

行业三季度报业绩显分化，业绩支撑的地产酒受青睐

食品饮料行业周报

2021年11月1日

报告摘要：

■ 白酒：三季度分化加剧，结构性繁荣依然

当前白酒行业持续分化，其中高端酒业绩稳健，次高端营收、利润弹性均较大，区域龙头受益于产品结构升级具备利润弹性；次高端以上酒企毛利率稳步提升，区域龙头净利率趋势向上。

■ 乳制品：成本压力仍在，竞争烈度趋缓

2021年前三季度乳制品行业实现营业收入/归母净利润 1355.15/99.52 亿元，同比+17.07%/+36.63%；21Q3 分别实现 460.50/33.37 亿元，同比+9.48%/+13.22。总体看，疫情常态化后下游需求较为刚性，行业业绩保持中高速增长。成本端受原奶价格高企影响，行业毛利率同比下滑明显；但整体竞争放缓，销售费用投放更加追求效率，毛销差小幅改善。未来随着原奶价格回落，行业业绩有望保持中高速增长。

■ 调味品：基本面弱改善，期待 22H1 迎来拐点

收入弱改善：终端需求边际修复，叠加二季度开展去库存动作，21Q3 行业收入环比改善。利润分化：行业成本系统性承压，但海天由于收入相对稳健以及主动控费，净利率稳定，中炬、天味则受收入、成本、费用三重因素挤压，净利率下滑明显。

■ 基金持仓：三季报白酒内部分化明显，地产酒或受青睐

2021Q3 基金重仓持股食品饮料（申万一级）市值占基金股票投资总市值比例（以下简称基金持股比例）8.15%，较 21Q2 环比减少 1.03pct；其中，白酒板块基金持股比例 6.92%，较 21Q2 环比减少 0.88pct；啤酒板块基金持股比例 0.18%，较 21Q2 环比减少 0.08pct；食品板块下，乳制品板块基金持股比例 0.55%，较 21Q2 环比减少 0.04pct；调味品板块基金持股比例 0.11%，较 21Q2 环比减少 0.02pct。

■ 投资建议：白酒板块首推泸州老窖、山西汾酒、洋河股份，估值切换下，建议关注贵州茅台、五粮液、酒鬼酒、古井贡酒、水井坊、舍得酒业等；大众品板块推荐乳制品龙头伊利股份。

● 风险提示：

宏观经济不达预期、疫情持续时间超预期、业绩不达预期、食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 10月29日	EPS			PE			评级
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
600519	贵州茅台	1826.08	42.45	48.75	56.16	43	37	33	推荐
000858	五粮液	216.51	6.13	7.03	8.30	35	31	26	推荐
000568	泸州老窖	228.95	5.31	6.70	8.39	43	34	27	推荐
600809	山西汾酒	301.50	4.77	6.51	8.29	63	46	36	推荐
002304	洋河股份	186.18	5.13	6.66	7.98	36	28	23	推荐
000596	古井贡酒	227.65	4.87	5.90	6.77	47	39	34	推荐
000799	酒鬼酒*	214.91	2.80	4.06	5.61	77	53	38	未评级
600779	水井坊*	126.66	2.18	2.86	3.60	58	44	35	未评级
600702	舍得酒业	184.49	3.67	5.24	6.89	50	35	27	推荐
600887	伊利股份	43.00	1.48	1.68	1.88	29	26	23	推荐

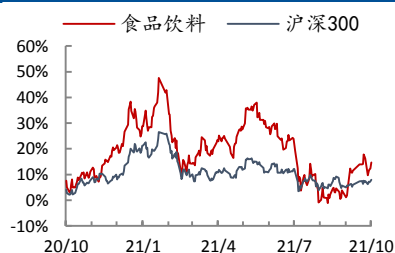
资料来源：公司公告、民生证券研究院

注：*为民生证券未覆盖公司，EPS 预测值取 wind 一致预期

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

邮箱：xionghang@mszq.com

分析师：李啸

执业证号：S0100521100002

邮箱：lixiao@mszq.com

研究助理：姚启璠

执业证号：S0100121100006

邮箱：yaoqifan@mszq.com

研究助理：孙冉

执业证号：S0100121100003

邮箱：sunran@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：S0100120070033

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

1. 民生食品饮料行业周报 20211018：
秋糖见闻—酱酒仍是秋糖主战场，品牌分化如期而至

目录

1. 三季度业绩：各板块分化明显，整体景气度不减	3
1.1. 白酒：三季度分化明显，结构性繁荣依然	3
1.2. 啤酒：疫情扰动行业销量，结构升级趋势不减	5
1.3. 速冻及餐饮产业链：营收增长分化，成本端承压	6
1.4. 乳制品：成本压力仍在，竞争烈度趋缓	7
1.4.1. 经营回顾：21年前三季度业绩高增长，21Q3业绩增速略放缓	7
1.4.2. 行业分析：成本压力仍大，竞争趋缓小幅改善毛销差	7
1.5. 调味品：21Q3基本面弱改善，期待22H1迎来拐点	8
1.6. 休闲食品：21Q3边际改善，Q4将延续向好趋势	10
2. 三季度机构白酒持仓略显分歧，有业绩支撑的省酒或受青睐	12
3. 投资建议	15
4. 风险提示	15

1. 三季报业绩：各子板块分化明显，整体景气度不减

1.1. 白酒：三季度分化明显，结构性繁荣依然

表 1：白酒企业营收及利润增速

	营业收入增速				归母净利润增速			
	2019	2020	2021Q1-3	2021Q3	2019	2020	2021Q1-3	2021Q3
白酒行业	16%	7%	20%	15%	18%	12%	19%	16%
高端酒								
高端酒	19%	12%	14%	11%	21%	15%	14%	14%
贵州茅台	16%	11%	11%	10%	17%	13%	10%	12%
五粮液	25%	14%	17%	11%	30%	15%	19%	12%
泸州老窖	21%	5%	22%	21%	33%	29%	30%	28%
次高端	26%	10%	77%	54%	37%	37%	110%	55%
山西汾酒	27%	18%	66%	48%	32%	59%	98%	56%
酒鬼酒	27%	21%	134%	129%	34%	64%	118%	43% 扣非 132%
水井坊	26%	-15%	76%	39%	43%	-11%	99%	56%
舍得酒业	20%	2%	105%	65%	49%	14%	212%	60%
区域龙头	6%	-6%	22%	19%	2%	-3%	14% 扣非 28%	5% 扣非 26%
洋河股份	-4%	-9%	16%	17%	-9%	1%	0% 扣非 22%	-13% 扣非 23%
今世缘	30%	5%	27%	16%	27%	7%	29%	24%
古井贡酒	20%	-1%	25%	21%	24%	-12%	28%	15%
口子窖	9%	-14%	35%	24%	12%	-26%	33%	23%
迎驾贡酒	8%	-9%	43%	27%	19%	2%	81%	86%
其他酒企	15%	-2%	3%	-4%	-3%	-24%	22%	-
金种子酒	-30%	14%	22%	3%	-301%	-134%	37%	-8%
金徽酒	12%	6%	28%	11%	5%	22%	53%	44%
老白干酒	12%	-11%	11%	11%	15%	-23%	7%	8%
顺鑫农业	23%	4%	-7%	-17%	9%	-48%	-14%	-10%
伊力特	8%	-22%	26%	19%	4%	-23%	32%	-3%
青青稞酒	-7%	-39%	52%	32%	-66%	-419%	-233%	-135%
皇台酒业	289%	3%	-33%	-24%	-171%	-51%	-513%	-546%

资料来源：Wind，民生证券研究院

高端酒稳健，次高端业绩弹性较大，区域龙头利润具备弹性。2021 年前三季度白酒行业营收、利润增速较 2019/20 年均提速，主要系 20 年上半年受疫情影响基数较低，21Q3 行业营收、利润增速随着基数垫高边际回落。细分赛道中，高端酒营收、利润始终保持稳健增长；次高端白酒 21 年前三季度实现高增长，21Q3 仍保持明显快于高端酒、区域龙头的较高增速；区域龙头 21 年前三季度营收、利润提速，21Q3 仍保持较快增长，其中洋河、迎驾利润端明显提速，区域龙头正处于产品升级驱动利润增长的红利期；其他酒企 21 年前三季度营收、利润增长边际改善，21Q3 营收降速，增长略显乏力；可见当前白酒行业持续分化，其中高端酒业绩稳健，次高端营收、利润弹性均较大，区域龙头受益于产品结构升级具备利润弹性。

表 2：白酒企业毛利率与净利率

		毛利率				净利率			
		2019	2020	2021Q1-3	2021Q3	2019	2020	2021Q1-3	2021Q3
高端酒	贵州茅台	91.3%	91.4%	91.2%	90.8%	51.5%	52.2%	53.0%	52.3%
	五粮液	74.5%	74.2%	75.3%	76.1%	36.4%	36.5%	36.5%	33.4%
	泸州老窖	80.6%	83.0%	86.3%	87.5%	29.3%	35.8%	44.6%	42.2%
次高端	山西汾酒	71.9%	72.2%	75.4%	76.2%	17.3%	22.3%	28.5%	26.2%
	酒鬼酒	77.8%	78.9%	79.9%	79.2%	19.8%	26.9%	27.3%	22.7%
	水井坊	82.9%	84.2%	85.1%	85.8%	23.3%	24.3%	29.2%	39.3%
	舍得酒业	76.2%	75.9%	78.1%	76.7%	20.3%	22.5%	27.5%	19.8%
区域龙头	洋河股份	71.3%	72.3%	74.9%	76.1%	31.9%	35.5%	32.9%	24.3%
	今世缘	72.8%	71.1%	72.8%	78.5%	29.9%	30.6%	31.9%	24.6%
	古井贡酒	76.7%	75.2%	76.0%	75.2%	20.7%	18.0%	20.1%	19.6%
	口子窖	75.0%	75.2%	74.6%	74.3%	36.8%	31.8%	31.7%	33.4%
	迎驾贡酒	64.4%	67.1%	68.5%	73.4%	24.7%	27.7%	30.3%	33.9%

资料来源：Wind，民生证券研究院

次高端以上酒企毛利率稳步提升，区域龙头净利率趋势向上。2021 年前三季度，几乎所有主流酒企（除茅台、口子窖）毛利率均稳步上行，反应消费升级带动次高端以上酒企产品结构升级及均价提升；2021 年前三季度，以泸州老窖、水井坊、舍得酒业、迎驾贡酒为代表的酒企净利率明显提升，其他多数酒企净利率亦上行，反应结构升级推动利润弹性，季度间净利率略有波动，趋势上看净利率提升方向明确。

开箱取消预期推动，茅台批价下跌。根据微酒报道，10 月 21 日起，茅台酒开箱政策变动：“普茅之外，其他茅台酒的开箱政策即日起全部取消”，后续普茅或也将取消开箱，普茅开箱取消预期下带动本周整箱批价环比回落 100-230 元。我们认为，新领导到任后逐步减少人为干预，重塑市场调节机制，未来产品价格或将有序回归市场定价，利于茅台酒量、价长期发展。

表 3: 本周白酒重点企业批价与库存跟踪

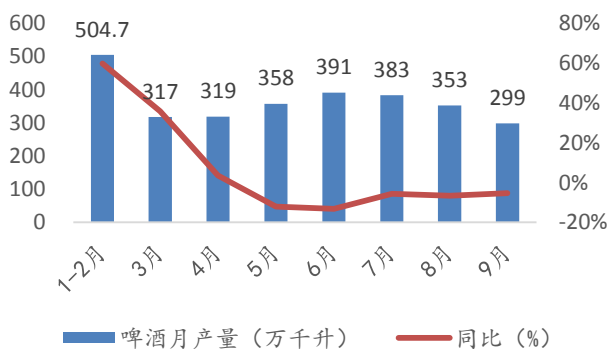
酒企	主导产品批价	渠道库存
贵州茅台	飞天茅台 散 2690-2800 环比降 35-110 箱 3500-3680 环比降 100-230	库存较低
五粮液	普五 965 环比降 5	库存 1 个月内
泸州老窖	国窖 910 (52 度) 620 (38 度) 环比持平	高度国窖库存约 1 月水平, 低度库存较低
山西汾酒	青 30 825, 青 20 370 环比持平	青花、玻汾采取配额制, 目前库存约 1-2 周, 部分区域缺货
水井坊	典藏 700 井台 425 八号 315 环比持平	整体库存约 1.5 个月
酒鬼酒	内参 850 紫坛 390 红 18 280 环比持平	整体库存约 1.5 个月
舍得酒业	智慧 465 品味 345 环比持平	平均库存约 2 个月, 个别开发产品较多的经销商库存偏高
洋河股份	高度: M6+650, M3+460, 天之蓝 305, 海之蓝 140 低度: M6+620, M3+420 环比持平	整体库存约 1.5 个月节后库存稳步下降至 20% 内, 略高于年内低点
今世缘	四开 430 对开 245 环比持平	整体库存约 2 个月
古井贡酒	20 年 550 16 年 330 8 年 200 5 年 105 献礼 78 环比持平	整体库存低于往年同期, 古 20 库存约 1 个月

资料来源: 茅帝, 今日酒价, 民生证券研究院

1.2. 啤酒: 疫情扰动行业销量, 结构升级趋势不减

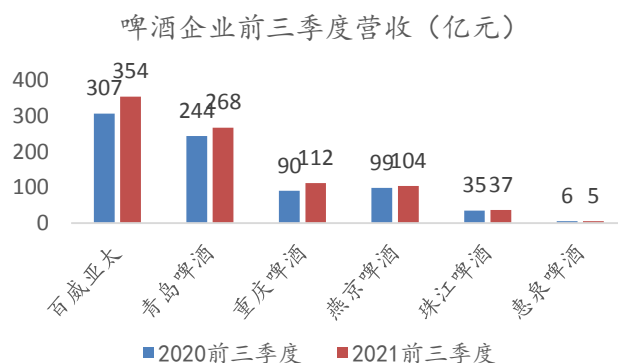
随着终端消费逐步恢复, 啤酒产量恢复性增长, 据国家统计局数据, 2021 年 1-9 月国内啤酒产量 2924.1 万千升, 同增 4.11%。但受国内零星疫情复发影响, 近几个月月产量有所下滑, 7-9 月同比分别下滑 5.7%、6.6%、5.3%, 我们预计全年行业总产量同比基本持平。

图 1: 国内疫情影响啤酒消费量



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图 2: 龙头企业营收稳健增长, 展现韧性



资料来源: wind, 民生证券研究院

啤酒上市公司三季度（包含百威亚太、青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、惠泉啤酒）展现出韧性，营收同比增长 12.68%。量价拆分来看，行业内主要企业吨酒价均保持提升，高端产品占比较高的企业，量增较为明显，典型如重庆啤酒的乌苏。啤酒企业营销由销量导向转变为利润导向，在产品结构持续升级下，企业管理提效降费，前三季度净利率也实现了稳步提升，未来啤酒企业利润端仍有较大的向上弹性。

图 3：吨价持续提升，结构升级趋势不减

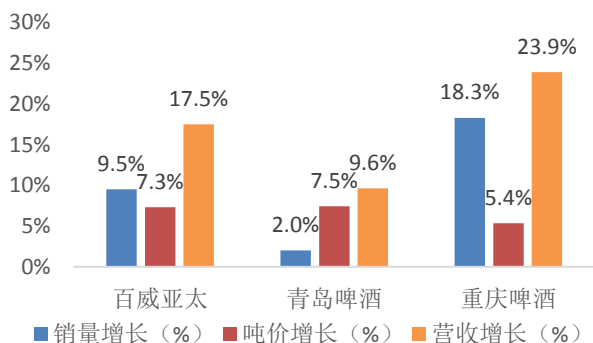
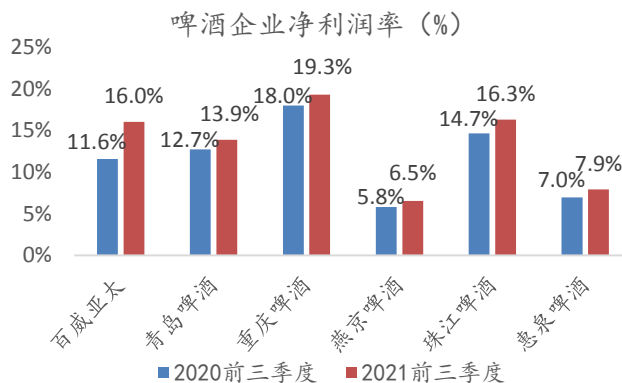


图 4：结构升级，提效降费下企业盈利能力持续提升



资料来源：各公司公告，民生证券研究院（百威为中国地区数据） 资料来源：wind，民生证券研究院

1.3. 速冻及餐饮产业链：营收增长分化，成本端承压

速冻及餐饮产业链上市公司前三季度营收中增长出现明显分化吗，从渠道看，B 端业务受益客户开拓及品类扩展实现了较高速增长，而传统商场渠道覆盖的 C 端需求相对乏力；分产品看，烘焙相关及涮烤火锅料等仍保持了较快增长，传统速冻米面，如水饺、汤圆等需求相对平稳，在 2020 年高基数下，增长缓慢。

由于 C 端高毛利产品占比下降，同时原材料价格上涨传导至企业，前三季度相关上市公司毛利率出现了明显下滑，第三季度压力更为明显。随着企业营收增长，优质企业规模效应将日益突出，期间费用率有望下降，盈利能力未来将逐步恢复。

表 4：速冻及餐饮产业链主要企业业绩表现

公司简称	2021 年前三季度			2021 年第三季度		
	营收增长率%	毛利率%	毛利率变化 pct	营收增长率%	毛利率%	毛利率变化 pct
三全食品	-2.4%	26.1%	-10.6pct	-2.3%	24.3%	-8.7pct
安井食品	35.9%	22.0%	-5.8pct	34.9%	18.3%	-8.1pct
海欣食品	1.4%	18.0%	-6.6pct	-1.4%	17.2%	-6.6pct
立高食品	63.4%	35.1%	-3.0pct	33.8%	33.6%	-9.7pct
南桥食品	27.5%	34.8%	-2.8pct	10.1%	29.9%	-8.4pct
味知香	23.7%	26.0%	-3.5pct	12.1%	26.2%	-5.1pct
千味央厨	45.9%	21.8%	0.5pct	32.4%	22.4%	0.4pct

资料来源：Wind，民生证券研究院

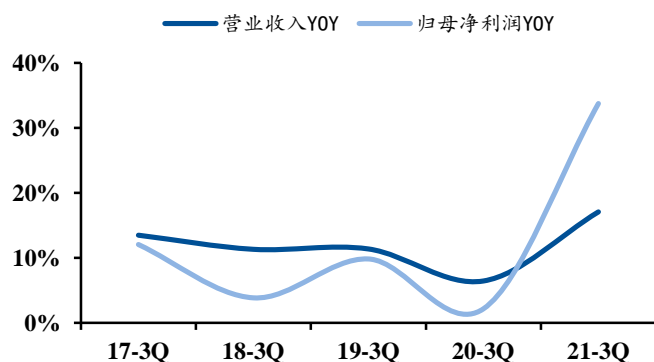
1.4. 乳制品：成本压力仍在，竞争烈度趋缓

1.4.1. 经营回顾：21 年前三季度业绩高增长，21Q3 业绩增速略放缓

21 年前三季度业绩实现中高速增长。21 年前三季度乳制品行业实现收入 1355.15 亿元，同比+17.07%，较 19 年同期增加 24.62%，近 2 年复合增速为 15.53%。21 年前三季度实现归母净利润 99.52 亿元，同比+33.74%，较 19 年同期增加 36.63%，近 2 年复合增速为 17.95%。总体看，21 年前三季度业绩受益于 20 年同期由于疫情导致的低基数效应，收入/净利润均保持中高速增长，利润端的改善更为明显。近两年，上市公司的收入/净利润复合增速为+15.53%/+17.95%，高于乳制品行业整体增速，显示：（1）乳制品下游需求刚性，中长期看受疫情影响不大；（2）上市公司获利能力较强，业绩增速高于行业整体。

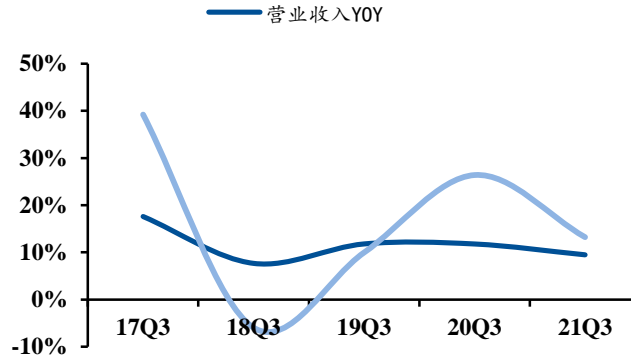
21Q3 收入/净利润增速均出现回落，20Q3 高基数效应是主因。收入端，乳制品行业 21Q3 实现收入 460.50 亿元，同比+9.48%，较 19Q3 增长 22.36%，近 2 年复合增速为+10.62%；利润端，21Q3 实现归母净利润 33.37 亿元，同比+13.22%，较 19Q3 增长 43.09%，近 2 年复合增速为+19.80%。20Q3 疫情常态化后，下游需求回暖明显，乳制品行业收入/利润出现同比+11.77%/+26.38%高增长，造成高基数效应，从而导致 21Q3 业绩增速边际放缓。

图 5：乳制品板块年度收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：乳制品板块单季度收入、利润增速

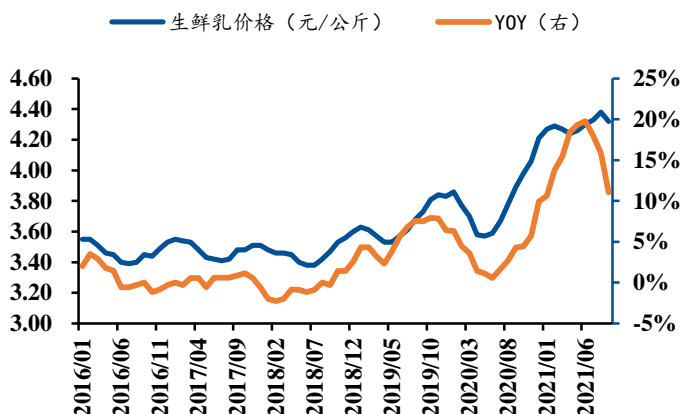


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.4.2. 行业分析：成本压力仍大，竞争趋缓小幅改善毛销差

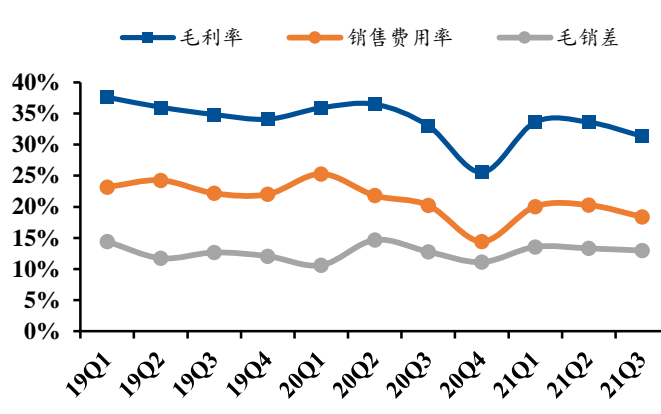
原奶端，目前生鲜乳价格仍处于历史高位，达到 4.3 元/公斤的高位，对乳制品行业生产造成较大的成本压力。21 年前三季度，行业整体毛利率为 32.83%，同比-2.24pct，下滑较为明显（部分原因是新收入准则中运输费由销售费用改计营业成本造成）。受全行业成本压力影响，乳制品企业放缓竞争烈度，销售费用投放更加追求效率。前三季度行业销售费用率为 19.56%，同比-2.63pct，下降幅度高于毛利率下滑程度；毛销差为 13.28%，同比+0.39pct，竞争烈度放缓将有效改善毛销差。目前生鲜乳价格已出现小幅松动，未来随着原奶价格见顶回落，乳制品企业获利能力有望得到进一步改善。

图 7：21Q3 原奶价格仍处于历史高位



资料来源：农业农村部，民生证券研究院

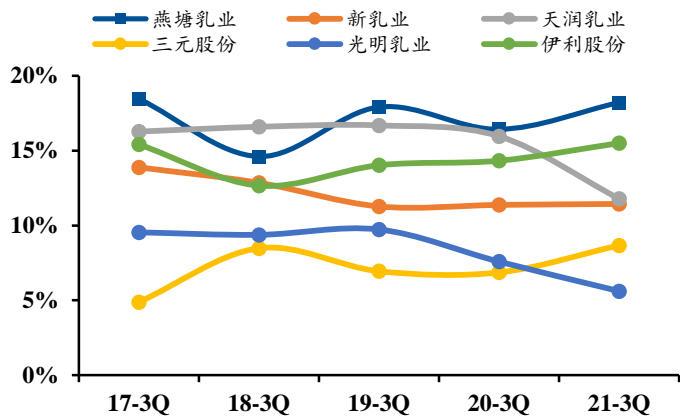
图 8：竞争放缓导致乳企 21Q1~Q3 毛销差改善



资料来源：wind，民生证券研究院

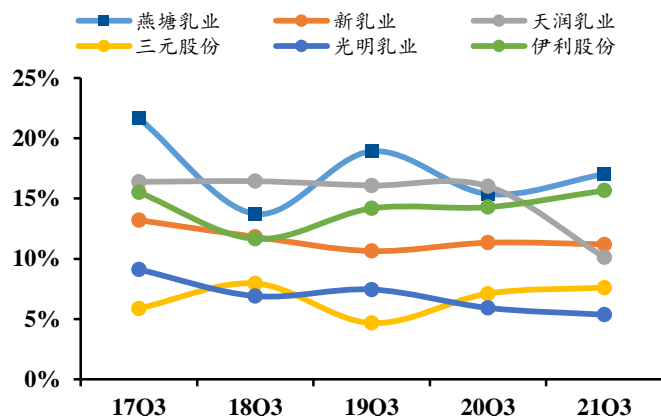
21 年前三季度，行业头部乳企毛利率同比均出现下滑，成本压力仍然较为明显。伊利股份 21 年前三季度/21Q3 的毛利率水平同比-0.13pct/+0.90pct，为行业下滑幅度最低，显示出公司强大的成本控制能力和新品导入能力，21Q3 公司毛利率率先出现上行。毛销差方面，前三季度伊利股份、燕塘乳业、新乳业、三元股份毛销差改善；光明乳业、天润乳业毛销差收窄。21Q3 伊利股份、燕塘乳业、三元股份毛销差改善；新乳业、光明乳业、天润乳业毛销差收窄。

图 9：21 年前三季度头部乳企毛销差整体趋于改善



资料来源：农业农村部，民生证券研究院

图 10：21Q3 头部乳企毛销差改善明显



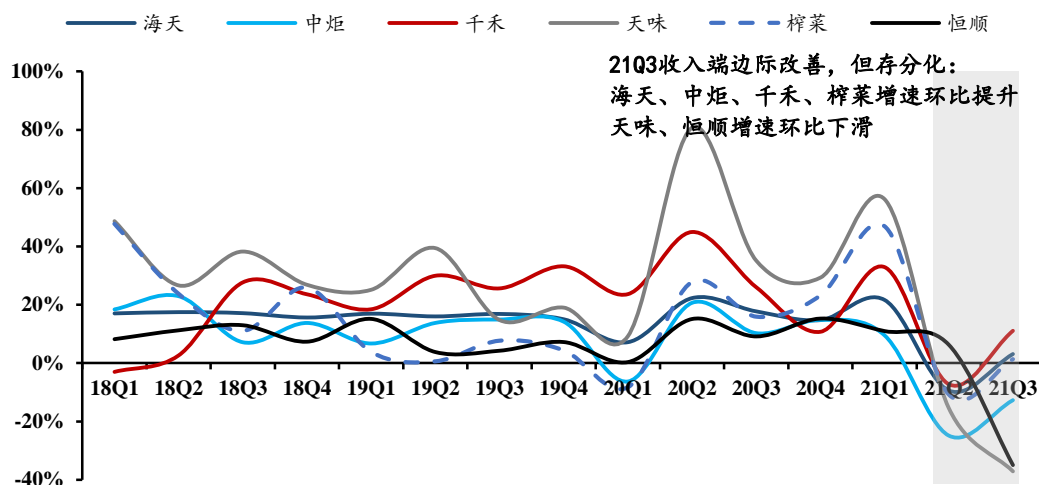
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.5. 调味品：21Q3 基本面弱改善，期待 22H1 迎来拐点

剖析调味品三季报，我们总结出三条核心观点：**1) 收入弱改善**：由于终端需求边际修复，叠加部分企业二季度开展去库存动作，21Q3 调味品行业迎来收入的环比改善；**2) 利润端分化**：成本压力是行业系统性问题，但海天、千禾由于收入相对稳健以及主动控费提效，净利率维持稳定，中炬、天味、恒顺则受收入、成本、费用三重因素挤压，净利率下滑明显；**3) 22H1 或迎来基本面拐点**：预计终端需求继续稳健修复，叠加企业加大线下费用投放去化库存，同时海天 10 月官宣提价有望带动其他企业跟随提价，推动行业实现量价齐升，释放较大业绩弹性。

收入端，终端需求弱修复，21Q3 边际改善但仍承压。21Q3 海天、中炬、千禾、榨菜收入增速环比提升，但天味、恒顺增速环比进一步下滑，总体看调味品行业呈现边际弱改善的特征，我们认为主要得益于：1) 行业需求弱修复是核心因素，表现为 8 月商超端增速转正以及 9 月餐饮端止跌回升；2) 部分公司二季度主动去渠道库存，三季度轻装上阵；3) 9 月底海天预期提价导致渠道抢先备货。

图 11：调味品板块 21Q3 收入增速环比改善但仍有承压



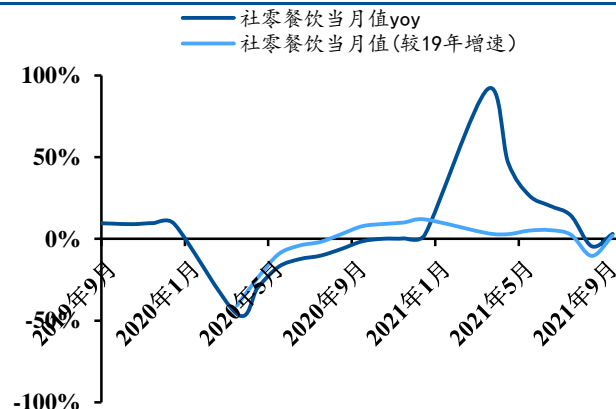
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：21 年 8 月商超端需求边际改善



资料来源：木丁商品信息，民生证券研究院

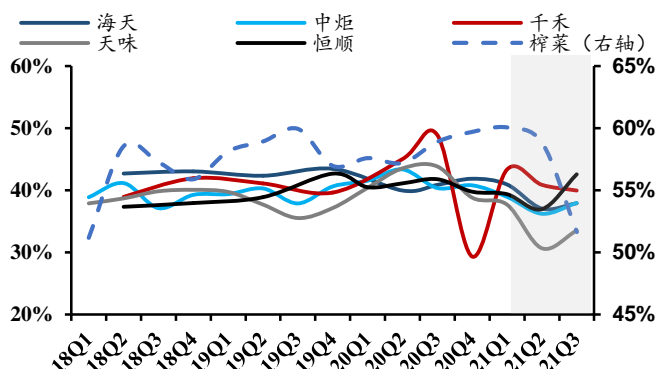
图 13：2021 年 9 月社零餐饮收入增速转正



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

利润端：成本压力叠加费用投放，21Q3 盈利分化明显。成本压力是行业面临的系统性问题，但 21Q3 海天、千禾由于收入端表现相对稳健，以及主动控费提效对冲压力，净利率维持稳定。中炬、天味、恒顺净利率下滑明显，我们认为主要受收入、成本、费用三重因素挤压：1) 收入下滑：加大终端促销力度，费用直接冲减收入；2) 成本压力：二季度大豆、包材等原料价格涨幅较大，延迟传导至报表端；3) 费用投放：一方面部分企业加大线上费用投放力度（恒顺），另一方面加大渠道返利支持（天味、中炬）。

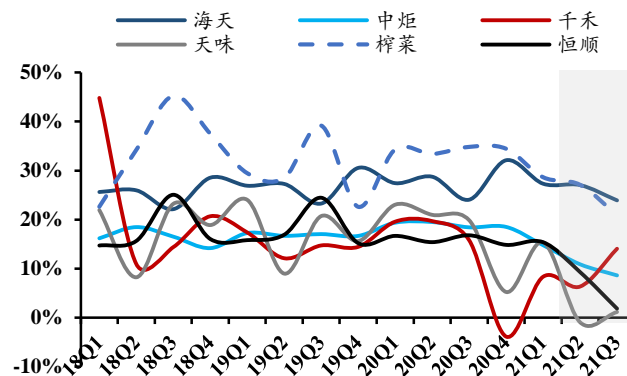
图 14: 调味品企业毛利率 21Q3 仍下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 毛利率为剔除运费影响之后的可比口径

图 15: 调味品企业净利率压力在 21Q3 仍然明显



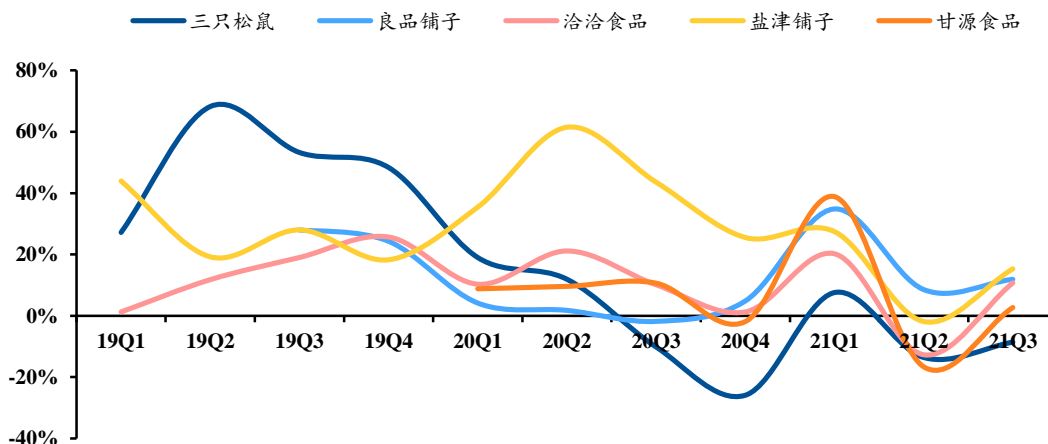
资料来源: Wind, 民生证券研究院

1.6. 休闲食品: 21Q3 边际改善, Q4 将延续向好趋势

通过休闲食品三季报, 我们总结出 3 条观点: 1) 社区团购冲击趋缓: Q2 社区团购快速发展, 严重冲击线下渠道客流, Q3 社区团购价格向传统渠道趋近, 一定程度上减缓社区团购火热势头, 利好行业整体良性发展和竞争格局优化。2) 疫情基数效应减弱: 今年 Q2 受疫情高基数影响, 板块整体增速趋缓, Q3 疫情基数效应减弱, 重回常态增长模式。3) 原料价格上涨推动新一轮涨价行情: 年初至今大宗原材料价格大幅上涨并持续维持高位水平, 压制企业利润空间, 随着龙头提价落地, 有望催化食品板块短期涨价行情。

收入端, 21Q3 板块边际改善, 带动全年预期向好发展。21Q3 松鼠、良品、洽洽、盐津、甘源等公司收入均环比改善, 主要得益于: 1) 线下客流恢复, 8 月商超端增速转正, 利好休闲龙头。2) 在社区团购、直播等新销售模式下, 各企业均拓展多元化销售渠道。松鼠新拓展线下分销, 盐津拓展定量装进驻流通渠道, 良品、洽洽、甘源均拓展社区团购、直播电商, 达成渠道多元化布局。3) 部分企业二季度渠道库存相对处于低位, 三季度库存逐渐恢复良性运转。

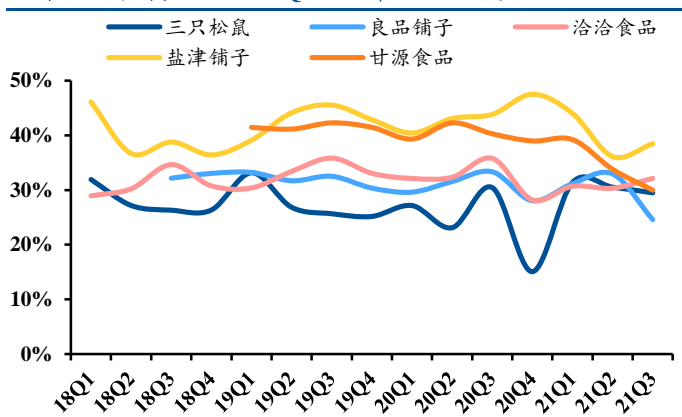
图 16: 休闲食品板块 21Q3 收入增速均环比改善



资料来源: Wind, 民生证券研究院

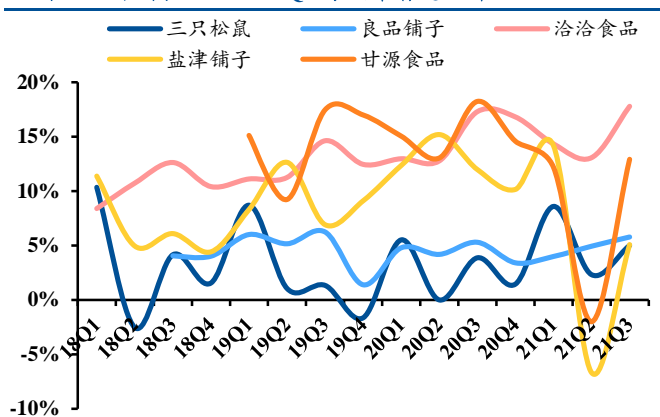
利润端，成本压力下毛利水平出现一定分化，费用投放谨慎推升净利水平。Q3 各休闲食品企业毛利水平出现一定分化，毛利率波动主要来自于：会计准则调整，运输费调至成本端列示；行业普遍面临原材料及包材成本上涨压力；公司产品结构调整。净利率方面，Q3 各企业净利率水平明显回升，其中盐津及甘源渠道集中于 KA，Q2 大力投放费用后，受客流下滑影响，收效不佳，Q3 明显缩减费用投放，保障整体利润水平稳定；松鼠优化物流仓配体系，追求供应链效率提升，明显贡献利润增量。

图 17：休闲食品企业 21Q3 毛利率出现一定分化



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 18：休闲食品企业 21Q3 净利率普遍回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

展望今年 Q4，判断行业将延续边际改善趋势。主因：1) 需求改善，社区团购平台逐渐向高品质高价格方向发展，整体热度下降，利好龙头企业。2) 去年 Q4 依然存在低基数效应，同时今年 12 月即陆续进入春节备货季，需求有望放量。3) 成本压力下，有望推动短期提价行情。

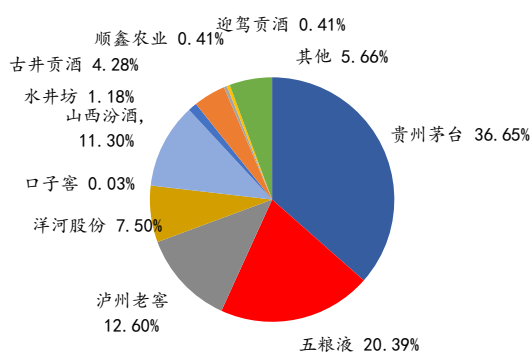
2. 三季度机构白酒持仓略显分歧，有业绩支撑的省酒或受青睐

2021Q3 基金重仓持股食品饮料（申万一级）市值比例为 8.15%，较 21Q2 环比减少 1.03pct；其中，白酒板块基金持股比例 6.92%，较 21Q2 环比减少 0.88pct；啤酒板块基金持股比例 0.18%，较 21Q2 环比减少 0.08pct。食品板块下，乳制品板块基金持股比例 0.55%，较 21Q2 环比减少 0.04pct；调味品板块基金持股比例 0.11%，较 21Q2 环比减少 0.02pct。

白酒个股出现分化，其中除古井贡酒（0.30%，0.14pct）、水井坊（0.08%，0.05pct）、迎驾贡酒（0.03%，0.03pct）受机构增持外，普遍遭遇小幅减持，由大到小依次为：五粮液（1.41%，-0.73pct），贵州茅台（2.54%，-0.31pct），口子窖（0.00%，-0.04pct），洋河股份（0.52%，-0.04pct），山西汾酒（0.78%，-0.03pct），泸州老窖（0.87%，-0.01pct），顺鑫农业（0.03%，-0.01pct）。

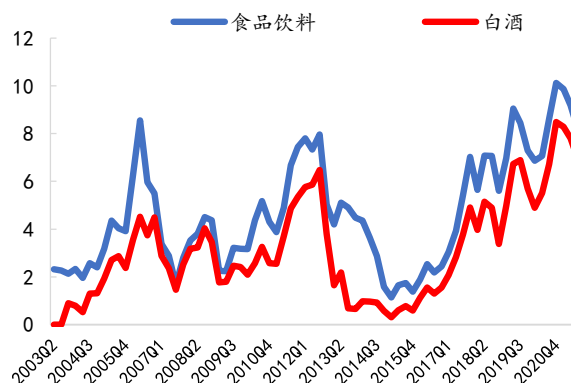
与白酒板块不同，啤酒板块普遍遭遇机构减持，其中：重庆啤酒（0.093%，-0.042pct；），青岛啤酒（0.086%，-0.036pct）。

图 19：各白酒基金持股市值占基金持股白酒总市值的比例



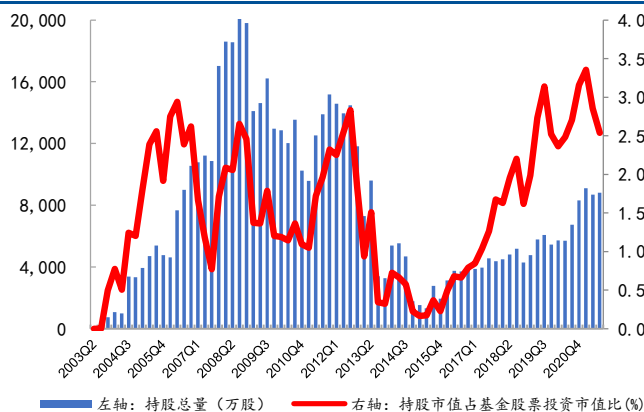
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 20：2003 年至今食品饮料（申万）和白酒基金持股比例（%）



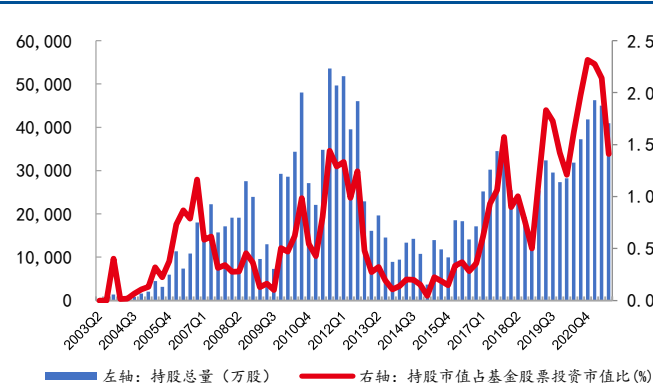
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 21：贵州茅台基金持股总量及持股市值占比（%）



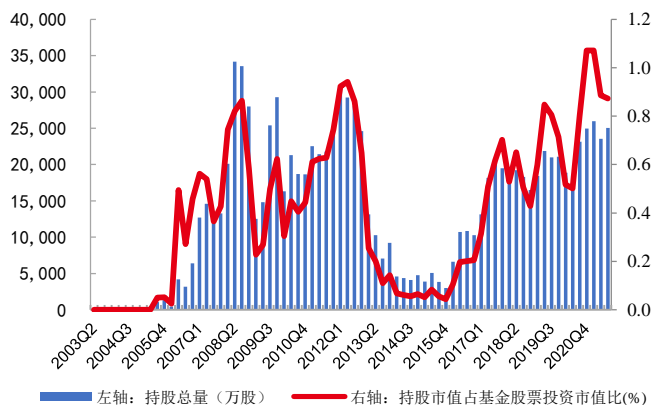
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 22：五粮液基金持股总量及持股市值占比（%）



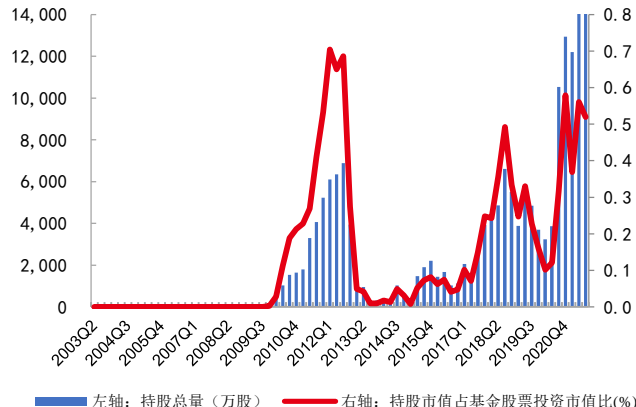
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 23：泸州老窖基金持股总量及持股市值占比 (%)



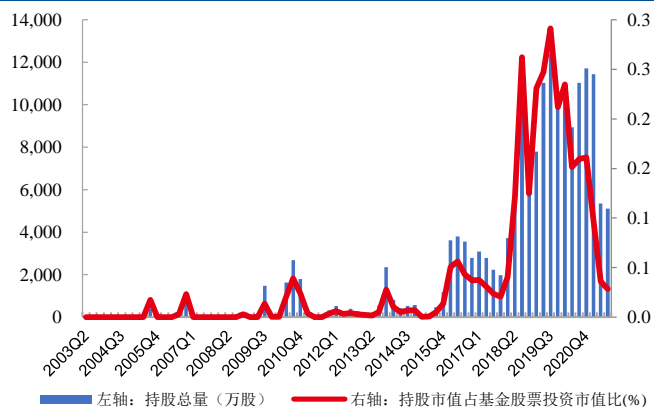
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 24：洋河股份基金持股总量及持股市值占比 (%)



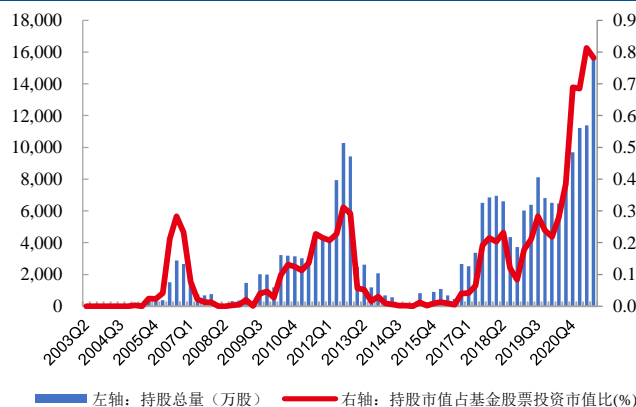
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 25：顺鑫农业基金持股总量及持股市值占比 (%)



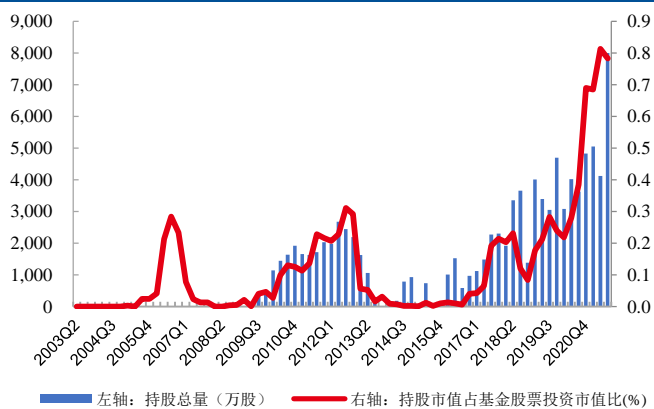
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 26：山西汾酒基金持股总量及持股市值占比 (%)



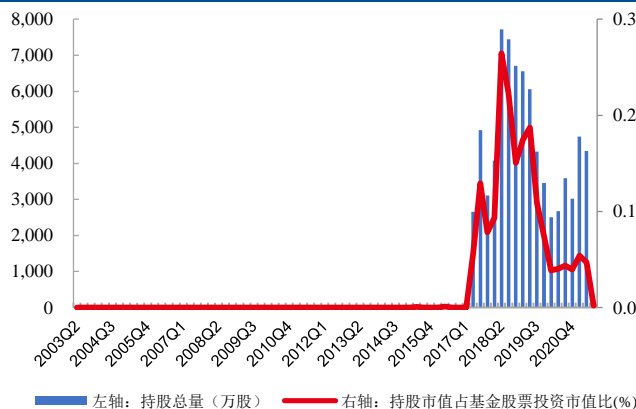
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 27：古井贡酒基金持股总量及持股市值占比 (%)



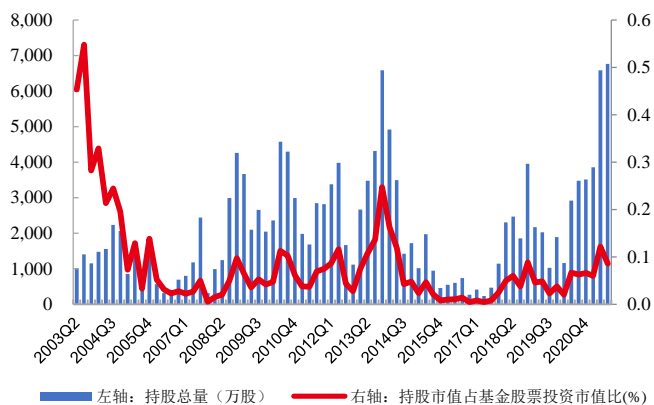
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 28：口子窖基金持股总量及持股市值占比 (%)



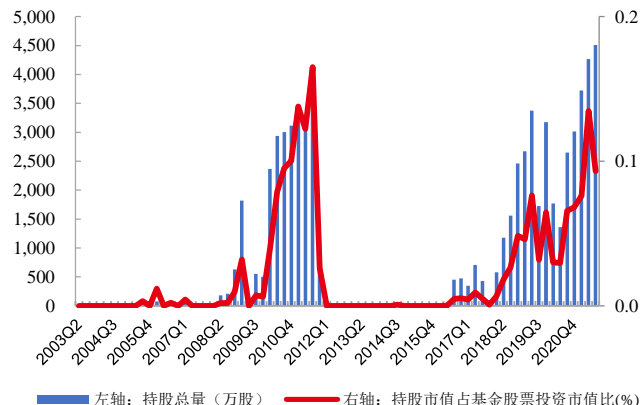
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 29: 青岛啤酒基金持股总量及持股市值占比 (%)



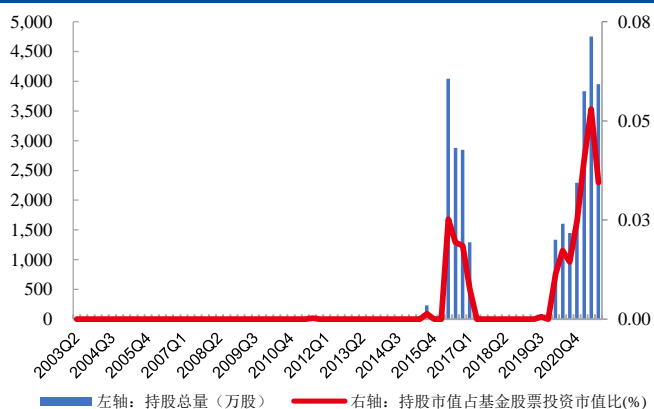
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 30: 重庆啤酒基金持股总量及持股市值占比 (%)



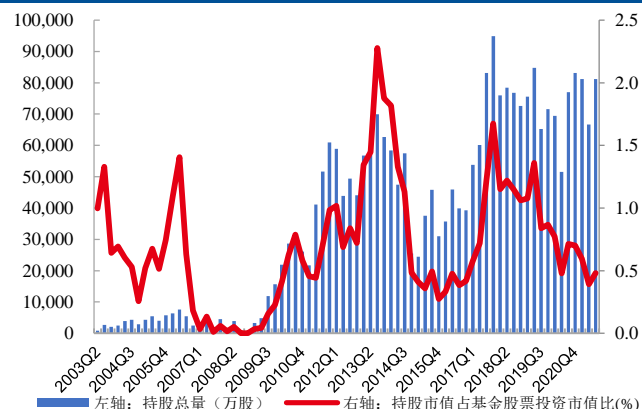
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 31: 妙可蓝多基金持股总量及持股市值占比 (%)



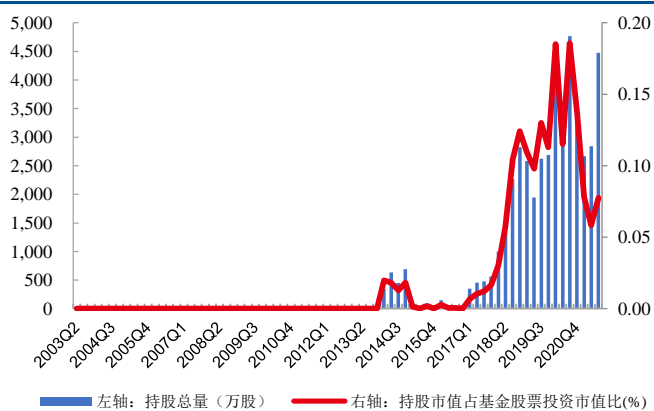
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 32: 伊利股份基金持股总量及持股市值占比 (%)



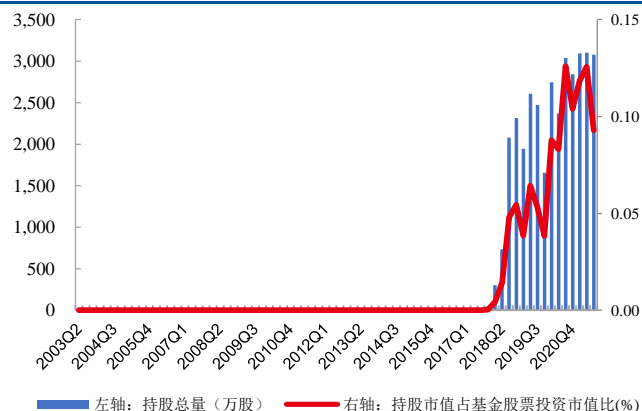
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 33: 海天味业基金持股总量及持股市值占比 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 34: 安井食品基金持股总量及持股市值占比 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

3. 投资建议

白酒板块首推泸州老窖、山西汾酒、洋河股份，估值切换下，建议关注贵州茅台、五粮液、酒鬼酒、古井贡酒、水井坊、舍得酒业等；大众品板块推荐乳制品龙头伊利股份。

4. 风险提示

宏观经济不达预期、疫情持续时间超预期、业绩不达预期、食品安全问题等。

插图目录

图 1: 国内疫情影响啤酒消费量.....	5
图 2: 龙头企业营收稳健增长, 展现韧性.....	5
图 3: 吨价持续提升, 结构升级趋势不减.....	6
图 4: 结构升级, 提效降费下企业盈利能力持续提升.....	6
图 5: 乳制品板块年度收入、利润增速.....	7
图 6: 乳制品板块单季度收入、利润增速.....	7
图 7: 21Q3 原奶价格仍处于历史高位.....	8
图 8: 竞争放缓导致乳企 21Q1~Q3 毛销差改善.....	8
图 9: 21 年前三季度头部乳企毛销差整体趋于改善.....	8
图 10: 21Q3 头部乳企毛销差改善明显.....	8
图 11: 调味品板块 21Q3 收入增速环比改善但仍有承压.....	9
图 12: 21 年 8 月商超端需求边际改善.....	9
图 13: 2021 年 9 月社零餐饮收入增速转正.....	9
图 14: 调味品企业毛利率 21Q3 仍下滑.....	10
图 15: 调味品企业净利率压力在 21Q3 仍然明显.....	10
图 16: 休闲食品板块 21Q3 收入增速均环比改善.....	10
图 17: 休闲食品企业 21Q3 毛利率出现一定分化.....	11
图 18: 休闲食品企业 21Q3 净利率普遍回升.....	11
图 19: 各白酒基金持股市值占基金持股白酒总市值的比例.....	12
图 20: 2003 年至今食品饮料(申万)和白酒基金持股比例(%).....	12
图 21: 贵州茅台基金持股总量及持股市值占比(%).....	12
图 22: 五粮液基金持股总量及持股市值占比(%).....	12
图 23: 泸州老窖基金持股总量及持股市值占比(%).....	13
图 24: 洋河股份基金持股总量及持股市值占比(%).....	13
图 25: 顺鑫农业基金持股总量及持股市值占比(%).....	13
图 26: 山西汾酒基金持股总量及持股市值占比(%).....	13
图 27: 古井贡酒基金持股总量及持股市值占比(%).....	13
图 28: 口子窖基金持股总量及持股市值占比(%).....	13
图 29: 青岛啤酒基金持股总量及持股市值占比(%).....	14
图 30: 重庆啤酒基金持股总量及持股市值占比(%).....	14
图 31: 妙可蓝多基金持股总量及持股市值占比(%).....	14
图 32: 伊利股份基金持股总量及持股市值占比(%).....	14
图 33: 海天味业基金持股总量及持股市值占比(%).....	14
图 34: 安井食品基金持股总量及持股市值占比(%).....	14

表格目录

表 1: 白酒企业营收及利润增速.....	3
表 2: 白酒企业毛利率与净利率.....	4
表 3: 本周白酒重点企业批价与库存跟踪.....	5
表 4: 速冻及餐饮产业链主要企业业绩表现.....	6

分析师与研究助理简介

王言海，食品饮料行业首席分析师，7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业 and 个股长期价值。2021年9月加入民生证券。

姚启璠，曾任华安证券食品饮料分析师，杜兰大学硕士，4年证券行业经验，专注酒类研究，以品牌、产品、营销、渠道多维度思考企业发展周期。2021年9月加入民生证券。

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

李啸，食品饮料行业分析师，3年证券从业经验，1年消费品研究经验。2021年9月加入民生证券。

孙冉，食品饮料研究助理，曾任新时代证券食品饮料研究助理，康涅狄格大学硕士，覆盖软饮料、部分白酒。2021年9月加入民生证券。

刘光意，食品饮料研究助理，武汉大学学士，经济学硕士，覆盖调味品、功能饮料、乳制品。2020年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

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

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

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

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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

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

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

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

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

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

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