



食品饮料

2021.09.05

高端稳健，成长为王

——食品饮料板块 2021 年半年报总结

	瞿猛(分析师)	李梓语(分析师)	李耀(分析师)
	021-38676442	021-38032691	8621-38675854
	zimeng@gtjas.com	liziyu@gtjas.com	liyao022899@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880519080010	S0880520090001

本报告导读：

高端白酒龙头表现依旧稳健，次高端成长性凸显；中低端大众消费整体弱于预期，随消费力恢复，有望逐步复苏。

摘要：

- **投资建议：**白酒高端龙头稳健、次高端成长性凸显；大众品静待改善，龙头集中度提升趋势不变，关注细分成长赛道。**建议增持：**1) 白酒：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、洋河股份、今世缘；成长标的：山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业、迎驾贡酒。2) 大众品：绝味食品、青岛啤酒、味知香、东鹏饮料、三只松鼠、巴比食品、伊利股份、涪陵榨菜、洽洽食品、安井食品等。
- **2021Q2 食品饮料板块整体增速放缓，白酒明显较优。**2021H1 板块实现收入 4905 亿元、同比+15%，净利润 886 亿元、同比+16%，收入增速同比+9.5pct、净利润增速同比+6.2pct。其中 2021Q2 单季度板块实现收入 2249 亿元、同比+7%，净利润 364 亿元、同比+2%，单 Q2 收入增速同比下降 8pct、环比下降 16pct，净利润增速同比下降 22pct、环比下降 25pct。白酒明显优于大众品，单 Q2 利润增速环比+8.3pct；大众品收入同比+3%、利润同比-22%，受高基数、大众消费复苏缓慢等影响，各子板块利润增速均出现不同程度的下滑。
- **白酒：龙头稳健，成长为王。**2021H1 白酒收入同比+22%、利润+21%，Q2 收入同比+20%、利润+26%，Q2 利润增速环比+8.3pct，结构升级趋势下利润增速高于收入增长。其中一线白酒 Q2 收入同比+14%、利润+18%，业绩稳定性与持续性凸显；二三线白酒 Q2 收入同比+35%、利润+84%，次高端高成长标的增速亮眼。21H1 及 Q2 板块费用率均有下降，二三线白酒费率降幅较明显。21Q2 白酒板块、一线白酒、二线白酒净利率分别同比提升 1.8pct、1.7pct、5.2pct。
- **大众品：1) 啤酒：高端化加速，盈利改善。**21H1 收入同比+18%、利润+22%，Q2 收入同比+1%、利润-8%，高端化、吨价提升叠加费效改善带动盈利上行。2) 卤味：集中度提升，管理半径差异凸显。三家龙头整体展店顺利，但业绩增速差距较大，主因基数差异及单店营收恢复差距。3) 速冻：收入环比降速，利润承压明显。Q2 收入、利润分别同比+10%/-37%，主因高基数影响，Q2 费用端整体优化趋势明显。4) 调味品：多因素交织下业绩显著放缓。Q2 收入同比+1%，利润-18%，需求疲软、渠道库存、渠道变迁、高基数影响收入，成本上行、费用投入加大影响利润。5) 乳制品：维持高景气，竞争格局优化。21H1 收入同比+20%、净利+49%，Q2 收入同比+9%、利润同比-2%，奶价上行加速结构升级和格局优化。
- **风险提示：**宏观经济下行，行业竞争加剧，食品安全问题等。

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

相关报告

食品饮料《奢侈品巨头频频收购，海外高端消费需求旺盛》

2021.09.04

食品饮料《日本消费数据点评》

2021.09.04

食品饮料《从威士忌看白酒国际化》

2021.08.24

食品饮料《共同富裕对消费投资的影响》

2021.08.23

食品饮料《比较、推演，理性消费税收改革》

2021.08.10

目 录

1. 板块整体增速放缓，白酒优于大众品	4
2. 子板块：分化明显，改善程度差异较大	5
2.1. 白酒：龙头稳健，成长为王	5
2.2. 啤酒：高端化进程加速，盈利能力改善	12
2.3. 卤味：集中度提升，管理半径差异凸显	14
2.4. 速冻食品：Q2 收入环比降速，利润承压明显	16
2.5. 调味品：多因素交织下板块业绩显著放缓	19
2.6. 乳制品：维持高景气，竞争格局优化	22
2.7. 软饮料：收入端实现恢复，盈利明显分化	25
2.8. 食品综合：收入小幅增长，净利下滑明显	27
2.9. 葡萄酒：业绩实现恢复性增长	29
2.10. 黄酒：收入端缓慢恢复，盈利仍待改善	31
3. 基金持仓：整体重仓比例下降，成长品种受青睐	32
4. 投资建议：静待改善，布局成长	34
5. 风险提示	35

图 1：2021Q2 白酒板块收入维持双位数增长	6
图 2：2021Q2 白酒板块净利润增速快于收入增速	6
图 3：2021Q2 一线白酒收入增长 16%	6
图 4：2021Q2 一线白酒净利润增长 13%	6
图 5：2021Q2 二三线白酒收入快速增长	6
图 6：2021Q2 二三线白酒业绩弹性明显	6
图 7：21Q2 一线白酒盈利改善	7
图 8：21Q2 二三线白酒盈利能力显著回暖	7
图 9：21Q2 一线白酒期间费用率同比微降	8
图 10：21Q2 二三线白酒期间费用率同比显著下降	8
图 11：21Q2 啤酒板块收入高基数上同比微增	13
图 12：21Q2 啤酒板块净利润高基数上有所下滑	13
图 13：21Q2 啤酒板块毛利率继续提升	13
图 14：21Q2 啤酒板块费用率有所回升	13
图 15：21Q2 肉制品板块整体收入下滑	14
图 16：21Q2 肉制品板块整体净利润明显下滑	14
图 17：21Q2 肉制品板块整体盈利能力下降	15
图 18：21Q2 肉制品板块整体费用率有所回升	15
图 19：2021Q2 速冻板块收入保持环比降速	16
图 20：2021Q2 速冻板块净利润承压明显	16
图 21：2021Q2 速冻板块盈利能力同比下滑	17
图 22：2021Q2 速冻板块费用优化趋势明显	17
图 23：2021Q2 收入增速环比显著下降	19
图 24：2021Q2 净利润显著承压	19
图 25：2021Q2 盈利能力承压	20
图 26：2021Q2 销售费用率同比有所下降	20
图 27：21Q2 乳品板块收入保持增长	22
图 28：21Q2 乳品板块净利润高基数上有所下滑	22
图 29：21Q2 板块净利率下降幅度明显小于毛利率	23

图 30: 21Q2 板块销售费用率同比进一步收缩.....	23
图 31: 21Q2 软饮料板块收入端实现恢复.....	25
图 32: 21Q2 软饮料板块净利有所下滑, 出现分化.....	25
图 33: 21Q2 板块期间费用率同比略有提升.....	26
图 34: 21Q2 板块净利率同比下滑.....	26
图 35: 21Q2 食品综合板块收入同比小幅增长.....	27
图 36: 21Q2 食品综合板块净利润高基数上下滑.....	27
图 37: 21Q2 食品综合板块净利率高基数上下滑.....	27
图 38: 21Q2 食品综合板块费用率回升.....	27
图 39: 21Q2 葡萄酒板块收入继续恢复.....	30
图 40: 21Q2 葡萄酒板块实现扭亏.....	30
图 41: 21Q2 葡萄酒板块毛利率同比大致持平.....	30
图 42: 21Q2 葡萄酒板块期间费用率同比明显改善.....	30
图 43: 21Q2 黄酒板块收入小幅恢复.....	31
图 44: 21Q2 黄酒板块净利下滑.....	31
图 45: 21Q2 黄酒板块盈利能力下滑.....	31
图 46: 21Q2 年黄酒板块费用率出现较明显上升.....	31
图 47: 2021Q2 白酒估值回调幅度较大, 大众品估值延续回调态势...	34

表 1: 2021Q2 食品饮料各子板块收入增速环比均出现不同程度的放缓	4
表 2: 2021Q2 高端品利润环比加速恢复, 大众品利润承压.....	4
表 3: 2021H1 重点公司业绩表现分化.....	5
表 4: 白酒板块 2021H1 收入利润双位数增长, 其中一线稳定、次高端 成长凸显.....	12
表 5: 2021H1 啤酒板块高端化进程加速, 盈利能力提升.....	14
表 6: 2021H1 肉制品板块整体业绩承压, 其中绝味食品实现较好增长	16
表 7: 速冻板块 Q2 收入环比降速, 利润承压明显.....	18
表 8: 多因素交织下 2021Q2 调味品板块业绩显著放缓.....	21
表 9: 2021H1 乳制品板块维持较高景气, Q2 利润小幅下滑.....	25
表 10: 2021Q2 软饮料收入端整体恢复, 利润端分化明显.....	26
表 11: 食品综合板块收入小幅稳增、净利润承压.....	29
表 12: 2020H1 葡萄酒业绩实现恢复性增长.....	30
表 13: 2021H1 黄酒板块业绩大幅下滑, 盈利能力承压.....	31
表 14: 2021Q2 公募基金配置食品饮料重仓股的市值比例(%) 环比继 续下降.....	32
表 15: 2021Q2 高端白酒的公募重仓比例环比有所下降, 成长性品种获 青睐.....	32
表 16: 重点公司盈利预测表(截至 2021 年 9 月 3 日).....	35

1. 板块整体增速放缓，白酒优于大众品

2021Q2 食品饮料整体增速有所放缓，白酒明显较优。2021H1 食品饮料板块收入 4905 亿元、同比+15%，净利润 886 亿元、同比+16%，收入增速同比+9.5pct、净利润增速同比+6.2pct。其中 2021Q2 单季度食品饮料板块收入 2249 亿元、同比+7%，净利润 364 亿元、同比+2%，单 Q2 收入增速同比下降 8pct、环比下降 16pct，净利润增速同比下降 22pct、环比下降 25pct。细分来看，白酒明显优于大众品。2021Q2 单季度一线白酒稳健，次高端成长性凸显，白酒整体收入同比+20%、利润+26%，Q2 利润增长环比提速、利润增速环比+8.3pct；大众品收入同比+3%、利润同比-22%，受高基数、大众消费复苏缓慢等因素影响，大众品各子板块净利润同比增速均出现不同程度的下滑。

表 1：2021Q2 食品饮料各子板块收入增速环比均出现不同程度的放缓

	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020	3Q2020	4Q2020	1Q2021	2Q2021
一线白酒	23%	15%	11%	12%	6%	5%	11%	13%	17%	14%
二三线白酒	23%	14%	20%	17%	-11%	0%	14%	5%	41%	35%
白酒	23%	15%	13%	13%	1%	4%	12%	11%	23%	20%
葡萄酒	-8%	-5%	-1%	-6%	-51%	-42%	-27%	-15%	38%	31%
啤酒	7%	5%	0%	4%	-16%	28%	7%	130%	44%	1%
黄酒	-9%	4%	8%	9%	-36%	-23%	-9%	-17%	35%	8%
软饮料	85%	65%	13%	17%	-7%	1%	-2%	-5%	26%	16%
调味品	11%	16%	19%	14%	7%	23%	12%	20%	26%	1%
乳品	15%	8%	14%	14%	-10%	21%	11%	10%	35%	9%
肉制品	8%	22%	29%	42%	37%	32%	17%	0%	5%	-11%
食品综合	43%	53%	34%	-8%	6%	24%	10%	2%	20%	4%
速冻食品	-	-	-	-	15%	33%	28%	16%	30%	10%
高端品	22%	14%	13%	13%	-1%	3%	11%	10%	23%	20%
大众品	25%	24%	18%	14%	3%	21%	10%	9%	23%	3%
食品饮料	23%	21%	17%	14%	2%	16%	10%	9%	23%	7%

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

表 2：2021Q2 高端品利润环比加速恢复，大众品利润承压

	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020	3Q2020	4Q2020	1Q2021	2Q2021
一线白酒	29%	22%	15%	3%	14%	8%	12%	18%	11%	18%
二三线白酒	22%	26%	24%	9%	-17%	-7%	22%	28%	71%	84%
白酒	28%	22%	16%	4%	9%	6%	13%	20%	18%	26%
葡萄酒	1%	-3%	24%	53%	-66%	-135%	-61%	-114%	76%	扭亏
啤酒	22%	19%	34%	-11%	-59%	60%	8%	-75%	218%	-8%
黄酒	-17%	75%	41%	391%	-56%	143%	45%	62%	89%	-76%
软饮料	15%	-11%	-13%	4%	-17%	-17%	47%	-9%	45%	-8%
调味品	22%	33%	12%	23%	6%	27%	20%	17%	20%	-18%
乳品	10%	12%	9%	52%	-60%	64%	30%	-132%	203%	-2%
肉制品	27%	3%	30%	31%	6%	33%	23%	-14%	8%	-26%

食品综合	32%	36%	25%	-197%	5%	158%	36%	-217%	40%	-45%
速冻食品	-	-	-	-	15%	33%	28%	16%	27%	-37%
高端品	27%	22%	16%	5%	8%	5%	13%	17%	18%	27%
大众品	20%	13%	16%	-32%	-17%	53%	27%	83%	52%	-22%
食品饮料	26%	18%	16%	-4%	0%	25%	18%	29%	27%	2%

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

表 3：2021H1 重点公司业绩表现分化

	营业收入 YOY	扣非后净 利 YOY	毛利率	毛利率变 动 (pct)	扣非 净利率	扣非净利 率变动 (pct)	期间 费用率	期间费用 率变动 (pct)
贵州茅台	11.68%	8.72%	91.38%	(0.08)	50.21%	(1.37)	9.03%	-0.3%
五粮液	19.45%	20.90%	74.96%	0.42	35.74%	0.43	11.72%	-0.6%
泸州老窖	22.04%	30.14%	85.67%	3.83	45.17%	2.81	16.44%	-1.8%
山西汾酒	75.51%	120.72%	74.99%	3.29	29.21%	5.97	20.43%	-5.7%
古井贡酒	26.96%	32.78%	76.40%	0.20	19.10%	0.84	34.92%	-0.6%
今世缘	32.20%	31.26%	70.58%	1.14	34.61%	(0.25)	12.44%	0.9%
酒鬼酒	137.31%	174.55%	80.24%	0.16	29.66%	4.02	25.46%	-5.3%
洋河股份	15.75%	21.13%	74.43%	1.22	33.25%	1.48	14.85%	-1.1%
迎驾贡酒	52.46%	82.33%	65.90%	(0.99)	26.79%	4.39	14.74%	-7.3%
顺鑫农业	-3.46%	-14.74%	27.46%	(1.78)	5.18%	(0.69)	10.63%	-2.1%
舍得酒业	133.09%	394.72%	78.78%	3.78	30.46%	16.11	24.23%	-14.4%
海天味业	6.36%	2.67%	39.31%	(3.63)	26.35%	(0.95)	7.52%	-2.2%
涪陵榨菜	12.46%	-5.42%	59.49%	2.13	27.70%	(5.24)	24.84%	7.7%
恒顺醋业	8.59%	-13.53%	38.17%	(2.65)	11.13%	(2.85)	23.55%	0.9%
中炬高新	-9.34%	-39.11%	37.71%	(4.84)	11.61%	(5.68)	21.98%	2.1%
天味食品	10.62%	-65.94%	34.27%	(8.12)	6.06%	(13.61)	25.93%	7.3%
伊利股份	18.90%	33.06%	37.40%	(0.76)	8.90%	0.95	26.92%	-2.1%
光明乳业	17.36%	-6.76%	24.19%	(6.60)	1.37%	(0.36)	21.86%	-4.2%
东鹏饮料	49.11%	47.51%	49.68%	3.24	17.92%	(0.20)	25.71%	3.5%
绝味食品	30.27%	77.28%	34.61%	0.29	15.26%	4.05	13.33%	-2.2%
煌上煌	3.09%	-7.00%	33.97%	(1.64)	9.80%	(1.06)	20.00%	-0.9%
青岛啤酒	16.66%	32.99%	44.40%	2.64	11.80%	1.45	21.48%	1.5%
巴比食品	68.12%	45.70%	24.78%	(6.69)	9.70%	(1.49)	10.96%	-5.2%
味知香	31.39%	#DIV/0!	25.91%	(2.47)	16.78%	16.78	8.15%	-0.2%
安井食品	36.49%	31.18%	24.05%	(4.46)	7.81%	(0.32)	13.24%	-4.2%
三只松鼠	0.17%	72.10%	31.13%	5.39	5.02%	2.10	23.93%	2.4%
良品铺子	22.45%	13.69%	31.90%	1.38	3.50%	(0.27)	26.70%	2.1%
华致酒行	67.36%	92.31%	21.93%	3.17	9.07%	1.18	9.79%	1.0%

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

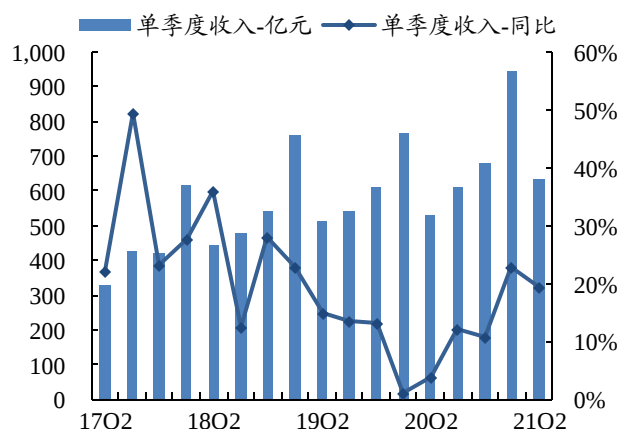
2. 子板块：分化明显，改善程度差异较大

2.1. 白酒：龙头稳健，成长为王

白酒板块中报双位数增长，其中一线稳定、次高端成长凸显。2021H1 白酒收入 +22%、利润+21%，其中 Q2 单季度收入同比+20%、利润+26%，

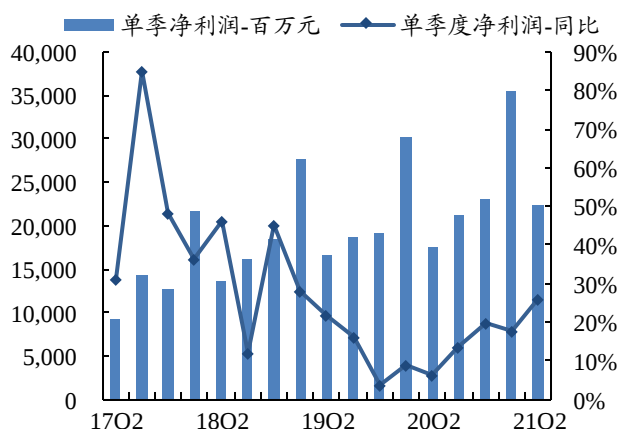
Q2 利润环比提速，利润增速环比+8.3pct，结构升级趋势下利润增速高于收入增长。板块整体呈现高端稳健、次高端高增趋势，一线白酒（茅五泸洋，下同）2021H1 收入+16%、利润+13%，收入、净利润分别占白酒板块 70%、83%，其中 Q2 单季度收入 14%、利润 18%，业绩稳定性与持续性凸显；二线白酒 2021H1 收入 38%、利润 76%，其中 Q2 收入 35%、利润 84%，低基数叠加渠道扩容、结构升级等等表现优于一线白酒，其中高成长标的收入增速亮眼，且结构升级趋势下利润弹性进一步凸显，其中次高端板块成长尤为突出，地产酒中独家徽酒迎驾黑马起势明显，Q2 舍得收入+119%、净利+212%，酒鬼酒收入+97%、利润+174%，汾酒收入+73%、利润+266%，迎驾收入+57%、利润+122%。

图 1：2021Q2 白酒板块收入维持双位数增长



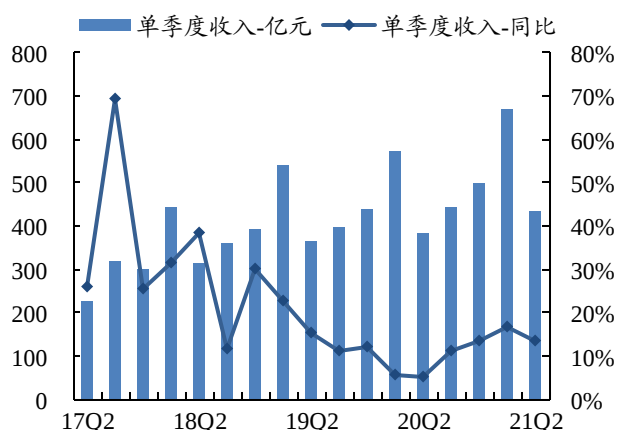
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 2：2021Q2 白酒板块净利润增速快于收入增速



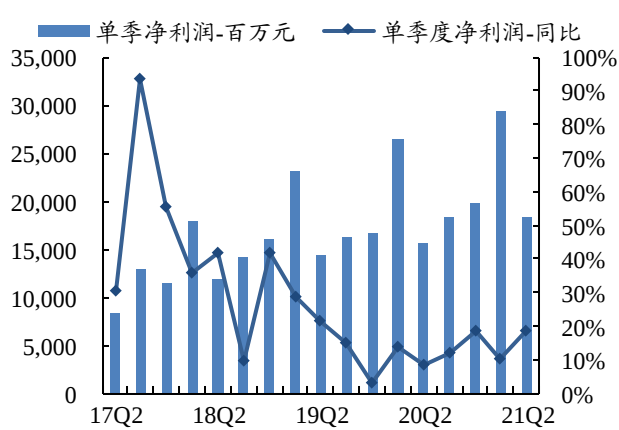
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 3：2021Q2 一线白酒收入增长 16%



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

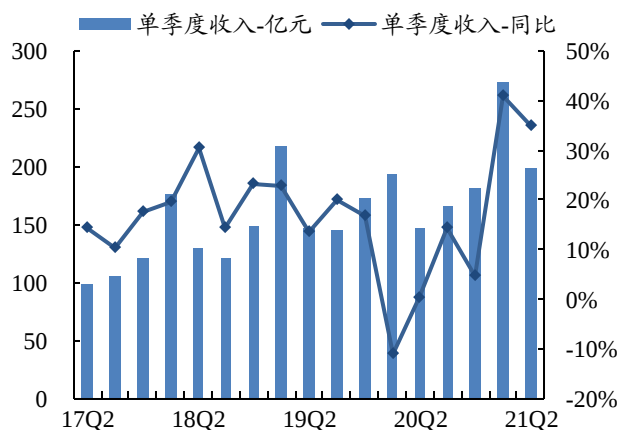
图 4：2021Q2 一线白酒净利润增长 13%



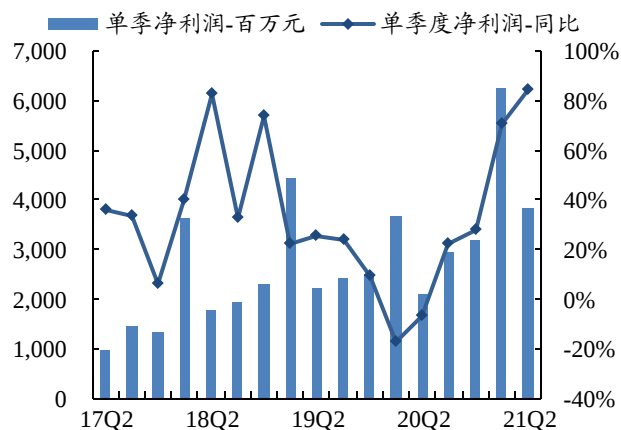
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 5：2021Q2 二三线白酒收入快速增长

图 6：2021Q2 二三线白酒业绩弹性明显



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

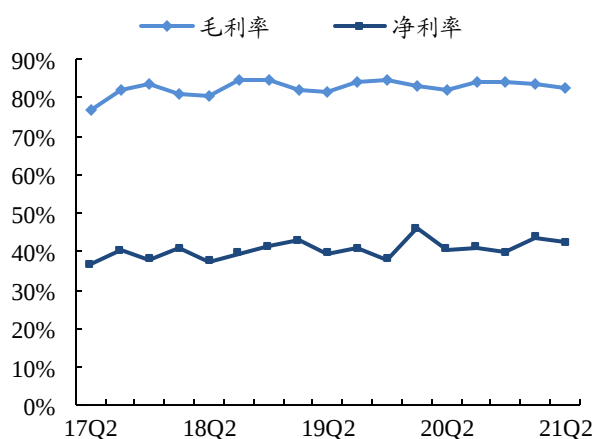


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

毛利率方面，一线白酒稳定，二三线白酒显著上行。2021H1 板块毛利率同比提升 0.9pct 至 77.5%，一线白酒量价表现相对稳定，期内毛利率同比 0.4pct 至 83.1%，其中茅台五粮液及泸州老窖受益于结构改善，毛利率分别同比提升 0.4pct、3.8pct，二三线白酒毛利率同比提升 5.1pct 至 64.4%，主要系期内次高端白酒需求恢复之下货折降低、产品结构持续改善，其中山西汾酒、舍得酒业改善显著，期内毛利率分别同比提振 3.3pct、3.8pct。2021Q2 板块毛利率同比提升 1.6pct 至 76.8%，其中一线白酒毛利率同比提升 0.7pct 至 82.7%，二三线白酒毛利率同比提升 6.2pct 至 63.9%。

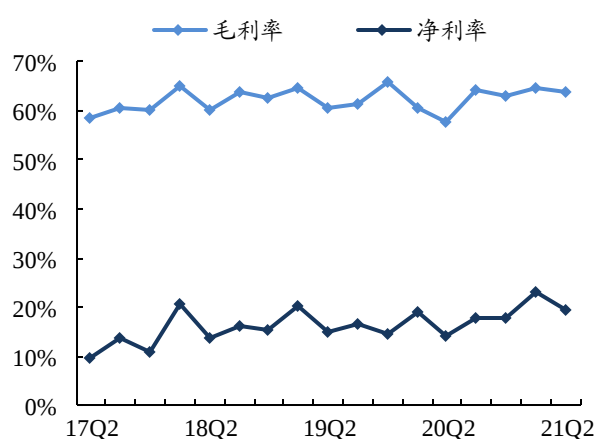
板块净利率继续修复，二三线白酒净利率显著回暖。2021H1 白酒板块净利率同比下降 0.2pct 至 36.6%，其中，一线白酒净利率净利率同比下降 0.8pct，主要系茅台上半年净利率波动，对板块有一定影响；受益于毛利率上行及费率降低，二三线白酒期内净利率同比提升 4.5pct 至 21.4%，净利率显著回暖。2021Q2 白酒板块、一线白酒、二线白酒净利率分别同比提升 1.8pct、1.7pct、5.2pct，分别达到 35.1%、42.3%、19.3%，盈利能力继续修复，其中山西汾酒净利率提振显著，21Q2 净利率同比提升 15pct。

图 7: 21Q2 一线白酒盈利改善



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 8: 21Q2 二三线白酒盈利能力显著回暖

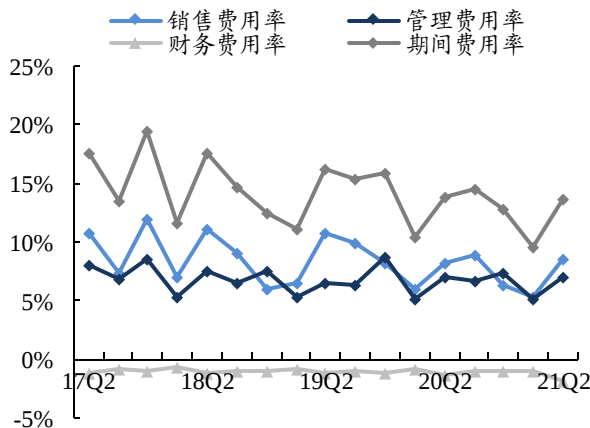


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

外部环境向好，白酒板块期间费用率均有下降，二三线白酒费率降幅明

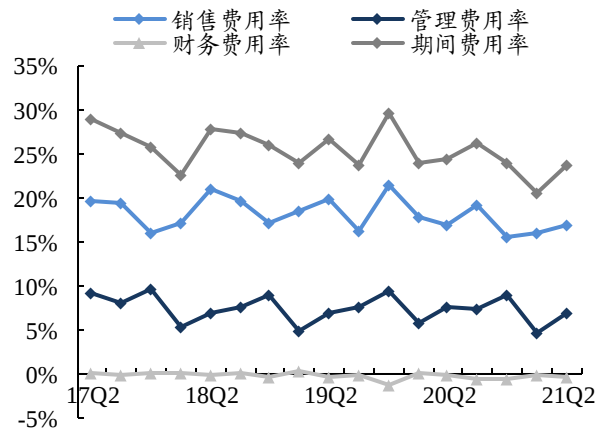
显。受益于宏观经济修复及疫情影响边际弱化，白酒行业需求向好，行业整体费用支出呈下降趋势，其中 2021H1 板块整体、一线白酒、二三线白酒期间费用率分别下降 0.6pct、0.6pct、2.2pct，其中，销售费用率同比下降 0.1pct、0.3pct、1.1pct，管理费用率同比变化-0.2pct、+0.04pct、-0.9pct。2021Q2 一线白酒及二三线白酒期间费用率分别同比下降 0.2pct、0.8pct，主要系期内管理费用及财务支出减少驱动。

图 9：21Q2 一线白酒期间费用率同比微降



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 10：21Q2 二三线白酒期间费用率同比显著下降



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

贵州茅台：飞天平稳、系列酒高增，重视直销建设。2021H1 营收 490.87 亿元，同比+11.68%；其中酒类收入 490.10 亿元，同比+11.61%；归母 246.54 亿元，同比+9.08%。Q2 单季度营收 218.16 亿，同比+11.61%；归母净利 107.00 亿，同比+12.53%，税金季度波动消退，业绩符合预期。H1 茅台酒 429.49 亿（+9%）、系列酒 60.60 亿（+30%），Q2 单季度茅台酒 183.6 亿、同比+8%，系列酒 34.2 亿、同比+38%。预计 H1 茅台酒整体发货量同比略有增长，Q2 非标占比加大、非标与总经销产品提价以及直销占比提升拉动吨价上行。系列酒 H1 经销商增加 62 家，量价齐升下呈现加速增长趋势，预计系列酒价格体系坚挺、动销顺畅，充分享受酱酒消费红利。H1 直销（直营店）销售 95.04 亿、占比 19%，其中 Q2 单季度直销占比达到 21.7%，新增重庆、深圳等直营店完善营销网络，结合其他直销（商超、电商等）旺季投放持续推进渠道变革带动吨价提升。Q2 单季度税金及附加 14.3%、同比-2pct，季度间税金波动逐步抹平。截止 6 月 30 日预收余额 103.68 亿元，目前渠道反馈 8 月回款已经完成，进入 Q3 发货节奏略有放缓，通过非均衡发货保证旺季销售、提升渠道管控，为后续量价向上夯实基础。

五粮液：稳健运行，龙头本色。2021H1 公司实现营收 367.5 亿、同比+19.5%，归母净利 132 亿、同比+21.6%；其中 Q2 单季度营收 124.3 亿、同比+18%，归母净利 38.8 亿、同比+23%，符合市场预期。分产品看，主品牌五粮液收入 271.38 亿、同比+17%，量+7%/价+9%，系列酒收入 68.6 亿、同比+38%，量+29%/价+7%，均呈现量价齐升。其中主品牌普五 Q2 计划内控货、发货以计划外为主，我们预计普五发货量快于往年同期；经典五粮液从试销到全面导入市场，后续超高端站位有望持续巩固；系列酒经过优化进入良性状态，量价表现着力价值回归，H1 毛利率同比+2pct 至 58%。直销（团购+线上）占比 20%，直销毛利率 85%、

高于经销渠道的 79%，团购及超高端有望拉动吨价和毛利率上行。截止 6 月末，预收 63.3 亿，同比、环比均有提升，预计回款节奏积极。公司量价掌控能力持续提升，针对成都市场试点改革有利于市场秩序建设。当前普五批价 980-990 元，为千元价格带价格标尺，十四五普五量稳的情况下团购与经典五粮液拉动下价更具弹性，长期价格体系与品牌价值有望保持同步提升。

泸州老窖：利润高增亮眼，国窖引领发展。2021H1 实现营收、净利 93.17、42.26 亿，分别同比+22.04%、+31.23%；Q2 单季度营收+5.67%、净利+36.10%，利润超预期，业绩弹性凸显。分产品看，H1 中高档酒收入 82.2 亿、同比+23.45%（量+6.3%/价+16.1%），预计 Q2 国窖延续 25-30%左右高增长，淡季保持发展势能吨价、毛利率等拉动显著，特曲、窖龄收入下滑，预计主要系 3、4 月完成提价后短期销售承压，但有利于长期巩固次高端、中端价格带。H1 低档酒同比+7.51%，销量-29%下滑明显，预计主要系 4 月二曲换代升级停货出现短期波动，产品升级后针对头曲、二曲、高光成立大成浓香公司进行营销体系改革，为后续市场培育打下基础。国窖引领产品结构升级，Q2 单季度毛利率同比+7.8pct 至 85.2%，销售费用率同比-3.6pct 至 11.8%，净利率同比+12pct 至 48.4%。Q2 销售收现、经营性现金同比+23%、37%，主要系回款进度良好，结合 6 月末预收 14.08 亿来看，后续发展余力充足。Q2 以来价盘稳定、库存良性，7 月底停货为旺季量价表现奠定基础。国窖全国化发展趋势仍在加速，产品结构升级下业绩弹性凸显，长期国窖、泸州老窖双品牌价值同步提升。

顺鑫农业：白酒固本利于升级，地产拖累期待改善。2021H1 实现营收 91.91 亿元、同比-3.46%，其中白酒营收 65.36 亿、同比+1.09%，归母净利 4.76 亿、同比-13.27%。Q2 单季度营收 37.06 亿、同比-7.26%，归母净利 1.02 亿元、同比-47.57%。分产品看，H1 白酒高档、中档、低档收入同比分别-1.96%、-17.42%、+5.24%，其中中档较为承压主要系疫情点状反复冲击餐饮渠道。分地区看，北京地区营收 38.44 亿、同比-8.67%，外埠 53.48 亿元、同比+0.68%。白酒业务毛利率 35.6%，同比-0.14pct，白酒结构升级周期下货折力度加大，毛利率处在底部水平。销售费用率控制水平较好，减少广告投入、加大促销投放，白酒销售费用率同比-0.24pct 至 5.7%，预计白酒业务净利率同比+0.7pct 至 10.7%。白酒业务聚焦珍品做结构升级思路明确，稳固基础后长远有望实现放量突破。H1 肉类板块整体营收 21.50 亿、同比-13%，其中屠宰 19.25 亿、养殖 2.2 亿，猪价相对承压基础上预计盈利体量同比 2020H1 有所收窄。地产营收 4.22 亿、亏损 2.30 亿元，拖累整体利润，公司多措并举加快自身地产去化，地产拖累有望逐步降低。

山西汾酒：Q2 高增延续，汾酒势能展开。1) 2021H1 公司收入、净利润分别同增 75.51%、117.54%，其中 2021Q2 收入、净利润分别同增 73.23%、239.43%。21Q2 汾酒、系列酒、配制酒收入分别同增 72%、39%、146%，强势能下汾酒、配制酒延续一季度高增趋势，系列酒高投入下收入增速环比提振显著；二季度公司加快省内销售推进、适当稳定省外秩序，省内、省外收入分别同增 62%（增速环比提升 17pct）、82%（增速环比下降 26 pct）；收入高增之下，公司二季度产品结构改善，叠加下调省外费

用投放力度等因素，利润弹性加速释放。2) 需求回暖之下，公司 21Q2 货折减少，叠加青花放量带动产品结构提升，公司 21Q2 毛利率同比提振 6.3pct 至 77.2%；21Q2 公司主动降低省外费用投放，叠加玻汾顺价，期内销售、管理费用分别同比下降 3.3pct、2.6pct；公司期内税金及附加占比同比下降 5.9pct，对盈利能力亦有显著贡献；综合利好下公司 21Q2 净利率同比提升 14.7pct 至 28.5%，盈利能力提振显著。由于需求端景气，渠道端回款意愿积极，期末合同负债达 32.6 亿元，处于历史高位。

洋河股份：洋河改善，双沟上行。1) 公司 2021H1 收入、净利润对应同增 15.75%、4.82%，其中 2021Q2 收入、净利润分别同增 20.74%、28.61%。经历一季度控量后，21Q2 梦之蓝 M6+ 价格企稳、进入放量期，我们估测洋河梦之蓝 M6+ 在 21Q2 收入同增 50% 以上，期内手工班等高端品呈高双位数增幅，水晶版 M3+ 实现收入正增长，海之蓝、天之蓝控量之下增长有限。公司二季度加大双沟珍宝坊系列费用投入及招商力度，21Q2 双沟系列收入同增 50% 以上，对整体收入产生显著贡献。公司 21Q2 整体盈利能力相对稳定，利润增速环比提振，21Q2 证券投资的公允价值变动影响较小，扣非净利润与归母净利润增速基本一致。2) 公司期内毛利率同比下降 1.23pct 至 70.82%，推测主要系期内双沟占比提升所致；公司期内税金及附加同比下降 3.34pct，对盈利能力有贡献，期内销售费用率较同期基本稳定，管理费用率下行，财务费用有正向贡献，多因素叠加下公司 21Q2 净利率同比提升 2.2pct 至 35.81%。公司期内调整流动资产结构，货币资金大幅提升至 145.93 亿元，交易性金融资产降低至 96.64 亿元。2021H1 末公司账面合同负债 55.17 亿元，仍处在历史较高水平。

古井贡酒：Q2 业绩趋势向好，省内龙头地位强化。1) 公司 2021H1 收入、净利润对应同增 26.96%、34.53%，其中 2021Q2 收入、净利润对应同增 28.56%、45.39%。公司 21Q2 业绩符合预期，收入增速环比提振，利润弹性释放，我们估测 2021Q2 期内古 16 以上增速接近翻倍，古 8 增速接近 50%，古 5 以下增速相对有限，Q2 业绩高增除收入确认节奏外亦与高端品放量有关。2) 2021H1 公司年份原浆系列收入同增 15.5%，期内古 8 以上占比快速提升，叠加需求回暖之下货折减少，2021H1 年份原浆系列吨价同增 24.6%，毛利率上行 1.92pct；2021H1 湖北需求回暖，低基数下黄鹤楼期内收入同增 319.6%，期内吨价同增 38.1%，毛利率上行 4.47pct。由于结构升级，上半年河南及长江以南地区表现亮眼，华北、华南地区收入分别同增 40.3%、67.5%，省外占比继续提升。3) 21Q2 期内毛利率同比提升 1.01pct，公司期间费用投放相对稳定，管理、销售费用率同比基本持平，2021Q2 净利率达 19.61%，同增 2.27pct。公司 2021H1 末账面合同负债达 22.14 亿元，处于历史高位，期内应收票据在 20.03 亿元，相对良性。

口子窖：Q2 业绩承压，渠道改革攻坚。1) 公司 2021Q2 分别实现收入、净利润 10.70 亿元、2.67 亿元，分别对应同增 35.05%、9.95%。低基数下 21Q2 收入维持高增，期内仍呈现结构性增长，我们估测口子 10 年以上单品增速仍在 40% 以上，口子五年低双位数增幅；公司期内继续推进渠道改革并推动新品上市，费用投放力度较高，21Q2 利润增速低于预期。2) 21H1 公司高端酒收入同增 42.6%，其中口子 10 年以上单品顺应

省内消费升级趋势，期内呈现高双位数增幅，口子 5 年及以下单品呈现低双位数增长，主要系安徽省内腰部价位需求修复较慢；分区域看，2021H1 公司省内、省外收入分别同增 48.43%、25.93%，省内增速回升较快，我们推测主要系期内费用投放力度加大、渠道配合度提升。3)2021Q2 公司毛利率同比下降 2.24pct，我们认为主要系期内部分费用支持以货折形式支出，对毛利有所拖累，公司期内为配合渠道改革而加大费用投放力度，销售费用率同比提升 1.53pct 至 17.14%，公司期内投资净收益占比同比下降 2.23pct 至 1.64%，综合因素下公司 Q2 净利率同比下降 5.71pct 至 24.99%。公司 2021H1 末账面合同负债为 54.96 亿元，处于高位，期内销售收现同增 48.37%，环比提振显著。

今世缘：Q2 收入稳健增长，国缘结构继续改善。1) 公司 2021Q2 分别实现收入、净利润 14.56 亿元、5.29 亿元，分别同增 27.32%、20.52%。21Q2 国缘系列受益于省内次高端价位需求修复，低基数下快速放量，我们推测公司 Q2 仍呈现结构性增长，国缘 V 系收入增速仍接近 200%，国缘四开收入增速接近 30%、对开实现双位数增长，今世缘系列收入微增。公司期内利润增速略低于前期预期，主要系期内销售费用投放力度较大，我们推测期内为拓展苏南、苏中市场、推广国缘 V 系而导致销售费用支出较多。2) 上半年公司核心市场表现稳健，南京、淮安收入分别同增 29%、19%，公司期内加大对苏南、苏中地区投入，伴随国缘 V 系展开，苏南、苏中期内收入分别同增 50%、37%，收入占比较 2020 同期微升；省外市场新招商进展显著，收入同增 40%以上，期内净增加近 70 位经销商；伴随 V 系列及对开、四开放量，特 A+类收入同增近 50%，国缘占比持续提升。3) 受益于产品结构提升、货折降低，公司 21Q2 毛利率同增 2.55pct 至 66.19%，由于 20Q2 疫情影响线下活动较少，21Q2 加大线下活动力度，叠加 21Q2 苏南、苏中及国缘 V 系推广支出，公司期内销售费用率同比提升 4.78pct 至 7.6%，费率基本恢复至正常水平，但对盈利能力有所拖累，当期净利率同比下降 2.05pct 至 36.36%。需求回暖之下经销商回款较为积极，公司期末合同负债仍维持在 6.48 亿元，处于历史高位。

迎驾贡酒：大超预期，展露锋芒。2021H1 公司营收 20.86 亿、同比+52.46%，净利润 5.91 亿、同比+77.63%；Q2 单季度营收 9.37 亿、同比+57%，净利 2.22 亿、同比+122%，收入、利润同比 2019Q2 分别同比+30%、144%，营收利润均大超预期。1) 收入端：分产品看，Q2 中高档白酒收入 5.9 亿，同比 20Q2+104% (19Q2+59%)，其中洞藏高增引领整体，预计来自于：①省内强势市场提价，以合肥市场为例，2020 年底洞藏打款价提升 10%；②市场耕耘效果凸显。洞藏目前已从成长初期进入高速发展期，六安、合肥两大核心市场取得突破，未来有望以点带面保持上升趋势。2) 利润端，21Q2 高基数下利润大幅增长、净利率同比+6.9pct 至 23.8%，主要来自两方面：①洞藏发力带动产品结构升级，还原运费后预计毛利率同比 2.4+pct 至 62.5%，未来随着洞藏占比提升毛利率将维持上行。3) 销售费用率同比-8pct 至 10.8%，主要系广告宣传费用投入减少，2021H1 广告费用率同比-4pct 至 4.6%。根据跟踪，预计 9 月初开始中秋备货，目前终端要货展现高积极性，洞藏以流通为主，终端起势意义重大。洞藏卡位竞争，内部机制持续优化叠加洞藏渠道推力，黑马起势有望延续。

酒鬼酒：Q2 高增延续，酒鬼、内参后劲十足。1) 公司 2021Q2 分别实现收入、净利润 8.06 亿元、2.42 亿元，分别同增 96.82%、174.05%。21Q2 公司收入、利润增速符合业绩预告指引，高增延续，我们估测低基数下 Q2 参收入同增 100%以上，环比 Q1 显著加速，基数增高叠加淡季因素，酒鬼系列 Q2 收入增速有回落，但亦维持三位数增幅。内参高增叠加期内费率降低，带动 21Q2 利润弹性快速释放。2) Q2 内参加速放量带动结构改善，21Q2 公司毛利率同比提升 5.16pct 至 81.19%；公司期内省外费用投放维持较高力度，但受益于需求回暖及费用确认滞后，当季销售、管理费用率分别下降 3.36pct、2.83pct；毛利率上行叠加费率下降，21Q2 净利率同比提升 8.47pct 至 30.07%。二季度酒鬼系列需求向好，渠道回款积极，公司期末合同负债达 8.72 亿元，处于历史高位。

表 4：白酒板块 2021H1 收入利润双位数增长，其中一线稳定、次高端成长凸显

2021/8/30	市值 (亿元)	2021H1						2021Q2	
		收入 (亿元)	收入 YOY	净利润 (亿元)	净利 YOY	预收账款 (亿元)	预收账款环比 增加额 (亿)	收入 YOY	净利 YOY
贵州茅台	19923	490.9	12%	246.5	9%	92.4	39.0	12%	13%
五粮液	8035	367.5	19%	132.0	22%	63.3	13.4	18%	23%
洋河股份	2553	155.4	16%	56.6	5%	55.2	-6.1	21%	29%
泸州老窖	2595	93.2	22%	42.3	31%	14.1	-2.8	6%	36%
一线白酒	33106	1,107.0	16%	477.4	13%	225.0	43.5	14%	18%
山西汾酒	3416	121.2	76%	35.4	118%	32.6	3.3	73%	239%
古井贡酒	1119	70.1	27%	13.8	35%	22.1	2.7	29%	45%
今世缘	534	38.5	32%	13.3	31%	6.5	1.7	27%	21%
顺鑫农业	232	91.9	-3%	4.8	-13%	29.4	-7.5	-7%	-48%
迎驾贡酒	357	20.9	52%	5.9	78%	4.0	-0.1	57%	122%
口子窖	307	22.4	43%	6.9	41%	5.0	1.3	35%	10%
青青稞酒	90	5.8	64%	0.8	314%	0.5	0.0	32%	112%
老白干酒	187	16.5	11%	1.2	6%	12.9	0.0	22%	32%
沱牌舍得	655	23.9	133%	7.4	348%	3.7	-0.7	119%	215%
金徽酒	180	9.7	37%	1.9	56%	1.9	0.0	26%	16%
伊力特	118	10.3	30%	2.1	45%	1.1	0.7	-24%	-42%
酒鬼酒	708	17.1	137%	5.1	177%	8.7	2.9	97%	174%
金种子酒	85	5.4	33%	(1.0)	-80%	1.4	0.1	16%	-74%
水井坊	579	18.4	128%	3.8	266%	6.4	-0.8	691%	52%
皇台酒业	45	0.3	-36%	(0.1)	-500%	0.0	0.0	-57%	-182%
二三线白酒	8613	472	38%	101	76%	136	3	35%	84%
白酒	41718	1579.4	22%	578.7	21%	361.2	46.9	20%	26%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

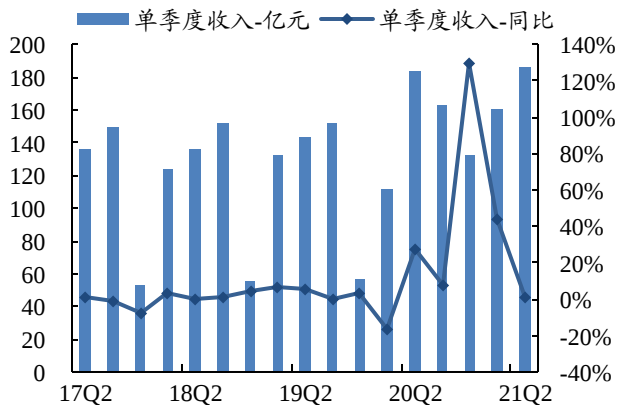
2.2. 啤酒：高端化进程加速，盈利能力改善

高端化进程加速，毛利率显著提升。2021H1 啤酒板块（A 股）收入 347 亿元、同比+18%，净利润 36.4 亿元、同比+22%。2021Q2 单季度收入 186 亿、同比+1%，净利润 23.6 亿元、同比下降 8%，收入利润增速环比下滑主因疫情扰动下基数影响，2020Q2 因渠道补库存及费用减少形成高点。2021H1 啤酒板块毛利率 45.1%、同比+3.4pct，主要得益于产品

结构高端化升级、整体吨价显著提升。华润啤酒 21H1 次高端销量同比 50.9%，青啤主品牌及高端（纯生及以上）销量分别同比+20.9%、+41.4%，高端化进程加速。

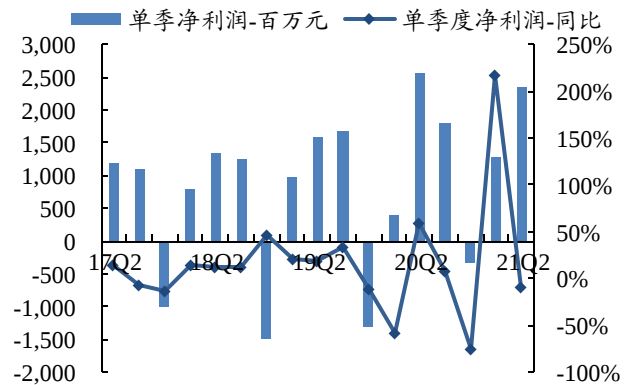
费效比提升，盈利能力改善。2021H1 啤酒板块销售费用率 16.6%、同比 +1.5pct，其中中档酒（8 元以下）竞争态势温和，费效比提升，各家龙头加大对次高端及以上的投入，2021H1 板块净利率同比+0.4pct 至 10.5%。

图 11：21Q2 啤酒板块收入高基数上同比微增



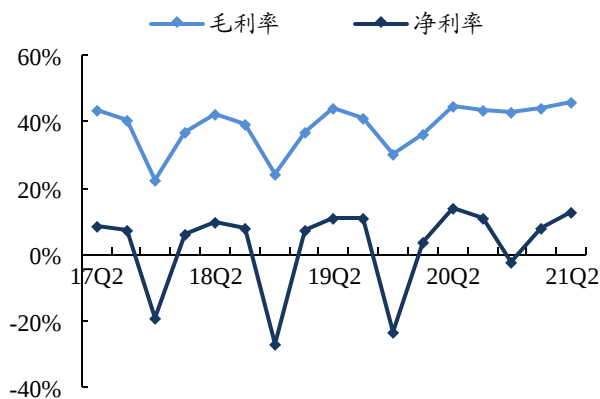
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 12：21Q2 啤酒板块净利润高基数上有所下滑



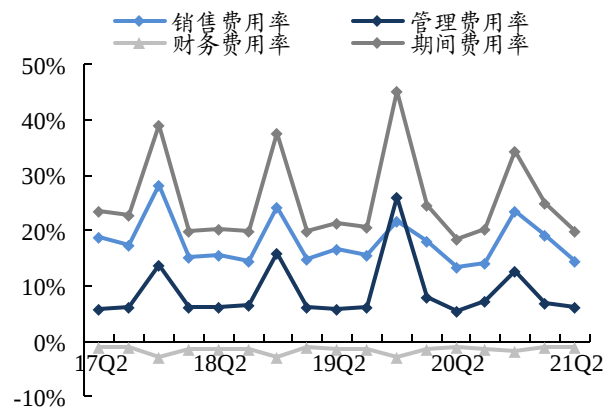
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 13：21Q2 啤酒板块毛利率继续提升



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 14：21Q2 啤酒板块费用率有所回升



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

青岛啤酒：结构升级显著，提价预期强化。公司 Q2 营收 93.63 亿元、同比-0.24%；归母净利润 13.94 亿元，增长 5.74%，扣非后净利 12.48 亿元，同比+7.42%。收入符合预期、利润超预期，主因 2Q21 销售费用率显著收缩。2021Q2 公司销量 257.9 万千升、同比-7.1%、相比 2019Q2 增长 0.6%，21Q2 吨价 3630.5 元、同比+7.4%，结构升级显著，公司主品牌及高端（纯生及以上）销量分别同比+20.9%、+41.4%，推动 2Q21 毛利率同比+0.8pct 至 43.7%。销售费用率方面，同比-1.7pct 至 14.5%，根据公司交流，主因 Q2 因疫情取消部分营销活动，我们预计全年销售费用率下降 0.6pct 左右。近期公司推出稳定价盘、稳固产品定位举措，叠加行业提价预期强化，预计将对冲成本上涨压力并助公司精简渠道费用。

华润啤酒：次高端放量，利润持续释放。公司公告 1H21 营业收入 196 亿元，增速 13%，剔除非经常性损益后核心净利润 44 亿元，核心增速 43%，符合预期。公司公告 1H21 总体销量增长 4.9%至 6,337,000 千升，单价增长 7.5%，1H21 次高端增速 50.9%，公司表示其中 SuperX 销量同比增长翻倍，我们预计喜力增长 40-50%，马尔斯绿增长 50-60%，预计 2022 年次高端增长超 20-25%。得益于次高端产品放量，毛利率提升 1.9pct 至 42.3%，核心利润率提升 4.7pct 至 22.4%。公司业绩交流会上表示，由于原材料及包装费尤其是易拉罐纸箱成本的上漲，1H21 成本端涨幅约 4-5%，下半年成本端上涨预估约 8-9 亿元，预计于未来三个月内对全国性大单品终端零售价提价约 1 元，提价幅度将大于等于成本上涨幅度，进而增厚渠道及终端利润。

表 5：2021H1 啤酒板块高端化进程加速，盈利能力提升

2021/8/30	总市值 (亿)	2021H1						2021Q2	
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
青岛啤酒	1154	182.9	17%	24.2	30%	44.4%	13.2%	0%	6%
燕京啤酒	188	63.2	14%	2.9	7%	40.3%	4.6%	-1%	-23%
珠江啤酒	203	22.2	11%	3.1	26%	47.6%	14.0%	-1%	7%
重庆啤酒	672	71.4	28%	6.2	-3%	52.1%	8.7%	10%	-35%
西藏发展	15	1.9	29%	(0.1)	74%	23.1%	-5.4%	-6%	77%
惠泉啤酒	21	3.2	-1%	0.1	30%	29.0%	3.7%	-7%	-3%
兰州黄河	15	1.9	13%	0.0	112%	24.5%	0.6%	-19%	-172%
啤酒	2268	346.6	18%	36.4	22%	45.1%	10.5%	1%	-8.1%

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

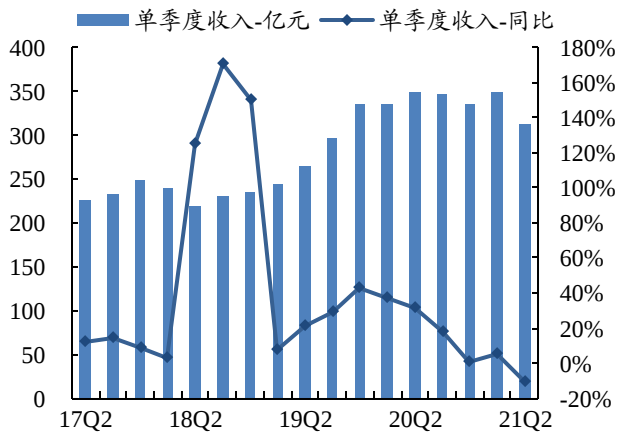
2.3. 卤味：集中度提升，管理半径差异凸显

2021H1 肉制品板块整体业绩承压。2021H1 肉制品板块（A 股）收入 662 亿元、同比下滑 3%，净利润 40 亿元、同比下滑 10%。2021Q2 单季度收入、净利润分别同比下滑 11%、下滑 26%。

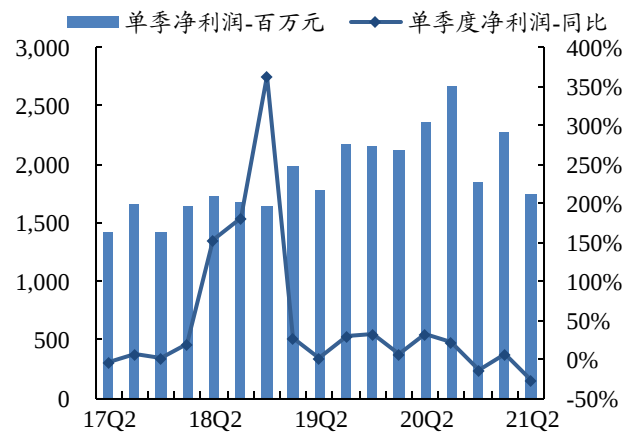
卤味：行业集中度提升，管理半径差异凸显。上半年三家龙头整体展店顺利，集中度进一步提升。但收入/利润增速出现较大差距，一方面有受疫情影响程度不同导致的 20H1 年基数差异，一方面有管理半径、运营能力（包括渠道结构）带来的单店营收恢复程度/稳定性的差距。其中 21Q2 绝味食品收入及利润 22%/26%增长，煌上煌则-2%/-10%。周黑鸭得益于管理层红利及模式转型，21H1 收入同比 60%，利润大幅扭亏实现 2.3 亿净增长。

图 15：21Q2 肉制品板块整体收入下滑

图 16：21Q2 肉制品板块整体净利润明显下滑

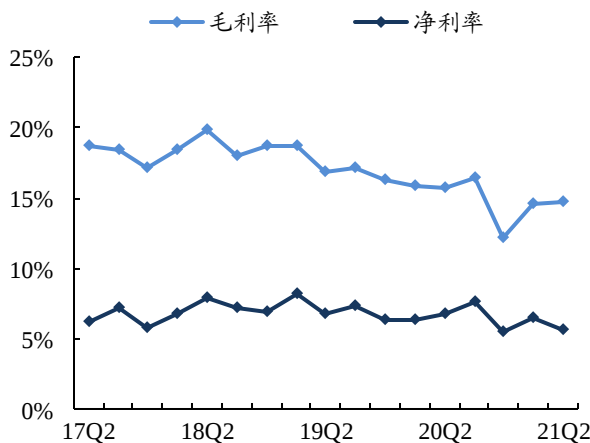


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究



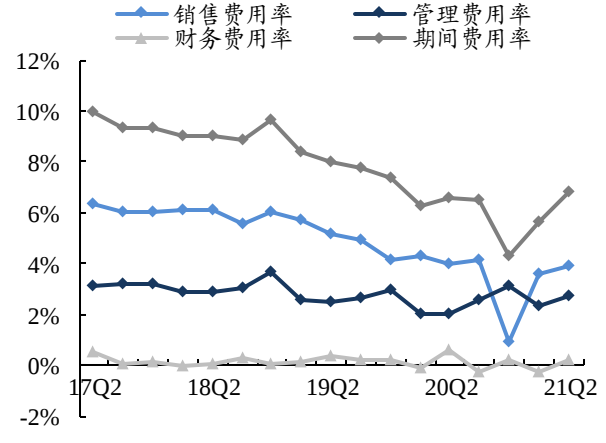
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 17: 21Q2 肉制品板块整体盈利能力下降



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 18: 21Q2 肉制品板块整体费用率有所回升



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

绝味食品: 公司 1H21 实现营收 31.4 亿, 同比增长 30%, 1H21 净利润 5 亿元, 同比增长 83%, 单 2Q 营收 16.4 亿元, 同比增长 22%, 其中 2Q 净利润 2.7 亿元, 同比增长 26%, 符合预期。2Q21 公司毛利率同比提升 2.67pct 至 34.72%, 销售费用率方面, 1H21 同比提升 0.4pct 至 6.83%, 单店恢复好于同行, 疫情影响有限。公司 1H21 净开店 737 家, 据测算, 2Q21 净开店 500+ 家, 预计 7 月单店营收恢复至 19 同期水平, 8 月虽然高势能门店受到疫情反复影响, 但得益于良好的渠道结构(90% 社区店)及门店运营能力, 整体影响有限, 1-7 月公司有针对性的推出一系列营销推广活动, 有效拉动社区门店单店, 整体恢复情况优于同行, 预计 4Q21 开始随着“两内、两外”策略的落地, 预计全年净开店数 1500 家左右, 单店营收较 2019 年全年微负, 预计全年收入 25%。投资收益扭亏, 全年利润 10+ 个亿。公司 2Q21 投资收益扭亏微幅盈利至 230 万。预计被投企业和府捞面将于下半年取得良好投资收益, 预计全年投资收益至 5 千万~1 个亿区间。预计全年净利润 10.2 亿以上。

煌上煌: 1H21 公司营收 14.1 亿元, 同比增长 3.1%, 归母净利润 1.5 亿元, 同比下降 4.8%。单 2Q21 营收下滑-2.8%, 净利润下滑-10%, 均低于预期, 主因闭店数超预期及原材料成本超预算。截至 1H21 公司共有门店 4840 家, 其中直营店 366 家, 上半年新开门店 417 家(计划 451 家), 据测算 1H21 净开店数 213 家, 闭店 204 家, 据测算, 1H21 单店

营收增速-8%。分业务看,1H21 肉制品/米制品业务分别增长 1.6%/5.8%。1H21 公司总体毛利率 33.97% (其中鲜货产品/米制品业务毛利率分别为 37.7%/23.5%),公司对物流费重新定义,本期共 4359 万元,计入营业成本(原计销售费用),整体影响毛利率 3.1%,若按上年统一口径计算,1H21 公司毛利率 37.1%,同比提升 1.5pct,其中肉制品加工毛利率同比增长 2.93pct,米制品毛利率同比下降 4.16pct。

周黑鸭:公司公告 1H21 中期业绩,1H21 公司营收 14.5 亿元,同比增长 60.8%,净利润 2.3 亿元。截至 1H21 公司门店共 2270 家,其中加盟店共 1109 家,上半年新开 511 家,展店策略:一二线加密+三四线拓展,非窗口店占比提升。

表 6: 2021H1 肉制品板块整体业绩承压,其中绝味食品实现较好增长

2021/8/30	总市值 (亿)	2021H1						2021Q2	
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
双汇发展	830	348.4	-4%	25.4	-17%	16.2%	7.3%	-12%	-30%
金字火腿	52	3.2	2%	0.6	1%	27.3%	20.1%	-42%	-70%
龙大肉食	103	106.0	-9%	3.1	1%	6.2%	2.9%	-22%	-42%
仙坛股份	60	14.5	-6%	1.2	-56%	7.3%	8.4%	0%	-49%
煌上煌	72	14.1	3%	1.5	-5%	34.0%	10.7%	-3%	-10%
上海梅林	70	128.3	-1%	3.1	-11%	11.6%	2.4%	-6%	-32%
得利斯	26	16.0	-10%	0.2	127%	8.1%	1.4%	-7%	113%
绝味食品	405	31.4	30%	5.0	83%	34.6%	16.0%	22%	26%
肉制品	1617.7	661.9	-3%	40.1	-10%	14.7%	6.1%	-11%	-26.4%

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

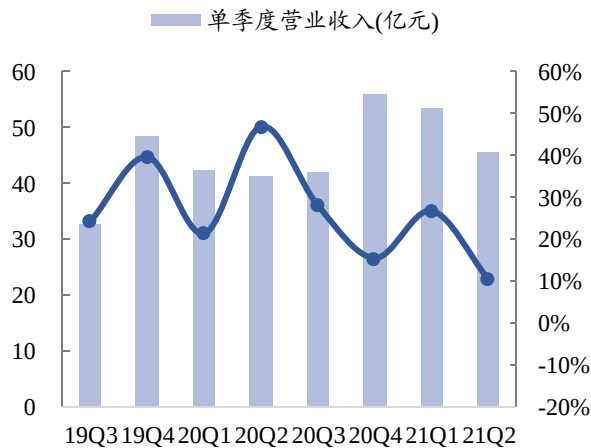
2.4. 速冻食品: Q2 收入环比降速, 利润承压明显

2021H1 收入端保持双位数增长, 利润呈现下滑趋势。2021H1 速冻食品板块收入 99 亿元, 同比+19%, 整体保持双位数增长, 其中除三全收入同比-2%录得负增长、海欣同比+3%个位数增长外, 均录得双位数增长, 安井+36%、惠发+53%、巴比+68%、味知香+31%; 速冻食品板块整体利润为 7.5 亿元, 同比-18%, 其中惠发利润同 1060%领跑板块, 安井、巴比、味知香净利润分别同比+34%、+279%、+18%, 三全、海欣利润同比大幅下跌。

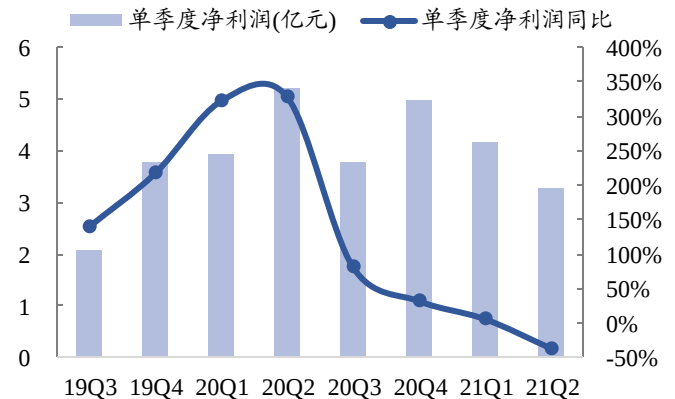
2021Q2 收入环比降速, 利润承压明显。2021Q2 速冻食品板块收入 46 亿元, 同比+10%, 其中安井、惠发、巴比、味知香收入双位数增长, 分别同比+28%、37%、+40%、+32%, 三全、海欣双位数下滑; 速冻食品板块整体利润为 3.3 亿元, 同比-37%, 高基数下整体利润承压。

图 19: 2021Q2 速冻板块收入保持环比降速

图 20: 2021Q2 速冻板块净利润承压明显



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

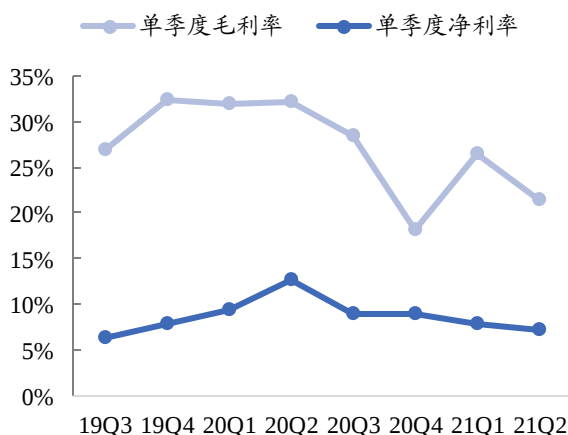


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

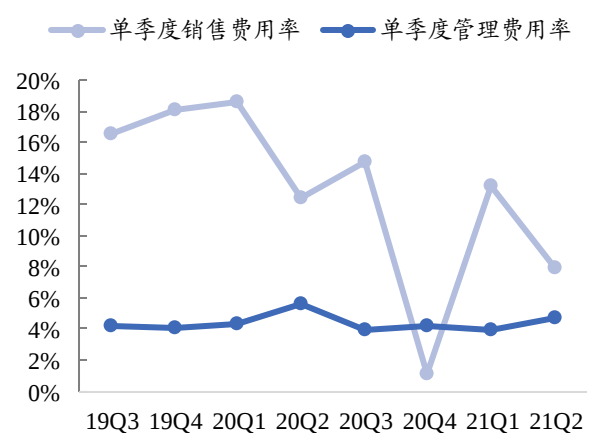
2021Q1 板块盈利能力略有下降, 整体费用率延续下降趋势。2021Q2 速冻食品板块毛利率与净利率同比均下滑明显, 2021Q2 速冻食品板块毛利率 21%, 同比下降-11pct, 净利率 7%, 同比下降 5.4pc。但销售费用率与管理费用率均呈现下降趋势, 2021Q2 整体费用优化趋势明显, 销售费用率同比-4.4pct 至 7.9%, 管理费用同比-0.86pct 至 4.7%。

图 21: 2021Q2 速冻板块盈利能力同比下滑

图 22: 2021Q2 速冻板块费用优化趋势明显



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

安井食品: 高基数期已过, 环比迎改善、长期铸壁垒。2021 年 H1 营收、净利分别同比+36.49%、+33.83%, 剔除股权激励费用 H1 净利率同比-1.3pct 至 9.7%。Q2 单季度收入、净利同比+27.68%、+1.19%, H1 还原运费后预计毛利率 26%, Q2 毛销差同比-4.6pct 至 14.4%, 收入超预期、利润略低预期, 主要系: 1) 疫情后大众消费需求边际下滑, 商超渠道高基数下承压, 同时经销渠道加大促销力度追回收入; 2) 以委外为主的冻品先生纳入报表拉低整体毛利率水平。H1 销售费用中广告投放加大、渠道下沉增加业务人员及涨薪带来人工增加, 盈利高基数期已过, 随着人员、促销等调整盈利端压力将逐步释放。Q2 分产品看, 面米制品、肉制品、鱼糜制品、菜肴制品分别同比分别+19.17%、23.33%、18.36%、109.69%, 其中菜肴制品及冻品先生加大推广实现高增长, 锁鲜装预计 Q2 发展相对平稳; 分渠道看, 经销商渠道保持 35%高增长, 商超高基

数下略有压力，目前高基数期已经度过逐步企稳恢复，渠道端继续坚持 B、C 兼顾。公司新品、次新品占比保持提升，下半年菜肴制品爆款打造有望取得更多突破，持续推进销地产战略新增多地产能储备，同时收购上游新宏业股权，为后续发展提供支撑。

巴比食品：业绩符合预期，下半年有望受益成本下行。2021H1 营收同比+68.12%、归母净利同比+279.04%，Q2 单季度营收同比+39.75%、归母净利同比+365.66%，间接持股东鹏贡献公允价值收益税前 2 亿、税后 1.5 元，扣除后 Q2 净利润同比+12%。2021H1 分渠道看，C 端加盟、B 端团餐分别实现收入 4.9、0.88 亿元，不考虑低基数，与疫情前 2019H1 相比加盟业务同比+19%、团餐业务同比+68%。C 端稳步拓展华东基本盘的同时华中、华南增量市场趋势良好，华南推出加盟支持政策推动开店提速，华中新增+翻牌贡献签约门店超过 100 家，暑假旺季过后开店速度预计将加快。B 端团餐保持高速增长，2021H1 占收入 14.7%，未来有望继续保持高速增长趋势。Q2 毛利率同比-4.6pct 至 26.3%，主要系肥膘等成本压力，6 月以来随着肥膘价格下行毛利率将有效改善；销售费用率同比 0.1pct 至 5.1%、管理费用率持平，销售费用率环比改善，营销投放策略转变后费效比提升明显。公司加盟业务深耕华东成熟市场，同时积极扩张华中、华南增量市场，内生外延并行发展，B 端团队激励到位、产品与客户优势明显，产能持续强化为发展提速提供支撑。

味知香：收入延续高增长，利润承压有望改善。2021H1 营收 3.65 亿、同比+31.39%，净利润 6142.04 万元、同比+17.37%。其中 Q2 单季度营收 2.02 亿、同比+31.9%，净利润 3291.03 万元、同比+3.45%，扣除上市费用影响测算 Q2 利润同比约+13%左右，收入延续高增符合预期，利润低于预期。2021H1 分渠道看，C 端同比+13%，其中加盟、经销分别同比+8%、+29%，2021H1 加盟商、经销商净增 102、31 家，加盟未来看点在于门店加密与升级，未来有望新增社区门店进一步扩大销售覆盖，经销未来看点在于商超渠道合作持续推进。B 端同比+66%、批发商净增 47 家，B 端团队持续扩充后客户拓展效果明显，享受行业红利未来有望保持放量趋势拉公司延续高增长。2021H1 毛销差 19%、同比-5pct，净利率 16.8%、同比-2pct：1) 2021H1 电商收入 721 万，预计亏损 500 万左右（如不考虑电商预计 Q2 净利率 19%、同比-2pct），电商直播业务低毛利率拖累，另外电商履约成本较高，下半年减小电商直播投放后利润承压趋势有望改善。2) 预计 Q2 上市费用体量 200-300 万左右，H2 预计上市费用剩余金额 200-300 万左右。

表 7：速冻板块 Q2 收入环比降速，利润承压明显

	总市值 (亿元)	收入 (亿元)	收入 YOY	2021H1			2021Q2		
				净利润(亿元)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
安井食品	379	38.9	36%	3.5	34%	24.1%	8.9%	28%	1%
三全食品	124	36.4	-2%	2.8	-39%	26.8%	7.6%	-14%	-48%
海欣食品	16	7.3	53%	(0.7)	-1060%	15.6%	-9.0%	37%	-428%
惠发股份	26	6.9	3%	(0.2)	-156%	18.5%	-3.5%	-20%	-277%
巴比食品	88	6.0	68%	2.1	279%	24.8%	35.5%	40%	366%

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

2.5. 调味品：多因素交织下板块业绩显著放缓

多因素交织下 2021Q2 调味品板块业绩显著放缓。2021Q2 调味品板块实现收入 155 亿元，同比+1%，实现归母净利润 24.54 亿元，同比-18%。

(1) 从收入端看：动销放缓叠加渠道库存高企迎合基数效应，调味品主要标的 Q2 收入端显著承压。1.终端需求疲软+渠道结构变迁导致调味品标的动销放缓：一方面疫情对于消费者的收入水平以及消费意愿产生了负面影响，从而导致了需求端的持续疲软，另一方面社区团购兴起背景下主要品牌担忧价格冲击从而没有及时布局导致 Q2 出现渠道通路萎缩（我们测算 2021 年社区团购将分流 12%的酱油销售）；2.渠道库存高企：2020H2 调味品企业为冲年度任务普遍向渠道压货导致 2020 年末渠道库存处于高位，2021Q1 疫情加重预期之下渠道/终端主动加库存进一步导致渠道库存被推高，因此 2021Q2 主要企业普遍面临去库存的压力（2021Q1 末海天/恒顺渠道库存 3 个月，中炬高新渠道库存 2.5 个月，涪陵榨菜渠道库存 2 个月）；3.基数效应：2020Q2 渠道补库存导致调味品企业收入显著增长，因此 2021Q2 面临增长高基数。

2021Q1 调味品板块实现收入 195 亿元，同比+25%，实现净利润 34.19 亿元，同比+17.5%，收入显著高增主因基数效应（2020Q1 受疫情影响物流配送暂时受限，因此收入增速仅为 4%），净利润增速低于收入增速主因成本上行+抢占市场导向背景下加大费用投放力度导致中炬高新、千禾味业 2021Q1 净利润显著承压。(2) 从利润端看，成本上行+费用投入加大导致净利率进一步下探。从毛销差角度看，2021Q2 调味品板块毛销差同比-4.7pct，一方面是因为大豆/包材等原材料价格的显著上行，另一方面扩张导向下各大龙头企业均加强了费用投放的力度。尽管短期行业经营承压，但是放眼长期我们认为成本上行压力将加速行业格局分化演变，看好市场份额进一步向具备明显竞争优势的龙头集中。尽管 2021 年包材价格预计将进入上行阶段+大豆等主要原材料持续处于高位从而造成的成本压力边际向上，但是考虑到海天已经公告 2021 年无提价计划而是通过提升经营效率内部消化成本上行压力，我们分析认为在高成本压力之下，握有提价主动权的龙头选择不动用提价武器将会不断考验市场参与者的经营管理能力以及现金流水平，因此行业分化程度将进一步加剧，市场份额将逐步聚集于头部企业。

图 23：2021Q2 收入增速环比显著下降

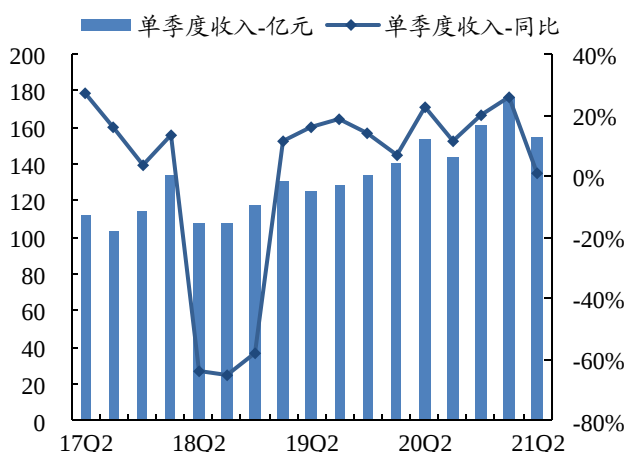
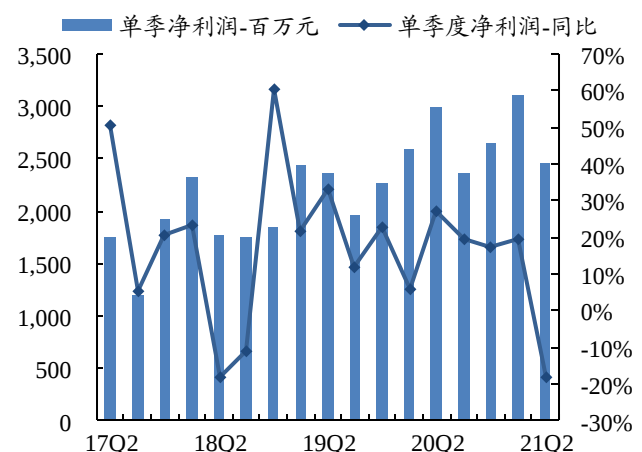
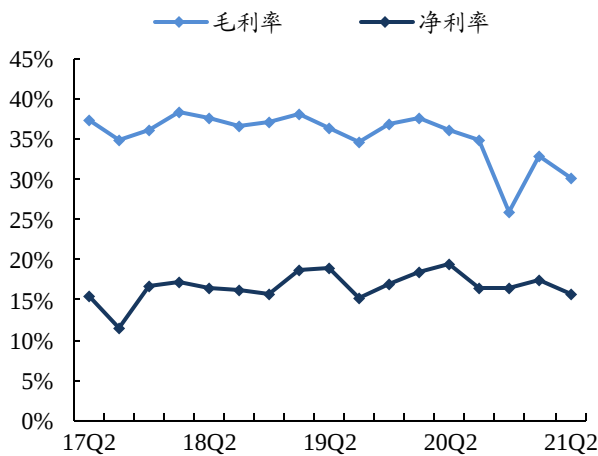


图 24：2021Q2 净利润显著承压



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

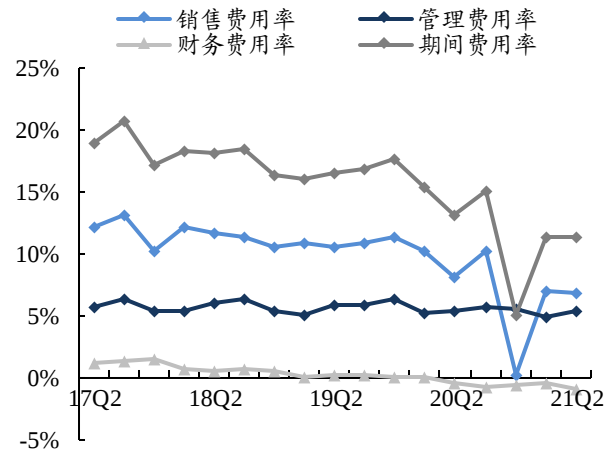
图 25：2021Q2 盈利能力承压



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 26：2021Q2 销售费用率同比有所下降



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

海天味业：业绩不及预期，逆境助力加速收割份额。2021H1 实现营收/净利润 123/34 亿元，同比+6%/3%；折合 2021Q2 实现营收/净利润 52/14 亿元，同比-9%/-15%。总体而言，需求端疲软+渠道通路暂时萎缩+渠道高库存+基数效应+原材料价格上涨，2021Q2 业绩不及预期。2021H1 公司毛利率同比-3.6pct，主因原材料价格上行+会计准则变化；净利率同比-0.87pct；费用率方面，2021H1 销售费用率分别同比-1.98pct，下行受广告费用投放缩减影响，财务费用率下降主因报告期内公司存款利息收入以及汇兑收益增加。逆境之下海天有望加速取得市场份额的提升：一方面成本上行的压力将不断挤压落后产能的生存空间逼迫其出局，另一方面行业准入门槛的提高将会导致配置酱油/配制醋企业的淘汰，在此背景下，海天味业凭借其覆盖面逐步扩张的渠道将更加丰富的产品矩阵推向消费者，有望承接被淘汰企业所留下来的需求，因此我们看好海天味业市占率的加速提升。中长期看，渠道/产品双轮驱动保障成长性。

中炬高新：业绩短期承压，管理改善仍可期。2021H1 实现营收/净利润 23/3 亿元，同比-9%/-39%，Q2 实现营收/净利润 11/1 亿元，同比-25%/-58%。总体而言，公司业绩不及预期，主因动销放缓+主动控货去库存+原材料上行+基数效应。产品端酱油主业下滑拖累收入，渠道端公司逐步加强空白市场的经销商布局力度地级市/县级市开发度进一步提升。2021H1 毛利率同比-4.8pct，主因原材料价格上涨；净利率同比-6.4pct，主因毛利率承压+管理/研发费用率增加。中长期看：管理效率边际提升带动下，公司成长可期。2021 年开始随着股权激励的预期落地以及张卫华总重新回归管理团队，公司管理效率呈现边际改善趋势，在此基础上公司在战略层面进一步聚焦调味品主业（拟挂牌转让房地产子公司股权，所获资金拟全部投入调味品主业当中），在战术端渠道扩张、产品结构丰富、产能扩建及品牌建设齐发力，随着长板逐渐拉长、短板不断补齐，我们看好公司竞争壁垒的持续提升，最终实现市场份额的加速收割并不断获取超额利润。

千禾味业：业绩短期承压，长期成长可期。2021H1 公司实现营收/净利

润 8.9/0.7 亿元, 同比+11%/-58%, 折合 Q2 实现营收/净利润 4.1/0.3 亿元, 同比-7%/-70%, 业绩承压主因疫情后周期大众消费疲软的背景下, 公司受累于社区团购对商超渠道分分流、成本压力上行、广告费用投放效果递延以及高基数的影响。2021H1 公司毛利率同比-7.5pct, 下滑主因: (1) 会计准则调整, 按可比口径还原, 2021H1 公司毛利率为 48.5%, 同比-1.2pct; (2) 大豆、包材等原材料价格上半年显著上行; 净利率同比-12.2pct, 主因销售费用率的显著增长, 按可比口径还原看实际同比+11.55pct, 增长主因促销及广告宣传费用营收占比同比+12.3pct。聚焦 2021H2, 随着需求端消费力的逐步复苏+渠道结构的持续优化 (2021 年 6 月份开始公司布局起社区团购渠道)+成本压力的边际下行+费用投放的边际收缩, 我们判断 2021H2 公司业绩环比将迎来改善。中长期看, 基于公司聚焦于以零添加为代表的高端酱油的差异化战略, 同时在战术端不断发力于渠道/品牌建设, 我们看好公司长期的成长性。

恒顺醋业: 短板逐渐补齐、长板逐渐拉长, 公司改革逻辑清晰。2021H1 公司实现营收/归母净利润 10.4/1.3 亿元, 同比+9%/-15%, 折合 Q2 实现营收/归母净利润 5.2/0.5 亿元, 同比+6.3%/-33.8%。总体而言, 受累于大众消费需求疲软以及原材料价格上行, 公司业绩低于市场预期。值得注意的是, 2021H1 公司经销商净增长 282 家, 均匀地分布于 5 大区域, 因此渠道的加速扩张为未来外围市场放量奠定了基础。2021H1 公司毛利率同比-2.7pct, 主因原材料价格显著提升, 展望下半年, 在提价以及原材料涨幅收缩的背景下毛利率压力有望缓解; 净利率同比-3.7pct, 主要受累于毛利率下降。拉长板补短板, 公司长期成长可期。2021 年公司重心在于弥补产品/产能端的短板, 1. 产品端食醋业务香陈白米果产品矩阵持续补齐; 2. 产能端: 食醋/料酒/酱油/复合调味料产能持续建设, 有望解决长期发展过程中的产能桎梏, 因此尽管短期业绩承压, 但是中长期角度来看, 在管理持续改善背景下, 产品/品牌/渠道/产能建设齐发力, 我们看好公司逐渐收割市场份额, 最终获取超额利润。

涪陵榨菜: 业绩低于预期, 长期确定性与弹性兼具。2021H1 公司实现营收/净利润 13.5/3.8 亿元, 同比+12%/-7%; 折合 2021Q2 实现营收/净利润 6.4/1.7 亿元, 同比-11%/-28%, Q2 回款同比+4.2%, 快于收入增速, 下半年仍有余力。从经销商数量上看, 2021H1 末公司经销商达到 2489 家, 较 2020 年末提升 168 家, 随着增量经销商逐渐融入体系, 基于公司持续拓宽的产品/品牌壁垒, 中长期看业绩端有望迎来厚积薄发。2021H1 毛利率同比+2.1pct, 主因提价, 考虑到成本上行之下同行普遍进入提价周期, 我们判断公司后续大概率将进一步推进提价, 全年看毛利率有望维持稳定; 净利率同比-5.8pct, 主因调整思路做热品牌的带动下销售费用率同比+9.5pct。长期看公司业绩确定性/弹性兼具。下游渠道纵向下沉以及横向省地级市场精耕助力下公司有望进一步挤压竞品, 加速收割存量市场从而保障业绩增长确定性; 同时营销/产品/渠道三箭齐发带动下, 我们看好公司逐步实现对于其他佐餐开味食品的替代, 从而助力打开包装榨菜行业空间天花板, 最终收获潜在的业绩弹性。

表 8: 多因素交织下 2021Q2 调味品板块业绩显著放缓

2021/8/30	市值	2021H1				2021Q1		2021Q2			
	(亿元)	收入	收入	净利润	净利	毛利率	净利率	收入	净利	收入	净利

		(亿元)	YOY	(亿元)	YOY		YOY	YOY	YOY	YOY	YOY
海天味业	4,001	123.3	6%	33.5	3%	39.31%	27.2%	22%	21%	-9%	-15%
中炬高新	239	23.2	-9%	2.8	-39%	37.71%	12.1%	10%	-15%	-25%	-58%
加加食品	54	8.4	-27%	0.2	-82%	23.37%	2.3%	4%	-13%	-50%	-143%
恒顺醋业	139	10.4	9%	1.3	-15%	38.17%	12.3%	11%	4%	6%	-34%
天味食品	160	10.2	11%	0.8	-62%	34.27%	7.4%	56%	4%	-15%	-104%
日辰股份	39	1.5	36%	0.3	-5%	44.17%	23.4%	52%	0%	24%	-9%
涪陵榨菜	228	13.5	12%	3.8	-7%	59.49%	27.9%	47%	23%	-11%	-28%
佳隆股份	24	1.5	86%	0.2	246%	36.51%	12.0%	96%	127%	79%	1244%
安记食品	22	2.5	43%	0.3	13%	22.90%	10.5%	69%	26%	23%	1%
梅花集团	213	110.3	36%	10.0	58%	18.01%	9.1%	34%	66%	37%	53%
莲花味精	57	8.5	9%	0.3	-8%	14.66%	3.4%	40%	-11%	-10%	-6%
千禾味业	133	8.9	11%	0.7	-58%	42.21%	7.4%	33%	-43%	-7%	-70%
星湖科技	28	5.8	-1%	0.8	-9%	28.93%	13.1%	6%	7%	-7%	-19%
仲景食品	54	3.9	12%	0.7	7%	40.83%	17.6%	26%	41%	0%	-20%
调味品	5,391	331.8	13%	55.5	-1%	31.51%	16.7%	26%	1%	20%	-18%

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

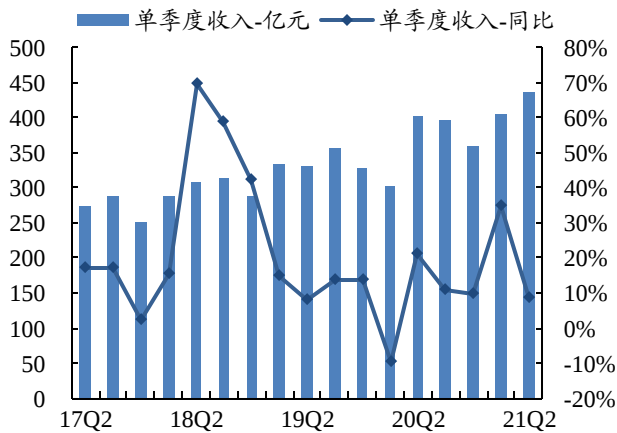
2.6. 乳制品: 维持高景气, 竞争格局优化

21H1 行业维持高景气, 龙头集中度持续提升。2021H1 乳制品板块 (A 股) 收入 843 亿、同比+20%, 净利润 62 亿元、同比+49%。21Q2 单季度收入、利润分别同比增长 9%、下滑 2%。受益于后疫情下消费者营养补充需求增加, 液奶行业整体保持双位数增长, 同时创新驱动带来子行业的高速发展, 奶酪、低温鲜奶等板块保持高双位数-三位数增长, 奶粉则表现出两级分化, 龙头奶粉企业上半年仍双位数增长。在奶源紧张的大背景下, 产品结构进一步升级, 行业集中度加速提升。伊利 1H21 常温市占率 38.8%, 与去年同期持平, 维持行业第一地位, 安慕希市占率同比提升 0.9pct。蒙牛 1H21 常温市占率提升 0.6pct 至 28.8%, 鲜奶业务市占率对比 2020 年底提升 0.9pct 至 13.1%。

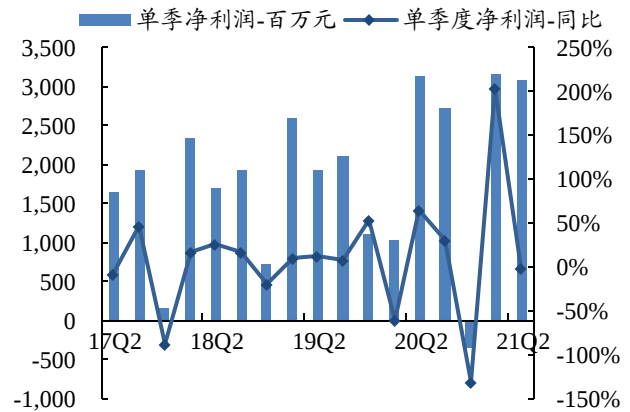
原奶成本上涨加速结构升级, 竞争格局持续优化。2021H1 乳制品板块毛利率同比下降 2.3pct 至 33.9%, 主因原奶价格上涨, 龙头乳企原奶成本普遍上涨 15% 左右、毛利率平均被侵蚀 3-5pct, 但两大龙头乳企通过产品结构升级、品类创新使得 H1 综合毛利率均控制在 1pct 以内下滑。销售费用率方面, 得益于竞争格局持续优化、终端需求旺盛, 常温液奶销售费用率整体收缩, 其他新业务赛道费用投放加大, 2021H1 板块平均销售费用率为 20.5%, 同比下降 2.9pct, 净利率 7.4%, 同比提升 1.4pct。21Q2 单季度板块毛利率同比下降 2.5pct 至 33.9%, 销售费用率同比下降 1.3pct 至 20.6%, 净利率同比下降 0.8pct 至 7.0%。

图 27: 21Q2 乳品板块收入保持增长

图 28: 21Q2 乳品板块净利润高基数上有所下滑

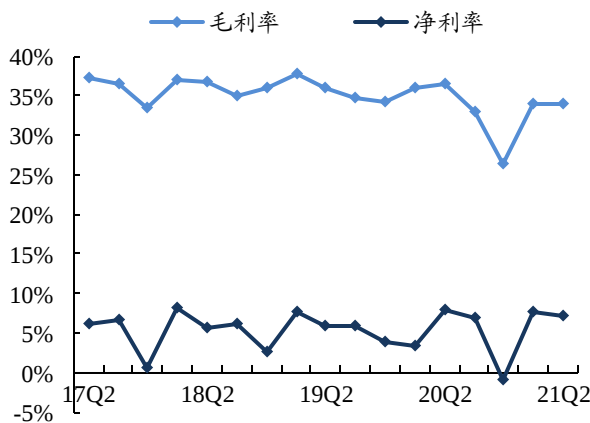


数据来源：WIND，国泰君安证券研究



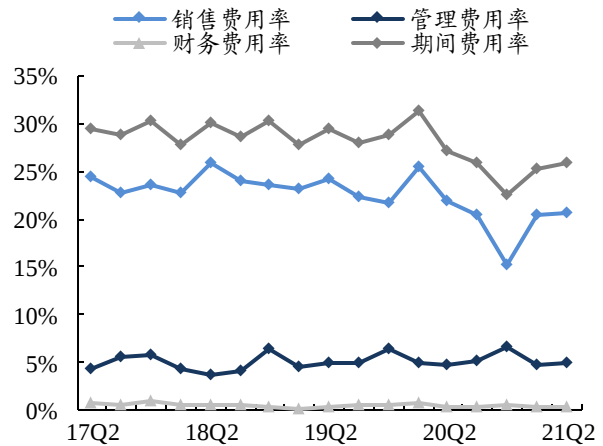
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 29: 21Q2 板块净利率下降幅度明显小于毛利率



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 30: 21Q2 板块销售费用率同比进一步收缩



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

伊利股份：业绩略超预期，利润率拐点可期。公司 2Q21 收入 289.3 亿，同比+7.7%，2Q21 净利润 24.9 亿元，同比-4%，扣非后净利润同比-1%，略超预期。1H21 原奶价格上涨 15%，对毛利率影响-3%，但得益于产品结构升级，1H21 毛利率仅下滑-0.77pct，单 2Q21 毛利率同比 2Q20 下滑 2.0pct 至 36.89%，预计下半年奶价回落至高单位数增长，全年奶价双位数增长。销售费用率方面，2Q21 收缩 0.19pct 至 22.56%，竞争格局优化趋势明显，我们预计在该趋势延续的背景下，随着原奶价格涨幅逐步回落，4Q21-1Q22 或形成毛销差拐点，利润率持续改善。各业务增长良好，1H21 常温白奶公司通过高端化升级取得 30%以上增长，金典增速保持市场第一，安慕希增长 10%，市占率同比提升 0.9%。奶粉业务剔除西部乳业影响增长超 20%，其中金领冠珍护增速超 30%，婴儿奶粉线下渠道份额增长 1.6pct 至 8.1%。奶酪业务营收约 6 亿元，较去年翻倍增长。金典及母品牌的低温鲜奶增长超 2 倍，市场份额同比提升 5.7%

蒙牛乳业：新业务发力，利润率持续改善。公司 1H21 营收 459 亿元，同比增长 22.3%，净利润 29.5 亿元，同比增长 143.2%，超过预期。考虑到奶价涨幅，预计 2021 年 organic OP margin 较 2019 年提升小于 50bps，并 2021 年利润率不会低于 2019 年利润率水平。1H21 营收同比 22.3% 中销量贡献 16%，mix 贡献 6%，收入增长可持续。全维度看，2020 年增长是相对低位增长，下半年将在高增速基础上实现双位数增长，预计

可以 2021-2023 年保持 15% 增长势头。新业务布局包括奶酪、鲜奶、低温酸奶、成人奶粉等板块。公司强调未来五年“再造一个新蒙牛”发展战略，以上业务布局将逐步落地。根据公司交流，1H21 奶价上涨双位数（预计 15%），对毛利率带来 4pct 的负面影响，但通过产品结构升级大部分覆盖，1H21 毛利率仅收缩-0.8pct，由于原奶价格上升，1H21 公司毛利率下降 0.8%至 38.2%。经营费用率 32.8%，同比下降 4.5%，我们认为即使当未来奶价涨幅收缩，竞争亦将不同于以往乳业早期的价格促销的竞争，更多将是品牌 and 创新的竞争。预计 2H21 销售费用率将保持持平，将在高增长的品类以及创新事业部继续投入。

光明乳业：业绩低于预期，海外业务拖累。公司 1H21 实现营收 142.6 亿元，同比增长 17.4%，净利润 2.6 亿元，同比下降 16.8%。单 2Q 营收 72 亿元，同比增长 3.7%，净利润 1.6 亿元，同比下降 31.6%，业绩低于预期，主因其他乳品业务增速低于预期以及海外业务海运成本上涨超预期。毛利率下降明显，海外业务拖累：分产品，1H21 液态奶/其他乳制品/牧业产品/其他营收分别为 82.3/40.2/12.3/5.5 亿元，同比变动 +24.7%/-0.3%/+33.1%/+20.0%。公司 2Q21 毛利率同比下降 4pct 至 25.8%，主要由于海外业务部分海运成本大幅上涨（新西兰新莱特 1H21 营收 31.2 亿元，亏损 0.76 亿元），及光明牧业成本上涨。2Q21 销售费用率同比提升 0.2pct 至 19.5%。

中国飞鹤：市占率继续提升，成人奶粉第二曲线。公司公告 1H21 营收 115 亿元同比增长 32.6%，增长主要来源于星飞帆、有机、含乳铁蛋白系列及儿童配方奶粉产品。净利润 38 亿元，同比增长 36.8%，符合预期。毛利率 73.3%（星飞帆毛利率约 79%，有机毛利率 71%-72%，高端产品调整后毛利率 70%以上），同比增长 2.4%，增长主要来源于原生态并表，净利率 32.6%，同比增长 1%。费用端销售费用率 28.9%，同比增长 3.7%，增长主要来源于广告投放及消费者服务费用投放，未来会维持销售费用的投放。1H21 公司市占率总体增长约 15%达 18.4%，分品类看超高端 29%，高端 22.3%。2023-2028 每年营收增速目标 15%。2021 年 9 月公司将上市强化骨骼、心脑血管和增强抵抗力的功能性成人奶粉，下半年将上市平稳血糖的成人奶粉。根据尼尔森数据，2020 成人奶粉市场规模约 200 亿，未来双位数增长。

现代牧业：2H21 奶价涨幅或收窄，五年产量翻翻。1H21 公司营收 31.8 亿元，同比增长 12%，现金 EBITDA 11.53 亿元，同比增长 17%，净利润 5.06 亿元，同比增长 123%，去除去年同期一次性收益的核心利润同比增长 229%，经营现金流 14.65 亿元，同比增长 39%，业绩符合预期。1H21 公司平均奶价 4.39 元/公斤，同比增长 13.4%，行业平均奶价 4.26 元，同比增长 15%，突破历史新高。奶价上涨主要由于 1) 大宗饲料价格上涨，2) 供需缺口。预计 2H21 奶价与上半年接近持平，全年奶价近双位数（高单位数）增长，行业奶价下半年涨幅小于上半年。全年单产目标 11.2 吨，存栏复合增速 6%：截至 1H21 公司存栏量 25.2 万头，较去年同期增加 1.6 万头，同比增长 7%。预计公司于 3Q21 完成富源收购，收购完成后公司存栏量将达到 34 万头，按 6%年复合增长率计算，未来 5 年存栏量将达到 44 万头，并通过收并购补足缺口，实现 50 万头存栏量目标。1H 公司年化单产约 11 吨，富源年化单产 11.7 吨，8 月产能水

平同比增长 7%，全年单产目标 11.2 吨以上，未来单产至少提升 10%，有望达到 12 吨。

妙可蓝多：常温新品类拟上市，市场份额第一。公司 1H21 营收 20.7 亿元，同比增长 90.8%，其中即食营养（奶酪棒）系列营收 11.6 亿元，同比增长 130.1%。餐饮业务营收 3.6 亿，同比增长 23%。常温奶酪业务拟于 9 月推出，公司规划常温产品走大众化路线。公司市场份额由 2020 年底的 16.8% 提升至 2021 年年中的 30%+。公司即食营业系列财报口径毛利率为 56.92%，原口径毛利率为 56.84%，同比上涨约 3%。贸易业务中奶酪、黄油等高毛利业务收入占比提升，拉动整体业务毛利率水平。奶酪棒净利率国外龙头企业约为 15-20%。

表 9：2021H1 乳制品板块维持较高景气，Q2 利润小幅下滑

2021/8/30	总市值 (亿)	2021H1						2021Q2	
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
伊利股份	2015	562.9	19%	53.2	42%	37.4%	9.5%	8%	-4%
光明乳业	156	142.6	17%	2.6	-17%	24.2%	1.8%	4%	-32%
贝因美	56	11.2	-25%	0.3	-22%	53.6%	3.0%	-28%	-37%
三元股份	81	40.0	18%	1.5	244%	26.4%	3.6%	13%	482%
科迪乳业	22	2.7	45%	0.1	114%	5.4%	2.9%	19%	125%
麦趣尔	19	4.8	17%	0.1	23%	22.0%	2.3%	13%	6%
燕塘乳业	44	9.5	35%	1.1	85%	30.7%	11.8%	24%	31%
天润乳业	32	10.6	20%	0.8	1%	18.1%	7.7%	11%	-21%
皇氏集团	38	13.1	29%	0.1	1232%	21.9%	0.8%	6%	-88%
庄园牧场	23	4.8	48%	0.2	1257%	31.1%	4.8%	34%	-75%
西部牧业	23	5.2	49%	0.1	521%	15.7%	2.4%	40%	65%
熊猫乳品	41	3.9	65%	0.4	222%	25.6%	9.3%	34%	101%
妙可蓝多	329	20.7	91%	1.1	247%	39.7%	5.4%	62%	262%
一鸣食品	60	11.0	38%	0.6	4%	33.8%	5.5%	18%	-26%
乳品	2938	843.0	20%	62.3	49%	33.9%	7.4%	9%	-2.0%

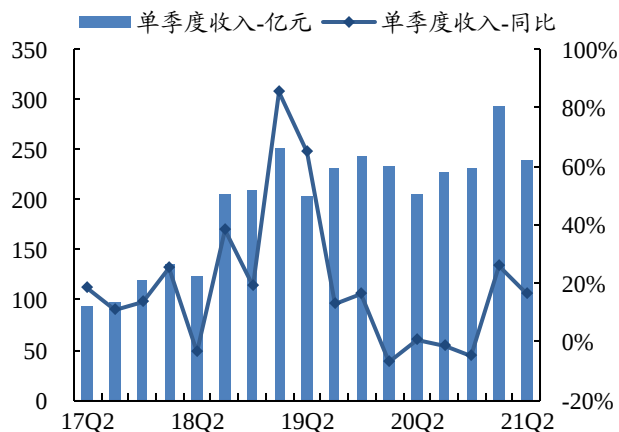
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

2.7. 软饮料：收入端实现恢复，盈利明显分化

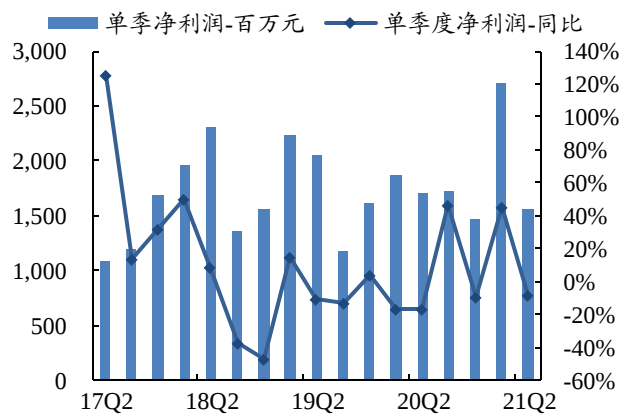
软饮料收入端整体恢复，利润端分化明显。2021H1 软饮料板块收入 524 亿元、同比+21%，净利润 43 亿元、同比+19%。21Q2 板块收入同比+12%，净利同比下滑 8%，其中东鹏饮料、承德露露、养元饮品、李子园等收入端表现较好，承德露露、养元饮品利润端亦展现较强弹性，东鹏饮料则因营销等费用投放加大，利润增速低于收入增速。2021H1 板块毛利率同比+1.2pct 至 25.6%，净利率同比下降 0.1pct 至 8.0%；单 Q2 毛利率同比+1.6pct 至 23.5%，受黑牛食品、香飘飘等亏损拖累，净利率同比降 1.8pct 至 6.6%。

图 31：21Q2 软饮料板块收入端实现恢复

图 32：21Q2 软饮料板块净利有所下滑，出现分化

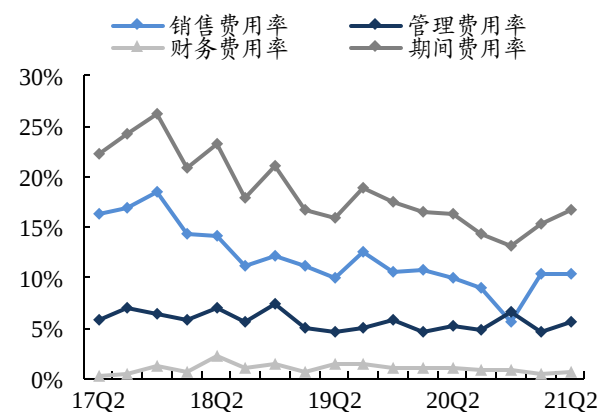


数据来源：WIND，国泰君安证券研究



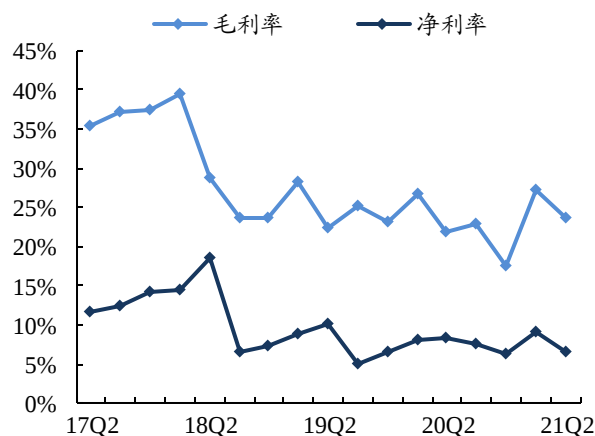
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 33: 21Q2 板块期间费用率同比略有提升



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 34: 21Q2 板块净利率同比下滑



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

东鹏饮料：加强费用投放，开拓渠道驱动成长。公司 2021H1 实现营收 36.82 亿元、同比+49.11%，归母净利 6.76 亿元、同比+53.14%。Q2 单季度实现营收 19.71 亿元、同比+28.30%，实现归母净利 3.34 亿元、同比+16.09%。费用投放加大，渠道开拓有力推进。2021H1 能量饮料主业收入同比+56.1%，500ml 金瓶持续放量；分区域看，广东/全国/直营本部收入分别同比+39.5%/60.3%/51.3%，省内深耕+省外扩张同步推进；相比 2020 年末，公司经销商净增 402 家达 2002 家，覆盖终端净增约 59 万家达 179 万家，渠道开拓卓有成效。2021Q2 公司毛利率同比+5pct 至 49.8%，主因 500ml 金瓶规模效应凸显和在原料成本回落时提前锁定价格；Q2 销售费用率同比+7.1pct，主因上市后加大品牌和渠道推广投入、加强人员激励以抢占市场份额；Q2 净利率同比下滑 1.8pct 至 16.9%。公司公告拟设立长沙子公司投资建设华中总部生产基地，持续推进全国化扩张。公司加大费用投入布局长期成长，同时推动营销管理精细化，渠道扩张效率有望提升。

表 10: 2021Q2 软饮料收入端整体恢复，利润端分化明显

2021/8/30	总市值 (亿)	2021H1						2021Q2	
		收入	收入	净利润	净利	毛利率	净利率	收入	净利
		(亿)	YOY	(亿)	YOY			YOY	YOY

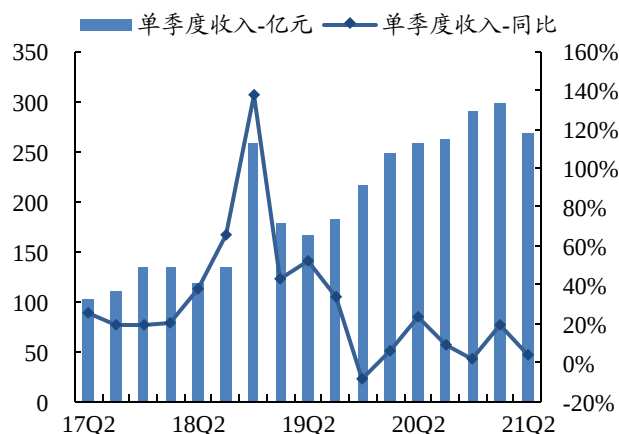
白云山	477	361.3	19%	25.0	42%	20.8%	6.9%	19%	51%
维维股份	59	20.4	-19%	0.9	-36%	20.7%	4.5%	-34%	-46%
承德露露	142	13.6	36%	2.8	40%	50.7%	20.8%	162%	242%
黑牛食品	123	14.0	21%	(7.4)	-904%	2.2%	-53.0%	5%	-182%
国投中鲁	20	6.7	16%	0.1	62%	12.1%	0.9%	14%	185%
黑芝麻	24	17.7	20%	0.1	143%	20.6%	0.7%	2%	260%
东鹏饮料	684	36.8	49%	6.8	53%	49.7%	18.4%	28%	16%
李子园	94	6.8	58%	1.3	57%	37.0%	19.0%	23%	9%
欢乐家	75	6.6	11%	1.0	14%	38.1%	14.5%	-5%	-9%
均瑶健康	72	4.8	-4%	1.2	-16%	42.3%	26.1%	-27%	-38%
养元饮品	400	34.1	91%	11.6	64%	50.0%	34.0%	132%	132%
香飘飘	60	10.9	10%	(0.6)	3%	28.0%	-5.7%	-29%	-401%
软饮料	2227.5	533.7	21%	42.7	19%	25.6%	8.0%	16%	-8.4%

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

2.8. 食品综合：收入小幅增长，净利下滑明显

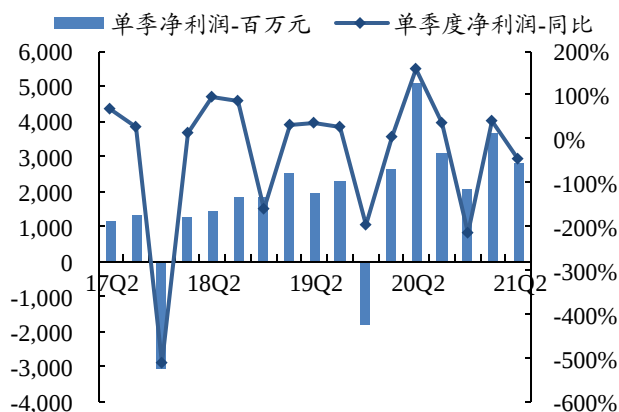
食品综合板块收入小幅稳增长、净利润承压。2021H1 食品综合板块收入 566 亿，同比+12%、增速同比降 1pct，净利润 65 亿元，同比下降 16%、增速同比降 87pct。2021Q2 板块收入同比增长 4%，净利润同比下滑 45%。板块业绩承压主因同期基数较高、大众消费力恢复偏弱、费用投放恢复等，其中百润股份、立高食品、佳禾食品等新兴成长赛道公司收入分别同比增长 54%、61%、34%。

图 35：21Q2 食品综合板块收入同比小幅增长



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

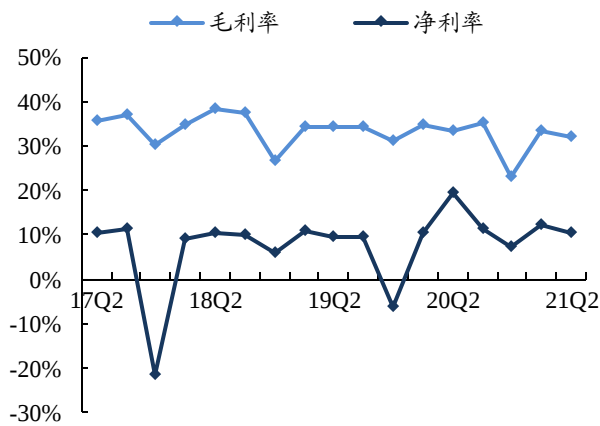
图 36：21Q2 食品综合板块净利润高基数上下滑



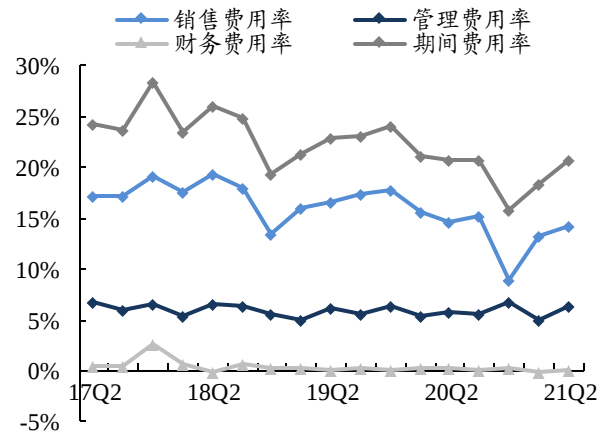
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 37：21Q2 食品综合板块净利率高基数上下滑

图 38：21Q2 食品综合板块费用率回升



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

洽洽食品: 21Q2 业绩承压, 后续曙光已现。公司 2021H1 实现营收 23.81 亿元, 同比+3.76%, 实现归母净利 3.27 亿元, 同比+10.86%, 其中 2021Q2 实现营收 10.02 亿元, 同比-12.7%, 实现归母净利 1.3 亿元, 同比-11.37%。高基数、需求承压叠加收入确认因素, 21Q2 业绩承压。2021H1 南方、北方、东方大区收入分别同比-8.14%、+9.74%、+9.19%, 疫情对华南有所影响。2021H1 线上渠道收入同比下降 12.41%, 主要系线上盈利较弱, 公司主动调整线上收入占比所致。环比改善迹象已现, 对内而言, 洽洽销售公司人事调整完毕, 新财年考核下动力充沛; 对外来看, 2021 下半年经济持续修复, 人均收入将继续恢复, 瓜子、坚果需求端将持续改善, 低基数下, 2021 下半年公司收入、利润增速大概率显著提振。长期来看, 洽洽瓜子结构改善, 坚果第二增长曲线逻辑仍未改变, 经济修复下, 公司业绩增长将回归稳态。

三只松鼠: 收入短期承压, 蓄力良性成长。公司 2021H1 营收 52.61 亿元、同比+0.17%, 归母净利 3.52 亿元、同比+87.32%, 扣非净利 2.64 亿元、同比+72.10%。Q2 单季营收 15.90 亿元、同比-13.57%, 归母净利 0.37 亿元、同比实现扭亏, 扣非净利为-0.14 亿元、同比亏损幅度收窄。公司线下蓄势待发, 持续布局全渠道、新品牌。21H1 线上 2C 渠道运营毛利率/净利率分别同比+4.8pct/3.5pct 至 35.5%/5.5%。收入短期承压主因 20 年同期促销高基数、21 年货节后移叠加线下受疫情影响增速明显放缓。面对疫情影响公司主动放缓开店速度、优化门店, 分销蓄势待发。线上新电商持续较快增长, 营收占比提升至近 10%。21H1 小鹿蓝蓝收入 2.01 亿元、亏损 0.48 亿元, 单 Q2 收入 1.22 亿元, 环比继续提速增长同时亏损逐季收窄。公司积极推动渠道结构优化以及各项业务运营管理的精细化, 逐步落实货品与多元化渠道的匹配、持续优化业务模型、稳步推广, 未来有望逐步平衡规模和利润、良性成长值得期待。

良品铺子: 全渠道发展, 持续稳健增长。公司 2021H1 实现营收 44.21 亿、同比+22.45%, 归母净利 1.92 亿、同比+19.29%, 扣非净利 1.55 亿元、同比+13.69%; 单 Q2 营收 18.47 亿元、同比+8.55%, 归母净利 0.90 亿, 同比+23.19%, 扣非净利 0.65 亿元、同比+2.45%。线上线下均衡增长。21H1 线下/线上收入分别+23.58%/19.34%, 单 Q2 线上收入同比+3.61%, 预计京东自营拉动作用较明显, 毛利率同比+1.57pct 至 33.28%, 预计系价格折促趋缓。线下持续恢复, 重点开拓的华东/华南毛利率分别

+3.84pct/1.03pct, Q2 新开门店 94 家、闭店 114 家, 优化明显。线上线下共同拉动下, 单 Q2 毛利率同比+1.4pct 至 32.9%。公司积极推进社交电商、团购、流通等新渠道布局, 小食仙 21H1 终端销售额 1.80 亿元、飞扬 0.95 亿元, 积极开发新品上市, 茶歇子品牌 Tbreak 体验店开设、有望成为新的业务增量。

表 11: 食品综合板块收入小幅稳增、净利润承压

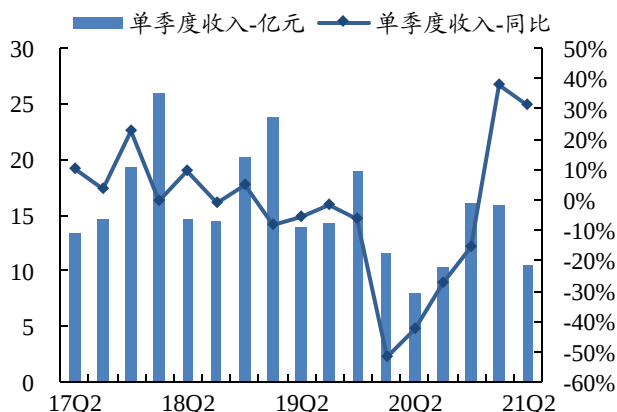
2021/8/30	总市值 (亿)	2021H1						2021Q2	
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
百润股份	549	12.1	54%	3.7	74%	66.9%	30.4%	54%	58%
汤臣倍健	439	42.0	34%	13.7	43%	66.9%	32.7%	21%	30%
青海春天	46	0.5	40%	(0.5)	23%	44.7%	-105.7%	29%	12%
双塔食品	133	10.1	4%	2.2	30%	32.9%	21.7%	0%	23%
安琪酵母	339	52.3	21%	8.3	15%	31.8%	15.8%	12%	-7%
洽洽食品	192	23.8	4%	3.3	11%	30.5%	13.7%	-13%	-11%
爱普股份	47	16.9	32%	1.2	31%	18.3%	7.2%	24%	4%
海南椰岛	77	4.3	58%	0.2	140%	25.5%	3.7%	48%	186%
深深宝 A	78	52.6	11%	2.4	16%	11.6%	4.6%	-10%	-16%
克明面业	35	20.5	6%	0.4	-81%	15.1%	2.1%	-10%	-136%
桃李面包	256	29.4	7%	3.7	-12%	26.6%	12.6%	14%	-8%
晨光生物	78	21.0	15%	1.9	24%	14.9%	9.0%	0%	21%
星河生物	101	3.0	5%	0.2	-12%	29.8%	7.9%	-9%	-68%
好想你	41	5.0	-80%	0.6	-98%	33.5%	11.0%	-75%	-99%
保龄宝	45	12.6	24%	0.6	49%	11.2%	5.1%	15%	90%
西王食品	57	30.5	15%	1.3	-27%	28.5%	4.3%	3%	-56%
华宝股份	253	9.2	-2%	5.3	-3%	72.5%	57.8%	-8%	-7%
甘源食品	43	5.4	11%	0.4	-46%	37.2%	6.8%	-17%	-113%
劲仔食品	43	4.7	5%	0.4	-36%	27.1%	8.7%	-4%	-48%
祖名股份	31	6.2	9%	0.3	-36%	28.2%	5.1%	9%	-27%
立高食品	218	12.5	87%	1.4	80%	35.9%	10.9%	61%	10%
佳禾食品	74	11.1	56%	0.7	-8%	14.2%	6.5%	34%	-60%
南侨食品	138	13.6	39%	2.0	63%	37.3%	14.3%	30%	27%
嘉必优	64	1.6	8%	0.7	-5%	55.9%	41.4%	-12%	-26%
仙乐健康	84	11.7	27%	1.5	17%	34.8%	12.5%	18%	19%
西麦食品	38	5.5	27%	0.8	1%	47.0%	14.4%	3%	-40%
品渥食品	34	6.9	1%	0.4	-34%	31.3%	6.4%	-9%	-67%
来伊份	49	21.0	-2%	1.1	778%	45.4%	5.2%	8%	146%
盐津铺子	68	10.6	13%	0.5	-63%	40.5%	4.6%	-2%	-146%
三只松鼠	142	52.6	0%	3.5	87%	31.1%	6.7%	-14%	19505%
良品铺子	129	44.2	22%	1.9	19%	31.9%	4.3%	9%	23%
元祖股份	42	10.0	20%	0.6	143%	64.2%	6.2%	15%	7%
桂发祥	21	2.2	51%	0.2	539%	44.2%	9.7%	93%	236%
食品综合	3981.4	565.8	12%	64.9	-16%	32.7%	11.5%	4%	-44.9%

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2.9. 葡萄酒: 业绩实现恢复性增长

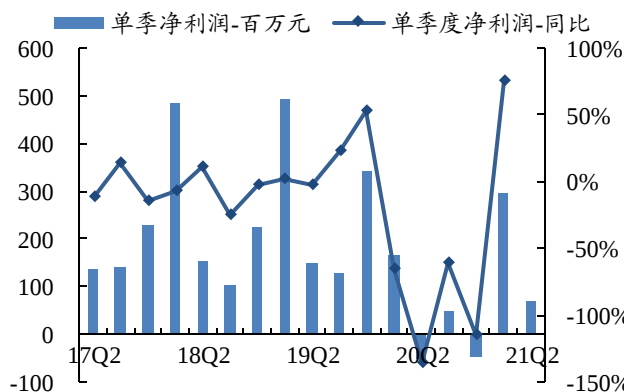
葡萄酒板块收入、利润均实现恢复性增长。2021H1 葡萄酒板块收入 26.5 亿元、同比+35%，净利润 3.6 亿元、同比+216%。其中 2021Q2 葡萄酒板块收入 11 亿元、同比+31%；板块实现扭亏，净利润 0.68 亿元（2020Q2 为亏损 0.53 亿元）。

图 39：21Q2 葡萄酒板块收入继续恢复



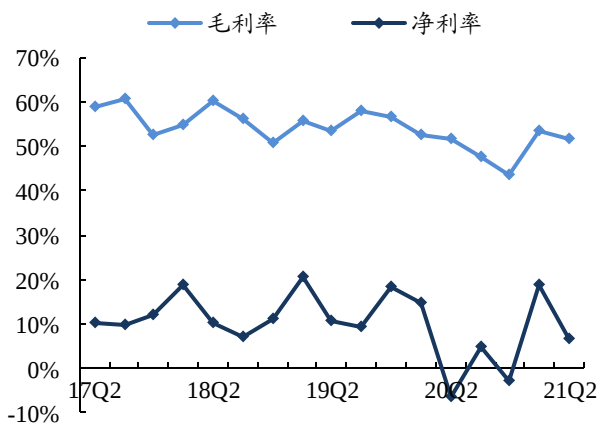
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 40：21Q2 葡萄酒板块实现扭亏



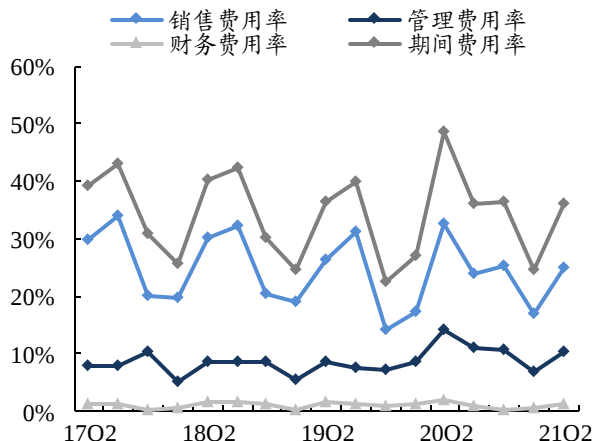
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 41：21Q2 葡萄酒板块毛利率同比大致持平



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 42：21Q2 葡萄酒板块期间费用率同比明显改善



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

表 12：2020H1 葡萄酒业绩实现恢复性增长

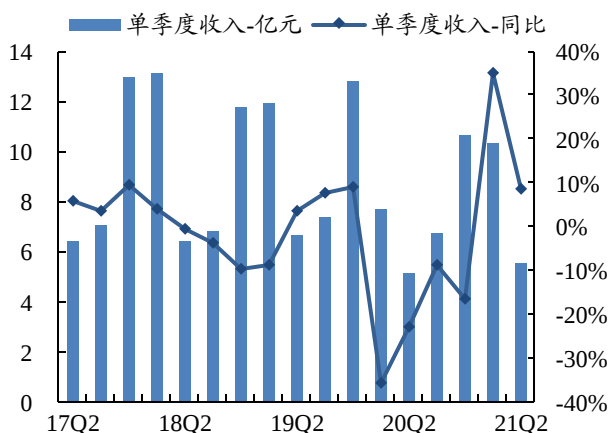
2021/8/30	总市值 (亿)	2021H1						2021Q2	
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
张裕 A	214	18.7	32%	3.7	17%	59.4%	19.9%	21%	1%
中葡股份	44	1.2	177%	0.1	扭亏	59.4%	9.5%	102%	82%
莫高股份	22	0.6	74%	(0.2)	-68%	44.9%	-27.4%	60%	-363%
通葡股份	15	3.5	12%	(0.0)	81%	18.4%	0.9%	30%	74%
威龙股份	29	2.4	44%	(0.0)	99%	48.3%	-0.5%	68%	98%
葡萄酒	323	26.5	35%	3.6	216%	52.6%	13.8%	31%	扭亏

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

2.10. 黄酒：收入端缓慢恢复，盈利仍待改善

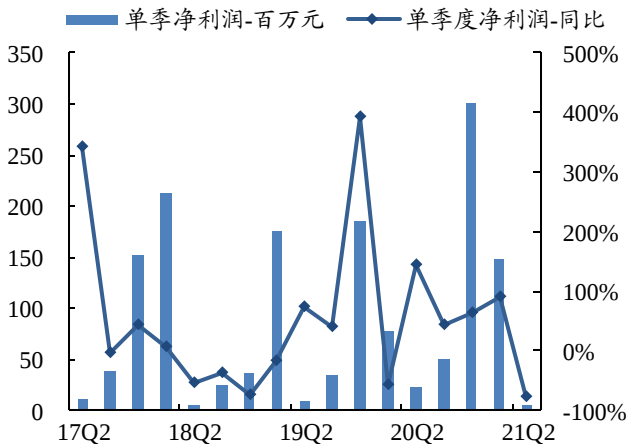
黄酒板块收入缓慢恢复，Q2 淡季利润较高基数上出现下滑。2021H1 黄酒板块收入 16 亿、净利润 1.5 亿，分别同比增长 24%、53%。2021Q2 黄酒板块收入同比增长 8%、增速环比下滑 26pct，净利润同比下滑 76%，增速环比下滑 165pct，2020Q2 销售虽然受疫情拖累但费用投放较少、淡季利润形成较高基数。21Q2 黄酒板块毛利率 35.4%，同比+2.3pct；销售费用率 15.0%，同比+3.4pct，管理费用率 16.1%，同比+1.4pct；净利率 0.9%，同比下降 3.4pct，销售恢复阶段费用投放有所加大对盈利能力造成一定影响。

图 43：21Q2 黄酒板块收入小幅恢复



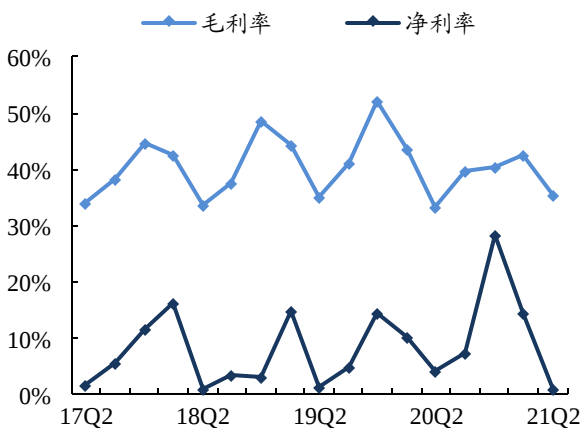
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 44：21Q2 黄酒板块净利下滑



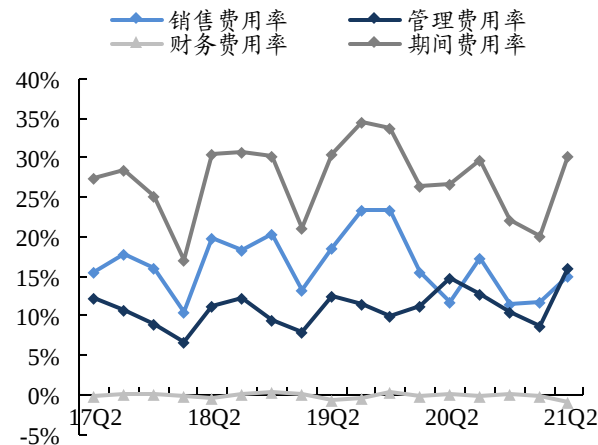
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 45：21Q2 黄酒板块盈利能力下滑



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 46：21Q2 年黄酒板块费用率出现较明显上升



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

表 13：2021H1 黄酒板块业绩大幅下滑，盈利能力承压

2021/8/30	总市值 (亿)	2020H1				2020Q2			
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
古越龙山	94	7.6	32%	0.9	31%	36.5%	11.5%	23%	29%
金枫酒业	47	2.5	3%	(0.2)	-56%	36.8%	-9.0%	-6%	-103%

会稽山	52	5.7	26%	0.9	83%	46.1%	15.4%	0%	-71%
黄酒	193	15.9	24%	1.5	53%	40.0%	9.7%	8%	-76.2%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3. 基金持仓：整体重仓比例下降，成长品种受青睐

2021Q2 食品饮料板块获公募基金重仓配置比例环比下降，但仍居第一。从公募基金重仓股配置比例来看，2021Q2 食品饮料重仓股配置比例环比下降 1.2pct 至 8.84%，但在诸多行业中仍保持第一。

表 14：2021Q2 公募基金配置食品饮料重仓股的市值比例（%）环比继续下降

	2021Q2	Q2 环比 变动 (pct)	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
食品饮料	8.84	-1.20	10.04	10.50	9.20	7.60	7.56
医药生物	8.34	0.59	7.75	7.63	7.95	10.51	9.27
电子	6.97	0.97	6.00	6.10	6.51	7.11	5.57
电气设备	6.50	2.35	4.15	4.94	4.52	2.52	1.68
化工	3.61	0.47	3.14	2.71	1.99	1.74	1.36
... ..							
重仓股占比总计	51.87	-0.03	51.91	52.80	51.84	51.72	52.07

数据来源：WIND，国泰君安证券研究注：基金统计口径为 Wind 公募基金；表格仅含重仓股比例数据。

2021Q2 高端白酒的公募重仓比例环比有所下降，成长性品种获青睐。

白酒板块：贵州茅台、五粮液、泸州老窖的公募重仓比例有所下降，山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业的公募重仓比例则环比提升。**啤酒板块：**重庆啤酒、青岛啤酒重仓比例提升。**其他酒类：**百润股份重仓比例提升。**肉制品板块：**绝味食品、双汇发展重仓比例均下降。**速冻食品板块：**安井食品、巴比食品、味知香重仓比例小幅上升。**乳制品板块：**伊利股份、妙可蓝多、光明乳业重仓比例下降。**调味品板块：**涪陵榨菜、日辰股份、天味食品、安记食品重仓比例有所提升，其他均不同程度下降。另外，立高食品、东鹏饮料等成长赛道个股上市后亦获得多家公募重仓。

表 15：2021Q2 高端白酒的公募重仓比例环比有所下降，成长性品种获青睐

证券名称	进入前十大 重仓基金数 (家)	基金数环比 变化 (家)	重仓股持股 总数(万股)	环比持股总 数变化(万股)	重仓股持股 市值(亿元)	重仓持股占 流通股比(%)	重仓持股占 流通股比环 比变化(%)
贵州茅台	1492	-124	6550.2	-602.0	1347.17	5.21	-0.48
五粮液	1122	32	35667.2	-1925.6	1062.49	9.19	-0.71
伊利股份	326	-115	39755.1	-9251.8	146.42	6.70	-1.56
山西汾酒	302	52	8454.7	170.0	378.77	9.74	0.17
泸州老窖	265	-126	16967.0	-2634.1	400.32	11.59	-1.80
重庆啤酒	118	51	3796.7	352.6	75.15	7.84	0.73
酒鬼酒	106	45	2706.2	1229.2	69.17	8.33	3.78
青岛啤酒	102	35	5086.3	1678.6	58.82	7.31	2.41
洋河股份	102	15	9940.4	3091.6	205.97	7.97	2.48

安井食品	96	11	3015.2	15.4	76.59	12.55	0.06
百润股份	72	-3	12327.3	5679.3	116.85	24.07	5.01
绝味食品	49	-5	6008.9	-300.6	50.65	9.87	-0.49
今世缘	42	-9	2262.3	-1366.7	12.25	1.80	-1.09
海天味业	41	-6	1535.7	-60.5	19.80	0.36	-0.13
古井贡酒	41	5	2615.6	-1008.4	62.64	6.82	-2.63
妙可蓝多	36	-2	3310.4	-524.3	23.11	8.09	-1.28
水井坊	33	12	353.3	-476.1	4.46	0.72	-0.97
口子窖	30	1	1665.0	-727.4	11.27	2.78	-1.21
中炬高新	21	1	4071.0	-566.2	17.11	5.11	-0.71
舍得酒业	19	15	117.1	82.0	2.50	0.35	0.25
汤臣倍健	19	-9	3915.3	1091.3	12.88	4.39	1.22
立高食品	18		376.4		5.83	10.42	
涪陵榨菜	18	-14	1685.6	475.4	6.26	2.16	0.61
双汇发展	18	-37	3261.0	-4301.7	10.37	2.19	-3.44
东鹏饮料	16		68.6		1.72	1.71	
洽洽食品	13	0	279.6	33.3	1.21	0.55	0.07
光明乳业	13	-2	4515.4	-47.0	6.51	3.69	-0.04
顺鑫农业	12	-10	5280.7	-2599.0	22.27	7.12	-3.50
养元饮品	10	0	541.3	-29.8	1.55	0.43	-0.02
盐津铺子	8	-9	155.4	-172.0	1.55	1.36	-1.62
承德露露	8	7	995.6	902.1	1.19	0.92	0.84
千禾味业	7	-1	836.8	-1312.0	2.20	1.05	-2.19
元祖股份	6	0	289.9	-11.4	0.51	1.21	-0.05
桃李面包	6	-5	1052.1	136.7	3.28	1.10	-0.24
双塔食品	4	2	3929.3	1225.2	4.54	3.57	1.11
迎驾贡酒	4	-12	133.1	-728.6	0.59	0.17	-0.91
老白干酒	4	3	26.6	-346.3	0.07	0.03	-0.40
爱普股份	4		223.8		0.42	0.70	
古越龙山	3		762.6		0.93	0.94	
新乳业	3	1	207.8	112.2	0.31	1.42	0.82
西麦食品	3	1	40.8	11.5	0.12	0.60	0.18
华宝股份	3	2	52.8	28.5	0.27	0.46	0.25
味知香	3		0.3		0.00	0.01	
天味食品	3	1	554.1	546.0	1.63	3.00	2.94
佳禾食品	2		6.1		0.02	0.15	
香飘飘	2	1	56.8	46.2	0.10	0.14	0.11
日辰股份	2	0	198.9	193.1	1.24	5.82	5.65
恒顺醋业	2	-5	22.1	-1454.5	0.04	0.02	-1.45
安记食品	1	0	83.6	5.4	0.08	0.36	0.02
金徽酒	1		9.3		0.04	0.02	
巴比食品	1	-2	69.8	5.1	0.23	1.13	0.08
仲景食品	1	-4	0.0	-0.1	0.00	0.00	0.00
燕京啤酒	1	-1	18.3	-94.4	0.01	0.01	-0.04
珠江啤酒	1	-1	12.3	8.5	0.01	0.01	0.00

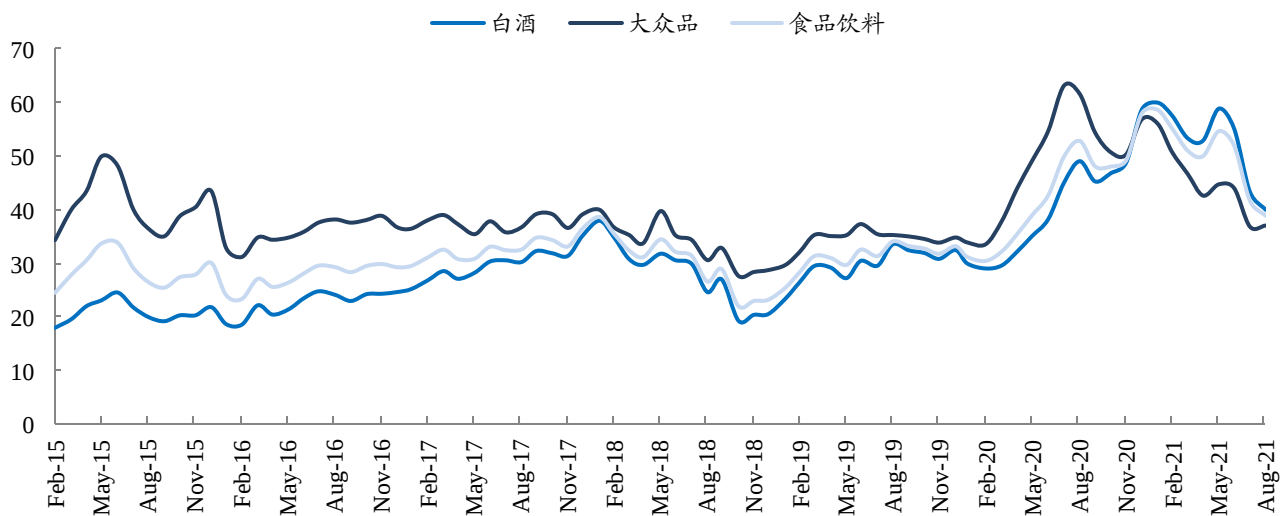
龙大肉食	1	-3	3.5	-345.0	0.00	0.00	-0.35
燕塘乳业	1		36.0		0.08	0.23	
甘源食品	1	-1	1.0	-120.4	0.01	0.04	-5.17
三只松鼠	1	0	130.0	129.9	0.62	0.57	0.57
仙乐健康	1	-9	104.7	-216.0	0.58	2.04	-7.32
上海梅林	1	0	2816.7	2733.2	2.31	3.00	2.91
天润乳业	1	0	6.4	1.4	0.01	0.02	0.01

数据来源：Wind、国泰君安证券研究 注：口径为全部公募基金

4. 投资建议：静待改善，布局成长

2021Q2 以来板块整体估值继续回落。2021Q2 以来食品饮料板块估值呈现回落态势，截至 2021 年 8 月末，行业整体 PE 为 39X。其中，此前调整幅度相对较小的白酒在政策不确定性担忧下出现较大幅度的估值回调，截至 2021 年 8 月末，白酒行业整体 PE 为 40X；大众品估值则延续此前回落态势，截至 2021 年 8 月末，大众品整体 PE 为 37X。白酒和大众品中的成长性个股仍享有估值溢价。

图 47：2021Q2 白酒估值回调幅度较大，大众品估值延续回调态势



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

基本面角度看，高端消费依然表现优异，中低端大众消费期待改善。白酒：高端龙头表现稳健，次高端凸显成长性，中低端出现分化；中秋旺季将至，高端整体反馈积极，价格体系变动为主要观测指标，次高端高增长趋势有望维持。**大众品：**中低端大众消费整体弱于预期，随着消费力逐步恢复，大众品有望陆续恢复，但恢复速度相对较低；中长期消费升级、继续向龙头倾斜的趋势不变，新兴成长赛道个股值得关注。

投资建议：

1) 白酒建议增持：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、洋河股份、今世缘；成长性标的：山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业、迎驾贡

酒。

2) 大众品建议增持: 绝味食品、青岛啤酒、味知香、东鹏饮料、三只松鼠、巴比食品、伊利股份、涪陵榨菜、洽洽食品、安井食品等。

表 16: 重点公司盈利预测表 (截至 2021 年 9 月 3 日)

股票代码	公司	总市值 (亿元)	EPS (元)			CAGR 2020-22	PE			PEG	PS			评级
			20A	21E	22E		20A	21E	22E		20A	21E	22E	
600519.SH	贵州茅台	20,831	37.17	40.99	47.51	13%	45	40	35	2.7	21.9	19.0	16.8	增持
000858.SZ	五粮液	7,992	5.14	6.38	7.61	22%	40	32	27	1.2	13.9	11.5	10.0	增持
000568.SZ	泸州老窖	2,700	4.10	5.34	6.65	27%	45	34	28	1.0	16.2	13.1	10.8	增持
002304.SZ	洋河股份	2,506	4.96	5.51	6.84	17%	33	30	24	1.4	11.9	10.1	8.5	增持
600809.SH	山西汾酒	3,259	2.52	4.77	6.81	64%	106	56	39	0.6	23.3	15.1	11.2	增持
603369.SH	今世缘	543	1.25	1.49	1.85	22%	35	29	23	1.1	10.6	8.3	6.9	增持
000799.SZ	酒鬼酒	678	1.51	3.13	4.66	75%	138	67	45	0.6	37.2	19.8	13.6	增持
000596.SZ	古井贡酒	1,164	3.51	4.47	5.49	25%	63	49	40	1.6	11.3	9.4	8.1	增持
000860.SZ	顺鑫农业	246	0.57	1.03	1.39	57%	59	32	24	0.4	1.6	1.5	1.3	增持
603198.SH	迎驾贡酒	402	1.19	1.61	1.97	29%	42	31	25	0.9	11.6	9.1	7.6	增持
600702.SH	舍得酒业	625	1.73	3.95	5.56	79%	108	47	33	0.4	23.1	12.7	9.1	增持
600779.SH	水井坊	599	1.50	2.05	2.64	33%	82	60	47	1.4	19.9	13.8	11.3	增持
600887.SH	伊利股份	2,199	1.16	1.42	1.66	20%	31	25	22	1.1	2.3	2.0	1.8	增持
2319.HK	蒙牛乳业	1,523	0.89	1.32	1.60	34%	43	29	24	0.7	2.0	1.7	1.5	增持
600597.SH	光明乳业	155	0.50	0.55	0.64	13%	26	23	20	1.5	0.6	0.6	0.5	增持
600600.SH	青岛啤酒	1,176	1.61	2.01	2.42	22%	53	43	36	1.6	4.2	3.8	3.6	增持
0291.HK	华润啤酒	1,735	0.65	1.12	1.43	49%	83	48	37	0.8	5.5	4.8	4.5	增持
600132.SH	重庆啤酒	642	2.23	2.31	2.92	15%	60	57	45	3.1	5.9	4.8	4.2	--
605499.SH	东鹏饮料	696	2.03	2.83	3.69	35%	86	61	47	1.3	14.0	10.4	8.0	增持
603517.SH	绝味食品	384	1.14	1.66	2.05	34%	55	38	30	0.9	7.3	5.8	4.8	增持
002695.SZ	煌上煌	72	0.55	0.65	0.76	17%	26	22	19	1.1	3.0	2.4	2.0	增持
603345.SH	安井食品	388	2.47	3.38	4.40	33%	64	47	36	1.1	5.6	4.3	3.5	增持
605089.SH	味知香	74	1.25	1.51	2.04	28%	59	49	36	1.3	11.8	9.0	6.8	增持
605338.SH	巴比食品	86	0.71	1.41	1.16	28%	49	25	30	1.1	8.8	6.7	5.3	增持
002507.SZ	涪陵榨菜	239	0.88	0.97	1.23	19%	31	28	22	1.2	10.5	8.6	7.1	增持
600305.SH	恒顺醋业	143	0.31	0.32	0.36	7%	45	45	39	5.3	7.1	6.5	5.8	增持
603288.SH	海天味业	3,794	1.52	1.65	2.01	15%	59	54	45	3.0	16.6	15.1	12.7	增持
600872.SH	中炬高新	260	1.12	0.91	1.16	2%	29	36	28	15.8	5.1	5.1	4.4	增持
603027.SH	千禾味业	137	0.26	0.29	0.39	23%	67	59	44	1.9	8.1	6.9	5.6	增持
603317.SH	天味食品	160	0.48	0.55	0.67	18%	44	38	31	1.7	6.7	5.2	3.9	增持
002557.SZ	洽洽食品	195	1.59	1.81	2.14	16%	24	21	18	1.1	3.7	3.3	2.9	增持
300783.SZ	三只松鼠	146	0.75	1.16	1.39	36%	48	31	26	0.7	1.5	1.4	1.2	增持
603719.SH	良品铺子	131	0.86	1.09	1.35	25%	38	30	24	0.9	1.7	1.4	1.1	增持

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 注: 重庆啤酒为 wind 一致预测, 其余为国泰君安证券研究预测

5. 风险提示

1、宏观经济下行, 消费力恢复不及预期;

食品饮料需求与宏观经济呈一定相关性, 宏观经济增速下行、消费力恢

复偏缓可能导致需求端疲弱。

2、行业竞争加剧;

食品饮料行业集中度提高，企业之间竞争加剧可能会影响阶段性盈利能力。

3、发生食品安全问题;

若公司或行业内其他企业出现食品安全问题，可能会对公司品牌造成一定影响，从而影响业绩。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		