

食品饮料

大众食品板块中报总结暨 9 月投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 09 月 07 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

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

证券分析师:陈青青

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

证券分析师:廖望州

电话: 0755-22940911
 E-MAIL: liaowangzhou@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010001

独立性声明:

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

行业投资策略

中报释放担忧情绪,关注环比改善

● 中报业绩落地释放市场担忧情绪,板块估值呈现震荡走势

8 月食品饮料板块整体呈现震荡走势,下跌 4.68% (振幅近 16%), 落后大盘约 9pcts。大众食品板块 8 月底动态 PE 回落至 28X, 为近一年低位, 已具备一定的防御属性。从酒水饮料的终端情况来看, 由于中秋与国庆传统节日临近, 啤酒及饮料整体销量继续保持环比增长态势; 啤酒、牛奶、酸奶零售价格基本持平, 婴幼儿奶粉价格小幅上涨。

● 21Q2 高基数、高成本下业绩承压, 各板块中报业绩分化

①啤酒: 中报业绩持续验证行业高端化进程正在加速, 结构优化与常规性提价帮助各品牌持续提升吨价并释放业绩弹性, 且趋势有望延续。②乳制品: 今年上半年我国生鲜乳平均价上涨幅度超预期 (+8%), 乳制品企业毛利率水平承压。头部企业通过产品结构升级和减促控费对冲部分成本压力, 双龙头集中度进一步提升。③调味品: 渠道库存环比下滑, 旺季将至, 库存有望进一步改善。此外, 主要厂商加速社区团购布局, 通过指定经销商、直接与社区团购合作等方式严控价盘, 社区团购有望成为新营收增长点。④速冻食品: 21Q2 净利润受成本端和费用端双重影响, 增速放缓; 龙头公司凭借精细化管理等综合优势, 经营韧性较强经营表现较板块更好。⑤休闲食品: 商超流量下滑、线下消费重提等新消费趋势下, 龙头企业不断优化经营策略、精耕渠道、集中资源主推核心产品, 经营势头良好, 可关注环比的持续改善情况。

● 投资建议: 龙头通过经营调整致胜韧性更强, 关注环比改善

二季度受成本上涨、消费习惯改变及高基数等综合影响, 大众食品板块业绩承压, 中报业绩落地后市场对二季度业绩增速下滑的担忧预期已通过估值波动初步释放, 其中龙头企业经营韧性更强, 在当前估值下已具备安全垫, 长期发展逻辑有望通过业绩的逐季向好持续得到验证。我们建议关注高壁垒、高确定性细分龙头, 重点推荐青岛啤酒、伊利股份、妙可蓝多、海天味业、中炬高新、千禾味业、安井食品、立高食品、三只松鼠、绝味食品等。

● 风险提示: 宏观经济不达预期, 需求增长不达预期, 食品安全问题。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
600600	青岛啤酒	买入	86.16	956	2.03	2.46	39.58	32.64
600887	伊利股份	买入	36.16	2199	1.42	1.66	23.56	20.14
600882	妙可蓝多	买入	56.63	292	0.61	1.17	73.90	38.47
603288	海天味业	买入	90.07	3794	1.79	2.12	64.01	54.11
600872	中炬高新	买入	32.66	260	1.24	1.50	29.38	24.31
603027	千禾味业	买入	17.17	137	0.34	0.46	71.16	51.64
603345	安井食品	买入	158.72	388	3.43	4.48	47.18	36.07
300973	立高食品	买入	125.77	213	1.88	2.53	64.37	47.85
300783	三只松鼠	买入	36.32	146	1.07	1.37	36.75	28.76
603517	绝味食品	买入	62.53	384	1.65	2.10	41.48	32.54

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

行业观点：大众食品板块短期波动不改长期价值	4
板块总结：中报业绩分化，龙头更显韧性	5
啤酒：中报验证高端化进程加速，结构优化与常规性提价持续拉升吨价	5
乳制品：上半年液态奶维持较高景气，生鲜乳价格持续上涨奶企业绩承压	7
调味品：经营与业绩压力凸显，关注企业边际改善机会	9
食品综合：成本上涨下业绩承压，龙头展现强经营韧性	12
速冻食品：成本上涨&同期高基数下业绩承压，龙头展现强经营韧性	13
休闲食品：新形势下龙头优化经营策略，未来发展逻辑逐渐清晰	14
数据追踪：产销持续恢复，成本继续承压	15
产销量：产销持续恢复，酒水饮料进入销售旺季	15
零售价：啤酒、牛奶、酸奶、婴幼儿奶粉价格基本持平	16
成本：糖类价格环比持平，生鲜乳、大豆、大麦和包材价格持续上涨	17
投资建议	19
风险提示	19
国信证券投资评级	20
分析师承诺	20
风险提示	20
证券投资咨询业务的说明	20

图表目录

图 1:	食品饮料分板块月度涨跌幅.....	4
图 2:	食品饮料行业分板块 PE 变化图	4
图 3:	8 月食品饮料行业个股涨跌幅 (%)	5
图 4:	低基数下板块上半年收入增长 35.20%	6
图 5:	利润上半年增速超 41%，较收入更快	6
图 6:	板块毛利率持续提升，毛销差持续扩大.....	6
图 7:	板块净利率水平持续提升，上半年实现 11.29%.....	6
图 8:	乳制品板块 21Q2 实现收入约 406.7 亿元，同比 7.3%.....	8
图 9:	乳制品 21Q2 实现利润约 29 亿元（同比-2.5%）	8
图 10:	原奶价格超预期上涨拉低板块毛利率	8
图 11:	企业加强费用管控力度，净利率维持稳定	8
图 12:	调味品板块单季度收入及增速	10
图 13:	调味品板块单季度利润及增速	10
图 14:	调味品板块毛利率走势 (%)	10
图 15:	调味品板块单季度费用率走势 (%)	10
图 16:	食品综合板块 21Q2 实现收入约 183 亿元.....	13
图 17:	食品综合板块 21Q2 实现利润约 18.6 亿元.....	13
图 18:	食品综合板块 21Q2 毛利率 31.9%.....	13
图 19:	21Q2 实现利润约 29 亿元，同比-2.....	13
图 20:	36 大中城市啤酒价格走势（元/瓶、元/罐）	16
图 21:	红酒价格指数变化.....	16
图 22:	牛奶零售价变化（元/公斤）	17
图 23:	酸奶零售价变化（元/公斤）	17
图 24:	婴幼儿奶粉变化（元/公斤）	17
图 25:	白砂糖柳州现货价（元/吨）	18
图 26:	南宁糖蜜价格（元/吨）	18
图 27:	22 个省市平均生猪价（元/千克）	18
图 28:	生鲜乳平均价（元/公斤）	18
图 29:	大豆现货价格走势（元/吨）	18
图 30:	进口大麦平均单价走势（美元/吨）	18
图 31:	中国玻璃价格指数走势（点）	19
图 32:	瓦楞纸高强市场价格走势（元/吨）	19
表 1:	8 月个股板块涨跌幅榜.....	5
表 2:	啤酒板块（加 H 股）重点公司中报业绩汇总	7
表 3:	乳制品板块重点公司中报业绩汇总	9
表 4:	调味品板块 2021H1 及 2021Q2 业绩概览	11
表 5:	速冻食品板块重点公司中报业绩汇总	14
表 6:	休闲食品板块重点公司中报业绩汇总	15
表 7:	软饮料板块重点公司中报业绩汇总	15
表 8:	各行业产量最新数据	16
表 9:	重点公司盈利预测及估值	19

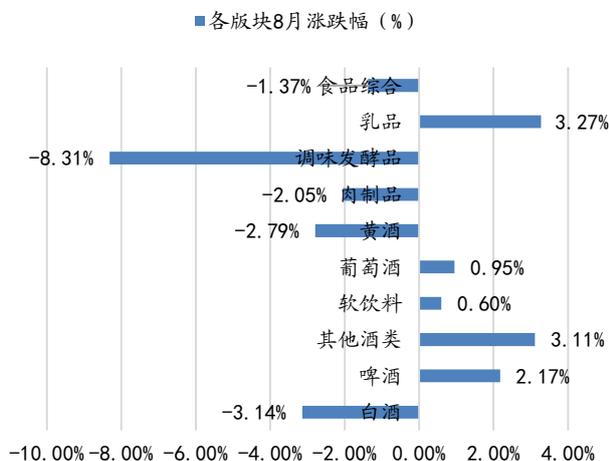
行业观点：大众食品板块短期波动不改长期价值

市场回顾:8月上证综指涨4.31%，沪深300微跌0.12%，食品饮料板块跌4.68%。饮食各子板块（中信分类）中，乳制品涨幅最高为3.27%，其他酒类、啤酒、葡萄酒和软饮料板块均实现上涨；调味品跌幅最大达8.31%，白酒、黄酒、肉制品和食品综合板块8月呈现下跌态势。

从估值来看，截至2021年8月30日，上证综指动态PE14.5X，沪深300动态PE14.8X，饮食板块42.3X，各细分板块动态估值：

- ✓ 白酒 43.1X（按wind一致预期21E/22E估值预测分别为38.1X/31.8X，下同）随着近期股价调整目前估值已回落到中位数水平；
- ✓ 啤酒 45.8X（21E/22E为45.0X/37.2X）估值被盈利增速逐步消化，目前落至估值区间下方；
- ✓ 乳制品 35.7X（21E/22E为32.6X/24.3X）上半年需求旺盛带来较高营收增速，目前已接近合理估值中枢水平；
- ✓ 调味品 51.8X（21E/22E为47.5X/40.3X），下降至20年3月的估值水平，可关注未来环比的持续改善带来投资信心的回升；
- ✓ 休闲食品 36.1X（21E/22E为30.5X/25.8X），主要受商超客流明显下降，消费习惯有所改变影响，板块整体估值下杀较为明显；
- ✓ 速冻食品 42.1X（21E/22E为36.6X/30.1X），肉制品 16.2X（21E/22E为14.3X/12.3X），其他食品 26.4X（21E/22E为24.0X/20.1X）同样均已落入估值区间底部。

图 1：食品饮料分板块月度涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2：食品饮料行业分板块 PE 变化图



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

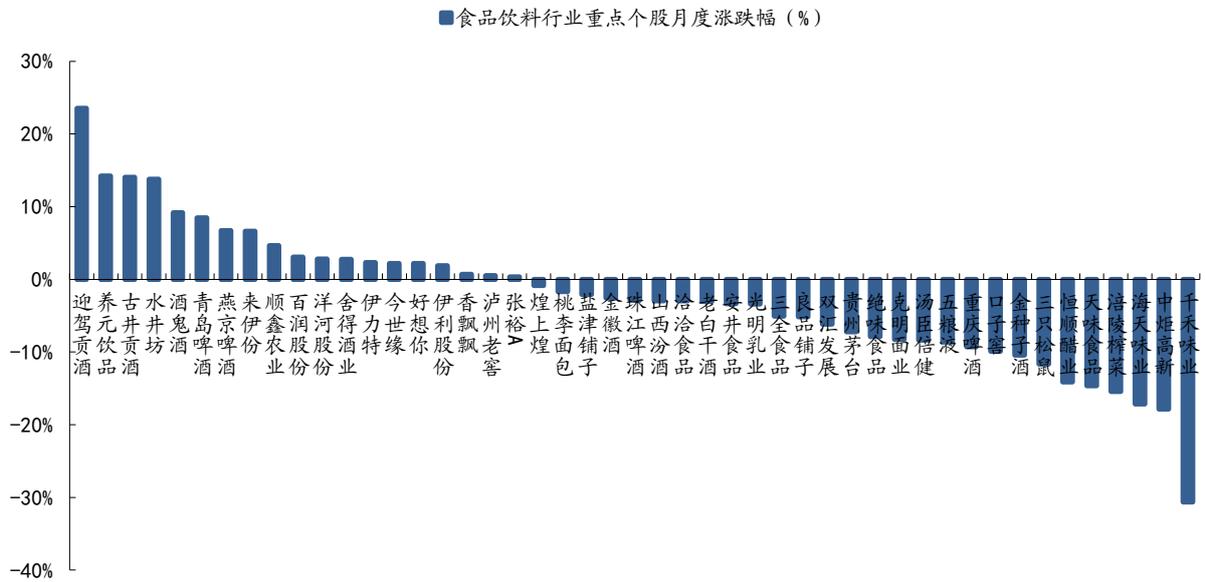
从个股来看，8月食品饮料板块个股涨幅前五名是迎驾贡酒、养元饮品、古井贡酒、水井坊和酒鬼酒；跌幅前五名是千禾味业、中炬高新、海天味业、涪陵榨菜和天味食品，调味品由于原材料价格上涨，以及社区团购分流渠道等影响，中报业绩承受较大压力，8月股价亦普遍呈现出较大幅度的下跌，反映出市场对业绩压力的担忧。

表 1: 8 月个股板块涨跌幅榜

个股涨幅前十	涨幅 (%)	个股跌幅前十	跌幅 (%)
迎驾贡酒	23.55%	重庆啤酒	-9.29%
养元饮品	14.22%	口子窖	-9.92%
古井贡酒	14.05%	金种子酒	-10.42%
水井坊	13.77%	三只松鼠	-11.67%
酒鬼酒	9.18%	恒顺醋业	-14.14%
青岛啤酒	8.46%	天味食品	-14.64%
燕京啤酒	6.72%	涪陵榨菜	-15.44%
来伊份	6.64%	海天味业	-17.15%
顺鑫农业	4.64%	中炬高新	-17.85%
百润股份	3.08%	千禾味业	-30.61%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 8 月食品饮料行业个股涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

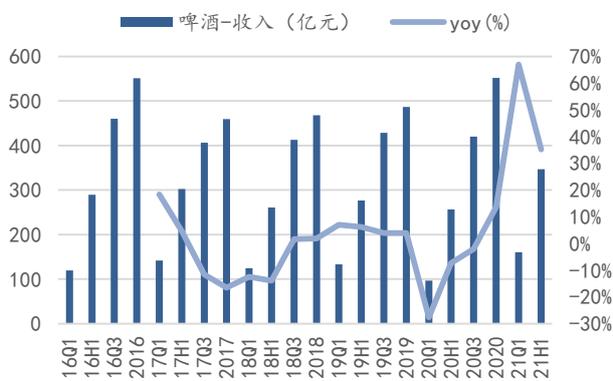
板块总结: 中报业绩分化, 龙头更显韧性

啤酒: 中报验证高端化进程加速, 结构优化与常规性提价持续拉升吨价

根据国家统计局数据, 21H1 中国啤酒产量为 1889 万千升, 相较 20 年同期增长约 10%, 但仍不及 19 年同期水平 (1949 万千升或-3.08%)。基于适龄饮酒人口基数的下滑, 适量饮酒健康观念的普及等因素影响, 我们判断中国啤酒产销量已与 2013 年见顶, 并将呈现平稳下降的态势。存量竞争下, 啤酒行业已从此前的量增逻辑转变为利润导向的提价逻辑, 通过关厂提效, 打造高端产品矩阵, 优化产品结构, 常态化提价等策略, 持续提升盈利水平。啤酒行业上市公司中报业绩持续验证着行业的高端化趋势, 且综合龙头企业表现来看, 我们判断高端化进程仍有望持续。

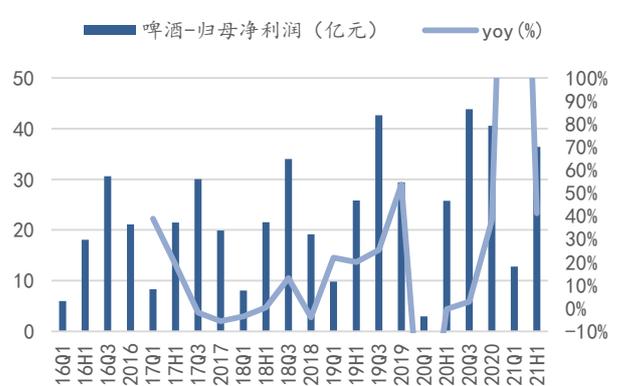
- ✓ 收入：2021 年上半年啤酒板块 A 股上市酒企合计实现收入 346.56 亿元，销量整体相对去年低基数下稳中有升，同时得益于结构提升与常规性提价带来的吨价提升（为主要收入增长驱动因素），收入在去年基数较低的前提下增长超 35%。
- ✓ 利润：21H1 啤酒板块 A 股上市酒企合计实现利润 36.4 亿元，增速超 41%，较收入增长更快。尽管原材料成本在 21 年上半年持续上涨，但通过高端产品的快速放量以及常规性的提价，原材料价格上涨对利润水平带来的影响得到良好控制，以龙头为首的啤酒公司利润弹性持续释放。
- ✓ 盈利水平：得益于产品结构优化的加速与直接提价，板块整体的毛利率水平稳步提升至 40.26%，同比上升 3.7pcts，相较 19H1 上升 5.2pcts，销售费率整体保持平稳，毛销差持续扩大，板块整体 21H1 净利润率提升至 11.29%。

图 4：低基数下板块上半年收入增长 35.20%



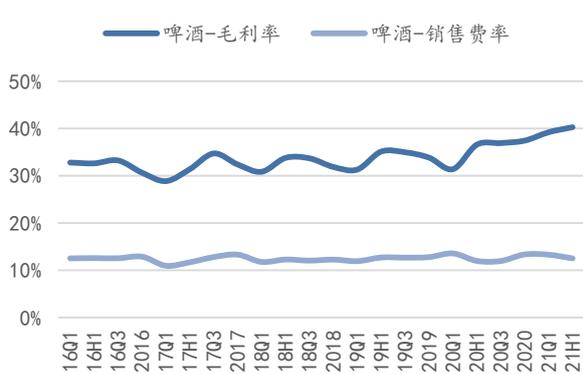
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5：利润上半年增速超 41%，较收入更快



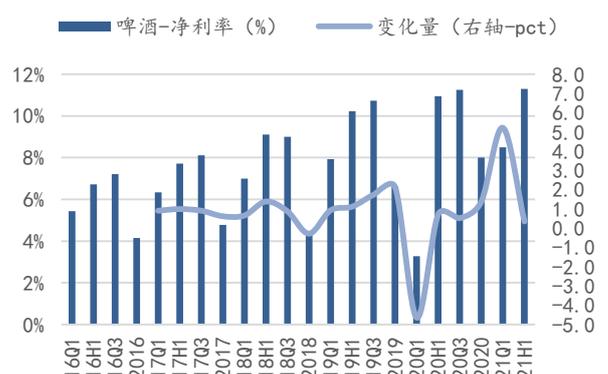
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6：板块毛利率持续提升，毛销差持续扩大



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7：板块净利率水平持续提升，上半年实现 11.29%



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

重点公司点评： 中报业绩持续验证了行业高端化进程加速的趋势，业绩弹性持续释放。今年上半年原材料上涨为板块盈利水平带来一定压力，各品牌通过结构升级与分区域、分产品的常态化提价有效消化上涨成本，并成功拉升整体盈利水平，业绩弹性持续释放。

青岛啤酒： 结构升级成效显著，业绩弹性持续释放。公司 2021 年 H1 收入 182.91 亿元 (+16.7%，相比 19 年同期增加 10.52%)，期内销量实现 476.9 万千升 (+8.2%，相较 19 年基本持平)，平均吨价 3835.43 元/千升 (+7.8%)，即销量与吨价对收入的贡献相当。受 20 年恢复性消费带来的高基数影响，单

Q2 啤酒销量同比下降 7.15%，得益于结构持续优化带动吨价上涨 7.44%，Q2 实现收入 93.63 亿元（-0.24%），同比微降。高端品牌持续放量，21H1 主品牌青岛啤酒销量实现 252.8 万千升（+20.9%），其中高档以上产品销量同比增长 41.4% 增至约 137 万千升，主流产品增至约 115 万千升（+3.1%）；第二品牌崂山销量实现 224.1 万千升（-3.3%）。公司高端化升级成效显著，带动 H1 毛利率升至 44.40%（+2.64pcts）。销售费率管控得当同比相对平稳，毛销差进一步扩大至 26.11%（+3.23%）；四费在去年同期较低基数下基本维持平稳（合计 +1.46pcts），净利润率提升至 13.21%（+1.37pcts），归母净利润 24.16 亿元（+30.2%）。公司品牌与品质优势显著，聚焦主品牌+崂山第二品牌，加快产品结构优化升级与常态化提价，且未来经营效率仍有改善空间，预计销量总体平稳的基础下，未来随着高端化的推进业绩弹性将加速释放。预计 2021-2023 年 EPS 至 1.99/2.38/2.80，对应 PE 为 33/28/24 倍。

华润啤酒：决战高端战略持续推进，结构进一步优化。公司 2021 年 H1 收入 196.34 亿元（+12.8%），期内销量实现 633.7 万千升（+4.9%），尽管局部地区受疫情反复及二季度天气影响，整体销量已基本恢复至 19 年同期水平；平均吨价 3098 元/千升（+7.5%）。公司决战高端战略持续推进，高档品牌喜力和马尔斯绿均实现中双位数增长，次高端 SuperX 销量增速超 100%；公司常态化提升产品价格并主动控制弱势地区餐饮渠道费用投放减少出血点，中档及以下产品销量同比有所下滑（部分产品提价升级叠加费用投放减少）。费用端由于原材料和包装物价格上升，上半年吨酒成本亦上升 4% 至 1788 元/千升，但由于公司高端表现亮眼，产品结构持续优化，21H1 毛利率同比提升 1.92pcts 至 42.3%，同时费用投放效率提升，费率基本维持稳定，带动净利润率水平稳步提升。展望下半年，公司预计将通过产品的全面提价进一步对冲成本持续上涨带来的盈利压力，同时公司 4+4 产品矩阵布局完善，渠道优势明显，未来有望保持次高端及以上产品的放量高增，带动盈利水平持续优化向好。

重庆啤酒：高端增长有力，盈利水平持续优化。公司发布中报业绩公告，21H1 实现营收 71.39 亿元（+27.51%），归母净利润 6.22 亿元（备考口径同比 +17.16%）；实现啤酒销量 154.99 万千升（+22.59%），吨价为 4606 元/千升（+4%）。分产品档次来看，高端/主流/经济分别实现 62.29%/17.44%/4.43% 的收入增长，其中高端产品占比同比提升 7.6pcts 至 36.3%，增长有力持续拉动公司盈利水平提升，21H1 毛利率提升至 52.13%，较 21Q1/20H1 分别提升 1.13/1.81pcts。分区域来看，西北区/中区/南区分别实现 29.3%/26.8%/29.8% 的增速，增长均衡全国化推进顺利。公司获嘉士伯资产注入后本地+国际的品牌矩阵构建完善，产品结构升级稳步推进，乌苏的全国化扩张与 1664 等高端品牌的持续放量将帮助公司持续释放业绩弹性。预计公司 2021-2023 年净利润为 11.3/13.9/16.6 亿元，EPS 为 2.34/2.87/3.42 元，对应当前 PE 为 74/60/50x。

表 2：啤酒板块（加 H 股）重点公司中报业绩汇总

	2021H1						2020Q2					
	营业收入	yoy	净利润	yoy	毛销差	yoy	营业收入	yoy	净利润	yoy	毛销差	yoy
青岛啤酒	182.91	16.66%	24.19	30.22%	26.11%	+2.6pcts	93.63	-0.20%	13.94	5.70%	29.20%	-0.9pcts
华润啤酒	201.32	13.13%	42.91	106.40%	25.95%	+2.02pcts	-	-	-	-	-	-
百威亚太	225.59	34.93%	32.49	171.89%	46.71%	+3.49pcts	118.74%	3.79%	17.44	9%	-	-
重庆啤酒	71.39	27.51%	6.22	-3.34%	33.97%	+4.42pcts	38.66%	10.06%	3.27	-35.17%	33.30%	-3.1pcts
珠江啤酒	22.18	10.50%	3.11	26.30%	30.40%	0	14.45%	-0.60%	2.41	6.70%	33.50%	-1.5pcts
燕京啤酒	63.17	13.50%	2.88	7.10%	29.30%	-1.1pcts	35.41%	-0.60%	3.97	-22.90%	36.40%	-2.1pcts

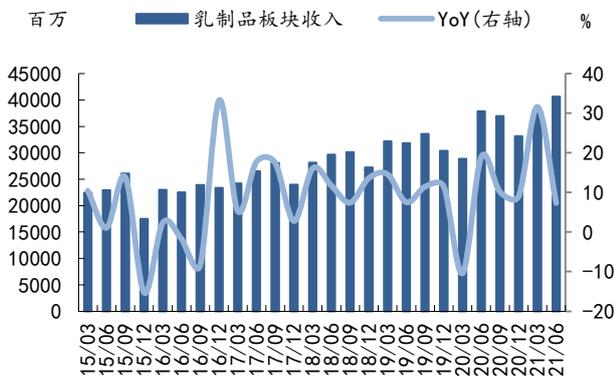
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

乳制品：上半年液态奶维持较高景气，生鲜乳价格持续上涨奶企业绩承

压

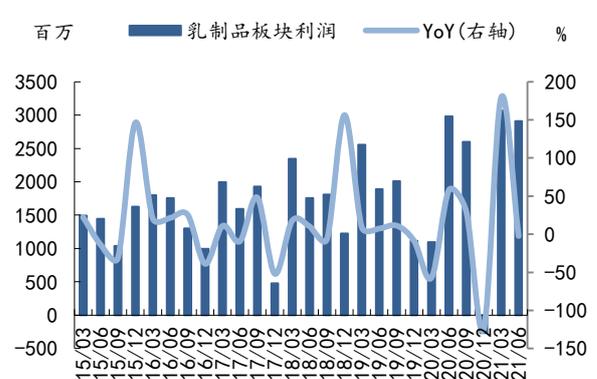
- ✓ 收入：乳制品板块 21Q2 实现收入约 406.7 亿元，同比+7.3%，由于去年二季度基数较高，故单季度增速环比下降（21Q1 同比增速 31.6%），与 19Q2 相比增长约 27.6%。
- ✓ 利润：乳制品板块 21Q2 实现利润约 29 亿元，同比-2.5%，主要系原奶成本上行拉低毛利率以及去年同期利润高基数（去年同期在疫情影响下，费用投放较少），相比 19Q2 净利润增长约 54%。
- ✓ 盈利水平：今年上半年我国生鲜乳平均价上涨幅度超预期（8%左右），拉低乳制品企业毛利率水平，21Q2 板块毛利率 34.3%，同比-2.4pcts，与 19Q2 相比下降 2.1pcts。相关乳企为对冲原材料上涨带来的盈利压力，通过减小促销力度、精细化费用投入等方式加强费用管控，21Q2 板块销售费率 21.0%，同比-1.1pcts，较 19Q2 同比-3.7pcts，管理费率及财务费率波动较小。因此，虽然生鲜乳价格超预期上涨，但是相关企业通过产品结构升级和费用管控等方式有效维持净利率水平，21Q2 板块净利率 7.2%，同比-0.72pct，环比-0.92pct，维持相对稳定。

图 8： 乳制品板块 21Q2 实现收入约 406.7 亿元，同比 7.3%



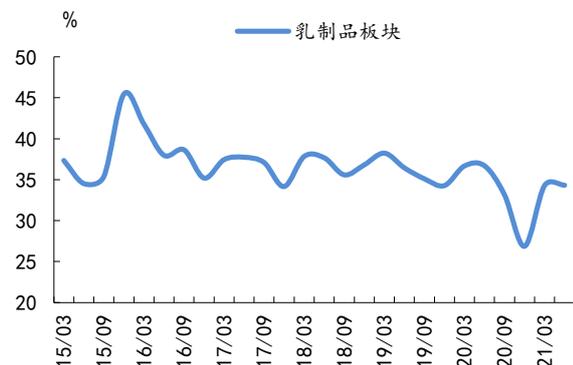
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9： 乳制品 21Q2 实现利润约 29 亿元（同比-2.5%）



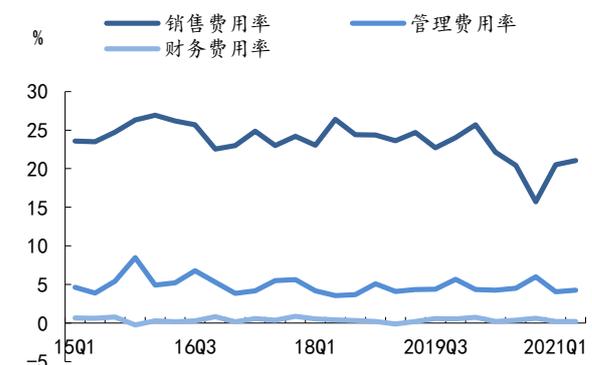
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10： 原奶价格超预期上涨拉低板块毛利率



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11： 企业加强费用管控力度，净利率维持稳定



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

重点公司点评：伊利股份&飞鹤奶粉&妙可蓝多

伊利股份各业务表现整体平稳，21Q2 表现超市场预期。公司 2021H1 实现收入 565.1 亿元，同比+18.9%，相较 19 年同期增 25.37%，归母净利润 53.2 亿元，同比+42.5%，较 19 年同期增 40.06%。其中，2021Q2 实现收入 291.4 亿

元，同比+8.4%，归母净利润 24.9 亿元，同比-3.9%，二季度收入增速回落主要系同期高基数影响，利润端承压主要系生鲜乳价格上行拉低毛利率（毛利率同比-1.5pct），但公司通过产品结构升级、减促控费提效等方式有效缓解成本端上涨压力，21Q2 净利润率降低 0.7pct，净利润相比 2019Q2 增长 64%。上半年，公司各业务表现平稳，液奶、奶粉、冷饮收入营收分别为 424.1/76.3/55.4 亿元，分别同比 19.6%/14.8%/13.8%，“金典”“安慕希”“畅轻”“金领冠”“巧乐兹”等重点产品销售收入比上年同期增长 20.7%，是增长的主要驱动力，常温、低温液态奶市占率分别提升 0.2pct、0.6pct。展望未来，疫情后液态奶景气不减，公司产品高端化稳步推进，高基数影响减弱，我们认为公司下半年的毛利率有望改善，利润弹性有望进一步释放。

中国飞鹤 21H1 稳定发展，市占率稳步提升。公司 2021H1 实现收入 115 亿元人民币，同比+33%，较 19 年同期增加 96.07%；归母净利润 37.4 亿元，同比+35.8%，较 19 年同期增加 113.59%，市占率从年初至今提升约 1pct。其中，超高端产品收入占比 58%，同比+29%；高端收入占比 33%，同比+52%。飞鹤是中国婴幼儿奶粉市场的第一品牌，多年来通过成功的母婴店渠道拓展和消费者教育，市占率稳步提升。虽然我国出生人口下滑，但是在外资品牌普遍遇到经营问题动销疲软的情况下，公司凭借产品、渠道等优势未来有望抢夺更多的市场份额，2020 年中国婴幼儿奶粉、儿童奶粉、成人奶粉市场规模分别为 1800、100、200 亿左右，短期看公司成长空间依然充足。此外，通过已有的渠道优势和不断的产品创新，儿童奶粉和成人奶粉有望成为公司第二增长点。

妙可蓝多二季度高增长持续，利润显著改善。2021H1，公司实现营收 20.67 亿元，同比+90.80%，相较 19 年同期增加 189.52%，实现归母净利润 1.12 亿元，同比+247.12%，相较 19 年同期增加约 27.8 倍；21Q2 营收 11.16 亿元，同比+62%，21Q2 归母净利 0.8 亿元，同比+262%，二季度持续高增长，表现亮眼。此外，规模效应下，费用投放虽然增加，但销售费效得到有效控制。渠道方面，上半年公司经销商新增 709 家至 3335 家，销售网点新增 7 万余家至 36.3 万个，已覆盖全国 95%以上地级市及 80%县级市，渠道网络进一步铺开。中国奶酪市场空间广阔，目前仍处于高速发展的前期，相比于日本、韩国等亚洲发达国家，发展空间充足。目前公司奶酪棒供不应求，库存水平健康。面对愈加激烈的市场竞争，公司通过增大线下推广力度，增强消费者品牌认识，高举高打，坚守价格底线，在全国范围内维持价盘稳定，局部通过适度促销活动积极应对，上半年市占率达到 30%。蒙牛正式入主后预计会对公司在供应链、公司治理、营销渠道等赋能，我们认为公司在品牌认可度逐渐提升、渠道布局进一步完善、新产能逐渐投产的情况下，未来高增长可期。

表 3：乳制品板块重点公司中报业绩汇总

公司名称	2020				21Q1				21Q2			
	营收	增速	净利润	增速	营收	增速	净利润	增速	营收	增速	净利润	增速
妙可蓝多	28.5	63%	0.6	208%	9.5	141%	0.3	216%	11.2	62%	0.8	262%
伊利股份	968.9	7%	70.8	2%	273.6	32%	28.3	148%	291.4	8%	24.9	-4%
蒙牛乳业	763.0	-4%	35.3	-14%	-	-	-	-	463.2	22%	29.5	143%
中国飞鹤	186.2	35%	74.4	89%	-	-	-	-	115.6	33%	37.4	36%

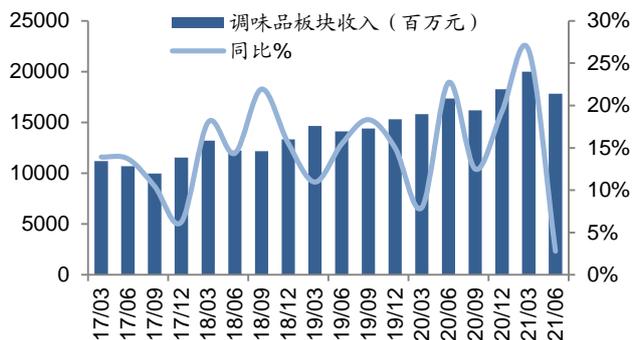
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

调味品：经营与业绩压力凸显，关注企业边际改善机会

2021 年上半年 A 股调味品板块收入 378.30 亿元，同比+14.11%；净利润 63.05 亿元，同比+1.32%。单二季度调味品板块收入 178.24 亿元，同比+2.79%；净利润 27.98 亿元，同比-16.74%。**2 季度调味品板块收入增长放缓主要系：**1) 社区团购等新兴渠道持续分流传统渠道，业内出现低价竞争，造成经销商进货意愿降低；2) 终端消费疲软叠加餐饮恢复不及预期；3) 20Q2 疫情影响下渠

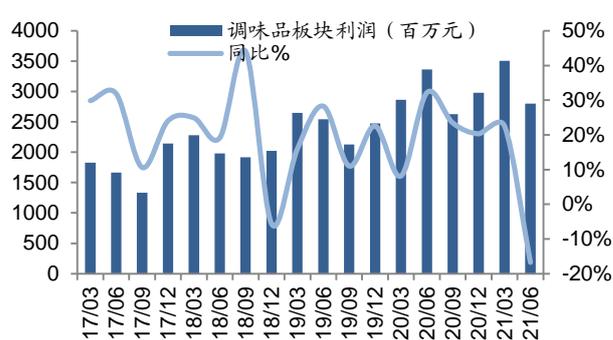
道积极补库存造成基数较高。

图 12: 调味品板块单季度收入及增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 调味品板块单季度利润及增速

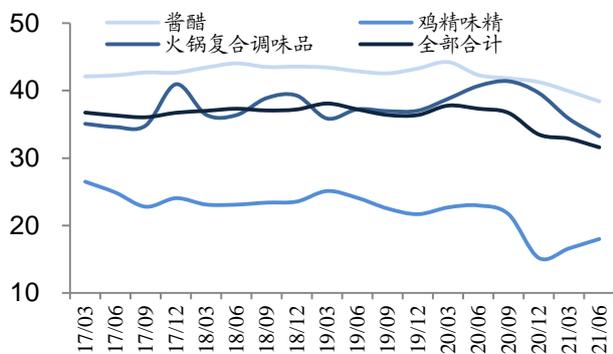


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率方面，2021 年上半年调味品板块毛利率 31.59%，同比下滑 5.72pct，单 2 季度环比下滑 6.74pct。毛利率下滑较多主要有三方面原因：1) 主要原材料、包材、运费价格于上半年大幅上涨；2) 多数企业启用新的会计准则，运费及包装费在确认在成本中；3) 部分企业如天味在上半年去库存的过程中采用了搭赠的方式进行销售。

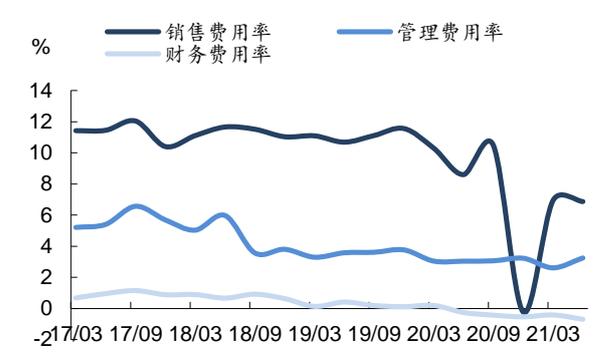
销售费用方面，2021 年上半年调味品板块整体销售费用率 6.91%，同比下滑 2.50pct，销售费用率同比下滑主要系多数企业启用新的会计准则，运费及包装费在确认在成本中；其中火锅调味料板块销售费用率 11.80%，同比提升 6.41pct，主要系区域龙头企业积极渠道扩张与品牌建设，同时促销费用有所增加所致。

图 14: 调味品板块毛利率走势 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 调味品板块单季度费用率走势 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

展望下半年，我们认为行业最差的时候或许已经过去，目前调味品企业的渠道库存经过 2 季度与 7、8 月份的消化，多数企业的库存水平已恢复至健康状态，同时目前各大调味品公司开始积极拥抱社区团购，并陆续出台针对社区团购的销售政策，随着 9 月份调味品行业进入销售旺季，预计行业渠道利润及经销商信心有望进一步恢复，建议关注调味品企业经营边际改善机会，公司业绩有望逐季修复。

表 4: 调味品板块 2021H1 及 2021Q2 业绩概览

证券简称	2021Q2				2021H1			
	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY (%)	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY (%)
海天味业	51.74	-9.39	13.99	-14.68	123.32	6.36	33.53	3.07
中炬高新	10.53	-24.85	1.05	-57.86	23.16	-9.34	2.80	-38.51
恒顺醋业	5.18	6.30	0.49	-33.78	10.35	8.59	1.27	-14.62
加加食品	3.32	-49.98	-0.24	-142.84	8.42	-27.19	0.19	-82.23
千禾味业	4.08	-7.24	0.26	-70.08	8.86	10.82	0.66	-58.09
涪陵榨菜	6.38	-10.78	1.73	-27.57	13.47	12.46	3.76	-6.97
安琪酵母	25.78	12.50	3.86	-7.19	52.34	20.55	8.28	15.14
仲景食品	1.86	0.15	0.29	-19.81	3.93	0.00	0.69	7.14
梅花生物	57.18	37.37	5.96	52.69	110.27	35.51	10.04	57.96
莲花健康	4.36	-10.42	0.18	-6.23	8.51	8.70	0.29	-8.23
佳隆股份	0.89	79.15	0.15	-1243.57	1.52	85.93	0.18	-245.55
安记食品	1.24	22.86	0.13	1.24	2.55	42.92	0.27	12.60
颐海国际					21.67	18.6	3.49	-12.6
天味食品	4.95	-15.41	-0.05	-103.68	10.17	10.62	0.76	-62.12
日辰股份	0.76	23.90	0.19	-8.82	1.45	35.75	0.34	-5.34

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

海天味业: 经营韧性依旧最强, 下半年经营有望逐季改善。21H1 公司实现营收 123.3 亿元, 同比+6.4%, 较 19 年同期增加 21.38%, 归母净利润 33.5 亿元, 同比+3.1%, 较 19 年同期增加 21.91%; 其中 Q2 营收 51.7 亿元, 同比-9.4%, 归母净利润 14.0 亿元, 同比-14.7%。业绩下滑主要系: 1. 社区团购分流传统渠道, 经销商进货意愿降低; 2. 居民消费意愿下降+餐饮恢复不及预期; 3. 上半年成本大幅上涨, 毛利率有所承压。我们认为, Q2 调味品行业性承压, 海天业绩放缓但依旧优于其他公司, 21H2 在行业恢复及板块消费旺季到来的带动下, 经营有望逐季改善, 看好公司在成本上行周期持续收割市场份额。中长期看, 海天的核心竞争优势依旧明显, 看好海天中长期份额持续提升。预计公司 21-23 年归母净利润为 70.3/85.1/102.3 亿元, EPS 为 2.17/2.63/3.16 元, 对应 21-23 年 PE 为 49/40/33X。

中炬高新: 业绩承压明显, 期待公司治理拐点的到来。21H1 公司实现营业收入 23.2 亿元, 同比-9.3%, 较 19 年同期降 3.19%, 归母净利润 2.8 亿元, 同比-38.5%, 较 19 年同期降 23.56%; 公司 21Q2 实现收入 10.5 亿元, 同比-24.9%, 归母净利润 1.1 亿元, 同比-57.9%。业绩下滑主要系: 1. 去年同期渠道补库存造成高基数; 2. Q2 行业性去库存, 叠加消费疲软及社区团购等新兴渠道冲击, 致使 Q2 库存消化节奏较往年偏慢; 3. 主要原材料成本大幅上涨。展望下半年, 通过渠道调研反馈, 公司渠道库存已恢复至良性水平, 同时社区团购冲击边际减弱叠加基数压力消除, 预计 H2 公司业绩将有所改善。中长期看, 张卫华总重新回归管理团队赋能美味鲜, 随着未来股权激励落地, 看好公司在治理改善带动下, 竞争优势不断强化的同时补齐短板, 经营势头有望长期向上。预计公司 21-23 年归母净利润为 8.0/9.5/11.3 亿元, EPS 为 1.00/1.19/1.42 元, 当前股价对应 21-23 年 PE 为 35/30/25X。

千禾味业: 21Q2 业绩承压, 期待下半年逐季改善, 依然看好公司未来成长性。21H1 公司收入 8.86 亿元, 同比+10.8%, 较 19 年同期增加 49.08%; 归母净利润 0.66 亿元, 同比-58.1%, 较 19 年同期下降 24.62%。其中 21Q2

实现收入 4.08 亿元，同比-7.2%；归母净利润 0.26 亿元，同比-70.1%。收入同比下滑主要系：1.20Q2 渠道补库存造成基数较高；2.商超渠道受社区团购分流，动销疲软。21H1 公司确认销售费用 2.34 亿元，销售费用率进一步提升至 26.5%，同比+5.3pct。销售费用大幅增加主要系公司上半年加大品牌宣传力度，冠名赞助的新相亲大会大部分费用于上半年确认。目前公司多数区域渠道库存逐渐消化至 1.5 个月的良性水平。我们认为 H2 随着库存去化及费用投放恢复常态，业绩有望逐季恢复。中长期看，千禾凭借差异化定位，品牌势能加速，发展势头依旧良好。

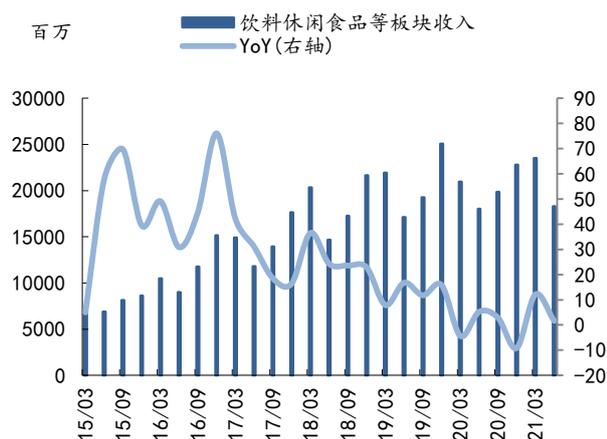
颐海国际：上半年关联方贡献主要增长，下半年第三方有望逐步发力。21H1 公司实现收入 26.31 亿元，同比+18.6%，较 19 年同期相比增 59.0%；实现归母净利润 3.49 亿元，同比-12.6%，较 19 年同期增加 29.26%。其中关联方业务营收 8.9 亿元，同比+79.1%，关联方业务贡献公司上半年主要增长；第三方业务营收 17.4 亿元，同比+3.2%，第三方业务增速放缓主要系 20H1 因疫情受益基数较高，同时行业竞争进一步加剧。组织架构调整上，公司择优保留原有区域长，留下的区域长权限更大、管辖范围更广，并且实行优劣搭配原则，强势区域保障区域长收入基础上，激励区域长改善弱势区域。研发上，公司的研发方向由品类委员确定，各区域产品由研发人员上报、品类委员审核。我们认为公司上半年公司短期经营承压，但随着架构调整有助于资源分配和渠道精细化管理，新品开发将进一步加速，长期竞争优势仍在，预计公司下半年第三方业务有望持续改善。预计 2021-23 年归母净利润 8.3/10.2/12.5 亿元，EPS 分别为 0.8/1.0/1.3 元，当前股价对应 PE=44/36/29X。

天味食品：收入、利润双承压，全国扩张仍在途中。2021 年上半年实现营业总收入 10.2 亿元(+10.6%，较 19 年同期+61.49%)；归母净利润 7563.8 万元(-62.1%，较 19 年同期-26.27%)，其中 Q2 实现收入 4.9 亿元(-15.4%)；归母净利润-451.8 万元(-103.7%)。业绩承压明显主要系：1.20Q2 因疫情渠道补库存，基数较高；2.21Q2 行业性清库存，同时终端需求较为疲软且行业今年竞争有所加剧；3.原材料成本大幅上涨；4.去年因疫情费用投放于上半年确认较少，今年费用投放节奏恢复正常。21H1 公司净增加 385 家经销商至 3386 家，增加的经销商主要集中在华东、华中、华北等基本盘以外市场，渠道扩张仍在持续推进。展望下半年，我们认为随着新增经销商爬坡完成及基数压力的缓解，公司经营有望逐季向上。经过前期的主动去库存，天味渠道库存已基本良性，同时预计公司下半年广告费用投放力度将有所收窄，公司业绩将逐季改善。预计公司 21-23 年归母净利润为 3.4/4.6/6.1 亿元，EPS 为 0.55/0.73/0.97 元，对应 21-23 年 PE 为 40/30/23X。

食品综合：成本上涨下业绩承压，龙头展现强经营韧性

- ✓ 收入：食品综合板块 21Q2 实现收入约 183 亿元，同比+1.6%，由于去年二季度基数较高，单季度增速环比下降（21Q1 同比+21.1%），相比 19Q2 增长约 7%。
- ✓ 利润：食品综合板块 21Q2 实现利润约 18.6 亿元，同比-53.3%，主要系多数原材料成本上行拉低毛利率以及去年同期利润高基数（去年同期在疫情影响下，费用投放较少），相较 19Q2 净利润增长约 27.4%。
- ✓ 盈利水平：今年大众食品板块成本端压力较大，拉低整体毛利率水平，21Q2 食品综合板块实现毛利率 31.9%，同比-1.6pcts，较 19Q2 同比-1.2pcts。相关企业为对冲原材料上涨带来的盈利压力，加强费用管控，21Q2 销售费率 15.6%，同比-1.9pcts，较 19Q2 同比-2.9pcts，管理费率及财务费率波动较小，经营利润率维持相对稳定。

图 16: 食品综合板块 21Q2 实现收入约 183 亿元



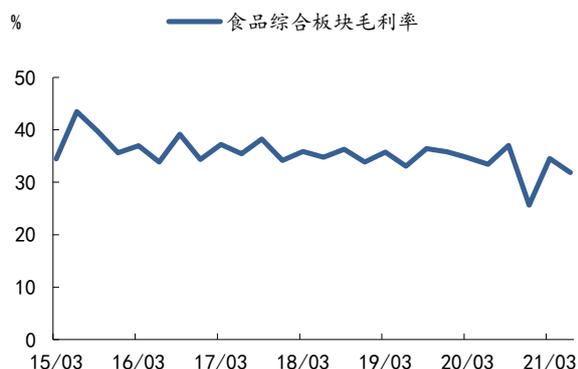
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 食品综合板块 21Q2 实现利润约 18.6 亿元



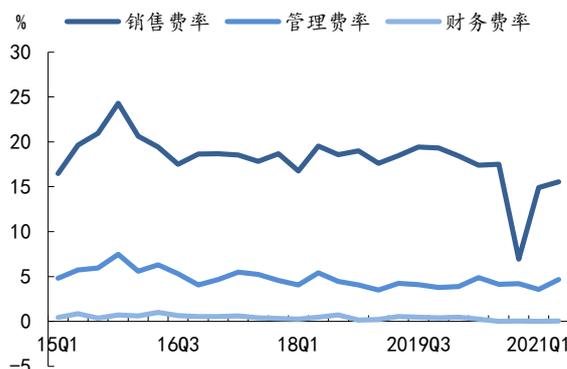
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 食品综合板块 21Q2 毛利率 31.9%



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 21Q2 实现利润约 29 亿元, 同比-2.



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

速冻食品: 成本上涨&同期高基数下业绩承压, 龙头展现强经营韧性

净利润受成本端和费用端双重影响, 增速放缓: ①成本端, 猪肉、鸡肉等价格下行, 油脂等原材料价格大幅上涨, 拉低相关企业毛利率; ②去年同期, 疫情下, 费用投放低基数, 21H1 各项费用恢复正常投放。净利润承压下, 龙头企业营收增速亮眼, 展现强经营韧性, 市占率稳步提升, 竞争壁垒有望逐渐加强。

速冻食品重点公司点评: 安井食品&立高食品

安井食品 21Q2 表现稳健, 龙头经营韧性强, 下半年稳增可期。公司 21Q2 实现营收 20.10 亿元 (+27.68%), 归母净利润 1.74 亿元 (+1.19%), 扣非归母净利润为 1.48 亿元 (-3.99%), 符合市场预期, 其中菜肴实现营收 2.6 亿 (109.7%), 上半年餐饮恢复明显, 商超 (-32.2%) 在去年高基数下承压。21Q2 毛利率 21.77%, 经测算, 我们预计调整后毛利率同比降低约 4pct, 主要系 Q2 公司为促进产品销量和渠道开发增大促销力度, 且去年同期商超火热, 高毛利锁鲜装占比较高。今年公司重点开发小 B 端经销商, 加速渠道下沉; 预制菜肴处于行业风口, 公司计划通过选品快速占领市场, 预计下半年推出新品, 菜肴制品有望实现快速增长。考虑成本端猪肉价格处于低位, 且 20H2 净利率恢复常态, 我们认为公司下半年营收有望维持稳增, 净利润压力有望缓解。我们认为速冻食品行业是长坡厚雪的好赛道, 空间大, 集中度低。公司作为速冻食品行业龙头, 综合竞争优势显著, 经营韧性强, 未来持续稳增可期。

立高食品中报营收增速大超预期，行业景气度显著，龙头未来高增可期。公司 21Q2 实现营收 6.7 亿元 (+60.6%)，归母净利润 0.6 亿元 (+10.2%)，大超我们预期 (营收增速约 40%)。原材料价格大幅上涨下净利润增速低于收入增速，我们预计二季度调整后毛利率 39.4%，同比-4.5pct，主要系油脂等大宗物料价格上涨幅度较大，以及冷冻蛋糕等低毛利品类规模快速扩大。上半年下游需求旺盛，公司产品中尤其是饼类和冷冻蛋糕等营收体量较小的产品实现快速增长，逐渐成长成为大单品，可见冷冻烘焙食品的渗透率逐渐提高，在产品和渠道的双驱动下我们预计下半年营收有望维持高增速。主要原材料油脂等价格维持高位，下半年净利润继续承压。此外，河南卫辉工厂有望于年底投产缓解产能压力。我们公司上半年营收增速超预期反映出冷冻烘焙市场高速扩容的良好态势，以及公司在产品、渠道等方面布局充分，可以更好地受益于行业高速发展的红利的现状，未来随着已有产品在各渠道中渗透率的提升以及新渠道的开拓，公司成长空间充足。

表 5：速冻食品板块重点公司中报业绩汇总

公司名称	2020				21Q1				21Q2			
	营收	增速	净利润	增速	营收	增速	净利润	增速	营收	增速	净利润	增速
安井食品	69.7	32%	6.0	62%	18.8	47%	1.7	98%	20.1	28%	1.7	1%
三全食品	69.3	16%	7.7	249%	23.3	5%	1.8	-32%	13.1	-14%	1.0	-48%
立高食品	18.1	14%	2.3	28%	5.8	131%	0.7	300%	6.7	61%	0.6	10%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

休闲食品：新形势下龙头优化经营策略，未来发展逻辑逐渐清晰

商超流量下滑、线下消费重提等新消费趋势下，龙头企业不断优化经营策略、精耕渠道、集中资源主推核心产品，经营势头良好，未来发展逻辑清晰。

休闲食品重点公司点评：盐津铺子&三只松鼠&绝味食品

盐津铺子 21Q2 业绩波动，供应链优势显著，助力业务转型。公司 21Q2 实现营收 4.7 亿元 (-1.9%)，归母净利润-0.3 亿元 (-14%)，扣非归母净利润为-0.5 亿元 (-181.9%)，与预告相符。21Q2 毛利率 36.11%，同比-7.0pct，主要系部分原材料涨价及新品推广较多所致；21Q2 净利率-6.7%，同比-21.9pct，主要系公司按照新营销战略增大市场拓展力度，导致销售费率同比+12.3pct，其中促销费用同比+80%；管理转型升级导致管理费率同比+1.5pct，产品研发力度增大导致研发费率同比+1.6pct，贷款增加导致财务费率同比+1.0pct。上半年，果干类 (+30.9%)、素食 (+29.0%) 增长较快，华南 (14.8%)、华东 (19.3%) 等非优势区域持续拓展。2021 年上半年，公司在后疫情时代主动进行业务转型调整，积极应对社区团购等带来的渠道变革：①积极尝试多种商超渠道的费用投放方式和效率，精准调整商超中岛的投放方向和费用，加速渠道拓展和下沉 (21H1 经销数量相比 20 年底增加 300 余家)；②大力挖掘供应链潜力聚焦核心品类；③加大产品研发力度，通过散装称量&定量装产品组合覆盖全渠道。公司是拥有高供应链壁垒的散称休闲食品重要玩家，在成熟市场尚有翻倍空间，在重点市场的拓展已初见成效，此外，渠道调研显示公司产品动销正在恢复，未来仍有充足的发展空间，值得重点关注。

三只松鼠线下渠道表现亮眼，净利润改善。公司 2021H1 营业收入 52.6 亿元，同比+0.2%，较 19 年同期增加 16.61%；归母净利润 3.5 亿元，同比+87.3%，相较 19 年同期增加 32.03%。净利润增速快于营收，主要系①公司减少线上单一促销，线上毛利率提升 4.8pct；②缩减 SKU 缩减，聚焦优势单品，供应链运营提效降本 8%；③物流仓储模式优化，直发订单占比提高。上半年，公司进一步完善线下渠道布局，投食店/联盟店/新分销分别同增 22%/132%/38%。按照公司公布的股权激励激进目标，21 年营收同比增长不低于 14%，或者，扣非净利润同比增长不低于 50%，从目前情况来看，21 年完成该目标可能性较高。同

时随着事业合伙人持股计划的落地，公司核心人员利益将被进一步绑定，助力公司长远发展。

绝味食品通过“新品&营销”提高单店营收，21Q2业绩已基本恢复常态。公司2021H1实现收入31.4亿元，同比+30.3%，较19年同期增26.26%，归母净利润5.0亿元，同比+82.9%，较19年同期增加26.60%，其中2021Q2实现收入16.4亿元，同比+21.6%，归母净利2.7亿元，同比+25.8%，主要系疫情后消费基本恢复，成本控制和减促控费下上半年毛利率提升约3.6pct。上半年公司净开店737家，平均门店鲜货收入略低于2019H1，其中禽类、畜类、蔬菜、其他产品收入分别增长21.69%、90.91%、26.24%、42.37%。展望未来，在疫情影响下，公司更加重视“质”的突破，通过深耕卤味行业（泛卤味布局）和打造品牌形象（主题营销）进一步打开成长空间。公司近期定增预案预计将新增16万吨产能，彰显对未来发展的充足信心，此外股权激励落地，为未来业绩提供有效的制度保障，未来发展逻辑清晰。

表 6：休闲食品板块重点公司中报业绩汇总

公司名称	2020				21Q1				21Q2			
	营收	增速	净利润	增速	营收	增速	净利润	增速	营收	增速	净利润	增速
盐津铺子	19.6	40%	2.4	89%	5.9	27%	0.8	43%	4.7	-2%	-0.3	-146%
洽洽食品	52.9	9%	8.1	31%	13.8	20%	2.0	33%	10.0	-13%	1.3	-11%
三只松鼠	97.9	-4%	3.0	26%	36.7	8%	3.2	68%	15.9	-14%	0.4	-
绝味食品	52.8	2%	7.0	-12%	15.1	41%	2.4	275%	16.4	22%	2.7	26%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

承德露露 Q2 业绩超预期，经营拐点显现。公司21H1收入+36%（较19年同期+8.21%）、利润+40%（较19年同期+8.12%）；其中Q2收入+162%、利润+242%，超市场预期。我们认为21Q2虽然为淡季，但公司在毛利率承压背景下，依然实现了超高速增长，是新任管理层改革成效的显现：首先①上半年各个区域终端网点数增长率都在个位数，渠道拓张不是高增主因。②终端调研看，渠道库存低，同时公司库存同比下降50%多说明公司库存亦很低。由此Q2高增源自真实动销好。21Q2公司表现超预期主要系①经过疫情考验，经销商信心恢复；②今年销售体系激励机制改革，浮动的考核机制增加了销售人员积极性；③疫情同比复苏。展望未来，上半年公司新董事长沈志军上任，深刻分析了公司发展滞后的原因，锐意进取，进行了一系列改革，未来改革措施有望持续落地：①产品改革：以杏仁+为主线，围绕新品类、新人群、新需求、新渠道未来将丰富产品矩阵；②品牌改革：围绕更多、更年轻消费群体提高品牌调性；③市场方面：北方市场仍有下沉空间，南方市场还是空白，提升空间大；④回购1.7亿用于未来股权激励，显示改革决心。我们认为公司品牌积淀深厚，北方市场稳固，正走在正确道路上，经营拐点或显现，进入新成长通道可期。

表 7：软饮料板块重点公司中报业绩汇总

公司名称	2020				21Q1				21Q2			
	营收	增速	净利润	增速	营收	增速	净利润	增速	营收	增速	净利润	增速
承德露露	18.6	-18%	4.3	-7%	9.7	15%	2.1	15%	3.9	162%	0.7	247%
养元饮品	44.3	-41%	15.8	-41%	22.4	75%	7.4	40%	11.8	132%	4.2	132%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

数据追踪：产销持续恢复，成本继续承压

产销量：产销持续恢复，酒水饮料进入销售旺季

产量数据：根据wind数据显示，2021年乳制品7月产量253.4万吨，同比增长0.3%，环比减少5.76%；啤酒7月产量377.10万千升，同比减少7.0%。

环比减少 3.41%；葡萄酒 7 月产量 1.8 万千升，同比减少 10%，环比下降 40%；软饮料 7 月产量 1887.20 万吨，同比增长 10.1%，环比基本持平。

表 8: 各行业产量最新数据

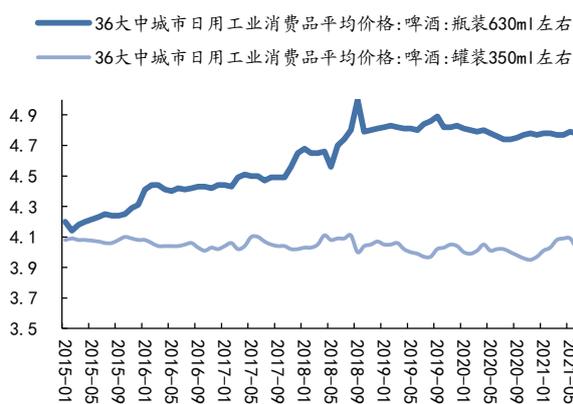
	乳制品产量 (万吨)	乳制品 同比 (%)	啤酒产量 (万千升)	啤酒 同比 (%)	葡萄酒产量 (万千升)	葡萄酒 同比 (%)	软饮料产量 (万吨)	软饮料 同比 (%)
2020-07	251.2	8.6%	407.0	0.7%	2.00	-23.1%	1,689.6	-2.9%
2020-08	252.5	7.4%	377.7	-3.8%	2.10	-22.2%	1,766.0	1.6%
2020-09	257.7	11.5%	315.7	2.3%	3.10	-13.9%	1,718.0	6.4%
2020-10	261.4	16.3%	187.6	-11.3%	3.70	15.6%	1,080.6	-7.1%
2020-11	239.0	6.6%	170.7	-6.8%	3.60	-10.0%	1,041.0	-4.4%
2020-12	251.1	-1.9%	212.7	-12.1%	5.70	-26.9%	1,254.9	-9.6%
2021-03	256.9	32.6%	316.0	33.3%	2.80	33.3%	1,770.7	27.0%
2021-04	245.5	11.0%	314.3	1.7%	2.80	-15.2%	1,577.2	11.6%
2021-05	266.9	8.7%	357.2	-12.1%	2.40	14.3%	1,657.2	4.9%
2021-06	268.9	5.8%	390.4	-14.2%	3.00	15.4%	1,884.9	2.7%
2021-07	253.4	0.3%	377.1	-7.0%	1.80	-10.0%	1887.2	10.1%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

零售价：啤酒、牛奶、酸奶、婴幼儿奶粉价格基本持平

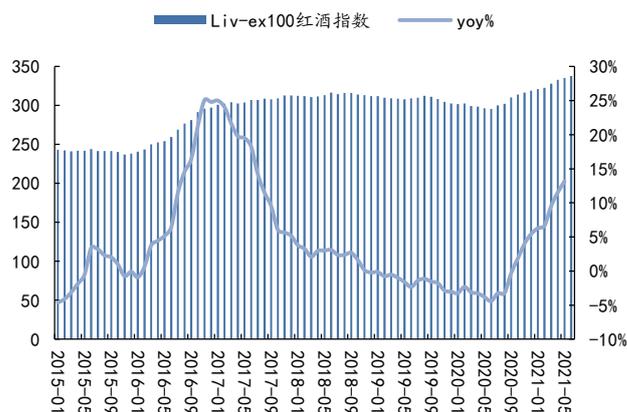
酒类：2021 年 7 月 36 大中城市 630ml 瓶装啤酒平均价格 4.78 元/瓶，同比持平；36 大中城市罐装 350ml 啤酒平均价格 4.08 元/罐，同比持平。红酒方面，2021 年 6 月红酒价格指数为 337.8，同比上涨 14.28%。

图 20: 36 大中城市啤酒价格走势 (元/瓶、元/罐)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

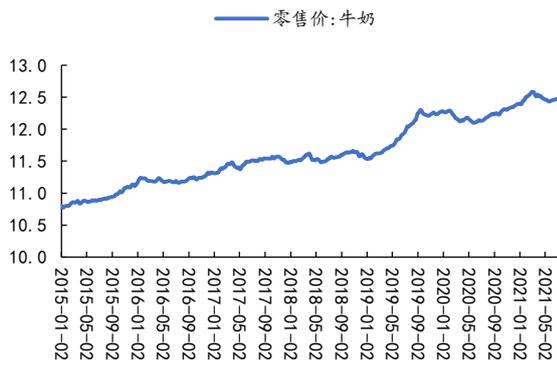
图 21: 红酒价格指数变化



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

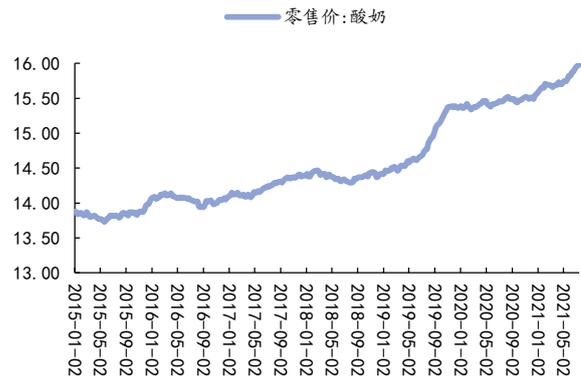
乳制品：2021 年 8 月，牛奶零售价 12.51 元/公斤，环比基本持平；酸奶价格 16.07 元/公斤，环比上涨 0.11 元/公斤；国内外婴幼儿奶粉价格分别为 214.40、262.63 元/公斤，分别同比 3.58%、4.40%，环比基本持平。

图 22: 牛奶零售价变化 (元/公斤)



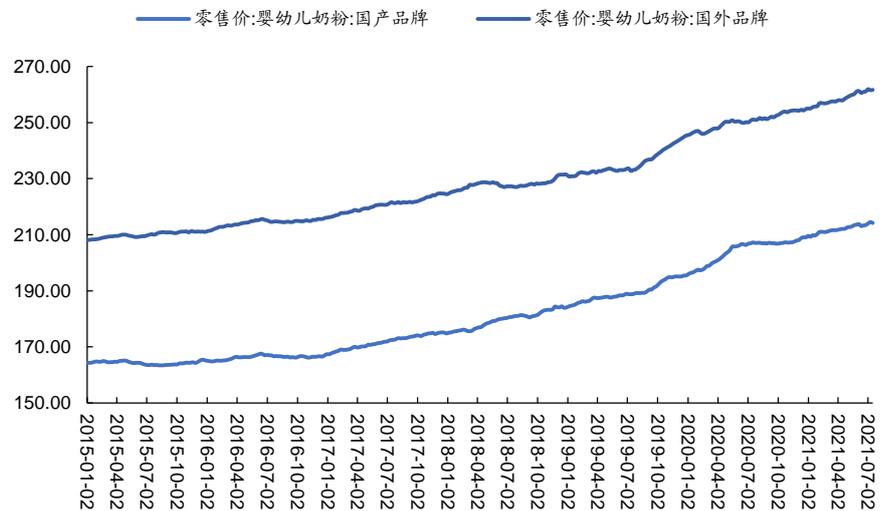
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 酸奶零售价变化 (元/公斤)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 婴幼儿奶粉变化 (元/公斤)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

成本: 糖类价格环比持平, 生鲜乳、大豆、大麦和包材价格持续上涨

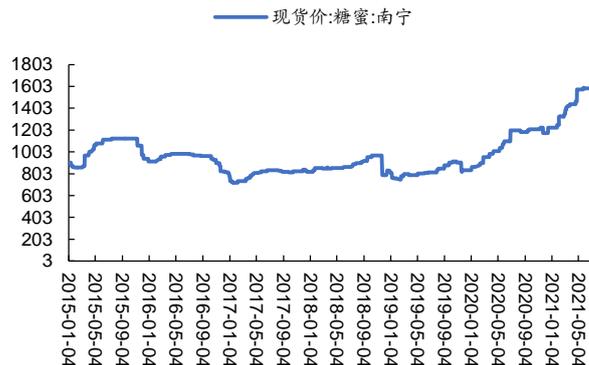
2021年8月, 白砂糖平均价格 5670 元/吨, 同比增加 5.20%, 环比基本持平; 南宁糖蜜平均价格 1650 元/吨, 同比增加 36.24%, 环比基本持平。2021年8月生猪平均价格 14.40 元/千克, 同比下降 61.63%, 环比下降 7.75%; 生鲜乳 8月平均价格 4.37 元/公斤, 同比提升 16.84%, 环比微升 0.23%; 进口大麦 7月平均价格 302.98 美元/吨, 同比上升 32.44%, 环比提升 2.80%, 维持上涨趋势; 大豆 8月平均价格 5211.05 元/吨, 环比持平, 整体保持上行趋势; 包材来看, 中国玻璃指数 5月平均价格为 1708.60 元, 环比上升 7.58%, 继续保持上涨趋势; 瓦楞纸 2021年8月平均价格 4242.80 元/吨, 同比上涨 15.37%, 环比上涨 2.54%。

图 25: 白砂糖柳州现货价 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 26: 南宁糖蜜价格 (元/吨)



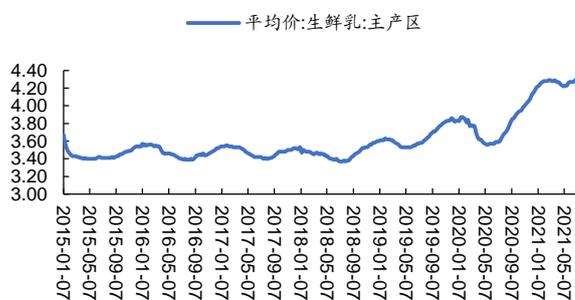
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 27: 22 个省市平均生猪价 (元/千克)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 28: 生鲜乳平均价 (元/公斤)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 29: 大豆现货价格走势 (元/吨)



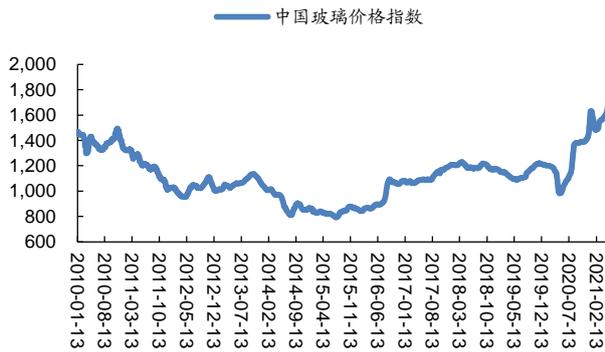
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 30: 进口大麦平均单价走势 (美元/吨)



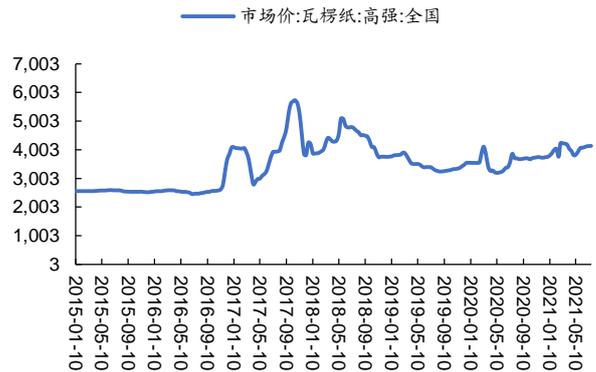
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 31: 中国玻璃价格指数走势(点)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 32: 瓦楞纸高强市场价格走势(元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

我们的观点: 8 月大众食品板块整体呈现小幅震荡态势, 市场预期与部分上市公司中报业绩出现碰撞, 许多上市公司估值出现回调。我们认为当前阶段下, 应重视兼具业绩确定性及中长期成长稳定性的行业龙头, 未来得益于业绩的持续验证有望企稳回升, 当前时点更适合从长远的视角精选各细分行业龙头进行配置。重申 2021 年投资的三条主线: 1. 优选成长潜力充足的赛道, 以长期视角审视公司价值; 2. 优选边际改善显著, 具有估值性价比的公司; 3. 优选业绩确定性强、估值合理的白马龙头。从更长视角看, 行业集中度提升加速, 所处赛道空间广阔且具有核心竞争力的龙头公司市占率有望持续提升。

我们继续看好速冻食品、乳制品、调味品、休闲食品等板块龙头的中长期发展机会, 重点推荐高端化进程稳步推进的青岛啤酒、原奶涨价集中度持续提升的伊利股份、市场空间广阔的妙可蓝多、业绩有望逐级改善的海天味业、中炬高新、千禾味业、C 端业务快速增长的安井食品、收入增速提速的立高食品、未来发展逻辑清晰的盐津铺子、三只松鼠、绝味食品等。

表 9: 重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
600600	青岛啤酒	买入	86.16	1.61	2.03	2.46	61.60	39.58	32.64	5.30
600887	伊利股份	买入	36.16	1.16	1.42	1.66	38.13	23.56	20.14	6.83
600882	妙可蓝多	买入	56.63	0.14	0.61	1.17	394.40	73.90	38.47	6.30
603288	海天味业	买入	90.07	1.98	1.79	2.12	101.49	64.01	54.11	18.89
600872	中炬高新	买入	32.66	1.12	1.24	1.50	59.66	29.38	24.31	6.48
603027	千禾味业	买入	17.17	0.31	0.34	0.46	120.91	71.16	51.64	7.21
603345	安井食品	买入	158.72	2.55	3.43	4.48	75.60	47.18	36.07	8.23
300973	立高食品	买入	125.77	1.83	1.88	2.53	88.47	64.37	47.85	11.76
002847	盐津铺子	买入	56.45	1.87	2.59	3.70	59.04	20.86	14.60	9.79
300783	三只松鼠	买入	36.32	0.75	1.07	1.37	54.68	36.75	28.76	6.69
603517	绝味食品	买入	62.53	1.15	1.65	2.10	67.29	41.48	32.54	7.40

数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观经济不达预期, 需求增长不达预期, 食品安全问题。

国信证券投资评级

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

分析师承诺

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

风险提示

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

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

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032