



Research and  
Development Center

# 白酒高景气持续，食品低估值复苏

食品饮料

2021年10月24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

## 白酒高景气持续，食品低估值复苏

2021年10月24日

### 本期内容提要：

- **白酒板块：**本周进入三季报披露期，各酒企逐渐向市场释放经营向好的积极信号，舍得、酒鬼高增势头不减，茅台稳定增长巩固市场信心。我们认为，酒企三季度的业绩兑现表明白酒行业正保持良好发展，行业景气度高。头部高端酒企，如茅台、五粮液、泸州老窖，库存处于低位，良性渠道建设也维护了价盘的稳定性，有利于长期持续性的业绩增长。次高端酒企正在充分享受酱酒热带来的价格带扩容，拥有全国化逻辑的扩张性酒企，如汾酒、舍得、酒鬼、水井坊，持续领跑。
- **休闲食品板块：**休闲食品三季报逐步披露，我们预计主要面向商超渠道的盐津铺子、洽洽食品等经营情况将好于二季度，Q2 为至暗时刻，Q3 预计有所恢复。洽洽于本周发出提价公告，有望提升公司的盈利能力，洽洽作为瓜子的绝对龙头企业，提价影响整体偏正面，对于渠道动销的负面影响有限。目前三只松鼠、百草味、来伊份、良品铺子等零食零售企业陆续进军商超渠道，预计商超渠道休闲食品板块整合有望加速。对于线下连锁业态而言，渠道变革带来的人流量迁移影响仍在持续，叠加疫情反复消费疲软，Q3 经营情况整体面临较大挑战，良品铺子 Q3 线下营收基本与去年同期持平也侧面表明这一点，预计同为连锁业态的绝味食品 Q3 营收保持中双位数增长，全年有望完成 25%的营收股权激励目标，看好其通过供应链及渠道管控优势获得长足发展。
- **调味品和速冻食品板块：**龙头提价预期渐起，成本压力有望得到缓解。火锅调料行业竞争态势趋缓，中小品牌在渠道和地域上开始收缩。颐海 21Q3 第三方业务销售收入预计实现个位数增长，环比有改善。由于原材料、包材、物流成本上升，我们预计颐海有望提价。随着旺季到来，我们预计安井食品也将顺利提价，从而缓解成本上涨的压力。限电政策对安井产能仍有一定影响，这也加剧了旺季公司产品供不应求的紧张状态。
- **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。休闲食品板块，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、周黑鸭，盐津铺子 Q3 盈利扭亏为盈，调整效果明显，广纳人才，激励到位，明年业绩可期，建议关注。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.....	4
2. 重点公司跟踪.....	4
2.1 白酒.....	4
2.2 休闲食品.....	5
2.3 调味品和速冻食品.....	5
3. 行业观点.....	6
风险因素.....	6

## 1. 高端白酒渠道跟踪

时间：2021.10.18-10.24

**贵州茅台：**飞天整箱批价环比下降 50 元至 3750 元；散瓶批价环比下降 20 元至 2810 元。由于非标产品开箱政策出现松动，本周精品整箱批价下降 150 元至 4180 元，牛年生肖下降 200 元至 4500 元。11 月配额将于本月底到货，渠道库存 10 天左右。

**五粮液：**普五批价保持稳定，北京地区在 1000 元左右，湖南地区在 980-985 元。21Q3 五粮液发货量同比增长约 10%，当前整体发货量与全年计划相当，其中计划内发货约有 85%。为了稳定价盘，当前公司发货节奏较旺季放缓，渠道库存约 30 天。

**泸州老窖：**国窖批价稳定在 900-920 元，由于公司从 9.28 开始停止接收订单，目前经销商全年款已打完，总体发货量约 90%，此后经销商需按 950 元的计划外价格补货。渠道库存约 40 天。

**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。目前经销商已基本完成全年打款任务，酒厂发货量约 90%。酒鬼、内参渠道库存约一个多月，公司下半年核心任务为动销工作。

## 2. 重点公司跟踪

### 2.1 白酒

**贵州茅台：全年增速锚定，系列酒发展强劲，直销促进利润释放。**21Q3 公司实现营业总收入 263.32 亿元，同比增长 9.99%；营业收入 255.55 亿元，同比增长 9.86%；归母净利润 126.13 亿元，同比增长 12.37%。Q1-3 公司营收增长 11.05%，与全年营收增长 10.5% 的目标基本匹配，得益于直销占比的提升，利润端加快释放。21Q3，茅台酒收入 220.43 亿元，同比增长 5.55%，三季度放量并不明显，收入增长主要由价格贡献；系列酒收入 34.8 亿元，同比增长 48.09%，环比增加 10.36pct。前三季度，系列酒收入已实现 95.4 亿，接近去年全年销售体量，我们预计今年全年系列酒将正式跨入百亿规模。系列酒的快速增长是近年来酱酒热的缩影，随着渠道的梳理到位及产能的释放，系列酒将成为公司另一增长极。

**舍得酒业：主动控货保持渠道良性，预收款留有业绩蓄水池。**21Q3 公司实现营业 12.16 亿，同比增长 64.83%，归母净利润 2.34 亿，同比增长 59.65%；销售回款 17.24 亿，环比增加 3.67 亿，经营发展势头强劲。三季度末，公司预收款 8.52 亿，环比增加 4.82 亿，留有收入蓄水池。中秋国庆旺季期间酒水走量，品味舍得价格略有回落，公司主动采取控货方式维护价盘，由此导致收入确认低于预期。若公司三季度正常发货确认收入，毛利率、费用率、净利率将符合预期。我们认为，次高端价位带在 2020 年坐实、扩容，还有几年发展红利期，舍得把价盘控好，有利于渠道的稳定和进一步发展。沱牌持续高增提升品牌消费氛围，前三季度公司经销商数量增加 416 家，招商进展顺利，体现渠道信心。随着老窖池恢复，公司 12 万吨老酒储备及产销动态滚动平衡将持续保障老酒战略的系统性实施。

**酒鬼酒：持续品牌文化输出，全国化高增势头不减。**21Q3 公司实现营业收入 9.3 亿，同比增长 128.7%，归母净利润 2.1 亿，同比增长 43.4%，扣非净利润 2.1 亿，同比增长 131.6%。今年以来，公司通过央视广告投放、《千里走单骑》、《中国国家地理》、馥郁荟、内参价值研讨会等形式，输出公司品牌文化价值，提升品牌形象。上半年公司借由多款产品战略价上调，促进经销商打款，回款节奏快，截至 10 月 1 日，经销商基本打完全年款项。三季度

末，公司实现销售回款 26.5 亿，预收款 5.2 亿，环比下降 3.5 亿，主要系发货确认了部分酒鬼酒的收入。由于内参销售公司实际为公司的一个经销商，其回款收入并不体现在公司报表上，因此公司的实际收入蓄水池比 5.2 亿更多，支撑四季度业绩释放。9 月 26 日，公司总投资 23 亿元的三区建设开工，2023 年底竣工投产，将实现年生产 1.08 万吨馥郁香型基酒及 1.78 万吨基酒储存能力。我们积极看好公司十四五期间的全国化发展路径，未来产能释放将保障公司业绩兑现。

## 2.2 休闲食品

**良品铺子：业绩符合预期，线上增长亮眼。**公司本周发布 2021 年三季报，收入利润均实现双位数增长，业绩基本符合预期。分业态来看，Q3 线上同比+18.53%，增长亮眼，主要系京东自营平台增长较快。线下业务受渠道变革及经济疲软影响，短期增长受阻，门店数据端，Q3 单季度门店净增加 43 家，其中，新开门店 193 家，关闭门店 150 家，截至 2021Q3 底，公司门店数量为 2770 家，整体 Q3 关店仍较多，单店仍待恢复。展望后续，公司全渠道布局具备优势，深耕渠道有望持续带动业绩增长，规模优势下，盈利能力有望进一步提升，业绩有望具备高弹性。

**洽洽食品：产品提价，有望缓解原材料涨价压力。**基于原料涨价压力，公司于 10 月 22 日宣布提价，对公司葵花子系列产品以及南瓜子、小而香西瓜子产品进行出厂价格调整，各品类提价幅度为 8%-18%不等，价格执行于公告当日开始实施。整体来看，此次提价幅度和范围均高于 2018 年时期，洽洽作为瓜子的绝对龙头企业，提价影响对于公司盈利能力整体偏正面，零食消费偏冲动型，预计对于终端动销影响较为有限。

**桃李面包：短期业绩承压，长期产能释放加厚壁垒仍可期。**公司单 Q3 营收同比+5.57%，归母净利润同比-25.82%，受限电、双减政策学生需求受损及原材料价格上涨影响，短期业绩承压。长期来看，公司深耕短保烘焙多年，逐步加厚供应链壁垒，产能稳步释放下，保障营收端增速。

**秋糖实况：三只松鼠、来伊份均陆续进军商超渠道。**三只松鼠此次参展的为专供线下经销的坚果新品，SKU 约 30 余个，和线上产品主要在包装上进行明显的区隔，部分区域总监在场进行招商，区域经销毛利率约 40-50%。来伊份参展的主要为线下商超及流通渠道招商产品，主推品类涉及果干、鸭脖等辣卤、锅巴等膨化、每日坚果等定量装，生产方式主要为 OEM 模式。零食零售企业纷纷入驻商超渠道，有望加速整合商超定量装板块。

## 2.3 调味品和速冻食品

**安井食品：旺季到来，公司有望实现提价。**近期限电政策对公司产能有一定影响，但整体相对可控。由于原材料和人工成本上涨，我们预计随着旺季到来，公司会直接或者间接提价。我们预计 21Q3 公司收入端仍保持快速增长，利润端略有压力。

**颐海国际：行业竞争缓解，提价预期渐起。**三季度以来竞争对手推广和铺市力度减弱，行业竞争环境改善。由于原材料、包材、物流成本上升，我们预计公司会有提价可能。年初到现在，颐海官方的提价已经超过 10 次，金装清由底料、干拌饭均有不同程度地调价。公司将调味品和方便速食的经销商做了拆分，调味品经销商覆盖不到的网点，做休闲食品的经销商能覆盖到，为明年的增长打下基础。

**天味食品：库存已恢复至良性，明年公司有望实现业绩高增。**公司对今年收入目标的要求

减弱，降低促销力度，终端动销依靠自然增长。目前公司对经销商的进货不做要求，渠道的库存压力减少。由于公司对于今年增长目标淡化，市场投入费用明细减少，我们预计虽然 Q3 公司营收有下滑，但利润率环比将会改善。

**海天味业：提价整体对公司有利，但短期内终端提价仍较困难。**9 月海天提价风声之后，分销商进货加大，经销商库存有转移，同时也抢占经销商的资金，可以对竞品形成挤压，整体对海天还是有利的。短期内终端涨价还是比较困难，要看旺季的消费需求。我们预计 21Q3 公司收入增速环比有改善，但是利润端仍有压力。

### 3. 行业观点

**白酒板块：**本周进入三季报披露期，各酒企逐渐向市场释放经营向好的积极信号，舍得、酒鬼高增势头不减，茅台稳定增长巩固市场信心。我们认为，酒企三季度的业绩兑现表明白酒行业正保持良好发展，行业景气度高。头部高端酒企，如茅台、五粮液、泸州老窖，库存处于低位，良性渠道建设也维护了价盘的稳定性，有利于长期持续性的业绩增长。次高端酒企正在充分享受酱酒热带来的价格带扩容，拥有全国化逻辑的扩张性酒企，如汾酒、舍得、酒鬼、水井坊，持续领跑。

**休闲食品板块：**三季报逐步披露，我们预计主要面向商超渠道的盐津铺子、洽洽食品等经营情况将好于二季度，Q2 为至暗时刻，Q3 预计有所恢复。洽洽于本周发出提价公告，有望提升公司的盈利能力，洽洽作为瓜子的绝对龙头企业，提价影响整体偏正面，对于渠道动销的负面影响有限。目前三只松鼠、百草味、来伊份、良品铺子等零食零售企业陆续进军商超渠道，预计商超渠道休闲食品板块整合有望加速。对于线下连锁业态而言，渠道变革带来的人流量迁移影响仍在持续，叠加疫情反复消费疲软，Q3 经营情况整体面临较大挑战，良品铺子 Q3 线下营收基本与去年同期持平也侧面表明这一点，预计同为连锁业态的绝味食品 Q3 营收保持中双位数增长，全年有望完成 25% 的营收股权激励目标，看好其通过供应链及渠道管控优势获得长足发展。

**调味品和速冻食品板块：**龙头提价预期渐起，成本压力有望得到缓解。火锅调料行业竞争态势趋缓，中小品牌在渠道和地域上开始收缩。颐海 21Q3 第三方业务销售收入预计实现个位数增长，环比有改善。由于原材料、包材、物流成本上升，我们预计颐海有望提价。随着旺季到来，我们预计安井食品也将顺利提价，从而缓解成本上涨的压力。限电政策对安井产能仍有一定影响，这也加剧了旺季公司产品供不应求的紧张状态。

**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	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	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	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。