

食品饮料行业

行业研究/动态报告

21H1 行业改善明显，增速处市场偏后水平

——食品饮料行业 2021 年半年报总结

动态研究报告/食品饮料行业

2021 年 9 月 6 日

报告摘要：

● 总览：21H1 食品饮料行业整体业绩增速较 20H1 改善明显，但处市场偏后水平

21H1 食品饮料行业营收、利润增速较 20H1 改善明显，但全市场看处偏后水平。21H1 行业营收/利润同比增速为+14.99%/+15.84%（整体法），较 20H1 的+6.17%/+10.30% 增速水平显著回升。板块收入及归母净利润增速在 30 个主要行业中分别排名 27/23（中信证券行业分法）。子板块来看，收入方面，21H1 增速排名前三分别为其他酒（+36.15%）>非乳饮料（+29.85%）>乳制品（+21.40%）；归母净利润方面，增速排名前三分别为其他酒（+125.83%）>乳制品（+47.26%）>非乳饮料（+45.04%）。

● 白酒：行业景气度仍在，21H1 增速基本回归常态化

21H1 白酒板块实现营收/归母净利润 1595.77/578.66 亿元，同比+21.25%/+20.95%；，较 20H1 的+2.12%/+8.00% 增速提速明显。21H1 疫情对行业冲击基本消除，叠加 20H1 低基数效应，行业收入及利润增速均恢复两位数水平。分价格带看：（1）疫情对高档酒冲击有限，20H1、21H1 高档酒收入及利润均保持稳健增长。（2）疫情对次高端及区域龙头白酒冲击较大，但疫情消退后次高端及区域龙头白酒表现出较高的业绩弹性。21H1 次高端及区域龙头酒企的业绩均超过疫情前水平，表现出较高的业绩弹性。（3）中档酒和低档酒下游需求恢复较不理想，其中中档酒业绩同比表现出高弹性，但业绩并未明显超过疫情前水平。低档酒受需求影响，业绩未超过疫情前水平。

● 啤酒：产品结构升级持续，成本端压力略有显现

21H1 啤酒板块实现营收/归母净利润 346.56/36.39 亿元，同比+35.20%/+41.33%；合 21Q2 营收/归母净利润 185.88/23.62 亿元，同比+16.11%/+3.65%（未考虑重啤业绩重述，仅为法定披露数据）。21H1 啤酒板块业绩高增原因是（1）20H1 业绩低基数。（2）21H1 疫情常态化后啤酒消费恢复正常，下游需求平稳释放。（3）产品高端化持续推进。（3）重啤完成资产重组，收入/利润均有较大扩张。预计未来国内啤酒头部企业销量将保持小幅增长态势，业绩增长将来自于高端化带来的利润弹性。21H1 麦芽、大麦、包材等原材料价格上行，逐步吞噬企业利润，头部企业有望通过产品升级及直接提价对冲成本压力。预计头部企业竞争优势将在 21H2 得到更好的体现。

（2）21H1 疫情常态化后啤酒消费恢复正常，下游需求平稳释放。（3）产品高端化持续推进。（3）重啤完成资产重组，收入/利润均有较大扩张。预计未来国内啤酒头部企业销量将保持小幅增长态势，业绩增长将来自于高端化带来的利润弹性。21H1 麦芽、大麦、包材等原材料价格上行，逐步吞噬企业利润，头部企业有望通过产品升级及直接提价对冲成本压力。预计头部企业竞争优势将在 21H2 得到更好的体现。

● 调味品：21H1 板块业绩短期承压，21H2 有望迎来环比改善

21H1 调味品行业实现营收/归母净利润 200/43 亿元，同比+3.7%/-6.0%，较 2019 年+15.5%/9.5%。折合 21Q2 实现营收/归母净利润 93/18 亿元，同比-12.9%/-29.2%，较 2019 年+8.7%/-10.3%。总体看，21Q1 受益于低基数效应与春节延迟备货，收入与利润均实现较高增长，但 21Q2 在需求疲弱的冲击下，同时渠道库存高企叠加社区团购冲击价格体系，行业出现系统性收入下滑，同时大豆成本压力与企业高费用投放对利润端造成压力，最终导致板块业绩出现较大幅度下降。我们认为在需求修复与库存去化的推动下，21H2 行业有望边际改善，但真正的拐点还需在 22H1 验证。

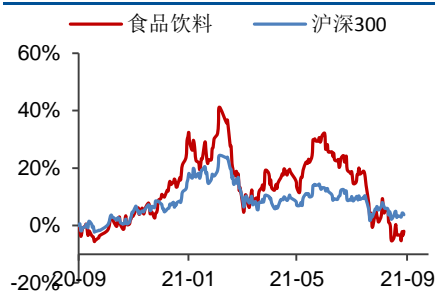
● 乳制品：21H1 竞争趋缓逻辑兑现，21H2 盈利有望持续改善

21H1 乳制品行业实现营收/归母净利润 829/62 亿元，同比+19.4%/+49.4%，较 2019 年+24.9%/36.8%。折合 21Q2 实现营收/归母净利润 452/31 亿元，同比+10.1%/-1.2%，较 2019 年+30.7%/56.9%。总体看，21Q1 受益于低基数效应叠加春节备货延迟，收入端实现高增长，同时主要乳企提价与减弱促销，推动盈利端显著改善。21Q2 业绩

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：S0100120070033

电话：021-60876735

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

- 1.食品饮料行业 2020 年三季报总结:增速仍处市场前列,疫情影响趋近消散
- 2.食品饮料行业 2020 年中报总结:20H1 行业整体经营稳定性仍处全市场前列

增速环比回落，主要系去年同期渠道补库存导致基数偏高，实际上较 19 年同期仍实现较高增长，此外原奶成本压力在二季度凸显，但主要企业仍通过优化产品结构与缩减费用对冲了部分成本压力，最终毛销差降幅相对可控。

● 肉制品：猪价下行造成业绩同比下滑

2021H1 肉制品板块实现营收/归母净利润 660.22/33.75 亿元，同比-3.13%/-12.32%；合 21Q2 实现营收/归母净利润 305.78/13.80 亿元，同比-11.14%/-30.74%。收入端，21H1 猪肉价格下滑明显造成屠宰业务板块收入普遍下行。利润端，以双汇为代表的肉制品公司通过进口猪肉获得的成本优势逐渐消失，利润承压明显。屠宰板块方面，营业收入随猪肉价格下行下滑明显，但未来随着生猪出栏量提高，屠宰数量有望走高，毛利率及开工率有望得到较好恢复。肉制品业务板块，成本端有望受益于猪价的低迷，未来肉制品板块毛利率有望得到提振。

● 休闲食品：团购冲击二季度业绩承压，关注下半年渠道端拓展

2021H1 休闲食品板块收入/净利润同比+9.46%/+14.87%，收入快速增长主要因春节后置导致备货集中于 21Q1 及去年疫情低基数效应。21Q2 收入/净利润同比+1.27%/-9.97%，Q2 利润下滑主因社区团购分流线下商超客流，同时以低价模式压缩企业利润空间。但社区团购长期发展有待检验，而龙头企业在品牌、产品、渠道等方面所深耕积累的优势才是长远发展根基。下半年重点关注多元渠道扩张的企业。

● 其他食品：主业稳定增长保障整体业绩向好发展，关注产能渠道外延扩张企业

2021H1 其他食品板块收入/净利润同比+18.32%/+11.90%，疫情缓解线下客流逐渐回暖，以及消费偏刚性，保障整体业绩稳定向好发展。2021Q2 收入/净利润同比+7.90%/-8.23%，利润下滑主因部分原材料成本大幅上升，以及部分企业加大促销活动，费用投放增长压缩利润空间。未来重点关注产能扩张，渠道拓展的企业。

● 投资建议

可选品：推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、珠江啤酒。
大众品：推荐伊利股份、燕塘乳业、天润乳业、中炬高新、恒顺醋业、盐津铺子、养元饮品。

● 风险提示

宏观经济疲软或疫情反复带来行业需求下行；业绩不达预期；市场系统性风险等。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 9月3日	EPS			PE			评级
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
600519	贵州茅台	1,658.22	42.45	48.75	56.16	39	34	30	推荐
000858	五粮液	205.89	6.18	7.40	8.66	33	28	24	推荐
000568	泸州老窖	184.30	4.99	6.17	7.46	37	30	25	推荐
600809	山西汾酒	267.14	4.65	5.88	7.23	57	45	37	推荐
000596	古井贡酒	220.16	4.87	5.90	6.77	45	37	33	推荐
002461	珠江啤酒	9.12	0.30	0.34	0.36	30	27	25	推荐
600887	伊利股份	36.16	1.39	1.56	1.73	26	23	21	推荐
002732	燕塘乳业	27.50	1.09	1.28	1.46	25	21	19	推荐
600419	天润乳业	12.15	0.64	0.77	0.89	19	16	14	推荐
600872	中炬高新	32.66	1.01	1.42	1.68	32	23	19	推荐
600305	恒顺醋业	14.27	0.32	0.40	0.47	45	36	30	推荐
002847	盐津铺子	56.45	1.69	2.97	3.79	33	19	15	推荐
603156	养元饮品	32.79	1.79	2.11	2.36	18	16	14	推荐

资料来源：公司公告，民生证券研究院

目录

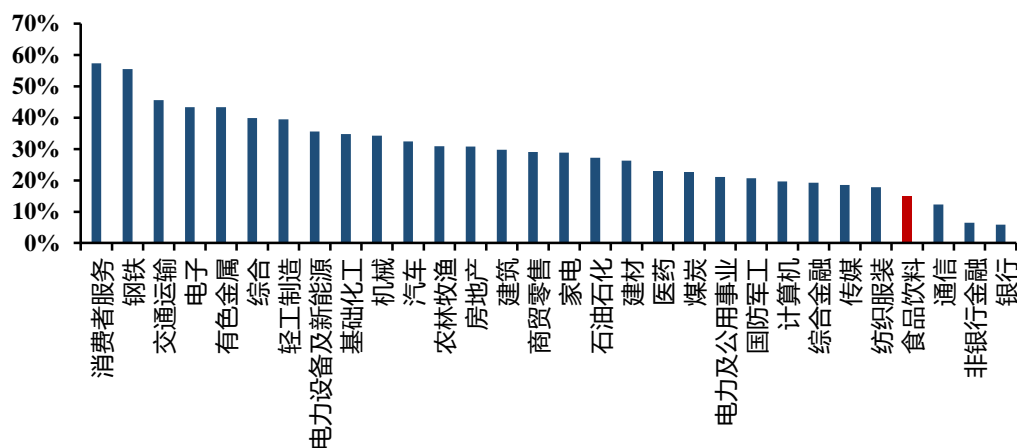
1 行业总览：21H1 行业整体表现较 20H1 所有提升	4
1.1 21H1 行业收入及利润增速较 20H1 有所提升，但全行业看排名偏后	4
1.2 板块收入及利润较 19H1 均增长明显，但全行业看排名靠后	6
2 白酒：行业景气度仍在，21H1 基本回归常态化	9
2.1 经营回顾：疫情影响消退，业绩增速稳健	9
2.2 行业分析：次高端、区域龙头酒企的业绩高弹性有望延续	12
2.3 投资建议：把握行业次高端、区域龙头酒企的业绩高弹性	12
3 啤酒：产品结构升级持续，成本端压力略有显现	18
3.1 经营回顾：21H1 业绩受去年低基数影响实现高增	18
3.2 行业分析：产品结构升级持续，成本端压力逐步显现	19
3.3 投资建议：关注具备持续产品结构升级的头部企业	19
4 调味品：21H1 行业短期承压，21H2 有望环比改善	23
4.1 经营回顾：需求疲弱叠加成本压力，21H1 业绩短期承压	23
4.2 行业分析：四周期因子视角下，22H1 有望迎来拐点	24
4.3 投资建议：行业短期显著承压，关注业绩率先修复的企业	26
5 乳制品：21H1 行业竞争趋缓，21H2 盈利持续改善	30
5.1 经营回顾：21Q1 业绩释放高弹性，21Q2 竞争趋缓逻辑兑现	30
5.2 行业分析：需求景气+竞争趋缓，21H2 盈利有望持续改善	31
5.3 投资建议：竞争趋缓逻辑持续兑现，建议关注盈利改善的企业	32
6 肉制品：猪价下行造成业绩同比下滑	34
6.1 经营回顾：猪价下行造成业绩增速同比滑坡明显	34
6.2 行业分析：猪肉价格见底后，肉制品企业业绩将缓慢复苏	35
6.3 投资建议：成本压力趋缓，看好渠道加速扩张的企业	35
7 休闲食品：团购冲击二季度业绩承压，关注下半年渠道端拓展	38
7.1 经营回顾：受益春节旺季备货延后 Q1 业绩高增，社区团购冲击 Q2 利润明显下滑	38
7.2 行业分析：渠道变革之下，关注龙头企业渠道拓张	39
7.3 投资建议：产品渠道双轮拓展，推动下半年业绩改善	40
8 其他食品：主业稳定增长保障整体业绩向好发展，关注产能渠道外延扩张企业	43
8.1 经营回顾：整体收入实现较快增长，成本及费用压缩利润空间	43
8.2 投资建议：关注主业稳定增长，产能渠道外延拓展企业	44
9 风险提示	46
插图目录	47
表格目录	48

1 行业总览：21H1 行业整体表现较 20H1 有所提升

1.1 21H1 行业收入及利润增速较 20H1 有所提升，但全行业看排名偏后

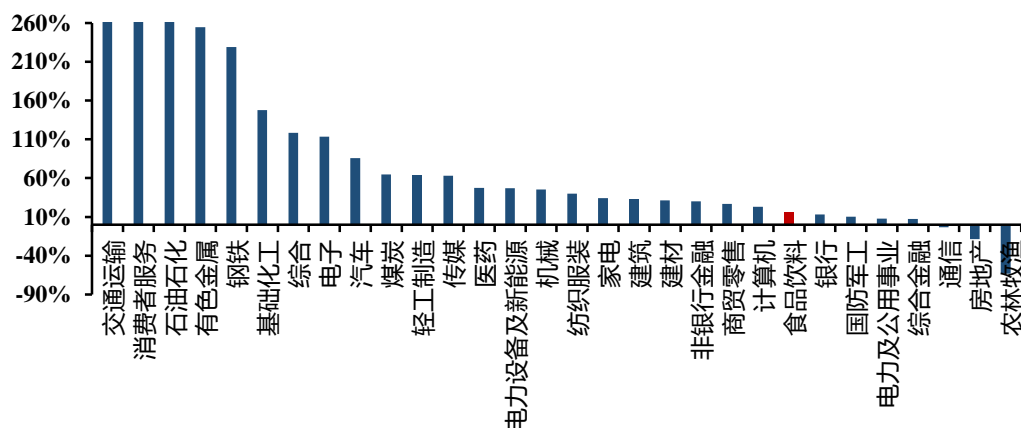
从全市场看，2021H1 食品饮料板块营收、利润增速处于偏后水平。2021H1 食品饮料行业营收/利润同比增速分别为+14.99%/+15.84%（整体法，下同），收入及利润增速较 20H1 的+6.17%/+10.30%增速水平显著回升。食品饮料板块收入及归母净利润增速在 30 个主要行业中分别排名 27/23（按中信证券行业分法，下同），处于市场偏后水平。

图 1：2021H1 食品饮料板块收入增速 14.99%，位列中信一级行业第 27 位



资料来源：wind，民生证券研究院

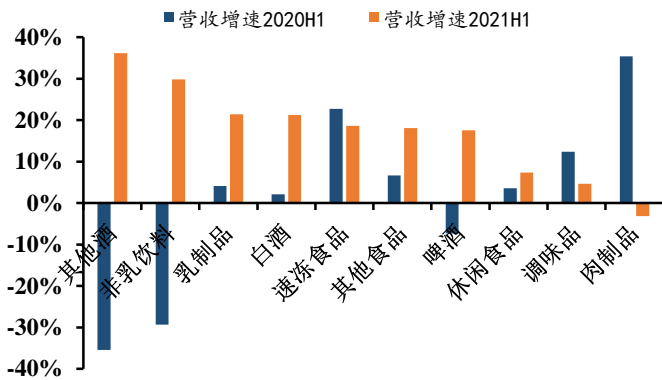
图 2：2021H1 食品饮料净利润增速位 15.84%，位列中信一级行业第 23 位，交通运输/消费者服务/石油化工增速分别为+4622%/+539%/+4302%



资料来源：wind，民生证券研究院

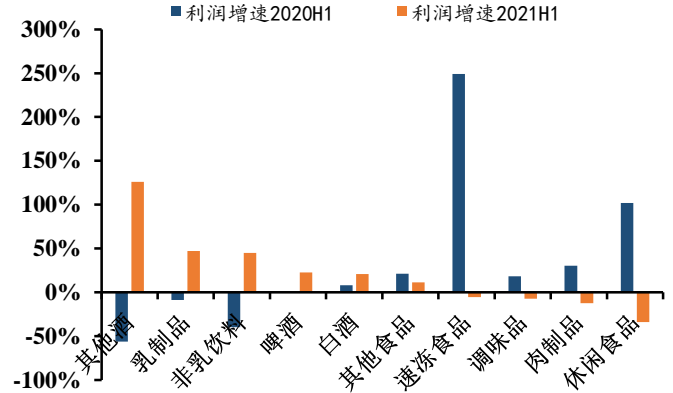
分子板块来看，收入方面，21H1 增速排名前三分别为其他酒（+36.15%）>非乳饮料（+29.85%）>乳制品（+21.40%）；归母净利润方面，增速排名前三分别为其他酒（+125.83%）>乳制品（+47.26%）>非乳饮料（+45.04%）。

图 3: 非乳饮料等板块受 20H1 低基数影响, 增速较高



资料来源: wind, 民生证券研究院

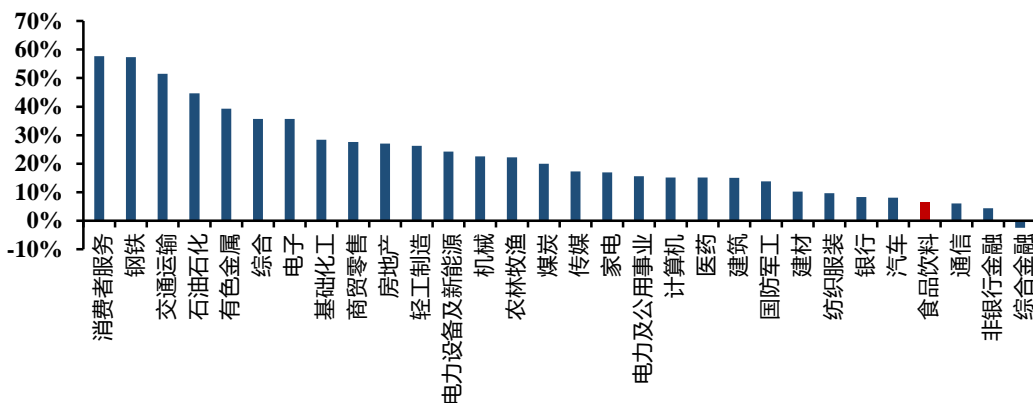
图 4: 受低基数影响, 20H1 其他酒等板块增速较高



资料来源: wind, 民生证券研究院

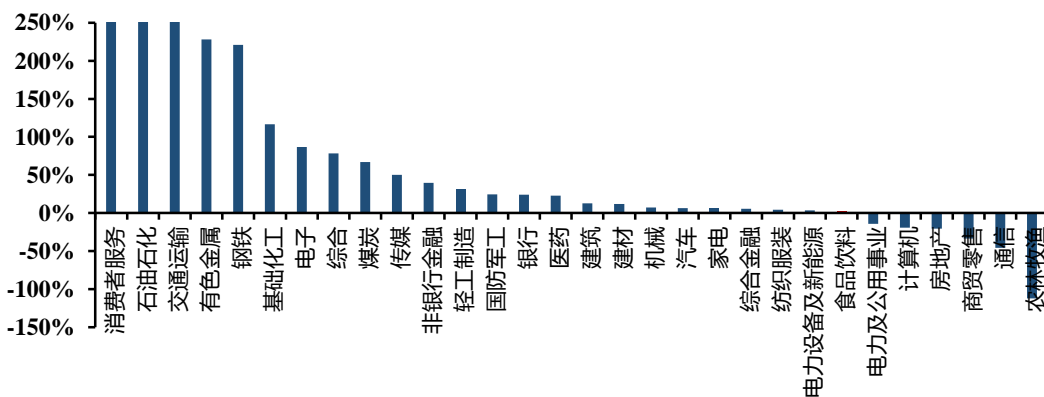
21Q2 食品饮料板收入及利润增速同比均有回落, 主要原因是去年 Q2 下游需求恢复造成的业绩高基数。食品饮料板块 21Q2 营收/归母净利润增速分别为+6.50%/+2.69%, 收入及利润增速较 20Q2 的+12.95%/+25.69%明显回落, 在各行业中分别排第 27/第 24。

图 5: 21Q2 食品饮料板块收入增速 6.50%



资料来源: wind, 民生证券研究院

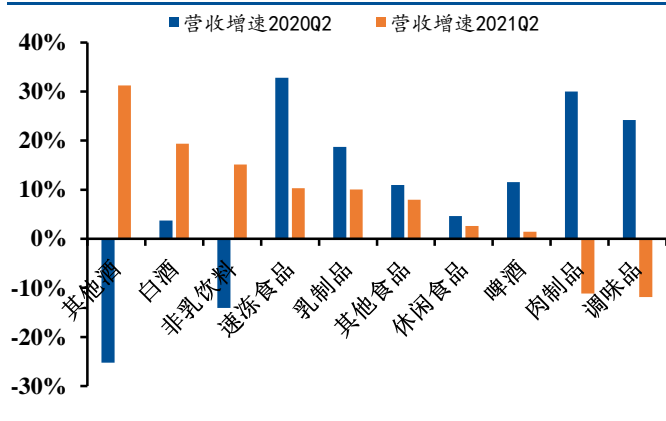
图 6: 21Q2 食品饮料净利润增速 2.69%, 消费者服务/石油石化/交通运输增速为+1751%/1036%/536%



资料来源: wind, 民生证券研究院

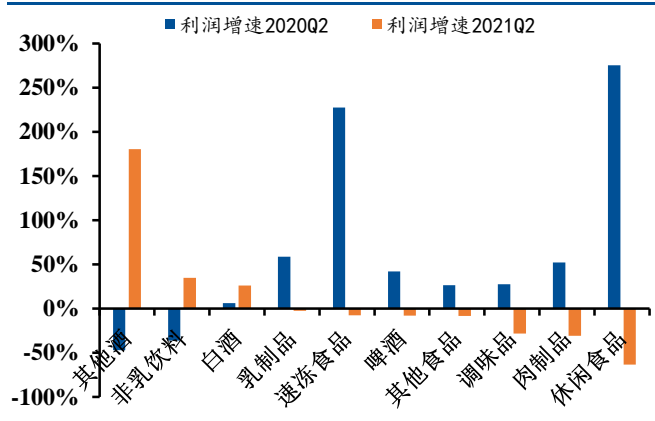
分板块看:21Q2 收入方面,增速排名前三的分别为其他酒(+31.23%)>白酒(+19.38%)>非乳饮料(+15.14%);21Q2 归母净利润方面,增速排名前三的分别为其他酒(+180.39%)>非乳饮料(+34.63%)>白酒(+26.05%)。

图 7: 21Q2 其他酒收入增速最高



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 8: 21Q2 其他酒利润增速最高



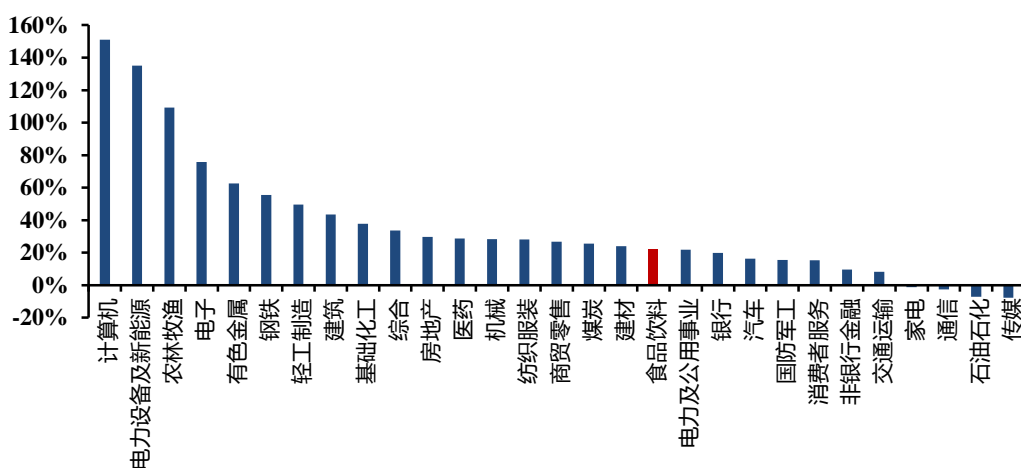
资料来源: wind, 民生证券研究院

1.2 板块收入及利润较 19H1 均增长明显, 但全行业看排名靠后

21H1 食品饮料板收入增速和利润在 19H1 的基础上实现增长, 显示疫情对业绩的负面冲击基本消退。食品饮料板块 21H1 营收/净利润相对 19H1 分别+22.02%/+29.62%。

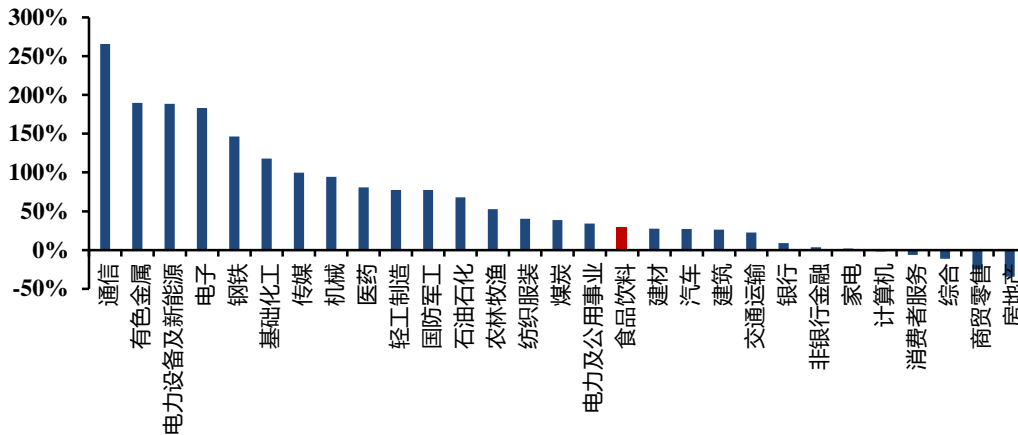
分板块看: 21H1 相对 19H1 收入增速排名前三的分别为速冻食品(+41%)>肉制品(+31%)>其他食品(+26%); 21H1 相对 19H1 归母净利润增速排名前三的分别为速冻食品(+152%)>啤酒(+41%)>乳制品(+34%)。

图 9: 21H1 相对 19H1, 食品饮料板块收入增速为 22.02%



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 10: 21H1 相对 19H1, 食品饮料板块净利润增速为 29.62%



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 11: 各行业 21H1 收入、利润相较于 20H1/19H1 增长情况

序号	行业	收入端			利润端		
		21H1总营收 (亿元)	21H1 VS.20H1	21H1 VS.19H1	21H1归母净利润 (亿元)	21H1 VS.20H1	21H1 VS.19H1
1	消费者服务	808	57%	24%	58	539%	-6%
2	钢铁	13765	56%	66%	829	229%	146%
3	交通运输	14633	46%	21%	841	4622%	23%
4	电子	10233	43%	67%	891	113%	183%
5	有色金属	12711	43%	64%	488	254%	190%
6	综合	3915	40%	46%	61	118%	-11%
7	轻工制造	2547	39%	51%	228	64%	78%
8	电力设备及新能源	8813	36%	128%	645	47%	188%
9	基础化工	9220	35%	39%	1068	148%	118%
10	机械	8646	34%	36%	706	45%	94%
11	汽车	14882	32%	17%	579	86%	27%
12	农林牧渔	4952	31%	112%	134	-63%	53%
13	房地产	12765	31%	32%	659	-19%	-35%
14	建筑	35202	30%	41%	962	33%	26%
15	商贸零售	9532	29%	34%	163	27%	-25%
16	家电	6588	29%	16%	441	34%	2%
17	石油石化	30143	27%	-3%	1273	430%	68%
18	建材	2958	26%	27%	421	31%	28%
19	医药	10490	23%	30%	1198	47%	81%
20	煤炭	6384	22%	26%	736	65%	39%
21	电力及公用事业	8601	21%	29%	720	8%	34%
22	国防军工	1764	21%	15%	145	10%	78%
23	计算机	5915	20%	157%	171	23%	-2%
24	综合金融	3915	19%	46%	1200	7%	64%
25	传媒	2567	19%	-9%	277	63%	100%
26	纺织服装	1950	18%	40%	136	40%	40%
27	食品饮料	4574	15%	22%	872	16%	30%
28	通信	6271	12%	0%	173	-4%	266%
29	非银行金融	23156	6%	15%	2583	30%	3%
30	银行	28981	6%	22%	9721	13%	9%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

注释: 按 21H1 营收同比增速从高到底排序

图 12：食品饮料各子行业 21H1 收入、利润相较于 20H1/19H1 增长情况

序号	行业	收入端		利润端			
		21H1 总营收 (亿元)	21H1 VS.20H1	21H1 VS.19H1	21H1 归母净利润 (亿元)	21H1 VS.20H1	21H1 VS.19H1
1	其他酒	59	36%	-12%	9	126%	1%
2	非乳饮料	120	30%	-10%	22	45%	-12%
3	乳制品	895	21%	26%	66	47%	34%
4	白酒	1596	21%	24%	579	21%	31%
5	速冻食品	99	19%	41%	8	-6%	152%
6	其他食品	242	18%	26%	42	11%	35%
7	啤酒	347	18%	25%	36	22%	41%
8	休闲食品	338	7%	7%	31	-34%	17%
9	调味品	219	5%	17%	45	-7%	10%
10	肉制品	660	-3%	31%	34	-12%	15%

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：按 21H1 营收同比增速从高到底排序

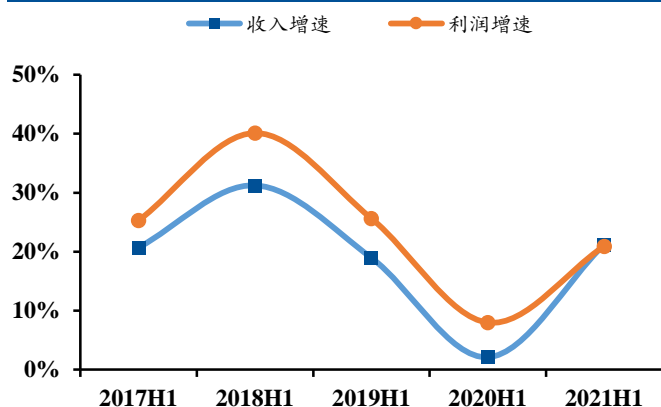
2 白酒：行业景气度仍在，21H1 基本回归常态化

2.1 经营回顾：疫情影响消退，业绩增速稳健

2021H1 白酒板块实现营收 1595.77 亿元，同比+21.25%，较 2020H1 的+2.12%的增速提升明显；实现归母净利润 578.66 亿元，同比+20.95%，较 2020H1 的+8.00%提速明显。21H1 疫情对业绩的负面冲击基本消除，叠加 20H1 受疫情冲击造成的低基数效应，行业收入及利润增速均恢复至两位数水平。

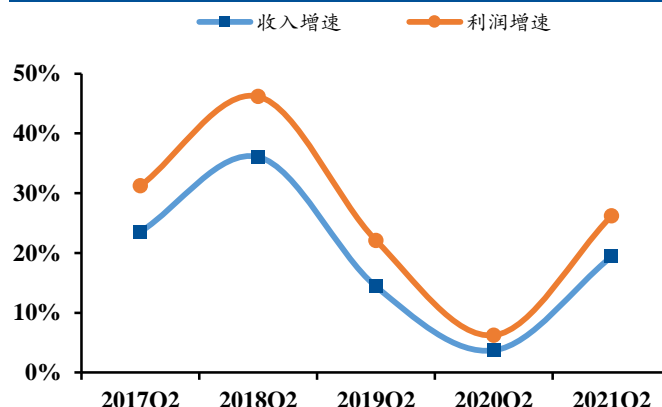
21Q2 单季度白酒板块实现营收 643.30 亿元，同比+19.38%；实现归母净利润 222.84 亿元，同比+26.20%。20Q2 白酒动销逐步恢复正常，今年疫情多点散发对行业整体影响不大，21Q2 白酒业绩增速较为稳健，已恢复至往年正常水平。

图 13：白酒板块 21H1 收入、利润增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：白酒板块 21Q2 单季收入、利润增速



资料来源：wind，民生证券研究院

分品类及价格带看，2021H1 后疫情时代的业绩复苏，各线白酒表现分化，具体看：

(1) 疫情对高档白酒冲击较为有限，2020H1 及 2021H1 高档白酒业绩增速均未受太大影响，收入及利润增速保持稳健。21H1 经营业绩已超越 19H1 疫情前。由于高端白酒具备较强的需求刚性和投资属性，疫情对高档白酒的动销冲击较为有限。疫情影响消退后，高档白酒的需求并未出现太大波动，动销仍然平稳。

(2) 疫情对次高端及区域龙头白酒的冲击较大，但疫情消退后，次高端及区域龙头白酒表现出较高的业绩弹性。疫情期间宴请等消费场景缺失，导致次高端、区域龙头酒企的动销受到较大影响。但受益于较强的品牌力和渠道力，疫情消退后，宴请等消费得以恢复，公司业绩表现出较高的弹性。次高端及区域龙头酒企的业绩均超过疫情前水平，表现出较高的业绩弹性。

(3) 中档酒和低档酒的主要消费人群的收入水平受疫情冲击较大，下游需求恢复较不理想，其中中档酒业绩同比表现出高弹性，但业绩并未明显超过疫情前水平。低档酒受需求影响，业绩未超过疫情前水平。

表 1: 2021H1 白酒板块公司收入、利润情况

		21H1 营收 (亿元)	YoY	20H1 营收 (亿元)	21H1 净利润 (亿元)	YoY	20H1 净利润 (亿元)
高端白酒	贵州茅台	507.22	11.15%	456.34	246.54	9.08%	226.02
	五粮液	367.52	19.45%	307.68	132.00	21.60%	108.55
	泸州老窖	93.17	22.04%	76.34	42.26	31.23%	32.20
	合计	967.90	15.18%	840.36	420.81	14.73%	366.77
次高端	洋河股份	155.43	15.75%	134.29	56.61	4.82%	54.01
	山西汾酒	121.19	75.64%	69.00	35.44	120.80%	16.05
	ST 舍得	23.91	133.09%	10.26	7.35	347.94%	1.64
	水井坊	18.37	128.44%	8.04	3.77	266.01%	1.03
	合计	318.90	43.92%	221.58	46.56	148.72%	18.72
区域龙头	古井贡酒	70.07	26.96%	55.20	13.79	34.53%	10.25
	口子窖	22.43	42.90%	15.70	6.87	41.34%	4.86
	酒鬼酒	17.14	137.31%	7.22	5.10	176.55%	1.85
	今世缘	38.52	32.20%	29.14	13.35	30.92%	10.20
	伊力特	10.31	29.85%	7.94	2.12	45.04%	1.46
	金徽酒	9.72	36.59%	7.12	1.87	55.89%	1.20
	合计	168.19	37.51%	122.30	17.34	34.86%	12.86
其他 中档酒	老白干酒	16.52	10.61%	14.93	1.24	6.10%	1.17
	迎驾贡酒	20.86	52.46%	13.68	5.91	77.63%	3.33
	金种子酒	5.45	32.98%	4.10	-0.98	-	-0.54
	青青稞酒	5.79	63.61%	3.54	0.75	-314.49%	-0.35
	皇台酒业	0.25	-35.82%	0.39	-0.12	-	0.03
	合计	48.86	33.36%	36.64	-0.35	59.98%	-0.86
低档酒	顺鑫农业	91.91	-3.46%	95.20	4.76	-13.27%	5.48
	合计	91.91	-3.46%	95.20	4.29	-7.75%	4.65

资料来源: wind, 民生证券研究院

表 2: 2021H1vs2019H1 白酒板块公司收入、利润情况

		21H1 营收 (亿元)	vs19H1	19H1 营收 (亿元)	21H1 净利润 (亿元)	vs19H1	19H1 净利润 (亿元)
高端白酒	贵州茅台	507.22	23.19%	411.73	246.54	23.57%	199.51
	五粮液	367.52	35.36%	271.51	132.00	41.40%	93.36
	泸州老窖	93.17	16.27%	80.13	42.26	53.70%	27.50
	合计	967.90	26.79%	763.37	420.81	31.35%	320.36
次高端	洋河股份	155.43	-2.85%	159.99	56.61	1.43%	55.82
	山西汾酒	121.19	90.03%	63.77	35.44	197.75%	11.90
	ST 舍得	23.91	95.92%	12.21	7.35	296.64%	1.85
	水井坊	18.37	8.70%	16.90	3.77	11.10%	3.40
	合计	318.90	26.12%	252.86	103.18	41.40%	72.97
区域龙头	古井贡酒	70.07	17.02%	59.88	13.79	10.45%	12.48
	口子窖	22.43	-7.28%	24.19	6.87	-23.18%	8.95
	酒鬼酒	17.14	141.74%	7.09	5.10	227.49%	1.56
	今世缘	38.52	26.02%	30.57	13.35	24.47%	10.72
	伊力特	10.31	9.60%	9.40	2.12	5.10%	2.02
	金徽酒	9.72	19.28%	8.15	1.87	38.85%	1.35
	合计	168.19	20.75%	139.28	43.11	16.25%	37.08

	老白干酒	16.52	-15.71%	19.59	1.24	-35.86%	1.94
	迎驾贡酒	20.86	10.82%	18.82	5.91	32.98%	4.45
其他	金种子酒	5.45	7.60%	5.06	-0.98	207.46%	-0.32
中档酒	青青稞酒	5.79	6.92%	5.42	0.75	235.03%	0.22
	皇台酒业	0.25	51.05%	0.17	-0.12	-26.11%	-0.16
	合计	48.86	-0.40%	49.06	6.81	11.12%	6.13
低档酒	顺鑫农业	91.91	9.21%	84.16	4.76	-26.59%	6.48
	合计	91.91	9.21%	84.16	4.76	-26.59%	6.48

资料来源：wind，民生证券研究院

表 3：21Q2 白酒板块公司收入、利润情况

		21Q2 营收 (亿元)	YoY	20Q2 营收 (亿元)	21Q2 净利润 (亿元)	YoY	20Q2 净利润 (亿元)
高端白酒	贵州茅台	226.57	11.41%	203.36	107.00	12.53%	95.08
	五粮液	124.27	18.02%	105.29	38.77	23.03%	31.51
	泸州老窖	43.13	5.67%	40.82	20.60	36.10%	15.13
	合计	393.97	12.73%	349.47	166.36	17.38%	141.72
次高端	洋河股份	50.23	20.74%	41.60	17.99	28.61%	13.99
	山西汾酒	47.87	73.43%	27.60	13.62	258.21%	3.80
	ST 舍得	13.63	119.34%	6.22	4.34	215.33%	1.38
	水井坊	5.97	691.49%	0.75	-0.42	-52.05%	-0.88
	合计	117.70	54.52%	76.17	35.52	94.26%	18.28
区域龙头	古井贡酒	28.77	28.56%	22.38	5.64	45.39%	3.88
	口子窖	10.70	35.05%	7.92	2.67	9.95%	2.43
	酒鬼酒	8.06	96.82%	4.10	2.42	174.05%	0.88
	今世缘	14.56	27.32%	11.43	5.29	20.52%	4.39
	伊力特	4.86	-24.07%	6.40	0.81	-41.53%	1.38
	金徽酒	4.64	25.60%	3.69	0.72	15.58%	0.62
	合计	71.59	28.00%	55.93	17.56	29.21%	13.59
其他	老白干酒	8.97	21.77%	7.37	0.68	32.48%	0.52
	迎驾贡酒	9.37	57.07%	5.97	2.22	122.30%	1.00
	金种子酒	2.50	15.85%	2.16	-0.49	74.30%	-0.28
	青青稞酒	2.00	32.34%	1.51	0.04	-112.43%	-0.30
	皇台酒业	0.13	-56.95%	0.31	-0.08	-182.37%	0.09
	合计	22.98	32.71%	17.32	2.38	131.88%	1.02
低档酒	顺鑫农业	37.06	-7.26%	39.96	1.02	-47.57%	1.96
	合计	37.06	-7.26%	39.96	37.06	-7.26%	39.96

资料来源：wind，民生证券研究院

从公司合同负债来看，除低档酒外，各档次白酒合同负债规模均同比大幅提高。其中次高端、区域龙头酒企的合同负债同比提升幅度最大，显示餐饮渠道动销恢复后，宴请等消费场景回归，经销商打款热情较为高涨。

表 4：21Q1 白酒板块合同负债（预收款）

		21H1 合同负债 (亿元)	同比增长	环比增长
高端白酒	贵州茅台	92.44	-2.32%	73.09%
	五粮液	63.28	74.86%	26.93%
	泸州老窖	14.08	139.35%	-16.79%

	合计	169.80	24.21%	41.29%
次高端	洋河股份	55.17	39.74%	-9.98%
	山西汾酒	32.59	51.96%	11.21%
	ST 舍得	3.70	140.16%	-16.28%
	水井坊	6.39	26.69%	-11.71%
	合计	97.84	249.11%	-4.30%
区域龙头	古井贡酒	22.14	204.34%	13.90%
	口子窖	4.96	14.42%	33.77%
	酒鬼酒	8.72	307.48%	50.16%
	金徽酒	1.94	33.13%	-2.12%
	今世缘	6.48	84.13%	34.37%
	伊力特	1.12	372.60%	198.59%
	合计	45.35	770.38%	25.53%
其他中档酒	皇台酒业	0.03	350.03%	-10.64%
	金种子酒	1.36	41.77%	7.42%
	老白干酒	12.86	107.71%	-0.13%
	青青稞酒	0.48	122.54%	0.99%
	迎驾贡酒	3.99	23.56%	-2.88%
	合计	18.71	94.24%	-0.21%
低档酒	顺鑫农业	29.45	-17.33%	-20.23%
	合计	29.45	-39.26%	-20.23%

资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 行业分析：次高端、区域龙头酒企的业绩高弹性有望延续

21H1 疫情负面影响基本消退，下游需求恢复较好。白酒板块业绩同比保持稳健增长。其中次高端、区域龙头酒企受益下游宴请、聚餐等消费场景重新焕发活力，业绩保持较高弹性。此外，次高端、区域龙头酒企的合同负债同比大幅增长，显示下游经销商打款热情高涨。Q3 以后随着中秋销售旺季和春节备货季的陆续到来，白酒企业合同负债有望快速实现收入确认。预计次高端、区域龙头的业绩高弹性将得以延续。

2.3 投资建议：把握行业次高端、区域龙头酒企的业绩高弹性

2.3.1 贵州茅台：上半年实现稳健增长，直营收入占比达历史最高

21H1 实现稳健增长，直营收入占比来到历史最高水平。21H1 公司实现营收/归母净利润 490.87/246.54 亿元，同比+11.68%/+9.08%，折合 21Q2 实现营收/归母净利润 218.16/107.00 亿元，同比+11.61%/12.53%。其中，茅台酒实现收入 429.49 亿元，同比+9.39%；其他系列酒实现收入 60.60 亿元，同比+30.32%。渠道方面，21H1 直销渠道实现收入 95.04 亿元，同比+84.44%，直销收入规模已占整体白酒收入的 19.4%，较 20H1 占比提升近 7.7ppt，为历史最高水平。经营区域方面，21H1 国内实现收入 478.10 亿元，同比+11.68%；国外实现收入 12.00 亿元，同比+8.95%。经销商数量方面，21H1 末公司共有经销商 2200 家，其中国内 2096 家，国外 104 家，期内增加 62 家经销商（主要系酱香系列酒经销商），减少 12 家经销商（主要系茅台酒经销商）。价盘稳固显示供需矛盾仍在，“十四五”远大目标可期。公司 2021 年经营目标是营业总收入较上年增长 10.5%，在 21H1 收入端取得

11%以上增长的背景下，21H2 收入端只需增长 10%左右即可完成目标，不过这也意味着我们对 21H2 收入端增长预期不可过高。春节后飞天批价持续处于上涨通道，近期整件报价已逼近 3800 元大关，散飞也站上 3000 元大关，显示供需矛盾仍较为突出。同时，今年初公司对生肖、精品以及总经销等非标茅台产品均进行了提价，考虑到未来在公司扩大直营、推进技改扩产能、发力系列酒等多重举措下持续发力，我们看好公司未来收入及利润增长的确定性。预计 2021-2023 年公司实现营业总收入 1102/1228/1398 亿元，同比+12.5%/+11.4%/+13.8%；归母净利润 533/612/705 亿元，同比+14.2%/+14.8%/+15.2%，EPS 为 42.45/48.75/56.16 元，目前股价对应 PE 为 39/34/30 倍，低于白酒板块 2021 年 46 倍 PE（wind 一致预期，算数平均法）的平均水平。考虑到公司作为行业龙头未来增长确定性高，维持“推荐”评级。

2.3.2 五粮液：经营表现稳健，产品结构升级明显

21H1 收入端表现优异，系列酒升级效果突出。21H1 公司实现收入 367.52 亿元，同比+19.45%，折合 21Q2 实现收入 124.27 亿元，同比+18.02%。21H1 公司酒类产品实现收入 341.02 亿元，同比+21.07%，其中五粮液产品实现收入 271.38 亿元，同比+17.27%；系列酒实现收入 69.64 亿元，同比+38.57%。得益于茅台出货节奏偏慢且价格快速上行，五粮液产品承接需求外溢明显；系列酒操作层面，得益于公司 2020 年对系列酒持续推进控制优化取得良好效果，渠道及消费者认可度显著提升。按渠道口径看，经销模式实现收入 271.67 亿元，同比+7.50%；直销模式实现 69.34 亿元，同比+230.52%，今年上半年实现收入规模已接近去年全年水平。从合同负债来看，21H1 余额为 63.28 亿元，同比/环比分别+74.86%/26.93%。21H1 经营活动产生的现金流量净额为 87.07 亿元，同比+645%。**把握“十四五”开局先机，关注公司品牌力提升与团购业务开展。**展望 2021 年，我们认为应重点关注公司在品牌建设与团购业务两大方向上的举措。五粮液业绩增长与批价上行的根本驱动力是过硬的产品品质与强大的品牌力，公司计划在品牌宣传方面形成“空地”结合的组合拳，重视一线员工的品牌认可与讲好五粮液故事的能力，同时在产品端通过布局超高端价格带的经典五粮液系列产品，持续提升品牌形象。五粮液团购业务是批价管控、厂商命运共同体搭建和公司长期发展的奠基石，公司多次强调传统渠道不增量、加码团购业务的战略决定，在团购业务开展过程中公司将致力于持续改善渠道利润以形成厂商命运共同，与企业团购客户建立长期关系也有利于产品价格管控、超高端产品的消费者培育和导入工作，更可以通过与大企业客户开展业务往来强化品牌形象，助力长期发展。预计 2021-2023 年公司实现营业收入 678/794/917 亿元，同比+18.3%/+17.1%/+15.5%；实现归母净利润 240/287/336 亿元，同比+20.3%/+19.6%/+17.0%，对应 EPS 为 6.18/7.40/8.66 元，目前股价对应 PE 为 33/28/24 倍。公司估值低于白酒板块 2020 年 46 倍 PE（wind 一致预期，算数平均法），维持“推荐”评级。

2.3.3 泸州老窖：国窖表现亮眼，大众酒营销改革正当时

21H1 高端产品增长亮眼，带动业绩实现显著提速。21H1 公司实现收入 93.17 亿元，同比+22.04%，折合 21Q2 实现收入 43.13 亿元，同比+5.67%，增速环比有所放缓。分产品看，21H1 中高档酒实现收入 82.18 亿元、同比+23.45%，量价贡献来看，量+6.3%/价

+16.1%，价升贡献更加明显，主要是国窖 1573 表现相较特曲、窖龄系列表现更佳，推动 21H1 结构升级明显；低端酒实现收入 9.77 亿元，同比+7.51%，但销量下滑近 30%，预计应是 21Q2 二曲换代停货导致。国窖 1573 “十四五”剑指“新百亿”，大众酒营销改革推进正当时。在双品牌战略下，公司以国窖 1573 为代表的高端白酒定位“浓香国酒”，力求价值回归，以泸州老窖品牌布局全价格带，享受消费升级红利。在去年底国窖销售公司股东大会上，继 2019 年国窖 1573 销售口径收入破百亿后，公司提出“十四五”期间国窖 1573 新百亿目标，即 2022 年和 2024 年分别实现销售口径收入破 200 和 300 亿元。以 2019 年国窖 1573 销售口径收入破百亿对应报表收入口径 86 亿元来推演，2019-2022 年国窖 1573 规划收入 CAGR 约为 26%，2019-2025 年规划收入 CAGR 约为 14%，展现出强劲的增长势头，充分彰显公司“品牌自信、品质自信、模式自信、团队自信”。于此同时，大众酒营销改革举措正在推进，大成浓香公司落地将负责头曲、二曲、高光等品牌的运营，三大品牌将分别交由独立团队单独运营。二曲 4 月初换代停货，叠加大成浓香公司的落地，意味着公司在大众酒层面也有望复制国窖、特曲的成功运营经验，在中低价格带实现品牌的价值回归。预计 21-23 年公司收入为 203.98/243.80/285.76 亿元，同比分别 +22.5%/+19.5%/+17.2%。实现归属上市公司净利润为 73.15/90.44/109.25 亿元，同比分别 +21.8%/+23.6%/+20.8%，折合 EPS 分别为 4.99 元/6.17 元/7.46 元，对应 PE 分别为 37/30/25 倍。公司估值水平显著低于白酒板块 2021 年 46 倍 PE（wind 一致预期，算数平均法）的平均估值，维持“推荐”评级。

2.3.4 山西汾酒：业绩高速增长，产品结构持续优化

业绩实现高速增长，产品结构持续优化。21H1 公司实现营收/归母净利润 121.19/35.44 亿元，同比分别+75.64%/+120.80%；合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 47.87/13.62 亿元，同比分别+73.43%/+258.21%。上半年，公司坚持“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略，持续巩固提升青花汾酒优势，坚持“为高品质生活代言”的高端品牌定位，盈利能力得到有效提升。“十三五”圆满收官，期待“十四五”新发展。“十三五”是汾酒改革关键期，公司在股权结构、内部治理、组织架构与市场、产品战略多方面积极改革。展望“十四五”，公司将以业绩为重要指标，力争在 2025 年实现“1357”市场布局，省外销售收入占比提高至 70%以上，以青花汾酒为代表的中高端产品持续增长，助力“汾老大”品牌复兴的征程。“十四五”汾酒营销工作将按三个阶段有序推进：2021 年是营销深入调整期，着力解决经销商结构与营销体系管理创新问题，解决产品升级、品牌聚焦与渠道利润等问题；2022-2023 年是转型发展期，持续发力长江以南市场、实现杏花村品牌销售规模和质量不断提升；2024-2025 年时营销加速期，实现青花汾酒规模的历史性突破，汾酒、杏花村两大品牌相互支撑，完成“1357”市场布局。根据此次业绩预告，我们上调此前盈利预测。预计 2021-2023 年公司实现收入 206.50/258.20/303.80 亿元，同比+47.6%/+25.0%/+17.7%；实现归母净利润 56.68/ 71.80/88.27 亿元，同比+84.1%/+26.7%/+22.9%，折合 EPS 为 4.65/5.88/7.23 元，对应 PE 为 59/47/38 倍。公司估值水平高于 2021 年白酒板块 46 倍 PE（Wind 一致预期，算术平均法），考虑到公司省外扩张确定性高，维持“推荐”评级。

2.3.5 古井贡酒：年份原浆结构优化及黄鹤楼量价齐升助力业绩高增

年份原浆结构优化，黄鹤楼量价齐升共同助力业绩高增。2021H1 公司实现营收/归母净利润 70.07/13.79 亿元，同比分别+26.96%/+34.53%；合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 28.77/5.64 亿元，同比分别+28.56%/+45.39%。收入端，年份原浆系列向高端迁移较为顺利，销量同比小幅下滑，但售价同比大幅提升，收入稳健增长；黄鹤楼量价齐升，收入同比大幅增长。利润端，受益于产品结构优化和主力产品动销良好，毛利率同比提升，利润增速大幅高于收入端。**加强品牌建设，推进产品结构升级。**品牌建设方面，公司深耕市场建设，产品结构、品牌双优化。未来公司将聚焦“全国化、次高端”，发力品牌建设。公司推进品牌复兴工程，产品和市场结构持续优化。公司未来将深入研究并持续推进古香型酒的生产。产品结构优化方面，目前核心单品仍然是年份原浆系列及古 8/古 20 等产品。未来公司将把古 20 作为重点培育产品，2020 年公司已在长三角等部分核心市场投放古 20，终端渠道陈列、广宣费用也重点覆盖该产品。长期看，公司仍将打造以古 8/古 16/古 20 为核心的单品矩阵，核心市场消费升级仍将支撑公司核心产品价格带逐步上移。预计 21-23 年收入为 124.08/142.94/161.81 亿元，同比+20.6%/+15.2%/+13.2%；归母净利润 24.54/29.74/34.11 亿元，同比+32.3%/+21.2%/+14.7%，折合 EPS 为 4.87/5.90/6.77 元，对应 PE 为 45/37/33 倍。目前公司估值水平低于白酒行业 46 倍左右的估值水平，维持“推荐”评级。

2.3.6 金徽酒：产品高端化持续推进，省外及成长性市场实现高增

21H1 业绩同比保持高增，产品高端化持续推进是主要原因。2021H1 公司分别实现营收/归母净利润 9.72/1.87 亿元，同比分别+36.59%/+55.89%；合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 4.64/0.72 亿元，同比分别+25.60%/+15.58%。收入端，公司通过 C 端置顶，推进大客户运营；加强数字化营销系统；发力成长性及省外市场等手段保持整体营收高速增长。利润端，公司坚持推进产品高端化，百元以上产品销售收入同比+48.72%，销售收入占比提升至 60.27%，强化利润表现。**强化市场营销，加强品牌建设。**市场营销方面的工作主要是 C 端置顶，推进大客户运营，坚持“聚焦资源，精准营销，深度掌控”的基本思路。具体措施包括：（1）通过组织调整、机制转型，深入推进“深度分销+大客户运营”双轮驱动转型发展；（2）数字化营销系统升级运行，客户管理、终端管理、移动访销等运行顺畅，营销管理体系进一步完善；（3）成长性市场发展迅速；加强省外市场开发及与复星生态的合作。品牌建设方面的措施主要包括：（1）匹配优质媒体资源，统一宣传 VI，参加首届中国国际消费品博览会、2021 中国自主品牌博览会等大型展会，突出金徽 28 高端品牌形象，打造西北高端白酒引领者，持续提升品牌影响力；（2）以客户为中心，以品质为载体，持续开展“金徽浪漫樱花节”、“金徽年份酒高端品鉴会”、“金榜题名，五星荣耀”、“柔和民间品酒师”、“金徽生态之旅”等消费者体验活动；（3）以新媒体为手段，增加金徽酒在更多消费群体中的曝光度。根据公司经营情况，我们上调盈利预测。预计 2021-2023 年公司实现收入 21.90/25.96/ 30.60 亿元，同比+26.6%/+18.6%/+17.9%；预计 2021-2023 年实现归母净利润 4.04/4.87/5.77 亿元，同比+21.8%/+20.6%/+18.5%，对应 EPS 为 0.80/0.96/1.14 元，目前股价对应 PE 为 45/37/31 倍。公司目前估值略低于白酒行业 2021 年 46 倍整体估值。考虑到公司基本面有望持续改善；与管理层签订的《业绩目标及

奖惩方案之协议》将继续发挥正向激励作用，维持“推荐”评级。

2.3.7 洋河股份：产品换代取得成功，收入恢复较快增长

21H1 收入恢复较快增长，金融资产公允价值变动影响利润增速。2021H1 公司实现营业收入/归母净利润 155.43/56.61 亿元，同比分别+15.75%/+4.82%；合 Q2 单季度实现营业收入/归母净利润 50.23/17.99 亿元，同比分别+20.74%/+28.61%。收入端，公司梦系列核心产品梦 6 及梦 3 换代动作取得较好效果，带动中高档及普通酒产品收入同比均稳健增长。利润端，受整体毛利率上行及费用率控制较好影响，主业利润增速预计略好于收入增速，但是 20H1 受中银证券上市影响，实现 9.20 亿元公允价值变动净收益；21H1 实现公允价值变动净收益为 0.94 亿元，对归母净利润影响较为明显。若扣除此影响，利润增速将显著高于收入增速。**新高管团队上任，产品升级继续，看好洋河“十四五”新发展。**2月23日公司召开股东大会，选举张联东先生为董事长、钟雨先生为副董事长兼总裁、刘化霜先生为常务副总裁。张联东董事长长期扎根于宿迁、国资相关工作经验丰富，对洋河情况熟悉，预计其此前工作履历有助于加速新高管团队的磨合速度。目前梦之蓝系列产品中 M3、M6 相继开启升级之路，海之蓝升级举措也已开始，以彻底理顺厂商关系以实现长期可持续发展。考虑到渠道已充分认可 M6+ 与 M3 水晶版升级后的积极效果，预计未来产品升级之路将更加顺畅。新管理层换届完成，结合产品矩阵持续升级，我们看好公司“十四五”期间迈向新发展、重回快速增长之路。预计 2021-2023 年公司实现营业收入 243.08/283.02/314.72 亿元，同比 +15.2%/+16.4%/ +11.2%；预计 2021-2023 年公司归母净利润为 83.02/96.85/110.52 亿元，同比+11.0%/+16.7%/+14.1%，对应 EPS 为 5.51/6.43/7.33 元，对应 PE 为 30/26/23 倍。公司估值水平低于白酒板块 2021 年 46 倍 PE（wind 一致预期，算数平均法），考虑到公司各项调整举措已见成效，维持“推荐”评级。

2.3.8 青青稞酒：基本面现反转，定增落地强化长期竞争力

基本面底部反转，市场秩序修复、销售战略梳理清晰。21H1 公司实现营业收入 5.79 亿元，同比+63.61%，折合 21Q2 实现收入 2.00 亿元，同比+32.34%。而 21H1 期末公司合同负债余额为 4847 万元，同比/环比分别+0.99%/122.5%，预计公司在收入确认节奏方面仍留有余力。产品方面，公司实现酒类收入 5.39 亿元（同比+68.72%），自有品牌青稞酒实现收入 5.22 亿元（同比+67.54%），其中中高档青稞酒 4.06 亿元（同比+74.93%），普通青稞酒 1.15 亿元（同比+45.45%），低度青稞酒 0.07 亿元（同比+263.25%）。中高档青稞酒增速高于普通+低度青稞酒，产品结构升级态势显著。**定增事项顺利完成，长期竞争力得到强化。**本月公司公告正式完成定增事项，共增发 2256.30 万股，每股价格 18.26 元，实现募资 4.12 亿元。公司定增资金拟用于 1.73 万吨优质青稞原酒陈化老熟技改项目、营销网络建设项目、青稞酒研发及检测中心建设项目、青稞酒信息化建设项目、青稞种植基地建设项目和补充流动资金。本次募集资金投资项目符合公司经营发展战略，紧密围绕主营业务展开，有利于公司进一步优化公司产品结构、提升生产经营效率、弘扬青青稞酒品牌文化。与此同时，通过本次非公开发行，公司资本实力与资产规模将得到提升，抗风险能力得到增强，有助于提高公司综合竞争力和市场地位，促进公司的长期可持续发展。预计 2021-2023 年公司实现营业收入 10.90 亿元/13.15 亿元/15.30 亿元，分别同比

+42.70%/20.64%/16.35%；预计实现归母净利润 1.22 亿元/1.60 亿元/1.98 亿元，折合 EPS 为 0.26 元/0.34 元/0.42 元，折合 PE 分别为 75/57/46 倍。公司目前估值高于白酒板块 46 倍的 PE 水平（Wind 一致预期，算术平均法），但考虑到公司基本面已现反转态势，首次覆盖，给予“推荐”评级。

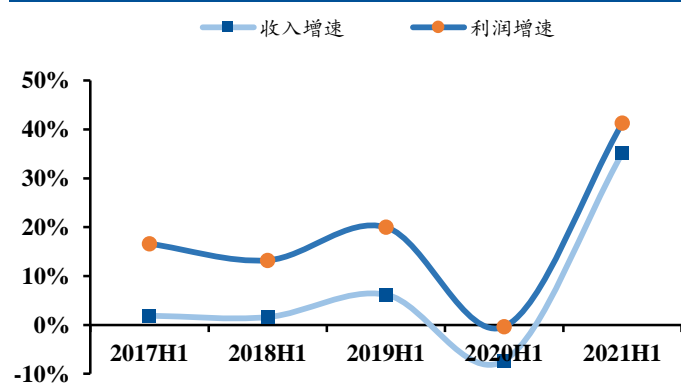
3 啤酒：产品结构升级持续，成本端压力略有显现

3.1 经营回顾：21H1 业绩受去年低基数影响实现高增

2021H1 啤酒板块实现营收/归母净利润 346.56/36.39 亿元，同比分别+35.20%/+41.33%（未考虑重啤重述影响，仅为法定披露数据）；21H1 啤酒板块业绩实现高速增长，原因是（1）20Q1 疫情对行业冲击明显，造成 20H1 业绩低基数。（2）21H1 疫情常态化后啤酒消费恢复正常，除部分餐饮渠道仍然受到限制外，流通、即饮等渠道已完全恢复正常，下游需求平稳释放。（3）产品高端化持续推进，啤酒产品出厂均价提高，有效提高收入。（3）重啤完成资产重组，收入/利润均有较大扩张，提高啤酒板块增速。

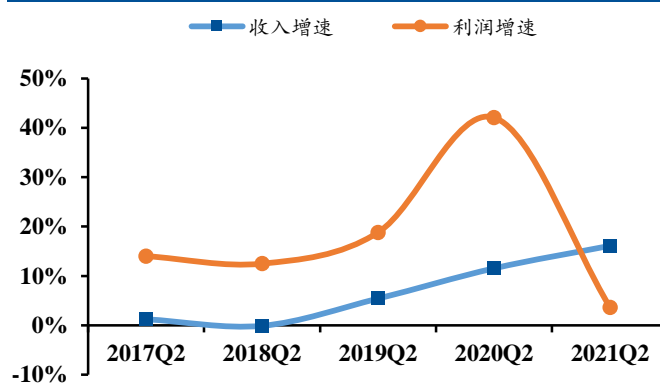
21Q2 单季度实现营收/归母净利润 185.88/23.62 亿元，同比分别+16.11%/+3.65%。Q2 业绩增速放缓的原因是：（1）20Q2 疫情解封，啤酒需求快速恢复造成业绩基数较高。（2）下游需求恢复常态，收入端回到双位数增长，利润端受大麦、麦芽等原材料价格上行影响，增速低于收入端。（3）重啤完成资产重组，对行业收入/利润规模影响较大。

图 15：啤酒板块 2021H1 收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16：啤酒板块 21Q2 收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

具体到公司层面看，收入端：21H1 头部企业保持双位数增长，主要原因是产品高端化的持续推进及销量小幅提高。头部啤酒收入基本已超过 2019 年同期水平，说明疫情的影响已基本消退。利润端，受益于产品高端化的持续推进，青岛啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒（主要受关厂等一次性费用投入影响利润）、惠泉啤酒等企业出厂吨价有所提高，毛利率上升，利润增速高于收入增速。值得注意的是，21H1 麦芽、包材等生产原料价格的上行已逐步吞噬企业利润，21Q2 啤酒企业利润增速已低于收入增速，成本压力逐步显现。但是头部企业仍然有望通过提价等方式对冲成本端的压力。

表 5：2021H1 啤酒板块公司收入、利润情况

	21H1 营收 (亿元)	YoY	20H1 营收 (亿元)	21H1 净利润 (亿元)	YoY	20H1 净利润 (亿 元)
青岛啤酒	182.91	16.66%	156.79	24.16	30.22%	18.55
重庆啤酒	71.39	27.51%	55.99	6.22	-3.34%	6.44 (重述后)

燕京啤酒	63.17	13.51%	55.65	2.88	7.12%	2.69
珠江啤酒	22.18	10.51%	20.07	3.11	26.30%	2.46
惠泉啤酒	3.17	-1.15%	3.20	0.12	30.08%	0.09
兰州黄河	1.86	13.07%	1.64	0.01	-112.06%	-0.10
*ST 西发	1.89	29.37%	1.46	-0.10	-74.48%	-0.40

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 6：201H1vs2019H1 啤酒板块公司收入、利润情况

	21H1 营收 (亿元)	vs19H1	19H1 营收 (亿元)	21H1 净利润 (亿元)	vs19H1	19H1 净利润 (亿 元)
青岛啤酒	182.91	10.52%	165.51	24.16	48.14%	16.31
重庆啤酒	71.39	289.51%	18.33	6.22	160.64%	2.39
燕京啤酒	63.17	-2.24%	64.62	2.88	-43.72%	5.12
珠江啤酒	22.18	5.16%	21.09	3.11	46.55%	2.12
惠泉啤酒	3.17	6.69%	2.97	0.12	93.17%	0.06
兰州黄河	1.86	-26.47%	2.53	0.01	-94.70%	0.23
*ST 西发	1.89	27.61%	1.48	-0.10	-73.35%	-0.38

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 7：21Q2 啤酒板块公司收入、利润情况

	21Q2 营收 (亿元)	YoY	20Q2 营收 (亿元)	21Q2 净利润 (亿元)	YoY	20Q2 净利润 (亿 元)
青岛啤酒	93.63	-0.24%	93.86	13.94	5.74%	13.18
重庆啤酒	38.66	10.06%	35.13	3.27	-37.29%	5.21 (重述后)
燕京啤酒	35.41	-0.56%	35.60	3.97	-22.94%	5.15
珠江啤酒	14.45	-0.62%	14.53	2.41	6.67%	2.25
惠泉啤酒	1.96	-7.22%	2.11	0.16	-2.66%	0.16
兰州黄河	0.84	-18.58%	1.03	-0.07	-171.58%	0.10
*ST 西发	0.94	-6.24%	1.00	-0.04	-76.63%	-0.17

资料来源：Wind，民生证券研究院

3.2 行业分析：产品结构升级持续，成本端压力逐步显现

未来一段时间，预计国内啤酒消费总量将处于饱和状态，各啤酒头部企业销量将大概率保持小幅增长的态势，业绩的增长将主要来自于产品高端化带来的利润弹性。预计未来出场吨价将长期保持上行。21H1 麦芽、大麦、包材等原材料价格上行，逐步吞噬企业利润。部分酒企在低价库存原材料耗尽后将直面成本压力，头部企业有望通过产品升级及直接提价的方式对冲成本压力。预计头部企业的竞争优势将在 21H2 得到更好的体现。

3.3 投资建议：关注具备持续产品结构升级的头部企业

3.3.1 青岛啤酒：21H1 收入增速稳健，产品高端化助力利润高增

21H1 收入稳健增长，产品高端化助力利润高增长。2021H1 公司实现营收/归母净利润 182.91/24.16 亿元，同比分别+16.66%/+30.22%；合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 93.63/13.94 亿元，同比分别-0.24%/+5.74%。总体看，21H1 公司营收端保持稳定增长，利润端受益于产品高端化持续推进，增速大幅高于收入端。单 Q2 营收同比略有下滑，净利润同

比小幅增长，主要原因是去年疫情消退后，动销快速恢复叠加渠道主动补库存，造成业绩基数较高。推进产品结构升级，加强品牌宣传。21H1公司以产品结构升级为导向，聚焦主力产品，率先研发具有独特风味的青岛啤酒“百年之旅、琥珀拉格”等系列艺术酿造产品，通过高品质的差异化产品组合引领了中国啤酒行业超高端发展和结构升级。在国际市场，公司提前谋划调整布局，以快速反应不断提升市场销量和国际影响力，21H1海外市场销量同比+21.3%。公司继续积极推进实施“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略，目前已在全国布局二百余家“TSINGTAO1903青岛啤酒吧”，进一步打造啤酒沉浸式体验新高地，不断满足消费者个性化、场景化、便捷化、高端化等多层次需求。结合公司上半年业绩表现，我们上调此前盈利预测。预计21-23年公司实现收入为307.70/334.78/362.55亿元，同比+10.8%/+8.8%/+8.3%；实现归属上市公司净利润为28.30/31.75/35.05亿元，同比+28.5%/+12.2%/+10.4%，折合EPS为2.07/2.33/2.57元，对应PE为42/37/34倍。公司估值水平低于啤酒板块2021年50倍PE（wind一致预期，算数平均法），考虑到公司成长的确性和龙头地位，维持“推荐”评级。

3.3.2 重庆啤酒：21H1 营收同比高增，产品结构持续优化

21H1收入保持高速增长，处置损失及销售费用增加较多拖累表观利润表现。2021H1公司分别实现营收/归母净利润（重述后）71.39/6.22亿元，同比分别+27.51%/-3.34%；合Q2单季度实现营收/归母净利润（重述后）38.66/3.27亿元，同比分别+10.06%/-37.29%。收入端，公司啤酒主业收入在去年同期疫情相对低基数情况下实现高速增长；产品高端化持续推进，产品结构明显优化。利润端，公司高档产品收入同比高速增长，提升整体毛利率水平，但是21H1由于资产处置事宜造成0.03亿元亏损（去年同期为盈利1.21亿元）以及销售费用增加较多（同比+37.82%，显著高于收入增速）拖累利润表现。考虑20H1处置资产正损益1.21亿元（未扣所得税）为一次性损益，从20H1扣除这一损益后，21H1公司实际归母净利润增速与备考报表的+17%归母净利润增速相符。**并表完成后嘉士伯全面深化与公司合作，中长期业绩有望稳健增长。**重大资产重组完成后嘉士伯与公司合作将进一步内部化，直接影响包括：（1）2021年关联交易金额将明显下降；（2）嘉士伯增补在供应链及法律事务方面具有深厚背景的董事，强化对公司相关事务的管控。总体策略上，未来公司将通过市场调研等方式前瞻性地预测市场空间，并不断抢占、开拓新市场，同时兼顾经营效率；公司将持续推进国际品牌和本地品牌的高端化，从而保持业绩的稳定增长。预计21-23年公司实现收入123.90/130.48/138.73亿元，同比+13.2%/+5.3%/+6.3%；实现归母净利润12.06/13.18/14.58亿元，同比+12.0%/+9.2%/+10.6%，折合EPS为2.49/2.72/3.01元，对应PE为53/49/44倍。2021年啤酒板块整体预期估值为50倍，公司估值高于板块平均水平。我们认为公司未来业绩增速将有望快于可比公司平均水平，维持“推荐”评级。

3.3.3 燕京啤酒：产品结构优化进程提速，大单品战略效果持续显现

21H1收入实现两位数增长，产品结构升级态势显著。21H1公司实现收入63.17亿元，同比+13.51%，其中啤酒主业实现收入60.14亿元，同比+16.14%；实现啤酒销量213.16万千升，同比+1.65%。21H1公司ASP为2821元/千升，同比大增14.26%，推动公司主业收入增速显著高于销量增速。公司21H1中高档产品实现收入37.10亿元，同比+29.88%；普通产品

实现收入23.03亿元，同比-0.78%，U8、纯生、V10等高端产品推广力度显著加大，公司产品结构升级动作取得显著成效。尤其是公司核心大单品U8上半年如期实现半年任务，预计全年任务完成无虞，将成为持续推动公司产品结构升级的核心力量。**销售改革持续推进，大单品战略效果逐渐显现。**公司去年成立北京、京北、冀南、西北和东北五个区域销售公司，开启销售端改革。市场端，区域销售公司防止部分子公司追求销量窜货，影响其他市场价盘稳定；生产端，实施产销分离政策，将生产任务集中到优质厂，提高产能利用率同时提升生产规模效应，提升利润水平。管理端，总部借助区域销售公司加大对区域内子公司的管理把控，确保总部战略及时传达并加快落地执行。以核心大单品燕京U8为例，区域销售公司把控基地与外埠市场推广节奏一致、推广活动相互呼应，提高推广效率，并形成合力以强化推广效果。配合销售体制改革，大单品战略正向效果正在快速显现。此外，公司下半年将配合V10、新雪鹿等未来大单品积极开展营销活动，中高端产品矩阵收入规模扩大预计未来将有效激发公司未来潜在盈利能力。预计21-23年公司实现营业收入123.63/131.05/138.25亿元，同比+13.1%/+6.0%/+5.5%；实现归母净利润为4.02/5.11/5.98亿元，同比+104.1%/+27.1%/+17.0%，折合EPS为0.14/0.18/0.21元，对应PE为44/37/32倍。公司估值略低于中信啤酒板块2021年50倍PE的算术平均水平（盈利对应Wind一致预期），维持“推荐”评级。

3.3.4 珠江啤酒：收入增速稳健，销量增长及结构优化助力利润高增

收入增速稳健，销量增长及产品高端化助力利润同比高增。2021H1公司实现营收/归母净利润22.18/3.11亿元，同比分别+10.51%/+26.30%；合Q2单季度实现营收/归母净利润14.45/2.41亿元，同比分别-0.62%/+6.67%。收入端，21Q1受去年同期低基数及政府号召就地过年导致春节期间需求上升影响，收入同比大幅增长；21Q2旺季动销顺利，收入与去年同期基本持平。利润端，公司按照“3+N”的品牌战略，明确“雪堡、纯生、珠江+特色”品牌组合，持续优化产品结构，21H1中高端产品销量占比高达90%，推动利润端增速大幅高于收入端。**优化营销业务结构，拓宽产业合作边界。**优化营销业务结构方面，21H1公司着重加大餐饮渠道开拓力度，开展“陪你过牛年”“致敬最美劳动者”“小龙虾节”等主题推广活动，餐饮销量及占比同比提升。公司加大线上渠道布局，推进“平台旗舰店+微商城+网络商城合作”电商运营模式，与京东达成战略合作；并探索“新店商”模式，深化线上线下融合，打造社区精酿门店4家。拓宽产业合作边界方面，公司与五粮液集团开展战略合作，聚焦广东、海南市场，丰富企业酒类产品线，以白酒销售业务为辅提升企业经济效益、品牌美誉。公司强化“啤酒+音乐”“啤酒+体育”“啤酒+美食”品牌宣传矩阵，与网易云音乐平台达成战略合作，以音乐乐评、IP授权、联名上罐等，创新品牌传播方式，线上曝光7000万人次；冠名2021广东省男子篮球联赛，助力中国篮球事业发展；联动中国邮政、陶陶居、广州博物馆等推出联名产品，提升品牌联动效应。预计2021-2023年公司实现收入46.46/48.83/51.81亿元，同比+9.3%/+5.1%/+6.1%；预计2021-2023年公司归母净利润为6.73/7.44/8.07亿元，同比+18.3%/+10.5%/+8.5%，按照最新股本对应EPS为0.30/0.34/0.36元，目前股价对应PE为30/27/25倍。目前公司估值低于啤酒板块2021年50倍整体估值水平（算术平均法），产品结构升级持续推进，中长期成长性良好，综上，维持

“推荐”评级。

3.3.5 惠泉啤酒：21H1 销量表现平稳，吨价及盈利能力持续改善

21H1销量表现平稳，省内市场延续改善趋势。从收入及利润表现看，21H1公司实现收入3.17亿元，同比-1.15%；折合21Q2实现收入1.96亿元，同比-7.22%。21H1实现归母净利润1161万元，同比+30.08%，实现扣非归母净利润765万元，同比+1.01%，折合21Q2实现归母净利润1558万元，同比-2.66%。从销量看，21H1公司啤酒销量11.23万千升，同比-3.8%，表现不及21H1全国规上企业啤酒产量增速（同比+10.23%），主要系全国规上企业产量低基数效应更加明显。公司21H1啤酒产量较19H1增长2.9%，而同期全国规上企业产量较19H1减少0.3%，公司表现仍好于行业。疫情后公司加强基地市场精耕，着力强化餐饮渠道建设和维护，在泉州、宁德、三明及江西等核心市场地位明显提升，市场份额持续增长。从吨价看，21H1啤酒销售吨价为2779元/千升，较20H1提升2.7%，产品结构改善趋势延续。从销售区域看，福建省内/省外分别实现收入2.43/0.71亿元，分别同比+2.14%/-11.04%，省内市场延续了去年以来的持续改善趋势，但省外市场则表现欠佳。预计2021-2023年收入为7.07/7.68/8.18亿元，同比+15.1%/+8.6%/+6.6%；归母净利润为0.40/0.49/0.55亿元，同比+39.1%/+23.0%/+12.1%，折合EPS为0.16/0.20/0.22元，对应PE为52/42/38倍。公司估值水平高于啤酒板块2021年50倍PE（wind一致预期，算数平均法）。我们看好公司未来经营状况持续改善，维持“推荐”评级。

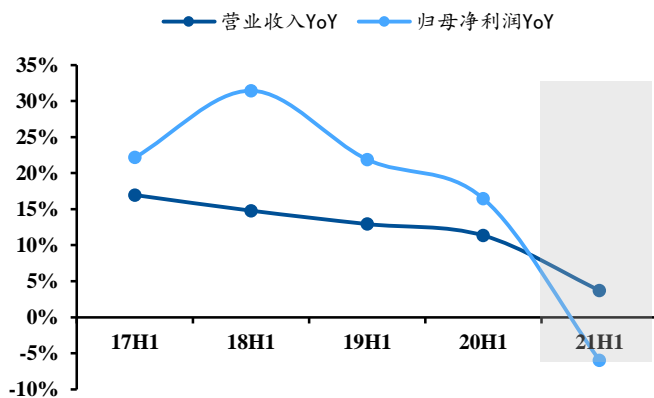
4 调味品：21H1 行业短期承压，21H2 有望环比改善

4.1 经营回顾：需求疲弱叠加成本压力，21H1 业绩短期承压

21H1 收入端增速放缓，利润端短期承压。21H1 行业实现收入 200 亿元，同比+3.7%，较 19H1 增加 15.5%，连续 2 年复合增速为 7.5%；21H1 实现归母净利润 43 亿元，同比-6.0%，较 19H1 增加 9.5%，连续 2 年复合增速为 4.6%，利润端显著承压。总体看，21Q1 受益于低基数效应与春节延迟备货，叠加上游成本压力未及时传导至下游，因此收入与利润均实现较高增长，但 21Q2 在需求疲弱的冲击下，渠道库存高企叠加社区团购冲击价格体系，行业出现系统性收入下滑，同时大豆等成本压力与企业高费用投放对利润端造成压力，最终导致板块业绩出现较大幅度下降。

需求疲软叠加成本压力，21Q2 收入与利润均有明显承压。从收入端来看，21Q2 行业实现收入 93 亿元，同比-12.9%，较 19Q2 增加 8.7%，连续 2 年复合增速为 4.3%，单季度收入增速明显放缓，主要系：1) 行业竞争加剧、需求疲弱；2) 社区团购分流需求且冲击渠道价格体系；3) 部分公司主动去渠道库存；4) 去年疫情居家消费旺盛或渠道补库存致基数偏高。从利润端来看，21Q2 实现归母净利润 18 亿元，同比-29.2%，较 19Q2 减少 10.3%，连续 2 年复合增速为-5.3%，明显低于收入端增速，主要系成本压力叠加各企业加大费用投放力度导致盈利能力短期承压。

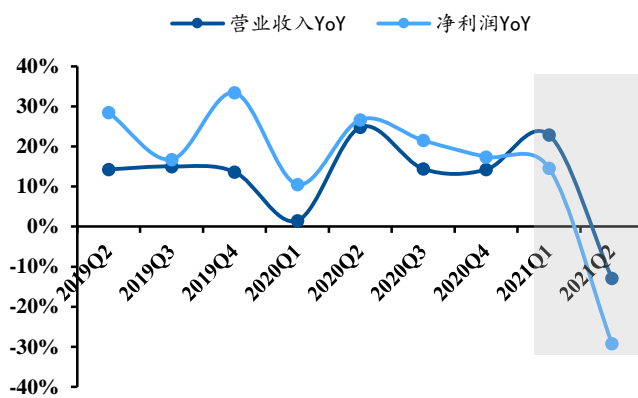
图 17：调味品板块半年度收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：剔除金龙鱼、仲景食品、日辰股份对可比口径的影响

图 18：调味品板块单季度收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：剔除金龙鱼、仲景食品、日辰股份对可比口径的影响

表 8：21H1 调味品公司收入、归母净利润情况

公司	21H1 营收 (亿元)	YOY	20H1 营收 (亿元)	21H1 净利润 (亿元)	YOY	20H1 净利润 (亿元)
金龙鱼	1032.3	18.7%	869.7	29.7	-1.2%	30.1
海天味业	123.3	6.4%	115.9	33.5	3.1%	32.5
中炬高新	23.2	-9.3%	25.5	2.8	-38.5%	4.6
涪陵榨菜	13.5	12.5%	12.0	3.8	-7.0%	4.0
恒顺醋业	10.4	8.6%	9.5	1.3	-14.6%	1.5

天味食品	10.2	10.6%	9.2	0.8	-62.1%	2.0
千禾味业	8.9	10.8%	8.0	0.7	-58.1%	1.6
莲花健康	8.5	8.7%	7.8	0.3	-8.2%	0.3
ST 加加	8.4	-27.2%	11.6	0.2	-82.2%	1.1
仲景食品	3.9	12.3%	3.5	0.7	7.1%	0.6
安记食品	2.5	42.9%	1.8	0.3	12.6%	0.2
佳隆股份	1.5	85.9%	0.8	0.2	245.6%	-0.1
日辰股份	1.5	35.8%	1.1	0.3	-5.3%	0.4

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 9：21Q2 调味品公司收入、归母净利润情况

公司	21Q2 营收 (亿元)	YOY	20Q2 营收 (亿元)	21Q2 净利润 (亿元)	YOY	20Q2 净利润 (亿元)
金龙鱼	521.5	10.8%	470.6	14.0	-21.9%	17.9
海天味业	51.7	-9.4%	57.1	14.0	-14.7%	16.4
中炬高新	10.5	-24.9%	14.0	1.0	-57.9%	2.5
涪陵榨菜	6.4	-10.8%	7.1	1.7	-27.6%	2.4
恒顺醋业	5.2	6.3%	4.9	0.5	-33.8%	0.7
天味食品	4.9	-15.4%	5.8	0.0	-103.7%	1.2
千禾味业	4.1	-7.2%	4.4	0.3	-70.1%	0.9
莲花健康	4.4	-10.4%	4.9	0.2	-6.2%	0.2
ST 加加	3.3	-50.0%	6.6	-0.2	-142.8%	0.6
仲景食品	1.9	0.1%	1.9	0.3	-19.8%	0.4
安记食品	1.2	22.9%	1.0	0.1	1.2%	0.1
佳隆股份	0.9	79.2%	0.5	0.2	1243.6%	0.0
日辰股份	0.8	23.9%	0.6	0.2	-8.8%	0.2

资料来源：Wind，民生证券研究院

4.2 行业分析：四周期因子视角下，22H1 有望迎来拐点

基于四周期因子框架分析，我们认为行业有望于 22H1 迎来真正的拐点，主要逻辑在于若 21H2 随着疫苗接种率提升和人均收入恢复，终端需求有望渐进式修复，同时主要企业加大费用投放帮助去化渠道库存，叠加 2022 年初成本压力驱动提价，行业有望再次于 22H1 实现四周期因子共振，迎来真正的基本面拐点，具体如下：

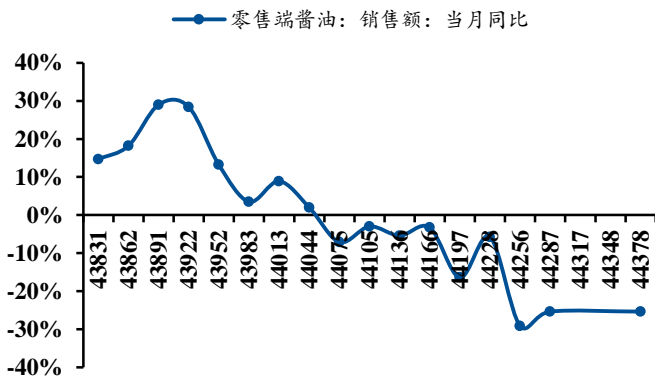
4.2.1 宏观需求周期

我们认为 21H1 行业需求修复较慢主要为 3 个因素：(1) 疫情防控常态化背景下居民生活半径收缩；(2) 结构性收入效应的影响，限额以下消费、乡村消费恢复程度偏低；(3) 疫情带来短期预防性储蓄倾向上升。

展望下半年，我们认为需求有较大修复空间但也存在约束因素，预计 21H2 仍是温和复苏路径。积极因素在于：疫苗接种率提升；限额以下消费、乡村消费处于改善趋势；预防性储蓄继续下降。约束因素在于：海外疫情仍然严重，生活半径等影响仍较为直接，餐

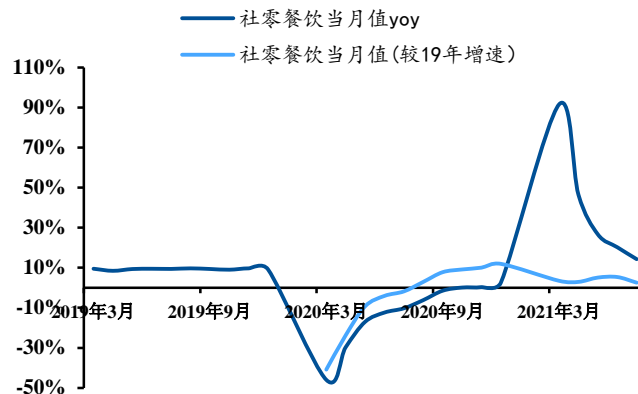
饮与旅游端需求仍然是渐进式修复。

图 19：21Q2 商超端销售显著承压



资料来源：全国连锁店超市信息网，民生证券研究院

图 20：2021 年 7 月社零餐饮恢复不及预期

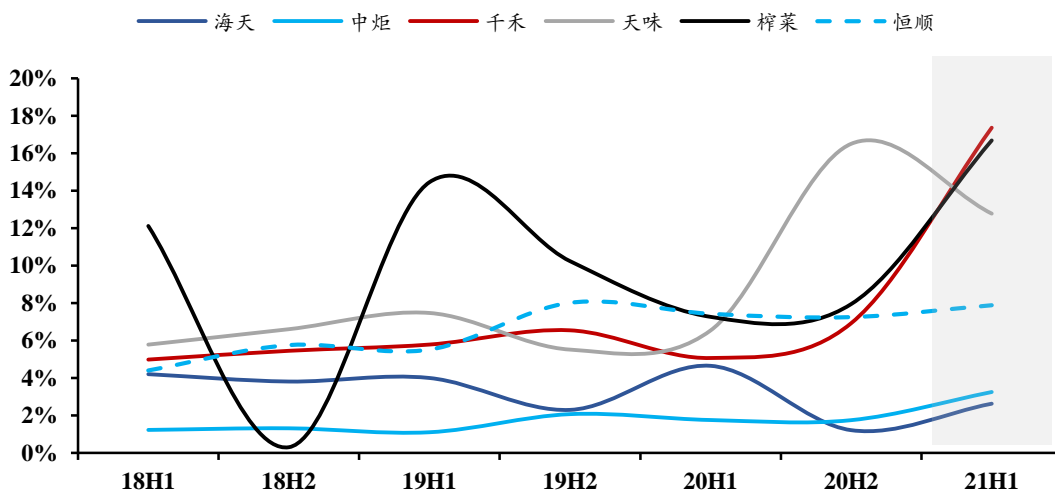


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

4.2.2 费用周期

21H1 主要企业均加大费用投放力度，中炬、千禾、榨菜、天味等尤为明显，一方面大幅增加线上广告投放，另一方面对渠道也予以更多费用支持。21H1 海天虽然整体费用同比缩减，但仍然加大了线下渠道费用投入。我们预计 21H2 上述公司将延续费用高举态势，尤其会加大对线下渠道的支持以帮助去化库存与提振动销。

图 21：调味品主要企业费用率（广告费+促销费）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

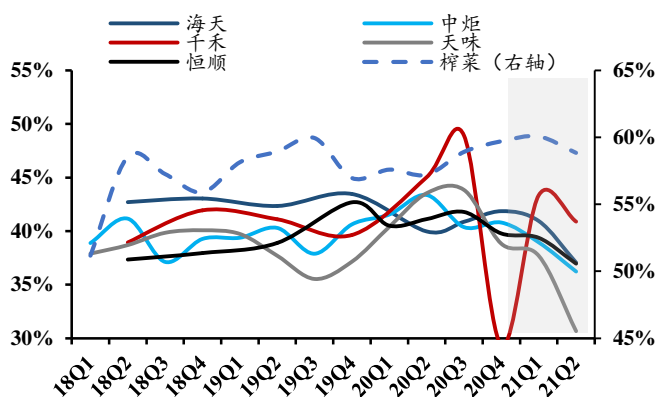
4.2.3 库存周期

从渠道库存水平来看，虽然中炬、千禾、天味在 21Q2 已经降至历史较低水平，但海天的渠道库存整体仍处于历史高位，给行业整体造成了较大的压力。我们预计 21H2 海天或在需求恢复+加大费用投放的背景逐步开展去渠道库存的工作。类似于 2016 年主动放弃股权激励目标，海天因为 21H1 未能完成任务，则 21H2 极有可能主动放弃全年任务，通过降速出货来去化渠道库存，为来年年业绩增长奠定良好基础。

4.2.4 提价周期

21Q2 行业面临大豆与包材成本压力，毛利率显著承压（剔除运费调整因素）。我们认为 21H2 大豆成本压力仍然将会存在，主要逻辑在于二季度美国、巴西干旱严重，因此下半年大豆供给缺口仍然较大。除成本压力之外，如果下半年渠道库存降低、需求逐渐向好，那么在 2021 年底或 2022 年初迎来系统性提价的可能性较大。

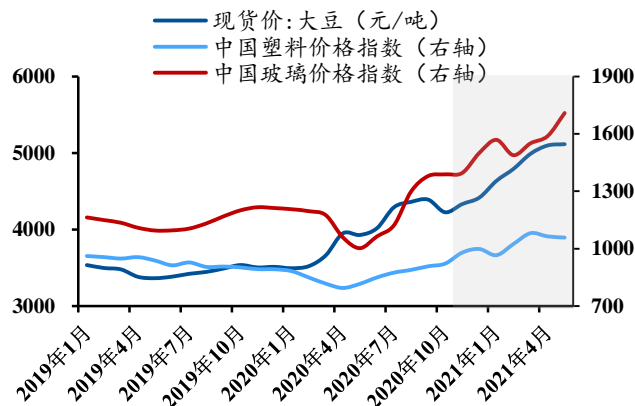
图 22：调味品企业毛利率压力在 21Q2 凸显



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：海天、千禾、恒顺毛利率剔除了运费调整的影响

图 23：大豆与包材价格持续处于历史高位



资料来源：Wind，民生证券研究院

4.3 投资建议：行业短期显著承压，关注业绩率先修复的企业

4.3.1 海天味业：预计 21H2 环比改善，品类与渠道扩张打开长期空间

展望下半年，收入端：预计 C 端基数压力缓解以及餐饮端稳健修复，需求的改善是提振基本面的核心因素，同时公司持续推进渠道下沉与裂变，三大品类稳健增长叠加复合调味料等新品放量，预计下半年环比二季度有望改善。**利润端：**虽然公司此前公告不提价，但我们认为公司作为行业龙头拥有领先的规模优势与管理能力，仍可通过执行减搭赠、降费用等间接提价措施，以及加强精益生产来对冲成本压力，最终推动 21H2 净利率边际回升。**长期看，品类与渠道扩张打开长期成长空间。****品类扩张：**持续聚焦酱油、蚝油、调味酱三大核心品类，同时加快食醋、料酒（6~8 月公告在广东、浙江成立食醋子公司）、腐乳、醋、芝麻油（并购安徽燕庄）、复合调料等新品类的培育研发，此外逐步向厨房食品平台型公司扩张，目前已涉及食用油、大米等品类。**渠道扩张：**公司未来将继续推进渠道下沉裂变，通过销售人员及经销商数量的扩张实现对镇村渠道的深入开发。预计 2021-2023 年公司实现营收 251.17/291.60/336.51 亿元，同比+10.2%/16.1%/15.4%；实现归母公司净利润 67.45/81.25/94.66 亿元，同比+5.3%/20.5%/16.5%，折合 EPS 为 1.60 /1.93/2.25 元，对应 PE 为 56/47/40X。公司 2021 年估值高于调味品行业平均估值约为 41X（算数平均法，wind 一致预期）。考虑到公司在产能、产品及渠道方面三管齐下，预计未来公司业绩增速将快于行业平均水平，维持“推荐”评级。

4.3.2 中炬高新：治理优化+需求持续复苏+轻库存操作，下半年有望环比改善

我们预计公司下半年业绩有望出现环比改善：1) 治理优化，今年4月张卫华重新担任公司副总经理，有望在营销端为美味鲜公司赋能，此外公司股权激励方案通过，年内有望落地，将有效绑定管理层与核心业务人员利益；2) 需求有望环比复苏，预计下半年C端基数压力缓解以及餐饮端稳健修复，需求的改善是提振基本面的核心因素；3) 低库存操作，目前公司渠道库存低于历史平均水平，为下半年健康增长奠定良好基础。**中长期看，产能+产品+渠道+营销多重并举，稳步迈向“双百目标”**：1) 产能端，2021年3月中山技改扩产项目顺利开工，预计22H2正式投产，将为公司长期发展提供产能基础保障；2) 产品端，上半年公司推出5款复合调料，将利用现有渠道实现收入初步放量；3) 渠道端，公司将持续推进下沉及裂变，进一步加快空白市场开发，计划2021年经销商数量达到1700家（比2020年末增加20%）。预计2021-2023年公司实现收入52.31/69.95/80.54亿元，同比+2.1%/+33.7%/+15.1%；实现归母净利润8.06/11.29/13.35亿元，同比-9.4%/+40.0%/+18.3%，折合EPS为1.01/1.42/1.68元，目前股价对应PE为32/23/19X。公司估值低于调味品行业2021年平均估值41X（Wind一致预期，算数平均法）。考虑到公司内部改革、营销、渠道、产能齐发力，维持“推荐”评级。

4.3.3 涪陵榨菜：上半年业绩短期承压，中长期成长逻辑仍清晰

(1) 短期看，预计行业需求渐进式复苏，下半年收入端表现或好于二季度。预计下半年零售端基数压力将化解，同时餐饮渠道渐进式复苏（6月社零餐饮数据已恢复至2019年同期水平），有利于拉动终端动销，帮助渠道去化库存。**利润端**：成本方面，2021年初青菜头收购价格持续走高，我们认为成本压力在三季度仍将有所体现，但公司可通过调整产品结构、提价等方式予以对冲；费用方面，公司年初以来加大品牌宣传费用投放力度，预计下半年费用率仍保持较高水平。**(2) 中长期看，渠道下沉**：公司在低线城市与众多区域仍有较多空白市场，未来仍将持续推进渠道下沉贡献收入增量；此外，公司渠道原以C端为主，现正大力拓展餐饮渠道，长期看好B端放量。**品类扩张**：公司于19H2起推进“乌江”主品牌取代“惠通”品牌，随着泡菜产品逐渐在乌江渠道中铺开，未来有望摆脱增长瓶颈。**加码产能**：公司去年发布股票增发计划，募集资金用于建设40.7万吨原料窖池、20万吨榨菜生产车间与配套设施，将为渠道下沉提供有力支撑。预计2021-2023年公司营收为29.44/36.21/41.68亿元，同比+29.5%/23.0%/15.1%；归母净利润为8.62/11.29/13.66亿元，同比+10.9%/31.0%/21.0%；EPS为0.97/1.27/1.54元，对应PE为28/21/17X。公司估值低于调味品行业2021年平均估值41X（Wind一致预期，算数平均法），维持“推荐”评级。

4.3.4 恒顺醋业：主业稳健增长，渠道下沉持续推进

短期看，(1) 管理变革加快落地：公司5月开展回购计划，主要用于股权激励，充分体现本轮变革正处于深化阶段，已从营销体制层面传导至管理层面，有利于长期管理效能的释放。此外，公司5月进行董事会换届选举，其中董事尹总曾在联合利华、卡夫有二十余年工作经验，对品牌打造、市场营销有着深刻的认知，有望推动本轮变革更好地落地执行。此外，公司二季度经销商数量显著增加以及6月开始冠名《非诚勿扰》，预计下

半年对收入端或有提振作用。(2) 下半年负面因素弱化：预计零售端基数压力缓解以及餐饮端稳健修复，需求的环比改善将是提振基本面的核心因素，社区团购对公司部分产品的价格冲击难以长期持续，此外随着其他业务资产处置接近尾声，非经常性损益对利润的扰动将逐渐弱化。中长期看，(1) 营销改革：公司 2020 年 7 月对销售总监进行调整，2020 年 8 月三大战区拆分为八大战区，同时对销售人员提薪，未来公司将继续挖掘外埠市场潜力，预计 2022-2023 年将进入改革红利持续释放阶段。(2) 产能扩张：目前 10 万吨香醋、10 万吨料酒黄酒扩产项目正持续推进，预计 2022 年能投入使用，同时复合调味品产能也在规划之中，将有力支撑公司全国化扩张之路。预计 2021-2023 年公司实现营收为 22.57/25.94/29.91 亿元，同比+12.0%/15.0%/15.3%；实现归母净利润为 3.25/3.98/4.76 亿元，同比+3.2%/22.4%/19.8%，折合 EPS 为 0.32/0.40/0.47 元，对应 PE 为 44/36/30X。公司估值高于调味品行业 2021 年平均估值 41X (Wind 一致预期，算数平均法)，考虑到公司变革系列举措有望推动未来业绩持续提速，维持“推荐”评级。

4.3.5 千禾味业：需求持续修复叠加库存去化，21H2 业绩有望环比改善

展望下半年，我们预计公司将迎来基本面的环比改善，主要得益于：(1) 下半年零售端基数压力缓解以及餐饮端稳健修复，需求的环比改善将是提振基本面的核心因素；(2) 社区团购价格战难以长期持续；(3) 二季度公司去化库存动作取得良好效果，为下半年健康增长奠定良好基础；(4) 广告费用投放主要集中在上半年，下半年费用端压力有望缓解；(5) 20Q4 公司计提较多资产减值，因此 21Q4 公司业绩基数偏低。中长期看，产能扩张+渠道下沉+品类扩张，公司成长空间仍较为广阔。(1) 产能加码：公司 2020 年 11 月将原 36 万吨调味品产线上调至 60 万吨 (50 万吨酿造酱油+10 万吨料酒)，2024 年底调味品整体产能规模将达到 115 万吨，为渠道及品类扩张奠定坚实基础；(2) 渠道下沉：一方面继续开拓华北、华东等发达地区，另一方面布局潜力市场，2021 年还将积极探索社区店等新模式；(3) 品类扩张：公司 2019 年收购镇江恒康香醋，2020 年梳理恒康品牌与渠道，解决历史遗留问题，为长期食醋业务发展夯实品牌与渠道基础。预计 2021-2023 年公司营收为 20.10/24.52/28.61 亿元，同比+18.7%/22.0%/16.7%；归母净利润为 2.11/3.60/4.47 亿元，同比+2.7%/70.5%/24.1%，对应 EPS 为 0.26/0.45/0.56 元，目前股价对应 PE 为 65/38/31X。公司估值高于调味品行业 2021 年平均估值 41X (Wind 一致预期，算数平均法)，考虑到公司产能、渠道与品类等多维扩张保障成长性，维持“推荐”评级。

4.3.6 天味食品：短期业绩承压，渠道下沉持续推进

展望下半年，预计公司业绩有望环比改善：(1) 需求持续复苏：新增经销商放量及渠道持续下沉，叠加 C 端基数压力缓解以及餐饮端稳健修复，需求的改善是提振基本面的核心因素；(2) 低库存操作：二季度公司去化库存动作取得良好效果，为下半年健康增长奠定良好基础；(3) 成本压力：预计 21H2 食用油与包材等价格仍处于相对高位，但公司仍可通过锁价加以缓解；(4) 费用理性投放：预计 21H2 公司将平衡销售费用投放力度以对冲部分成本压力。总体看，我们认为 2021 年公司盈利相对承压，呈现“前低后高”的态势，但行业处于“跑马圈地”阶段，更应关注收入规模与市占率的提升。预计 2021-2023 年公司实现营收 29.51/38.54/48.29 亿元，同比+24.8%/+30.6%/+25.3%；实现归母净利润 3.75/5.24/6.32 亿元，同比+3.0%/+39.5%/+20.6%，折合 EPS 为 0.50/0.69/0.84 元，对应

PE 为 43/30/25X。公司估值高于调味品行业 2021 年平均估值 41X（Wind 一致预期，算数平均法），考虑到复合调味品行业高增以及公司成长性良好，维持“推荐”评级。

4.3.7 日辰股份：需求持续复苏+内部机制改善，未来外部扩张有望提速

短期看，（1）需求持续复苏：2020 年疫情导致公司扩张难度较大，我们预计 21H2 餐饮需求持续稳健复苏以及 C 端高基数压力化解，将为公司积极拓展业务创造良好环境；

（2）内部机制优化：公司去年一方面对销售人员提薪并引进较多营销与技术人才（包括欣和大区总监负责公司 C 端业务），另一方面上线 SAP 系统提升内部效率，将有效支撑外部快速扩张；（3）外部扩张提速：伴随内部机制改善，公司去年开始建设上海运营中心和嘉兴子公司，同时今年 5 月与呷哺呷哺合作设立子公司，我们认为区域深耕与餐饮产业链延长助力业绩加速增长。中长期看，我们认为餐饮连锁化和外卖占比提升符合长期发展趋势，餐饮企业定制化、标准化需求将不断增加，公司有望充分享受行业景气红利。预计 2020-2023 年公司实现营收 3.64/4.74/6.18 亿元，同比+38.3%/+30.2%/+30.5%；实现归母净利润 0.94/1.22/1.60 亿元，同比+15.2%/+30.3%/+31.4%，对应 EPS 为 0.95/1.24/1.63 元，目前股价对应 PE 为 41/32/24X。公司估值接近调味品行业 2021 年平均估值 41X（Wind 一致预期，算数平均法），考虑到公司长期成长空间广阔，未来业绩弹性仍在，维持“推荐”评级。

4.3.8 金龙鱼：主业营收稳健增长，成本上行及套保亏损拖累利润

2021H1 公司实现营收/归母净利润 1032.30/29.70 亿元，同比分别+18.69%/-1.24%；合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 521.48/14.00 亿元，同比分别+10.82%/-21.85%。收入端，公司主业收入稳步增长，厨房食品业务、饲料原料及油脂业务收入同比均实现双位数增长。利润端，公司归母净利润同比下滑，主要原因是（1）受原材料价格上涨影响，主业成本上行压力较为明显；（2）衍生金融工具损益变动造成投资收益为-18.77 亿元，对利润冲击明显；（3）21H1 公司实际所得税率较高，主要由于不同子公司的税率差异，部分高税率公司盈利较好，部分低税率公司亏损；（4）21H1 部分合资公司利润较好，归属于少数股东的损益有所增加。预计 21-23 年公司实现营业收入 2176/2481/2792 亿元，同比+11.7%/+14.0%/+12.6%；实现归属上市公司净利润 72.85/85.38/98.44 亿元，同比+21.4%/+17.2%/+15.3%，对应 EPS 为 1.34/1.57/1.82 元，对应 PE 分别为 51/43/37 X。公司估值高于调味品行业 2021 年平均估值 41X（Wind 一致预期，算数平均法），考虑到公司行业头部地位稳固，稳健成长的确定性高，维持“推荐”评级。

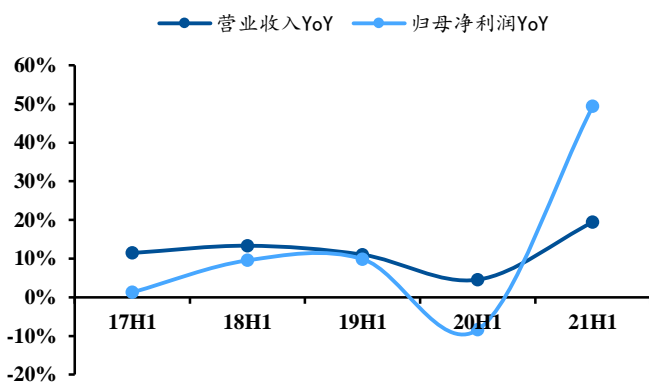
5 乳制品：21H1 行业竞争趋缓，21H2 盈利持续改善

5.1 经营回顾：21Q1 业绩释放高弹性，21Q2 竞争趋缓逻辑兑现

21H1 收入较快增长，盈利显著改善。21H1 乳制品行业实现收入 829 亿元，同比+19.4%，较 19H1 增加 24.9%，连续 2 年复合增速为 11.7%；21H1 实现归母净利润 62 亿元，同比+49.4%，较 19H1 增加 36.8%，连续 2 年复合增速为 17.0%。总体看，21H1 受益于低基数效应叠加春节备货延迟，收入端实现高增长，同时主要乳企提价与减弱促销，推动盈利端显著改善。

21Q2 收入稳健增长，毛销差相对可控。从收入端来看，乳制品行业 21Q2 实现收入 452 亿元，同比+10.1%，较 19Q2 增长 30.7%，连续 2 年复合增速为 14.3%，二季度业绩增速环比回落，主要系去年同期渠道补库存导致基数偏高，实际上较 19 年同期仍实现较高增长。从利润端来看，21Q2 实现归母净利润 31 亿元，同比-1.2%，较 19Q2 增长 56.9%，连续 2 年复合增速为 25.3%，原奶成本压力在二季度凸显，但主要企业仍通过优化产品结构与缩减费用对冲了部分成本压力，最终毛销差降幅相对可控。

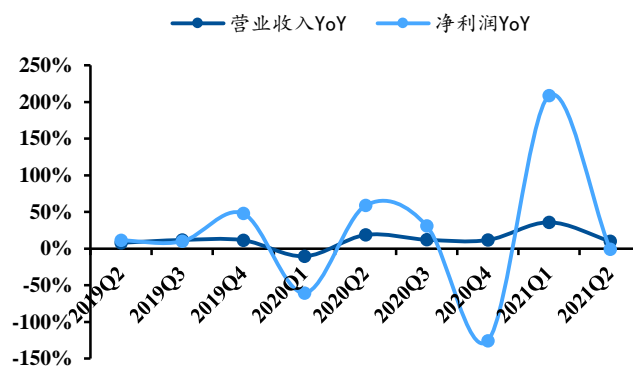
图 24：乳制品板块年度收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：剔除一鸣食品、新乳业对可比口径的影响

图 25：乳制品板块单季度收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：剔除一鸣食品对可比口径的影响

表 10：21H1 乳制品公司收入、归母净利润情况

公司	21H1 营收 (亿元)	YOY	20H1 营收 (亿元)	21H1 净利润 (亿元)	YOY	20H1 净利润 (亿元)
伊利股份	565.1	18.9%	475.3	53.2	42.5%	37.4
光明乳业	142.6	17.4%	121.5	2.6	-15.3%	3.1
新乳业	43.2	68.8%	25.6	1.5	90.6%	0.8
三元股份	40.0	17.6%	34.0	1.5	244.0%	-1.0
妙可蓝多	20.7	90.8%	10.8	1.1	247.1%	0.3
皇氏集团	13.1	28.9%	10.1	0.1	1232.1%	0.0
贝因美	11.2	-24.6%	14.9	0.3	-21.8%	0.4
一鸣食品	11.0	37.8%	8.0	0.6	4.2%	0.6
天润乳业	10.6	19.5%	8.8	0.8	1.3%	0.8
燕塘乳业	9.5	34.9%	7.0	1.1	85.4%	0.6
*ST 麦趣	4.8	17.2%	4.1	0.1	23.2%	0.1

庄园牧场	4.8	48.0%	3.2	0.2	1257.1%	0.0
熊猫乳品	3.9	65.5%	2.4	0.4	222.4%	0.1
ST 科迪	2.7	44.8%	1.9	0.1	113.9%	-0.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 11: 21Q2 乳制品公司收入、归母净利润情况

公司	21Q2 营收 (亿元)	YOY	20Q2 营收 (亿元)	21Q2 净利润 (亿元)	YOY	20Q2 净利润 (亿元)
伊利股份	291.4	8.4%	268.8	24.9	-3.9%	25.9
光明乳业	72.8	3.8%	70.1	1.6	-30.0%	2.3
新乳业	23.0	53.4%	15.0	1.2	13.4%	1.0
三元股份	21.3	13.2%	18.9	1.0	482.3%	0.2
妙可蓝多	11.2	62.2%	6.9	0.8	261.6%	0.2
皇氏集团	7.1	6.2%	6.6	0.1	-88.1%	0.5
贝因美	5.5	-28.3%	7.7	0.2	-36.6%	0.3
一鸣食品	6.1	18.1%	5.1	0.5	-25.8%	0.7
天润乳业	5.9	10.7%	5.4	0.5	-20.9%	0.6
燕塘乳业	5.5	23.7%	4.4	0.8	30.5%	0.6
*ST 麦趣	2.6	13.0%	2.3	0.1	6.5%	0.1
庄园牧场	2.5	33.9%	1.8	0.0	-75.1%	0.1
熊猫乳品	1.9	34.2%	1.4	0.2	100.7%	0.1
ST 科迪	1.5	18.6%	1.3	0.0	124.7%	-0.1

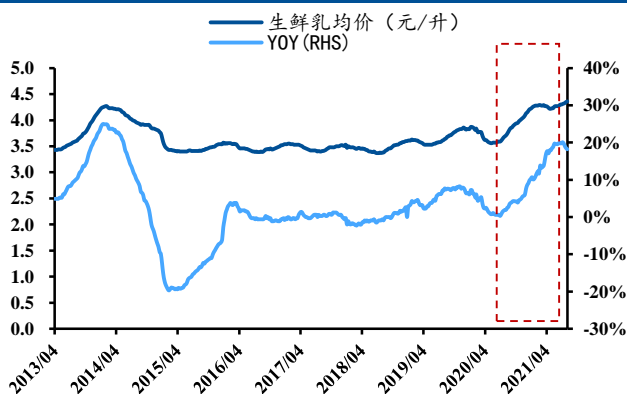
资料来源: Wind, 民生证券研究院

5.2 行业分析: 需求景气+竞争趋缓, 21H2 盈利有望持续改善

展望下半年, 我们认为在疫情相对得控假设下, 从上游来看, 原奶价格仍将处于相对高位; 同时企业近年加大奶源布局及建设, 持续提升奶源自控比例, 将进一步减少抢奶情况, 保证供给及生产稳定, 稳定采购成本并有效减少缺货情况。

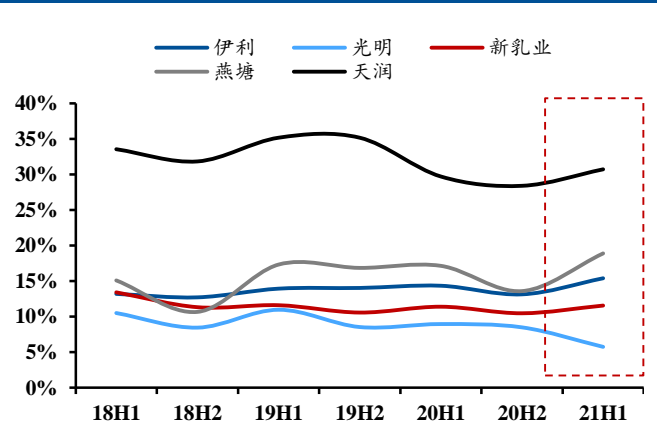
从下游来看, 预计高端产品线将维持年初以来的较快增长态势, 在价方面对冲对上游原奶采购压力; 中低端产品竞争态势也将持续放缓, 主要乳企维持缩减费用投放的趋势, 因此行业竞争趋缓的逻辑将在 2021 年下半年持续兑现, 最终带来盈利端的逐步改善。

图 26: 21Q2 原奶价格处于历史高位



资料来源: 农业农村部, 民生证券研究院

图 27: 乳制品企业 21H1 毛销差有所改善



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

5.3 投资建议：竞争趋缓逻辑持续兑现，建议关注盈利改善的企业

5.3.1 伊利股份：21H1 业绩表现优异，竞争优势依然稳固

2021H1 公司实现营收/归母净利润 565.06/53.22 亿元，同比分别+18.89%/+42.48%；合 Q2 实现营收/归母净利润 291.43/24.91 亿元，同比分别+8.43%/-3.91%。收入端，受益于疫情常态化后需求的快速复苏，Q1 收入保持高速增长；Q2 受去年同期业绩高基数效应影响，增速环比有所走低。利润端，21H1 毛销差同比小幅提升，助力利润端增速高于收入端。预计 2021-2023 年公司实现营业收入 1101/1245/1396 亿元，同比+13.6%/+13.1%/+12.1%；实现归母净利润 84.68/94.70/105.12 亿元，同比+19.6%/+11.8%/+11.0%。按照最新股本对应 EPS 为 1.39/1.56/1.73 元，目前股价对应 PE 为 26/23/21X。公司估值接近 2021 年乳制品行业平均水平约 26X（Wind 一致预期，算术平均法，扣除以非液态奶为主的公司），维持“推荐”评级。

5.3.2 新乳业：子公司相继发布战略规划，下半年聚焦内生高质量增长

展望下半年，随着并表红利短期消失，公司将更加关注内生增长的质量与效率，21Q2 夏进乳业与“一只酸奶牛”相继发布战略规划，均体现母公司将通过产业链、管理、渠道赋能实现子公司业绩提速增长。中长期看，内生持续增长+加快外延并购，泛全国化逻辑加快兑现。（1）内生增长：我们判断行业未来趋势为低温奶逐步替代常温奶，公司将凭借并购整合+多品牌战略+产品创新等多项优势享受行业发展红利；（2）外延并购：公司目前处于第三轮并购的加速期，我们判断公司未来更偏好收购具备优质奶源的企业，将催化新一轮投资机会，并且考虑到资产负债率偏高，不排除通过股权融资来解决并购资金的可能性。预计 2021-2023 年公司实现营收 87.01/110.33/138.13 亿元，同比+28.9%/+26.8%/+25.2%；实现归母净利润 3.71/4.76/6.05 亿元，同比+37.0%/28.2%/27.2%，按照最新总股本计算，EPS 为 0.43/0.55/0.70 元，目前股价对应 PE 为 35/27/21X。公司估值高于 2021 年乳制品行业平均水平约 26X（Wind 一致预期，算术平均法，扣除以非液态奶为主的公司）。考虑到公司内生增长及外延并购双轮驱动逻辑清晰，维持“推荐”评级。

5.3.3 燕塘乳业：21H1 主业积极扩张推动业绩高增

21H1 公司实现营收/归母净利润 9.48/1.11 亿元，同比分别+34.88%/+85.42%；合 21Q2 单季度实现营收/归母净利润 5.49/0.77 亿元，同比分别+23.69%/+30.52%。总体看，公司上半年坚持“精耕”与“开拓”并重，在做足终端延展、渠道下沉、市场渗透的同时，探索新型营销模式，不断扩大市场版图，推动公司业绩实现高速增长。预计 21-23 年公司实现收入 18.91/21.16/24.38 亿元，同比+15.5%/+11.9%/+15.2%；实现归母净利润 1.71/2.02/2.30 亿元，同比+62.9%/+18.0%/+13.9%，对应 EPS 为 1.09/1.28/1.46 元，对应 PE 为 25/21/19 倍。公司估值低于 2021 年乳制品行业平均水平约 26X（Wind 一致预期，算术平均法，扣除以非液态奶为主的公司），考虑到公司未来将持续秉持积极的市场扩张策略，维持“推荐”评级。

5.3.4 天润乳业：上游原奶+下游渠道同步发力，奠定远期成长确定性

上游原奶层面，公司目前拥有 16 个规模化牧场，存栏 3.12 万头，上半年供给优质

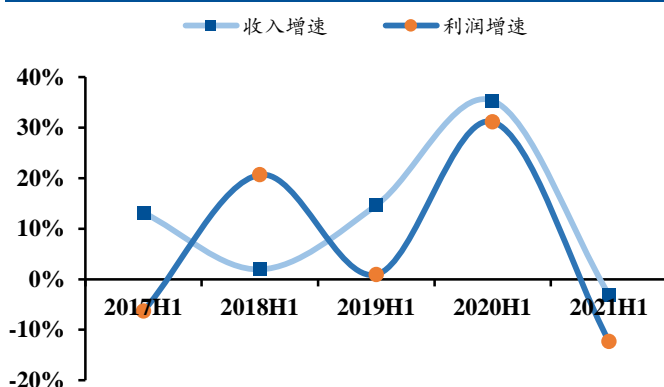
鲜奶 8.02 万吨，原奶自给率达 69%，为上市乳企中奶源自控比例最高。目前公司与兵团十二师 222 团合作建设的万头规模牧场、与巴楚县合作的 5000 头标准化牧场均已开工建设，建成后将进一步提高自有奶源比例，可充分保障原奶供应。但在公允采购原则下，成本仍难以有效平滑。据农业部数据，6 月末生鲜乳采购价达 4.3 元/kg，同比+20%。下游渠道层面，疆内唐王城 3 万吨生产线已投产运营，缓解产能瓶颈同时也推动南疆市场布局，支撑南疆发展战略。疆外集中力量拓展核心省份市场，聚焦政策倾斜与费用投放，推动疆外市场重回快速增长态势，疆外市场收入占比持续提升，疆外拓展积极有效。产品层面，常温白奶、奶啤持续快速发展，上半年增长超 40%；爱克林酸奶持续推新，上半年新推“吸葡萄了”口味，持续满足消费者更高需求；奶啤成立独立事业部后，在包装、营销等多方面发力，成长性逐渐验证。预计 2021-2023 年公司实现收入 20.60/23.71/27.34 亿元，同比 +16.6%/+15.1%/+15.3%；实现归母净利润 1.72/2.06/2.39 亿元，同比 +16.8%/+19.6%/+15.9%，EPS 分别为 0.64/0.77/0.89 元，对应 PE 为 19/16/14X，公司估值低于 2021 年乳制品行业平均水平约 26X（Wind 一致预期，算术平均法，扣除以非液态奶为主的公司），考虑到公司稳固的疆内市场地位以及产能加码、渠道拓张动作，维持“推荐”评级。

6 肉制品：猪价下行造成业绩同比下滑

6.1 经营回顾：猪价下行造成业绩增速同比滑坡明显

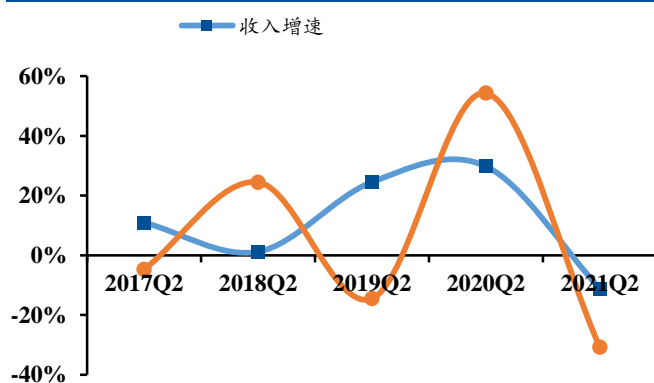
2021H1 年肉制品板块实现营收/归母净利润 660.22/33.75 亿元，同比分别-3.13%/-12.32%；合 21Q2 实现营收/归母净利润 305.78/13.80 亿元，同比分别-11.14%/-30.74%，业绩同比下滑明显。收入端，21H1 猪肉价格下滑明显，造成屠宰业务板块收入普遍下行。利润端，以双汇为代表的肉制品公司通过进口猪肉获得的成本优势逐渐消失，造成利润承压明显。

图 28：肉制品板块 21H1 收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 29：肉制品板块 21Q2 收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 12：2021H1 肉制品板块公司收入、利润情况

	21H1 营收 (亿元)	YoY	20H1 营收 (亿元)	21H1 净利润 (亿元)	YoY	20H1 净利润 (亿元)
双汇发展	349.10	-4.02%	363.73	25.37	-16.57%	30.41
上海梅林	128.32	-1.04%	129.67	3.09	-11.27%	3.48
龙大肉食	106.01	-8.61%	116.00	3.08	1.26%	3.04
华统股份	46.16	14.84%	40.19	1.51	100.22%	0.75
绝味食品	31.44	30.27%	24.13	5.02	82.91%	2.74
得利斯	16.04	-10.28%	17.87	0.22	126.93%	0.10
湘佳股份	13.95	41.13%	9.88	-0.05	-103.61%	1.40
煌上煌	14.07	3.09%	13.65	1.50	-4.84%	1.58
百洋股份	11.39	4.03%	10.95	-0.16	-296.61%	0.08
金字火腿	3.21	2.40%	3.14	0.65	0.99%	0.64

资料来源：wind，民生证券研究院

表 13：2021H1vs2019H1 肉制品板块公司收入、利润情况

	21H1 营收 (亿元)	vs19H1	19H1 营收 (亿元)	21H1 净利润 (亿元)	vs19H1	19H1 净利润 (亿元)
双汇发展	349.10	37.14%	254.55	25.37	6.53%	23.82
上海梅林	128.32	-0.29%	128.69	3.09	-1.33%	3.13
龙大肉食	106.01	73.84%	60.98	3.08	222.23%	0.96
华统股份	46.16	36.79%	33.74	1.51	102.61%	0.74
绝味食品	31.44	26.26%	24.90	5.02	26.60%	3.96
得利斯	16.04	43.90%	11.14	0.22	858.68%	0.02

湘佳股份	13.95	80.12%	7.74	-0.05	-107.74%	0.65
煌上煌	14.07	20.39%	11.69	1.50	6.82%	1.40
百洋股份	11.39	-14.31%	13.30	-0.16	-152.55%	0.30
金字火腿	3.21	155.68%	1.26	0.65	64.82%	0.39

资料来源：wind，民生证券研究院

表 14：21Q2 肉制品板块公司收入、利润情况

	21Q2 营收 (亿元)	YoY	20Q2 营收 (亿元)	21Q2 净利润 (亿元)	YoY	20Q2 净利润 (亿元)
双汇发展	165.92	-11.66%	187.82	10.96	-30.47%	15.76
上海梅林	60.72	-6.30%	64.80	1.35	-32.27%	2.00
龙大肉食	44.52	-21.69%	56.86	0.94	-41.94%	1.61
华统股份	19.78	4.87%	18.86	0.51	62.77%	0.31
绝味食品	16.38	21.60%	13.47	2.66	25.81%	2.11
得利斯	7.37	-7.19%	7.94	0.01	-112.61%	-0.10
湘佳股份	6.69	46.44%	4.57	-0.13	-142.24%	0.31
煌上煌	8.01	-2.82%	8.24	0.83	-10.43%	0.92
百洋股份	6.76	2.45%	6.60	-0.02	-110.38%	0.18
金字火腿	0.71	-42.05%	1.23	0.05	-70.11%	0.15

资料来源：wind，民生证券研究院

6.2 行业分析：猪肉价格见底后，肉制品企业业绩将缓慢复苏

21H1 随着生猪生产的快速恢复，猪肉价格下行明显，肉制品企业的屠宰业务板块及肉制品业务板块均受到较大的冲击。屠宰板块方面，营业收入随猪肉价格下行下滑明显，但是未来随着生猪出栏量的提高，屠宰数量有望走高，毛利率及开工率有望得到较好恢复。肉制品业务板块，随着双汇等企业的进口猪肉库存消化完毕，成本端有望受益于猪价的低迷，未来肉制品板块毛利率有望得到提振。

6.3 投资建议：成本压力趋缓，看好渠道加速扩张的企业

6.3.1 双汇发展：高基数及肉价下降为 21H1 业绩下滑主因

21H1 业绩同比下滑，去年同期高基数及肉价下滑是主要原因。21H1 公司实现营收/归母净利润 349.10/25.37 亿元，同比分别-4.02%/-16.57%；合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 165.58/10.96 亿元，同比分别-11.77%/-30.47%。收入端，受猪肉价格同比大幅下降影响，公司收入同比出现下滑，但主要产品销量同比保持增长。21H1 公司净利润同比出现明显下滑，原因是（1）去年同期盈利基数较高；（2）国内外猪肉价差收窄，进口肉盈利下降；（3）员工及市场费用投入增加。公司持续推进产品创新、营销创新，强化品牌建设并促进品牌年轻化。2021H1 公司持续进行产品创新、营销创新，强化品牌建设和传播，促进品牌年轻化，具体措施包括：（1）创新春节数字营销，引导节日消费。通过开展贺岁综艺、微电影等方式重点推广辣吗辣、火炫风等新产品。（2）开展联合营销，推动产品进家庭上餐桌。引入明星代言，重点推介了筷厨、丸子、酥肉等食材产品；携手沃尔玛、物美等超市开展“三品一材”营销活动，引导现代餐饮消费。（3）开展跨界营销，促进品牌年轻化。通过尝试抖音国潮音乐节、开展电竞游戏、启动 B 站年轻圈层等方式进行跨

界营销，提升产品触达率，推动产品和品牌的年轻化。根据 21H1 的经营情况，我们下调盈利预测。预计 2021-2023 年公司实现营业收入 701/759/814 亿元，同比-5.1%/+8.2%/+7.3%；实现归属上市公司净利润 60.14/67.91/ 76.36 亿元，同比-3.9%/+12.9%/+12.4%，对应 EPS 为 1.74/1.96/2.20 元，目前股价对应 PE 为 14/13/11 倍。公司目前估值低于肉制品板块 22 倍的平均估值（Wind 一致预期，算数平均法），未来屠宰业务有望受益生猪产能恢复，肉制品业务长期成长性良好，维持“推荐”评级。

6.3.2 绝味食品：21H1 业绩高增，低基数及费效提高是主因

21H1 业绩同比高增，去年同期低基数效应及费用控制较好是主因。21H1 公司实现营收/归母净利润 31.44/5.02 亿元，同比分别+30.27%/+82.91%；合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 16.38/2.66 亿元，同比+21.60%/+25.81%。收入端，公司面对后疫情时代下消费市场未完全复苏的复杂市场环境，继续围绕“深耕鸭脖主业、构建美食生态”的经营战略，针对鸭脖业务版块，打出人才建设、供应链保质、品牌势能提升组合拳以支持营销端的快速开店和单店优化。利润端，公司动销顺利，毛利率同比小幅提升，销售费用投放效率提高，利润增速大幅高于收入端。21H1 末，公司在大陆共开设了 13136 家门店，同比+8.94%。公司销售网络覆盖率、门店数量和管理水准处于市场领先水平。**拟非公开发行 A 股募资加强主业，股权激励计划叠加渠道布局深化。**2021 年 8 月，公司拟非公开发行 A 股，募资不超过人民币 23.84 亿元投向广东、江苏等 6 家子公司的卤制肉制品及副产品加工项目。上述项目达产后，预计将新增产能 16 万吨/年。如募投产能完全投产，公司卤制品产能将得到翻倍以上增长。未来公司对卤制品主业聚焦程度有望进一步提高，中长期规模效应将得到强化。2021 年 1 月，公司推出股权激励计划，激励对象覆盖 124 人，包括副总经理、财务总监及大部分核心管理人员。该激励计划业绩考核目标集中于收入端，股权激励计划将鼓励管理层积极扩大营收规模，提升市占率水平。2020 年，公司营销策略从“跑马圈地，饱和开店”升级为“深度覆盖，渠道精耕”，具体措施包括优化现有渠道布局，加强复合式饱和开店，并在此基础上，重新深化商圈布局，打造交通体、商圈体、社区体、沿街体等 7 大渠道。在疫情期间，公司给予加盟商较大力度的扶持政策，并逆势优化门店布局。同时，公司重新构建渠道模型，开展精准营销，积极拥抱新业态、新渠道、新媒体，全方位提升品牌势能。预计 21-23 年公司实现营业收入 65.98/79.30/96.20 亿元，同比+25.1%/+20.2%/+21.3%；实现归母净利润 9.69/11.82/14.48 亿元，同比+38.2%/+22.0%/+22.5%，对应 EPS 为 1.58/1.92/2.36 元，目前股价对应 PE 为 40/33/26 倍。公司估值高于休闲食品行业 2021 年整体 28 倍左右估值，考虑到公司市场地位稳固，未来收入目标较高，长期成长性良好，维持“推荐”评级。

6.3.3 煌上煌：21H1 收入同比小幅增长，毛销差收窄拖累利润增速

21H1 收入同比小幅增长，毛利率下滑拖累利润增速。2021H1 公司实现营收/归母净利润 14.07/1.50 亿元，同比分别+3.09%/-4.84%；合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 8.01/0.83 亿元，同比分别-2.82%/-10.34%。总体看，公司主业动销顺利，营收实现小幅增长；受毛销差收窄影响，利润增速同比小幅下滑。**加强品牌营销推广，稳步推进新生产基地建设。**2021H1 公司分别与出行类品牌“同程旅行”、“曹操出行”异业合作，主题航班包机，

花车联名派券等多种合作形式，提升品牌曝光。2021年端午档期，在山东核心商圈策划迷你秀路演活动，实现在当地市场销量和声量双重大幅提升。同时煌上煌与良品铺子首发联名礼盒，双方签订战略合作协议，战略合作意义深远，未来煌上煌与良品铺子将从渠道和产品多方面有更深入合作。产能扩张方面，2020年10月公司同意使用部分超募资金8000万元在重庆荣昌设立全资子公司。公司将以该子公司为主体，投资8315.66万元兴建年产1万吨酱卤食品的生产基地，项目分两期完成，预计建设工期18个月，完工投产日期为2022年6月30日。公司建立荣昌基地的主要目的是完成西南地区门店规模化扩张的规划目标，保证门店供应及产品质量安全。基地投产后，将对云贵川、重庆地区的门店提供产能支持，并配合公司“千城万店”战略目标，加强西南市场扩张。根据21H1经营情况，我们下调公司盈利预测。预计21-23年公司实现营收26.39/32.22/37.87亿元，同比+8.3%/+22.1%/+17.5%；实现归属上市公司净利润2.98/3.77/4.51亿元，同比+5.6%/+26.6%/+19.5%，对应EPS为0.58/0.74/0.88元。股价对应PE为24/19/16倍。公司2021年估值低于休闲食品板块28倍估值，考虑到公司未来主营业务有望提速扩张，维持“推荐”评级。

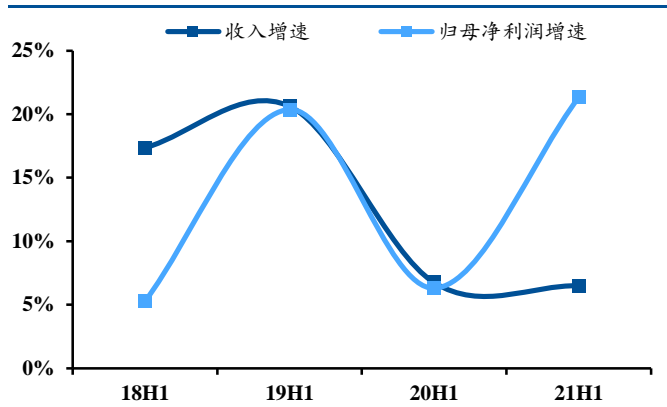
7 休闲食品：团购冲击二季度业绩承压，关注下半年渠道端拓展

7.1 经营回顾：受益春节旺季备货延后 Q1 业绩高增，社区团购冲击 Q2 利润明显下滑

2021H1 休闲食品板块实现收入 243.69 亿元（剔除好想你、绝味食品、煌上煌，及新上市的立高食品、欢乐家、佳禾食品、南侨食品），同比+9.46%，增速较去年同期的+5.93% 上涨 3.53ppt，相比 2019 年同期增长 15.95%；实现归母净利润 18.76 亿元，同比+14.87%，增速较去年同期的+5.74% 增长 9.08ppt，相比 2019 年同期增长 21.52%。上半年收入的快速增长主要来自于 Q1 春节后置，旺季备货集中于今年 Q1，以及去年疫情影响，行业低基数效应明显。利润大幅增长主要来自于三只松鼠等龙头企业利润诉求增强，降本控费效果显著，利润水平大幅提升。

2021Q2 休闲食品板块实现收入 106.37 亿元，同比+1.27%，增速较去年同期+0.81% 小幅增长；实现归母净利润 6.93 亿元，同比-9.97%，增速较去年同期+9.79% 明显缩减。Q2 利润下滑主因社区团购快速发展，分流线下商超客流，同时社区团购以低价模式发展压缩企业利润空间。但社区团购高度依赖平台补贴，属于零和博弈，长期发展有待市场检验，而龙头企业在品牌、产品、渠道等方面所深耕积累的优势才是长远发展根基。同时各休闲食品龙头企业也积极布局社区团购渠道，以供应链优势寻求团购渠道的优质发展。

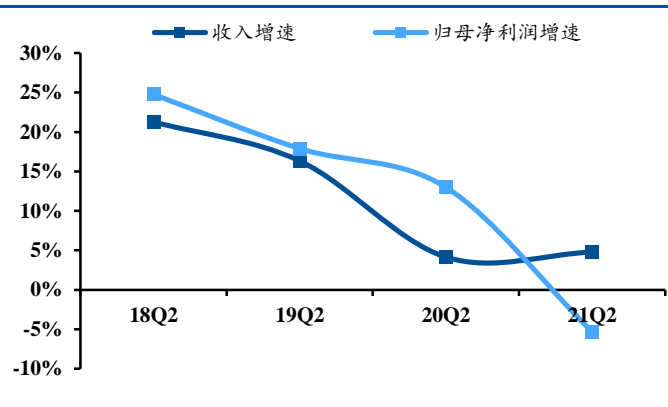
图 30：休闲食品板块半年度收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：2018-2021 年休闲食品行业数据仅包含 2017 年起披露一季报及半年报的企业，并剔除好想你、煌上煌、绝味食品，包括黑芝麻、洽洽食品、桂发祥、盐津铺子、来伊份、桃李面包、元祖食品。

图 31：休闲食品板块二季度收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 15：2021H1 休闲食品板块公司收入、利润

	2021H1		2020H1 营收 (亿元)	2019H1 营收 (亿元)	2021H1		2020H1 净利润 (亿元)	2019H1 净利润 (亿元)
	营收 (亿元)	YOY			净利润 (亿元)	YOY		
黑芝麻	17.66	20.14%	14.70	19.85	0.12	-0.27	0.19	
洽洽食品	23.81	3.76%	22.94	19.87	3.27	2.95	2.20	
桂发祥	2.25	50.67%	1.49	2.63	0.22	-0.05	0.46	
盐津铺子	10.64	12.54%	9.45	6.41	0.49	1.30	0.66	
西麦食品	5.52	26.65%	4.36	4.45	0.80	0.79	0.75	

甘源食品	5.44	10.92%	4.90	4.49	0.37	-46.16%	0.69	0.55
劲仔食品	4.72	4.63%	4.51	4.40	0.41	-35.66%	0.64	0.61
三只松鼠	52.61	0.17%	52.52	45.11	3.52	87.32%	1.88	2.66
品渥食品	6.89	0.97%	6.82	6.24	0.44	-34.22%	0.67	0.41
海融科技	3.50	53.52%	2.28	2.59	0.52	86.51%	0.28	0.21
立高食品	12.52	86.79%	6.70	0.00	1.37	79.95%	0.76	0.00
欢乐家	6.64	11.11%	5.98	0.00	0.96	13.66%	0.85	0.00
有友食品	6.04	10.89%	5.45	4.78	1.30	0.33%	1.29	0.94
良品铺子	44.21	22.45%	36.10	35.05	1.92	19.29%	1.61	1.95
来伊份	21.00	-1.72%	21.36	20.38	1.08	777.59%	0.12	0.44
桃李面包	29.39	7.32%	27.39	25.58	3.69	-11.59%	4.18	3.04
元祖股份	10.03	20.09%	8.35	8.33	0.62	143.04%	0.25	0.36
佳禾食品	11.09	55.73%	7.12		0.72	-7.78%	0.78	
南侨食品	13.62	38.62%	9.83		1.95	63.00%	1.20	

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 16：2021Q2 休闲食品板块公司收入、利润

	2021Q2 营收 (亿元)	YOY	2020Q2 营收 (亿元)	2021Q2 净利润 (亿元)	YOY	2020Q2 净利润 (亿元)
黑芝麻	9.25	2.15%	9.06	0.01		-0.01
洽洽食品	10.02	-12.70%	11.48	1.30	-11.37%	1.46
桂发祥	1.10	92.56%	0.57	0.13		-0.09
盐津铺子	4.72	-1.86%	4.81	-0.33		0.73
西麦食品	2.54	3.06%	2.46	0.27	-39.82%	0.44
甘源食品	2.06	-16.61%	2.47	-0.04		0.32
劲仔食品	2.48	-3.84%	2.58	0.20	-47.96%	0.38
三只松鼠	15.90	-13.57%	18.40	0.37		-0.00
品渥食品	3.71	-9.11%	4.08	0.14	-66.84%	0.43
海融科技	1.93	62.34%	1.19	0.35	48.00%	0.24
立高食品	6.73	60.59%	4.19	0.64	10.18%	0.58
欢乐家	3.25	-5.49%	3.44	0.49	-9.21%	0.54
有友食品	3.23	-3.58%	3.35	0.70	-21.01%	0.88
良品铺子	18.47	8.55%	17.01	0.90	23.19%	0.73
来伊份	8.85	7.68%	8.22	0.28		-0.61
桃李面包	16.13	13.87%	14.16	2.06	-7.52%	2.23
元祖股份	5.99	14.98%	5.21	0.60	7.36%	0.56
佳禾食品	5.20	34.00%	3.88	0.15	-60.14%	0.39
南侨食品	7.14	29.92%	5.50	0.98	27.17%	0.77

资料来源：Wind，民生证券研究院

7.2 行业分析：渠道变革之下，关注龙头企业渠道拓张

预计下半年休闲食品板块收入端将实现较快增长，保持整体业绩稳定向好发展，利润端将积极发展，补齐 Q2 亏损，达成全年较快增长。将发力于：（1）渠道建设，布局社区团购等新兴渠道，完善物流分仓等配套设施建设；在渠道多元化的当下，由单一线上或单一 KA 向线上线下一体化发展。（2）产品端，持续扩张产品版图仍是行业主旋律，但淘汰部分后尾产品，缩减低效率 SKU，聚焦发展也是企业关注重点。

7.3 投资建议：产品渠道双轮拓展，推动下半年业绩改善

7.3.1 良品铺子：全渠道布局支撑业绩稳健增长，全年业绩改善

21H1 公司实现营收/归母净利润 44.21/1.92 亿元，同比+22.45%/+19.29%，折合 21Q2 单季度实现营收/归母净利润 18.47/0.90 亿元，同比+8.55%/+23.19%。公司上半年收入仍保持较快增长，主因公司核心布局线下门店+电商，受 KA 客流缩减影响程度相对较小。产品端已布局肉类零食、海类零食等 15 个品类休闲零食，形成全品类协同发展模式，并从新营养配方、新工艺设备两个方面研发创新，丰富产品矩阵。同时继续拓展出儿童零食“小食仙”，健身零食品牌“良品飞扬”，茶歇品牌“Tbreak”。渠道端目前已形成线下零售门店+线上主流电商为主，社交电商、大客户团购、流通、社区团购多种渠道为辅的业务模式。公司创立之处即进入零售门店渠道，目前已拥有 2726 家店铺，上半年公司新增门店 207 家；新成立流通渠道事业部，进驻大型 KA、流通渠道、新零售等渠道，完成线下渠道更广泛布局；积极参与新兴社区团购。线上方面，公司在主流电商平台持续保持市占率前三。预计 2021-2023 年公司实现收入 96.62/114.60/130.73 亿元，同比+22.4%/+18.6%/+14.1%；实现归母净利润 4.11/4.98/5.79 亿元，同比+19.8%/+21.1%/+16.2%，EPS 分别为 1.03/1.24/1.44 元，对应 PE 分别为 32X/26X/23X。公司估值水平略高于目前休闲食品板块 2021 年预期估值 29 倍（Wind 一致预期，算数平均法），但考虑到公司全渠道布局、子品牌扩张所带来的成长空间，仍维持“推荐”评级。

7.3.2 三只松鼠：多因素驱动 21H1 业绩高增，股权激励推升长期确定性

21H1 公司实现营收/归母净利润 52.61/3.52 亿元，同比+0.17%/+87.32%，折合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 15.90/0.37 亿元，同比-13.57%/扭亏为盈。上半年业绩高增，我们认为主要得益于：（1）公司主动寻求高质量增长，加强价格管理及货品管理，提升毛利率。（2）优化物流仓储模式，提升物流效率，降低物流费用。（3）精简 SKU 带来运营效率和整体产品竞争力的提升，缩减长尾产品，实现资源集中化发展。（4）公司 Q2 业绩表现相对优于休闲零食行业，在于松鼠渠道仍高度集中于线上，受线下流量减退影响较小。渠道层面，松鼠由单一线上渠道拓展至线上线下同步发展，2020 年末松鼠已有线下直营投食店 171 家，联盟小店 872 家，计划 2021 年新开 800-1000 家联盟小店。品牌层面，三只松鼠主品牌覆盖坚果+零食全品类，此外同步开发“小鹿蓝蓝”、“养了个毛孩”等复线品牌，分别定位婴童零食、宠物食品等蓝海市场高增赛道，目前子品牌培育效果明显，销量及复购表现良好，有望在未来进一步规模放量。我们暂时维持此前盈利预测不变。预计 2021-2023 年公司实现收入 113.42/134.51/156.97 亿元，同比+15.8%/+18.6%/+16.7%；实现归母净利润 4.42/5.59/7.16 亿元，同比+46.7%/+26.4%/+28.2%，EPS 分别为 1.10/1.39/1.79 元，对应 PE 分别为 33X/26X/20X。目前休闲食品板块 2021 年预期估值约为 29 倍（Wind 一致预期，算数平均法），虽然公司估值略高于休闲食品板块平均水平，但考虑到公司成长性依然优异，且股权激励高业绩目标有望带动利润端弹性显著释放，维持“推荐”评级。

7.3.3 洽洽食品：Q2 业绩短期承压，业绩目标指引长期成长空间

21H1 公司实现营收/归母净利润 23.81/2.64 亿元，同比+3.76%/+11.04%，折合 21Q2 单季度实现营收/归母净利润 10.02/1.30 亿元，同比-12.70%/-11.37%。二季度业绩下滑主因

社区团购冲击商超客流，同时公司不准备以激烈价格竞争进驻团购市场，公司更加追求有粘性、可持久、有利润的高质量增长。公司目前三条产品曲线轨迹已基本清晰，于2020年确立未来三年瓜子/坚果/零食将分别实现60/30/10亿元（含税）。公司目前在全国拥有40万以上终端，于2020年确立三年百万终端目标。21H1公司进行事业部改革，细分20余个品类BU经营单元及国葵、坚果两大销售铁军，将生产决策权充分下放。自2015年起持续进行员工持股计划，长效激励将有效激发团队积极性，助力公司达成长期目标。预计2021-2023年公司实现收入61.05/68.75/76.93亿元，同比+15.4%/+12.6%/+11.9%；实现归母净利润9.20/10.56/12.15亿元，同比+14.3%/+14.8%/+15.1%，EPS分别为1.81/2.08/2.40元，对应PE分别为21X/19X/16X。目前休闲食品板块2021年预期估值约为29倍（Wind一致预期，算数平均法），公司估值显著低于休闲零食板块平均水平，在产品创新及渠道拓张背景下，维持“推荐”评级。

7.3.4 桃李面包：营收平稳增长，退货率等因素拉低利润表现

21H1公司实现营收/归母净利润29.39/3.69亿元，同比+7.32%/-11.59%，折合Q2单季度实现营收/归母净利润16.13/2.06亿元，同比+13.87%/-7.52%。公司上半年总体经营状况良好，营收保持稳健增长，21Q1受去年同期高基数影响增速较低，21Q2营收同比实现双位数增长。21H1归母净利润同比下滑，主要原因是（1）21Q1下游需求回落至正常水平，退货率、折让率上升拉低毛利率水平，促销投入增加提高销售费用；（2）去年国家阶段性社保减免政策在今年陆续到期，间接增加各项费用支出。受此影响，公司毛销差同比出现明显下滑。区域层面，公司加大力度拓展华东、华南等新市场，不断增加对重点客户的投入，提升单店质量。产能方面，山东、江苏产能均已于21H1投产，沈阳、浙江、四川、青岛产能正按计划建设，未来新增产能的陆续达产将保证公司中长期成长性。根据上半年经营情况，我们小幅调降盈利预测。预计21-23年公司实现营收66.85/76.88/86.50亿元，同比+12.1%/+15.0%/12.5%；实现归属上市公司净利润9.57/10.92/12.35亿元，同比+8.4%/14.1%/+13.1%，折合EPS分别为1.00/1.15/1.30元，目前股价对应21-23年PE为28/24/21倍。公司2021年估值与休闲食品板块2021年29倍的整体估值水平基本持平。我们认为，未来随着新建工厂陆续投产，规模效应有望进一步发挥，维持“推荐”评级。

7.3.5 甘源食品：多重因素拖累短期业绩，组合动作打开长期改善

21H1公司实现营收/归母净利润5.44/0.37亿元，同比+10.92%/-46.16%，折合21Q2单季度实现营收/归母净利润2.06/-0.04亿元，同比-16.61%/-112.85%。Q2业绩同比下滑，主因：（1）社区团购冲击线下KA渠道；（2）21Q2公司对核心产品进行提价，渠道备货动作被短期压制。Q2利润下滑主因公司加大营销推广力度，重点覆盖梯媒等广告投放。新品持续跟进，渠道积极拓张，共同打开量增空间。产品端，甘源以极致小单品策略出发，高度聚焦于籽坚果领域，并从籽坚果延伸向树坚果，从老三样外延拓张向新三样及口味型坚果，形成完备产品矩阵。目前花生品类仍是蓝海市场，口味型坚果是诸多坚果品牌并未涉足的领域，甘源以自身口味研发优势为基础发力整合花生及口味型坚果市场，预期将在此领域抢占先机。同时公司已储备南瓜子、西瓜子等带壳籽坚果新品，预期将于今年8月推出，并计划于今年年底推出坚果以外的全新产品线，值得期待。渠道端，甘源是以经销

为主，电商为辅的渠道发展路径，线下市场同步进驻现代和流通渠道，袋装和散装大概各占一半线下市场空间。散装方面 2020 年末已有 8700 余条散装专柜，计划继续铺设 36 缸大型专柜。并且将于年底针对新产品线推出第二条散装专柜，形成 KA 双专柜模式。同时，公司 21Q2 对核心品类的提价动作对渠道利润也略有改善，虽短期对销售产生了一定的负面拖累，但利好长远。营销端，甘源已规划全渠道营销方案，全年将配合新品投放和销售周期进行全面立体的营销传播。结合公司上半年业绩表现，我们调整此前盈利预测，预计 2021-2023 年公司实现收入 13.26/16.65/20.07 亿元，同比+13.1%/+25.5%/+20.6%；实现归母净利润 1.71/2.25/2.80 亿元，同比-4.9%/+31.9%/+24.7%，EPS 分别为 1.83/2.41/3.01 元，对应 PE 分别为 27X/20X/16X。目前休闲食品板块 2021 年预期估值约为 29 倍（Wind 一致预期，算数平均法），公司估值与可比公司平均水平基本一致。考虑到公司在产品创新、渠道扩张所带来的成长空间，仍维持“推荐”评级。

7.3.6 盐津铺子：渠道变革业绩短期承压，主动调整蓄力后期转折

21H1 公司实现营收/归母净利润 10.64/0.49 亿元，同比+12.54%/-62.59%，折合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 4.72/-0.33 亿元，同比-1.86%/-145.92%。二季度业绩增速下滑主因社区团购冲击，公司高度聚焦的商超渠道客流大幅下滑。公司去年提前布局定量装战略，3 月通过定量装进驻流通渠道，并以核心单品进驻团购渠道，将通过品牌及供应链优势展开竞争。目前公司已布局休闲零食全品类，未来则将聚焦于市场有体量、有空间、格局分散且公司有优势的核心品类，打磨产品力，同步打造散称及定量装市场。目前正组织定量装专业人才，积极拓展优势经销商，预计将通过 1-2 年时间布局全国市场。结合 21H1 业绩，我们调整此前盈利预测。预计 2021-2023 年公司实现收入 22.80/29.16/36.89 亿元，同比+16.4%/+27.9%/+26.5%；实现归母净利润 2.18/3.84/4.91 亿元，同比-9.8%/+76.1%/+27.7%，EPS 分别为 1.69/2.97/3.79 元，对应 PE 分别为 34X/19X/15X。目前休闲食品板块 2021 年预期估值约为 29 倍（Wind 一致预期，算数平均法），公司估值略高于行业平均水平。考虑到公司在休闲零食领域积累的品牌、产品、供应链全方位优势，及未来业绩高增潜力，仍维持“推荐”评级。

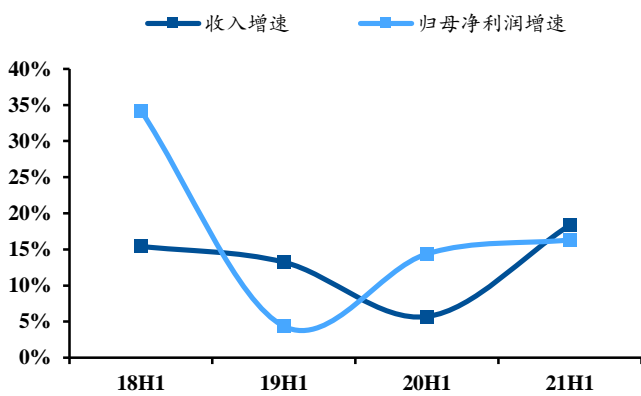
8 其他食品：主业稳定增长保障整体业绩向好发展，关注产能渠道外延扩张企业

8.1 经营回顾：整体收入实现较快增长，成本及费用压缩利润空间

2021H1 其他食品板块实现收入 235.70 亿元(剔除新上市的祖名股份),同比+18.32%,增速较去年同期的+6.60%上涨 11.72ppt, 相比 2019 年同期增长 26.14%; 实现归母净利润 41.48 亿元, 同比+11.90%, 增速与去年同期的+20.78%下滑 8.88ppt, 相比 2019 年同期增长 35.16%。收入端因部分企业主营业务具备刚需属性, 以及受益于疫情修复后线下客流恢复, 整体收入呈现较快增长。

2021Q2 其他食品板块实现收入 116.58 亿元, 同比+7.90%, 增速较去年同期+10.85% 小幅下滑; 实现归母净利润 18.02 亿元, 同比-8.23%, 增速较去年同期+25.63%大幅放缓。Q2 利润大幅放缓主因部分原材料成本大幅上升, 以及部分企业加大促销活动, 费用投入有所增长。

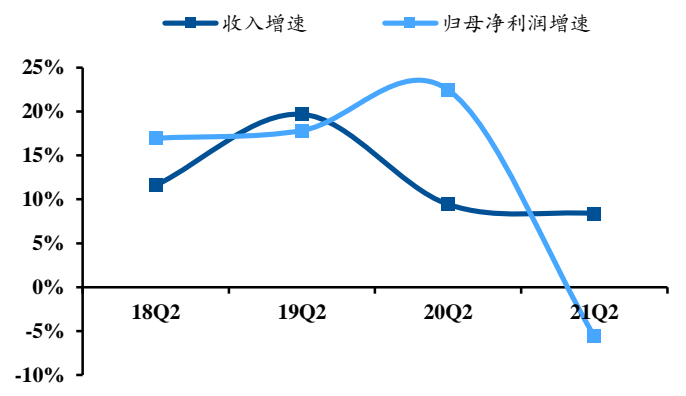
图 32: 其他食品板块半年度收入、利润增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 2018-2021 年其他食品行业数据仅包含 2017 年起披露一季报及半年报的企业, 包括西王食品、双塔食品、金达威、克明食品、晨光生物、汤臣倍健、华宝股份、安琪酵母、青海春天、艾普股份。

图 33: 其他食品板块二季度收入、利润增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 17: 2021H1 其他食品板块公司收入、利润

	2021H1		2020H1 营收 (亿元)	2019H1 营收 (亿元)	2021H1		2020H1 净利润 (亿元)	2019H1 净利润 (亿元)
	营收 (亿元)	YOY			净利润 (亿元)	YOY		
西王食品	30.49	15.17%	26.47	27.74	1.31	-27.21%	1.80	2.24
双塔食品	10.12	4.11%	9.72	11.50	2.20	30.49%	1.68	0.93
金达威	17.77	10.48%	16.08	15.54	5.07	2.43%	4.95	3.70
克明食品	20.51	5.80%	19.38	15.15	0.43	-80.63%	2.23	1.04
祖名股份	6.18	8.69%	5.68		0.32	-36.44%	0.50	
晨光生物	20.99	14.96%	18.26	16.10	1.89	24.11%	1.52	1.11
汤臣倍健	41.98	34.32%	31.25	29.70	13.71	42.55%	9.62	8.67
华宝股份	9.17	-2.03%	9.36	9.76	5.30	-2.99%	5.46	5.69
仙乐健康	11.65	27.22%	9.16	7.85	1.46	17.33%	1.24	0.88
科拓生物	1.67	19.38%	1.40	1.36	0.45	15.57%	0.39	0.40
安琪酵母	52.34	20.55%	43.42	37.14	8.28	15.14%	7.19	4.64

青海春天	0.47	39.81%	0.34	1.32	-0.50	-22.87%	-0.64	0.03
爱普股份	16.92	31.61%	12.86	12.23	1.22	31.46%	0.93	0.72
嘉必优	1.63	8.05%	1.51	1.47	0.68	-5.12%	0.71	0.63

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 18：2021Q2 其他食品板块公司收入、利润

	2021Q2 营收 (亿元)	YOY	2020Q2 营收 (亿元)	2021Q2 净利润 (亿元)	YOY	2020Q2 净利润 (亿元)
西王食品	14.76	2.52%	14.39	0.45	-56.19%	1.02
双塔食品	5.43	-0.28%	5.45	1.20	22.88%	0.98
金达威	8.76	8.38%	8.08	2.07	-25.64%	2.78
克明食品	9.46	-10.06%	10.52	-0.42		1.19
祖名股份	3.14	8.76%	2.89	0.19	-26.64%	0.26
晨光生物	10.87	-0.15%	10.89	1.11	21.07%	0.91
汤臣倍健	19.75	21.18%	16.30	5.55	29.86%	4.27
华宝股份	4.50	-8.33%	4.90	2.56	-7.63%	2.77
仙乐健康	6.57	17.97%	5.57	0.88	19.11%	0.74
科拓生物	0.87	7.18%	0.81	0.23	-2.05%	0.24
安琪酵母	25.78	12.50%	22.91	3.86	-7.19%	4.16
青海春天	0.27	28.54%	0.21	-0.41		-0.47
爱普股份	8.72	23.72%	7.05	0.62	4.20%	0.59
嘉必优	0.84	-11.51%	0.95	0.34	-26.26%	0.46

资料来源：Wind，民生证券研究院

8.2 投资建议：关注主业稳定增长，产能渠道外延拓展企业

8.2.1 汤臣倍健：主品牌增速强劲，大单品稳健增长

21H1 公司实现营收/归母净利润 41.98/13.71 亿元，同比+34.32%/+42.55%，折合 21Q2 单季度实现营收/归母净利润 19.75/5.55 亿元，同比+21.18%/+29.86%。收入端，随着疫情逐步缓解，公司市场及销售活动逐步正常开展。在后疫情时代，公司务实推进各项经营计划。上半年，公司旗下各主要品牌的销售实现较快增长。利润端，公司各项推广费用有所增加，导致毛销差同比略有收窄，但非经常性损益及广州麦优并表带来的正向贡献保证利润端增速小幅高于收入端。2021 年为公司新三年规划的开局之年，将围绕科学营养、全链数字化、超级供应链、用户资产运营四大战略，持续推动各大业务创新和攻坚项目。根据 2021H1 的经营情况，我们上调盈利预测。预计 2021-2023 年公司实现营业收入 78.42/87.91/96.88 亿元，同比+28.7%/+12.1%/+10.2%；实现归属上市公司净利润 19.58/21.98/24.46 亿元，同比+28.5%/+12.3%/+11.3%，对应 EPS 为 1.15/1.29/1.44 元，目前股价对应 PE 为 22/20/18 倍。公司主品牌及大单品的长期成长性均较为乐观。公司目前估值略高于其他食品板块 2021 年 25 倍的一致预期，维持“推荐”评级。

8.2.2 安井食品：21H1 收入维持快速增长，Q2 促销增加拖累利润

21H1 公司实现营收/归母净利润 38.94/3.48 亿元，同比+36.49%/+33.83%，折合 21Q2 单季度实现营收/归母净利润 20.10/1.74 亿元，同比+27.68%/+1.19%。21H1 公司收入端仍保持同比较快增长；利润端，21H1 公司净利润增速稳健，但 21Q2 受促销增加等因素影

响，公司毛利率及毛销差下滑较为明显，拖累净利润增速。为进一步拓展业务布局，公司拟非公开发行股票，募资不超过人民币 57.4 亿元，用于产能新建和扩建、技术改造、信息化建设、营销网络建设及补充公司流动资金等。预计本次募资计划落地后，公司产能、渠道优势将得到进一步强化。同时公司正规划泰州、山东德州产能建设计划，拟将前期可转债，投向四川、湖北等新工厂建设，新产能释放后，公司规模优势将得到进一步提高，中长期成长动能充足。预计 21-23 年公司实现营业收入 84.47/99.38/114.52 亿元，同比+21.3%/+17.7%/+15.2%；实现归母净利润 7.57/9.05/10.50 亿元，同比+25.4%/+19.6%/+16.1%，对应 EPS 为 3.10/3.70/4.30 元，目前股价对应 PE 为 51/43/37 倍。目前公司估值高于速冻食品行业 2021 年 35 倍的整体估值（Wind 一致预期，算术平均法），考虑到公司主业景气度高企，未来成长性较好，维持“推荐”评级。

8.2.3 安琪酵母：21H1 业绩稳健增长，增发预案强化主业竞争力

21H1 公司实现营收/归母净利润 52.34/8.28 亿元，同比+20.55%/+15.14%，折合 21Q2 单季度实现营收/归母净利润 25.78/3.86 亿元，同比+12.50%/-7.19%。公司酵母主业实现稳健增长，实现“双过半”经营要求，其中烘焙面食、YE 食品、微生物营养等 8 个业务单元超额完成“双过半”目标。公司酵母类产品发酵总量同比+12%，低于营收增速，显示酵母类产品出厂均价同比小幅上行。21H1 公司库存较年初有所下降，产销维持紧平衡；主要原材料采购价格指数上升明显，成本压力较大；销售方面各事业部和业务单元灵活有序的实行动态调价，全面落实涨价策略，缓解成本上涨压力和供需矛盾。21Q2 受主要原材料成本上行压力及去年同期高基数效应影响，利润增速同比小幅下滑。7 月 22 日，公司发布 A 股增发预案，拟募资 20 亿元投向（1）酵母绿色生产基地建设项目、（2）年产 2.5 万吨酵母制品绿色制造项目、（3）年产 5,000 吨新型酶制剂绿色制造项目。若按计划完成募资建设，将在“十四五”期间有效扩充公司酵母主业，强化市场竞争力。预计 21-23 年公司实现营收 104.62/114.28/122.71 亿元，同比+17.1%/+9.2%/+7.4%；实现归母净利润 15.44/17.04/18.55 亿元，同比+12.6%/+10.4%/+8.8%，对应 EPS 为 1.85/2.05/2.23 元，目前股价对应 PE 为 24/22/20 倍。目前公司估值基本持平于中信其他食品板块 25 倍估值水平（2021 年 Wind 一致预期，算术平均法），考虑到公司行业地位稳固、成本转嫁能力强，主业产能仍有扩张空间，维持“推荐”评级。

8.2.4 祖名股份：短期成本上涨利润承压，长期看好公司外延扩张

21H1 公司实现营收/归母净利润 6.18/0.32 亿元，同比+8.69%/-36.44%，折合 21Q2 单季度实现营收/归母净利润 3.14/0.19 亿元，同比+8.76%/-26.64%。公司业绩稳定增长，一方面得益于公司主业为生鲜豆制品，属于日常必选消费，且公司为“菜篮子”企业，需求较为稳定。另一方面公司上半年对部分产品进行提价，也带来部分价增贡献。利润下滑一方面由于大豆等原辅料价格持续处于高位带来成本压力，另一方面去年疫情影响国家减免部分社保及道路通行费，今年费用支出恢复正常。展望 2021 年，公司收入仍有延续高增态势，主因：必选消费需求稳固，外延渠道扩张打开量增空间，以及产能释放。中长期公司将从并购和异地建厂两个维度实现泛区域化乃至全国化布局。结合公司上半年业绩表现，我们调整此前盈利预测，预计 2021-2023 年公司实现收入 13.48/15.70/18.02 亿元，同比

+10.0%/+16.5%/+14.8%；实现归母净利润 1.07/1.36/1.61 亿元，同比+6.4%/+26.3%/+18.3%，EPS 分别为 0.86/1.09/1.29 元，对应 PE 分别为 28X/22X/19X。公司目前估值略高于中信其他食品行业 2021 年平均 25X 估值（Wind 一致预期，算数平均法），考虑到公司未来产能投放及渠道扩张带来业绩增长，维持“推荐”评级。

9 风险提示

宏观经济疲软或疫情反复带来行业需求下行；业绩不达预期；市场系统性风险等。

插图目录

图 1: 2021H1 食品饮料板块收入增速 14.99%，位列中信一级行业第 27 位	4
图 2: 2021H1 食品饮料板块归母净利润增速 15.84%，位列中信一级行业第 23 位	4
图 3: 非乳饮料等板块受 20H1 低基数影响，增速较高	5
图 4: 受低基数影响，20H1 其他酒等板块增速较高	5
图 5: 21Q2 食品饮料板块收入增速 6.50%	5
图 6: 21Q2 食品饮料板块归母净利润增速 2.69%	5
图 7: 21Q2 其他酒收入增速最高	6
图 8: 21Q2 其他酒利润增速最高	6
图 9: 21H1 相对 19H1，食品饮料板块收入增速为 22.02%	6
图 10: 21H1 相对 19H1，食品饮料板块净利润增速为 29.62%	7
图 11: 各行业 21H1 收入、利润相较于 20H1/19H1 增长情况	7
图 12: 食品饮料各子行业 21H1 收入、利润相较于 20H1/19H1 增长情况	8
图 13: 白酒板块 21H1 收入、利润增速	9
图 14: 白酒板块 21Q2 单季收入、利润增速	9
图 15: 啤酒板块 2021H1 收入、利润增速	18
图 16: 啤酒板块 21Q2 收入、利润增速	18
图 17: 调味品板块半年度收入、利润增速	23
图 18: 调味品板块单季度收入、利润增速	23
图 19: 21Q2 商超端销售显著承压	25
图 20: 2021 年 7 月社零餐饮恢复不及预期	25
图 21: 调味品主要企业费用率（广告费+促销费）	25
图 22: 调味品企业毛利率压力在 21Q2 凸显	26
图 23: 大豆与包材价格持续处于历史高位	26
图 24: 乳制品板块年度收入、利润增速	30
图 25: 乳制品板块单季度收入、利润增速	30
图 26: 21Q2 原奶价格处于历史高位	31
图 27: 乳制品企业 21H1 毛销差有所改善	31
图 28: 肉制品板块 21H1 收入、利润增速	34
图 29: 肉制品板块 21Q2 收入、利润增速	34
图 30: 休闲食品板块半年度收入、利润增速	38
图 31: 休闲食品板块二季度收入、利润增速	38
图 32: 其他食品板块半年度收入、利润增速	43
图 33: 其他食品板块二季度收入、利润增速	43

表格目录

表 1: 2021H1 白酒板块公司收入、利润情况	10
表 2: 2021H1vs2019H1 白酒板块公司收入、利润情况	10
表 3: 21Q2 白酒板块公司收入、利润情况	11
表 4: 21Q1 白酒板块合同负债（预收款）	11
表 5: 2021H1 啤酒板块公司收入、利润情况	18
表 6: 201H1vs2019H1 啤酒板块公司收入、利润情况	19
表 7: 21Q2 啤酒板块公司收入、利润情况	19
表 8: 21H1 调味品公司收入、归母净利润情况	23
表 9: 21Q2 调味品公司收入、归母净利润情况	24
表 10: 21H1 乳制品公司收入、归母净利润情况	30
表 11: 21Q2 乳制品公司收入、归母净利润情况	31
表 12: 2021H1 肉制品板块公司收入、利润情况	34
表 13: 2021H1vs2019H1 肉制品板块公司收入、利润情况	34
表 14: 21Q2 肉制品板块公司收入、利润情况	35
表 15: 2021H1 休闲食品板块公司收入、利润	38
表 16: 2021Q2 休闲食品板块公司收入、利润	39
表 17: 2021H1 其他食品板块公司收入、利润	43
表 18: 2021Q2 其他食品板块公司收入、利润	44

分析师及研究助理简介

于杰，民生证券食品饮料行业首席分析师。北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，9年卖方行业研究经验、8年食品饮料行业研究经验。

熊航，民生证券食品饮料行业分析师。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券研究院。

刘光意，民生证券食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品等必选板块。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。