

食品饮料

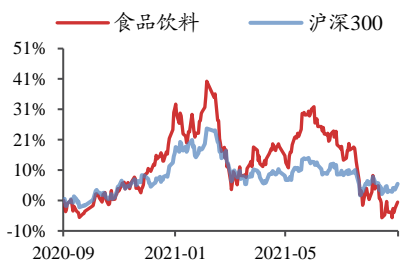
2021年09月07日

投资评级：看好（维持）

食品饮料 2021 年中报综述：白酒结构性繁荣，大众品柳暗待花明

——行业深度报告

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业周报-中报喜忧各半，静待消费回暖》-2021.9.5

《行业周报-中报披露接近尾声，共同富裕利好大众消费》-2021.8.29

《行业点评报告-预制菜正处快速发展期，领先布局者有望受益》-2021.8.23

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

逢晓娟（分析师）

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790521060002

叶松霖（分析师）

yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790521060001

● 短期消费偏弱，长周期看好食品饮料板块

2021年1-8月食品饮料板块股价跑输市场。2021Q2基金持仓食品饮料比例回落，但仍是基金配置主流。其中白酒持仓比例略有下滑，大众品除啤酒外，其他行业配置比例均有回落，二季度多数白酒的持仓呈现出分化特点，一线白酒被基金全线减持，次高端白酒被增持较多。估计原因应是与次高端白酒业绩增速较快，成长性凸显有关。年初至今整体消费偏弱，随着国内疫情逐渐得到控制，餐饮缓慢复苏，预计整体消费将缓慢回暖。往未来展望，食品饮料基本面的稳定性与业绩确定性较高，我们长周期看好白酒板块，建议持有贵州茅台、五粮液、山西汾酒等，同时关注体量小、增速快的酒企改善型机会。大众品中持续推荐伊利股份、海天味业、绝味食品等，建议关注业务周期趋势向上的机会，如嘉必优。

● 市场表现：食品饮料跑输市场，软饮料表现相对较好

2021年1-8月食品饮料板块下跌22.3%，跑输沪深300板块17.7pct，在一级子行业中排名第二十七，其中软饮料(+5.9%)、其他酒类(+1.4%)具有正绝对收益。涨幅分解来看，食品饮料2021年1-8月PE较2020年底回落35%，预计2021年净利增长22%，两者共同作用，年初至今板块市值下跌21%。进入三季度以来，2021年7-8月食品饮料板块下跌22.8%，跑输沪深300约16.3pct。

● 白酒：中报业绩结构性繁荣，升级逻辑持续演绎

2021Q2白酒上市公司收入维持高增，净利润增长环比提速。分价格带看，二季度高端白酒增速平稳，次高端白酒结构升级和全国化扩张趋势延续，叠加2020年低基数，业绩延续高增长。大众高端白酒需求持续回暖，结构升级持续推进，上半年毛利率、净利率总体呈提升趋势。6月末预收款规模环比明显增加，说明二季度白酒公司营收普遍留有余力。白酒结构升级和集中度提升的行业逻辑依然演绎，经过前期急跌，龙头公司目前股价对应2022年估值回落至合理区间，继续看好白酒板块后续表现，重点推荐：贵州茅台、五粮液、山西汾酒，洋河股份。

● 大众品：业绩短期承压，静待消费回暖

大众品二季度营收普遍降速增长，一方面是2020年同期疫情得到有效控制后补偿性消费导致高基数效应的体现，另一方面是受到2021年消费需求减弱以及渠道结构转变带来的双重影响。疫情局部地区反复给餐饮行业带来压力，与之相对应的行业仍有影响。同时以社区团购为主的新零售渠道给行业带来扰动，表现为产品结构的降级与价格体系波动导致的渠道推力减弱。利润方面大众品增速回落更快，主因原料成本压力增大，以及为了应对渠道结构转变，企业普遍投入较多市场费用。往下半年展望，考虑到同期基数回落、社区团购渠道扰动减弱等因素，预计大众品应有较好复苏，企业报表端可能有恢复性增长。

● **风险提示：**宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原料价格波动风险。

目 录

1、 食品饮料股价下跌，估值回落是主要原因	5
1.1、 2021年1-8月食品饮料板块涨幅跑输大盘	5
1.2、 个股涨跌幅：次新股、改善型公司表现较好	7
1.3、 2021Q2基金重仓食品饮料比例持续回落	7
2、 行业：二季度白酒稳健增长，大众品短期承压	9
2.1、 白酒：疫情不改长期趋势，产品升级和集中度提升逻辑持续演绎	9
2.1.1、 产品升级驱动行业结构性繁荣，龙头企业竞争优势不断提升	9
2.1.2、 白酒中报交出优质答卷，助力板块股价企稳向好	11
2.2、 调味品：中报业绩承压，静待行业复苏	18
2.3、 乳制品：乳制品需求较好，行业竞争趋缓，集中度持续提升	20
2.4、 肉制品：猪价步入下行周期，屠宰逐渐恢复	23
2.5、 啤酒需求平稳，吨价明显提升	24
2.6、 卤制品：门店经营继续恢复，毛利率受益原材料储备	27
3、 重点个股：业绩为重，龙头更优	28
3.1、 贵州茅台：业绩增速平稳，直销持续推进	28
3.2、 五粮液：各系列量价齐升，直营占比明显提高、	28
3.3、 山西汾酒：高增趋势持续，利润弹性突显	29
3.4、 洋河股份：战略调整成效显著，多品牌共同发力	29
3.5、 伊利股份：业绩超预期，份额持续提升，领先地位稳固	30
3.6、 双汇发展：业绩短期承压，长期猪价下行利润弹性大	30
3.7、 海天味业：业绩符合预期，龙头稳健成长	31
3.8、 中炬高新：业绩压力增大，夯实基础静待花开	31
3.9、 涪陵榨菜：高基数导致业绩承压，下半年有望加速成长	32
3.10、 桃李面包：季报业绩超预期，员工持股提振士气	32
3.11、 西麦食品：业绩短期承压，仍处发展黄金期	33
3.12、 中国飞鹤：业绩增长强劲，市场份额持续提升	33
3.13、 新乳业：业绩符合预告，正处发展黄金期	34
3.14、 广州酒家：食品业务稳增长，餐饮业务拖累短期业绩	34
3.15、 味知香：费用短期扰动，多渠道布局，长期发展可期	35
3.16、 李子园：业绩符合预告，稳步推进全国化	35
3.17、 金字火腿：定增扩产，长期竞争力强化	36
3.18、 煌上煌：收入增幅回落，蓄力未来成长	36
3.19、 绝味食品：门店拓展顺利，未来稳健成长	37
3.20、 甘源食品：商超流量下滑拖累，回购股份彰显信心	37
3.21、 周黑鸭：新开门店快速拓展，放眼未来高成长	38
4、 风险提示	39

图表目录

图 1： 2021年1-8月食品饮料涨跌幅市场排名 27/28	5
图 2： 2021年1-8月软饮料在食品饮料子行业中涨幅最高	5
图 3： 2021年1-8月食品饮料板块市值下跌更多来自于估值回落	6

图 4: 2021 年 7-8 月食品饮料涨跌幅市场排名 28/28.....	6
图 5: 2021 年 7-8 月乳制品在食品饮料子行业中跌幅最小.....	7
图 6: 2021 年 1-8 月次新股与改善型公司表现较好.....	7
图 7: 2021Q2 基金重仓食品饮料比例环比回落至 9.2%水平 (单位: %).....	8
图 8: 2021Q2 白酒重仓与非白酒重仓比例均有回落.....	8
图 9: 2021Q2 乳制品、肉制品、调味品配置比例回落.....	8
图 10: 2021Q2 基金前十大重仓股中消费公司占有 5 席.....	9
图 11: 2009-2012 年期间, 白酒各价格带均有较快增长.....	9
图 12: 2015 年起次高端、高端价格带收入表现好于整体.....	9
图 13: 2017 年起全国白酒企业产量下滑 (万千升).....	10
图 14: 2017 年开始, 全国白酒平均价格加速上涨.....	10
图 15: 上市白酒公司市场份额持续提升.....	10
图 16: 规模以上白酒企业数量 2018 年以来下降明显.....	10
图 17: 酱香型白酒占比快速提升.....	11
图 18: 2021Q2 上市白酒企业收入同比增长 19.3%.....	12
图 19: 2021Q2 上市白酒企业利润同比增长 26.0%.....	12
图 26: 高端白酒规模持续增长.....	16
图 27: 高净值人群数量持续增长 (单位: 万人).....	16
图 28: 高端酒历史销量增长稳健.....	16
图 29: 高端酒价格仍在可接受范围内.....	16
图 30: 五粮液站稳千元价格带后, 次高端价格天花板打开.....	17
图 31: 2020 年龙头古井贡在安徽市场份额提升明显.....	17
图 32: 洋河和今世缘 2020 年在江苏市场市占率提升.....	17
图 33: 全国大部分地区宴席用白酒主流价格处在 100-200 元区间.....	18
图 34: 2021Q2 调味品毛利率与销售费用率同比下降.....	19
图 35: 2021Q2 调味品上市公司净利率同比回落.....	19
图 36: 2021 年 7 月餐饮收入增速回落.....	20
图 37: 2021 年 7 月限额以上餐饮收入增速回落.....	20
图 38: 2021Q2A 股上市乳企营收同比增 9.0%, 净利同比降 1.9%.....	20
图 39: 2021 年 8 月 17 日全脂奶粉同比增 21.0%.....	21
图 40: 2021 年 8 月 25 日生鲜乳同比增 17.1%.....	21
图 41: 2021Q2 全脂奶粉折算价低于国内生鲜乳价格.....	21
图 42: 2021H1 伊利股份常温奶市占率为 38.8%.....	22
图 43: 2021H1 伊利股份低温奶市占率为 15.4%.....	22
图 44: 2021Q2 全国性乳企营收同比增 8.4%.....	22
图 45: 2021Q2 全国性乳企净利同比降 3.9%.....	22
图 46: 2021Q2A 股上市肉企营收同比降 11.3%, 净利同比降 29.1%.....	23
图 47: 2021Q1 以来猪肉价、生猪价处于下行周期.....	23
图 48: 2021Q2 生猪定点屠宰量同比增 50.4%.....	23
图 49: 2021 年 6 月生猪存栏同比增 29.2%.....	24
图 50: 2021 年 7 月能繁母猪存栏同比增 24.5%.....	24
图 51: 2021 年 7 月啤酒产量降 7%.....	25
图 52: 2021 年 7 月啤酒累计产量增 7.5%.....	25
图 53: 2020Q2 A 股卤制品上市公司整体营收同比提升 12.3%, 净利润提升 14.8%.....	27
图 54: 卤制品公司原材料价格自疫情以来低位波动上行.....	27

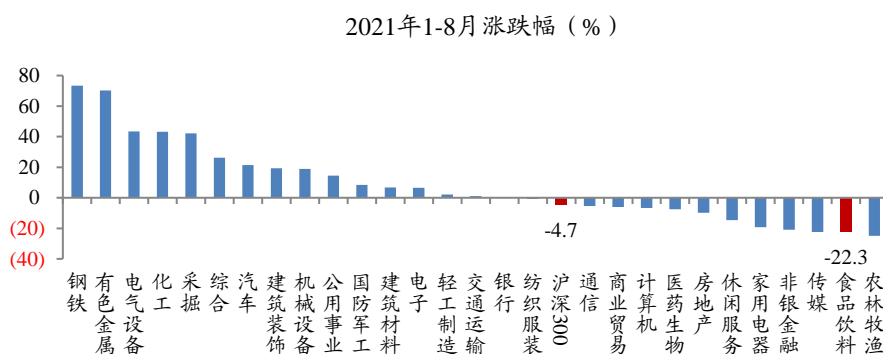
图 55: 卤制品上市公司 2021H1 平均毛利率达 34.29%	27
表 1: 老牌名酒在行业复苏期间进行管理改革, 成效显著.....	11
表 2: 高端白酒 2021Q2 收入增速平稳, 毛利率、净利率提升明显.....	14
表 3: 次高端品牌收入大幅提升, 净利润弹性较收入弹性更大.....	14
表 4: 大众高端白酒 2021Q2 业绩增长延续, 费用率有所回落.....	15
表 5: 调味品重点公司 2021Q2 净利率均有下行.....	19
表 6: 2021Q2 单季度高基数下啤酒营收略降	25
表 7: 2021Q2 毛利率同比基本平稳	26
表 8: 2021Q2 销售费用率同比略降	26
表 9: 2021Q2 啤酒龙头净利率稳中有升	26
表 10: 2021Q2 啤酒净利润增速分化	26
表 11: 重点公司盈利预测及估值	39

1、食品饮料股价下跌，估值回落是主要原因

1.1、2021年1-8月食品饮料板块涨幅跑输大盘

食品饮料涨幅跑输大盘，软饮料表现相对较好。2021年1-8月食品饮料板块下跌22.3%，跑输沪深300板块17.7pct，在一级子行业中排名第二十七。分子行业看，软饮料(+5.9%)、其他酒类(+1.4%)具有正绝对收益，黄酒(-35.0%)、调味品(-40.7%)、肉制品(-41.3%)排名靠后，跑输食品饮料板块及大盘。

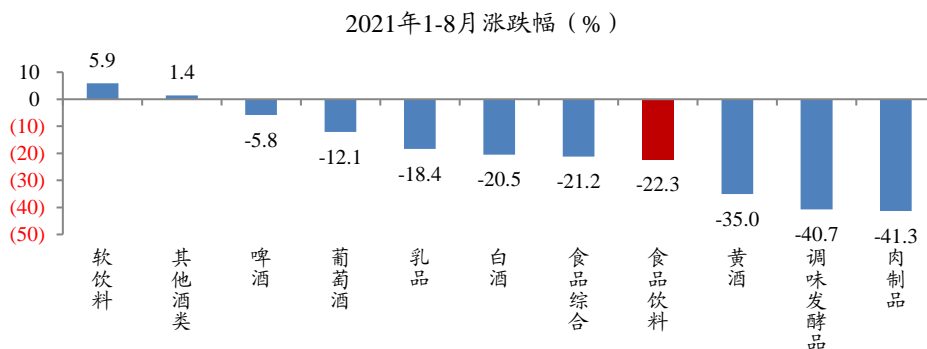
图1：2021年1-8月食品饮料涨跌幅市场排名 27/28



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2021年8月31日

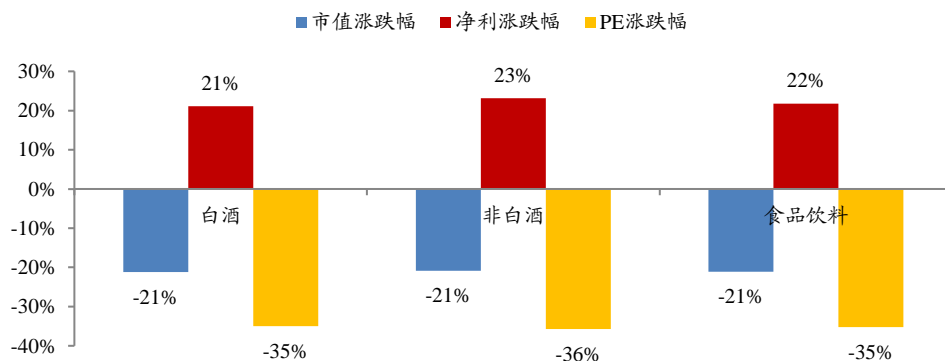
图2：2021年1-8月软饮料在食品饮料子行业中涨幅最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2021年8月31日

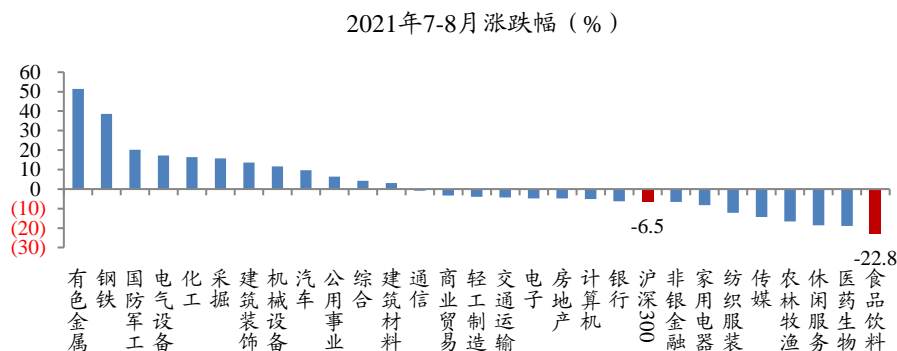
2021年1-8月食品饮料板块市值下跌，更多来自于估值回落。食品饮料2021年1-8月PE较2020年底回落35%，预计2021年净利增长22%，两者共同作用，年初至今板块市值下跌21%。其中：白酒估值同比下降35%，预计2021年净利增长21%，白酒板块市值回落21%；非白酒估值下降36%，预计2021年净利增长23%，板块市值回落21%。整体来看2021年初以来食品饮料板块市值下降，估值回落是主要原因。

图3：2021年1-8月食品饮料板块市值下跌更多来自于估值回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

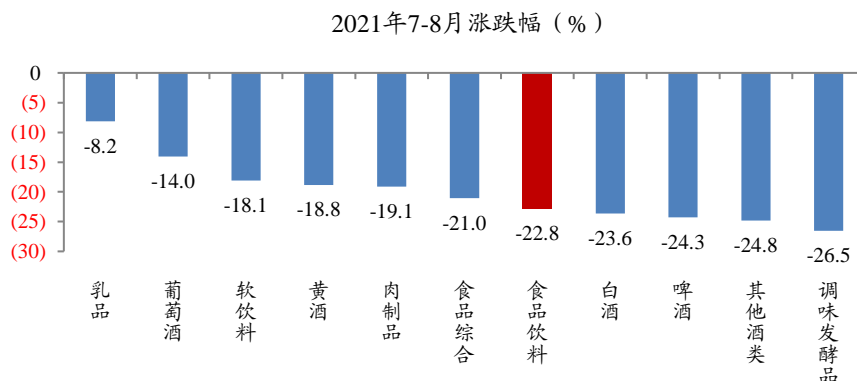
备注：股价涨跌幅截至2021年8月31日

2021年7-8月食品饮料股价涨幅垫底。进入三季度以来，2021年7-8月食品饮料板块下跌22.8%，跑输沪深300约16.3pct，在一级子行业中排名垫底。分子行业看，乳制品(-8.2%)跌幅较少；啤酒(-24.3%)、其他酒类(-24.8%)、调味品(-26.5%)子行业跌幅较大，且跑输食品饮料整体。我们分析7-8月市场表现与中报业绩相关性较高。

图4：2021年7-8月食品饮料涨跌幅市场排名 28/28


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2021年8月31日

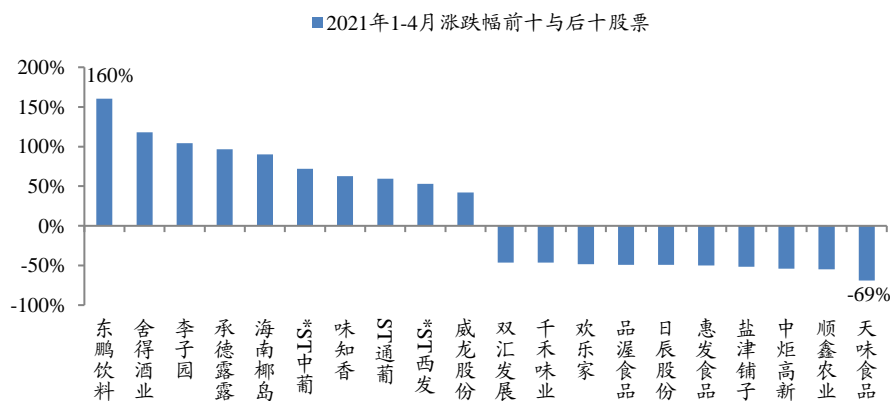
图5：2021年7-8月乳制品在食品饮料子行业中跌幅最小


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2021年8月31日

1.2、个股涨跌幅：次新股、改善型公司表现较好

次新股与改善型公司表现较好。2021年1-8月市场较为青睐高成长股票，因此具有改善预期、短期业绩增速较快，以及优秀的次新股受到市场追捧。2021年1-8月板块涨幅前10股票中，次新股表现优异，如东鹏饮料（160%）、李子园（104%）、味知香（63%）等均在涨幅前十；ST股票也被受到市场青睐，如*ST中葡（+72%）、ST通葡（+59%）、*ST西发（+53%）等；具有改善预期的品牌涨幅较多，如舍得酒业（+118%）、承德露露（+97%）、海南椰岛（+90%）等。排名在后十的股票，多数中报业绩表现不及预期。

图6：2021年1-8月次新股与改善型公司表现较好


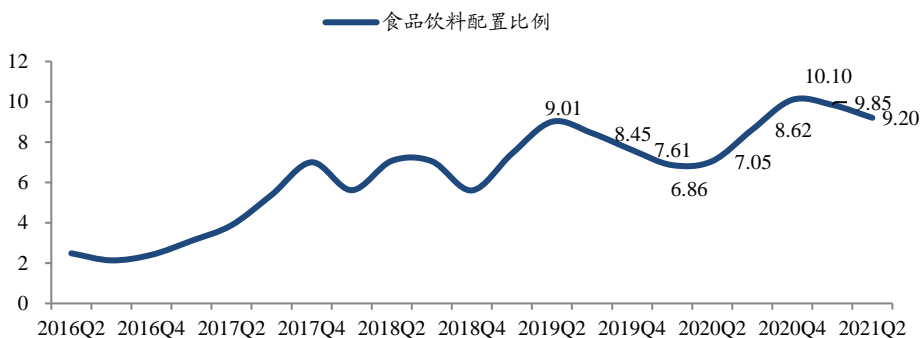
数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2021年8月31日

1.3、2021Q2 基金重仓食品饮料比例持续回落

2021Q2 食品饮料配置比例回落。从基金重仓持股情况来看，2021Q2 食品饮料配置比例(持股市值占基金股票投资市值比例)由2021Q1的9.9%回落至9.2%水平，环比下降0.64pct，但持仓比例仍处高位。

图7: 2021Q2 基金重仓食品饮料比例环比回落至 9.2% 水平 (单位: %)

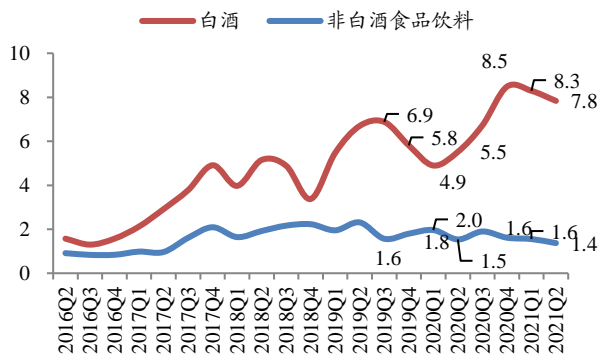


数据来源: Wind、开源证券研究所

基金持有白酒比例由 2021Q1 的 8.3% 回落至 2021Q2 的 7.8% 水平。从重仓基金数量来看, 古井贡酒、酒鬼酒、洋河股份、老白干酒、舍得酒业、水井坊、山西汾酒的持有基金数量有所上升; 其余白酒公司的重仓基金数量均有下降。从基金重仓股份数量变动来看: 白酒公司中酒鬼酒、洋河股份、舍得酒业、水井坊、山西汾酒、金徽酒被基金增持, 其余白酒公司均被基金减持。我们看到二季度多数白酒的持仓呈现出分化特点, 一线白酒被基金全线减持, 次高端白酒被增持较多。估计原因应是是与次高端白酒业绩增速较快, 成长性凸显有关。预计三季度白酒可能被继续减持。

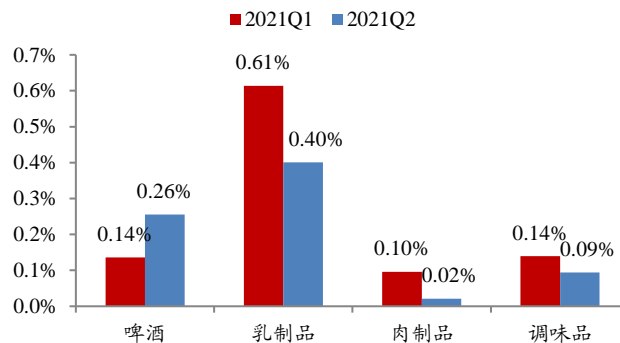
非白酒: 除啤酒外, 其余行业配置比例均有回落。2021Q2 整体非白酒食品饮料的基金重仓比例回落 0.18pct 至 1.37% 水平。

图8: 2021Q2 白酒重仓与非白酒重仓比例均有回落



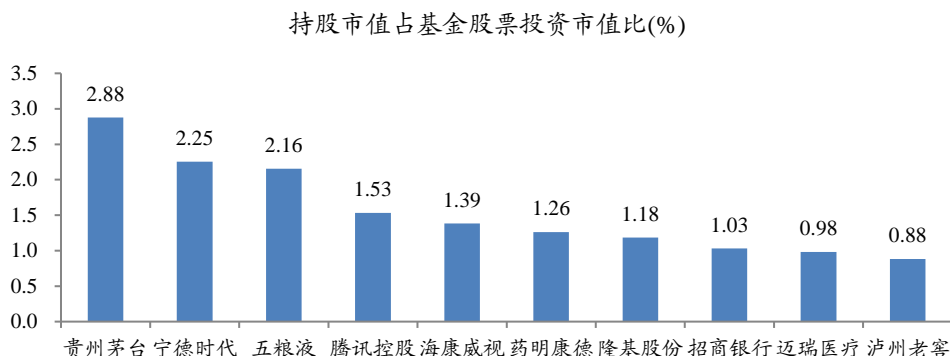
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 2021Q2 乳制品、肉制品、调味品配置比例回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

基金十大重仓股中食品占有三席, 消费公司仍是配置主流。观测 2021Q2 市场整体的基金前十大重仓股, 食品饮料占有三席: 贵州茅台、五粮液、泸州老窖。十大重仓股中消费公司占有五席 (除食品饮料公司外, 还有医药行业的迈瑞医药以及药明康德), 仍是配置主流。

图10: 2021Q2 基金前十大重仓股中消费公司占有 5 席


数据来源: Wind、开源证券研究所

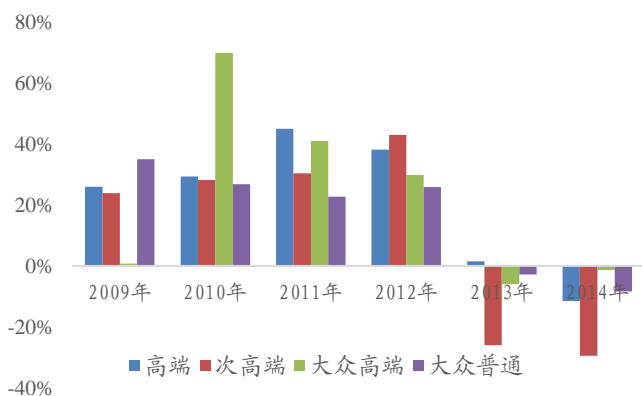
2、行业：二季度白酒稳健增长，大众品短期承压

2.1、白酒：疫情不改长期趋势，产品升级和集中度提升逻辑持续演绎

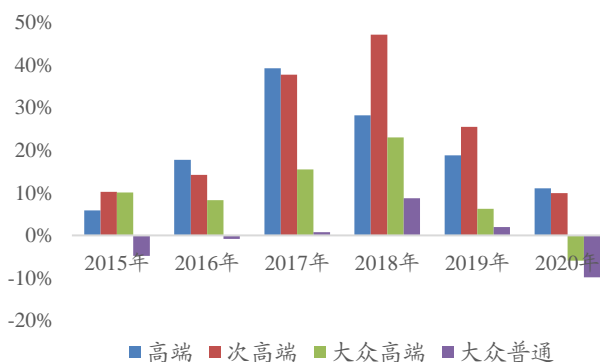
2.1.1、产品升级驱动行业结构性繁荣，龙头企业竞争优势不断提升

2015 年白酒行业复苏以来，产品提价升级、企业管理改革、行业集中度提升、参与者强弱分化是本轮白酒行业的四个主要趋势。2020 年龙头公司改革进一步深化，同时疫情强化了原有的产品升级、企业分化等原有的产业趋势，也出现了像酱酒热、高线光瓶酒等新产业现象。往长远展望，白酒行业仍处于结构性繁荣为特征的新一轮增长的长周期，挤压式增长的竞争格局将长期存在，市场份额进一步向优势品牌、优势企业、优势产区集中。

本轮白酒增长本质是由消费升级带动，行业呈现结构性繁荣。2009-2012 年期间，白酒行业普惠式扩容，各个价格带的白酒都有较好表现，但是自 2015 年开始，高端白酒引领行业结构性增长，高端、次高端价格带增速明显快于中低端价格带，产品升级成为 2015 年以来白酒行业增长的主要驱动力。因此聚焦产品升级、掌控渠道秩序，成为白酒公司近年来的重点工作。

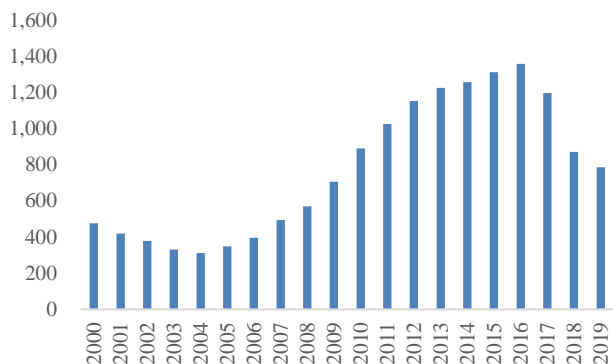
图11: 2009-2012 年期间，白酒各价格带均有较快增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2015 年起次高端、高端价格带收入表现好于整体


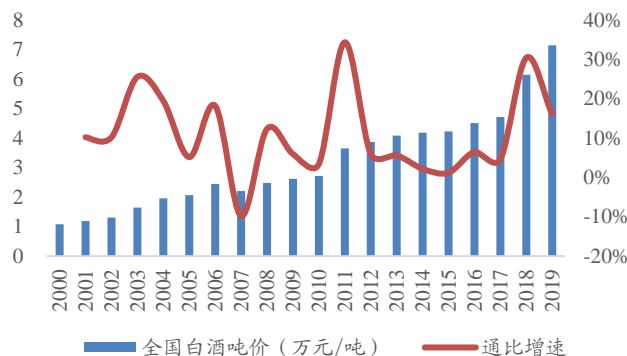
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2017年起全国白酒企业产量下滑(万千升)



数据来源: Wind、开源证券研究所

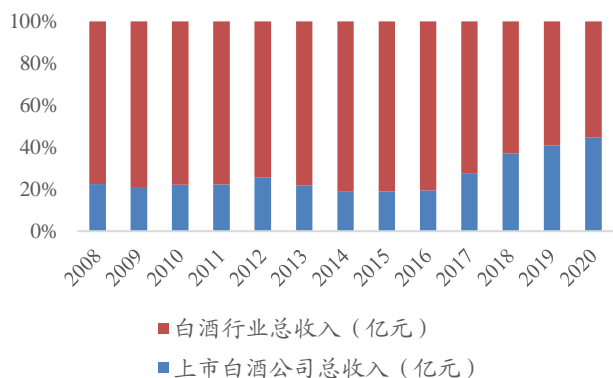
图14: 2017年开始, 全国白酒平均价格加速上涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

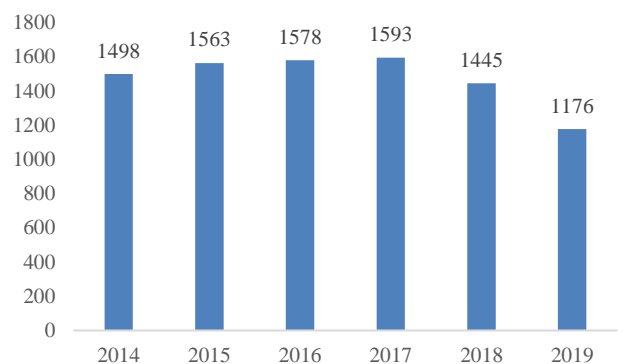
消费升级背景下, 品牌高端化成为酒企当下的核心目标。2013-2015年期间, 白酒消费者群体由过去政务消费引领转变为大众消费、商务消费为主, 消费者对品牌、品质更加重视。2015年以来名优白酒企业迎来快速增长, 之前主要做中低档酒的中小企业份额萎缩, 白酒行业向名优酒企集中趋势明显, 2018年开始, 随着消费升级的持续、快速演进, 名优酒企之间也出现了明显的分化, 提前在产品布局、渠道配合上做的较好的企业势能持续释放, 而没有及时把握住升级时机的酒企发展遇到瓶颈。

图15: 上市白酒公司市场份额持续提升



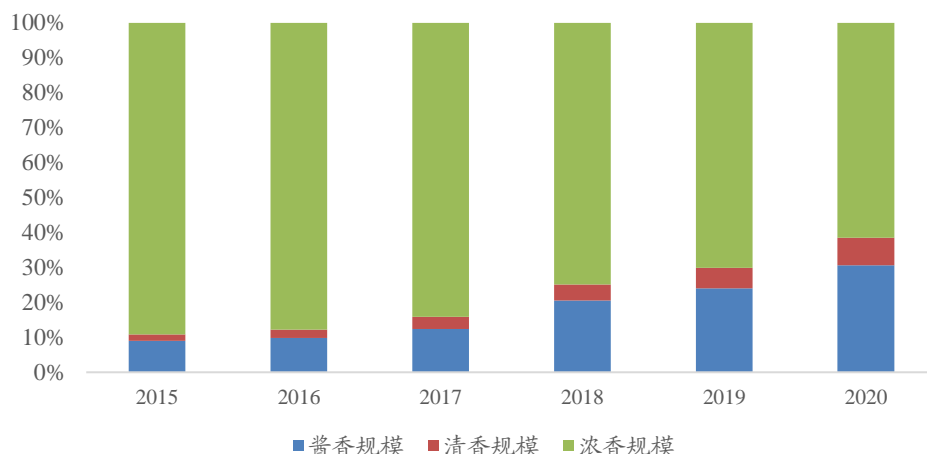
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图16: 规模以上白酒企业数量 2018年以来下降明显



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

清香、酱香品类快速增长, 次高端价格带格局生变。2018年以来, 次高端价格带从底部恢复快速增长, 2015-2019年收入复合增速27%, 2019年开始, 随着“茅台热”趋势持续, 酱香酒增长, 且价格卡位基本集中在300-800元次高端价格带, 以山西汾酒为代表的清香品类增长势头不减, 次高端竞争更加激烈, 浓香品牌压力渐显, 竞争核心是要做好品牌的打造, 提升品牌价值, 培育消费者粘性。

图17: 酱香型白酒占比快速提升


数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

优秀品牌的管理改革又使自身拥有了超越行业的成长性。在经历 2012 年行业调整后, 一方面几乎所有优秀品牌都在管理和营销上做出改革, 进行渠道精耕, 强化消费者沟通, 增强对经销商控制力与对终端掌控力, 以适应消费结构的转型。另一方面龙头企业对市场环境的把握能力提升, 拒绝冒进, 维持渠道秩序, 稳步推进价格提升与产品升级。名酒的主动内外改革使得产品市场运作与品牌塑造更加科学化、长远化, 从而获得了更快的发展速度与更长远的发展空间。

表1: 老牌名酒在行业复苏期间进行管理改革, 成效显著

相关企业	市场战略
贵州茅台	2018 年开始, 公司进行渠道管理改革, 加速建设直营渠道, 加强价格管控, 确保渠道良性健康发展。
五粮液	2017 年开始公司持续变革组织结构、渠道管理方式, 做到对终端、消费者精准服务以及价格强力管控; 产品策略上突出主品牌, 收回系列酒的买断开发品牌, 确保主品牌健康发展。
泸州老窖	2015 年中起, 公司大力度进行产品梳理、重塑销售模式、重建市场渠道, 重新收复失地, 2019 年国窖突破百亿规模。
山西汾酒	2017 年初起, 公司对内进行用人机制的市场化改革, 对外重塑销售模式, 重启产品升级与全国化扩张之路。
酒鬼酒	2016 年中粮入主, 2019 年开始创新销售模式,
洋河股份	2019 年开始, 改革组织结构、调整渠道结构、重塑厂商关系, 产品矩阵战略升级

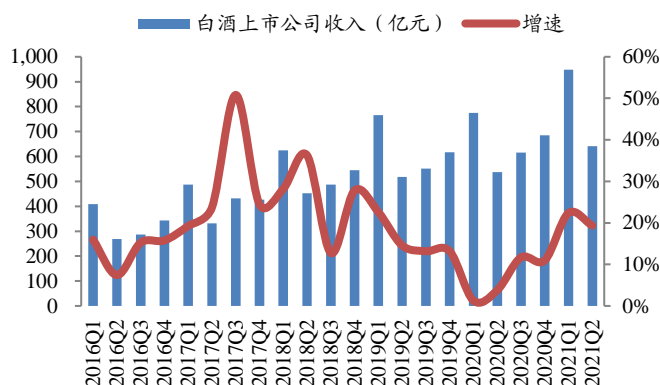
资料来源: 公司官网、公司公告、开源证券研究所

2.1.2、白酒中报交出优质答卷, 助力板块股价企稳向好

2021Q2 白酒上市公司收入维持高增, 净利润增长环比提速。二季度是白酒传统的消费淡季, 高端白酒采取控货挺价, 拉动行业景气度持续上行。次高端及地产酒聚焦结构升级和全国化扩张, 享受行业扩容红利, 业绩弹性释放。2021Q2 上市白酒公

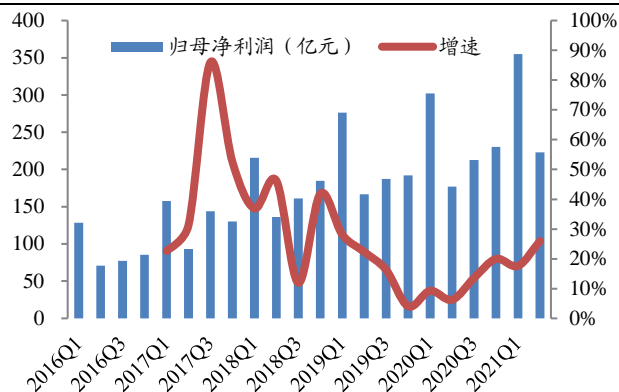
司整体收入 641.3 亿元,相比 2020 年同期增长 19.3%,对比 2019 年同期增长 23.8%,实现净利润 222.8 亿元,同比增长 26.0%,对比 2019 年同期增长 33.8%。

图18: 2021Q2 上市白酒企业收入同比增长 19.3%



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图19: 2021Q2 上市白酒企业利润同比增长 26.0%

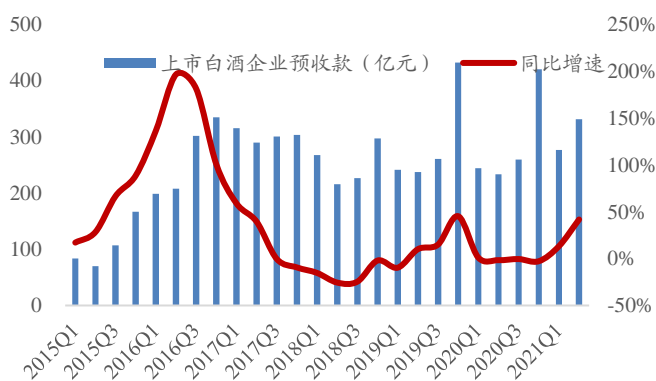


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

2021 年 6 月末预收款规模环比明显增加,说明二季度白酒公司营收普遍留有余力。由于白酒的消费的季节属性较强,二季度作为白酒消费的传统淡季,正常情况下二季度末预收款规模较一季度末环比降低。由于 2020 年疫情影响,渠道库存长期维持低位,但需求逐步恢复,渠道出现加库存的情况。2021 年 6 月末上市白酒公司预收账款总额 331.2 亿元,环比增加 54.4 亿元,较 2020 年 6 月末增加 96.7 亿元,白酒公司营收普遍留有余力。

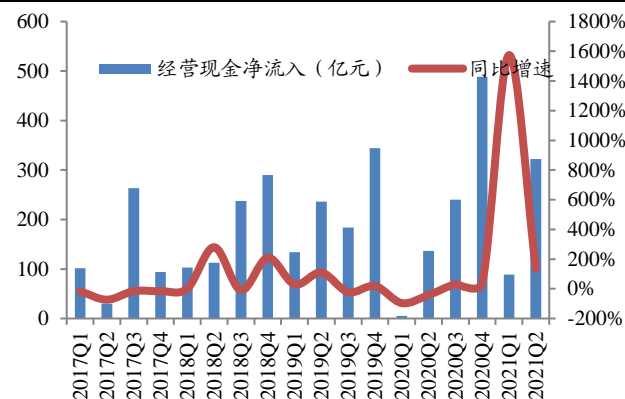
2021Q2 渠道资金压力降低,上市公司现金流入改善明显。需求恢复过程中,渠道资金压力普遍减轻,2021Q2 现金净流入明显改善。2020Q2-2021Q2,上市公司整体经营性现金净流入额同比增速分别为-42%、+31%、+42%、+1574%、+136%。

图20: 2021Q2 预收账款规模回到高位



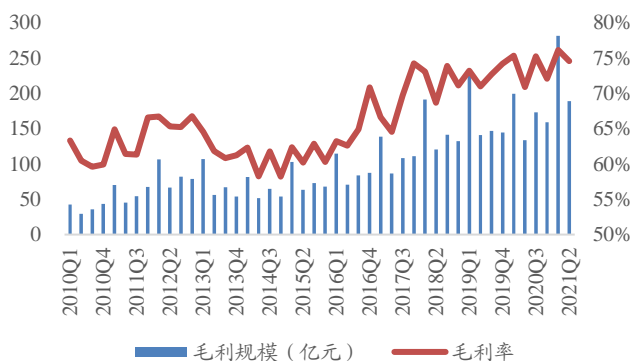
数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 2021Q2 白酒企业经营性现金净流入环比回升

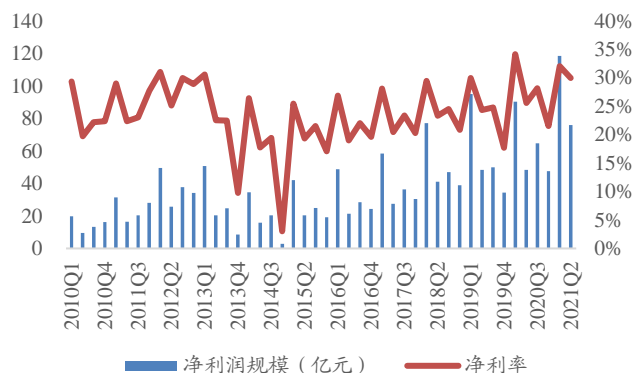


数据来源: Wind、开源证券研究所

二季度毛利率、净利率同比上行,费用控制良好。2021Q2 上市白酒公司(剔除茅五)毛利率为 74.6%,同比 2020Q2 提升 3.7pct。高端和中低端白酒销售费用相对稳定,次高端白酒加大投放费用,上市公司整体(剔除茅五)销售费用率 17.0%,较 2020Q2 降低 0.5pct。2021Q2 上市公司整体(剔除茅五)净利率为 30.0%,同比上升 4.0pct。

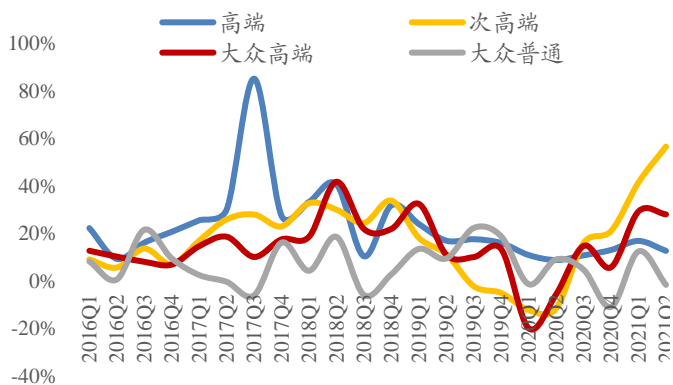
图22: 2021Q2 白酒企业整体毛利率持续提升


数据来源: Wind、开源证券研究所

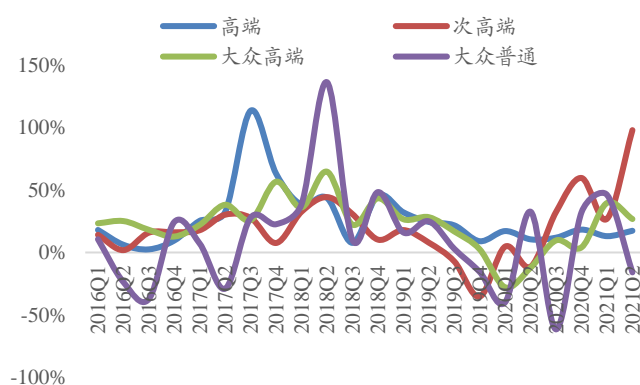
图23: 2021Q2 上市白酒企业净利率较 2020 年同期上升


数据来源: Wind、开源证券研究所

分价格带看，二季度高端增速平稳，次高端、大众高端环比加速，大众普通低迷。2021Q2 高端酒收入增长平稳，同比 2020Q2 以及 2019Q2 增速分别为+13%、+22%。由于 2021 年上半年疫情影响基本消除恢复，次高端消费场景恢复较好，结构升级明显且继续进行全国化扩张，低基数下收入同比 2020Q2 以及 2019Q2 增速分别为+57%、+38%。大众高端产品收入增速同比也得到明显改善，同比 2020Q2 以及 2019Q2 增速分别为+28%、+21%。

图24: 2021Q2 次高端、大众高端收入环比加速


数据来源: Wind、开源证券研究所

图25: 2021Q2 次高端价位段产品利润增速最快


数据来源: Wind、开源证券研究所

2021 年 Q2 高端酒收入增速稳健，净利润弹性显现。高端酒企上半年目标稳步推进，同时产品结构升级下，净利率均有提升。Q2 茅台酒收入 183.6 亿元、同比+7.7%，考虑到直营占比提升，总经销产品提价等影响，预计价格提升是主要贡献；系列酒 34.2 亿元，同比+37.7%，经过前期推动产品结构优化升级，梳理市场价格，系列酒已进入良性发展轨道。五粮液酒收入 271.4 亿，同比增长 17.3%，量、价分别+7.2%、+9.4%，价格增长更快一方面为直销占比提升，另一方面是经典五粮液放量。泸州老窖 Q2 单季度整体收入增速不高，但高端国窖产品仍然延续了高增长趋势，上半年公司中高档酒类实现收入 82.1 亿元，同比+23.45%，销量、吨价同比+6.3%、+16.5%。

表2: 高端白酒 2021Q2 收入增速平稳, 毛利率、净利率提升明显

简称	项目/时间	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
贵州茅台	营收增速	12.5%	8.8%	7.2%	12.1%	10.9%	11.4%
	净利润增速	16.7%	8.9%	6.9%	19.7%	6.6%	12.5%
	毛利率	92.0%	91.5%	91.3%	91.8%	91.9%	91.3%
	销售费用率	2.6%	2.5%	2.6%	2.7%	2.0%	3.3%
	净利率	51.8%	46.8%	46.9%	45.3%	49.7%	47.2%
五粮液	营收增速	15.1%	10.1%	17.8%	13.9%	20.2%	18.0%
	净利润增速	19.0%	10.2%	15.0%	11.3%	21.0%	23.0%
	毛利率	76.5%	70.7%	74.5%	73.1%	76.4%	72.1%
	销售费用率	8.5%	13.8%	14.4%	4.8%	7.1%	14.7%
	净利率	38.1%	29.9%	31.5%	36.5%	38.3%	31.2%
泸州老窖	营收增速	-14.8%	6.2%	14.5%	16.4%	40.9%	5.7%
	净利润增速	12.7%	22.5%	52.6%	40.6%	26.9%	36.1%
	毛利率	86.9%	77.5%	86.9%	81.8%	86.0%	85.2%
	销售费用率	13.7%	15.3%	17.0%	25.8%	13.5%	11.8%
	净利率	48.1%	37.1%	40.2%	23.6%	43.3%	47.7%

数据来源: Wind、开源证券研究所

次高端白酒结构升级和全国化扩张趋势延续, 叠加 2020 年低基数, 业绩延续高速增长。二季度行业消费淡季下, 疫情影响因素基本消除, 次高端酒企核心单品放量稳价, 同时加速全国化招商推进空白市场拓展, 渠道管理能力也得到显著提升, 充分享受次高端赛道扩容红利, 营收和净利实现高增, 水井坊、舍得酒业、酒鬼酒营收同比、环比均大幅提速, 山西汾酒也保持了较高增速水平, 洋河股份 Q2 收入环比提速, 同时预计 M6+ 产品增速超 50%。费用率方面除水井坊仍由于较高广告费用投放导致费用率偏高, 其余酒企均由于规模快速扩大, 销售费用同比下降, 综合作用下净利润弹性大增。

表3: 次高端品牌收入大幅提升, 净利润弹性较收入弹性更大

简称	项目/时间	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
水井坊	营收增速	-21.6%	-90.1%	18.9%	19.3%	70.2%	691.5%
	净利润增速	-12.6%	-172.6%	33.1%	22.7%	119.7%	52.0%
	毛利率	83.5%	71.1%	84.3%	85.4%	85.1%	83.5%
	销售费用率	23.7%	161.0%	17.6%	32.6%	21.7%	52.7%
	净利率	26.2%	-116.5%	34.9%	21.7%	33.8%	-7.1%
舍得酒业	营收增速	-42.0%	18.8%	18.4%	16.6%	154.2%	119.3%
	净利润增速	-73.5%	62.0%	24.9%	31.8%	1031.2%	215.3%
	毛利率	72.4%	76.7%	78.7%	74.6%	77.6%	79.7%
	销售费用率	25.2%	21.2%	19.4%	17.0%	14.5%	14.5%
	净利率	6.6%	22.1%	19.9%	28.7%	29.4%	31.8%
山西汾酒	营收增速	2.0%	19.0%	26.4%	31.3%	77.1%	73.2%
	净利润增速	39.6%	21.6%	69.3%	154.7%	78.2%	258.2%
	毛利率	72.2%	70.9%	73.1%	72.1%	73.5%	77.2%

	销售费用率	21.4%	18.2%	16.7%	8.5%	17.9%	14.9%
	净利率	29.6%	13.8%	24.6%	17.1%	29.8%	28.4%
酒鬼酒	营收增速	-9.7%	12.9%	56.4%	28.5%	190.4%	96.8%
	净利润增速	32.2%	6.4%	419.0%	39.3%	178.9%	174.1%
	毛利率	85.4%	76.0%	77.2%	78.6%	79.4%	81.2%
	销售费用率	23.9%	24.8%	23.9%	21.5%	22.2%	21.5%
	净利率	30.7%	21.6%	36.1%	23.0%	29.5%	30.1%
洋河股份	营收增速	-14.9%	-18.6%	7.6%	7.8%	13.5%	20.7%
	净利润增速	-0.5%	-10.4%	14.1%	25.4%	-3.5%	28.6%
	毛利率	73.7%	72.1%	73.2%	64.2%	76.2%	70.8%
	销售费用率	6.7%	13.4%	18.0%	20.0%	6.3%	13.5%
	净利率	43.2%	33.6%	32.5%	13.6%	36.7%	35.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

大众高端白酒需求持续回暖，结构升级持续推进，上半年毛利率、净利率总体呈提升趋势。虽然疫情发生一年，但期间大众高端酒企产品升级趋势依然持续，中高端核心单品动销良好，整体看 2021Q2 毛利率同比提升。上半年疫情缓解后，促销和广告投入费用恢复正常投放，除迎驾贡因为广告宣传费用降低原因外，大部分企业销售费用率同比 2019 年同期有所升高，最后结果看口子窖、今世缘净利率略有下降，古井贡、迎驾贡净利率上升明显。

表4：大众高端白酒 2021Q2 业绩增长延续，费用率有所回落

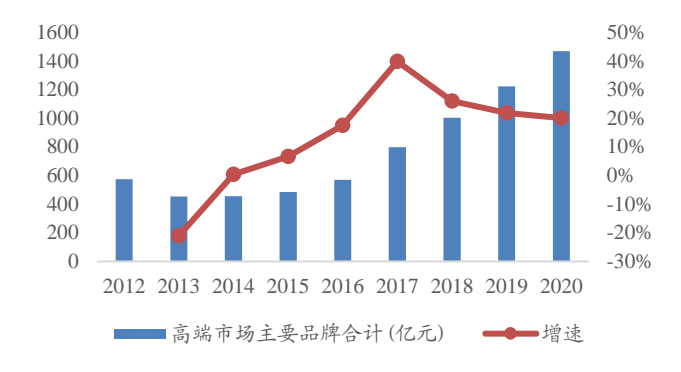
简称	项目/时间	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
古井贡	营收增速	-10.6%	-3.5%	15.1%	0.4%	25.9%	28.6%
	净利润增速	-18.7%	-16.5%	3.9%	-11.0%	27.9%	45.4%
	毛利率	77.3%	74.6%	75.5%	72.5%	77.0%	75.6%
	销售费用率	30.2%	28.1%	29.4%	33.9%	29.5%	28.1%
	净利率	19.4%	17.34%	20.1%	-11.0%	27.9%	19.6%
口子窖	营收增速	-42.9%	-25.1%	6.8%	9.8%	50.9%	35.1%
	净利润增速	-55.4%	-30.5%	-5.9%	-2.9%	72.7%	10.0%
	毛利率	77.5%	75.1%	76.7%	72.5%	76.6%	72.8%
	销售费用率	16.5%	15.6%	12.5%	11.6%	12.1%	17.1%
	净利率	31.3%	30.70%	33.8%	-2.9%	35.8%	25.0%
今世缘	营收增速	-9.4%	3.8%	21.0%	22.2%	35.3%	27.3%
	净利润增速	-9.5%	1.9%	32.7%	54.3%	38.8%	20.5%
	毛利率	73.2%	63.6%	76.8%	68.6%	73.3%	66.2%
	销售费用率	12.5%	2.8%	24.7%	33.0%	11.8%	7.6%
	净利率	32.8%	38.41%	22.9%	54.3%	38.8%	36.4%
迎驾贡酒	营收增速	-34%	-17.3%	12.4%	8.3%	48.9%	57.1%
	净利润增速	-34%	9.4%	27.8%	27.7%	58.5%	122.3%
	毛利率	72.07%	60.2%	62.9%	70.4%	69.7%	61.3%
	销售费用率	13.0%	19.0%	13.9%	7.1%	8.3%	10.8%
	净利率	30.22%	16.76%	23.1%	34.5%	32.2%	23.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

展望 2021 年，我们对白酒行业的判断如下：

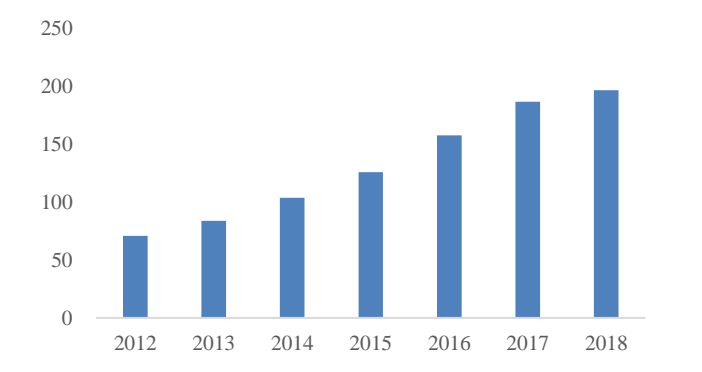
高端酒确定性与成长性兼备，各价格带景气度最高。居民消费持续升级是高端白酒扩容的基础。2013 年以来我国居民收入快速增长，平均财富水平不断增加。一方面中产阶级不断扩容，另一方面富裕阶层财富水平也持续提升。随着财富的提升，消费信心增加，消费者更多的追求高价格、高品质、能体现个人财富地位的商品。2015-2020 年，高端白酒市场规模复合增速 24.8%，随着高净值人群数量和资产量的提升，高端白酒白酒市场仍将持续扩容。

图26: 高端白酒规模持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

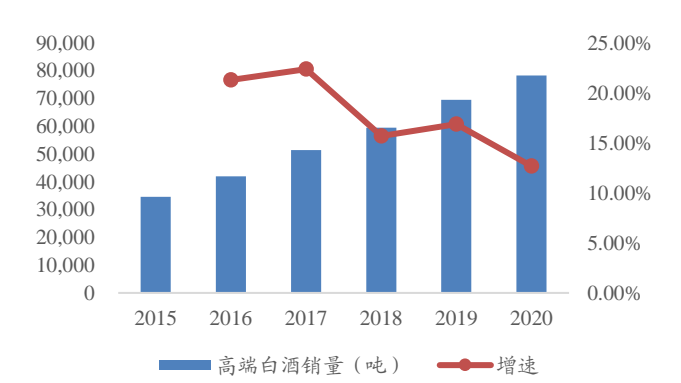
图27: 高净值人群数量持续增长 (单位: 万人)



数据来源：招商银行私人财富报告、开源证券研究所

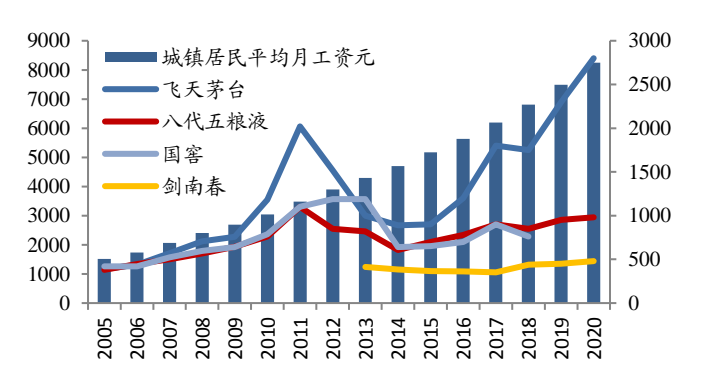
拆分来看，高端白酒量价均有提升空间。高端白酒 2020 年销量约 8 万吨，2015-2020 年复合增速 17.7%，受益于消费升级和品牌化带动，预计未来高端酒销量仍能保持年均 6%-10% 左右增速。2019 年末城镇居民平均月工资水平较 2011 年已经翻倍，飞天茅台、五粮液、国窖 1573 终端价格刚达到 2011 年时最高点水平，因此考虑到居民消费水平提升幅度与高端白酒产能的稀缺性，目前高端白酒价格仍有提升空间。

图28: 高端酒历史销量增长稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29: 高端酒价格仍在可接受范围内



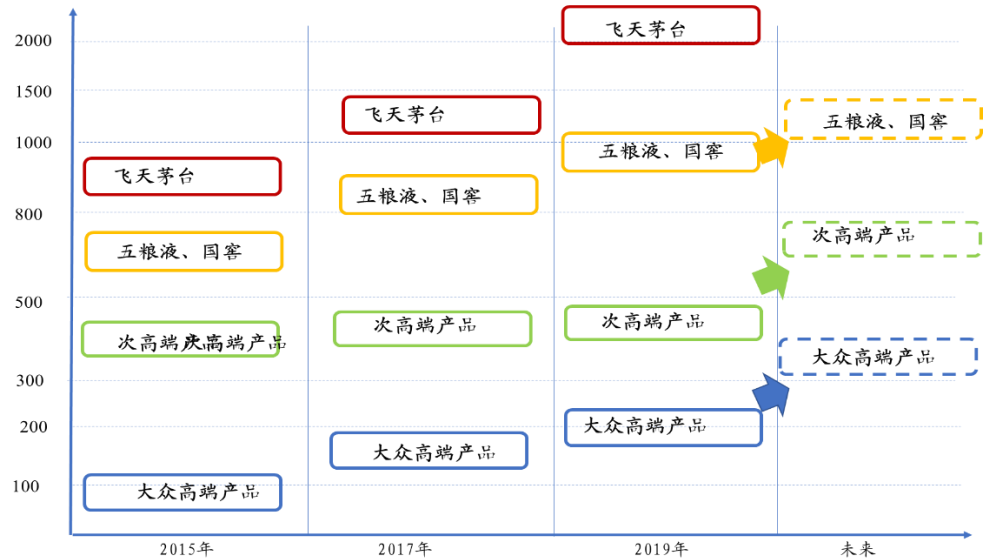
左轴：城镇居民工资（元） 右轴：名酒产品批发价格（元）

数据来源：Wind、开源证券研究所

次高端价格带结构升级和全国化扩张持续，增速仍将是各价格带增速最高。随着五粮液、国窖 2019 年提价之后逐步站稳，为酒企推动次高端价格带上移提供外部环境，2020 年开始 400 元以上价格带增势明显，例如剑南春、红花郎、红坛酒鬼酒等 2020 年初以来不断提升标杆价格，今世缘四开升级换代。600-800 元价格带刚刚

形成，次高端代表品牌积极占位，角逐未来：洋河推出梦6+、今世缘聚焦资源发力V系列、水井坊进行组织架构和渠道改革，发力典藏系列等。另一方面2021年需求恢复之后，次高端品牌全国化扩张持续，舍得股份、山西汾酒上半年经销商数量增加明显、水井坊计划2021年下半年加大典藏招商。结构升级以及全国化扩张两大驱动力作用下，预计次高端价格带仍将保持较高增速。

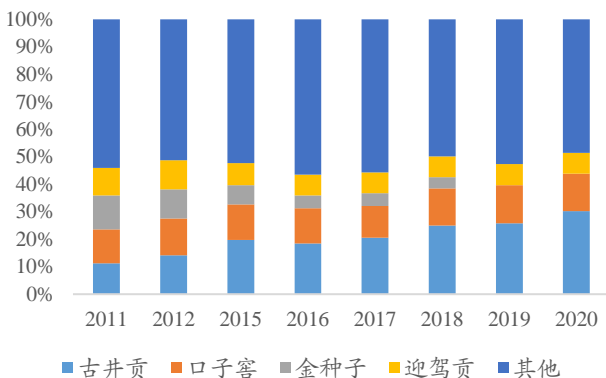
图30：五粮液站稳千元价格带后，次高端价格天花板打开



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

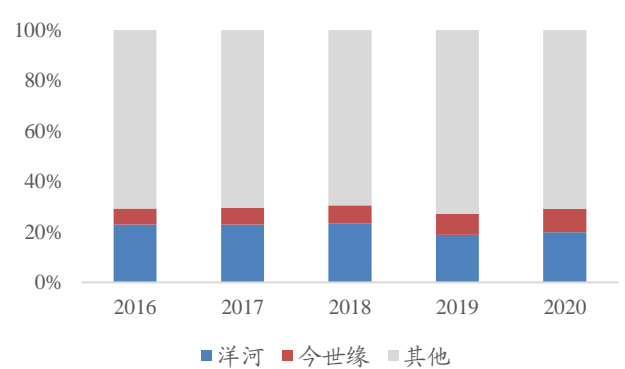
结构性繁荣背景下，大众酒价格带产品升级以及集中度提升是长期趋势。一方面，白酒社交产品属性愈加突出背景下，消费者对品牌追求度提升，经销商和终端更倾向代理区域内动销更快的强势品牌，对单瓶利润高、但流转速度慢的产品予以舍弃。另一方面，疫情也加速了区域龙头在根据地市场市占率提升的速度，区域龙头酒企规模实力强，人员组织完善，对市场管控与支持力度更大，加强了与经销商的帮扶和沟通，而实力较弱的小品牌只能放弃部分市场，固守优势市场。

图31：2020年龙头古井贡在安徽市场份额提升明显



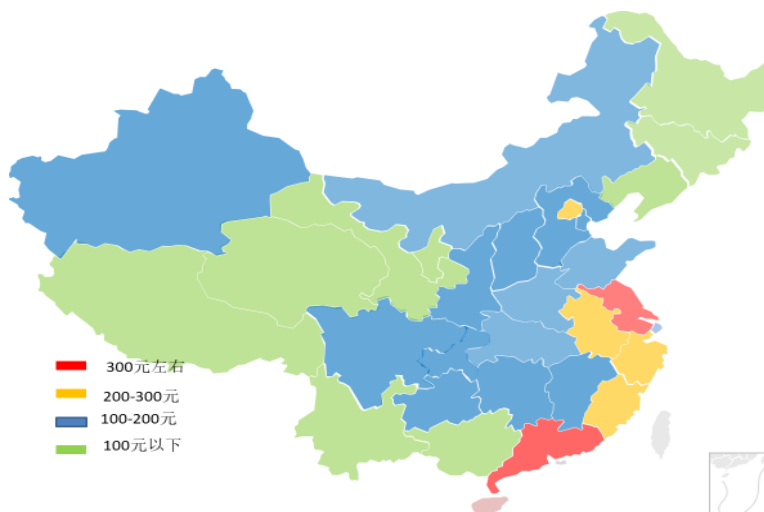
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：洋河和今世缘2020年在江苏市场市占率提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

目前全国大部分地区大众宴席主流消费价格带区大部分在200元及以下，近年来区域强势酒企也在大本营市场积极推进产品升级，凭借坚实的渠道基础和消费者品牌忠诚度，近年来普遍在300-500元价格带布局上有了良好的成果，未来结构升级将是大众酒龙头业绩增长的主要驱动力之一。

图33: 全国大部分地区宴席用白酒主流价格处在 100-200 元区间


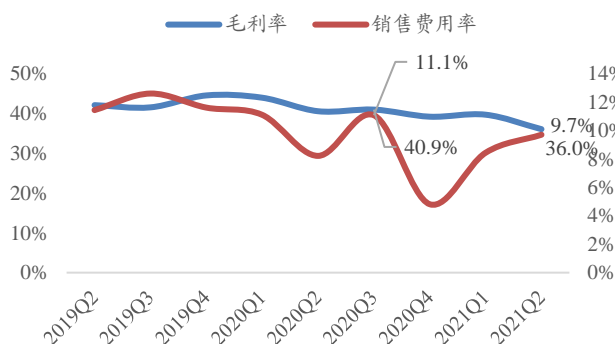
资料来源：酒业家、糖酒季刊、开源证券研究所

总结：白酒结构升级和集中度提升的行业逻辑依然演绎，经过前期急跌，龙头公司目前股价对应 2022 年估值回落至合理区间，我们继续看好白酒板块在 2021 年四季度表现，重点推荐：贵州茅台、五粮液、山西汾酒，洋河股份。

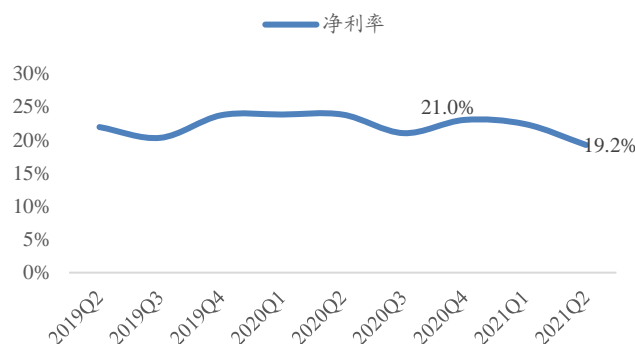
2.2、调味品：中报业绩承压，静待行业复苏

2021Q2 调味品上市公司营收利润均有下滑，业绩压力增大。2021Q2 调味品上市公司(扣除莲花健康以及星湖科技)整体实现营业收入 84.5 亿元,同比下降 11.0%;整体归母净利润为 15.5 亿元,同比下降 26.2%。营收与利润下滑主因：一是 2020 年二季度受益于疫情得到有效控制,市场出现补偿性消费导致同期基数较高;二是 2021 年受经济影响,调味品市场需求偏弱;三是社区团购的负面影响在二季度集中显现,给行业带来扰动,一方面使得产品结构降级,另一方面市场价格体系紊乱,导致渠道推力下降。6 月底部分企业为保证上半年业绩完成加大投入,渠道库存较高,部分程度影响三季度销量。

从盈利能力来看,2021Q2 调味品上市公司(扣除莲花健康以及星湖科技)的毛利率为 36.0%,同比下降 4.5pct,原因一方面原料价格上涨,成本压力普遍增加;另一方面社区团购冲击导致低价产品占比提升。二季度上市公司整体销售费用率为 9.7%,同比增加 1.5pct,应是为了应对渠道结构的转变,多数公司加大线下费用投放有关。我们观察 2021Q2 调味品上市公司净利率 19.2%,同比下降 4.6pct,企业利润承压。

图34: 2021Q2 调味品毛利率与销售费用率同比下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

图35: 2021Q2 调味品上市公司净利率同比回落


数据来源: Wind、开源证券研究所

2021Q2 重点调味品公司净利率同比均回落。就调味品五家重点公司(海天味业、中炬高新、恒顺醋业、千禾味业、天味食品)来看, 2021Q2 净利均有回落。企业利润压力增大, 主要源于一是渠道扰动导致营收增长乏力, 二是成本压力上行。观察营收增速, 海天味业出现上市以来首次营收同比下降; 中炬高新与恒顺醋业在低基数效应下未体现出收入快速增长特性, 与行业整体压力有关; 天味食品与千禾味业受益于赛道仍处于黄金增长阶段, 长期保持高速增长。

表5: 调味品重点公司 2021Q2 净利率均有下行

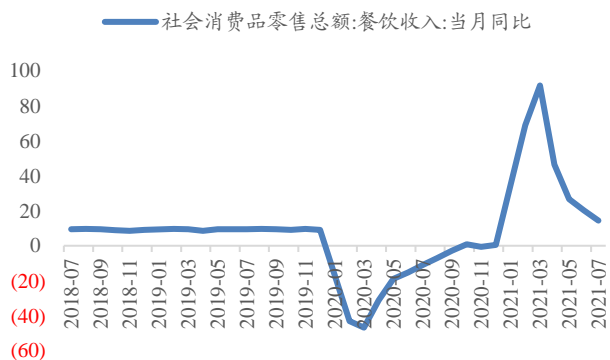
	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	
营收增速	海天味业	7.2%	22.3%	17.7%	14.7%	21.7%	-9.4%
	中炬高新	-6.3%	20.7%	10.3%	14.8%	9.5%	-24.9%
	恒顺醋业	1.3%	15.9%	9.6%	13.2%	11.0%	6.3%
	千禾味业	23.6%	45.0%	26.0%	10.7%	32.9%	-7.2%
	天味食品	9.8%	80.7%	35.1%	29.3%	55.3%	-15.4%
毛利率	海天味业	45.8%	40.0%	40.9%	41.9%	40.9%	37.1%
	中炬高新	8.1%	10.6%	9.2%	9.4%	6.9%	7.4%
	恒顺醋业	40.5%	41.1%	41.8%	39.8%	39.4%	37.0%
	千禾味业	49.2%	50.2%	48.9%	29.3%	43.3%	40.9%
	天味食品	40.2%	43.5%	43.8%	38.8%	37.7%	30.7%
销售费用率	海天味业	10.6%	4.2%	9.8%	-0.6%	5.7%	5.2%
	中炬高新	10.6%	12.9%	9.6%	10.8%	12.1%	11.6%
	恒顺醋业	12.5%	16.1%	11.8%	12.9%	12.5%	15.2%
	千禾味业	20.6%	21.7%	21.9%	5.3%	25.7%	27.4%
	天味食品	9.4%	15.9%	17.8%	28.8%	17.9%	28.7%
净利率	海天味业	27.4%	28.7%	24.0%	32.1%	27.3%	27.0%
	中炬高新	17.9%	17.8%	16.9%	16.9%	13.9%	10.0%
	恒顺醋业	16.3%	15.1%	16.5%	14.8%	15.2%	9.4%
	千禾味业	19.6%	19.7%	15.8%	-3.8%	8.4%	6.4%
	天味食品	22.9%	21.0%	19.9%	5.3%	15.4%	-0.9%
净利增速	海天味业	9.2%	28.8%	21.5%	20.6%	21.1%	-14.7%
	中炬高新	8.9%	40.8%	18.5%	28.9%	-15.2%	-57.9%
	恒顺醋业	5.3%	5.0%	-25.1%	13.8%	3.9%	-33.8%

千禾味业	39.3%	135.5%	35.1%	-129.5%	-43.3%	-70.1%
天味食品	4.7%	321.5%	29.7%	-56.5%	4.1%	-103.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

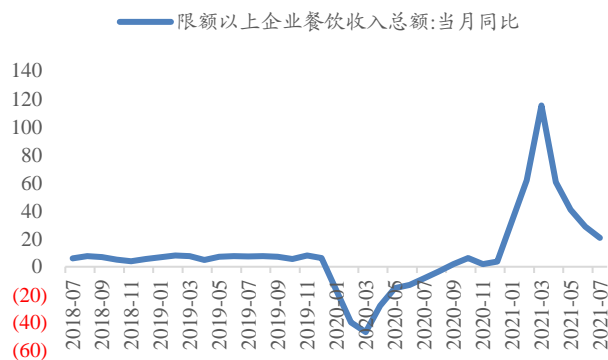
渠道影响逐渐减弱，预计调味品下半年趋势向上。我们观测到调味品行业已有改善迹象：一是社区团购的负面影响逐渐减弱，原因一方面各个企业在与社区团购积极合作的同时也在严格规范渠道秩序；另一方面社区团购自身也在由原来粗放发展的阶段向有序、规范的阶段过渡。二是渠道库存已有回落，部分企业已降至正常水平，同时终端动销有明显好转。考虑到同期基数因素，预计下半年增长情况应显著好于上半年，复苏趋势明显。

图36: 2021年7月餐饮收入增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37: 2021年7月限额以上餐饮收入增速回落

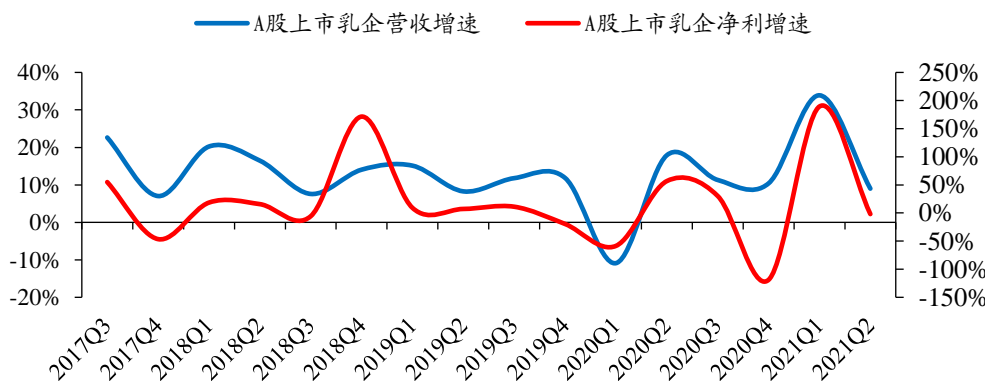


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、乳制品：乳制品需求较好，行业竞争趋缓，集中度持续提升

乳制品需求旺盛，产品动销良好，受到2020Q2高基数的影响，乳制品企业营收增速放缓。2020Q2疫情得到控制后，乳制品需求回暖，叠加补库需求，使得2020Q2收入、利润基数较高。2021Q2乳制品动销良好，从上市公司层面来看，A股上市乳制品企业2021Q2营收同比增9.0%；原奶价格同比大幅上涨下毛利率承压，A股上市乳制品企业2021Q2净利同比降1.9%。

图38: 2021Q2A股上市乳企营收同比增9.0%，净利同比降1.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

供需偏紧下原奶价格仍呈上行趋势。2021年8月25日生鲜乳价格为4.4元，同比增17.1%，环比增0.2%；2021年8月17日全脂奶粉中标价3552美元/吨，同比增21.0%，环比降1.3%。展望2021H2，原奶供需仍处于偏紧状态，预计2021H2原奶价格仍处于上行周期。从长期来看，目前中国奶牛存栏量恢复速度较慢，预计原奶供需会处于紧平衡状态。

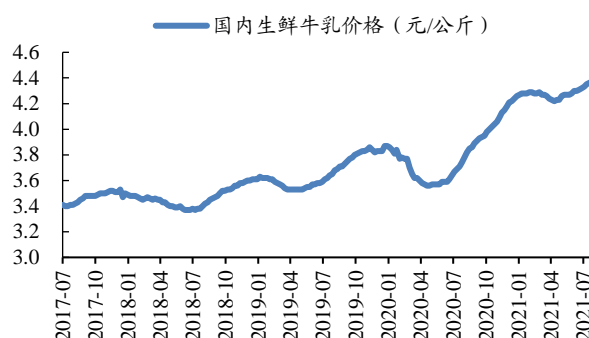
乳制品企业渠道库存良性，原奶上行阶段行业竞争理性，买赠促销投入放缓。各乳制品企业2021Q2产品动销较好，渠道库存良性。2021Q2原奶供需偏紧下奶价大幅上行，乳制品企业买赠促销等市场投入放缓，行业竞争趋于理性。展望2020H2，原奶价格仍处于上行周期，预计各乳制品企业买赠促销意愿较小，乳制品行业竞争趋缓。

图39：2021年8月17日全脂奶粉同比增21.0%



数据来源：GDT、开源证券研究所

图40：2021年8月25日生鲜乳同比增17.1%



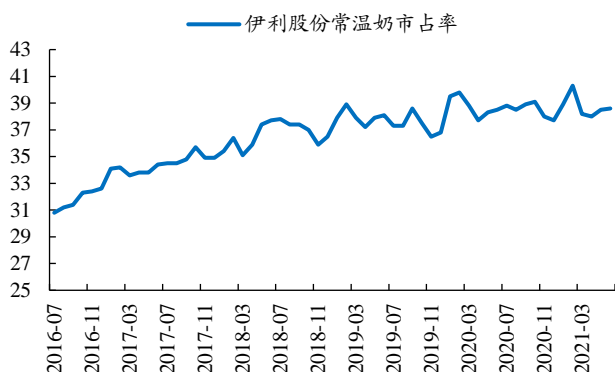
数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：2021Q2全脂奶粉折算价低于国内生鲜乳价格



数据来源：Wind、开源证券研究所

乳制品龙头地位稳固，市场份额进一步增加，行业集中度持续提升。龙头乳制品企业上游掌控力强，受奶源供应影响相对有限，市场份额进一步增加，行业集中度持续提升。根据尼尔森数据，2021H1伊利股份液体乳份额同比提升0.7pct，为行业第一；婴配粉份额同比增0.9pct；奶酪终端份额同比增6.7pct；线上常温液态奶份额第一。蒙牛乳业常温高端品牌市场份额提升0.6pct至28.8%，鲜奶业务市场份额自2020年年底的11.2%提升至13.1%。

图42: 2021H1 伊利股份常温奶市占率为 38.8%


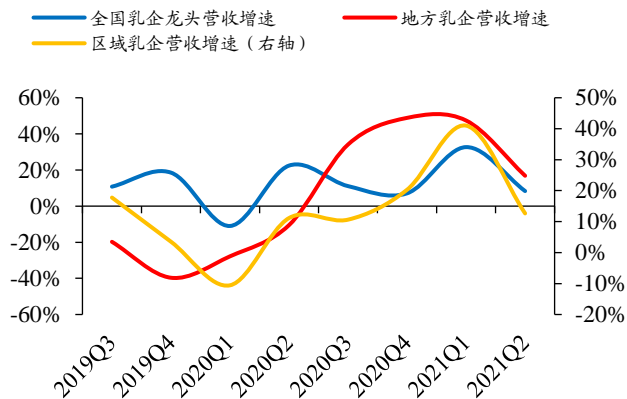
数据来源: 尼尔森、开源证券研究所

图43: 2021H1 伊利股份低温奶市占率为 15.4%

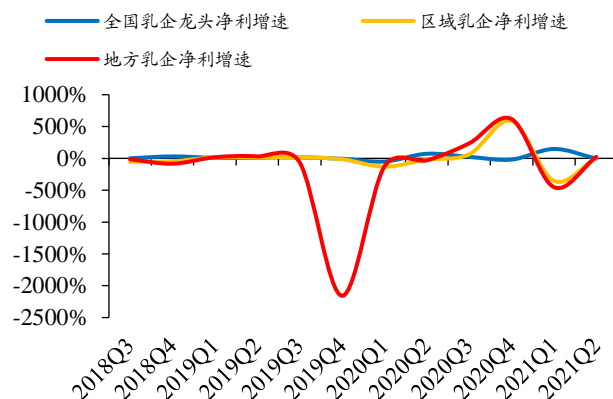

数据来源: 尼尔森、开源证券研究所

全国性乳企营收稳步增长, 净利超预期。根据乳企规模和经营地域大小分类来看, 全国性乳企(伊利股份)2021Q2 产品动销良好、新兴渠道开拓与渠道精耕并进, 营收同比增长 8.4%; 因原奶价格上涨、2020Q2 买赠促销力度减弱下毛利率基数高导致 2021Q2 毛利率下降, 使得公司净利同比降 3.9%, 净利率为 8.6%。区域乳企(光明乳业、新乳业、三元股份)2021Q2 营收同比增 12.7%, 环比增 7.8%, 主因 2020Q2 受疫情影响基数较低, 2021Q2 疫情可控, 各项业务恢复, 营收改善明显; 净利同比增 8.2%, 净利率为 3.3%。地区乳企(燕塘乳业、科迪乳业、天润乳业)2021Q2 营收增 16.8%, 净利增 22.8%, 净利率为 10.0%。地方性乳制品企业 2020Q2 受疫情影响基数较低, 2021Q2 疫情影响可控, 线下渠道精耕、线上渠道开拓并举, 营收、净利皆增长。

推荐护城河稳固, 市占率稳步提升的龙头伊利股份。伊利股份品牌和渠道优势稳固, 市场份额持续提升。伊利股份未来仍坚守多业务发展策略: (1) 液体乳业务上不断进行产品结构升级、渠道下沉, 提升市场份额; (2) 布局高增长业务, 2021H1 奶酪、矿泉水、配方奶粉等均快速增长; (3) 开拓国际业务。展望 2021 年, 随着原奶供需偏紧, 行业竞争趋缓, 公司毛销差或可持续提升; 规模效应显现下费率持平略降。长期看, 多业务发展策略可助公司持续稳步增长。伊利股份受益于集中度提升, 产品多元化扩张, 全球化发展等, 仍具有配置价值。

图44: 2021Q2 全国性乳企营收同比增 8.4%


数据来源: Wind、开源证券研究所

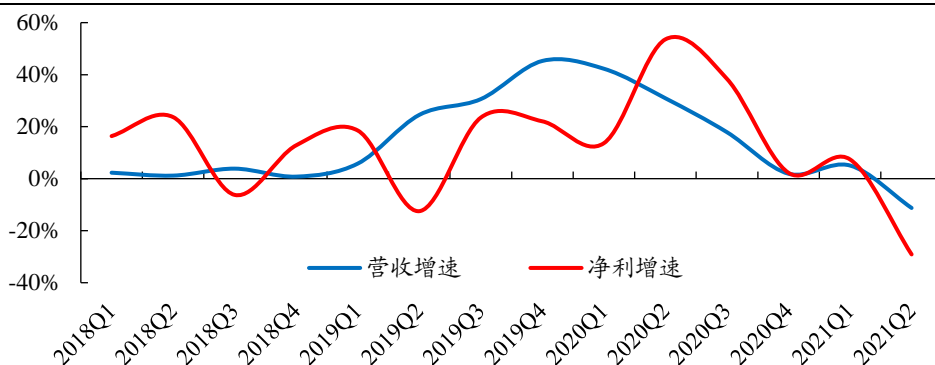
图45: 2021Q2 全国性乳企净利同比降 3.9%


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.4、肉制品：猪价步入下行周期，屠宰逐渐恢复

2021Q2 肉制品行业营收、净利下行。随着国家对非洲猪瘟防控有效、养殖户对后期猪价预期较高下补栏及二次育肥积极性强，2021Q2 猪价下滑幅度较大。肉制品上市企业 2021Q2 实现营收 306.7 亿元，同比降 11.3%；实现净利 14.6 亿元，同比降 29.1%。其中 2021Q2 双汇发展的纯屠宰业务屠宰量逐渐恢复，但由于国内猪肉价格下滑，公司中美价差收窄、库存肉及进口肉贡献减少，降低了屠宰业务盈利空间。肉制品业务受 2020Q2 高基数的影响，收入、利润均下滑。

图46：2021Q2A 股上市肉企营收同比降 11.3%，净利同比降 29.1%

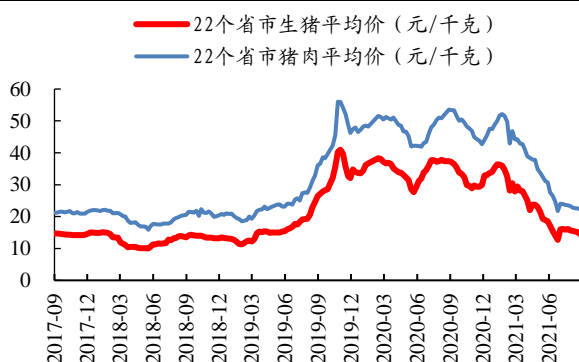


数据来源：Wind、开源证券研究所

生猪存栏量、屠宰量持续恢复。2021Q2 生猪定点屠宰企业屠宰量为 6000 万头，同比增 50.4%。生猪存栏量恢复较快，2021 年 6 月生猪存栏量 4.4 亿头，同比增 29.2%。双汇发展 2021H1 纯屠宰业务持续恢复，屠宰量同比增 53.8%。展望 2021H2，屠宰量或继续增长，预计生鲜肉销量仍可持续增长。往未来展望，非洲猪瘟爆发后，政府加强对屠宰业的管控，有助于屠宰行业集中度进一步提升。

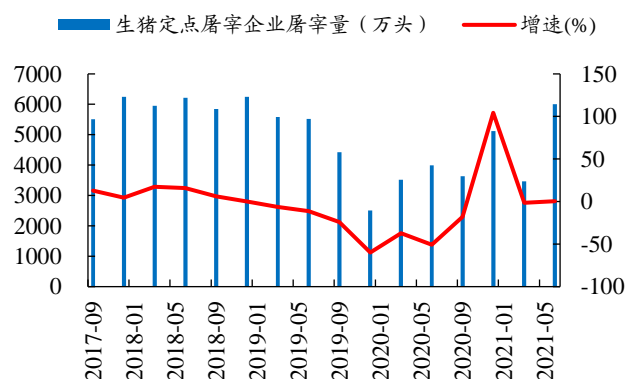
随着养殖持续恢复，猪价或持续走低。2021 年 8 月 27 日，生猪价格 14.4 元/公斤，同比-57.3%，环比-4.5%；猪肉价格 22.2 元/公斤，同比-55.6%，环比-1.3%，猪价目前处于低位。2021 年非洲猪瘟防疫能力增强、前期生猪养殖盈利高，农户生猪养殖积极性强，存栏量迅速增加。预计随着养殖持续恢复，猪价 2021H2 或维持在低位。

图47：2021Q1 以来猪肉价、生猪价处于下行周期

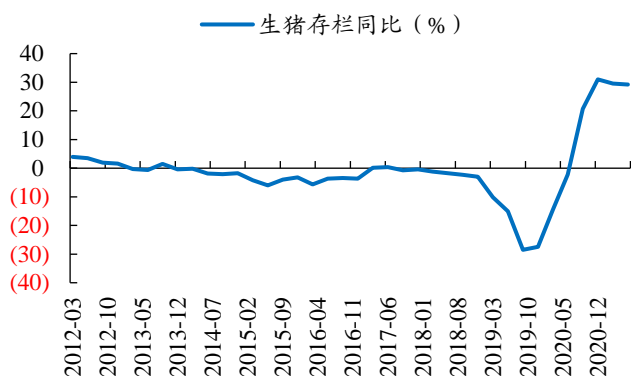


数据来源：Wind、开源证券研究所

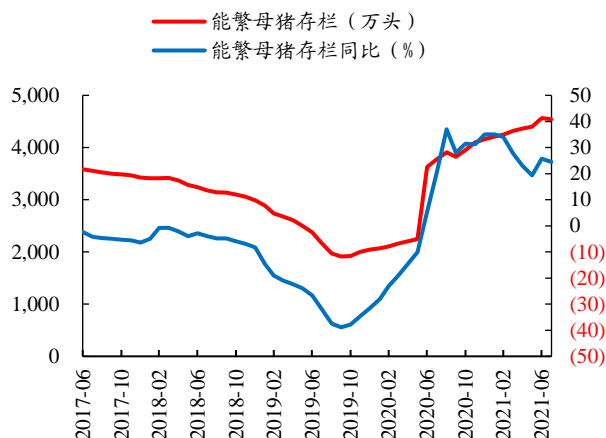
图48：2021Q2 生猪定点屠宰量同比增 50.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图49: 2021年6月生猪存栏同比增29.2%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图50: 2021年7月能繁母猪存栏同比增24.5%


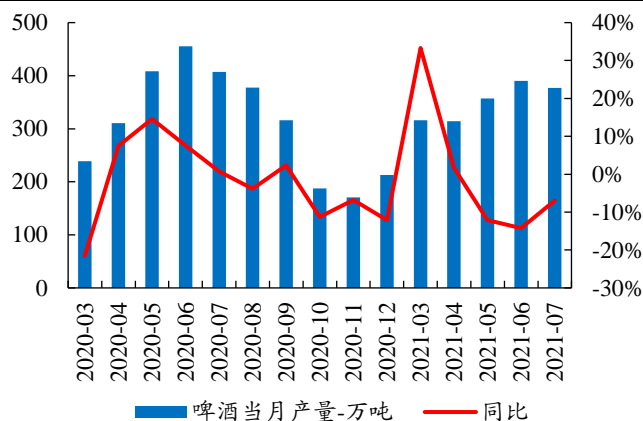
数据来源: Wind、开源证券研究所

2021H2 原材料成本有望维持低位, 肉制品业务利润弹性较大。2021Q2 龙头双汇发展肉制品业务量价齐跌, 营业利润同比降 24.2%。肉制品业务吨价下滑主因:(1) 2020Q2 肉制品供不应求, 公司优先供应毛利率高的品类;(2) 进行市场投入。吨利下滑主因:(1) 包装材料及其他原材料成本同比上升;(2) 产品结构恢复正常, 单价较 2020Q2 低;(3) 市场投入、员工薪酬增加;(4) 规模较小, 费用提升。2021H2 猪价或维持低位, 我们预计肉制品销量仍可增长, 且规模恢复、成本下行, 肉制品业务利润有望提升。

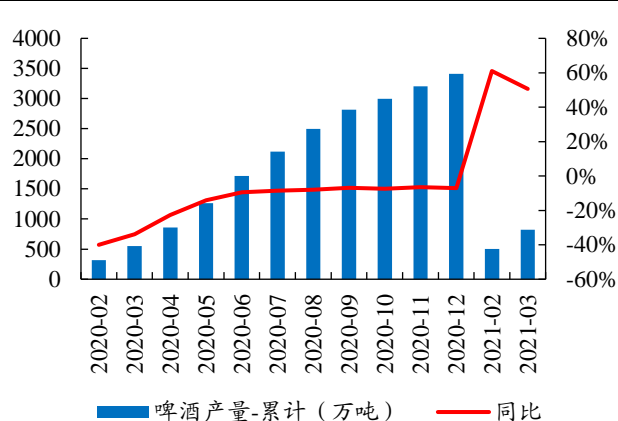
龙头双汇发展形成产业闭环, 开拓餐饮业务, 肉制品销量可稳步增长, 吨利长期稳中有升。双汇发展成立专业团队、用专业的产品、专业的网络发展餐饮事业部。目前产品包括预制切割、简单加工基础料、全熟和酱卤系列产品。覆盖渠道包括大小餐饮 B 端、自建餐饮渠道和门店、及零售渠道。随着公司渠道下沉、品牌年轻化、产品结构调整, 预计肉制品销量可稳步增长; 成本下行推升吨利。公司采用自繁自养方式布局养殖业, 构建养殖、屠宰、肉制品加工和销售的产业闭环后, 可进一步平滑成本波动, 增强产业协同效应, 提升屠宰及肉制品业务的盈利能力。

2.5、啤酒需求平稳, 吨价明显提升

2021Q2 啤酒产销恢复常态, 但弱于 2019Q2。2021H1 啤酒累计产量 1889 万吨, 同比增 10.3%, 2020H1 低基数下产量同比增长较快。同口径下 2021H1 相较 2019H1 啤酒产量降 3.1%, 啤酒消费基本恢复至常态, 但餐饮需求疲弱, 啤酒需求仍有一定压力。单季度看, 2021Q2 产量同比降 8.4%, 主因 2020Q2 渠道积极补库存导致基数较高; 2021Q2 相较 2019Q2 产量同比降 3.2%, 主因餐饮需求尚未完全恢复。

图51: 2021年7月啤酒产量降7%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图52: 2021年7月啤酒累计产量增7.5%


数据来源: Wind、开源证券研究所

2021Q2 啤酒上市公司高基数下营收同比略降，高端化趋势下吨价提升明显。 2021Q2 啤酒上市公司营收规模基本恢复常态，但 2020Q2 高基数下营收同比略降。其中重庆啤酒营收实现 10% 增长，主因疆外乌苏等高端啤酒销量快速增长，以及吨价提升贡献。而青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒等营收降幅较小，虽然销量大个位数下滑，但受益于产品结构升级带动吨价提升约 5%-7%，基本抵消销量下滑。总体来看，国产啤酒高端化及结构升级下吨价提升加速，趋势基本形成。

表6: 2021Q2 单季度高基数下啤酒营收略降

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
青岛啤酒	-20.9%	9.1%	4.8%	8.1%	41.9%	-0.2%
燕京啤酒	-41.9%	18.1%	10.0%	-3.2%	38.5%	-0.6%
惠泉啤酒	-12.4%	22.7%	17.5%	-12.2%	10.5%	-7.2%
重庆啤酒	-33.4%	19.7%	13.7%	9.0%	56.9%	10.1%
珠江啤酒	-26.3%	7.0%	8.8%	-1.8%	39.7%	-0.6%
*ST 西发	-34.8%	29.5%	54.9%	49.8%	105.9%	-6.2%
兰州黄河	-48.6%	-22.9%	-22.6%	-38.4%	66.9%	-18.6%

数据来源: Wind、开源证券研究所

2021Q2 啤酒毛利率基本平稳，净利率表现分化。 从毛利率表现来看，虽然受益结构升级和高端化趋势，啤酒龙头吨价提升明显，但同时受纸箱、铝罐等包装原材料价格上涨，2021Q2 啤酒毛利率基本平稳。从销售费用率来看，相较 2020Q2 费用高投入来看 2021Q2 销售费用率稳中有降，投入节奏基本恢复正常。从净利率来看，酒企表现分化，青岛啤酒、珠江啤酒等龙头净利率稳中有升主因销售投入相对放缓，吨价提升尚未充分反映；地方酒企主因经营波动较大，净利率同比呈现较大波动。

2021Q2 啤酒高基数下净利润增速放缓。 高基数下 2021Q2 啤酒净利润增速环比放缓，主因 2020Q2 高基数。其中青岛啤酒、珠江啤酒等利润仍保持增长，啤酒龙头经营相对稳定，需求韧性强于地方酒企。全年来看预计受益于结构升级和投入下降，预计啤酒净利润增速仍保持快速增长。

表7: 2021Q2 毛利率同比基本平稳

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
青岛啤酒	40.1%	42.9%	42.4%	29.0%	45.1%	43.7%
燕京啤酒	30.0%	47.9%	42.4%	14.1%	34.1%	45.2%
重庆啤酒	30.6%	46.1%	43.9%	53.9%	51.0%	53.1%
珠江啤酒	38.2%	51.8%	56.3%	43.7%	42.3%	50.4%
惠泉啤酒	25.1%	29.5%	31.7%	-16.7%	26.7%	30.4%
兰州黄河	20.6%	28.7%	26.7%	-26.0%	27.1%	21.3%
*ST 西发	17.2%	23.6%	26.3%	23.9%	23.2%	23.0%

数据来源: Wind、开源证券研究所。注: 重庆啤酒毛利率提升明显主因资产重组后产品结构大幅改善

表8: 2021Q2 销售费用率同比略降

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
青岛啤酒	21.3%	16.2%	14.5%	25.4%	22.3%	14.5%
燕京啤酒	14.1%	9.4%	14.6%	12.8%	13.8%	8.8%
重庆啤酒	12.4%	9.7%	10.7%	25.2%	16.2%	19.8%
珠江啤酒	19.9%	16.8%	17.6%	16.7%	17.9%	16.9%
惠泉啤酒	6.1%	5.0%	2.6%	3.8%	6.8%	6.0%
兰州黄河	16.7%	19.4%	21.7%	9.1%	14.0%	15.3%
*ST 西发	4.4%	1.5%	1.9%	3.4%	2.1%	2.0%

数据来源: Wind、开源证券研究所。注: 重庆啤酒资产重组后 2021Q2 销售费用率口径不同。

表9: 2021Q2 啤酒龙头净利率稳中有升

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
青岛啤酒	8.8%	14.8%	13.4%	-23.5%	11.8%	15.3%
燕京啤酒	-12.8%	16.2%	5.9%	-27.2%	-4.0%	13.3%
重庆啤酒	8.0%	21.3%	19.2%	15.2%	18.8%	17.6%
珠江啤酒	3.9%	15.7%	17.6%	9.6%	9.7%	16.9%
惠泉啤酒	-6.6%	7.8%	12.5%	-17.8%	-3.4%	8.2%
兰州黄河	-38.0%	8.7%	-13.8%	-45.0%	8.8%	-14.8%
*ST 西发	-44.3%	-7.5%	-7.7%	65.0%	3.6%	4.3%

数据来源: Wind、开源证券研究所。注: 重庆啤酒资产重组后 2021Q2 净利率提升主因口径差异。

表10: 2021Q2 啤酒净利润增速分化

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
青岛啤酒	-33%	60%	18%	-6%	90%	6%
燕京啤酒	-518%	14%	67%	30%	56%	-23%
重庆啤酒	-60%	38%	-39%	37%	112%	-35%
珠江啤酒	-31%	24%	7%	49%	243%	7%
惠泉啤酒	-25%	37%	34%	-18%	44%	-3%
兰州黄河	-178%	468%	-69%	-851%	142%	-172%
*ST 西发	-5%	-4%	-12%	126%	73%	77%

数据来源: Wind、开源证券研究所

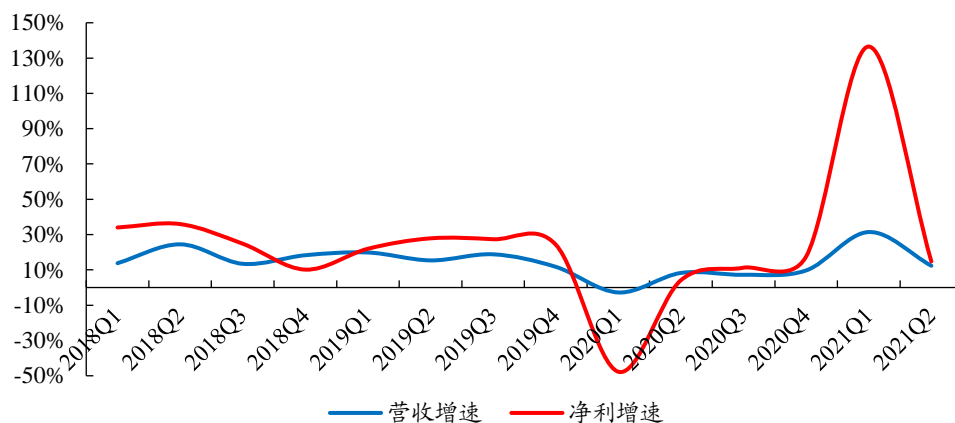
产品结构升级加速, 成本压力下提价预期提升。受制于啤酒的市场格局, 啤酒

消费区域性强，啤酒龙头加快提升产品结构，推进高端产品布局，吨价提升加速。从全年来看，预计销量基本平稳，2021H1 销量有所透支，预计 2021H2 销量仍有一定压力。成本上涨压力下，预计 2021H2 啤酒提价概率较大，有望加速推动产品结构升级。

2.6、卤制品：门店经营继续恢复，毛利率受益原材料储备

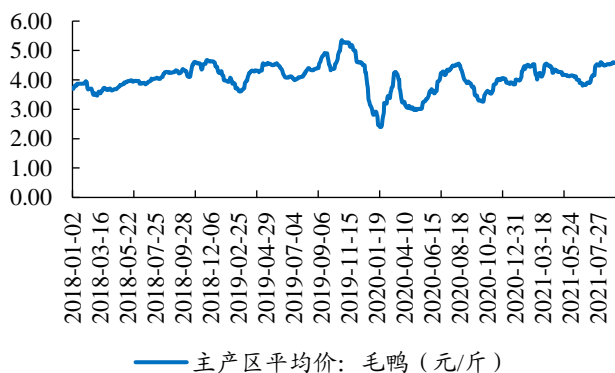
门店恢复放缓，毛利率小幅上升。2021H1 A 股卤制品行业上市公司营收同比增长 20.45%，净利润同比增长 50.91%，主要收益于 2020Q1 疫情带来低基数效应，2020Q2 单季度 A 股卤制品上市公司整体营收同比提升 12.3%，净利润提升 14.8%，增速回归合理区间，同时第二季度受到大众消费意愿偏低，局部地区疫情反复影响，门店营收还未完全恢复至疫情前水平。2020 年全年卤制品公司原材料价格保持低位波动上行趋势，行业内各公司均主动在价格低位时进行采购储备，因原材料冷库中能够保存时间超过半年，2021Q2 毛利率同比仍有小幅提升，预计相关公司在 2021Q3 仍将保持受益。展望未来，绝味食品与煌上煌均推出股权激励计划，为未来的稳步成长打下坚实基础。卤制品行业赛道优质，整体扩容成长，处在良性竞争阶段，我们看好头部卤制品公司继续拓展门店，行业集中度逐步提升。

图53：2020Q2 A 股卤制品上市公司整体营收同比提升 12.3%，净利润提升 14.8%



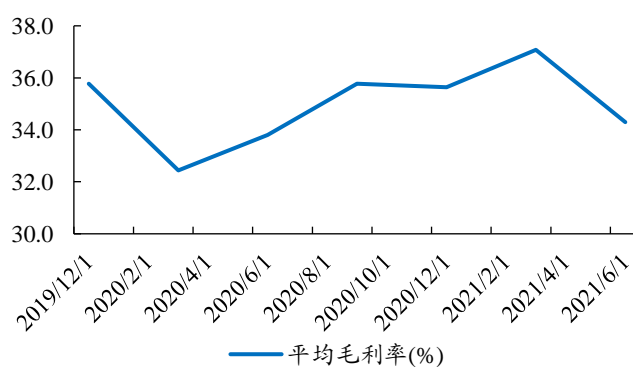
数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：卤制品公司原材料价格自疫情以来低位波动上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图55：卤制品上市公司 2021H1 平均毛利率达 34.29%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、重点个股：业绩为重，龙头更优

3.1、贵州茅台：业绩增速平稳，直销持续推进

公司上半年实现收入 507.2 亿元，同比+11.1%，归母净利润 246.5 亿元，同比+9.1%，单二季度实现收入 226.6 亿元，同比+13.6%，归母净利润 107.0 亿元，同比+12.5%。

茅台酒平稳增长，系列酒提速明显，直销建设持续推进。二季度茅台酒收入 183.6 亿元、同比+7.7%，考虑到直营占比提升，总经销产品提价等影响，预计价格提升是主要贡献；系列酒 34.2 亿元，同比+37.7%，经过前期大幅压缩低价产品供应，推动产品结构优化升级，梳理市场价格，系列酒已进入良性发展轨道。分渠道看，二季度直销占比 21.7%，公司持续推进直营渠道建设，上半年茅台经销商数量仍有削减，在需求较大的城市新开直营门店，KA、电商渠道持续开拓，团购客户陆续合作，未来直营占比将进一步提升。

单二季度毛利率稳定，营业税率下降致使净利率略有提升。二季度公司毛利率 91.3%，同比下降 0.2pct，主要原因是较低毛利的系列酒占比提升较大，对冲了茅台酒吨价提升的正面影响，税金及附加率 13.8%，同比下降 1.7pct，主要原因是 2021 年生产节奏恢复正常，销售费用率 7.5%，同比上升 0.7pct，主因是酱香酒市场费用增加，管理费用率为 3.2%，同比+0.6pct，主因是职工薪酬费用等增加。综合下来二季度净利率 47.2%，同比提升 0.5 pct。

回款表现良好，现金流量表质量高。2021Q2 销售回款 279.7 亿元，同比+13.8%，经营活动现金流量净额 232.0 亿元，同比+124.9%，主因其他与经营活动有关现金增加，同时支付各项税费减少所致。

3.2、五粮液：各系列量价齐升，直营占比明显提高、

公司上半年实现营收 367.5 亿，同比+19.5%，归母净利 132.0 亿，同比+21.6%；Q2 实现营收 124.3 亿，同比+18%，归母净利 38.8 亿，同比+23%。

系列酒增长提速，五粮液酒量价齐升；直销占比提升，渠道改革成效显著。上半年酒类产品收入 341 亿，同比+21.1%，其中系列酒收入 69.6 亿，同比高增 38.6%，主要系公司大力推动系列酒产品品牌升级，其中量、价分别+29.5%、+7.1%。五粮液酒收入 271.4 亿，同比增长 17.3%，量、价分别+7.2%、+9.4%，价格增长更快一方面 是直销占比提升，另一方面是经典五粮液放量。2021H1 公司直销渠道实现 69.3 亿，占五粮液酒比重 25.6%，较 2020 年提升 9.6pct。预计 2022 年占比将进一步提升。

预收款大增，现金流量表现良好。二季度末预收账款 63.3 亿元，环比一季度末提升 13.4 亿元，正常节奏应该是下降的，逆势上升首先表明渠道回款积极性高，第二也与系列酒改革有关。Q2 销售收现 124.3 亿元，同比+18%，与收入保持一致。

Q2 毛利率提升，期间费用保持稳定，净利率提升。由于直销占比提升以及经典五粮液推出，Q2 毛利率提升 1.35pct 提升至 72.1%，销售费用率提升 0.9pct 至 14.7%，主要原因是二季度开始公司加大了对经典五粮液的市场投入。营业税金比率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 14.0%、4.7%、-3.2%、0.3%，较 2020Q2 基本无变化。净利率提升 1.3pct 至 31.2%。

改革红利持续释放，未来挖潜空间仍足。第八代五粮液动销顺畅，经典五粮液按

计划完成导入，系列酒发展势头持续向好，公司业绩确定性强。后续公司将在提升团队管理效率和执行力、完善营销队伍建设，实现计划和需求更加匹配、增强渠道掌控力、挖掘品牌内涵等方面，仍有潜力可供释放。

3.3、山西汾酒：高增趋势持续，利润弹性突显

2021 上半年公司实现收入 121.2 亿元，同增 75.5%，归母净利润 35.4 亿元，同增 117.5%。Q2 实现营收 47.9 亿元，同增 73.2%，归母净利润 13.6 亿元，同增 239.4%。

“拔中高控底部”，产品结构升级持续。上半年汾酒系列实现营收 110.3 亿元，同比+76%，Q2 实现营收 42.0 亿元，同比+72%。分单品来看，得益于市场培育后品牌势能释放青花系列增速最快，公司主动控制玻汾发货节奏，增速接近整体平均，腰部产品上半年进度稍慢，下半年公司将针对巴拿马推出“星火计划”，提速可期。

省内高增，省外提速，全国化持续推进。上半年省内营收 47.2 亿元，同比+51%，省内 Q2 营收 17.8 亿元，同比+62%。省内增速较高主要原因是省内消费升级下青花系列提速，以及玻汾提价预期下渠道积极性高。上半年省外实现营收 72.9 亿元，同比+97%，Q2 省外营收 29.5 亿元，同比+82%，南方市场招商过程中高增长，环山西市场良性循环，增长提速。

毛利率上升，期间费用率大幅降低，净利率提升明显。产品结构升级下，Q2 毛利率同比+6.3pct 至 77.2%。营业税金比率 18.3%，同比-5.9pct，主因是 2020Q2 生产节奏导致基数较高。销售费用率、管理费用率分别为 14.9%、4.9%同比分别下降 3.3pct、2.7pct，主要原因是上半年收入增长较快状态下的规模化所致。财务费用率-0.48%，同比+0.07pct，基本维持稳定。净利率提升 14.7pct 至 28.4%。

3.4、洋河股份：战略调整成效显著，多品牌共同发力

2021 上半年实现营业收入 155.4 亿元，同比+15.8%；归母净利 56.6 亿元，同比+4.8%；扣非归母净利 51.7 亿元，同比+21.1%。Q2 营业收入 50.2 亿元，同比+20.7%；归母净利 18.0 亿元，同比+28.6%；扣非归母净利 13.6 亿元，同比+27.5%。

蓝色经典趋势向好，双沟增长势头强劲。上半年 M6+动销良好，水晶梦 2021 年春节上市，随着老版梦 3 库存去化，二季度开始水晶梦市场动销逐渐改善。天之蓝、海之蓝上半年也实现了稳健增长。公司加大了对双沟苏酒头排酒、绿苏等产品的资源投入，增势强劲。贵酒发扬品质和区位优势，市场招商取得阶段成效，营销氛围浓厚。

资产负债表结构有较大调整，现金流表现靓丽。二季度末公司预收款 15.8 亿，较 2021 年初下降 46.1 亿，我们分析主要和公司产品推出节奏以及季节性收款节奏有关。公司期内调整流动资产结构，货币资金大幅提升 73.5 亿至 145.93 亿元，交易性金融资产降低 46.4 亿至 96.64 亿元。Q2 销售收现 53.5 亿元，同比+166.7%，好于收入增速。

Q2 毛利率下降，营业税金比率以及公允价值变动正向影响下，净利率提升。Q2 公司毛利率下降 1.22pct 至 70.8%，预计与双沟快速增长以及中低档产品恢复有关。营业税金比率下降 3.3pct 至 14.0%，主要是季度间波动，拉平上半年看变动不大。销售费用率保持平稳 13.5%，规模效应下管理费用率下降 1.4pct 至 8.8%。Q2 公允价值变动由 Q1 负向转为正向。净利率提升 2.2pct 至 35.8%。展望未来，公司产品结构持

续升级下，净利率将呈提升趋势。

3.5、伊利股份：业绩超预期，份额持续提升，领先地位稳固

2021Q2 产品动销良好，乳制品稳步增长。2021Q2 液态奶、奶粉、冷饮业务分别增 7.3%、7.0%、13.8%，营收增长主因：（1）乳制品需求较好，基础白奶需求旺盛，金典、安慕希稳步增长；（2）渠道进一步精耕，2021 年 6 月常温奶渗透率增 1.5pct 至 85.7%；（3）线上及社群营销等新零售渠道表现较好，2021H1 电商业务同比增 21.8%。展望全年，产品持续创新、多品类、多渠道齐发力下，预计公司全年收入增速约 12%。

2021Q2 净利率下降主因毛利率下滑。2021Q2 净利率降 1.1pct 至 8.6%，主因毛利率降 1.5pct 至 37.3%。毛利率下滑主因：（1）原奶成本大幅上涨；（2）2020Q1 公司处理大日期产品，2020Q2 买赠力度减弱，毛利率基数较高。预计 2021H2 原奶价格维持高位，毛利率继续承压；行业竞争趋缓下费率或持平略降，预计公司全年净利增速约 22%。

份额持续提升，领先地位稳固，多业务发展助力公司持续增长。公司多业务份额持续提升，领先地位稳固：液体乳份额同比提升 0.7pct，为行业第一；婴配粉份额同比增 0.9pct；奶酪终端份额同比增 6.7pct；线上常温液态奶份额第一。伊利股份未来仍坚守多业务发展策略：（1）液体乳业务上不断进行产品结构升级、渠道下沉，提升市场份额；（2）布局高增长业务，2021H1 奶酪、矿泉水、配方奶粉等均快速增长；（3）开拓国际业务。长期看，多业务发展策略可助公司持续稳步增长。

投资建议：由于行业竞争格局趋缓，我们预计 2021-2023 年归母净利润为 86.6、100.6、116.1 亿元，EPS 分别 1.42、1.65、1.91 元，公司份额持续提升，维持“买入”评级。

3.6、双汇发展：业绩短期承压，长期猪价下行利润弹性大

纯屠宰业务逐渐恢复，中美价差收窄压缩屠宰业务利润。2021H1 双汇发展屠宰量为 503.7 万头，同比增长 53.8%，纯屠宰业务逐渐恢复；生鲜产品销量约 75.4 万吨，同比增 9.6%。公司在猪价快速下行期间扩大屠宰规模。由于国家对非洲猪瘟防控有效、养殖户对后期猪价预期较高、补栏及二次育肥积极性强，使 2021Q2 猪价下跌幅度较大，2021Q2 屠宰部门收入同比降 18.0%。中美价差收窄、库存肉及进口肉贡献减少、计提减值影响下 2021Q2 屠宰业务利润同比降 118%。展望 2021H2，纯屠宰业务有望持续恢复，但冻品利润下降下生鲜肉业务继续承压。

2021Q2 肉制品吨利下滑，2021 年全年吨利可稳中有升。2021H1 包装肉制品销量为 77.3 万吨，同比增 0.02%；2021Q2 肉制品销量同比下降，销量下滑主因疫情影响下 3 月缺货严重，2020Q2 公司补库导致基数较高。2021Q2 肉制品业务收入 65.1 亿元，同比降 11.6%。2021Q2 吨价下滑主因：（1）2020Q2 供不应求下优先供应高价高利产品，产品结构较 2021Q1 好；（2）进行市场投入，单价下降。2021Q2 营业利润约 12.0 亿元，同比降 24.2%，吨利下滑主因：（1）猪价下行，但其他原材料成本及包装材料成本同比提升；（2）产品结构恢复正常，产品单价较 2020Q2 低；（3）市场投入费用及员工薪酬提升；（4）规模较小下费用提升。展望 2021H2，预计肉制品销量仍可增长。且随着规模恢复、成本下行、产品结构升级，预计 2021 年吨利会稳中提升。

投资建议：我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 59.8、66.5、75.5 亿元，EPS 分别 1.73、1.92、2.18 元。公司分红率高，是稳健价值投资标的，维持“增持”评级。

3.7、海天味业：业绩符合预期，龙头稳健成长

渠道扰动影响，二季度营收下滑。海天味业二季度营收下滑 9.4%，原因在于：一是 2020 年同期基数较高；二是整体终端需求偏弱；三是以社区团购为主的新零售渠道对行业带来扰动。分品类来看，2021Q2 三大成熟品类合计下滑 7.4%，其他品类下滑 26.4%，应是受到新渠道冲击影响。分市场来看，二季度北部区域下降 14.1% 幅度较大，应是与一季度末库存较高有关；西部区域整体基数不大，下降 4.8% 降幅较低。公司仍按节奏有序推进，虽新品推广可能不及预期。我们估计全年仍可实现约双位数营收增长。

毛利率降低，费用率提升，净利率出现降势。2021Q2 毛利率同比下降 2.9pct，主因在于原料成本价格上涨、社区团购扰动导致部分低价产品占比提升。二季度销售费用率提升 1.0pct，原因应是与公司应对社区团购冲击，加大对经销商的线下费用补贴所致。管理费用率与财务费用率分别增 0.3pct、降 1.1pct，整体来看受到成本上涨与渠道结构变化的冲击，公司短期利润承压。

积极与新渠道合作，缩减负面影响，维持共赢发展。公司积极拥抱社区团购，一方面与之合作，估计后续可能加大开发专供产品力度，同时利用社区团购平台推广新品类；另一方面严格控制渠道秩序，减少渠道串货、乱价行为。线下与线上产品差异化运营，对于线下渠道采购扶持、帮助的政策，加大线下费用投放，促进快速动销周转，协助经销商转移库存。新渠道扰动逐渐减弱，后续发展趋势向上。

盈利预测与投资建议：预计 2021-2023 年净利分别为 70.3、82.6、97.5 亿元，EPS 分别 1.67、1.96、2.31 元，同比增 9.7%、17.6%、18.1%，海天品牌与渠道优势长期存在，维持“买入”评级。

3.8、中炬高新：业绩压力增大，夯实基础静待花开

需求偏弱叠加新渠道扰动，二季度营收下滑。2021Q2 美味鲜子公司营收下降 26.7%，有基数、调味品整体需求偏弱的原因，更重要在于社区团购对行业带来扰动，市场价格体系受到冲击，导致线下渠道推力减弱。分品类来看，上半年酱油下降 12.8%，食用油降 31.5%；鸡精鸡粉增 29.3%，表明公司餐饮渠道仍在持续扩张。从经销商数量上看，上半年净新增经销商 215 家至 1636 家水平，公司持续进行新市场开发。2021 年下半年公司将持续采取渠道深耕与拆分细化、产品纵向延伸等策略，预计下半年趋势好于上半年。

毛利率下行，归母净利润同比下降。2021Q2 归母净利润下滑 57.9%，主要来源于毛利率下降及管理、财务费用率提升。2021Q2 毛利率下降 7.1pct，主因在于原料成本上涨以及会计准则变化返利冲减收入所致。销售费用率同比降 1.3pct，主要是销售返利结算口径变化；管理费用率同比增 1.0pct，是由于同期社保减免导致基数较高。往 2020H2 展望，社区团购扰动影响逐渐减弱，利润应有好转。

激励落地在即，市场夯实基础，未来改善可期。公司已完成回购，预计股权激励方案可能较快落地。一方面可以将新老管理团队利益绑定，使得管理层与公司整体诉求一致，优化团队关系；另一方面提升中层员工士气与经营动力，解决当前员工积极性的问题。公司重点工作在于夯实渠道基础，调整渠道库存、价格体系等，未来改

善值得期待。

盈利预测与投资建议：预计 2021-2023 年公司归母净利分别为 7.6、9.2、11.1 亿元，EPS 分别为 0.95、1.15、1.39 元，同比-14.6%、+20.6%、+21.2%。2021 年调味品整体面临外部环境与成本上行压力，短期业绩可能放缓。

3.9、涪陵榨菜：高基数导致业绩承压，下半年有望加速成长

高基数导致 2021Q2 营收下滑。2021Q2 公司营收下降 10.8%，主因疫情导致同期基数较高（2020Q2 满产运行）。若与 2019Q2 比增速 14%，保持良好增长。年初部分产品提价、渠道下沉，以及广告宣传带来消费者认知提升，均对营收起到正面贡献。上半年新增 168 家一级经销商，表明渠道下沉仍在持续进行。2021H1 榨菜增 15.9%，承担主要增长压力；泡菜、萝卜分别增长 0.8%、下滑 21.5%，应是与公司聚焦榨菜的策略相关。考虑到渠道的下沉、精耕，以及价格因素，估计全年大概率实现营收 21% 增长。

品宣费用提升拖累二季度业绩。2021Q2 毛利率同比增 1.6pct，一是高毛利率的榨菜品类占比提升；二是公司通过使用低价库存原料、价格提升等方式做有效对冲成本上涨。2021Q2 净利率下滑 6.3pct，主要源于销售费用率同比增 10.7pct，主要是新增央视、梯媒，互联网等品牌宣传费用投放增多所致。往下半年展望，考虑到广告费用投放收敛，销售费用率应是环比降低，预计全年利润增速 7%，下半年业绩有望加速成长。

提升品牌价值，城市精准营销。公司聚焦榨菜品类，一方面借助梯媒、央视、互联网公关和线下地面标准化陈列等方式，对品牌进行宣传，提升品牌影响力；另一方面通过渠道精耕，实现城市精准营销，提高城市人均销量。公司历史上已实现价格红利、渠道红利，目前正在挖掘品牌红利，虽短期业绩承压，中长期成长路径清晰。

盈利预测与投资建议：预计 2021-2023 年归母净利分别 8.3、10.3、12.4 亿元，EPS 分别 0.94、1.16、1.40 元，分别增 7%、24%、20%，中长期看品牌拉升可带来持续性增长，维持“买入”投资评级。

3.10、桃李面包：季报业绩超预期，员工持股提振士气

疫情爆发后公司快速反应，疫情影响有限，2020Q1 营收稳步增长。疫情爆发后，公司快速反应：（1）工厂于节后陆续复工；（2）面包为民生保供产品，享受绿色通道；（3）经销商多为桃李面包内部员工转岗，可按企业计划配送产品；（4）面包消费需求较为刚性，受疫情影响较小，商超等终端需求旺盛。公司复工及时、补货能力强、供应链高效、面包消费需求旺盛，使得企业经营恢复速度较快。2020Q1 华北、东北、华南增速分别达 28%、20%、19%，其余区域增速在 10% 以上，华中区域开始贡献收入。往未来展望，随着疫情得到控制、成熟市场渠道进一步细化和下沉、新市场开拓，公司营收仍有望保持双位数增速。

2020Q1 净利率提升主因毛利率增加及销售费用率下降。2020Q1 净利率提升 4.1pct，主因：（1）疫情期间公司买赠投入减少，居民宅家面包动销好使得退货率下降，导致毛利率同比增 3.9pct 至 43.2%；（2）面包购买自关停门店转移到没关停的门店，单店销售额提升，集中配送效率更高，规模效应使得销售费用率同比降 2.3pct 至 20.7%。此外，国家阶段性社保减免政策减少成本费用。2020 年公司仍需大力开拓新市场，预计费用率仍处高位。

疫情加速行业集中度提升，员工持股计划增强团队凝聚力。疫情爆发后，桃李面包及时复工、自有物流可控性更强，生产及供应链恢复效率高；而小型企业在生产、供应链、品牌上的优势不明显。疫情加速中小面包企业淘汰，公司市场份额可进一步提升。此外，公司发布第四期员工持股计划，覆盖 127 人，可提升员工士气。目前武汉、山东工厂已投产，未来随着产能陆续释放、渠道布局进一步完善，桃李面包仍可稳定、持续成长，仍处发展黄金期。

投资建议：公司有望凭借“中央工厂+批发”模式和高性价比产品实现全国扩张，预计 2020-2022 年归母净利润分别 8.2、9.9、11.8 亿，EPS 为 1.25、1.50、1.80 元，维持“买入”评级。

3.11、西麦食品：业绩短期承压，仍处发展黄金期

营收增速放缓，复合燕麦片、冷食燕麦片表现较好。公司 2021Q2 营收放缓主因疫情期间补偿性消费在 2020Q2 体现，基数较高。具体分产品来看，2021Q2 纯燕麦片略有下滑，或因 2020Q2 补偿性消费导致基数较大；复合燕麦片、冷食燕麦片稳步增长。随着线上、线下渠道布局完善、冷食燕麦片、纯燕麦片、复合燕麦片齐发力，预计 2021 年公司营收仍可稳步增长。

净利率下行主因毛利率下降、管理费用率提升。公司 2021Q2 净利率同比降 7.5pct 至 10.5%。主因新的会计准则将运输装卸费计入到成本，毛利率同比降 11.6pct 至 42.9%。剔除会计准则影响后，分产品看：（1）纯燕麦毛利率提升；（2）复合燕麦片及冷食燕麦片毛利率略有下滑，主因公司进行促销活动消化库存。销售费用率同比降 3.9pct 至 26.7%，主因新会计准则影响，剔除会计准则影响后销售费用率同比基本稳定。2021Q2 管理费用率同比提升 2.2pct 至 7.0%，主因：（1）公司计提股权激励费用；（2）江苏西麦投产后增加管理费用；（3）2020 年同期疫情使开支相对较少。展望 2021H2，考虑到基数效应，预计净利提升幅度可能加快。预计 2021 年可达成全年股权激励目标。

全渠道布局，冷食、热食齐发力，未来可期。公司冷食、热食燕麦齐发力，2021H1 共开发、升级完成 44 个 SKU。西麦食品进行全渠道布局：（1）持续深耕 KA 渠道，不断开拓流通渠道；（2）线上天猫、京东、拼多多、抖音等多平台运营。此外，推出股权激励计划可提升团队凝聚力和积极性。未来随着品牌升级、渠道布局完善，公司发展潜力大。

投资建议：公司线下渠道优势稳固，仍处于稳定发展阶段。我们预计 2021-2023 年归母净利润为 1.54、1.89、2.39 亿元，EPS 分别 0.69、0.85、1.07 元。公司线下优势稳固，维持“买入”评级。

3.12、中国飞鹤：业绩增长强劲，市场份额持续提升

高端、超高端产品快速增长。公司 2021H1 营收同比增 32.6%，主因：（1）星飞帆、有机、含乳铁蛋白等产品系列快速增长，超高端产品同比增 29%，高端产品同比增 52%；（2）渠道布局进一步完善，通过 2000 多名客户覆盖超 11 万个零售销售点，门店质量高、渠道活力强；（3）积极开展线下营销活动，举办超过 40 万场面对面研讨会。2021H1 公司市占率持续提升，2021H1 市占率同比增 3.7pct 至 18.2%，领先地位稳固。展望未来，随着新品陆续推出、新产能逐渐投产、渠道活力激发、激励机制逐渐完善，预计 2021 年公司营收仍可快速增长。

净利率提升，线下活动恢复、同期基数低使得销售费用率提升。2021H1 公司净

利率同比增 1pct 至 32.6%，其中毛利率提升 2.3pct 至 73%，主因：（1）原生态并表；（2）产品结构持续升级，超高端及高端产品占比提升 3pct 至 91%。2021H1 销售费用率同比增 3.7pct 至 28.9%，主因增加广告宣传成本及消费者服务费用、2020H1 基数较小。2020H1 公司共举办超 33 万场活动，其中 18.6 万场为线下活动；2021H1 共举办超 40 万场活动，其中 39 万场为线下活动，线下活动恢复。因捐赠减少，2021H1 其他开支率同比下降 2.2pct 至 0.3%。展望未来，产品结构持续升级下预计毛利率仍可提升，规模效应下销售费用率可持平略降，全域数字化转型提升整体效率，预计公司 2021 年净利仍会较快增长。

投资建议：龙头中国飞鹤渠道力、产品力、品牌力强，可在稳固强势区域的领先地位的同时继续扩张弱势区域，市场份额仍可提升。我们预计 2021-2023 年净利分别为 74.5 亿元、91.5 亿元、109.2 亿元，EPS 分别 0.84、1.03、1.22 元，维持“增持”投资评级。

3.13、新乳业：业绩符合预告，正处发展黄金期

2021Q2 内生、外延并购业务均稳步增长。（1）从产品看：2021H1 液体乳、奶粉营收分别增 67.8%、15.4%，其中鲜奶同比增 60%。2020Q2 营收同比增 53.4%，主因 2020Q2 受疫情影响渠道尚在恢复中、2021Q2 需求旺盛下内生业务稳步增长、夏进乳业及一只酸奶牛贡献外延增量。（2）从渠道看：线上、线下渠道齐发力，其中线上渠道增速较快，2021H1 同比增 112%。（3）从地区看：公司稳步自西南向外扩张，2021H1 华东、华北、西北均快速增长，营收同比分别增 57.9%、29.4%、7049.0%。展望 2021 年，内生、外延齐发力下公司营收仍可稳步增长。

2021Q2 净利率下滑主因毛利率下降。2021Q2 公司净利率同比降 1.5pct 至 5.6%，主因毛利率同比降 8.6pct 至 26.4%。毛利率下滑主因新收入准则下销售费用中的运输费用需调整至营业成本及并购夏进影响。剔除这两项影响后，毛利率较为稳定。2021Q2 管理费用率同比增 0.7pct 至 5.6%，主因新增股权激励摊销费用。展望 2021 年，原奶仍处于上行周期，公司可通过产品结构升级、提高自有奶源比例等方式缓解原奶成本压力；自西南向外拓张期间预计费率仍处高位，预计公司 2021 年可达成股权激励的考核目标。

坚持鲜立方战略，全渠道布局，内生、外延齐助力公司快速增长。公司坚持鲜立方战略，自产品、品牌、渠道、用户等角度提升自身核心竞争力。稳步扩展线下渠道，大力开拓电商、新零售、本地生活等业务，推动渠道立体化。展望未来，随着全渠道发力、上游布局完善，内生、外延可助力新乳业快速增长。

投资建议：我们维持盈利预测，2021-2023 年净利为 3.6、4.9、6.8 亿元，EPS 为 0.43、0.58、0.80 元。往长期看，公司内生增长、外延并购双轮驱动，股权激励目标三年倍增可期，维持“增持”评级。

3.14、广州酒家：食品业务稳增长，餐饮业务拖累短期业绩

月饼快速增长，速冻由于基数原因略有下滑，餐饮受疫情影响环比下滑。分业务来看：（1）食品：2021 年中秋节较 2020 年提前，月饼 2021Q2 营收同比增 204.4%；2020Q2 疫情期间速冻食品需求旺盛，基数大，使得 2021Q2 速冻业务营收同比降 1.4%；（2）2021Q2 餐饮业务营收同比增 51.8%，但由于 5 月及 6 月广东省本土疫情爆发，2021Q2 餐饮业务环比降 25.5%，相较于 2019 Q2，餐饮业务营收同比-16.1%。分区域来看：2021Q2 省外经销商净增加 29 个至 337 家，电商渠道逐渐发力，省外市场收

入同比增 151.0%；省内市场净增加 7 家至 561 家经销商，收入同比增 17.9%。展望未来，随着产能释放，实体门店、经销商、商超、电子商务全渠道布局完善，餐饮业务逐渐复苏，公司收入仍可稳步增长。

2021Q2 业绩承压主因毛利率下降。2021Q2 公司归母净利润亏损 0.1 亿元，主因毛利率同比降 4.3pct 至 23.1%。2021Q2 毛利率下降主因：2021 年 5 月下旬及 6 月新冠“德尔塔”病毒在广州引发本土疫情，餐饮业务受到冲击。

投建速冻食品生产项目，缓解产能瓶颈。目前，梅州基地一期已进入试产阶段，可支撑速冻食品业务快速发展。为进一步提升速冻食品产能，公司拟在利口福湘潭基地投资 3 亿元继续推进落实建设二期速冻食品生产项目。该项目建设期为 24 个月，达产后年产能达 3.85 万吨。随着产能瓶颈缓解，公司可进一步满足市场需求、进行区域扩张、提升市占率。

投资建议：预计 2021-2023 年归母净利为 5.3、6.4、7.4 亿元，EPS 为 0.94、1.13、1.31 元。随着消费需求回暖，餐饮逐渐复苏；食品业务随着产能释放、渠道铺设，潜力较大，维持“增持”评级。

3.15、味知香：费用短期扰动，多渠道布局，长期发展可期

多品类发力、全渠道布局，营收稳步增长。分品类看，2021H1 肉禽类营收 2.5 亿元，同比增 33.8%，其中牛肉类、家禽类、猪肉类分别同比增 37.8%、14.0%、49.2%；水产类同比增 21.1%，其中，虾类、鱼类分别同比增 39.4%、7.0%。随着市场稳步开拓，牛肉类、猪肉类、虾类产品增长较快。分渠道看，2021H1 零售渠道营收 2.3 亿元，同比增 12.9%，其中加盟店、经销店营收同比分别增 7.8%、28.9%。零售渠道增幅较批发渠道弱主因 2020H1 疫情影响下基数较高。2021H1 批发渠道营收 1.2 亿元，同比增 66.1%，增速较快主因：（1）品牌力强，新增 47 家批发客户；（2）2020H1 受疫情影响，餐饮行业无法正常经营，基数低。此外，2021H1 新增电商客户，电商客户收入达 721 万元。随着全渠道布局，多品类发力，预计公司营收可快速增长。

净利率下滑主因毛利率下降。公司 2021Q2 净利率同比下降 4.5pct 至 16.3%，主因毛利率同比下降 6.5pct 至 23.3%。毛利率下滑主因：（1）刚开展电商业务，履约成本高，直播毛利率低；（2）因会计准则变化，物流费在 2021 年计入营业成本。销售费用率同比下降 1.0pct 至 4.1%，主因会计准则变化。展望全年，随着电商物流整改、控制直播定价及数量，电商业务逐渐成熟，毛利率或可改善，预计公司净利可稳步增长。

投资建议：公司 B 端和 C 端客户均有布局，未来随着产能陆续释放、开店速度加快，可稳步拓张华东市场，享受行业发展红利，发展潜力较大。我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 1.56 亿元、1.93 亿元、2.34 亿元，同比增长 24.7%、23.7%、21.3%；EPS 分别为 1.56、1.93、2.34 元，维持“增持”评级。

3.16、李子园：业绩符合预告，稳步推进全国化

含乳饮料、乳味风味饮料快速增长。（1）分产品来看：含乳饮料 2021H1 营收同比增 61.2%，乳味风味饮料同比增 190.6%；复合蛋白饮料同比增 16.7%。疫情影响可控，公司加大市场推广力度，产能积极扩张，销量大幅增长下营收快速增长。（2）分渠道来看：2021H1 经销渠道营收 6.7 亿元，同比增 60.6%；直销渠道营收 1304.5 万元，同比降 5.1%。（3）分区域来看：2021H1 华东、华中、西南三大重点地区需求较好，营收分别为 3.8 亿元、1.3 亿元、1.2 亿元，同比增 46.3%、71.0%、59.7%。由

于公司积极开拓全国市场，其他区域经销商数目快速增加，使华北、华南、东北、西北营收分别同比增 195.7%、240.6%、186.6%、352.3%。其中，2021H1 华北经销商增加 73 家至 262 家，华南经销商增加 53 家至 168 家，东北经销商增加 34 家至 102 家，西北经销商增加 17 家至 52 家。展望未来，随着产能进一步释放、公司继续实施“深耕重点核心市场并逐步辐射带动周边区域市场”的战略，在夯实重点地区市场的基础上，大力拓展全国市场，收入可快速增长。

净利率下降主因销售费用率提升。2021Q2 公司净利率降 2.7pct 至 21.6%，下降主因销售费用率增 3.2pct 至 10.1%。销售费用率提升主因 2021Q2 公司主动加大市场投入以开拓全国市场。管理费用率提升 0.8pct 至 4.3% 主因增加上市费用及员工薪酬提升。

投资建议：我们预计 2021-2023 年归母净利润为 2.8、3.5、4.3 亿元，EPS 为 1.29、1.60、1.97 元。李子园在现有重点区域有品牌、渠道、规模优势，自华东向全国市场稳步拓张，维持“增持”评级。

3.17、金字火腿：定增扩产，长期竞争力强化

火腿、火腿制品增长较好。(1) 分产品来看：2021H1 火腿营收同比增 47.3% 至 1.1 亿元；传统肉制品同比下滑 0.49% 至 4321 万元；品牌肉同比下滑 23.2% 至 1.2 亿元。火腿及火腿制品增长较好；品牌肉因猪价大幅下降、产品吨价同比下降而下滑。

(2) 分渠道来看：公司电商业务稳步增长，2021H1 增 7.8% 至 1 亿元；酒店餐饮、KA 流通、食品加工渠道快速增长，同比分别增 54.1%、50.9%、61.6%；直营（团购）渠道同比降 37%。展望 2021H2，猪价预计可回升，品牌肉业务或可改善。

净利率下降主因销售费用率提升。2021Q2 公司净利率下滑 6.4pct 至 5.8%，下滑主因销售费用率提升。2021Q2 毛利率提升 1.3pct 至 23.6%，主因火腿、火腿制品等高毛利产品占比提升。销售费用率提升 5.0pct 至 11.3%，主因公司推出火锅火腿等新品，增加费用以推广新品。管理费用率提升 1.7pct 至 4.7%，主因职工薪酬增加。展望 2021H2，猪价或回升下品牌肉毛利率或可改善，新品推广期间费率预计仍维持高位。

产能释放、全渠道布局，助力公司快速增长。公司拟募集 11.9 亿元，用于建设年产 5 万吨肉制品数字智能产业基地、数字智能化立体冷库等项目。公司专注于肉制品主业，内部协同效应强。随着产能释放、冷库及渠道建设进一步完善，公司发展潜力较大。

投资建议：预计 2021-2023 年归母净利润分别为 1.1、1.6、2.3 亿元，EPS 为 0.11、0.16、0.23 元。随着产能释放、渠道布局完善、消费场景多元化，公司仍处快速发展期，维持“增持”评级。

3.18、煌上煌：收入增幅回落，蓄力未来成长

业绩增幅回落，蓄力未来成长。公司 2021H1 实现销售收入 14.1 亿元，同比增长 3.1%；实现归母净利润 1.5 亿元，同比减少 4.8%；其中 2021Q2 收入 8.01 亿元，同比减少 2.82%，归母净利润 0.83 亿元，同比减少 10.4%。2021 年 6 月末，公司门店数量 4840 家，上半年新开门店 417 家。

收入小幅下降，拓店节奏有所放缓。公司 2021Q2 单季度收入下降 2.8%，主因公司 2020 年同期基数偏高，同时疫情反复一定程度上影响加盟商拓店意愿和大众消

费意愿，另外一季度末公司内部组织架构调整，拓店节奏有所放缓。分产品看，鲜货产品业务收入同比增长 1.6%，米制品业务同比增长 5.80%，主因 6 月端午节前为米制品销售旺季，渠道不依赖门店拓展，表现相对较好。

原材料价格上升，利润二季度小幅下降。2021H1 归母净利润同比下降 4.8%，略低于预期，主因 2021Q2 毛利率下降 6.2pct，其中受到物流费用会计认定改变影响 3.1pct，另外牛肉、猪肉等原材料涨价对毛利率也有一定影响；同样物流费用会计认定原因影响销售费用率 2021Q2 下降 5.3pct；管理费用率微降 0.4pct，总体保持平稳。

布局上海运营中心，未来成长可期。公司二季度上海运营中心已正式运营，积极布局长三角地区，目标未来 3 年在长三角地区开设 2000 家店铺；一季度发布员工持股计划，设置以 2020 年净利润为基数考核目标，未来四年净利润同比 2020 年分别增长 20%、40%、70%、100%，长期成长战略目标清晰。

投资建议：随着疫情影响消退，公司恢复拓店速度，我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 3.4、4.0、4.8 亿元，同比分别增长 20.2%、16.7%、21.1%，EPS 分别为 0.66、0.78、0.93 元，分别增长 20%、18%、24%，维持“增持”评级。

3.19、绝味食品：门店拓展顺利，未来稳健成长

业绩表现优异，未来稳健成长。公司 2021H1 实现收入 31.44 亿元，同比增长 30.3%，归母净利润 5.02 亿元，同比增长 82.9%。公司 2021Q2 收入 16.4 亿元，同比增长 21.6%，归母净利润 2.66 亿元，同比增长 25.8%，截至 6 月末大陆门店共 13136 家。卤制品行业赛道优质，公司作为行业龙头，推出股权激励，保证未来业绩稳步成长。

收入持续增长，主业基础稳固。公司 2021Q2 单季度收入增长 21.6%，主要受益于基数较低，同时新店稳步拓展。分品类看，2021H1 禽类产品同比增长 21.7%，主业基础稳固；包装产品收入大幅增长，主因公司收购精武鸭脖并表贡献收入；畜类产品基数较小，增速较快。分区域看，西北区域基数偏低，增幅较大；华南区域拓店较快，增速较高。

开店保持较快节奏，单店持续恢复。公司 2021Q2 公司开店保持较快节奏，二季度开店旺季，上半年净新开门店 737 家，符合预期，预计全年保持 1500 家左右目标。同店方面，一季度的“年货节”活动带动社区店恢复，预计社区街边店同店收入相比疫情前提升 5%左右；部分区域疫情反复影响人群出行，交通枢纽店仍有一定影响。

毛利率小幅提升，净利润平稳增长。2021Q2 归母净利润同比增长 25.8%，表现优异。由于会计准则调整，部分运费计入成本，调整后 2021Q2 公司毛利率同比提升 2.7pct，受益于原材料低价时主动储备；销售费用率提升 4.4%，主因二季度营销费用投放较多；管理费用率提升 1.2pct，主因人员工资增长和股权激励费用摊销所致。公司投资收益增幅较大，主要受益于疫情顺利缓解，美食生态圈所投企业快速恢复所致。

投资建议：我们维持盈利预测，预计 2021-2023 年净利润分别为 9.7、12.1、14.9 亿元，分别增长 37.9%、25.3%、22.8%，EPS 分别为 1.57、1.97、2.42 元，分别增长 38%、25%、23%，维持“增持”评级。

3.20、甘源食品：商超流量下滑拖累，回购股份彰显信心

二季度收入明显下滑，利润小幅亏损。公司 2021 年上半年实现收入 5.44 亿元，同比增长 10.9%；归母净利润 0.37 亿元，同比下滑 46.2%。2021Q2 单季度收入 2.06 亿元，同比下滑 16.6%，归母净利润亏损 413.2 万元。

商超人流下降，收入利润受到拖累。公司 2021Q2 收入同比下降 16.6%，主因大众消费意愿偏低，社区团购新渠道冲击，商超流量下滑，影响公司收入。从渠道结构上看，经销模式收入增长 7.63%；电商模式收入增长 27.87%，增幅相对较快，主因公司主动拥抱电商、直播等新兴渠道。公司二季度毛利率同比下降 8.5pct，主因原材料棕榈油、瓜子仁等涨价拖累，另外青豌豆系列在电商渠道让利促销，毛利率降幅略大；公司已主动提价，后续有望提升整体毛利率。二季度归母净利润小幅亏损，净利率下滑 15pct，主因销售费用率提升 10.2pct，主要为广告、市场促销、专柜投放及电商业务相关费用增加所致；管理费用率提升 3.3pct，主因工资增加、招聘费用较多所致。预计随着商超人流提升，公司收入恢复，销售费用率及管理费用率将回归正常水平。

推出回购股份计划，彰显未来经营信心。公司公告将通过集中竞价回购公司股份，用于后续实施员工持股或股权激励计划，金额不低于 6000 万元，不超过 1.2 亿元，回购价格不超过 85.09 元/股。本次回购体现出公司对未来经营的充分信心，回购用于激励，有利于绑定核心员工利益，充分调动核心骨干的积极性，为公司发展保驾护航。我们预计随着商超人流逐步恢复，公司在便利店、社区团购、电商、直播等新渠道持续布局，产品提价完成，配合将推出的新品，公司将有望走出低谷，重新走上成长快车道。

投资建议：考虑到费用投放加大，我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 1.6(-0.6)、2.1(-0.5)、2.5(-0.7)亿元，分别下滑 12.5%、增长 35.8%、15.9%，EPS 分别为 1.68(-0.68)、2.29(-0.49)、2.65(-0.73)元，维持“增持”评级。

3.21、周黑鸭：新开门店快速拓展，放眼未来高成长

周黑鸭收入利润快速恢复，特许门店高速拓展。公司 2021H1 实现收入 14.53 亿元，同比增长 60.8%；实现净利润 2.3 亿元，扭亏为盈，截至 6 月末门店数 2270 家，上半年净新开 515 家，保持高速开店。

门店收入持续恢复，新店扩张大力推进。单店收入方面，2021Q1 农历春节期间居民原地过节，部分门店受到较大影响，预计下半年随着人流继续恢复，门店收入将持续改善。上半年公司加快新品类新口味推出速度，同时补充 10-25 元中低价位产品，满足不同客户需求，上半年公司新产品 2021H1 贡献收入占比超 17%。公司同时大力拥抱 O&O 线上及自营外卖业务，该部分业务 2021H1 收入同比增长 29.5%。开店数量方面，公司 2021H1 门店总数达 2270 家，其中直营门店 1161 家，特许门店 1109 家，上半年直营门店新增 4 家、特许门店新增 511 家，绝大部分由特许经营门店贡献。门店拓展主要由华中地区和华东地区贡献，分别新开 328 家、94 家，预计全年 1000 家新开门店目标将顺利达成，未来 3 年 4000-5000 家门店可期。从收入结构也可看出，特许经营渠道收入占比从 2020 年末的 6.4%提升至 2021H1 的 16.4%，占比大幅提升，我们预计下半年公司收入仍将保持环比改善趋势。

毛利率稳步提升，各项费用恢复平稳。公司 2021H1 同比扭亏为盈，公司上半年毛利率同比提升 4.4pct，主因受益原材料价格低位时战略储备；销售费用率同比下降 16.7pct，主要受益于高基数；管理费用率微降 0.7pct，保持平稳；所得税率提升 7.1pct 回到 6.13%正常水平，2020 年疫情同期亏损，存在税收返还补偿。预计公司全年净

利率保持平稳。

投资建议：公司作为休闲卤制品头部企业，赛道优质，放开特许加盟打开成长空间，我们预计 2021-2023 年净利润分别为 4.8、6.3、8.5 亿元，同比增长 219%、31%、34%，EPS 分别为 0.2、0.3、0.4 元，分别增长 100%、50%、33%，维持“增持”评级。

表11：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
贵州茅台	买入	1670.7	41.76	48.03	55.52	40.0	34.8	30.1
五粮液	买入	211.5	6.33	7.74	9.45	33.4	27.3	22.4
洋河股份	增持	171.9	5.49	6.91	8.03	31.3	24.9	21.4
山西汾酒	买入	280.8	4.71	6.27	8.3	59.6	44.8	33.8
口子窖	增持	53.0	2.6	3.09	3.6	20.4	17.2	14.7
古井贡酒	增持	226.4	4.69	5.63	6.81	48.3	40.2	33.2
金徽酒	增持	37.1	0.8	1	1.28	46.3	37.1	28.9
伊利股份	买入	36.6	1.42	1.65	1.91	25.8	22.2	19.2
新乳业	增持	14.9	0.43	0.58	0.8	34.7	25.7	18.7
双汇发展	增持	25.6	1.73	1.92	2.18	14.8	13.3	11.7
中炬高新	增持	33.0	0.95	1.15	1.39	34.7	28.7	23.7
涪陵榨菜	买入	27.4	0.94	1.16	1.4	29.2	23.6	19.6
海天味业	买入	92.0	1.67	1.96	2.31	55.1	46.9	39.8
恒顺醋业	买入	14.6	0.33	0.39	0.47	44.3	37.5	31.1
西麦食品	增持	17.4	0.69	0.85	1.07	25.2	20.5	16.3
桃李面包	买入	28.8	0.96	1.15	1.37	30.0	25.1	21.1
嘉必优	买入	59.1	1.20	1.79	2.49	49.3	33.0	23.7
绝味食品	买入	64.1	1.57	1.97	2.42	40.9	32.6	26.5
煌上煌	增持	14.4	0.66	0.78	0.93	21.8	18.5	15.5
广州酒家	增持	23.5	0.94	1.13	1.31	25.0	20.8	17.9
甘源食品	增持	48.9	1.68	2.29	2.65	29.1	21.3	18.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2021 年 9 月 6 日）

4、风险提示

宏观经济波动风险、消费复苏进度低于预期风险、原材料价格波动风险等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn