

中报压力落地，关注估值回落后的边际改善

——食品行业双周报

行情回顾

- **板块周度表现**：近两周食品饮料（中信）指数上涨 3.38%，较沪深 300 的相对收益为 1.83%，在中信 29 个子行业中排名第 14 位。
- **板块估值水平**：本周食品板块的 PE (ttm) 估值达到 34.3X，低于 8 年平均线 (37.15X) 与 5 年平均线 (38.13X)。肉制品/调味品/休闲食品/速冻食品/其他食品板块均处于历史较低水平。

跟踪点评与投资建议

- **调味品**：调味品企业中报密集落地，大部分公司表现不及预期，主要系相对基数较高、终端消费不足、餐饮端恢复不及预期、成本上行等多重因素所致。展望 21H2，建议积极关注以下因素：1) 下游需求恢复情况。21H1 在疫情反复、终端消费力不足等多重因素影响下，上半年下游需求受阻，尽管目前以上抑制因素呈现边际改善态势，但仍需密切关注渠道去库存情况及疫情反复的影响；2) 社区团购分流影响。一方面，各调味品企业均已积极开展和社区团购合作，并加强渠道管控，对冲渠道分流影响；另一方面，伴随国家市场监管总局和商务部出台管控措施，社区团购以低价进行恶性竞争的态势有望好转，渠道对价格体系的扰动有望好转。3) 成本压力及提价预期。目前原料价格仍呈上升趋势，一方面，我们需关注成本回落趋势，另一方面在原料成本上涨情况下，行业内存提价预期，若成本下行叠加行业提价，利润弹性有望得到释放。长期看，成本压力之下行业出清有望加速，龙头企业市占率有望迎来新一轮提升。站在当下时点，我们认为行业下游需求恢复情况、渠道去库存情况、成本端压力等仍有待观察，**建议把握中长期布局机会，建议关注估值回落、经营稳健性高的调味品行业龙头，如海天味业(603288, 未评级)中炬高新(600872, 未评级)、安琪酵母(600298, 买入)等。**
- **休闲食品**：休闲食品板块估值有所回调，板块仍处于历史估值低点。休闲食品更偏可选消费品，对渠道的依赖因素更大，商超客流下滑、电商平台流量去中心化亦是行业内短期业绩承压的主要因素，但行业内各公司均采取积极措施进行应对，如洽洽进行营销体系改革，盐津发力定量装、并聘请新管理团队，良品铺子发力抖快等新渠道。行业内各公司质地优良，如洽洽品牌、产品、渠道、供应链优势较为突出；盐津供应链基础扎实，发展战略清晰；良品全渠道、全品类布局优势突出，为经营稳健性保驾护航。站在当下时点，**建议把握两条投资主线：1) 建议关注下半年有望迎股价催化因素（如改革/转型有效、经营边际改善、基数效应衰退）的个股，如洽洽食品(002557, 买入)、盐津铺子(002847, 买入)；2) 同时亦建议积极关注全渠道、全品类布局优势带来经营稳健性、长期投资价值足的个股，如良品铺子(603719, 增持)。**
- **速冻食品**：虽然速冻板块由于去年高基数和商超渠道客流下降影响，上半年整体业绩承压，但进入 7 月以来，据终端反馈商超端速冻食品销售已企稳，龙头安井食品(603345, 增持)7 月商超渠道恢复正增长。我们认为公司渠道和产品竞争优势稳固，产能投放打开全国化增长空间，长期竞争力和空间无忧，定增落地后将进一步扩大全国化产能和渠道建设，短期波动不影响长期价值，维持“增持”评级。**同时建议关注受益于冷冻烘焙渗透率快速提升的行业龙头立高食品(300973, 未评级)。**
- **卤制品**：近两周卤制品龙头年报出炉，绝味、周黑鸭维持高速开店节奏，净增门店数较高，营收高速增长，**看好关注持续高速开店，拥有强大供应链能力的绝味食品(603517, 买入)和开放加盟模式，具有良好品牌力的周黑鸭(01458, 未评级)。**

风险提示

- 原料成本上涨、行业竞争加剧、突发性食品安全事件等



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

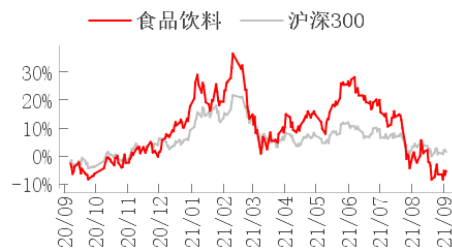
行业

食品饮料行业

报告发布日期

2021 年 09 月 05 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520070001

证券分析师

吴丛露

wuconglu@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520020003

香港证监会牌照：BQJ931

联系人

彭博

pengbo3@orientsec.com.cn

联系人

张玉洁

zhangyujie@orientsec.com.cn

联系人

朱雨涵

zhuyuhan@orientsec.com.c

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、食品行业行情回顾.....	4
1.1 板块周度表现	4
1.2 个股行情周度跟踪	6
1.2.1 个股有周度涨跌幅和交易情况	6
1.2.2 陆股通情况	6
二、食品板块行业新闻.....	7
三、食品板块重点公告.....	8
四、重点公司跟踪.....	9
五、后期重要事项提醒.....	11
六、投资建议.....	11
风险提示.....	12
附录.....	13

图表目录

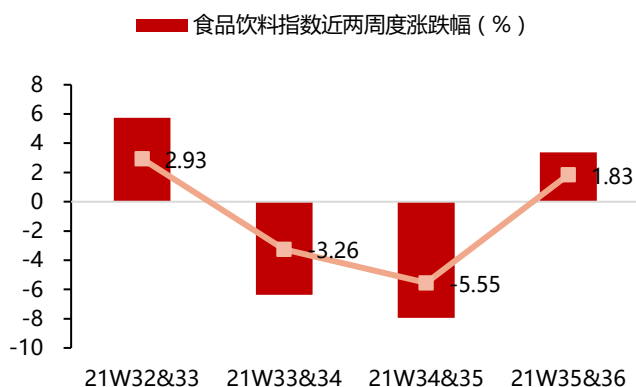
图 1: 近两周食品饮料指数较沪深 300 的相对收益为 1.05%.....	4
图 2: 子板块近两周涨跌幅 (%) (近两周为 21 年第 35&36 周)	4
图 3: 中信行业指数近两周度涨跌幅排名 (2021 年第 35&36 周)	4
图 4: 近双周末食品板块的 PE (ttm) 估值达到 282.89X.....	5
表 1: 各子板块估值情况	5
表 2: 近两周个股表现龙虎榜 (万股, %)	6
表 3: 陆股通持股变动情况	6
表 4: 港股通持股变动情况	7
表 5: 食品板块上市公司近两周重点公告	8
表 6: 食品行业后期重要事项提醒	11
表 7: 主要公司业绩预测及估值汇总.....	13

一、食品行业行情回顾

1.1 板块周度表现

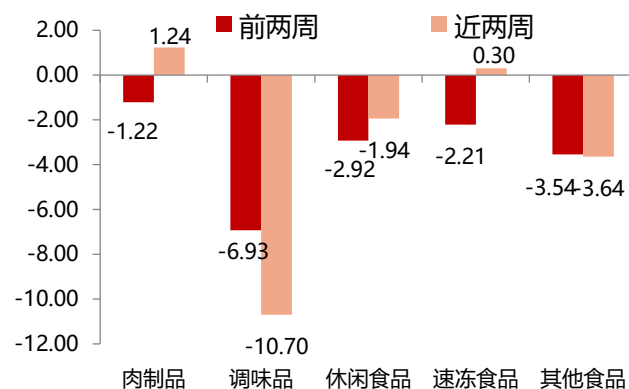
近两周沪深 300 上涨 1.55%，创业板指下跌 2.84%，食品饮料（中信）指数上涨 3.38%，较沪深 300 的相对收益为 1.83%，在中信 29 个子行业中排名第 14 位。其中分子板块来看，肉制品板块近两周上涨 1.24%，调味品板块近两周下跌 10.70%，休闲食品板块近两周下跌 1.94%，速冻食品板块近两周上涨 0.30%，其他食品板块近两周下跌 3.64%。

图 1：近两周食品饮料指数较沪深 300 的相对收益为 1.05%



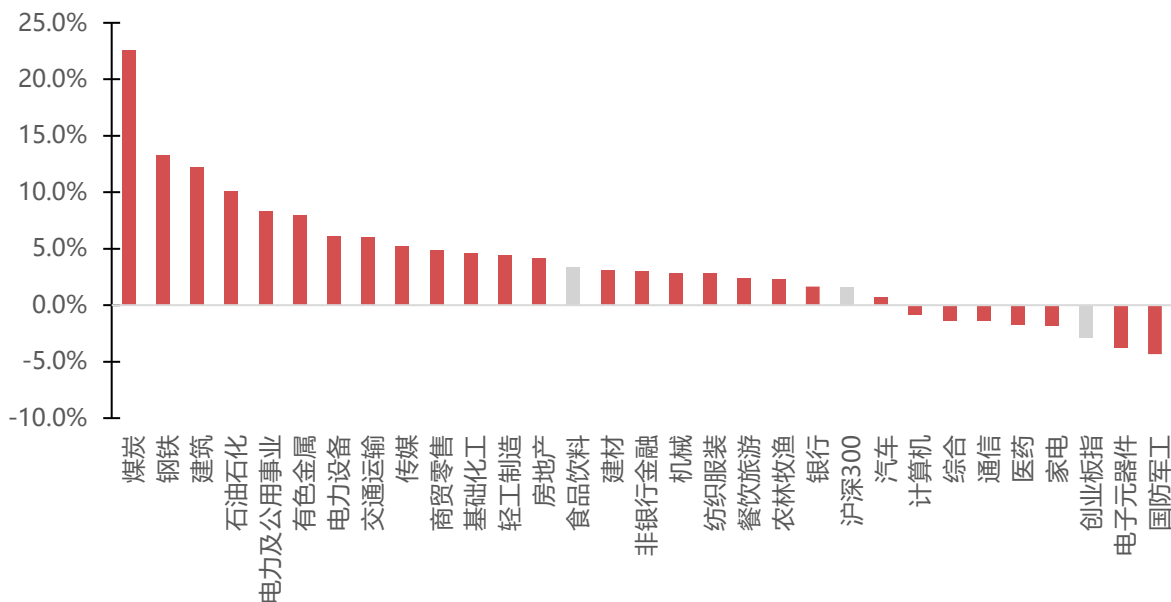
数据来源：wind，东方证券研究所

图 2：子板块近两周涨跌幅 (%) (近两周为 21 年第 35&36 周)



数据来源：wind，东方证券研究所

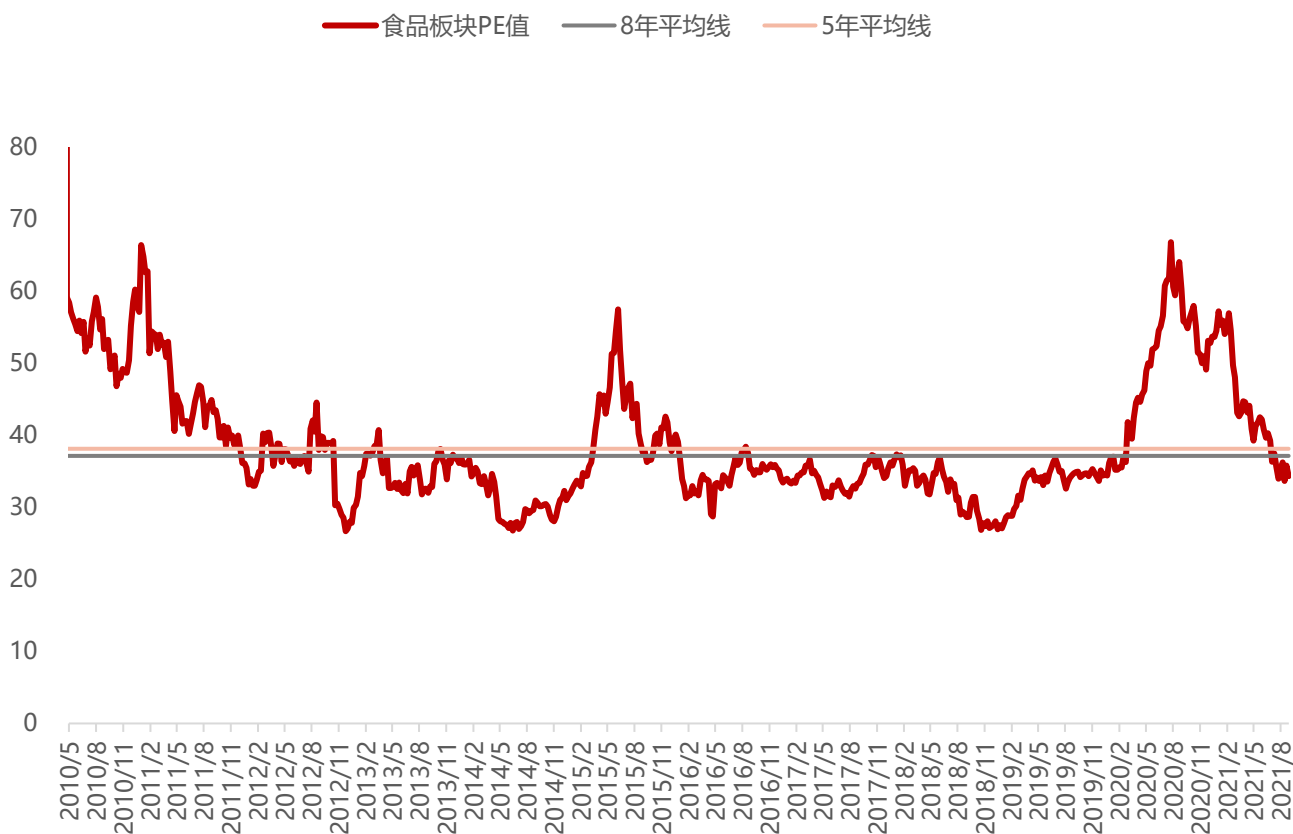
图 3：中信行业指数近两周度涨跌幅排名 (2021 年第 35&36 周)



数据来源：wind，东方证券研究所

本周食品板块的 PE (ttm) 估值达到 34.33X，低于 8 年平均线 (37.15X) 与 5 年平均线 (38.13X)。其中肉制品/调味品/休闲食品/速冻食品/其他食品的 PE 估值分别为 16.20/51.53/35.53/42.14/26.41 倍，分别较 8 年平均估值相距 -36.41%/-5.33%/-9.26%/-54.47%/-45.45%，肉制品/调味品/休闲食品/速冻食品/其他食品板块均处于历史较低水平。

图 4：近双周末食品板块的 PE (ttm) 估值达到 282.89X



数据来源：wind，东方证券研究所

表 1：各子板块估值情况

板块	目前估值	8 年平均	5 年平均	3 年平均	与 8 年平均差距
肉制品	16.20	25.48	24.81	23.95	-36.41%
调味品	51.53	54.43	51.10	56.63	-5.33%
休闲食品	35.53	39.16	40.36	37.05	-9.26%
速冻食品	42.14	92.54	67.21	56.46	-54.47%
其他食品	26.41	48.43	40.84	39.17	-45.45%

数据来源：Wind，东方证券研究所

1.2 个股行情周度跟踪

1.2.1 个股有周度涨跌幅和交易情况

个股涨跌幅来看，近两周股价涨幅最高的 5 只个股为周黑鸭/雨润食品/元祖股份/龙大肉食/嘉必优；周度平均换手率较高的 5 只个股为味知香/甘化科工/巴比食品/天味食品/金字火腿；成交量较高的 5 只个股为万洲国际/甘化科工/周黑鸭/ST 加加/双汇发展。

表 2：近两周个股表现龙虎榜（万股，%）

涨幅最大		平均换手率最高		成交量最大		
1	周黑鸭	41.68	味知香	17.15	青海春天	50349.4
2	雨润食品	18.52	甘化科工	15.86	万洲国际	33723.9
3	元祖股份	18.26	巴比食品	9.01	ST 加加	24859.0
4	龙大肉食	11.83	天味食品	8.21	双汇发展	15990.3
5	嘉必优	11.08	金字火腿	7.96	金龙鱼	15636.0
跌幅排名		平均换手率最低		成交量最小		
1	日辰股份	-18.10	克莉丝汀	0.00	克莉丝汀	0.0
2	海天味业	-14.59	达利食品	0.04	日辰股份	180.5
3	仙乐健康	-14.09	中国旺旺	0.12	甘源食品	639.6
4	天味食品	-9.29	海天味业	0.20	元祖股份	1061.9
5	涪陵榨菜	-8.62	得利斯	0.35	嘉必优	1151.2

数据来源：Wind，东方证券研究所

1.2.2 陆股通情况

近两周绝味食品/双汇发展/涪陵榨菜/千禾味业/安琪酵母等个股表现为北上资金流入，仙乐健康/洽洽食品/恒顺醋业/海天味业/三全食品表现为北上资金流出，其中中炬高新北上资金流出比例较高。港股通方面，近两周周黑鸭表现为南下资金流入，颐海国际表现为南下资金流出。

表 3：陆股通持股变动情况

股票简称	陆股通持股数量/万股	近两周陆股通持股变动/万股	至年初陆股通持股变动/万股	陆股通持股/流通股本	近两周持股比例变动
绝味食品	1758.0	463.0	-7.3	5.5%	1.5%
双汇发展	11260.0	823.0	4560.5	11.0%	0.8%
涪陵榨菜	3518.6	353.6	-171.6	7.5%	0.8%
千禾味业	1137.5	273.3	399.9	2.7%	0.7%
安琪酵母	10573.1	237.2	2711.2	21.4%	0.5%
龙大肉食	618.0	147.2	-460.6	1.5%	0.4%
天味食品	496.3	44.1	-562.9	2.7%	0.2%
中炬高新	4850.5	114.0	-5228.1	9.5%	0.2%
上海梅林	742.1	85.7	-264.7	1.3%	0.1%

华宝股份	132.1	14.6	-207.6	1.1%	0.1%
桃李面包	7496.3	38.5	4381.9	20.5%	0.1%
良品铺子	5.6	-0.2	-6.3	0.1%	0.0%
双塔食品	5181.1	-16.2	444.7	8.4%	0.0%
煌上煌	168.7	-14.5	-138.6	0.9%	-0.1%
金达威	467.4	-29.4	-73.3	1.7%	-0.1%
安井食品	1398.8	-26.8	680.8	12.1%	-0.2%
三全食品	631.6	-80.8	-1844.1	2.0%	-0.3%
海天味业	26524.3	-557.9	5914.6	24.1%	-0.5%
恒顺醋业	5145.6	-290.1	2746.7	9.3%	-0.5%
洽洽食品	9336.5	-226.5	2791.0	31.6%	-0.8%
仙乐健康	155.3	-68.5	138.4	3.0%	-1.3%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 4：港股通持股变动情况

股票简称	港股通持股数量/万股	近两周港股通持股变动/万股	至年初港股通持股变动/万股	港股通持股/流通股本	近两周持股比例变动
颐海国际	10917.1	-161.0	10917.1	31.1%	-0.5%
周黑鸭	45967.5	4164.2	45967.5	59.7%	5.4%

二、食品板块行业新闻

《2021 中国餐饮业年度报告》发布 高质量“五化”成餐饮业发展导向。8月23日，中国饭店协会与新华网联合发布《2021 中国餐饮业年度报告》，指出高质量发展的绿色化、数字化、新零售化、标准化和品牌化是餐饮企业未来发展中的重要导向标，这其中产生的绿色餐饮、反食品浪费、预制半成品、特色单品等新热点值得关注。

资料来源：<https://4m.cn/nGJyp>

春雪食品拟 IPO 募资减负，委托养殖资质尚未办全。近期，禽类企业春雪食品的 IPO 申请获得发审委审核通过。根据招股书，春雪食品拟公开发行 5000 万股，上市沪市主板，募集资金将用于相关肉鸡产业链项目。

资料来源：<http://t.hk.uy/SKv>

康师傅饮品成顶津食品大股东，持股 51%。9月1日，企查查显示，哈尔滨顶津食品有限公司（以下简称“顶津食品”）大股东从“康师傅（沈阳）饮品有限公司”变更为“康师傅饮品控股有限公司”。康师傅（沈阳）饮品有限公司股份从 74.7% 下降至 49%，康师傅饮品控股有限公司股份从 25.29% 上升至 51%。

资料来源：<http://t.hk.uy/SKw>

餐饮食品上半年抽检不合格率达**6.07%**。8月26日，市场监管总局发布今年上半年市场监管部门食品安全监督抽检情况。餐饮食品、食用农产品、酒类等13类食品抽检不合格率与2020年同期相比有所上升。其中，餐饮食品上半年抽检不合格率为6.07%、二季度抽检不合格率为6.38%。

资料来源：<http://t.hk.uy/Q67>

三、食品板块重点公告

表5：食品板块上市公司近两周重点公告

公告日期	公司名称	所属子板块	主要内容	公告类型
21/8/30	爱普股份	其他食品	实现营业总收入16.92亿元/+31.61%，归母净利润为1.22亿元/+31.46%，归母扣非净利润为1.10亿元/+27.77%。	业绩发布
21/8/30	海天味业	调味品	实现营业总收入123.32亿元/+6.36%，归母净利润为33.53亿元/+3.07%，归母扣非净利润为32.50亿元/+2.67%	业绩发布
21/8/30	三全食品	速冻食品	实现营业总收入36.39亿元/-2.44%，归母净利润为2.78亿元/-38.55%，归母扣非净利润为2.54亿元/-19.19%。	业绩发布
21/8/30	绝味食品	休闲食品	实现营业总收入31.44亿元/+30.27%，归母净利润为5.02亿元/+82.91%，归母扣非净利润为4.80亿元/+77.28%。	业绩发布
21/8/30	天味食品	调味品	实现营业总收入10.17亿元/+10.62%，归母净利润为0.76亿元/-62.12%，归母扣非净利润为0.62亿元/-65.94%。	业绩发布
21/8/30	中炬高新	调味品	实现营业总收入23.16亿元/-9.34%，归母净利润为2.80亿元/-38.51%，归母扣非净利润为2.69亿元/-39.11%。	业绩发布
21/8/30	安井食品	速冻食品	公司同意以总计约523万英镑收购英国 ORIENTAL FOOD EXPRESS LIMITED（功夫食品）部分股份并同步进行增资。	对外投资
21/7/20	中炬高新	调味品	公司截至2021年8月31日以最高价38.05元/股、最低价36.43元/股累计回购占总股本0.65%的521.00万股。	股票回购
21/8/31	龙大食品	肉制品	实现营业收入106.01亿元/-8.61%，归母净利润为3.08亿元/+1.26%，归母扣非净利润为3.20亿元/+6.21%。	业绩发布
21/9/1	嘉必优	其他食品	公司截至2021年8月31日共累计减持占总公司股份0.52%的62.68万股。	股票减持
21/9/1	甘源食品	休闲食品	公司截至2021年8月31日以最高价48.09元/股、最低价45.22元/股累计回购占总股本0.72%的67.27万股。	股权回购
21/9/1	良品铺子	休闲食品	公司截至2021年8月31日以最高价35.00元/股、最低价31.51元/股累计回购占总股本0.57%的228.75万股。	股权回购
21/9/2	克明食品	其他食品	公司决定使用自有资金以集中竞价交易的方式回购公司股份，回购股份资金总额不低于人民币6,000万元（含本数）且不超过人民币12,000万元（含本数），回购价不超过人民币16.00元/股（含本数）	股权回购

数据来源：公司公告，东方证券研究所

四、重点公司跟踪

● 绝味食品：营收增长彰显公司韧性，定增扩产保障长远发展

1) 疫情不改公司经营韧性，营收持续高速增长。21H1 公司实现营收 31.44 亿元/+30.27%，分业务看，卤制品销售收入为 28.99 亿元/+27.59%，占总收入的比重为 94.87%，加盟商管理收入为 0.33 亿元/-9.38%。卤制品销售收入增速较高是由于疫情导致的低基数效应，2019H1-2021H1 复合增速为 10.40%，在疫情反复下仍能保持双位数的复合增速，足见公司极佳的韧性。未来公司将塑造更年轻化的品牌形象，推行新品快上快下策略，辅以媒体战攻势，客流引力增强，营收料将持续高速增长。

2) 稳定拓店步步为营，深度绑定老加盟商。21 年中报显示公司现有门店 13136 家，较 20 年末净增 737 家，低于 20 年 H1 净增门店数（1104 家），但仍高于 20 年之前各年同期水平；新开门店聚焦于一二线城市，网点密度提升可实现更全面商圈覆盖并增强品牌效应；公司现有约 3000 位加盟商，较 16 年减少约五成，现鼓励老加盟商多开门店，精简加盟商体系，提升现有加盟商利润空间，在降低管理难度的同时与加盟商进行深度利益绑定。

3) 毛利率有所提升，净利率恢复至 19 年同期水平。21 年 H1 公司毛利率为 34.61% /+0.29pct，但本期销售费用中运输费计入营业成本，现有口径下毛利率同比+3.61 pct；21 年 H1 销售费用率 6.83%/-2.91pct，现有口径下销售费用率同比+0.4pct，销售费用增加主因为职工薪酬、折旧与摊销增加；21 年 H1 归母净利润率 15.97% /+4.61pct，扣非归母净利润率 15.27% /+4.04pct，已基本恢复至 19 年同期水平。

4) 定增扩产保障长远发展。21 年 8 月 2 日，公司发布定增预案，拟在广东、江苏、广西、辽宁、湖南、四川六地新增卤制品产能总计 16 万吨；现有部分地区产能利用率已超 100%，产能瓶颈将制约公司长期发展，本次募投项目投产年份大多为 2024 年及以后，与可转债募投项目形成完美衔接，为提升公司市占率、提升规模优势起到关键作用，还将为公司对外赋能提供有力支撑。

● 颐海国际：营收符合预期、利润承压，期待第三方成长

1) 关联方恢复明显，第三方中式复调及速食增长延续多品牌发展轨迹。21H1 收入分渠道，关联方/第三方经销/电商分别实现营收 8.9 亿(+79.0%)/15.5 亿(+0.0%)/1.8 亿(+11.4%)，其中关联方因餐厅收入恢复而回弹明显（海底捞 21H1 收入+105.9%），但售价或因关联方压价-11%，且供货比例略微缩减；经销稳住基本盘；电商开拓有成效。第三方销售中，火锅料/中式复调/方便速食分别实现 6.9 亿（-7.2%）/3.0 亿（+4.4%）/7.0 亿（+6.6%），火锅料销售减少因较 20 同期居家消费需求趋于正常，其他两类产品增长延续多品类轨迹。

2) 净利率降低主因毛利率下滑，新品牌建设施压费用。21H1 毛利率 32.7%（-7.0pct），因 1) 关联方占比增加且关联方毛利率持续走低：21H1 关联方销售占比 34%，同比+11.5pct；关联方销售毛利率 24.3%，同比-1.2pct。2) 第三方中式复调“筷手小厨”系列促销拉低售价：第三方火锅料/中式复调/方便速食毛利率分别 51.4%(-3.6pct)/34.8%(-10.8pct)/26.5%(-5.2pct)，每公斤售价分别 29.4 元（-4.9%）/23.5 元（-11.0%）/39.3 元（+8.6%）。3) 主要原料中油类价格上涨。费用方面，压力来自新品牌广宣投入及分仓建设等渠道支持力度加大：1) 经销开支占收入比例 12.4%(+2.9pct)，其中广宣费率+1.7pct，运输费率+0.4pct。2) 行政开支占收入比例 5.1%（-1.8pct），因 20 同期筹建霸州、马鞍山二期及漯河工厂费用开支增加。此外，其他收入净额占收入比例 4.4%（+1.8pct），主因财政补贴增加。最终传导至净利率为 13.3%(-4.7pct)。

3) 公司组织管理持续调整，以短期费用压力换长期成长空间，效力将逐步体现：1) 机制改革：给予合伙人区域渠道建设、新品研发权责，强化区域团队激励与凝聚力，同时考核区域内经销库存、终端满意度等过程指标，促区域市场长期经营。2) 渠道支持：增加物流配送分仓至 10 个，继续扩大卖场零库存实施范围，物流效率与经销商满意度得以提高。21H1 存货周转天数由 20 全年 38.7 降低至 37.0，当前动销健康、库存良性水平，第

三方经销商数量 3000+。3) 供应优化: 21H1 霸州一期 7 万吨投产、二期 2.4 万吨开建, 泰国一期 2 万吨开建; 下半年漯河基地一期 (7.5 万吨) 投产, 肇庆工厂约 4 万吨投产, 马鞍山新工厂引入先进设备; 产能加码下, 冲泡系列将打开瓶颈, 整体物流成本控制与生产效率有望继续提升。4) 新品培育: 产品层面改进推新激励指标, 通过考核生命周期打造高质量大单品; 品牌层面“筷手小厨”登陆浙江卫视, 硬广冠名、直播种草与线下物料宣传投放全面推进。

● 广州酒家: 餐饮恢复、速冻承压, 投资+扩产奠定长期发展

餐饮期待继续恢复, 速冻因高基数承压、省外经销拓展有效。上半年营收分业务, 餐饮/月饼/速冻/其他分别贡献 3.02 亿元 (+78.5%) /0.37 亿元 (+99.9%) /4.05 亿元 (-1.5%) /4.69 亿元 (+42.4%)。餐饮恢复近疫前 (为 19 年 90% 水平); 月饼增速高因今年中秋提前; 速冻同降因去年疫情增加家庭需求致基数高 (相比 19H1+56.1%); 其他产品同增再创新高 (20H1 该业务营收同增 30.1%) 因①春节年货需求恢复带动饼酥销售增长, ②市场拓展加大推动端午粽销售。分渠道, 直销/经销分别 5.75 亿元 (+46.6%) /6.39 亿元 (+19.0%), 直销收入增长主因餐饮业恢复。分区域, 广东省外/境内省外/境外分别 9.77 亿元 (+23.4%) /2.09 亿元 (+77.2%) /0.27 亿元 (+46.8%), 境内省外增速快因省外销售业务拓张有效 (报告期末经销商 914 个, 省内/境内省外/境外分别 561 (+19) /337 (+54) /16 (-2))、电商渠道建设成果显现, 境外业务同增来自中秋提前、月饼销售季节效应。

成本对冲稳毛利, 整体盈利改善。上半年销售毛利率 26.29% (-0.6pct), 虽原料成本上涨 4%, 但单品含量减少有效对冲压力; 销售费用率 9.97% (-1.4pct), 管理费用率 12.7% (-1.5pct), 估计因会计准则变更减少摊销及收入增加铺薄费用; 财务费用率 -0.51% (+0.5%), 因执行新租赁准则利息费用增加; 传导至归母净利润率 3.04% (+1.8pct)。

展望后续, 食品上规模, 餐饮塑品牌: 食品业务产能建设、区域拓展稳步推进: 梅州基地一期进入试产, 26 日新公告投资“湘潭二期速冻项目” (建设期 2 年, 投产后 3.85 万吨产能), 华中&华东商超及经销渠道拓展加大力度, 产能+销售双重支持下, 省外业务料将延续高增态势。餐饮业务主门店精耕、对外投资强化品牌: “广州酒家”深圳深业上城店、佛山京华广场店开业, 全新智慧门店味来手信店、味来餐厅推出; 并购“陶陶居”经翻新后已陆续开业 (报告期末直营门店 7 家, 特许经营门店 19 家), 且自 21 年 6 月 30 日起陶陶居将纳入公司合并报表; 此外公司引入战略投资者, 促进国企改革、释放组织活力, 强化品牌力打造。

● 海天味业: 收入有所承压, 利润率保持稳健

1) 收入端: 餐饮恢复不及预期、渠道库存较高、社区团购等多重因素冲击下, 收入有所承压。公司 21H1 实现营收 123.32 亿元/+6.36%, 单 Q2 实现营收 51.74 亿元/-9.39%。2) 利润端: 费用率管控对冲成本压力下毛利率下行, 利润率保持稳定。21H1 公司毛利率 39.31%/-3.63pct, 毛利率下滑主要原因系原料成本上涨, 而行业尚不具备提价条件。公司通过收缩销售费用率保持利润率稳健, 21H1 实现销售费用率 5.48%/-1.99pct, 归母净利润率 27.19%/-0.87pct。3) 短期看, 一方面, 公司目前已积极拥抱社区团购并加强渠道管控, 新渠道冲击有望缓解; 另一方面, 成本压力之下, 行业内普遍存提价预期。此外, 建议积极关注餐饮端复苏对公司带来的边际改善。长期看, 公司历年来经营稳健, 成本压力下行业加速出清, 建议持续关注。

● 中炬高新: 收入与业绩短期均承压

1) 收入端: 下游消费疲软、渠道去库存、社区团购等多重因素冲击下, 收入有所承压。21H1 实现营收 23.15 亿元/-9.34%, 单 Q2 实现营收 10.53 亿元/-24.85%。2) 利润端: 成本上行背景下毛利率承压, 带动净利率下行。21H1 公司毛利率 37.71%/-4.84pct, 期间费用率保持稳定, 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别变动+0.00/+0.82/+0.38pct, 毛利率下滑带动净利率承压, 21H1 公司归母净利润率 12.08%/-5.73pct。3) 短期看, 公司目前

渠道库存已经相对良性，且已通过产品定制等方式积极拥抱社区团购冲击，建议积极关注；长期看，伴随房地产业务剥离、股权激励等项目持续落地，产能稳步扩张，为空白市场开发、餐饮端攻坚提供有力支持，建议持续关注。

● 佳禾食品：营收高增长，盈利能力恢复

1) 收入端：下游需求旺盛，营收高速增长。21H1 实现营收 11.09 亿元/+55.73%，单 Q2 实现营收 5.20 亿元/+34.00%。2) 利润端：原材料价格高企，挤压利润空间。21H1 公司毛利率 14.21%/-9.64pct，销售费用率 2.00%/-3.99pct，今年以来公司主要原材料乳粉、食用油、玉米淀粉等原料价格均出现较大幅度上涨，且由于现有合同价格难以修改，导致公司上半年无法将成本上涨影响向下游传导，毛利率因此下滑。21H1 公司归母净利润率 6.49%/-4.46pct，扣非归母净利润率 5.95%/-3.46pct。3) 短期看，预计原料价格现已见顶，下半年原料价格或有所回落，长期看公司正着力发展冷萃咖啡、燕麦奶等新品类，借助自身 B 端渠道优势推广新品，建议持续关注。

五、后期重要事项提醒

表 6：食品行业后期重要事项提醒

日期	公司名称	所属板块	主要内容	事项	地点
21/9/07	立高食品	休闲食品	召开临时股东大会	股东大会	广州
21/9/10	安琪酵母	其他食品	召开临时股东大会	股东大会	宜昌
21/9/10	克明食品	其他食品	召开临时股东大会	股东大会	长沙
21/9/13	晨光生物	其他食品	召开临时股东大会	股东大会	邯郸
21/9/14	龙大肉食	肉制品	召开临时股东大会	股东大会	莱阳
21/9/14	佳隆股份	调味品	召开临时股东大会	股东大会	普宁
21/9/14	日辰股份	调味品	召开临时股东大会	股东大会	青岛
21/9/15	黑芝麻	休闲食品	召开临时股东大会	股东大会	南宁
21/9/16	甘化科工	调味品	召开临时股东大会	股东大会	上海

数据来源：公司公告，东方证券研究所

六、投资建议

调味品：近两周调味品企业中报密集落地，大部分公司表现不及预期，主要系相对基数较高、终端消费不足、餐饮端恢复不及预期、成本上行等多重因素所致。展望 21H2，建议积极关注以下因素：**1) 下游需求恢复情况。**21H1 在疫情反复、终端消费力不足等多重因素影响下，上半年下游需求受阻，尽管目前以上抑制因素呈现边际改善态势，但仍需密切关注渠道去库存情况及疫情反复的影响；**2) 社区团购分流影响。**一方面，各调味品企业均已积极开展和社区团购合作，并加强渠道管控，对冲渠道分流影响；另一方面，伴随国家市监管总局和商务部出台管控措施，社区团购以低价进行恶性竞争的态势有望好转，渠道对价格体系的扰动有望好转。**3) 成本压力及提价预期。**目前原料价格仍呈上升趋势，一方面，我们需关注成本回落趋势，另一方面在原料成本持续上涨情况下，行业内存提价预期，若成本下行叠加行业提价，利润弹性有望得到释放。**长期看，成本压力之**

下行业出清有望加速，龙头企业市占率有望迎来新一轮提升。站在当下时点，我们认为行业下游需求恢复情况、渠道去库存情况、成本端压力、提价动作等仍有待观察，建议把握中长期布局机会，建议关注当前估值回落下布局机会逐渐显现、经营稳健性高的调味品行业龙头，如海天味业(603288, 未评级)中炬高新(600872, 未评级)、安琪酵母(600298, 买入)等。

休闲食品：近 2 周休闲食品板块估值有所回调，板块仍处于历史估值低点。休闲食品更偏可选消费品，对渠道的依赖因素更大，商超客流下滑、电商平台流量去中心化亦是行业内短期业绩承压的主要因素，但行业内各公司均采取积极措施进行应对，如洽洽进行营销体系改革，盐津发力定量装、并聘请新管理团队，良品铺子发力抖快等新渠道。行业内各公司质地优良，如洽洽品牌、产品、渠道、供应链优势较为突出；盐津供应链基础扎实，发展战略清晰；良品全渠道、全品类布局优势突出，为经营稳健性保驾护航。站在当下时点，建议把握两条投资主线：1) 建议关注下半年有望迎股价催化因素（如改革/转型有效、经营边际改善、基数效应衰退）的个股，如洽洽食品(002557, 买入)、盐津铺子(002847, 买入)；2) 同时亦建议积极关注全渠道、全品类布局优势带来经营稳健性、长期投资价值足的个股，如良品铺子(603719, 增持)。

速冻食品：虽然速冻板块由于去年高基数和商超渠道客流下降影响，上半年整体业绩承压，但进入 7 月以来，据终端反馈商超速冻食品销售已企稳，龙头安井食品(603345, 增持)7 月商超渠道恢复正增长。我们认为公司渠道和产品竞争优势稳固，产能投放打开全国化增长空间，长期竞争力和空间无忧。湖北 1 期 10 万吨产能已于今年 6 月投产，四川 2 期 9 万吨/河南 2 期 5 万吨/辽宁 3 期 4 万吨有望在 4 季度投产，定增落地后将进一步扩大全国化产能和渠道建设，短期波动不影响长期价值，维持“增持”评级。同时建议关注受益于冷冻烘焙渗透率快速提升的行业龙头立高食品(300973, 未评级)。

卤制品：近两周卤制品龙头年报出炉，绝味、周黑鸭维持高速开店节奏，净增门店数较高，营收高速增长。建议持续关注以下因素：1) 单店营收恢复情况。上半年国内疫情局部反复，各地出台的限制出行措施对交通枢纽店造成较大影响，同时虽然大部分社区店恢复至疫情前，但疫情反复风险尚存，未来社区店会否受到影响仍需进一步观察。2) 净开门店数量。去年疫情期间卤制品企业均逆势开店取得不错的成效，一方面需注意高速拓店的势头能否维持，另一方面则需注意高速开店下的新店质量，若闭店率提高则开店成果难以留存。3) 供应链能力，鉴于卤制品同质性高，且尚未有公司拥有绝对的品牌优势，提价并非业内公司提升业绩的主要手段，则增强供应链控制能力，降低原料和生产成本是提升利润的关键所在。建议关注持续高速开店，拥有强大供应链能力的绝味食品(603517, 买入)和开放加盟模式，具有良好品牌力的周黑鸭(01458, 未评级)。

风险提示

- 1) 疫情反复影响餐饮渠道消费需求；
- 2) 原料大幅涨价挤压毛利；
- 3) 行业竞争加剧致龙头份额流失或费用投放效率降低；
- 4) 突发性食品安全事件导致公司经营和品牌受损；

附录

表 7：主要公司业绩预测及估值汇总

证券代码	证券简称	收盘价 /元	总市值/亿元	EPS 2018A	EPS 2019A	EPS 2020A	EPS 2021E	PE 2020A	PE 2021E
603719.SH	良品铺子	32.60	130.73	0.66	0.95	0.87	1.07	37.47	30.47
300783.SZ	三只松鼠	36.32	145.64	0.84	0.63	0.75	1.15	48.43	31.51
002847.SZ	盐津铺子	56.45	73.02	0.57	1.03	1.94	2.22	29.10	25.43
002557.SZ	洽洽食品	38.50	195.20	0.85	1.19	1.60	1.92	24.06	20.05
603777.SH	来伊份	14.23	47.93	0.03	0.03	-0.19	0.89	-74.89	16.00
603886.SH	元祖食品	18.52	44.45	1.01	1.03	1.25	1.38	14.82	13.42
002956.SZ	西麦食品	17.30	38.75	2.28	2.25	0.83	1.02	20.84	16.96
002216.SZ	三全食品	15.31	134.60	0.13	0.27	0.96	0.86	15.95	17.80
603345.SH	安井食品	158.72	387.95	1.25	1.58	2.61	3.09	60.81	51.37
603043.SH	广州酒家	23.08	130.54	0.95	0.95	1.04	1.48	22.19	15.59
603517.SH	绝味食品	62.53	384.07	1.56	1.32	1.15	1.65	54.37	37.90
002695.SZ	煌上煌	14.07	72.15	0.34	0.43	0.55	0.65	25.58	21.69
600305.SH	恒顺醋业	14.27	143.12	0.39	0.41	0.31	0.33	46.03	42.93
600872.SH	中炬高新	32.66	260.18	0.76	0.90	1.12	1.12	29.16	29.21
603027.SH	千禾味业	17.17	137.15	0.74	0.43	0.31	0.30	55.39	57.95
603755.SH	日辰股份	39.31	38.77	0.94	1.04	0.82	1.00	47.94	39.14
603288.SH	海天味业	90.07	3,794.27	1.62	1.98	1.98	1.72	45.49	52.38
603317.SH	天味食品	21.10	159.56	0.72	0.74	0.61	0.51	34.59	41.59
600298.SH	安琪酵母	44.69	372.21	1.04	1.09	1.66	1.84	26.92	24.23
002507.SZ	涪陵榨菜	26.91	238.86	0.84	0.77	0.98	0.92	27.46	29.33
600073.SH	上海梅林	7.74	72.58	0.33	0.39	0.43	0.53	18.00	14.50
002726.SZ	龙大肉食	10.40	112.09	0.23	0.24	0.91	0.88	11.43	11.76
000895.SZ	双汇发展	25.08	868.94	1.49	1.64	1.86	1.92	13.48	13.06
002661.SZ	克明面业	10.60	35.72	0.56	0.63	0.91	0.88	11.65	12.03
1579.HK	颐海国际	36.82	385.44	0.53	0.74	0.90	1.06	40.80	34.78
1458.HK	周黑鸭	6.72	160.23	0.23	0.18	0.07	0.22	96.05	30.56

盈利预测部分近三个月有点评的公司为东方证券研究所预测，其他为 wind 一致预期

数据来源：wind，东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有绝味食品股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn