

2021年食品饮料半年度策略报告： 后疫情时代的食品饮料行业趋势展望

证券分析师：何长天

执业证书编号：S0600521010002

联系邮箱：hecht@dwzq.com.cn

2021年5月24日

- **白酒：**行业分化中实现多线发展：行业缩量竞争背景下，品牌份额收割启动行业拐点，疫情加速中小酒企市场份额被出清，龙头及全国性扩张酒企依托品牌力和费用投入优势进一步攫取市场份额，白酒行业品牌集中度进一步提升；消费升级加速演绎，价格带提升扩容带来新机会，高端产品消费从以往的800元价格带迈入1000元以上；300-400元中端产品迈入400-800元；30-80元的低端迈出100元价格带，向100-300元集中；一季度开门红，低基数叠加旺盛消费，高端白酒保持稳健，次高端白酒实现高速增长，白酒板块景气度高；渠道为王，多策略抢占资源提升终端掌控力，大商切小商，积极开拓新增长点，加大终端发展力度，大力发展团购，数字化信息化掌控渠道趋势明显。
- **高端酒：**价格管理创造增长。新版青花30约在2021年7月投放，青花30复兴版定价1099元/瓶，进军高端市场；青花郎、内参、君品习酒等市场反馈积极。渠道结构、产品结构打开增长空间，茅台年初以来逐步提价。
- **次高端酒：**消费升级下的价格带细化扩容，次高端价格带逐渐由300-600元提升至300-800元，其中主流价格带逐渐从以往的300-400元上移；次高端500元以上成为布局重点，M6+全面替代M6，占据700元+价格带主流地位，古20、酱酒例如习酒、国台等纷纷布局抢占价格带。
- **低端酒：**100元以下价格带光瓶酒份额收割，30-60元的高端光瓶酒对100元以下盒装酒的替代性增长，牛栏山作为二锅头第一品牌占据光瓶酒较大市场份额，而以五粮液、山西汾酒为代表的名酒凭借强品牌力降维打击，玻汾已成40-50元价格带最大单品，五粮液近年力争将尖庄系列打造成百亿品牌。
- **推荐：**五粮液，洋河股份。

- **啤酒：** 高端化、罐装化主线逻辑，国潮兴起带来新机遇： 高端化逻辑成为龙头发力重点，国内主要啤酒厂商的产品高端化趋势持续，高端产品增长迅速；罐装化趋势带来结构性升级，罐装化率的提升有望带动啤酒企业在包材成本下降，从而提升企业毛利水平；体育大年引爆旺季啤酒消费，2021年有奥运会、欧洲杯、美洲杯，有望进一步推动啤酒在今年旺季的销售状况；国潮兴起，高端化话语权不断回归，国有品牌通过联名、国潮的方式推动产品在年轻人中高端化成为产品高端化的重要途径。
- **调味品：** 逐渐平稳的传统产品行业增速：龙头增速相较于去年峰值明显放缓、库存水平普遍增加：传统调味品中海天味业稍微好一点，但是1-4月也没有达到公司预期；龙头优势：效率提升、品牌渠道的积累。
- **推荐：** 青岛啤酒。
- **风险提示：** 国内外疫情控制不达预期；食品安全事故；政策变化的风险；行业竞争加剧，影响业绩增长。



■ 一、白酒：分化中的多线发展趋势

■ 二、啤酒：高端化、罐装化主线逻辑

■ 三、调味品：疫情带来的行业震荡与思考

■ 四、核心标的

■ 五、风险提示

第一章：白酒：分化中的多线发展趋势

- 疫情加速中小酒企市场份额被出清，龙头及全国性扩张酒企依托品牌力和费用投入优势进一步攫取市场份额，白酒行业品牌集中度进一步提升。汾酒、水井坊、舍得和酒鬼在内的中高端白酒积极招商，开展全国化拓展；
- 根据中国酒业协会统计，2020年1-12月，全国规模以上白酒企业产量740.73万千升，同比下降2.46%；销售收入5836.39亿元，同比增长4.61%；利润1585.41亿元，同比增长13.35%。协会预计到十四五末，白酒行业产量将稳定控制在800万千升，比“十三五”末增长6.7%，年均递增1.3%；销售收入将达到8000亿元，比“十三五”末增长35.6%，年均递增6.3%；实现利润2000亿元，比“十三五”末增长37.0%，年均递增6.5%。

表1：十三五末和十四五末（预计）数据

时间	产量	收入	利润
2020年（十三五末）	741万KL	5836亿元	1585亿元
2025年（十四五末）	800万KL	8000亿元	2000亿元

数据来源：中国酒业协会，东吴证券研究所

行业缩量背景下，品牌份额收割启动行业拐点

表2：部分公司2021目标规划

公司	公司目标规划
贵州茅台	营收增长10.5%左右
五粮液	营收两位数增长
泸州老窖	营收增长不低于15%
山西汾酒	营收同比增长30%左右
洋河股份	营收同比增长10%以上
水井坊	主营业务收入（不含酱酒业务）增长43%左右，净利润增长35%左右
古井贡酒	营业收入 120 亿元，较上年增长 16.59%；利润总额 28.47 亿元，较上年增长 15.08%。
今世缘	营收目标 59 亿元，争取 66 亿元；净利润目标 18 亿元，争取 19 亿元。

数据来源：各公司年报，东吴证券研究所

- 据《2020胡润财富报告》，截至2019年12月31日，中国拥有600万人民币资产的“富裕家庭”数量已经达到501万户，比上年增加7万户，增长率为1.4%。

表3：中国内地高净值人群规模

	600万人民币资产 “富裕家庭”数量	千万人民币资产 “高净值家庭”数量	亿元人民币资产 “超高净值家庭”数量	3000万美金 “国际超高净值家庭”数量
数量	3,990,800	1,613,450	107,560	71,270
增速	1.7%	2.4%	2.6%	2.8%

数据来源：胡润研究院，东吴证券研究所

- 内地千万资产高净值家庭数量已经超过160万户，2019年总消费规模达到3万亿，千分之三的人口贡献了3%的中国GDP。高净值人群数量显著增长，高端和次高端白酒的消费群体不断增长，其消费水平和能力也不断提升。
- 受经济水平提升影响，消费升级趋势明显。高端产品消费从以往的800元价格带迈入1000元以上；300-400元中端产品迈入400-800元；30-80元的低端迈出100元价格带，向100-300元集中。

- 作为行业价格风向标，茅台由于其供需矛盾和收藏属性，批价稳步上涨、保持坚挺奠定行业价格基调，长期景气态势延续。茅台批价上移使得超高端与1000元价格段之间出现一定市场空白，为其他高端酒和次高端进一步提价或推出高端新产品打开空间。同时，高端酒价格上移打开次高端价格上涨的天花板，各个价格带扩容发展。
- 1000-2500元、500-1000元、100-200元、30-50元的价格带机会显著受益。

一季度开门红，低基数叠加旺盛消费

- 在疫情好转、需求复苏背景下，白酒消费场景逐渐恢复，2021Q1白酒行业实现营收940.61亿元，同比+22.76%，实现归母净利润 355.15 亿元，同比+14.68%。叠加2020Q1低基数，实现高速增长开门红。
- 21Q1白酒消费趋势：由于去年春节期间受疫情冲击，返乡受限加上高档消费、宴请、送礼等消费场景受阻，20Q1收入和利润增速相对较低，随着今年白酒消费场景恢复，高档消费、送礼补偿性增长，宴席旺季带来需求复苏叠加较低基数，带动行业增长；
- 从2021Q1报表来看，高端白酒保持稳健，次高端白酒实现高速增长，白酒板块景气度高。

图 1：白酒行业 Q1 营收



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：根据申万白酒行业分类中上市公司数据计算

图 2：白酒行业 Q1 归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：根据申万白酒行业分类中上市公司数据计算

次高端Q2低基数明显，叠加补库存增速有望高增

- 次高端白酒去年Q2受疫情影响最为明显，加之去库存控货影响，整体营收/归母净利润同比下滑11.6%/11.4%，其中水井坊营收/利润降低90.1%/172.7%。随着今年Q2消费复苏，叠加低基数，有望实现高增速。

表4：分价格带2020Q2情况

	20Q2营收（亿元）	19Q2营收（亿元）	YOY	20Q2归母净利润（亿元）	19Q2归母净利润（亿元）	YOY
高端	341.58	312.49	9.31%	141.72	128.26	10.49%
次高端	80.27	90.75	-11.55%	19.17	21.63	-11.37%
地产酒	67.32	69.51	-3.15%	13.94	14.51	-3.93%
光瓶酒	39.96	36.51	9.45%	1.96	2.19	-10.50%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

- 渠道发展趋势：
 - 1) 大商切小商：部分酒厂从以往的大经销商模式逐渐向小商切换。不断丰富的产品结构，需要开放式的渠道结构进行宣传、铺货和销售，大商虽占据更大的市场份额，但其销售灵活度、市场下沉度均不及小商。在供给端基本饱和，需要抢占需求端的当下，小商无疑在避免渠道僵化方面更有其积极价值；
 - 2) 积极开拓新增长点：积极拓展消费市场，采取措施针对不同消费场景挤占份额。如水井坊积极拓展宴席市场，聘请专业的第三方公司，增加品牌宣传和宴席活动，全国宴席市场占比从不到4%增至10%；
 - 3) 加大终端发展力度：通过打通以烟酒店为代表的核心终端，通过团购品鉴、分享利润的形式打通烟酒店渠道，充分保证终端市场的铺货和销售。如水井坊近年通过加大对烟酒店终端的发展获得较快增长；
 - 4) 大力发展团购：各酒厂纷纷推进团购发展，增长团购渠道流通量，以期实现控货提价。如五粮液21年目标实现35%团购占比（包括前期非标和品牌氛围陈列产品、以及999元的团购货）；
 - 5) 数字化信息化掌控渠道：红包、扫码、费用精准投放，实时监控渠道库存和动销；
 - 6) 薪酬改革 & 股权激励：以五粮液在内的部分酒厂纷纷试行股权激励、薪酬改革，激发活力。

1.1、高端：价格管理创造增长

1.1 高端：最强的壁垒、消费升级的最前线

- 高端酒市场格局保持稳定，茅五泸一超二强的竞争格局已经形成，短时间内难以变动。2021Q1年高端酒销售额占上市酒企销售额的60.2%。高端酒凭借强品牌力及稀缺性，疫情时期也展现出不俗的稳定性，20全年并未受到太大业绩压力，稳中有升。21Q1高端酒营收/归母净利润分别实现17.44%/13.06%的同比增速。
- 新版青花30约在2021年7月投放，青花30复兴版定价1099元/瓶，进军高端市场；青花郎、内参、君品习酒等市场反馈积极。

1.1 超高端：渠道结构、产品结构打开增长空间

- 贵州茅台：
- 渠道结构调整：
 - 公司持续推进渠道扁平化，加大直销（自营渠道）放量，自营公司销售占比已大幅提升。21Q1公司直销收入达到47.77亿元，同比增长146.46%，直销占比继续提升至17.54%；批发收入为244.57亿元，同比持平，可见Q1增长基本由直营渠道贡献。公司21年已在重庆增设1家自营店，接下来还将根据市场需求继续增加网点设置。茅台批价坚挺，终端需求旺盛。我们预计提价效应及产品结构上移贡献显著。
- 产品结构改善：
 - 年初以来公司逐步提价，精品茅台提价17%，生肖酒54%，系列酒10-20%，定制酒50%以上。

1.1 高端：批价上升带来的量价齐升

➤ 五粮液：

目前淡季执行严格的控货；

全年计划外打款、团购占比的提升带来批价上行的同时，充实渠道利润：今年团购占比将达到35%，3.25日计划外打款产品949元的出厂价带来价格带的提升；

经典五粮液拓展超高端市场，市场反馈良好。

➤ 泸州老窖：价格跟随战略，顺价后的渠道正向循环；

➤ 预计今年节日期间将会为批价上行带来提升动力。

1.2、次高端：消费升级下的价格带分化扩容

1.2 次高端：消费升级下的价格带细化扩容

- 白酒消费在价格上趋高倾向和棘轮效应明显，随着经济水平增长，居民收入不断增加，白酒消费也不断提升。
- 高端酒提价带动次高端价格带延展。随着茅台批价不断提高，五粮液、泸州老窖批价逐渐迈上千元，次高端具备更大的价格空间和景气度，次高端价格带逐渐由300-600元提升至300-800元，其中主流价格带逐渐从以往的300-400元上移，品牌力、渠道兼顾的次高端酒企具备更大的提价空间和发展路径。

1.2 次高端500元以上成为布局重点

- M6+全面替代M6，占据700元+价格带主流地位；
- 古20、酱酒例如习酒、国台等纷纷布局抢占价格带

1.3、低端酒：100元以下光瓶酒份额收割

1.3 100元以下价格带光瓶酒份额收割

- 光瓶酒在内的低端白酒主要满足消费者的自饮需求，一直是刚需，近三年来市场销售额保持约19%复合增长；
- 30-60元的高端光瓶酒对100元以下盒装酒的替代性增长，是大众白酒市场发展的主要趋势：牛栏山作为二锅头第一品牌占据光瓶酒较大市场份额，而以五粮液、汾酒为代表的名酒则凭借强品牌力降维打击，玻汾已成40-50元价格带最大单品，五粮液近年力争将尖庄系列打造成百亿品牌。综合产品力、先发优势、企业战略等，我们依次看好牛栏山、玻汾和尖庄成为高线光瓶酒大单品。

图3：各公司高线光瓶酒布局

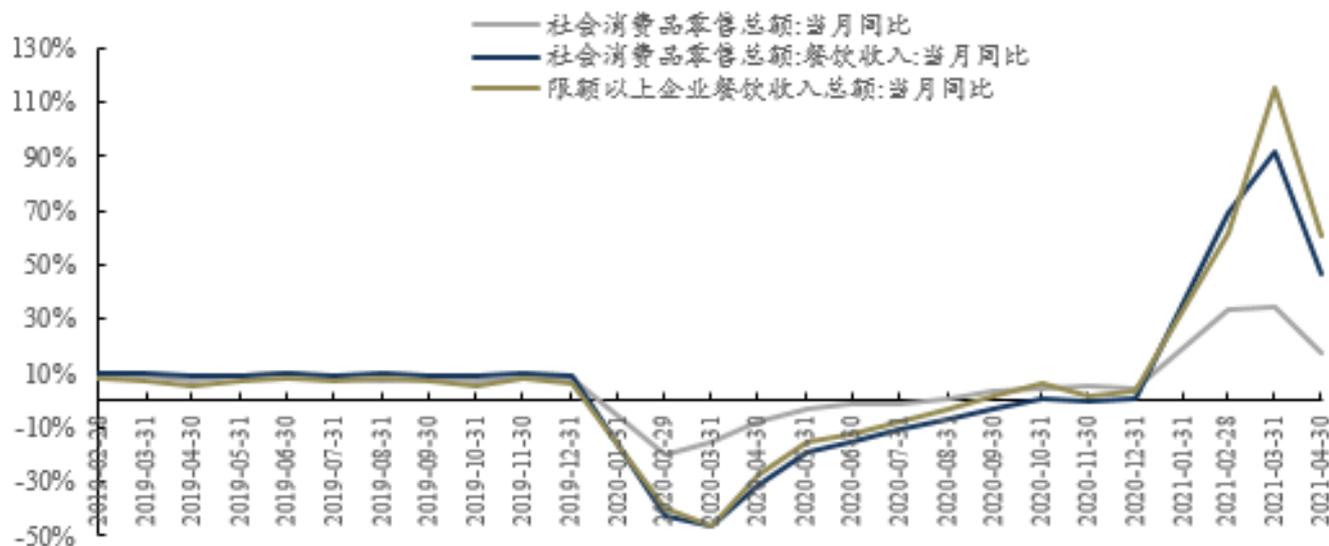
酒企	主要高线光瓶产品	主要优势
牛栏山	精制陈酿、珍品陈酿系列	前期陈酿系列表现优秀，光瓶酒市场龙头，品牌和渠道优势助力高酒布局。
山西汾酒	玻汾系列	玻汾系列一直主打高线光瓶价位，历史悠久、质量过硬助力进一步提价。
五粮液	友酒系列	各大酒企纷纷布局高线光瓶市场，名酒加持下拥有强大的品牌支撑
泸州老窖	52度白瓶	
舍得酒业	沱牌特级T68	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

二、啤酒：高端化、罐装化主线逻辑， 国潮兴起带来新机遇

- 3月社会消费品零售总额同比增长34%，餐饮收入同比增长92%，达到历史高点，消费恢复良好，餐饮增长强劲。在国内疫情防控常态化、疫苗接种有序推进的大环境下，宏观经济预计将维持较高景气度，消费需求将持续平稳复苏，行业增长亦从反弹转向平稳增长。

图 4：社会消费品零售总额、社零餐饮收入、限额以上餐饮收入同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

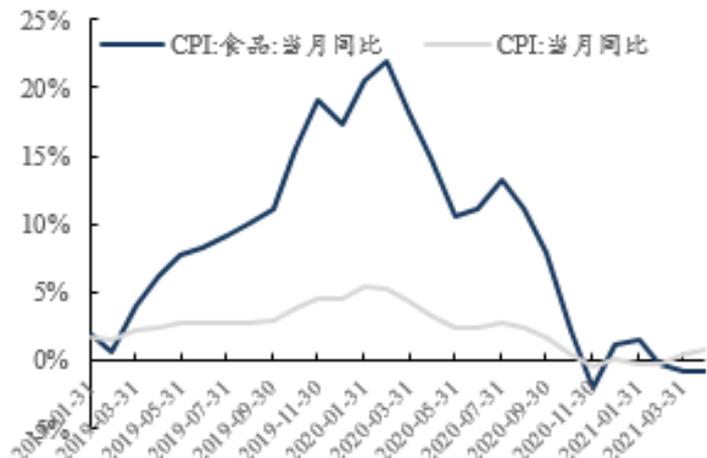
- 21年一季度企业成本上升，成本压力还未完全传导至下游，我们预计企业将提价消化压力。食品制造业生产价格指数自20年末一路攀升，可见企业成本明显上升。从食品消费价格指数来看，在20年成本下降时价格随之下降，而成本上涨约半年来产品价格未见增长，表明企业正承受较大成本压力，成本传导并不通顺。

图 5：食品制造业生产价格指数当月同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：居民消费价格指数及食品消费价格指数当月同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

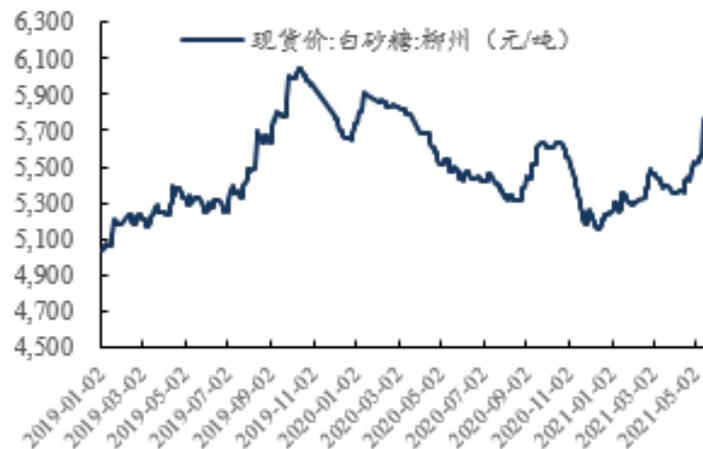
- 各类原材料自20年来涨幅明显，豆粕、白糖、原奶、大麦等价格都处于高位。包材原材料玻璃、瓦楞价格从20年下半年开始迅速增长。

图 7：豆粕价格



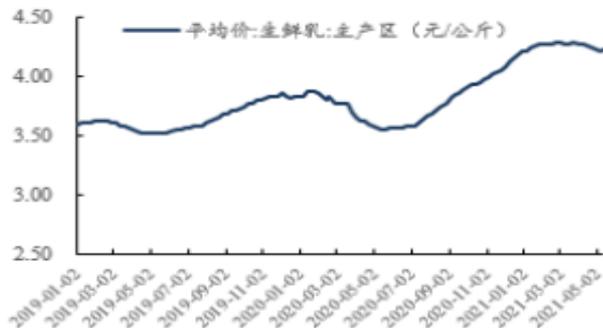
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：白砂糖价格



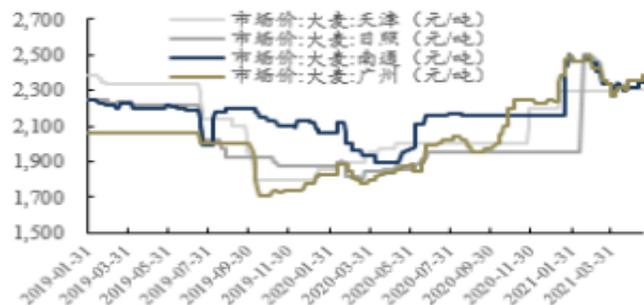
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：生鲜乳价格



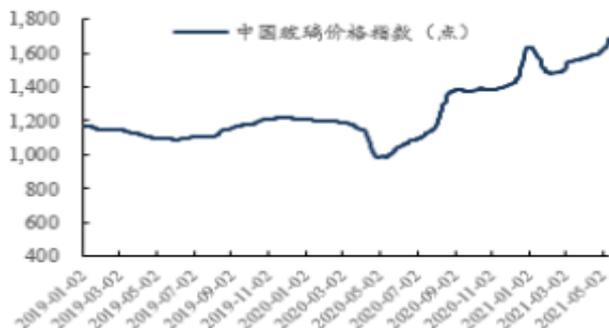
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：大麦价格



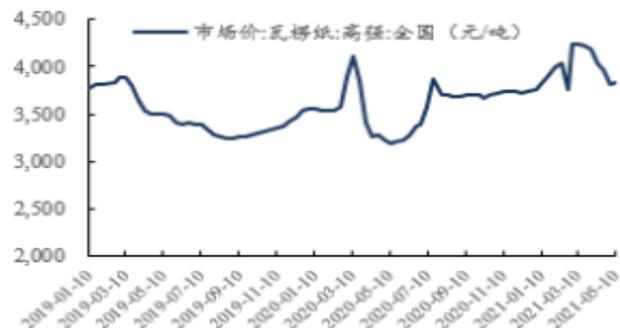
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：玻璃价格



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：瓦楞纸价格



数据来源：Wind，东吴证券研究所

- 21年一季度乳制品、调味品、啤酒、酵母等子版块成本压力逐步显现，部分龙头已小幅提价以传导成本压力。
- 百威亚太：2021年4月，结合当地通胀水平对百威系列及全国核心、实惠品牌提价。
- 伊利股份：2021年1月，对小白奶提价约5%。
- 中炬高新：2021年5月，对部分B端产品，包括酱油（1-3%幅度）和鸡精鸡粉（2-3%幅度）提价。
- 安琪酵母：2021年，对海外产品、B端YE和酵母小幅提价。

- 啤酒行业整体产量在最近5年一直处于下降趋势，从2016年的4506万千升下降到2020年的3411万千升。
- 由于啤酒行业整体销量趋于饱和，龙头发展的两架马车分别为高端化与罐装化。

图 13：2016-2020 啤酒行业产量数据

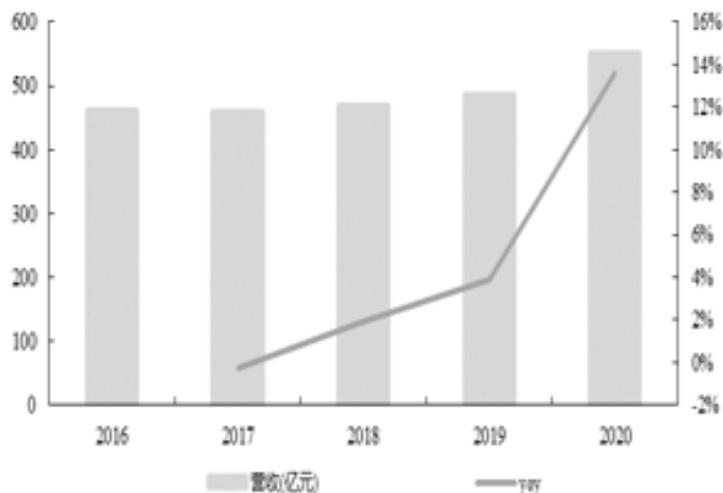


数据来源：Wind，东吴证券研究所

Q1: 行业利润领先收入增速, 高端化持续推进

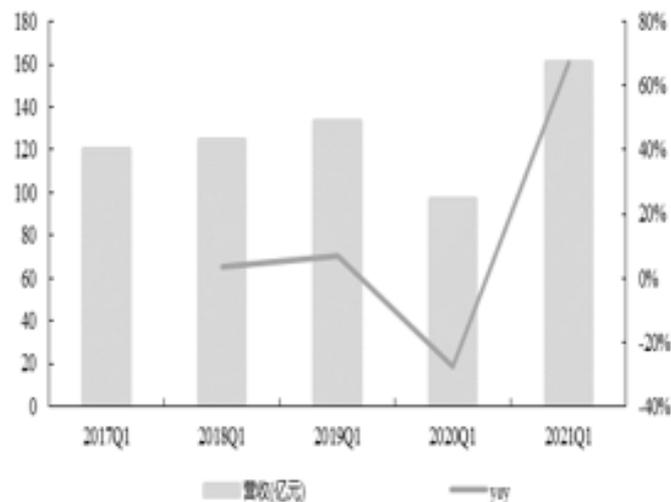
- 啤酒行业在2021年Q1从疫情中恢复明显, 相较于2020年Q1啤酒上市公司企业总体营收同比增长67%, 达到161亿元; 净利润同比增长425%, 达到16亿元。销售毛利率与销售净利率在Q1整体呈现上升趋势, 分别同比增加约7pct与6.98pct。

图 14: 2016-2020 啤酒行业整体营收



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 15: 2017Q1-2021Q1 啤酒行业整体营收



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

Q1: 行业利润领先收入增速，高端化持续推进

- A股主要啤酒上市公司2021年Q1销量普遍增长，其中青岛啤酒2021Q1销量219万千升，同比增长35%；燕京啤酒2021Q1销量82万千升，同比增长37%；重庆啤酒2021Q1销量71万千升，同比增长53%；惠泉啤酒2021Q1销量4万千升，同比增长11%。

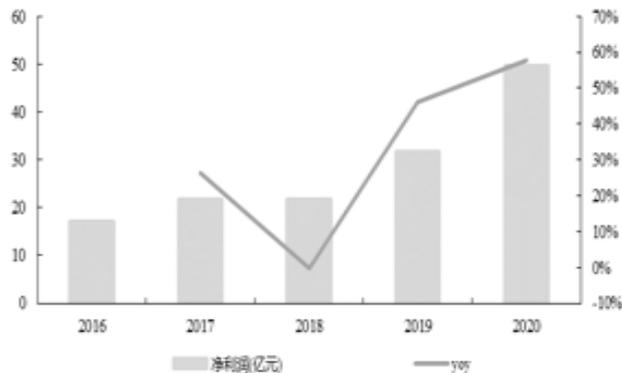
表 5: A股主要上市公司 Q1 销量

公司名称	2021Q1 销量(万千升)	YOY
燕京啤酒	82	37%
青岛啤酒	219	35%
重庆啤酒	71	53%
惠泉啤酒	4	11%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

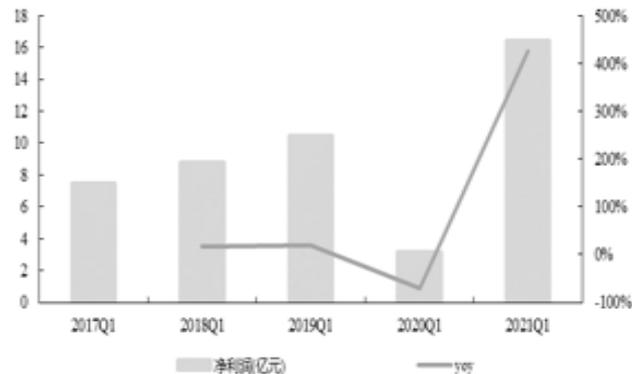
Q1: 行业利润领先收入增速，高端化持续推进

图 16: 2016-2020 啤酒行业净利润



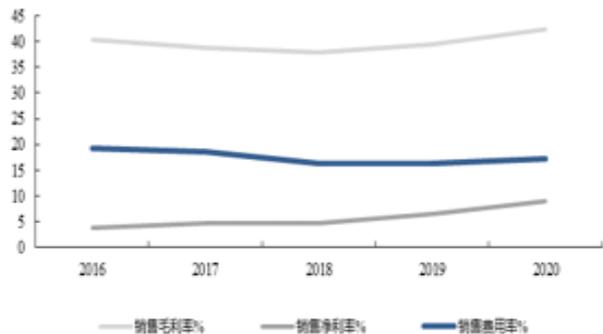
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 17: 2017Q1-2021Q1 啤酒行业净利润



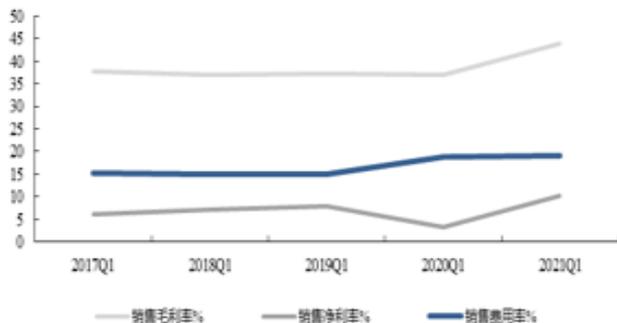
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 18: 2016-2020 啤酒行业三率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 19: 2017Q1-2021Q1 啤酒行业三率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.1 高端化逻辑成为龙头发力重点

- 国内主要啤酒厂商的产品高端化趋势持续，高端产品增长迅速。在2020年，重庆啤酒的高端产品销售收入同比增长26.28%，珠江啤酒的高端产品销售收入同比增长9.07%，青岛啤酒高端产品销量与疫情前基本持平。虽然啤酒行业整体销量受到疫情影响，但高端产品在疫情过后表现亮眼。高端产品的快速增长带动产品各公司吨价稳步提升，盈利能力显著改善。
- 但是国内啤酒吨价相较于亚太其它地区以及欧美，仍有较大差距。随着啤酒行业销量到达峰值，啤酒巨头对于盈利能力的要求也随之增加，通过开发高端化产品、关闭落后产能等多重方式控制成本，提高盈利能力，以争取利润最大化。
- 百威亚太在今年春季已经提价，青岛啤酒、重庆啤酒等受到原材料上涨价格的影响，可能近期会有提价动作。

1.2 次高端500元以上成为布局重点

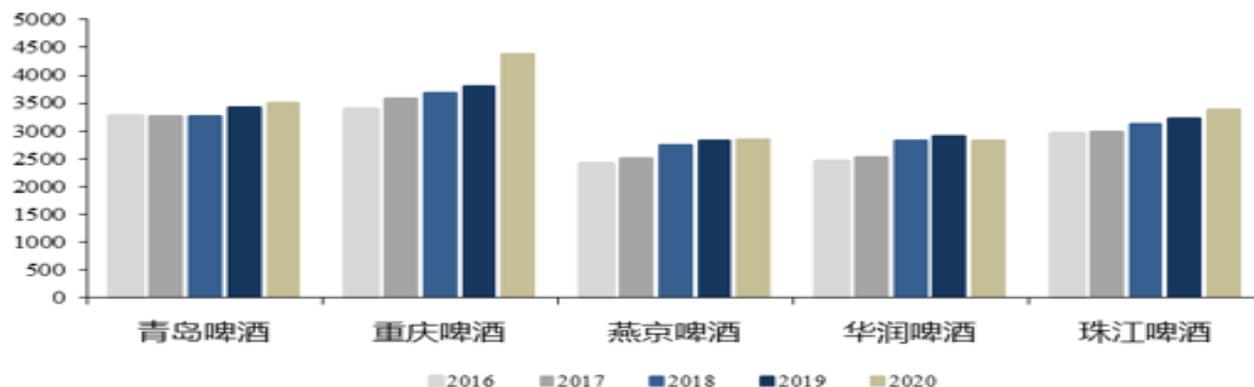
表 6：主要啤酒公司产品结构及高端产品

公司	产品结构	主要高端产品
华润啤酒	“4+4”国产+喜力产品矩阵，中高端产品销量占比 45.6%	喜力、马尔斯绿、匠心营造、雪花脸谱、黑狮白啤
青岛啤酒	“1+1”品牌策略，青岛主品牌销量占比 50.3%	纯生、奥古特、鸿运当头、经典 1903、皮尔森
百威亚太	主打高端市场，产品按价位分为超高端及高端、核心+、核心及实惠	百威啤酒、福佳白啤、范佳乐白啤、科罗娜、鹤岛
重庆啤酒&嘉士伯	嘉士伯旗下品牌+重庆啤酒旗下品牌	重庆国宾、乐堡白啤、凯旋 1664、格林堡啤酒、布鲁克林精酿
燕京啤酒	“1+3”品牌战略	燕京 U8、燕京八景
珠江啤酒	“3+N”品牌战略	珠江纯生、雪堡白啤、雪堡精酿

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

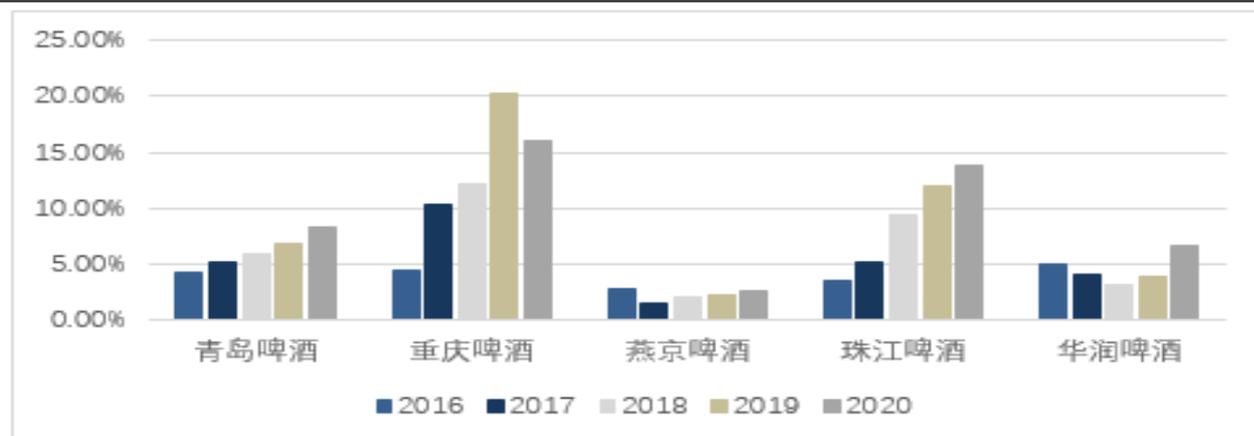
2.1 高端化逻辑成为龙头发力重点

图 20：主要啤酒公司吨价变化（元/吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 21：主要啤酒公司销售净利率情况

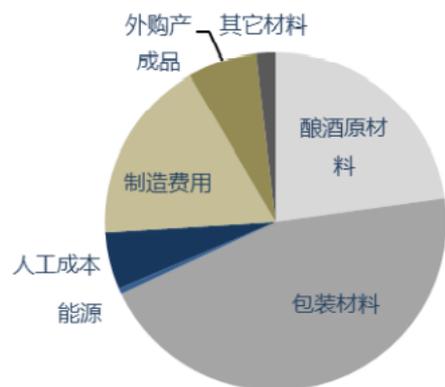


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2 罐装化趋势带来结构性升级

- 我国目前啤酒的罐装化率在26%左右，低于50%的国际平均水平。
- 在啤酒企业中，包材的成本占比往往达到30%以上，由于玻璃瓶回收处理的成本较高，因此采用听装的方式有望帮助啤酒企业降本控费。从青岛啤酒的成本构成可以看出，包装材料在成本中占到50%，而降低该部分成本能够显著提升啤酒企业毛利水平。根据渠道调研信息，铝罐的成本约为0.5元/个，玻璃瓶成本约为0.8元/个，罐装化率的提升有望带动啤酒企业包材成本下降，从而提升企业毛利水平。
- 罐装啤酒的主要包材铝在去年疫情期间价格触底到1.13万元/吨，但在今年其价格由年初的1.56万元/吨上涨到目前的1.95万元/吨；而另一种主要包材玻璃在去年疫情期间触底到985点之后，其价格指数在今年一直维持在1500点以上。随着新增罐装化工厂开始投产，产能进一步释放，啤酒行业的罐装化趋势我们预计不会受到包材价格太大的影响。但是由于罐装产品的定价能力优于瓶装产品，各啤酒企业可能会在2021年针对罐装产品进行提价。

图 22：青岛啤酒 2020 年成本构成



数据来源：公司公告，渠道调研，东吴证券研究所

2.2 罐装化趋势带来结构性升级

表 7：部分啤酒公司易拉罐产能新增状况

时间	事件
2018.04	青岛啤酒扬州子公司 2.4 万听/小时易拉罐生产线投产； 青岛啤酒珠海子公司 2.4 万罐/小时易拉罐生产线投产
2018.05	青岛啤酒 3.6 万罐/小时生产线太原投产
2018.06	青岛啤酒马鞍山子公司新增 3.6 万罐/小时易拉罐生产线
2019.05	华润啤酒四川子公司 12 万罐/小时易拉罐生产线投产
2020.03	重庆啤酒计划新建一条最高设计产能年产 15 万千升的啤酒易拉罐生产线
2020.09	嘉士伯工贸新增易拉罐罐装线，计划投资 18121 万元

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3 体育大年引爆旺季啤酒消费

- 啤酒行业历来与体育赛事有较深度的绑定，从第一届世界杯开始啤酒就与体育赛事开始了深度绑定，啤酒企业通过对于体育赛事的赞助提升自身的影响力，也推出一系列联名产品开拓潜在的消费人群。2021年有三项四年一度的体育赛事（奥运会、欧洲杯、美洲杯）在夏季举办与啤酒销售旺季重合，三项大型体育赛事有望进一步推动啤酒在今年旺季的销售状况。
- 奥运会 2021.7.23-2021.8.8
- 欧洲杯 2021.6.11-2021.7.11
- 美洲杯 2021.6.11-2021.7.11

2.4 国潮兴起，高端化话语权不断回归国有品牌

- 随着当代年轻人消费观念的转变，产品包装、口味新奇等因素也成为年轻人进行啤酒消费选择的重要参考指标。
- 啤酒企业通过挖掘国潮元素，联名博物馆等方式推出价格更高、包装更新颖的产品，而联名产品的价格往往比非联名产品的价格更具竞争力，因此通过联名、国潮的方式推动产品在年轻人群中高端化成为产品高端化的重要途经之一。

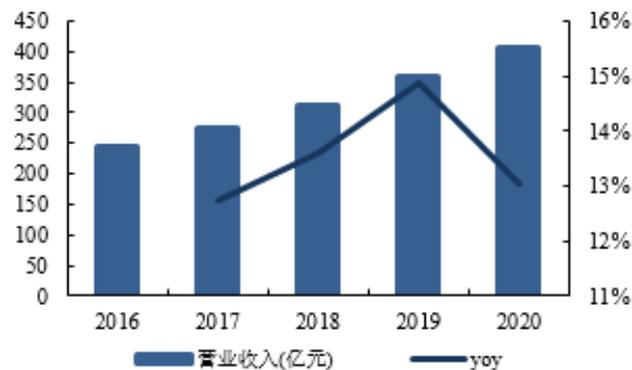
三、调味品：疫情带来的行业震荡与思考

3.1 逐渐平稳的传统产品行业增速

- 完全竞争行业下的集中化趋势：酱油各家龙头的增速较为平稳，社区团购、线上渠道等对于逆集中度提升的影响；
- 海天味业以前酱油占总体收入达92%以上，现在只有60%左右；
- 新品：调味品的新品培育周期较长，上市导入等之后1、2年很难本质改变，这一点比饮料、乳制品慢，就算乳制品、饮料都要有1-2年培育期；叠加龙头体量的基数效应；

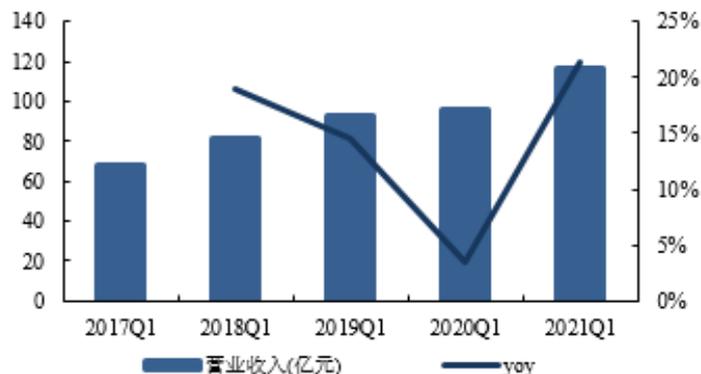
3.2 2021上半年：行业压力增大，竞争业态变化

图 23：调味品行业各年营收



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 24：调味品行业 Q1 营收



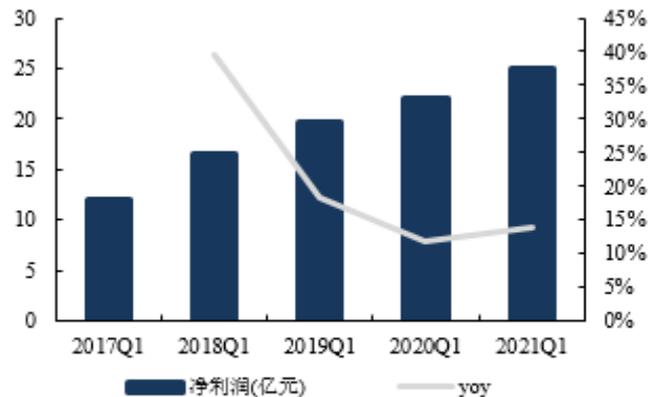
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 25：调味品行业各年净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 26：调味品行业 Q1 净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

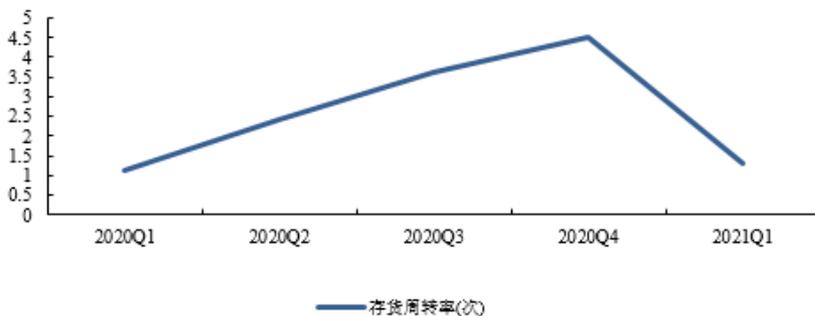
3.2 2021上半年：行业压力增大，竞争业态变化

- 调味品行业在2021年Q1从疫情中恢复明显，相较于2020年Q1调味品上市公司企业总体营收同比增长21.33%，达到116.36亿元。营业利润同比增长13.64%，达到25.04亿元。销售毛利率与销售净利率在Q1整体呈现下降趋势，分别同比降低4.37%和1.45%。
- 对于传统调味品来说，社区团购，线上渠道对于逆集中度有影响。龙头增速相较于去年峰值明显放缓，库存水平普遍增加。传统调味品种海天味业好一点，但是1-4月也没达到公司预期。
- 原因：

B端餐饮逐渐恢复、但是没有达到19年的程度（倒闭很多、上座率不及19年，只恢复到8、9成水平）；C端消费在去年疫情期间经历大爆发、逐步恢复了正常，KA渠道下降明显没有去年旺盛；

传统流通渠道收到小散品牌社区团购渠道的分流：平台补贴下非龙头公司的价格很有杀伤力，传统渠道被挤压；社区团购对小型超市市场的分流严重。

图 27：调味品行业存货周转率

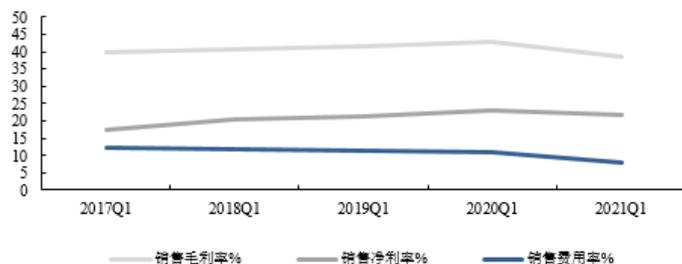


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2 2021上半年：行业压力增大，竞争业态变化

- 对于复合调味料,天味食品2021年Q1营业收入同比增长了56.21%，净利润同比增长了4.13%，销售费用率为17.93%。这是因为B端恢复，天味等定制餐调业务随行业复苏；C端家庭消费场景有所缺失，相较去年疫情期间爆发性消费有所放缓。行业积极拥抱新零售，天味食品和快手合作、签约邓伦、拓展社区团购，不断提升品牌力开发消费者心智提升品牌市占率并加大50%品牌营销投入。原材料压力下，行业通过提价、推新品部分对冲，针对B端的定制化服务将成为发展重点。行业竞争加大，看好龙头在过程中的品牌优势和渠道积累。

图 28：调味品行业 Q1 费率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

- 由于2020年第二季度疫情好转带来的报复性消费，调味品2020年Q2的营业收入同比增长20.56%，净利同比增长24.17%。在传统调味料中，由于效率提升，传统品类的极致化，突出的出货能力和渠道管理，龙头公司海天味业在大压力下表现仍然很出色。在行业压力增大，竞争业态变化的背景下，从全年来看整个调味行品业，收入增速目标均较20年有所提升；但利润增速目标除海天味业外均低于收入增速。

3.3 龙头优势：效率提升、品牌渠道的积累

➤ 效率提升：

海天味业人均产值418万元，人均利润125万元；公司6000多人，科技相关占了十分之一以上，每年在科技上的投入占收入3%多，绝对值7.2亿元；硬件投入130亿元；

上游议价能力+项目技术改造吸收原材料压力；传统品类的极致化带来龙头的利润率保证和应对原材料等宏观因素：海天味业毛利率最高是酱油，在传统品类里做到极致，蚝油、料酒、黄豆酱、火锅底料这些毛利率都不如酱油；

➤ 库存：

凭借着多年耕耘，传统调味品企业在渠道上的优势、BC端的平衡会有更高的应对疫情风险能力；今年上半年压力下海天味业的出货能力和渠道管理能力突出，销售团队相应速度很快；

➤ 龙头平台化：

未来也会立足于调味品行业，未来10年都会坚持。龙头平台化明显，海天味业通过已有的餐饮渠道优势推新品，又通过新品不断巩固餐饮的优势（柱候酱等）

海天味业：力争做每一个子行业的第一、做大蛋糕；不仅有复调，还有酱（不特别推，也能有每年几千万元，产品力够很容易做到1、2亿元）。

第四章：核心标的

- 1.3月25日开始计划外团购打款，999元占比较高，二季度后业绩有保障；年内团购占比公司计划要达到35%；
- 2.解禁压力释放；
- 3.管理能力不断加强；
- 4.挺价控货今年决心足，看好年内借节日期间提升批价：目前社会渠道、流通渠道库存较低，随着之后端午、中秋、国庆等旺季到来，批价有一定提升空间。
- 风险提示：国内外疫情控制不达预期；食品安全事故；政策变化的风险；行业竞争加剧，影响业绩增长。

- 1.M6+全面替代M6，占据700元+价格带主流地位，M3水晶版换代顺利进行；
- 2.梦系列产品已经达到历史最低库存；
- 3.内部人事调整、渠道改革调整已经基本到位，改革最大的阵痛期已经过去；
- 4.公司积极营销调整转型，围绕“一商为主、多商配称”，加快新型厂商关系构建，推动实现控盘分利的渠道模式，渠道利润上升。
- 风险提示：国内外疫情控制不达预期；食品安全事故；政策变化的风险；行业竞争加剧，影响业绩增长。

- 1.夜店萎缩主要影响百威产品，百威夜店渠道占优势，嘉士伯等主做夜店的影响也较大，但由于夜店并非青岛主攻目标因此影响较小；
- 2.个别区域有提价计划，提价产品主要是主力产品，比如经典瓶，崂山瓶，还有个别区域还有盈利能力低，离工厂远的产品要减少，缩减费用，从而提升千升酒净价格。苏南等基础薄弱区域转化听装酒，从而提价。
- 3.青岛在今年继续实行落后产能改造，通过关闭低效工厂开辟灯塔工厂并向普通工厂逐渐推广，从而提高生产效率，控本降费。
- 4.青岛啤酒将在今年青岛市内实施皮尔森战略，保质期短的原浆啤酒或将实现网上下单两小时原浆配送的新销售方式，探索啤酒发展新业态。
- 风险提示：国内外疫情控制不达预期；食品安全事故；政策变化的风险；行业竞争加剧，影响业绩增长。

第五章：风险提示

- 宏观经济波动对居民消费的影响。宏观经济疲软降低居民消费欲，存在经济波动下需求低于预期，高端酒需求不足风险。
- 食品安全事故。食品安全事故会对整个行业造成重创，如2008年“三聚氰胺”事件造成中国乳制品行业多年低迷，2012年“毒胶囊”事件对医药保健行业产生冲击。
- 政策变化的风险。政策变化对酒类存在显著影响，三公消费整治期存在行业性疲软。
- 行业竞争加剧，影响业绩增长。白酒、啤酒、乳制品等行业竞争激烈，行业竞争加剧将增加费用减少利润，影响公司业绩。
- 产能投放不达预期，部分公司供不应求，存在以销定产的状况，产能投放不达预期将影响业绩增长，会影响到业绩增长。
- 原材料价格波动风险。原材料价格波动会对生产成本、提价节奏产生一定影响，在食品饮料板块存在生猪价格回升不达预期，鸡肉等原材料价格上涨风险。
- 国内外疫情控制不达预期。疫情控制不达预期，影响出口及消费。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；
- 增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；
- 中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；
- 减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；
- 中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；
- 减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园