



Research and
Development Center

九月金股，贵州茅台

食品饮料

2021年08月30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

九月金股，贵州茅台

2021年08月30日

本期内容提要：

- **白酒板块：**市场担心高端酒在当前舆论导向下提价方面遇到阻力，短期持股性价比不高。我们认为，当下茅台对应2021年利润的市盈率大概35-40倍之间，而茅台回落到30-35倍对应2018年市场对白酒恐慌时的估值，进一步回落的空间有限，但公司提价潜力所对应的股价涨幅远超回落空间。我们战略性推荐贵州茅台。从茅台长期超高端定位的属性来看，同其持续成长性相比的企业寥寥无几，此为价值判断的核心要义。市场担心舆论压力比较大压制酒厂未来提价预期，我们认为这还是在思考明年的利润还是后年的利润问题，并不是价值（估值）问题。相反，茅台批价的回落事实上有助于清理渠道乱象，同时并不伤害茅台的提价潜力。我们认为即使茅台批价回落，也不会出现类似2012年的状态，只要这点假设成立，茅台就始终有提价的潜在能力，而这种潜在能力是要放到估值里的。从估值的角度考虑，批价的回落对于茅台价值影响很有限。
- **休闲食品板块：**中报披露期逐步接近尾声，整体来看，21H1上半年整体板块受疫情反复及消费疲软的影响，终端表现受影响较大，分渠道来看，商超受人流量分流影响，以商超渠道为主的企业短期面临的业绩压力较大，以连锁门店为主的企业整体社区店及街边店恢复较好，但是高铁机场等高势能门店预计恢复仍需时间。体现在H1的业绩端，以商超渠道为主的盐津铺子等公司业绩承受较大压力，以连锁门店为主的巴比食品等恢复相对较好，包括全渠道布局的良品铺子线上积极拥抱社交电商等，线下积极开店，业绩的恢复情况相对较好。展望后续，绝味今年上半年在门店端积极开展营销活动，预计有效提振单店，疫情期间抓住优质点位空出机会加速开店，依旧看好其通过供应链优势及渠道管控能力持续提升主业市占率及打造第二增长曲线。
- **调味品和速冻食品板块：**安井食品近期销售仍保持较高增长，同时公司也在积极控费用，通过减促提价方式缓解成本压力，我们预计21Q3公司利润率会有所改善。调味品企业短期受商超渠道下滑和原材料价格上涨的影响，业绩表现不及预期。随着居家消费需求恢复常态，在高基数下21H1颐海国际第三方渠道收入同比增长仅为1.1%，拖累收入增长。我们认为随着龙头企业已加码品牌推广和促销力度，行业产能出清或会加速。长期看复合调味品市场空间仍大，龙头具有竞争优势，未来增长可期。
- **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，当前公司估值处于阶段性低点，建议布局。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：**茅台批价快速上涨；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 休闲食品.....	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：本周飞天批价出现大幅波动，散瓶最低触及 2800 元/瓶，降幅约 300 元，整箱略微下滑至 3750 元/瓶。公司下达“双节”期间市场工作文件，要求对飞天、精品、牛年生肖执行 100% 拆箱、100% 清零、100% 开票，相比年初开箱政策范围更大、执行更严格。渠道囤货者担心公司放量后散瓶价格下滑，出现部分抛售，但实际接货量较小，价格虚低。由于茅台 9-10 月的货还未发出，经销商库存少，暂未产生放量效果，散瓶批价周末回升至 3000 元，整箱批价回升至 3800 元。预计公司 9.5 左右开始发货，我们预计批价可能会再次下降。目前渠道库存在一周左右。

五粮液：本周普五批价在部分地区出现下滑。华北地区批价稳定在 990 元左右，正在中秋发货中，发货量约为全年计划的 20%，预计 9.5 前全部到货。湖南地区批价 975-985 元，略微出现下滑，公司暂停发货以稳定批价，预计停货持续一周，渠道库存 25 天左右，能够满足短期市场需求。

泸州老窖：本周国窖批价稳定在 900 元左右。目前湖南地区已恢复打款发货，按 890 元打款全年计划的 20%，分两次发货，第一批货刚到，渠道库存 1 个半月左右。预计 9.5-9.10 第二次发货。

酒鬼酒：本周内参批价下降至 830 元左右，红坛 310 元左右，紫坛 390 元左右，传承 250 元左右。中秋打款已放开，内参经销商按调价后价格（940 元）打款，目前渠道库存仍有近一个月，经销商打款较少，预计一周后会增多。内参新包装将于 9.1 面世，瓶身字体改成金色，加印中粮标识，是内参上市 17 年来首次焕新，预计将上调出厂价，配合前期经销商打款战略价的上涨。预计新产品将于元旦前大规模上市销售，目前市场上还是以旧包装为主。

2. 重点公司跟踪

2.1 白酒

今世缘：渠道持续下沉，国缘引领增长。公司 21H1 营收 38.5 亿元，同比+32.2%，归母净利润 13.3 亿元，同比+30.9%；其中，21Q2 营收 14.5 亿，同比+27.3%，归母净利润 5.3 亿，同比+20.5%。（1）分产品看：21H1，公司特 A+/特 A/A 类/B 类/C 类收入分别为 25.3 亿/10.1 亿/1.6 亿/0.8 亿/0.5 亿，分别同比+49.7%/+12.8/+3%/-11.9%/-22.9%，出厂指导价三百元以上产品营收占比达到 65.9%，同比增加 4.09pct，主要系公司加快 V 系列布局，且新四开换代顺利，K 系列整体提升稳健有力。（2）分区域看：上半年公司收入仍主要来自于省内，占比 92.63%，但随着省外招商布局加快（期间内省外经销商增加 79 家），省外收入增速 42.11% 高于省内 31.34%。此外，省内苏南大区上半年收入增长 50%，苏中大区收入增长 37%，省内领先，南京深耕模式开始在苏南、苏中复制。

酒鬼酒：招商进展顺利，价量齐升促高增长。公司 21H1 营收 17.14 亿元，同比+137.3%，归母净利润 5.10 亿元，同比+176.6%；其中，21Q2 营收 8.06 亿，同比+96.8%，归母净利润 2.42 亿，同比+174.0%，业绩表现依旧亮眼，主要体现在两方面：（1）公司产品结构持续改善。上半年酒鬼系列收入 9.8 亿，同比+171%，销量 2836 吨，平均吨价 34.6 万，较 2020 年增长 9%；内参收入 5.2 亿，+增长 86%，销量 494 吨，平均吨价 105.2 万，较 2020 年增长 4%；湘泉收入 0.9 亿，同比+37%；其他系列收入 1.19 亿，同比+984%。整体结构省内 40% 省外 60%；酒鬼省内 30% 省外 70%；内参省内 60% 省外 40%。（2）招商进展顺利，回款情

况好。上半年公司经销商增加 292 家，销售回款 19.36 亿，预收款 8.72 亿（酒鬼系列），创历史新高。此外，公司拟启动三区二期工程建设，预计新增 7800 吨基酒产能，4000 吨储酒规模，保障公司未来发展所需的基酒供应。

洋河股份：渠道调整继续，整体趋势向好。公司 21H1 营收 155.43 亿元，同比+15.75%，归母净利润 56.61 亿元，同比+4.82%；其中，21Q2 营收 50.23 亿，同比+20.74%，归母净利润 17.99 亿，同比+28.61%。（1）“洋河+双沟”双轮驱动收效明显。上半年，公司中高档酒/普通酒分别营收 125.53 亿/26.01 亿，同比+16.48%/+19.18%，起头并进。2021 年，公司确立了“双名酒、双品牌”战略，对双沟进行独立运作，上半年双沟品牌营收实现同比增长 38.9%，高于公司整体收入增速。洋河品牌下，我们预计公司蓝色经典系列依旧贡献主要收入，其中梦 6+上半年收入预计增长 30%左右，梦 3 水晶版换代即将完成，预计收入增长 10%左右。（2）经销商结构持续优化。自 2019 年开始，公司为了解决渠道过度扁平化问题，围绕“一商为主，多商配称”的新型厂商关系进行营销调整转型，21H1 省内新增 305 家，减少 254 家，省外新增 254 家，减少 1134 家，积极优化经销商结构。

五粮液：高质量稳健增长，结构性改善突出。公司 21H1 营收 367.52 亿元，同比+19.45%，归母净利润 132 亿元，同比+21.74%；其中，21Q2 营收 124.27 亿，同比+18.02%，归母净利润 38.76 亿，同比+23.01%。（1）从产品端看，五粮液价量齐升，系列酒复苏起势。上半年，五粮液收入 271.38 亿，同比+17.27%，公司加强团购销售任务，经销商计划外打款比例有所提升，吨价较 2020 年增长 7%至 167.6 万/吨，毛利率较 2020 年增加 1.21pct 至 86.16%。系列酒收入 69.64%，同比+38.57%，公司围绕“坚持”、“优化”、“调整”三个关键词，坚定系列酒改革信心，将吨酒价纳入考核指标，引导销售片区逐步调整品牌和产品向中高价位聚焦，吨价较 2020 年增长 8.3%至 8.6 万/吨，毛利率较 2020 年增加 2.31pct 至 58%。（2）从渠道分布看，直销贡献突出，南北中加速发力。上半年公司团购业务和线上业务销售明显增加，实现直销收入 69.35 亿，同比+251%，接近去年全年完成额，收入占比提升至 20.3%，同比增加 13.3pct。其中华北区域直销比重最大，高达 42.38%，西部大本营市场直销占比相对较低。从全国销售分布看，公司主要市场在华东和西部，但上半年南部、北部、中部收入增速表现亮眼，分别为 73.61%、65.96%、49.31%，弱势区域正在有效加强。

2.2 休闲食品

煌上煌：终端消费疲软，H1 整体增速放缓。整体上半年表现不如预期，主要受疫情反复及终端消费疲软，高铁机场等高势能门店恢复不及预期，商超店受到社区团购等人流量的分流，整体单店端运营有所压力。毛利率在整体原材料价格平稳，公司积极采取原材料战略储备下，同口径仍有所提升。拓店端，上半年开店 417 家，计划达成约 92%，关闭门店 204 家，受疫情影响关店数量较多，门店拓张仍存在一定压力，公司全年计划开店 1400 家，预计下半年开店会加速。米制品业务同比略低于预期，主要是电商无效费用投放减少营收有所下降，但贴牌渠道增速预计较快，毛利率预计受渠道结构调整有所下降，目前整体改革效果尚未体现。展望后续，公司预计在 21-25 年每年开拓门店 1500 家左右，对标现有门店，门店数量有望实现 3-4 年翻番，公司积极围绕省外进行生产基地布局，有望保障实现业绩四年翻番的激励目标。

巴比食品：单店逐步恢复，团餐增速较快。疫情常态化下点位爆发对于早餐外食行业影响较为有限，营收端，公司 21H1 实现营收 5.95 亿元，同比增长 68.12%，相比 19H1 同比增加 23.6%，疫情常态化下预计门店端恢复较好。门店开拓端，公司通过外延内生及政策支持，门店开拓有望加速，跑马圈地正当时。团餐端，公司深耕早餐行业多年，产品定制化能力

较强，满足大客户的需求下，有望持续保持较高增长。毛利率受原材料上涨影响有所下滑，略微拉低利润增速。

2.3 调味品和速冻食品

颐海国际：中报营收和业绩均不及预期。高基数下，21H1 第三方渠道收入增长只有 1.1%，拖累了整体收入增长。上半年利润率下滑，主要由于低毛利的关联方渠道占比提升对整体辣椒、油脂原材料价格上涨，新品和次新品的毛利率比较低。此外，筷手小厨品牌还加大了广告投放和终端试吃活动，销售费用率也在提升。

日辰股份：中报业绩略低于预期。21Q2 局部地区仍有疫情发生，餐饮客户恢复不及预期。在高基数下，商超渠道收入也明显下滑。21Q2 利润不及预期是在于原材料涨价和产品结构的变化。下半年是相对的旺季，收入规模会有提高，我们认为公司的费用率会有改善。

安井食品：21Q3 利润率有望改善。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。公司目前也在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。我们预计 21Q3 公司利润率将会有所改善，当前估值处于阶段性低点，建议布局。

立高食品：利润短期承压，收入大超预期。21Q2 营收增长 60.6%，大超预期，主要山姆和盒马等商超渠道带动，产品品类扩张。利润不及预期主要由于（1）冷冻蛋糕等低毛利的产品占营业收入的比例上升（2）是油脂、糖类、面粉和鸡蛋等原材料价格上涨。冷冻烘焙食品行业处于发展初期，行业集中度低，市场空间大。公司产品和渠道双驱动，具有先发优势。

3. 行业观点

白酒板块：市场担心高端酒在当前舆论导向下提价方面遇到阻力，短期持股性价比不高。我们认为，当下茅台对应 2021 年利润的市盈率大概 35-40 倍之间，而茅台回落到 30-35 倍对应 2018 年市场对白酒恐慌时的估值，进一步回落的空间有限，但公司提价潜力所对应的股价涨幅远超回落空间。我们战略性推荐贵州茅台。从茅台长期超高端定位的属性来看，同其持续成长性相比的企业寥寥无几，此为价值判断的核心要义。市场担心舆论压力比较大压制酒厂未来提价预期，我们认为这还是在思考明年的利润还是后年的利润问题，并不是价值（估值）问题。相反，茅台批价的回落事实上有助于清理渠道乱象，同时并不伤害茅台的提价潜力。我们认为即使茅台批价回落，也不会出现类似 2012 年的状态，只要这点假设成立，茅台就始终有提价的潜在能力，而这种潜在能力是要放到估值里的。从估值的角度考虑，批价的回落对于茅台价值影响很有限。

休闲零食：中报披露期逐步接近尾声，整体来看，21H1 上半年整体板块受疫情反复及消费疲软的影响，终端表现受影响较大，分渠道来看，商超受人流量分流影响，以商超渠道为主的企业短期面临的业绩压力较大，以连锁门店为主的企业整体社区店及街边店恢复较好，但是高铁机场等高势能门店预计恢复仍需时间。体现在 H1 的业绩端，以商超渠道为主的盐津铺子等公司业绩承受较大压力，以连锁门店为主的巴比食品等恢复相对较好，包括全渠道布局的良品铺子线上积极拥抱社交电商等，线下积极开店，业绩的恢复情况相对较好。展望后续，绝味今年上半年在门店端积极展开营销活动，预计有效提振单店，疫情期间抓住优质点位空出机会加速开店，依旧看好其通过供应链优势及渠道管控能力持续提升

主业市占率及打造第二增长曲线。

调味品和速冻食品板块：安井食品近期销售仍保持较高增长。同时公司也在积极控费用，同时通过减促方式缓解成本压力。我们认为当前安井 22 年估值不到 50X，建议布局。调味品企业短期受商超渠道下滑和原材料价格上涨的影响，业绩表现不及预期。随着居家消费需求恢复常态，在高基数下 21H1 颐海国际第三方渠道收入同比增长仅为 1.1%，拖累收入增长。我们认为随着龙头企业已加码品牌推广和促销力度，行业产能出清或会加速。长期看复合调味品市场空间仍大，龙头具有竞争优势，未来增长可期。

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

茅台批价快速上涨，引起更大的舆论压力

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	hanqiyue@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
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@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

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。