



Research and  
Development Center

# 高端白酒表现稳健，食品龙头静待改善

食品饮料

2021年09月19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

## 高端白酒表现稳健，食品龙头静待改善

2021年09月19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，与2020年相比较弱，与2018、2019年情况持平。飞天茅台进入放量阶段，散瓶批价出现下滑，整箱、精品、年份酒送礼需求旺，批价稳定。前期五粮液批价略有下滑，出货量加快，近期恢复至990元水平；国窖总体保持平稳，批价稳定。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。我们认为，应理性看待市场反应的“平淡”，去年因为疫情导致的报复性消费难以复制，目前白酒行业回归正常消费需求，侧面反映出行业发展的稳定性，价盘稳定就是最好的表现。
- **休闲食品板块：**板块本周表现平平，休闲食品整体偏日常消费，中秋国庆等节庆对于板块边际提振有限。卤制品赛道来看，7-8月份交通枢纽、综合体等高势能门店仍受疫情零星爆发影响，单店收入预计恢复到8-9成，街边店和社区店恢复相对好。整体而言，疫情长期对于三家的门店结构和质量存在正向影响，一方面疫情空出优质点位，其次疫情下加盟商更加偏好卤制品等初始投资小的业态，三家预计今年均有望加速开店，奠定长期增长良好基础。8月的线上零食数据来看，三只松鼠/良品铺子同比仍存在下滑，百草味略有提升，比比赞提升较为明显，头部企业在淘系平台上被分流情况依旧持续。建议关注卤制品赛道，市场空间大，行业集中度低，头部企业加速开店态势显著，预计拉动业绩增长。
- **调味品和速冻食品板块：**21Q2调味品上市公司受社区团购渠道的影响较大，营收和业绩增长均不及预期。一方面，社区团购渠道对传统渠道价盘体系冲击较大，也对经销商、销售人员信心有较大打击，导致经销商备货积极性下降，厂家出货量下滑。另一方面，社区团购渠道对整体消费有一定的抑制，因为消费者在线下商超渠道会存在一定程度地冲动性消费。7月政府加强了对于社区团购平台的指导，社区团购平台补贴减少，渠道越来越趋于规范化。社区团购渠道凭借扁平化的优势，有望成为调味品行业的重要渠道。21Q3传统渠道销售情况环比改善，海天、千禾等调味品企业渠道库存也趋于良性。我们预计随着消费旺季到来，餐饮渠道逐步恢复，海天等调味品企业动销有望恢复正常增长。21Q3安井食品销售保持正常增长，短期局部地区疫情对公司的影响有限。公司定增项目当前是正常审核的状态，按正常的进度，预计今年11-12月会完成定增的发行。安井食品质地优秀，当前估值合理，推荐买入。
- **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。冻品先生是公司重点打造的品牌，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。

- **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.....	6
2.3 调味品和速冻食品.....	6
3. 行业观点.....	7
风险因素.....	8

## 1. 高端白酒渠道跟踪

本周时间：2021.9.13-18

**贵州茅台：**本周飞天整箱批价较为稳定，在 3850-3880 元之间小范围波动；受商超渠道放货及经销商到货开箱销售影响，散瓶批价本周呈下降趋势，截至周六，已下滑至 2920 元左右，较前一周下降 100 元左右。目前公司仍在执行“双节”期间的 3 个 100% 开箱政策，9 月配额均已到货，节日需求依旧较旺。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：**本周普五批价稳定在 990 元左右，湖南地区发货量与全年计划任务基本相当，其中计划外约占 20%；河南地区发货量约为全年计划的 90%，其中计划内发货 70% 多。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：**国窖批价稳定在 900 元左右，目前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：**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：**本周商超渠道加快散瓶放量，其中夏商集团双节投放 45600 瓶茅台酒，另有 700 瓶用于空瓶复购；大润发双节投放 80000 瓶茅台酒；物美双节投放 60000 瓶茅台酒；麦德龙双节投放 20000 瓶茅台酒；物美超市双节投放 70000 瓶茅台，其中 10000 瓶用于空瓶复购；丹尼斯大卖场双节投放 15555 瓶茅台，其中 1000 瓶用于空瓶复购。上述商超渠道共计投放茅台酒约 143 吨。9 月 17 日，天猫超市实际销售 5492 瓶茅台酒及其系列酒；9 月 18 日预计将再投放 9048 瓶茅台酒及其系列酒。据国酒时空报道，茅台双节将投放超 7500 吨茅台酒，若加上茅台 1935 和香溢五洲两款新品，合计投放量或超 8000 吨，超过往年双节投放水平。受市场投放加大影响，目前散瓶茅台已出现批价下滑趋势，随着近日中秋假期的到来，我们预计节后批价可能会稳定在 2800 元左右。

**五粮液：**9 月初五粮液批价曾出现过一定程度下滑，市场出货量迅速增加，目前批价又回稳至 990 元附近。由于茅台批价居高不下以及开箱政策的影响，部分送礼需求溢出至整箱普五，中秋动销整体保持平稳。

**泸州老窖：**据河南经销商反馈，由于 7 月水灾及疫情影响，老窖在河南今年预计可以完成 7 个多亿，增速 40% 左右，10 亿目标销售的完成难度较大。

**山西汾酒：**截至 8 月底，山西省内回款与去年全年基本持平，9-11 月销售均为增量，公司对省内增长限高，不能超过 30%，维护市场的良好发展。省外河南市场回款约 85%，全年目标有序推进。当前青花及玻汾动销良好，公司采取配额制，存在供不应求现象。由于有青花 20 和玻汾两大单品的支持，公司现在重点发力青花 30 复兴版的推广，经销商打款价由 859 元提升至 969 元，其中提高的 110 元用于推广费用投入，经销商需像酒厂申请如何使用。总体看来，酒厂及经销商对做好青花 30 复兴版这款产品的信心较足。

**水井坊：**9月14日，公司推出股权激励计划草案，参与总人数不超过66人，其中董事、高级管理人员共3人（范总持股186万份，占比4.67%；朱总持股572万份，占比14.37%；蒋总持股155万份，占比3.90%），中基层人员及核心骨干不超过63人（持股3068万份，占比77.1%）。受让价格为公司回购股份交易均价110.01元/股的50%，即55.00元/股，共72.37万股，占当前总股本的0.15%。第一期50%解锁条件：公司2021年、2022年度营收增长率的平均值，在9家对标企业中排名前5；第二期50%解锁条件：公司2021年度、2022年度、2023年度营收增长率的平均值，在9家对标企业中排名前5。对标企业分别为上市酒企（除茅台外）2020年营业收入排名前十，分别为五粮液、洋河股份、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、顺鑫农业、今世缘、口子窖和老白干。2021年公司经营目标（不含拟布局的酱酒）：力争实现主营业务增长43%左右，净利润增长35%左右。我们认为在股权激励及高端酒销售公司的共同促进下，三季度实现开门红的几率较大。

**舍得酒业：**中秋国庆旺季期间，公司在一线和稍微有氛围的市场销售比较好，新兴市场华东、华南市场未达公司预期，整体库存增加，批价有下滑趋势，品味舍得最低出到340-350元之间。公司总部也在控货，9.15可打款、不发货，预计停发货一周，控量保价。

## 2.2 休闲食品

**卤制品板块：**渠道反馈来看，三家交通枢纽和综合体等高势能门店仍受疫情影响，目前基本恢复到疫情前8-9成，街边店和社区店恢复相对好。从三家的渠道结构来看，绝味街边店和社区店占比相对高，煌上煌商超门店占比相对多，受到社区团购等分流的部分影响，目前公司积极调整新开门店的渠道结构，预计边际影响会减弱，周黑鸭开放加盟前以交通枢纽门店为主，受疫情影响及渠道的主动调整，目前非枢纽门店营收预计占比超70%，整体来看，渠道的布局更加均衡健康。

**洽洽食品：**公司于2021年9月17日发布回购报告书，拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司部分社会公众股份，拟回购股份用于后期实施股权激励计划或员工持股计划，回购资金3000-6000万，拟回购股份约占比目前总股本的0.1%-0.2%，回购股份占比整体不高，但公司近年持续进行多期股权计划，预计进一步完善公司长效激励机制，深度绑定高级管理人员、核心及骨干人员与公司的利益，体现了公司对于未来发展的信心。

**劲仔食品：**公司解除限售的首次公开发行前已发行股份数量199363392股，占公司总股本的49.4453%，于2021年9月16日上市流通。本次解除限售后，有限售条件股份占比40.63%，其中首发前限售股占比39.84%（2023年09月14日解禁），股权激励限售股0.79%。同时，公司公告持股占比6.20%的马培元先生自本公告披露之日（2021年9月17日）起15个交易日后的三个月内以集中竞价方式、自本公告披露之日（2021年9月17日）起3个交易日后的三个月内以大宗方式合计减持本公司股份不超过8064000股（占本公司总股本比例2.00%），短期股价预计存在一定的压力。其次，公司公告拟以自有资金出资1亿元人民币作为有限合伙人与大河佳沃、雷亚大河、佳沃大河、重庆国科共同出资成立重庆向新力私募股权投资基金合伙企业，重庆向新力投资基金目标规模为人民币41000万元（最终以最终实际募集的资金金额为准），该基金计划将重点投资于以现代农业食品、前沿科技等中小企业为主，重点布局以休闲食品为主的创新品牌、以替代蛋白为主的食品科技全产业链。

## 2.3 调味品和速冻食品

**安井食品：**我们预计公司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。公司商超渠道销售环比改善，目前已恢复相应的增长。近期福建省局部地区出现疫情，但是公司生产、经营活动未受到明显影响。局部地区的疫情对 C 端的销售还有一定地促进作用。公司定增项目当前是正常审核的状态，按正常的进度，预计今年 11-12 月会完成定增的发行。

**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。根据渠道反馈，7 月政府加强了对于社区团购平台的指导，社区团购平台补贴减少，商超渠道恢复环比改善。公司 Q3 动销环比改善，渠道库存恢复至良性水平。

**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%，下半年处于销售旺季，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。

### 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，与 2020 年相比较弱，与 2018、2019 年情况持平。飞天茅台进入放量阶段，散瓶批价出现下滑，整箱、精品、年份酒送礼需求旺，批价稳定。前期五粮液批价略有下滑，出货量加快，近期恢复至 990 元水平；国窖总体保持平稳，批价稳定。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。我们认为，应理性看待市场反应的“平淡”，去年因为疫情导致的报复性消费难以复制，目前白酒行业回归正常消费需求，侧面反映出行业发展的稳定性，价盘稳定就是最好的表现。

**休闲食品板块：**板块本周表现平平，休闲食品整体偏日常消费，中秋国庆等节庆对于板块边际提振有限。卤制品赛道来看，7-8 月份交通枢纽、综合体等高势能门店仍受疫情零星爆发影响，单店收入预计恢复到 8-9 成，街边店和社区店恢复相对好。整体而言，疫情长期对于三家的门店结构和质量存在正向影响，一方面疫情空出优质点位，其次疫情下加盟商更加偏好卤制品等初始投资小的业态，三家预计今年均有望加速开店，奠定长期增长良好基础。8 月的线上零食数据来看，三只松鼠/良品铺子同比仍存在下滑，百草味略有提升，比比赞提升较为明显，头部企业在淘系平台上被分流情况依旧持续。建议关注卤制品赛道，市场空间大，行业集中度低，头部企业加速开店态势显著，预计拉动业绩增长。

**调味品和速冻食品板块：**21Q2 调味品企业受社区团购渠道的影响较大，营收和业绩增长均不及预期。一方面，社区团购渠道对传统渠道价盘体系冲击较大，也对经销商、销售人员信心有较大打击，导致经销商备货积极性下降，厂家出货量下滑。另一方面，社区团购渠道对整体消费有一定的抑制，因为消费者在线下商超渠道会存在一定程度地冲动性消费。7 月政府加强了对于社区团购平台的指导，社区团购平台补贴减少，渠道越来越趋于规范化。社区团购渠道凭借扁平化的优势，有望成为调味品行业的重要渠道。21Q3 传统渠道销售情况环比改善，海天、千禾等调味品企业渠道库存也趋于良性。我们预计随着消费旺季到来，餐饮渠道逐步恢复，海天等调味品企业动销有望恢复正常增长。21Q3 安井食品销售保持正常增长，短期局部地区疫情对公司的影响有限。公司定增项目当前是正常审核的状态，按正常的进度，预计今年 11-12 月会完成定增的发行。我们认为公司质地优秀，当前估值合理，推荐买入。

**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。	<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。	

## 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。