



Research and
Development Center

酱酒发展势头不减，浓香酒表现稳定

食品饮料

2021年09月12日

证券研究报告

行业研究

行业周报

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

酱酒发展势头不减，浓香酒表现稳定

2021年09月12日

本期内容提要：

- **白酒板块：**本周中秋动销情况，渠道反馈整体需求一般，团购客户、散客到店人次比去年要少，采购量也在减少。我们认为由于今年中秋与国庆距离较远，且节日当天在周中，外地子女回家意愿较弱，家庭消费需求或有下降。飞天茅台动销快，批价稳定，精品、年份酒礼品需求旺，批价有所上涨。五粮液、国窖批价稳定，动销稳定。习酒品牌势能提升明显，君品习酒和窖藏系列相互支撑。次高端方面，汾酒出货好，全国范围内均有持续的动销。水井、舍得动销稳定，剑南春动销依旧突出。国台、金沙摘要，价格稳定在较高位置，动销势头较之前有所放缓，但依旧良好。茅台明年计划上市两个非标系列，我们预计系列动作将增加非标销售占比，带动茅台吨价的提升，贡献业绩增长。次高端酒在国庆宴席场景需求更大，本周舍得聘任4名新副总经理，其中有2位来自复星体系，一位负责财务，一位负责品牌。我们认为复星对舍得的赋能正在兑现，虽暂未介入市场营销工作，但从品牌文化定位上或有持续动作，有利于品牌价值的提升。
- **休闲食品板块：**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，终端表现有所承压，尤其是商超等渠道，连锁业态端整体社区店和街边店恢复较好，7-8月的数据来看，连锁业态社区店和街边店受疫情零星爆发影响预计较为有限，但高势能门店预计仍有缺口。展望后续，绝味今年在门店端积极展开营销活动，提升品牌势能，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7-8月销量仍保持较高增长，9月开始70%以上产品缩减促销力度，目前来看，减促措施并未影响到实际销售。公司近期聘请苏炳添为品牌代言人，有利于加强品牌宣传，代言费用不足千万，对利润影响有限。我们认为当前安井22年估值不到50X，推荐买入。调味品企业短期受新零售渠道和原材料价格上涨的影响，业绩表现不及预期。我们预计随着消费旺季到来，商超渠道和餐饮渠道逐步恢复，调味品渠道库存会有改善。上半年调味品企业虽然营收和利润承压，但是销量仍有增长，市场份额并未减少，行业格局并没有发生太大变化。短期内调味品企业提价较难，但我们认为随着需求回暖、库存去化，明年调味品有望实现提价。
- **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。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：**茅台舆论压力，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.....	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：9.5-9.12 飞天散瓶批价稳定在 3030-3050 元；整箱批价稳定在 3850 元。由于送礼需求增多，年份酒及精品酒销售情况较好，批价略有上涨。华北地区 9-10 月配额已发货到位，湖南地区还有部分货未到。目前公司仍在执行“双节”期间的 3 个 100% 开箱，国庆后开箱政策或有变化。近期发货与动销同时进行，经销商库存波动大，不具备参考性，中秋后统一反馈。

五粮液：9.5-9.12 普五批价稳定在 990 元左右，华北地区与湖南地区都已到货，目前发货量与全年计划任务基本相当，其中计划外约占 20%。近期发货与动销同时进行，经销商库存波动大，不具备参考性，中秋后统一反馈。

泸州老窖：9.5-9.12 国窖批价稳定在 900 元左右，华北地区与湖南地区均已到货，今年总体发货量约为全年计划的 80%。近期发货与动销同时进行，经销商库存波动大，不具备参考性，中秋后统一反馈。

酒鬼酒：9.5-9.12 内参批价稳定在 830 元左右，红坛 310 元左右，紫坛 390 元左右，传承 250 元左右。内参经销商按调价后价格（940 元）打款，基本打完全年货款；酒鬼酒小部分放宽到 9.20 以后打完全年货款。目前酒鬼、内参发货量约为全年计划的 90%。近期发货与动销同时进行，经销商库存波动大，不具备参考性，中秋后统一反馈。

2. 重点公司跟踪

2.1 白酒

贵州茅台：丁雄军董事长上任后，率队先后调研了茅台酒的生产车间、包装车间、勾贮车间、技术中心等部门，并深入习酒公司调研，提出“五定”要求。系列走访调研有助于丁董事长对公司生产经营等业务的了解，便于后续工作的开展。经销商反馈茅台 1935 和香溢五洲两款产品或于中秋国庆前上市，目前暂未接到打款通知。我们认为茅台非标酒有放量趋势，目前销量占比约 20%，预计在新款非标产品上市后，明年非标占比将有所提升，进一步拉升茅台酒平均吨价，贡献业绩增长。

舍得酒业：（1）复星体系负责品牌、财务的高管进入：周五发公告，新增 4 名副总经理，有 2 名从复星体系进入到舍得，一个是首席财务官，一个是做品牌的副总经理，我们认为复星赋能舍得正在逐渐兑现，对舍得文化产品定位、品牌宣传上有策略性把控，有助于舍得品牌价值的持续提升。目前复星对舍得生产、销售端尚未介入，经营团队稳定。**（2）回款及动销：**我们预计公司 7-8 月份回款大概 8 个多亿，九月份预计 5 个亿，7-9 月预计在 15 亿内，三季度营收或略超二季度。

水井坊：成都高端酒销售公司 9.9 发布全新典藏产品，零售价 1399 元。除了包装上的升级外，新典藏在酿造工艺上有较大改进，集合五大工艺“八月制曲、三月入窖、两轮肥槽精酿、五倍超长发酵周期、一年空窗养窖”，是对传统浓香工艺的传承与发扬，口感更加“陈香圆润”。我们预计典藏今年能做 30% 左右的销售增长，公司内部抽调一部分过去做典藏，势头比较猛，新公司找了 RTM 部的一把手负责现在典藏公司的总经理，原来南区的负责人现在调过去做市场营销，整个市场情况目前比较好。

2.2 休闲食品

绝味食品：公司 8 月发布定增公告，计划通过定增募集资金扩大产能，短期来看，公司 7-8

月预计社区店和街边店单店表现较好，疫情零星爆发对上两个渠道影响较为有限，高势能门店单店预计仍存在一定缺口。长期来看，公司今年通过品牌营销等活动积极提升品牌势能，预计有效提振单店，借助疫情期间优质点位空出加速开店，主业预计实现较快增速。渠道管控及供应链端存在优势，有望成功打造第二增长曲线

巴比食品：巴比食品主营包子、馒头等面点食品，主要渠道为加盟连锁。从单店微观模型来看，生意较为辛苦，终端的标准化相较卤味和奶茶门店更低，对于面点师傅依赖程度较高，加盟商更多为个体加盟商，整体扩张速度较为受限，但目前行业集中度极低，门店天花板仍很高。包子产品为刚需，客流较为稳定，在没有外在因素或者竞争者的冲击下，单店端的稳定性较好，预计目前单店基本恢复至疫情前。整体而言，公司在供应链及信息化端布局较为前瞻，上海大本营公司具备点位先发和品牌先发优势，预计产能瓶颈突破后，门店有望进一步加密，新区域逐步扩张中，公司有望在行业中获得长足发展。

2.3 调味品和速冻食品

安井食品：公司 7-8 月销量仍保持较高增长，9 月开始 70%以上产品缩减促销力度，目前来看，减促措施并未影响到实际销售。公司近期聘请苏炳添为品牌代言人，有利于加强品牌宣传，代言费用不足千万，对利润影响有限。

日辰股份：我们预计公司 7-8 月营收增长 30%以上，全年营收目标仍定在同比增长 30%，下半年处于旺季，收入体量相对上半年更大，下半年销售费用率预计有下降，全年利润预计会有略微正增长。

颐海国际：我们预计公司 7-8 月第三方营收增长不到 10%，表现较为乏力，并未达到预期。但是其他品牌逐步收缩终端陈列，竞争情况缓和，预计公司下半年促销力度将会缩减。油脂、包材等原材料价格仍在高位，预计下半年业绩仍有压力。

海天味业：21 Q2 公司受到社区团购渠道的扰动，以及高基数、高库存的压力，营收表现低于预期。公司 7-8 月动销情况较 Q2 已有好转，其中商超渠道恢复明显。公司整体渠道库存经过几个月的调整，目前基本达到良性状态。

3. 行业观点

白酒板块：本周中秋动销情况，渠道反馈整体需求一般，团购客户、散客到店人次比去年要少，采购量也在减少。我们认为由于今年中秋与国庆距离较远，且节日当天在周中，外地子女回家意愿较弱，家庭消费需求或有下降。飞天茅台动销快，批价稳定，精品、年份酒礼品需求旺，批价有所上涨。五粮液、国窖批价稳定，动销稳定。习酒品牌势能提升明显，君品习酒和窖藏系列相互支撑。次高端方面，汾酒出货好，全国范围内均有持续的动销。水井、舍得动销稳定，剑南春动销依旧突出。国台、金沙摘要，价格稳定在较高位置，动销势头较之前有所放缓，但依旧良好。茅台明年计划上市两个非标系列，我们预计系列动作将增加非标销售占比，带动茅台吨价的提升，贡献业绩增长。次高端酒在国庆宴席场景需求更大，本周舍得聘任 4 名新副总经理，其中有 2 位来自复星体系，一位负责财务，一位负责品牌。我们认为复星对舍得的赋能正在兑现，虽暂未介入市场营销工作，但从品牌文化定位上或有持续动作，有利于品牌价值的提升。

休闲食品板块：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，终端表现有所承压，尤其是商超等渠道，连锁业态端整体社区店和街边店表现较好，7-8 月的数据来看，连锁业态社区店和街边店受疫情零星爆发影响预计较为有限，但高势能门店预计仍有缺口。展望后续，绝味今年在门店端积极开展营销活动，提升品牌势能，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 7-8 月销量仍保持较高增长，9 月开始 70%以上产品缩减促销力度，目前来看，减促措施并未影响到实际销售。公司近期聘请苏炳添为品牌代言人，有利于加强品牌宣传，代言费用不足千万，对利润影响有限。我们认为当前安井 22 年估值不到 50X，推荐买入。调味品企业短期受新零售渠道和原材料价格上涨的影响，业绩表现不及预期。我们预计随着消费旺季到来，商超渠道和餐饮渠道逐步恢复，调味品渠道库存会有改善。上半年调味品企业虽然营收和利润承压，但是销量仍有增长，市场份额并未减少，行业格局并没有发生太大变化。短期内调味品企业提价较难，但我们认为随着需求回暖、库存去化，明年调味品有望实现提价。

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。