



Research and
Development Center

十二月金股，舍得酒业

食品饮料

2021年11月28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

十二月金股，舍得酒业

2021年11月28日

本期内容提要：

- **白酒板块：**本周，板块存在提价预期催化，进一步补涨。受制于政治舆论风险，近一年以来，高端酒多依靠计划外价格占比提升、非标产品提价、非标产品投放增加等手段，变相提高平均出厂价格，增厚企业利润。次高端酒则以剑南春为标杆，每年保持小幅提价动作，紧跟行业主流价格带趋势变化。根据经销商反馈，五粮液明年将进一步提高计划外价格及占比，平均出厂价涨幅约 5%，目标突破千元价格带并站稳；水晶剑出厂价将上涨 20 元/瓶，我们预计次高端主流价格带或将往 430-450 元移动，舍得、水井坊等均存在提价预期。整体来看，白酒消费升级仍是大趋势，“少喝酒、喝好酒”，消费者对健康及品质的追求愈发明显，板块高景气度持续。
- **休闲食品板块：**板块本周表现较为平稳。分不同赛道来看，卤制品赛道依旧火热，相继出现王小卤、盛香亭等卤味品牌，侧面印证目前卤制品赛道仍在快速扩容中。对于绝味等冷卤品牌而言，盛香亭等新式热卤目前更多形成错位补充竞争，消费场景和人群存在一定差异。整体来看，目前以门店模式运营的休闲卤制品门店超 10W 家，绝味市占率约 10%，提升空间仍大。同时绝味通过一控一参一合，全方面布局餐桌卤味，参股项目中也涉及到盛香亭等新式热卤品牌，看好公司通过渠道管控端和供应链的优势，提升主业市占率，围绕大卤味成功打造第二增长曲线。
- **调味品和速冻食品板块：**本周板块表现相对平稳，消费复苏趋势延续，板块提价落地情况顺利。安井积极尝试快手菜产品和预制菜新年礼盒。公司利用经销商加大终端冰柜投放，加强快手菜的铺市力度，重点培育菜肴三侠等单品。公司推出预制菜新年礼盒，试点高端预制菜产品，其中多数产品公司已有生产能力，未来有望产生大单品。立高食品短期依靠山姆等 KA 渠道快速放量，当前山姆渠道大单品放量和品类扩张仍有空间。公司在饼店渠道的渗透率低，产品方面，饼类、丹麦类有延伸空间，慕斯蛋糕也有望成为爆发性点。餐饮是万亿级别赛道，发展的空间巨大，是公司未来的战略重点。
- **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.....	6
2.3 调味品和速冻食品.....	6
3. 行业观点.....	7
风险因素.....	7

1. 高端白酒渠道跟踪

时间：2021.11.22-11.28

贵州茅台：飞天整箱批价环比上涨 50 元至 3550 元，散瓶批价环比下降 130 元至 2570 元；精品酒批价环比下降 50 元至 3800 元，牛年生肖酒环比下降 50 元至 3830 元。集团销售公司将放量约 800 吨茅台酒分给经销商，平均每个经销商可分得 100-200 箱，主要以散瓶形式销售，因此散瓶批价提前出现回落。目前经销商正在申请这部分额外的配额，渠道库存半个月左右。

五粮液：普五批价主流稳定在 950-960 元，批发市场最低价出现 930-940 元。主要系近期发货加快，全年配额已基本发完，需求端表现一般，经销商库存有所提升，且要准备开门红打款，经销商存在资金回笼诉求，出现抛售现象。目前渠道库存约一个半月。

泸州老窖：国窖批价稳定在 900 元左右，目前全年配额已全部发完，公司也在筹备开门红打款工作，渠道库存约一个月。

酒鬼酒：内参批价稳定在 830 元左右，红坛 300 元左右，紫坛 390 元左右，传承 240 元左右。目前全年配额已基本发完，酒鬼、内参渠道库存约一个半月。

2. 重点公司跟踪

2.1 白酒

五粮液：计划外拉动平均吨价，报表端存在改善预期。近期五粮液经销商反馈，正在与公司商定 2022 年销售合同签署事项，主要有两点变化，一是计划外打款价将由 999 元提升至 1089 元，二是计划外打款占比将提升至 40%，经销商综合成本价将提升至 969 元，较今年增长约 5%，报表利润端将进一步提升。从渠道端看，在现有价格体系下，经销商将面临价格倒挂，销售压力增加，积极性略有下降。按照以往打款节奏看，经销商上半年计划内配额完成较多，平均成本较低，下半年计划外配额完成多，平均成本较高，我们预计需要到明年二季度或三季度才能看到渠道端价格的理顺，且上半年报表端表现好于渠道端。

酒鬼酒：省外增长为重点，内参带动酒鬼酒。与一般的省酒表现不同，目前酒鬼酒公司在省内的市场份额较低，不存在龙头地位。未来公司虽计划通过深耕精细化，在“十四五”将内参、酒鬼酒分别做到省内高端第二、次高端第一，但整体占比不会太高，公司预计在省内能占到约 20%。省外增长仍是公司的重点工作，尤其是河南、河北、山东等核心市场的复购动销，依旧是明年公司业绩增长的主要来源，第二梯队市场也在形成消费氛围，全国地级市覆盖率已达到 100%，省外市场扩张可持续。今年以来，在酱酒热的带动下，酒鬼酒系列出现爆发式增长，有一定库存需要消化，明年内参增速将高于酒鬼，并持续从高端形象向酒鬼酒系列赋能。

舍得酒业：回款任务提前完成，控货保持渠道良性。今年公司回款目标在 10 月前基本完成，此后进入近 2 个月的控货状态，保持渠道良性，为明年增长奠定基础。虽然舍得的渠道库存与其他品牌相比较，但与公司历史水平相比处于低位，经销商反映压力明显有减轻，渠道整体仍处良性。2022 年，公司仍然制定三级目标，保障销售人员基础激励，增强任务完成获得感。在销售划分上，公司将成立要客部，主要高端产品销售及老酒馆的布局建设，意在培育 C 端，抓住核心意见领袖；沱牌、舍得或将分开运作，使销售团队工作更聚焦。

2.2 休闲食品

绝味食品：卤味赛道持续火热，目前与新品牌以错位竞争为主，长期公司有望享受行业红利。卤制品赛道依旧火热，相继出现王小卤（包装卤味）、盛香亭（热卤）等卤味品牌。对于绝味等聚焦冷卤的公司而言，包装卤味、热卤/鲜卤目前更多以错位竞争为主，消费场景上存在一定的区隔。同时，绝味通过一控一参一合，全方位布局了餐桌卤味，投资项目中也涉及到盛香亭、舞爪、精武鸭脖等鲜卤、包装卤味，长期来看，赛道持续扩容，绝味有望通过渠道管控和供应链的优势，围绕大卤味成功打造第二增长曲线。

良品铺子：双十一销售情况良好，全渠道整体受渠道碎片化影响预计有限。公司双十一全渠道成交额预计同比提升 16%，小食仙和良品飞扬均呈现出了较快增速。整体分渠道来看，目前线下端单店营收基本与 2020 年持平，相比 2019 年仍存在一定缺口，门店数量预计年底有望达 3000 家，今年门店净增加相对慢主要系关店较多，预计明年开店有望加速，商超渠道目前仍在打样。线上端，社交电商和京东自营平台增速较快，淘系平台也逐步恢复至正增长，但整体线上竞争仍激烈，净利率预计略低于门店端。公司的核心竞争力在于全渠道布局，看好后续公司规模进一步提升带来的供应链及管理效率的提升。

甘源食品：今年聚焦产品矩阵搭建，明年增长可期。Q1-3 老三样中的蚕豆和瓜子仁有所下降主要系原材料端供应受影响，口味型坚果由于产品价格较高，将根据产品定位开拓适配型的渠道，目前产品已入驻山姆、麦德龙等高端商超渠道，有望成为业绩增量。公司现阶段主要聚焦产品推新，河南安阳工厂新品预计今年年底有望陆续推出。希望通过产品矩阵的方式吸引优质经销商，进行渠道下沉和扩张，随着安阳工厂新品的推出，明年公司将聚焦渠道，随着新品导入渠道，同时助力老品渠道下沉，明年业绩增长可期。

2.3 调味品和速冻食品

安井食品：公司积极试水冻品先生快手菜产品和安井预制菜新年礼盒。安井利用经销商加大终端冰柜投放，加强对冻品先生快手菜的铺市力度，重点培育菜肴三侠等单品。同时，公司推出预制菜新年礼盒，试点高端预制菜产品，其中多数产品公司已有生产能力，未来有望产生大单品。公司利用安井品牌推广高端预制菜单品，跟冻品先生形成差异化路线。公司分批次、分产品提价，提价落地情况会相对积极。

立高食品：短期看 KA，长期看餐饮，核心是烘焙。麻薯单品在山姆店目前仍是有限的，随着公司产能提升，麻薯单品仍会继续放量。短期内品类延伸和大单品继续放量带动 KA 渠道的增长。公司在饼店渠道的渗透率低，以及烘焙门店使用冷冻半成品的占比较低。公司在饼类、丹麦类产品在烘焙渠道有延伸，慕斯蛋糕也有望成为爆点。餐饮渠道是未来的战略重点。餐饮的增长逻辑是来自于餐饮的万亿级别赛道，发展的空间巨大。目前公司单独成立事业部，加强人员的配备和产品开发能力，力争先突破餐饮 KA 渠道。

日辰股份：由于受疫情影响，公司销售增长有压力。随着消费旺季的到来，叠加低基数效应，我们预计 21Q4 公司收入增速环比有改善。食品加工业务出口端基本恢复至疫情前水平，有望带动整体收入增长。21 年原材料价格上涨对利润有影响，虽然公司不会提价对冲成本压力，但明年的新品毛利率或会提升。短期疫情反复对公司销售仍有影响，长期看餐饮业连锁化的趋势仍在持续，复调行业的空间及边界仍在扩大。

3. 行业观点

白酒板块：本周，板块存在提价预期催化，进一步补涨。受制于政治舆论风险，近一年以来，高端酒多依靠计划外价格占比提升、非标产品提价、非标产品投放增加等手段，变相提高平均出厂价格，增厚企业利润。次高端酒则以剑南春为标杆，每年保持小幅提价动作，紧跟行业主流价格带趋势变化。根据经销商反馈，五粮液明年将进一步提高计划外价格及占比，平均出厂价涨幅约 5%，目标突破千元价格带并站稳；水晶剑出厂价将上涨 20 元/瓶，我们预计次高端主流价格带或将往 430-450 元移动，舍得、水井坊等均存在提价预期。整体来看，白酒消费升级仍是大趋势，“少喝酒、喝好酒”，消费者对健康及品质的追求愈发明显，板块高景气度持续。

休闲食品板块：板块本周表现较为平稳。分不同赛道来看，卤制品赛道依旧火热，相继出现王小卤、盛香亭等卤味品牌，侧面印证目前卤制品赛道仍在快速扩容中。对于绝味等冷卤品牌而言，盛香亭等新式热卤目前更多形成错位补充竞争，消费场景和人群存在一定差异。整体来看，目前以门店模式运营的休闲卤制品门店超 10W 家，绝味市占率约 10%，提升空间仍大。同时绝味通过一控一参一合，全方面布局餐桌卤味，参股项目中也涉及到盛香亭等新式热卤品牌，看好公司通过渠道管控端和供应链的优势，提升主业市占率，围绕大卤味成功打造第二增长曲线。

调味品和速冻食品板块：本周板块表现相对平稳，消费复苏趋势延续，板块提价落地情况顺利。安井积极尝试快手菜产品和预制菜新年礼盒。公司利用经销商加大终端冰柜投放，加强快手菜的铺市力度，重点培育菜肴三侠等单品。公司推出预制菜新年礼盒，试点高端预制菜产品，其中多数产品公司已有生产能力，未来有望产生大单品。立高食品短期依靠山姆等 KA 渠道快速放量，当前山姆渠道大单品放量和品类扩张仍有空间。公司在饼店渠道的渗透率低，产品方面，饼类、丹麦类有延伸空间，慕斯蛋糕也有望成为爆发点。餐饮是万亿级别赛道，发展的空间巨大，是公司未来的战略重点。

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、安井食品、立高食品、安琪酵母、颐海国际、日辰股份

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	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
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@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。