

2021年09月09日

食品饮料行业 21 年中报总结

行业动态分析

白酒次高端表现亮眼，大众品有望逐步恢复

投资要点

- ◆ 21H1 整体业绩稳定增长，Q2 高基数下增速放缓：**21H1 食品饮料（中信）整体实现营业总收入/归母净利润 4557.57/870.85 亿元，同比+16.15%/+16.50%。食品饮料行业在疫情之后恢复常态，上半年整体实现稳步增长。2021Q2 食品饮料整体实现营业总收入/归母净利润 2085.06/358.07 亿元，同比+7.85%/+3.61%。在 20Q1 低基数背景下，21Q1 行业利润实现高增，伴随二季度逐步回归常态，加之 Q2 为行业传统淡季，整体板块收入利润增速有所放缓。
- ◆ 白酒板块高端酒稳健增长，次高端表现出高弹性：**21H1 在 20 疫情低基数背景下，板块整体表现良好，主要上市公司全年实现营业总收入/归母净利润 1595.76/578.66 亿元，同比+21.25%/+20.95%。21Q2 板块延续一季度高增态势，整体表现良好。21Q2 实现营业总收入/归母净利润 643.30/222.84 亿元，同比+19.38%/+26.20%。细分板块来看，高端酒由于强品牌力及稀缺性表现相对稳定，营收/归母净利同比+15.18%/+14.73%；次高端酒均实现高速增长，势头正劲，兑现预期，营收/归母净利同比+44.65%/+44.59%。地产酒板块在龙头引领下结构升级也很明显，业绩弹性初现，地产酒营收/归母净利同比+34.27%/+43.69%；以顺鑫农业为代表的光瓶酒受地产拖累，短期承压，营收/归母净利同比-3.46%/-13.27%。2021H1 白酒行业毛利率为 77.71%，同比+0.85pcts。行业分化显著，高端酒消费相对刚性，高端酒毛利率为 84.74%，同比+0.18pcts，稳重略升；次高端酒在提价叠加产品结构升级背景下，毛利率为 75.41%，同比+2.61pcts，上升较为明显；低端地产酒结构升级初步显现，毛利率为 70.19%，同比+0.35pcts。
- ◆ 啤酒板块行业竞争格局优化，高端化逻辑不断兑现：**21H1 上市啤酒企业实现营收/归母净利分别 346.56/36.39 亿元，同比+35.20%/+41.33%。21Q2 受 20Q2 高基数影响及疫情点状爆发影响，板块增速有所承压，营收/归母净利分别实现 185.88/23.62 亿元，同比+16.11%/+3.65%。板块 21H1 毛利/净利率分别为 45.09%/10.50%，同比+3.33/+0.46pcts，21Q2 毛利率/净利率分别为 46.11%/12.71%，同比+1.43/-1.53pcts，总体来看吨价提升趋势不变，长期看行业仍处于升级过程中。
- ◆ 食品板块疫情后低端消费力下降，业绩短期承压：**乳制品板块 21H1/Q2 分别实现收入 894.65/464.13 亿元，同比+21.24%/+10.05%；归母净利润 66.15/33.20 亿元，同比+47.44%/-2.47%。上半年疫情之后，行业需求强劲复苏，21Q2 乳企收入在去年同期较高基数下实现稳健增长。同时上半年原奶价格大幅上涨使乳企盈利承压，企业通过积极布局奶源、优化产品结构平滑原奶涨价对成本的影响，通过合理控制买赠促销等方式提高费投效率。**调味品板块** 21H1/Q2 分别实现收入 218.64/96.81 亿元，同比+4.62%/-11.89%；归母净利润 45.48/18.47 亿元，同比-7.20%/-28.37%。二季度调味品板块收入增长放缓主要系：1) 新兴渠道持

投资评级 领先大市-B 下调

首选股票	评级
600519	贵州茅台 买入-A
000858	五粮液 买入-A
600809	山西汾酒 买入-A
603369	今世缘 买入-B
600887	伊利股份 买入-A
603517	绝味食品 买入-A
603697	有友食品 买入-B

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.92	-6.09	-6.02
绝对收益	-3.68	2.30	2.44

分析师 周蓉
 SAC 执业证书编号：S0910520030001
 zhourong@huajinsc.cn

分析师 陈振志
 SAC 执业证书编号：S0910519110001
 chenchenzhi@huajinsc.cn
 021-20377051

相关报告

食品饮料：把握确定性，寻找结构性
 2021-06-30

食品饮料：20 年表现稳定，21Q1 复苏明显，着眼长期空间
 2021-05-10

食品饮料：聚焦业绩释放，坚守确定性
 2020-12-04

食品饮料：鸡尾酒系列报告---以日为鉴，探讨推动鸡尾酒发展的因素
 2020-09-23

食品饮料：抓边际改善，守业绩确定
 2020-06-17

续分流传统渠道,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。预计今年全年成本上涨带来盈利压力,龙头企业通过费用调节和效率提升有望进行一定对冲。短期看行业正处于库存和价盘调整的小周期偏后期,预计今年下半年开始有望边际改善。**休闲食品板块** 21H1/Q2 分别实现收入 338.08/154.84 亿元,同比+7.36%/+2.61%;归母净利润 30.84/12.87 亿元,同比-34.11%/-63.52%。板块整体 20Q2 在疫情影响减弱后恢复较快,今年高基数背景下,渠道端传统商超渠道受社区团购等新零售渠道冲击较大,收入增长放缓,成本压力上行导致利润承压。

◆ **投资建议:** **白酒方面,** 伴随近期估值回落,白酒行业的布局价值逐步显现,目前板块仍然保持了较高的景气度,预计次高端有望延续增长态势,地产酒作为后周期品种,业绩弹性有望释放。中长期来看,消费升级仍在途中,白酒行业集中度有较大的提升空间。目前围绕两条投资主线:关注确定性增长品种和低估值改善型品种:1)各地点状疫情目前已逐步缓解,预计对 9 月中秋旺季冲击影响较小,不影响对 21H2 整体行业的业绩判断;2)茅五泸等高端白酒估值已回落至 40 倍以内,进入价值布局区间;3)目前时点,重点推荐确定性增长和低估值改善型品种,包括贵州茅台、五粮液、山西汾酒及今世缘。

食品方面, 二季度之后报表压力释放,估值大幅回落,未来将逐步迎来估值修复和好转催化,未来 1-2 年将有望迎来食品大年。展望下半年至明年,乳业有望率先恢复,调味品和小食品仍需等待,龙头将逐步迎来中长线布局机会。目前围绕两条投资主线:一个是低估值改善品种:乳制品板块建议关注伊利股份,白奶需求超预期,原奶成本压力下半年逐步趋缓,盈利提升通道将逐步开启,目前估值明年在 20 倍附近,配置具备充分安全边际。二是成本下降红利,建议关注绝味食品+有友食品,主要受益于原材料成本下降,毛利率有望在下半年持续改善,同时估值具备安全边际。

◆ **风险提示:** 食品安全事件对行业造成冲击;宏观经济波动对居民消费的影响;需求低于预期;政策变化的风险;行业竞争加剧,影响业绩增长。

内容目录

一、食品饮料整体板块：	5
(一) 21H1 食品饮料板块：收入增速恢复增长，盈利能力保持稳定	5
(二) 21Q2 整体板块：淡季&高基下收入利润增速有所放缓	5
二、酒水板块：	6
(一) 白酒：高端白酒稳健增长，次高端表现高弹性	6
1、板块收入端：21H1 年低基数下业绩高增，21Q2 延续高增态势	6
2、子板块利润端：21H1 年低端酒拖累行业水平，21Q2 次高端盈利能力表现突出	8
3、板块合同负债及其他流动负债：整体回暖，蓄力旺季 Q3	9
4、分公司：高端龙头稳健增长，次高端及地产龙头表现亮眼	10
(1) 高端酒：整体表现稳健	10
(2) 次高端酒：消费升级背景下，收入利润实现高增	11
(3) 地产酒：企稳恢复，后周期品种弹性初现	11
(二) 啤酒：行业竞争格局优化，高端化逻辑不断兑现	12
1、收入端：点状疫情影响下，收入增长承压	12
2、利润端：受益于结构升级，毛/净利率水平持续提升	12
3、分公司：高端化趋势下，行业结构升级加速	13
三、食品板块：	14
(一) 乳制品：行业强劲复苏，期待利润持续释放	14
(二) 调味品：收入&利润双承压，关注企业边际改善	15
1、收入端：消费疲软背景下，收入短期承压	15
2、利润端：原材料成本上升，盈利能力短期下滑	16
(三) 休闲食品：成本及渠道承压，下半年有望边际改善	17
四、投资建议	19
五、风险提示	20

图表目录

图 1：食品饮料行业收入及增速（2012-2021H1）	5
图 2：食品饮料行业净利润及增速（2012-2021H1）	5
图 3：食品饮料行业毛利率及净利率（2011-2021H1）	5
图 4：食品饮料行业三项费用率（2011-2021H1）	5
图 5：食品饮料行业收入及增速（2018Q1-2021Q2）	6
图 6：食品饮料行业净利润及增速（2018Q1-2021Q2）	6
图 7：食品饮料行业毛利率及净利率（2018Q1-2021Q2）	6
图 8：食品饮料行业三项费用率（2018Q1-2021Q2）	6
图 9：白酒板块收入及增速（2018Q1-2021Q2）	7
图 10：白酒板块归母净利润及增速（2018Q1-2021Q2）	7
图 11：白酒子版块毛利率及变动情况（2018Q1-2021Q2）	8
图 12：白酒子版块净利率及变动情况（2018Q1-2021Q2）	8
图 13：白酒子版块销售费用率及变动情况（2018Q1-2021Q2）	9
图 14：白酒子版块管理费用率及变动情况（2018Q1-2021Q2）	9
图 15：啤酒板块收入及增速（2018Q1-2021Q2）	12
图 16：啤酒板块净利润及增速（2018Q1-2021Q2）	12

图 17: 啤酒板块毛利率、净利率及变动情况 (2018Q1-2021Q2)	13
图 18: 啤酒板块费用率及变动情况 (2018Q1-2021Q2)	13
图 19: 各上市啤酒企业吨酒价格 (元) (2019Q1-2021Q2)	13
图 20: 乳制品板块收入及增速 (2018Q1-2021Q2)	14
图 21: 乳制品板块净利润及增速 (2018Q1-2021Q2)	14
图 22: 原奶价格走势	15
图 23: 调味品板块收入及增速 (2018Q1-2021Q2)	16
图 24: 调味品板块净利润及增速 (2018Q1-2021Q2)	16
图 25: 调味品板块毛利率、净利率及变动情况 (2018Q1-2021Q2)	16
图 26: 调味品板块费用率及变动情况 (2018Q1-2021Q2)	16
图 27: 休闲食品板块收入及增速 (2018Q1-2021Q2)	18
图 28: 休闲食品板块净利润及增速 (2018Q1-2021Q2)	18
表 1: 白酒板块业绩概览	7
表 2: 白酒板块合同负债概览	9
表 3: 啤酒板块业绩概览	12
表 4: 乳制品板块业绩概览	15
表 5: 调味品板块业绩概览	17
表 6: 休闲食品板块业绩概览	18
表 7: 行业重点公司估值概览	20

一、食品饮料整体板块：

（一）21H1 食品饮料板块：收入增速恢复增长，盈利能力保持稳定

20 年上半年受疫情的影响，报表基数较低，伴随消费场景恢复正常，21 年上半年整体食品饮料行业板块收入实现高增，盈利能力总体保持稳定。2021H1 食品饮料（中信）整体实现营业总收入 4557.57 亿元，同比增长 16.15%；整体实现净利润 905.42 亿元，同比 16.78%；实现归母净利润 870.85 亿元，同比 16.50%。食品饮料行业在疫情之后恢复常态，上半年整体实现稳步增长。

图 1：食品饮料行业收入及增速（2012-2021H1）



资料来源：wind、华金证券研究所

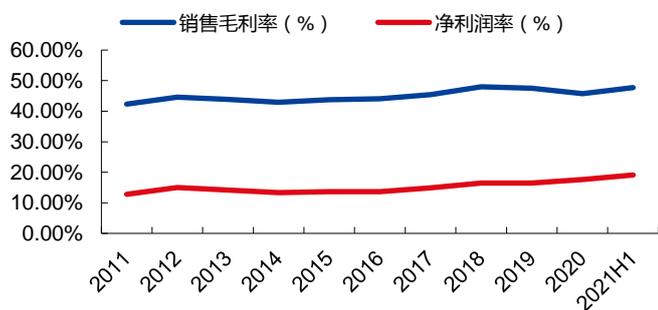
图 2：食品饮料行业净利润及增速（2012-2021H1）



资料来源：wind、华金证券研究所

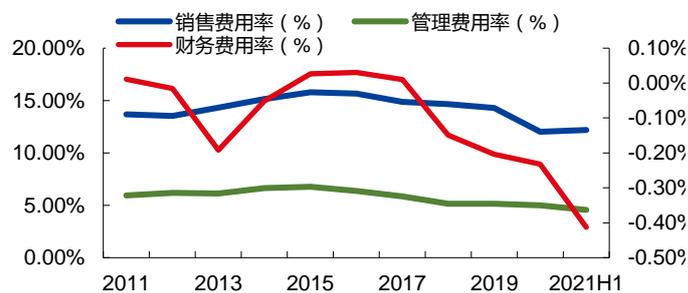
毛利率有所上升，净利率略有提升，费用率同比有所减少：2021 年上半年行业整体毛利率 47.67%，同比上升 0.74 个 pcts；三项费用率合计 16.34%，同比下降 0.83 个 pcts，其中整体销售费用率 12.20%，同比下降 0.60 个 pcts，管理费用率 4.56%，同比上升 0.02 个 pcts。综合影响下，整体净利率 19.11%，同比上升 0.06 个 pcts。

图 3：食品饮料行业毛利率及净利率（2011-2021H1）



资料来源：wind、华金证券研究所

图 4：食品饮料行业三项费用率（2011-2021H1）

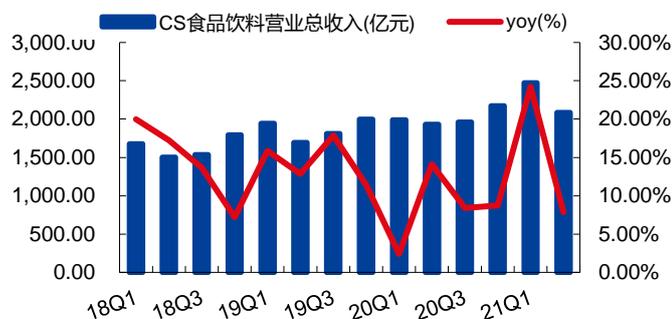


资料来源：wind、华金证券研究所

（二）21Q2 整体板块：淡季&高基下收入利润增速有所放缓

2021Q2 行业收入利润均实现增长，2021Q2 食品饮料（中信）整体实现营业总收入 2085.06 亿元，同比增长 7.85%，实现整体净利润 373.84 亿元，同比增长 4.24%，归母净利润实现 358.07 亿元，同比增长 3.61%。在 20Q1 低基数背景下，21Q1 行业利润实现高增，伴随二季度逐步回归常态，加之 Q2 为行业传统淡季，整体板块收入利润增速有所放缓。

图 5：食品饮料行业收入及增速（2018Q1-2021Q2）



资料来源：wind、华金证券研究所

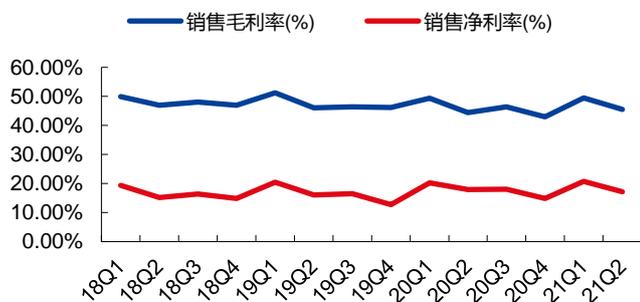
图 6：食品饮料行业净利润及增速（2018Q1-2021Q2）



资料来源：wind、华金证券研究所

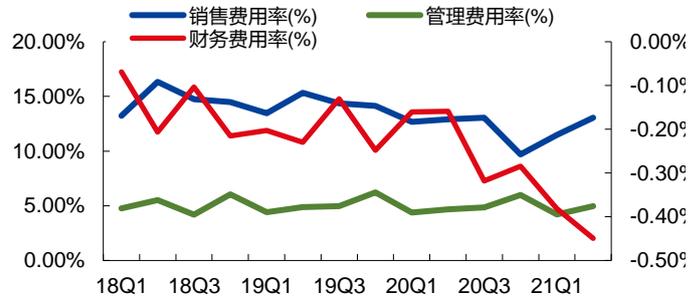
毛利率略有上升，净利率有所下降，主要系三项费用率合计同比有所上升：2021Q2 行业整体毛利率 45.55%，同比上升 1.11 个 ptcs；三项费用率合计 17.58%，同比上升 0.13 个 ptcs，其中整体销售费用率 13.05%，同比上升 0.14 个 ptcs，管理费用率 4.97%，同比上升 0.28 个 ptcs。综合影响下，整体净利率 17.17%，同比下降 0.70 个 ptcs。

图 7：食品饮料行业毛利率及净利率（2018Q1-2021Q2）



资料来源：wind、华金证券研究所

图 8：食品饮料行业三项费用率（2018Q1-2021Q2）



资料来源：wind、华金证券研究所

二、酒水板块：

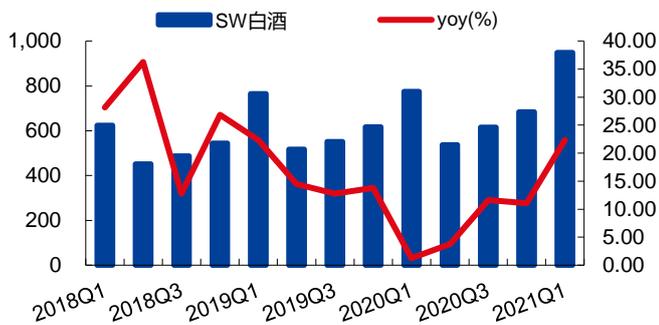
（一）白酒：高端白酒稳健增长，次高端表现高弹性

1、板块收入端：21H1 年低基数下业绩高增，21Q2 延续高增态势

2021H1 在 2020H1 疫情低基数背景下，板块整体表现良好，主要上市公司全年实现营业总收入 1595.76 亿元，同比增长 21.25%，归母净利润 578.66 亿元，同比增长 20.95%。

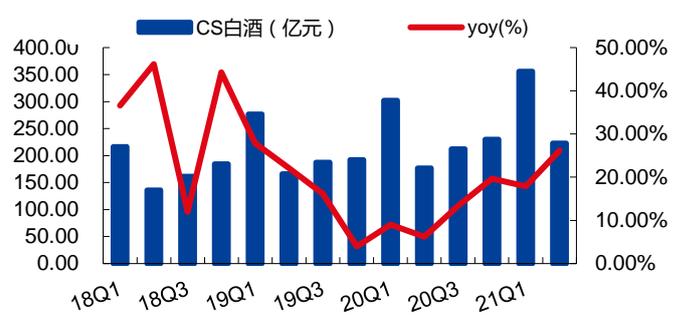
细分板块来看，高端酒由于强品牌力及稀缺性表现相对稳定，营收/归母净利分别同比+15.18%/+14.73%；次高端酒均实现高速增长，势头正劲，兑现预期，营收/归母净利同比+44.65%/+44.59%。地产酒板块在龙头引领下结构升级也很明显，业绩弹性初现，地产酒营收/归母净利同比+34.27%/+43.69%；以顺鑫农业为代表的光瓶酒受地产拖累，短期承压，营收/归母净利同比-3.46%/-13.27%。

图 9：白酒板块收入及增速（2018Q1-2021Q2）



资料来源：wind、华金证券研究所

图 10：白酒板块归母净利润及增速（2018Q1-2021Q2）



资料来源：wind、华金证券研究所

表 1：白酒板块业绩概览

	收入				利润			
	21H1	yoy (%)	21Q2	yoy (%)	21H1	yoy (%)	21Q2	yoy (%)
贵州茅台	507.22	11.15%	226.57	11.41%	246.54	9.08%	107.00	12.53%
五粮液	367.52	19.45%	124.27	18.02%	132.00	21.60%	38.77	23.03%
泸州老窖	93.17	22.04%	43.13	5.67%	42.26	31.23%	20.60	36.10%
山西汾酒	121.19	75.64%	47.87	73.43%	35.44	120.80%	13.62	258.21%
水井坊	18.37	128.44%	5.97	691.49%	3.77	266.01%	(0.42)	-52.05%
酒鬼酒	17.14	137.31%	8.06	96.82%	5.10	176.55%	2.42	174.05%
舍得酒业	23.91	133.09%	13.63	119.34%	7.35	347.94%	4.34	215.33%
洋河股份	155.43	15.75%	50.23	20.74%	56.61	4.82%	17.99	28.61%
今世缘	38.52	32.20%	14.56	27.32%	13.35	30.92%	5.29	20.52%
古井贡酒	70.07	26.96%	28.77	28.56%	13.79	34.53%	5.64	45.39%
口子窖	22.43	42.90%	10.70	35.05%	6.87	41.34%	2.67	9.95%
皇台酒业	0.25	-35.82%	0.13	-56.95%	(0.12)	-500.00%	(0.08)	-182.37%
青青稞酒	5.79	63.61%	2.00	32.34%	0.75	-314.49%	0.04	-112.43%
伊力特	10.31	29.85%	4.86	-24.07%	2.12	45.04%	0.81	-41.53%
金种子酒	5.45	32.98%	2.50	15.85%	(0.98)	79.75%	(0.49)	74.30%
老白干酒	16.52	10.61%	8.97	21.77%	1.24	6.10%	0.68	32.48%
迎驾贡酒	20.86	52.46%	9.37	57.07%	5.91	77.63%	2.22	122.30%
金徽酒	9.72	36.59%	4.64	25.60%	1.87	55.89%	0.72	15.58%
顺鑫农业	91.91	-3.46%	37.06	-7.26%	4.76	-13.27%	1.02	-47.57%

资料来源：Wind，华金证券研究所。注：各细分板块分类依次为，高端酒（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）；次高端酒（山西汾酒、水井坊、酒鬼酒、老白干酒、舍得酒业、洋河股份）；地产酒（今世缘、古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒、伊力特、金种子酒、金徽酒）；光瓶酒为顺鑫农业。

2021Q2 板块延续一季度高增态势，整体表现良好。21Q1 实现营业总收入 643.30 亿元，同比增长 19.38%；实现归母净利润 222.84 亿元，同比增长 26.20%。其中高端酒表现仍稳健，营收/归母净利润同比增速分别为+12.73%/+17.38%；次高端酒和地产酒在 20Q2 低基数背景下，消费场景恢复，呈现出较高弹性，次高端酒营收/归母净利润同比+53.74%/+96.23%，地产酒表营收/归母净利润同比+25.92%/+28.85%。

2、子板块利润端：21H1 年低端酒拖累行业水平，21Q2 次高端盈利能力表现突出

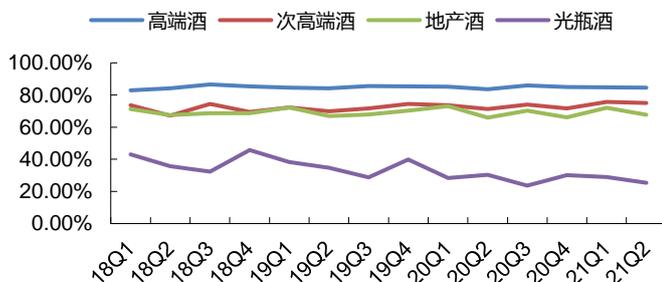
2021H1 白酒行业毛利率为 77.71%，同比+0.85pcts。行业分化显著，高端酒消费相对刚性，高端酒毛利率为 84.74%，同比+0.18pcts，稳重略升；次高端酒在提价叠加产品结构升级背景下，毛利率为 75.41%，同比+2.61pcts，上升较为明显；低端地产酒结构升级初步显现，毛利率为 70.19%，同比+0.35pcts；光瓶酒销量下滑及升级不畅拉低毛利率水平，顺鑫农业受地产业务拖累毛利率为 27.46%，同比-1.78pcts。

大部分品牌规模起势，规模效应下，费投效率提升显著，销售及管理费用普遍呈现下降趋势，上市酒企 21H1 销售费用率约为 9.48%，同比-0.10pcts，管理费用率约为 5.60%，同比-0.24pcts，其中高端酒/次高端酒/地产酒销售费用率分别为 6.23%/14.81%/18.66%，-0.27/-0.48/-1.41pcts。板块分化背景下，高端及次高端酒销售净利率相对稳定，销售净利率分别为 43.48%/31.07%，同比-0.17/-0.01pcts，地产酒销售净利率为 23.86%，同比+1.56pcts，上升明显。

21Q2 板块毛利率为 77.12%，同比+1.50pcts，名优白酒表现稳定，高端酒毛利率为 84.59%，同比+0.97pcts。次高端酒和地产酒在提价及产品结构升级背景下表现出高弹性，次高端酒和地产酒毛利率环比分别+3.76/+1.84pcts。

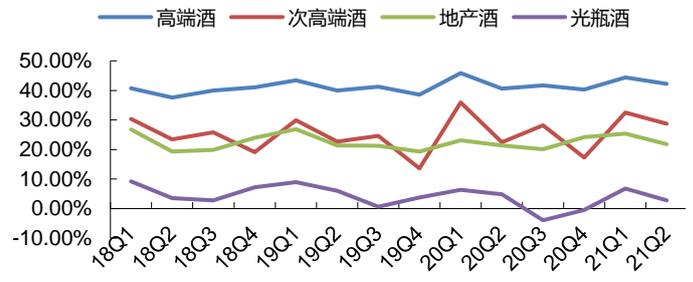
同时，板块 21Q2 销售费用率/管理费用率分别同比+0.59/-0.18pcts。21 年动销恢复后规模效应带动销售费率正常化，其中地产酒费用投入略有提高。龙头表现优异保持较强的盈利能力，板块净利率为 34.64%，同比+1.87pcts，其中高端/次高/地产/光瓶酒分别同比+1.67/+6.21/+0.50/-2.13pcts。

图 11：白酒子版块毛利率及变动情况（2018Q1-2021Q2）



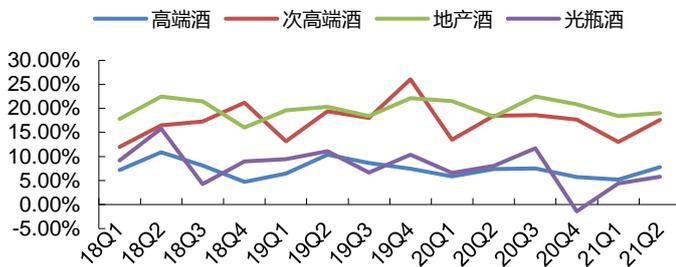
资料来源：wind、华金证券研究所

图 12：白酒子版块净利率及变动情况（2018Q1-2021Q2）



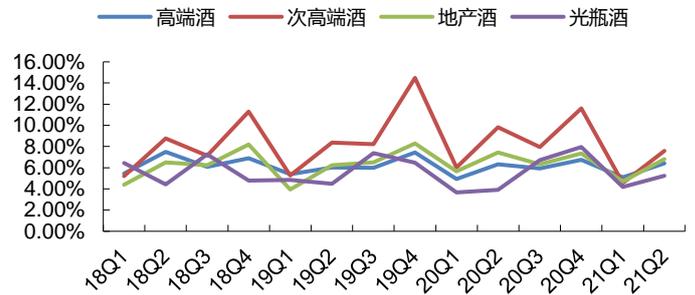
资料来源：wind、华金证券研究所

图 13: 白酒子版块销售费用率及变动情况 (2018Q1-2021Q2)



资料来源: wind、华金证券研究所

图 14: 白酒子版块管理费用率及变动情况 (2018Q1-2021Q2)



资料来源: wind、华金证券研究所

3、板块合同负债及其他流动负债：整体回暖，蓄力旺季 Q3

21Q2 末白酒板块合同负债为 361.1 亿元，同比+33.7%，疫情之后经营回归正常，各酒企打款发货节奏回归正常，同时 21Q2 环比 21Q1 白酒板块合同负债环比+14.9%，表明渠道信心充足，各酒企蓄力 Q3 旺季动销。其中，高端白酒中五粮液同比+74.9%，环比+26.9%，表现亮眼；次高端白酒普遍同比增长；地产酒龙头，由于去年同期低基数原因，合同负债同比表现出高弹性，环比改善趋势明显。

表 2: 白酒板块合同负债概览

	合同负债		YoY		QoQ
	20Q2	21Q1	21Q2	21Q2	21Q2
贵州茅台	94.6	53.4	92.4	-2.3%	73.1%
五粮液	36.2	49.9	63.3	74.9%	26.9%
泸州老窖	5.9	16.9	14.1	139.4%	-16.8%
酒鬼酒	2.1	5.8	8.7	307.5%	50.2%
洋河股份	39.5	61.3	55.2	39.7%	-10.0%
舍得酒业	1.5	4.4	3.7	140.2%	-16.3%
水井坊	5.0	7.2	6.4	26.7%	-11.7%
老白干酒	6.2	12.9	12.9	107.7%	-0.1%
山西汾酒	21.4	29.3	32.6	52.0%	11.2%
古井贡酒	7.3	19.4	22.1	204.3%	13.9%
今世缘	3.5	4.8	6.5	84.1%	34.4%
口子窖	5.1	3.7	5.0	-3.7%	33.8%
伊力特	0.2	0.4	1.1	372.6%	198.6%
金种子酒	1.0	1.3	1.4	41.8%	7.4%
迎驾贡酒	3.2	4.1	4.0	23.6%	-2.9%
青青稞酒	0.2	0.5	0.5	122.5%	1.0%
金徽酒	1.5	2.0	1.9	33.1%	-2.1%
顺鑫农业	35.6	36.9	29.4	-17.3%	-20.2%

资料来源: Wind, 华金证券研究所。注: 各细分板块分类依次为, 高端酒(贵州茅台、五粮液、泸州老窖); 次高端酒(山西汾酒、水井坊、酒鬼酒、老白干酒、舍得酒业、洋河股份); 地产酒(今世缘、古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒、伊力特、金种子酒、金徽酒); 光瓶酒为顺鑫农业。

4、分公司：高端龙头稳健增长，次高端及地产龙头表现亮眼

(1) 高端酒：整体表现稳健

高端酒整体表现稳健，茅台、五粮液符合预期，老窖收入低于预期与中低端下滑有关，国窖高增，叠加费用控制，利润超预期实现高增。

贵州茅台：上半年收入利润稳定增长，白酒龙头稳健依旧。公司 21H1 收入 490.87 亿元，同比增长 11.68%。21 年上半年直销占比为 19.39%，较去年同期（11.73%）提升 7.66 个 pcts。渠道结构调整是公司十四五期间的重要看点，未来经销商配额将保持不变，公司将重点开拓直营渠道(包括自营、电商、商超及企业团购等渠道)。直销渠道的建设一方面能够提升公司吨酒价水平，另一方面能够加强公司对渠道的直接管控能力。21H1 毛利率和净利率分别-0.12/-0.92pcts 至 91.66%/48.61%，21Q2 毛利率和净利率分别-0.20/+0.47pcts 至 91.34%/47.22%，毛利率和净利率水平维持稳定态势。预计未来随着费用投放不断优化、产品结构持续改善及直销渠道改革发力，公司盈利水平有望进一步提升。上半年公司完成基酒产量 5.03 万吨，其中茅台酒基酒产量 3.78 万吨、系列酒基酒产量 1.25 万吨。公司产能规划正有序推进，预计今年茅台酒产能可达 5.53 万吨，3 万吨酱香系列酒技改项目也在稳步推进。短期看，飞天外产品提价效应和投放结构调整保障收入稳增。中长期看，在国内经济持续向好，酱酒产业持续发力的背景下，公司以品质为基石，经营管理持续改善，双轮驱动发展。在可供销售酒相对有限情况下，不断优化投放结构，保持量价均衡增长，报表业绩的确定性可以期待。

五粮液： 21H1 收入实现稳增，长期高质量发展可期。2021H1/Q2 公司营收分别为 367.52/124.27 亿元，同比+19.4%/+18.0%。今年二季度以来普五批价保持在千元左右，提升节奏较为平稳，上半年动销情况超预期；公司 7 月开始重点发力经典五粮液，目前建议零售价 2899 元/瓶，要求团购成交价 2600 元/瓶，目前经典五粮液按计划完成导入，重点打造高地市场。同时 7 月线上销售数据显示，五粮液 7 月均价+46.1%，均价提升明显，产品结构进一步升级，与公司实现高质量发展的目标一致。21H1 公司毛利率为 74.96%，同比+0.42pcts，公司盈利能力稳定向好。21Q2 公司合同负债为 63.28 亿元，环比 21Q1+13.43 亿元，经销商打款积极。公司未来普五单品地位稳固，将在千元价格带形成护城河，保障经典五粮液的提前布局。经典五粮液作为价格标杆，有助于缓解普五量价平衡压力，且能够进一步打开价格天花板，推动普五价格上行。普五与经典相辅相成，有望共同推动公司发展。同时公司产品思路更清晰，数字化营销和渠道管理不断显效，坚持“高质量发展”，持续看好公司长期发展。

泸州老窖： 利润增长超预期，改革稳步推进。2021H1 公司实现营业收入/归母净利润 93.2/42.3 亿元，同比+22.0%/+31.2%。Q2 实现营收/归母净利润 43.1/20.6 亿元，同比+5.7%/+36.1%，二季度收入放缓主要系受中低端产品拖累。21H1/Q2，公司毛利率为 85.7%/85.2%，同比+3.8/+7.8pcts，主要系国窖销售收入占比提升所致。国窖收入提升明显，特曲、窖龄等去库存导致销量下降，随着大成浓香公司成立运营(负责头二曲及高光品牌)，后续销售有望好转。2021H1 国内经销商总数同比-11.05%至 1899 个。目前国窖销售回款完成度较高，计划外额度提升贡献增量；特曲、窖龄等次高端放缓发货蓄力中秋。公司在产品、品牌、渠道各层面的改革已见成效，品牌势能持续释放，费用率优化，利润弹性高，未来成长空间高。

(2) 次高端酒：消费升级背景下，收入利润实现高增

次高端白酒在 20H1 低基数背景下，加之产品结构升级，21H1 收入利润端表现出高弹性。汾酒产品结构升级及全国化布局实现收入利润高增。水井坊、舍得、酒鬼酒得益于去年低基数及请国画持续扩张，增速表现同样亮眼。

山西汾酒： 21H1 收入实现高增，全年收入增速有望超目标 30%。公司 21H1/Q2 汾酒实现营业收入 100.34/41.97 亿元，同比+76.1%/+71.6%；系列酒实现营业收入 3.06/1.86 亿元，同比+2.6%/+38.9%。渠道调研反馈，上半年青花实现高增，占比近提升 10pcts 至 30-35%左右，巴拿马、老白汾和玻汾亦保持快速增长。下半年公司继续“强高端，壮腰部，控低端”，青 20 有望继续高速增长，青复兴 30 以价为先，注重圈层营销和市场培育；巴拿马系列省外地级市加大发力，低端玻汾提价控量。上半年省内销售超预期，长江以南市场实现高增。目前环山西市场体量逐步增长，后续将继续发力长江以南推进全国化。渠道方面，公司加大电商销售渠道建设，上半年电商收入同比增长 94%。公司 21H1 毛利率 74.99%，伴随高档酒占比提升，公司毛利率稳步提升，同时公司费用投放更为合理高效。公司上半年已完成今年全部的招商任务和渠道建设任务，终端数量已突破 100 万家。下半年公司将工作重点放在主抓渠道动销，完成经销商结构优化和调整，保证市场良性发展。我们预计全年公司收入增速有望超 30%的既定目标。长期看，作为白酒清香型龙头，产品结构优化及高端化积极布局，全国化进程稳步推进，公司长期增长核心动力依旧存在。

(3) 地产酒：企稳恢复，后周期品种弹性初现

整体来看，地产酒继 20Q2 之后逐步复苏，至 21H1 结构升级也很明显，回款质量也很高，但费用投放较高，今世缘、古井均是如此，作为白酒行业相对后周期品种，业绩弹性初步显现。

光瓶酒顺鑫农业受地产拖累，加之白酒增速有所回落，短期承压。

今世缘： 上半年收入利润稳定增长，结构化升级稳步进行。21H1 公司实现营业收入 38.52 亿元，同比+32.2%，归母净利润 13.35 亿元，同比+30.9%。Q2 实现营业收入 14.56 亿元，同比+27.4%，归母净利润 5.30 亿元，同比+20.5%。疫情之后白酒行业次高端需求加速恢复，产品结构持续改善。分地区看公司在苏南、苏中、淮海、省外实现高增。6 月之后公司新四开正式上市，经渠道调研，目前成交价格区间在 460-470 元，当前库存水平为 1 个月左右。下半年 V 系列在抓两头战略下有望维持高增长，从而实现 10 亿元销售目标。21 年公司规划营收 59-66 亿元(同增 15-29%)；净利润 18-19 亿元(同增 15-21%)，十四五规划 25 年营收目标过百亿，争取 150 亿元。今世缘特 A 类产品 19-21Q2 复合增速为 20%以上。中长期看，公司省内“产品结构升级+市占率提升”的逻辑有望持续兑现；省外上海、浙江、安徽、河南、山东等重点市场加速培育，省外收入占比或将稳步提升至 10%以上。

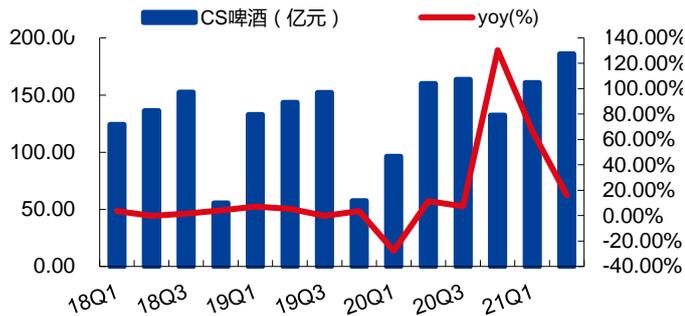
风险提示： 食品安全事件对行业造成冲击；宏观经济波动对居民消费的影响；产品结构化升级低于预期；政策变化风险；行业竞争加剧，影响业绩增长。

（二）啤酒：行业竞争格局优化，高端化逻辑不断兑现

1、收入端：点状疫情影响下，收入增长承压

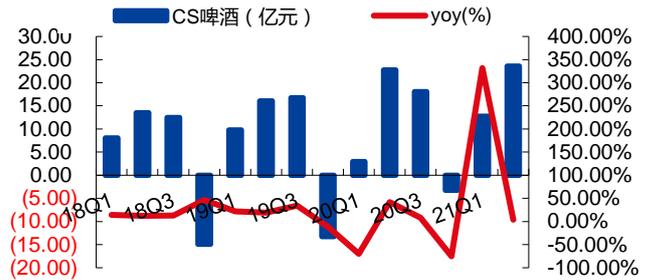
啤酒行业整体增速放缓，主要受 20Q2 高基数影响及疫情点状爆发的影响。21H1 上市啤酒企业实现总营收 346.56 亿元，同比增长 35.20%，实现归母净利润 36.39 亿，同比增长 41.33%。

图 15：啤酒板块收入及增速（2018Q1-2021Q2）



资料来源：wind、华金证券研究所

图 16：啤酒板块净利润及增速（2018Q1-2021Q2）



资料来源：wind、华金证券研究所

同时在高基数背景下，加之行业结构升级，21Q2 板块增速有所承压，营收/归母净利润分别实现 185.88/23.62 亿元，同比+16.11%/+3.65%。

表 3：啤酒板块业绩概览

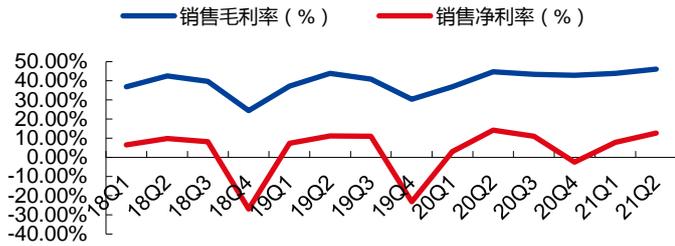
	收入				利润			
	21H1	yoy (%)	21Q2	yoy (%)	21H1	yoy (%)	21Q2	yoy (%)
燕京啤酒	63.17	13.51%	35.41	-0.56%	2.88	7.12%	3.97	-22.94%
*ST西发	1.89	29.37%	0.94	-6.24%	(0.10)	-74.48%	(0.04)	-76.63%
兰州黄河	1.86	13.07%	0.84	-18.58%	0.01	-112.06%	(0.07)	-171.58%
珠江啤酒	22.18	10.51%	14.45	-0.62%	3.11	26.30%	2.41	6.67%
重庆啤酒	71.39	307.65%	38.66	223.31%	6.22	152.90%	3.27	54.25%
惠泉啤酒	3.17	-1.15%	1.96	-0.07%	0.12	30.08%	0.16	-2.66%
青岛啤酒	182.91	16.66%	93.63	-0.24%	24.16	30.22%	13.94	5.74%

资料来源：Wind、华金证券研究所

2、利润端：受益于结构升级，毛/净利率水平持续提升

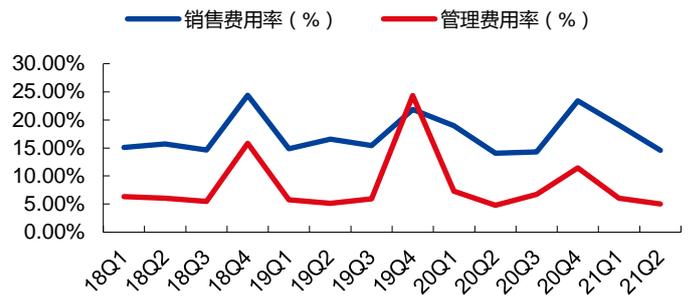
啤酒板块 21H1 毛利率/净利率分别为 45.09%/10.50%，同比+3.33/+0.46pcts。受益于高端产品结构优化，公司吨价提升带动盈利能力提升显著，行业费率趋于稳定。21H1 销售费用率/管理费用率分别为 16.64%/5.50%，同比+0.75/-0.22pcts。同时，板块 21Q2 毛利率/净利率分别为 46.11%/12.71%，同比+1.43/-1.53pcts，总体来看吨价提升趋势不变，长期看行业仍处于升级过程中。

图 17：啤酒板块毛利率、净利率及变动情况（2018Q1-2021Q2）



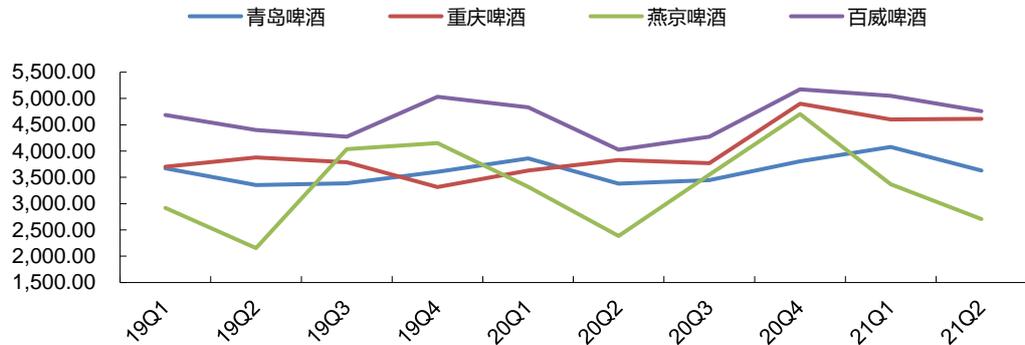
资料来源：wind、华金证券研究所

图 18：啤酒板块费用率及变动情况（2018Q1-2021Q2）



资料来源：wind、华金证券研究所

图 19：各上市啤酒企业吨酒价格（元）（2019Q1-2021Q2）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

3、分公司：高端化趋势下，行业结构升级加速

展望下半年，7月华北局部地区出现暴雨等极端天气，对各地啤酒节的举办有一定影响，南京等地出现疫情点状爆发，短期对聚饮/堂食等消费场景有一定扰动，后续伴随疫情逐步好转以及疫苗普及率提升，啤酒消费有望逐步恢复。成本端来看，预计下半年啤酒成本的压力环比加大，同时降低了啤酒企业费用恶性竞争的可能，有望打开行业提价窗口，不少企业已经进行提价对冲成本影响，收入端看均价的持续驱动，21年是行业高端化的起势之年。中长期看，啤酒行业高端化逻辑不断兑现，预计啤酒消费的主流价位段将由4-8元升级到10元价位段。啤酒销量上出现结构性分化，次高端及以上销量将维持双位数增长，低端啤酒销量则不断收缩。短期销量波动不改业绩向上趋势，重点推荐青岛啤酒。

青岛啤酒：产品结构升级及管理效率优化，为公司实现业绩目标提供助力。公司21H1实现营业收入182.9亿元，同比增长16.7%。拆分量价，公司21H1完成啤酒销量477万千升，同比增长8.24%；吨酒价3835.43元，同比增长7.78%。二季度在去年高基数&疫情反复影响下，销售量短期承压，产品结构升级带来的吨价提升是营收上半年增长的主要驱动力。公司21H1毛利率为44.40%，同比+2.64pcts，主要系产品结构优化，高毛利产品占比提升所致。20年公司

陆续推出高端化新品百年之旅、琥珀拉格，积极推进“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略，加快向听装酒和精酿产品为代表的高附加值产品转型升级。此外，公司聚焦资源大力开拓“电商+门店+厂家直销”的立体销售平台，不断完善线上线下终端布局。未来将继续凭借优质渠道，不断扩大中高端市场份额。同时公司持续进行产能利用率的优化提升，为实现业绩目标提供另一助力。

风险提示：食品安全事件对行业造成冲击；宏观经济波动对居民消费的影响；高端化低于预期；政策变化风险；行业竞争加剧，影响业绩增长。

三、食品板块：

（一）乳制品：行业强劲复苏，期待利润持续释放

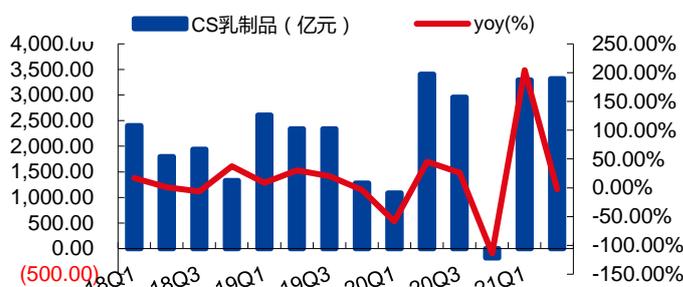
整体来看，21H1/21Q2 乳制品板块分别实现收入 894.65/464.13 亿元，同比+21.24%/+10.05%；分别实现归母净利润 66.15/33.20 亿元，同比+47.44%/-2.47%。上半年疫情之后，行业需求强劲复苏，21Q2 乳企收入在去年同期较高基数下实现稳健增长。同时上半年原奶价格大幅上涨使乳企盈利承压，企业通过积极布局奶源、优化产品结构平滑原奶涨价对成本的影响，通过合理控制买赠促销等方式提高费投效率。展望下半年，预计原奶价格涨势趋于平缓，下半年关注大单品动销情况与费用投放力度，竞争格局趋稳后各乳企或将进入利润释放期，推荐伊利股份。

图 20：乳制品板块收入及增速（2018Q1-2021Q2）



资料来源：wind、华金证券研究所

图 21：乳制品板块净利润及增速（2018Q1-2021Q2）



资料来源：wind、华金证券研究所

伊利股份： 21H1 收入实现稳增，全年母校有望顺利实现。21H1/Q2 公司实现营收 565.06/291.43 亿元，同比+18.9%/+8.4%。尼尔森数据显示，上半年整体液态奶行业实现增速约 9%，公司液态奶市场零售额份额同比+0.7pcts，稳居市场第一；其中常温白奶上半年实现 30% 以上增长，常温酸奶安慕希实现 10% 以上增长；低温牛奶市场份额同比+5.7 pcts；奶酪业务市场零售额同比增长 2 倍以上，份额同比+6.7 pcts；婴幼儿配方奶粉实现 20% 以上增长，其中羊奶粉、有机奶粉实现翻倍增长，市场零售额份额同比+0.9pcts。21H1/Q2 公司毛利率分别为 37.64%/37.35%，同比-0.77/-1.53pcts，主要系原奶价格持续上行，成本端承压。公司通过产品结构优化及减少买赠等方式消化部分成本上涨的压力，盈利能力有望逐步恢复。三季度为传统中秋旺季，Q3 白奶需求有望保持良好态势，同时常温酸奶伴随疫情后消费场景逐步打开，有望保

持较好增速。我们预计下半年原奶价格仍处于温和上涨阶段，公司作为行业龙头，公司携手相关乳业公司，更好控制成本波动压力，全年收入目标有望实现顺利。

风险提示：食品安全事件对行业造成冲击；宏观经济波动对居民消费的影响；原奶成本上升超预期；政策变化风险；行业竞争加剧，影响业绩增长。

图 22：原奶价格走势



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 4：乳制品板块业绩概览

	收入				利润			
	21H1	yoy (%)	21Q2	yoy (%)	21H1	yoy (%)	21Q2	yoy (%)
皇氏集团	13.07	28.88%	7.05	6.23%	0.11	1232.13%	0.05	-88.13%
贝因美	11.21	-24.59%	5.55	-28.28%	0.34	-21.85%	0.19	-36.59%
ST麦趣	4.81	17.19%	2.64	12.97%	0.11	23.19%	0.06	6.45%
燕塘乳业	9.48	34.88%	5.49	23.69%	1.11	85.43%	0.77	30.53%
ST科迪	2.69	44.77%	1.52	18.61%	0.08	-113.86%	0.04	-124.74%
庄园牧场	4.81	47.95%	2.47	33.88%	0.23	-1257.12%	0.02	-75.10%
熊猫乳品	3.90	65.48%	1.93	34.23%	0.36	222.37%	0.22	100.70%
新乳业	43.16	68.85%	23.02	53.36%	1.46	90.58%	1.17	13.37%
天润乳业	10.55	19.54%	5.93	10.68%	0.81	1.33%	0.48	-20.91%
三元股份	40.02	17.56%	21.34	13.15%	1.46	-244.02%	1.02	482.34%
光明乳业	142.64	17.44%	72.78	3.80%	2.61	-15.33%	1.62	-29.99%
妙可蓝多	20.67	90.80%	11.16	62.21%	1.12	247.12%	0.80	261.61%
伊利股份	565.06	18.89%	291.43	8.43%	53.22	42.48%	24.91	-3.91%
一鸣食品	11.01	37.83%	6.08	18.14%	0.60	4.15%	0.50	-25.81%
李子园	6.80	58.20%	3.49	22.86%	1.29	56.63%	0.76	9.14%
均瑶健康	4.77	-4.46%	2.23	-26.96%	1.24	-16.45%	0.60	-37.64%

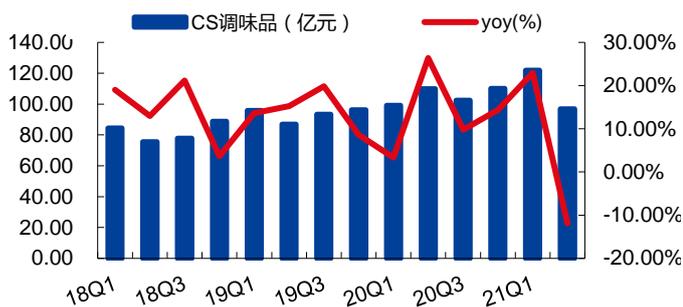
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）调味品：收入&利润双承压，关注企业边际改善

1、收入端：消费疲软背景下，收入短期承压

整体来看，21H1/21Q2 调味品板块分别实现收入 218.64/96.81 亿元，同比+4.62%/-11.89%；分别实现归母净利润 45.48/18.47 亿元，同比-7.20%/-28.37%。

图 23: 调味品板块收入及增速 (2018Q1-2021Q2)



资料来源: wind、华金证券研究所

图 24: 调味品板块净利润及增速 (2018Q1-2021Q2)



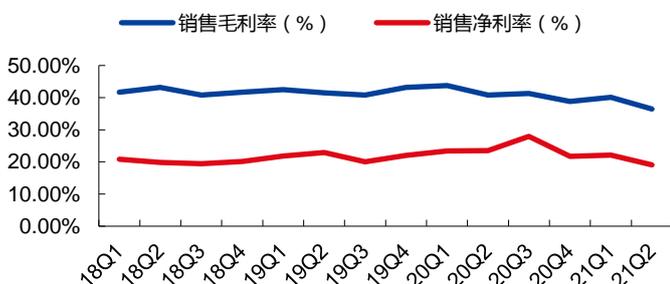
资料来源: wind、华金证券研究所

二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。

2、利润端: 原材料成本上升, 盈利能力短期下滑

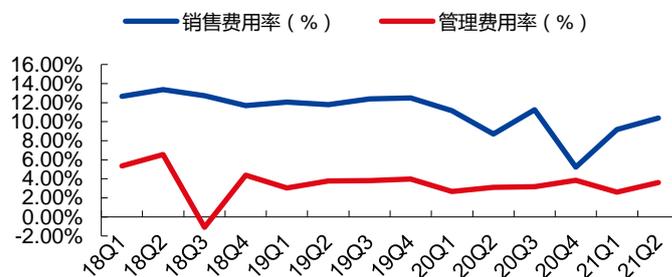
毛利率方面, 2021H1 调味品板块毛利率 38.51%, 同比下-3.67pcts, 21Q2 季度环比下滑 3.68pcts。

图 25: 调味品板块毛利率、净利率及变动情况 (2018Q1-2021Q2)



资料来源: wind、华金证券研究所

图 26: 调味品板块费用率及变动情况 (2018Q1-2021Q2)



资料来源: wind、华金证券研究所

毛利率下滑较多主要系: 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过程中采用捐赠的方式进行促销。销售费用方面, 2021H1 调味品板块整体销售费用率 9.72%, 同比-0.13pcts, 销售费用率同比下滑主要系多数企业启用新的会计准则, 运费及包费在确认在成本中。

展望下半年, 预计今年全年成本上涨带来盈利压力, 龙头企业通过费用调节和效率提升有望进行一定对冲。短期看行业正处于库存和价盘调整的小周期偏后期, 预计今年下半年开始有望边际改善, 2021 年得益于餐饮端需求同比、环比持续修复, 行业需求将持续向正常化迈进。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 5: 调味品板块业绩概览

	收入				利润			
	21H1	yoy (%)	21Q2	yoy (%)	21H1	yoy (%)	21Q2	yoy (%)
甘化科工	2.95	30.81%	1.52	51.70%	0.75	128.16%	0.31	26.95%
佳隆股份	1.52	85.93%	0.89	79.15%	0.18	-245.55%	0.15	-1243.57%
涪陵榨菜	13.47	12.46%	6.38	-10.78%	3.76	-6.97%	1.73	-27.57%
加加食品	8.42	-27.19%	3.32	-49.98%	0.19	-82.23%	-0.24	-142.84%
仲景食品	3.93	12.34%	1.86	0.15%	0.69	7.14%	0.29	-19.81%
莲花健康	8.51	8.70%	4.36	-10.42%	0.29	-8.23%	0.18	-6.23%
恒顺醋业	10.35	8.59%	5.18	6.30%	1.27	-14.62%	0.49	-33.78%
中炬高新	23.16	-9.34%	10.53	-24.85%	2.80	-38.51%	1.05	-57.86%
千禾味业	8.86	10.82%	4.08	-7.24%	0.66	-58.09%	0.26	-70.08%
海天味业	123.32	6.36%	51.74	-9.39%	33.53	3.07%	13.99	-14.68%
天味食品	10.17	10.62%	4.95	-15.41%	0.76	-62.12%	-0.05	-103.68%
安记食品	2.55	42.92%	1.24	22.86%	0.27	12.60%	0.13	1.24%
日辰股份	1.45	35.75%	0.76	23.90%	0.34	-5.34%	0.19	-8.82%

资料来源: Wind, 华金证券研究所。

海天味业: 21Q2 高基下收入利润承压, 预计 H2 需求逐步恢复。2021H1/Q2 公司营收分别为 123.32/51.74 亿元, 同比+6.4%/-9.4%。2021H1 经销商数量达 7407 家, 上半年净增 356 家, 根据渠道调研, 公司当前渠道库存约 2 个月水平, 总体偏高, 主要源于餐饮需求仍未恢复至 19 年同期水平, 同时家庭端需求回落, 以及社区团购等新兴渠道短期冲击所致。预计下半年伴随外部需求持续改善, 公司积极拓展新兴渠道并初见成效, 经营情况将逐步向好。成本上行背景下, 21H1 毛利率略有承压。21H1 公司毛利率为 39.31%, 同比-3.63ptcs, 21Q2 公司毛利率 37.06%, 同比-2.90ptcs, 毛利率方面由于原材料成本上行, 短期承压。公司未来将进行品类扩张, 受新品规模效应不强等因素影响, 整体毛利率略有承压, 但酱油、蚝油等核心产品毛利率有望保持稳定。费用投入方面, 公司对控费能力及经营效率提升有充分信心, 上半年也有所体现。预计公司将通过内部挖潜、新品扩张等手段有望对冲成本上行及同业竞争压力, 助力其盈利能力保持稳定。

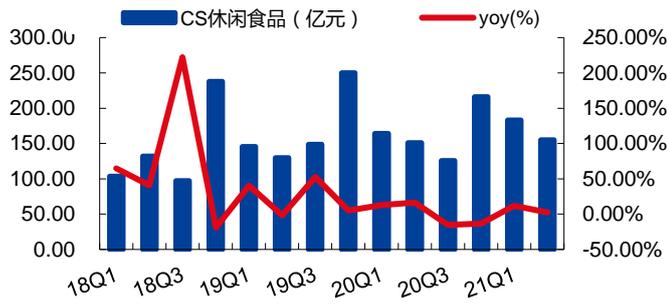
中炬高新: 业绩承压明显, 期待公司治理拐点的到来。21H1 公司实现营业收入 23.2 亿元, 同比-9.3%, 归母净利润 2.8 亿元, 同比-38.5%; 公司 21Q2 实现收入 10.5 亿元, 同比-24.9%, 归母净利润 1.1 亿元, 同比-57.9%。业绩下滑主要系: 1) 去年同期渠道补库存造成高基数; 2) Q2 行业性去库存, 叠加消费疲软及社区团购等新兴渠道冲击, 致使 Q2 库存消化节奏较往年偏慢; 3) 主要原材料成本大幅上涨。展望下半年, 通过渠道调研反馈, 公司渠道库存已恢复至良性水平, 同时社区团购冲击边际减弱叠加基数压力消除, 预计 H2 公司业绩将有所改善。中长期看, 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。同时补齐短板, 经营势头有望长期向上。

风险提示: 食品安全事件对行业造成冲击; 宏观经济波动对居民消费的影响; 去库存速度低于预期; 政策变化风险; 行业竞争加剧, 影响业绩增长。

(三) 休闲食品: 成本及渠道承压, 下半年有望边际改善

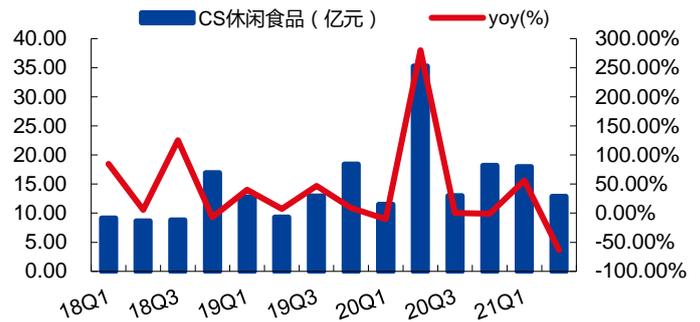
整体来看, 21H1/21Q2 休闲食品板块分别实现收入 338.08/154.84 亿元, 同比+7.36%/+2.61%; 分别实现归母净利润 30.84/12.87 亿元, 同比-34.11%/-63.52%。

图 27: 休闲食品板块收入及增速 (2018Q1-2021Q2)



资料来源: wind、华金证券研究所

图 28: 休闲食品板块净利润及增速 (2018Q1-2021Q2)



资料来源: wind、华金证券研究所

休闲食品行业 20Q2 在疫情影响减弱后恢复较快，今年高基数背景下，渠道端传统商超渠道受社区团购等新零售渠道冲击较大，收入增长放缓，成本压力上行导致利润承压。当前渠道分流下公司以发力多渠道建设、调整费用投放作为“主旋律”，后续建议持续关注各公司的渠道调整优化成效及产品推新进度。下半年基数回归正常，关注底部子板块反转，休闲食品板块仍应围绕成长主线，推荐绝味食品/有友食品。

表 6: 休闲食品板块业绩概览

	收入				利润			
	21H1	yoy (%)	21Q2	yoy (%)	21H1	yoy (%)	21Q2	yoy (%)
黑芝麻	17.66	20.14%	9.25	2.15%	0.12	-143.21%	0.01	-260.34%
洽洽食品	23.81	3.76%	10.02	-12.70%	3.27	10.86%	1.30	-11.37%
好想你	5.01	-79.84%	1.76	-75.37%	0.55	-97.55%	0.19	-99.14%
煌上煌	14.07	3.09%	8.01	-2.82%	1.50	-4.84%	0.83	-10.43%
桂发祥	2.25	50.67%	1.10	92.56%	0.22	-539.46%	0.13	-235.58%
盐津铺子	10.64	12.54%	4.72	-1.86%	0.49	-62.59%	-0.33	-145.92%
西麦食品	5.52	26.65%	2.54	3.06%	0.80	0.55%	0.27	-39.82%
甘源食品	5.44	10.92%	2.06	-16.61%	0.37	-46.16%	-0.04	-112.85%
劲仔食品	4.72	4.63%	2.48	-3.84%	0.41	-35.66%	0.20	-47.96%
三只松鼠	52.61	0.17%	15.90	-13.57%	3.52	87.32%	0.37	-19504.60%
品渥食品	6.89	0.97%	3.71	-9.11%	0.44	-34.22%	0.14	-66.84%
海融科技	3.50	53.52%	1.93	62.34%	0.52	86.51%	0.35	48.00%
立高食品	12.52	86.79%	6.73	60.59%	1.37	79.95%	0.64	10.18%
欢乐家	6.64	11.11%	3.25	-5.49%	0.96	13.66%	0.49	-9.21%
绝味食品	31.44	30.27%	16.38	21.60%	5.02	82.91%	2.66	25.81%
有友食品	6.04	10.89%	3.23	-3.58%	1.30	0.33%	0.70	-21.01%
良品铺子	44.21	22.45%	18.47	8.55%	1.92	19.29%	0.90	23.19%
来伊份	21.00	-1.72%	8.85	7.68%	1.08	777.59%	0.28	-146.04%
桃李面包	29.39	7.32%	16.13	13.87%	3.69	-11.59%	2.06	-7.52%
元祖股份	10.03	20.09%	5.99	14.98%	0.62	143.04%	0.60	7.36%
佳禾食品	11.09	55.73%	5.20	34.00%	0.72	-7.78%	0.15	-60.14%
南桥食品	13.62	38.62%	7.14	29.92%	1.95	63.00%	0.98	27.17%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

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%, 归母净利润 5.0 亿元, 同比+82.9%, 其中 2021Q2 实现收入 16.4 亿元, 同比+21.6%, 归母净利润 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 3.6pcts。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。

有友食品：21Q2高基数下利润端略承压，成本下降背景下业绩有望逐步释放。2021H1/21Q2公司实现营收6.04/3.23亿元，同比+10.9%/-3.6%。从收入占比来看，泡椒凤爪和猪皮晶等肉制品产品收入占比略有下降，但仍然是公司主力产品。公司21H1/21Q2毛利率分别为34.58/32.36%，同比+0.01/-2.29pts，截止21Q2公司存货2.43亿元，环比下降12.9%，由于进口受关税政策及疫情和贸易摩擦等原因，加之国内养殖企业的供货能力和产品质量显著提高，我们判断21年及未来国内将是公司鸡爪采购的主要渠道，我们判断鸡肉价格21年仍将处于下降通道，伴随公司原材料库存逐步消化，公司全年毛利率将有望稳重有升。21年2月公司推出员工股权激励计划，有望激活管理层及骨干团队的潜能，助力公司未来3年收入均实现15%以上增长。长期来看，公司布局新品类、开拓新市场，将成为公司未来成长的主要推动力。

风险提示：食品安全事件对行业造成冲击；宏观经济波动对居民消费的影响；原材料成本上升超预期；政策变化风险；行业竞争加剧，影响业绩增长。

四、投资建议

白酒方面，伴随近期估值的回落，白酒行业的布局价值逐步显现，目前板块仍然保持了较高的景气度，预计次高端有望延续增长态势，地产酒作为后周期品种，业绩弹性有望释放。中长期来看，消费升级仍在途中，白酒行业集中度有较大的提升空间。目前围绕两条投资主线：关注确定性增长品种和低估值改善型品种：1)各地点状疫情目前已逐步缓解，预计对9月中秋旺季冲击影响较小，不影响对21H2整体行业的业绩判断；2)茅五泸等高端白酒估值已回落至40倍以内，进入价值布局区间；3)目前时点，我们重点推荐确定性增长和低估值改善型品种，包括贵州茅台、五粮液、山西汾酒及今世缘。

食品方面，二季度之后报表压力释放，估值大幅回落，未来将逐步迎来估值修复和好转催化，未来1-2年将有望迎来食品大年。展望下半年至明年，乳业有望率先恢复，调味品和小食品仍需等待，龙头将逐步迎来中长线布局机会。目前围绕两条投资主线：一个是低估值改善品种：乳制品板块建议关注伊利股份，白奶需求超预期，原奶成本压力下半年逐步趋缓，盈利提升通道将逐步开启，目前估值明年在20倍附近，配置具备充分安全边际。二是成本下降红利，建议关注绝味食品+有友食品，主要受益于原材料成本下降，毛利率有望在下半年持续改善，同时估值具备安全边际。

表 7：行业重点公司估值概览

	公司	21E	22E		公司	21E	22E	
白酒	泸州老窖	35	28	乳品	新乳业	36	28	
	古井贡酒	50	41		天润乳业	19	16	
	酒鬼酒	79	55		三元股份	46	41	
	五粮液	33	28		光明乳业	24	21	
	顺鑫农业	32	24		妙可蓝多	84	43	
	洋河股份	30	25		贝因美	51	28	
	青青稞酒	78	59		燕塘乳业	29	24	
	伊力特	28	24		伊利股份	25	21	
	金种子酒	99	48		安井食品	54	41	
	贵州茅台	38	33		味知香	48	38	
	老白干酒	37	29		速冻食品	巴比食品	29	34
	舍得酒业	48	34		三全食品	20	17	
	水井坊	59	45		海欣食品	32	25	
	山西汾酒	61	45		洽洽食品	24	20	
	迎驾贡酒	36	29		煌上煌	22	18	
	今世缘	29	24		休闲食品	日辰股份	41	31
	口子窖	20	17		盐津铺子	23	16	
金徽酒	45	36	西麦食品	26	22			
啤酒	燕京啤酒	61	52	甘源食品	27	20		
	珠江啤酒	31	27	劲仔食品	32	26		
	重庆啤酒	59	47	三只松鼠	32	26		
	惠泉啤酒	54	44	品渥食品	21	17		
	青岛啤酒	43	35	绝味食品	38	30		
	得利斯	69	57	有友食品	20	17		
	金字火腿	32	23	良品铺子	33	27		
肉制品	龙大肉食	11	9	来伊份	17	20		
	华统股份	9	7	桃李面包	31	26		
	上海梅林	15	13	元祖股份	14	12		
	恒顺醋业	44	37	双塔食品	29	22		
调味品	中炬高新	32	25	克明食品	11	9		
	千禾味业	60	43	汤臣倍健	25	21		
	海天味业	54	45	其他食品	华宝股份	23	22	
	天味食品	48	35	仙乐健康	27	21		
	涪陵榨菜	31	24	科拓生物	41	33		
				爱普股份	18	16		
				嘉必优	41	29		

资料来源：Wind，华金证券研究所，备注：以 2021 年 9 月 8 日股价计算。

五、风险提示

食品安全事件对行业造成冲击；宏观经济波动对居民消费的影响；需求低于预期；政策变化的风险；行业竞争加剧，影响业绩增长。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周蓉、陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn