



Research and
Development Center

精选个股 质地优先

食品饮料行业 2021 年中期策略报告

2021 年 05 月 10 日

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

食品饮料

投资评级 看好

上次评级 看好

马铮 首席研究员

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

精选个股 质地优先

2021年05月10日

本期内容提要:

- **板块回顾:** 低基数下, 消费数据表现亮眼, 餐饮收入已略超19年同期水平。展望2021年下半年, 随着新冠疫苗的普及, 经济活动有望完全正常化, 消费行业将保持高增长态势。2021年1-4月食品饮料板块表现相对弱势, 但整体估值水平已有所回落。分子板块来看, 乳制品、休闲食品板块涨幅靠前, 超过食品饮料涨幅, 调味品、肉制品和白酒板块表现欠佳。我们认为食品饮料行业因长期、持续、稳定、成长的能力突出, 在众多资产的比价中仍然具备优势。
- **白酒板块:** 消费升级趋势明显, 品牌+品质是发展核心。疫情后行业整体复苏形势向好, 高端酒市场格局较为稳定, 作为行业景气度标杆, 不断为次高端价格带提供消费升级空间; 600-800元是次高端名酒结构升级卡位的重要价位带, 当前能够形成大规模体量的单品相对较少; 300-600元在酱酒品类冲击下竞争更加激烈, 也是消费升级扩容最快的价位带, 品牌和品质是酒企突破重围的关键。虽然白酒行业当前估值相对较高, 但随着行业集中度提升及分化趋势的加快, 龙头企业的稳定性增强, 优质资产依旧会是投资者首选标的。
- **大众食品板块:** 休闲零食: 行业万亿市场, 休闲卤制品、烘焙等细分品类行业景气度高。受益于消费升级及生活节奏加快, 休闲食品预计呈现量价齐升的发展态势。调味品: 复合调味品尚处于发展导入期, 市场渗透率不高, 行业增速快。受益于餐饮行业的品牌化、连锁化和标准化, 餐调定制市场仍然呈现出火热发展的态势。速冻食品: 餐饮行业有望恢复高个位数增速, 叠加连锁化趋势明显, 未来餐饮端对于速冻半成品的需求将日益旺盛。消费升级趋势下, C端产品迎来结构升级。
- **行业投资策略:** 白酒板块, 我们建议投资者关注三条主线: 高端白酒景气度高, 长期业绩确定性强, 关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖。精选区域龙头, 关注山西汾酒、今世缘、酒鬼酒, 享受区域消费升级红利, 全国化布局加快。布局改善及预期反转机会品种, 关注洋河股份、ST舍得, 公司调整的同时, 给予市场更多超预期的可能性, 静待调整成效在业绩上的体现及估值修复的过程。休闲食品细分行业景气度高, 推荐关注门店加速扩张的休闲卤制品头部企业绝味食品、煌上煌, 店中岛扩渠道及品类扩张的盐津铺子、甘源食品。复合调味品处于发展导入期, 行业增速快, 推荐渠道和产能迅速扩张的天味食品、颐海国际, 定制餐调龙头日辰股份。速冻火锅料行业集中度低, 龙头市占率仍有较大提升空间, 推荐竞争优势明显的速冻食品龙头安井食品。
- **风险因素:** 宏观风险; 估值风险和食品安全风险。

目录

1. 板块回顾：消费数据表现强势，板块估值有所回落	5
2. 白酒板块：消费升级趋势明显，品牌+品质是发展核心	8
2.1 行业份额向名优酒集中趋势突出	8
2.2 消费升级趋势明显，价格天花板屡创新高	8
2.3 “酱酒热”催生次高端价格带扩容	9
2.4 各版块名优酒企进入快速车道	10
重点公司	12
3. 休闲食品：短期行业景气度高，长期看好强者愈强	15
3.1 疫情短期冲击，强者恒强	15
3.2 长期大赛道有望孕育大公司，品类迭代和渠道效率为关键	16
重点公司	18
4. 调味品：多渠道布局成为主流，产品复合化趋势明显	20
4.1 餐饮渠道复苏，商超渠道压力显现	20
4.2 多渠道拓展成为重点发展方向	20
4.3 复合调味品行业持续扩容	21
重点公司	21
5. 速冻食品：C端消费升级，餐饮持续恢复	23
5.1 受益于居家消费，速冻企业业绩明显提升	23
5.2 餐饮运营成本提升推动速冻预制半成品需求增长	23
5.3 居民消费升级推动产品结构升级	24
重点公司	24
6. 投资策略	26
风险因素	26

表目录

表 1：休闲零食板块多家公司发布股权激励计划	16
------------------------	----

图目录

图 1：GDP 同比增速逐渐恢复	5
图 2：社会消费品零售总额同比增速逐渐恢复	5
图 3：2021 年 1-4 月食品饮料板块表现弱势	5
图 4：食品饮料行业整体市盈率（TTM）处于近年来高位	6
图 5：2021 年 1-4 月乳制品和休闲食品涨幅靠前	6
图 6：业绩增速持续性是影响企业价值的重要因素	6
图 7：业绩增速对应的估值呈指数变化	6
图 8：加权平均资本成本下行，估值加速提升	6
图 9：增速持续性与估值呈线性变化	6
图 10：食品饮料行业的投资回报率主要来自于业绩增长	7
图 11：全国白酒产量连续四年下滑，上市酒企占比不断提升	8
图 12：白酒行业规模以上企业连续四年减少	8
图 13：2020 年上市酒企营业收入占行业比重	8
图 14：2020 年上市酒企利润总额占行业比重	8
图 15：中国中产阶级人数在增加	9
图 16：低线城市富裕消费显著增加	9
图 17：茅台酒批价不断突破天花板	9
图 18：酱酒市场份额小，盈利能力强	10
图 19：2020 年酱酒企业收入市占率分布	10
图 20：酱酒主流价位带分部情况	10
图 21：次高端白酒市场竞争格局	11
图 22：次高端的全国性品牌与区域龙头的优劣势比较	11

图 23: 主要区域龙头的全国化布局.....	12
图 24: 20 年全年业绩品牌连锁门店受疫情闭店影响大.....	15
图 25: 以大流通渠道为主的公司 2020 全年业绩表现相对好.....	15
图 26: 休闲零食板块营收同比基本恢复到疫情前, 疫情对板块主要系短期冲击.....	15
图 27: 2020Q4-2021Q1 线上休闲零食销售有明显的降速.....	16
图 28: 万亿市场规模保持双位数增长.....	17
图 29: 国内零食人均消费水平提升空间大.....	17
图 30: 休闲食品细分品类增速呈现分化.....	17
图 31: 商超目前仍为零食购买的主流渠道.....	17
图 32: 调味品企业营业收入稳定增长.....	20
图 33: 国内调味品市场企业竞争格局.....	20
图 34: 主要调味品上市公司 21Q1 营收保持较高增速.....	20
图 35: 主要调味品上市公司 21Q1 盈利能力分化较大.....	20
图 36: 餐饮渠道是调味品行业的主要销售渠道.....	21
图 37: 天味食品电商渠道收入占比趋势提升.....	21
图 38: 复合调味品市场快速增长.....	21
图 39: 传统调味品企业相继进入火锅调料行业.....	21
图 40: 我国速冻食品行业规模及增速.....	23
图 41: 速冻食品人均消费对比.....	23
图 42: 20 年主要速冻食品上市公司营业收入增长均超过 15%.....	23
图 43: 安井食品 21Q1 净利率同比增长 2.35pct.....	23
图 44: 正餐类餐饮企业成本构成.....	24
图 45: 三全食品 20H2 餐饮市场收入快速恢复.....	24
图 46: 我国速冻食品行业规模及增速.....	24
图 47: 锁鲜装逐渐替代低端散装产品.....	24

1. 板块回顾：消费数据表现强势，板块估值有所回落

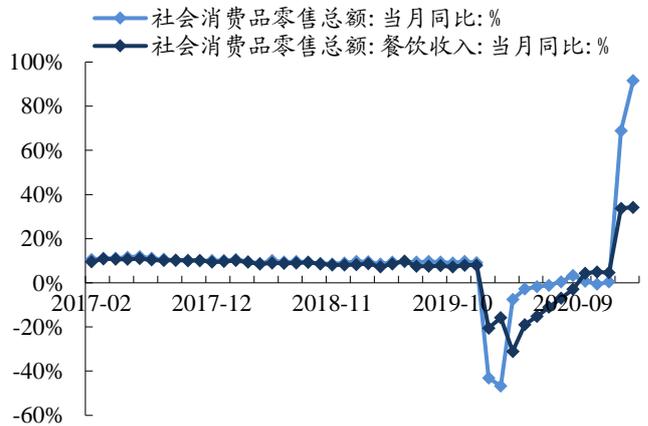
低基数下，消费数据表现亮眼，餐饮收入已略超 19 年同期水平。2021 年第一季度，GDP 同比增长 18.3%，最终消费支出对 GDP 当季同比的拉动为 11.6%。餐饮方面，2021 年 3 月餐饮收入当月同比增长 91.6%，较 19 年同期仍增长 1.9%。展望 2021 年下半年，随着新冠疫苗的普及，经济活动将完全正常化，消费行业有望保持高速增长态势。

图 1: GDP 同比增速逐渐恢复



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

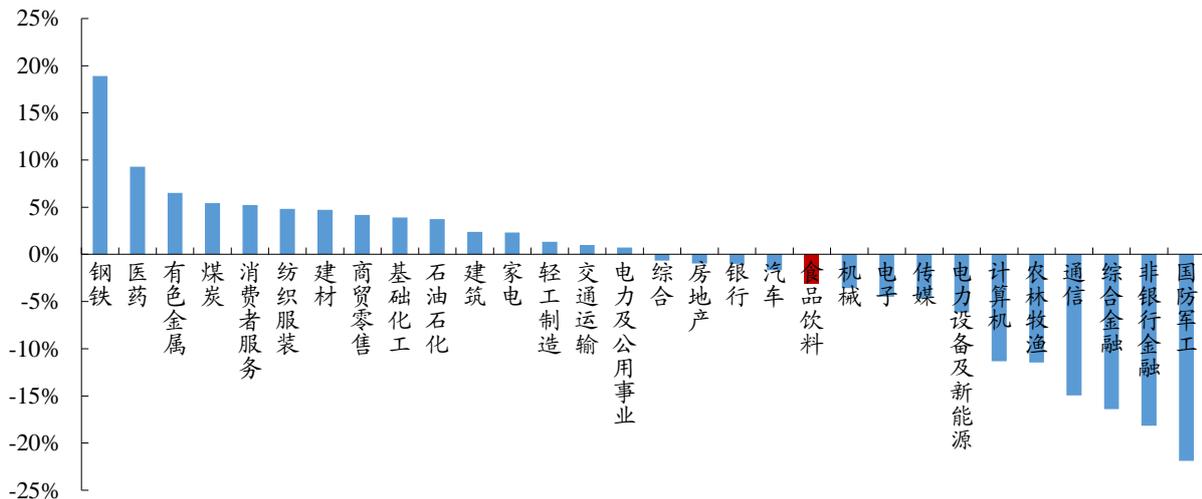
图 2: 社会消费品零售总额同比增速逐渐恢复



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

2021 年 1-4 月食品饮料板块整体表现相对弱势，但板块估值水平有所回落。2021 年 1-4 月食品饮料板块涨幅-3.1%，表现略弱于上证综指和沪深 300 指数，在中信一级子行业中排名第二十分。从子板块来看，乳制品、休闲食品板块涨幅靠前，超过食品饮料涨幅，调味品、肉制品和白酒板块表现欠佳。从估值来看，2021 年 1-4 月食品饮料板块估值有所回落，短期风险已有释放。我们认为具备高景气度细分赛道的龙头企业仍具有长期投资价值。

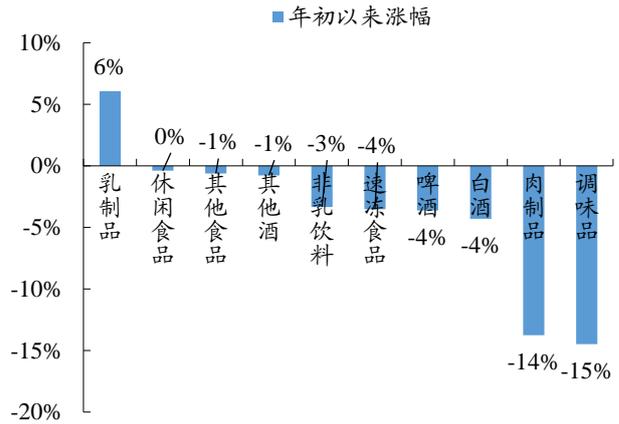
图 3: 2021 年 1-4 月食品饮料板块表现弱势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心 (注: 以年初至 4 月 30 日计算涨跌幅)

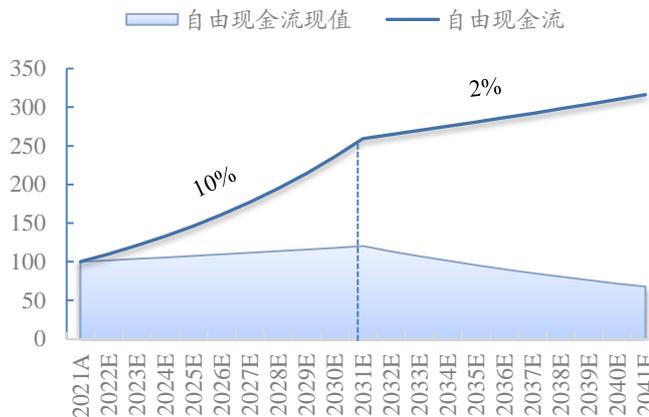
图 4：食品饮料行业整体市盈率（TTM）处于近年来高位


数据来源：Wind，信达证券研发中心

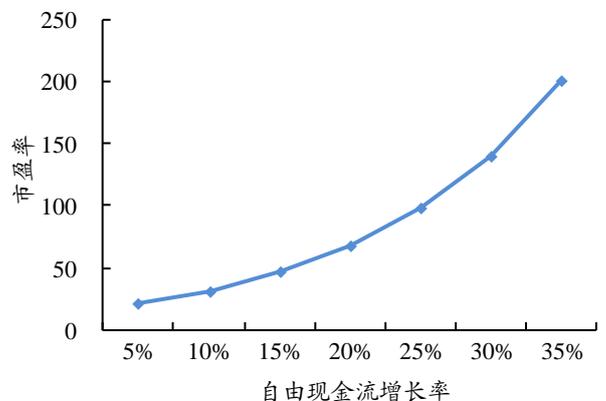
图 5：2021 年 1-4 月乳制品和休闲食品涨幅靠前


数据来源：Wind，信达证券研发中心（注：以年初至 4 月 30 日计算涨跌幅）

关注公司业绩增速持续性，聚焦长期投资价值。业绩增速、增速持续性是影响企业价值的重要因素，我们用 DCF 模型来阐述观点。**增速持续性与估值呈线性变化**，假设 2021 年初始自由现金流为 100 亿元，加权资本成本为 8%，自由现金流增长率为 10%，永续增长率为 2%，若半显性预测年数为 10，对应当下公司的合理估值应该为 32 倍；当若半显性预测年数为 20，对应当下公司的合理估值应该为 49 倍。**业绩增速对应的估值呈指数变化**，假设加权资本成本为 8%，半显性预测年数为 10，永续增长率为 2%，若自由现金流增长率为 20%，对应当下公司的合理估值应该为 67 倍；若自由现金流增长率为 30%，对应当下公司的合理估值应该为 140 倍。

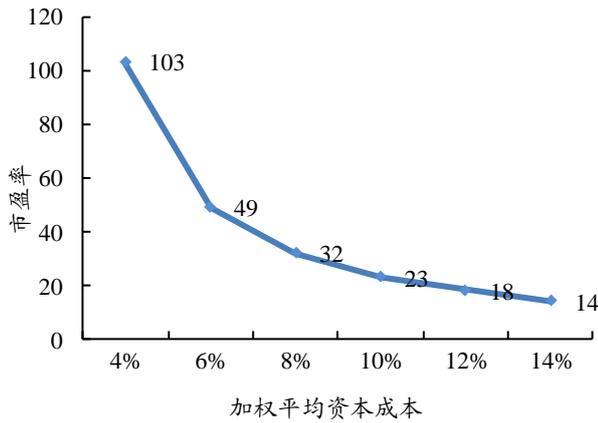
图 6：业绩增速持续性是影响企业价值的重要因素


数据来源：Wind，信达证券研发中心（注：半显性预测年数为 10，加权平均资本成本为 8%，自由现金流增速为 10%）

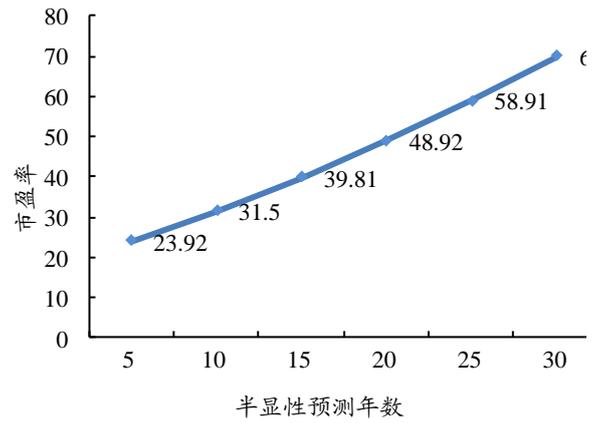
图 8：加权平均资本成本下行，估值加速提升
图 7：业绩增速对应的估值呈指数变化


数据来源：Wind，信达证券研发中心（注：半显性预测年数为 10，加权平均资本成本为 8%）

图 9：增速持续性与估值呈线性变化



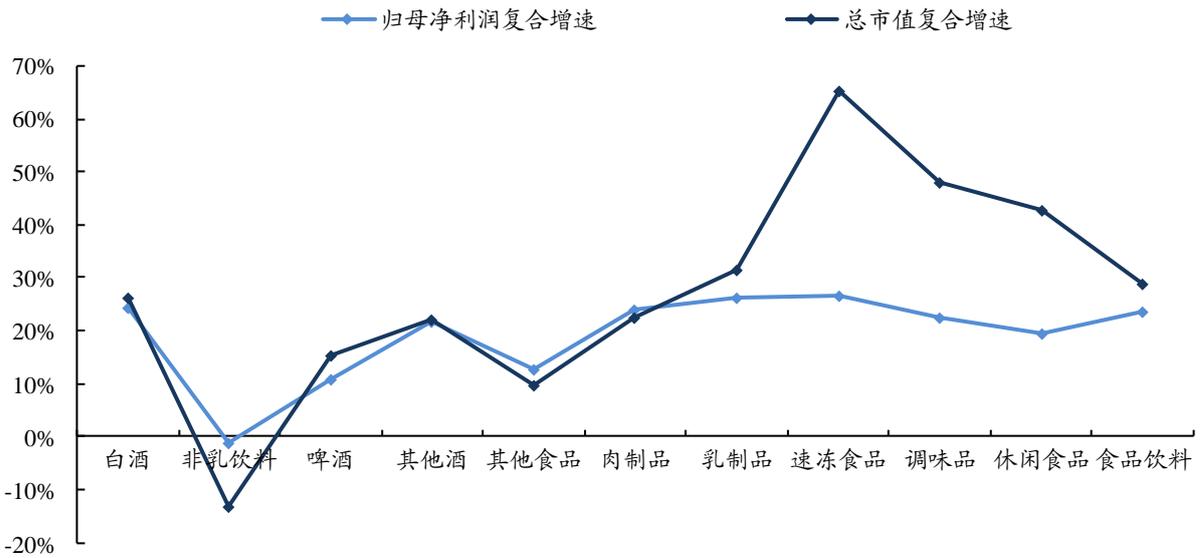
数据来源: Wind, 信达证券研发中心 (注: 自由现金流增速为 10%, 半显性预测年数为 10)



数据来源: Wind, 信达证券研发中心 (注: 自由现金流增速为 10%, 加权平均资本成本为 8%)

食品饮料行业主流公司上市以来的业绩增速约为 23.7%，且市值复合增速与业绩增速基本匹配。我们以 ROE 超过 10% 的食品饮料公司为样本，计算发现样本公司上市以来平均总市值复合增速和平均归母净利润复合增速基本匹配。截止 2021 年 4 月 30 日，样本公司上市以来平均总市值复合增速为 29.06%，平均归母净利润复合增速为 23.7%。分子板块来看，速冻食品、调味品以及休闲食品行业估值提升较快，平均总市值复合增速明显高于平均归母净利润复合增速，其他板块平均总市值复合增速和平均归母净利润复合增速基本匹配。

图 10: 食品饮料行业的投资回报率主要来自于业绩增长



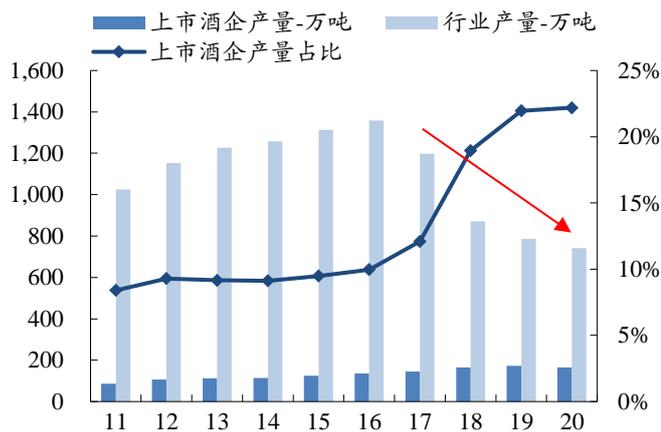
资料来源: Wind, 信达证券研发中心 (注: 以上市至 2021 年 4 月 30 为基础)

2. 白酒板块：消费升级趋势明显，品牌+品质是发展核心

2.1 行业份额向名优酒集中趋势突出

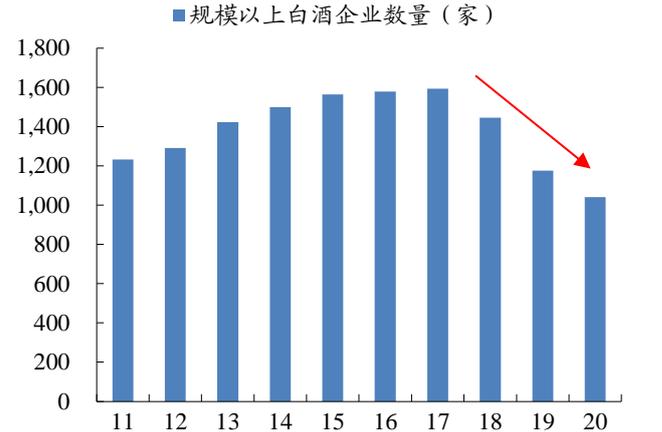
行业总体持续呈现“两降两升”的趋势，上市酒企份额攀升。自 2017 年起，全国白酒产量及规模以上企业数量连续四年下滑，行业总收入、总利润连续三年增长，总体持续呈现“两降两升”的趋势，人们对白酒的消费习惯向“少喝酒，喝好酒”转变。作为名优酒代表，上市酒企的产量占比、收入占比均有较大幅度提升。上市酒企利润总额在行业中的占比一直较高，近年来占比突破 80%，以上市酒企为代表的名优酒企带动行业利润总额快速增长。由此可见，在新一轮调整过程中行业集中度向名优酒企上移，上市酒企的市场份额逐渐攀升。

图 11：全国白酒产量连续四年下滑，上市酒企占比不断提升



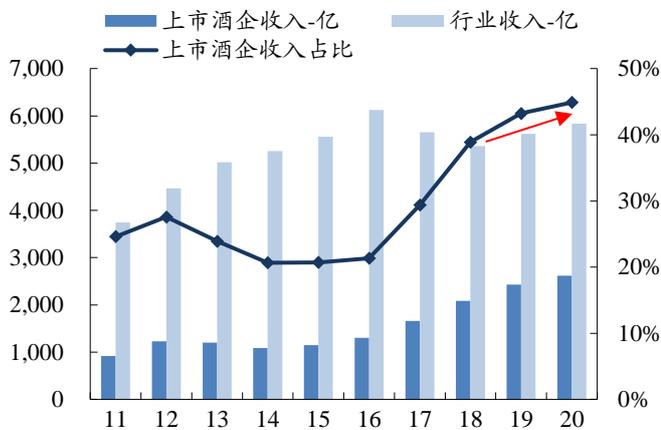
资料来源：Wind，国家统计局，信达证券研发中心

图 12：白酒行业规模以上企业连续四年减少



资料来源：Wind，国家统计局，信达证券研发中心

图 13：2020 年上市酒企营业收入占行业比重



资料来源：Wind，中国酒业协会，信达证券研发中心

图 14：2020 年上市酒企利润总额占行业比重



资料来源：Wind，中国酒业协会，信达证券研发中心

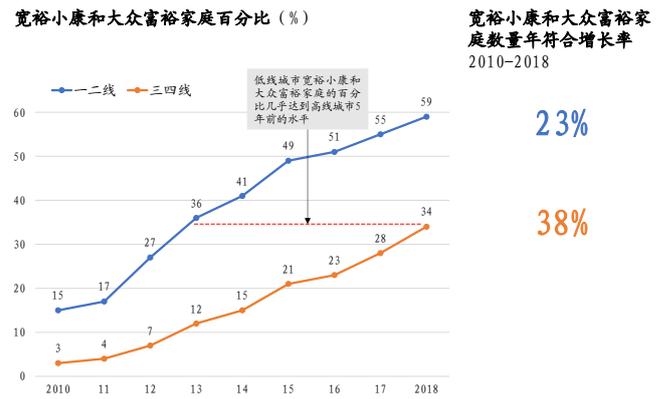
2.2 消费升级趋势明显，价格天花板屡创新高

新中产消费人群崛起，酒类消费步入高端化、仪式化。过去 10 年中国消费市场的整体增长日新月异：10 年前，多数城市居民还仅仅满足于衣、食、住、行等基本需求，92% 的城市居民家庭可支配年收入为 14 万元人民币或更少。如今，已有一半的中国家庭跻身较富裕家庭行列，可支配年收入达到 14 万至 30 万元人民币。收入的增长让他们在满足了基本生活需求之后，开始追求更高的生活品质。中国 GDP 增长以及房价不断上涨催生了不少新富阶层，这使得市场出现了以买茅台为代表的新消费者，同样城镇化建设也催生了一大批中高端白酒的消费者，多重因素促使白酒行业整体呈现消费升级。

图 15: 中国中产阶级人数在增加

		中国城市人口数量 单位: 百万	
家庭年可支配收入 2018人民币实际价值		2010	2018
全球富裕	>39万	6	16
富裕	29.7万-39万	3	10
大众富裕	19.7万-29.7万	11	63
宽裕小康	13.8万-19.7万	34	311
小康	7.9万-13.8万	403	257
新晋小康	4.9万-7.9万	134	89
温饱	<4.9万	79	72
宽裕小康及以上人口, 占总数百分比		8%	49%

资料来源: 麦肯锡2020《中国消费者调查报告》, 信达证券研发中心

图 16: 低线城市富裕消费显著增加


资料来源: 麦肯锡2020《中国消费者调查报告》, 信达证券研发中心

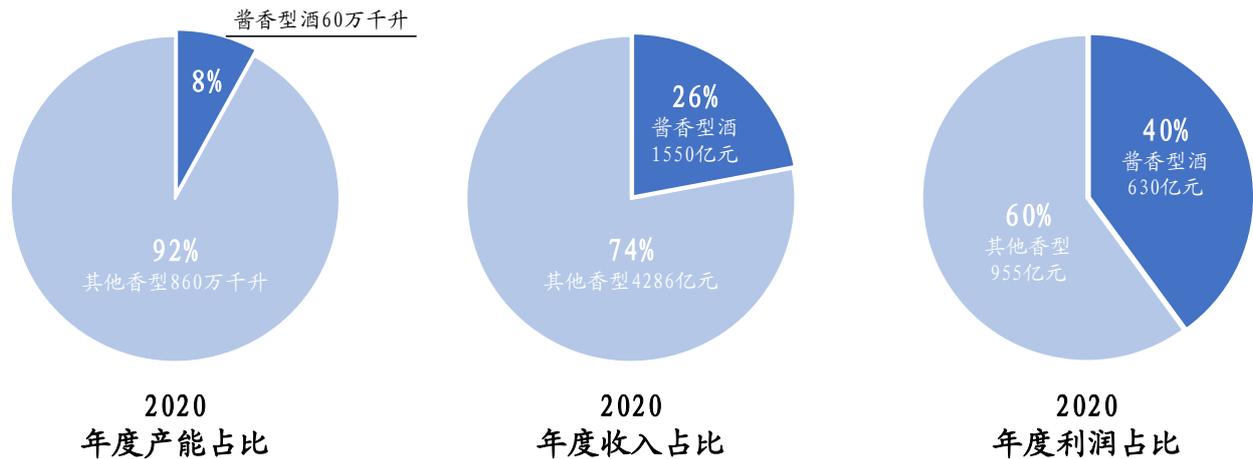
茅台价格不断突破天花板, 行业整体受益。自 2016 年起, 茅台价格上涨带动白酒行业整体的复苏, 各价格带产品均跟随上移, 行业整体享受价量齐升的红利。受 2020 年初疫情影响, 市场动销不足, 以茅台为首的高端酒价格出现阶段性回落。但随着国内疫情得到有效控制, 经济恢复运转, 茅台价格快速反弹, 一举突破价格天花板, 整箱批价越过 3000 元。五粮液逆势挺价, 渠道管控能力超出预期, 缩减传统渠道计划, 增加团购客户开发, 表现突出, 疫情反而加快了五粮液“二次革命”改革的步伐。国窖 1573 紧随其后, 一批价稳中有增。受益行业的价格天花板不断拉高, 区域龙头企业也适当提高厂价或成交价做相应补位。

图 17: 茅台酒批价不断突破天花板


数据来源: 市场调研, 信达证券研发中心

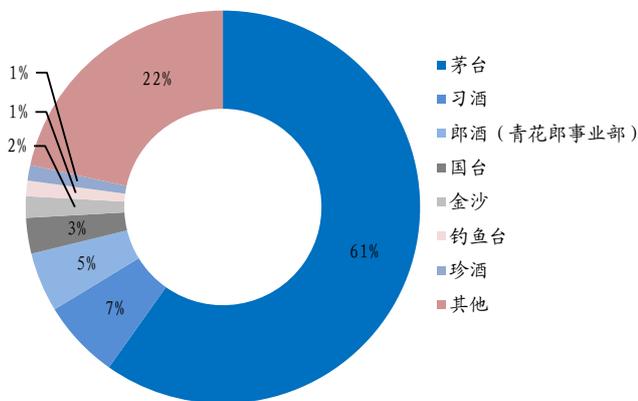
2.3 “酱酒热”催生次高端价格带扩容

酱酒天生具备高价基础, 市场份额小, 盈利能力强, 扩容潜力大。传统大曲酱香型白酒生产具有原粮品质要求高、生产工艺复杂、生产周期长、陈化老熟时间长等特点, 在消费升级的大背景下顺应了酒类消费者“喝好酒”的基本需求, 酱酒天然具备了向高价位发展的基础。2020 年, 中国酱香酒产业实现产能约 60 万千升, 同比增长约 9%, 约占中国白酒行业产能 740 万千升的 8%; 实现行业销售收入约 1550 亿元, 同比增长 14%, 约占中国白酒行业销售 5836 亿元的 26%; 实现行业销售利润约 630 亿元, 同比增长约 14.5%, 约占中国白酒行业利润 1585 亿元的 39.7%。其中, 仁怀产区(茅台除外)整体实现销售收入约 300 亿元。尽管酱香型白酒的产销量份额较小, 但因其产品盈利能力强, 使得行业利润规模的占比相对较大, 并整体呈增长趋势。

图 18: 酱酒市场份额小, 盈利能力强


数据来源: 权图酱酒工作室, 信达证券研发中心

茅台引领“酱酒热”情绪, 优势酱酒企业即将上市。当前, 酱酒竞争呈现“一超多强”格局, 茅台处于行业绝对龙头地位, 主要面向超高端市场, 其他品牌主要面向中高端及以上市场。2020 年茅台酒类业务收入达 949.15 亿元, 占据酱酒市场的主要份额。其他优势酱酒企业, 如习酒、郎酒、国台、金沙、钓鱼台、珍酒等, 借助酱酒热潮, 销售规模快速提升, 市场影响力也不断提高。国台与郎酒已于 2019 年发布招股说明书, 预计 2021 年完成上市, 在流动资金得到补充后, 生产、经营规模也将进一步有所提升。此外, 贵州省正谋划“白雁雁阵”培育打造计划, 力争 2025 年将茅台集团打造成为世界 500 强, 习酒培育打造为 200 亿级企业, 将国台、金沙、珍酒打造为 100 亿级企业, 将董酒、钓鱼台打造为 50 亿级企业, 五年内推动 3-5 家企业上市, 形成“百亿产值、千亿市值”的企业梯队。

图 19: 2020 年酱酒企业收入市占率分布


资料来源: 权图酱酒工作室, 信达证券研发中心

图 20: 酱酒主流价位带分部情况


资料来源: 权图酱酒工作室, 信达证券研发中心

酱酒主流价位处次高端价位带, 享消费升级红利。除茅台外, 其余酱酒企业的主力产品主要集中在 400-800 元次高端价位带, 顺应消费升级趋势, 享受次高端价位带扩容红利。当前酱酒销售渠道利润较高, 渠道推力足, 销售增长势头猛, 在依靠茅台形成酱酒氛围的主流市场占有率提升较快, 如山东、河南、广东等地。

2.4 各版块名优酒企进入快速车道

2.4.1 高端白酒: 品牌优势突出, 周期属性弱化

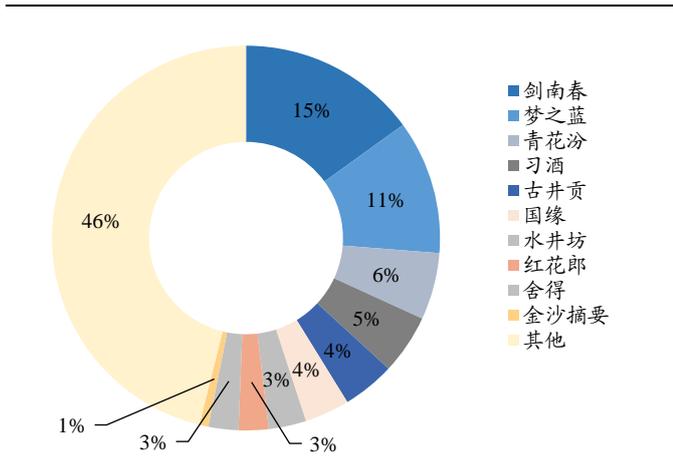
赛道优势明显, 2020 年上半年三大龙头受疫情影响小, 业绩稳定增长。目前高端酒的格局清晰, 从一批价看, 茅台整箱站稳 3000+ 价格带, 散瓶稳定在 2500 元左右; 五粮液大部分地区稳定在 990 元附近, 北京地区突破千元; 国窖 1573 受提价带动普遍在 900-920 元, 各自占据一个价位赛道, 且能够在 800 元以上放量的竞品较少, 充分享受消费升级带来的增长红利。由于茅五泸三家企业当前收入体量相对较大, 未来更注重高质量稳定发展,

业绩增长趋于长期稳定。

2.4.2 全国次高端白酒：卡位竞争加剧，品牌渠道是关键

600-800 元是卡位关键，当前放量单品有限。得益于高端酒价格的集体上涨，600-800 价格带给予全国次高端及区域名酒更空发展空间。当前，处在 600-800 元价位带的大体量单品较少，主要有习酒 1988、洋河梦 6+、红花郎 15 年、珍藏剑、金沙摘要、茅台系列酒等，是未来各次高端酒企卡位的核心价位带。而区域名酒现阶段多采取升级单品卡位次高端战略，以及酱酒热带来的冲击，聚集在 300-600 元的单品增多，且在该价位带有全国最大体量单品水晶剑，竞争明显加剧。

图 21：次高端白酒市场竞争格局



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 22：次高端的全国性品牌与区域龙头的优劣势比较

次高端核心要素：品牌+渠道营销		
	全国性品牌	区域品牌
品牌	品牌知名度高，但在有强势地产品品牌省份会被稀释	区域品牌基础深厚，但扩张难
产品	全国性产品，各省份适应性差	产品因地制宜，适应当地市场
渠道	渠道模式成熟，但在各省份渗透率相比地产酒要弱势	渠道掌控力强，模式灵活多变
能力	资源力/客群维护力较弱	本地人脉资源深厚

资料来源：信达证券研发中心

连续高速增长下，次高端企业渠道压力增加，品牌渠道是卡位成功的关键。在过去的两年里，多数次高端品牌在高经营目标下实现快速放量增长，渠道库存有所增高，对渠道推力产生负向影响。若要成功升级单品，必先渠道库存消化到合理水平，比如 19 年的洋河渠道库存高企，利润过于透明，推力降低，由此展开新一轮调整；舍得 2020 及 2021 年的重点工作也是降低渠道库存，上挺批价。为了保障次高端单品能在激烈竞争中突出重围，成功卡位，良好的品牌与渠道建设必不可少，通过渠道推力实现二次放量是次高端单品扩张的有效途径。

核心基地市场的打造是全国化次高端业绩增长的保障。与区域龙头相比，全国化次高端在核心基地市场的建设上相对薄弱，在品类冲击下或出现局部市场的份额下滑，如 2020 年剑南春、洋河在北京、河南等地收入体量出现下滑，舍得在河南市场出现下滑。为了更好的保证企业业绩增长的稳定性，核心根据地市场的打造是十分有必要的，维持核心市场的稳定增长，寻求潜在市场的快速扩张，将更有利释放全国化次高端酒企的品牌知名度优势。

2.4.3 区域名酒：省内份额提升，加快全国化布局

区域龙头尽享消费升级红利，省内份额持续提升。受人均可支配收入水平的持续提升，各白酒消费大省的白酒消费主流价格带均有所提升，如江苏省核心价格带已跃升至 300 元以上，安徽省主流价格带正向 200 元进行结构升级，市场规模潜力巨大。同时，省会城市主流价位高于其他城市，是区域龙头的核心竞争市场。预计在未来消费持续升级过程中，区域龙头将享受更多的升级红利。在此基础上，区域名酒对地方中小酒企的挤压将进一步加剧，品牌集中度提升。

站稳省内市场后，区域龙头将加快省外扩张，泛全国化是长期趋势。通过省内渠道的深耕，区域龙头的省内优势逐渐确立，从邻近省份辐射全国是多数区域名酒较为统一的选择。在上一个白酒黄金十年中，洋河依靠品牌走向全国，当下区域名酒的省外扩张难度明显加大，不同酒企均尝试了多种路径，如省外并购、大商先行、渠道深耕等方式。现阶段，区域名酒想要做到真正的全国化难度很大，但泛全国化可能会成为一个普遍的长期趋势。

图 23：主要区域龙头的全国化布局


数据来源：公司公告，信达证券研发中心

重点公司

(1) 贵州茅台：短期波动不改长期价量齐升逻辑

21Q1 公司净利润增速不及预期，但考虑到 2021 年初部分非标产品提价未表现在一季度中，二季度及下半年或有所改善。目前，茅台酒供需关系仍然紧张，公司长期增长逻辑清晰，持续受益于价量齐升。1) 价的角度，茅台整箱批价突破 3200 元，散瓶批价突破 2500 元，与 969 元出厂价之间的差值处于历史高位，客观上具备提价条件。未来十年，茅台的提价将更加看重自身的经营节奏，或对普茅及非标产品进行分批提价，假设普茅出厂价翻番，带动吨价年化增长 7%。2) 量的角度，茅台酒新建产能逐步落地，假设未来达到 5.6 万吨年产量后不再扩产，十年内，销量从 2020 年的 3.4 万吨提升至 4.8 万吨，增长空间约 42%，年化增长 4%。3) 产品结构和渠道结构。自 2018 年以来，公司对传统经销商的调整基本到位，且不再新增传统渠道配额，加大直销渠道投入。截至 21Q1，公司直销渠道占比已提升至 17.54%。假设未来十年，直销渠道占比提升至 40%，或带来 1.5% 的年化增长能力。除此之外，21Q1 系列酒正开始放量增长，未来系列酒预计与茅台酒实现 1:1 等产。

风险提示：宏观经济不确定性风险；批价上涨过快导致舆论风险

(2) 五粮液：聚焦团购与数字化，改革红利持续释放

2020 年，公司应对疫情提出的“三损三补”工作方针，加快了在数字化转型上的进度，不论是“五粮云店”的上线，还是“数字酒证”的推出，都具有行业标杆意义，为企业发展提供新的消费增量。公司对传统经销商配额进行优化调整，与经销共同开发团购客户，构筑新型厂商关系，激发经销商活力，串联起提升产品力、直达消费终端、培育意见领袖、打造高定市场等重要目标。企业级团购的打造弥补了传统渠道上的损失，并为公司的控货挺价提供有效支撑。经过春节旺季的考验，五粮液批价目前稳定在 1000 元附近，控货挺价成效良好，与茅台间的巨大价差也给予五粮液批价更多的上升空间。新零售与团购渠道的布局也增加了公司的利润厚度，预计 2021 年团购占比达 30%。随着茅台价格不断攀升，部分消费需求可能会向下溢出，凭借品牌价值的回归，五粮液或将承接这部分溢出的需求。

风险提示：宏观经济不确定性风险；行业竞争加剧风险

(3) 泸州老窖：薪酬改革落地，品牌势能向上

国窖作为高端白酒第三大品牌，聚焦品牌力建设是核心。2020 年，公司通过积极的量价政策配合推动国窖价盘上涨，渠道状态显著提升。公司在河南会战引入“久泰模式”，渠道出资直营公司负担费用、酒厂直控负责运营，充分调动渠道推力并加强终端掌控，推动市场份额的提升，取得阶段性成果，平台公司模式有望逐步复制。公司披露高管薪酬管理办法，将打造以经营业绩为主要依据的考核牵引机制、以价值贡献为导向的薪酬激励机制，或能激发团队活力，为公司实现高质量增长提供保障。受益于茅台价格稳居高位、五粮液淡季挺价，目前国窖 1573 批价稳定在 900 元以上，且渠道库存处于地位，利于价盘稳定。2021 年公司围绕“精细化管理增益，精准营销拓

市场”进行集中发力，将持续强化渠道管控及终端服务能力，中长期量价齐升仍可期。

风险提示：酱香热等导致中高价位酒竞争加剧；十代特曲复苏不及预期

(4) 山西汾酒：产品结构持续升级，全国化进程加快

在“抓两头带中间”产品策略下，高端青花系列与低端玻汾系列均实现较快增长，精准卡位 300-600 元次高端和 40-60 元高线光瓶酒两大主流价格带。消费升级之下，次高端和高线光瓶酒价格带快速扩容，竞争加剧下市场份额亦往具备品牌、渠道、品质综合实力的名优白酒集中，汾酒受益行业性扩容与集中度提升双重利好，以及清香型品类优势，实现快速放量增长。同时，公司省外销售区域持续裂变，围绕“1357”全国化战略，继续因地制宜施策的思路，在环山西市场快速增长，省内外收入结构实现 4:6 翻转。随着青花 30 复兴版在 600-800 元价位带的卡位，采用配额制供应，深挖核心终端团购需求，公司产品向高端化升级趋势明显，消费者对汾酒品牌认知进一步提升。向长江以南市场的扩张也不断为公司提供新的增量，高速增长势头猛烈。

风险提示：宏观经济不确定性风险；行业竞争加剧；省外市场开拓不及预期

(5) 洋河股份：渠道调整基本结束，新一轮产品生命周期即将全面开启

2019-2020 年是公司的调整年，在渠道、产品、组织、人事等方面进行了一系列调整：1) 逐步建立“一商为主、多商配称”的新型经销商合作体系，推动渠道库存去化及价格恢复；2) 完成 M6+换代升级，卡位 600-800 元消费升级蓝海价位带，M3 水晶版招商铺市已完成；3) 推行双品牌独立运作，成立双沟销售公司并进行相关人力资源配置，同洋河“错位协同、优势互补”。公司从长远出发，确立主导品牌，解决主要问题，通过聚焦 M6+全国化布局引领品牌升级，经过两年的调整，梦 6+渠道库存降至合理水平，呈现出了渠道认可到消费者认可的良好态势。预计今年中秋国庆 M6+将恢复 M6 原有的规模和份额，M3 水晶瓶还将持续接受五一、中秋国庆等旺季考验，渠道库存良性叠加消费场景恢复利于接下来公司对海天升级换代，利于加快洋河渠道调整的进程和速度。

风险提示：产品换代升级不及预期；省内竞争加剧；省外拓展不及预期

(6) 今世缘：省内深耕与省外扩张见效，国缘系列加快放量

在洋河进入渠道调整的两年时间里，今世缘抓住机会，在产品结构升级上取得阶段性胜利。国缘系列收入占比提升至 75%，其中主要产品卡位江苏省白酒主流消费价格带，初步实现大单品化。2020 年公司成立 V9 事业部，有意加快 V3、V9 的放量增长，未来公司产品结构仍有持续升级空间。经过多年来的省内深耕细作，通过团购渠道带动“核心盘中盘”，南京市场在多年的深耕中迎来爆发，且在省内经济较发达的苏南、苏中地区进行复制，目前已初步实现放量增长趋势。此外公司全国化目标明确，省外积极布局初见成效，21Q1 营收增长 67%，为省内平均增速的 2 倍，使得省外收入占比提升至 7.28%。未来公司在做强次高端主流价格带大单品的同时，将逐步推动 800 元价格带 V 系列产品培育放量工作，持续性带来产品结构的升级。国缘品牌势能不断提升，渠道利润充分保障，在省内全面精耕的战略下，公司有望在南京地区保持快速增长，同时在经济发达的苏南地区迎来国缘产品放量增长，且持续全国化的推进。

风险提示：省内竞争升级；省外开拓管理不善

(7) ST 舍得：“品质+品牌”驱动，老酒差异化战略明晰

经过多年积累，公司构建了以“舍得”、“沱牌”为两大核心品牌，“天子呼”、“舍不得”、“吞之乎”、“陶醉”为培育性品牌的品牌矩阵。品味舍得成为公司核心大单品，在 300-600 元价位带具有一定体量优势。同时，公司基于其 12 万吨的老酒库存和上乘品质的核心优势，确定实施老酒差异化战略，抢抓行业的老酒消费趋势，利用自身优势来契合行业趋势，凸显出公司与众不同的卖点，预打造老酒品类第一品牌。2020 年，公司在疫情影响及大股东爆雷双重影响下，依旧凭借品牌韧性实现良好动销，库存得到进一步改善，批价持续上行。随着复星的入主，公司或将借助复星生态加快“聚焦川冀鲁豫、提升东北西北、突破华东华南”的全国化布局及基地市场的深耕，积极恢复与大商的合作关系，收缩经销权，重新理顺渠道利益分配关系。

风险提示：招商不及预期；酱酒品类冲击；管理团队变动风险

（8）酒鬼酒：酒鬼调整后将再起航，内参发力高端酒领域

自 2015 年中粮集团成为控股股东后，公司治理全面提升，进入发展快车道。近年来，公司持续优化产品线，确立了酒鬼系列两大战略单品，稳步推进量价齐升。公司在省内市占率较低，2020 年通过分区域、分产品招商，渠道精耕、终端培育将带动规模快速扩张，核心单品已初具规模。省内次高端酒集中度低，增长快，酒鬼系列将成为公司省内增长的重要抓手。内参品牌由内参销售公司进行单独运作，股权经销商模式，利于捆绑核心经销商利益、调动其积极性，内参品牌拉力及渠道推力明显提升。随着内参全国化进程的推进，品牌力在省外提升明显，省外招商卓有成效，长期全国化空间逐步打开。公司依靠模式创新、一地一策快速实现渠道扩张，省内县级市场覆盖率达 73.6%，全国省会级城市覆盖率达 97%，地级市场覆盖率达 62%，核心终端网点达 8347 家。2021 年公司力争实现全面布局空白市场，酒鬼酒与内参以湖南、河南、河北地区为主要开拓对象，同时涉足广东地区，有针对性地展开全国化。

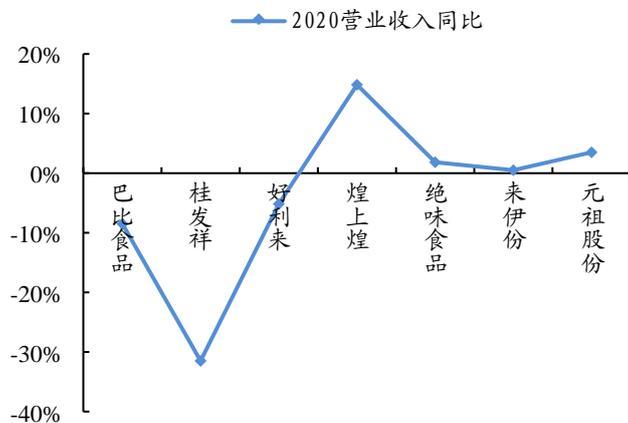
风险提示：全国化扩张导致费用投放超预期；酒鬼系列放量不及预期

3. 休闲食品：短期行业景气度高，长期看好强者愈强

3.1 疫情短期冲击，强者恒强

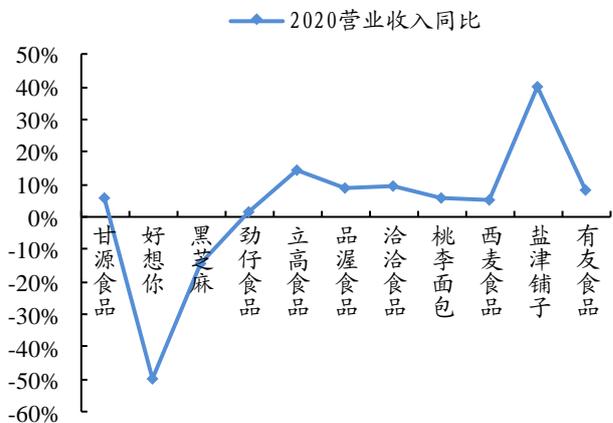
疫情对板块主要为短期冲击，21年Q1业绩来看各公司基本恢复。休闲零食主要包括糖果蜜饯、面包及糕点、膨化类、休闲卤制品等品类，疫情期间人们宅家时间变长，预计对于休闲零食的需求量将有所提升，观察整个板块2020年的业绩情况，大流通板块受益于商超渠道人流量的最早恢复，全年业绩表现较好。布局全渠道的休闲食品企业整体20年业绩受到疫情影响相对小。以品牌连锁门店为主的休闲零食企业由于20年Q1疫情影响下闭店较多，并且高势能门店受疫情影响持续时间相对长，整体20年业绩受到影响较大。但是从21年Q1季度业绩来看，以品牌连锁门店为主的休闲零食企业在20年Q1低基数的影响下业绩反弹最为明显，整体来看（计算各企业21年Q1相比19年Q1的复合增长率），各渠道休闲零食的销售基本恢复，因而疫情对于休闲零食板块主要为短期影响。并且由于国内整体疫情被迅速控制下来，整体经济恢复情况较为良好，因而目前并未出现较为明显的休闲食品购买力下降的问题。短期来看，21年全年疫情影响减弱，品牌连锁门店疫情期间逆势拿地成果预计将在21年业绩有所体现，疫情的短期冲击下有望加速整体品牌连锁门店整合，预计板块整体强者愈强。

图 24：20 年全年业绩品牌连锁门店受疫情闭店影响大



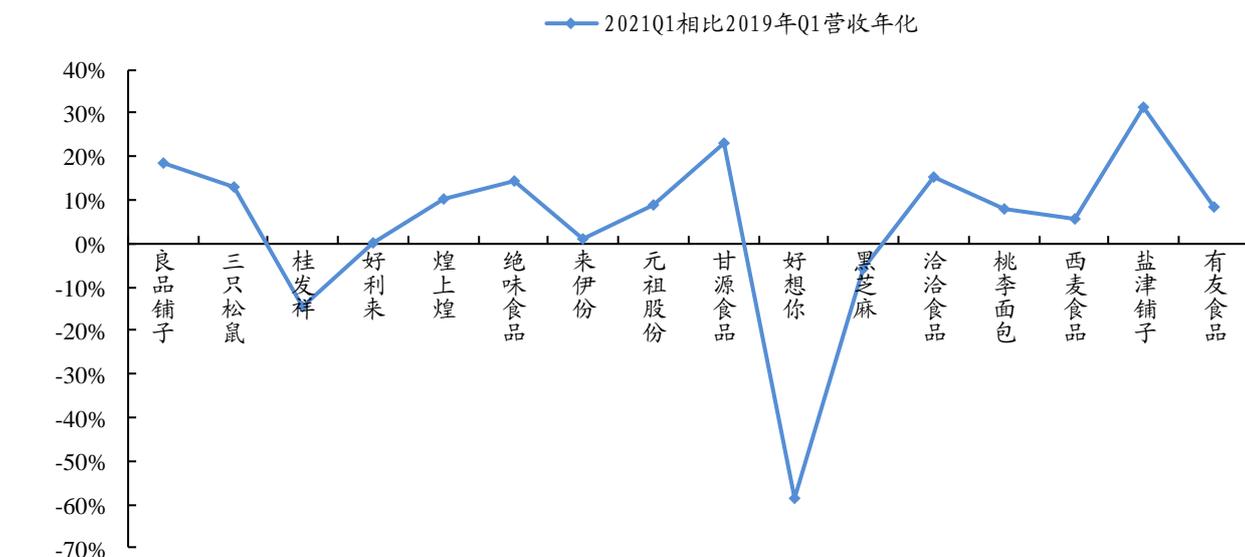
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 25：以大流通渠道为主的公司 2020 年全年业绩表现相对好



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 26：休闲零食板块营收同比基本恢复到疫情前，疫情对板块主要系短期冲击

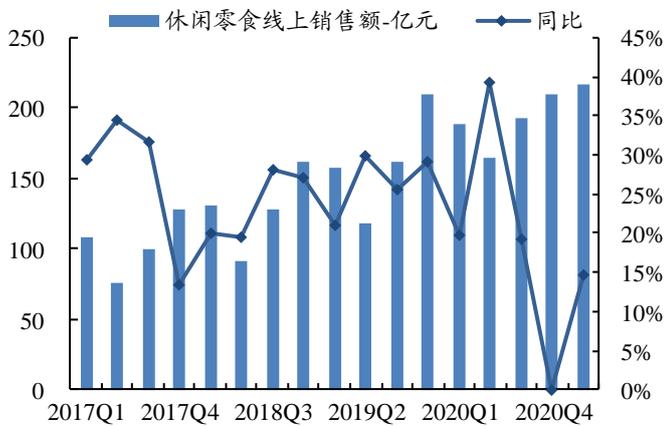


数据来源：Wind，信达证券研发中心

线上主流电商平台增速同比下降，预计受流量去中心化影响。根据数据威的数据显示，2021Q1 线上休闲食品销
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 15

销售额合计约 216 亿元,同比增长 14.61%,而观察 2020Q4 休闲食品销售额合计约 210 亿元,同比增长仅为 0.06%,平滑掉 21 年春节较晚的影响,线上休闲零食的增速呈现明显的降温,由于数据威统计的主要是主流电商平台的销售数据,预计与流量去中心相关,在该大趋势下,对于板块内公司的线上渠道提出了新的发展要求。

图 27: 2020Q4-2021Q1 线上休闲零食销售有明显的降速



数据来源: 数据威, 信达证券研发中心

多家公司发布股权激励, 验证行业短期内高景气度。2021 年以来, 板块内多个公司发布股权激励, 包括细分行业为休闲卤制品的绝味食品和煌上煌, 主营豆制品、烘焙等的盐津铺子及主营风味小鱼和风味豆干的华文食品, 发布股权激励表明了公司的发展信心, 也从侧面验证了细分板块短期内的高景气度。

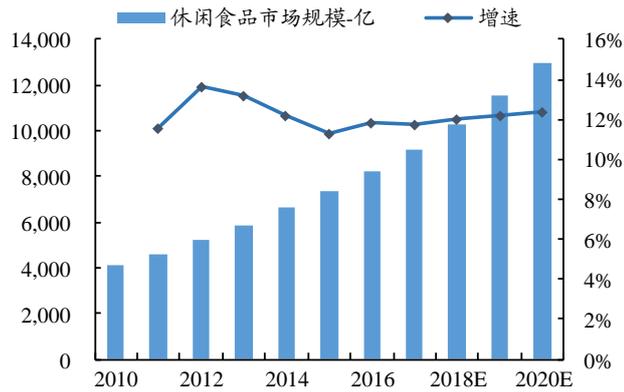
表 1: 休闲零食板块多家公司发布股权激励计划

公司	激励比例	业绩解锁目标
绝味食品	1%	以 2020 年为基准, 2021/2022/2023 年的营业收入增长率不低于 25%/50%/80%
煌上煌	1.70%	以 2020 年为基准, 2021/2022/2023/2024 年的净利润增速不低于 20%/40%/70%/100%
劲仔食品	1%	以 2020 年为基准, 2021/2022 年的营业收入增长率不低于 20%/44%
西麦食品	0.91%	以 2020 年为基准, 2021/2022/2023 年的营业收入增长率不低于 21%/46%/77%, 净利润增长率不低于 15%/32%/59%
盐津铺子	1.73%	以 2020 年为基准, 2021/2022/2023 年的营业收入增长率不低于 28%/62%/104%, 净利润增长率不低于 42%/101%/186%
有友食品	1.54%	以 2020 年为基准, 2021/2022/2023 年的营业收入增长率不低于 15%/33%/55%

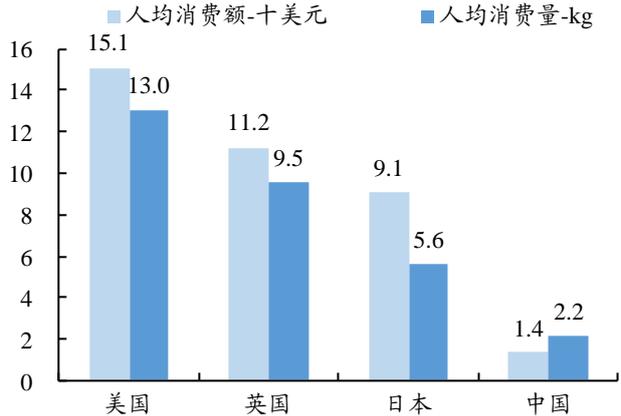
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

3.2 长期大赛道有望孕育大公司, 品类迭代和渠道效率为关键

休闲零食万亿市场规模, 长期来看人均消费量提升空间大, 预计未来 5-10 年预计仍保持较高的景气度。根据 Frost & Sullivan 数据显示, 2020 年我国休闲零食行业市场规模将达到 12984 亿元, 近五年复合增长率约为 12%, 行业整体景气度高。预计处于量价齐升的阶段, 量端驱动力主要来源于现代人们生活节奏加快, 三餐时间减少, 零食代餐需求有望增加, 其次随着人均生活水平的提升, 充饥消费需求呈现多样化, 休闲零食销售有望受益于此。价端驱动力主要来源于消费升级, 人们对零食消费的品质和健康要求逐步提升, 预计休闲零食平均单价有望提升。中国 2018 年零食的人均消费额仅为 14 美元, 对比美国 (151 美元)、日本 (91 美元) 等发达国家的人均消费额, 国内零食仍有近 6 倍以上提升空间, 预计行业 5-10 年仍将保持较快的增速。

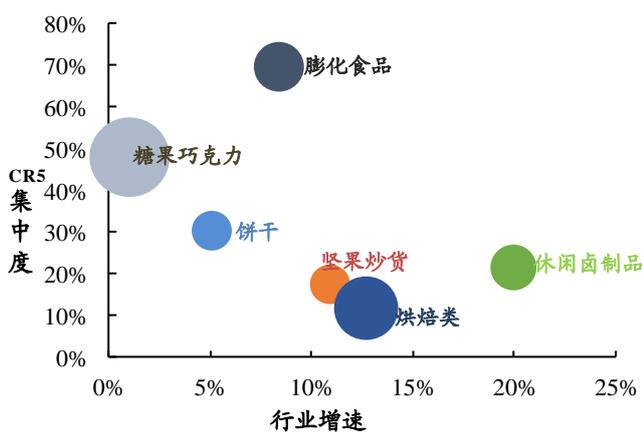
图 28: 万亿市场规模保持双位数增长


数据来源: Frost & Sullivan, 信达证券研发中心

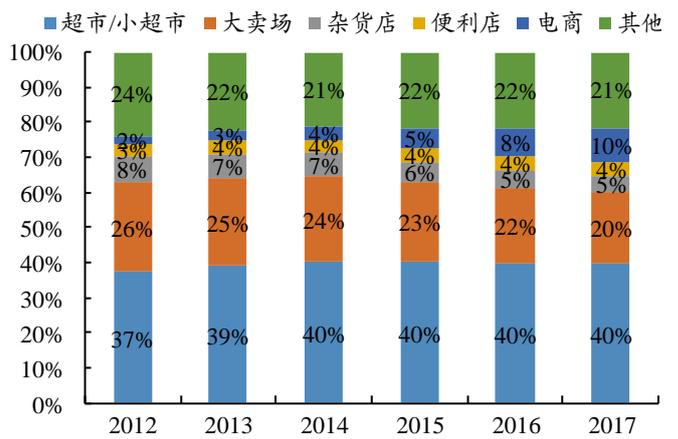
图 29: 国内零食人均消费水平提升空间大


数据来源: Euromonitor, 甘源食品招股说明书, 信达证券研发中心

休闲卤制品等细分品类处于高景气度，渠道有向均衡发展的趋势。分各个细分行业来看，增速端各品类呈现较为明显的分化，其中糖果蜜饯、膨化类、饼干等细分品类发展较为成熟，行业年复合增长约在 5%-8%，并且品牌竞争格局相对确定，CR5 占比分别达到 47.5%、69.4%、30%，新兴品牌重新培育抢占市场难度相对高。休闲卤味、坚果炒货、烘焙类等细分赛道仍大有可为，平均增速双位数以上，行业集中度相对较低，行业景气度相对高。CR5 分别为 20.2%、17.2%、11.3%，头部企业有望通过在产品、品牌、供应链端等的优势，享受行业高增速的同时收割小型企业的市场份额，有望强者愈强。从细分渠道来看，电商渠道渗透率持续提升，2020 年预计市场规模在 700-800 亿元，但电商渠道由于价格透明度高，盈利能力相对较弱，并且目前流量去中心化的趋势显著，线上品牌的竞争呈现更为激烈的态势。传统大流通渠道（商超等）终端销售额预计超过 5000 亿元，仍然是目前休闲食品销售的主流渠道，并且渠道的集中度及其分散，而面临电商渠道对人流量的分流，商超具有提升运营效率的巨大诉求，预计加速整合提升细分品类集中度，具备强品牌、高坪效的品牌有望脱颖而出，进一步提升渠道市占率。以线上渠道为主的品牌随着流量获取成本越来越高，具备向线下渠道发展的诉求，而以线下渠道为主的品牌受到新兴渠道发展红利的驱动，逐步加强电商渠道的建设。整体而言，板块内的公司渠道布局呈现出一定的均衡发展趋势，纷纷试图“多条腿走路”。

图 30: 休闲食品细分品类增速呈现分化


数据来源: Frost & Sullivan, 信达证券研发中心 注: 气泡大小为 2020 年估计的子行业零售规模

图 31: 商超目前仍为零食购买的主流渠道


数据来源: 良品铺子招股说明书, 贝恩咨询, 信达证券研发中心

品类有效迭代是核心要义，渠道提升效率是竞争关键。观察行业主流公司，产品的供应方式可大致划分为自主生产和代工，主流渠道包括线下大流通（商超、便利店、杂货店等）、品牌连锁门店、电商渠道及其他。休闲零食企业对于生产端和渠道端的不同选择形成了行业主流的三种运营模式：一为线下大流通的自主生厂商，企业主要专注于生产，通过经销商、商超等传统渠道进行产品销售，但是商超作为人流量获取的中介渠道，渠道费用投放

相对占比高，该模式企业可通过扩品类实现渠道协同降低费用率，而新品类迅速规模化是生产端和渠道端形成规模效率的关键，因而品类或者产品的有效迭代是核心的竞争要义。二为全渠道品牌零售商，生产端通常采取代工模式，通过品牌打造和多品类结合运营，产品端的核心点在于品牌价值。渠道端，线上由于产品相对标准化及价格可比，盈利能力不如线下渠道，而对于品牌连锁门店而言，渠道运营的核心要素为供应链和渠道管控的效率。三为垂直一体化生厂商，采取自主生产和自建渠道（通常也为品牌连锁店）形式，对于该模式企业而言，自主生产模式下全品类存在规模不经济的问题，通常采取单品类深耕模式，单品牌店模式的企业目前完成全国化布局仍少，渠道扩张空间大，关键点在于单店盈利模型的跑通，而单店盈利跑通对于品类的要求高，因而目前深耕品类所在赛道为核心的竞争要义，渠道端提升供应链及渠道管控能力效率为渠道扩张的竞争关键。

重点公司

（1）绝味食品：主业稳步推进，第二、三增长曲线可期

疫情期间逆势拿店，预计 21 年业绩有所体现。短期来看，公司在疫情期间抓住优质点位空出时机逆势扩店，20 年门店净增加 1445 家至 12399 家，门店培育成熟预计 21 年迎来业绩成果。长期来看，公司开店可看至 23000+ 家，开店远未到天花板，基于长远战略，竞争对手纷纷加速开店预计推动公司加快拓店速度，单店营收预计保持稳步提升的态势，21 年公司推出年货节活动提振单店营收部分验证公司提升单店仍有较多举措。

供应链效率和加盟商管理具备核心优势，第二增长曲线可期。公司渠道管控能力在万家门店开设当中逐步得到验证，铸就公司的护城河。依托万家门店，公司供应链通过对外供应规模优势逐步体现，公司运营效率有望进一步提升。通过供应链和管控经验赋能被投企业，第二增长曲线可期。

风险提示：原料价格剧烈波动风险；食品安全风险；门店扩张不顺利。

（2）煌上煌：开店持续加速，看好五年实现“千城万店”战略目标

门店扩张持续加速，验证公司管理改善逻辑。2017 年改革后公司转变省外市场开拓思路，鼓励有资源、有团队的大商向外开拓，采取先高势能门店集中爆破打响知名度，随后加密布局的市场开拓策略，2018、2019、2020 年实现净开门店 403、698、921 家，加速开店态势显著。2021 年公司计划开拓门店 1400 家，对比行业龙头超万家的门店数量，煌上煌截至到 2020 年门店数量仅为 4627 家，门店扩张空间大，看好公司实现五年“千城万店”的战略目标。

原料储备保障毛利水平，米制品业务调整后预计重回增长。公司通过在原料价格相对低位加大原材料采购缓冲价格上涨压力，保障毛利率水平。20 年 Q4 毛利率达 45%，验证公司内部管理改善逻辑。米制品业务 2020 年增收不增利，预计经过 21 年的调整，有望与主业共同拉动公司业绩的增长。

风险提示：新市场拓张不达预期；米制品业务调整不及预期；卤制品行业竞争加剧。

（3）盐津铺子：店中岛模式带来渠道扩张和下沉，叠加新品类放量预计增厚业绩

店中岛加速渠道下沉和扩张，长远看至 5 万+个。店中岛模式下高坪效铸就阶段性壁垒，目前公司华中和华南收入占比约 70%，逐鹿全国化仍有大空间，高坪效有望加速渠道下沉和扩张。截至到 2020 年，公司店中岛数量约 16000 个，长远可看至 5 万+，“小岛变大岛，单岛变双岛”预计将提升单岛产出。

自主生产保障高盈利，增品类扩业绩模式已跑通。目前公司拥有湖南浏阳，江西修水，广西凭祥，河南漯河四大生产基地，自主生产模式下可赚取生产端利润。烘焙品类和 31°C 鲜鱼豆腐培育成功初步验证公司品类培育能力，多品类发展策略下，单品类试错成本低，“自主生产+直营 KA+多品类”三轮驱动预计保障公司业绩。

风险提示：烘焙品类扩张不达预期、商超渠道费用率增加、食品安全风险。

(4) 良品铺子：品类发展均衡，具备全渠道布局先发优势

看好线下门店加速扩张，线上盈利能力有望提升。公司实行全品类均衡发展策略，2020年SKU精简至1256个，产品定位高端，形成差异化竞争。线下端，公司2020年门店总数2701家，新开门店合计622家，呈现加速开店的态势，短期来看，2021年疫情影响减弱，看好公司线下端的加速扩张。长期来看，良品线下起家，门店开拓经验丰富，单店盈利模式已经跑通，门店中期可看至5000家，门店加速扩张可期。线上端，三强格局显著，随着三强逐步将中心转移至线下渠道，价格战预计趋缓，线上盈利能力有望提升。

风险提示：线下门店扩张不达预期；线上竞争加剧；食品安全风险。

(5) 洽洽食品：聚焦“瓜子+坚果”主业，渠道高势能助推增长

“坚果+瓜子”双轮驱动。公司产品聚焦“瓜子+坚果”，瓜子端，市场规模约200亿左右，消费升级有望推动瓜子包装化率（目前约50%左右）持续提升，公司整体行业市占率不足20%，薄弱市场和海外市场仍具备深耕空间；新品蓝袋瓜子持续推进渠道渗透及新品拓展，盈利能力预计持续提升。坚果端，2017年推出“每日坚果”品类，预计2021年品类市场规模将达到200亿元，为坚果细分品类发展风口，联合分众突出“掌握关键保鲜技术”品牌调性，夯实品牌优势，公司深耕流通渠道二十余年，有望助推坚果业务市场份额持续提升。

风险提示：坚果业务扩张不达预期；蓝袋新品推广不及预期；食品安全风险。

(6) 桃李面包：供应链管控力铸就壁垒，全国化布局提升业绩

短保面包行业高景气度，桃李具备供应链优势，看好其全国化扩张。公司采用“中央工厂+批发”模式，目前已在18个区域建设生产基地，供应链端具备一定的优势。短期来看，各区域工厂逐步投产将带动业绩增长。长期来看，短保面包符合新鲜健康的消费升级趋势，行业景气度高，预计将加速抢占长保面包的市场份额。桃李具备多年渠道深耕和生产供应的经验，有望不断强化竞争优势，提升市场份额。

风险提示：市场拓展不达预期；行业竞争加剧；食品安全风险。

(7) 甘源食品：处优质赛道，渠道深耕大有可为

品类推新预计提升渠道开拓效率，有望优化加盟商结构。公司主营豆类炒货，属于坚果炒货行业，行业集中度低，竞争格局未定，公司有望通过产品、品牌端的优势持续提升市占率。短期来看，公司2020年进行了全面调整，产品端进行口味升级，营销端调整产品展出，引进优质人员，推出坚果麦片等新品，预计21年业绩将有所体现。长期来看，公司产品策略清晰，在老三样的基础上推出新三样，进一步扩充已有产品矩阵，提升终端渠道开拓效率，吸引更加优质的经销商，优化渠道结构，配合中岛陈列及品牌营销，有望拉动公司业绩持续增长。

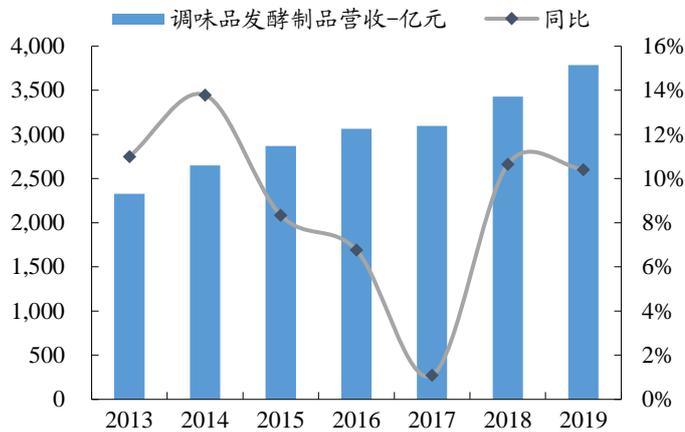
风险提示：专柜投放不及预期；新品销售不及预期；食品安全问题。

4. 调味品：多渠道布局成为主流，产品复合化趋势明显

4.1 餐饮渠道复苏，商超渠道压力显现

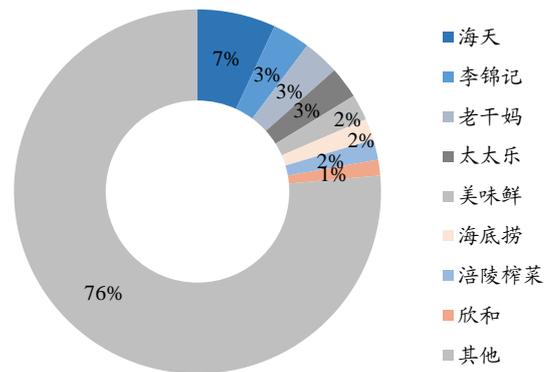
调味品行业规模稳定增长，整体行业集中度低。受益于餐饮业、食品加工业的快速发展以及居民生活消费的升级，我国调味品行业繁荣发展。2013年至2019年，我国调味品、发酵制品制造行业主营业务收入年均复合增长率为8.43%。调味品行业整体集中度尚低，根据欧睿数据，2020年海天味业行业市占率仅为6.9%。

图 32：调味品企业营业收入稳定增长



数据来源：国家统计局，中商产业研究院，信达证券研发中心

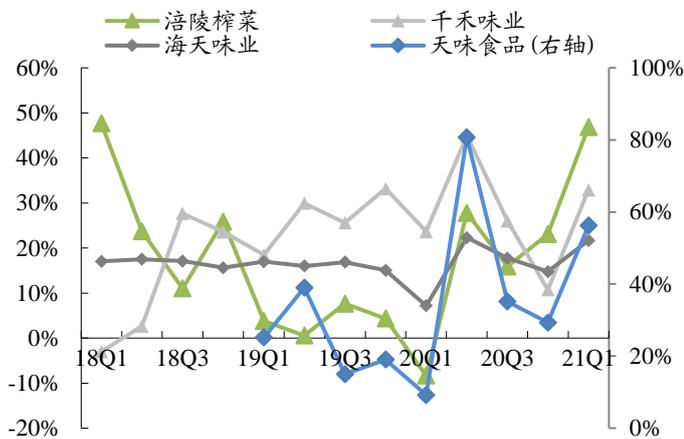
图 33：国内调味品市场企业竞争格局



数据来源：欧睿数据，信达证券研发中心

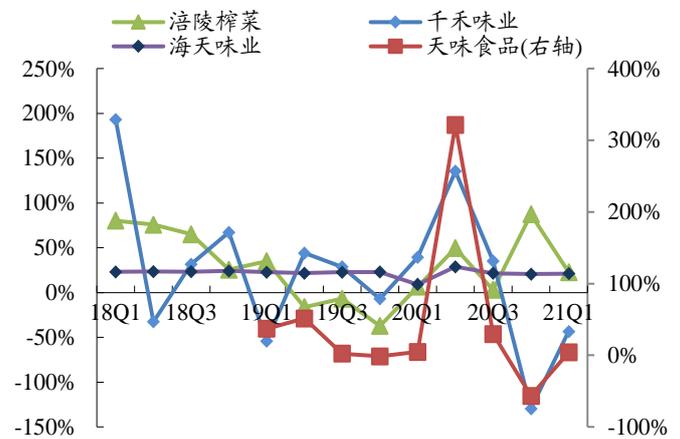
随着疫情影响逐渐消退，调味品餐饮渠道复苏，商超渠道压力逐渐显现。21Q1 主要调味品上市公司单季度收入增长仍保持较高增速，但多数公司在原材料成本和促销费用的压力下，利润情况有所下滑。21 年以 B 端餐饮渠道为主的公司，在低基数效应和餐饮需求回暖的背景下，将会保持较强的增长态势。

图 34：主要调味品上市公司 21Q1 营收保持较高增速



数据来源：Wind，信达证券研发中心

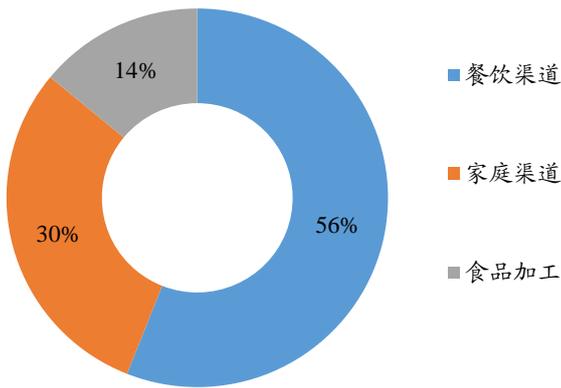
图 35：主要调味品上市公司 21Q1 盈利能力分化较大



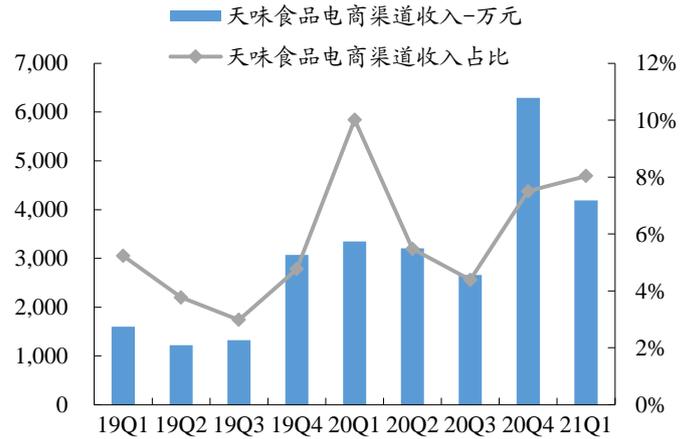
数据来源：Wind，信达证券研发中心

4.2 多渠道拓展成为重点发展方向

在疫情的影响之下，无论是调味品厂家还是经销商，都将多渠道拓展作为重点发展方向。调味品行业以流通和商超渠道为主，目前电商渠道也日渐成熟，新兴的社区零售渠道也将得到进一步发展。对于厂家而言，原先以餐饮市场或工业市场为主的，20 年也开始进入到家庭市场，尤其是借助于电商渠道或新零售渠道。对于经销商而言，更是将多渠道发展作为重大的战略调整，尤其在新兴的社区团购和以团餐为代表的特通渠道上表现突出，有的经销商虽然在餐饮业务上受到了较大影响，但是在流通渠道、商超渠道、团餐渠道及社区团购渠道上都取得了较好的增长。

图 36: 餐饮渠道是调味品行业的主要销售渠道


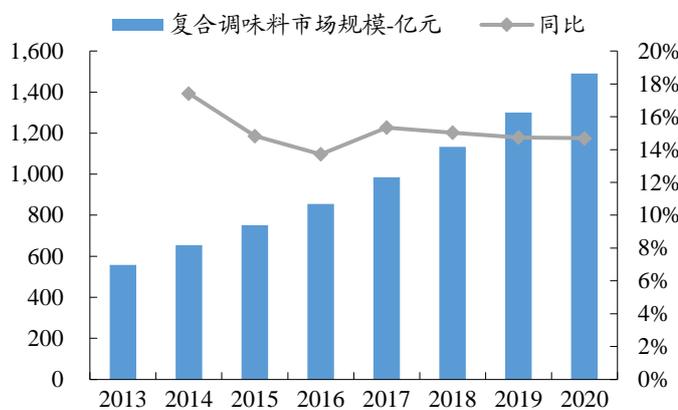
数据来源: 中国报告网, 信达证券研发中心

图 37: 天味食品电商渠道收入占比趋势提升


数据来源: 信达证券研发中心整理

4.3 复合调味品行业持续扩容

复合调味品为高成长赛道, 行业景气度高。由于产品的便捷性和创新性, 复合调味品的增速超过调味品行业的整体增速。一方面, 调味品复合化可以让年轻的家庭消费者方便快捷的烹饪美味; 另一方面, 餐饮行业需求日益增大, 规范化和连锁化经营带来了对标准化复合调味料需求的快速增长。海天、美味鲜、加加和恒顺等传统调味品企业相继进入火锅调料行业, 呈现出了一片欣欣向荣的状态。传统调味品企业也面临很大挑战, 首先在产品口味方面, 传统调味品企业与现有知名品牌相比并没有优势, 其次是在消费者心智方面, 传统调味品企业囿于原本的品牌形象, 其火锅调料产品并不一定能被消费者接受。

图 38: 复合调味品市场快速增长


数据来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

图 39: 传统调味品企业相继进入火锅调料行业


数据来源: 淘宝网, 信达证券研发中心

重点公司

(1) 海天味业: 规模优势明显, 餐饮渠道壁垒高

公司是酱油品类的绝对龙头, 市占率远超竞争对手。海天采购成本相对低、设备自动化率高, 相比竞争对手, 其成本控制能力更强。公司经销网络覆盖全国, 截止 2021 年一季度末, 公司经销商数量达到 7,335 个, 远高于其他调味品公司。公司以餐饮渠道为主, 餐饮渠道客户粘性强, 易守难攻, 竞争壁垒高。**中长期看产品升级和品类扩张。**公司高端产品占比不断提升, 拉动其盈利能力稳步上行。目前公司蚝油和调味酱业务已初具规模, 公司凭借品牌、渠道和研发优势, 未来仍可在料酒、食醋、火锅调料等细分品类拓展。

风险提示：新品推广不达预期；原料价格波动；食品安全风险。

（2）颐海国际：关联方渠道逐步恢复，第三方渠道持续增长

关联方渠道快速扩张带动业绩增长。海底捞餐厅逆势扩张、开店提速，叠加疫情缓解后同店逐步恢复。**研发人员激励强，新品类持续拓展。**公司围绕中式复合调味料、方便速食和休闲食品等大品类，通过细分消费群体和消费场景，继续推陈出新，拓展业务边界。目前冲泡系列、川菜调料和火锅调味料新品不断，将陆续成为公司新的增长点。**渠道继续下沉，薄弱区域市场有待深耕。**公司覆盖网点目前主要在一二线城市，三四线城市网点覆盖率不足50%，三四线城市网点拓展仍有空间。

风险提示：餐饮增长不及预期；原材料价格上涨超预期；新品推广不及预期；行业竞争加剧。

（3）天味食品：复合调味品行业高速增长，公司加速开拓渠道网络

20年公司大力招募经销商加速开拓渠道网络，20年末经销商数量达到3,001家，较年初净增加1,780家。品牌建设方面，20年公司通过非诚勿扰赞助、明星代言和分众传媒等形式加大宣传力度推动品牌力建设，21年公司仍将通过与“一线明星、一线综艺、一线媒体、一线广告公司”合作，积极扩大品牌影响力，开启了品牌年轻化战略布局的转型。复合调味品赛道处于行业发展初期，公司作为火锅底料和川菜调料细分品类的领先企业，未来受益于行业的蓬勃发展。公司激励充分，2020年5月推出股票期权和限制性股票激励计划，21年仍有望继续推出股权激励计划。目前复合调味品赛道高速增长、集中度低，公司加速提升市场份额。

风险提示：原材料价格上涨超预期；新品推广不及预期；行业竞争加剧。

（4）日辰股份：预期业绩反转，长期看餐饮连锁化趋势

餐饮消费逐渐恢复，叠加低基数效应，预计21年公司营业收入增速将显著回升。受疫情的影响，餐饮市场需求疲软，因此20年公司收入和利润均明显下滑。随着疫情的缓解，公司老客户逐渐恢复，将会带动公司21年收入的增长。长期来看，餐饮连锁化率提升以及复合调味品加速渗透，公司具备长期发展的前景。公司在维护现有客户的同时，能积极开拓新客户和新发新品类调料。中长期看餐饮连锁化率提升，公司下游客户门店增长。

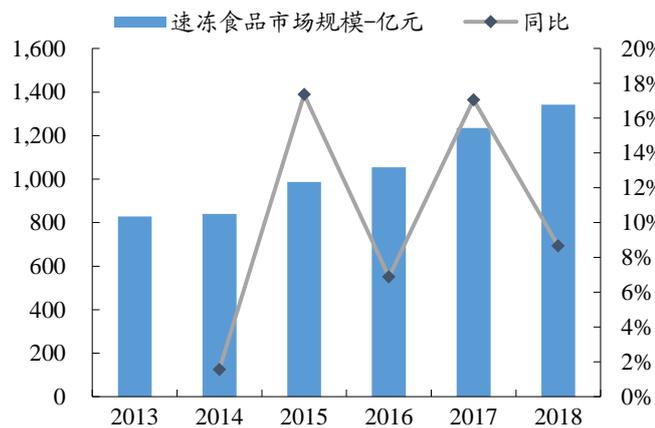
风险提示：原材料成本上涨超预期；新客户开发不及预期；行业竞争加剧风险。

5. 速冻食品：C 端消费升级，餐饮持续恢复

5.1 受益于居家消费，速冻企业业绩明显提升

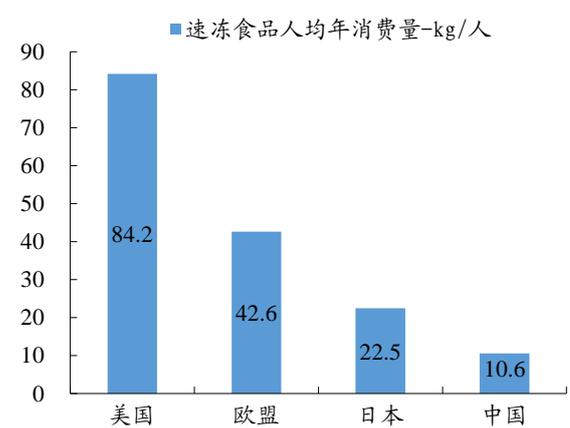
速冻食品行业超千亿规模，国内人均消费仍有较大提升空间。据中国产业信息网数据显示，2018 年我国速冻食品行业规模达到 1,342 亿元，13-18 年复合增长率为 10.14%。美国是世界上速冻食品人均消费量最高的国家，人均年消费量 84.2 千克。欧盟人均消费 42.6 千克/年，日本人均年消费量为 22.5 千克。我国目前速冻食品人均消费量 10.6 千克/年，与发达国家差距较大。

图 40：我国速冻食品行业规模及增速



数据来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

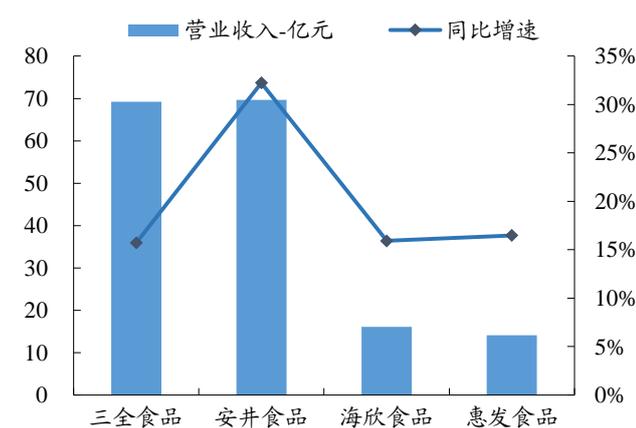
图 41：速冻食品人均消费对比



数据来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

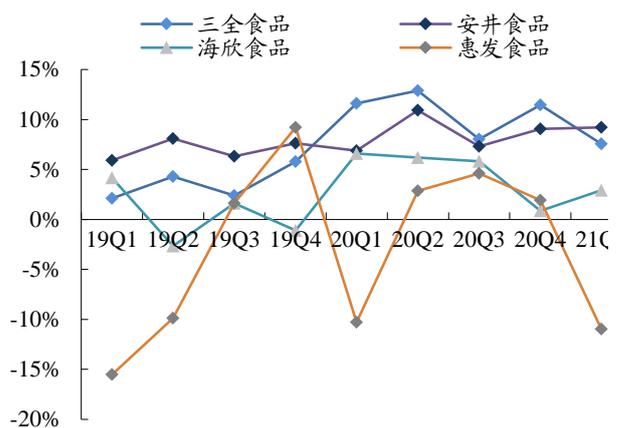
受益于疫情期间居家消费增加，20 年主要速冻食品上市公司营业收入增速和净利率均明显提升。营业收入方面，20 年安井食品收入体量达到 69.65 亿元，同比增长 32.25%，营收增速远高于其他公司。盈利能力方面，商超渠道供不应求，终端促销活动会减少，厂家销售费用率减少；相比疫情前，终端销售折扣有所降低，终端售价变相提高。疫情后安井食品盈利能力仍有增强，21Q1 安井食品净利率同比增长 2.35pct，而其他公司净利率较 20Q1 略有下滑。

图 42：20 年主要速冻食品上市公司营业收入增长均超过 15%



数据来源：Wind，信达证券研发中心

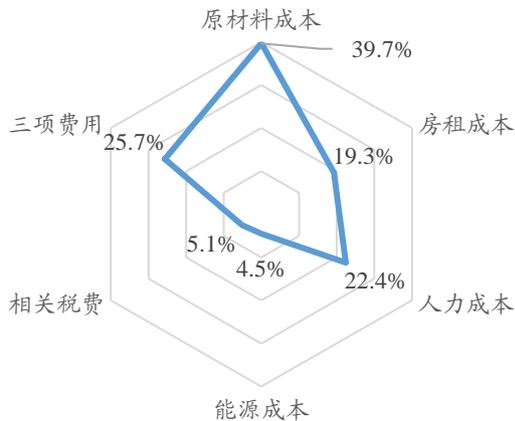
图 43：安井食品 21Q1 净利率同比增长 2.35pct



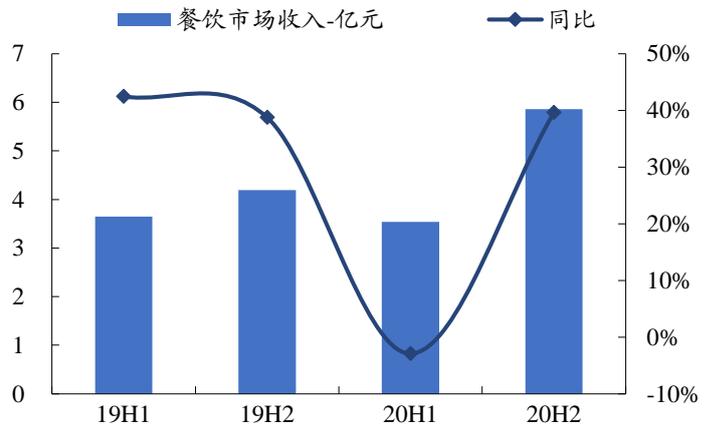
数据来源：Wind，信达证券研发中心

5.2 餐饮运营成本提升推动速冻预制半成品需求增长

尽管餐饮行业的收入稳定增长，但人工、租金、原料等价格也在不断攀升，成本压力压缩餐饮企业的盈利空间。根据中国饭店协会《2019 中国餐饮业年度报告》数据，正餐类餐饮企业平均人力费用占营业收入比例达 22.41%，房租成本比例达 10.26%。因此越来越多的餐饮企业开始选择速冻预制半成品来替代部分人工和租金。三全食品在餐饮渠道快速扩张，20 年下半年餐饮市场收入恢复较快，同比增长 39.66%。

图 44: 正餐类餐饮企业成本构成


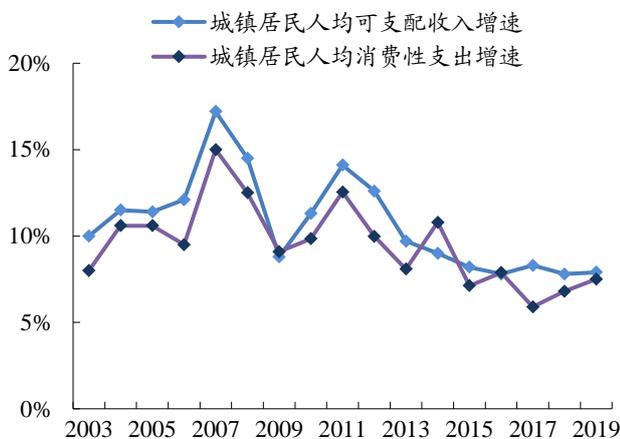
数据来源: 味知香招股说明书, 信达证券研发中心

图 45: 三全食品 20H2 餐饮市场收入快速恢复


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

5.3 居民消费升级推动产品结构升级

随着社会经济的发展,我国居民收入快速提升,居民饮食消费经历着多次升级。根据国家统计局数据,2013-2019年,我国居民人均可支配收入从1.83万元增长至3.07万元,年均复合增长率达9.01%。速冻火锅料产品以往在零售渠道多以散装的形式出现,随着卫生、高品质的锁鲜装产品推出,散装产品将逐步被替代。

图 46: 我国速冻食品行业规模及增速


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 47: 锁鲜装逐渐替代低端散装产品


数据来源: 信达证券研发中心整理

重点公司

(1) 安井食品: 渠道红利、新品放量推动业绩高增

20 年公司顺势而为,大力开发 BC 类商超渠道。针对家庭消费,公司推出了诸多新品,比如锁鲜装 2.0、馅饼、小笼包和虾滑等,新品放量助力业绩增长。公司 B 端渠道优势明显, C 端顺应消费升级趋势实现渠道快速扩张同时迅速抢占行业制高点。下半年疫情得到缓解,餐饮端逐步恢复, BC 渠道同步发力,业绩实现持续高增。**中长期看行业集中度提升以及盈利能力改善。**速冻火锅料行业集中度低, CR3 仅为 11.86%,龙头市占率仍有很大提升空间。锁鲜装持续放量将推动吨价提升,公司盈利能力有望进一步提升。

风险提示: 原材料成本上涨超预期; 产能扩张不及预期; 食品安全风险。

（2）三全食品：改革释放红利，涮烤新品推动业绩持续增长

公司内部改革释放红利，渠道和产品结构不断优化。公司还优化产品结构，控制低毛利产品出货，开发高毛利新品，积极调整渠道结构。20 年可比口径下，三全销售费用率为 22.2%，同比减少 4.4pct，主要由于内部机制改革后费效比提升。加大对薄弱市场的开发。20 年公司经销商数量达到 5,622 家，全年净增加 1,316 家。受益于疫情 20 年主力产品表现亮眼，同时新品类也快速增长。长期来看，公司围绕备餐、早餐和涮烤三大消费场景，能持续扩充产品线。公司在巩固原有备餐场景的优势外，也更加聚焦于涮烤及早餐等新场景的打造。20 年涮烤类产品实现收入 5.3 亿元，同比增长 61.9%。随着内部变革深化，公司产品和渠道结构将会得到进一步优化。经销和餐饮渠道建设，以及涮烤等新品类的拓展推动公司业绩持续增长。

风险提示：原材料成本上涨超预期；行业竞争加剧；食品安全风险。

6. 投资策略

展望 2021 年，我们继续看好白酒板块的表现。首先，作为行业景气度标杆，茅台批价有望保持高位，行业整体景气度高。其次，消费升级为各个价位带提供扩容空间，拥有提价权的行业龙头将尽享红利。最后，在经济增速整体放缓情况下，行业优质资产继续成为投资者首选标的，长线资金持续流入、持仓占比提升，板块短期估值回落不改中长期溢价水平的持续。综上，2021 年我们建议投资者关注三条主线：高端白酒景气度高，长期业绩确定性强，关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖。精选区域龙头，关注山西汾酒、今世缘、酒鬼酒，享受区域消费升级红利，全国化布局加快。布局改善及预期反转机会品种，关注洋河股份、ST 舍得，公司调整的同时，给予市场更多超预期的可能性，静待调整成效在业绩上的体现及估值修复的过程。

大众品板块，看好具备优质品类赛道和渠道效率提升的龙头企业。（1）休闲零食：当下休闲零食行业细分品类发展呈现分化趋势，休闲卤制品、烘焙、坚果等优质细分品类景气度高，行业中选择优质品类赛道并且具备高渠道效率的龙头企业有望充分受益行业发展红利并且获得较高的盈利水平，**建议关注优质赛道卤制品头部企业绝味食品/煌上煌，扩品类提升渠道效率的盐津铺子/甘源食品，以及全品类、全渠道布局的良品铺子。**（2）调味品：复合调味品尚处于发展导入期，市场渗透率不高，行业增速快。受益于餐饮行业的品牌化、连锁化和标准化，餐调定制市场仍然呈现出火热发展的态势。**推荐渠道和产能迅速扩张的天味食品、颐海国际，定制餐调龙头日辰股份。**（3）速冻食品：餐饮行业有望恢复高个位数增速，叠加连锁化趋势明显，未来餐饮端对于速冻半成品的需求将日益旺盛。消费升级趋势下，C 端产品迎来结构升级。速冻火锅料行业集中度低，龙头市占率仍有较大提升空间。**推荐竞争优势明显的速冻食品龙头安井食品。**

风险因素

宏观风险：宏观经济增长不达预期，餐饮行业增长不达预期。

估值风险：当前食品饮料板块整体市盈率仍处于相对高位，板块容易出现大幅波动。

食品安全风险：食品安全事故可能对公司乃至行业产生不利影响。

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。