



于模糊中寻找确定性

——2022年食品饮料行业年度策略

报告要点:

● 2021年复盘:业绩增速与年初乐观预期错配,行业估值回归

2021年初,食品饮料行业在较宽松的流动性背景以及对未来业绩增长的乐观预期下一路走高,板块整体估值一度创下70多倍的历史记录。此后随着流动性宽松预期的变化以及整体业绩增速放缓,行业进入估值消化阶段,部分品牌力被证伪的公司甚至经历了戴维斯双杀。截至2021年11月底,食品饮料行业整体估值已回落至44X附近,激情褪去后,基本面成为板块行情的主导因素。

● 2022年展望:成本传导程度与消费复苏节奏有待观察,但模糊未来中仍能寻找确定性

展望2022年,全球供应链将从疫情影响中逐渐复苏并使得成本压力缓解或是大多数投资者的共识。与此同时,行业正掀起新一轮提价潮,投资者乐观情绪正逐渐堆积。但是,新冠疫情不仅是对消费场景产生直接抑制,还对消费习惯和消费信心产生了更为深远的改变。因此明年消费复苏的节奏仍有待观察,而在消费疲软的背景下,提价顺利与否将成为检验品牌力强弱的重要指标。但即使在我们看到的行业模糊未来中,仍然有许多确定性的东西:(1)消费升级趋势仍在延续,但不应仅看到高消费人群对健康消费的追捧,更应该重视在实现共同富裕的道路上,广大下沉市场对相对更高品质产品的需求;(2)在新冠疫情的持续冲击下,龙头企业在供应链、渠道、管理等方面的竞争优势得到集中展现,行业份额加速向龙头集中,品牌的价值进一步彰显;(3)随着家庭结构与经济社会的变迁,“单身经济”与“懒人经济”快速崛起,能够更好地实现品质与便捷性平衡的产品,将更好地满足年轻人的日常物质消费需求。

虽然变化的东西因其理论上拥有的更多可能性而更易吸引眼球,但若在一个充满过多未知性的世界,确定性将显得尤为稀缺,而市场从不吝于给稀缺性以高估值

投资建议

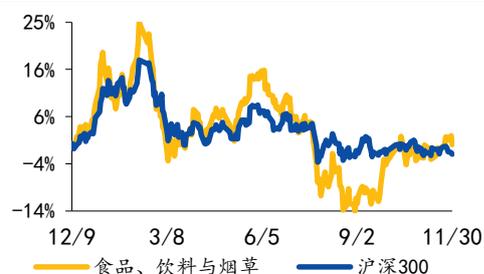
(1)白酒:除了业绩确定性最强的高端酒,我们看好积极拥抱结构升级,或释放较高的业绩弹性的区域龙头,推荐今世缘、古井贡酒以及迎驾贡酒;(2)冷冻食品:积极推荐新产能落地后将掀开渠道和区域扩张大幕的预制菜龙头味知香,以及受益于餐饮供应链标准化规模化大趋势的安井食品、千味央厨和立高食品;(3)软饮料:重点推荐回归“快乐”本源的甜牛奶代言人李子园,以及坐拥高景气赛道,深耕能量饮料领域多年的本土龙头东鹏饮料;(4)啤酒:短期成本压力传导+长期结构升级趋势清晰,推荐重庆啤酒和青岛啤酒;(5)卤制品:千亿市场仍存大量长尾企业,推荐步步为营实现全国化布局的绝味食品。

风险提示

需求复苏低于预期、新冠疫情影响高于预期、消费税改革等。

推荐|首次

过去一年市场行情



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 徐德
执业证书编号 S002052105003
电话 021-51097188
邮箱 xucd@gyzq.com.cn

联系人 丁旺
电话 021-51097188
邮箱 dingwang@gyzq.com.cn

联系人 童杰
电话 021-51097188
邮箱 tongjie@gyzq.com.cn

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
603369	今世缘	买入	58.72	73664.24	1.25	1.60	1.97	47.01	36.70	29.81
000596	古井贡酒	买入	268.55	141955.53	3.68	4.49	5.84	72.98	59.81	45.98
603198	迎驾贡酒	买入	73.36	58688.00	1.19	1.67	2.15	61.65	43.93	34.12
605089	味知香	买入	84.50	8450.00	1.67	1.40	1.83	50.60	60.36	46.17
603345	安井食品	买入	196.88	48122.27	2.54	2.97	3.94	77.51	66.29	49.97
001215	千味央厨	买入	66.33	5644.96	1.20	1.05	1.39	55.28	63.17	47.72
300973	立高食品	买入	135.82	22999.76	1.83	1.62	2.14	74.30	83.84	63.47
605337	李子园	买入	42.38	9184.59	1.85	1.32	1.66	22.91	32.11	25.53
605499	东鹏饮料	买入	194.35	77741.94	2.26	2.83	3.83	86.00	68.67	50.74
600132	重庆啤酒	买入	164.85	79782.65	2.23	2.51	3.05	73.92	65.68	54.05
600600	青岛啤酒	买入	105.87	144457.16	1.63	2.09	2.53	65.07	50.66	41.85
603517	绝味食品	买入	68.15	41859.41	1.15	1.87	2.13	59.26	36.44	32.00

资料来源：Wind，国元证券研究所

目 录

1. 年度复盘与展望：从激情回归基本面，于模糊中寻找确定性.....	7
1.1 2021 年复盘：业绩承压，激情褪去，估值回归	7
1.1.1 业绩增速与年初乐观预期错配，行业估值回归	7
1.1.2 基金重仓比例显著下降，白酒板块减持幅度较大	8
1.2 2022 年展望：成本传导程度与消费复苏节奏有待观察，但模糊未来中仍能寻找确定性.....	9
2. 白酒：高景气稳步消化高估值，关注区域龙头改革潜力	12
2.1 高端白酒：品牌力持续强化，业绩维持高确定性增长	12
2.2 次高端白酒：全国化战略快速推进，渠道布局成果进入验收期.....	14
2.3 区域龙头：把握消费升级主线，关注潜力价格带.....	16
2.4 投资建议.....	17
3. 冷冻食品：拥抱餐饮供应链标准化规模化大趋势，期待预制菜龙头味知香的崛起	18
3.1 疫情催化餐饮企业降本需求，标准化规模化供应链成重要解决方案	18
3.2 预制菜：行业方兴未艾，期待味知香新产能投放开启全国化扩张之路....	19
3.3 速冻火锅料及面米制品：顺应餐饮供应链改革大趋势，龙头整合空间广阔	22
3.3.1 安井食品：产能扩张加深传统业务壁垒，发力菜肴制品构筑新增长曲线	22
3.3.2 千味央厨：直营定制化产品绑定大 B 客户，经销渠道以标品渗透中小餐企	24
3.4 冷冻烘焙：高景气赛道供销两旺，推荐细分龙头立高食品	25
4. 软饮料：回归“快乐”本源，重点推荐拉开全国化扩张序幕的李子园	28
4.1 含乳饮料：兼具“快乐”与“健康”双重属性，期待甜牛奶龙头李子园挖掘全国市场潜力	28
4.2 能量饮料：细分高景气赛道，东鹏以差异化定位打开格局	30
4.3 无糖饮料：品类快速迭代扩张，上游企业机遇凸显.....	32
5. 啤酒：短期提价+长期结构升级塑造盈利高弹性	34
5.1 市场份额高度集中，高端化成存量竞争时代龙头企业战略发展重点	34
5.2 短期提价+长期高端化，期待来年利润弹性释放	36
6. 卤制品：千亿市场仍存大量长尾企业，龙头步步为营实现全国化布局.....	38

图表目录

图 1：2021 以来食品饮料（申万）指数跑输上证指数	7
图 2：2021 以来食品饮料板块下跌 9.60%	7
图 3：2021Q1 后食品饮料板块收入增速明显回落	8
图 4：2021Q1 后食品饮料板块利润增速明显回落	8
图 5：2021Q1 食品饮料板块 PE 创新高后回落.....	8

图 6: 2021 年食品饮料各板块收益率贡献拆分	8
图 7: 2021 Q3 基金重仓的食品饮料市值减少	9
图 8: 2021 Q3 食品饮料行业基金重仓比例处于低位	9
图 9: 白酒和乳品仍然是行业内基金持仓主力板块	9
图 10: 基金重仓持股白酒占比自 2021 年初下降 5.05pct	9
图 11: 大豆和原奶等原料价格显著提升	10
图 12: 包材价格显著提升	10
图 13: PPI 和 CPI 剪刀差已达 2000 年以来的最高点	10
图 14: 消费者信心指数尚未回到疫情前水平	11
图 15: 食品饮料消费尚未出现拐点	11
图 16: 食品饮料行业大部分板块估值已回到合理区间	11
图 17: 白酒板块归母净利润增速可观	12
图 18: 白酒板块年初高估值逐步消化	12
图 19: 分价格带归母净利润增速情况	12
图 20: 分价格带估值变动情况	12
图 21: 我国高净值人群持续增长	13
图 22: 600 元以上价格带显著扩容	13
图 23: 白酒行业集中度进一步提升	13
图 24: 头部酒企占据大部份行业利润	13
图 25: 贵州茅台产能投放平稳增长 (吨)	14
图 26: 贵州茅台直销占比提升	14
图 27: 饮用白酒的消费场景	14
图 28: 不同场合下饮用白酒的价格 (元)	14
图 29: 不同价格带白酒市场规模变动	15
图 30: 次高端白酒市场规模	15
图 31: 山西汾酒省外收入逐年提升 (百万元)	15
图 32: 水井坊省外收入逐年提升 (百万元)	15
图 33: 舍得经销商数量快速增长	16
图 34: 酒鬼酒经销商数量快速增长	16
图 35: 次高端白酒加大销售投放(万元)	16
图 36: 今世缘特 A 类产品占比持续提升	17
图 37: 迎驾贡酒中高档产品占比提升	17
图 38: 江苏市场 300-600 元价格带扩容	17
图 39: 安徽市场 300-600 元价格带扩容	17
图 40: 餐饮业收入尚未恢复至疫情前水平	18
图 41: 餐饮相关原材料价格显著上升	18
图 42: 食材和人力成本在餐饮行业中占比显著	19
图 43: 我国餐饮连锁化率逐年上升	19
图 44: 日本 1975-1990 年速冻食品餐饮端高速发展	19
图 45: 我国速冻食品行业规模稳健增长	19
图 46: 家庭规模小型化趋势明显	20
图 47: 一人户和两人户的比例持续提升	20

图 48: 近九成职场人均有不同程度的加班	20
图 49: 90 后和 95 后成为每天加班的主力人群	20
图 50: 预制菜助力餐企降低制作成本	21
图 51: 86.3% 的美团外卖订单完成时效不超过 45 分钟	21
图 52: 公司原有经销商快速转换为加盟商	21
图 53: 味知香营收快速增长	21
图 54: 安井食品收入规模保持良好增速 (亿元)	22
图 55: 安井规划大幅扩张产能	23
图 56: 安井“销地产”模式布局产能 (包括拟建产能)	23
图 57: 速冻菜肴 21Q1-3 收入已超 2020 全年 (亿元)	23
图 58: “主菜发力, 主食上市”的产品策略	23
图 59: 千味央厨解决传统餐企采购市场痛点	24
图 60: 直营渠道占比总营收约 40% (亿元)	25
图 61: 优质客户集聚增强灯塔效应	25
图 62: 依靠经销商渗透在低线城市保持高增速 (万元)	25
图 63: 对于爆款单品油条进行横向细分场景拓展	25
图 64: 冷冻烘焙食品兼具现做现烤和预包装产品的优点	26
图 65: 我国冷冻烘焙产品渗透率较低	26
图 66: 我国烘焙食品销售在商超+便利店渠道上占比偏低	26
图 67: 立高下游客户涵盖各类业态	26
图 68: 立高食品主营业务收入与同行业公司对比 (亿元)	27
图 69: 立高食品的综合技术壁垒	27
图 70: 含乳饮料规模以上企业总产值 CAGR 为 10.38%	28
图 71: 饮料行业总产值 CAGR 为 0.70%	28
图 72: 李子园业绩仍保持快速增长	29
图 73: 李子园加快全国化产能布局	30
图 74: 公司加快经销商拓展	30
图 75: 华东以外市场均实现高速增长	30
图 76: 李子园以较低的广告费投放实现了业绩的高增长	30
图 77: 我国能量饮料销售额不断增长	31
图 78: 2017 年我国能量饮料人均饮用量及消费金额对比	31
图 79: 2015-2020 年我国能量饮料复合增速达 11.5%	31
图 80: 2020 年我国能量饮料市场格局	32
图 81: 东鹏专攻中低端市场	32
图 82: 无糖饮料市场规模高速增长 (亿元)	32
图 83: 中国无糖饮料市占率有大幅提升空间	32
图 84: 碳酸饮料和茶饮为无糖饮料的主要载体	33
图 85: 部分软饮品牌 2021 年无糖新品分类	33
图 86: 中国啤酒年产量趋缓	34
图 87: 中国啤酒行业销量趋缓	34
图 88: 日本啤酒产量于 1994 年达到顶峰后触顶回落	34
图 89: 美国啤酒产量达到峰值后, 波动幅度平稳	34

图 90: 中国啤酒行业 CR5 持续提升	35
图 91: 2020 年中国啤酒行业市场份额	35
图 92: 高端啤酒销量预计持续增长	35
图 93: 高端啤酒市场空间预计持续扩容	35
图 94: 我国精酿啤酒消费量占比不断提升	36
图 95: 重庆啤酒吨酒价格持续提高	36
图 96: 包材等原材料是啤酒的主要成本	36
图 97: 龙头酒企净利率水平不断提升	37
图 98: 啤酒企业领先于餐饮行业复苏	37
图 99: 卤制品行业维持较快增长	38
图 100: 卤制品行业集中度仍较低	38
图 101: 绝味食品门店数量大幅领先	39
图 102: 绝味食品业绩稳健增长	39
图 103: 绝味食品净利率明显高于竞争对手	39
图 104: 绝味食品总资产周转率同样领先	39
图 105: 绝味食品 ROE 表现出众	40
图 106: 绝味食品全国化生产基地布局	40
表 1: 公司产能利用率已连续多年处于高位	22
表 2: 部分速冻行业公司提价情况	24
表 3: 主要甜味剂的甜度、风味及相对甜价比	33
表 4: 部分主要啤酒厂商提价信息	37
表 5: 绝味食品定增扩产项目 (万元)	41

1. 年度复盘与展望：从激情回归基本面，于模糊中寻找确定性

1.1 2021 年复盘：业绩承压，激情褪去，估值回归

1.1.1 业绩增速与年初乐观预期错配，行业估值回归

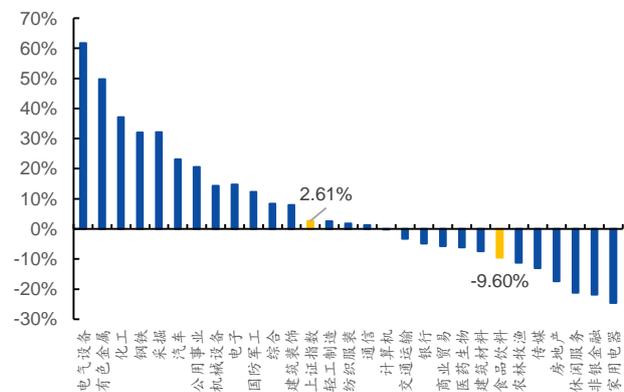
2021 年伊始，A 股食品饮料行业延续 2020 年底以来的强势，申万食品饮料指数不断刷新记录并在春节前录得收盘最高点，期间累计涨幅高达 16.0%。但春节过后，板块行情急转直下，申万食品饮料指数在短短 14 个交易日内跌去 27.2%，并将颓势延续至今。截至 2021 年 11 月 30 日，食品饮料板块年内下跌 9.60%，在 29 个申万一级行业中仅排名第 23 位。

图 1：2021 以来食品饮料（申万）指数跑输上证指数



资料来源：Wind，国元证券研究所

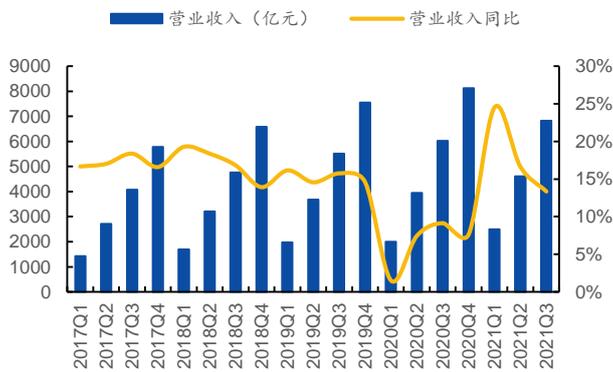
图 2：2021 以来食品饮料板块下跌 9.60%



资料来源：Wind，国元证券研究所

虽然从涨跌幅度来看，2021 年春节前后食品饮料行业的大幅波动似乎更多地由流动性预期变化下的情绪化交易主导，但将回溯区间拉长至全年后，可以更清晰地发现，股价仍然是对基本面的前瞻性反映。2021 年 Q1，A 股食品饮料上市公司整体收入和利润增速分别达到 24.5%和 27.4%，但此后两个季度快速滑落至 15%以下，甚至不及疫情前的水平。与板块在年初创下的最高超 70 倍的 PE 水平相比，其背后暗含的乐观预期与实际业绩存在较大的错配。激情褪去后，基本面成为板块行情的主导因素。

图 3：2021Q1 后食品饮料板块收入增速明显回落



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：2021Q1 后食品饮料板块利润增速明显回落



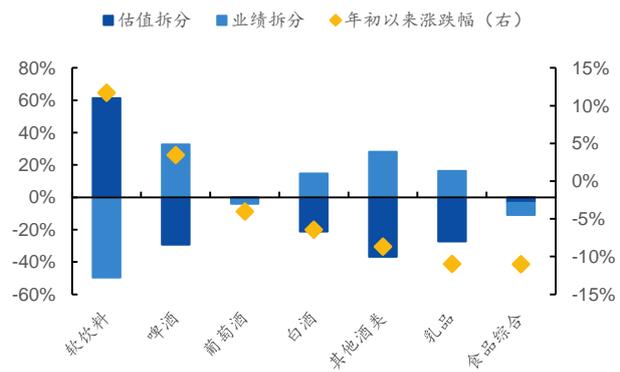
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：2021Q1 食品饮料板块 PE 创新高后回落



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：2021 年食品饮料各板块收益率贡献拆分

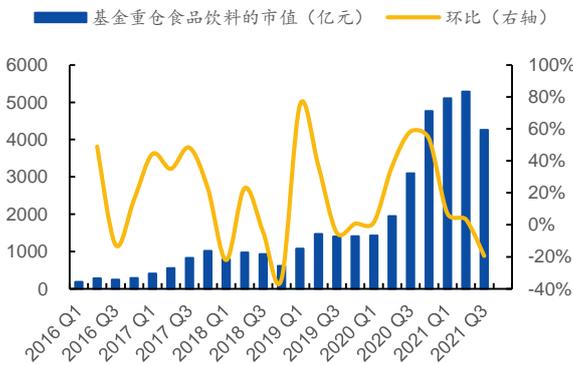


资料来源：Wind，国元证券研究所

1.1.2 基金重仓比例显著下降，白酒板块减持幅度较大

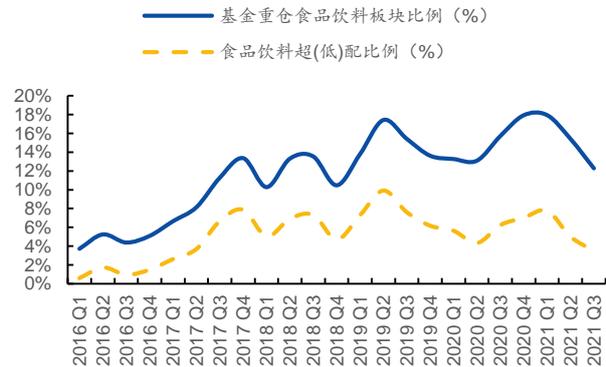
2021 年以来，食品饮料在基金重仓持股中的比例明显下降，其中白酒板块被减持幅度更为明显。根据我们测算，2021 年 Q3，开放式主动偏股型基金重仓持有的食品饮料市值为 4264.28 亿元，环比 Q2 减少 19.39%，重仓持股比例为 12.27%，超配比例为 3.49%，是 2017 年 Q2 以来的最低值。分板块来看，白酒仍然是基金持仓的绝对核心，2021 年 Q3 重仓持股市值在食品饮料中占比达 81.66%。但纵向看，白酒亦是今年被减持较多的板块，基金重仓比例从 2021Q1 的 15.07% 下降至 Q3 的 10.02%。与此同时，啤酒和其他酒类则是食品饮料中为数不多被增配的板块，基金重仓持股比例分别从 2021 年 Q1 的 0.27%/0.30% 提升至 Q3 的 0.37%/0.39%。事实上，啤酒和其他酒类也是 2021 年业绩表现最出色的子行业，今年前三季度利润增速分别为 32.74% 和 28.17%。

图 7：2021 Q3 基金重仓的食品饮料市值减少



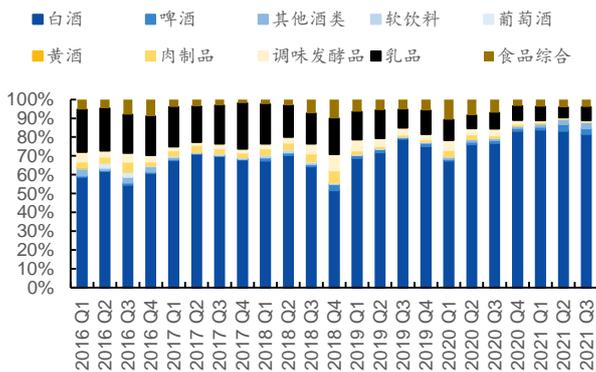
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：2021 Q3 食品饮料行业基金重仓比例处于低位



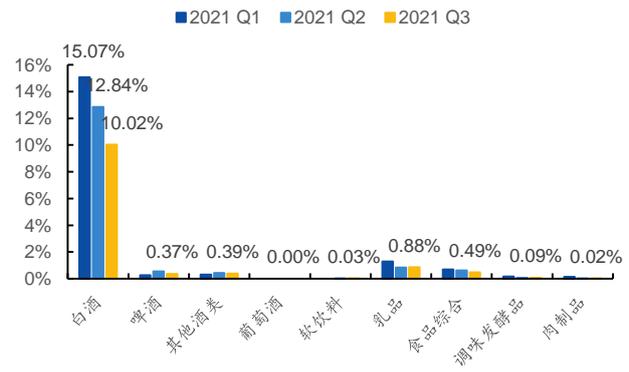
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：白酒和乳品仍然是行业内基金持仓主力板块



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 10：基金重仓持股白酒占比自 2021 年初下降 5.05pct

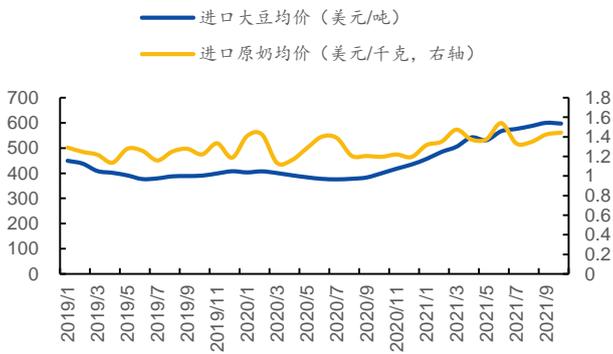


资料来源：Wind，国元证券研究所

1.2 2022 年展望：成本传导程度与消费复苏节奏有待观察，但模糊未来中仍能寻找确定性

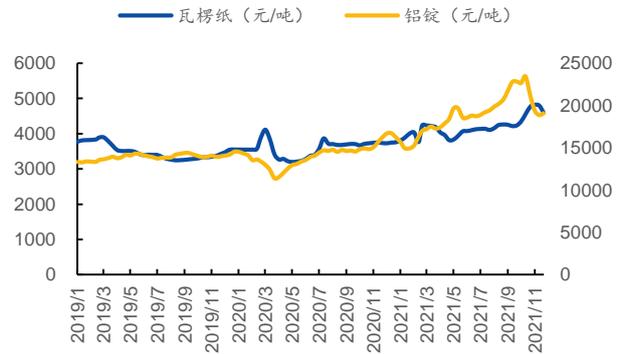
2020 年底以来，众多大宗商品价格的持续上涨给食品饮料企业带来了显著的经营压力。但若从 DCF 公式的角度看，短期成本压力导致的业绩下滑对企业内在价值的影响微乎其微。随着全球供应链从疫情影响中逐渐复苏，原材料压力的缓解只是时间问题或是大多数投资者的共识。与此同时，市场看到调味品、啤酒、乳品、速冻食品等各板块企业已掀起新一轮提价，从而开始憧憬 2022 年的盈利弹性。不过，企业能否将成本压力成功传导至终端消费者仍待观察，而在消费疲软的背景下，提价顺利与否将成为检验品牌力强弱的重要指标。

图 11: 大豆和原奶等原料价格显著提升



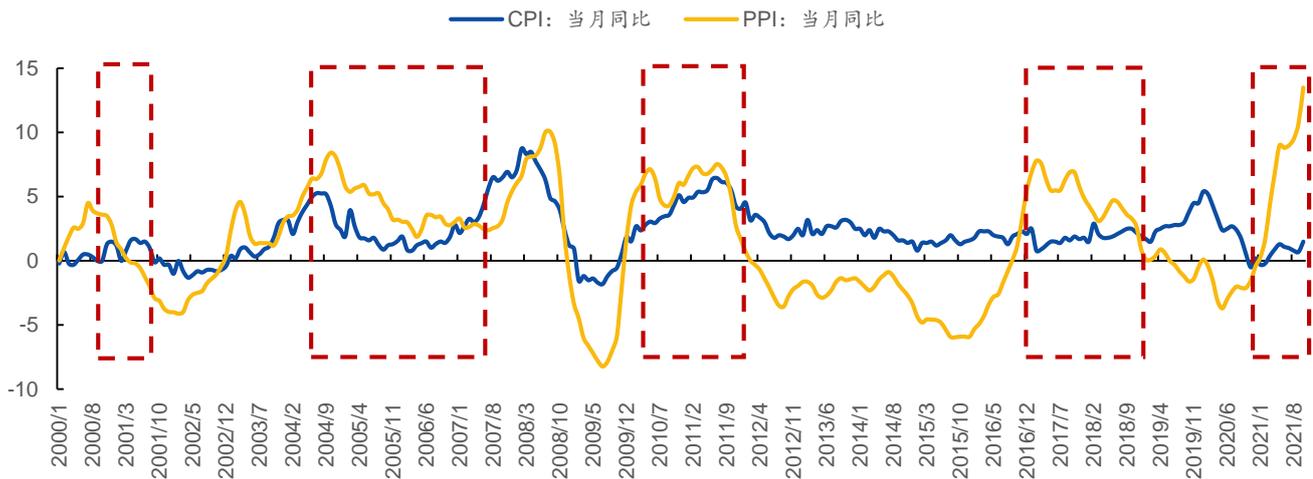
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 12: 包材价格显著提升



资料来源: Wind, 国元证券研究所

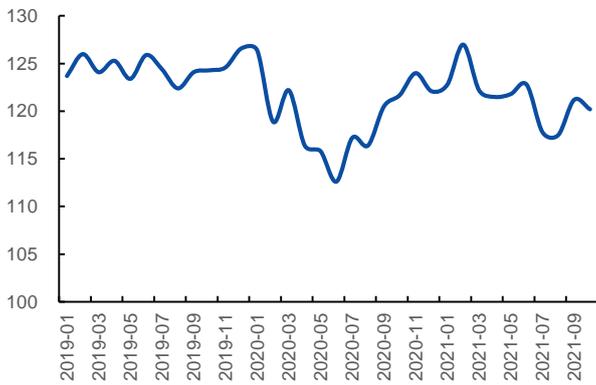
图 13: PPI 和 CPI 剪刀差已达 2000 年以来的最高点



资料来源: Wind, 国元证券研究所

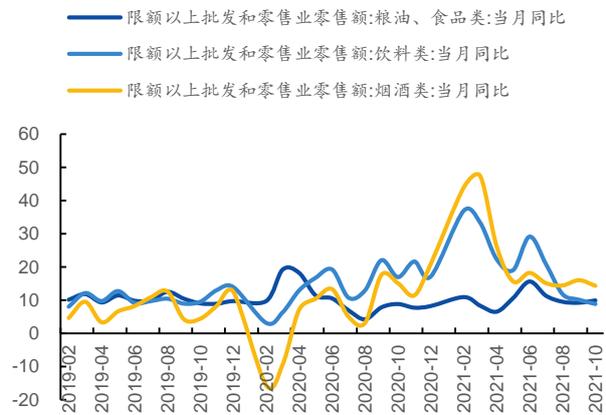
与成本相比，消费需求的疲软对行业的影响更为广泛而显著，事实上终端需求的不足亦是上游成本向下游传导不畅的重要因素。新冠疫情对消费的影响，不仅是对消费场景的直接抑制，还对消费习惯和消费信心产生了更为深远的改变。因此即使在疫情控制良好的中国大陆，消费者信心指数仍未恢复至疫情前的水平。从这个角度看，在即将步入的 2022 年，由于疫情在全球范围内的影响仍将持续，纵使消费层面的积极因素正不断堆积，但消费的复苏节奏仍有待观察。

图 14：消费者信心指数尚未回到疫情前水平



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 15：食品饮料消费尚未出现拐点



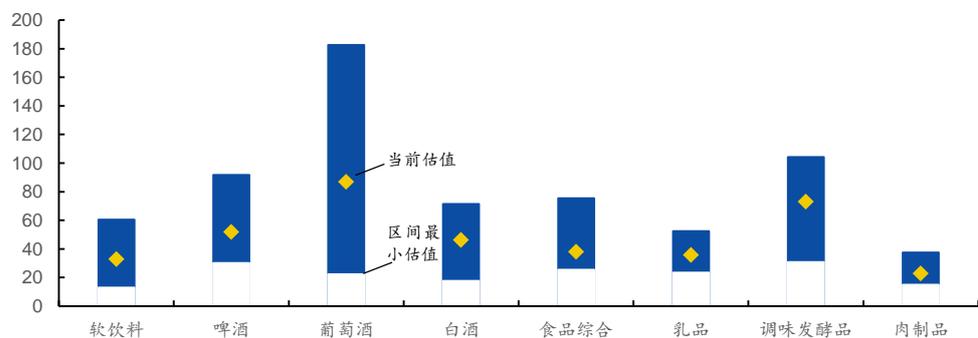
资料来源：Wind，国元证券研究所

展望 2022 年，虽然成本的传导程度以及消费的复苏节奏等犹未可知，但即使在我们看到的行业模糊未来中，仍然有许多确定性的东西：

- (1) 消费升级趋势仍在延续，但不应仅看到高消费人群对健康消费的追捧，更应该重视在实现共同富裕的道路上，广大下沉市场对相对更高品质产品的需求；
- (2) 在新冠疫情的持续冲击下，龙头企业在供应链、渠道、管理等方面的竞争优势得到集中展现，行业份额加速向龙头集中，品牌的价值进一步彰显。而本轮行业大范围的提价将是我们观察不同公司品牌力强弱的绝佳机会；
- (3) 随着家庭结构与经济社会的变迁，“单身经济”与“懒人经济”快速崛起，能够更好地实现品质与便捷性平衡的产品，将更好地满足年轻人的日常物质消费需求。

虽然变化的东西因其理论上拥有的更多可能性而更易吸引眼球，但在一个充满过多未知性的世界，确定性将显得尤为稀缺，而市场从不吝于给稀缺性以高估值。

图 16：食品饮料行业大部分板块估值已回到合理区间

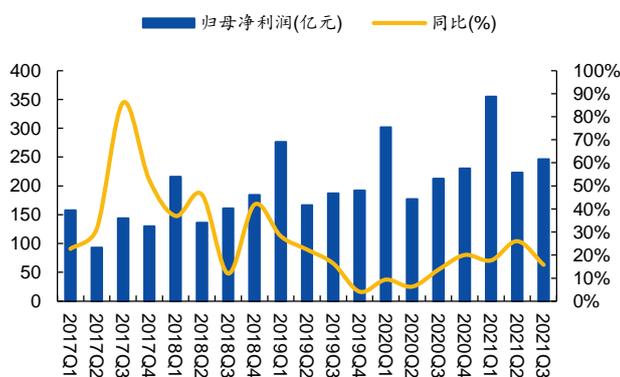


资料来源：Wind，国元证券研究所；统计区间：2016/1/1-2021/11/30

2. 白酒：高景气稳步消化高估值，关注区域龙头改革潜力

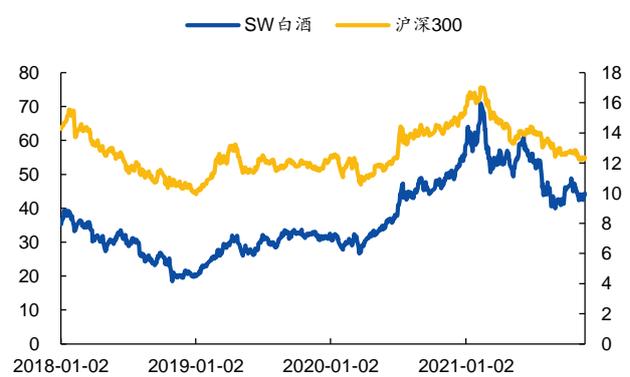
2021年白酒板块延续高景气，稳健增长的业绩逐步消化年初的高估值。2021年Q1-Q3，A股白酒板块归母净利润分别为355.1/222.8/246.1亿元，同比增速分别为17.6%/26%/15.7%，年初板块高达60多倍的估值逐步由业绩消化，目前白酒行业整体估值水平维持在42x左右。分价格带看，高端白酒维持稳健增长；次高端白酒释放业绩弹性，Q1-Q3归母净利润同比增速分别为26.9%/97.9%/18.6%，回款同比增速分别为58.9%/111%/72.7%，来年有望维持高景气；区域龙头积极拥抱结构升级，改革潜力值得期待。

图 17：白酒板块归母净利润增速可观



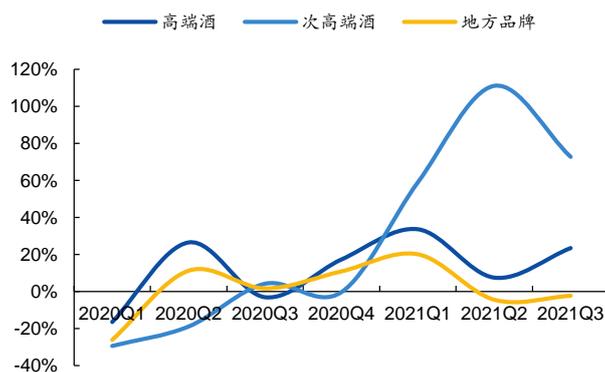
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 18：白酒板块年初高估值逐步消化



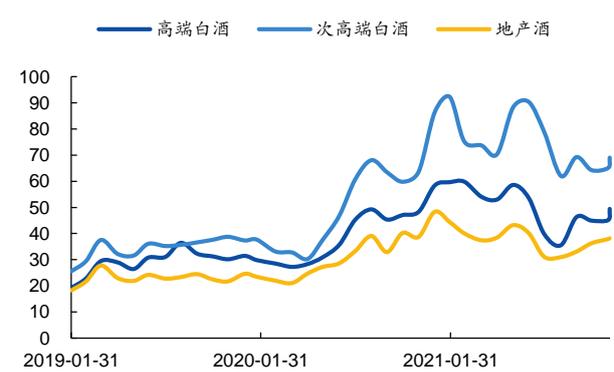
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 19：分价格带归母净利润增速情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 20：分价格带估值变动情况



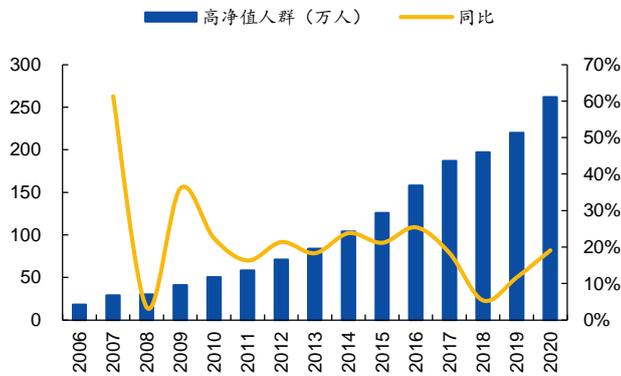
资料来源：Wind，国元证券研究所

2.1 高端白酒：品牌力持续强化，业绩维持高确定性增长

高端白酒需求显著扩容，头部酒企集中度持续提升，品牌力不断强化。近些年来，居民消费逐渐成为白酒市场的主要驱动力，而随着我国高净值人群的持续增加，高端白酒需求显著扩容。据尼尔森数据显示，600元以上价格带的白酒市场份额已经由2018

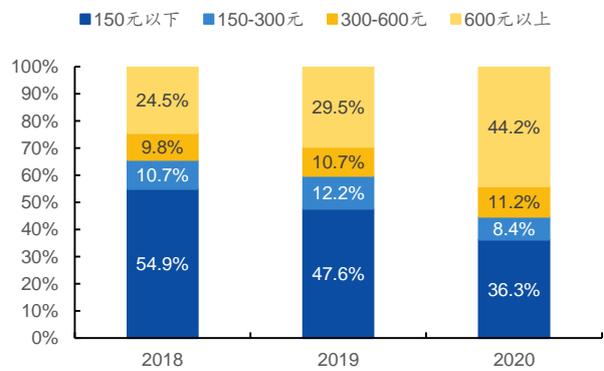
年的 24.5% 上升至 2020 年的 44.2%。在此过程中，头部企业市场份额获得显著提升，品牌力不断强化。2020 年，CR10 白酒公司占据了行业 41% 的收入和 62% 的利润。

图 21：我国高净值人群持续增长



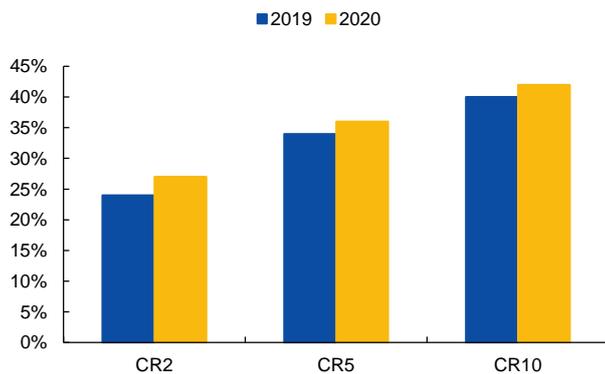
资料来源：Wind，前瞻经济学人，国元证券研究所

图 22：600 元以上价格带显著扩容



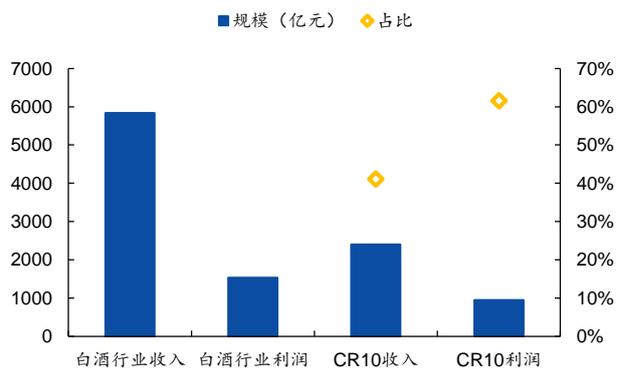
资料来源：尼尔森咨询，国元证券研究所

图 23：白酒行业集中度进一步提升



资料来源：Wind，前瞻产业院，国元证券研究所

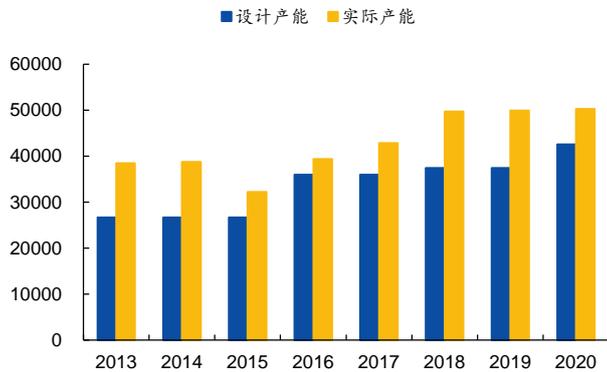
图 24：头部酒企占据大部份行业利润



资料来源：Wind，酒业家，国元证券研究所

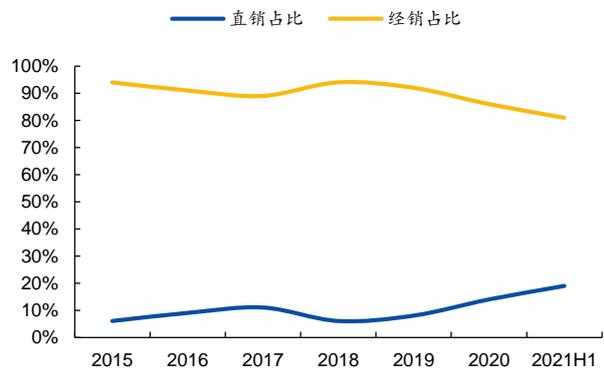
高端白酒产量稳定释放，均价有望稳中有升，业绩确定性高。在需求保持强劲的同时，高端白酒产能缓慢释放。2020 年茅台酒产能为 5 万吨左右，预计 2021 年产能约为 5.5 万吨，而五粮液优质酒产能则更为紧缺，约为 3 万吨左右。在供不应求的背景下，高端酒企通过不同途径提升均价。贵州茅台自 2015 年开始发力直销渠道，截止 2021H1 直销渠道占比已由 2015 年的 6% 上升至 19%。而五粮液或将通过调节计划配额的方式提高出厂均价。展望 2022 年，我们预计龙头酒企业绩仍然具有高确定性。

图 25：贵州茅台产能投放平稳增长（吨）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 26：贵州茅台直销占比提升

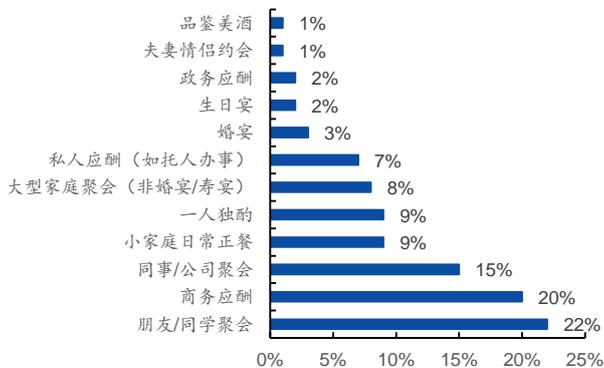


资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.2 次高端白酒：全国化战略快速推进，渠道布局成果进入验收期

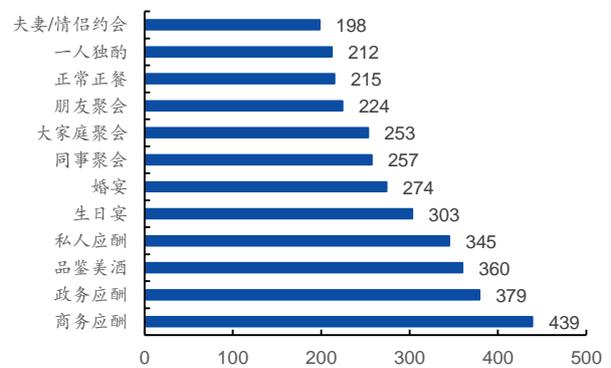
受益于高端白酒售价提升打开的空间及消费升级趋势，次高端白酒步入高景气通道。据 2021 中国白酒消费洞察白皮书显示，商务应酬（20%）和朋友聚会（22%）是最常见的两大消费场景，2021 年商务应酬下消费者使用的白酒平均价格达 439 元。可见，次高端白酒需求较为刚性，且随着高端白酒的市价持续上行且供给受限，次高端白酒向上可承接高端白酒溢出需求，向下则容纳居民消费升级需求，板块步入高景气通道。2020 年次高端白酒市场规模约为 800 亿元，2014-2020 年 CAGR 约为 30.22%。

图 27：饮用白酒的消费场景



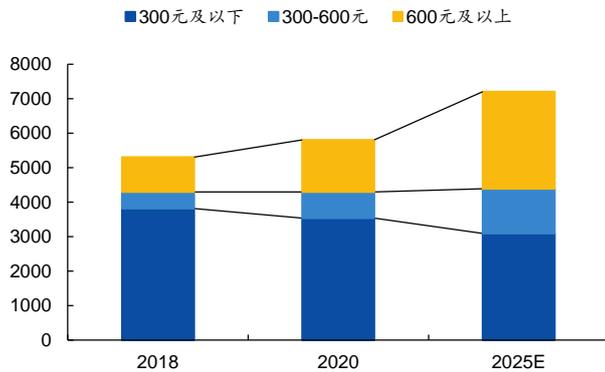
资料来源：《2021 中国白酒消费洞察白皮书》，国元证券研究所

图 28：不同场合下饮用白酒的价格（元）



资料来源：《2021 中国白酒消费洞察白皮书》，国元证券研究所

图 29：不同价格带白酒市场规模变动



资料来源：公司公告，国元证券研究所

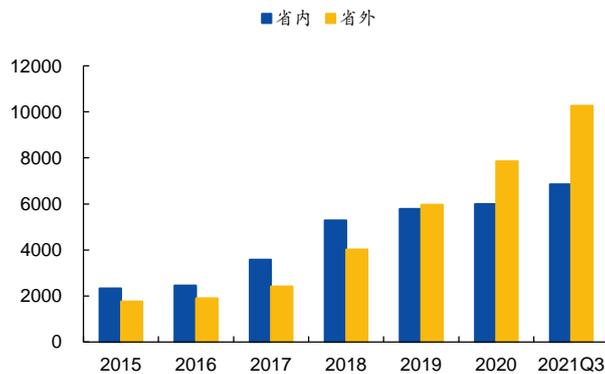
图 30：次高端白酒市场规模



资料来源：观研天下，国元证券研究所

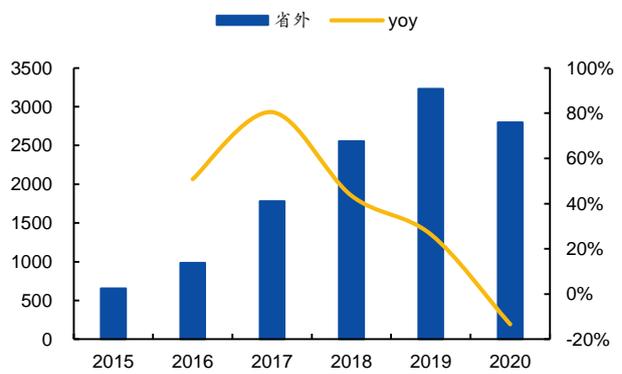
次高端白酒全国化战略推进迅速，渠道扩张告一段落后进入成果验收期，关注终端需求的释放进展。面对高景气的市场需求，次高端酒企纷纷抓住机遇推进全国化布局。山西汾酒深入推进“1357+10”策略拓展省外市场，2020年过亿市场达17个，江浙沪皖粤等长江以南市场平均增速超50%，省外市场份额接近60%。酒鬼酒、舍得等品牌同样跟进推动渠道端和产品端的布局，以一城一商模式加速全国化进程，2020年舍得经销商数量已升至1761家，2017-2020CAGR为7.9%。渠道加速布局的同时，洋河股份、水井坊、今世缘等多家酒企推出或拟推出股权激励计划，以充分调动团队积极性，从而更好地推进全国市场的开拓。全国化布局推动了次高端酒企业绩的高速增长，明年将进入渠道布局成果的验收期，而终端动销将是核心衡量指标。

图 31：山西汾酒省外收入逐年提升（百万元）



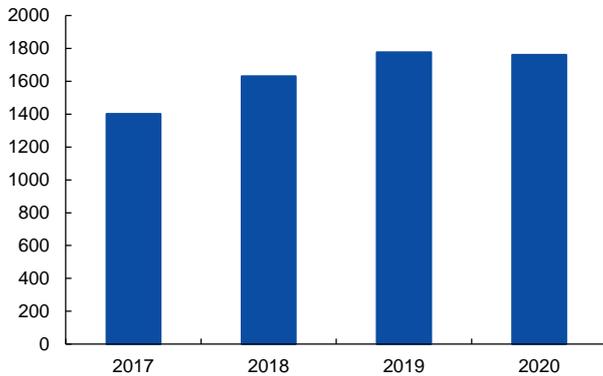
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 32：水井坊省外收入逐年提升（百万元）



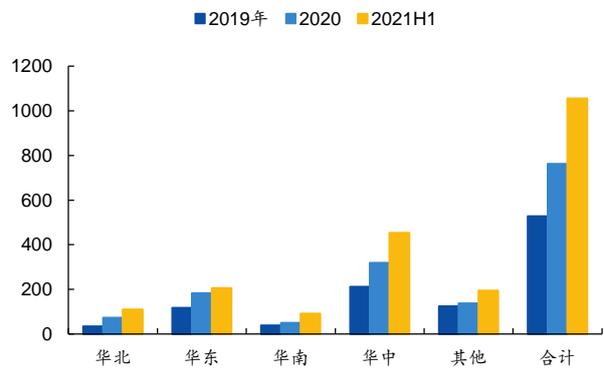
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 33：舍得经销商数量快速增长



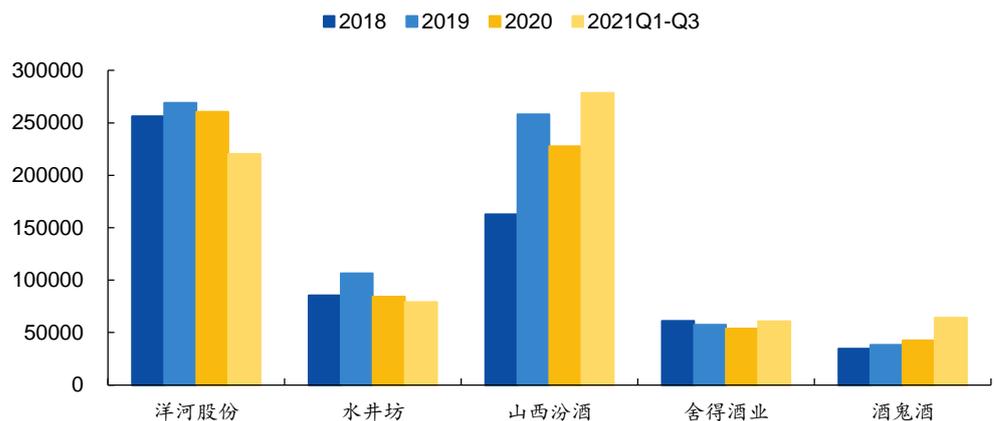
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 34：酒鬼酒经销商数量快速增长



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 35：次高端白酒加大销售投放(万元)

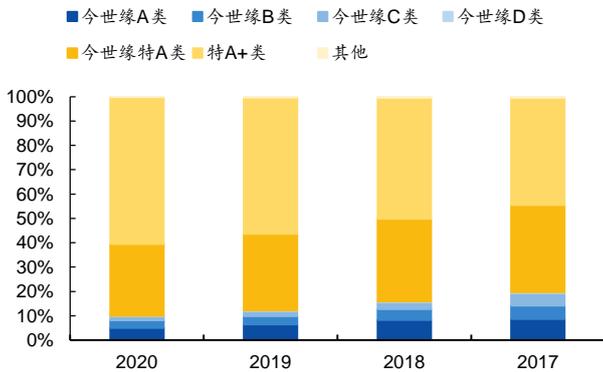


资料来源：Wind，国元证券研究所

2.3 区域龙头：把握消费升级主线，关注潜力价格带

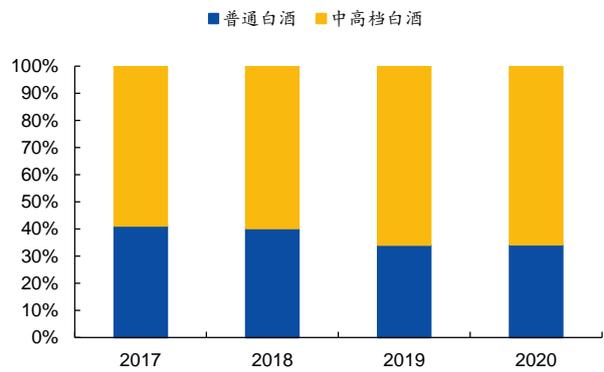
地方强劲经济引导消费升级，区域龙头酒企产品结构不断优化。本轮次高端白酒周期结构性升级特征明显，整体看江苏和安徽省内 300-600 元价格带正加速扩容。江苏省内白酒消费升级明显，300-600 元次高端价位带保持快速增长，随着洋河梦 6 升级至梦 6+，今世缘推出国缘 V3，江苏省内 600 元以上价格带正在崛起。消费升级大背景下，省内龙头品牌有望凭借渠道沉淀和品牌势能加速新品的消费者培育，600-800 元价格带具备较高增长潜力。安徽省内次高端价位集中于 300-400 元价格带，剑南春、古 16、口子 20 年等强势单品主导该价格区间，400-500 元价位带布局的产品较少，具备发展潜力，古 20 强势进军 500 元以上价格带，或将带动 500 元以上价格带成为新的主流价位。

图 36: 今世缘特 A 类产品占比持续提升



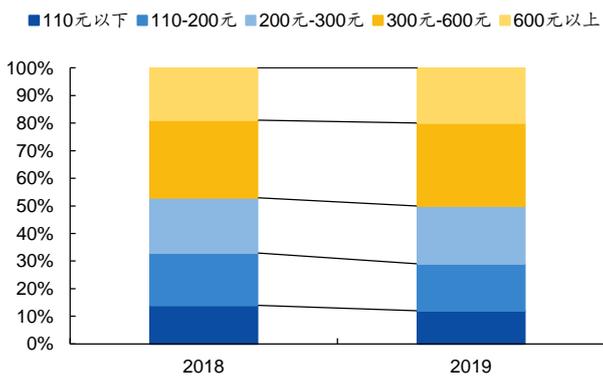
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 37: 迎驾贡酒中高档产品占比提升



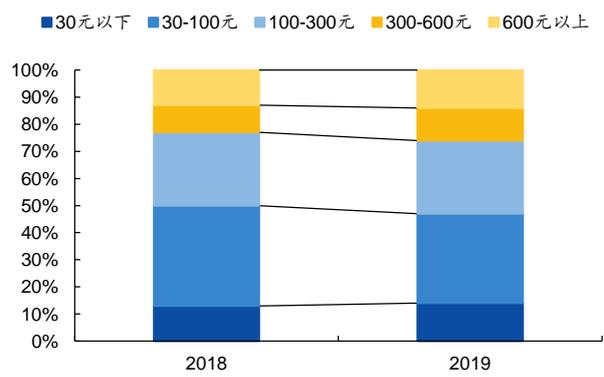
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 38: 江苏市场 300-600 元价格带扩容



资料来源: 中国酒类流通行业白皮书, 国元证券研究所

图 39: 安徽市场 300-600 元价格带扩容



资料来源: 中国酒类流通行业白皮书, 国元证券研究所

2.4 投资建议

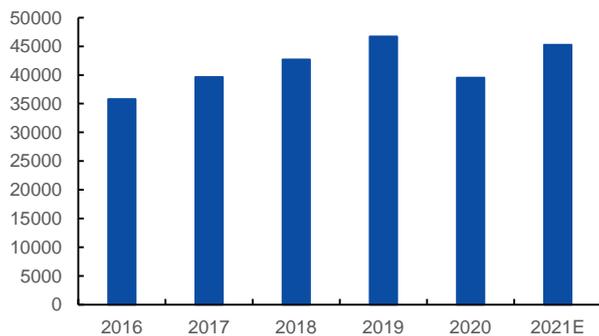
展望 2022 年, 高端白酒业绩确定性依然最高, 经过进较长时间的估值消化后配置价值凸显; 次高端酒企渠道扩张告一段落, 步入巩固新市场并接受终端需求检验的阶段, 竞争格局或有所分化; 区域龙头积极拥抱结构升级, 或释放较高的业绩弹性, 建议积极关注今世缘、古井贡酒以及迎驾贡酒。

3. 冷冻食品：拥抱餐饮供应链标准化规模化大趋势，期待预制菜龙头味知香的崛起

3.1 疫情催化餐饮企业降本需求，标准化规模化供应链成重要解决方案

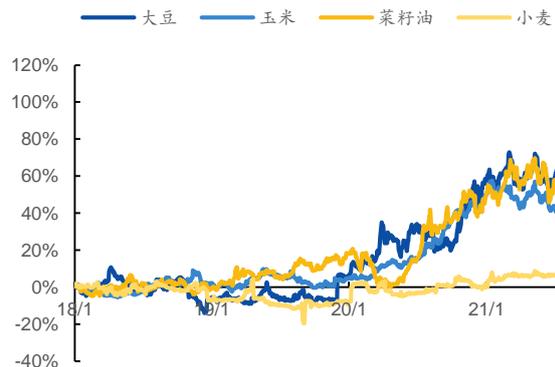
餐饮业收入与成本双重承压，疫情催化供应链降本增效需求，冷冻食品渗透空间广阔。2020年，我国餐饮行业收入为3.95万亿元，根据中国餐饮大数据研究中心预计，2021年餐饮业收入4.52万亿元，仍未完全恢复至疫情前水平。在需求仍受制于疫情的同时，餐饮上游原材料的价格则出现明显的上涨，行业面临双重压力，对降本增效的需求愈发迫切。在餐饮行业成本构成中，原材料占比高达41.87%，其次为租金和人力成本，占比分别为21.35%和11.77%。由于租金成本较为刚性，因此通过供应链的变革降低原材料成本同时节约人力成为餐饮企业降本的主要解决方案。另一方面，近年来我国餐饮行业连锁化率持续提升，连锁餐企对供应链的标准化和规模化需求更高，冷冻食品将充分受益于餐饮供应链变革的大趋势。根据日本冷冻协会的数据，1975-1990年日本速冻食品餐饮端CAGR达9%，渗透率超过60%，而目前中国速冻食品餐饮端渗透率仅为36%，空间依然广阔。

图 40：餐饮业收入尚未恢复至疫情前水平



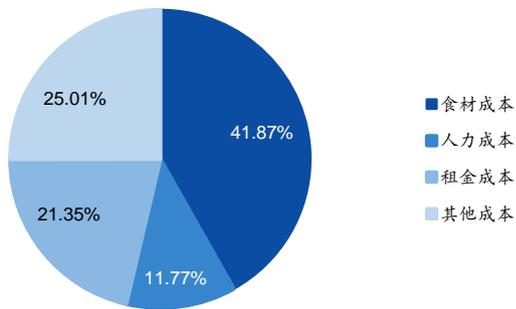
资料来源：中国餐饮大数据研究中心，国元证券研究所

图 41：餐饮相关原材料价格显著上升



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 42：食材和人力成本在餐饮行业中占比显著



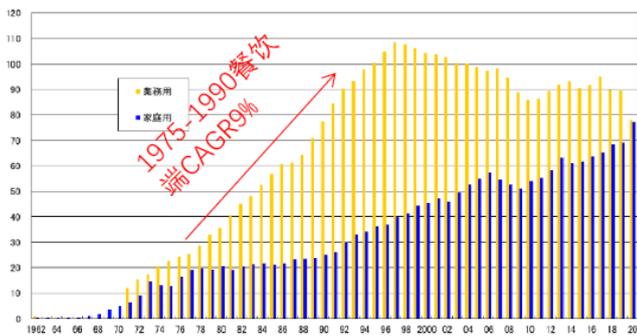
资料来源：中国餐饮业年度报告，国元证券研究所

图 43：我国餐饮连锁化率逐年上升



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 44：日本 1975-1990 年速冻食品餐饮端高速发展



资料来源：日本冷冻协会，国元证券研究所

图 45：我国速冻食品行业规模稳健增长

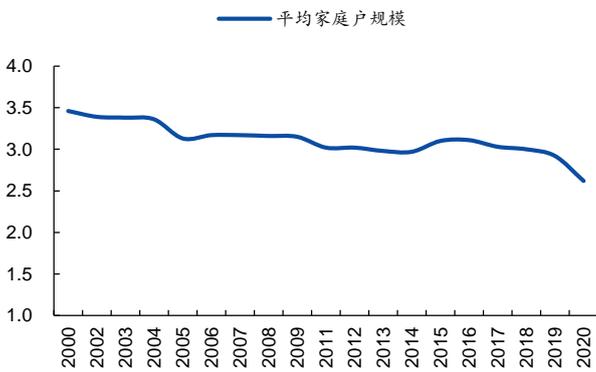


资料来源：Frost & Sullivan，国元证券研究所

3.2 预制菜：行业方兴未艾，期待味知香新产能投放开启全国化扩张之路

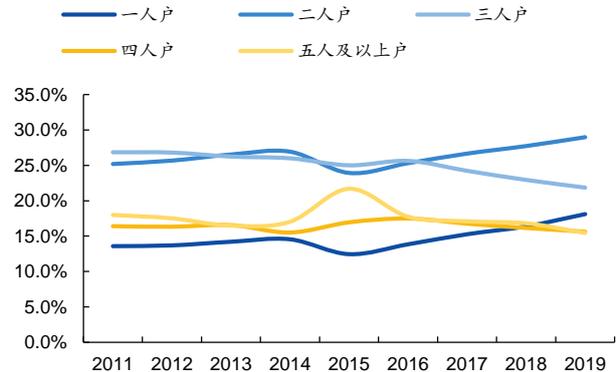
C 端需求：“单身经济”和“懒人经济”日盛，预制菜更好地平衡了健康与便捷的诉求。根据第七次人口普查的数据，2020 年我国家庭平均规模为 2.62 人/户，相较于 2010 年（3.10 人/户）明显下降。其中，一人户和两人户比例持续提升，家庭小型化趋势明显，从而催生了“单身经济”的发展。与此同时，加班已成当代职场人常态，根据 2019 年 boss 直聘的数据，24.7% 的职场人每天都加班，45.5% 的职场人每周加班 2-3 天，快节奏生活使得“懒人经济”日趋盛行。“单身经济”和“懒人经济”的发展使得餐饮的便捷性成为消费者的重要考量因素，而同样存在的消费升级的趋势则使得餐饮品质同样需要被兼顾，预制菜则在不同的餐饮方案中更好地平衡了健康与便捷的诉求。

图 46：家庭规模小型化趋势明显



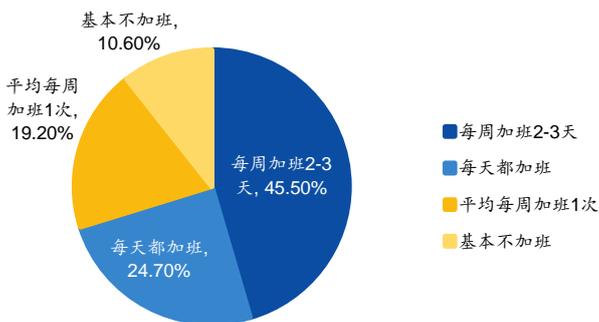
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 47：一人户和两人户的比例持续提升



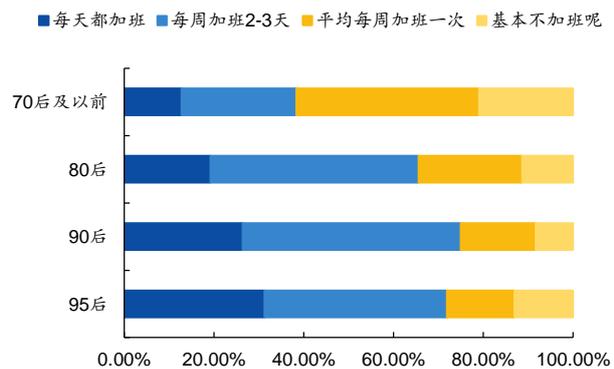
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 48：近九成职场人均有不同程度的加班



资料来源：Boss 直聘，国元证券研究所

图 49：90 后和 95 后成为每天加班的主力人群



资料来源：Boss 直聘，国元证券研究所

B 端需求：预制菜标准化和高效化制作高度贴合餐企降本增效需求。根据前瞻产业研究院的测算，一份售价将近 20 元的快餐，使用预制菜的成本比自行购买食材制作低 0.4 元。对于盈利能力较弱的餐饮企业而言，无疑是个降本的有效手段。同时，工业化生产的预制菜更容易实现口味的标准化，对于连锁餐企而言同样是个较大的优势。另外，随着外卖业态的不断发展，平台和消费者对外卖即时性要求不断提高，2020 年 86.3% 的美团订单完成时间不超过 45 分钟，这同样使得预制菜便捷性的优势不断凸显。

图 50: 预制菜助力餐企降低制作成本

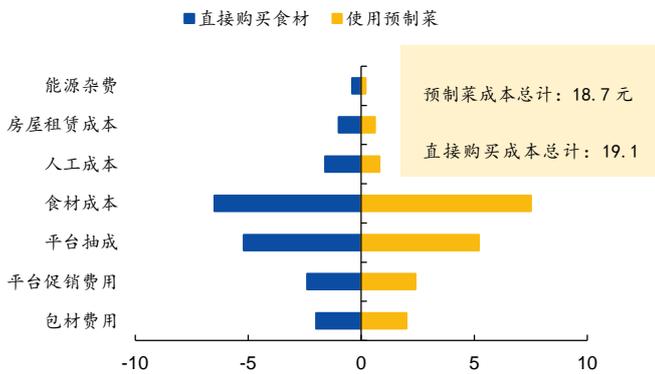
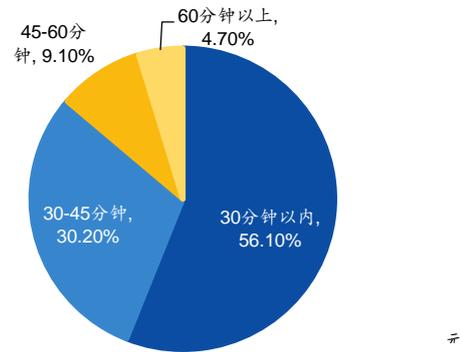


图 51: 86.3%的美团外卖订单完成时效不超过 45 分钟



资料来源: 美团, 前瞻产业研究院, 国元证券研究所

资料来源: 美团点评研究院, 国元证券研究所

味知香: 新产能落地后将掀开渠道和区域扩张大幕, 为成长为全国性龙头确立先发优势。味知香是深耕预制菜行业 12 年的龙头企业, 2017-2020 年收入复合增速为 20.0%, 归母净利润复合增速达 34.0%。在出色的品牌力、丰富的产品矩阵以及稳定的自有冷链物流的支撑下, 公司加盟店盈利能力优异, 初始投资额小 (一般在 7-10 万元) 且回收期短 (一般在 5-10 个月), 因此近年来加盟店快速扩张, 从 2017 年的 58 家激增至 2021 年的 1219 家。此外, 公司积极以独立品牌“饌玉”开拓 B 端市场并收效显著, 2020 年 B 端收入占比 33%, 2021 H1 同比增长 66%。在业绩持续快速增长的同时, 味知香原有 1.5 万吨产能早已满产, 成为掣肘公司进一步扩张的瓶颈。展望 2022 年, 公司 IPO 募投的 5 万吨新产能将逐步释放, 从而支撑在江浙沪以外区域新市场的扩张, 以及在电商和新零售等新渠道的积极尝试。我们认为, 类似于卤制品行业, 虽然预制菜进入壁垒不高, 但其即时、高频消费的属性使得消费者可触达性变得至关重要。而味知香通过长期布局与预制菜消费场景完美契合的农贸市场渠道, 已在江浙沪市场建立起品牌和流量等方面的先发优势, 未来在新产能的支持下, 公司有望加速卡位新区域市场的优质地段, 同时开拓商超、社区店和新零售平台等新渠道, 从而将先发优势转化为品牌优势和规模优势。

图 52: 公司原有经销商快速转换为加盟商

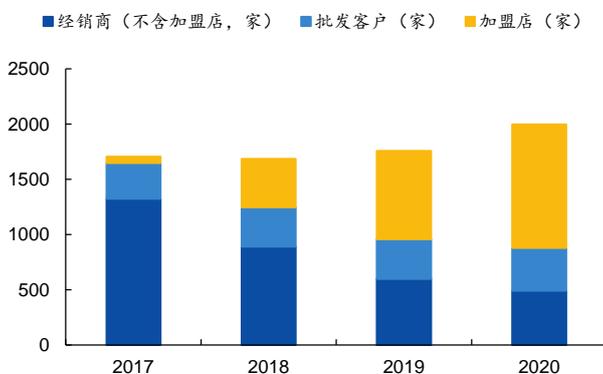
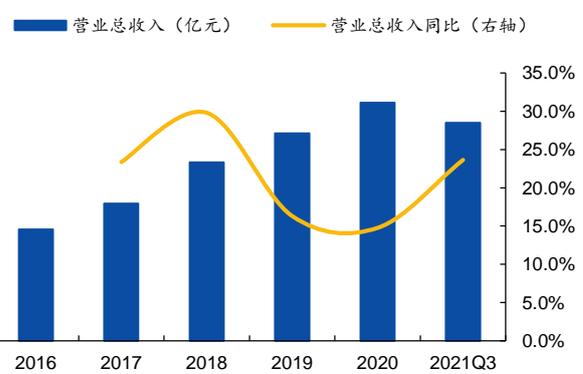


图 53: 味知香营收快速增长



资料来源: 味知香招股说明书, 国元证券研究所

资料来源: Wind, 国元证券研究所

表 1：公司产能利用率已连续多年处于高位

	2017	2018	2019	2020
产能 (吨)	9750	15000	15000	15000
产量 (吨)	9352.69	12224.05	12884.14	14877.17
产能利用率	95.93%	81.49%	85.89%	99.18%
销量 (吨)	9630.72	11899.79	13176.28	15330.44
产销率	102.97%	97.35%	102.27%	103.05%

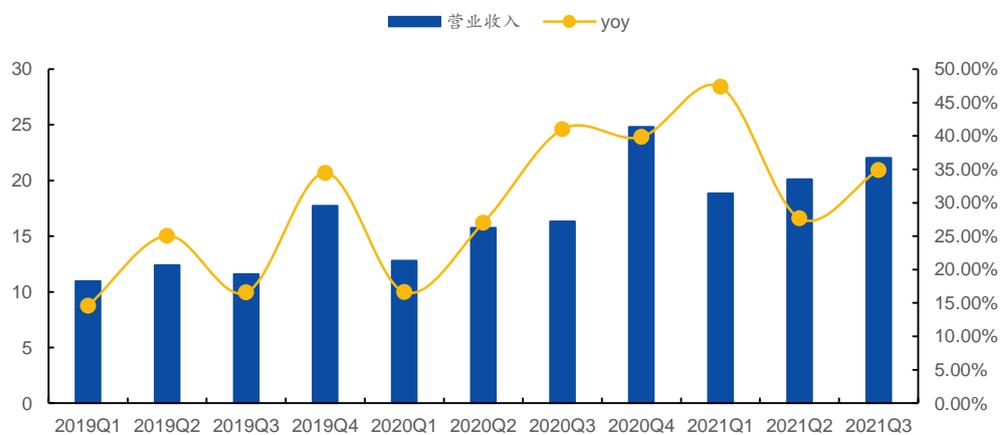
资料来源：味知香招股说明书，国元证券研究所

3.3 速冻火锅料及面米制品：顺应餐饮供应链改革大趋势，龙头整合空间广阔

3.3.1 安井食品：产能扩张加深传统业务壁垒，发力菜肴制品构筑新增长曲线

安井业绩保持高速增长，产能持续扩张深化“销地产”战略，龙头壁垒不断加强。安井食品作为速冻火锅料等领域的龙头，近年来业绩处于高速增长期，单季度收入基本保持在 20% 以上。2021 年 5 月，安井发布 57.4 亿定增方案，并于 11 月获得批复，拟在未来四年内通过募集资金在多地新建或改造工厂，合计将增加 76.25 万吨产能。公司坚持采取“销地产”发展策略，新产能建设将为公司加快全国化布局提供更好的供应链保障和规模优势，从而进一步巩固龙头壁垒。

图 54：安井食品收入规模保持良好增速（亿元）



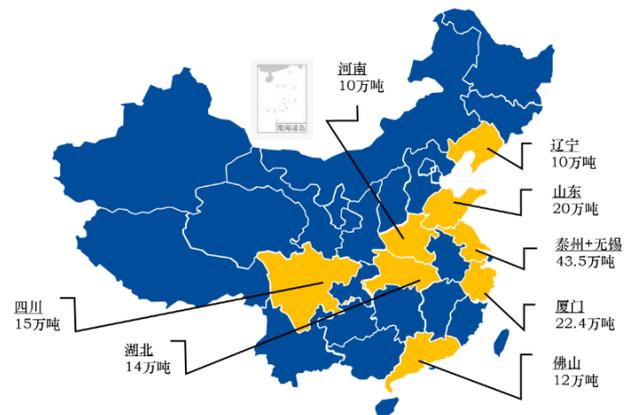
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 55：安井规划大幅扩张产能

项目名称	新增年产能 (万吨)			
	鱼糜制品	肉制品	面米制品	菜肴制品
广东安井新建项目	8.0	2.7	2.6	-
山东安井新建项目	9.0	5.0	2.5	3.5
河南三期扩建项目	6.6	4.0	1.4	2.0
泰州三期扩建项目	3.0	4.5	-	2.5
辽宁三期扩建项目	6.5	3.0	2.0	2.5
四川安井技改项目			2.5	
辽宁安井技改项目			2.0	
泰州安井技改项目			0.45	

资料来源：公司公告，国元证券研究所

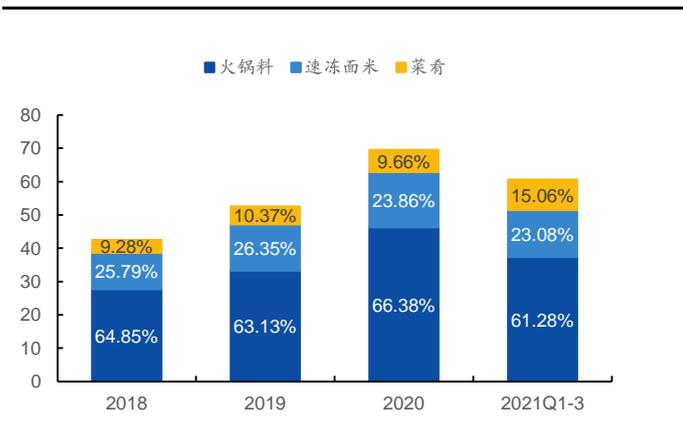
图 56：安井“销地产”模式布局产能（包括拟建产能）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

发力主食及菜肴制品，加大 C 端推广。产品方面，年内提出的“主菜发力，主食上市”的产品策略得到了有效的实现。火锅料（鱼糜制品及肉制品）和面米制品保持稳定增长，而菜肴制品进入爆发阶段，营收占比大幅提升。继推出锁鲜装产品直击消费者需求，在市场取得良好反响后，近期又针对消费者痛点，推出高性价比 300-400g 玲珑装产品。菜肴制品方面，推出新年预制菜肴礼盒，包含佛跳墙、花雕蟹、红焖大甲鱼等食材高档、工艺繁琐的高档菜品，针对即将到来的新年礼赠需求，有效推广公司速冻菜肴制品。另一方面加大营销投入，年底签下短跑名将苏炳添作为安井安全大使，提出“更好更快更安心”的品牌理念，占据 C 端消费者心智。安井作为业内率先收促并提价的企业，有望在来年转嫁成本上升压力，业绩逐步改善。中长期来看，公司纵向布局产业链上游，横向拓宽业务范围；多地产能同步建设，行业领先优势有望进一步扩大。

图 57：速冻菜肴 21Q1-3 收入已超 2020 全年（亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 58：“主菜发力，主食上市”的产品策略



资料来源：安井公众号，国元证券研究所

表 2：部分速冻行业公司提价情况

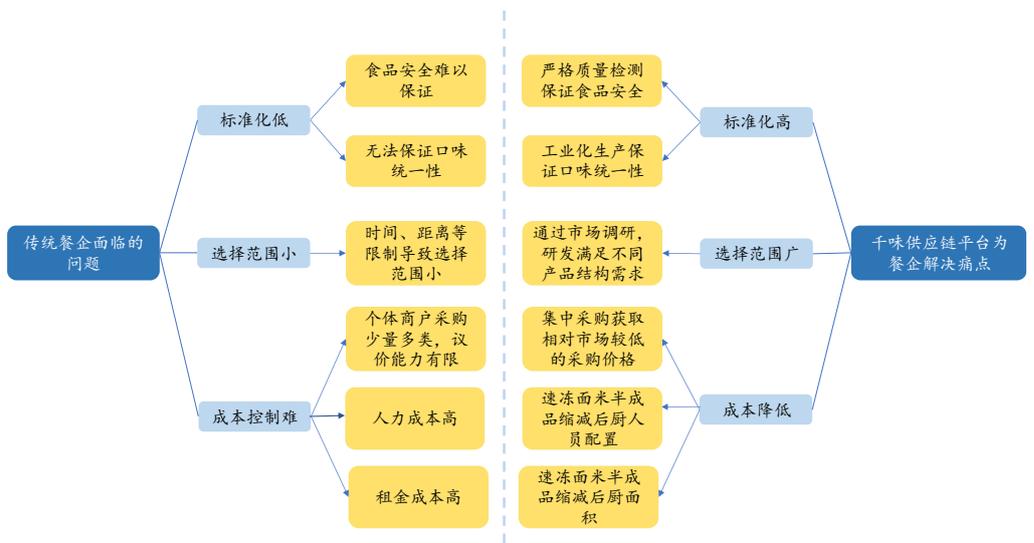
	公告时间	提价时间	提价产品	提价幅度
安井食品	11月1日	11月1日	部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻面米制品	3%-10%
海欣食品	11月2日	11月3日	部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻面米制品	3%-10%
惠发食品	11月5日	11月5日	部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻面米制品	3%-10%
三全食品	11月19日	12月1日	部分速冻面米制品及速冻鱼糜制品	3%-10%
千味央厨	12月2日	12月25日	部分速冻面米制品	2%-10%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.3.2 千味央厨：直营定制化产品绑定大 B 客户，经销渠道以标品渗透中小餐企

面米制品错位竞争，解决餐饮企业诸多痛点。千味以 B 端第三方中央厨房切入速冻面米市场，有效避开了 C 端寡头竞争格局，实现错位竞争。通过开发出适应连锁餐饮企业加工工艺、后厨设备和厨师操作习惯的速冻食品和技术支持体系，解决了下游餐企标准化低、选择范围小和成本控制难的多个痛点。

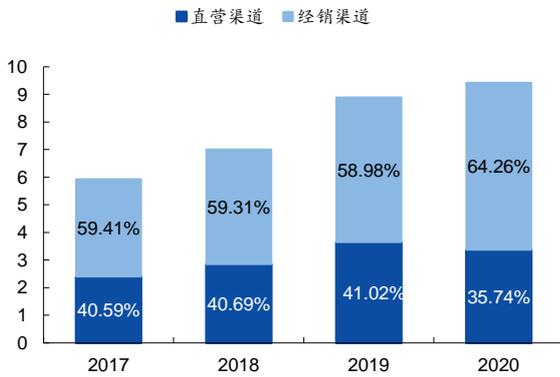
图 59：千味央厨解决传统餐企采购市场痛点



资料来源：国元证券研究所

“保姆级”服务绑定大客户，灯塔效应赋能经销端。对于直营大客户，千味提供全方位定制服务，定期研讨产品升级和新品提案，与大客户深度绑定且黏性不断增强。而聚集的大量优质客户也为公司提供强大背书并形成灯塔效应，直营渠道不断扩张的同时，对经销渠道也有所赋能。2020 年疫情对公司下游餐饮大客户造成冲击需求下滑，但经销端得以加速放量成长，维持公司整体规模增长。

图 60：直营渠道占比总营收约 40%（亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

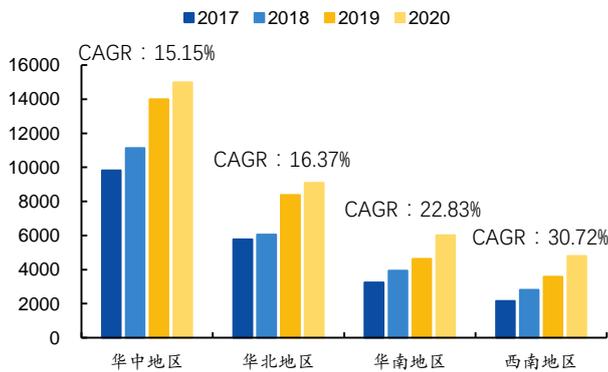
图 61：优质客户集聚增强灯塔效应



资料来源：公司公告，国元证券研究所

经销端渗透低线城市，细分场景切割横向开发产品。对于较难管理和渗透的三、四线城市，公司借助经销商在当地的销售渠道进行开发和销售，节省管理成本。产品方面，千味的场景化开发能力有效助力公司对于不同消费场景的产品研发，因此在与竞争对手在相同品类产品上占据优势地位。

图 62：依靠经销商渗透在低线城市保持高增速（万元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 63：对于爆款单品油条进行横向细分场景拓展



资料来源：千味央厨招股说明书，国元证券研究所

3.4 冷冻烘焙：高景气赛道供销两旺，推荐细分龙头立高食品

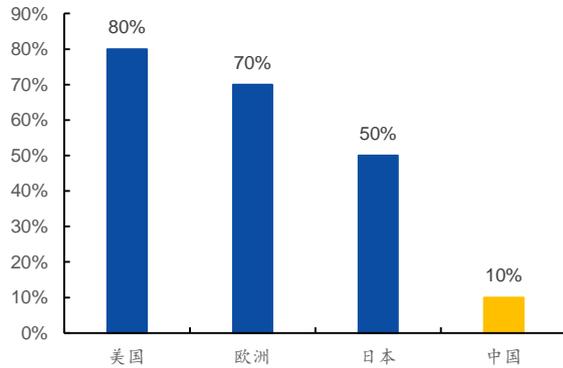
烘焙食品市场高速扩容，冷冻烘焙渗透率提升，行业空间加速释放。我国烘焙行业自 2010 年进入高速扩容阶段，2009-2020 年零售总额 CAGR 达 11.14%，而同时期快速发展的冷冻烘焙则不断渗透并助推整个行业发展。冷冻烘焙食品具有口感好、生产效率高、节约成本、易于协调产销存、品质稳定、便于品种多样化等优点，有助于促进业态升级，提升连锁化率，为饼店和商超丰富品类、引流创收，在发达国家得到迅速的普及和发展。目前美国冷冻烘焙产品渗透率高达 80%，日本亦达到 50%，而我国仅有 10%，渗透空间广阔。

图 64：冷冻烘焙食品兼具现做现烤和预包装产品的优点



资料来源：国元证券研究所

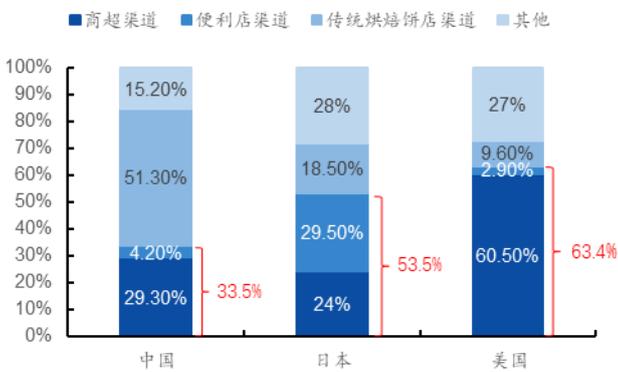
图 65：我国冷冻烘焙产品渗透率较低



资料来源：《国内烘焙冷冻面团的现状和趋势》，国元证券研究所

从过往经验来看，冷冻烘焙企业已经开发并跑通例如各类中式糕点、挞皮、甜甜圈、麻薯等大单品。而涵盖冷冻面包、蛋糕、糕点的多元产品矩阵则能更好的服务下游商超、餐饮等客户。目前从渠道看，我国在现代零售渠道例如大型商超及便利店上的烘焙食品销售占比远低于美日，增长空间广阔。冷冻烘焙产品可以很好的适配此类渠道，有效为该类产品提升营业额及利润，例如山姆会员店的现制烘焙食品已成为网红爆款。而餐饮端在当前成本压力下，同样亟需上游供应链提供该类解决方案降本增效，未来有望加速渗透。

图 66：我国烘焙食品销售在商超+便利店渠道上占比偏低



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

图 67：立高下游客户涵盖各类业态



资料来源：Wind，国元证券研究所

立高食品作为国内冷冻烘焙龙头企业，产能投放节奏良好，渠道纵横双向扩张，龙头优势持续提升。河南工厂已于 10 月 28 日投产，浙江工厂预计明年可逐步投产，有效缓解公司产能局限。受疫情及下游成本压力催化，行业整体渗透率提升利好龙头企业进一步扩张销售规模，加速渗透商超及餐饮渠道。公司主要原材料油脂、面粉等涨价以及市场开拓带来的费用投放增加短期将对公司业绩造成一定扰动，但中长期来看，公司作为细分龙头逐步巩固其领先优势，未来有望充分享受行业高速增长红利。

图 68：立高食品主营业务收入与同行业公司对比（亿元）

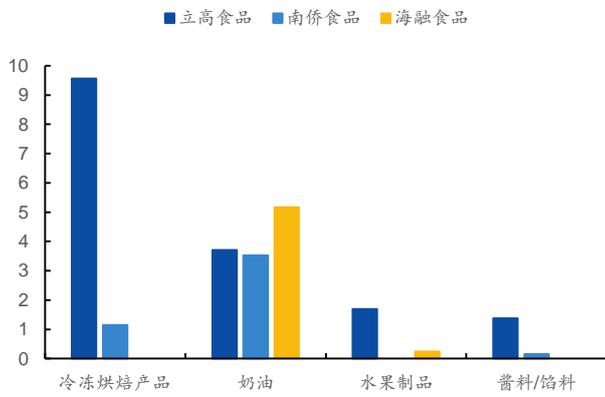
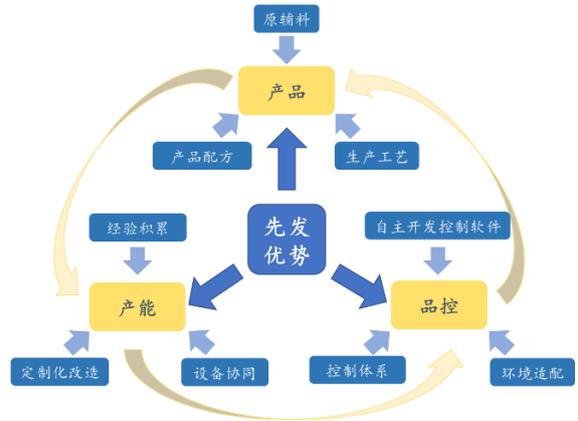


图 69：立高食品的综合技术壁垒



资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

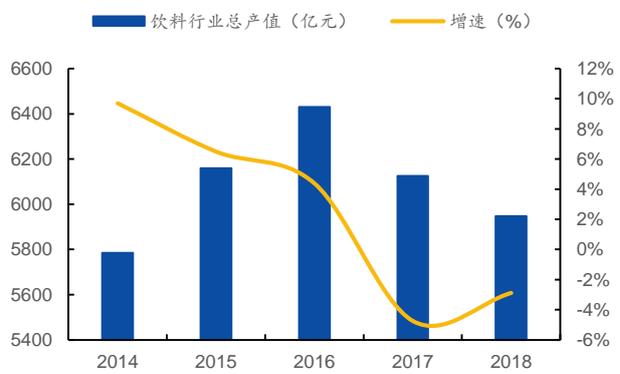
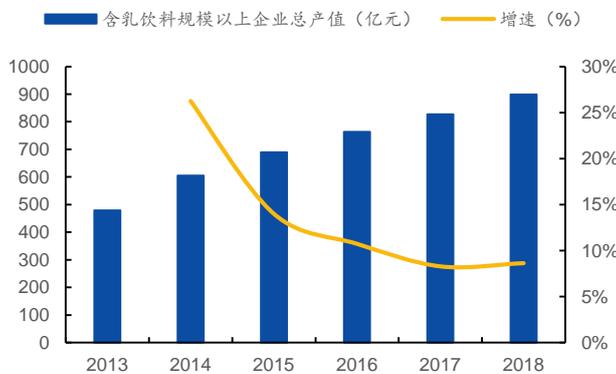
4. 软饮料：回归“快乐”本源，重点推荐拉开全国化扩张序幕的李子园

4.1 含乳饮料：兼具“快乐”与“健康”双重属性，期待甜牛奶龙头李子园挖掘全国市场潜力

含乳饮料兼具“快乐”与“健康”双重属性，增速显著高于饮料行业整体。含乳饮料主要指的是以乳或乳制品为原料，加入水及其他配料所制作而成的饮料，拥有多样化的口感和乳制品的营养价值，因此兼具“快乐”与“健康”的双重属性。2018年，我国含乳饮料行业规模以上企业总产值达到 898.6 亿元，2014-2018 年复合增长率达到 10.38%，而同期饮料行业整体 CAGR 仅为 0.7%。

图 70：含乳饮料规模以上企业总产值 CAGR 为 10.38%

图 71：饮料行业总产值 CAGR 为 0.70%

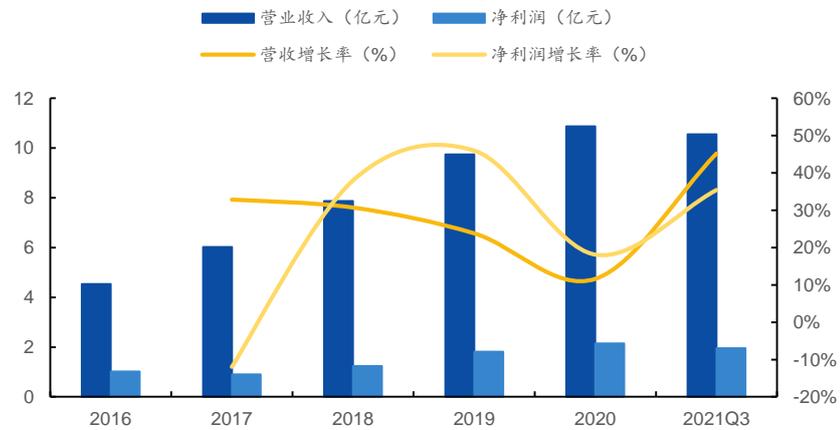


资料来源：中国食品工业协会，国元证券研究所

资料来源：中国食品工业协会，国元证券研究所

李子园深耕甜牛奶领域多年，经典产品经久不衰。1994 年，李子园发轫于浙江金华，并在此后二十多年间专注于甜牛奶品类的经营，是浙江地区一代人的童年记忆。二十多年来，公司经典产品的包装与口味没有变化，但业绩仍能保持快速增长（2016-2020 年李子园收入和利润复合增速分别为 24.5% 和 20.5%）。我们认为，公司产品力保持经久不衰的根源，在于甜牛奶很好地满足了大多数时候饮料消费的本质需求：通过甜味带来愉悦，同时通过含乳成分传递健康的形象。某种程度上，这与近年来爆火的 0 糖饮料有异曲同工之妙，两者均在“快乐”与“健康”之间进行了均衡，只是甜牛奶是在“快乐”的基础上增添一定的“健康”，而 0 糖饮料则是在主打健康的基础上思考如何增添“快乐”。

图 72：李子园业绩仍保持快速增长



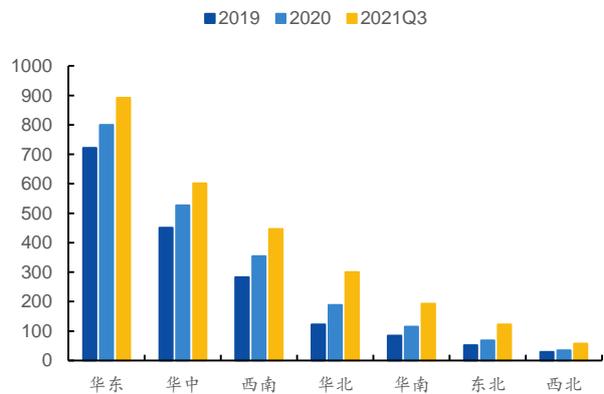
资料来源：Wind, 国元证券研究所

上市扩产开启全国化扩张序幕，看好公司潜力释放。二十多年来，李子园经营战略较为稳健，除了深耕浙江等华东市场外，逐步开拓了江西、云南等江浙沪以外市场。公司本次 IPO 募集资金将用于建设年产 10.3 万吨的鹤壁工厂以及年产 7 万吨的云南工厂，将大大突破现有产能（17.9 万吨）瓶颈同时更好地支撑华北和西南市场的发展。与产能的显著扩张相匹配，公司加快了经销商的布局，截至 2021 年 Q3，公司经销商数量达 2649 家，较 2019 年底大增 889 家，其中西南和华北的经销商增幅最为明显。可见，公司全国化扩张的大幕已经拉开，而我们对李子园的全国化扩张前景保持乐观，原因在于：（1）在经营了二十多年的浙江市场，公司主力消费群体顺利地 30 岁左右的老用户向 15 岁左右的新一代用户渗透，表明公司产品力突破了时代性；（2）在传统华东市场之外，李子园均实现了高速的扩张，2021 年上半年华中和西南市场合计已经贡献了公司 37.3% 的收入，表明公司产品突破了地域性；（3）历史上看，李子园在费用投放上较为保守，2020 年广告宣传费为 1844 万元，占营收比例仅 1.7%，在 A 股软饮料上市公司中占比最低。而 2017 年至 2020 年，李子园收入累计增幅达 80.6%，却是软饮料公司中增长最快的。可见，李子园的业绩增长来自于品牌和产品力的良性驱动，且仍有较大的开发潜力。

图 73：李子园加快全国化产能布局



图 74：公司加快经销商拓展



资料来源：李子园招股说明书，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 75：华东以外市场均实现高速增长

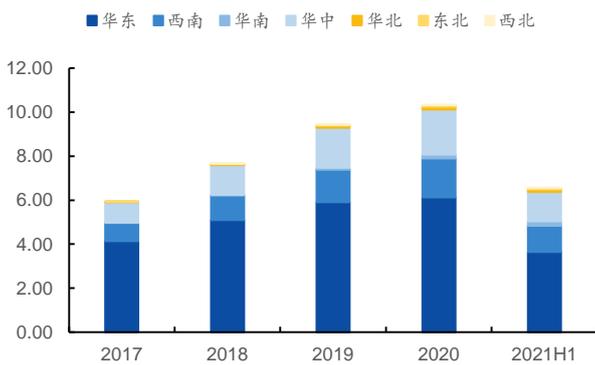
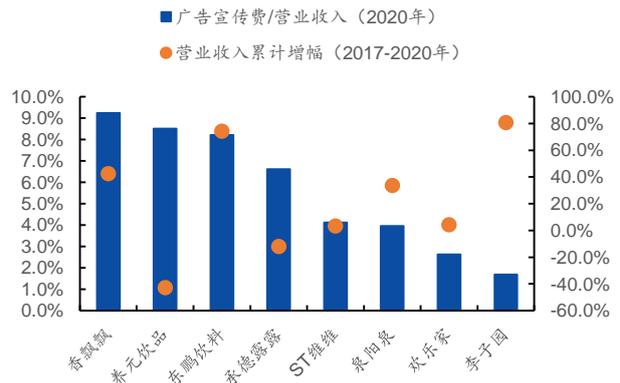


图 76：李子园以较低的广告费投放实现了业绩的高增长



资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

4.2 能量饮料：细分高景气赛道，东鹏以差异化定位打开格局

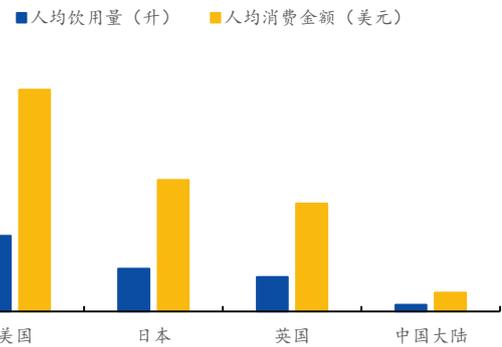
能量饮料细分赛道保持双位数增长，且国内市场潜力仍大。随着我国城镇化率的不断提升，生活节奏不断加快，大众对于抗疲劳及提神的需求快速提升，我国能量饮料的销售额不断增长，在 2020 年达到 452.43 亿元的水平，并且以 11.5% 的年复合增长率领先于其他饮料品类。而横向对比发达国家市场，每年我国能量饮料人均饮用量 2.2 升，仅为美国的 9% 和日本的 16%，品类扩张空间仍然广阔。

图 77：我国能量饮料销售额不断增长



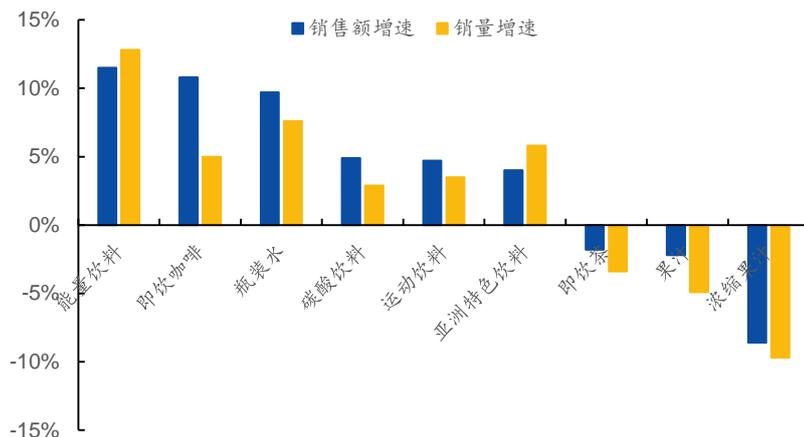
资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

图 78：2017 年我国能量饮料人均饮用量及消费金额对比



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

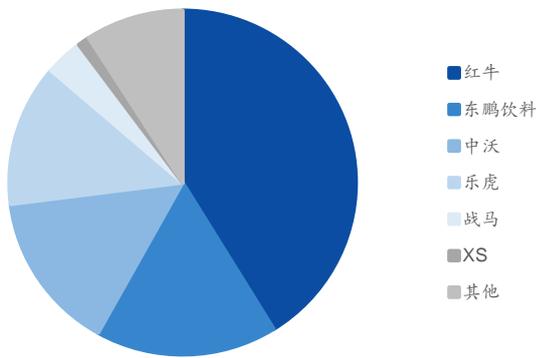
图 79：2015-2020 年我国能量饮料复合增速达 11.5%



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

能量饮料市场份额高度集中，东鹏以差异化定位成功打开行业格局。我国能量饮料市场集中度高，2020 年 CR5 高达 89.8%，其中红牛是能量饮料尤其是高端市场的绝对龙头，市占率常年在 50% 以上。面对红牛巨大的先发优势，东鹏等本土品牌采取了差异化的发展战略，通过精准匹配中低端市场的消费者需求，成功打开能量饮料市场格局。2019 至 2020 年，红牛的市占率由 57% 降至 41%，而东鹏饮料的市占率从 15% 稳步提升至 17%，稳居国内第二大的能量饮料品牌。在此基础上，我们看好东鹏未来渠道的加速扩张以及产品的不断丰富升级，本土能量饮料品牌仍大有可为。

图 80：2020 年我国能量饮料市场格局



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

图 81：东鹏专攻中低端市场



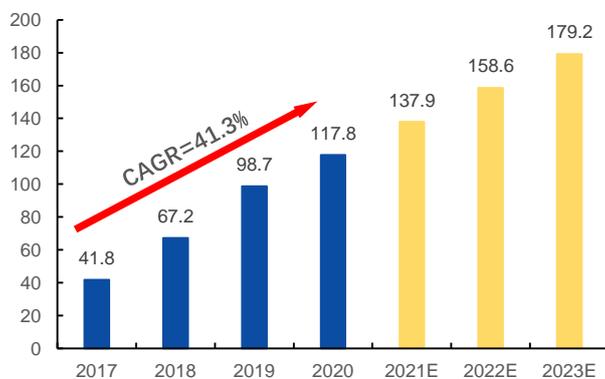
资料来源：淘宝，京东，国元证券研究所

差异化战略赋能国内厂商切入细分市场，逐步包围更大份额。由于红牛产品单价较高，定位高端，无法覆盖全部消费群体。国内厂商如东鹏饮料，因其产品主打性价比，切入剩余市场，并逐步向中高端进行升级，通过不断推出新产品如“0糖特饮”、“加气”等新品，实现“2-3-4-5”的产品矩阵覆盖率逐步提升，未来配合营销投入，公司有望持续提升其品牌力，使中高端产品持续放量。

4.3 无糖饮料：品类快速迭代扩张，上游企业机遇凸显

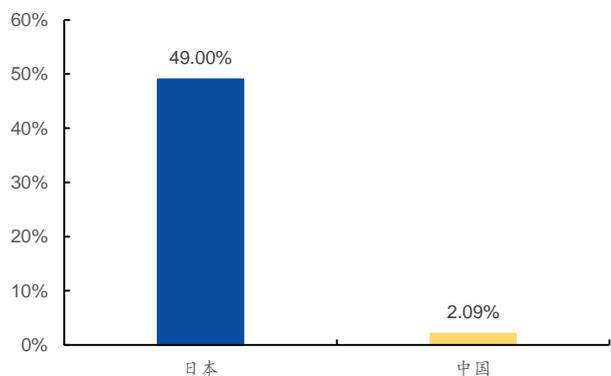
无糖饮料呈现爆发式增长，应用场景由气泡水向其他品类渗透且快速迭代，上游企业机遇凸显。近年来我国无糖饮料出现爆发式增长，2020年市场规模达117.8亿元，是2017年的3倍左右。对比日本市场49%的无糖饮料渗透率，我国无糖饮料市场仍处于起步阶段，各饮料巨头纷纷重点布局无糖饮料赛道，品类由气泡水开始向茶饮和运动饮料等赛道渗透。随着无糖饮料概念的不断发展，品牌商对代糖的选择亦变得更多元化，除了近年来被消费者熟知的赤藓糖醇外，具有不同口味特点的甜菊糖苷和罗汉果甜苷等也将迎来快速普及，上游代糖企业正面临较大的发展机遇，推荐关注金禾实业、保龄宝、莱茵生物等。

图 82：无糖饮料市场规模高速增长（亿元）



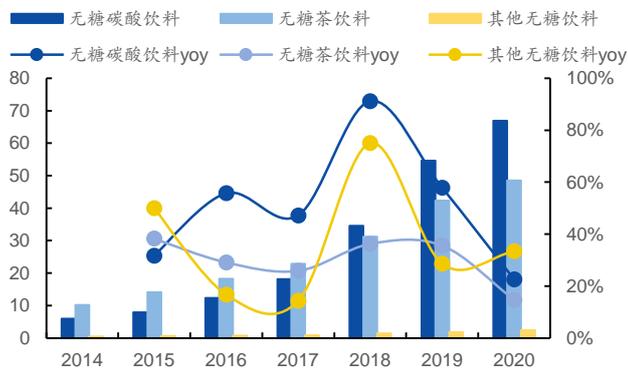
资料来源：中国科学院，国元证券研究所

图 83：中国无糖饮料市占率有大幅提升空间



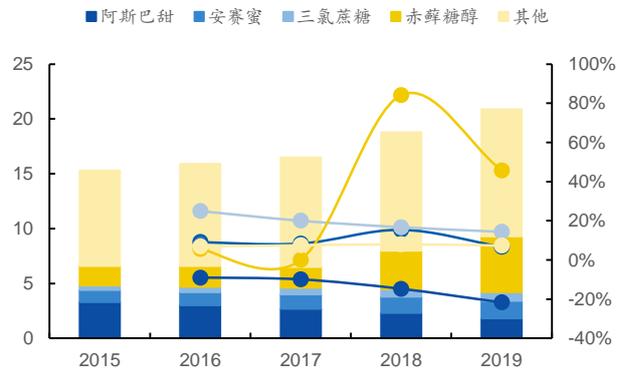
资料来源：伊藤园，Euromonitor，中国科学院，国元证券研究所

图 84：碳酸饮料和茶饮为无糖饮料的主要载体



资料来源：中国科学院，国元证券研究所

图 85：部分软饮品牌 2021 年无糖新品分类



资料来源：三元生物招股说明书，国元证券研究所

表 3：主要甜味剂的甜度、风味及相对甜价比

种类	产品	甜度倍数	风味特点	甜价比
人工甜味剂	阿斯巴甜	200	口感接近蔗糖	较高
	安赛蜜	200	口感接近蔗糖	较高
	三氯蔗糖	650	味觉接近蔗糖	较高
天然甜味剂	木糖醇	1	口感清凉	较低
	山梨糖醇	0.50-0.70	有清凉甜味	较低
	麦芽糖醇	0.85-0.95	甜味可口，可以使糖果饮料等口感细腻稠和	较低
	赤藓糖醇	0.65	口感清爽，甜味纯正	较低
	甜菊糖苷	200-300	甜味绵长，有甘草味和后苦味	一般
	罗汉果甜苷	200-300	甜味纯正，接近蔗糖	较低

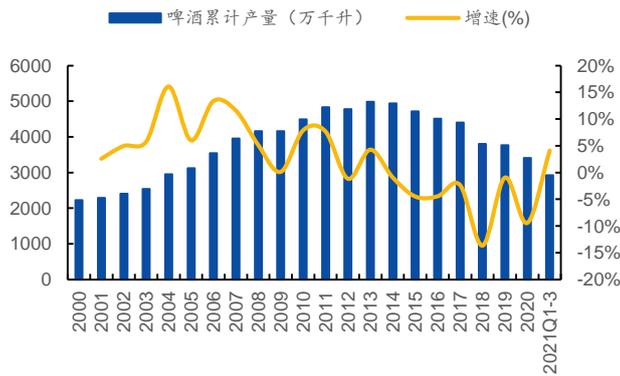
资料来源：公司公告，国元证券研究所

5. 啤酒：短期提价+长期结构升级塑造盈利高弹性

5.1 市场份额高度集中，高端化成存量竞争时代龙头企业战略发展重点

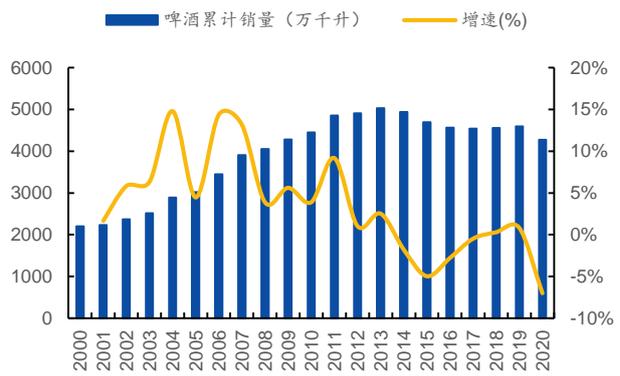
啤酒行业由增量市场转向存量竞争时代，市场份额高度集中。经过数十年的发展，我国啤酒行业产量和销量在 2013 年分别达到 4982.79 万千升和 5028.7 万千升，随后触顶回落，行业进入存量竞争时代。与此同时，经过多年的内生增长和兼并重组，龙头企业的版图不断扩大，行业 CR5 已从 2017 年的 76% 提升至 92%。

图 86：中国啤酒年产量趋缓



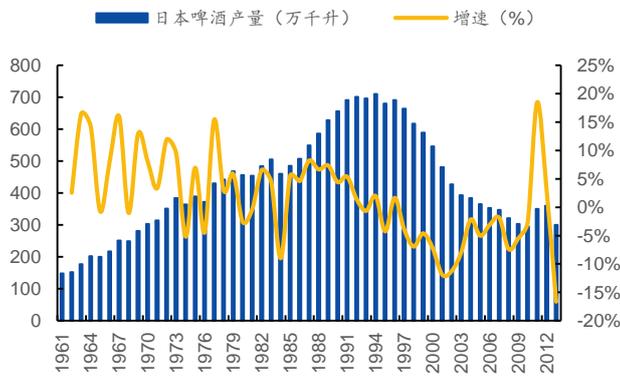
资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 87：中国啤酒行业销量趋缓



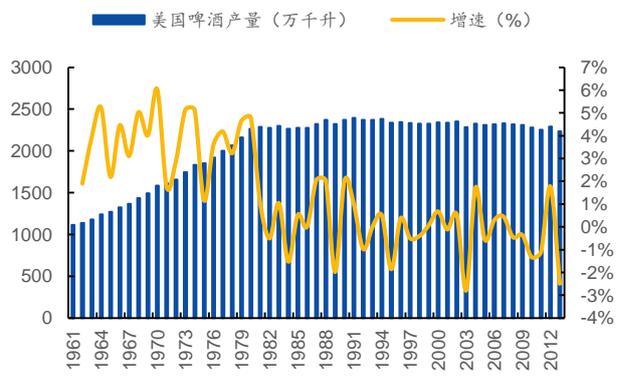
资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 88：日本啤酒产量于 1994 年达到顶峰后触顶回落



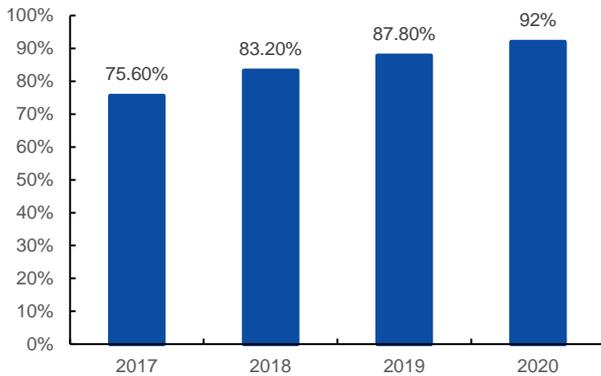
资料来源：通联数据，国元证券研究所

图 89：美国啤酒产量达到峰值后，波动幅度平稳



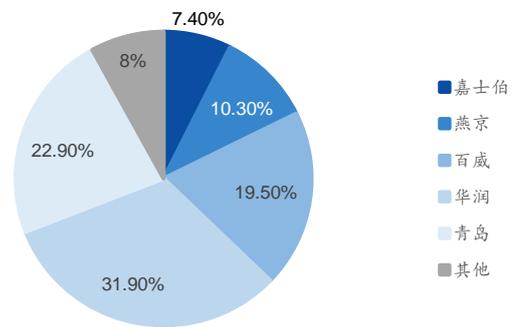
资料来源：通联数据，国元证券研究所

图 90：中国啤酒行业 CR5 持续提升



资料来源：中国酒业协会，前瞻产业研究院，国元证券研究所

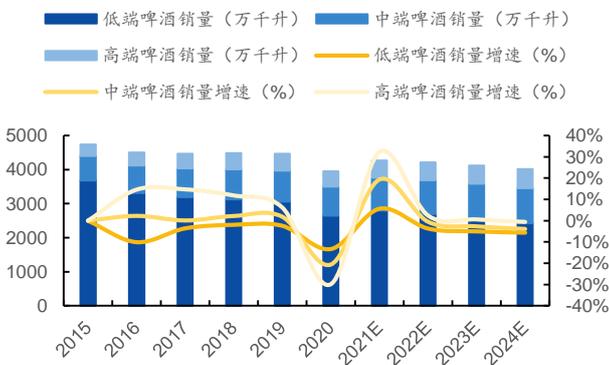
图 91：2020 年中国啤酒行业市场份额



资料来源：中国酒业协会，前瞻产业研究院，国元证券研究所

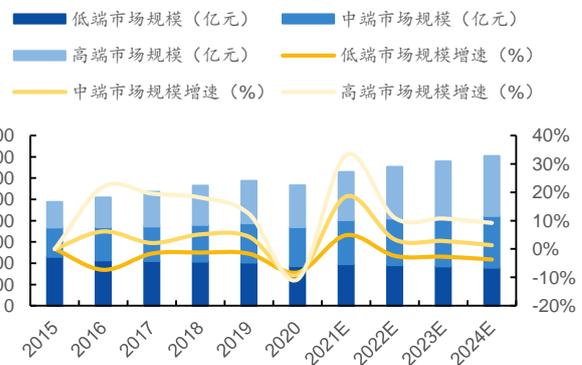
啤酒消费升级需求旺盛，高端化成存量竞争时代龙头企业共识。虽然行业整体销量已经见顶，但从内部结构看，我国中高端啤酒市场扩容空间广阔，将成为行业发展尤其是龙头企业盈利能力持续提升的核心驱动力。根据 Euromonitor 的数据，2015 至 2019 年，我国高端啤酒市场规模从 1202 亿元扩容至 1998 亿元，复合增速达 14%，而同期低端啤酒规模从 2301 亿元下降至 2033 亿元，累计下滑 12%。高端化需求的另一个重要体现是精酿啤酒的加速渗透。2016 年以前，精酿啤酒在我国啤酒消费总量的比重长期在 1.5% 以下，但近年来出现了快速提升，截至 2019 年占比已达 2.4%。盒马平台鲜啤销量则比去年同期增长了 600%。

图 92：高端啤酒销量预计持续增长



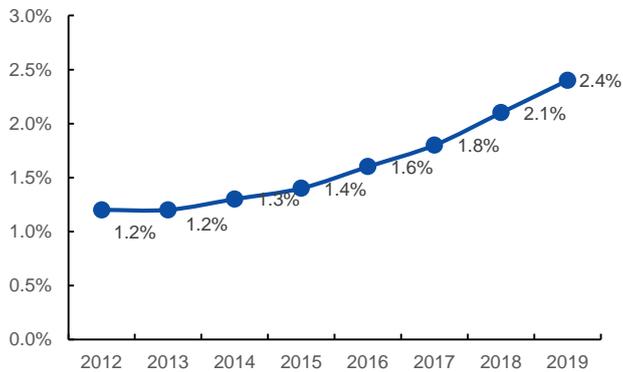
资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

图 93：高端啤酒市场空间预计持续扩容



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

图 94：我国精酿啤酒消费量占比不断提升



资料来源：观研网，国元证券研究所

图 95：重庆啤酒吨酒价格持续提高

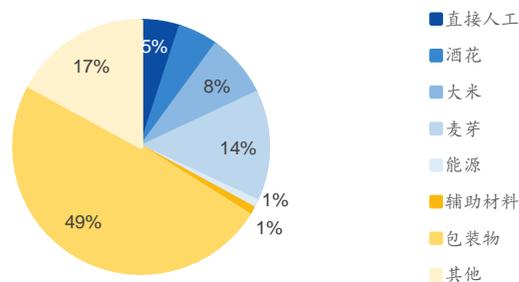


资料来源：公司公告，国元证券研究所

5.2 短期提价+长期高端化，期待来年利润弹性释放

原材料涨价推动行业性提价，成本压力趋缓后利润弹性将释放。根据青岛啤酒披露的数据，其啤酒生产成本中，占比最大的为包装物，占总成本的 49%（其中玻璃瓶占比 35%，铝罐占比 9%，纸箱占比 5%），麦芽的成本占比其次，约为 14%。2020 年下半年以来，上述原材料价格的持续上涨，啤酒行业龙头纷纷开始提价以应对成本压力。进入 2022 年，提价的落地将在企业报表中开始反映，同时全球供应链的逐渐复苏或使原材料压力趋稳，企业利润弹性有望得到较好的释放。

图 96：包材等原材料是啤酒的主要成本



资料来源：公司公告，国元证券研究所

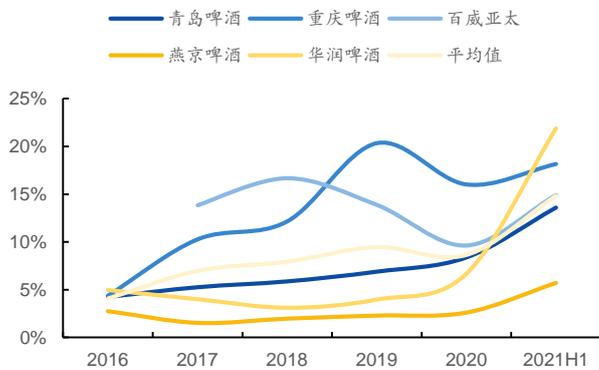
表 4：部分主要啤酒厂商提价信息

公司名称	提价时间	提价产品	提价幅度	提价区域
百威亚太	2021年5月	百威等多个品牌	0.6-1.8%	全国
	-	正在研究 2021Q4-2022Q1 对百威等部分产品进行提价，提价幅度保持与 CPI 增幅相当		部分区域
青岛啤酒	2021年8月	纯生	终端箱价提6元左右，幅度5%	山东
	2021年12月底	纯生等主力产品	出厂、终端提8-10%	-
华润啤酒	2021年9月	勇闯天涯新包装	换装升级，幅度10%上下	
重庆啤酒	2021年9月	乌苏全系列	-	新疆
	2021年10月	大瓶乌苏	出厂箱价提4-6元，幅度10%以上	疆外
	2021年年底	不同区域、不同产品	整体提价幅度4-8%	

资料来源：公司公告，国元证券研究所

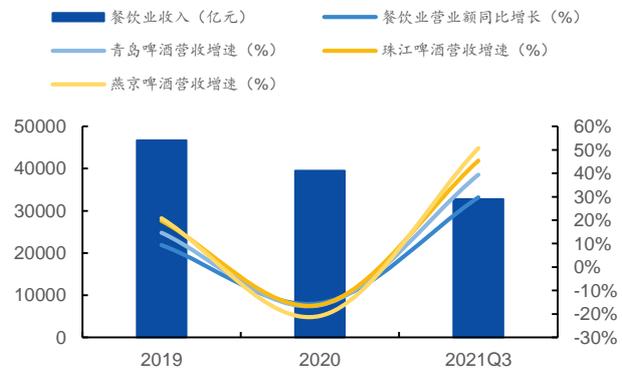
产品结构升级长期趋势延续，龙头企业盈利能力中枢将持续抬升。除了直接提价带来的短期利润率的改善，产品结构升级的长趋势还将推动啤酒企业盈利能力的持续抬升。2016年以来，国内各上市啤酒企业的净利率持续提升，平均净利率水平由不足5%提高至2021年上半年的14.9%。新冠疫情的爆发使得餐饮业遭受明显的打击，虽然啤酒消费也因此受到拖累，但高端化战略的推进仍然对龙头酒企的业绩形成了良好的支撑。因此，展望2022年，即使疫情的反复仍可能影响餐饮活动的复苏，但啤酒行业高端化进程不会改变，建议关注管理效率领先、大力推进全国化布局的重庆啤酒，以及大力推动产品结构升级的全国性龙头青岛啤酒。

图 97：龙头酒企净利率水平不断提升



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 98：啤酒企业领先于餐饮行业复苏



资料来源：国家统计局，Wind，国元证券研究所

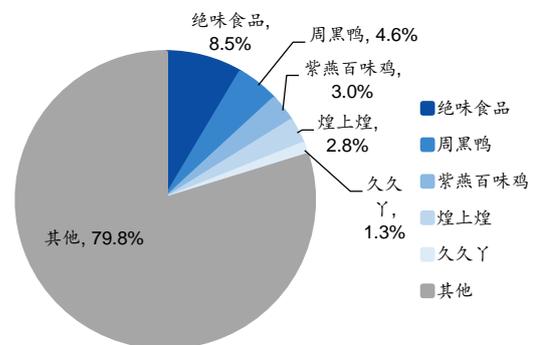
6. 卤制品：千亿市场仍存大量长尾企业，龙头步步为营实现全国化布局

卤制品千亿市场规模，头部品牌集中度较低。卤制品在我国食用历史悠久，已经奠定了坚实的消费基础。随着居民消费能力的提升，卤制品的消费场景亦不断延伸，由佐餐逐渐扩充至休闲食品领域，并推动卤制品市场规模不断增长，2020年，我国卤制品市场规模已达到1185亿元，过去10年CAGR达19.9%。而由于卤制品市场进入门槛较低，行业仍然存在着众多小作坊，目前CR5仅为20.2%，广阔长尾市场亟待整合。

图 99：卤制品行业维持较快增长



图 100：卤制品行业集中度仍较低

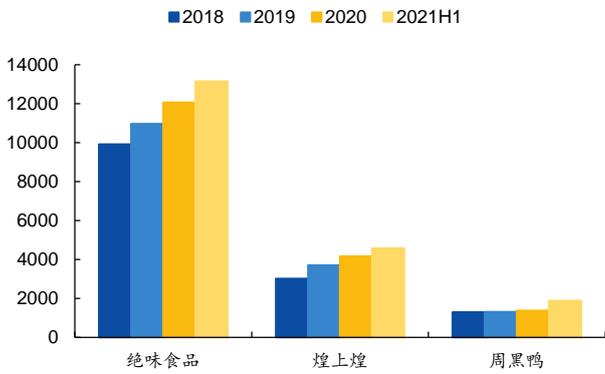


资料来源：Frost & Sullivan，国元证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

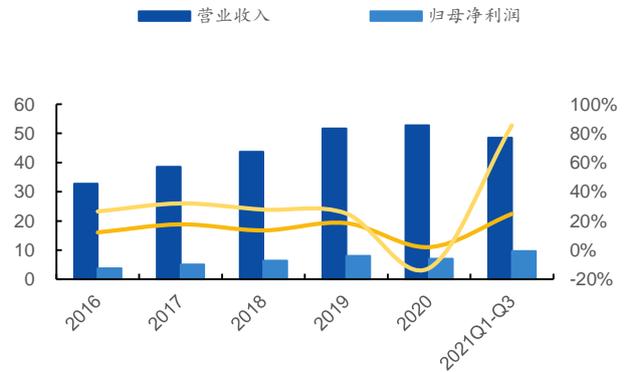
绝味食品步步为营，全国门店数量超万家，已形成显著的规模效应。卤制品消费具有明显的即时性，因此消费者可触达性对于卤制品动销至关重要。绝味食品前瞻性地把握行业发展机遇，通过加盟店模式快速实现了全国化布局。截止2021年上半年，绝味已在中国大陆地区开设了13136家门店，覆盖了383个地级市、443个县镇乡。凭借规模远大于竞争对手的门店网络，绝味优先抢占了高流量地段门店这一行业关键资源，并已形成了显著的规模优势。2016年以来，绝味食品净利率持续提升，由11.6%升至2021年前三季度的19.6%，显著高于煌上煌和周黑鸭。经营效率方面，绝味亦持续领先竞争对手，2021年前三季度总资产周转率为0.75，同以加盟模式为主的煌上煌则为0.64。2021年前三季度，绝味食品ROE从疫情的影响中触底回升至16.3%的水平，而煌上煌仅有7%，预计同期周黑鸭ROE亦未恢复至10%以上。

图 101: 绝味食品门店数量大幅领先



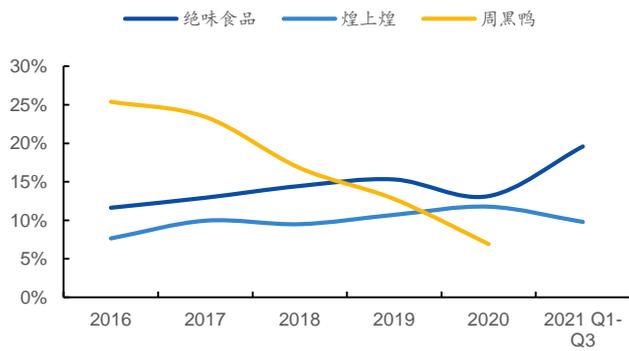
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 102: 绝味食品业绩稳健增长



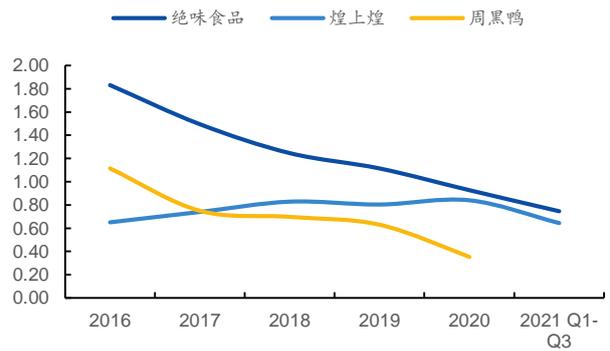
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 103: 绝味食品净利率明显高于竞争对手



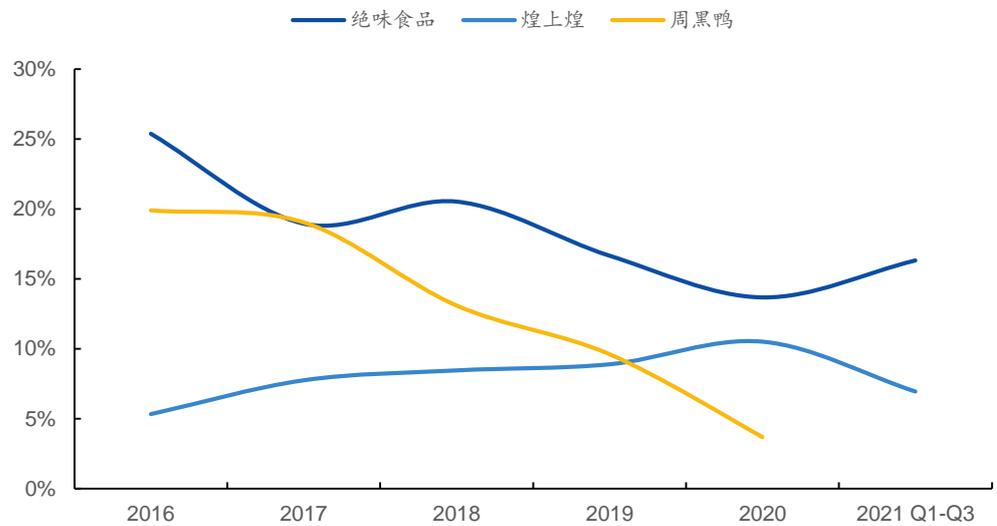
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 104: 绝味食品总资产周转率同样领先



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 105：绝味食品 ROE 表现出众



资料来源：Wind，国元证券研究所

绝味采取“一个区域市场、一个生产基地、一条冷链配送链”的生产经营模式，通过强大的供应链强化自身竞争优势。在门店数量快速增长的同时，为了保证产品的新鲜度以及降低物流成本，绝味坚持生产基地与区域市场配套的模式，以 300-500 公里为半径布局供应链，公司已在全国范围内建立了以 21 个生产基地（含 2 家在建）为中心的供应链网络，每个生产基地均能够很好的辐射到各区域市场，实现“当日订单，当日生产，当日配送，24 小时内开始售卖”。

图 106：绝味食品全国化生产基地布局



资料来源：公司公告，国元证券研究所

定增募资扩张新产能，绝味门店数量远未达天花板。绝味食品此前公告定增预案，拟

募资不超过人民币 238,393.55 万元用于新产能的建设。根据公司规模,此次新建工厂均匀分布在广东、江苏、广西、辽宁、湖南和四川六个省市,合计产能达 16 万吨。目前全国卤味店数量达 13 万家左右,是绝味门店数量的 10 倍,可见公司开店天花板仍然足够高。而通过此次定增扩产,绝味在全国范围内的门店扩张计划将得到更好的支撑,公司未来几年仍能实现稳定快速的发展。

表 5: 绝味食品定增扩产项目 (万元)

序号	项目名称	计划投资总额	拟使用募集资金投资额
1	广东阿华食品有限责任公司年产 65,700 吨卤制肉制品及副产品加工建设项目	86,261.91	86,261.91
2	江苏阿惠食品有限公司年产 30,000 吨卤制肉制品及副产品加工建设项目	51,758.07	51,758.07
3	广西阿秀食品有限责任公司年产 25,000 吨卤制肉制品及副产品加工建设项目	44,414.09	44,414.09
4	盘山阿妙食品有限公司年产 13,000 吨卤制肉制品及副产品加工建设项目	25,351.77	24,571.77
5	湖南阿瑞食品有限公司年产 10,000 吨卤制肉制品及副产品加工项目	16,389.21	16,191.81
6	四川阿宁食品有限公司年产 16,300 吨卤制肉制品及副产品加工建设项目	17,078.04	15,195.90

资料来源:公司公告,国元证券研究所

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188