

## 行业研究

## 精选赛道，坚守龙头

## ——食品饮料行业 2021 年春季投资策略

## 要点

**2020 年食品饮料板块收益显著，估值提升为主要驱动，21 年年初以来板块有所回调。**2020 年食品饮料指数涨幅近 85%，在各板块中位列第三，估值水平（PE TTM）大幅提升 65%，是本轮行情的主要驱动。疫情影响下，行业业绩保持稳健增长，20 年前三季度净利润增长 12%。细分子行业来看，调味品、白酒、啤酒板块涨幅最高，调味品受业绩增长与估值提升的双重驱动，白酒、啤酒主要受估值提升驱动。21 年年初以来板块出现回调，截至 2 月 26 日下跌近 3.7%。

**展望行业基本面，品牌及品质消费为长期趋势，21 年重点关注需求复苏与成本上行。**需求端来看，参考美日消费行业发展，当下中国正处于消费升级浪潮中，品牌化、品质化消费趋势显著，龙头企业迎来重要发展窗口。疫情冲击结束后，21 年需求有望明显复苏，餐饮、聚会等消费场景逐渐恢复。供给端来看，伴随经济复苏，21 年原材料价格将有所上涨，成本上行导致食品饮料行业盈利压力加大，提价预期有望强化。

**白酒板块：高端白酒表现稳健，次高端市场持续扩容。**高端白酒业绩确定性最高，疫情冲击后率先复苏，迎来量价齐升。茅台价格居高不下，为高端白酒打开价格天花板，五粮液、国窖先后提价并加速放量。资金层面，流动性宽松环境下，高端白酒确定性优势凸显。估值层面，对比国际知名奢侈品公司，高端白酒财务表现更优，估值具备较强支撑。伴随高净值人群扩容，高端白酒消费量有望继续提升。次高端白酒在需求支撑、高端酒提价趋势下，整体价格带有所上移，在全国名酒次高端产品扩容、区域龙头主力产品扩容以及酱香酒崛起的驱动下，次高端市场规模迅速提升。

**大众品板块：赛道优势逐渐释放，关注细分龙头成长加速。**1) **休闲餐饮：**加盟连锁业态进入快速成长期，标品更具扩张潜力。三大因素推动连锁业态的发展：一是城市化扩充潜在门店数量，二是外卖产业发展提升单店营收，三是冷链物流优化供应链速度。2) **啤酒：**啤酒大幅跑量的红利时代已经过去，高端化竞争阶段到来，渠道&品牌都是啤酒高端化的重要因素。3) **调味品：**复合调味品是调味品细分赛道中具备较高成长性的赛道，市场空间广阔。疫情强化一超多强格局，龙头地位日益稳固。从渠道变化看，多样化、线上化是趋势所在。

**投资建议：**1) **白酒板块：**高端白酒业绩确定性与景气度最高，重点推荐龙头企业贵州茅台、五粮液、泸州老窖，次高端白酒业绩弹性较高，建议关注品牌及渠道优势显著、稳步推进全国化布局的山西汾酒、洋河股份。2) **大众品板块：**连锁业态迅速发展，推荐绝味食品。啤酒进入高端化竞争，首推华润啤酒（H），建议关注重庆啤酒（A）。调味品板块推荐龙头海天味业、涪陵榨菜，以及复合调味品龙头企业颐海国际（H），建议关注千禾味业。

**风险分析：**宏观经济下行风险，国内疫情再次蔓延，成本上涨风险。

食品饮料  
买入（维持）

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsec.com

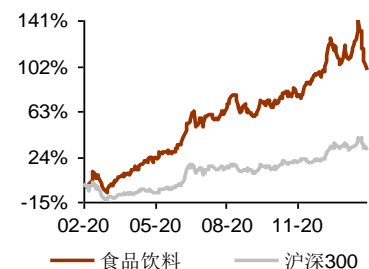
分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsec.com

## 行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

## 重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
600519.SH	贵州茅台	2060.11	32.80	36.28	45.17	63	57	46	买入
000568.SZ	泸州老窖	217.36	3.17	4.02	4.85	69	54	45	买入
000858.SZ	五粮液	266.50	4.48	5.14	6.29	64	56	45	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-05；汇率按 1HKD=0.83627CNY 换算

## 投资聚焦

### 研究背景

截止到 2020 年 12 月底，食品饮料指数以 85%左右的年度涨幅领跑绝大多数行业，估值提升为行业指数领跑的主要驱动，细分行业来看，调味品、白酒、啤酒板块涨幅较高。疫情冲击后，如何判断食品饮料行业未来的投资机会，本文通过把握需求端复苏与成本端上行的基本面主线，对各个板块 2021 年的投资机会展开分析。

### 我们区别于市场的观点

需求端来看，参考美日消费行业发展，当下中国正处于消费升级浪潮中，品牌化、品质化消费趋势显著，龙头企业迎来重要发展窗口。经历疫情冲击后，21 年需求端明显复苏，餐饮行业消费场景逐渐恢复。

供给端来看，伴随经济复苏，21 年原材料价格将有所上涨，包材价格反弹，成本上行导致食品饮料行业盈利压力加大，提价预期有望强化。回溯历史，调味品、啤酒等行业在原料上涨压力下均大规模提价，且龙头企业提价有望带来收入与利润空间的进一步提升。

### 投资观点

展望 2021 年，我们建议围绕需求复苏与成本上行的两条基本面主线，把握白酒、大众食品板块的投资机会。

**1) 白酒板块：**高端白酒业绩确定性最高，是流动性充裕环境下的较好标的，对比国际知名奢侈品公司，高端白酒财务表现更优，估值处于合理水平，且高净值人群扩容下消费量有望继续提升，首推贵州茅台、五粮液、泸州老窖。次高端白酒受益于全国名酒次高端产品扩容、区域龙头主力产品扩容以及酱香酒崛起，市场规模迅速提升，建议关注山西汾酒、洋河股份。

**2) 大众品板块：**休闲餐饮方面，连锁业态迅速发展，标品更具扩张潜力，三大因素推动连锁业态的发展，一是城市化扩充潜在门店数量，二是外卖产业发展提升单店营收，三是冷链物流优化供应链速度，推荐绝味食品。

啤酒高端决胜战役已打响，从百威的成功经验中可以得出渠道&品牌都是啤酒高端化的重要因素。对比处于“进攻”态势的几家酒厂，我们首推华润啤酒（H），建议关注重庆啤酒（A）。

调味品正由单一调味品向复合调味品转变，复调赛道具备较高成长性，首推颐海国际（H）。疫情加速了行业集中度，龙头地位更加稳固，推荐龙头海天味业、涪陵榨菜，建议关注千禾味业。

# 目 录

<b>1、 板块收益显著，关注需求复苏与成本变化 .....</b>	<b>8</b>
1.1、 复盘：2020 年涨幅居前，估值提升为主要驱动 .....	8
1.2、 基本面展望：品牌消费崛起，需求复苏，成本上行 .....	11
1.2.1、 消费升级下品质&品牌消费崛起 .....	11
1.2.2、 2021 年消费场景复苏，消费信心恢复 .....	13
1.2.3、 经济复苏预期导致成本端上行 .....	15
<b>2、 高端白酒表现稳健，次高端持续扩容 .....</b>	<b>17</b>
2.1、 高端白酒业绩确定性强，受益消费分化 .....	17
2.1.1、 高端白酒是流动性充裕环境下上佳投资标的 .....	18
2.1.2、 财务表现超知名奢侈品公司，估值有支撑 .....	19
2.1.3、 高净值人群有望带动 2025 年高端白酒消费增至 11 万吨 .....	21
2.2、 茅五泸：高端扩容，取长补短 .....	22
2.2.1、 贵州茅台：飞天提价预期强，系列酒有望突破 .....	22
2.2.2、 五粮液：理顺价盘改善渠道推力，发力团购重塑渠道体系 .....	22
2.2.3、 泸州老窖：国窖特曲势头佳，河南会战树信心 .....	23
2.3、 价格带上移，三大力量助力次高端扩容 .....	24
<b>3、 大众品板块赛道优势逐渐释放 .....</b>	<b>28</b>
3.1、 休闲餐饮：受益于连锁化趋势 .....	28
3.1.1、 连锁业态产业链值得关注 .....	28
3.1.2、 两条主线把握休闲餐饮投资机会 .....	30
3.2、 啤酒高端决胜战役已打响 .....	33
3.3、 复合调味品市场空间可观 .....	41
3.3.1、 复合调味品细分赛道快速扩容 .....	41
3.3.2、 调味品线上化趋势愈加明显 .....	42
3.3.3、 龙头地位不断巩固 .....	44
3.3.4、 他山之石——日本国宝级品牌龟甲万 .....	45
<b>4、 投资建议 .....</b>	<b>46</b>
4.1、 贵州茅台（600519.SH） .....	47
4.2、 五粮液（000858.SZ） .....	48
4.3、 泸州老窖（000568.SZ） .....	49
4.4、 绝味食品（603517.SH） .....	50
4.5、 华润啤酒（0291.HK） .....	51
4.6、 海天味业（603288.SH） .....	51
4.7、 涪陵榨菜（002507.SZ） .....	52
4.8、 颐海国际（1579.HK） .....	53
<b>5、 风险分析 .....</b>	<b>54</b>

## 图目录

图 1: 食品饮料指数 2020 年度涨幅近 85%，排名第三.....	8
图 2: 2021 年初以来，食品饮料板块出现回调.....	8
图 3: 2020 年度食品饮料板块收入/净利润稳健增长.....	9
图 4: 2020 年度食品饮料板块估值水平大幅提升.....	9
图 5: 2020 年细分板块涨跌幅：调味品、白酒、啤酒涨幅突出.....	9
图 6: 2020Q1-Q3 食品综合、肉制品、调味品业绩增长显著.....	10
图 7: 2020 年调味品、啤酒、白酒板块估值明显提升.....	10
图 8: 中国人均 GDP 进入 5000-10000 美元区间，消费品牌涌现.....	11
图 9: 美国消费变迁：当下中国的消费特征与其品质消费时代较为相似.....	12
图 10: 2018 年中国人口年龄分布（单位：万人）.....	12
图 11: 中国消费者购买高端产品最注重产品品质.....	12
图 12: 2020 年收入变化及 2021 年收入预期变化.....	13
图 13: 2021 年不同群体消费意愿分化.....	13
图 14: 2021 年春节黄金周餐饮零售销售额及同比增速.....	13
图 15: 2021 年春节假期期间餐饮行业及其细分行业收入同比.....	13
图 16: 2021 年春节较 2020 年春节各级城市餐饮收入增速.....	14
图 17: 2021 年除夕当天外卖订单数量同比.....	14
图 18: 2021 年春节假期期间一线城市汇客指数最高.....	14
图 19: 2021 年休闲零食是占比最高的年货置办品类.....	14
图 20: 2019 年以来大豆及大麦价格（元/吨）.....	15
图 21: 2019 年以来原奶及生猪价格（元/千克）.....	15
图 22: 2019 年以来浮法玻璃及 PET 价格（元/吨）.....	15
图 23: 2019 年以来瓦楞纸价格（元/吨）.....	15
图 24: 石油价格有望复苏，带动 PPI 回升（美元/桶，%）.....	16
图 25: 2015 年以来 PPI 和 CPI 当月同比（%）.....	16
图 26: 调味品行业提价后营收增速提升.....	16
图 27: 调味品行业提价后净利率提升明显.....	16
图 28: 2016 年至今的茅五泸出厂价和批价变化情况（元）.....	17
图 29: 2019 年以来各档次白酒单季度营收同比增速情况.....	17
图 30: 2019 年以来各档次白酒单季度净利润同比增速情况.....	17
图 31: 疫情发生以来对国内/海外奢侈品市场增速的预测.....	18
图 32: 中国高净值家庭数量（百万）扩张趋势.....	18
图 33: 2019 年以来月度 M1/M2 同比增速情况.....	19
图 34: 疫情影响消退后，基金业蓬勃发展，入市资金量快速增长.....	19
图 35: 茅五泸及部分知名奢侈品公司的 ROE 情况比较.....	20
图 36: 过去 30 年茅五泸和部分知名奢侈品公司的毛利率情况.....	20
图 37: 2016-19 年茅五泸营收复合增速远高于国际奢侈品公司.....	20
图 38: 2016-19 年茅五泸净利润增速远高于国际奢侈品公司.....	20
图 39: 贵州茅台/五粮液与国际奢侈品公司市值及 2021 年一致盈利预测估值比较.....	21

图 40: 数字化手段的引入创新白酒行业营销理念 .....	23
图 41: 五粮液传统经销商体系与团购体系的定价模式 .....	23
图 42: 五粮液主品牌按销量分渠道拆分 (%) .....	23
图 43: 2019 年河南市场茅五泸销售规模 (亿元) .....	24
图 44: 高光系列的推出有望重塑光瓶酒, 打开第三增长极 .....	24
图 45: 上市公司中, 高端酒的营收占比逐渐上升 .....	25
图 46: 汾酒在次高端中的比重上升 .....	25
图 47: 近年酱酒收入增幅高于白酒行业收入增速 .....	27
图 48: 主要酱酒企业 2020 年收入规模高速增长 .....	27
图 49: 酱酒高端价位市场规模最大, 次高端价位竞争激烈 .....	27
图 50: 绝味食品门店数 .....	28
图 51: 周黑鸭门店数 .....	28
图 52: 住宅/办公楼/商业营业历年竣工面积 (万平方米) .....	29
图 53: 2019 年中国各大城市购物中心数量 .....	29
图 54: 外卖对餐饮&零售客户的帮助调查 .....	29
图 55: 国内冷链运输车与冷库容量迅速扩容 .....	29
图 56: 2017-2019 年中国特许连锁百强主要业态的品牌企业数 (家) .....	30
图 57: 加盟店数量与管理难度的关系 .....	31
图 58: 加盟连锁品牌商分层及特征 .....	31
图 59: 2020 年绝配柔性供应链介绍 .....	31
图 60: 速冻食品子品类分类、发展阶段和发展推动力 .....	32
图 61: 2013-2019 火锅行业市场规模 CAGR11.15% .....	32
图 62: 中国火锅蘸料及火锅底料市场规模 (亿元) .....	32
图 63: 中式正餐和中式快餐占餐饮店总数过 70% .....	33
图 64: 中式复合调味料分品类市场规模 (亿元) .....	33
图 65: 啤酒行业发展的四个阶段 .....	33
图 66: 2018 年世界啤酒产量构成 .....	34
图 67: 中国啤酒总产量见顶回落 (万吨) .....	34
图 68: 2018 年各省市龙头品牌强势程度 (按强势程度由强至弱, 颜色由深至浅) .....	34
图 69: 高端&超高端市场规模扩大 (亿升) .....	35
图 70: 中国市场啤酒消费结构升级 .....	35
图 71: 啤酒价格指数攀升 (2010 年=100) .....	35
图 72: 预期高端市场增长带来更高价值 .....	35
图 73: 雪花&青岛&百威&嘉士伯中高端品牌上市时间 .....	36
图 74: 百威在中国市场的精酿品牌 .....	36
图 75: 嘉士伯在中国市场的精酿品牌 .....	36
图 76: 按消费量计的中国市场份额 (2018) .....	37
图 77: 按消费量计的中国市场高端及超高端类别份额(2018) .....	37
图 78: 百威亚太销售额分渠道占比 (截至 2019 年) .....	37
图 79: 中国啤酒按销售额计不同销售渠道占比 (截至 2019 年) .....	37
图 80: 2019-2020Q3 重庆啤酒高端产品占比提升 .....	39

图 81: 2018-2020Q3 重庆啤酒毛利率提升 .....	39
图 82: 嘉士伯的品牌营销.....	40
图 83: 2016-2019 年乐堡销量增速最高 .....	40
图 84: 从单一到复合调味料的变化 .....	41
图 85: 1978-2019 年城镇居民人均年可支配收入及增速 (元) .....	41
图 86: 人均年度调味品支出 (元) .....	41
图 87: 90 年代中后期开始中国城镇化率 (%) 大幅提升 .....	42
图 88: 2017-2018 年外卖量 (万) 增加 .....	42
图 89: 复合调味料市场规模 (单位: 十亿元) .....	42
图 90: 调味品行业主要的渠道形式及表现 .....	43
图 91: 调味品行业 2010-2020 年线上销售额占比 (%) .....	43
图 92: 调味品行业小企业数相对较多 (2018 年) .....	44
图 93: 2020 年春节期间近 8 成餐企营收损失幅度在 100% .....	44
图 94: 海天在家庭端消费的份额占比持续提升 .....	45
图 95: 2014-19 年海天份额提升幅度较丘比/味好美显著 .....	45
图 96: 调味品公司产能持续扩张 (单位: 万吨) .....	45
图 97: 2019 年海天成本优势显著 (单位: 元/吨) .....	45
图 98: 2010-2019 年龟甲万市占率 (按销量) .....	46
图 99: 2019 年日本酱油市场格局 (按销量) .....	46
图 100: 2019 年龟甲万在海外地区的销售额占比 .....	46
图 101: 龟甲万在美国的市占率 (按销量) .....	46

## 表目录

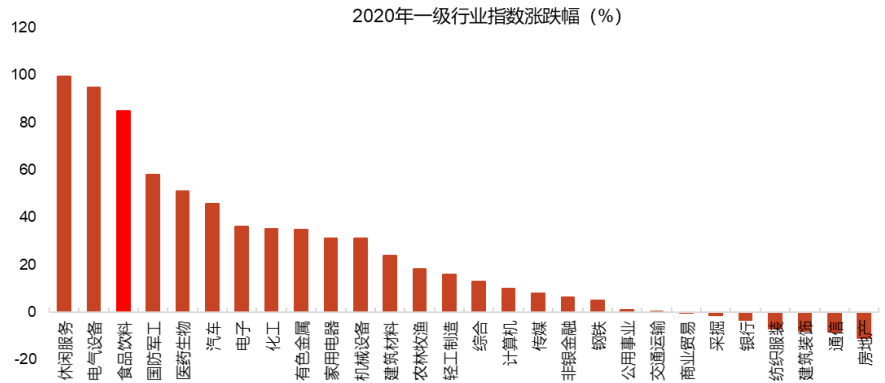
表 1: 2020 年度食品饮料板块个股涨幅拆分 .....	10
表 2: 日本消费社会的四个阶段: 当下中国的消费特征与第三消费社会较为接近 .....	12
表 3: 2016-2017 年调味品行业提价事件.....	16
表 4: 2019-2025E 高端白酒销量复合增速预计达到 9% .....	21
表 5: 2019-2020Q3 次高端酒企分季度营收和归母净利润同比增速.....	26
表 6: 酱酒企业形成四个梯队, 龙头集中度较高 .....	27
表 7: 众多酱酒企业实施扩产计划, 未来五年产能将逐渐释放 .....	28
表 8: 部分品类最具代表性本土品牌的单店盈利模型核心指标对比 .....	30
表 9: 华润啤酒的国内+国际次高端及以上品牌矩阵 .....	38
表 10: 各主要品牌渠道布局及线上销售占比 (%) (截至 2019 年) .....	44
表 11: 贵州茅台盈利预测与估值简表.....	48
表 12: 五粮液盈利预测与估值简表 .....	48
表 13: 泸州老窖盈利预测与估值简表.....	49
表 14: 绝味食品盈利预测与估值简表.....	50
表 15: 华润啤酒盈利预测与估值简表.....	51
表 16: 海天味业盈利预测与估值简表.....	52
表 17: 涪陵榨菜盈利预测与估值简表.....	53
表 18: 颐海国际盈利预测与估值简表.....	53
表 19: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级 .....	55

# 1、板块收益显著，关注需求复苏与成本变化

## 1.1、复盘：2020 年涨幅居前，估值提升为主要驱动

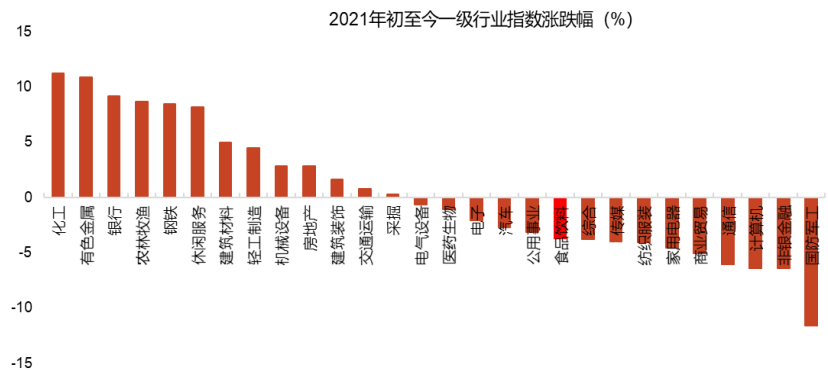
2020 年食品饮料板块年度涨幅近 85%，估值为上涨的主要驱动，业绩增长稳健，21 年年初至今板块有所回调，截至 2 月 26 日板块下跌 3.7%。2020 年度食品饮料指数（申万一级子行业，下同）涨幅接近 85%，在行业指数中排名第三，相对沪深 300 指数和上证综指的超额收益分别为 59.8%/73.6%。估值水平（PE TTM）大幅提升 64.6%，处于 2017 年以来历史高位，是板块本轮行情的主要驱动力，行业整体归母净利润（2020 年前三季度）增长 12.4%，在疫情影响下保持稳健增长。21 年年初至今，由于估值水平存在较大压力，食品饮料板块出现回调，截至 2 月 26 日板块下跌近 3.7%。

图 1：食品饮料指数 2020 年度涨幅近 85%，排名第三



资料来源：Wind，光大证券研究所

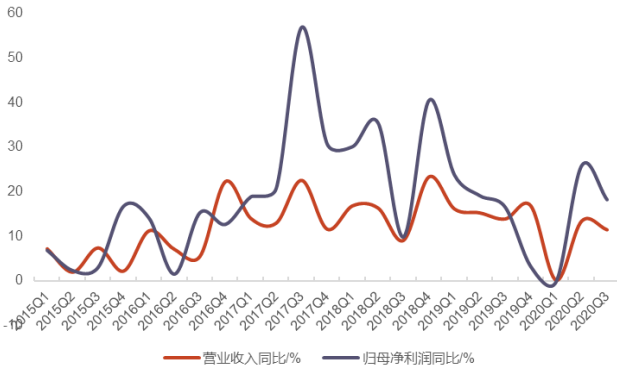
图 2：2021 年初以来，食品饮料板块出现回调



资料来源：Wind，光大证券研究所，涨跌幅区间为 2021 年 1 月 1 日至 2 月 26 日

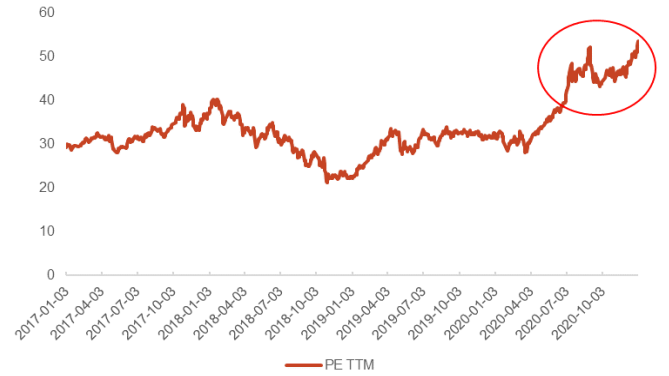


图 3：2020 年度食品饮料板块收入/净利润稳健增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

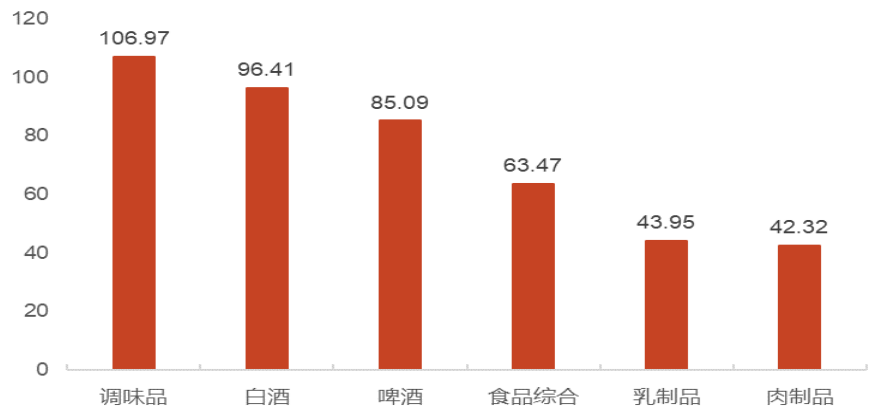
图 4：2020 年度食品饮料板块估值水平大幅提升



资料来源：Wind，光大证券研究所 (注：数据截至 2020.12.31) 单位：倍

调味品、白酒、啤酒板块涨幅最高，调味品受业绩增长与估值提升的双重驱动，白酒、啤酒主要为估值驱动。子行业方面，2020 年调味品/白酒/啤酒/食品综合/乳制品/肉制品涨幅分别为 107.0%/96.4%/85.1%/63.5%/44.0%/42.3%。从财务表现来看，2020Q1-Q3 各板块收入同比增速分别为 12.4%/5.3%/-2.1%/6.5%/6.7%/29.5%，归母净利润同比增速分别为 18.6%/9.7%/2.9%/54.5%/4.0%/33.4%。从估值水平（PE TTM）来看，2020 年度分别提升 43.9%/84.3%/93.9%/7.5%/43.2%/5.4%。调味品受业绩增长与估值抬升的双重驱动，涨幅位列第一，白酒、啤酒、乳制品上涨主要受估值驱动，食品综合、肉制品则主要得益于业绩增长。

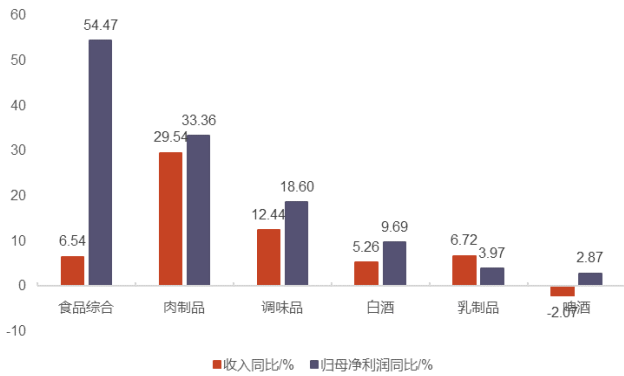
图 5：2020 年细分板块涨跌幅：调味品、白酒、啤酒涨幅突出



资料来源：Wind，光大证券研究所

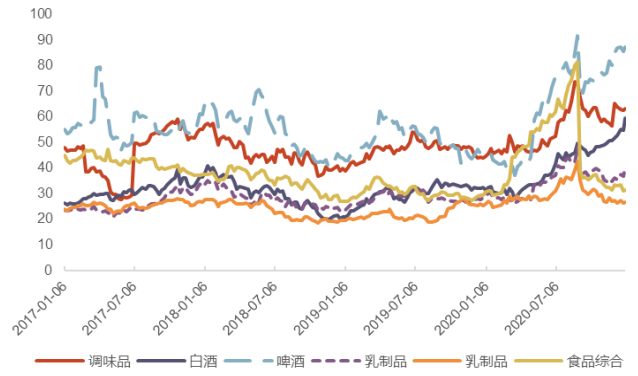
单位：%

图 6：2020Q1-Q3 食品综合、肉制品、调味品业绩增长显著



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：2020 年调味品、啤酒、白酒板块估值明显提升



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：数据截至 2020.12.31）

单位：倍

从具体公司来看，通过拆分 2020 年度股价涨幅，个股上涨的典型驱动力主要包括：

1) **估值驱动**：品牌资产蕴含巨大价值，改革推进释放成长预期。典型如山西汾酒、恒顺醋业，公司本身品牌价值较为深厚，改革推动下市场给予未来更高的增长预期。汾酒凭借青花系列冲击次高端及高端价格带，恒顺醋业对内进行体制改革，对外加强渠道建设，高预期下估值水平显著提升。

2) **净利润增长驱动**：疫情催化下净利润实现高速增长。典型如休闲零食板块的盐津铺子、洽洽食品，受益于疫情期间宅家消费提升，归母净利润高速增长。

3) **估值与净利润增长双重驱动**：需求提升带来业绩增长，龙头享受确定性溢价。典型如安井食品，一方面疫情期间由于人们居家时间增加，速冻食品需求提升，公司作为行业龙头净利润大幅增长。另一方面公司所处行业竞争格局较为明晰，安井相比同业公司优势突出，规模及净利润增长确定性较高，从而享受市场给予的估值溢价。

表 1：2020 年度食品饮料板块个股涨幅拆分

公司	个股涨跌幅/%	个股净利润同比/%	个股估值涨幅/%	涨幅主要来源
金徽酒	201.92	2.28	190.31	估值驱动
重庆啤酒	134.27	-22.39	168.01	
山西汾酒	321.23	43.78	193.82	
顺鑫农业	38.06	-34.78	107.86	
古井贡酒	101.90	-11.71	130.50	
恒顺醋业	87.54	-8.85	105.58	
绝味食品	68.24	-15.33	81.23	
泸州老窖	164.20	26.88	108.74	
五粮液	122.37	15.96	85.83	
海天味业	125.76	19.20	86.32	
今世缘	77.25	1.52	67.99	
青岛啤酒	96.39	15.17	67.33	
贵州茅台	70.86	11.07	55.05	
涪陵榨菜	59.65	18.47	48.26	
洽洽食品	60.58	32.30	14.75	净利润增长驱动

盐津铺子	208.20	110.00	42.82	估值与净利润增长 双重驱动
酒鬼酒	338.27	79.76	140.29	
安井食品	226.04	59.17	102.61	
百润股份	300.98	67.65	99.59	
千禾味业	146.94	63.67	78.62	
中炬高新	70.32	22.40	34.52	

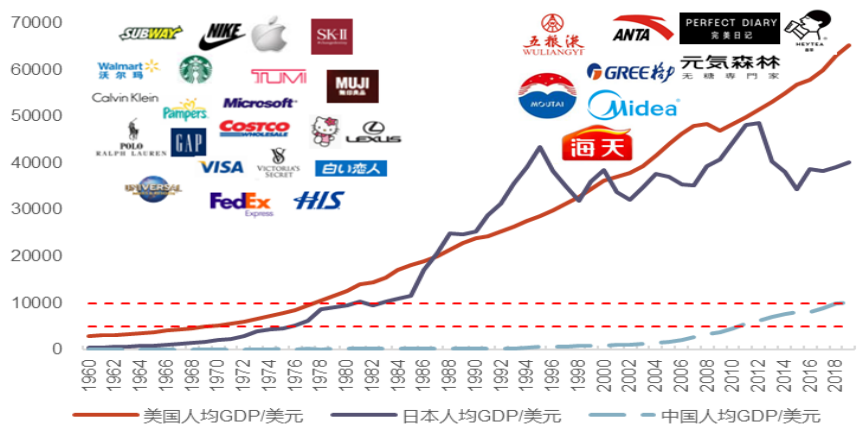
资料来源：Wind，光大证券研究所，注：个股涨跌幅、估值涨幅为 2020 年 1 月 1 日至 12 月 31 日涨幅；净利润同比为 2020 前三季度归母净利润同比；估值指标采用 PE TTM。

## 1.2、 基本面展望：品牌消费崛起，需求复苏，成本上行

### 1.2.1、消费升级下品质&品牌消费崛起

参考海外发达国家，当下中国正处于消费升级浪潮中，消费板块龙头企业迎来长期发展机遇。对比美国日本，在 20 世纪 70-80 年代人均 GDP 进入 5000-10000 美元区间，消费行业进入发展的黄金时期，涌现出沃尔玛、可口可乐、麦当劳、丰田等一批龙头公司。中国人均 GDP 于 2010 年左右进入 5000-10000 美元，进入消费品牌涌现时代，龙头企业逐渐崛起。

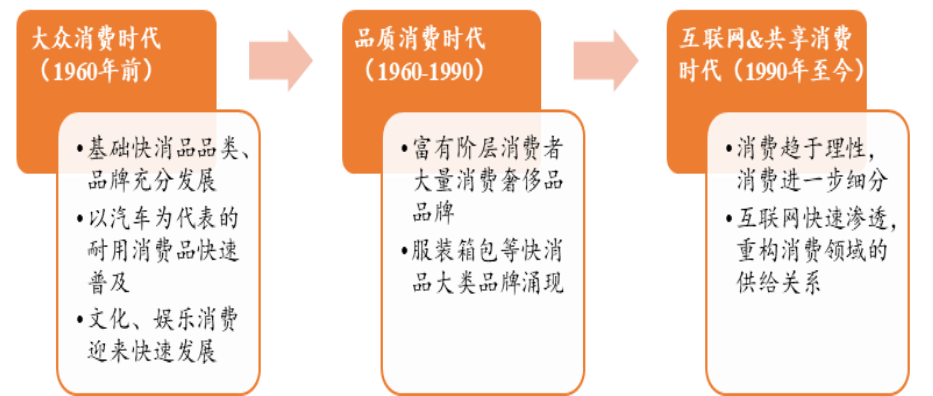
图 8：中国人均 GDP 进入 5000-10000 美元区间，消费品牌涌现



资料来源：Wind，光大证券研究所

回顾美日消费行业，其发展历程经历了从大众消费向品牌、品质消费升级，再到理性、简约消费的阶段。我国人口众多、地域广阔，消费结构分化程度较高，但整体来看，目前国内消费行业发展与美国品质消费时代、日本第三消费社会较为相似，消费者注重产品品质，偏好品牌消费。

图 9：美国消费变迁：当下中国的消费特征与其品质消费时代较为相似



资料来源：光大证券研究所绘制

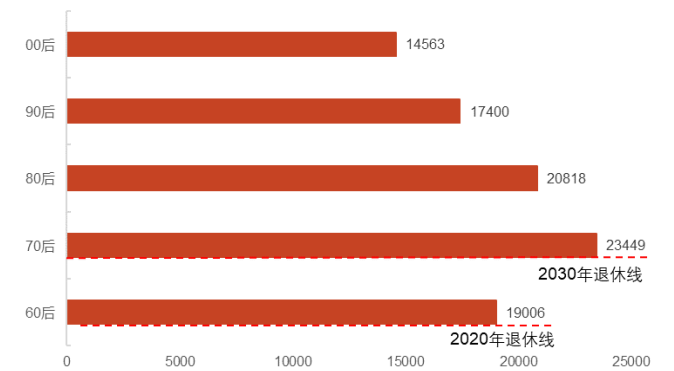
表 2：日本消费社会的四个阶段：当下中国的消费特征与第三消费社会较为接近

	第一消费社会	第二消费社会	第三消费社会	第四消费社会
社会背景	战争期间 大城市的中产阶级诞生	战后经济高速增长 一亿中产阶级	进入低增长阶段 泡沫经济贫富差距扩大	经济长期不景气 人口减少，消费市场缩小
国民价值观	重视国家	重视家庭	重视个人	重视社会
消费取向	西方化 大城市倾向	大量消费 大的就是好的 大城市倾向 美式倾向	个性化 多样化 差别化 品牌倾向 大城市倾向 欧式倾向	无品牌倾向 朴素倾向 休闲倾向 日本倾向 本土倾向
消费主题	文化时尚	私家车 私人住宅 三大神器 3C	从注重数量到注重质量	共享

资料来源：三浦展《第四消费时代》，光大证券研究所

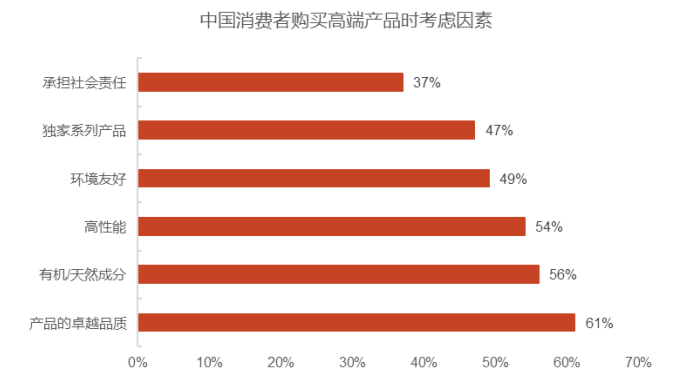
中国年轻一代成为消费主力，品质化、品牌化消费渐成主流。据尼尔森统计，2018 年中国 90 后、00 后约占总人口的 23%，60 后全面进入退休周期。未来 5-10 年，90 后、00 后将是中产消费阶层的中坚力量。这部分消费者成长于中国经济高速发展及互联网兴起时期，具有高品质、品牌化的消费意识。长期来看，品质化、品牌化的消费趋势下，国内龙头企业迎来重要发展窗口。

图 10：2018 年中国人口年龄分布（单位：万人）



资料来源：尼尔森，光大证券研究所

图 11：中国消费者购买高端产品最注重产品品质



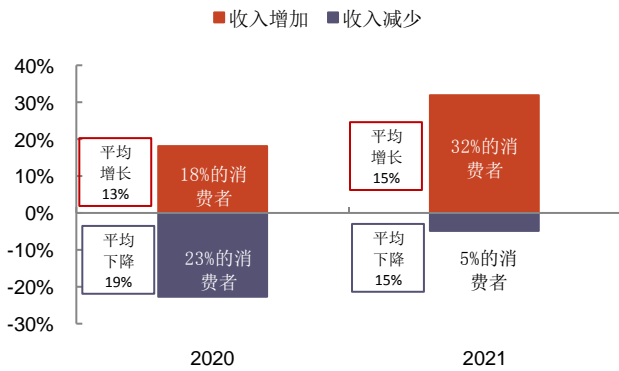
资料来源：尼尔森，光大证券研究所，数据为 2019 年调研统计

### 1.2.2、2021 年消费场景复苏，消费信心恢复

2021 年春节期间，需求端表现出三大变化，总体来看需求端明显复苏。

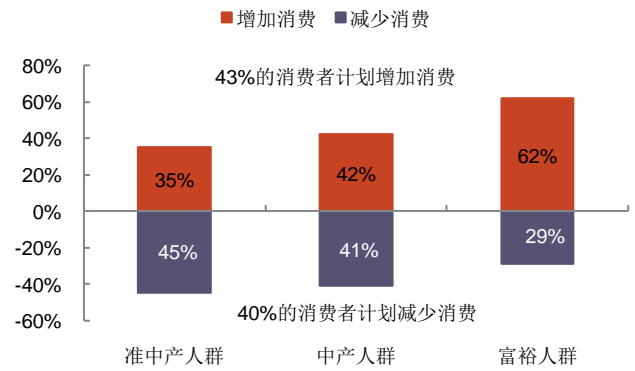
1) 消费者对 2021 年收入增长持乐观态度，由此带来消费信心的提升。根据 BCG 报告，随着疫情好转，经济逐渐复苏，有 32%的消费者预期 2021 年收入平均增长 15%，仅 5%的消费者预期 2021 年收入下降 15%。收入预期决定消费信心，调查结果显示，消费预增人群（占比 43%）略高于消费预减人群（占比 40%）。从细分人群来看，高收入人群增加消费的意愿更强，预计 2021 年高端消费有较好表现。

图 12：2020 年收入变化及 2021 年收入预期变化



资料来源：BCG 消费者洞察智库 2020 年消费者调研，光大证券研究所（注：调研时间 2020.12-2021.1，样本量 N=3000）

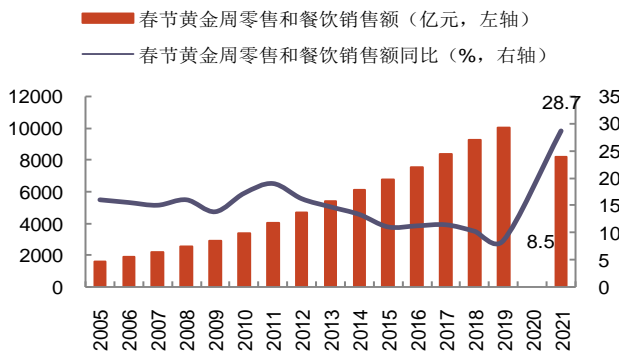
图 13：2021 年不同群体消费意愿分化



资料来源：BCG 消费者洞察智库 2020 年消费者调研，光大证券研究所（注：调研时间 2020.12-2021.1，样本量 N=3000）

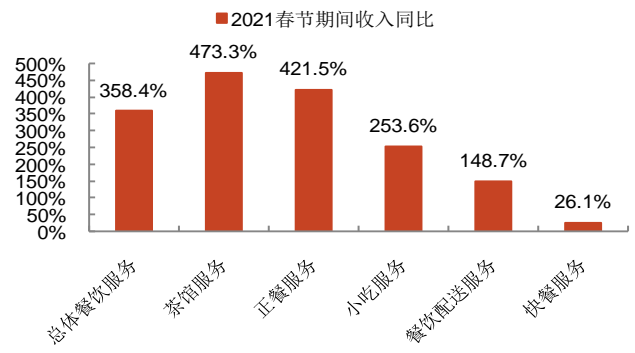
2) 餐饮行业复苏，白酒及调味品消费场景改善。根据商务部数据显示，2021 年春节黄金周零售餐饮销售额较 2020 年春节同期增加 28.7%。就餐饮行业来看，国家税务总局数据显示 2021 年春节期间餐饮行业收入同比增幅达 358.4%，正餐和小吃服务同比增幅为 421.5%和 253.6%。

图 14：2021 年春节黄金周餐饮零售销售额及同比增速



资料来源：商务部，光大证券研究所

图 15：2021 年春节黄金周餐饮行业及其细分行业收入同比



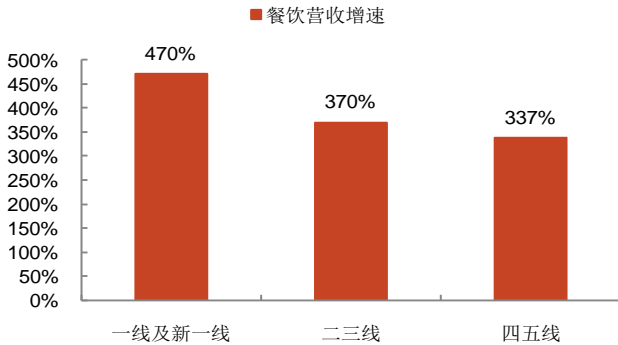
资料来源：国家税务总局，光大证券研究所

受就地过年倡议影响，一线城市餐饮恢复情况好于低线城市。一线及新一线城市餐饮增速最快，与 2020 年春节相比增速超过 470%，比 2019 年春节增长

5.14%。二三线城市、四五线城市餐饮营收增速稍显低,分别增长 370%以及 337%。由于一线城市消费能力更强,高端酒水消费估计有更好表现。

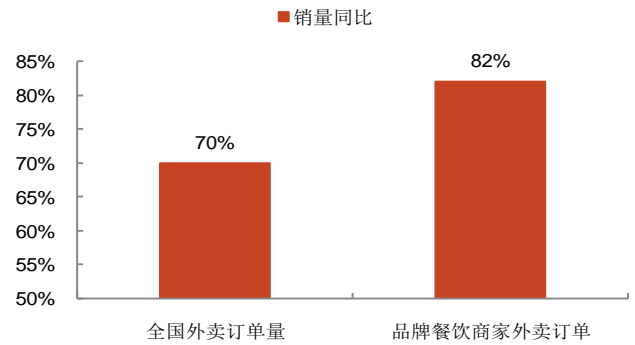
**就地过年的倡议也带火了线上餐饮。**由于年夜饭烧制较为复杂,不少就地过年的人选择线上订购年夜饭。据商务部数据,在线餐饮销售额比去年春节同期增长约 135%。美团外卖发布的数据显示,除夕当天,全国外卖订单量同比增长 70%,其中品牌餐饮商家外卖销量同比增长 82%。外卖行业的复苏也增加了调味品行业的下游需求。

图 16: 2021 年春节较 2020 年春节各级城市餐饮收入增速



资料来源: 哗啦啦大数据, 光大证券研究所

图 17: 2021 年除夕当天外卖订单数量同比

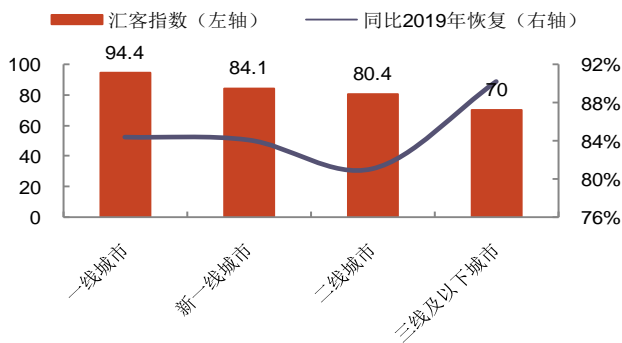


资料来源: 美团外卖, 光大证券研究所

**3) 购物中心客流量在春节期间大幅回升, 有望带动休闲零食销量提升。**休闲零食依赖于机场、高铁、商圈等客流。由于倡导就地过年, 2021 年春节期间机场、高铁客流不及去年同期, 从除夕至大年初六, 全国铁路、公路、水路、民航发送旅客数量比 2020 年农历同期下降 57.9%, 比 2019 年农历同期下降 71.5%。估计对位于机场高铁站的部分休闲食品品牌高势能店带来一定压力。

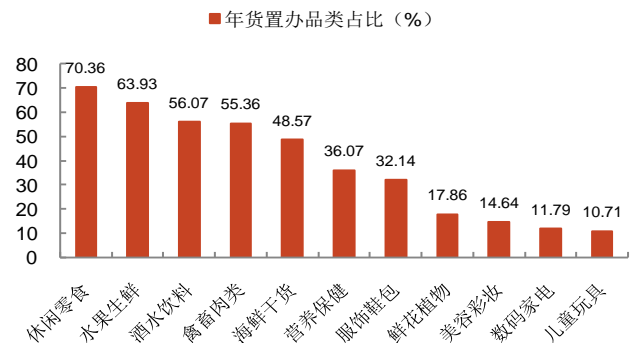
**春节期间全国范围内商圈客流大幅增加。**据商务部数据显示, 2021 年春节期间全国 10 个一二线城市购物中心日均客流量同比增幅超 200%, 恢复到 2019 年春节同期的 86%。汇纳科技数据也显示, 各线城市基本恢复到 2019 年 80-90% 的水平。一二线城市购物中心是就地过年倡议的最大受益者, 休闲零食又是 2021 年春节期间购置率最高的品类 (70.36% 的人选择购置休闲食品), 建议关注在一二线城市有更多门店布局的休闲零食企业的复苏进程。

图 18: 2021 年春节期间一线城市汇客指数最高



资料来源: 汇纳科技, 光大证券研究所 (注: 汇客指数=当期场日均客流/基期场日均客流\*100)

图 19: 2021 年休闲零食是占比最高的年货置办品类

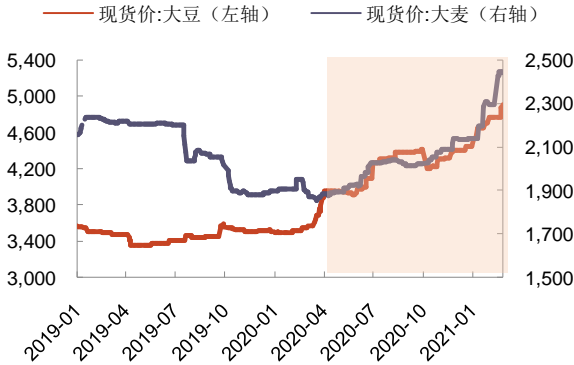


资料来源: 艾媒咨询, 光大证券研究所

### 1.2.3、经济复苏预期导致成本端上行

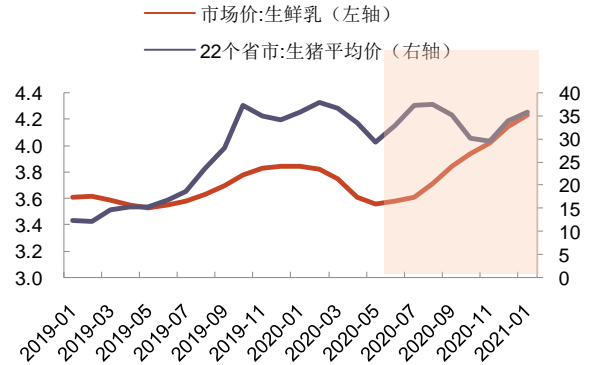
原材料价格持续上涨、包材价格反弹，食品饮料提价预期有望强化。2020年下半年，大众品的主要原材料，如大麦、大豆、生鲜乳、猪肉及玻璃等价格均上涨，对企业成本造成一定压力。随着经济复苏、需求增强，预计2021年原材料价格将继续维持在高位；原油价格有望复苏，带动PPI同比回升，CPI与PPI差值继续缩窄，食品饮料企业盈利压力将增大，提价预期有望强化，部分企业可能通过间接提价的方式应对原材料价格的上涨。

图 20：2019 年以来大豆及大麦价格（元/吨）



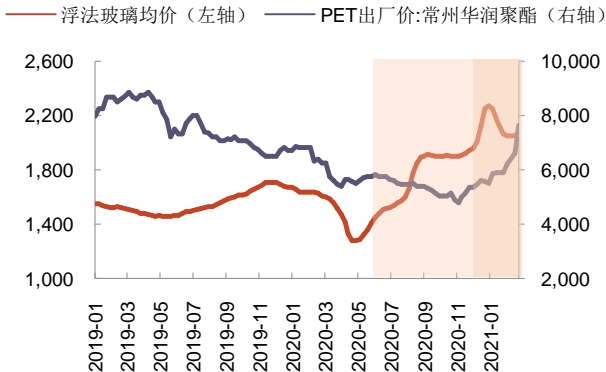
资料来源：农业部，光大证券研究所（注：截至 2021.02.25）

图 21：2019 年以来原奶及生猪价格（元/千克）



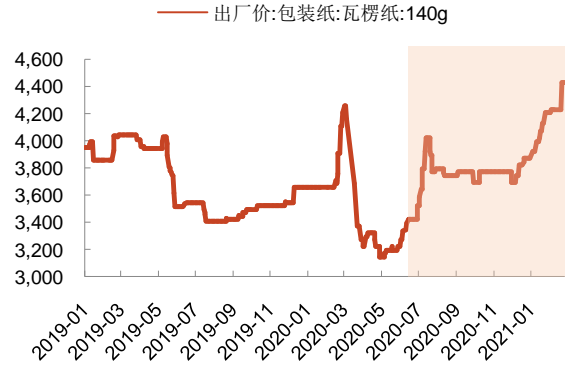
资料来源：农业部，光大证券研究所（注：截至 2021.01）

图 22：2019 年以来浮法玻璃及 PET 价格（元/吨）



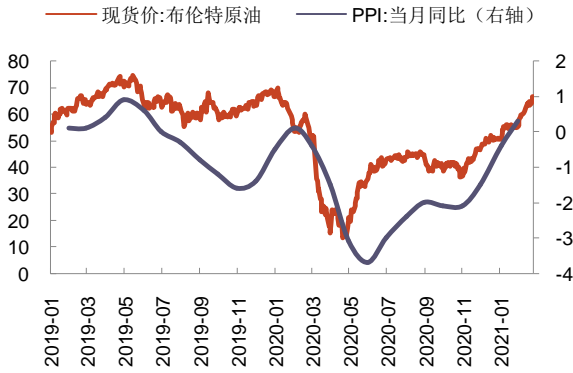
资料来源：Wind，光大证券研究所（注：截至 2021.02.26）

图 23：2019 年以来瓦楞纸价格（元/吨）



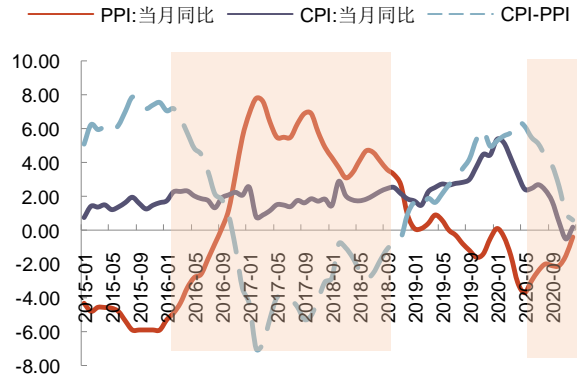
资料来源：Wind，光大证券研究所（注：截至 2021.02.26）

图 24: 石油价格有望复苏, 带动 PPI 回升 (美元/桶, %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 截至 2021.02.25)

图 25: 2015 年以来 PPI 和 CPI 当月同比 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 截至 2021.01)

回溯历史来看, 2016-2018 年 CPI-PPI 剪刀差收窄, 并保持一段时间的负值, 调味品、啤酒等板块在原料成本上涨压力下均大范围提价, 其中 2016-2017 年调味品集体提价, 2018 年啤酒集体提价。

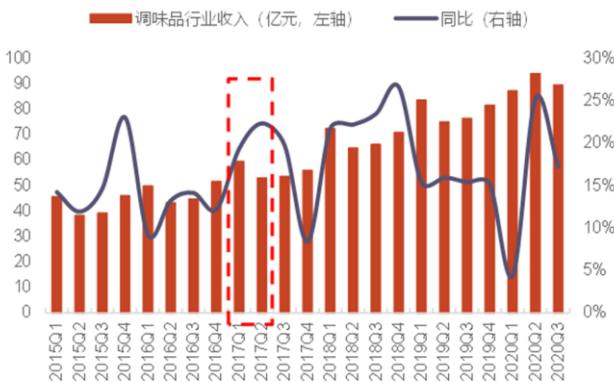
以调味品企业为例, 龙头一旦提价, 行业收入空间抬升。在疫情期间, 龙头公司加速渠道扩张、抢占市场份额, 竞争格局进一步优化, 强化龙头厂商定价权。回顾上一轮调味品行业提价, 提价幅度上, 榨菜 (8%-17%) > 醋 (9%) > 酱油 (5%-8%) ; 提价顺序上, 海天一马当先, 其他厂商依次跟进, 调味品行业整体收入出现改善, 如 2017 年 Q1-Q2 提价后, 收入增速从 10%-15% 提升至 20% 左右, 净利润也有明显改善。

表 3: 2016-2017 年调味品行业提价事件

品类	公司	提价时间	提价幅度	提价品类
调味品	恒顺醋业	2016 年 6 月	9%	经典醋系列 19 个单品
	涪陵榨菜	2016 年 7 月	8%-12%	11 个单品
	海天味业	2016 年 12 月	5%	收入占比 70% 以上的产品
	涪陵榨菜	2017 年 2 月	15%-17%	80g 和 88g 榨菜主力 9 个单品
	中炬高新	2017 年 3 月	5%-6%	全线产品
	千禾味业	2017 年 3 月	8%	全线产品

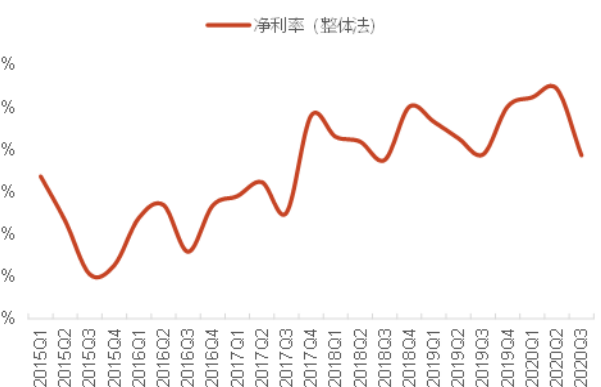
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 26: 调味品行业提价后营收增速提升



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所 (注: 公司选取海天味业、中炬高新、恒顺醋业、涪陵榨菜、千禾味业、天味食品、日辰股份)

图 27: 调味品行业提价后净利率提升明显



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所 (注: 公司选取海天味业、中炬高新、恒顺醋业、涪陵榨菜、千禾味业、天味食品、日辰股份)



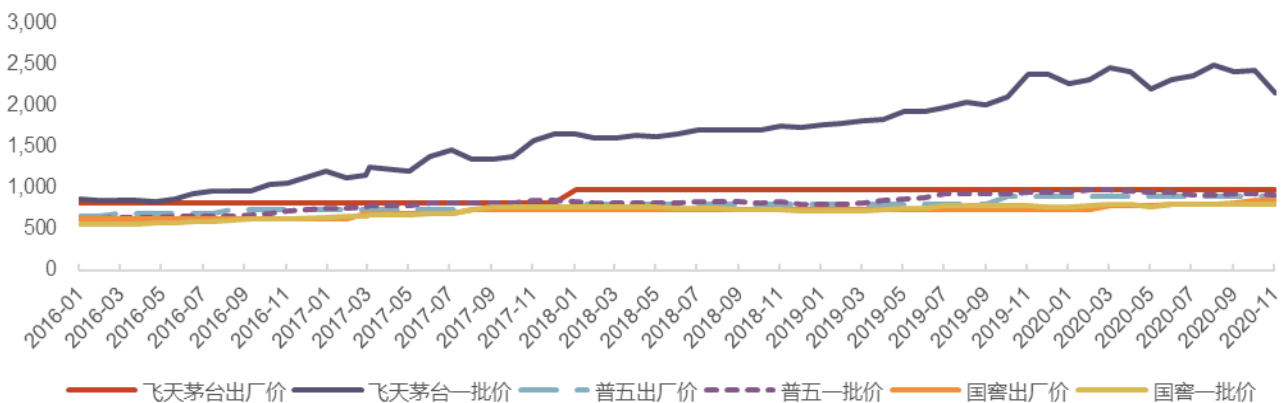
## 2、 高端白酒表现稳健， 次高端持续扩容

### 2.1、 高端白酒业绩确定性强， 受益消费分化

疫情加速白酒本轮周期趋势， 高端白酒确定性最强。 白酒行业自 2015 年走出深度调整期以来， 整体呈现出量减价增的趋势， 2016 年以后进入新的上行周期， 这一轮周期伴随着消费分化和消费升级， 白酒行业整体发展趋势也向高端和大众两端集中。 随着白酒消费日趋理性， 消费量的下滑驱使白酒消费向产地集中、 向品牌集中， 高端、 次高端和光瓶白酒均迎来扩容， 中高端白酒市场规模增长有所放缓。

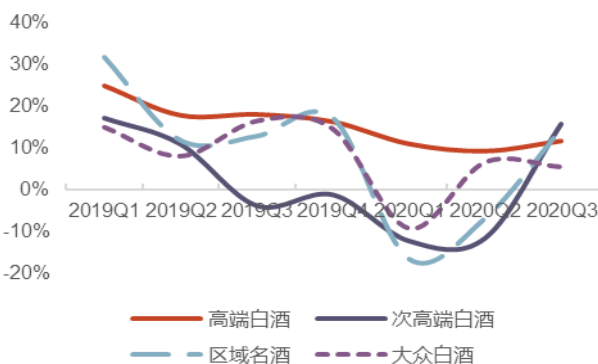
2020 年的疫情冲击加速了白酒行业格局变化的趋势， 疫情影响逐步解除后， 酒类复苏的顺序为高端——大众——次高端和区域名酒。 其中， 高端白酒最先复苏， 迎来量价齐升， 茅台酒批价从 2020 年 4 月左右的 2000 元底部持续上升， 散瓶价摸高至 2500 元， 箱茅在 2020 年末摸高至 3000 元， 价格的持续上升打开高端酒价格天花板， 五粮液和国窖先后提价并且加速放量。 大众酒受益于线下物理限制解除， 疫情之后消费分化、 消费理性化的趋势加强， 空间可期。 次高端酒也受益于价格带的上移， 同时， 酱酒热持续发酵， 基本面迎来业绩改善预期。

图 28： 2016 年至今的茅五泸出厂价和批价变化情况（元）



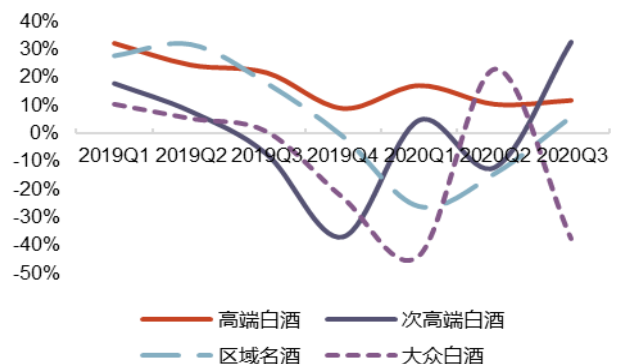
资料来源：Wind， 光大证券研究所（注： 数据截至 2020.11）

图 29： 2019 年以来各档次白酒单季度营收同比增速情况



资料来源：Wind， 光大证券研究所。 备注： 高端白酒为茅五泸； 次高端白酒为汾酒、 洋河股份、 水井坊、 酒鬼酒、 ST 舍得酒业； 区域名酒为古井贡酒、 口子窖、 今世缘； 大众白酒为顺鑫农业、 青青稞酒、 金徽酒、 伊力特酒、 老白干酒、 迎驾贡酒、 金种子酒。

图 30： 2019 年以来各档次白酒单季度净利润同比增速情况



资料来源：Wind， 光大证券研究所。 备注： 高端白酒为茅五泸； 次高端白酒为汾酒、 洋河股份、 水井坊、 酒鬼酒、 ST 舍得酒业； 区域名酒为古井贡酒、 口子窖、 今世缘； 大众白酒为顺鑫农业、 青青稞酒、 金徽酒、 伊力特酒、 老白干酒、 迎驾贡酒、 金种子酒。

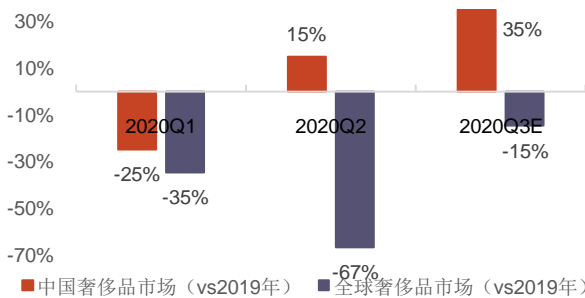
本轮周期驱动高端白酒需求增长的动力主要来自于高净值人群扩容、收入分化以及其具有的金融属性。疫情并没有改变本轮周期支撑高端白酒发力的逻辑，而是进一步强化了这一逻辑。

(1) 高净值人群扩容促进消费需求替代政务需求。2012 年限制三公消费等政策出台后，高端白酒的政务消费场景急剧萎缩，行业在接下来的两年内陷入低迷，2015 年出现回暖，2016 年以来的这一轮白酒消费上行周期中，白酒消费结构中的政务消费被商务/个人消费取代，白酒消费本身有一定的延续性，“酒文化”的传承和白酒的消费习惯延续是高端白酒重新回暖的内在动力，不断扩大的高净值人群则是需求扩容的坚实基础；

(2) 收入的分化刺激高端消费的增长。高端消费的消费者效用函数不仅仅取决于自身的偏好和产品的质量，也取决于消费者希望通过高端消费来彰显高收入的行为特征，即通常所谓的攀比消费或者面子消费。收入不平等本身，而不单纯是收入水平的提高，会增加人们对奢侈品的需求。由于攀比效应的增加，此时不但高收入人群会增加高端消费，低收入人群也会增加高端消费，即使他们无法负担这种消费。新冠疫情发生后，国内高端消费出现了短期的低迷，但随着中国经济从疫情冲击中复苏，奢侈品消费增速率先回暖，高端消费出现报复性增长，正是该逻辑的体现。

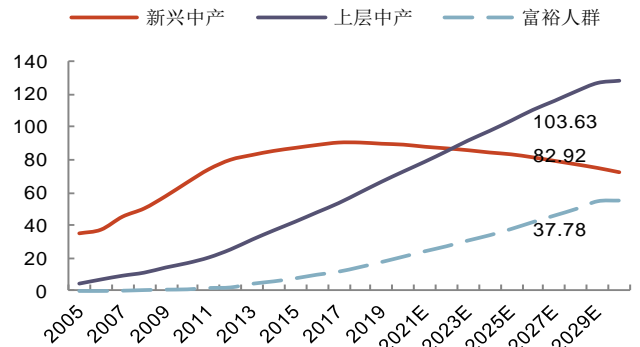
(3) 金融属性和价格上涨预期相互促进。依托高端白酒供给相对稀缺、易存储、能社交的特性，高端白酒的价格存在持续上涨的预期，叠加酒类价值随着时间的流逝不减反增的特点，白酒因此具备了类似投资品和储藏品的金融属性，金融属性的导入使得高端白酒在需求端的“凡勃仑效应”表现明显，即越贵越好的正反馈效应。此外，酒企有意推出有纪念价值的年份酒、生肖酒等，并扩大老酒市场容量，促进老酒的二级市场交易，进一步深化了名酒的收藏和投资价值。

图 31：疫情发生以来对国内/海外奢侈品市场增速的预测



资料来源：BCG&TMI 预测，光大证券研究所整理。（注：增速为对比 2019 年同期增速，预测数据发布于 2020 年 9 月，2020Q1-Q2 增速为实际数，2020Q3 为预测数）

图 32：中国高净值家庭数量（百万）扩张趋势



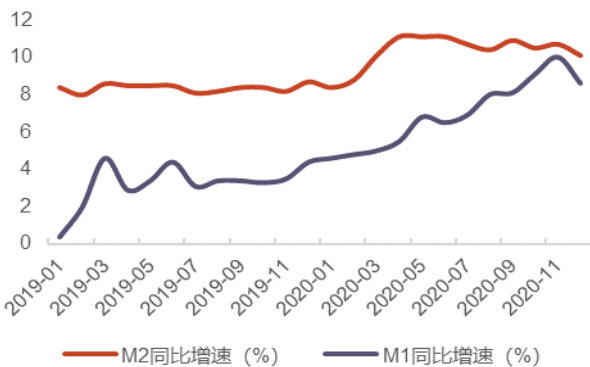
资料来源：BCG 预测，阿里研究院，光大证券研究所整理。注：新兴中产：每月可支配收入 5000-8000 元；上层中产：每月可支配收入 12000-22000 元；富裕人群：每月可支配收入 22000 元及以上

### 2.1.1、高端白酒是流动性充裕环境下上佳投资标的

业绩具确定性，在经济不确定性加剧的背景下具备较高的防御能力。高端白酒有奢侈品的属性，但又不同于普通意义上的奢侈品，有更加丰富的内涵。与西方大牌奢侈品很多依赖手工不同，高端白酒是具有量产能力的工业品，具备放量的潜力，同时，“凡勃仑”效应使得价格具备持续提升空间。因此，高端白酒企业盈利能力强且有持续提升的趋势，在经济不确定性加剧的背景下具备较高的确定性，较具配置价值。

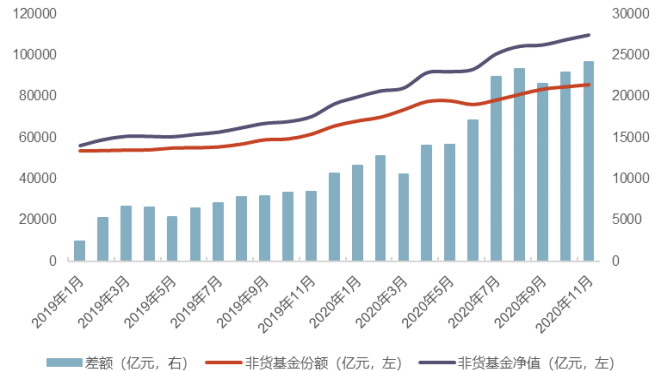
从资金层面看，较为宽松的流动性环境下，过剩的资金寻求确定性最高的标的，白酒的确定性优势依然凸显。2020年3月份开始，中国政府适度放宽财政和货币政策以配合各地复工复产、经济复苏，M2投放水平从2019年的中枢8.5%左右上升至10-11%，公募基金财富效应显著，吸纳了大量资金入市，截至2020年12月31日，全年新发公募基金数量共计1439只，累计募集基金份额2.88万亿份，同比增加116.60%。其中权益类基金增长最为显著，其中股票型及混合型产品发行数量合计超过总数的60%，且募集份额总数较19年涨幅分别为82.17%和734.87%。二级市场资金充裕，寻求景气度最高的行业和公司配置，因此，流动性宽松很快体现为资产价格的上涨。且由于疫情对经济影响的不确定性较高，具有确定性的资产获得资金的青睐，白酒尤其是高端白酒的业绩确定性强，领涨食品饮料板块。

图 33：2019 年以来月度 M1/M2 同比增速情况



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 12 月

图 34：疫情影响消退后，基金业蓬勃发展，入市资金量快速增长

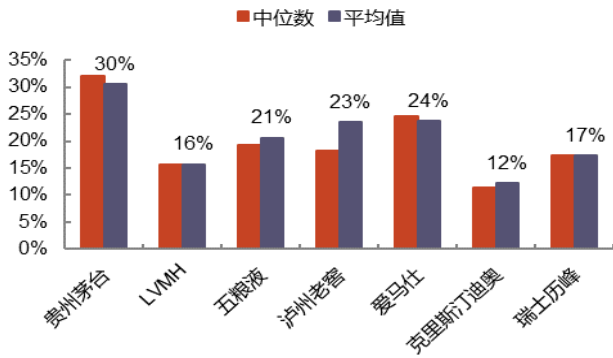


资料来源：中国基金业协会，光大证券研究所，数据截至 2020 年 11 月

### 2.1.2、财务表现超知名奢侈品公司，估值有支撑

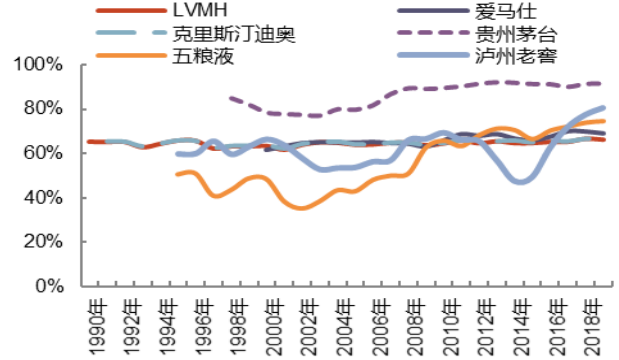
茅五泸具备比知名奢侈品公司更优异的财务表现。我们进行了中国高端白酒和知名国际奢侈品在品类属性和社交属性上的异同比较，反映在财务指标上，以茅五泸为代表的中国高端白酒亦有更加优异的表现。（1）以公司上市以来所有会计年度的 ROE 数据表现来看，茅台/五粮液/泸州老窖 ROE 平均值为 30%/21%/23%，LVMH/爱马仕/克里斯汀迪奥/瑞士历峰的均值为 16%/24%/12%/17%。（2）以毛利率的角度来看，LVMH/爱马仕/克里斯汀迪奥毛利率长期稳定在 65%，与中国高端白酒的毛利率水平相比差距明显，2019 年贵州茅台/五粮液/泸州老窖毛利率分别为 91%/74%/81%。（3）从成长能力的角度看，2016-2019 年，贵州茅台/五粮液/泸州老窖的营收 CAGR 分别为 29%/25%/24%，同期 LVMH/爱马仕/克里斯汀迪奥/瑞士历峰的营收 CAGR 分别为 13%/10%/10%/10%。贵州茅台/五粮液/泸州老窖 2016-2019 年净利润 CAGR 分别为 33%/35%/34%，同期 LVMH/爱马仕/克里斯汀迪奥/瑞士历峰的净利润 CAGR 分别为 21%/12%/18%/9%。

图 35：茅五泸及部分知名奢侈品公司的 ROE 情况比较



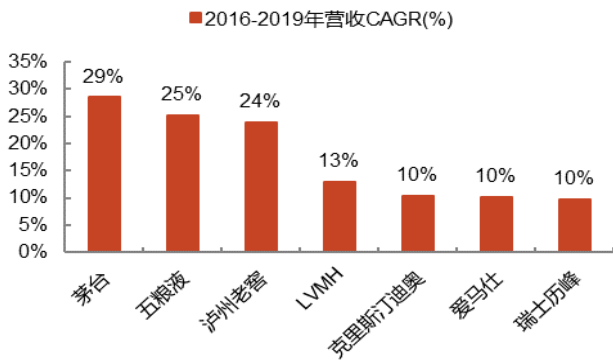
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 36：过去 30 年茅五泸和部分知名奢侈品公司的毛利率情况



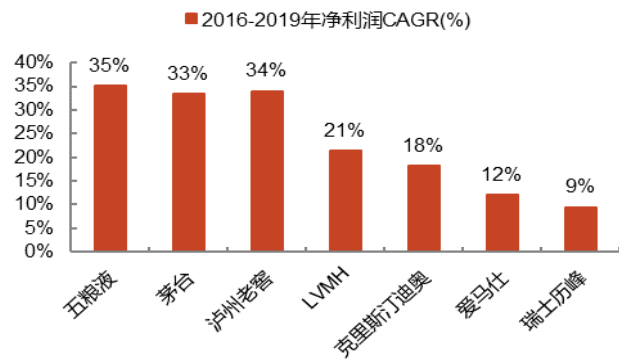
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 37：2016-19 年茅五泸营收复合增速远高于国际奢侈品公司



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

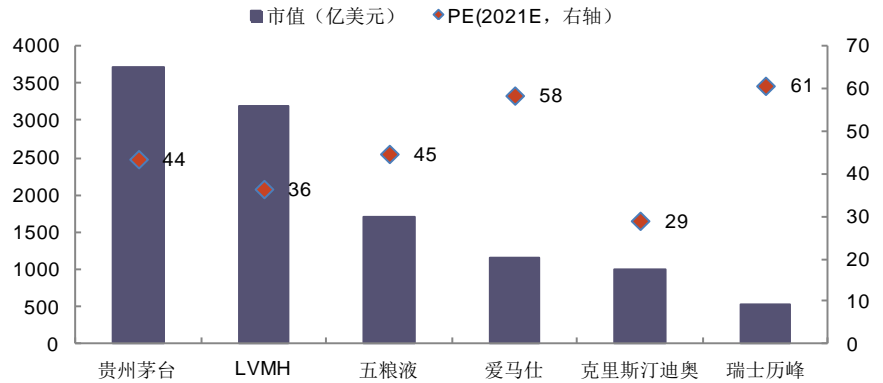
图 38：2016-19 年茅五泸净利润增速远高于国际奢侈品公司



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

估值层面，高端白酒相比国际奢侈品公司处于合理水平。2020 年茅台/五粮液的市盈率估值创下除 2007 年最高水平。与此同时，LVMH/爱马仕/克里斯汀迪奥的市盈率估值在 2020 年末分别摸高至 62/83/45 倍，其中 LVMH/克里斯汀迪奥的估值同样达到过去 30 年以来的历史最高水平，我们认为奢侈品估值整体水涨船高与国内外充裕的流动性环境密切相关。展望 2021 年，根据彭博的一致盈利预测，贵州茅台/LVMH/五粮液/爱马仕/克里斯汀迪奥/瑞士历峰集团 2021 年动态市盈率估值分别为 44/36/45/58/29/61 倍，国内外对于大市值的奢侈品公司依然愿意赋予较高的估值溢价。

图 39：贵州茅台/五粮液与国际奢侈品公司市值及 2021 年一致盈利预测估值比较



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理，数据截至 2020 年 12 月 30 日

综上所述，对标国际奢侈品公司，我们发现在疫情对经济造成冲击后，各国政府都出台了经济刺激政策，执行更加宽松的货币政策，资金流入二级市场，致使高景气度行业的估值水涨船高，高端白酒的估值与同类奢侈品公司相比仍处于合理水平，且其更加出色的业绩表现有望消化当前估值水平。

### 2.1.3、高净值人群有望带动 2025 年高端白酒消费增至 11 万吨

在前文中，我们分析了高端白酒的三大需求支撑因素，考虑到收入分化和白酒的金融属性受白酒企业运营能力影响较大，而高净值人群的扩容更加有迹可循，接下来，我们仅通过考虑高净值人群需求扩容情况下，预测 2019-2025 年高端白酒消费量的增长趋势。

我们以茅五泸+青花郎的合计销量近似描述高端白酒的整体销量，假设（1）根据 2019 年销量数据，茅五泸+青花郎合计销量约为 7.01 万吨，BCG 估算 2019 年中国上层中产（月可支配收入 1.2 至 2.2 万元）/富裕人群（月可支配收入 2.2 万元以上）的家庭数为 6630/1776 万户，假设上述家庭均有高端白酒的消费意愿，计算平均每户每年购买 2 瓶。（2）根据 BCG 预测，2025 年，中国上层中产/富裕人群的家庭数合计达到 1.41 亿户，不考虑单个家庭年消费需求的扩大，反推估算 2025 年中国高端白酒的潜在需求为 11.8 万吨，较 2019 年已实现销量的复合增速为 9%。考虑上层中产/富裕人群家庭数量在 2019-2025 年的增幅分别为 56%/113%，若假设仅有富裕人群作为高端白酒的最终消费群体，2019-2025 年高端白酒潜在需求量的复合增速有望达到 13%。

表 4：2019-2025E 高端白酒销量复合增速预计达到 9%

年份	高端酒合计销量 (万吨)	中产家庭 (百万户)			上层中产/富裕人群家庭高端酒平均购买量 (瓶/户/年)		
		上层中产	富裕人群	上层中产+富裕人群合计	上层中产	富裕人群	上层中产+富裕人群加总的平均消费
2019 年	7.01	66.30	17.76	84.06	2.2	8.4	1.8
2025 年 E	11.8	103.63	37.78	141.42	2.3	8.4	1.8

资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算；

注：在上层中产/富裕人群家庭高端酒平均购买量测算中，我们假设高端酒销量仅由对应人群的消费带动，且假设 2025 年上层中产/富裕人群的户均消费量与 2019 年持平。

## 2.2、茅五泸：高端扩容，取长补短

### 2.2.1、贵州茅台：飞天提价预期强，系列酒有望突破

**飞天提价预期强，开箱新策调控市场。**根据公司规划，“十四五”期间白酒业务目标营收 1750 亿元，其中高端酒目标收入 1500 亿元以上，考虑到茅台酒 2020-2025 年的量增较为确定，2025 年产量在 4.6-5 万吨左右，预计相比“十三五”期间增长 30-40%，需通过提价满足营收目标。2021 年茅台酒量增较为确定，相比 2020 年约增加 2000 吨，同比增速 5-6%，2021 年初批价和出厂价仍有千元以上的差距，安全边际较高，价增空间较大。为调控价格，酒企 1 月初推出强制经销商开箱卖酒的政策，要求实现 100% 拆箱销售，但春节后预期该政策不会长期执行，拆箱比例将会降至合理区间。

**看好系列酒品牌化。**据公司生产经营公告，2020 年系列酒实现含税销售额 100 亿元以上，在 2020 年 12 月 16 日召开的茅台酱香系列酒全国经销商联谊会上，公司指出茅台酱香系列酒 2021 年目标为含税销售额 115 亿元。茅台王子酒有望从 200 元以上的价格带向 300 元的次高端挺进，价格持续提升叠加返利政策，王子酒的渠道利润走高，渠道推力较强。同时，公司策划逐将王子酒品牌单独运作，收缩 OEM 规模，提升自有品牌占有率。酱酒热持续发酵，品类破局能力强，习酒享受酱酒热和价格带优势，在 2020 年 12 月 12 日召开的贵州习酒 2021 年全国经销商大会上，公司指出 2020 年习酒销售规模突破百亿，2021 年计划实现营收 120 亿元。习酒定价 500 元以上，团购价格 400-500 元之间，定位次高端白酒主流的价格带，与目标 200-300 元的王子酒遥相呼应，不会形成挤压。

**直营渠道继续扩容。**公司近年来推动直营渠道放量，公司 2020 年 11 月下旬公布预告称 2020 年四季度直销目标 4160 吨。扩充直营规模有利于增厚利润，增加厂商对市场的反应能力，将价格和库存调控在合理范围内，我们预计 2021 年经销商渠道维持不增量的策略，公司预计增加的约 2000 吨茅台酒产能大部分通过电商、商超等直销渠道投放。在系列酒方面，公司将逐步收缩权力，推动飞天茅台和系列酒分品牌运作，预计后续将增加系列酒直营渠道放量比例，真正推动系列酒成为独立的品牌。

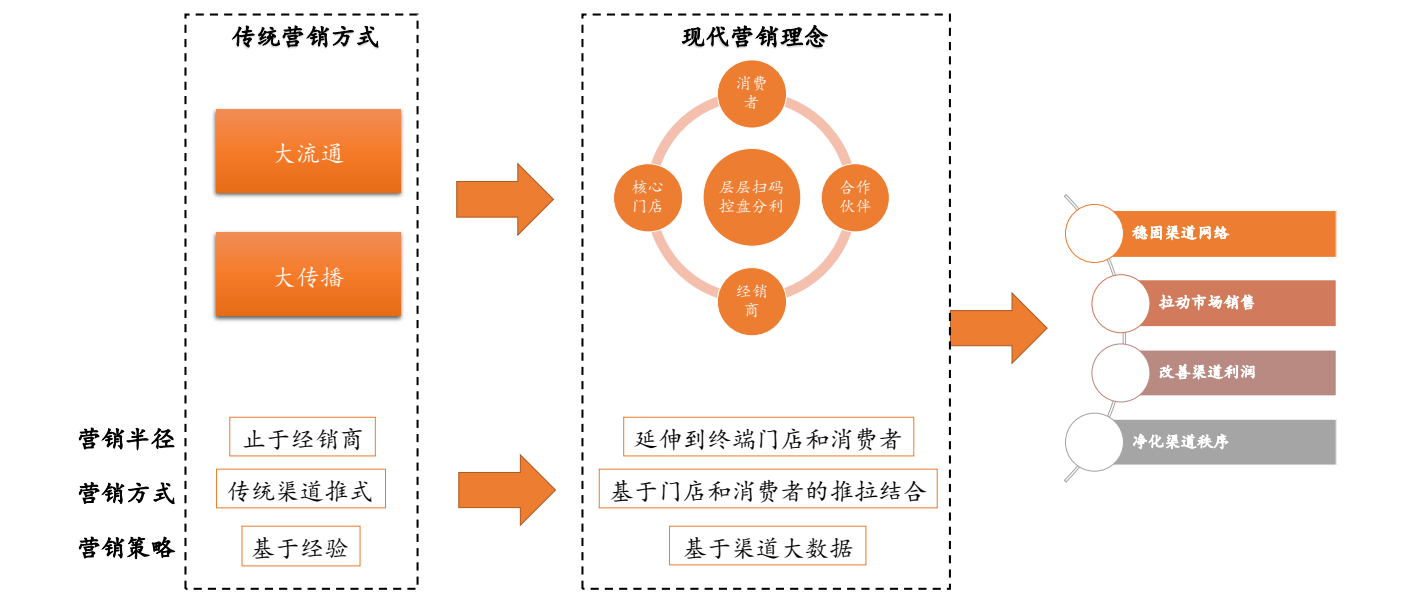
### 2.2.2、五粮液：理顺价盘改善渠道推力，发力团购重塑渠道体系

**普五挺价放量，品牌战略有条不紊。**考虑到茅台酒供不应求的情况，其批价和出厂价之间有很大的空间，1000 元-2000 元价格带中还没有站稳的大单品，五粮液作为 1000 元价格带的大单品，有望继续挺价放量，承接茅台之后的高端白酒需求。公司继续坚持主品牌“1+3”，系列酒“4+4”的品牌矩阵，收缩品牌范围，清退杂牌，实现品牌聚焦。

**数字手段赋能有望改善渠道短板，理顺价盘改善经销商利润空间。**一直以来，五粮液凭借产品和品牌力制胜，对渠道的掌控常常受到诟病，究其原因，渠道大商制模式下酒企对渠道和终端的管控难度较大，串货、价盘混乱等问题的出现是必然结果。五粮液 2019 年以来积极推进数字化改革，目前已经形成了对单瓶酒流向和渠道库存水平的信息化监控。目前，五粮液的渠道已裂变为传统经销商渠道、团购直销渠道、以及创新渠道三大模式，并已形成相互独立相互促进的发展态势。普五顺价，终端利润 2020 年年末未达到每瓶近百元，经销商利润空间得到改善。看好 2021 年五粮液继续运用数字化推动渠道管理的创新，进一步理顺价盘。

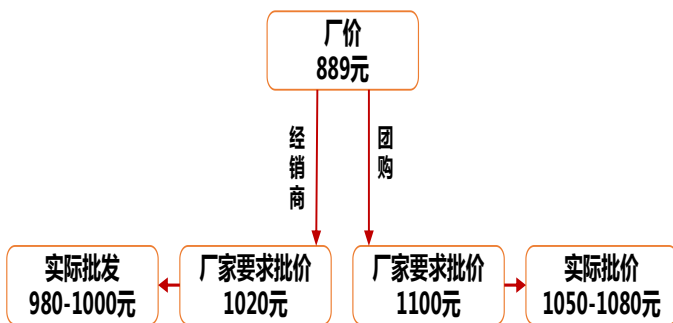
**发力团购培育消费者资源。**2020年年中，公司正式上线新的团购体系，团购业务的根本诉求是培育酒类消费的大客户，2012年行业遭遇调整之前，团购业务的主要目标是党政军和企事业单位，如今，团购业务的主要目标变成了各类企业，更加具有市场化的特点。拆细来看，团购渠道对五粮液的意义在于：（1）升级传统渠道模式下厂商/渠道商和消费者之间简单的交易型关系，通过服务升级获取服务溢价。（2）结合超高端的战略单品，满足部分消费者的个性化、定制化及收藏需求；（3）实现平台化资源的共享和互换。（4）帮助经销商提升潜在客户的消费能级，扩大经销商销量。综合来看，在传统渠道投放整体不增量的情况下，团购渠道有望成为2021-2022年销量增长的重要来源，预计未来传统渠道：新零售+团购的销量结构有望朝60%:40%的方向靠近。

图 40：数字化手段的引入创新白酒行业营销理念



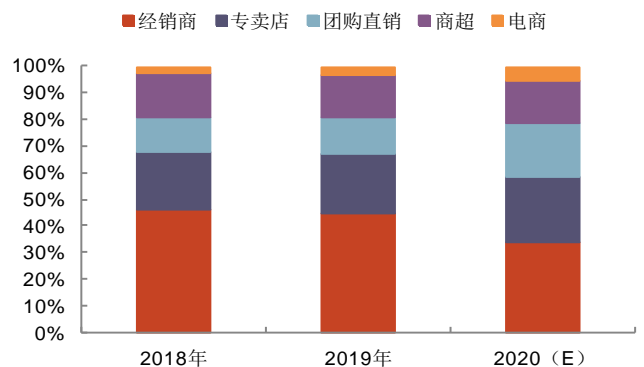
资料来源：光大证券研究所

图 41：五粮液传统经销商体系与团购体系的定价模式



资料来源：公司公告，光大证券研究所 备注：截至2020年12月31日

图 42：五粮液主品牌按销量分渠道拆分（%）



资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

### 2.2.3、泸州老窖：国窖特曲势头佳，河南会战树信心

**国窖持续放量，跟随五粮液提价。**考虑到2021年飞天茅台酒提价概率较大，若茅台提价，五粮液大概率跟随，国窖1573则可以“贴身”跟随五粮液的价格，

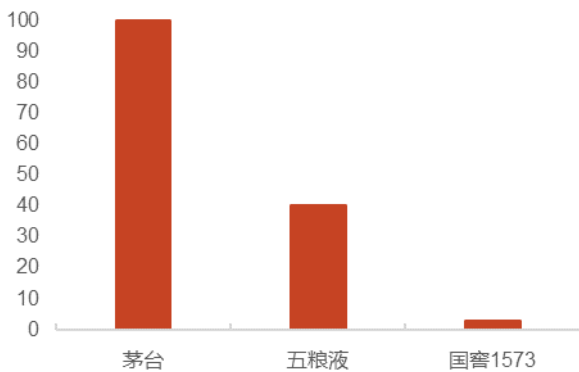
持续提价，以承接高端白酒扩容的趋势下茅台和五粮液无法满足的需求。2020年国窖和普五的出厂价差距控制在100元左右，预计2021年国窖和普五的出厂价差距有望进一步缩小，老窖公司可以通过返利等方式增加渠道获得的实际利润率，并且在渠道打款节奏要求上比五粮液更加宽松，以此弥补国窖在品牌力上和五粮液的差距。

**特曲复兴持续推进，瞄准次高端。**特曲在历史上获得历次名酒称号，有着深厚的品牌基础和质量保障，目前批价250元左右，预计2021年公司继续踩“大步子”提升特曲价格，推动特曲向300元迈进，挺进次高端行列。特曲60版定价的500元价格正是次高端的主流价格带，估计2020年将取得10亿销售收入的优秀成绩，2021有望向20亿销售额进发。

**河南会战取得成功，2021年看好模式复制。**河南是人口大省，也是白酒消费的重点市场，根据渠道调研，2019年河南市场的茅台/五粮液销量分别约100/40亿，国窖1573销量仅有3亿左右，2020年开启“会战”以来，公司的久泰模式威力显现，公司采取直营方式，自派人员负责销售工作，经销商做好协助，2020年助力国窖1573在河南抢夺份额，实现营收同比大幅增长。我们看好2021年公司继续巩固河南市场成果，并将打造市场的经验复制到其他城市。

**高光酒颇具想象力，有助于打开第三增长极。**高光有G1、G2、G3三个系列，横跨200-700元的价格带。其中，G3（建议零售价698元）定价接近次高端顶部，目标消费群体需要培育，未必是很好的放量产品，但却具有很高的营销价值，有助于推动G1（预计定价200元以上）的放量。目前市场上的光瓶酒价格集中在50元以下，主要目标客户是流动人群和大众消费者，而高光G1系列志不在此，其主要对手是同等价位的盒装酒，与包装复杂的盒装酒相比，高光更加简洁，节省了包装费用以换取更好的酒质，有望打开泸州老窖和国窖1573之后的第三增长极。

图 43：2019 年河南市场茅五泸销售规模（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 44：高光系列的推出有望重塑光瓶酒，打开第三增长极



资料来源：微酒网，光大证券研究所

## 2.3、价格带上移，三大力量助力次高端扩容

**次高端的升级趋势延续，整体价格带上移。**2016年以来的一轮白酒周期以消费升级和消费分化为底层支撑，受益于消费的棘轮效应，升级后的消费需求具备一定的支撑力，很难降低，所谓“由俭入奢易，由奢入俭难”，次高端白酒的价格持续提升具备需求支撑。不同于高端酒贴近奢侈品的强大品牌属性，次高端酒兼具品牌调性和品质，产能充足，价格更加容易负担，在商务使用中更为频繁。拆分量价看，随着高端酒的逐渐提价，次高端的价格上限被打开，以上限国窖1573为例，2016年国窖1573批价在560-600元左右，2020年末已经提升至



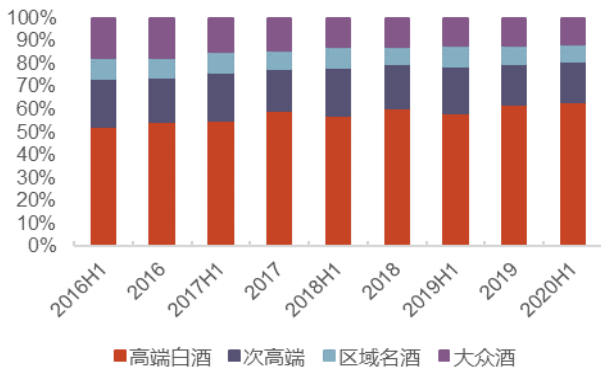
800 元，终端价达 900 元左右，这意味着次高端酒的整体价格上限从 600 元提升至 800 元以上，300-800 元均是次高端可以发力的区域。从量的角度看，疫情并没有使得白酒行业逻辑发生质变，随着高端酒批价持续提升，预计 2021 年次高端价格上限向 900 元迈进。同时，2016 至今的周期中，100-300 元的中高端产品收缩最为严重，酒企致力于提升这一价格带产品的品牌调性，通过提价彰显品牌力。

#### 次高端三大扩容力量齐聚，酒企各有所长。

**茅五泸品牌制胜，次高端受益明显。**分类别看，次高端酒的扩容主要由以下三部分组成：全国名酒的次高端产品扩容、区域龙头的主力产品扩容、酱酒扩容。首先看好全国名酒的次高端产品，这一部分又可分为高端白酒品牌的次高端品牌，比如茅台系列酒，五粮液系列酒和窖龄酒、特曲等，以及全国性次高端名酒，如汾酒、洋河、剑南春等。次高端白酒消费向品牌集中的趋势没有高端白酒中那么明显，现阶段，茅五泸的主要运作重点都在高端产品上，但是高端白酒凭借最强的品牌力，如果更加聚焦次高端产品运作，在次高端市场有望实现对其他酒企的“降维打击”。

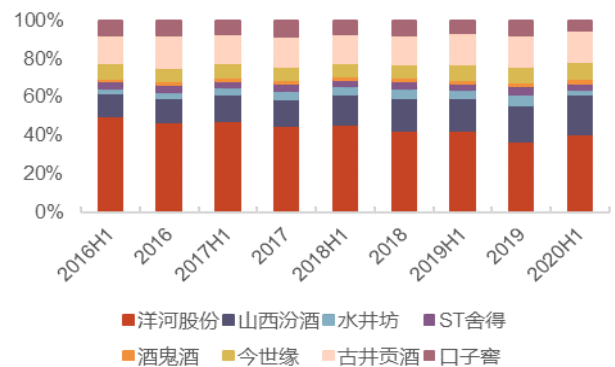
**汾酒、洋河拥有渠道和品牌的双重优势，全国化势头正盛。**2020 年山西汾酒省外收入首次超过省内，青花增速达 30%，公司推出青 30 复兴版冲击 1000 元价格带，并且以青花 30 系列为抓手，带动次高端产品价格带上移，我们看好汾酒集团 2021 继续贯彻“两头抓，带中间”的品牌思想，青花提价放量、省外扩展进度有望超预期。洋河股份方面，M6+在省内放量取得阶段性成果，站稳 600+的价格带，2021 年看好 M6+在省外市场推广；同时，公司于 2020 年 11 月推出水晶版 M3，新版梦之蓝增量提质，看好水晶版复刻 M6+的成功路径，与 M6+形成合力。

图 45：上市公司中，高端酒的营收占比逐渐上升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 46：汾酒在次高端中的比重上升



资料来源：徽酒，光大证券研究所

#### 区域龙头方面，省外推进全国化、省内渠道下沉、产品结构升级是主基调。

**酒鬼酒：**公司 2020 年归母净利润增幅 50% 以上，业绩超预期，实施“优商”计划，增加渠道推力。“十四五规划”收入突破 30 亿，跨越 50 亿。2021 年公司继续推进省外地级市覆盖率 100% 和湖南省内县级市覆盖率 100% 的双百计划。内参酒是公司业绩的核心驱动力，预计 2020 年营收超过 5 亿，2021 年继续保持高速增长。

**舍得酒：**舍得酒业自 2019 年开始实施“老酒战略”，以舍得与沱牌双品牌围绕经典老酒、藏品老酒、艺术老酒三大老酒产品线打造独特老酒产品矩阵，抓

住白酒理性化消费趋势下“真实年份白酒”这一营销制高点，考虑到公司基酒储量充足，我们看好 2021 年公司的品牌差异化竞争助力沱牌舍得“守正出奇”。

**水井坊：**2020 年 3 季度销售恢复良好，臻酿八号和井台常规系列收入同比增速 20%，公司加大宴席市场的推广，维持库存在较低水平。展望 2021 年，次高端酒产品库存较低，库存良性叠加低基数，业绩弹性大。在次高端加速扩容的背景下，预计 2021 年收入将高速增长，业绩弹性较大。

**今世缘：**根据业绩预告，公司预计 2020 年营业收入/归母净利润分别实现 51/15.5 亿元左右，同比增加 4.7%/6.3%左右，下半年营收同比增速 20%左右，恢复符合预期。全年 300 元以上的次高端产品收入增速超过 13%，收入比重提高至 60%。展望 2021，看好公司继续推动产品结构升级，力争“十四五”开门红。

**口子窖：**公司是兼香型白酒的代表企业，口味的独特性和工艺的复杂性有助于差异化营销，符合消费升级的特点。产品线方面，公司在中端价格带竞争优势明显，在次高端价格带销售持续增长，2020 年口子窖次高端产品销售增速预计约 20%。预计 2021 年公司将加大全国性广告投入，看好公司在省外市场持续扩张。

**古井贡酒：**公司于 2020 年 3 月公布投资额 89 亿元的酿酒生产智能化技术改造项目，2024 年 12 月完成建设后预计增加原酒产能 6.66 万吨。2020 年公司加大省外战略建设，双品牌共同发展，大幅加快了市场拓展。2021 年看好单品年份原浆产品结构持续优化，通过品牌势能与经销渠道优化使次高端产品实现稳步增长。此外，公司于 2021 年 1 月 9 日披露已经收购安徽明光酒业 60% 的股权，预计后续将采取多元化策略，除了基酒产能扩充和市场争夺外，明光特有的绿豆香型有望成为营销突破口。

表 5：2019-2020Q3 次高端酒企分季度营收和归母净利润同比增速

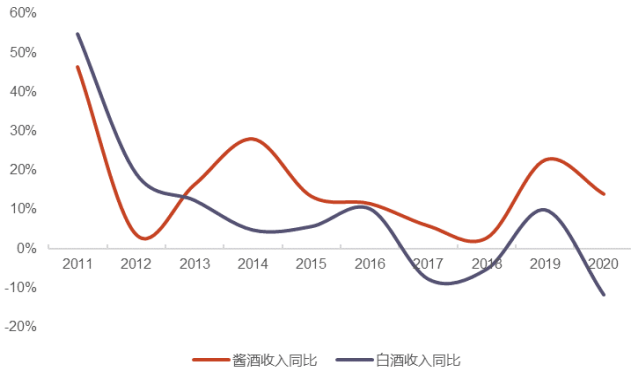
单季度营业收入同比增速 (%)	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
洋河股份	14.18	2.08	-20.61	-36.49	-14.89	-18.57	7.57
山西汾酒	20.12	26.30	34.45	26.02	1.71	18.44	25.15
口子窖	8.97	16.25	-0.15	13.64	-42.92	-25.07	6.75
水井坊	24.25	29.30	19.71	30.54	-21.63	-90.08	18.86
酒鬼酒	30.46	40.49	9.48	27.47	-9.68	12.89	56.37
今世缘	31.12	26.58	32.41	31.17	-9.41	3.81	21.03
ST 舍得	34.06	5.04	9.11	29.44	-42.02	18.83	18.40
古井贡酒	43.31	4.34	11.91	15.07	-10.55	-3.51	15.13
单季度归母净利润同比增速 (%)	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
洋河股份	15.70	2.03	-23.07	-78.03	-0.46	-10.39	14.07
山西汾酒	22.58	37.96	53.62	3.08	39.36	16.11	69.36
口子窖	21.43	22.96	-1.80	8.53	-55.36	-30.53	-5.86
水井坊	41.16	7.46	53.41	60.33	-12.64	-172.59	33.09
酒鬼酒	16.18	60.14	-39.50	87.38	32.24	6.35	419.02
今世缘	26.00	24.10	28.30	34.92	-9.52	1.91	32.70
ST 舍得	21.53	2.12	9.57	198.36	-73.46	62.02	24.86
古井贡酒	34.82	49.33	35.78	-19.02	-18.71	-16.51	3.94

资料来源：Wind，光大证券研究所

酱酒热潮持续，推动次高端白酒市场扩容。

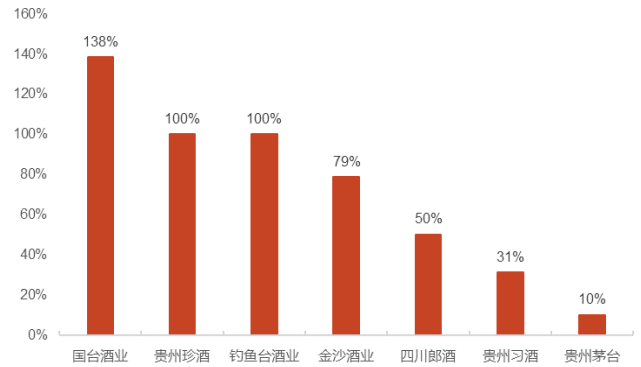
茅台带动下，高品质、稀缺性酱酒迎来发展风口。近年茅台引领白酒行业掀起一轮“酱香热”，凭借自身强大的品牌效应，茅台在市场上开展消费者教育，建立了酱香酒这一品类的高端化形象。同时，酱酒制作工艺复杂、生产周期较长，高品质、稀缺性满足了消费升级下对于白酒的品质需求。据权图酱酒工作室统计，2020年酱酒行业收入同比增长14%，远高于白酒行业收入增速(-12%)，2020年习酒营收规模突破百亿元，增长超过30%，郎酒酱酒板块收入80亿元左右，增长50%，国台销售规模约45亿元，增长138%，金沙营收增长约80%，珍酒/钓鱼台销售额突破20亿元，同比增幅均达到100%。

图 47：近年酱酒收入增幅高于白酒行业收入增速



资料来源：前瞻产业研究院，权图酱酒工作室，光大证券研究所

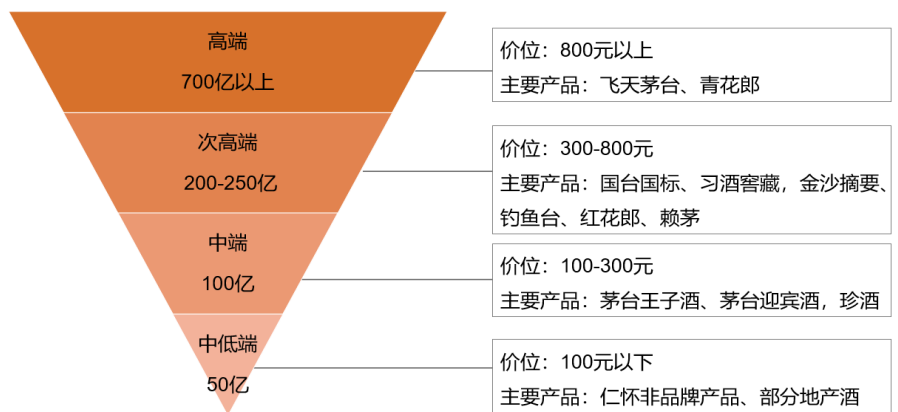
图 48：主要酱酒企业 2020 年收入规模高速增长



资料来源：各公司公告，酒业家，光大证券研究所，注：四川郎酒收入增速仅指酱酒产品

次高端酱酒潜力较大、品牌众多、竞争激烈，未来市场规模有望持续增长，推动次高端白酒市场整体扩容。从市场分布来看，飞天茅台占据高端酱酒主要份额，次高端市场竞争激烈，为各品牌主要布局市场，郎酒、习酒、国台、汉酱、金沙等品牌主要产品均集中在该价格带。目前酱酒行业尚处发展初期，未来 3-5 年伴随需求提升、产能释放，市场规模将继续高速增长。次高端酱酒市场潜力较大，将承接茅台向下溢出的中高端消费需求，推动整个次高端白酒市场加速发展。

图 49：酱酒高端价位市场规模最大，次高端价位竞争激烈



资料来源：公司公告，京东，酒业家，光大证券研究所

表 6：酱酒企业形成四个梯队，龙头集中度较高

梯队	企业	2019 年营收规模/亿元	2019 年营收市占率	核心产品
第一梯队	贵州茅台	854.3	63.28%	飞天茅台、汉酱、赖茅、茅台王子酒
第二梯队	四川郎酒	83.48 (酱酒 53.28 亿)	3.95%	青花郎、红花郎

	贵州习酒	79.8	5.91%	窖藏 1988、窖藏 1998
第三梯队	国台酒业	18.87	1.40%	国台国标
	金沙酒业	15.26	1.13%	金沙摘要
	贵州珍酒	10	0.74%	53 度珍酒
	钓鱼台酒业	10	0.74%	国宾、贵宾
第四梯队	丹泉酒业	5-10	合计 22.85%	丹泉洞藏
	仙潭酒业	5-10		紫潭、红潭
	酣客	5-10		酣客酱酒、酣客半月坛
	武陵酒	5		武陵上酱、武陵中酱

资料来源：公司公告，酒业家，光大证券研究所

表 7：众多酱酒企业实施扩产计划，未来五年产能将逐渐释放

企业名称	目前产能 (万吨)	目标产能 (万吨)	扩产计划
贵州茅台	4.99	5.6	“十三五”中华区茅台酒技改工程
茅台系列酒	2.51	5.6	3 万吨酱香系列酒技改项目
贵州习酒	2	4	建设 1.9 万吨酱香酒及配套项目
四川郎酒	1.8 (酱酒产能)	5	新增酱香酒基酒产能 2.27 万吨
国台酒业	0.53	2.6	加快国台酒业 6500 吨技改项目建设、国台酒庄万吨现代优质大曲酱香型白酒技术改造项目建设和国台怀酒基地 1000 吨复产技术
劲牌酱酒	0.5	1.3	新增年产 8000 吨酱香型白酒技改工程
金沙酒业	1.9	3	万吨技改项目
贵州珍酒	0.5	2	万吨技改项目
贵州安酒	0.4	2	投资 50 亿，计划 2 万吨
武陵酒	0.15	0.65	15 个亿、5000 吨的“武陵酒业酱酒酿造扩建项目”
仙潭酒业	2	2.5	新增 15 个车间，增加产量 0.5 万吨
云门酒业	0.5	1	投资近 7 亿，新增年产 0.5 万吨的酱香酒产能
丹泉酒业	1.5	2	投资 3.2 亿，对酱酒生产车间与储存基地进行技改扩建

资料来源：各公司公告，各公司官网，酒业家，光大证券研究所，目前产能为 2019 年统计数据

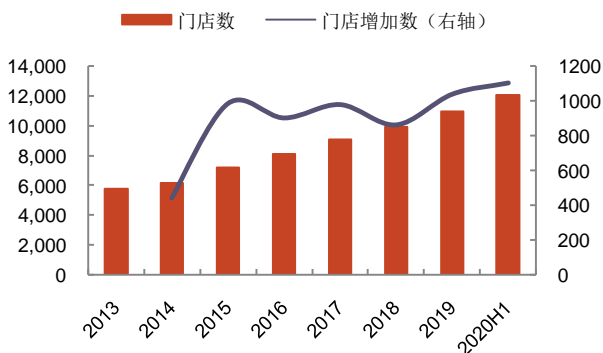
### 3、大众品板块赛道优势逐渐释放

#### 3.1、休闲餐饮：受益于连锁化趋势

##### 3.1.1、连锁业态产业链值得关注

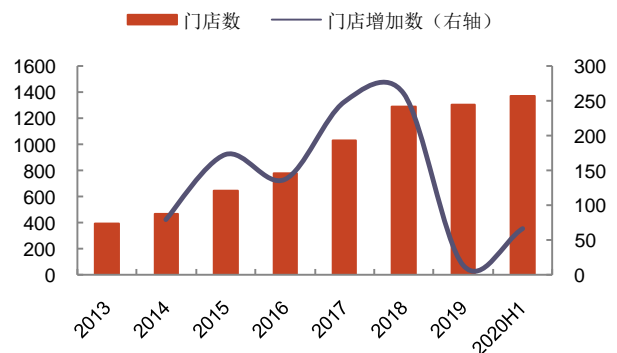
连锁化是大众消费品的趋势所在，餐饮、茶饮、休闲食品等连锁品牌皆在加速扩张。2020 年上半年连锁品牌龙头逆势扩张，头部企业开店数保持着高增长。在基础设施不断完善，信息化技术不断普及的背景下，休闲餐饮还将迎来高速增长。

图 50：绝味食品门店数



资料来源：公司公告，光大证券研究所

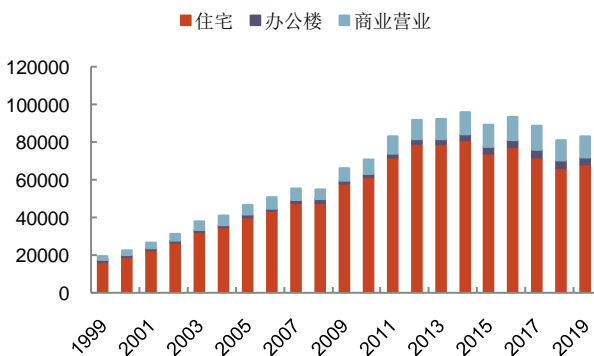
图 51：周黑鸭门店数



资料来源：公司公告，光大证券研究所

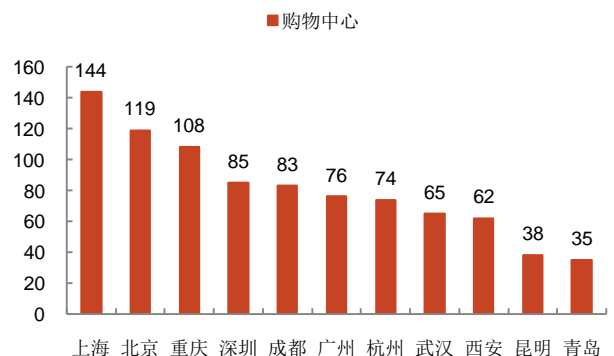
**三大因素推动连锁业态的发展。**1) **城市化扩充潜在门店数量：**人口的聚集为加盟连锁品牌在社区、商圈、交通枢纽开店提供支撑，扩容了潜在单店数量。1999-2019年间，中国住宅/办公楼/商业营业用房每年竣工面积保持年均8%的复合增速，累计新增竣工面积达到132亿平米。2) **外卖产业发展提升单店营收：**外卖行业的发展有效扩大了单体店的售卖半径。根据美团研究院&中国饭店协会外卖专业委员会的抽样调查数据，68.6%的餐饮门店和76%的零售门店认为外卖拓展了营收渠道；59.3%的餐饮门店和65.1%的零售门店认为外卖增加了客源。3) **冷链物流优化供应链速度：**冷链物流对促进连锁餐饮业态发展起支撑作用。据戴德梁行预测，2015年至2020年，我国冷链物流市场将从1800亿增长至4019亿，年均复合增速达到17%。国内的公路冷链运输车保有量、低温仓储冷库容量分别从2011年的3.21万辆/1742万吨增加至2018年的18万辆/5238万吨，年均复合增速分别达到28%/17%。

图 52：住宅/办公楼/商业营业历年竣工面积（万平米）



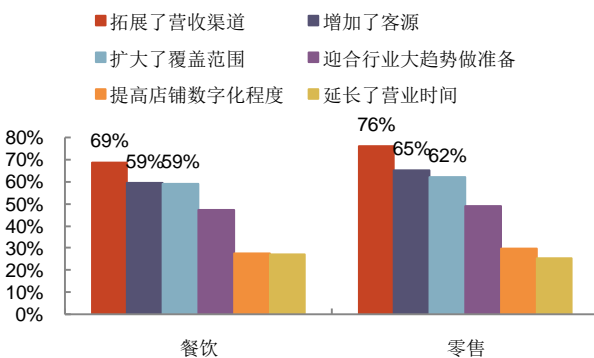
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 53：2019 年中国各大城市购物中心数量



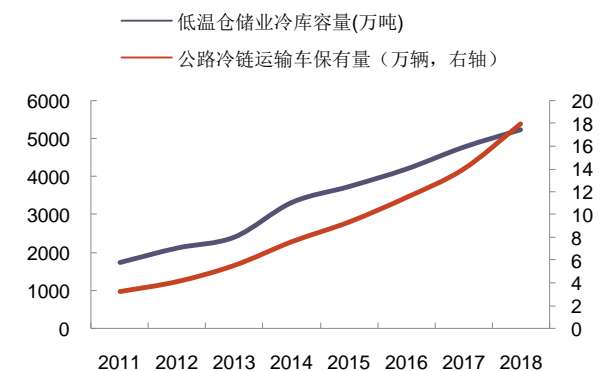
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 54：外卖对餐饮&零售客户的帮助调查



资料来源：美团研究院&中国饭店协会外卖专业委员会，调查日期2020年2月，光大证券研究所

图 55：国内冷链运输车与冷库容量迅速扩容

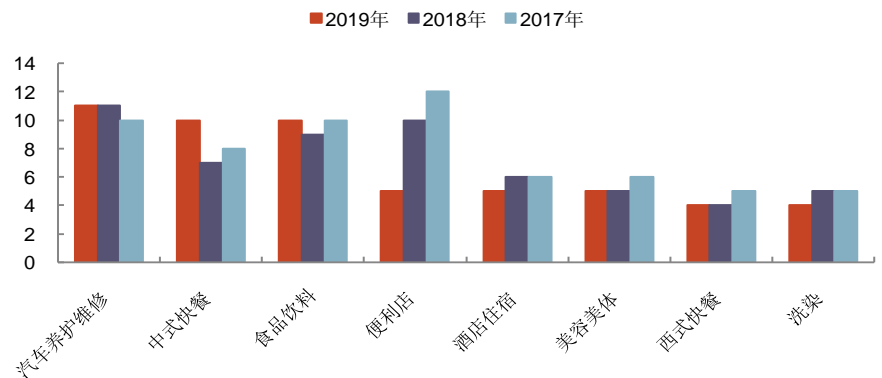


资料来源：Wind，光大证券研究所

**品类属性决定了加盟连锁业态的商业模型，“标品”更具扩张潜力。**通过对大量的品牌门店数据的整理，我们发现国内加盟连锁业态基本分布在中西式快餐、食品饮料（包含休闲食品、熟食专卖、冰淇淋、茶饮、烘焙、咖啡馆）两大领域。通过单店模型的拆分，我们认为上述业态适合采取加盟连锁方式扩张的主因在于：（1）通过售卖商品取代提供服务、降低堂食占比来降低租金/人工（两项支出占营收近30%）；（2）品类以必选消费和快消品为主，能在有效降低加

盟商可变成本的同时提升加盟商资金周转效率；（3）品牌方大多选取适合标准化、规模化生产的品类，通过高效的供应链体系实现工业化生产，将食物的餐饮堂食属性延展至快餐外卖甚至休闲食品，最终在财务数据上体现为高单店坪效与较快的投资回收期。

图 56：2017-2019 年中国特许连锁百强主要业态的品牌企业数（家）



资料来源：中国连锁经营协会，光大证券研究所；其中食品饮料包含休闲食品、熟食专卖、冰淇淋、茶饮、烘焙、咖啡馆六大品类

### 3.1.2、两条主线把握休闲餐饮投资机会

#### （1）投资主线一：终端连锁品牌。

单店模型与门店数量是评价加盟连锁业态全国化能力的观测指标，把握部分品类从“1 到 100”的快速成长阶段，相关标的如绝味食品、煌上煌、巴比食品等。

**高效的单店模型是加盟连锁品牌全国化的基础。**我们以休闲零食和轻餐饮最具代表性品牌的坪效、加盟商投资回收期、门店净利等指标进行跨品类比较可以观察到：（1）餐饮属性偏重的堂食单店模型，其租金+人工占比接近 30%；而零售属性偏重的小店模型下租金+人工占比在 15-20%左右，在小店模式下，品牌商具备更大的自由度来调整加盟商预期的投资回报率。（2）相对于大店模型而言，小店模式承担的品牌形象展示功能有限，因此初始投资总额显著偏低。在类似的单店净利率水平下，小店模式的加盟商投资回收期显著缩短，这是品牌商通过加盟模式实现快速扩张的前提条件。（3）标准化的品类+精简的 SKU 数量能更大程度的发挥中央工厂和信息化系统对前端门店的支持力度，进而进一步优化门店的坪效表现。综合来看，我们倾向于认为餐桌卤味、中式面点、休闲卤味、单品休闲小吃具备较强的全国化扩张潜力。

表 8：部分品类最具代表性本土品牌的单店盈利模型核心指标对比

品类	举例品牌	租金占比 (%)	人工占比 (%)	成本占比 (%)	能源占比 (%)	税费占比 (%)	折旧摊销占比 (%)	单店年净利 (%)	初始投资 (万)	投资回收期 (年)	坪效 (万元/平米/年)	备注
西式快餐	华莱士	6%	24%	40%	3%	0%	13%	14%	69	4.1	1.08	三线城市模型，加盟费用为 8 万元，导致折旧摊销占比偏高
麻辣烫	杨国福	11%	16%	40%	3%	6%	5%	20%	55	1.2	2.88	北上广一线城市模型
餐桌卤味	紫燕百味鸡	6%	9%	65%	3%	0%	4%	13%	18	1.3	5.00	门店大部分位于江浙沪地区
中式面点	巴比馒头	8%	13%	45%	3%	0%	5%	26%	18	0.9	3.90	门店大部分位于江浙沪地区
休闲卤味	绝味食品	6%	14%	55%	3%	0%	4%	18%	12	1.2	4.36	一线城市平均值，80%门店集中在 20 个城市
休闲小吃	正新鸡排	5%	15%	45%	3%	0%	4%	29%	11	0.7	5.25	品牌使用费 1 年 1 交

休闲零食 良品铺子 7% 4% 55% 3% 6% 8% 17% 85 1.6 2.68 湖南湖北为主，选一线和二线城市  
的平均值

资料来源：产业调研，光大证券研究所整理；备注：能源主要包括水电煤

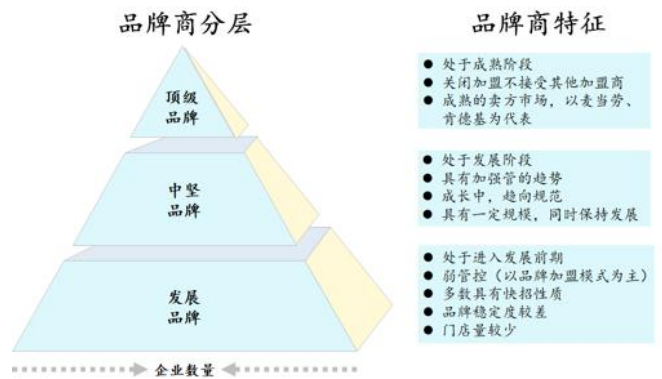
门店数量则是衡量盟连锁品牌精益管理能力的重要抓手。高效的单店模型解决了赛道选择的难题，高质量的门店管理能力才是判断品牌商能否持续成长壮大的核心命题。加盟店数量增长的背后体现的是品牌商组织架构、服务能力、供应链能力等竞争壁垒。我们认为在餐桌卤味、中式面点、休闲卤味、单品休闲等细分领域，门店数量具备一定规模的头部品牌有望凭借已有的竞争优势进一步扩大市场份额。

图 57：加盟店数量与管理难度的关系

加盟店数量	管理难度
0-50家	管理难度：低 管理重点：基本服务、培训等
50-100家	管理难度：中 管理重点：组织架构、服务能力
100-300家	管理难度：较高 管理重点：供应链能力
300家以上	管理难度：高 管理重点：管理体系和加盟模式

资料来源：美团研究院&中国经营连锁协会，光大证券研究所

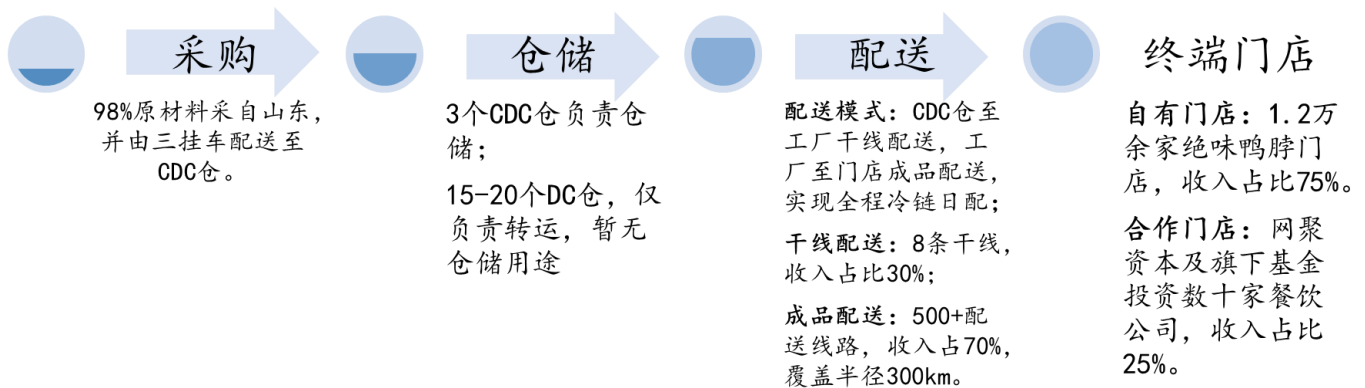
图 58：加盟连锁品牌商分层及特征



资料来源：美团研究院&中国经营连锁协会，光大证券研究所

自建供应链能力是加盟连锁品牌进行多元化发展的前提条件。海底捞&蜀海、麦当劳&夏晖的发展历程均表明连锁品牌与其后端的供应链体系是一种典型的互利共生关系，品牌商核心竞争能力比拼的最后一定会从单店模型、加盟管控上升至供应链系统。绝味食品的绝配供应链成立于 2018 年 1 月，目前已逐渐发展成为集运输、仓储、配送、央厨等产业为一体的供应链服务企业。公司在全国拥有两座 6 万吨级大型冷库、36 个城市分流、分拨仓、100 条跨城、跨省干线物流线路、500 条城市生鲜日配日达线路。目前配送规模为全国 2 万家门店，覆盖全国 1000+城市 and 地区，外部服务品牌包括幸福西饼、香他她煲仔饭等。

图 59：2020 年绝配柔性供应链介绍



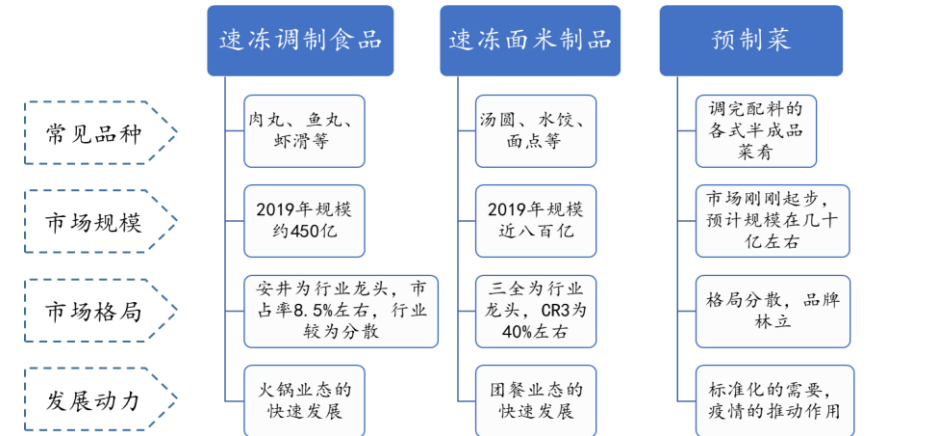
资料来源：渠道调研，光大证券研究所

(2) 投资主线二：上游标品生产商。

从品类上看，得益于自身的标准化程度较高和下游餐饮连锁业态的快速发展，速冻食品和复合调味料成为现阶段标准化潜力最大的品类，相关标的如安井食品、三全食品、天味食品、千味央厨、日辰股份等。

**连锁餐饮业的发展推动速冻食品稳步增长。**中国速冻食品市场规模从 2013 年的 828 亿元上升至 2018 年的 1342 亿元，年复合增长率 10.1%，稍高于餐饮业同期的增长速度。速冻食品又可分为速冻调制食品、速冻面米制品以及预制菜，前两者制品规模较大，发展较为成熟，预制菜则刚刚起步。具体一点看，速冻调制食品和速冻面米制品分别属于火锅业态和团餐产业链的上游环节，因此也受益于两者的成长提速。

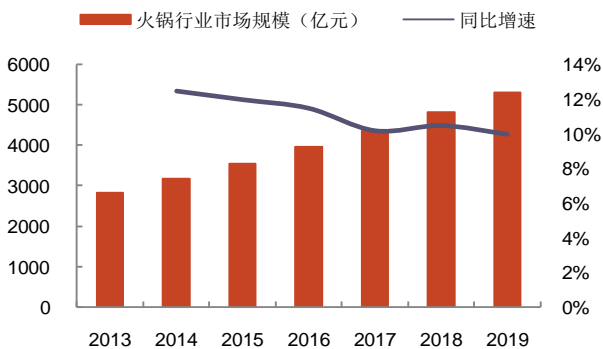
图 60：速冻食品子品类分类、发展阶段和发展推动力



资料来源：Frost&Sullivan，中国食品工业协会冷藏冷冻食品专业委员会，光大证券研究所整理，市占率数据截至 2019 年

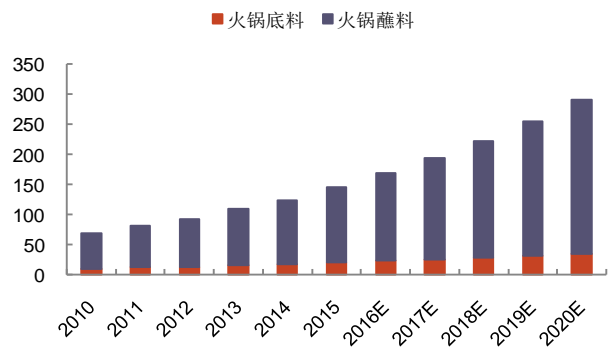
**火锅业态方兴未艾，火锅调料成为直接受益者。**火锅业态是中式餐饮中规模最大、增速处在前列的子品类，2019 年行业规模超过 5300 亿，2013-2019 年年复合增速 11.15%，超过餐饮业同时间段 10% 的年复合增速。川渝地区火锅行业竞争激烈，但其他省市仍有较大空间，2015 年火锅底料市场 CR5 的累计份额仅为 30%。截至 2018 年末火锅产业链中，上游的火锅料（火锅调料和火锅蘸料）占据产业链价值的 11%。2019 年火锅调料市场规模达到 255 亿元，随着火锅业态的快速成长，火锅调料规模扩张可期。

图 61：2013-2019 火锅行业市场规模 CAGR11.15%



资料来源：Frost&Sullivan，光大证券研究所

图 62：中国火锅蘸料及火锅底料市场规模（亿元）



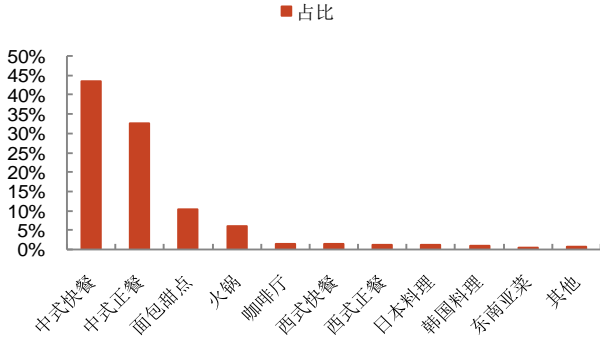
资料来源：Frost&Sulliva 预测，颐海国际招股说明书，光大证券研究所

**标准化中式餐饮品类带动其他中式复合调味料的成长。**除了火锅及其近似品（麻辣烫、冒菜等）之外，以川菜、酸菜鱼为代表的其他中式连锁餐饮品类标准



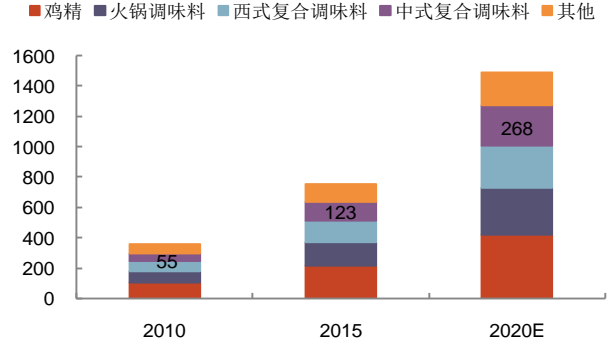
化程度较高，连锁扩张速度较快，带动川菜调料、酸菜鱼调料等其他中式复合调味料在 2010-2015 年实现 17%的复合增速，我们预计随着中式餐饮连锁化率的继续提升，中式复合调味料的市场规模有望继续扩大。

图 63：中式正餐和中式快餐占餐饮店总数过 70%



资料来源：辰智餐饮数据库，光大证券研究所，数据统计日期截至 2018 年

图 64：中式复合调味料分品类市场规模（亿元）



资料来源：Frost&Sullivan 预测，光大证券研究所

### 3.2、啤酒高端决胜战役已打响

伴随着啤酒主力消费人群的萎缩，当前我国的啤酒消费市场整体进入了“总量横盘”阶段，大幅跑量的红利时代已经过去。2019 年我国啤酒产量达 3700 万吨，2020 年即饮渠道受到疫情负面冲击，产量下滑 9.4%至 3411.1 吨。

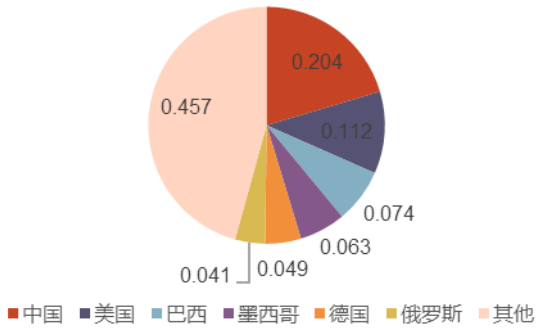
从竞争格局看，主要啤酒厂商亦经过了跑马圈地的产能扩张期，已形成了较为稳定的寡头垄断格局。在整合过程中，五大啤酒厂商均形成了自己的强势区域：华润雪花在贵州、四川，燕京啤酒在广西，青岛啤酒在陕西、山东，嘉士伯在重庆、宁夏，百威英博在江西的市占率均超过 75%，呈现一家独大的格局。另外，除甘肃、天津、广东、湖南、河南、浙江六个省市外，其他地区的 CR2 均大于 75%。

图 65：啤酒行业发展的四个阶段



资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

图 66：2018 年世界啤酒产量构成



资料来源：Kirin，光大证券研究所

图 67：中国啤酒总产量见顶回落（万吨）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 68：2018 年各省市龙头品牌强势程度（按强势程度由强至弱，颜色由深至浅）

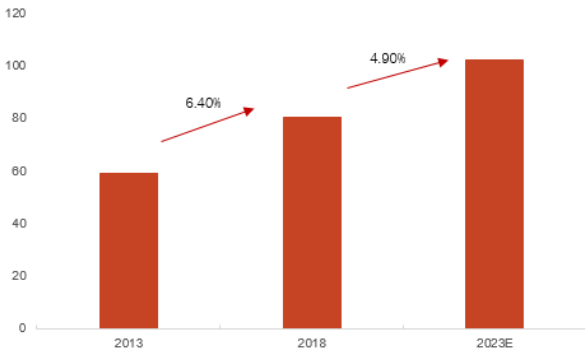


资料来源：酒业家，光大证券研究所

整体量横盘且寡头格局确立的背景下，各巨头纷纷寻求在“价”上有所突破，当前消费者购买力的不断增强也支撑其消费更好的产品。我们看到当前啤酒行业中档及以上规模快速扩容，行业升级趋势明确。

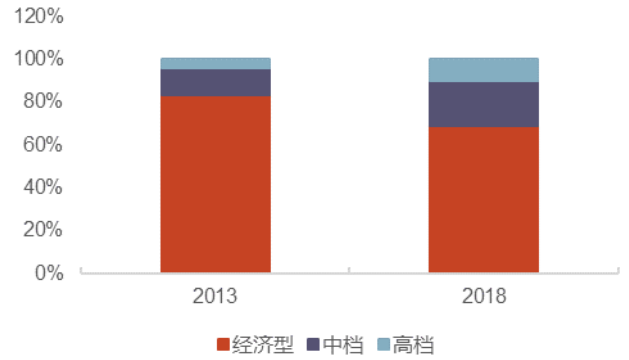
- **需求端**：城市化和城镇人均可支配收入的增长提供人口和购买力基础，中等收入人群崛起扩大中高端啤酒的潜在消费人群，主流消费人群代际更迭后新一代将引领啤酒消费潮流。
- **供给端**：寡头垄断的市场格局下，啤酒厂商继续争夺市场份额变得事半功倍。由于中高端产品的利润率更高，出于提升整体利润率的目的，厂商也有意愿进行产品改良和升级。

图 69：高端&超高端市场规模扩大（亿升）



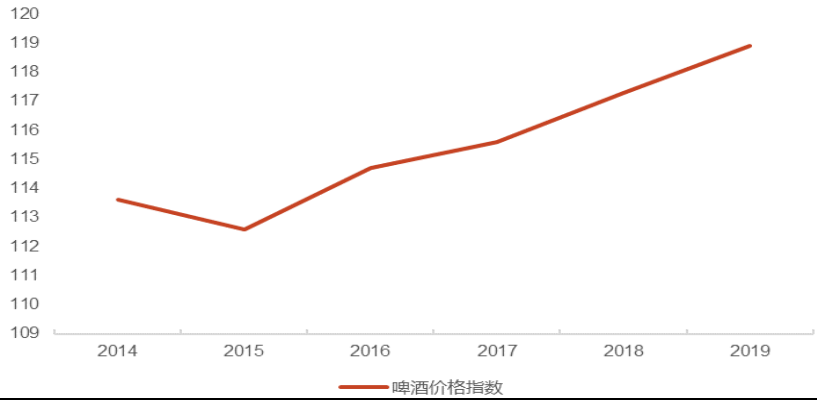
资料来源：百威招股说明书，Global Data 预测，光大证券研究所

图 70：中国市场啤酒消费结构升级



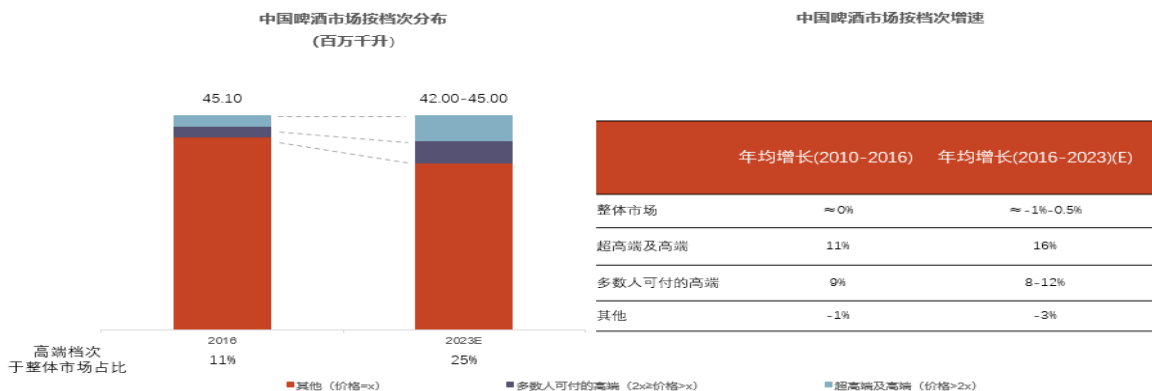
资料来源：前瞻产业研究院，光大证券研究所

图 71：啤酒价格指数攀升（2010年=100）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 72：预期高端市场增长带来更高价值



资料来源：喜力官网，光大证券研究所（注：数据为喜力预测）

国内四大主要啤酒厂商中，青岛啤酒是国内品牌中最早开始布局高端化的。百威和嘉士伯均拥有“国内+国际”品牌矩阵，并通过收购本土精酿品牌进一步

扩充了自己的产品矩阵。华润啤酒虽然主品牌调性偏低，但通过和喜力联手、集中推出本土中高端产品的方式快速丰富了自身品牌矩阵。

- 青岛啤酒中档和中档以上布局最早始于 1994 年。2010 年推出逸品纯生和奥古特、2013 年推出鸿运当头；
- 华润雪花自 2005 年推出[勇闯天涯]品牌后，开始涉足中档以上产品。2013 年推出脸谱系列、2018 年推出勇闯天涯 SuperX 和匠心营造，2019 年推出雪花马尔斯绿啤酒和黑狮白啤。2018 年，华润雪花收购喜力在中国的所有啤酒业务，以双方高度互补优势向高端领域拓展。

图 73：雪花&青岛&百威&嘉士伯中高端品牌上市时间



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

百威和嘉士伯作为外来啤酒厂商，一开始就以高端品牌的形象示人，近年来面对国内厂商向中高端的进军，采取了积极防御的战略：

- 创设和引入更多的中高端品牌丰富品牌阵列。如百威推出的百威金尊、百威魄斯等高端产品；嘉士伯向中国市场引进集团下属的凯旋 1664、乐堡等品牌。
- 在国内布局精酿啤酒品牌。如百威收购了拳击猫，并推广旗下其他精酿品牌；嘉士伯收购了京 A、风花雪月等。这些精酿啤酒大多属艾尔啤酒，价格比中高端的工业拉格啤酒更上一层。外来厂商对精酿啤酒的重视，表明中高端啤酒自身向上延展，进一步精致化和小众化。

图 74：百威在中国市场的精酿品牌



资料来源：百威招股说明书，光大证券研究所

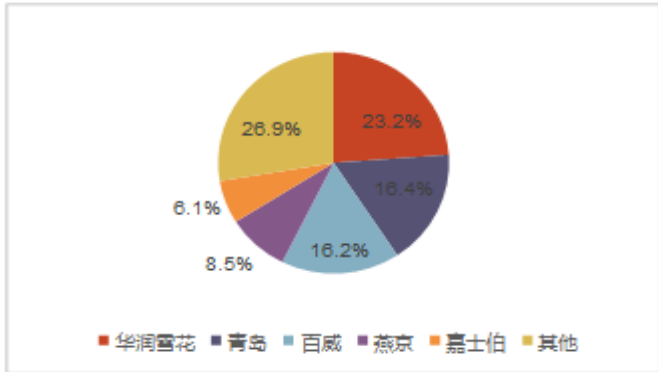
图 75：嘉士伯在中国市场的精酿品牌



资料来源：嘉士伯官网，光大证券研究所

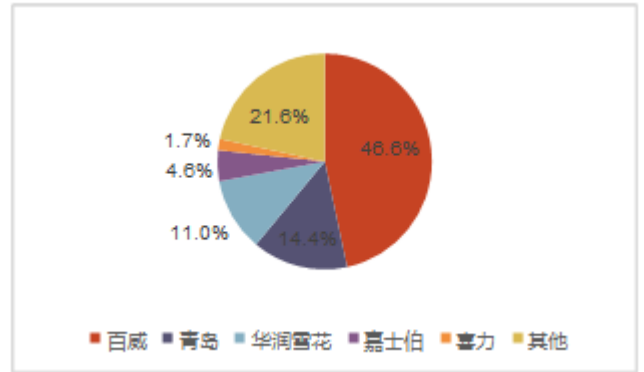
百威亚太是国内高端啤酒行业中市占率第一品牌，根据 GlobalData，2018 年百威亚太在国内啤酒市场的份额为 16.2%，在高端及超高端领域的市占率为 46.6%。

图 76：按消费量计的中国市场份额（2018）



资料来源：百威亚太招股说明书，光大证券研究所整理

图 77：按消费量计的中国市场高端及超高端类别份额(2018)

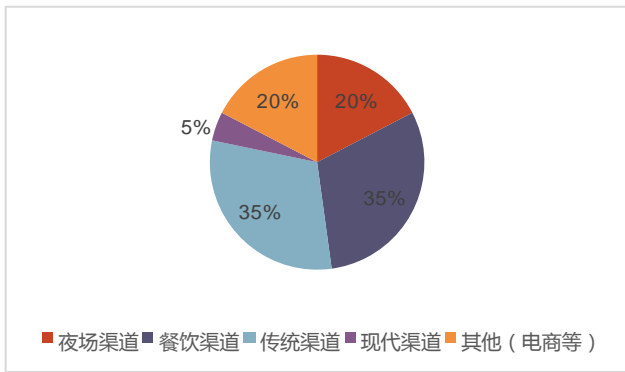


资料来源：百威亚太招股说明书，光大证券研究所整理

我们看到，作为高端领域的主导品牌，百威亚太在渠道&品牌端均有良好表现。

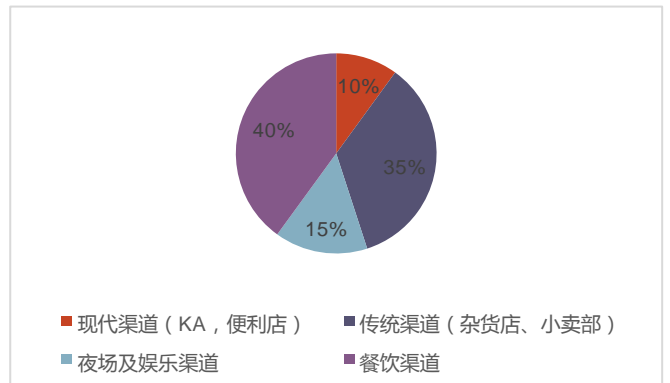
- **渠道端**：百威亚太在夜场渠道有出色的操作能力，从全国范围看是夜场销售额最高的品牌，从其自身的渠道构成看，夜场渠道占比为 20%（截至 2019 年），高于行业平均水平。除了夜场渠道外，百威早年通过收购哈尔滨啤酒切入了部分中档渠道，随后通过不断培育消费者、为消费者提供品质更好的产品，顺利实现了渠道从中档向高档的转变。

图 78：百威亚太销售额分渠道占比（截至 2019 年）



资料来源：前瞻产业研究院，光大证券研究所整理

图 79：中国啤酒按销售额计不同销售渠道占比（截至 2019 年）



资料来源：《中国酒业》，光大证券研究所整理

- **品牌端**：百威亚太拥有成熟的品牌操作能力，在国内通过赞助国内知名户外音乐节“百威风暴电音节”不断提升品牌粘性。对于啤酒厂商而言，夜场渠道是“高举高打”立品牌的重要渠道，百威通过其在夜场渠道的强势地位不断巩固自身品牌力。此外，百威将高端的品牌形象和消费场景相结合，塑造出高端产品独特的品牌格调。例如，消费者看到科罗娜会想到阳光沙滩，看到百威会联想到潮流、夜店等高端的品牌形象。

从百威的成功经验中，我们看到渠道&品牌都是啤酒高端化的重要因素。市占率很高的百威当前处于“守”的角色，我们看到正在发力进攻的其他几大巨头各有特点。青岛、华润在国内市场深耕多年，拥有出色的渠道把控能力，是渠道王者；重啤（嘉士伯中国）虽然体量和其他巨头相比较小，但拥有出色的品牌运作能力，成功打造出了[乌苏]这一近几年来啤酒行业唯一的爆款产品。

对比处于“进攻”态势的几家酒厂，我们首推华润啤酒（H），建议关注重庆啤酒（A）。

**华润啤酒：**除了拥有强大的渠道力外，华润和喜力联手后形成了国内+国外的高端品牌矩阵，品牌力正处于快速提升中。当前华润的吨酒价是几家酒厂中最低的，未来有较大的提升空间。华润啤酒 20H1 整体啤酒销量约 603.9 万千升，较 2019 年同期下降 5.3%，中高档销量同比下降 6%，但受益于 2019 年引入喜力国际品牌及各档次啤酒销量于 2020 年第二季度恢复增长，次高档及以上销量增长 2.9%。

### 1) 持续看好公司高端放量前景，SuperX+喜力 21 年表现值得期待：

我们估计 SuperX 和喜力（经典/silver）两款产品 2020 年的销量分别为 22-25 万吨。我们认为这两款产品正步入快速增长期，并有望在 21 年持续放量。两款产品放量的判断是基于公司中高端渠道的进一步打开、品牌势能的进一步增强：1) 2020 年底华润在夜场以及高端餐饮均进行了积极布局，抢占了很多优质经销商/终端资源；2) 喜力全球的 IP 推广活动（包括欧冠、F1 赛车等）受疫情影响有所推迟，这亦影响了中国区的品牌宣传，21 年随着疫情的逐步好转，喜力品牌的宣传力度有望出现显著提升；SuperX 在连续赞助[这！就是街舞]后赢得了良好口碑和广泛的年轻粉丝，21 年 SuperX 将继续冠名节目，[这！就是街舞]的主要观众群体和 SuperX 主攻消费群体相吻合，我们相信良好的节目口碑亦有助于推动 SuperX 品牌在年轻人中认知度的进一步增强，从而进一步打开产品的销售局面。

除主力产品外，公司将引入喜力旗下的一系列次高端及以上品牌，从而使公司 8 元至 18 元以上的每个细分价格带同时拥有国内+国际品牌的双重选择。产品矩阵的进一步丰富亦有助于整体品牌力的提升，同时亦可以提供给消费者愈加多元化的选择。

表 9：华润啤酒的国内+国际次高端及以上品牌矩阵

	价格带 (RMB/500ml)	RTD 餐饮渠道	国际品牌	国内品牌
超高端	18 元以上		 悠世白啤	 脸谱
	15-18 元		 SOL (苏尔)	 匠心营造
高端	12-15 元		 喜力 (经典/星银)	 马尔斯绿
	10-12 元		 Amstel (红爵)	 雪花纯生
次高端	8-10 元		 Tiger	 Super X

资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

**重庆啤酒：**重庆啤酒拥有非常优秀的品牌运作能力，乌苏是难得的高端爆品品牌，拥有极强的网红属性和消费者粘性。我们看到在当前行业总量横盘的背景下，各家的高端化更多是自身结构的升级替代。而[乌苏品牌]作为爆品品牌，帮助重啤收获了很多新增粉丝，因而重啤的高端化不仅是自身产品结构的升级，亦有望出现总体量的增长。

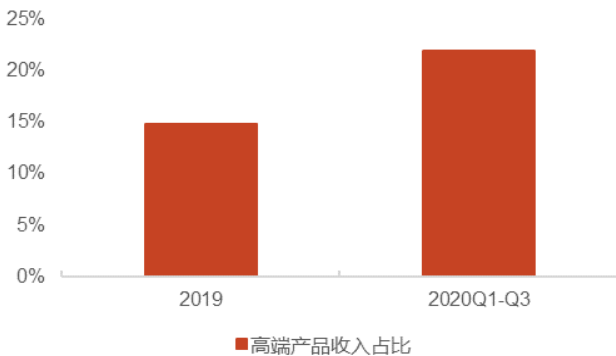
### 1) 持续产品结构升级加之地域优势整合带来盈利潜力增长。

重庆啤酒在完成与嘉士伯的资产重组后，公司完整的产品矩阵“本地强势品牌以及国际高端品牌”的优势将更加明显。公司坚持实施产品高端化战略，企业中高档及以上产品销量结构占比持续提升，截至 2020 年前三季度，公司高档产品收入 6.69 亿元，同比增长 51.43%。而在企业资产重组后，重庆啤酒与嘉士伯实现在重庆、四川、新疆、宁夏等地中西部市场资源整合，原有渠道资源优势将进一步放大，而西部市场更大的消费升级潜力有利于本地品牌的中高端产品进一步扩大市场，为公司带来更大的长期盈利空间。

### 2) 持续提升公司运营能力，成本费用下降。

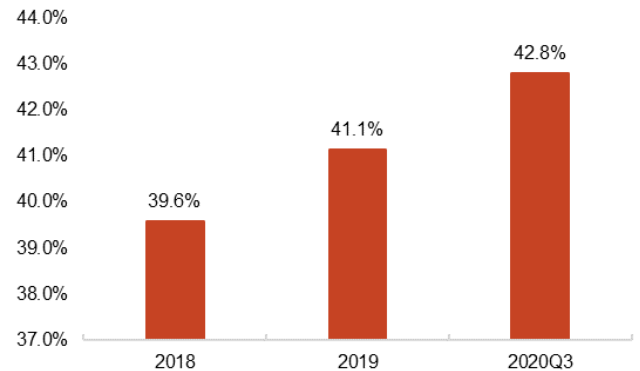
(1) 公司持续推进运营成本管理项目，提升费用使用效率。公司通过对内控系统的持续建设，完善公司内控制度，提升了公司的内控环境和措施；(2) 公司积极开展生产卓越化项目节约成本费用；(3) 与嘉士伯资产重组后，中西部地区资源整合，集中采购、物流、生产等销量提升，成本下降；(4) 宏观减税降费政策降低企业成本。公司运营效率的提升、成本的有效控制叠加宏观政策带来公司长期盈利能力上升。

图 80：2019-2020Q3 重庆啤酒高端产品占比提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 81：2018-2020Q3 重庆啤酒毛利率提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 3) 品牌营销经验丰富，助力推广爆款品牌。

作为一家历史悠久的国际啤酒品牌，嘉士伯拥有深厚的品牌影响力和品牌推广经验，嘉士伯于 1992 成为英超联赛球队利物浦的胸前广告赞助商，且目前仍然是球队的官方啤酒赞助商。这一合作为嘉士伯在当地带来了极高的品牌认知度和快速的销量增长。嘉士伯 2012 年赞助欧洲杯、2013 年开始成为全球最大的足球联赛之一英超的官方啤酒，且在 2013 年与中超联赛签约，成为中超联赛唯一官方啤酒品牌。中超联赛在中国拥有较高的关注度，啤酒作为观赛的标配，此次合作成功树立了嘉士伯的品牌形象，帮助嘉士伯迅速打开市场。

图 82：嘉士伯的品牌营销

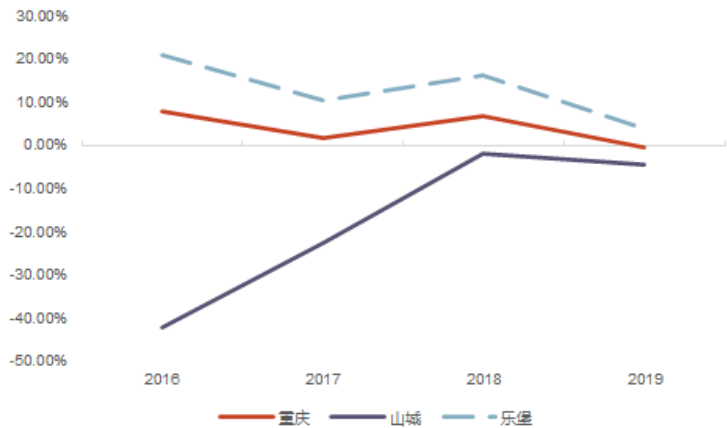


资料来源：嘉士伯官网，光大证券研究所

重庆啤酒销售品牌主要以重庆啤酒、乐堡啤酒、山城啤酒为主，此次嘉士伯拟注入重啤的资产主要销售的品牌为乌苏啤酒和乐堡啤酒。从 2012 年乐堡啤酒进入中国市场时，重庆啤酒就与嘉士伯签订有《乐堡品牌广告宣传协议》，委托重庆啤酒实施乐堡啤酒的品牌营销计划。在此期间，乐堡啤酒的营销宣传取得了良好的成效，品牌形象深入人心。

乐堡啤酒定位年轻消费群体，自 2012 年开始，乐堡啤酒坚持赞助冠名音乐节，使得品牌影响力在年轻群体中迅速扩散。乐堡啤酒作为国内首个使用易拉啤酒瓶盖设计的啤酒品牌，在营销策略上对瓶盖特色集中宣传，达到了很好的宣传效果。

图 83：2016-2019 年乐堡销量增速最高



资料来源：重庆啤酒公司公告，光大证券研究所



### 3.3、复合调味品市场空间可观

#### 3.3.1、复合调味品细分赛道快速扩容

我国的调味品市场可以分为单一和复合两大类。从单一调味品发展出的复合调味料，顺应了我国居民生活水平的提升和节奏的改变，家庭端和餐饮端对复合调味的的需求均有了显著增长，市场空间可观。

图 84：从单一到复合调味料的变化



资料来源：光大证券研究所整理

复合调味品的三个主要销售终端是：家庭厨房、餐饮业和加工环节，其中**家庭厨房和餐饮业**是主要的终端消费场景。

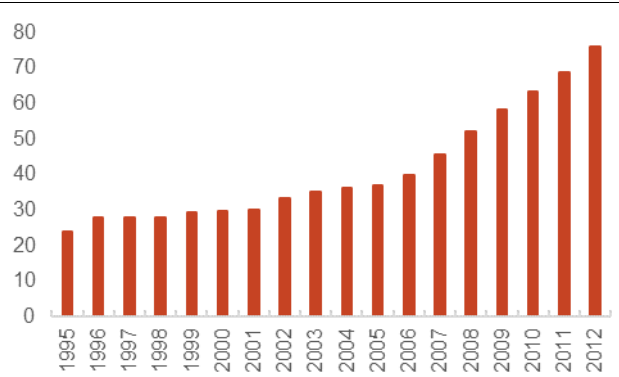
- 家庭厨房：伴随着人均收入水平的提升，人们愿意在调味品上支出更多，除了传统的单一调味品外，开始愿意尝试复合调味品。

图 85：1978-2019 年城镇居民人均年可支配收入及增速（元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

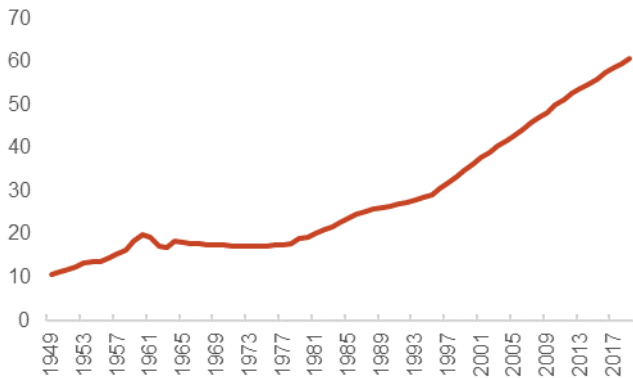
图 86：人均年度调味品支出（元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

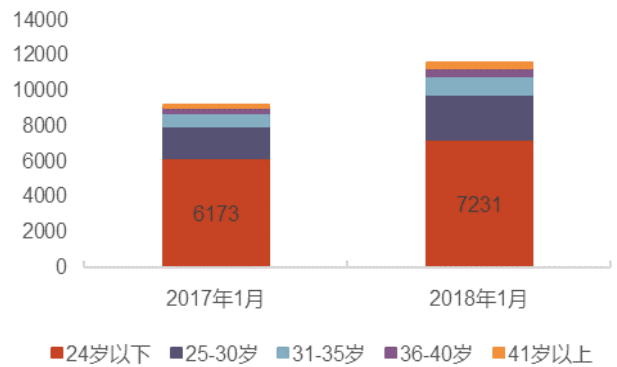
- 餐饮业：21 世纪后，餐饮进入工业化、标准化阶段。城镇化率的大幅提升带来了人们生活节奏和方式的转变，快速的生活节奏催生了餐饮业简化流程、高标准化、高效率（速度快）和高品质的要求。

图 87: 90 年代中后期开始中国城镇化率 (%) 大幅提升



资料来源: Wind, 光大证券研究所

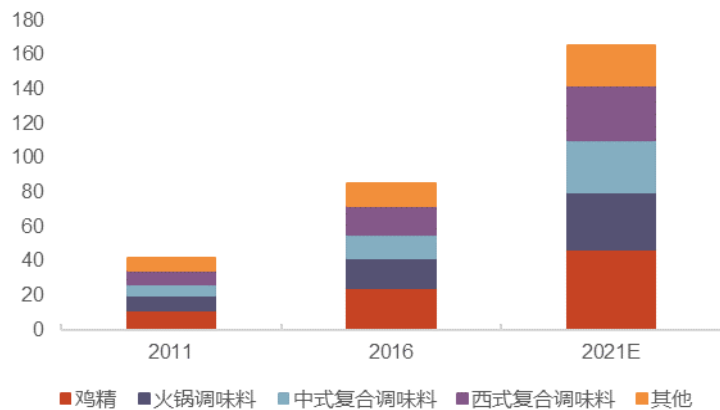
图 88: 2017-2018 年外卖量 (万) 增加



资料来源: 亿欧咨询, 光大证券研究所

但从单一到复合的发展不是一蹴而就的, 火锅调味料是复合调味料中市占率第二的品类, 参考火锅料, 我们认为众多 SKU 中符合以下特点的产品: 1) 受欢迎程度高 (市场空间大); 2) 菜品本身重料; 3) 本身有工业化、标准化的需求, 并且也容易做到工业化、标准化, 有望脱颖而出成长为大单品。

图 89: 复合调味料市场规模 (单位: 十亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文预测, 光大证券研究所

回顾 2020 年, 行业边缘上的竞争有所加剧, 但尚未进入白热化竞争阶段, 仍处在颐海、天味这样的品牌厂商切割小厂份额的阶段。竞争边际加剧中头部企业也在积极寻求改变、不断巩固自身地位。天味食品 (603317.SH) 推出了股权激励方案, 公司体系进一步被激活; 颐海国际 (1579.HK) 丰富了自己的产品矩阵, 除了推出一人食火锅底料外, 还上新了一系列“24 道菜”调味料。另一方面, 伴随着复合调味料的不断扩容, 20 年 8 月调味品巨头海天推出了自己的火锅底料产品, 开始进一步切入复合调味品这一赛道, 未来行业竞争格局可能会进一步加剧, 需要投资者重视。

### 3.3.2、调味品线上化趋势愈加明显

随着互联网经济的兴起和大消费时代的来临, 调味品的销售渠道近年来也发生了较大的改变, 由传统的线下经销商渠道转变为线上线下相结合的新零售体

系。尽管线下经销商+终端零售体系仍旧占据调味品销售份额的绝大部分，但伴随线上渠道的兴起，线下渠道也产生了更新迭代。

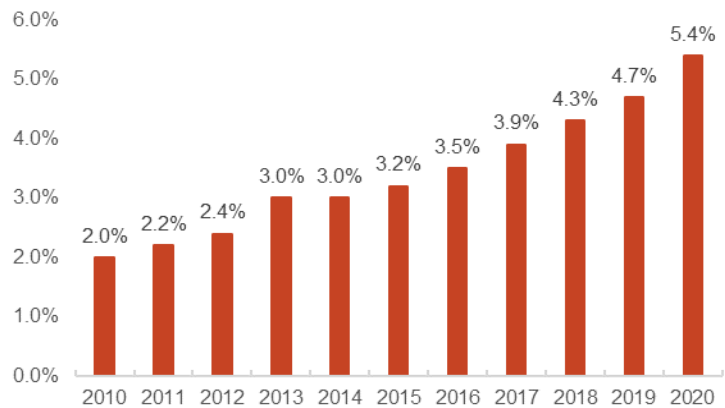
图 90：调味品行业主要的渠道形式及表现

渠道形式	具体表现
线上销售	1) to C 端的自营销售：企业或者自建平台；天猫、京东等电商平台自建旗舰店；各类生鲜食品平台例如每日优鲜、美团等；阿里海鲜达、京东超市等新零售平台新零售方式。 2) to B 端美菜、美团快驴等。
线下销售的新变化	1) 关联营销，例如盒马鲜生的寿司旁陈列芥末酱； 2) 联合营销，例如太太乐鸡精和徐飞鸿鸡蛋的战略联合； 3) 附带营销，例如美菜、有菜、饿了么、美团等网站通过线上线下融合开创调味营销新渠道。
线上线下结合的新零售体系	1) 线上线下的融合由全渠道转为新零售，全渠道是线上线下渠道的叠加，新零售则是线上线下渠道融合。 2) 新零售实现线上下单、线下送货，产品快速触达，同时线上平台的用户数据能够进行消费群体和消费者行为分析，进而促进营销和改进。
新媒体传播方式	网络直播、网红带货等内容媒体通过线上渠道使得消费者获得情景式消费体验。

资料来源：前瞻产业研究院，光大证券研究所

- **渠道多元化**：随着新零售体系的兴起，线上线下渠道呈现多元化的发展方式，与此同时，产品的推广营销也不再仅限于经销商渠道，而展现出例如直播等内容传媒多种方式。
- **线上销售占比提升**：根据 Euromonitor，调味品行业线上销售占比由 2010 年的 2% 上升至 2020 年的 5.4%，尽管占比仍然较低，但呈现加速发展的趋势，2020 年的疫情也在某种程度上助力调味品线上消费份额的进一步提升。

图 91：调味品行业 2010-2020 年线上销售额占比 (%)



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

**千禾味业线上销售占比领先。**根据调味品主要品牌的公司财报披露，零售渠道、餐饮渠道、电商渠道是当前各品牌产品销售的主要渠道形式，其中传统的线下渠道占比较高，例如海天味业作为调味品龙头企业，其网络已经覆盖 100% 的地级以上城市。千禾味业在行业中线上渠道的占比保持领先，主要源于公司在扩展传统网络同时注重线上大平台的搭建。

表 10：各主要品牌渠道布局及线上销售占比 (%) (截至 2019 年)

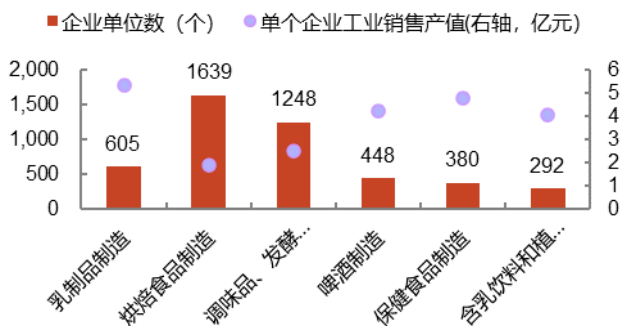
品牌名称	渠道布局	线上销售占比
海天味业	海天的网络已 100%覆盖了中国地级及以上城市，在中国内陆省份中，90%的省份销售过亿，通过多年的精耕，覆盖率逐年提升，覆盖范围与销售值增长基本同步。	2.22%
中炬高新	公司采取经销商为主，直营为辅的营销模式；，2019 年直营比例占营业收入的 2.1%；产品最终的使用上，70%以上用于家庭消费；公司正加大餐饮市场的开拓力度，餐饮渠道的消费比例正在逐步提升。	0.75%
恒顺醋业	公司注重销售渠道建设，利用营销中心下设的 30 个办事处布局全国，拥有覆盖各地区的经销网点 50 万个，同时大力拓展线上业务。公司主导产品食醋连续 20 多年产销量全国 领先，广销 60 多个国家和地区。	5.83%
千禾味业	公司调味品产品的主要销售渠道包括零售渠道、餐饮渠道、电商渠道等，主要购物场所为 KA 超市、中小连锁超市、农贸副食干杂店、农贸市场、电商平台等。	9.11%
天味食品	销售渠道主要有经销商、定制餐调、电商、直营商超、外贸及其他销售渠道。	4.18%

资料来源：各品牌公司公告，光大证券研究所

### 3.3.3、龙头地位不断巩固

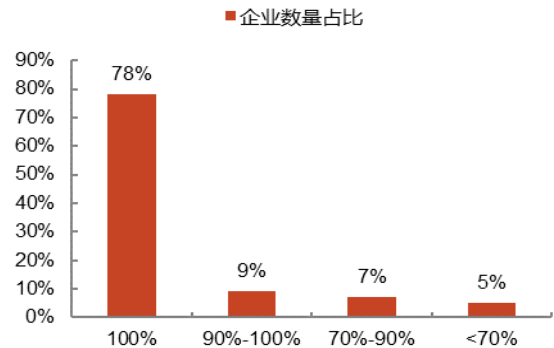
**疫情加速调味品产业集中度提升。**调味品由于存在着准入壁垒较低、与菜系紧密结合（部分品类）的特点，地区型小企业数量较多，市场集中度仍处于较低水平。据 2018《中国工业统计年鉴》数据显示，调味品行业规模以上企业 1248 家，平均产值仅为 3 亿元。疫情冲击下，路边店、部分餐饮企业受疫情冲击逐渐退出，小型调味品企业势必受到牵连。调味品龙头虽然也面临冲击，但由于渠道优势和规模优势的存在，体现出更强的抗风险能力。

图 92：调味品行业小企业数相对较多 (2018 年)



资料来源：工业统计年鉴，光大证券研究所整理

图 93：2020 年春节期间近 8 成餐企营收损失幅度在 100%

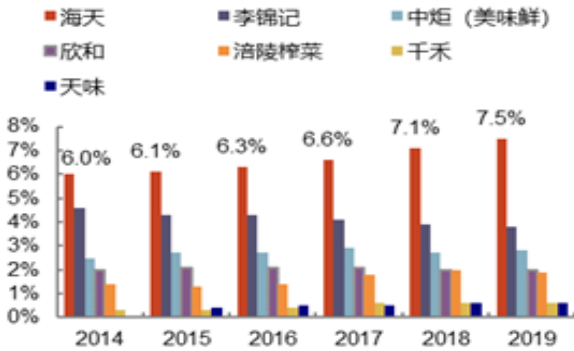


资料来源：中烹协，光大证券研究所整理

**调味品行业一超多强的竞争格局仍在强化。**虽然疫情严重冲击餐饮端，且海天餐饮端收入占据六成以上，但是公司仍在疫情冲击下获得较好成绩，2020 年前三季度公司实现营收 170.9 亿元，同比增长 15.3%，归母净利润增长 19.2%。

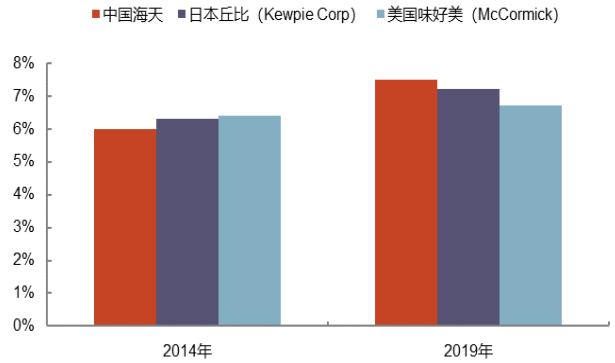
海天在品牌力、渠道掌控力、成本控制力三个维度的竞争壁垒不仅是其护城河，也是其份额提升的抓手：**(1) 从家庭消费端来看，海天领先优势仍在扩大。**根据欧睿数据，2019 年海天在家庭消费端的份额达到 7.5%，较 2018 年继续提升 0.4pcts，其余竞争对手的份额则相对稳定。对比中美日市场调味品龙头公司过去五年（2014-2019 年）的表现来看，海天/丘比/味好美份额提升幅度分别为 1.5pcts/0.9pcts/0.3pcts。纵观全球各大市场调味品企业在家庭消费的竞争格局来看，海天竞争优势的强化趋势明显，品牌力优势明显。

图 94：海天在家庭端消费的份额占比持续提升



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 95：2014-19 年海天份额提升幅度较丘比/味好美显著



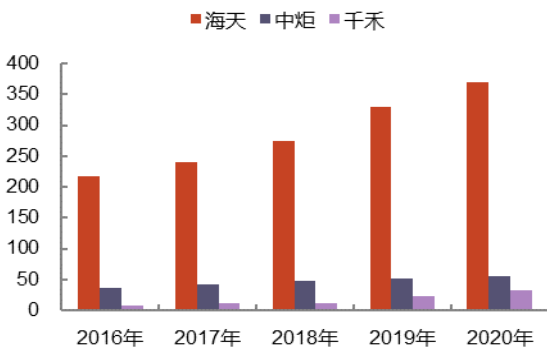
资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

(2) 广泛而细分的经销商布局给予海天强大的渠道力。得益于持续的耕耘，截至 2020 年 Q1，海天味业已拥有 6000 余家经销商，在省级和地级市覆盖率均达到 100%，县级市覆盖率也达到 70% 以上，渠道优势显著；同时经销商还可作为蓄水池，帮助海天消化库存，熨平营收波动。疫情期间，海天采用先款后货的方式，向经销商压货，产品快速变现，同时经销商的现金流压力使其降低对其它品牌产品的采购，进一步巩固海天优势。

(3) 成本端控制能力强，规模效应分担成本，海天每吨平均成本业内领先，供应商议价能力熨平原料价格波动，费用率不断优化，净利率稳中有升，公司 2020 年前三季度实现毛利率/净利率 42.3%/26.8%，同比-2.2/+0.9pcts，其中毛利有所下滑是由于将运费调整至“营业成本”科目。

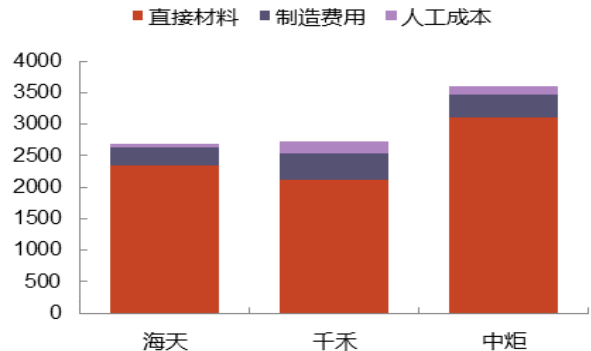
长期来看，中国调味品行业一超多强的局面仍将强化，龙头企业增长快于行业平均增速，成本管控优势使得龙头企业的利润率水平持续提升。

图 96：调味品公司产能持续扩张 (单位：万吨)



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理，注：2020 年为规划数

图 97：2019 年海天成本优势显著 (单位：元/吨)



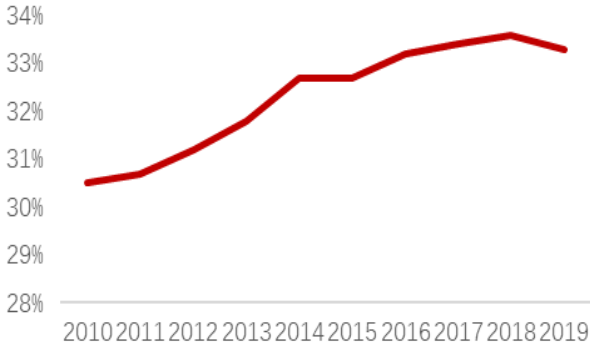
资料来源：公司公告，2019 年数据，光大证券研究所整理

### 3.3.4、他山之石——日本国宝级品牌龟甲万

日本的饮食文化和人口结构与我国接近，他们的酱油龙头龟甲万迎合健康升级趋势不断扩张自己的份额，并通过高端化定位成功进军海外市场。与龟甲万类似，我们继续看好海天不断发挥自己的龙头优势，利用优质产品抢占市场份额。

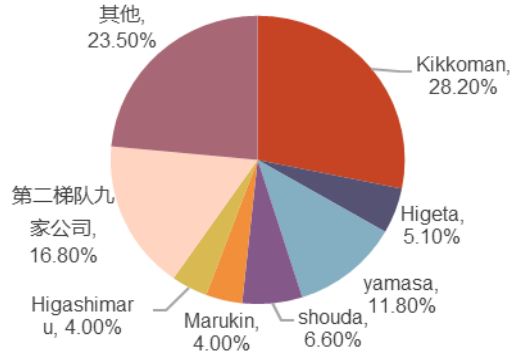
龟甲万于 1980 年在行业中率先开发出低盐酱油，迎合席卷日本国内的低盐健康浪潮，推动了日本酱油向健康方向的升级。2010 年龟甲万推出新一轮健康产品鲜榨酱油，销售额从 2011 年的 11 亿日元提升到 2015 年的 87 亿日元，CAGR 达到 68%。受益于这一最新的健康大单品的流行，龟甲万在日本酱油市场中的市占率近年来一直保持上升的趋势，到 2019 年龟甲万的市占率达到 33.3%。

图 98：2010-2019 年龟甲万市占率（按销量）



资料来源：龟甲万公司公告，光大证券研究所

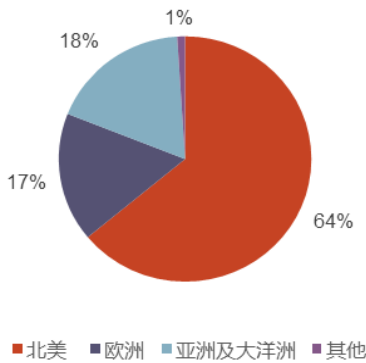
图 99：2019 年日本酱油市场格局（按销量）



资料来源：龟甲万公司公告，光大证券研究所，注：Kikkoman 和 Higeta 同为龟甲万的品牌

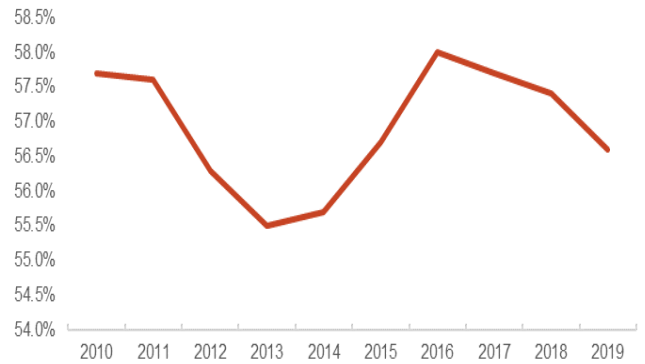
高端化的定位助力龟甲万进军海外市场。80 年代之后，公司陆续在新加坡、中国台湾、荷兰及中国大陆建厂，国际化水平日益提升，美国仍然是公司最主要的海外市场，2019 年美国地区的海外销售占比达到 64%，在美国的市占率超过 55%。

图 100：2019 年龟甲万在海外地区的销售额占比



资料来源：龟甲万公司公告，光大证券研究所

图 101：龟甲万在美国的市占率（按销量）



资料来源：龟甲万公司公告，光大证券研究所

## 4、投资建议

**白酒板块：**高端白酒业绩确定性最高，是流动性充裕环境下的最好标的，对比国际知名奢侈品公司，高端白酒财务表现更优，估值处于合理水平，且高净值人群扩容下消费量有望继续提升，首推景气度最高的高端龙头**贵州茅台、五粮液、泸州老窖**。

次高端白酒伴随高端酒提价，整体价格带有所上移，受益于全国名酒次高端产品扩容、区域龙头主力产品扩容以及酱香酒崛起，市场规模迅速提升，建议关注业绩弹性高、品牌及渠道优势显著的**山西汾酒**、**洋河股份**。

**大众品板块：**连锁业态迅速发展，标品更具扩张潜力，把握休闲餐饮两条投资主线：终端连锁品牌从“1 到 100”的快速成长阶段以及上游高标准化产业的投资机会，首推**绝味食品**。

啤酒高端决胜战役已打响，从百威的成功经验中可以得出渠道&品牌都是啤酒高端化的重要因素。对比处于“进攻”态势的几家酒厂，我们首推**华润啤酒 (H)** 建议关注**重庆啤酒 (A)**。

调味品正由单一调味品向复合调味品转变，复合调味品细分赛道具备较高成长性，首推**颐海国际 (H)**。疫情加速了行业集中度，龙头地位更加稳固，推荐龙头**海天味业**、**涪陵榨菜**。调味品渠道多样化、渠道线上化是趋势所在，建议关注**千禾味业**。

#### 4.1、 贵州茅台 (600519.SH)

**公司为高端白酒价格标杆，2020 年度保持稳健增长。**2020 年公司预算规划营收增速 10%，根据生产经营公告，预计 2020 年股份公司经营目标顺利完成，至此十三五规划圆满达成。分产品看，2020 年系列酒实现收入 94 亿元，较 2019 年的 95.42 亿元基本持平，考虑疫情对高端白酒以外价格带品种的明显冲击，证明系列酒的发展势能已被市场验证，估计 2021 年仍将维持增长态势。主品牌方面，预计收入增速超 10%，在出厂价未上调的背景下，主要系产品结构优化及直销渠道占比提升所致。

**加快扩充基酒产能应对未来十四五增长目标。**2020 年年底贵州省规划十四五期间将提高白酒产业发展水平，力争将茅台集团打造成省内首家“世界 500 强”企业。若上述目标能顺利达成，估算公司十四五期间收入复合增速有望达到两位数。为此公司正在从产能扩张、渠道优化等维度布局。产能方面，2020 年茅台酒/系列酒的基酒产能为 5/2.5 万吨，其中茅台酒基酒产能同比+0.6%。根据 2020 年 10 月 15 日，贵州茅台集团“2021 年度生产·质量大会”上的数据，2021 年茅台酒基酒产能目标为 5.53 万吨，系列酒产量目标为 2.9 万吨，同比+11%/16%，公司产能扩建已明显提速。渠道优化方面，截至 2020Q3，直销渠道收入占比已提升至 12.6%，预计 2021 年公司将继续提升商超/电商/自营等直销渠道投放比例，推动经销商继续精耕市场、做精品质、做深文化、做优服务。

**直营渠道继续扩容。**公司近年来推动直营渠道放量，公司 2020 年 11 月下旬公布预告称 2020 年四季度直销目标 4160 吨。扩充直营规模有利于增厚利润，增加厂商对市场的反应能力，将价格和库存调控在合理范围内，我们预计 2021 年经销商渠道维持不增量的策略，公司预计增加的约 2000 吨茅台酒产能大部分通过电商、商超等直销渠道投放。在系列酒方面，公司将逐步收缩权力，推动飞天茅台和系列酒分品牌运作，预计后续将增加系列酒直营渠道放量比例，真正推动系列酒成为独立的品牌。

**盈利预测、估值与评级：**维持公司 2020/2021/2022 年营收预测为 977.29/1095.47/1252.16 亿元，净利润分别为 455.72/567.47/651.31 亿元，对应 2020/21/22 年 EPS 为 36.28/45.17/51.85 元，当前股价对应 2020/21/22 年 PE 为 57/46/40 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**税率上升，需求下降导致批价大幅波动，营销改革不确定性。

表 11：贵州茅台盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	77,199	88,854	97,729	109,547	125,216
营业收入增长率	32.60%	15.10%	9.99%	12.09%	14.30%
净利润（百万元）	35,204	41,206	45,572	56,747	65,131
净利润增长率	30.00%	17.05%	10.59%	24.52%	14.77%
EPS（元）	28.02	32.80	36.28	45.17	51.85
ROE（归属母公司）（摊薄）	31.20%	30.30%	28.61%	29.48%	28.57%
P/E	74	63	57	46	40
P/B	23	19	16	13	11

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-03-05

## 4.2、 五粮液（000858.SZ）

**五粮液为高端白酒龙头企业，2020 年度平稳收官，品牌战略有条不紊。**据公司 2020 年业绩预告，初步预计 2020 年实现营业收入 572 亿元，同比增长 14%，实现归母净利润 199 亿元，同比增长 14%，收入保持稳健增长，顺利完成十三五规划目标。考虑到茅台酒供不应求的情况，其批价和出厂价之间有很大的空间，1000 元-2000 元价格带中还没有站稳的大单品，五粮液作为 1000 元价格带的大单品，有望继续挺价放量，承接茅台之后的高端白酒需求。公司继续坚持主品牌“1+3”，系列酒“4+4”的品牌矩阵，收缩品牌范围，清退杂牌，实现品牌聚焦。

**数字手段赋能有望改善渠道短板，理顺价盘改善经销商利润空间。**五粮液 2019 年以来积极推进数字化改革，目前已经形成了对单瓶酒流向和渠道库存水平的信息化监控。目前，五粮液的渠道已裂变为传统经销商渠道、团购直销渠道、以及创新渠道三大模式，并形成相互独立相互促进的发展态势。普五顺价，终端利润 2020 年年末达到每瓶近百元，经销商利润空间得到改善。看好 2021 年五粮液继续运用数字化推动渠道管理的创新，进一步理顺价盘。

**发力团购培育消费者资源。**2020 年年中，公司正式上线新的团购体系，团购业务的根本诉求是培育酒类消费的大客户，2012 年行业遭遇调整之前，团购业务的主要目标是党政军和企事业单位，如今，团购业务的主要目标变成了各类企业，更加具有市场化的特点。综合来看，在传统渠道投放整体不增量的情况下，团购渠道有望成为 2021-2022 年销量增长的重要来源，预计未来传统渠道：新零售+团购的销量结构有望朝 60%：40%的方向靠近。

**盈利预测、估值与评级：**公司 2020 年度收入维持稳健增长，核心产品继续挺价放量，渠道管控持续优化，团购业务、品牌营销费用有所加大。根据业绩预告，小幅上调公司 2020 年营收预测为 572.49 亿元（调整前为 567.20 亿元），维持 2021-22 年营收预测为 657.53/752.07 亿元，小幅下调 2020 年净利润预测为 199.36 亿元（调整前为 203.29 亿元），维持 2021-22 年净利润预测为 244.01/285.88 亿元，对应 2020-22 年 EPS 预测为 5.14/6.29/7.37 元，当前股价对应 20-22 年 PE 为 56/45/39 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**市场风险、食品安全风险，经营风险导致提价节奏不及预期。

表 12：五粮液盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	40,030	50,118	57,249	65,753	75,207
营业收入增长率	32.61%	25.20%	14.23%	14.85%	14.38%
净利润（百万元）	13,384	17,402	19,936	24,401	28,588



净利润增长率	38.36%	30.02%	14.56%	22.40%	17.16%
EPS (元)	3.45	4.48	5.14	6.29	7.37
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.08%	23.42%	23.27%	24.57%	24.79%
P/E	83	64	56	45	39
P/B	16	14	12	10	9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价截止 2021-03-05

### 4.3、 泸州老窖 (000568.SZ)

**公司为国内浓香型白酒鼻祖, 2020 年业绩实现较高增长。**据公司 2020 年业绩预告, 初步测算 2020 年预计实现归母净利润 55.70-60.35 亿元, 同比+20%-30%, 总体符合预期。根据公司的十四五“新百亿”规划, 2022/2025 年销售公司口径的国窖收入规划 200/300 亿, 预计国窖销售公司口径 2020-2025 年的复合增速目标达到 18%。

**20 年以来国窖表现出色, 巩固高端定位。**2020 年以来公司多次小幅提价, 国窖 1573 批价由年初的 800 元左右上升到 12 月末的 880 元, 同期五粮液批价从 900 元上升至 970 元左右, 1573 价格持续跟紧五粮液。考虑到茅台酒批价和出厂价差距大, 2021 年飞天茅台提价预期高, 茅台提价有助于打开五粮液和国窖的价格空间。高端白酒量价齐升的趋势仍将延续, 国窖 1573 将和五粮液一起承接茅台供给稀缺无法满足的需求, 判断 1573 持续放量是大概率事件。

**特曲复兴, 高光可期。**公司产品结构中, 中低档产品占比较高, 这部分产品受 2020 年上半年疫情影响, 挤压较为严重, 在下半年疫情冲击减弱后, 业绩逐步恢复, 在 2020 年基数较低的情况下, 预计 2021 年将实现较快增速。特曲有着辉煌的历史, 其位于的 200-300 元价格带暂无全国化大单品, 扩张阻力较小, 考虑到特曲的品牌力较强, 有望持续提价至 300 元左右, 和 100-200 元的地产酒拉开明显差距, 逐步挺进次高端, 复兴可期。此外, 公司于 2020 年末推出定位轻奢的高光系列产品, 定位 500-800 元价格带, 有望补足 1573 和窖龄酒之间的价格“真空”地带, 打造新的增长极。

**盈利预测、估值与评级:** 维持公司 2020-2022 年营收预测为 169.32/201.69/234.23 亿元, 净利润分别为 58.90/71.08/86.49 亿元, EPS 为 4.02/4.85/5.90 元, 当前股价对应 20-22 年 PE 为 54/45/37 倍, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 特曲提价不及预期, 国窖 1573 放量进度不及预期, 高光系列产品市场接受度不及预期。

表 13: 泸州老窖盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	13,055	15,817	16,932	20,169	23,423
营业收入增长率	25.60%	21.15%	7.05%	19.11%	16.13%
净利润 (百万元)	3,486	4,642	5,890	7,108	8,649
净利润增长率	36.27%	33.17%	26.89%	20.67%	21.68%
EPS (元)	2.38	3.17	4.02	4.85	5.90
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.55%	23.92%	25.64%	26.20%	26.84%
P/E	91	69	54	45	37
P/B	19	16	14	12	10

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价截止 2021-03-05

#### 4.4、绝味食品（603517.SH）

**绝味是休闲卤制品行业龙头。**公司“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”，借助信息化系统进行标准化的门店运营管理。绝味 2020 年前三季度实现营业收入/扣非归母净利润 38.85/5.05 亿元，同比-0.01%/-14.70%；2020Q3 实现营业收入/扣非归母净利润 14.72/2.35 亿元，同比+5.46%/+15.42%，业绩表现符合市场预期。

**单店提质思路清晰。**（1）公司积极调整经营策略，通过产品结构优化及门店升级改造来提升单店营收。产品端：淘汰部分薄毛利产品；重新上架明星产品；增加区域性风味，开发高毛利产品。门店端：改善门店外在形象及内部硬件配备，升级信息管理系统，打造门店编码管理体系。（2）从三方面提升供应链效率，降低生产成本：第一，工厂设备智能化，削减人工成本；第二，生产加工中心化，积极优化核心工厂布局；第三，供应链数据化管理，减少内耗。经过增速驱动和规模驱动，绝味积累了庞大的门店基础，目前进入到管理驱动的新阶段，随着公司一系列精细化管理措施的落地，2021 年单店提质值得期待。

**渠道持续下沉，加盟商结构优化。**（1）公司针对不同城市精细化渠道布局，一线城市精耕细作，填补空白区域；三四线城市渠道下沉，重点开发二级市场。（2）优化加盟商构成，淘汰低效益及低门店数的加盟商，培养大加盟商，实现加盟商公司一体化。

**公司股权激励考核目标超市场预期，彰显公司自身长期发展信心。**根据激励方案规划，2021 年同比增速目标+25%，我们预计实现的抓手在于通过品类扩充和提升复购来拉升单店营收，除此以外，预计 2021 年门店拓展数量继续保持较高水准。根据测算，2022 年营收同比增长目标为+20%，预计实现路径仍以主业继续稳健拓展为主，或伴随区域性整合；2023 年营收同比增长目标为+20%，预计实现抓手将进一步涉及新品类或新品牌的外延。

**盈利预测、估值与评级：**我们认为，短期看，绝味的产能、产品质量、供应链等优势竞争对手难以超越，股权激励下管理层积极性更强。长期来看，随着绝味品牌势能释放和渠道下沉推进，绝味的龙头地位将更加稳固。维持公司 2020/21/22 年营收预测为 53.54/67.00/80.52 亿元；维持公司 2020/21/22 年净利润预测为 8.12/10.28/13.52 亿元，折合 EPS 为 1.33/1.69/2.22 元，当前股价对应 2020/21/22 年 PE 为 57/45/34 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**食品安全问题、经济大幅下行。

表 14：绝味食品盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,368	5,172	5,354	6,700	8,052
营业收入增长率	13.45%	18.41%	3.52%	25.14%	20.17%
净利润（百万元）	641	801	812	1,028	1,352
净利润增长率	27.69%	25.06%	1.34%	26.64%	31.51%
EPS（元）	1.56	1.32	1.33	1.69	2.22
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.18%	17.54%	16.06%	16.90%	18.18%
P/E	49	58	57	45	34
P/B	10	10	9	8	6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-03-05

## 4.5、 华润啤酒 (0291.HK)

**2020 年全年利润端增速低于市场预期，费用增加符合公司长期战略方向：**

我们认为公司预告归母净利较市场一致预期偏低的原因是：1) 20 年公司进一步发力次高端及以上品牌的推广，包括 SuperX 冠名[这！就是街舞]，以及一系列对线下夜场/高端餐饮渠道的拓展都带来较高的费用支出等，预计销售费用率较 2019 年同期提升 2%，高于市场预期；2) 20 年虽然受到疫情影响，但是公司持续进行关厂减员等供给端优化动作，全年关停 4-5 家工厂，关厂带来的费用合计估计将达到 8-9 亿元，高于市场预期。

我们认为这两项高于市场预期的费用支出均符合华润中长期的公司规划：1) 在公司“决战高端”的战略目标下，次高及以上产品是公司的战略重心。在 2019 年和喜力联手后，华润已初步形成了自己的国内+国际品牌矩阵。高端化产品在推广的初期势必需要进行较大规模的费用投放，以占住消费者心智，提升整体的品牌力、提高终端动销情况，因此我们认为华润啤酒在 2020 年销售费用率的提升是在情理之中，且预计 2021 年销售费用率可能会出现进一步提升。另一方面，整体产品结构提升带来的 GPM 的提高将快于费用率的增长，因而虽然费用端的支出有一定压力，但企业的盈利结构依旧处于持续改善的过程中。

2) 关闭工厂虽然会带来短期的费用端压力（包括资产减值费用+员工安置费用），但持续的供给端调整，关停部分冗余产能、部分生产低端产品的工厂，有助于带来整体生产效率的提升，亦是有益于公司的中长期发展。我们估计，2020 年扣除资产减值/员工安置费用后的核心净利润为 30 亿元。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持 2020-2022 年 EPS 预测分别为 0.65/0.98/1.24 元，核心净利（扣除资产减值、员工安置费用）2020-2022 年分别为 30/36/44 亿元。我们持续看好公司中高端产品放量的前景，特别是 SuperX+喜力大单品的表现，维持“买入”评级，维持目标价 78.50 元港币，对应 21 年 35x EV/EBITDA。

**风险提示：**原材料价格上涨快于预期；华润啤酒融合喜力速度低于预期。

表 15：华润啤酒盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	31,867	33,190	31,679	35,898	38,658
营业收入增长率	7.2%	4.2%	-4.6%	13.3%	7.7%
净利润（百万元）	977	1312	2102	3194	4016
净利润增长率	-17%	34%	60%	52%	26%
EPS（元）	0.30	0.40	0.65	0.98	1.24
核心 EBIT（百万元）	3026	3689	3893	4726	5838
yoy	17.6%	21.9%	5.5%	21.4%	23.5%
核心净利润（百万元）	2,421	2,838	3,002	3,594	4,416
yoy	34.1%	17.2%	5.8%	19.7%	22.9%
P/E	164	123	76	50	40

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-03-05，1HKD=0.83CNY，注：核心 EBIT/净利润均历史回溯调整存货减值损失

## 4.6、 海天味业 (603288.SH)

**全年收入目标基本完成，渠道库存持续下降：**根据渠道草根调研，2020 年下半年库存消化进入良性状态，Q3 库存比 Q2 下降约 3%。截至 Q3 市场动销率达 27%+，三季度末合同负债约 26 亿元，在渠道库存良好，动销较快的情况下，公司全年任务的完成有了较好基础。

**品类扩展+渠道下沉强化海天长期成长逻辑。1) 品类扩展：C 端新品推广加速，火锅底料收入明年有望翻倍。**复合调味品是公司长期看好的赛道，2020 年火锅

底料由于产能受限，铺货量较少，业绩贡献也较小。2021 年火锅底料计划增加 1-2 条生产线，随着产能扩张，销售规模有望翻倍。其他品类也计划增加产能，预计到 2023 年总体产能提升约 50%，公司业绩有望稳定增长。根据海天十三五计划，公司计划在更多细分赛道抢占龙头地位。**2) 渠道下沉速度加快：**疫情下海天仍保持着加速扩张的节奏，截至 2020Q3，海天拥有 6739 个经销商，较年初增加 933 个，主要集中在北部和西部地区。海天已率先完成全国化布局，开始步入渠道精耕的阶段。未来网络还有细化的空间，目前网络相对成熟的是一二线城市的中心城区，三四线城市还有薄弱渠道。

**盈利预测和估值。**维持公司 2020/21/22 年营业收入预测为 226.7/268.8/314.9 亿元，维持 2020/21/22 年净利润预测为 62.6/74.1/86.4 亿元，对应 2020/21/22 年 EPS 为 1.93/2.29/2.67 元，当前股价对应 2020/21/22 年 PE 分别为 86/73/62 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**食品安全问题，宏观经济下滑，品类拓展不及预期。

表 16：海天味业盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	17,034.48	19,796.89	22,667.40	26,883.34	31,488.69
营业收入增长率	16.80%	16.22%	14.50%	18.60%	17.13%
净利润（百万元）	4,364.81	5,353.19	6,256.09	7,410.16	8,643.20
净利润增长率	23.60%	22.64%	16.87%	18.45%	16.64%
EPS（元）	1.62	1.98	1.93	2.29	2.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	31.46%	32.28%	31.40%	31.43%	31.12%
P/E	103	84	86	73	62
P/B	32	27	27	23	19

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价截止 2021-03-05

## 4.7、涪陵榨菜（002507.SZ）

**产品结构持续调整，风险抵抗能力强：**2020 年公司推出 30g 包装的萝卜系列新品和 15g 榨菜航空配餐，7 月公司进行间接提价，将 80g 主力流通产品规格调整为 70g，此次涨价基本可以覆盖原材料上涨压力。2021 年春节期间青菜头价格大幅上涨，作为行业龙头，公司的采购需求大，实现低于市场平均的采购成本，具备一定风险抵抗能力。

**疫情期间消费人群增加、渠道继续下沉：**1) 疫情期间消费人口基数实现增长，省、地、县三级市场同步增长，我们认为疫情改变的消费习惯有一定持续性。2) 公司布局大单品长渠道联销体+多品直控终端+特殊/新兴渠道结构，推动渠道下沉，2020 年县级市场拥有约 1370 个经销商客户，同比增加超 200 家。

**产能进一步释放，期待广告投放效果：**1) 公司现有泡菜产能 3.4 万吨，在辽宁的 5 万吨泡菜生产基地建设项目已接近完成；脆口榨菜产能 1.8 万吨，涪陵的 1.6 万吨脆口榨菜生产线项目进入验收阶段；2021 年 1 月惠通的 5.3 万吨（4 万吨新建+1.3 万吨技术改造）榨菜生产线项目已经投产，截至 2021 年 2 月榨菜产能达 16 万吨。2021 年公司还将募集资金建设 20 万吨榨菜产能项目，建设期 3 年，达产期三年。2) 2021 年 1 月份公司加大了广告投放力度，预计在 1-2 个季度后能够有效催化业绩增长。

**销售团队激励增强：**2021 年公司改进业务团队的薪酬考核模式，销售团队积极性进一步提升。首先，每年分别在 6、9、12 月进行考核，并设置了高额的奖金；

其次，加入直接的竞争和淘汰制度，没有完成任务将会面临降级和调岗风险；最后，打通晋升通道，激励销售人才实现个人发展。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持 20 年营收预测至 22.73 亿元、净利润预测 7.77 亿元，维持 21-22 年营业收入预测分别为 26.0/29.2 亿元，归母净利润预测分别为 8.62/9.79 亿元。当前股价对应 2020/21/22 年 PE 为 43/39/34 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险，行业竞争高于预期

表 17：涪陵榨菜盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,914	1,990	2,273	2,603	2,922
营业收入增长率	25.9%	3.9%	14.2%	14.5%	12.2%
净利润（百万元）	662	605	777	862	979
净利润增长率	59.8%	-8.6%	28.3%	11.0%	13.6%
EPS（元）	0.84	0.77	0.98	1.09	1.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.8%	21.1%	22.8%	21.3%	20.6%
P/E	51	56	43	39	34
P/B	14	12	10	8	7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-05

## 4.8、颐海国际（1579.HK）

**依然看好公司长期潜质，21年方便食品新品有望放量：**

虽然短期公司业绩受关联方影响有所压制，但我们仍看好公司的长期潜质：1) 新管理层上任后，公司活力进一步被激发。2) 卡位复合调味品这一优质赛道，随着产品 SKU 的不断补齐，公司有望培育出新的大单品。复合调味料行业在：消费者购买力增强（愿意支付在调味品上的金额增加）；代际更迭（80、90 后组建家庭烹饪频次增加）；餐饮工业化发展下人们对标准化菜品接受度不断提升，几个因素的共同作用下，整体空间有望持续被打开。3) 方便食品方面，公司今年推出的冲泡系列新品表现优异，估计 9 月单月的销售金额将超过 3000 万人民币。疫情进一步催化了消费者对于新型方便食品的认知和接受度，冲泡粉丝单价在 10 元左右，显著低于小火锅的价格，适合加餐、宵夜场景，兼具一定的休闲零食属性。我们认为该款产品有望在 2021 年放量，从而拉动方便食品板块收入端的增长。另一方面，冲泡粉丝推出后可能和小火锅当年情形类似，公司首先会采取让利渠道/终端的方式以推广产品，因而净利端贡献度将低于收入端。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持 2020-2022 年 EPS 预测分别为 0.95/1.23/1.55 元人民币，维持“增持”评级，目标价 110 元港币，对应 2022 年 60xPE。

**风险提示：**市场竞争恶化；渠道掌控力减弱；原材料成本上涨。

表 18：颐海国际盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,681.4	4,282.5	5,485.2	7,160.9	9,036.6
营业收入增长率	63%	60%	28%	31%	26%
净利润（百万元）	517.8	718.6	927.5	1205.4	1517.4
净利润增长率	99%	39%	29%	30%	26%
EPS（元）	0.53	0.74	0.95	1.23	1.55
ROE（归属母公司）（摊薄）	34%	28%	30%	29%	129%
P/E	161	115	90	69	55

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-03-05,1HKD=0.83CNY

## 5、风险分析

- 1) **宏观经济下行风险**：若宏观经济下行明显，居民的消费能力和消费意愿将降低，可能会导致需求端疲软，造成企业收入及盈利不及预期。
- 2) **国内疫情再次蔓延**：疫情防控对餐饮消费场景影响较大，若国内疫情形势再次严峻，防控措施升级，则会对餐饮、聚会、宴席等消费场景造成较大冲击，从而影响企业业绩。
- 3) **成本上涨风险**：食品原料成本上涨，若短期内上游成本压力未能及时向下游传导，则会导致短期企业盈利承压。

表 19: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	本次	变动
600519.SH	贵州茅台	2060.11	32.80	36.28	45.17	63	57	46	19	16	13	买入	维持
000568.SZ	泸州老窖	217.36	3.17	4.02	4.85	69	54	45	16	14	12	买入	维持
000858.SZ	五粮液	266.50	4.48	5.14	6.29	64	56	45	14	12	10	买入	维持
002507.SZ	涪陵榨菜	42.72	0.77	0.98	1.09	56	43	39	12	10	8	买入	维持
0291.HK	华润啤酒	58.75	0.40	0.65	0.98	123	76	50	64	9	8	买入	维持
603288.SH	海天味业	166.50	1.98	1.93	2.29	84	86	73	27	27	23	买入	维持
603517.SH	绝味食品	75.85	1.32	1.33	1.69	58	57	45	10	9	8	买入	维持
1579.HK	颐海国际	101.80	0.74	0.95	1.23	115	90	69	157	28	21	增持	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-03-05; 汇率按 1HKD=0.83627CNY 换算; 港股收盘价币种是港元

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

**光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。**

## 联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------