



Research and
Development Center

白酒建议左侧布局，推荐茅台、舍得

食品饮料

2021年08月22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

白酒建议左侧布局，推荐茅台、舍得

2021年08月22日

本期内容提要：

- **白酒板块：**行业发展到了中后期，各个价位带形成了寡头，格局相对来说是稳定的，头部企业扩产增量，同时也可以持续提价。白酒具有物质上的成瘾性，具有社交性，茅台还具有货币性，三个属性带来了高毛利、高复购率。当前舆论压力较大，对提价有影响，是压制估值的因素。茅台估值在 30-35 倍，会有触底信号，除非发生实质性对白酒行业产生负面影响出来后。中长期看茅台可以买入，当前属于左侧位置，产品具有奢侈品属性，行业竞争格局很稳定，不用特别悲观。
- **休闲零食板块：**需求端，受人均消费水平提升及消费习惯等因素的驱动，休闲食品长期有望维持高景气度，但目前供给端稳定性仍较差，尤其是竞争格局不显著的细分品类。疫情对于整体的终端消费力影响较大，叠加渠道变迁的影响，行业头部企业在 2021 年上半年经受较大的挑战。整体而言，休闲零食行业发展相对较初期，群龙混战，业绩确定性相对低。对于模式上不具备长期持续性的公司，估值预计会受到较大的影响。短期来看，预计 21Q3 整体板块经营情况会逐步恢复，但由于疫情零星反复，消费力的恢复具备不确定性，整体的恢复情况宜适当下调预期。长期来看，新渠道变迁仍在持续，头部企业在品牌、供应链、组织管理等持续积累能量，调整到位，业绩有望厚积薄发。
- **调味品和速冻食品板块：**调味品企业短期受渠道分流和原材料价格上涨的影响，在高基数下业绩表现不及预期。当期行业仍处于低迷的状态，我们预计随着需求的回暖，21Q3 调味品企业经营情况将会好转。千禾 21Q2 收入和利润均不及预期。收入表现不佳主要由于商超渠道流量下滑、渠道去库存、以及高基数效应等因素，利润端表现差主要由于大豆等原材料成本大幅上涨、广告费用投放加大等因素。安井食品近期公告中止定增方案，主要由于中介机构天元律师事务所被证监会审查，与公司经营活动无关，预计公司会尽快提交恢复项目审核的申请。受益于 B 端客户的恢复，公司销量仍保持较高增长。同时公司也在积极控费用，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。我们认为当前安井食品 22 年估值不到 50X，当前建议布局。
- **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。速冻食品行业市场空间大，推荐在管理、渠道和品牌方面都有竞争优势的龙头安井食品。冻品先生是安井重点打造的品牌，国内预制菜市场空间大，预制菜有望成为公司又一增长曲线。短期内复合调味品供给增加，竞争加剧影响龙头表现。当前龙头企业已加码营销推广和促销力度，下半

年产能出清过程或会加速，推荐颐海国际、天味食品。

➤ **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.....	5
2. 重点公司跟踪.....	5
2.1 白酒.....	5
2.2 休闲零食.....	6
2.3 调味品和速冻食品.....	7
3. 行业观点.....	7
风险因素.....	8

1. 高端白酒渠道跟踪

贵州茅台：本周飞天批价冲高回落，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。受周中座谈会影响，渠道囤货者担心限价，出现部分抛售。整箱/散瓶批价最高触及 3860 元/3170 元，已回落至 3820 元/3090 元，与前一周期基本持平。当前 9 月货款已打，暂未发货，渠道库存 10 天以内。

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。经销商与公司全年合同签订到 11 月，可能会预留 10-20% 的 8-11 月计划内配额放到春节发货，主要目的还是为了促进经销商按 999 元打款。本周暂未发货，预计下周开始发货，渠道库存 30 天左右。

泸州老窖：本周国窖批价稳定在 900 元左右。华北大区的低度 1573 酒行渠道供货价从 9.16 起上调 50 元/瓶，公司控货挺价意愿强，但座谈会召开后，或对公司挺价策略造成一定影响。自 7 月底停单停货以来，公司暂未开放打款发货，预计下周开放，目前渠道库存 20 天左右。

酒鬼酒：本周内参批价在 850 元左右，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。内参、酒鬼 7 月底以来均处于停货状态，暂未开放中秋打款发货，预计下周开放。批发、烟酒店已经开始进货，渠道库存有所下降，酒鬼 35 天左右，内参 25 天左右。受疫情影响，终端信心稍显不足，进货比较谨慎。

2. 重点公司跟踪

2.1 白酒

泸州老窖：部分地区低度 1573 供货价上调。8 月 15 日，泸州老窖国窖酒类销售公司华北（东北）大区发布调价通知，自 2021 年 9 月 16 日起，38 度国窖 1573 经典装（500ml*6）酒行渠道供货价格上调 50 元/瓶。淡季控货、上调终端进货价、上调出厂价是公司常用的挺价模式，今年 7 月底公司的停货与去年年中停货节点基本一致，此次终端供货价上调或释放挺价信号。但受到本周座谈会影响，高端酒价格面临政治舆论风险，或对老窖原有的挺价策略造成一定的影响。目前公司中秋打款暂未开始，我们也将持续跟踪。

舍得酒业：中报符合预期，盈利能力提升。公司 21H1 实现营收 23.91 亿，同比+133%，归母净利润 7.35 亿，同比+735%；其中，21Q2 实现营收 13.63 亿，同比+119%，归母净利润 4.34 亿，同比+215%，淡季继续保持高速增长态势，凭借品牌氛围提升，发展势头迅猛。二季度公司销售回款 13.57 亿，环比增加 1.06 亿，预收款为 3.7 亿，环比下降 0.72 亿，收入质量高，且保持一定的业绩释放能力。21H1 公司毛利率为 78.78%，同比+3.78pct，其中 21Q2 毛利率为 79.68%，环比+2.08pct，主要系老酒产品和高线光瓶酒的推出带动公司产品结构整体持续上移。21H1 公司净利率为 31.35%，同比+14.52pct，其中 21Q2 净利率为 32.33%，环比+2.27pct，主要系收入快速增长摊薄费用率，盈利能力不断提升。市场担心舍得因为今年的股权激励透支业绩影响未来的增长，且经销商变动大、质量不高影响增长持续性，我们认为今年的股权激励目标已基本完成，对业绩促进作用有限，今年是复星入主的第一年，公司更愿意做出一些业绩来匹配现有的市场关注度，复星对公司的赋能值得期待。舍得的经销商中优商大商少、小商较多是一直以来存在的问题，21Q2 从单个经销规模来看已经有了一个较好的提升，释放经销商结构积极优化的信号。下半年的中秋活动已

经开始了，我们预计 7 月公司回款约 5 亿，Q3 营收或超过 Q2。中秋舍得系列产品要出货 20 万箱以上，营收至少 5 个多亿，保守来看中秋节开票至少 10 亿左右。后续要继续关注品味舍得的批价和动销情况，中秋后能否良性动销值得关注。

洋河股份：业绩增长平稳，产品换代节奏稳定。8 月 17 日，宿迁市委书记、市人大常委会主任王昊，宿迁市委副书记、市长陈忠伟带队到洋河股份专题调研指导。洋河股份发展调研座谈会透露，洋河股份今年上半年较好完成了“时间过半、指标过半”的生产经营目标。据江苏渠道商反馈，“指标过半”以股权激励计划中提到的“15%增长”为指引，上半年经营增长稳定，其中梦 6+销售额增长预计接近 30%，梦 3 水晶版预计本月底完成换代工作。天之蓝正式进入换代阶段，中秋旺季以市场培育为主，销量释放预计要等到春节。7-8 月江苏的疫情主要集中在南京、扬州地区，对公司的整体销售影响预计在小个位数。公司原定计划是双节完成全年任务，目前南京还没有全面解封，经销商持谨慎观望态度。

剑南春：珍藏剑提价，意在强化 600-800 元价格带布局。8 月 18 日，据微酒报道，剑南春公司发布了 2021 财年对珍藏级剑南春价格体系的调整通知，自 2021 年 8 月 20 日起，52 度珍藏级剑南春（500ML）出厂价上提 20 元，同时缩减每瓶返利费用 20 元。通过此次价格调整，52 度珍藏剑（500ML）的出厂价将一次性提高 40 元。目前珍藏剑批价在 565 元左右，价格仍在倒挂，且距离公司建议零售价 888 元/瓶仍有一定差距。公司曾表示，目前战略目标是水晶剑为核心战略单品，以珍藏剑、东方红为高端支撑的双向发展。水晶剑价格卡位 400 元左右，是次高端价格带的百亿明星产品，而珍藏剑体量相对较小。这次涨价也体现出剑南春竞争 600-800 元价位带的决心。

水井坊：高端销售公司召开首届股东大会，财年目标稳健。根据企查查信息显示，“成都水井坊高端白酒销售有限公司”已于 7 月注册成立，注册资本 1.02 亿，目前共有 25 为股东，每位股东最高出资 600 万元，最低出资 300 万元。这 25 位股东有 24 位是公司省代，既涵盖河南、湖南、江苏、四川、广东、浙江等核心市场，也涵盖了河北、山东、陕西、广西等新兴核心市场。8 月 18 日，高端销售公司召开首届股东大会，新天丰集团董事长骆小蓉被推举为高端销售公司董事长。媒体沟通会上，高端销售公司总经理陈全透露，将组建独立的专业操盘，精挑细选合作伙伴，服务经销客户，优化产品价值链和保障客户利益。F22 财年，高端销售公司回款任务预计约 5 亿元，渠道经销商 500 万，团购经销商 100 万，招商进度 70%是水井坊系经销商，30%是外部新进的经销商，目前回款目标确定性较高。

酒鬼酒：短期人事变动较突然，经营层面不受影响。8 月 20 日晚间，公司发布公告称，因工作调动原因，程军先生申请辞去公司董事、副总经理（主持工作）、财务总监职务以及公司董事会专门委员会相关职务，聘任郑轶先生担任公司总经理兼财务总监，并提名徐菲女士为公司第八届董事会董事候选人。程军总自去年 4 月起上任，任职时间 1 年零 4 个月，我们认为，此次人事变动为中粮集团内部的常规人员变动，程军总的辞职不会影响公司的正常经营活动。

2.2 休闲零食

盐津铺子：业绩预告后股价基本调整到位，半年报收入符合预期，短期渠道较为承压，长期调整到位仍可期。本周公司发布半年报，21Q2 商超渠道被分流，叠加无效费用投放过多，导致公司 21Q2 产生亏损。逆势之下，公司积极调整，推出深海零食定量装拥抱多渠道，以店中岛为引加速渠道下沉。但短期调整仍需时间，公司目前较为依赖商超渠道，终端消费力恢复仍需观察，完成今年的股权激励目标存在较大压力。长期来看，公司注重人才引进、品牌及供应链建设，调整到位，有望厚积爆发。

良品铺子：21H1 收入利润均实现 20%左右的增长，业绩基本符合预期。本周公司发布半年报，公司实行全渠道覆盖，21H1 线下、线下渠道营收分别同比增长 19%、24%，线上端，头部品牌在淘系平台的增速均下滑较为明显，受益于抖音等社交电商的快速发展，公司线上端仍实现较为快速的增长。线下端，21Q2 闭店较多，整体 21H1 门店净增加 25 家，门店数量净增加有限的情况下仍实现双位数增长，预计单店营收恢复较好。公司成立专门的流通渠道事业部，预计带来渠道端的增量。长期来看，公司实行全渠道全品类的发展策略，产品渠道端的稳定性相对强，收入有望受益于行业高景气度实现较高增长，利润端在供应量等效率提升下预计弹性会更强。

劲仔食品：终端消费疲软影响 21H1 业绩，CVS、KA 等现代渠道预计有望带来增量。本周公司发布半年报，分品类来看，鱼类制品 21H1 营收同比略微下滑，预计与短期部分地区的经销商调整有关，原材料价格部分回落叠加原料战略采购，毛利率有所提升。豆制品端推出短保新品，量较少的情况对利润率产生影响。整体而言，豆干行业竞争较为激烈，实现较大突围存在一定压力。禽肉制品实现较快增速，新品符合终端消费趋势。但由于原材料价格上涨较多，毛利率存在一定下滑。渠道端，公司在传统渠道较为强势，渗透率较低的 CVS、KA 等现代渠道有望带来渠道增量。21 年半年报基本符合预期，公司聚焦鱼类零食，后续鱼类新品表现及现代渠道推进情况仍值得跟踪。

2.3 调味品和速冻食品

安井食品：中介机构被立案调查致使定增方案中止。公司近期公告中止定增方案，主要由于中介机构天元律师事务所被证监会审查，与公司经营活动无关，预计公司会尽快提交恢复项目审核的申请。短期内渠道结构变化和成本上涨对利润率有压制，但是公司也在积极调整。公司以前不考核利润，现在考核利润，主要通过压利润率低的产品、推利润率高的产品以及减少促销活动的力度等方式改善利润。

千禾味业：公司发布中报，21Q2 营收下滑 7.2%，不及预期，主要由于：1) 春节后渠道库存压力比较大，Q2 持续去库存，当前渠道库存 1 个多月，相对正常。2) 公司商超渠道占比较大，短期渠道流量下滑对公司收入有影响。3) 20Q2 食醋同比增长 55%，高基数下 21Q2 下滑。上半年营收总体压力较大，在需求恢复相对好的情况下，预计 21H2 收入增长 20%左右。**21Q2 净利润下滑 70.1%，不及预期，主要由于：**1) 21H1 促销和广告费用同比增加了 1.13 亿元，主要由于广告费用投入增加，上半年广告合同金额达到 9800 万元。2) 大豆、包材等原材料成本涨价，影响毛利率下降约 3%。

日辰股份：21Q2 营收预计增长 30%以上，主要依赖老客户恢复带动收入增长。商超渠道流量下滑，但商超渠道收入占比较小，预计影响有限。食品加工板块受上游渠道流量下滑的影响，当前日本疫情仍较严重，上游对外出口调理制品下滑。21Q2 利润端预计有小幅下滑，主要由于去年新招一些人员，导致管理费用、销售费用增加。

3. 行业观点

白酒板块：行业发展到了中后期，各个价位带形成了寡头，格局相对来说是稳定的，头部企业扩产增量，同时也可以持续提价。白酒具有物质上的成瘾性，具有社交性，茅台还具有货币性，三个属性带来了高毛利、高复购率。当前舆论压力较大，对提价有影响，是压制估值的因素。茅台估值在 30-35 倍，会有触底信号，除非发生实质性对白酒行业产生负

面影响出来后。中长期看茅台可以买入，当前属于左侧位置，产品具有奢侈品属性，行业竞争格局很稳定，不用特别悲观。

休闲食品板块：需求端，受人均消费水平提升及消费习惯等因素的驱动，休闲食品长期有望维持高景气度，但目前供给端稳定性仍较差，尤其是竞争格局不显著的细分品类。疫情对于整体的终端消费力影响较大，叠加渠道变迁的影响，行业头部企业在 2021 年上半年经受较大的挑战。整体而言，休闲零食行业发展相对较初期，群龙混战，业绩确定性相对低。对于模式上不具备长期持续性的公司，估值预计会受到较大的影响。短期来看，预计 21Q3 整体板块经营情况会逐步恢复，但由于疫情零星反复，消费力的恢复具备不确定性，整体的恢复情况宜适当下调预期。长期来看，新渠道变迁仍在持续，头部企业在品牌、供应链、组织管理等持续积累能量，调整到位，业绩有望厚积薄发。

调味品和速冻食品：调味品企业短期受渠道分流和原材料价格上涨的影响，在高基数下业绩表现不及预期。当期行业仍处于低迷的状态，我们预计随着需求的回暖，21Q3 调味品企业经营情况也会有所恢复。千禾 21Q2 营收下滑 7.2%、净利润下滑 70.1%，均不及预期。收入表现不佳主要由于商超渠道流量下滑、渠道去库存、以及高基数效应等因素，利润端表现差主要由于大豆等原材料成本大幅上涨、广告费用投放加大等因素。安井食品受益于 B 端客户的恢复，公司销量仍保持较高增长。同时公司也在积极控费用，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。我们认为当前安井食品 22 年估值不到 50X，当前建议布局。

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

关注公司：嘉必优

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
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@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	liuchenxu@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。

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。