

龙头销售延续领先，“双十一”迎来“新常态”

——食品饮料周专题 20211115

食品饮料周报

2021年11月15日

报告摘要:

● 全网回顾：双十一活动时间延长，整体GMV延续增长

今年双十一由10月20日延续至11月11日，天猫、京东分为两波小周期。双十一当天全网GMV为3146亿元，整体活动期间，天猫/京东GMV分别达5403/3491亿元，分别同比+8.45%/+28.58%。

双十一逐渐步入新常态，直播/新零售/社区团购补充增量，中小品牌与新商家快速发展，给予市场更多活力与机会，整体商业模式更趋于良性发展。“Z世代”消费力强劲，“她经济”特征明显，18-30岁人群双十一消费占比48%，女生贡献双十一62%消费额。

● 休闲食品：促销力度加大，三只松鼠十年蝉联全网第一

1) 双十一活动力度加大：线上依赖度较高的企业双十一折扣幅度大致为平日价的40%-50%，促销力度较去年更有加大，以线下为主的企业折扣幅度大致为65%-85%。2) 线上龙头地位稳固：从预售到大促，三只松鼠、良品铺子、百草味均稳居休闲食品份额前三。3) 三只松鼠连续十年蝉联休闲食品全网第一：松鼠再度达成全渠道第一，更加关注坚果心智及礼赠需求，小鹿蓝蓝持续两年达成宝宝零食销量第一。

● 调味品：促销力度同比加大，减盐、油醋汁为消费热点

1) 整体促销力度同比加大：由于终端需求边际弱修复，调味品行业整体仍然面临较大的需求压力，因此今年“双十一”加大了促销力度，其中酱油、复调促销力度更大，食醋行业整体相对缓和；2) 千禾在线上渠道仍占领先地位：与去年同期情况基本一致，今年“双十一”调味品销售份额占比最高的仍然是千禾、海天，线上竞争格局相对维持稳定；3) 新品类：在健康消费趋势下，今年“双十一”较为热门的仍然是零添加、减盐酱油，以及主打轻食、低脂的油醋汁。此外，复调头部品牌也推出了许多新品，如筷手小厨金汤酸菜鱼、好人家薄盐骨汤酸菜鱼等。

● 本周观点

双十一线上消费展现韧性，关注明年线下消费复苏情况。高端白酒延续景气，部分区域名酒受益当地经济增长，个股估值存在修复空间，推荐**五粮液、泸州老窖**，建议关注**口子窖**；大众消费品边际改善，推荐**千禾味业、李子园**。

● 风险提示

宏观经济不达预期、疫情持续时间超预期、业绩不达预期、食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 11月12日	EPS			PE			评级
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
000858	五粮液	203.85	6.13	7.03	8.30	33	29	25	推荐
000568	泸州老窖	210.00	5.31	6.70	8.39	40	31	25	推荐
603589	口子窖*	59.30	2.74	3.30	3.91	22	18	15	未评级
603027	千禾味业	26.38	0.27	0.43	0.56	98	61	47	推荐
605337	李子园	42.20	1.33	1.74	2.13	32	24	20	推荐

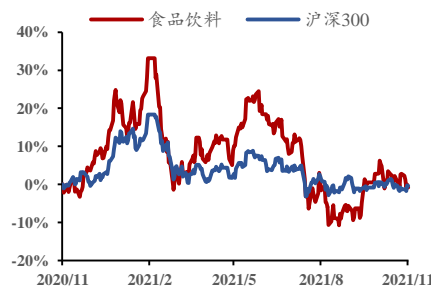
资料来源：公司公告、民生证券研究院

注：*为民生证券未覆盖公司，EPS预测值取wind一致预期

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

邮箱：xionghang@mszq.com

分析师：李啸

执业证号：S0100521100002

邮箱：lixiao@mszq.com

研究助理：姚启璠

执业证号：S0100121100006

邮箱：yaoqifan@mszq.com

研究助理：孙冉

执业证号：S0100121100003

邮箱：sunran@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：S0100120070033

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

1.【民生食品饮料】民生食品饮料行业周报 20211108：大众品提价落地，推动基本面向好发展

目录

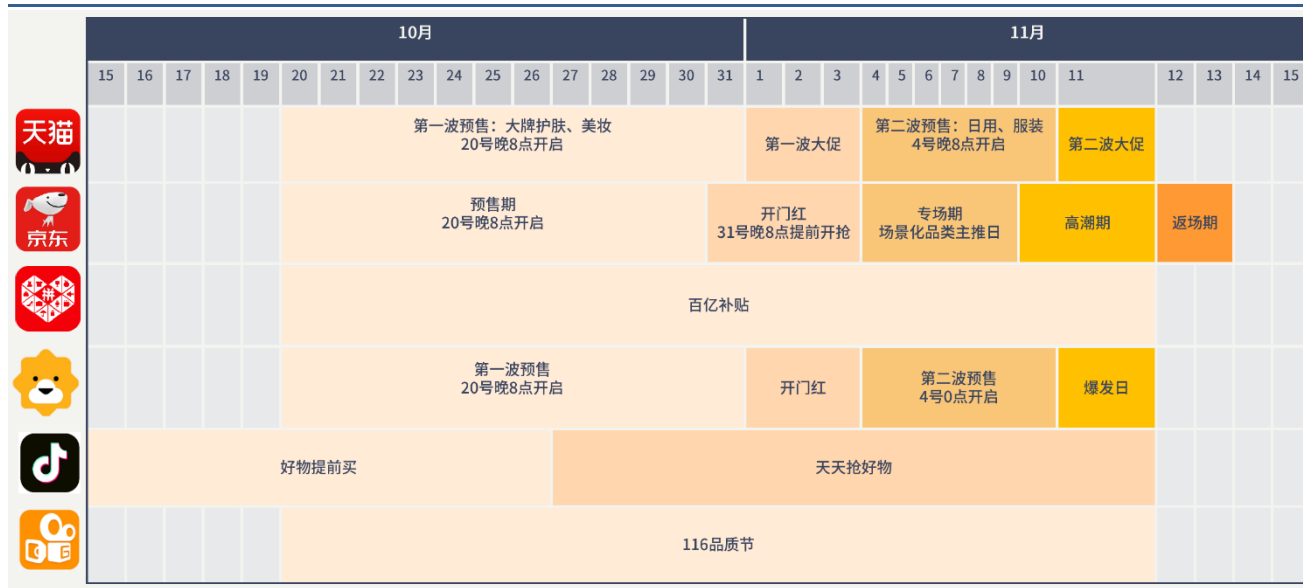
1 全网回顾：双十一活动时间延长，整体 GMV 延续增长	3
1.1 两轮大促小周期分流双十一当日 GMV，新平台迎来快速发展	3
1.2 “她经济”、“Z 世代”消费力强劲，中小品牌丰富市场多样性	5
2 休闲食品：促销力度不减，三只松鼠十年蝉联全网第一	7
3 保健品：汤臣倍健双十一线上收入高增长，行业头部地位稳固	10
4 调味品：促销力度同比加大，减盐、油醋汁为消费热点	11
4.1 酱油：千禾线上销售额仍领先，减盐、有机成为新趋势	11
4.2 食醋：促销力度同比持平，油醋汁成新消费热点	13
4.3 复合调味品：去库存叠加销售旺季，线上促销力度较大	14
5 酒类：高端白酒延续景气，双十一线上数据靓丽	15
5.1 双十一：高端名酒引领白酒消费，精酿啤酒风潮正盛	15
5.2 白酒：茅台价格稳步回落，渠道状态健康有序	15
6 重点推荐及盈利预测	17
7 风险提示	18
插图目录	19
表格目录	19

1 全网回顾：双十一活动时间延长，整体 GMV 延续增长

1.1 两轮大促小周期分流双十一当日 GMV，新平台迎来快速发展

今年双十一活动，主流平台淘宝、京东等从10月20日晚20点开始预售，活动持续至11月11日24:00。期间天猫、京东双十一分为两个小周期，10月20日-10月31日第一轮预售，11月1日-3日第一波大促，11月4日-10日第二轮预售，11月11日当天第二波大促。两波小周期分流了过往双十一当天的大订单大流量，也给消费者留出充足时间挑选“拔草”。今年双十一天猫降低满减额度，每满200减30，并给88VIP用户发放大额消费券，11月1日900元消费券+11月11日560元消费券。京东将大促及付尾款时间提前到前一天晚20点(10月31日、11月10日晚20:00)，让消费者不熬夜更加从容选购，并通过“小时购”整合多种京东到家资源。历经13年双十一，逐渐拓展出短视频、H5广告、种草、场景化营销等多种业态模式，产品品类也由有形商品拓展向美食团购、旅游门票、平台会员等无形商品，双十一活动由最初打折促销转向情感共鸣、多维供给、全线联动。

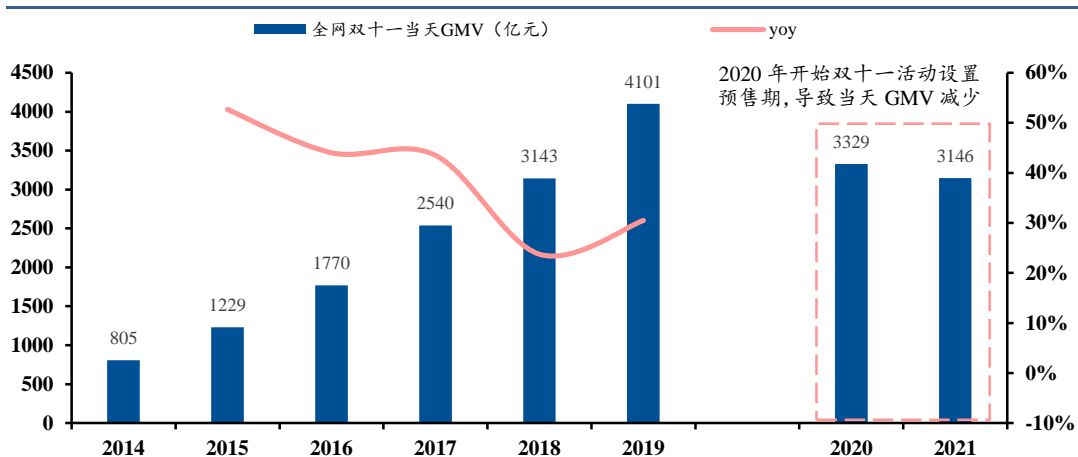
图1：今年双十一主流电商活动安排



资料来源：星图数据，民生证券研究院

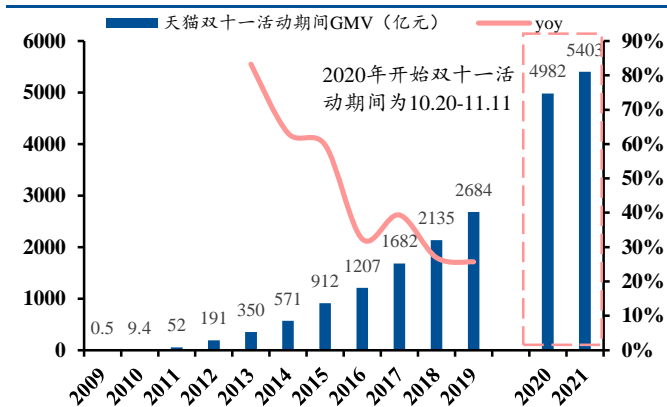
今年双十一当天全网销售额3146亿元，由于天猫分为两个小周期，并设置预售期，11日当天GMV有所下滑。但以10月20日至11月11日天猫整体双十一活动期间来看，天猫GMV达5403亿元，同比+8.45%。京东整体双十一活动实现GMV3491亿元，同比+28.58%。双十一活动时间拉长，分流原有双十一当天大流量，减缓品牌短期密集营销推广，更关注于品牌积累、产品品质、供应链体系等综合实力。

图2: 全网双十一当天 GMV 规模为 3146 亿元



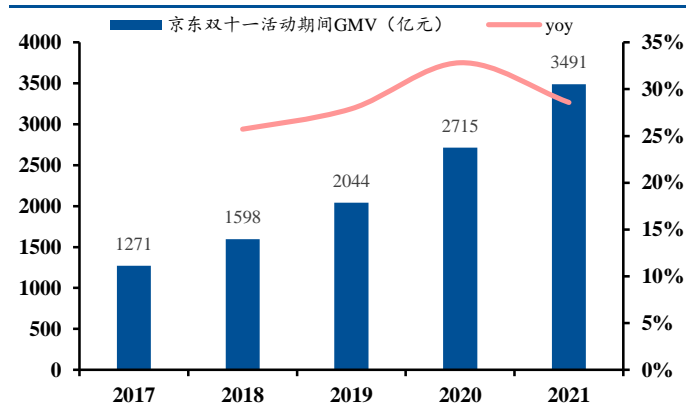
资料来源: 星图数据, 民生证券研究院

图3: 天猫双十一活动期间 GMV 达 5403 亿元



资料来源: 阿里巴巴公告、腾讯网, 民生证券研究院

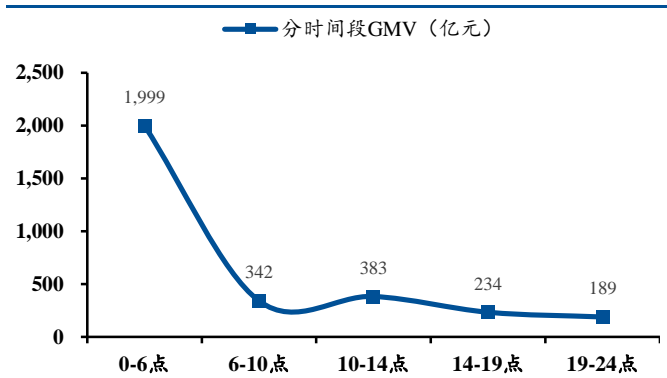
图4: 京东双十一活动期间 GMV 达 3491 亿元



资料来源: 京东公告、腾讯网, 民生证券研究院

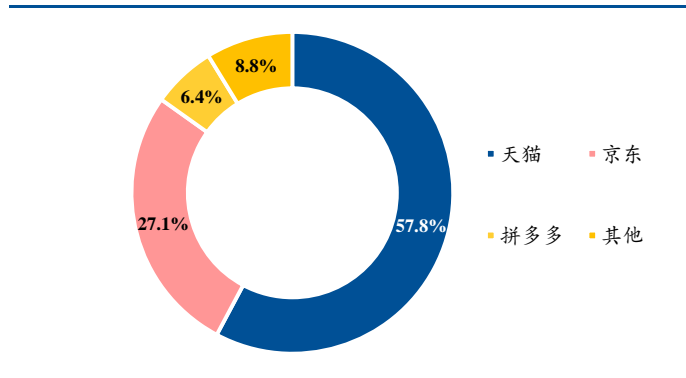
分时段看, 订单大量集中于晚上, 今年双十一当天0-6点实现GMV 1999亿元, 占比63.52%, 零点秒杀依然是双十一最主要的消费方式, 也成为双十一独特的购物体验。分平台看, 天猫、京东依然为最主流的电商平台, 天猫/京东/拼多多分别实现GMV 1818/851/201亿元, 分别占比57.79%/27.06%/6.40%, 其他平台合计占比8.75%。分品类看, 双十一TOP品类集中于家用电器、手机数码、服装、个护美妆等低购买频次、高ASP品类, 食品饮料在整体品类中排名第8位。

图5: 全网双十一分时段销售额分布



资料来源: 星图数据, 民生证券研究院

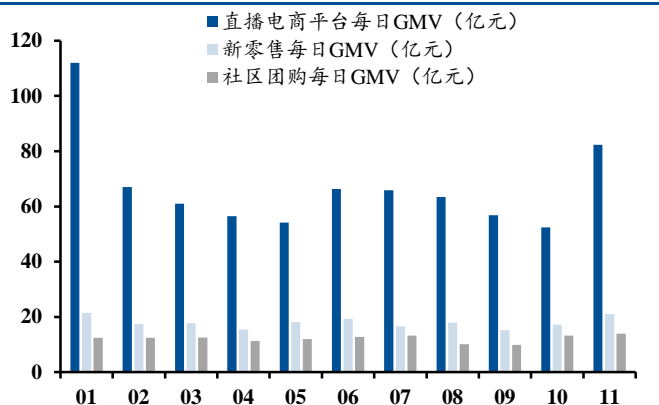
图6: 全网双十一各平台销售额分布



资料来源: 星图数据, 民生证券研究院

直播、新零售、社区团购等新兴渠道快速发展，整体渠道模式趋向多元化。11月1日-11月11日，直播电商/新零售/社区团购分别实现GMV 738/197/134亿元。直播电商受双十一大促营销推动较为明显，呈现出1日和11日两个小高峰，新零售和社区团购主要服务于日常生活，品项以生鲜及日用品为主，双十一活动期间整体表现较为平稳。直播马太效应明显，达人直播占比78%，同比+85.1%，点播占比22%，同比+91.5%。

图7: 直播、新零售、社区团购新兴渠道快速发展



资料来源: 星图数据, 民生证券研究院

图8: 直播、新零售、社区团购平台 GMV 排名

	直播电商	新零售	社区团购
No.1	点淘	淘鲜达	美团优选
No.2	快手	美团闪购	多多买菜
No.3	抖音	饿了么	兴盛优选
No.4		京东到家	
No.5		盒马	

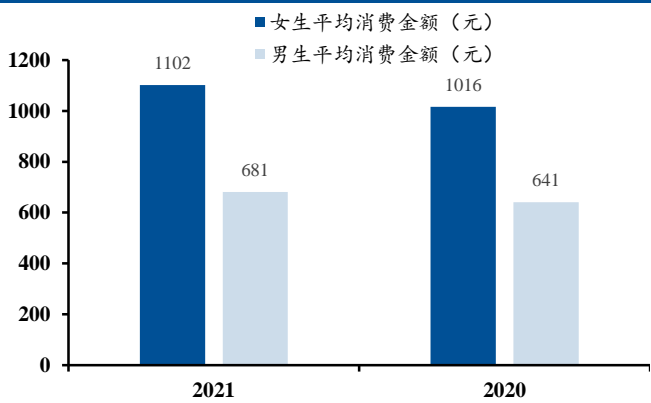
资料来源: 星图数据, 民生证券研究院

1.2 “她经济”、“Z世代”消费力强劲，中小品牌丰富市场多样性

在整体消费疲软及活动时间延长背景下，双十一逐渐步入新常态，消费逐渐回归理性，新渠道新平台补充量增，中小品牌与新商家快速发展，给予市场更多活力与机会，整体商业模式更加趋于良性发展。

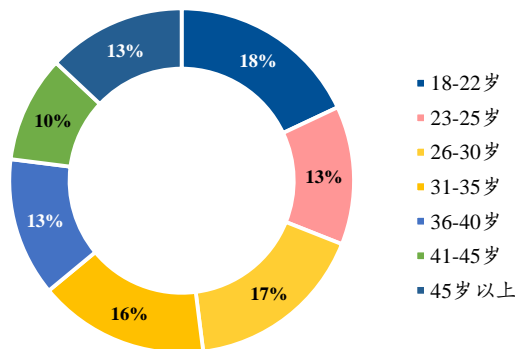
“她经济”、“Z世代”双十一亮点突出。双十一女性仍然是消费主力，整体呈现明显的“她经济”，今年双十一女生平均消费金额 1102 元（去年 1016 元），高于男生平均 681 元（去年 641 元），女生贡献整体 61.81% 销售额，基本持平于去年。“Z世代”人群超 2.6 亿，整体消费能力更强，对电商依赖程度更高，整体生活刚性需求及悦己消费需求推动双十一高消费力，90 后、00 后大学生集中的 18-30 岁人群双十一消费占比 48%，接近于 30 岁以上人群消费总和。

图9: “她经济”明显，女生贡献整体 62% 销售额



资料来源: 星图数据, 民生证券研究院

图10: “Z世代”消费力更强，18-30岁人群消费占比48%



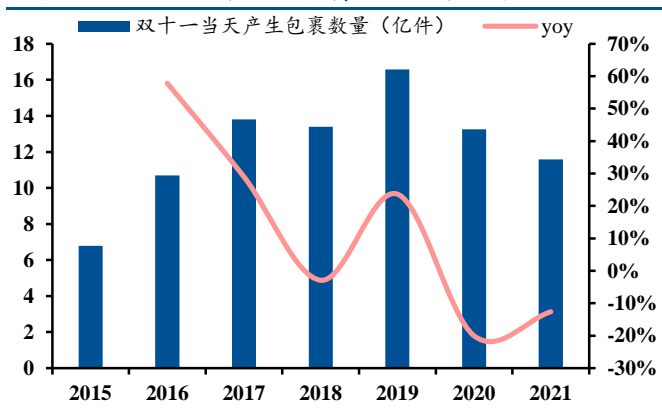
资料来源: 星图数据, 民生证券研究院

主流电商平台增速下滑，新兴渠道补充增量。在整个双十一活动期间，即10月20日-11月11日，天猫GMV 5403亿元，同比+8.45%，京东GMV 3491亿元，同比+28.58%，在今年整体消费疲软及过往高基数背景下，今年双十一增速都出现不同程度的下滑，而直播电商、新零售等新兴渠道的补充支撑了整体GMV增长，渠道多元化成为当今主流模式。10月31日-11月11日，全网实现GMV 9523亿元，同比+13.41%。对于未来的发展业态，淘宝带动中小品牌发展，更加关注商家及消费者的可持续发展；京东注重于整个供应链体系、物流体系的打造。

中小品牌与新商家快速发展。今年全网85238个品牌参与双十一活动，共计5257.49万个SKU。天猫平台，29万商家参加双十一活动，其中新商家和中小商家占比65%，为历史最高，SKU达1600万。在电商去中心化背景下，扶持小品牌和新商家成长，头部品牌增量不明显，但中小商家正快速增长，从去年到今年，698个商家实现从百万级到千万级的跨越，78个品牌实现从千万级到亿级跨越。京东平台，31个品牌超10亿规模，43276个商家GMV同比增长200%以上，中小品牌新增数量同比增长超4倍。中小品牌快速成长的背后，是整体商业模式趋向更长期、更可持续发展的状态，多品牌的参与也共同将“赛道”做大、丰富市场的品牌多样性。

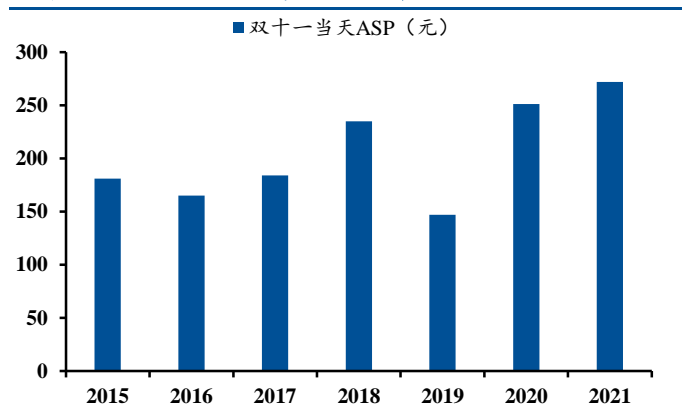
物流处理能力提升。今年双十一当天产生包裹11.58亿件，当天全国邮政及快递企业共处理6.96亿件包裹，由于双十一时间拉长，当日包裹数量同比-12.60%，但整个活动期间包裹数量仍保持高速增长，11月1日-11日邮政及快递公司共处理47.76亿件包裹，较去年同期增长20.45%，包裹数量的增加验证消费力增长的同时，也验证了物流体系的庞大和物流效率的提升，为电商发展奠定了基础。今年双十一当日ASP为272元，同比+8.37%，ASP的波动更多来自于产品结构的变化。

图11:双十一当日包裹数量下滑，但活动期间高速增长



资料来源：国家邮政局、星图数据，民生证券研究院

图12:双十一当日ASP同比小幅上升

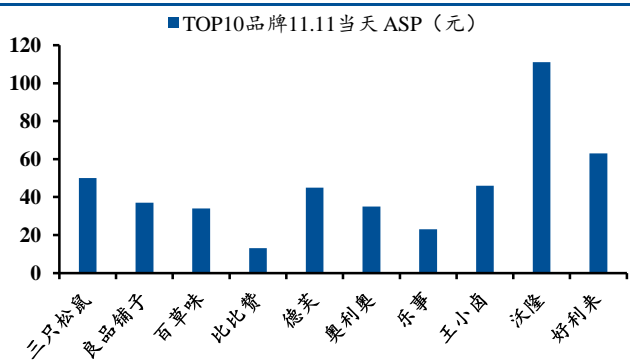


资料来源：星图数据，民生证券研究院

2 休闲食品：促销力度不减，三只松鼠十年蝉联全网第一

在今年双十一活动中，休闲零食热门品类集中于饼干膨化、坚果零食、糕点点心。品牌层面，无论是双十一当天，还是整体活动期间，即10月31日20:00-11月11日24:00，TOP3品牌均为三只松鼠、良品铺子、百草味，龙头地位依旧稳固，长期品牌积累、全品类覆盖及用户黏性所构筑的护城河有力支撑品牌长期发展。从ASP客单价角度看，客单价与产品结构及促销方式高度相关，沃隆的整箱坚果、德芙的组合装巧克力均有力拉高客单价，而三只松鼠、良品铺子、百草味部分单品包邮相应拉低客单价。

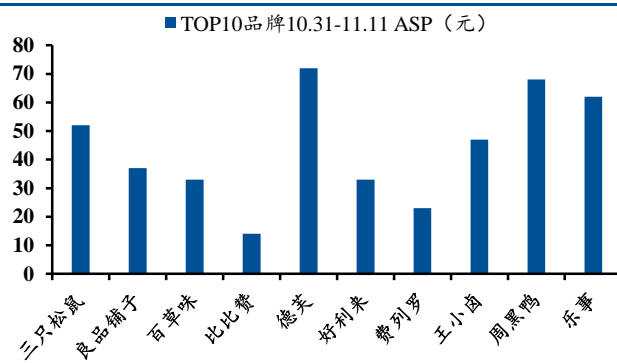
图13:双十一当天 TOP10 品牌及 ASP 情况



资料来源：星图数据，民生证券研究院

注：排序为各品牌全网销售额

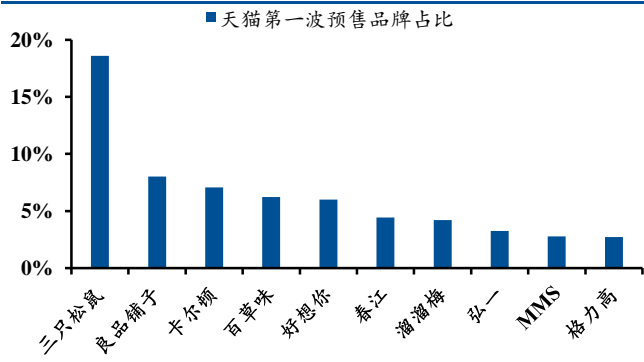
图14:10.31-11.11 TOP10 品牌及 ASP 情况



资料来源：星图数据，民生证券研究院

从预售情况来看，天猫第一波预售（10月20日20:00-10月31日21:59）TOP3品牌分别为三只松鼠、良品铺子、卡乐比，百草味位于第四，第二波预售（11月4日20:00-11月20日21:59）TOP3品牌为三只松鼠、良品铺子、百草味，两波预售TOP10品牌份额合计分别为63.28%/79.72%，行业马太效应明显。京东的两波预售，第一波有平台方参与，第二波主要为品牌方独自运营，第二波预售小品牌快速发展，其中第一名“900”主要产品体系为压缩饼干、罐头肉制品等方便食品，第二名冠生园在京东的主要预售产品也为即食代餐食品。从TOP单品来看，坚果为双十一重点品类，淘宝两轮预售中，坚果及坚果+零食礼包均占据5席，京东第一波预售中，三只松鼠独占TOP10单品中的9席，覆盖坚果、零食全品类，以礼包为主。

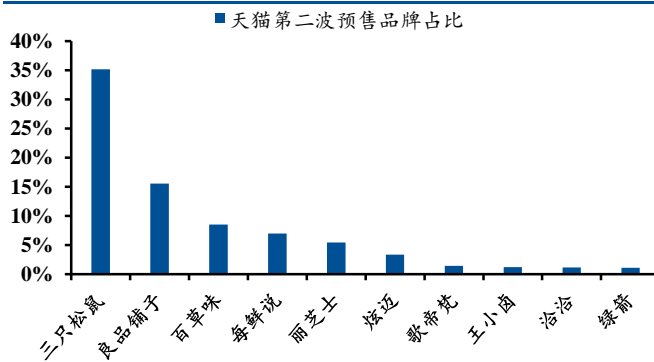
图15:天猫第一波预售 TOP10 品牌及份额



资料来源：星图数据，民生证券研究院

注：第一波预售时间为10月20日20:00-10月31日21:59

图16:天猫第二波预售 TOP10 品牌及份额

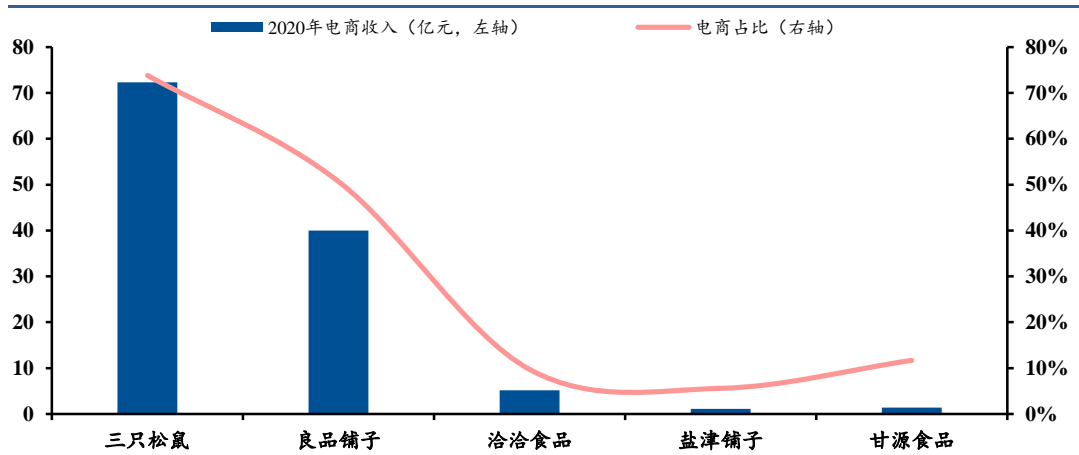


资料来源：星图数据，民生证券研究院

注：第二波预售时间为11月4日20:00-11月20日21:59

休闲零食各品牌的渠道模式差异较大，2020年三只松鼠线上收入占比73.83%，高度依赖于线上渠道，松鼠正拓展线下门店和分销业务，推动渠道多元化发展。良品铺子自线下门店起家，已拥有超2700家门店，线上线下趋于均衡发展，2020年线上收入占比50.68%。甘源食品/洽洽食品/盐津铺子均以线下为重，同步布局线上，2020年线上收入分别占比11.68%/9.70%/5.58%，洽洽定位线上为销售渠道+新品推广+品牌传播+会员运营，更关注高质量发展，盐津及甘源正大力推动线下散装布局，盐津同步大力拓张定量装流通渠道。

图17:各休闲零食品牌线上收入及占比



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

今年双十一促销力度普遍略高于去年，尤其是对于线上依赖度较高的公司，双十一期间加大促销力度，拉升整体业绩表现。今年三只松鼠、良品铺子、百草味的促销力度大致处于40%-50%区间，为去年同期价格的85%-95%。对线上依赖度较小的洽洽食品、盐津铺子、甘源食品促销力度相对较小，大致为65%-85%，并且线上渠道除官网直营外更有天猫超市等B端业务及经销店铺，促销方式更为复杂。

表1: 休闲零食各品牌双十一价格及折扣力度对比

品牌	产品及规格	单件到手价 (元)			2021年折扣力度	销量 (件)
		平时	2020年双十一	2021年双十一		
三只松鼠	每日坚果 30包 750g	79	39.5	34.75	44%	30万+
	手撕面包 1000g	19.9	9.95	9.45	47%	20万+
	森林大礼包 1498g	49	40.5	24.5	50%	10万+
	巨型零食大礼包 30包	128	69	59	46%	7万+
良品铺子	手撕面包 1000g	18.9	11.4	11.4	60%	20万+
	原味猪肉脯 100g	14.5	14.45	14.45	100%	9万+
	每日坚果 30包 750g	74	34.5	34.5	47%	6万+
百草味	巨型零食大礼包 25包	138	128	99	72%	5万+
	手撕面包 1000g	17.9	8.95	8.95	50%	10万+
	麻辣零食大礼包 3包	37.4	17.95	17.9	48%	10万+
	芒果干 120g*3包	21.9	19.9	9.95	45%	8万+
洽洽食品	每日坚果 30包 750g (锁鲜装)	89	69	43.8	49%	6万+
	皇葵黑糖五香味瓜子 110g*5包	39.9	-	26.9	67%	3万+
	焦糖味瓜子 108g*6包 (天猫超市)	35.8	30.8	24.8	69%	1万+
	每日坚果 30包 750g	149	-	104.7	70%	3k+

	每日坚果 30包 750g(进化论包装)	79	-	68.95	87%	1万+
盐津铺子	31℃鲜鱼豆腐散装约 20包	13.9	-	8.9	64%	3万+
	零食大礼包散装约 18包	13.9	-	8.9	64%	1万+
	魔芋爽散装约 10包	11.5	-	6.5	57%	8k+
	鳕鱼肠散装约 30包	27.9	-	17.9	64%	2k+
甘源食品	蒜香味青豌豆 285g (天猫超市)	9.6	7.95	9.6	100%	7万+
	青豌豆散装混合口味 500g (优麦)	18.8	16.02	18.8	100%	1万+
	瓜子仁散装混合口味 500g (优麦)	18.8	16.02	16.02	85%	1万+
	蟹黄味蚕豆 100g	7.9	6.9	6.9	87%	2k+

资料来源：各品牌天猫官方旗舰店、天猫超市、优麦旗舰店，民生证券研究院

注：单件到手价为店铺最佳优惠方案下单件产品到手价，不包含平台满减及红包

双十一时间区间为整体活动期间，即 10 月 20 日-11 月 11 日，包含预售及两波大促

三只松鼠作为线上起家的坚果零食品牌，从 2012 年成立当年起，即为双十一食品类 GMV 全网第一，至今 10 年双十一蝉联全渠道第一。在 2020 年精简 300 余款长尾 SKU 之后，更加聚焦于坚果品类，双十一每日坚果市场份额 48%，礼盒市场份额 62%，持续培育“三只松鼠=坚果”的心智认知，持续迭代“礼品新选择=坚果”。

子品牌小鹿蓝蓝切入婴童零食“赛道”之后，2020 年 6 月上线 22 天即成为宝宝零食品类销量第一，持续 14 个月保持第一，双十一再度达成宝宝零食品类第一。线下市场，上千家投食店与松鼠小铺同步参加双十一，分销渠道已铺开 200 余家经销团队，双十一分销预销售破亿，接下来将重点备战线下春节，通过坚果礼打造坚果年货节。

图18:三只松鼠全网第一

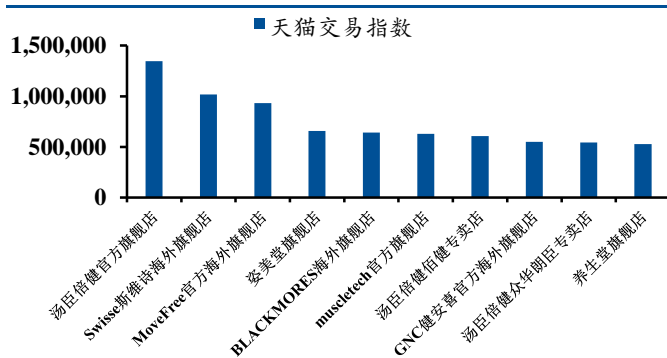


资料来源：三只松鼠天猫官方旗舰店，民生证券研究院

3 保健品：汤臣倍健双十一线上收入高增长，行业头部地位稳固

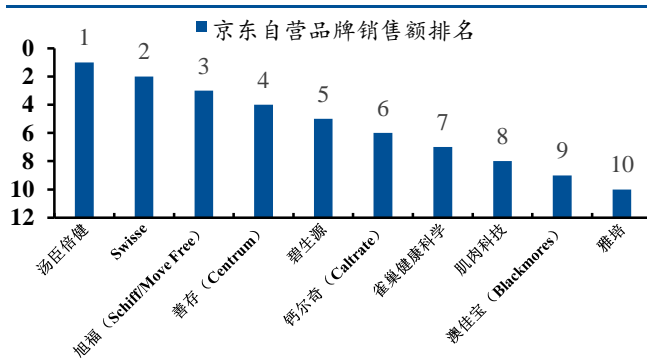
膳食营养补充剂行业（VDS）线上渠道收入在双十一期间保持高速增长。汤臣倍健作为龙头企业继续领跑行业。天猫平台，双十一期间汤臣倍健官方旗舰店、汤臣倍健佰健专卖店、汤臣倍健众华朗臣专卖店均入选天猫膳食营养补充剂店铺交易指数排名前 10。京东平台，汤臣倍健品牌销售额在京东自营营养保健排行榜中排名领先。

图19:双十一期间天猫平台交易指数



资料来源：生意参谋，民生证券研究院

图20: 双 11 当日京东自营品牌销售额排名



资料来源：京东商智，民生证券研究院

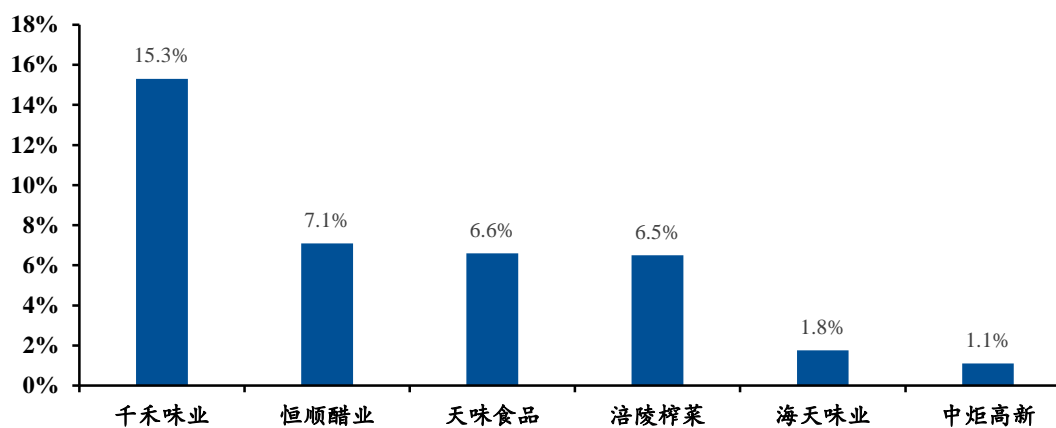
在与投资者互动中，汤臣倍健透露双十一期间汤臣倍健旗下全品牌全网销售额超 6 亿元，同比+38.3%。2021 年双十一期间营业收入占 20Q4 收入 10.62 亿元的 56.50%；占 2020 全年收入的 9.84%；占 2021 年前三季度收入的 9.95%。双十一期间线上收入已成为汤臣倍健全年及 Q4 收入的重要来源。21 年双十一期间汤臣倍健收入增速为+38.3%，高于前三季度收入端+19.8% 增速，线上渠道收入成长性高于线下渠道。

从具体品类看，胶原蛋白、蛋白粉、保健益生菌产品受消费者认可度较高。其中，汤臣倍健蛋白粉产品成交额为天猫、京东平台同品类第一；胶原蛋白、乳清蛋白产品在天猫、京东平台均收到消费者追捧；Life-Space 产品夺得天猫跨境保健益生菌类目第一及京东国际自营益生菌单品销量冠军。大单品方面，双十一期间汤臣倍健核心大单品线上收入保持较快增长，其中 Life-Space、健视佳品牌全网成交额同比增速预计将超过 50%，“天然博士”、“BYHEALTH” 全网成交额增速有望超过 100%。

4 调味品：促销力度同比加大，减盐、油醋汁为消费热点

分析今年“双十一”的调味品销售情况，我们总结出三大特征：**1) 整体促销力度同比加大**：由于终端需求边际弱修复，调味品行业整体仍然面对较大需求压力，因此今年“双十一”加大了促销力度，其中酱油、复调促销力度更大，食醋行业整体相对缓和；**2) 千禾仍然在线上渠道占领先地位**：与往年同期情况一致，今年“双十一”调味品销售份额占比最高的仍然是千禾、海天，线上竞争格局相对维持稳定；**3) 新品类**：在健康消费趋势下，今年“双十一”较为热门的仍然是零添加、减盐酱油，以及主打轻食、低脂的油醋汁。此外，复调头部品牌也推出了许多新品，如筷手小厨金汤酸菜鱼、好人家薄盐骨汤酸菜鱼等。

图21:调味品公司线上业务的收入占比（2020年）

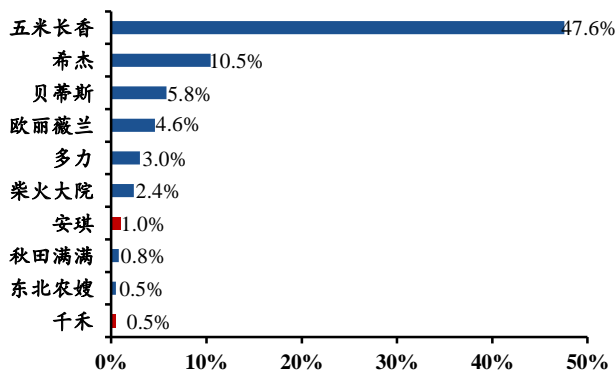


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

4.1 酱油：千禾线上销售额仍领先，减盐、有机成为新趋势

(1) 从品牌份额来看，千禾延续领先地位。根据星图数据，10月20至11月10日期间，千禾销售额为调味品品牌份额第一，其次为欣和、李锦记、海天。具体来看，在天猫第二波预售期间（2021年11月04日20:00-10日21:59），千禾/欣和/李锦记/海天的销售额占粮油调味品类比例分别为9.2%/3.1%/1.9%/1%。

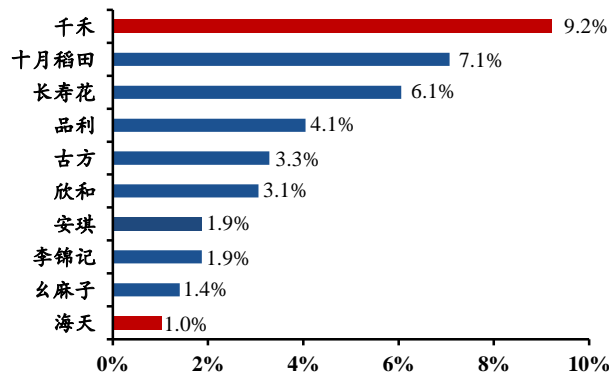
图22:TOP10品牌及各自占比（第一波预售）



资料来源：星图数据，民生证券研究院

注：第一波预售时间为2021年10月20日20:00-31日21:59

图23:TOP10品牌及各自占比（第二波预售）



资料来源：星图数据，民生证券研究院

注：第二波预售时间为2021年11月04日20:00-10日21:59

(2) 从促销力度来看，酱油今年“双十一”有所加大。根据天猫与京东数据，主要品牌的酱油产品在今年“双十一”均加大了促销力度，其中，海天产品价格同比下降幅度在 20%~60% 之间，千禾、厨邦促销力度偏小，但零添加、味极鲜等核心单品价格同比亦有 10%~35% 的降幅。

图 24：海天、千禾、厨邦“双十一”促销力度有所加大

品牌	产品	规格	价格 (元, 2020.11.11)	价格 (元, 2021.11.11)	yoy	平台
海天	金标生抽	1.28L*2	34.9	26.3	-24.6%	天猫 旗舰店
	味极鲜	1.9L*2	44.9	21.39	-52.4%	
	零添加	480ml*2	35.9	31.9	-11.1%	
	老字号365高鲜	480ml*2	45.8	19.94	-56.5%	
	有机酱油	480ml	68	53.9	-20.7%	
	老字号淡盐	480ml*2	45.8	35.9	-21.6%	
千禾	零添加180天	1.28L*2	25.9	16.9	-34.7%	京东自营 旗舰店
	东坡红特级老抽	1L	11.9	13.4	12.6%	
	头道原香180天	1.28L*2	43	35.8	-16.7%	
	有机酱油	500ml	49.8	49.8	0.0%	
厨邦	味极鲜	1.43L	4.95	9.95	101.0%	京东自营 旗舰店
	鲜酱油头道	900ml	9.95	6.75	-32.2%	
	美味鲜生抽王	1.25L	11.95	7.95	-33.5%	
	金品生抽	820ml	10.36	10.12	-2.3%	

资料来源：天猫，京东，民生证券研究院

(3) 消费新热点：今年“双十一”我们也观察到一些新的酱油品类，例如淡盐、减盐、有机概念成为比较热门的产品。此外，海天推出的 0 添加金标生抽，线上表现优于另一款新品“裸酱油”。

图 25：海天今年“双十一”强调 0 添加概念



资料来源：天猫，民生证券研究院

4.2 食醋：促销力度同比持平，油醋汁成新消费热点

(1) 从促销力度来看，食醋今年“双十一”同比基本持平。根据天猫数据，相较于去年促销力度，今年食醋行业并无明显变化，其中，恒顺主要产品价格同比基本持平，紫林产品价格同比甚至小幅上涨，但海天加大了促销力度(与酱油促销力度相符)，价格同比下降 10%~25%。

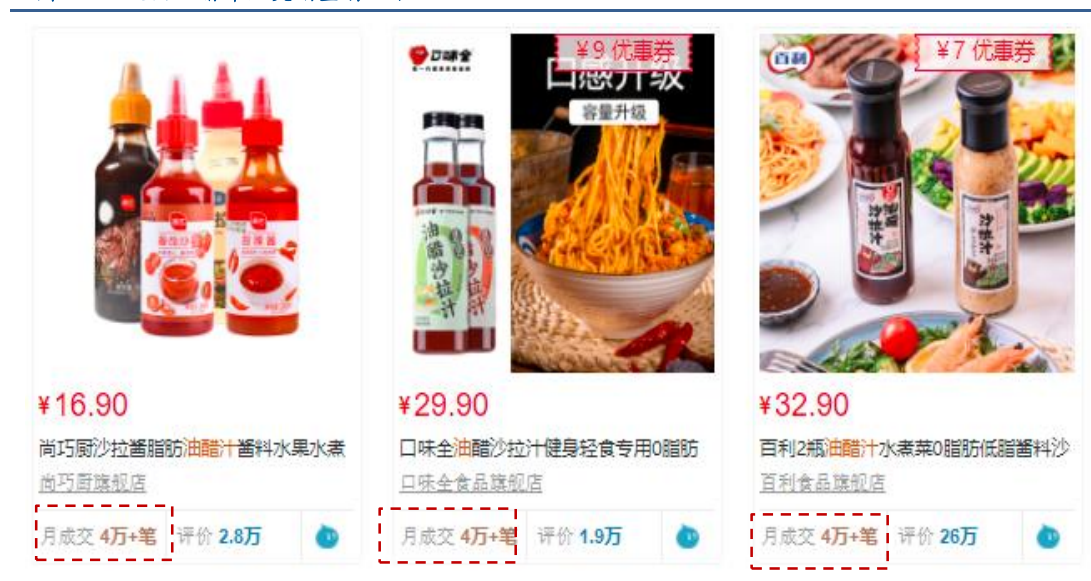
图 26：恒顺促销力度持平，海天促销力度加大

品牌	产品	规格	价格 (元, 2020.11.11)	价格 (元, 2021.11.11)	yoy	平台
恒顺	镇江香醋六年陈	580ml	26.9	26.8	0.4%	天猫 旗舰店
	9度米醋	2L	19.9	19.9	0.0%	
	恒顺香醋	1.75L	16.9	16.9	0.0%	
	镇江珍品香醋	300ml	18	18	0.0%	
	蟹醋	155ml*6	36.8	33.8	8.2%	
紫林	5度老陈醋	1L	13.9	19.7	41.7%	
	苹果醋	500ml	20.9	21.9	4.8%	
	9度米醋	500ml	12.5	13.9	11.2%	
	6.5度老陈醋	500ml	24.1	29.9	24.1%	
海天	陈酿醋	1.9L	13.9	10.4	25.2%	
	添丁甜醋	450ml*2	35.9	29.9	16.7%	
	金标米醋	450ml*3	29.9	26.9	10.0%	
	苹果醋	350ml	13.9	13.9	0.0%	

资料来源：天猫，民生证券研究院

(2) 消费新热点：相较于酱油的零添加、减盐概念，近年来食醋行业产品出新的速度较为缓慢。但今年在健康、低脂的消费趋势推动下，油醋汁成为较为热门的新调味品，主打低脂、轻食的概念。从天猫平台来看，目前油醋汁市场规模尚小，也并未形成占主导地位的品牌，主要厂商品牌包括恒顺、口味全、尚巧、百利等。

图 27：天猫油醋汁品类销量前三名



资料来源：天猫，民生证券研究院

4.3 复合调味品：去库存叠加销售旺季，线上促销力度较大

(1) 复调今年“双十一”促销力度仍偏大。根据天猫数据，今年双十一，海底捞火锅底料（牛油口味）、筷手小厨中式复调产品加大了促销力度，价格同比-20%至-60%。好人家部分产品较去年同期降价，但也有一些产品价格同比提升。桥头整体加大了促销力度，尤其是牛油火锅底料、麻辣香锅等主力产品。总体来看，我们认为复调行业整体仍存在一定库存压力，在四季度行业旺季需要通过加大促销力度来去化库存。

图 28：海底捞（筷手小厨）、好人家、桥头促销力度有所加大

品牌	产品	规格	价格 (元, 2020.11.11)	价格 (元, 2021.11.11)	yoy	平台
海底捞 (筷手小厨)	火锅底料不辣	200g*3	43.6	51.6	18.3%	天猫 旗舰店
	浓香牛油火锅料	150g*3	19.8	17.8	-22.5%	
	麻辣香锅底料	220g*3	32.7	25.33	-58.7%	
	酸菜鱼调料	360g*3	32.7	13.5	-40.8%	
	水煮鱼调料	210g	21.8	12.9	-40.8%	
牛油火锅料	500g*2	34.8	18.5	-46.8%		
好人家	浓香番茄锅	200g	10.9	14.8	35.8%	
	麻辣香肠调料	220g	12.8	9.8	-23.4%	
	酸菜鱼调料	350g*3	24.9	29.9	20.1%	
	麻辣香锅底料	500ml	13.2	11.8	-10.6%	
桥头	牛油火锅底料	280g	16.3	15.4	-5.5%	
	麻辣香锅底料	200g*5	33.5	33.1	-1.2%	
	酸菜鱼调料	300g	7.4	10.7	44.6%	
	重庆小面调料	240g	14.5	12.5	-13.8%	

资料来源：天猫，民生证券研究院

(2) 消费新热点：复调行业呈现产品多元化的特征，与下游餐饮口味变化密切相关。今年以来，颐海国际旗下筷手小厨品牌相继推出金汤酸菜鱼、油辣酸菜鱼、麻辣花蛤小海鲜等中式调料，天味旗下大红袍推出面向小 B 端的餐饮调料，好人家推出山楂清油火锅底料、薄盐骨汤酸菜鱼调料。

图 29：筷手小厨金汤酸菜鱼调料



资料来源：天猫，民生证券研究院

图 30：好人家薄盐骨汤酸菜鱼调料



资料来源：天猫，民生证券研究院

5 酒类：高端白酒延续景气，双十一线上数据靓丽

5.1. 双十一：高端名酒引领白酒消费，精酿啤酒风潮正盛

据天猫酒水双11全周期战报（2021年11月1日-11日），白酒品类下，茅台、五粮液销售额破亿，汾酒、洋河、剑南春、习酒、泸州老窖等销售额达千万级，酱酒品牌习酒、珍酒、茅台王子酒实现超三位数增长，酱酒终端消费依然保持高增。

啤酒方面，传统优势品牌百威、青岛、哈尔滨占据前三，近年来较火热的乌苏、1664等也成功上榜，精酿啤酒风潮正盛，增速超30%，百万精酿品牌超7个，其中国产精酿增速近250%，同时京东数据也显示，进口精酿啤酒成交额增长10倍。

表2：天猫双十一酒类品牌排行榜

排名	白酒	啤酒	葡萄酒	低度潮饮
1	茅台	百威	张裕	锐澳
2	五粮液	青岛啤酒	拉菲	梅见
3	汾酒	哈尔滨啤酒	奔富	Miss Berry
4	洋河	燕京啤酒	长城	浮起
5	剑南春	福佳	醉鹅娘	落饮
6	习酒	1664	名庄荟	Horoyoi
7	泸州老窖	朝日	梦陇酒庄	花田巷子
8	郎酒	科罗娜	蒙特斯	大于等于久
9	珍酒	喜力	拉摩德伯爵	米婆婆
10	舍得	乌苏	圣芝	four loko

资料来源：天猫，民生证券研究院

5.2. 白酒：茅台价格稳步回落，渠道状态健康有序

根据微酒报道，10月21日起，茅台酒开箱政策变动：“普茅之外，其他茅台酒的开箱政策即日起全部取消”，后续普茅或也将取消开箱，整箱/散瓶批价累计回落350/200元，本周整箱/散瓶批价环比回落0/10-60元，批价延续回落，预计后续整箱散瓶价格双轨有望逐步回归，参照历史整箱与散瓶价差200-300元较为合理。我们认为，新领导到任后逐步减少人为干预，重塑市场调节机制，未来产品价格或将有序回归市场定价，利于茅台酒量、价长期发展。

表3：本周白酒重点企业批价与库存跟踪

酒企	主导产品批价	渠道库存
贵州茅台	飞天茅台	库存较低
	散 2630-2690 环比降 10-60 箱 3450 环比持平	
五粮液	普五 960 环比持平	库存1个月内
泸州老窖	国窖 905 (52度)	高度国窖库存约1月水平，低度库存较低
	52度 环比降 5	
	640 (38度) 38度 环比持平	

山西汾酒	青 30 825, 青 20 370 环比持平	青花、玻汾采取配额制, 目前库存约 1-2 周, 部分区域缺货
水井坊	典藏 675 环比降 25 井台 420 八号 305	整体库存约 1.5 个月
酒鬼酒	内参 850 紫坛 390 红 18 280 环比持平	整体库存约 1.5 个月
舍得酒业	智慧 465 品味 345 环比持平	平均库存约 2 个月, 个别开发产品较多的经销商库存偏高
洋河股份	高度: M6+650, M3+460, 天之蓝 305, 海之蓝 140 低度: M6+620, M3+420 环比持平	整体库存约 1.5 个月
今世缘	四开 430 对开 245 环比持平	整体库存约 2 个月
古井贡酒	20 年 550 16 年 330 8 年 200 5 年 105 献礼 78 环比持平	整体库存低于往年同期, 古 20 库存约 1 个月

资料来源: 茅帝、今日酒价, 民生证券研究院

6 重点推荐及盈利预测

表4: 重点推荐个股及盈利预测

行业	代码	公司	现价	EPS			PE			评级
			2021/11/12	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
高端白酒	600519.SH	贵州茅台	1,773.78	41.48	47.15	51.52	43	38	34	推荐
	000858.SZ	五粮液	203.85	6.13	7.03	8.30	33	29	25	推荐
	000568.SZ	泸州老窖	210.00	5.31	6.70	8.39	40	31	25	推荐
次高端白酒	600809.SH	山西汾酒	291.89	4.77	6.51	8.29	61	45	35	推荐
	002304.SZ	洋河股份	174.37	5.13	6.66	7.98	34	26	22	推荐
	600702.SH	舍得酒业	183.07	3.67	5.24	6.89	50	35	27	推荐
区域性白酒	000596.SZ	古井贡酒	232.75	4.69	6.19	7.38	50	38	32	推荐
	603369.SH	今世缘	52.55	1.57	1.97	2.38	33	27	22	推荐
	603198.SH	迎驾贡酒	57.55	1.73	2.14	2.55	33	27	23	推荐
啤酒	600600.SH	青岛啤酒	93.71	2.07	2.44	2.96	45	38	32	推荐
	600132.SH	重庆啤酒	154.89	2.45	3.14	3.91	63	49	40	推荐
	002461.SZ	珠江啤酒	9.29	0.30	0.33	0.36	31	28	26	推荐
餐饮产业链	603288.SH	海天味业	116.40	1.62	1.98	2.31	72	59	50	推荐
	603345.SH	安井食品	175.00	2.93	4.26	5.35	60	41	33	推荐
	002507.SZ	涪陵榨菜	32.22	0.72	0.96	1.12	45	34	29	推荐
	600872.SH	中炬高新	34.62	0.70	0.86	1.01	49	40	34	推荐
	603027.SH	千禾味业	26.38	0.27	0.43	0.56	98	61	47	推荐
	603317.SH	天味食品	27.45	0.22	0.47	0.59	125	58	47	推荐
	600305.SH	恒顺醋业	15.89	0.22	0.29	0.34	72	55	47	推荐
	001215.SZ	千味央厨	67.56	1.08	1.45	1.83	63	47	37	推荐
乳制品	600887.SH	伊利股份	42.00	1.48	1.68	1.88	28	25	22	推荐
	600597.SH	光明乳业	14.28	0.55	0.63	0.71	26	23	20	推荐
	002946.SZ	新乳业	15.16	0.40	0.51	0.65	38	30	23	推荐
	002732.SZ	燕塘乳业	25.90	1.09	1.28	1.46	24	20	18	推荐
传统消费	000895.SZ	双汇发展	30.00	1.46	1.79	2.00	21	17	15	推荐
	605499.SH	东鹏饮料	178.00	2.79	3.70	4.55	64	48	39	推荐
	600298.SH	安琪酵母	54.58	1.71	2.10	2.37	32	26	23	推荐
	300146.SZ	汤臣倍健	23.66	1.03	1.30	1.54	23	18	15	推荐
	603517.SH	绝味食品	65.49	1.89	1.99	2.44	35	33	27	推荐
	002557.SZ	洽洽食品	54.47	1.82	2.09	2.43	30	26	22	推荐
	603866.SH	桃李面包	28.85	0.81	0.93	1.04	36	31	28	推荐
	603719.SH	良品铺子	41.88	1.03	1.24	1.44	41	34	29	推荐
	002847.SZ	盐津铺子	85.35	1.25	2.34	3.45	68	36	25	推荐
	605337.SH	李子园	42.20	1.33	1.74	2.13	32	24	20	推荐
	002695.SZ	煌上煌	14.21	0.46	0.64	0.82	31	22	17	推荐
	603711.SH	香飘飘	16.20	0.91	1.05	1.24	18	15	13	推荐
	002991.SZ	甘源食品	56.99	1.61	2.17	2.71	35	26	21	推荐

资料来源: Wind, 民生证券研究院

7 风险提示

宏观经济不达预期：宏观经济受多重因素影响，存在一定不确定性。

疫情持续时间超预期：国内疫情多点散发，若持续时间超预期，可能会影响食品饮料行业后续业绩表现。

业绩不达预期：长期业绩表现受市场、运营等多重因素影响，存在不确定性。

食品安全问题等：食品加工流程环节较多，若发生产品质量安全问题，可能产生一定影响。

插图目录

图 1: 今年双十一主流电商活动安排	3
图 2: 全网双十一当天 GMV 规模为 3146 亿元	4
图 3: 天猫双十一活动期间 GMV 达 5403 亿元	4
图 4: 京东双十一活动期间 GMV 达 3491 亿元	4
图 5: 全网双十一分时段销售额分布	4
图 6: 全网双十一各平台销售额分布	4
图 7: 直播、新零售、社区团购新兴渠道快速发展	5
图 8: 直播、新零售、社区团购平台 GMV 排名	5
图 9: “她经济”明显, 女生贡献整体 62% 销售额	5
图 10: “Z 世代”消费力更强, 18-30 岁人群消费占比 48%	5
图 11: 双十一当日包裹数量下滑, 但活动期间高速增长	6
图 12: 双十一当日 ASP 同比小幅上升	6
图 13: 双十一当天 TOP10 品牌及 ASP 情况	7
图 14: 10.31-11.11 TOP10 品牌及 ASP 情况	7
图 15: 天猫第一波预售 TOP10 品牌及份额	7
图 16: 天猫第二波预售 TOP10 品牌及份额	7
图 17: 各休闲零食品牌线上收入及占比	8
图 18: 三只松鼠全网第一	9
图 19: 双十一期间天猫平台交易指数	10
图 20: 双 11 当日京东自营品牌销售额排名	10
图 21: 调味品公司线上业务的收入占比 (2020 年)	11
图 22: TOP10 品牌及各自占比 (第一波预售)	11
图 23: TOP10 品牌及各自占比 (第二波预售)	11
图 24: 海天、千禾、厨邦“双十一”促销力度有所加大	12
图 25: 海天今年“双十一”强调 0 添加概念	12
图 26: 恒顺促销力度持平, 海天促销力度加大	13
图 27: 天猫油醋汁品类销量前三名	13
图 28: 海底捞 (筷手小厨)、好人家、桥头促销力度有所加大	14
图 29: 筷手小厨金汤酸菜鱼调料	14
图 30: 好人家薄盐骨汤酸菜鱼调料	14

表格目录

表 1: 休闲零食各品牌双十一价格及折扣力度对比	8
表 2: 天猫双十一酒类品牌排行榜	15
表 3: 本周白酒重点企业批价与库存跟踪	15
表 4: 重点推荐个股及盈利预测	17

分析师与研究助理简介

王言海，食品饮料行业首席分析师，7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。2021年9月加入民生证券。

姚启璠，曾任华安证券食品饮料分析师，杜兰大学硕士，4年证券行业经验，专注酒类研究，以品牌、产品、营销、渠道多维度思考企业发展周期。2021年9月加入民生证券。

熊航，食品饮料行业分析师，江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部，覆盖乳制品、肉制品等。2018年加入民生证券。

李啸，食品饮料行业分析师，3年证券从业经验，1年消费品研究经验。2021年9月加入民生证券。

孙冉，食品饮料研究助理，曾任新时代证券食品饮料研究助理，康涅狄格大学硕士，覆盖软饮料、部分白酒。2021年9月加入民生证券。

刘光意，食品饮料研究助理，武汉大学学士，经济学硕士，覆盖调味品、功能饮料、乳制品。2020年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。