

食品饮料

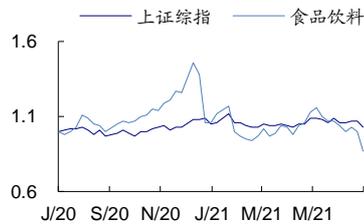
大众食品板块 8 月投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 08 月 02 日

一年该行业与上证综指走势比较



行业投资策略

短期波动不改长期价值，关注龙头企业经营改善机会

相关研究报告:

《国信证券-食品饮料行业中报业绩前瞻：白酒高增持续，食品关注下半年改善》——2021-07-14
 《大众食品行业中期策略暨 7 月投资策略：板块分化，关注结构性机会》——2021-07-01
 《大众食品行业 6 月投资策略：成本上行，关注行业加速分化下的细分龙头》——2021-06-09
 《食品饮料 5 月投资策略：业绩改善持续验证，关注集中度加速提升下的核心龙头》——2021-05-17

证券分析师：陈青青

电话：0755-22940855
 E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号：S0980520110001

● 食品饮料板块短期波动，估值回调至近一年低位

7 月食品饮料板块出现短期波动，下跌 6.85%，落后大盘约 5pcts。7 月板块动态 PE47.2，为近一年低位，回调明显；酒水饮料进入销售旺季，啤酒和软饮料继续保持环比增长态势；零售价方面，啤酒、牛奶、酸奶价格基本持平，婴幼儿奶粉价格小幅上涨。

● 21Q2 高基数、高成本下业绩承压，龙头通过经营调整致胜

①啤酒：进口大麦、玻璃价格继续上涨，部分企业已通过提价传导成本；龙头呈现高端化加速趋势，降本增效下，未来有望释放更多利润弹性；②乳制品：2020 年中至今，生鲜乳价格维持上涨态势，板块业绩承压。龙头通过产品结构升级、减少买赠、提价（部分企业）等方式消化成本上涨压力，未来盈利能力有望逐渐恢复。③调味品：渠道库存环比下滑，旺季将至，库存有望进一步改善。此外，主要厂商加速社区团购布局，通过指定经销商、直接与社区团购合作等方式严控价盘，社区团购有望成为新营收增长点。④速冻食品：21Q2 净利润受成本端和费用端双重影响，增速放缓。龙头企业基本面稳定向好，竞争壁垒逐渐增强，未来稳定增长可期。⑤休闲食品：疫情倒逼开源节流，龙头企业通过优化经营策略、精耕渠道、集中资源主推核心产品等率先恢复，21Q2 业绩表现佳，经营已基本恢复至正常水平，势头良好，有望延续。

● 投资建议：短期承压不改长期价值，关注龙头企业经营改善机会

大众食品板块二季度在高基数、高成本、高费用投入下业绩承压，但长期价值不变，我们建议关注高壁垒、高确定性细分龙头下半年的投资机会，重点推荐青岛啤酒、伊利股份、妙可蓝多、海天味业、中炬高新、千禾味业、安井食品、立高食品、盐津铺子、三只松鼠、绝味食品等。

● 风险提示：宏观经济不达预期，需求增长不达预期，食品安全问题。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
600600	青岛啤酒	买入	80.28	903	2.03	2.46	39.58	32.64
600887	伊利股份	买入	33.39	2031	1.42	1.66	23.56	20.14
600882	妙可蓝多	买入	44.93	232	0.61	1.17	73.90	38.47
603288	海天味业	买入	114.64	4829	1.79	2.12	64.01	54.11
600872	中炬高新	买入	36.58	291	1.24	1.50	29.38	24.31
603027	千禾味业	买入	24.01	192	0.34	0.46	71.16	51.64
603345	安井食品	买入	161.65	395	3.43	4.48	47.18	36.07
300973	立高食品	买入	121.25	205	1.88	2.53	64.37	47.85
002847	盐津铺子	买入	54.12	70	2.59	3.70	20.86	14.60
300783	三只松鼠	买入	39.42	158	1.07	1.37	36.75	28.76
603517	绝味食品	买入	68.36	420	1.65	2.10	41.48	32.54

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

行业观点：大众食品板块短期波动不改长期价值	4
数据追踪：产销持续恢复，成本继续承压	5
产销量：产销持续恢复，酒水饮料进入销售旺季	5
零售价：啤酒、牛奶、酸奶、婴幼儿奶粉价格基本持平	6
成本：糖类价格同比持平，生鲜乳、大豆、大麦和包材价格小幅上涨	7
板块总结：短期波动不改长期价值，细分龙头通过经营调整致胜	8
啤酒：高端化势不可挡，提价预期下有望进一步释放业绩弹性	8
乳制品：奶价持续上行业绩承压，消费升级下品牌制胜	9
调味品：库存改善，旺季将至，关注企业改善机会	10
速冻食品：龙头基本面稳定向好，长期发展逻辑清晰	10
休闲食品：龙头逐渐优化经营策略，21Q2 表现佳，有望延续	11
投资建议	12
风险提示	12
国信证券投资评级	13
分析师承诺	13
风险提示	13
证券投资咨询业务的说明	13

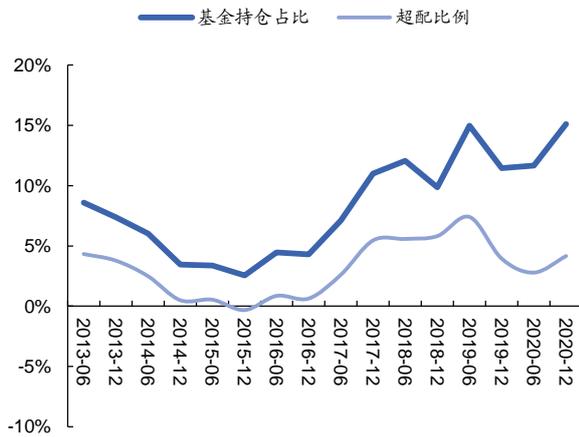
图表目录

图 1:	食品饮料板块超配比例变化图	4
图 2:	食品饮料板块重仓比例变化图	4
图 3:	食品饮料分板块 7 月涨跌幅	4
图 4:	食品饮料行业分板块 PE 变化图	4
图 5:	7 月食品饮料行业个股涨跌幅 (%)	5
图 6:	36 大中城市啤酒价格走势 (元/瓶、元/罐)	6
图 7:	红酒价格指数变化	6
图 8:	牛奶零售价变化 (元/公斤)	6
图 9:	酸奶零售价变化 (元/公斤)	6
图 10:	婴幼儿奶粉变化 (元/公斤)	7
图 11:	白砂糖柳州现货价 (元/吨)	7
图 12:	南宁糖蜜价格 (元/吨)	7
图 13:	22 个省市平均生猪价 (元/千克)	7
图 14:	生鲜乳平均价 (元/公斤)	7
图 15:	大豆现货价格走势 (元/吨)	8
图 16:	进口大麦平均单价走势 (美元/吨)	8
图 17:	中国玻璃价格指数走势 (点)	8
图 18:	瓦楞纸高强市场价格走势 (元/吨)	8
表 1:	7 月个股板块涨跌幅榜	4
表 2:	各行业产量最新数据	5
表 3:	重点公司盈利预测及估值	12

行业观点：大众食品板块短期波动不改长期价值

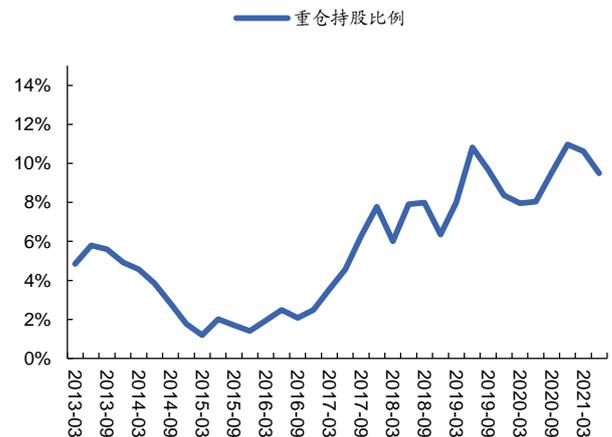
食品饮料重仓比例高位小幅回落，超额配比低位略有回升。21Q2 食品饮料板块（主动型基金）重仓配比为 9.49%，同比上升 1.46pct，环比降低 1.13pct，处于历史区间较高位置；截止 2020 年底板块超配比例为 4.16%，同比提升 0.22pct，环比提升 1.37pct，处于历史区间较低位置。

图 1：食品饮料板块超配比例变化图



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

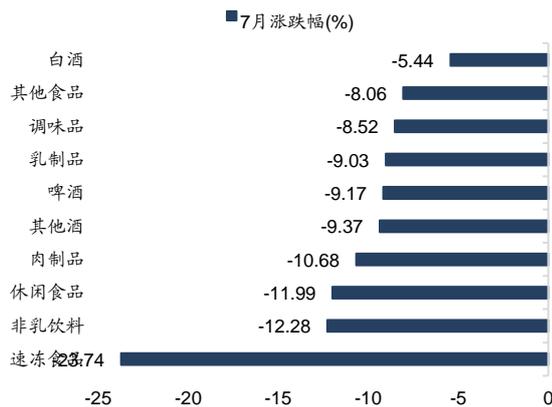
图 2：食品饮料板块重仓比例变化图



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

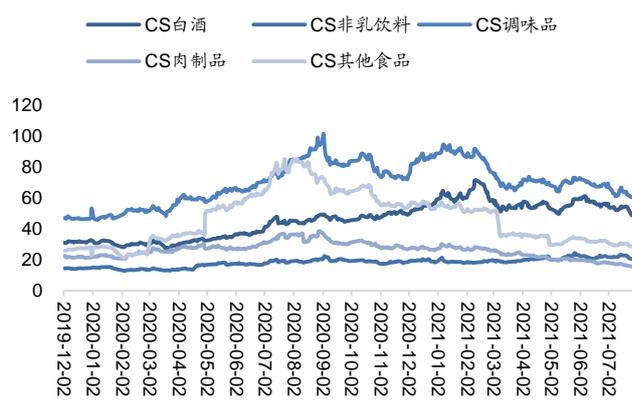
市场回顾：7 月上证综指跌 1.14%，沪深 300 跌 2.58%，食品饮料板块跌 6.85%。食饮各子板块（中信分类）中，白酒跌幅最小，为 5.44%；速冻食品跌幅最大，达 23.74%。从估值（整体法剔除复制）来看，截至 2021 年 7 月 26 日，上证综指动态 PE14.5X，沪深 300 动态 PE14.3X，食饮板块 47.2X，细分板块估值：白酒 52X，啤酒 55X，乳制品 34X，调味品 61X，休闲食品 29X，速冻食品 43X，肉制品 16X，其他食品 29X。

图 3：食品饮料分板块 7 月涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4：食品饮料行业分板块 PE 变化图



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从个股来看，7 月食品饮料板块个股涨幅前五名是舍得酒业、水井坊、山西汾酒、绝味食品和重庆啤酒，跌幅前五名是盐津铺子、安井食品、良品铺子、克明面业和洽洽食品。

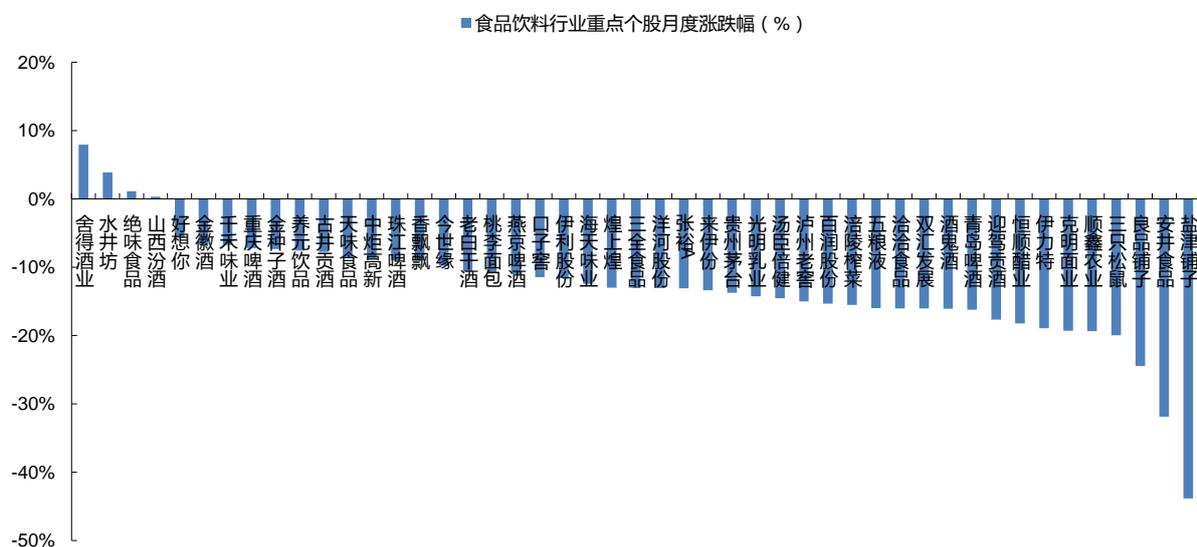
表 1：7 月个股板块涨跌幅榜

个股涨幅前十	涨幅 (%)	个股跌幅前十	跌幅 (%)
--------	--------	--------	--------

舍得酒业	17.80%	汤臣倍健	-14.53%
水井坊	15.40%	伊力特	-14.58%
山西汾酒	11.24%	三只松鼠	-14.65%
绝味食品	4.18%	恒顺醋业	-15.33%
重庆啤酒	3.09%	顺鑫农业	-15.36%
金种子酒	-0.25%	洽洽食品	-15.46%
古井贡酒	-0.53%	克明面业	-17.75%
今世缘	-1.81%	良品铺子	-22.18%
金徽酒	-3.26%	安井食品	-30.94%
天味食品	-3.45%	盐津铺子	-40.66%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 7 月食品饮料行业个股涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

数据追踪: 产销持续恢复, 成本继续承压

产销量: 产销持续恢复, 酒水饮料进入销售旺季

产量数据: 根据 wind 数据显示, 2021 年乳制品 6 月产量 268.9 万吨, 同比增长 5.8%, 环比增加 0.8%; 啤酒 6 月产量 390.4 万千升, 同比减少 14.2%, 环比增加 9.3%; 葡萄酒 6 月产量 3 万千升, 同比增加 15.4%, 环比增加 25%; 软饮料 6 月产量 1884.9 万吨, 同比增长 2.7%, 环比增加 13.7%。

表 2: 各行业产量最新数据

	乳制品产量 (万吨)	同比: 乳制品	啤酒产量 (万千升)	同比: 啤酒	葡萄酒产量 (万千升)	同比: 葡萄酒	软饮料产量 (万吨)	同比: 软饮料
2020-06	253.90	7.80	455.40	7.60	2.60	-21.20	1,803.70	-1.00
2020-07	251.20	8.60	407.00	0.70	2.00	-23.10	1,689.60	-2.90
2020-08	252.50	7.40	377.70	-3.80	2.10	-22.20	1,766.00	1.60
2020-09	257.70	11.50	315.70	2.30	3.10	-13.90	1,718.00	6.40
2020-10	261.40	16.30	187.60	-11.30	3.70	15.60	1,080.60	-7.10
2020-11	239.00	6.60	170.70	-6.80	3.60	-10.00	1,041.00	-4.40

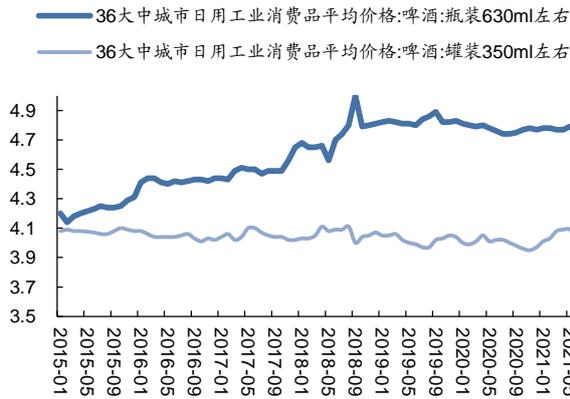
2020-12	251.10	-1.90	212.70	-12.10	5.70	-26.90	1,254.90	-9.60
2021-03	256.90	32.60	316.00	33.30	2.80	33.30	1,770.70	27.00
2021-04	245.50	11.00	314.30	1.70	2.80	-15.20	1,577.20	11.60
2021-05	266.9	8.7	357.2	-12.1	2.4	14.3	1,657.20	4.90
2021-06	268.9	5.8	390.4	-14.2	3.0	15.4	1,884.9	2.7

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

零售价: 啤酒、牛奶、酸奶、婴幼儿奶粉价格基本持平

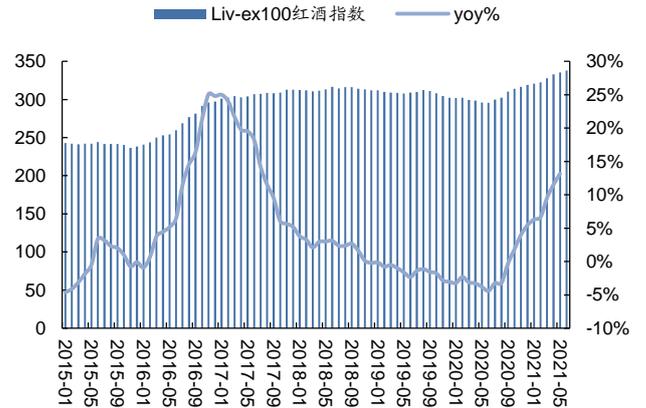
酒类: 2021年6月36大中城市630ml瓶装啤酒平均价格4.78元/瓶, 同比持平; 36大中城市罐装350ml啤酒平均价格4.02元/罐, 同比持平。红酒方面, 2021年6月红酒价格指数为337.8, 同比上涨14.28%。

图6: 36大中城市啤酒价格走势(元/瓶、元/罐)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

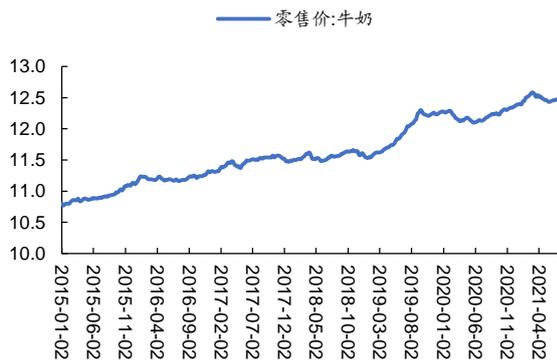
图7: 红酒价格指数变化



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

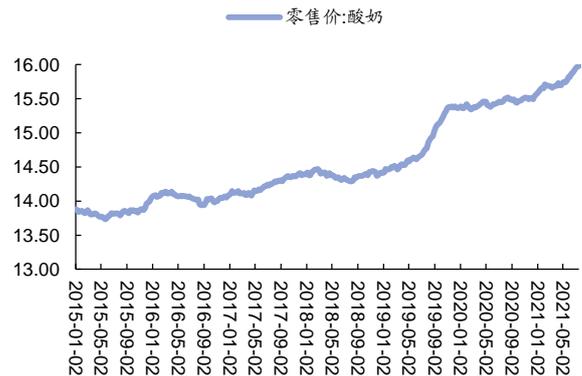
乳制品: 2021年7月, 牛奶零售价12.48元/公斤, 环比基本持平; 酸奶价格15.97元/公斤, 环比上涨0.1元/公斤; 国内外婴幼儿奶粉价格分别为214.23、261.73元/公斤, 分别同比3.34%、4.21%, 环比基本持平。

图8: 牛奶零售价变化(元/公斤)



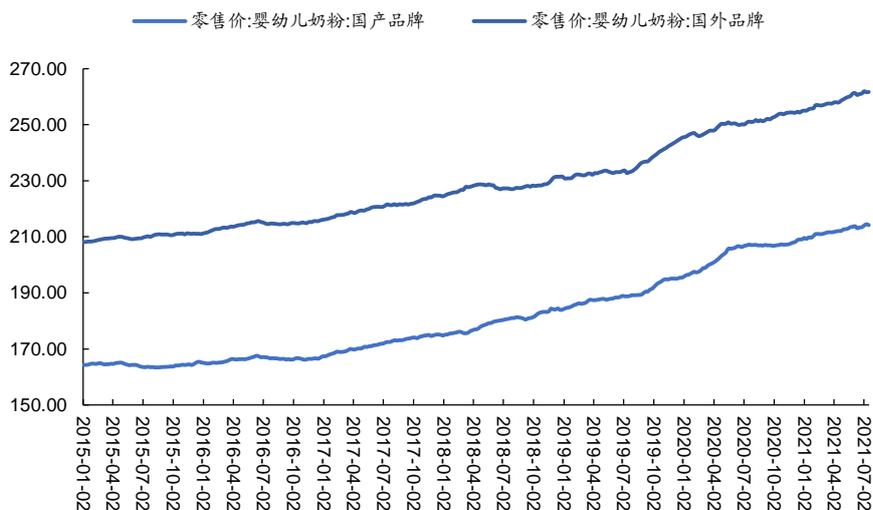
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 酸奶零售价变化(元/公斤)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 婴幼儿奶粉变化 (元/公斤)

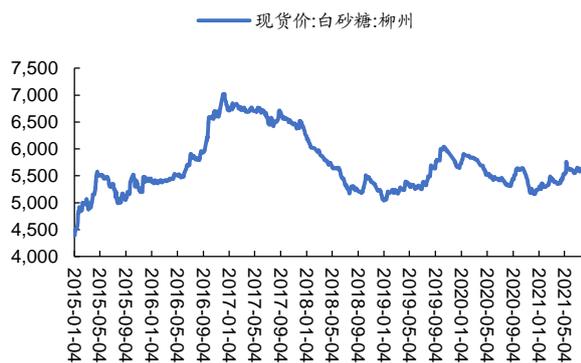


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

成本: 糖类价格同比持平, 生鲜乳、大豆、大麦和包材价格小幅上涨

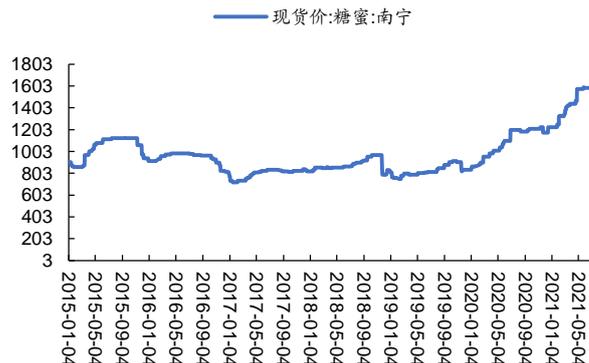
2021年6月, 白砂糖平均价格 5588.57 元/吨, 同比增加 2.65%, 环比基本持平; 南宁糖蜜平均价格 1585 元/吨, 同比增加 42.85%, 环比基本持平。2021年6月生猪平均价格 14.88 元/千克, 同比下降 54.72%, 环比下降 24%; 生鲜乳6月平均价格 4.28 元/公斤, 同比提升 19.56%, 环比微升 0.19%; 进口大麦6月平均价格 294.74 美元/吨, 同比上升 21.85%, 环比提升 5.02%, 维持上涨趋势; 大豆6月平均价格 5186.96 元/吨, 环比小幅上升 1.42%, 整体保持上行趋势; 包材来看, 中国玻璃指数5月平均价格为 1708.60 元, 环比上升 7.58%, 继续保持上涨趋势; 瓦楞纸 2021年6月平均价格 4098.17 元/吨, 同比上涨 22.30%, 环比上涨 3.95%。

图 11: 白砂糖柳州现货价 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 南宁糖蜜价格 (元/吨)



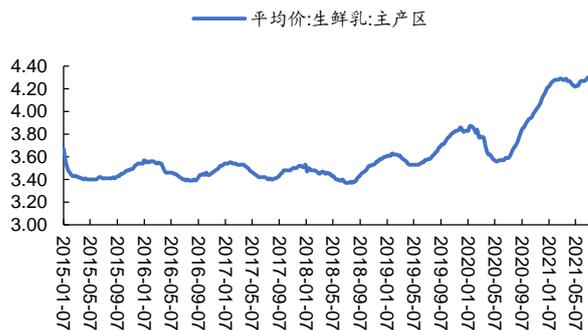
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 22 个省市平均生猪价 (元/千克)

图 14: 生鲜乳平均价 (元/公斤)

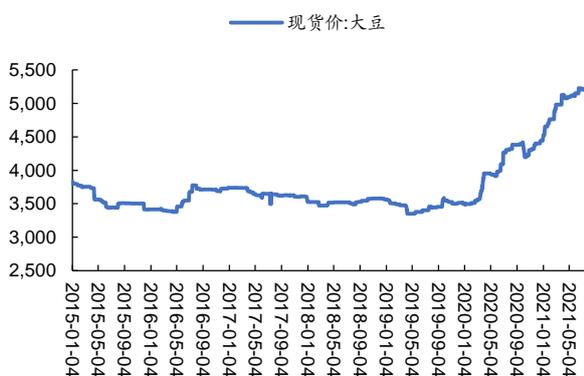


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 大豆现货价格走势 (元/吨)



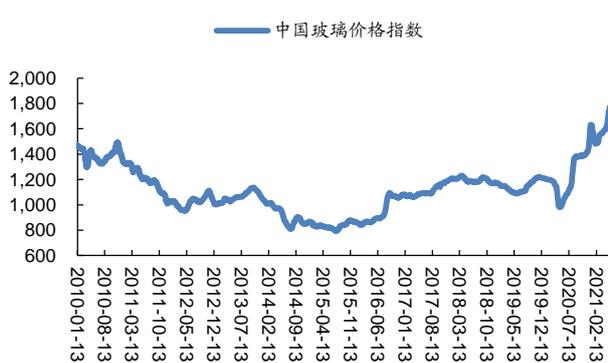
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 进口大麦平均单价走势 (美元/吨)



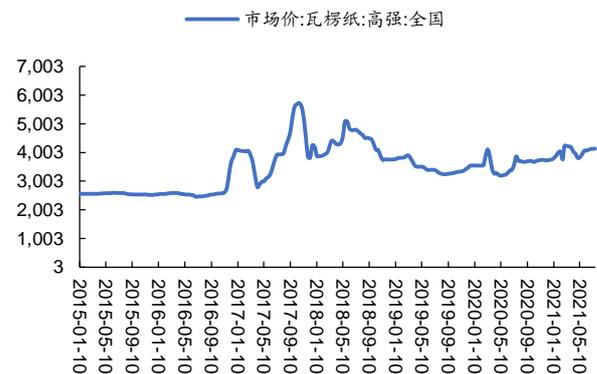
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 中国玻璃价格指数走势 (点)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 瓦楞纸高强市场价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

板块总结: 短期波动不改长期价值, 细分龙头通过经营调整致胜

啤酒: 高端化势不可挡, 提价预期下有望进一步释放业绩弹性

成本持续上涨, 部分厂商已开始提价。今年以来原材料价格的持续上涨为板块盈利能力带来一定压力, 进口大麦、玻璃价格从年初至今分别上涨近 21%、8.6%。

部门企业已通过提价传导成本，其中百威亚太、青岛啤酒涨价 10%以上。此外，各大品牌加速推进产品结构升级，在缓解成本压力的同时，盈利能力进一步改善，业绩有望超出市场预期。

重点公司点评：青岛啤酒&华润啤酒

青岛啤酒：“提价效应&高端化进程加速&控费提效”下有望释放更多业绩弹性。 21 年公司新产品的表现良好，渠道调研显示，1-5 月对比 2019 年同期，高端超高端销量增长 30%以上，高端化进程加速明显。面对原材料价格上涨、公司通过降本增效、调整产品结构、控费提效等措施缓解成本端压力。此外，公司还在积极推进罐化率。综合来看，在“提价效应+高端化进程加速+控费提效”的影响下，公司盈利水平有望进一步提高，释放更多业绩弹性。

华润啤酒：高端化节奏有加快趋势，业绩弹性初显。公司发布 1H21 业绩预告：上半年股东应占溢利同增 100%以上，若剔除 13 亿元的搬迁补偿协议及出让拥有的地块补偿收益，我们预计公司股东应占溢利为 30 亿元左右，同比增速约 40%，表现强劲主要系喜力、超级勇闯等产品加速放量。2021 年，公司重点发力 SuperX、喜力、纯生等，加速推动结构升级，目前来看，高端化进程节奏有加快趋势。公司目前低端体量仍大，在行业加速分化和自身产品持续高端化的影响下，我们认为未来公司利润有望加速释放。

乳制品：奶价持续上行业绩承压，消费升级下品牌制胜

需求端，疫情后，民众的健康饮食观念提升，乳制品消费维持着良好态势。成本端 2020 年中至今，生鲜乳价格持续维持上涨态势，整体板块业绩承压，龙头通过产品结构优化、减少买赠、提价（部分企业）等方式消化部分成本上涨的压力，未来盈利能力有望逐渐恢复。另外在奶粉品类中，国产品牌消费者培育进程良好，渠道优势凸出，国外疫情影响进口奶粉销量的同时国产奶粉迎来替代机会，市场份额有望持续提升；奶酪行业持续景气亦值得关注。

重点公司点评：伊利股份&飞鹤奶粉&妙可蓝多

伊利股份高基数、高成本下 21Q2 业绩承压，长期看好上游奶源控制&业务多点开花，市占率有望进一步提升。根据渠道反馈，今年以来常温奶增长 10%左右，金典实现 15%以上增长，奶粉增长 20%左右。成本端原奶价格持续上行，叠加去年同期高基数影响，预计公司 Q2 营收实现高个位数增长，利润可能双位数下滑。综合公司上半年整体表现，预计公司 21H1 营收增速 20%左右，利润增速 35%左右。公司通过产品结构升级和减少买赠力度对冲成本压力，有望在行业整体承压下收割更多市场份额，盈利能力有望改善。公司制定 2021 年 1070 亿营收目标，对应增速约 10%，预计白“奶市占率稳步提升+加快布局低温鲜+渠道和品牌优势助力奶酪放量+重视婴幼儿和成人奶粉市场”多维度驱动增长，各业务有望实现多点开花。

中国飞鹤 21H1 营收、净利润同步增长，市占率稳步提升。今年以来，奶粉行业承压，婴幼儿奶粉价格持续上涨。根据渠道反馈，飞鹤今年以来动销保持平稳，多个大区已顺利完成半年度目标，市占率稳步提升。我们预计公司上半年营收和净利润同步增长 25%-30%。2020 年中国婴幼儿奶粉、儿童奶粉、成人奶粉市场规模分别为 1800、130、200 亿左右，短期内公司成长空间依然充足。我们认为，未来公司在政策支持和渠道优势的助力下，婴幼儿奶粉市占率有望进一步提升，儿童奶粉和老年人奶粉品类有望成为新的营收增长点。

妙可蓝多 21Q2 维持高速增长，蒙牛入主后资源整合值得期待。公司发布 21H1 业绩预告，预计 21H1 营收 20-21 亿元，同增 84.67%-93.91%，归母净利润 0.95-1.10 亿元，同增 194.83%-241.38%；经测算，21Q2 营业收入 10.49 亿元 -11.49 亿元，同增 52.4%-67.0%，归母净利润 0.63-0.78 亿元，同增 185%-253%，

净利润增速快于营收增速主要系规模效应影响。中国奶酪市场空间广阔，目前仍处于高速发展的前期，相比于日本、韩国等亚洲发达国家，发展空间充足。目前公司奶酪棒供不应求，库存水平健康。面对愈加激烈的市场竞争，公司通过增大线下推广力度，增强消费者品牌认识，高举高打，坚守价格底线。蒙牛正式入主后预计会对公司在供应链、公司治理、营销渠道等赋能，我们认为公司在品牌认可度逐渐提升、渠道布局进一步完善、新产能逐渐投产的情况下，未来高增长可期。

调味品：库存改善，旺季将至，关注企业改善机会

21H1 业绩展望：高基数、高库存、高费用投放下，收入、利润均承压。①收入方面，2020Q2 受疫情影响，基数较高，且 20 年底厂家为完成年度业绩压货，21Q1 在疫情加重预期下渠道主动备货进一步推高库存，但由于社区团购、生鲜店分流商超渠道，商超、部分流通渠道客流下滑明显，库存下滑低于预期；此外消费者今年囤货意愿减弱，消费意愿下降。②成本端，大豆、包材等原材料上半年大幅波动，龙头海天宣布不提价导致其他厂家毛利率出现波动。③费用端，20H1 因疫情费投节奏被扰乱，多数费用在 20H2 确认；21H1 行业新增供给增加&成本压力&餐饮恢复不及预期影响下，头部企业费用投放力度加大。

下半年终端消费有望持续恢复：1)居民可支配收入已恢复到疫情前水平；2)2021 年 5 月开始我国新冠疫苗接种率边际提速，截至目前接种率已经超过 9 成，疫情影响有望持续减弱。**消费旺季即将来临，经销商信心逐渐恢复，看好下半年调味品动销环比改善：**由于 21H1 面临较大压力，调研时多数经销商反馈完成全年目标压力较大，但是经销商信心在恢复，尤其是即将步入下半年的销售旺季，经销商普遍觉得下半年库存会快速去化，并且动销环比上半年将有所改善。**主要调味品企业加速布局社区团购：**出于保护市场价盘和经销商利润的考虑，多数调味品企业开始主动寻求和社区团购平台的合作，并严厉打击窜货行为，经销商信心逐渐修复。

重点公司点评：海天味业&中炬高新&千禾味业

海天味业经营韧性强，拥有极强的成本控制力，21Q2 有望保持双位数增长。据渠道反馈，Q2 公司销售口径（含税）增速 10%左右，费用投放未有大幅提升，且成本上涨压力得到有效对冲，我们公司 Q2 收入和利润同增 10%、10%。目前经销商整体库存水平在 2.5-3 个月左右，多地经销商反馈销售压力较大。公司在去年同期高基数下仍有望保持增长，体现出龙头的经营韧性和强大的渠道控制能力，我们看好公司在成本上行周期收割市场份额。

中炬高新 21Q2 高基数下业绩承压，渠道库存好于去年同期。据渠道反馈，公司 4-5 月份收入下滑 20%，6 月增长 10%，预计公司 Q2 收入下滑 10%左右。此外，公司今年开始加大调味品主业的费投力度，预计 Q2 利润下滑 25%。库存方面，公司整体库存从 6 月底的 2 个月消化到 1.5 个月，好于去年同期。面对行业性压力，公司积极应对，一方面加快经销商和营销单元裂变，推动渠道下沉和餐饮渠道开发，另一方面落实并提高员工薪酬激励，通过人才工程提升组织活力，经营势头有望长期向上。

千禾味业 21Q2 高基数、高费用下业绩承压，渠道库存佳。据渠道反馈，公司 Q2 收入增速放缓，费用投力度增加，预计 Q2 收入和利润同比-5%/-40%。此外，公司经销商库存消化基本结束，西南、华东、华南多地库存在 1.5 个月左右，渠道库存佳。调味品零添加赛道持续扩容，在高激励机制和品牌力的加持下，公司有望充分享受行业红利，收入规模有望稳定增长。

速冻食品：龙头基本面稳定向好，长期发展逻辑清晰

21Q2 净利润受成本端和费用端双重影响，增速放缓。①成本端，猪肉、鸡肉等价格下行，油脂等原材料价格上涨，影响相关企业毛利率；②21H1 销售费用投入同比增加。但龙头企业基本面不变，竞争壁垒有望逐渐加强，市占率有望

进一步提升。

速冻食品重点公司点评：安井食品&立高食品

安井食品产业链布局逐渐完善，产能持续扩张，积极布局预制菜潜力赛道，行业龙头优势有望进一步扩大，未来稳定增长逻辑清晰。速冻食品行业是长坡厚雪的好赛道，空间大，集中度低。公司作为速冻食品行业龙头，综合竞争优势显著：①产品方面，公司推出大单品成功率高，产品品类多、性价比高，优势明显。②渠道方面，公司 BC 兼顾，经销商忠诚度高且质量行业领先。③产能方面，公司全国化产能布局遥遥领先，且定增募资新建 70 多万吨产能，预计未来 5 年产能 CAGR 约 20%，保障营收增速。我们看好安井食品持续夯实竞争壁垒，抢夺市场份额，巩固龙头地位。

立高食品竞争壁垒显著，“老品升级+新品研发”有望驱动高速增长。冷冻烘焙市场约百亿规模，立高食品市占率约 10%，为行业龙头，产品结构提升驱动公司净利润提升至 10% 左右，是行业内的较高水平。2021Q2 受销售等费用投入的增加以及原材料成本上涨的影响，公司利润增速慢于营收增速。根据多方调研，我们认为冷冻烘焙行业进入加速成长期，未来有 3-4 倍扩容空间，公司作为行业龙头，在产品+研发+渠道+供应链四维度竞争壁垒显著，未来有望在老品升级+新品研发驱动下量价齐升，长期有望维持高速增长。

休闲食品：龙头逐渐优化经营策略，21Q2 表现佳，有望延续

疫情倒逼开源节流，休闲零食龙头企业优化经营策略、精耕渠道、集中资源主推核心产品，经营已基本恢复至正常水平，21Q2 业绩表现佳，经营势头良好，有望延续。

休闲食品重点公司点评：盐津铺子&三只松鼠&绝味食品

盐津铺子供应链优势显著，渠道改革进行中，经营有望持续向好。公司公布业绩预告，受商超流量下滑、Q2 以来成本上涨、研发费用及市场拓展费用的增加，Q2 业绩不及市场预期。为应对商超流量下滑，公司从渠道扩张&品类聚焦两方面驱动高质量增长。公司通过聚焦核心产品、研发和精细化生产最大化供应链优势、降低成本，通过增加定量装和高性价比产品等助力渠道拓展，进一步促进产品放量。渠道方面：①公司已拥有 1.6 万个店中岛，我们预测在头部商超尚有约 3 万个开设空间，在腰部和；②随着高性价比产品的推出，公司能有效推动华中华南优势市场的下沉（可使营收翻倍）；③华东西南等重点市场（营收占比不足 40%）渠道拓展空间充足。产品方面：烘焙产品、鱼糜制品等成熟品类市场空间大，有望增长至 10 亿；辣条等新品消费剪热度高，有望成为新营收增长点。渠道调研显示，公司 Q3 业绩已现改善趋势。公司是拥有高供应链壁垒的散称休闲食品重要玩家，在成熟市场尚有翻倍空间，且重点市场的拓展已现成效，未来发展空间充足，值得重点关注。

三只松鼠 21Q2 业绩向好，经营效率逐渐优化，同时进一步绑定核心管理层利益，助力公司长远发展。公司发布 1H21 业绩预告，预计归母净利润约为 3.40-3.65 亿元，同比增长 81.03%-94.34%，扣非净利润为 2.51-2.76 亿元，同比增长 63.6%-79.9%。对应 2Q21 归母净利润约盈利 0.25-0.50 亿元。为应对“互联网去中心化”的影响，公司围绕“规模与利润”做出战术调整，坚定“利润产出”作为战略调整期的导向：①主品牌方面，公司更加关注可持续、有用户价值的营收增长，会适当缩减 SKU，优化产品结构，短期内可能出现营收收窄；②新品牌方面，将聚焦小鹿蓝蓝的培育成长，短期内以营收为导向，对于战略性投入的过程中可能会出现利润波动。按照公司公布的股权激励激进目标，21 年营收同比增长不低于 14%，或者，扣非净利润同比增长不低于 50%，从目前情况来看，21 年完成该目标可能性较高。同时随着事业合伙人持股计划的落地，

公司核心人员利益将被进一步绑定，助力公司长远发展。

绝味食品通过“新品&营销”提高单店营收，21Q2 高增长可期。根据渠道调研，公司 21Q2 主业持续恢复，新品推出和主体营销取得良好效果，有望实现 25%以上的高增长。此外，公司门店拓展持续加速，新增有望提升至 1000-1500 家。在疫情的考验下，公司更加重视“质”的突破，通过深耕卤味行业（泛卤味布局）和打造品牌形象（主题营销）进一步打开成长空间，发展逻辑清晰，稳定甚至超预期增长可期。

投资建议

我们的观点：我们认为当前阶段下，应重视兼具业绩确定性及中长期成长稳定性的行业龙头，得益于业绩的持续验证，龙头股价有所回升，当前时点更适合从长远的视角精选各细分行业龙头进行配置。重申 2021 年投资的三条主线：

1. 优选成长潜力充足的赛道，以长期视角审视公司价值；2. 优选边际改善显著，具有估值性价比的公司；3. 优选业绩确定性强、估值合理的白马龙头。从更长视角看，行业集中度提升加速，所处赛道空间广阔且具有核心竞争力的龙头公司市占率有望持续提升。

我们继续看好速冻食品、乳制品、调味品、休闲食品等板块龙头的中长期发展机会，同时近期草根调研发现受疫情冲击较大的啤酒、乳制品、调味品、休闲食品等板块上半年反馈积极，业绩环比存在较大改善空间，重点推荐青岛啤酒、伊利股份、妙可蓝多、海天味业、中炬高新、千禾味业、安井食品、立高食品、盐津铺子、三只松鼠、绝味食品等。

表 3：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
600600	青岛啤酒	买入	80.28	1.61	2.03	2.46	61.60	39.58	32.64	5.05
600887	伊利股份	买入	33.39	1.16	1.42	1.66	38.13	23.56	20.14	7.15
600882	妙可蓝多	买入	44.93	0.14	0.61	1.17	394.40	73.90	38.47	5.13
603288	海天味业	买入	114.64	1.98	1.79	2.12	101.49	64.01	54.11	25.85
600872	中炬高新	买入	36.58	1.12	1.24	1.50	59.66	29.38	24.31	7.15
603027	千禾味业	买入	24.01	0.31	0.34	0.46	120.91	71.16	51.64	10.22
603345	安井食品	买入	161.65	2.55	3.43	4.48	75.60	47.18	36.07	8.77
300973	立高食品	买入	121.25	1.83	1.88	2.53	88.47	64.37	47.85	11.76
002847	盐津铺子	买入	54.12	1.87	2.59	3.70	59.04	20.86	14.60	9.66
300783	三只松鼠	买入	39.42	0.75	1.07	1.37	54.68	36.75	28.76	7.21
603517	绝味食品	买入	68.36	1.15	1.65	2.10	67.29	41.48	32.54	8.17

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观经济不达预期，需求增长不达预期，食品安全问题。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032