



Research and  
Development Center

# 中报披露临近，白酒迎旺季催化

食品饮料

2021年08月16日

证券研究报告

行业研究

行业周报

食品饮料 行业

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

## 中报披露临近，白酒迎旺季催化

2021年08月16日

## 本期内容提要：

- **白酒板块：**高端酒放量平稳，茅台批价持续上行，五粮液、国窖挺价缓慢，中秋旺季有待释放消费需求，打款正有序进行。次高端积极求变，舍得老酒及沱牌定制开发有助于消费氛围的提升，淡季势头不减；水井坊尝试典藏股权商运作模式，高端化信心不变。各酒企正积极迎接中秋旺季动销的检验。
- **休闲零食板块：**7月份以来，板块整体经营情况有所恢复，经过Q2的库存消化和渠道调整，预计休闲食品板块下半年增速有望逐步恢复。绝味在休闲卤制品方面具备竞争优势，通过供应链不断强化成本端、渠道管控端优势，在跑通廖记单店模式上还是有一定基础。煌上煌员工持股计划调整彰显公司发展信心。盐津铺子面对社区团购对商超渠道的冲击，有机会拥抱多样化的渠道。
- **调味品和速冻食品板块：**从整个调味品板块来看，做B端的公司表现强于做C端的，C端还是受制于消费力、渠道变革、原材料上涨的压力，基本面相对比较差。受益于B端客户的恢复，安井食品7-8月销量仍保持较高增长。同时公司也在积极保利润，一方面适当减少促销力度，另一方面也在压减利润率低的老品。在人员考核方面，公司更加注重季度利润考核。天味食品积极去库存，7月库存压力缓解，目前公司加大终端费用投放，在各地举办终端宣传和促销活动，加强产品陈列力度。
- **行业投资策略：**白酒板块，我们首推景气度高、长期业绩确定性强的高端白酒，如贵州茅台、五粮液；同时推荐品牌氛围提升、具有差异化竞争优势、业绩改善突出的次高端白酒，如舍得酒业。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。复合调味品目前B端恢复速度快于C端，业绩增长确定性更强，C端还是受制于消费力、渠道变革、原材料上涨的压力，做C端的公司压力大，因此推荐渠道和产能迅速扩张的天味食品、颐海国际和竞争优势明显的速冻食品龙头安井食品。
- **风险因素：**疫情反复风险；食品安全风险。

## 目录

1. 高端白酒渠道跟踪.....	4
2. 重点公司跟踪 .....	4
2.1 白酒 .....	4
2.2 休闲零食 .....	5
2.3 调味品和速冻食品 .....	6
3. 行业观点 .....	6
风险因素 .....	7

## 1. 高端白酒渠道跟踪

**贵州茅台：**本周飞天整箱批价较前一周上涨 40 元左右至 3830 元附近，散瓶批价较前一周上涨 60 元至 3080 元附近。主要系三季度以来发货延缓，市场供应紧张，中秋旺季前消费者囤货意愿上升，市场炒作情绪高。目前 8 月打款发货已执行，9 月计划货款已打，渠道库存处于低位。

**五粮液：**本周普五批价稳定在 990-1000 元。二季度以来，厂家持续倡导经销商按 999 元计划外价格打款，目前发货以计划外配额为主，计划内发货较少，且分批发货。今年拖欠经销商计划内配额情况较少，上半年节奏较快，8 月已执行全年计划的 15%，小商打款到 9 月，目前渠道库存在一个月以内。

**泸州老窖：**本周国窖批价稳定在 900 元左右。7 月底公司三大战略产品国窖 1573、窖龄、特曲宣布全面停单停货，华北地区按 890 元价格打完三季度货款，占全年计划的 30%；湖南地区要求按 950 元计划外价格打款，经销商有些不满情绪，打款部分货款，目前暂未开放中秋旺季打款；上海地区按 890 元正常打款，但要求经销商按 950 元出给二批商，厂家配合一定费用补贴。渠道库存在一个月左右。

**酒鬼酒：**本周内参批价在 850-860 元，红坛 310 元左右，紫坛 390 元左右，传承 250 元左右。上半年内参平均回款达到全年任务的 80%，酒鬼回款约 70%，其中新经销商贡献 60% 以上，上半年增长主要来自招商铺货。目前内参、酒鬼均暂停发货，以稳价为主，暂未开放中秋打款。当前渠道库存在一个半月左右。

## 2. 重点公司跟踪

### 2.1 白酒

**贵州茅台：**茅台发货进度慢，批价持续上行，系列酒结构优化明显。今年二季度开始，公司发货进度较慢，一般在每月 10 号左右发货，经销商惜售。从往年情况看，茅台批价在三季度通常都会出现一轮上涨行情，今年也是如此，散瓶比整箱更疯狂。淡季批价的过快上涨有两个原因，一是临近中秋国庆双节，有送礼需求的消费者也会提前购买囤货，市场上炒作情绪较重；二是茅台今年一直在提要加大直销投放力度，包括商超、电商渠道，从目前投放的情况看，直销投放对批价上涨的抑制效果一般。由于渠道囤货情况普遍存在，供需两端依旧不平衡。过去，茅台在面对批价持续上涨的时候，会加大投放量去遏制住这种现象，但今年这轮批价持续上涨情况下，公司并未释放管控批价的信号。目前开箱政策也较年初更宽松，对批价上涨没有实质性的抑制效果。今年系列酒增长情况较好，有放量趋势，并且系列酒内部结构性调整，200 元以上的产品的销量增加。

**五粮液：**全年计划执行顺利，批价坚挺。我们预计公司上半年约完成了全年计划的 65-70%，8 月执行全年计划的 15%，三季度或提前完成全年计划内配额。目前公司计划外及团购执行过半，总体任务稳步推进。今年以来，公司挺价动作相较前两年偏少，二季度开始，公司提倡经销商按 999 元的计划外价格打款，鼓励经销商增加团购销售。8 月以来五粮液的发货量有所提升，目前批价稳定在 990-1000 元，批价坚挺，未出现明显下滑。由于 889 元的计划内打款价与 999 元的计划外打款价共存，经销商挺价积极性稍显不足，990 元的批价也属于合理水平。五粮液能够在千元价格带附近做到 2 万多吨的放量实属难得，行业地位稳定，业绩确定性高。经典五粮液进入全面布局阶段，建立“1+N+2”商业模式

式，聚焦高端圈层全面展开，我们认为公司未来在 2000 元以上价格带的发力是业绩突破的重要看点。

**泸州老窖：频繁停货，力求挺价。**公司年初以来多次停货，一方面是营造旺季供不应求的饥饿营销策略，另一方面是控制渠道库存良性，为挺价建立基础。7 月底，公司再次对三大单品进行全面停货，与去年淡季停货时间基本一致。而进入三季度以来，公司在部分市场要求经销商按 950 元的计划外价格打款或者出货给二批商，挺价意图强烈。对于这些按 950 元打款或出货的地区，公司给予渠道一定补贴，尤其是对终端门店，促进终端动销，从消费者端带动批价上挺。由于国窖品牌与五粮液在品牌力上仍有一定差距，价格越接近五粮液，国窖的性价比越低，加之五粮液批价并未明显上行，因此国窖实际挺价效果一般。但国窖今年已实现顺价销售，给予渠道信心。

**酒鬼酒：全年打款进度快，内参挺价有难度。**面对月初的湖南疫情影响，经销商对中秋旺季稍有担忧，但随着疫情的有效控制，目前经销商打款依旧按计划执行。内参、酒鬼的回款进度较快，我们预计，内参上半年回款 80%，酒鬼回款约 70%，此前湖南地区疫情对公司回款影响较小。7 月初，内参经销商打款价提升 80 元，厂家计划将内参的批价从 850 元左右提高到 880-890 元。目前来看，提价效果不理想，内参的库存水平一直偏高，再加上五粮液、国窖的批价并没有很快提高，导致内参想要往 900 元挺价是有一定难度的。

**洋河股份：天之蓝焕新上市，渠道利润改善。**本月，天之蓝开始换代，省内省外均处于铺货状态。新产品出厂价提高了几块钱，零售价是低度 368 元，高度 398 元。渠道利润改善比较明显，以前一瓶赚 20 元，现在能做到 40 元，渠道推力增强。之前江苏疫情较严重，目前除扬州外，其他地区的疫情基本得到有效控制，多轮疫情对天之蓝的换代有一定影响。公司今年出了股权激励计划，也是张联东总上任以来做的一个较大的动作，包括对今后三年收入增速 15% 的目标，向市场释放对远期发展的信心。

**舍得酒业：回款压力小，中秋促销力度大。**上半年业绩基本确定，我们预计 7 月份公司回款近 4 亿，同比增长约 170%，公司对品味舍得以上的产品目标 20 万箱以上，Q3 目标不会低于 Q2。目前公司回款压力不大，关键是货的动销情况。中秋节的回款和动销取决于今年的增长是否良性，中秋节后批价是否能挺住，动销能否健康持续。公司有多项促销举措：第一，增加了消费者促销力度，对于品味舍得以上的产品，买一箱酒赠送一套茶具，茶杯是致敬舍得品牌的茶杯；第二，加大了扫码的力度，中奖最低 9.9 元红包，最高是 20g 的黄金；第三，强调宴席的促销力度；第四，加快团购比例的建设。公司对下半年组织结构进行了调整，增加了团购方面的组织结构，每个大区配备了 2 人负责，下半年部分省份尝试通过专卖店进行推进。

**水井坊：典藏股权商模式落地，区域划分更精细。**7 月 5 日，公司成立成都水井坊高端白酒销售有限公司，负责典藏的推广销售工作，25 个股权商，其中 23 个是目前的省代。上半年公司招商顺利，我们预计目前 70% 是原有经销商，30% 是新进经销商，增长目标确定性较高。公司管理层发生了较大的变化，五大区拆分到九大区，做的更精更细。人员方面，营销队伍或明年增加 15%。

## 2.2 休闲零食

**绝味食品：供应链优势明显，能否成功切入餐桌卤味是关键。**对于绝味能否借助廖记成功切入餐桌卤味，能否重演休闲卤制品发展路径，我们认为公司在休闲卤制品方面具备竞争优势，通过供应链不断强化成本端、渠道管控端优势，在跑通廖记单店模式上还是有一定

基础。对比餐桌卤味和休闲卤味，我们发现餐桌卤味更多是产品端驱动，单店模型跑通对复购率、产品要求比较高；休闲卤味更注重渠道端驱动，消费场景主要是娱乐。廖记本身具备产品基础，如果绝味能将渠道管控、快速跑马圈地赋能给他，大概率绝味能实现一个比较快的发展。

**煌上煌：**降低授予价格，增强激励效果。本周公司发布调整 2021 年员工持股计划的公告，授予价格由 11.48 元/股调整为 7.31 元/股，激励弹性变大。由于前期股价下跌较多，授予价格下调预计可以更好的鼓励核心员工参与持股计划。授予份数有所减少，预留股份便于后续对新进人员进行激励。中层、核心骨干及关键岗位激励人员数量变少，董监高激励人数不变，并且董监高认购股份数量提升，激励范围缩小及激励弹性变大。四年翻番的激励目标不变，表明公司在股价回调较多的情况下，对于未来的发展信心仍足。

**盐津铺子：**商超渠道仍在恢复，渠道需多样发展。上半年，公司在商超渠道不是特别好，7 月渠道数据来看，商超渠道情况稍有好转。公司自主生产没太大问题，主要还是在渠道端恢复情况，如何进行多样性渠道发展，及时拥抱渠道变化的能力能不能体现；以及产品端推出情况，能不能根据不同的渠道提供不同的产品，研发及时跟上的能力。本周公司发布公告新聘原卫龙副总裁、首席营销官（CMO）张小三任公司副总经理，负责公司大营销全渠道运营管理，体现了公司打下定量装阵地的决心以及渠道逆势下应对的快速。

### 2.3 调味品和速冻食品

**安井食品：**B 端带动收入，积极改善利润。去年养鱼影响今年鱼供给量不足、长江禁渔期、养鱼原材料（饲料）价格上涨，鱼价涨得快，原材料涨价对利润压力较大。公司以前不考核利润，现在考核利润，主要压利润率低的产品，推利润率高的产品，促销活动的力度有所缓解。7 月 B 端继续恢复，预计带动销量维持较高增长。

**天味食品：**渠道库存压力大，下半年费用或增加。年初因为疫情、原材料涨价等影响，经销商压货增加，但春节后动销较差，终端库存较高。6 月库存压力依旧很大，因此 7 月份出货力度小，主要在去经销商库存，降到正常库存水平。去库存、竞品增加、消费力不好、一些渠道分流，导致公司业绩增长存在一定的不确定性，下半年公司或增加费用投入缓解动销压力。

**日辰股份：**老产品支撑业绩，出口有所下滑。公司 Q2 保持较快增长，我们预计收入增长 30% 以上。今年公司新品量比较少，主要是由老产品、老客户恢复贡献，并且受日本疫情严重影响，出口下滑。我们预计整体收入或达到 30% 以上增长，预计利润可能勉强持平，考虑到今年管理费用、销售费用增加，整体利润率低于去年。

## 3. 行业观点

**白酒板块：**本周板块流入资金增多，次高端改善型酒企股价领涨。本月初，受全国多地疫情影响，市场对次高端消费场景的信心下降，担心中秋旺季的动销释放。目前，除扬州地区外，本轮出现疫情的大部分地区已实现病例零增长，疫情正在得到控制。我们认为，经过一段时间的估值回调，白酒板块已基本具备底部反弹条件，下周开始进入行业半年报集中披露期，中秋旺季打款即将按计划执行，或对板块有进一步积极影响。高端酒淡季挺价

效果不尽人意，渠道反馈需求不足，但我们认为消费升级是一个循序渐进的过程，由于去年行业批价普遍增长过快，消费者需要对涨价进行消化，这种需求不足更多是相比于去年报复性消费水平后的正常需求回落，应理性看待，五粮液也在积极打造 2000 元以上放量单品经典五粮液。上半年扩张增长的次高端酒企即将进入旺季动销检验，舍得 7 月回款继续保持高增长，淡季势头发展猛，配合多项促销活动，公司已准备好迎接中秋旺季的到来，我们持续看好下半年的动销兑现。

**休闲食品板块：**本周板块情绪有所改善，7 月份以来，板块整体经营情况有所恢复，经过 Q2 的库存消化和渠道调整，预计休闲食品板块下半年增速有望逐步恢复。关于社区团购等新兴渠道的兴起，更多的是对于消费者的进一步主动触达，进一步降低实质的销售半径，目前社区团购仍处于低价抢占市场的阶段，从而对销售半径较长的商超渠道短期形成较大的冲击。长期来看，对于休闲零食这类非必需品而言，消费具有一定的偶发性和冲动性，可见性对于销售影响较大，在商超渠道与粮油米面等必需品存在一定的跟随性，而随着社区团购渠道对商超休闲零食顺便购买的这一套体系的冲击，搜索式渠道发展对于休闲零食的品牌力及产品可见度要求提升。看好盐津铺子及时调整，积极拥抱渠道，后续进行多样性渠道发展，提升产品可见度，提升品牌知名度。

**调味品和速冻食品：**本周市场情绪较好，食品板块整体反弹。受益于 B 端客户的恢复，安井食品 7-8 月销量仍保持较高增长。同时公司也在积极保利润，一方面适当减少促销力度缓解原材料成本上涨的压力，另一方面也在压减利润率低的老品，加量利润率高的新品。在人员考核方面，公司更加注重季度利润考核，我们预计 21H2 利润表现相对于 21Q2 将会改善。公司经营策略转变能力强，能持续适应环境的变化，业绩表现持续好于竞争对手。我们认为当前安井食品 22 年估值不到 50X，估值合理，建议左侧布局。天味食品本周股价反弹，7 月渠道积极去库存，库存压力缓解。目前公司加大终端费用投放，在各地举办终端宣传和促销活动，加强产品陈列力度。我们预计消费旺季来临后，复调企业会有所好转，当前建议左侧布局。

**推荐公司：**贵州茅台、五粮液、舍得酒业、东鹏饮料、绝味食品、盐津铺子、煌上煌、安井食品、颐海国际、天味食品

## 风险因素

**疫情反复风险：**受境外病例输入及病毒变异、潜伏期变长影响，国内疫情时而出现反复，对居民消费活动产生限制。

**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
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@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。

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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 评级说明

## 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。