



食品饮料 Q2 业绩前瞻：高端消费强于大众消费 必选消费高基数下短期承压



要点:

整体观点：白酒 21Q2 在低基数下恢复性增长，高端持续景气，次高端弹性较大，区域酒亦有较快复苏，白酒高景气有望延续全年。大众品 20Q2 基数较高，叠加今年需求复苏一般，Q2 业绩同比压力较大，预计下半年将有所改善。

白酒：整体向好，次高端弹性大。

白酒业绩 Q2 继续向好。高端酒需求稳健，批价稳步提升；次高端白酒低基数下表现出较大的业绩弹性，汾酒、酒鬼、水井坊增速延续 Q1 高增长趋势；区域酒随着消费复苏亦有较快增长。重点推荐高端酒茅台、五粮液和泸州老窖，关注弹性较大次高端白酒标的山西汾酒、水井坊，以及估值合理的洋河、古井贡酒。

高端酒：1) 贵州茅台：飞天茅台批价稳步上涨，散瓶在 2700-2800 元，箱茅在 3400 元左右，供给仍然偏紧。目前经销商已经开始 7 月货款，配额预计 7 月初陆续到货。Q2 非标产品（如生肖酒等）占比好于同期。预计 Q2 营收增长 12%，利润增长 15%；2) 五粮液：Q2 回款和发展节奏控制较好，批价稳定在 980-990 元水平，部分区域突破千元，考虑到团购占比及经典五粮液放量，Q2 表现或好于预期，预计 Q2 营收增长 20%+，利润增长 25%左右；3) 泸州老窖：国窖批价稳步提升至 900 元左右，回款情况较好，特曲等中高端产品增长略慢，整体 Q2 收入预计增长在 20%左右。公司 Q2 加大了市场投入，预计净利润增长 20%左右。

次高端：五一宴席需求回补，次高端去年 Q2 低基数下继续维持高增长，业绩弹性大。1) 山西汾酒：Q2 回款同比继续高增长，终端动销反馈良好，高端产品青花系列继续放量，长江以南市场开拓势头较好。预计 Q2 收入增长 50%-70%，高端青花占比持续提升，预计净利润增长在 60%-80%。2) 水井坊：去年 20Q2 控货基数较低，预计 21Q2 恢复至正常水平（5.5-6 亿左右），同比增长 600%-700%；净利润 Q2 大概在 1.2 亿左右，同比扭亏。3) 酒鬼酒：Q2 继续维持良好势头，省内经销商回款较好。内参势头强劲，酒鬼酒系列增长较快，整体增速在 70%以上，净利润增长 180%。

区域酒：呈现较快的复苏增长势头。1) 洋河股份：M6+表现强势，批价略有提升。M3 水晶版经过市场培育逐步放量，下半年公司加快天之蓝升级。同时双沟今年也在发力，洋河整体保持较好的复苏势头，预计 Q2 营收增长在 20%左右，扣非净利润增长 25%。2) 今世缘：国缘迎来四开升级，增长较为平稳，预计 Q2 增速在 25%以上，净利润增长 30%。3) 古井贡酒：古 20 增长态势良好，古 8 及以上产品占比提升，黄鹤楼恢复性增长较快，预计整体 Q2 营收增长在 25%左右，净利润增长 30%。4) 口子窖：经过渠道改革+推战略新品兼香 518，低基数下增长较快，预计 Q2 同比 19 年有 20%增长（同比 20Q2 增长 20%），净利润同比 19Q2 持平（同比 20Q2 增长 75%）。

啤酒：Q2 销量表现预计与 19 年持平，结构加速仍是主要矛盾 1、2021

开始，行业的高端化一定会加速，这是我们的一个基本判断。从两个角度来看，①从直观的市场跟踪来看，各层级市场的消费需求在快速提升和变化；②从企业角度看，2017~2019 试水高端化，取得了很好的市场反应，且市场高端化推进速度、市场接受程度都超出了企业预期，因此现在会更加坚定、加大力度。

2、2020 年和 2021 年一季报企业表现普遍较佳，青啤展现了非常强的连续 3 年的业绩稳健兑现，增速略超我们的预期；嘉士伯/重啤展现了超预期销量增长，核心单品乌苏的增长，以及乌苏以外公司其他品牌组合的持续提结构均对业绩有显著贡献。由于业绩表现强劲，以及前述的加速因素，我们认为主要企业未来 3~5 年的利润增速中枢应从此前 15~20%，上调至 20%以上，不排除达到 25%或更高。

3、近期更新：①6 月行业销量在气温较低、打疫苗影响下同比 20 年高基数下降、对比 19 年大致持平，我们认为表现合理正常。②青岛啤酒 Q2 结构提升迅猛，纯生、1903、白啤等高附加值产品延续 Q1 高增速，结构提升速度较 Q1 显著加速。③嘉士伯方面，乌苏疆外拓展 21H1 进展顺利，全年疆外翻倍可能性进一步提升；嘉士伯在中国市场推广夏日纷果酒，夏日纷在海外多个市场有成功推广经验，具备强产品力/品牌力，是马来西亚、欧洲如德国等众多市场的果酒排名第一，今年国内将推广苹果味、黑莓味两个口味，我们对夏日纷未来发展持乐观态度。

4、投资建议与估值，基本面角度维持华润、重啤并列第一判断，青啤、

珠啤第二；估值角度看，润、重、青、珠对应 2021 年 PE（按还原后啤酒净利润）分别 53x、81x、47x、46x。

调味品：短期竞争压力增加，盈利端压力较大今年 Q2，调味品面临较大增长压力：①需求的高基数，去年家庭端消费向好，一定程度弥补了餐饮渠道的损失，但今年家庭端增长压力显现；②社区团购进行分流，商超客流出现下降；③去年盈利水平高，疫情期间整体费用投放少、国家政策扶持力度较大，利好净利率，但今年恢复正常经营后，费用投放力度明显增加，部分企业有新增广告等支出；④今年成本上行，而出厂价稳定，对于企业而言，毛利率压力较大。

综合来看，Q2 调味品利润端预计表现较弱，而部分企业收入端通过公司渠道调节能够维持稳定。

展望下半年，基数整体回归正常，同时，餐饮市场逐月提速恢复，需求端有望持续改善，预计调味品业绩有望环比改善。建议关注抗风险能力较强的海天味业，以及前期回调幅度较大的千禾、天味的标的投资机会。

资料来源：2021Q2 需求旺盛，调味品盈利端承压，2020 年一季报

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33564

