

**国开证券**  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 关注高端、次高端白酒扩容，把握啤酒龙头利润释放

### ——食品饮料 2021 年中期策略

2020 年 7 月 26 日

分析师：

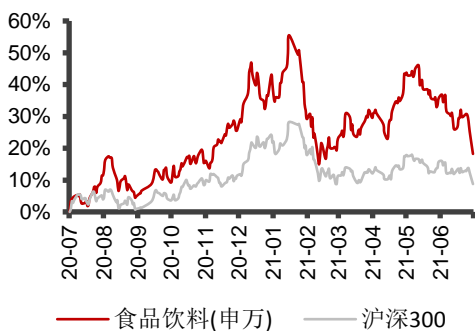
黄婧

执业证书编号：S1380113110004

联系电话：010-88300846

邮箱：huangjing@gkzq.com.cn

#### 食品饮料与沪深 300 指数涨跌幅走势图



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

#### 行业评级

强于大市

#### 相关报告

- 1、五粮液(000858)：持续稳增长，未来高质量发展可期 20210429
- 2、贵州茅台(600519)：2020 年圆满完成目标，稀缺性带动后续成长 20210402
- 3、海天味业(603288)：疫情下稳定成长，2021 年积极目标有望达成 20210401
- 4、疫情反复下关注确定性及其同比改善 20210207

#### 内容提要：

**白酒板块需求向好、次高端以上市场扩容。**短期来看，行业库存处于低位、动销良性，且主要产品价格保持上涨趋势，高端及次高端仍然处于较高景气状态。中长期来看，“喝少喝好”消费理念不断深化，结构性高景气持续，行业发展将有以下趋势：1、行业集中继续提升，行业准入壁垒强化。2、产品存在生命周期，酒企需提前布局产品升级。3、公司内部运营优化、改革创新至关重要。通过渠道形式、数字化平台、库存管理等方面的改革，公司将持续内部、渠道及终端的管理能力，而随着核心公司的普遍进步，行业周期波动或更加平稳。

**啤酒板块盈利能力提升，高端化进程加速。**啤酒行业业绩不断释放，主要原因有二：一是近 3 年来核心厂商关闭低效工厂，二是人均收入提升及消费需求变化带来的产品结构升级。关闭低效工厂方面，因高端战略所需费用投入，降费并未完全体现在利润端，随着高端化的不断推进，利润会加速释放。产品结构升级方面，喜力和乌苏两大高端单品在疫情下销量逆势快速增长，百威和青啤也早已在高端布局；中长期来看，随着消费升级、罐化率提升等趋势推动，行业吨价上行空间仍足。

**估值方面，商业模式是重要的估值考量因素，核心标的估值进入合理区间。**核心白酒公司的高现金流、高分红、品牌壁垒，啤酒龙头公司品牌价值及产品结构、生态发生的积极变化，都值得赋予一定的估值溢价。

标的方面，白酒建议关注竞争格局较优的高端白酒茅台、五粮液泸州老窖，业绩处于快速成长期的次高端白酒汾酒、酒鬼酒、今世缘，业绩拐点已现、积极推进股权激励的洋河；啤酒建议关注高端化进程加速的华润啤酒、重庆啤酒以及具有高端基因、积极调整战略的青岛啤酒。

**风险提示：**国内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧导致行业盈利能力下降；消费税征收政策变动导致行业税率上升；相关行业政策出现重大调整影响公司业绩；公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期；国内外二级市场风险；国内外宏观经济形势急剧恶化。

## 目录

1、市场回顾 .....	5
1.1 食品饮料板块收益率小幅收涨，估值有所回落 .....	5
1.2 2021 年二季度机构持仓比例回落，但仍维持超配 .....	8
2、行业发展环境及趋势：消费复苏+新业态+消费升级 .....	9
2.1 宏观环境基本步入正轨 .....	9
2.2 消费升级仍在持续 .....	10
2.3 新品类、新业态快速发展 .....	12
3、重点板块 .....	13
3.1 白酒：需求向好、次高端以上市场扩容 .....	13
3.1.1 高端消费持续向好 .....	13
3.1.2 次高端快速扩容 .....	15
3.1.3 渠道改革 .....	17
3.2 啤酒：盈利能力提升，高端化进程加速 .....	18
3.2.1 高端化加速 .....	20
3.2.2 竞争格局进一步优化 .....	21
3.2.3 吨价上涨将对冲成本压力 .....	22
4、投资建议 .....	23
5、风险提示 .....	25

## 图表目录

图 1: 2021 年初至 7 月 26 日申万一级行业累计收益率 (%)	5
图 2: 2021 年初至 7 月 26 日食品饮料子板块累计收益率走势	6
图 3: 2021 年初至 7 月 26 日食品饮料子板块 PEttm 走势	7
图 4: 申万 28 个一级行业 PE 对比	7
图 5: 基金持有食品饮料比例	8
图 6: 外资持有食品饮料市值占总外资持股比例	8
图 7: 社会消费品零售总额及增长率	10
图 8: 餐饮收入及增长率	10
图 9: 部分食品饮料龙头公司产品吨价变化	10
图 10: 全国城镇居民人均可支配收入及增速	11
图 11: 全国居民人均消费支出 (食品烟酒) 及增速	11
图 12: 我国常住人口城镇化率	11
图 13: 消费对 GDP 贡献率	11
图 14: 社区团购规模预测 (亿元)	12
图 15: 白酒当月产量及增速	14
图 16: 白酒规模以上企业数、销售收入、利润增速	14
图 17: 高端白酒一批价格	14
图 18: 中国高净值人群数量及可投资处规模	14
图 19: 次高端容量	15
图 20: 次高端市场结构	15
图 21: 部分次高端白酒一批价格	16
图 22: 次高端白酒公司营收近 2021 年一季度同比增速及近两年复合增速 (%)	16
图 23: 次高端白酒公司净利润近 2021 年一季度同比增速及近两年复合增速 (%)	17
图 24: 次高端白酒公司预收货款 (亿元)	17
图 25: 白酒渠道改革路径	17
图 26: 白酒渠道多元化改革思路	18
图 27: 啤酒产量及增速	19
图 28: 啤酒规模以上企业近年销售收入情况	19
图 29: 啤酒规模以上企业近年利润情况	19
图 30: 啤酒企业近年来营收增速 (%)	20
图 31: 啤酒企业近年来扣非净利润增速 (%)	20
图 32: 中国啤酒消费结构变化	20
图 33: 部分发达国家啤酒消费结构	20
图 34: 啤酒行业规模以上企业数量及亏损面	21
图 35: 啤酒行业前五大企业收入占比	21
图 36: 平均大麦进口价格 (千美元/万吨)	22
图 37: 中国玻璃价格指数	22
图 38: 南华铝价格指数	23

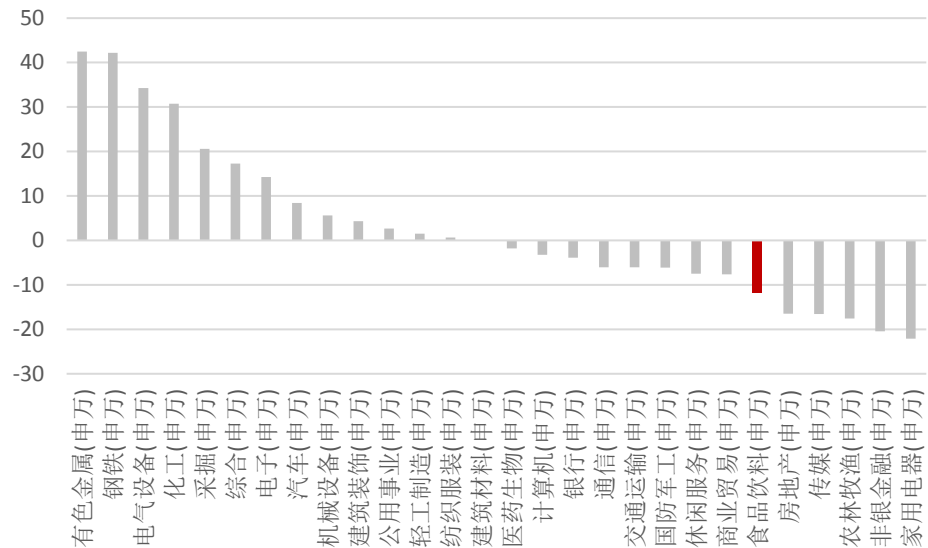
---

表 1：2021 年二季度基金对食品饮料行业公司持股市值前 10 名持仓变动情况 .....	9
表 2：中国啤酒产品结构 .....	20
表 3：重点公司估值情况 .....	25

## 1、市场回顾

### 1.1 食品饮料板块收益率小幅收涨，估值有所回落

图 1：2021 年初至 7 月 26 日申万一级行业累计收益率 (%)



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

2021年初至7月26日，食品饮料板块下跌11.86%，落后沪深300约11.70个百分点，在申万28个一级行业中排名第23。食品饮料子行业中，其他酒类（11.63%）、啤酒（8.54%）涨幅居前，软饮料（-1.84%）收益率相对领先。白酒下跌8.24%，虽波动较大，但领先于板块，乳制品、调味品跌幅超20%，显著低于板块平均收益。

2021年初至今，食品饮料板块呈现出波动较大的震荡走势，我们认为大致可以分为以下四个阶段：

第一阶段（年初至春节）：板块延续了2020年第四季度的走势，业绩确定性高及业绩增速具有弹性的标的股价震荡上涨，其中白酒、啤酒、食品综合、乳业等公司（如茅台、五粮液、老窖、重啤、安井、绝味、洽洽等）超额收益明显。

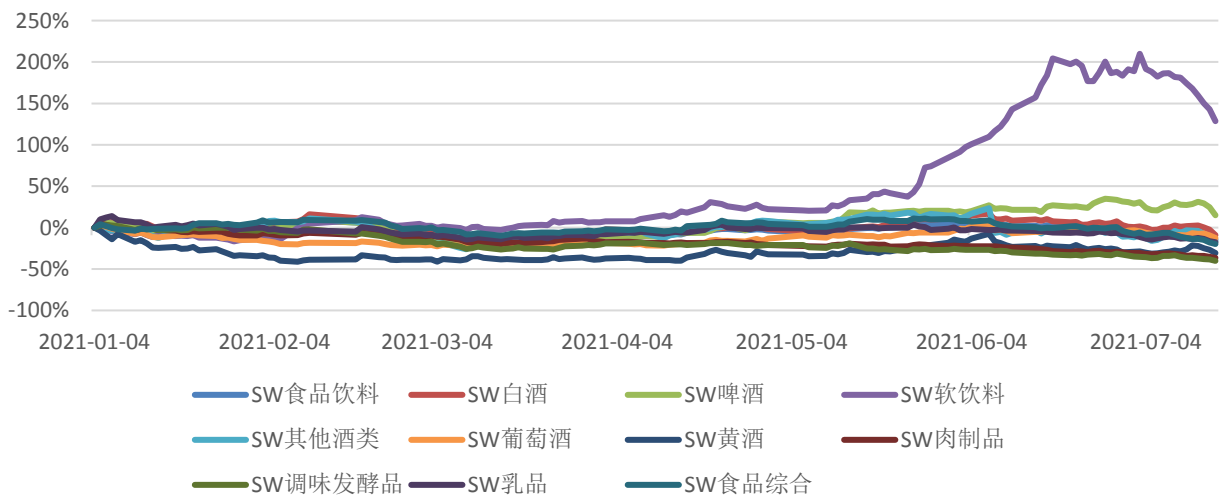
第二阶段（2月18日至3月7日）：市场出现明显调整，主要由于美国国债收益率提升引发市场对后续流动性的担忧，前期涨幅居前、估值水平相对较高的核心标的资金“抱团”出现松动。在此期间，食品饮料板块下跌

19.98%，在28个申万一级行业中排名垫底，板块中仅黄酒、软饮料及葡萄酒跌幅低于10%，其他酒类、白酒、调味品、啤酒等的子板块回调幅度在24%-34%之间。

第三阶段（3月8日至6月7日）：市场以白酒为首的标的开始反弹，我们认为原因有三：1、部门高景气度行业标的上一阶段调整幅度较大，但基本面没有发生变化；2、市场季报行情展开，后续股东大会亦强化标的基本面，业绩成长性重新成为资金关注焦点；3、美国国债收益率有所下降，国内市场流动性改善。在此期间，食品饮料各板块表现出现分化，其中啤酒、其他酒类及白酒板块（尤其是次高端板块）由于业绩增速超预期，超额收益明显，而调味品板块因景气度下滑且后续竞争或加剧走势明显弱于整体板块平均水平。此外，伊利定增、双汇发展管理层变动等事件导致乳制品、肉制品两板块出现下跌。

第四阶段（6月8日至今）：经过近三个月反弹，景气度较高的个股股价大幅提升，其中舍得、知味香、李子园、水井坊等个股收益率一度超100%，但随着部分食品公司传递谨慎预期、下调业绩目标及部分经销商反馈较为消费仍为恢复，市场对板块景气度产生担忧情绪，以调味品、冷冻食品及次高端白酒为代表的标的出现大幅回调。

图 2：2021 年初至 7 月 26 日食品饮料子板块累计收益率走势



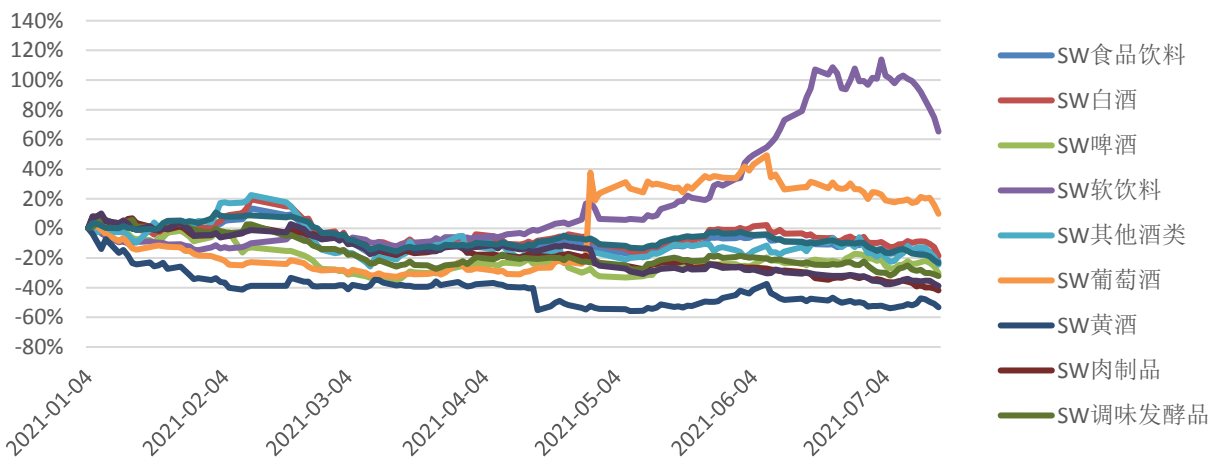
资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

个股方面，2021年初至7月26日，板块121只个股中，15只上涨，其中东鹏饮料（183.55%）、海南椰岛（167.20%）、舍得酒业（148.63%）、李子园（129.38%）及\*ST西发（66.23%）涨幅居前。天味食品（-61.11%）、

顺鑫农业 (-453.56%)、盐津铺子 (-48.81%) 跌幅较大。

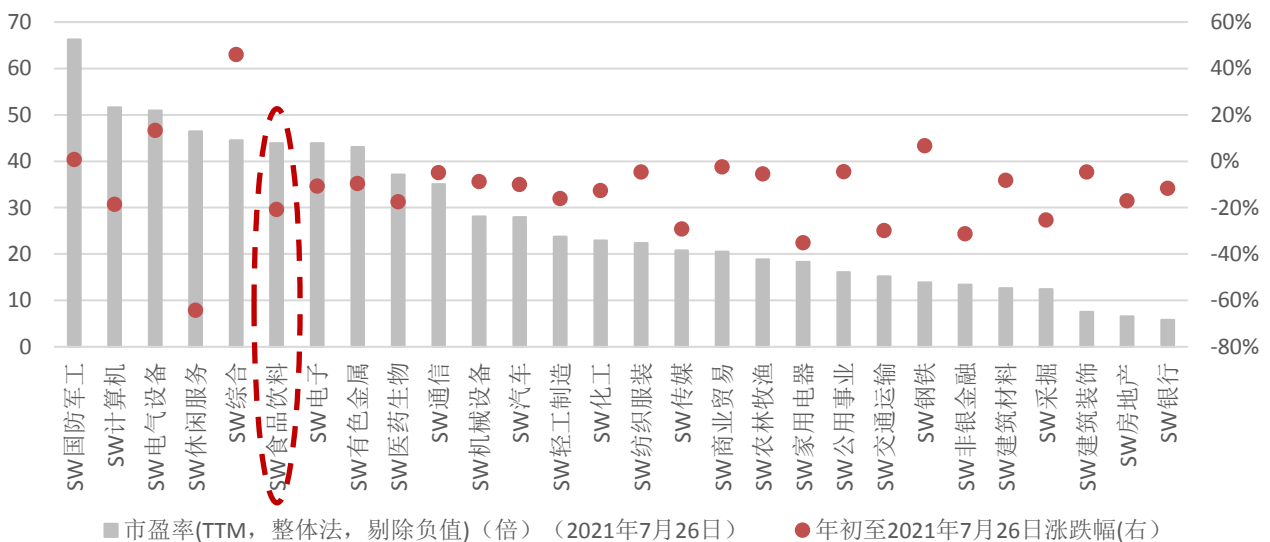
估值方面，截至2021年7月26日，食品饮料板块PE (ttm、整体法、剔除负值) 为43.89倍，较年初下降31.55%，在申万28个一级行业中排名第15。子板块中，软饮料及葡萄酒PEttm分别提升83.58%、42.41%，其他子板块估值水平均有不同程度回调，其中啤酒、白酒、调味品分别回调20.0%、31.8%、34.0%。整体来看，前期涨幅较大的板块股价回调幅度更大。

图 3: 2021 年初至 7 月 26 日食品饮料子板块 PEttm 走势



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

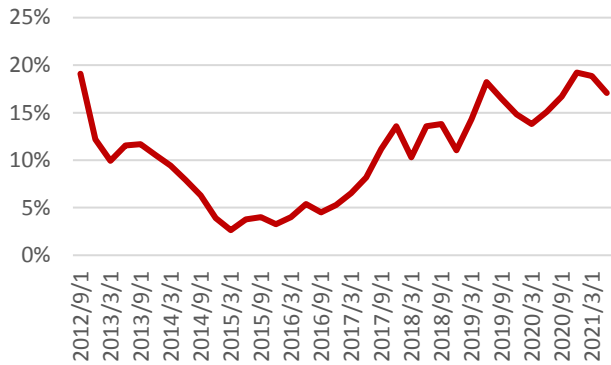
图 4: 申万 28 个一级行业 PE 对比



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

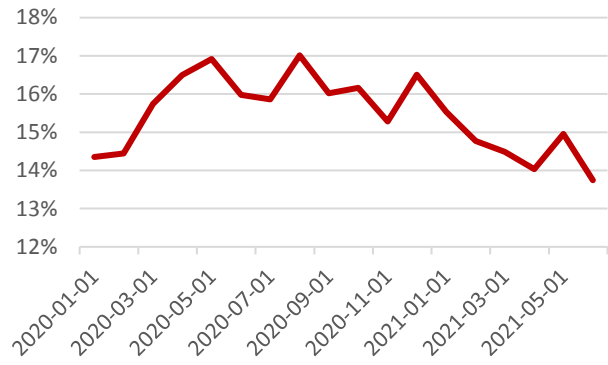
## 1.2 2021 年二季度机构持仓比例回落，但仍维持超配

图 5: 基金持有食品饮料比例



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 6: 外资持有食品饮料市值占总外资持股比例



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

基金持仓方面, 2021年二季度, 公募基金的食品饮料配置比例为17.13%, 环比下降1.88个百分点, 2021年上半年板块配置比例整体回落2.14个百分点。虽然因流动性及部分板块业绩低于预期, 持仓比例连续两个季度回落, 但由于白酒、啤酒等行业仍保持高景气, 食品饮料的配置比例仍处于近10年高位, 维持超配状态, 在申万28个一级行业中排名第一, 较第二名生物医药高1.12个百分点。

从子行业方面看, 2021年二季度基金持有白酒股比例为14.36%, 同比下滑1.65个百分点, 其中洋河、山西汾酒持仓比例逆势提升。大众品板块持仓比例环比下降0.37个百分点至2.18%, 其中啤酒板块配置比例为0.57%, 环比提升0.29个百分点, 乳制品、调味品、肉制品的配置比例分别为0.74%、0.15%、0.2%, 分别下降0.39、0.11及0.12个百分点。整体来看, 2021年二季度国内机构更加青睐于业绩增速有较高弹性的标的。

外资持股方面, 2021年上半年, 北向资金对食品饮料板块持股比例呈下降态势, 由2020年12月30日的16.5%下降至2021年6月30日的13.74%, 持股市值下降259.15亿元, 但食品饮料仍在28个申万一级行业中持股比例排名第一, 截至2021年6月30日, 外资持食品饮料标的市值超医药生物876.77亿元。个股方面, 2021年6月29日, 外资持仓市值前30名中, 茅台(548亿元)、五粮液(262亿元)、伊利股份(100亿元)、海天味业(81亿元)分别排名第1、3、15、21名。外资更青睐流通市值及流动性较高、盈利能力较强、业绩确定性较强的标的, 目前食品饮料基本面未发生重大变化, 因此长期来看我们认为板块仍对外资有较强吸引力。



**表 1：2021 年二季度基金对食品饮料行业公司持股市值前 10 名持仓变动情况**

证券代码	证券简称	持股总市值 (亿元)	持股市值变动 (亿元)	本期持仓占比	持仓占比变动
600519.SH	贵州茅台	1236.87	-114.11	5.18%	-1.31%
000858.SZ	五粮液	1016.63	45.02	4.26%	-0.41%
000568.SZ	泸州老窖	421.73	-38.38	1.77%	-0.44%
600809.SH	山西汾酒	343.4	91.24	1.44%	0.23%
002304.SZ	洋河股份	213.9	105.21	0.90%	0.37%
600887.SH	伊利股份	149.16	-54.72	0.63%	-0.36%
002568.SZ	百润股份	137.25	46.17	0.58%	0.14%
000596.SZ	古井贡酒	74.97	-12.34	0.31%	-0.11%
603345.SH	安井食品	72.9	12.18	0.31%	0.01%
603517.SH	青岛啤酒	69.05	41.1	0.29%	0.15%

资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

## 2、行业发展环境及趋势：消费复苏+新业态+消费升级

随着我国疫情的有效控制，行业所处宏观环境逐渐回归正轨，但由于餐饮业受影响较大、恢复落后于整体消费，因此基数对食品饮料行业的扰动可能还将持续，但影响在逐步降低。后续行业基本面的新业态及消费升级将提供发展机会，而市场可能会对流动性更加敏感。

### 2.1 宏观环境基本步入正轨

2020年初，新冠疫情爆发，由于居家隔离引发的消费场景缺失，以餐饮为首的社交属性消费额断崖式下滑。但随着我国快速、有效的控制疫情，社交场所有序开放，消费开始有序复苏。2021年1-5月，我国社会消费品零售总额达174318亿元，同比增长25.65%，相较2019年同期增长8.06%。聚焦餐饮行业，2021年1-5月，我国餐饮业收入达17789亿元，同比增长56.78%，较2019年同期增长1.33%。虽然相较社零总额，餐饮行业的收入较2019年同期增长较小，但也恢复正增长。

值得注意的是，社零总额及餐饮收入分别于2020年8月、2021年2月恢复当月同比正增长，具有社交属性的餐饮业受到新冠疫情的影响更大、恢复速度也慢于整体消费，因此我们判断餐饮业仍在恢复途中，低基数效应或持续全年。在餐饮业恢复的带动下，部分相关的食品饮料公司，如白酒、啤酒、餐饮渠道占比较大的调味品公司的营收增速也将受益于低

基数。

图 7: 社会消费品零售总额及增长率

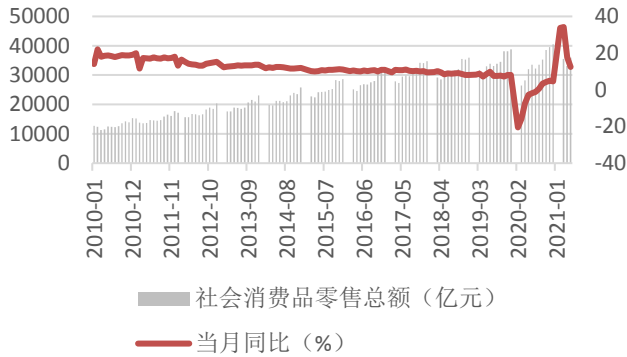
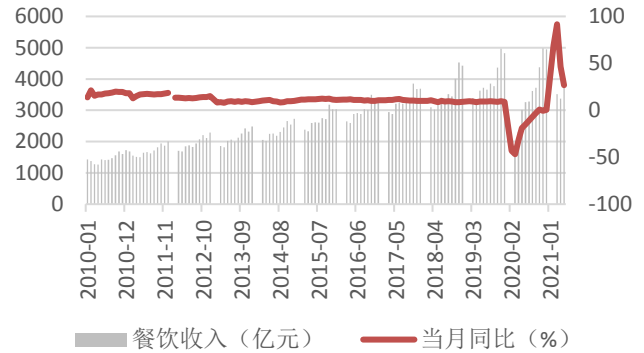


图 8: 餐饮收入及增长率



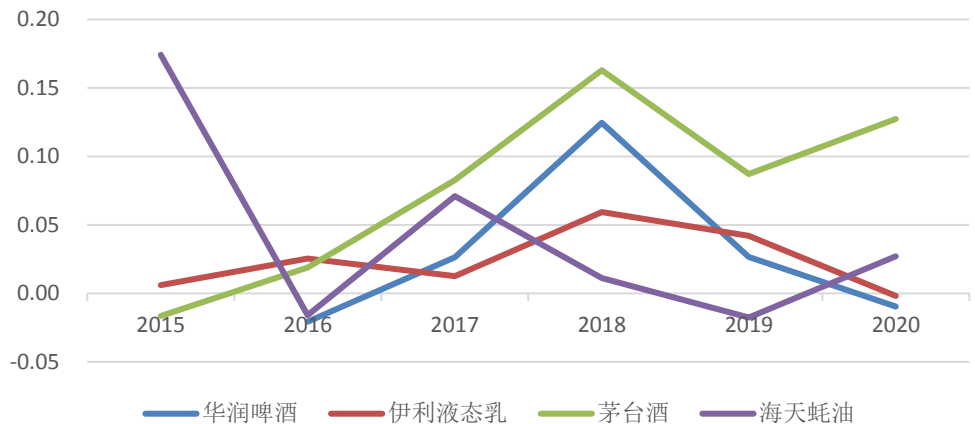
资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

相反地, 具有必须属性以及以零售为主的食品饮料公司在疫情中录得较高收入及利润, 一方面由于替代效应使得零售端消费占比提升, 另一方面由于在需求提升下, 厂家减少了买赠、促销等活动。高基数基本持续至2020年三季度, 预计2021年底至2022年上半年相关行业较为低迷的业绩增速有望迎来拐点。

## 2.2 消费升级仍在持续

图 9: 部分食品饮料龙头公司产品吨价增速变化

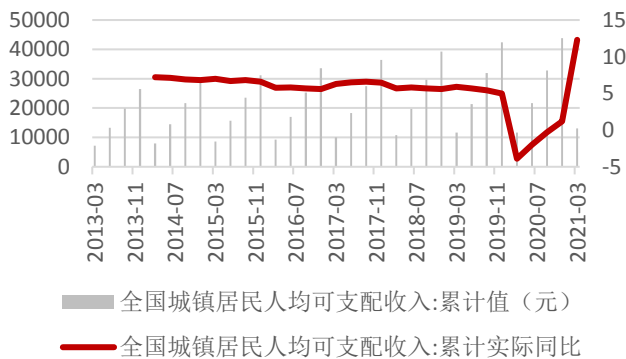


资料来源: 公司年报, 国开证券研究与发展部

近5年, 消费升级是食品饮料行业发展的重要动力。高端白酒较为充分的享受了消费升级红利, 茅台酒吨价5年复合增速为9.5%, 终端零售价格更是上涨了357%。此外其他食品饮料龙头产品在做大基础产品的同时, 推出了高端产品, 从而推动了核心业务吨价的稳步上涨。

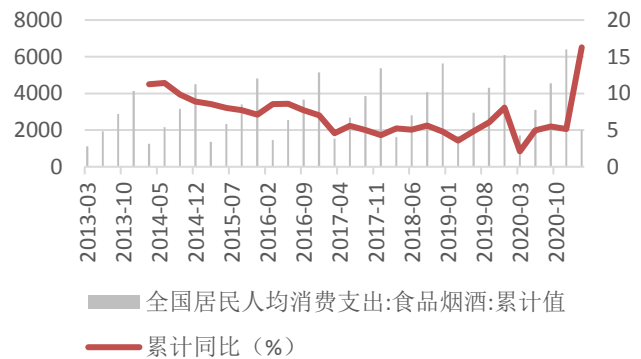
我们认为，行业呈现的消费升级趋势主要有两方面原因。一方面，我国城镇居民人均可支配收入持续提升，2020年达4.38万元，近10年及近5年的复合增速分别为9%、7%。由于可支配收入实现了质的突破，我国人均消费支出增速高于收入增速。另一方面，我国城镇化率不断提升，根据国新办第七次全国人口普查数据，2020年居住在城镇的人口占比达63.89%，较10年前上升14.21个百分点。与此同时，流向城镇的流动人口比重及流向城镇化率较高地区的流动人口比重仍比较高。人均收入质与量的突破使得消费者对价格敏感度降低，对品质及体验更加关注，因此剔除疫情扰动，消费对GDP的贡献保持了60%以上的水平。展望未来，我们认为随着疫情后经济的恢复及后续的持续发展、人口老龄化及财富的不断积累，我国消费者的消费能力将持续提升，叠加2025年城镇化率有望突破65%，我们认为消费升级仍是未来推动食品饮料发展的重要动力，且各品类高端、超高端产品有望迎来快速发展期。

图 10: 全国城镇居民人均可支配收入及增速



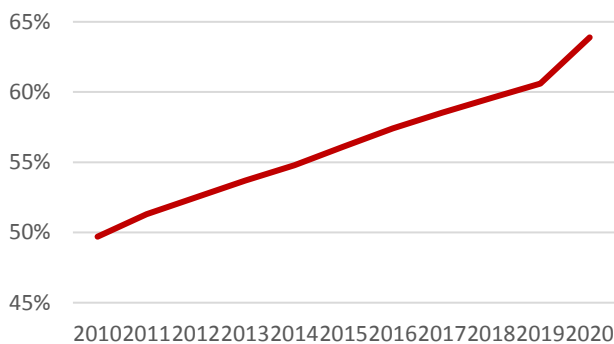
资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

图 11: 全国居民人均消费支出（食品烟酒）及增速



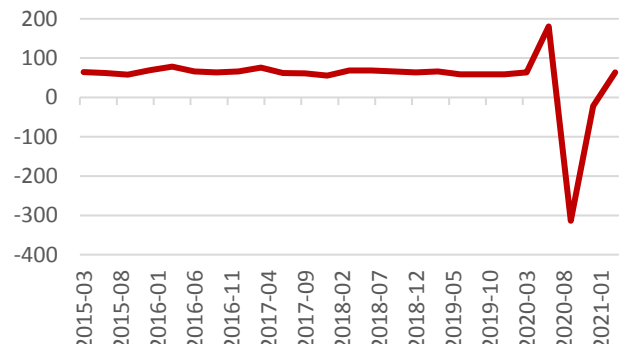
资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

图 12: 我国常住人口城镇化率



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

图 13: 消费对 GDP 贡献率



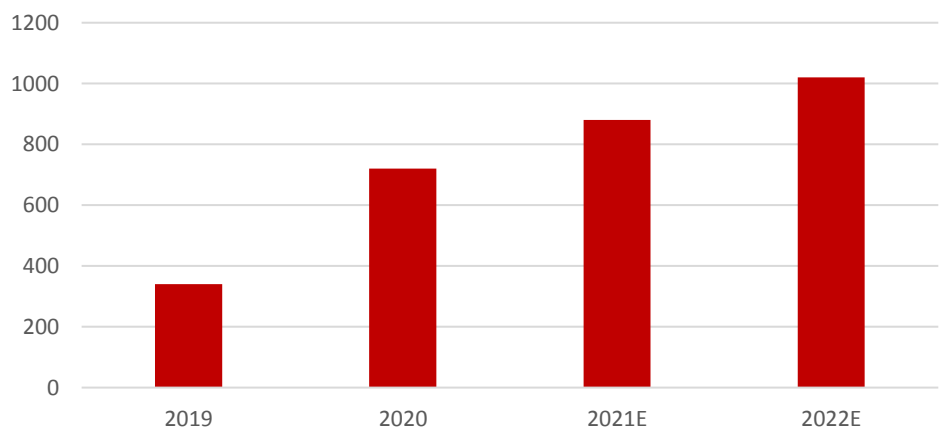
资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

## 2.3 新品类、新业态快速发展

随着收入水平的提高，国内消费水平提升的同时，消费者需求开始多样化发展。发达国家市场中较为成熟的消费品类加速进入国内市场并取得快速增长。整体来看，以下三个方向孵化出了新品类：一是使生活更加方便、简单，如预制菜、冷冻品的快速发展；2、随着互联网、数字化使信息易于传播，广告途径更加多元化，新需求产生且消费者教育更加高效，如奶酪销量高增逻辑的兑现、跨界合作频次的提升（如与调鸡尾酒、冰激凌、奶茶、白酒等）3、更加注重健康保健，期望通过健康饮食预防疾病，因此保健品、代餐等品类得到消费者追捧。

与此同时，渠道及业态也在快速创新。由于新冠疫情的爆发，社区团购爆发式成长。社区团购是真实居住社区内居民团体的一种互联网线上线下购物消费行为，是依托真实社区的一种区域化、小众化、本地化、网络化的团购形式。相较线下消费，方便省时、送货上门是其主要优势；相较线上消费，社区团购模式对需求更为聚焦，互动性更强，且节省挑选成本。这种团购+社区相融合的渠道模式于2016年初具雏形，2020年迎来爆发式增长，主要由于新冠肺炎改变了人们的消费习惯。根据艾媒咨询，2020年国内社区团购市场交易规模约750亿元，同比增长121%，预计2021年将达到千亿元，增速39%。

图 14：社区团购规模预测（亿元）



资料来源：艾媒咨询，国开证券研究与发展部

作为一种社群分享销售模式，真实的消费者反馈使评价更具可信度，口

口相传提高了商品及平台的宣传新品的效率，因此促进了新品类的推广与成长。短期来看，部分大厂商面临小品牌多元化、价格体系维系等挑战，中长期来看，新业态进一步拓宽了消费者的信息渠道，对公司市场调研能力、产品创新能力、渠道灵活度、价格掌控能力等均提出了更高要求，品牌及渠道能力强的公司及细分行业龙头仍将具有更明显的竞争优势。

综上，我们认为在经济有望持续复苏、新业态新品类快速成长、消费升级持续的背景下，下半年食品饮料板块投资可聚焦两条主线。

主线一：消费升级带来业绩高弹性。可关注高端白酒、核心次高端白酒、高端啤酒。

主线二：基本面恢复带来业绩拐点。经营持续改善的部分次高端白酒。

### 3、重点板块

#### 3.1 白酒：需求向好、次高端以上市场扩容

##### 3.1.1 高端消费持续向好

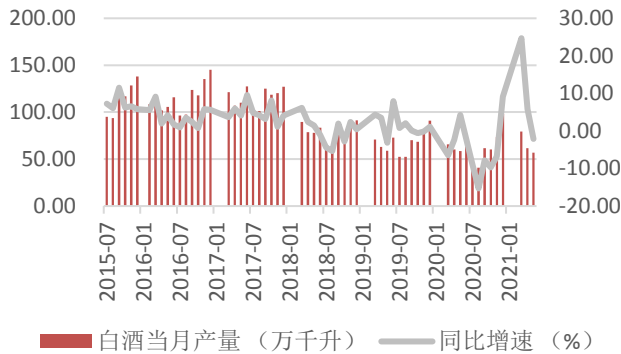
行业“喝少点、喝好点”逻辑不断被验证。自2019年起，白酒产量开始出现负增长，2020年因疫情影响，产量下降幅度更加明显，2019、2020年白酒产量分别下降0.8%、2.5%。2021年1-5月，白酒累计产量同比增长11.7%，其中1-4月，在低基数的影响下，白酒产量同比明显提升，5月再次呈现同比下滑。与2019年同期相比，2021年1-5月产量累计同比下滑2.49%。我们认为行业产量的下降主要由于消费者更加注重健康、享受的背景下，白酒的总需求在减少。

与此同时，规模以上白酒的收入、利润增速仍在增长。2020年，在疫情的影响下，规模以上白酒企业的营收、净利润增速分别为4.61%、13.35%，分别同比下降3.63、1.19个百分点，吨价提升约10%，客单价不断上涨。

目前，飞天茅台在多方控价政策以及传统渠道强制100%开箱等政策下需求依旧旺盛，散瓶批价上涨至约3000元/瓶，普五及国窖的一批价格分别为1000元/瓶及920元/瓶，淡季仍维持高位。2020年7月至今，茅台、五

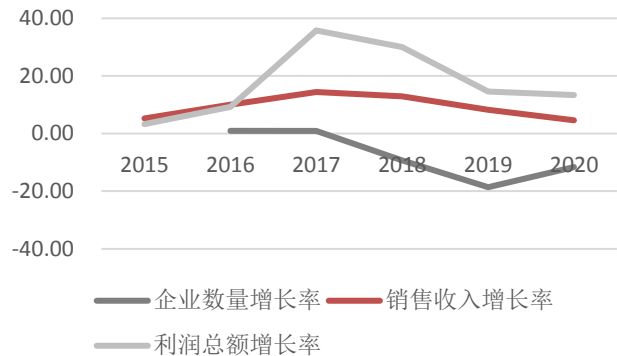
粮液、国窖一批价格分别上涨39%、4%、12%，2019年7月至今则分别累计上涨80%、14%、23%。

图 15: 白酒当月产量及增速



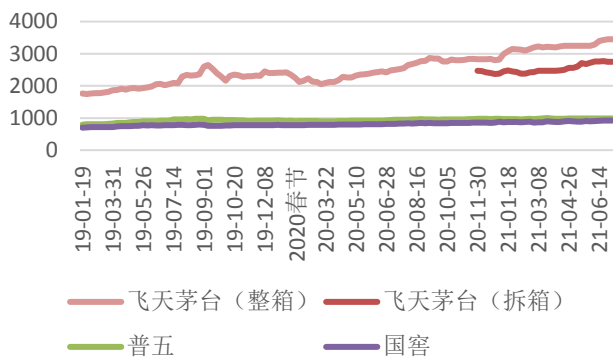
资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 16: 白酒规模以上企业数、销售收入、利润增速



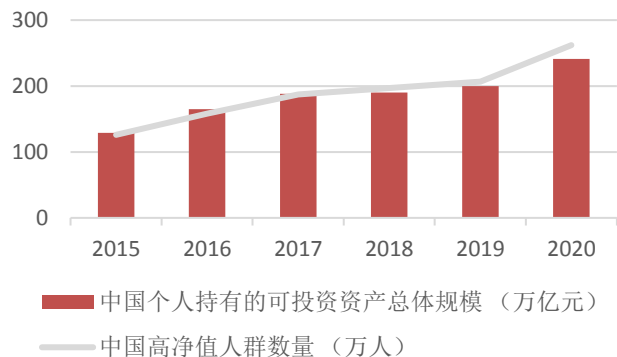
资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 17: 高端白酒一批价格



资料来源: 微酒、酒说, 国开证券研究与发展部

图 18: 中国高净值人群数量及可投资处规模



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

由此,我们判断白酒需求的下滑并未影响高端白酒销量增长及价格提升,其中重要的原因是中国高净值人群(指可投资资产超过1千万人民币的个人)数量及可投资资产持续增长,尤其在疫情下,数值增速均超20%。高收入人群壮大,且消费能力并未下降,高端白酒需求因此受益。2021年一季度,茅台、五粮液、泸州老窖三家公司的高端产品均实现了量价齐升,其中茅台酒营收增速约11%,五粮液及泸州老窖的高端产品营收增速或超20%。

随着高端白酒市场的逐步扩容,消费者需求出现向超高端产品扩散的趋势,三家高端白酒公司顺势开始布局超高端市场。2021年初,茅台提升茅台酒非标产品出厂价,其中茅台生肖酒由1299元/瓶上涨至1999元/瓶、

精品茅台由2299元/瓶上涨至2699元/瓶，提价幅度分别为54%、17%，目前来看市场接受度较高，茅台的稀缺品牌形象为超高端产品的发展奠定坚实基础。五粮液在第八代五粮液零售价站稳千元的基础上正式推出了2000元以上的经典五粮液，并以此为契机构建经典五粮液营销服务体系，抢占超高端市场份额，从而实现新一轮五粮液营销高质量发展。泸州老窖方面，公司在近日召开的股东大会上表示，在国窖1573全国化的基础上，会考虑推进更高端品牌的建设。我们认为超高端品牌的成功打造不仅会提升公司形象，更将打开未来增长空间。

**高端产品多元化。**随着高端市场景气度的持续，能够给予消费者新体验的新香型和新产品受到关注。目前馥郁香型内参、酱香型青花郎、国台15年等，均呈现良好的动销及较稳健的价格走势。我们认为，在白酒千元以上市场持续扩容的背景下，将会有更多品牌加入，竞争将有所加剧，但总体来看，一方面茅五泸三足鼎立的格局较难被打破；另一方面新进入品牌将会享受“蛋糕做大”的红利，提升公司整体价格体系及品牌价值。

### 3.1.2 次高端快速扩容

图 19: 次高端容量

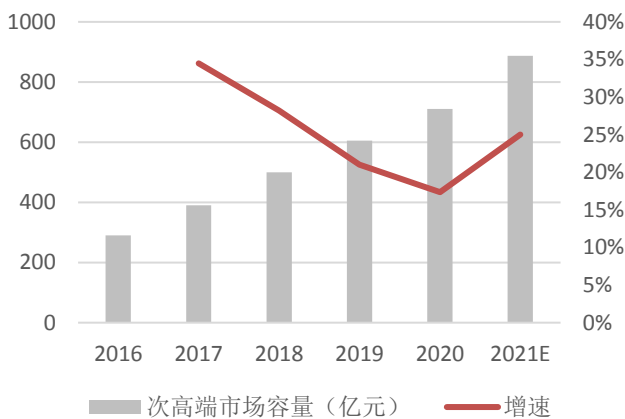
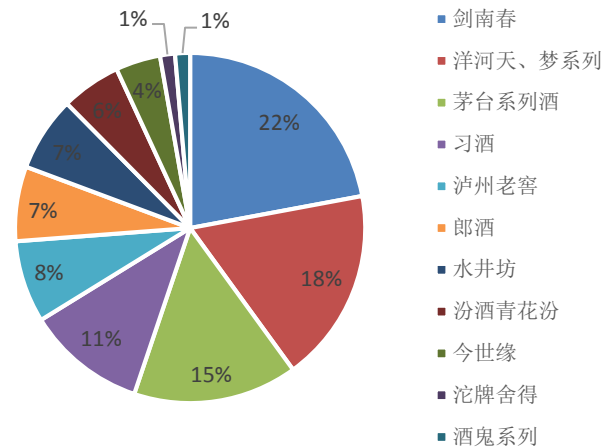


图 20: 次高端市场结构



资料来源：微酒、酒说，国开证券研究与发展部

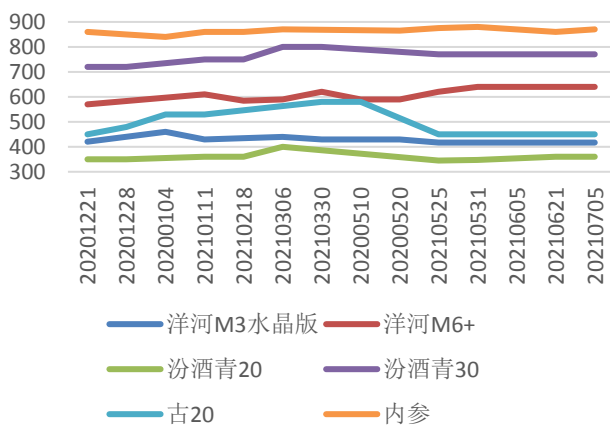
资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

**量价齐升，持续快速扩容。**随着2015年高端白酒动销快速恢复、价格持续上移，自2016年起，次高端迎来复苏性增长。2016-2020年，次高端市场容量年复合增速约25%，且价格带由原本的300-600元上移到了

400-900元。2020年上半年虽因疫情使其对应的商务宴请、家宴等场景受到较大影响，但并未对次高端市场的价格形成实质性影响，而随着下半年市场的快速恢复，估计全年次高端白酒仍有17%左右的增长，容量或达710亿元。2021年上半年，在疫情基本稳定、商务活动逐渐增多的背景下，叠加厂商对疫情的预判、旺季充分备货及对团购、宴请等渠道、场景的把握，强势次高端品牌如青花汾酒、剑南春、洋河梦系列等均呈现低收入基数下的收入、净利润高速增长。

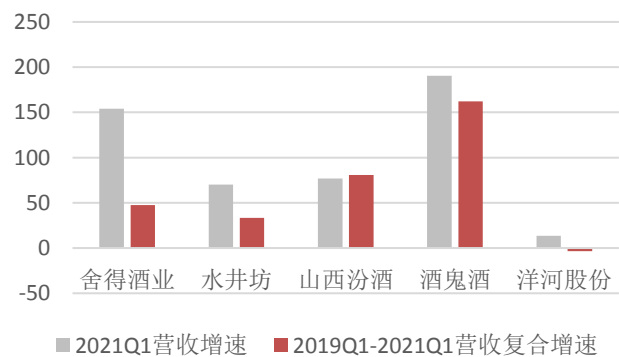
**更多品牌进入，产品结构升级空间仍足。**目前，剑南春仍然保有次高端龙头地位，动销领先，汾酒天、梦系列紧随其后。但随着次高端市场的不断扩容，更多品牌进入该细分市场。一方面，高端白酒公司旗下系列酒强势进入，茅五泸三家公司先后均宣布了主品牌及系列酒的“双轮驱动”战略，经过近两年对渠道和品牌的梳理，目前已经处于整装待发的状态。另一方面，随着“茅台热”实质性的带动酱香型白酒发展成“酱香热”，郎酒、习酒、国台等酱香型白酒企业进入高速成长期，已经在次高端争得一席之地。

图 21：部分次高端白酒一批价格



资料来源：微酒、酒说，国开证券研究与发展部

图 22：次高端白酒公司营收 2021 年一季度同比增速及近两年复合增速 (%)

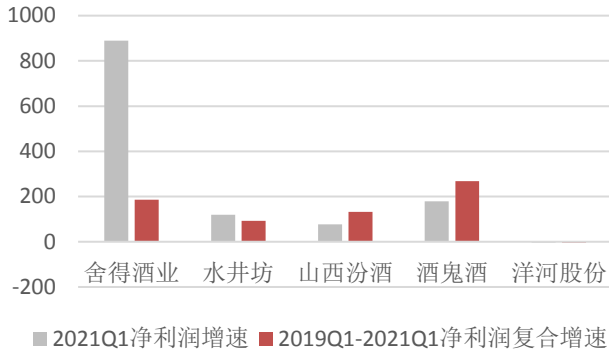


资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

与此同时，随着高端白酒普五及国窖的终端零售价站上千元大关，次高端价格天花板被提升至900元。但目前次高端的主流价位仍是400-600元之间，600-900元成为核心公司的未来必争之地。目前，无论是包括古井贡、今世缘、汾酒、舍得在内的传统次高端品牌，还是新进入品牌，均开始布局600-900元市场，主要手段是推出现有系列品牌新品，如古井的古20、青花汾酒的青30复兴版等。

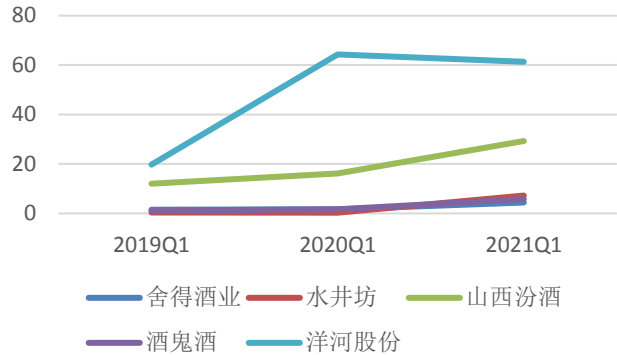


图 23: 次高端白酒公司净利润 2021 年一季度同比增速及近两年复合增速 (%)



资料来源: 微酒、酒说, 国开证券研究与发展部

图 24: 次高端白酒公司预收货款 (亿元)

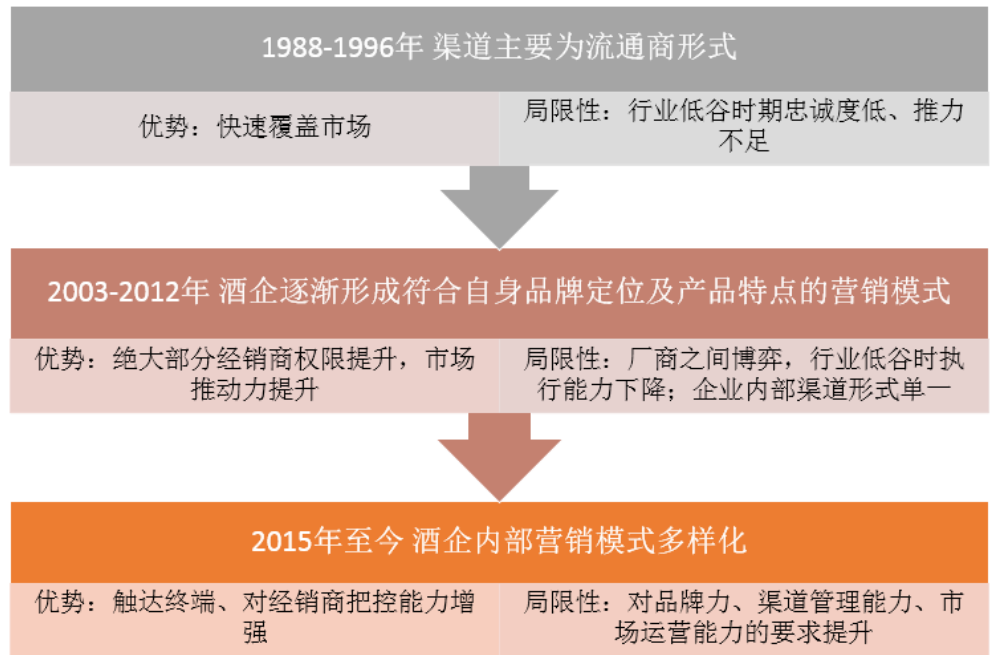


资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

我们认为次高端品牌仍在扩容红利阶段, 排名仍有变化的可能。未来在新价格带建立品牌形象并迅速提升规模、实现良好动销的品牌将成为次高端龙头。

### 2.1.3 渠道改革

图 25: 白酒渠道改革路径



资料来源: 公司年报, 国开证券研究与发展部

2015年至今, 酒企开始多元化发展渠道。2018年, 茅台开始着手对渠道进行改革, 加速落地直营、类直营渠道, 包括与网上商城、商超的合作

及提升直营店销售比例，五粮液也进行了类似变动。直营店销售份额的提升即能有效增强公司对终端的敏感度，也能因示范效应提升厂商对经销商的掌控力。

图 26: 白酒渠道多元化改革思路



资料来源：公司年报，国开证券研究与发展部

近期，新一轮渠道多元化展开。泸州老窖、五粮液在大本营试点将经销商分为平台商及团购商，通过区别不同类型商家的考核任务使相应商家或专注于流通市场，或专注于对意见领袖的营销，从而进一步提升效率。而曾经专注于团购的地域性酒企今世缘则开始积极尝试平台商模式，大商回款积极性及市场操作统一性均有显著提升。此外，继泸州老窖将渠道模式由柒泉改革为品牌专营，近年来次高端白酒的汾酒、酒鬼开始独立运营不同价位段的产品或品牌，将相关经销商完全区隔开，从而精细化管理不同品牌形象，并有效避免内部竞争。

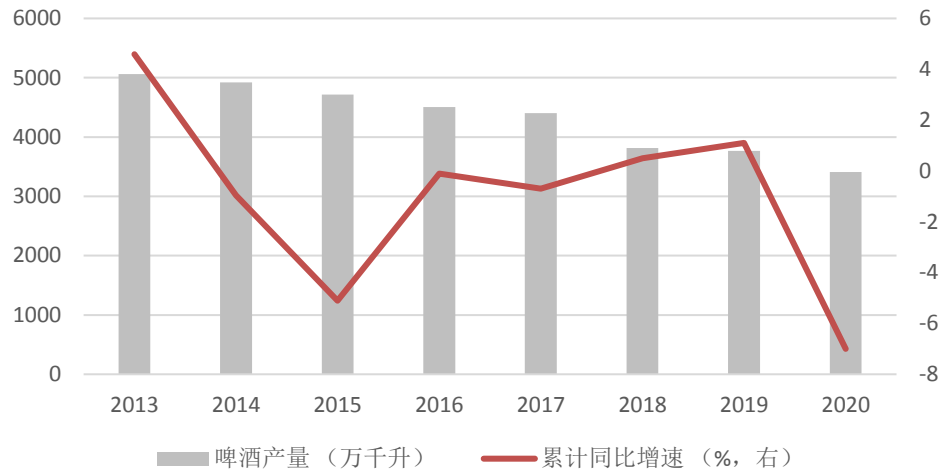
我们认为，白酒渠道模式的改革仍会向着精细化、复合化进一步深化，渠道模式的改善将显著提升酒企对动销的敏感度、战略的执行力、产品矩阵的差异化经营能力以及与消费者的互动，从而不断推动业绩的增长。

### 3.2 啤酒：盈利能力提升，高端化进程加速

2015年以来，中国啤酒产量及收入进入下降通道，2020年啤酒产量及规模以上企业收入分别为3411万千升及1369亿元，分别为2015年的72.34%及72.16%。根据国际经验，若人均GDP超过1亿美元，啤酒消费量与GDP不再呈现正相关关系。2014年、2020年，中国一线城市人均GDP及全国人均GDP分别达到该标准，因此，我们推断虽然2020年啤酒消费量受到

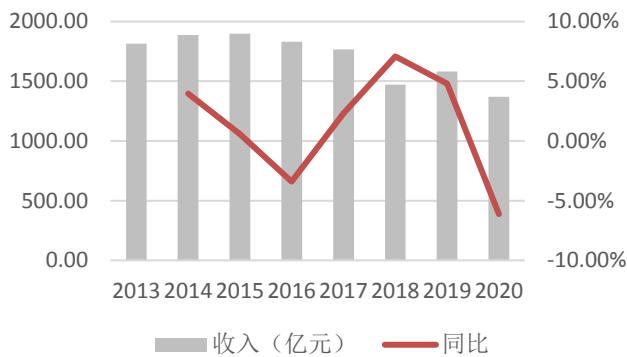
一定疫情影响，但2021年啤酒消费量大概率增速有限。

图 27: 啤酒产量及增速



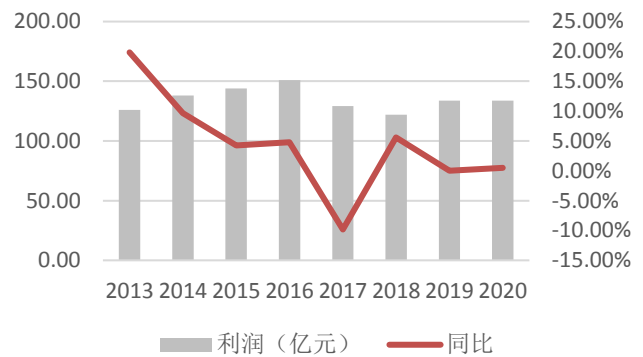
资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 28: 啤酒规模以上企业近年销售收入情况



资料来源: 微酒、酒说, 国开证券研究与发展部

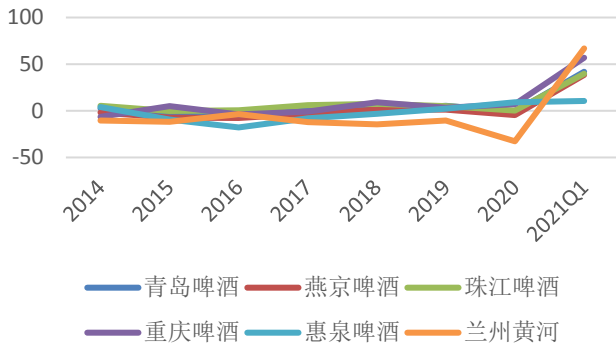
图 29: 啤酒规模以上企业近年利润情况



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

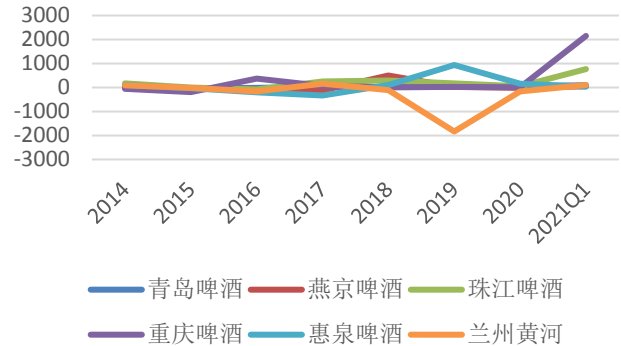
但是在产量、收入增速下降的背景下，2020年啤酒规模以上企业的利润达到134亿元，较2018年提升9.8%。聚焦上市公司，除兰州黄河、燕京啤酒外，其他啤酒上市公司收入增速近年来低速增长，但扣非归母净利润自2018年来显著改善，与行业趋势一致，且改善幅度更大。我们认为行业的上述变化主要来自于产品结构高端化及竞争格局的优化。

图 30: 啤酒企业近年来营收增速 (%)



资料来源: 微酒、酒说, 国开证券研究与发展部

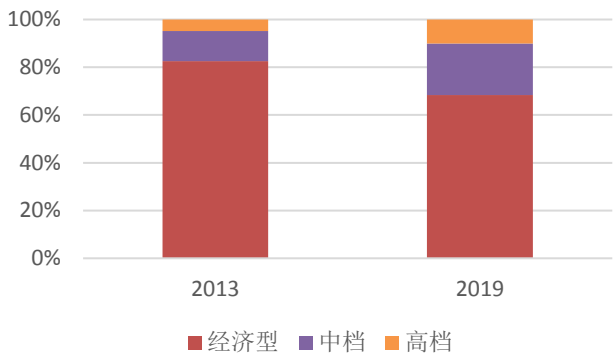
图 31: 啤酒企业近年来扣非净利润增速 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

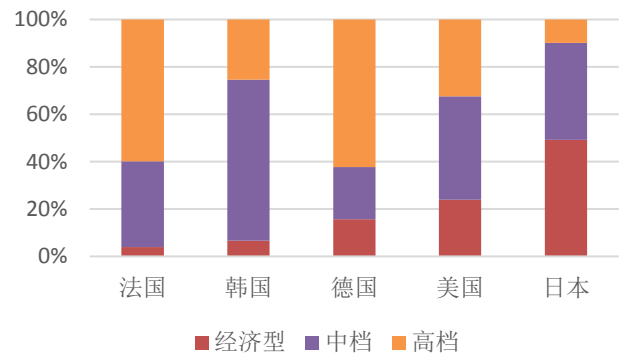
### 3.2.1 高端化加速

图 32: 中国啤酒消费结构变化



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 33: 部分发达国家啤酒消费结构



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

当前, 我国啤酒消费结构呈现金字塔形。2019年, 我国6元/550ML及以下的低端市场占据超过68%的市场份额, 为当前主流价位段, 6-10元/550ML的中端市场约占21%, 10元/550ML则占10%。与2013年相比, 中高端产品消费量提升了约14个百分点, 市场显著扩容, 但是与其他发达国家相比, 中高端市场占比仍然较低, 其中日本低端啤酒消费占比不足50%, 法国、韩国、德国则不足20%。

表 2: 中国啤酒产品结构

		经济啤酒	中档啤酒	高端啤酒
价位段	目前	6元/550ML及以下(当前主流价位段)	6-10元/550ML	10元以上/550ML
	未来升级趋势	6-8元/550ML	8-12元/550ML	12元/550ML以上

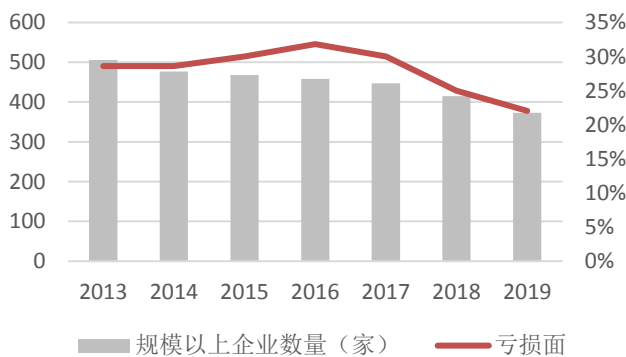
酒企	华润雪花	勇闯天涯、清爽、冰酷	雪花纯生、Super X、马尔斯绿	黑啤、喜力、脸谱、黑狮白啤、匠心营造
	青岛啤酒	崂山、淡爽欢动	奥古特、全麦白啤	青岛纯生、青岛黑啤、经典1903、皮尔森全麦、鸿运当头
	百威英博	哈尔滨、雪津	百威啤酒	科罗娜、福佳、时代啤酒、乐飞啤酒
	燕京啤酒	鲜啤、精品、燕京无醇系列、特色系列	燕京黑啤、纯生、燕京U8、漓泉1998	原酿白啤
	嘉士伯、重庆啤酒	山城	嘉士伯、乐堡、怡乐仙地、重庆国宾系列	重庆纯生、克伦堡1644

资料来源：公司年报、官网，国开证券研究与发展部

我们判断，未来3-5年，行业的整体消费结构有望上移，低档啤酒消费占比有望快速下降至50%，且4-6元/550ML的价格有望提升至6-8元/550ML。中档啤酒或逐步取代低端啤酒成为主流市场，且未来3-5年价格有望提升至8-12元/550ML。目前，头部酒企正在重点战略性培育8-10元/550ML市场，费用投放倾斜明显，销量增速有望快速体现，预计将成为未来3年主要利润增长动能。此外，华润、青啤积极布局高端市场，其中华润重点发力Super X、喜力和纯生，高端占比达11%；具有高端基因的青岛啤酒高端产品销量占比达22%，目前在山东、河北南部、陕西、河南、陕西、甘肃等地中高端市占率均位于第一，纯生及经典1930销量今年有望双位数增长。我们认为华润啤酒、青啤、重啤的高端形象有望充分获益于行业高端化的发展趋势，而因消费者追求多元化而加入竞争的小型精酿啤酒或进一步挤压中型厂商生存空间。

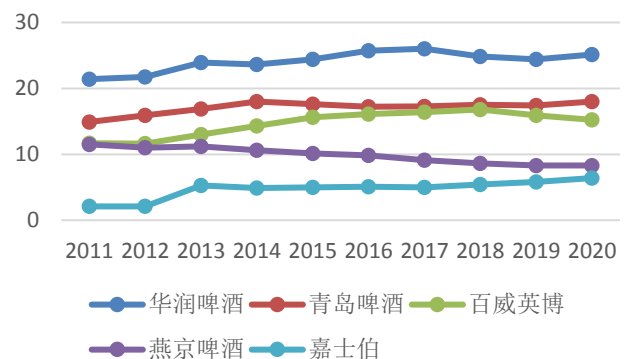
### 3.2.2 竞争格局进一步优化

图 34：啤酒行业规模以上企业数量及亏损面



资料来源：微酒、酒说，国开证券研究与发展部

图 35：啤酒行业前五大企业收入占比 (%)



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

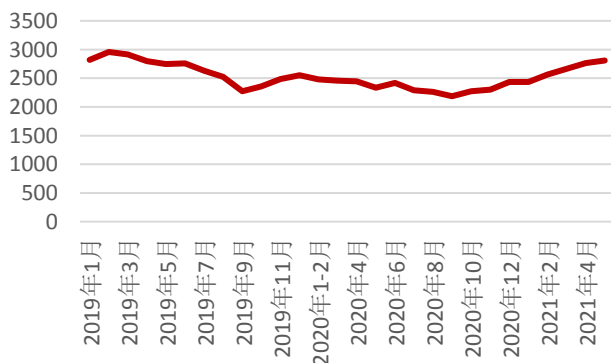
啤酒规模以上企业数量自2013年以来持续下降，中小企业因不断升级的价格战退出市场竞争，市场份额不断向头部企业集中。2020年，规模以上企业数量为346，是2013年的72.16%。而2011至2020年，啤酒CR5从70.28%提升了2.72个百分点至73.0%，除燕京啤酒外，其余四大啤酒厂商市占率均处于上升通道。

目前，中国前五大啤酒公司均拥有自身优势地域。如华润啤酒在辽宁、安徽、四川等地具有绝对优势，嘉士伯在西北部地区较为强势，青啤则在山东、山西及陕西地区市占率大幅领先对手。当市占率相对对手具有明显优势时，企业将在该地区获得可观的规模效应，利润率提升，相应的，竞争对手在成本压力下逐渐被挤出市场。因此，我们认为在优势市场基本定型的局势下，此前拖累行业盈利能力的价格战大概率难以上演，且区域龙头的市占率仍有上升空间。

同时，2016年前，规模以上企业的亏损面持续扩大，2016年时亏损面高达33%，2017年亏损情况出现显著拐点，2019年亏损面下降至22%。这主要是由于中小企业的退出及2016年起头部企业关停亏损工厂。嘉士伯自2015年开始清理工厂，2019年，华润啤酒停止运营7间工厂，同年青啤关闭2家，并计划未来关闭、整合10家工厂，这些低效工厂多来自2014年前的并购及跑马圈地。随着低效亏损工厂的关闭，企业运营成本降低、运营效率提升，业绩显著改善。

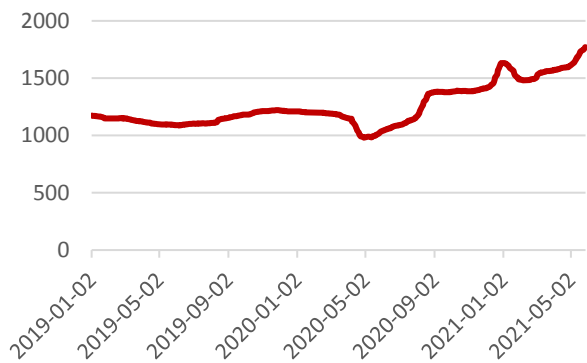
### 3.2.3 吨价上涨将对冲成本压力

图 36: 平均大麦进口价格 (千美元/万吨)



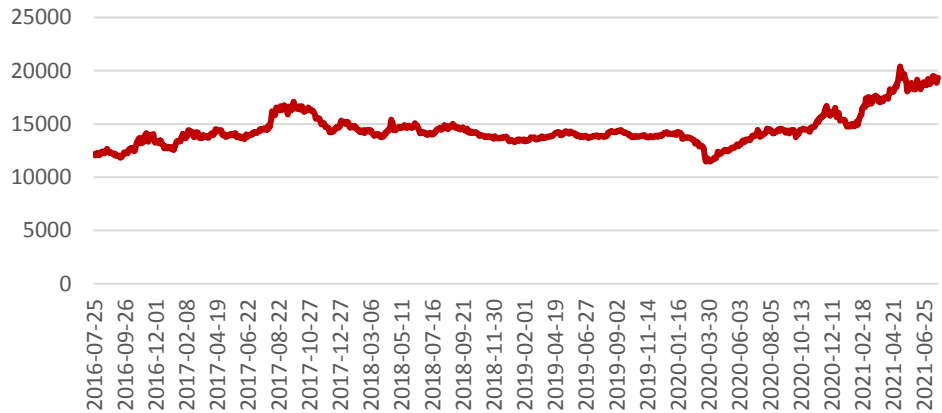
资料来源：中国海关总署，国开证券研究与发展部

图 37: 中国玻璃价格指数



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

图 38: 南华铝价格指数



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

随着大宗商品价格的上涨、贸易摩擦的发生, 2020年以来啤酒企业主要原材料大麦价格及主要包材玻璃、铝的价格均呈现上涨态势。其中进口大麦价格同比上涨20%, 玻璃上涨80%、铝上涨37.5%。2020年, 大麦及包装材料占啤酒企业营业成本的65-70%, 毛利率水平约为40-55%, 因此将会对毛利率带来15-21%的影响。然而我们预计啤酒行业龙头公司2021年的盈利能力仍具有较大提升空间, 因为公司有望在多个维度提升产品吨级: 一是可对现有产品进行直接提价, 二是开发中高端新产品, 三是现有产品中高端产品销量不断提升, 四是在品牌逐步形成影响力后减少买赠促销, 再叠加对生产材料价格的管理, 我们认为中长期来看成本上涨不会影响啤酒行业盈利能力的提升。

#### 4、投资建议

建议关注食品饮料部分行业的稳定供求关系和市场竞争格局, 并关注拥有品牌壁垒的优秀公司。根据目前的行业景气程度, 我们建议关注白酒及啤酒两子板块, 并积极跟踪调味品、冷冻食品的基本面改善情况。

白酒方面, 短期来看, 行业库存处于低位、动销良性, 且主要产品价格保持上涨趋势, 高端及次高端仍然处于较高景气状态。由于去年疫情后消费补偿带来的业绩高基数, 下半年次高端公司的增速会有所下降, 但高端白酒均价提升为次高端带来的量价齐升仍在持续演绎, 目前核心次高端白酒公司销售任务完成进度超过60%, 渠道扩张及动销向好均贡献增量, 因此我们预计次高端白酒超额完成原定目标的概率较高。

中长期来看，“喝少喝好”消费理念不断深化，结构性高景气持续，行业发展将有以下趋势：1、行业集中继续提升，

行业准入壁垒强化。不同于快消品，白酒在口味、底蕴（体验、品牌）上具有较强壁垒，不同价位段龙头品牌产品均具有较高性价比、美誉度和消费基础，较难有新进入者。2、产品存在生命周期，酒企需提前布局产品升级。白酒产品虽比快消品长，但也会面临产品或品牌老化。能通过技术革新、文化宣传、动销推动等方式推出新品、布局更高价位市场的企业才能持续成长。3、公司内部运营优化、改革创新至关重要。通过渠道形式、数字化平台、库存管理等方面的改革，公司将持续提高内部、渠道及终端的管理能力，而随着核心公司的普遍进步，行业周期波动或更加平稳。

啤酒方面，行业业绩不断释放，主要原因有二：一是近3年来核心厂商关闭低效工厂，二是人均收入提升及消费需求变化带来的产品结构升级。关闭低效工厂方面，我们认为降费并未完全体现在利润端，因为高端战略需要渠道的调整、新品的研发、销售费用的投放等，随着高端化的不断推进，利润会加速释放。产品结构升级方面，短期来看，喜力和乌苏两大高端单品在疫情下销量逆势快速增长，百威和青啤也早已在高端布局，今年为体育赛事大年，业绩有望同比较快增长；中长期来看，随着消费升级、罐化率提升等趋势推动，行业吨价上行空间仍足，中高端产品放量将有效对冲成本提升的压力，核心公司盈利能力将持续提升。

估值方面，截至2021年7月23日，食品饮料市盈率（ttm整体法，剔除负值）为46.5倍，其中白酒、啤酒、调味品的市盈率分别为51.9、54.2、67倍，较2021年2月10日下降31.8%、20.0%、34.0%，调整幅度较大，主要由于市场更加关注业绩增速，以及对板块基本面的担忧。

我们认为，虽然业绩增速可以体现行业的高景气，但商业模式亦是重要的估值考量因素。核心白酒公司的高现金流、高分红、品牌壁垒，啤酒龙头公司品牌价值及产品结构、生态发生的积极变化，都值得赋予一定的估值溢价。此外，大众消费目前较为低迷，调味品、冷冻食品等公司的业绩拐点仍未到来，多数核心公司正在调低年内业绩增速预期，但是品牌化、多元化、消费升级的趋势没有改变，优秀公司的内部管理、前瞻的市场策略仍在持续，市场占有率稳步提升，因此建议积极关注下半



年，尤其是四季度的消费走势及相关公司业绩变化。

标的方面，白酒建议关注竞争格局较优的高端白酒茅台、五粮液泸州老窖，业绩处于快速成长期的次高端白酒汾酒、酒鬼酒、今世缘，业绩拐点已现、积极推进股权激励的洋河；啤酒建议关注高端化进程加速的华润啤酒、重庆啤酒以及具有高端基因、积极调整战略的青岛啤酒。

表 3：重点公司估值情况

公司简称	收盘价（元）	EPS 一致预期（元/股）		PE（倍）	
		2021E	2022E	2021E	2022E
	2021/7/26				
贵州茅台	1,804.11	42.78	49.23	42.17	36.65
五粮液	249.54	7.25	8.33	34.42	29.96
泸州老窖	199.68	5.15	6.39	38.77	31.25
山西汾酒	320.00	6.56	8.2	48.78	39.02
洋河股份	182.49	5.51	6.58	33.13	27.74
酒鬼酒	215.55	2.60	3.73	82.85	57.74
今世缘	48.44	1.55	1.92	31.32	25.29
华润啤酒	62.25	1.34	1.62	46.61	38.40
青岛啤酒	92.72	2.03	2.46	45.71	37.70
重庆啤酒	174.52	2.22	2.71	78.68	64.40

注：茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒2021-2022年EPS、PE系作者预测值，其它公司EPS、PE系Wind一致预期。

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

## 5、风险提示

国内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧导致行业盈利能力下降；消费税征收政策变动导致行业税率上升；相关行业政策出现重大调整影响公司业绩；因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期；国内外二级市场风险；国内外宏观经济形势急剧恶化。

## 分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层