



Research and
Development Center

白酒估值优势突出，次高端扩容机会大

食品饮料

2021年11月7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 首席分析师
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

白酒估值优势突出，次高端扩容机会大

2021年11月7日

本期内容提要:

- **白酒板块:** 本周茅台批价已回落至一个相对平稳的状态，散瓶批价2700元左右，整箱批价3450元左右，新董事长上任后对茅台酒价格的积极管控见效，茅台酒的供需仍是紧平衡关系，拆箱政策的取消减少了市场上部分炒作行为，使茅台酒价格回归理性。未来，我们也积极看好公司管理层对茅台酒价格市场化、法制化的进一步措施。中秋国庆双节后，大多数酒企处于一个年度收尾的状态，全年销售额基本锚定。当前，500-600元浓香次高端酒受酱酒价格下滑的影响，批价出现10元左右的小幅下滑，但300-400元浓香次高端酒批价依旧稳定，良性的渠道库存给予酒企稳定发展一定的保障，汾酒、舍得、水井等企业仍在享受次高端扩容的红利期。
- **休闲食品板块:** 受到提价预期及商务部鼓励储存生活用品等多因素的推动，板块本周股价表现有所上升。从经营情况来看，Q3的业绩情况整体相比Q2有所恢复，但是渠道变革带来的渠道碎片化影响仍在持续，叠加疫情反复，积极拥抱渠道变迁的公司有望实现更快恢复。对于商超渠道，人流量下降已成客观事实，主要面向商超渠道的公司短期将经历阵痛，长期来看商超渠道的品牌有望加速整合，具备供应链优势的企业有望强者愈强。整体来看，我们看好具备强供应链及渠道管控优势的绝味食品，主业渠道深耕仍大有可为，疫情期间逆势开店，短期单店运营需要爬坡期，长期有望加速行业整合速度，休闲卤味延伸至大卤味有望打造第二增长曲线，以及调整效果初显的盐津铺子。
- **调味品和速冻食品板块:** 本周大众品提价陆续落地，板块走势整体表现较强。11月安井食品部分产品提价3-10%，以缓解成本端的压力，我们预计21Q4公司利润率将有所改善。公司7-8月订货会透支了部分需求，9月公司减促提价对销售产生了一定影响。10月在提价通知和节日消费的带动下，经销商备货增加，销售表现已稳定。短期公司业绩有压力，但我们长期看好在管理、渠道和品牌方面都有竞争优势的速冻龙头安井食品。本周安琪、恒顺、天味等部分产品均实现提价，调味品企业提价动作从酱油向其他品类延伸。在社区团购渠道走弱，以及传统渠道流量恢复的背景下，21Q3调味品企业动销改善。展望21Q4，随着旺季的到来，我们预计调味品企业仍将延续恢复趋势。
- **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中高端白酒，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，推荐关注渠道深耕仍大有可为的休闲卤制品头部企业绝味食品，调整效果初显的盐津铺子。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：**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

时间：2021.11.1-11.7

贵州茅台：飞天整箱批价稳定在 3450 元左右，散瓶稳定在 2700 元左右，拆箱政策取消后的批价回落进入短期的平稳期。全国部分地区 11 月配额未到货，渠道库存 10 天左右。

五粮液：普五批价保持稳定，北京 1000 元左右，湖南 980-985 元。北京大商已基本提完全年配额，湖南大商还有 10% 左右的计划内配额未到货，整体计划外发货量占比约 20-25%。渠道库存约 30 天。

泸州老窖：国窖批价稳定在 900-920 元，目前经销商全年款已打完。北京地区大商已提完全年配额，湖南地区仍有不到 10% 的配额未发出，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%。目前酒鬼、内参渠道库存约一个多月。

2. 重点公司跟踪

2.1 白酒

今世缘：回购股份，适时实施股权激励。10 月 30 日，公司发布公告称，拟使用不超过人民币 5.18 亿元（含）的自有资金，回购股份数量为 660 万股至 770 万股，占公司回购前总股本约 0.5261%-0.6138%，用于实施股权激励计划。受 2020 年疫情影响，公司于 2020 年 4 月公告的三年期激励计划草案未正式授予，后续激励方案或与去年 4 月的草案相近，此前未持股管理层或将获股权激励，大幅提升管理层和员工积极性，并彰显公司对未来较快增长的信心。

酒鬼酒：江苏市场销售额破亿，同比增长三倍。11 月 2 日，酒鬼酒公司的“馥郁荟”品牌活动亮相南京。会上透露，自 2020 年 11 月公司与江苏万事全兴食品科技有限公司达成战略合作协议以来，截至 2021 年 9 月，酒鬼酒在江苏市场销售额过亿，同比增长 300%。依托成熟高效的厂商共赢体制、精准密切的消费圈层营造和持续创新的品牌文化输出，酒鬼酒在省外市场迅速扩张。

2.2 休闲食品

连锁业态逆势开店短期预计需要更长的爬坡期，长期有望加速细分行业整合。海底捞公告称逐步关停 300 家左右经营未达预期门店，从连锁业态扩张角度来看，海底捞在疫情期间逆势开店，但在消费疲软、渠道变革叠加疫情反复的影响下，单店的爬坡期预计更长，但长期来看，具备资金、渠道管控优势的企业有望加速提升市占率。具体到休闲卤制品赛道，整体单店初始投入和运营成本相对低，逆势拿店短期单店端成熟期预计更长，但长期行业整合有望加速。

盐津铺子：确立打造品牌，复利供应链的战略转型方向。公司在 10 月 28-30 日开展品牌产品研讨会，围绕品牌、品类、渠道等规划展开讨论，确立了战略转型方向，即打造品牌，复利供应链，品类端聚焦鱼豆腐、蟹柳鱼肠、薯片等核心品类，品类上进行全规格覆盖，同时保持原有 KA、AB 类超市优势外，在零食专卖店、批发、CVS、校园店等渠道全面发

展。我们认为，目前零售渠道有向碎片化发展的趋势，公司积极拥抱全渠道有望更好的触达消费者，聚焦核心品类、加强供应链建设有望获得长足发展。

2.3 调味品和速冻食品

安井食品：商超恢复，锁鲜装明显改善。11月安井食品部分产品提价3-10%，以缓解成本端的压力，我们预计21Q4公司利润率将有所改善。公司7-8月订货会透支了部分需求，9月公司减促提价对销售产生了一定影响。10月在提价通知和节日消费的带动下，经销商备货增加，销售表现已稳定。随着商超流量恢复，21Q3锁鲜装销售额增长约有25%，环比有明显改善。限电政策对公司产能影响有限，但是对公司规模效应有影响，一定程度也拖累了公司的利润表现。

安琪酵母：由于成本提升，公司本周继续提价。本周公司对旗下无铝害油条膨松剂、馒头改良剂等产品上调出厂价，我们预计平均涨幅为25%。国内酵母行业竞争格局好，同时下游用户对于酵母的需求刚性，我们预计公司提价的传导将会顺畅。当前糖蜜价格仍在高位，但能源成本、海外运输成本已开始走低，我们预计公司盈利能力将会持续改善。

天味食品：公司部分产品宣布提价缓解成本端压力。由于主要原材料、运输、能源等成本持续大幅上涨，公司决定从11月5日起，陆续上调部分产品的出厂价，目前主要涉及川菜调料产品。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。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，市场投入费用将会减少，我们预计21Q4公司利润将继续改善。

3. 行业观点

白酒板块：本周茅台批价已回落至一个相对平稳的状态，散瓶批价2700元左右，整箱批价3450元左右，新董事长上任后对茅台酒价格的积极管控见效，茅台酒的供需仍是紧平衡关系，拆箱政策的取消减少了市场上部分炒作行为，使茅台酒价格回归理性。未来，我们也积极看好公司管理层对茅台酒价格市场化、法制化的进一步措施。中秋国庆双节后，大多数酒企处于一个年度收尾的状态，全年销售额基本锚定。当前，500-600元浓香次高端酒受酱酒价格下滑的影响，批价出现10元左右的小幅下滑，但300-400元浓香次高端酒批价依旧稳定，良性的渠道库存给予酒企稳定发展一定的保障，汾酒、舍得、水井等企业仍在享受次高端扩容的红利期。

休闲食品板块：受到提价预期及商务部鼓励储存生活用品等多因素的推动，板块本周股价表现有所上升。从经营情况来看，Q3的业绩情况整体相比Q2有所恢复，但是渠道变革带来的渠道碎片化影响仍在持续，叠加疫情反复，积极拥抱渠道变迁的公司有望实现更快恢复。对于商超渠道，人流量下降已成客观事实，主要面向商超渠道的公司短期将经历阵痛，长期来看商超渠道的品牌有望加速整合，具备供应链优势的企业有望强者愈强。整体来看，我们看好具备强供应链及渠道管控优势的绝味食品，主业渠道深耕仍大有可为，疫情期间逆势开店，短期单店运营需要爬坡期，长期有望加速行业整合速度，休闲卤味延伸至大卤味有望打造第二增长曲线，以及调整效果初显的盐津铺子。

调味品和速冻食品板块：本周大众品提价陆续落地，板块走势整体表现较强。11月安井食品部分产品提价3-10%，以缓解成本端的压力，我们预计21Q4公司利润率将有所改善。公司7-8月订货会透支了部分需求，9月公司减促提价对销售产生了一定影响。10月在提价通

知和节日消费的带动下，经销商备货增加，销售表现已稳定。短期公司业绩有压力，但我们长期看好在管理、渠道和品牌方面都有竞争优势的速冻龙头安井食品。本周安琪、恒顺、天味等部分产品均实现提价，调味品企业提价动作从酱油向其他品类延伸。在社区团购渠道走弱，以及传统渠道流量恢复的背景下，21Q3 调味品企业动销改善。展望 21Q4，随着旺季的到来，我们预计调味品企业仍将延续恢复趋势。

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	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	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。	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。