



Research and
Development Center

寻求安全边际，让变化点燃内心

食品饮料

2021年12月20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

寻求安全边际，让变化点燃内心

2021年12月20日

本期内容提要:

- **白酒板块:** 高端酒市场格局稳定，茅台积极出台批价管控措施，收效显著，舆论风险降低，市场对其提价预期增强。虽然茅台酒价格管控使其批价回落，给千元价格带挺价带来压力，但随着五粮液、老窖的提价信号释放，我们认为 2022 年五粮液将更加主动的站稳千元，推动品牌形象的进一步提升，加快业绩释放。由于优质酱酒产能受限，酱酒热进入中场休息，次高端浓香依旧享有扩容红利及发展机遇期。若高端酒挺价顺利，将继续提供消费升级空间。我们看好品牌认知度具有全国化优势、2021 年已顺利招商布局的全国化次高端酒企，顺势而为是其 2022 年成长的关键词，依靠品牌势能提高，全国化突破具备较强的持续性和确定性，存在超预期增长的可能。区域名酒有望在消费升级的趋势下加快结构提升，改善业绩，短期可适当关注。
- **大众食品板块: 休闲食品:** 21 年板块经历渠道变革及消费疲软的影响，我们认为 Q2 为至暗时刻，Q3 业绩已大体呈现恢复态势。展望明年，连锁业态经过两年的逆势拿地，明年单店端的运营仍至关重要，有望集中体现近两年加速开店的业绩成果。部分主要面向商超渠道的企业面对渠道的变革积极调整，建议关注渠道改革带来的业绩反转，同时今年个别细分品类头部品牌进行了提价，建议关注提价与原材料涨价的剪刀差。**调味品:** 2021 年 9 月以来，调味品企业相继进行提价，以应对来自成本端的压力。短期内经销商囤货，渠道库存有所上升，但是随着消费旺季的到来，渠道库存消化，终端价格将会提升。展望 22 年，若原材料、能源等价格下跌，则调味品企业可获得较大利润弹性。**速冻食品:** 餐饮连锁化趋势明显，未来餐饮端对于速冻半成品的需求将日益旺盛。预制菜行业高速发展，在服务消费者的同时很好地为商家降本增效。随着人力和租金成本的持续上涨，冷冻烘焙产品需求加速增长，渠道下沉和品类延伸均有空间。
- **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、全国化路径清晰的次高端白酒，如舍得酒业、酒鬼酒。休闲食品板块，推荐门店加速扩张的休闲卤制品头部企业绝味食品、周黑鸭，推荐积极拥抱渠道变化的盐津铺子及明年新品集中放量的，盈利能力逐步恢复的甘源食品。推荐供应链效率预计持续提升的良品铺子。调味品提价政策陆续落地，若原材料成本下行，明年业绩弹性较大。推荐安琪酵母、颐海国际、日辰股份。国内预制菜市场空间大，预制菜有望成为安井食品第二增长曲线。立高食品具有先发优势，产品和渠道双驱动，有利于抢占更多增量市场。推荐安井食品、立高食品，关注千味央厨。
- **风险因素:** 疫情反复风险；食品安全风险。

目录

寻求安全边际，让变化点燃内心.....	5
1. 白酒板块：高景气度持续，看好次高端成长空间.....	6
1.1 高端酒：舆论风险降低，提价释放业绩.....	6
1.2 次高端酒：借助品牌势能，加快全国布局.....	7
1.3 区域名酒：省内结构升级，利润保有弹性.....	8
1.4 股权激励彰显信心，关注业绩兑现.....	9
1.5 重点公司.....	9
2. 休闲食品：行业持续整合，长期强者恒强.....	10
2.1 商超业态经历渠道变革，关注个股渠道改革机会.....	10
2.2 连锁业态开店加速，关注单店提升机会.....	11
2.3 零售业态业绩相对平稳，建议关注利润率提升机会.....	12
2.4 重点公司.....	13
3. 调味品：餐饮需求仍在恢复，成本下行释放利润.....	14
3.1 餐饮渠道仍在复苏，消费需求边际改善.....	14
3.2 提价政策逐步落地，成本下行带动明年业绩提升.....	15
3.3 重点公司.....	15
4. 速冻食品：立足大餐饮供应链，冷冻半成品需求旺盛.....	16
4.1 预制菜处于成长期，行业快速扩容.....	16
4.2 场景延伸和新品放量支撑冷冻烘焙行业扩容.....	17
4.3 重点公司.....	18
5. 投资策略.....	19
风险因素.....	19

表目录

表 1: 21 年以来应对原材料涨价，多家休闲食品公司进行提价动作.....	11
表 2: 调味品企业近期提价政策.....	15

图目录

图 1: 2021 年初高估值被消化.....	6
图 2: 2021Q1-3 白酒板块业绩增长稳定.....	6
图 3: 2021 年茅台酒批价变化.....	7
图 4: 2021 年五粮液批价稳定，国窖实现顺价.....	7
图 5: 2021 年次高端酒营收高速增长.....	7
图 6: 汾酒可控终端网点数突破百万家.....	7
图 7: 2021 年酒鬼省外招商布局贡献主要增长.....	8
图 8: 舍得核心市场构建顺利.....	8
图 9: 2021 年区域名酒利润弹性提升.....	8
图 10: 今世缘产品结构升级.....	8
图 11: 面向商超渠道的业态 Q3 业绩呈现恢复态势.....	11
图 12: 21Q3 面向商超渠道的企业净利率有所恢复.....	11
图 13: 棕榈油原材料价格 21 年上涨幅度大.....	11
图 14: 葵花籽等原材料 21 年上涨较多.....	11
图 15: 连锁业态疫情期间呈现明显的开店加速.....	12
图 16: 偏必选消费的巴比单店恢复相对好.....	12
图 17: 连锁业态营收增速有所放缓.....	12
图 18: 疫情反复下，连锁业态利润端逐步有所承压.....	12
图 19: 全渠道布局的休食企业营收表现相对平稳.....	13
图 20: 良品铺子的净利率环比持续提升.....	13
图 21: 餐饮市场逐步复苏，但仍相对疲软.....	14
图 22: 社会消费品零售总额增速明显恢复.....	14
图 23: PPI 逐渐向 CPI 传导.....	15
图 24: 20 年以来，黄豆和豆粕价格大幅上涨.....	15
图 25: 20 年以来，包材价格大幅上涨.....	15
图 26: 21/22 榨季以来，糖蜜价格小幅回落.....	15
图 27: 中国餐饮连锁化率不断提升.....	17

图 28: 国内外卖渗透率不断提升	17
图 29: 全国烘焙门店数量相对稳定.....	18
图 30: 锁烘焙店高毛利、高费用、低净利.....	18

寻求安全边际，让变化点燃内心

限于信达食品团队较短的从业年限，在追求覆盖广度的同时，优先扎深个股研究，由此对于策略板块性的机会推荐，坦诚地讲，我们并不完全具备这种能力。但是随着时间累积，在深度的基础上提升广度，我们可能也将提升这种能力。

寻求安全边际谈的是估值问题。买入的价格可能已经锁定了未来收益率的高度，高位推票本身就意味着更大的风险。我们谈一下对价值、价格、估值的理解，我们认为，希望投资者认可我们的推荐，前提是理解我们的认知过程，这也是做事先做人的道理。价值本身是哲学范畴的词汇，资本市场追逐的价值更多是商业价值，这可能与其它价值观相违背。比如，预制菜解决了后厨成本和效率问题，便于连锁业态的复制。但是，从人文角度看，预制菜就是没有厨师现场烹饪的好吃，甚至有人开始担忧中华美食的传承问题。所以，也会有价值投资者关注商业价值以外的价值，比如环境承载力，因为这是从一个更大的视角看待持续性问题。

限定好商业价值范畴后，才好探讨价值。无论是劳动价值论、效用价值论、均衡价值论等表述角度各有不同，但价值皆是因人而起无疑。价值是一种色界到意识界的映射关系。投资者今天让渡资金的使用给与企业，企业在将来产生更可观的盈利并回报给投资人。因此，价值是企业未来一系列现金流预期的折现，“未来”、“一系列”、“预期”都很关键，不完全可知甚至不可知，所以更准确的讲，价值是未来一系列现金流概率分布预期的折现。

理论很简单，框架不复杂，重要的是“能力”，所谓安全边际、价值、估值、超预期这些市场常用词汇，皆是有形的“术”，如果没有对“生意”本身的理解深度，几乎都是空谈。二级投资人，缺乏实业经历，又要研究那么多不同的生意，对能力的要求是很高的。虽然我们已聚焦细分行业，依然能感受到不同生意之间的差异性，而这种差异性，不是扑着身子融入产业去体悟，仅仅是按照品牌、产品、渠道这样的理解，是远远不够的。

二级投资者持续回报的源泉在于对生意的理解，行业选择之外，对公司战略的理解尤为重要。但是，脱离具体行业和公司，谈战略，基本也是空谈。缺乏战略理解的深度，会让我们更多的关注短期的数据，亦步亦趋的验证，但前瞻性不足。因此，很早，我们就发现，抛开赛道选择，对价值理解的胜负手在于对战略的理解，领导力、组织力这些软性且重要的因素，二级投资者无能为力。基于产业理解之上的战略深度，有助于我们对未来盈利的概率分布看的更加清楚一些。

估值是我们用一些机械的方法，去评估另一个“映射关系”，未来是不可知的。当我们拉过几次现金流折现模型的公式，找到 PE 和 DCF 的关系之后，我们也比较少去做 DCF，但是，我们看待 PE 的时候会基于未来较长的时间。因为不管用哪种方法去估值，本身并不能精准刻画价值，但价值本身是基于未来一系列现金流概率分布预期的折现，凡是看短的估值方法，都是在远离价值。估值离不开对“故事”和“数字”的理解，背后是基于“归纳”后的逻辑“演绎”的过程。因此，估值的高低要基于长期视角，而不仅是下一年的倍数。

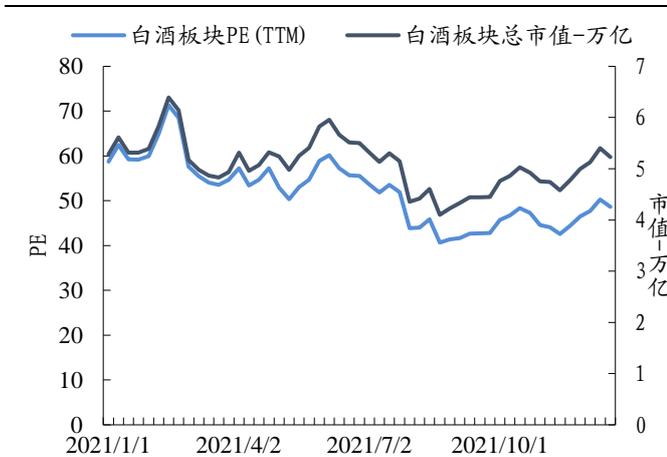
市场有效性在投资中存在很多争议，背后也会影响到对价值和估值的理解。其实，没有什么好争议的，对投资决策各个环节的理解连贯且适合自己才是最重要的。我们认为市场经常表现出有效性，又会阶段性表现出“无效”的地方，而后者实际也是有效的一部分，这是一个“从无到有”再“从有到无”的过程。市场会因很多方面考虑，给与一个企业从长期角度看阶段性很低的估值，这就是我们希望获得的安全边际。

深入产业一线，夯实能力圈，基于对价值的理解，让产业的变化点燃我们的心。市场上每天都有很多上涨的机会，我们无力点评那些背后的变化。我们需要聚焦在细分行业里面，做深做透，既能理解战略性问题，也能对经营节奏有所了解。市场是很聪明的，当机会来临时，研究最深的人将会获得更大的概率发现这个机会，我们想做这样的分析师。

1. 白酒板块：高景气度持续，看好次高端成长空间

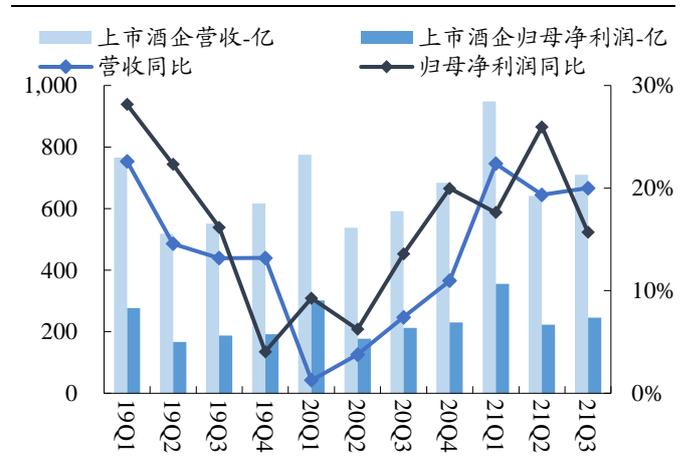
业绩如期兑现，年初高估值被消化。受疫情影响，2020年上半年白酒板块基数较低，在疫情得到有效控制及消费复苏的大趋势下，市场对2021年白酒板企业绩高增预期较高，板块估值于2021年初推至高位。然而整体宏观经济表现一般，社消总额增长放缓，消费信心出现波动，股价两次重杀估值。随着21Q2-Q3业绩的稳定释放，板块高估值进一步被消化，9月已处于40x附近。临近年末，市场开始对2022年业绩做出预测，估值略有回升。

图 1：2021 年初高估值被消化



数据来源：Wind，信达证券研发中心

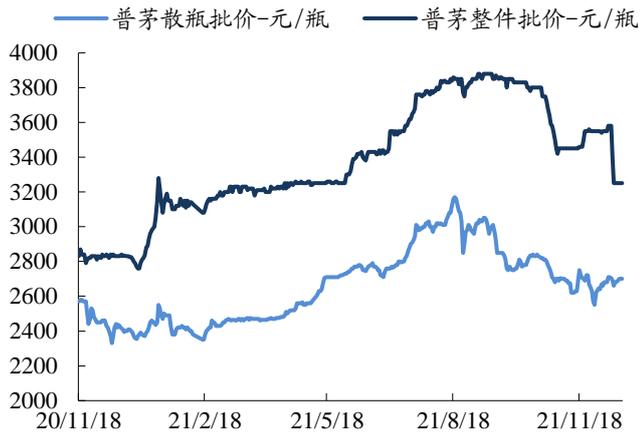
图 2：2021Q1-3 白酒板块业绩增长稳定



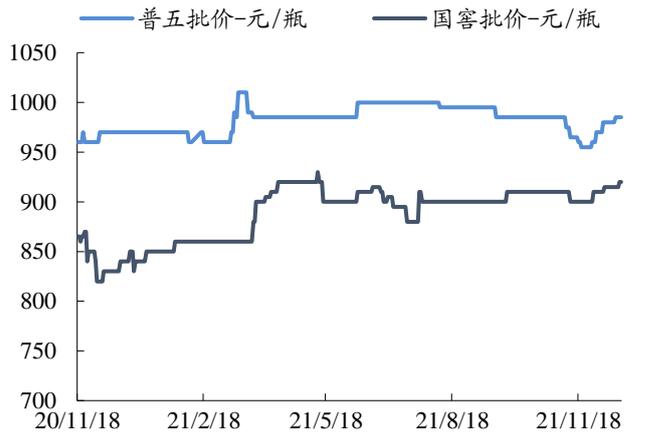
数据来源：Wind，信达证券研发中心

1.1 高端酒：舆论风险降低，提价释放业绩

茅台酒批价回落，价格管控收效明显。受年初拆箱销售政策影响，茅台酒供需矛盾更为突出，且与消费者意志相违背，整箱批价一路走高至 3800 元，散瓶批价亦涨至 3100 元，二者之间形成较大的价差。自 9 月末丁雄军董事长上任以来，公司积极表示茅台的价格改革方向要市场化、法制化。三季度茅台多渠道放量使得飞天散瓶批价出现较大回落。10 月底公司开始取消部分产品拆箱，精品和生肖酒批价持续下行。12 月 11 日起，公司全面取消拆箱政策；12 月 13 日起，公司将增加 12 瓶/箱规格茅台酒专门用于开箱零售，茅台整箱批价出现大幅回落。茅台在市场价格管控上做出措施取得积极效果，尊重市场及消费者需求，改善供需矛盾，政治舆论风险降低，同时也增强了市场对茅台提价的预期。

图 3：2021 年茅台酒批价变化


数据来源：信达证券研发中心

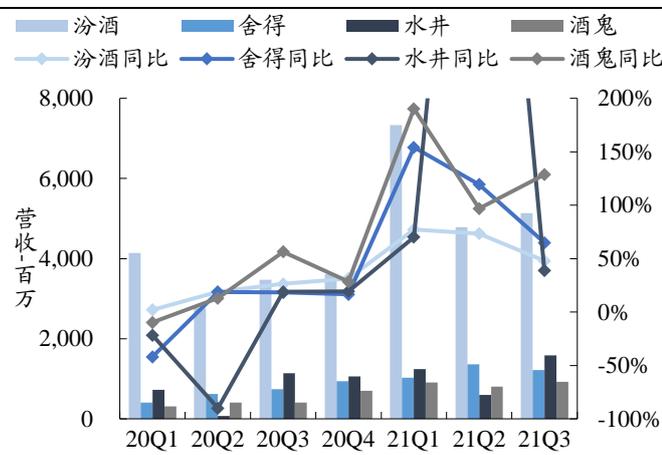
图 4：2021 年五粮液批价稳定，国窖实现顺价


数据来源：信达证券研发中心

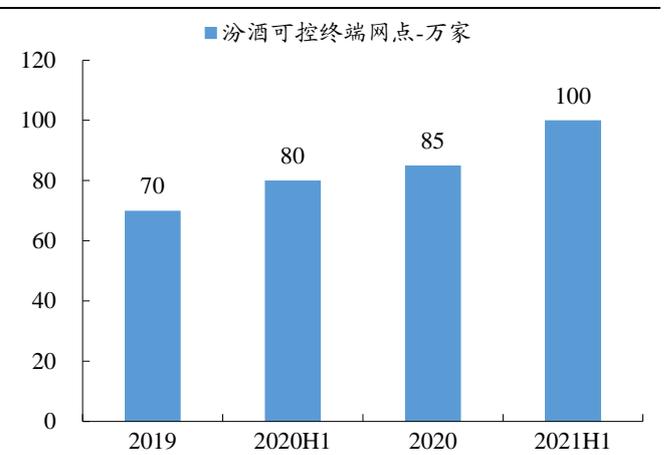
渠道库存均保持良性，为来年提价提供保障。春节后，五粮液控货挺价效果显著，批价曾短暂越过千元，此后二季度，经销商主要以 999 元计划外价格打款，批价稳定在 980-990 元。由于下半年渠道监管放松，五粮液批价在年内未能站上千元，且 11 月底由于经销商存在回款压力，批价有所下滑。但与以往不同，不管是淡季还是旺季，今年五粮液渠道库存基本维持在一个月左右，保持良性库存水平。国窖亦是如此，通过多次停货及计划外价格的实施，实现了顺价销售，渠道库存基本维持在一个半月左右。当前，五粮液已明确经销商打款成本上调至 969 元，且从开门红打款开始执行，国窖终端价上调并严控终端配额，释放挺价信号。我们预计，2022 年五粮液提价将加快其业绩释放，若高端酒提价顺利，将进一步向次高端传导，提供价格带提升红利。

1.2 次高端酒：借助品牌势能，加快全国布局

酱酒热带动次高端扩容，全国品牌享有扩张红利期。2020 年初至 2021 年中，是酱酒热最为疯狂的一年半，由于茅台批价的不断上行，酱酒消费向下溢出至次高端价格带，主流酱香产品批价快速上涨，带动次高端扩容。但优质酱酒产能仍然受限，在需求的快速增长下，酱酒品质出现参差不齐，目前开始出现中场休息，从整顿行业规范开始，促进酱酒品类有序发展。而全国化次高端具有品牌优势，享有次高端扩容的红利，快速将产品导入全国市场，培育起市场梯队，加快放量。

图 5：2021 年次高端酒营收高速增长


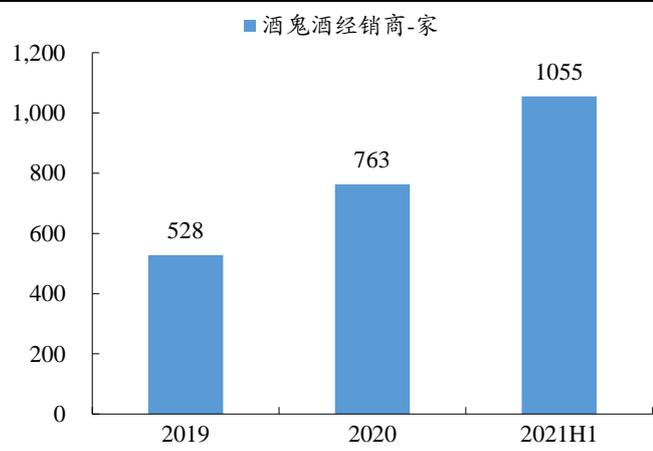
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：汾酒可控终端网点数突破百万家


数据来源：Wind，信达证券研发中心

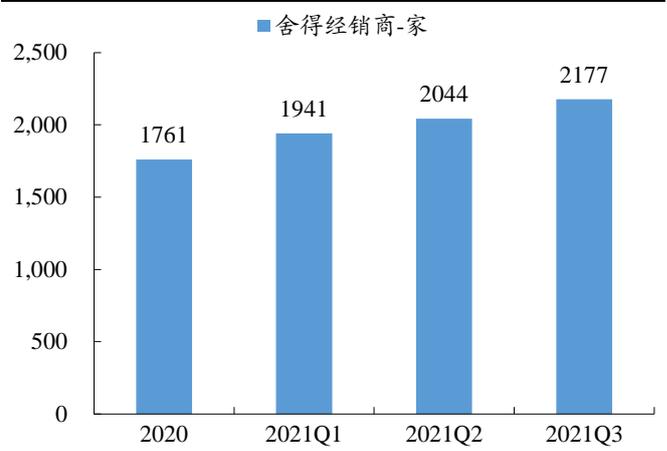
渠道深耕可持续，全国化势头不减。2021年可谓新一轮次高端全国化元年，短期的招商铺货、核心市场培育均需要通过2022年的动销复购进行市场加固。从梯队市场的建立、品牌氛围的提升上看，次高端品牌的势能已初步形成，市场扩张将进一步趁势而为，从简单的铺货转向深耕建设，不断优化经销商结构，构建核心终端网络，抓住行业窗口期，快速实现规模提升。

图 7：2021 年酒鬼省外招商布局贡献主要增长



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：舍得核心市场构建顺利

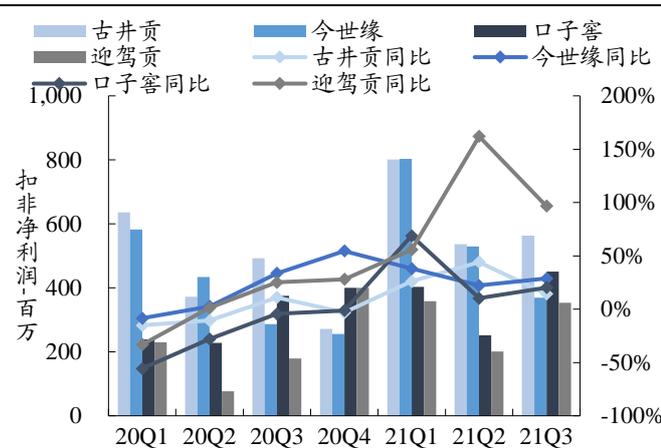


数据来源：Wind，信达证券研发中心

1.3 区域名酒：省内结构升级，利润保有弹性

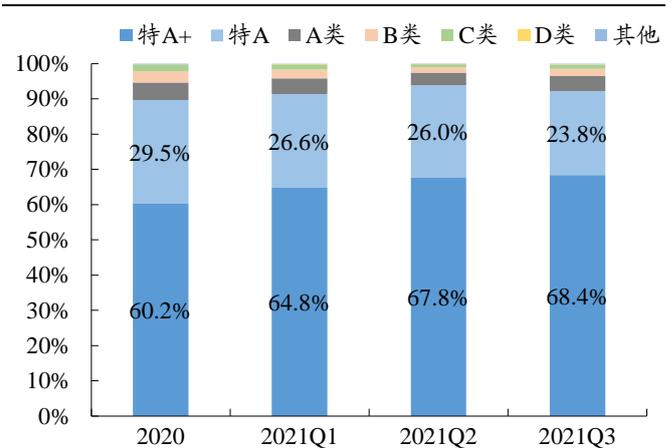
苏皖消费升级强劲，区域名酒结构提升，促进利润释放。本轮次高端扩容同样也向区域名酒传导。与全国化次高端不同的是，区域名酒的业绩增长更依赖于省内的深耕与结构升级。整体上看，江苏与安徽的消费升级依旧强劲。梦6+的省内换代成功，进入成长期，国缘V系列导入顺利，江苏600元价位带正在崛起，有进一步消费升级的趋势。安徽主流价格带由200元向300元跃迁，古16、口子20年、洞藏20等产品开始放量，结构升级明显。虽然在酱酒热的挤压下，区域名酒的省外扩张路径较难实施，但省内结构升级红利依旧能加快其利润端的释放，边际改善弹性较大。

图 9：2021 年区域名酒利润弹性提升



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：今世缘产品结构升级



数据来源：Wind，信达证券研发中心

1.4 股权激励彰显信心，关注业绩兑现

多家酒企推行股权激励，促进业绩释放。过去几年中，五粮液、汾酒、舍得股权激励实施较为成功，在业绩高速增长的同时，股价拉升幅度较大，员工在激励中与公司利益捆绑，对公司未来的发展抱有积极乐观的态度，期待能更多地共享未来发展的成果，从而实现正向循环。在十四五开局之年，洋河、水井坊、今世缘、泸州老窖相继（拟）推出股权激励计划，以调动团队积极性，调高增速目标，加快渠道布局及规模扩张。随着激励落地，我们预计公司目标完成确定性提高，关注业绩兑现情况。

1.5 重点公司

贵州茅台：茅台酒价格回归市场化，基酒供应增加，系列酒提供第二增长引擎。丁雄军董事长上任以来，不断释放价格管控的积极信号，10月末取消部分产品拆箱政策，12月中旬取消飞天拆箱政策，并新增12瓶/箱的规格用于拆箱销售，既满足了消费者对整箱产品的需求，又保留拆箱销售促进饮用需求的本意，批价管控收效明显，整箱与散瓶之间的价差也逐渐缩小。随着茅台批价的回落，其政治舆论风险也逐渐降低，理论上增强了市场对其提价的预期。我们认为，短期内提价与其近期批价管控效果相违背，应待批价回落稳定后再进行下一步措施。2022年，公司十三五产能扩建项目将全部投产，实现约5.6万吨的茅台酒产量，保障茅台酒的市场供应。2021年，公司系列酒表现亮眼，其渠道梳理完成，正处于放量增长阶段，我们预计其将继续为公司业绩增长提供第二引擎，在百亿基础上做强做大。

五粮液：计划外提价落地，加快业绩释放。2022年，公司进一步提高经销商计划外打款价格，并且增加计划外打款占比，将经销商打款成本锁定在969元，一方面增厚公司利润，另一方面倒逼经销商挺价。当前公司开门红打款已进行过半，与此前不同的是，开门红打款已实行969元的成本价，加强计划外价格的执行力，避免经销商利益不均衡。我们认为，公司二次创业已对渠道、价格基本理顺，2022年是其进一步高质量发展之年，此次提价也体现了其挺价的决心，有利于其利润的增厚，来年业绩释放可期。

山西汾酒：坚定南下步伐，加快高端化构建。作为曾经的汾老大，汾酒在消费者心中具备一定的消费记忆，且作为清香型白酒龙头，汾酒将率先享有品类扩张的红利。借助次高端行业扩容，青花20将有机会快速放量，并在玻汾的氛围营造下，加快走向全国市场，实现南方市场的局部。今年公司重点加强青花30复兴版的推广工作，掌握清香型白酒定价权，构筑高端化品牌形象，加快结构升级构建。我们认为，今年公司的南下策略采用高举高打方式，通过费用投放布局多地市场，明年在山西及环山西市场的巩固基础上，有望进一步实现南方市场的深耕建设，实现长江以南大发展。

洋河股份：梦6+进入成长期，股权激励提高业绩目标。2021年，梦6+经过两年的换代调整，开始进入成长期，省内放量增长；梦3水晶版已顺利换代，价格梳理成功，占位江苏400元主流次高端价位带；天之蓝于三季度换代上市，进一步复制梦系列调整模式，梳理渠道利润。我们认为，随着公司对全员上涨工资薪酬、对核心管理层做股权激励，员工积极性明显提升，并且股权激励在年中上调全年目标，彰显公司发展的信心，2022年激励目标有望顺利达成，省内增长贡献主要业绩。

今世缘：省内深耕效果凸显，加快次高端结构升级。以苏州、无锡、常州为代表的苏南市经济发展水平在江苏省内领先，主流价格带已升级至300-600元次高端价位，与南京市场较为相似，为公司国缘系列产品提供了良好的发展环境。自2020年公司在苏南、苏中大区

持续招商以来，省内市场的深耕效果逐渐显现，苏南、苏中大区已渐入复购成长期，今年以来收入增速全省领先。今年以来，新四开导入市场顺利，抓住省内核心价格带，并伴随次高端的扩容和省内消费升级，进一步提高 V 系列在 600 元左右的市占率。我们认为，其在省内具有较强的次高端消费基础，随着结构升级，业绩有望继续改善。

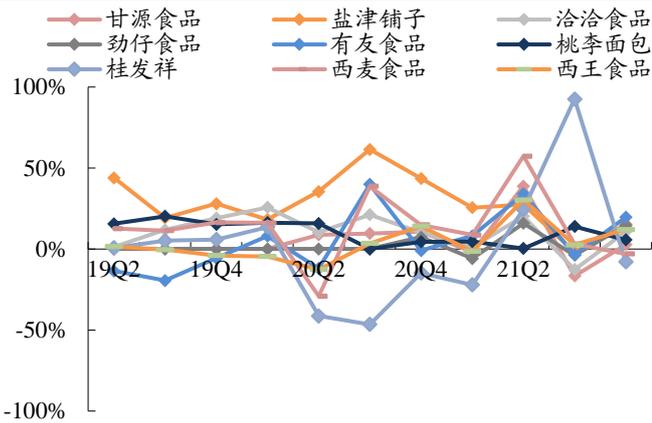
舍得酒业：天时地利人和，加快全国化进程。 天时：高端酒提价预期+酱酒阶段性放缓+剑南春提价，竞争格局在利好舍得。地利：老酒战略差异化准确，轻装上阵巩固渠道良性。人和：股权激励增强销售团队的稳定性和动力，复星尊重市场，尊重团队，坚定优势，抢抓机遇。我们认为，虽然 2021 年公司加快招商布局，但主要增长源于老经销商的贡献，2022 年有望进一步加强新市场渠道的深耕，在梯队市场的基础上，发挥老酒品质优势，加快市场份额的提升。公司短期超预期来自回款和业绩驱动，中期超预期来自激励、模式创新、组织调整等保障当下又影响未来的组织力，长期超预期来自老酒战略与品质自信。

酒鬼酒：内参顺势奋楫，酒鬼借势得势。 三年之路，从起初的半信半疑，到如今的牛团自信，内参销售初具规模，三年翻番的目标基本实现，内参高端化之路愈发自信，第四大高端品牌定位获得消费者认可。酒鬼酒借助内参品牌之势，加快省外招商布局。当前，公司在省内已基本实现扁平化布局，但作为湖南本土第一名酒，其市场份额占比与其他省酒在大本营市场的表现仍有较大差距。2020 年，公司通过红坛酒鬼换代，对经销商结构进行优化，品牌使命感增强，未来可依靠厂商合力扩大市场份额。内参的省内销售规模接近国窖，次于五粮液，配额控制较为严格，渠道利润极具竞争力，具备继续做大的基础条件。借由内参配额的稀缺性，省外大商参与度较高，渠道推力有保障，目前在河南、河北、山东、广东已形成一定的馥郁香消费氛围及复购动销，但当前全国化程度仍较低，具备持续的招商增长逻辑。

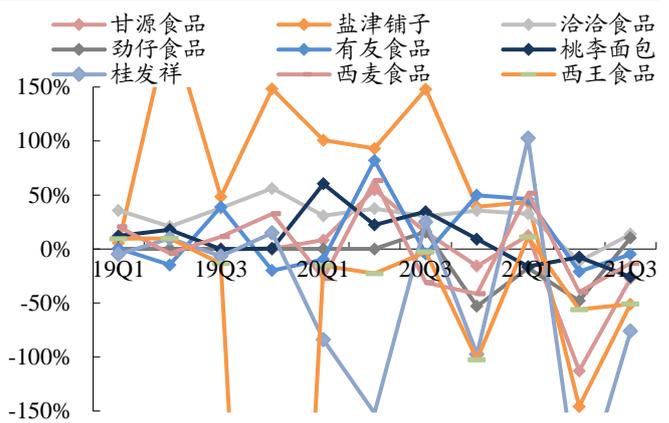
2. 休闲食品：行业持续整合，长期强者恒强

2.1 商超业态经历渠道变革，关注个股渠道改革机会

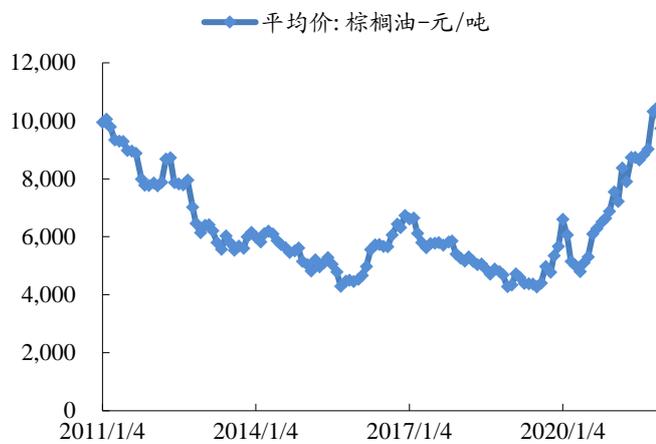
商超渠道的业态布局建议关注渠道改革及提价原材料价格剪刀差。 在渠道变革叠加消费疲软的影响下，主要面向商超渠道的业态在 Q2 营收增长经历至暗时刻，Q3 呈现恢复态势，Q4 有望持续恢复。而在包材、棕榈油等原材料价格上涨的背景下，洽洽、甘源等细分品类龙头纷纷提价，业绩有望经历消费恢复，提价传导及渠道调整效果显现三个阶段，业绩体现实来看，Q4 部分企业刚刚提价，渠道仍需要时间进行提价传导，今年一季度基数较高，预计在明年二季度业绩有望呈现出表观的明显改善。整体的投资策略建议关注积极拥抱渠道变革及提价有望带来高业绩弹性的企业，21 年经历多重影响，业绩的负面预期释放较为完全，而面对大环境的变化，渠道的变革及洗牌仍在持续，积极进行渠道战略调整的企业有望抓住渠道机遇，实现业绩反转。在行情已经对提价预期进行部分反应的情况下，建议关注困境反转的个股机会。同时细分品类原材料涨价幅度不一，建议关注提价原材料涨价的剪刀差带来业绩弹性的个股。

图 11: 面向商超渠道的业态 Q3 业绩呈现恢复态势


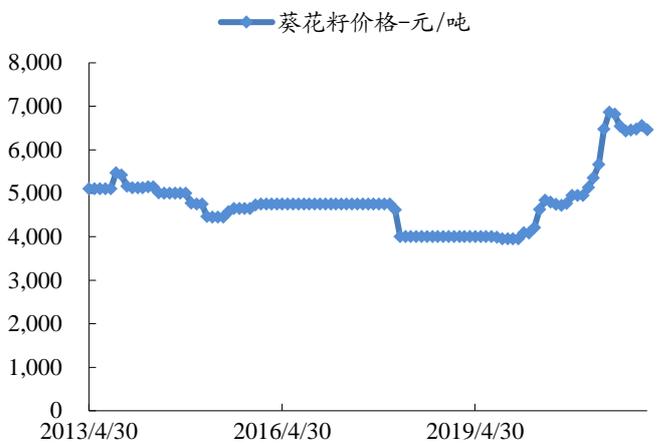
数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 营收同比数据

图 12: 21Q3 面向商超渠道的企业净利率有所恢复


数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 营收同比数据

图 13: 棕榈油原材料价格 21 年上涨幅度大


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 葵花籽等原材料 21 年上涨较多


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

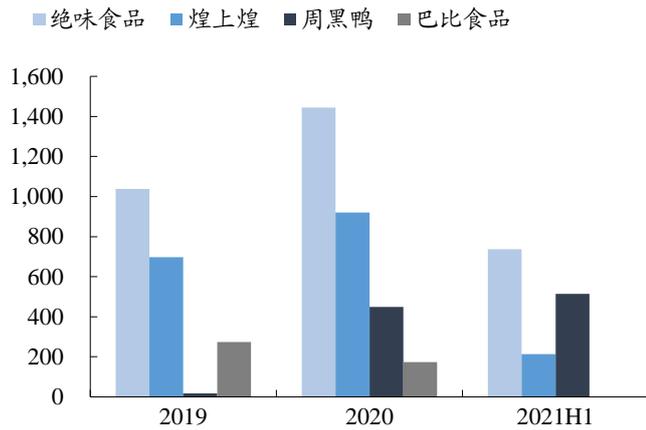
表 1: 21 年以来应对原材料涨价, 多家休闲食品公司进行提价动作

公司	提价幅度
洽洽食品	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 2021 年 10 月 22 日开始实施。
甘源食品	在一季度末, 对青豆、蚕豆、瓜子仁老三样进行了约 10% 的提价。
旺旺食品	决定于 2021 年 12 月 1 日, 针对旗下的旺仔牛奶、雪饼、仙贝等数十个产品进行零售价格调整, 官方确认最新的涨价执行日期为 2022 年 1 月 1 日。

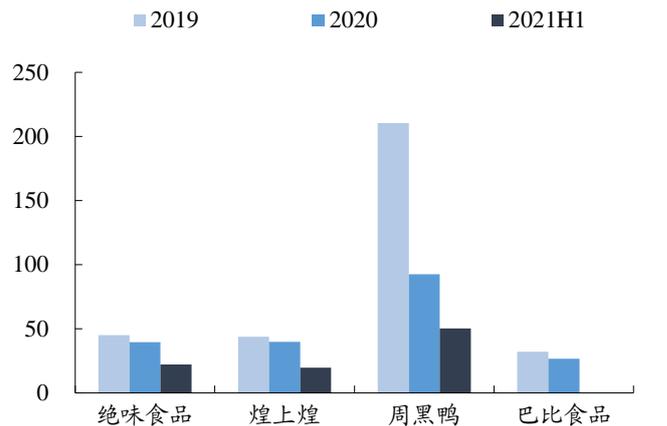
资料来源: 各公司公告, 财联社, 信达证券研发中心

2.2 连锁业态开店加速, 关注单店提升机会

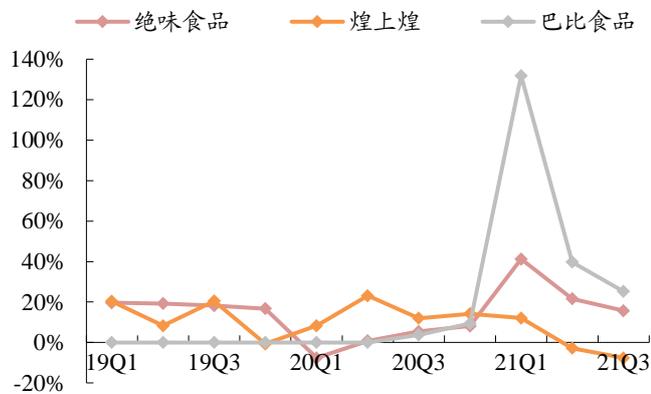
连锁业态建议关注单店提升机会。头部连锁品牌在疫情期间呈现明显的开店加速态势, 但由于疫情反复及消费疲软等影响, 单店端目前仍存在一定压力, 从海底捞及茶颜悦色在近期纷纷关闭部分门店也可见一斑。对于小食品板块, 整体来说初始投资小, 单店运营成本相对可控, 当前经营压力仍可控制。具体到细分赛道, 偏必需品的早餐连锁巴比单店恢复较好, 但对于卤制品板块尤其是高势能门店缺口仍大, 社区门店整体缺口相对较小。在疫情发生近两年的当下来看, 疫情加速了卤制品板块的行业整合速度, 头部企业通过资金及管理上的优势持续加速拿店。而展望后续, 单店的恢复则至关重要, 否则加盟商的积极性将受挫, 卤制品头部品牌绝味今年通过摇摇杯、鸭脖三剑客等一系列营销活动提振单店, 效果显著, 单店的提升有望集中体现近两年开店加速的经营成果, 从而带来该业态的布局机会。

图 15: 连锁业态疫情期间呈现明显的开店加速


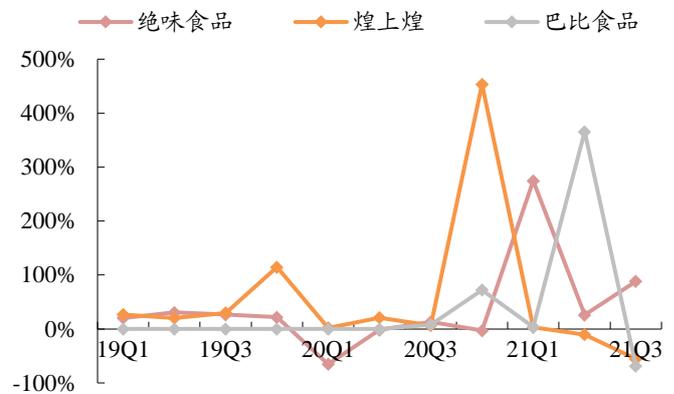
数据来源: 各公司公告, 信达证券研发中心 注: 图为门店数量-家

图 16: 偏必选消费的巴比单店恢复相对好


数据来源: 各公司公告, 信达证券研发中心 注: 图为单店收入-万元/家

图 17: 连锁业态营收增速有所放缓


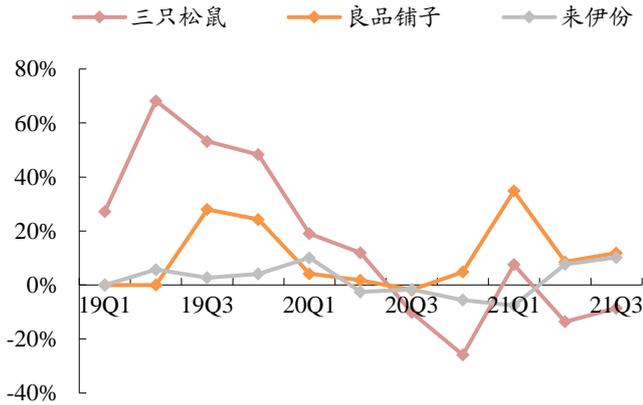
数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 营收同比数据

图 18: 疫情反复下, 连锁业态利润端逐步有所承压


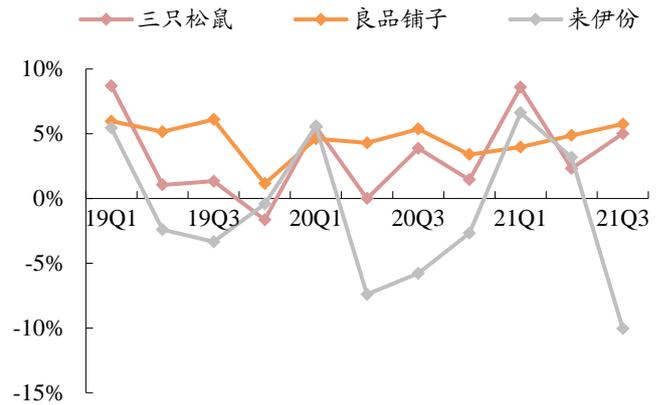
数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 利润同比数据

2.3 零售业态业绩相对平稳, 建议关注利润率提升机会

全渠道布局的企业 21 年业绩恢复态势更为显著, 建议关注利润率提升带来的利润弹性。对于全渠道布局的休闲食品企业而言, 主要包括良品铺子、三只松鼠、来伊份等, 这些企业的显著特点为生产端采用代工模式, 企业更多集中在品牌和渠道端的运营。整体来看, 疫情期间由于这些企业采取全渠道布局, 尤其以良品铺子来看, 整体业绩表现相对平稳, 并且由于商超渠道并非他们的主要渠道, 整体受到渠道变革的影响相对小, 在消费疲软的环境下依旧保持相对高的业绩增速。但从利润端来看, 目前该方向的企业利润率整体呈现相对更低的水平, 具体到个股来看, 对于良品铺子而言, 规模效应及供应链效率的进一步体现之下, 利润率预计仍有提升空间, 对于三只松鼠而言, 积极进行线下渠道的探索, 品牌势能有望在线下进一步体现, 从而提升整体的盈利水平。因此, 对于该方向的企业而言, 过去的利润率水平相对低, 随着进一步加深价格透明度相对低一点的线下渠道的布局, 利润率有望提升带来的利润弹性值得关注。

图 19: 全渠道布局的休闲食品企业营收表现相对平稳


数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 营收同比数据

图 20: 良品铺子的净利率环比持续提升


数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 净利率

2.4 重点公司

绝味食品: 公司明年单店收入有望进一步恢复。公司在渠道管控及供应链端具备核心优势, 疫情期间持续加速拿店, 并且在今年持续进行摇摇杯等品牌营销活动提振单店收入, 公司近两年预计会持续进行品牌营销, 疫情期间预计能够有效提振单店和经销商信心, 保障公司平稳度过疫情特殊时期。展望明年, 公司经过两年的门店加速, 若明年单店端进一步恢复, 有望集中体现公司近两年的经营成果。长期来看, 主业开店天花板仍高, 单店端有望保持平稳小幅提升, 借助渠道管控和供应链端的优势, 亦有望成功打造第二增长曲线。

周黑鸭: 品牌高势能, 渠道释放动能。周黑鸭处卤味优质赛道行业集中度低, 2019 年底提出开放特许加盟, 借助特许商资源杠杆有望加速扩张, 从近两年的开店效果来看, 特许加盟进展顺利。但在疫情影响下, 单店端受影响较大, 并且初期特许门店较少仍需要爬坡期。展望明年, 特许门店经过两年的模型打样, 开店预计仍稳步推进, 拉动业绩增长。中长期来看, 周黑鸭在品牌端具备核心优势, 加盟商盈利模型好, 我们预计 2023 年“直营+特许”门店有望达 4-5000 家, 品牌溢价下, 特许经营预计能够保持较好的盈利水平, 助力公司重回成长快车道。

洽洽食品: 终端提价基本完成, 有望覆盖原材料涨价压力。公司在 10 月 27 日发布了调价公告, 目前调价进展顺利, 在终端基本完成调价动作。春节将近, 经销商备货积极, 提价暂未明显影响订单和发货节奏。明年来看, 预计涨价能够有效覆盖原材料涨价, 在今年低基数下, 明年利润相比收入预计更具弹性。长期来看, 公司提出百亿含税目标, 到 2023 年瓜子实现 60 亿元含税营收、坚果 30 亿元、其他 10 亿元, 实现路径: 持续提升瓜子市占率, 填补空白渠道, 坚果品类通过未来 2-3 年实现品类第一。整体来看, 洽洽作为瓜子龙头, 线下渠道运营经验丰富, 百亿目标可期。

盐津铺子: 看好公司调整渠道战略打法后的业绩反转。公司今年面对渠道变迁的影响, 积极调整, 散装调整渠道战略打法, 更加偏向于投小尺寸的中岛进行渠道下沉, 定量装, 人员方面引入了管理经验丰富的管理人员。展望明年, 公司战略转型目前效果初显, 预计公司层面改革能够有效传导至渠道, 散装渠道开拓和下沉持续加速, 定量装有序进入市场, 明年预计成为改革的收获期。

甘源食品: 明年新品集中放量, 业绩高增长可期。甘源为典型的产品驱动型公司, 不论是打造青豆、蚕豆、瓜子仁经典老三样, 成为籽类坚果头部品牌, 还是口味型坚果个别品类

脱颖而出，均证明了其在产品端及口味研制上的优势，产品力推动渠道，公司有望获得长足发展。今年在原材料价格上涨及渠道变迁的影响下，业绩短期有所受影响。展望明年，在新三样升级，安阳工厂新品放量下，收入端有望快速增长，叠加涨价红利及原材料价格下行空间大，利润端预计更具弹性，明年有望打响公司重回增长高速道的第一枪。

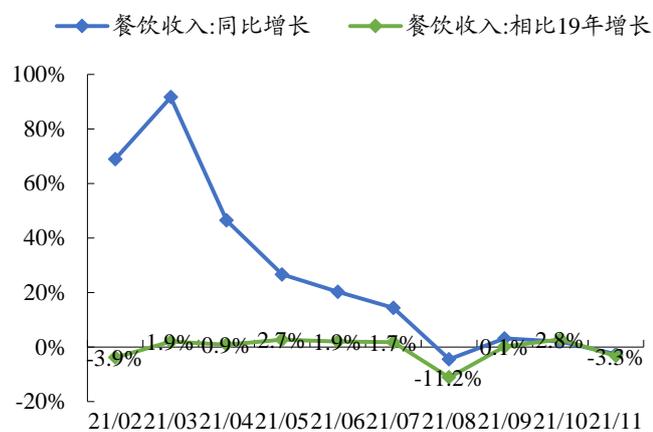
良品铺子：净利率环比逐步抬升，关注净利率提升带来的业绩弹性。短期来看，疫情影响之下，门店端今年关店数量相对高于预期，线上积极拥抱直播电商表现较好。展望明年，线下净开店数量预计相比今年有所提升，公司采用全渠道布局，有望享受休闲食品行业市场空间持续提升的红利，同时公司在供应链管理上效率有望进一步提升，从而带来的净利润弹性值得关注。长期来看，良品定位高端，产品端形成差异化竞争，切中行业痛点，积累品牌势能有望实现突围。公司注重信息化系统建设及供应链打造，规模效应下，供应链效率有望提升并带动净利率提升。

3. 调味品：餐饮需求仍在恢复，成本下行释放利润

3.1 餐饮渠道仍在复苏，消费需求边际改善

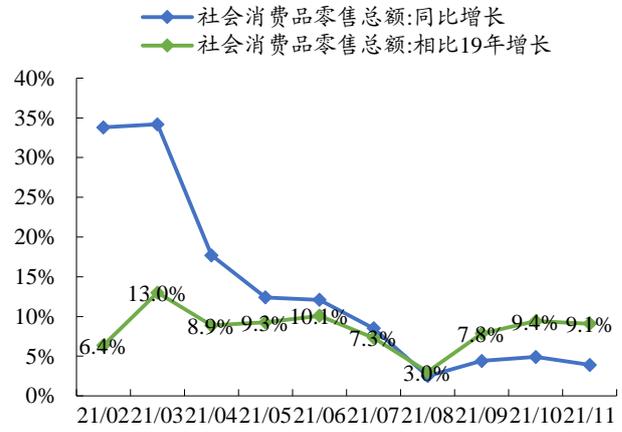
短期内疫情反复，餐饮市场不景气，调味品行业需求受影响较大。餐饮是调味品行业主要的销售渠道。从消费需求来看，我国调味品市场需求主要来源于餐饮渠道、家庭渠道和食品加工渠道，占比分别为 56%、30%和 14%。其中，餐饮端是调味品行业最大的市场需求。21 年餐饮收入虽然同比增速很高，但是相比 19 年整体表现仍不及预期，主要由于疫情的影响并未完全消除。从社会消费品零售总额同比数据看，2021 年 8 月以来增速平稳，消费需求已有改善。

图 21：餐饮市场逐步复苏，但仍相对疲软



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 22：社会消费品零售总额增速明显恢复



数据来源：Wind，信达证券研发中心

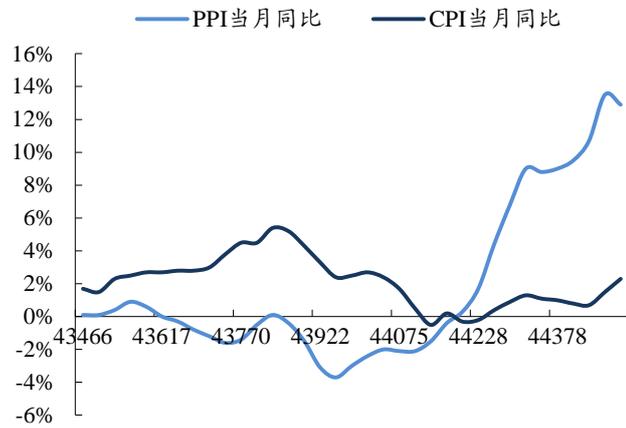
社区团购渠道趋于规范，对行业的冲击在减弱。资本的进入催生了社区团购平台的爆发，一些大单品被社区团购平台用来吸引流量，价格很低，进而打击了线下渠道，导致经销商的恶性竞争。但随着社区团购的发展，平台也不需要小品牌帮他引流，未来整个线上渠道会相对规范。当前社区团购平台也在加深和大品牌合作的力度，以维护渠道的流量。

多渠道拓展成为重点发展方向。对于厂家而言，原先以餐饮市场或工业市场为主的，20 年也开始进入到家庭市场，尤其是借助于电商渠道或新零售渠道。对于经销商而言，更是将多渠道发展作为重大的战略调整，尤其在新兴的社区团购和以团餐为代表的特通渠道上表现突出，有的经销商虽然在餐饮业务上受到了较大影响，但是在流通渠道、商超渠道、团餐渠道及社区团购渠道上都取得了较好的增长。

3.2 提价政策逐步落地，成本下行带动明年业绩提升

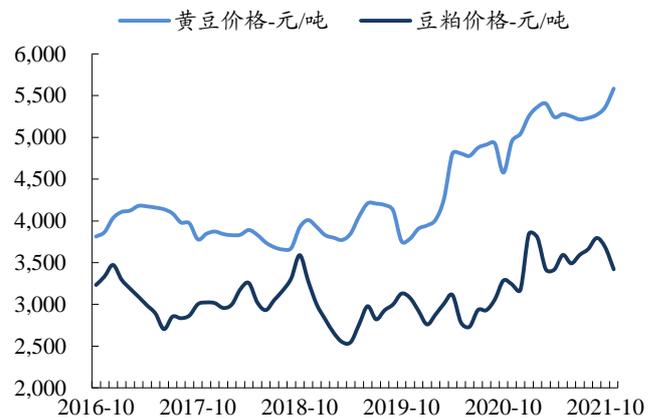
在龙头提价带动下，调味品企业纷纷提价。21年在通胀压力下，农产品原材料和包材的价格大幅上涨。21年9月以来，海天、安琪、中炬、天味、千禾等企业相继进行提价，以应对成本端的压力。短期内部分企业渠道库存有所上升，但是随着消费旺季的到来，低价库存消化，终端价格将会提升。展望22年，若原材料、能源等价格下跌，则调味品企业可获得较大利润弹性。

图 23: PPI 逐渐向 CPI 传导



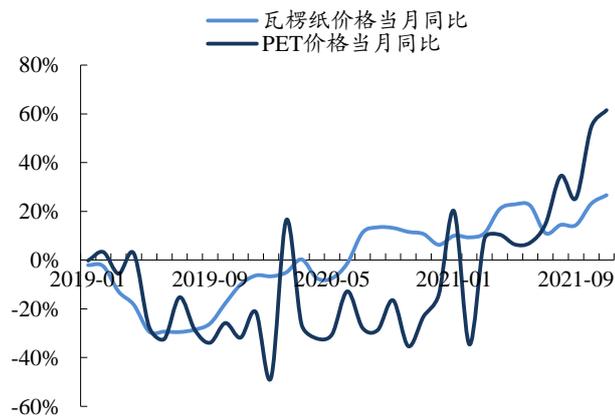
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 24: 20 年以来, 黄豆和豆粕价格大幅上涨



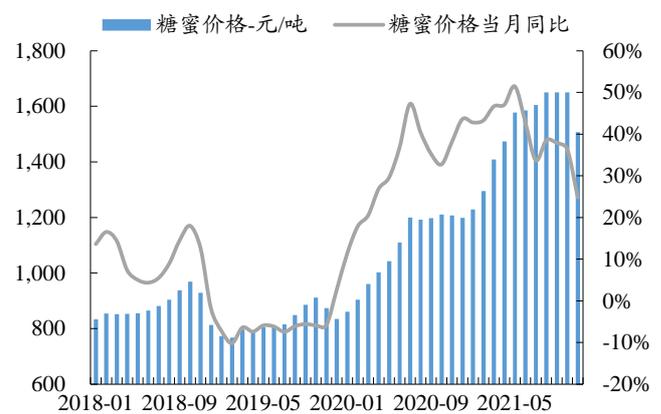
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25: 20 年以来, 包材价格大幅上涨



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 26: 21/22 榨季以来, 糖蜜价格小幅回落



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

表 2: 调味品企业近期提价政策

公司	时间	提价政策
安琪酵母	2021 年 9 月	大包装酵母提高出厂价 6000-8000 元/吨
海天味业	2021 年 10 月	部分产品提价 3%-7%不等
中炬高新	2021 年 11 月	调整部分调味品供货价格
千禾味业	2021 年 11 月	调整部分产品出厂价
涪陵榨菜	2021 年 11 月	对部分产品出厂价格进行调整, 各品类上调幅度为 3%-19%不等
天味食品	2021 年 11 月	川菜调料产品提价
加加食品	2021 年 11 月	对酱油、蚝油、料酒、鸡精和醋系列产品提价 3%-7%不等

资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

3.3 重点公司

安琪酵母: 提价落地顺利, 糖蜜成本有望进一步下行, 持续的提价催化。12 月公司海外市场提价, 我们预计提价幅度 10-20%, 后续小包装酵母、微生物营养等仍有可能涨价。此前

市场担心提价对销售情况有影响，但 21Q4 公司收入维持高增长。考虑到产品提价对 22 年收入的贡献有 15-20%，叠加量的增长，我们预计 22 年收入增速有望实现 20%。糖蜜吨价已从 1700 元回落，当前采购吨价 1400 多元，仍有望继续下行。1) 公司成立采购委员会，对糖蜜价格管控能力更强。2) 水解糖对糖蜜有替代作用，当糖蜜价格达到 1300-1400 元/吨时，使用水解糖和糖蜜的成本相当。3) 医用酒精需求下降，对糖蜜价格有一定抑制。

海天味业：规模优势明显，餐饮渠道壁垒高。海天采购成本相对低、设备自动化率高，相比竞争对手，其成本控制能力更强。公司以餐饮渠道为主，餐饮渠道客户粘性强，易守难攻，竞争壁垒高。目前公司蚝油和调味酱业务已初具规模，公司凭借品牌、渠道和研发优势，未来仍可在料酒、食醋、火锅调料等细分品类拓展。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 21Q4 公司收入增速环比会有改善。

千禾味业：渠道下沉和需求恢复驱动高增长。千禾对一、二线市场的流通渠道，以及三、四线市场进行深度覆盖，将会驱动收入较快增长。目前公司渠道库存水平不高，经销商的利润水平仍有保障，渠道总体状态相对良性。虽然大豆、包材成本上涨对千禾利润有影响，但是千禾也采取措施积极对冲成本的压力。千禾提价幅度较小，主要为毛利较低的黄豆、生抽、老抽等产品，收入占比较小。我们预计在春节旺季效应拉动下，12 月份公司销售有望继续改善。

颐海国际：行业竞争趋缓，第三方需求逐渐恢复。21Q3 以来竞争对手推广和铺市力度减弱，行业竞争环境改善。公司已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。21Q3 经销商积极清理库存，当前渠道库存水平良性。由于原材料、包材、物流成本上升，颐海细分品类已有提价动作，我们预计公司仍有提价可能。随着火锅底料消费旺季的到来，21Q4 需求环比改善。王一博代言干拌饭产品，也对终端销售有积极的贡献。

天味食品：主动调整，降低库存，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，目前主要到涉及川菜调料产品。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。今年猪肉价格较低，我们预计 21Q4 冬调产品有望实现高增长。库存已恢复至良性，明年公司有望实现业绩高增。

日辰股份：短期估值具备性价比，长期看餐饮连锁化趋势延续。短期由于受疫情影响，公司销售增长仍有压力。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。

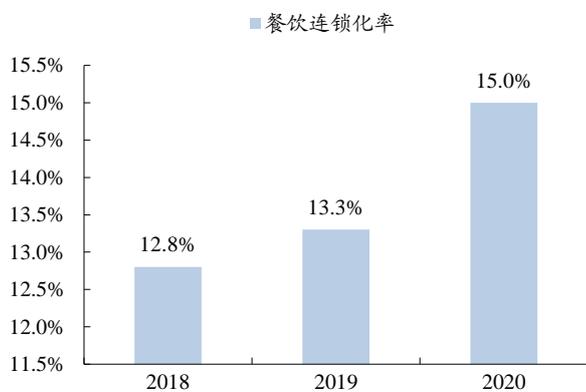
4. 速冻食品：立足大餐饮供应链，冷冻半成品需求旺盛

4.1 预制菜处于成长期，行业快速扩容

预制菜行业高速发展，在服务消费者的同时很好地为商家降本增效。国内餐饮连锁化程度逐年提升，餐饮连锁化率逐年增加。而连锁餐饮出于统一出品品质、保证出餐速度、改善成本结构等目的，增加了对预制菜品的需求。头部连锁餐饮企业中预制菜使用比例已经较高。真功夫、吉野家、西贝、小南国等连锁餐饮企业预制菜占比高达 80%以上。国内外卖渗透率在不断提升，同样出于提高出餐速度、降低成本等因素，对预制菜的需求不断增加。由于消费升级、年轻一代生活习惯的改变因素驱动，预制菜行业在家庭端也有望迎来快速发展。目前我国预制菜行业市场规模约为 2,100 亿元，到 2025 年行业规模有望增长至 6,000 亿左右，销售渠道 85%以上集中于 B 端。

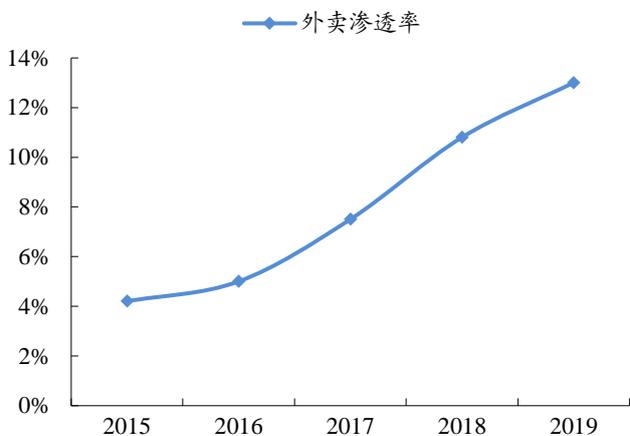
预制菜行业当前呈现产品多元化、行业集中度低、区域特征明显的特点。整个行业来看，预制菜产品是非常多元化的，诸如川菜、粤菜、湘系、江浙菜等多种菜系。行业集中度非常低，没有全国性的品牌，都是在局部做品牌。味知香在华东市场强势，绿进、亚明、如意三宝等在福建市场做得好。

图 27：中国餐饮连锁化率不断提升



数据来源：《中国连锁餐饮行业报告》，信达证券研发中心

图 28：国内外卖渗透率不断提升



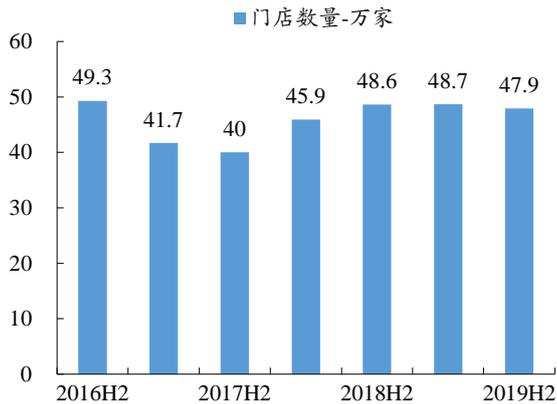
数据来源：《中国连锁餐饮行业报告》，信达证券研发中心

4.2 场景延伸和新品放量支撑冷冻烘焙行业扩容

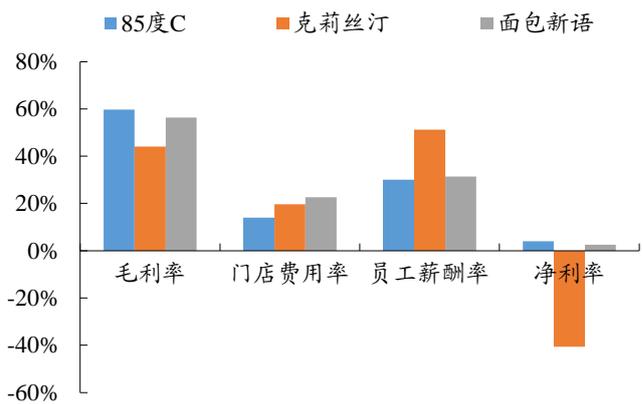
冷冻烘焙食品在饼店的渗透率有望提升。随着社会的发展，人工成本升高，同时愿意从事技术职业的人也越来越少，此外门店租金成本也在上升，这就迫使终端烘焙店越来越多地使用冷冻烘焙产品。国内烘焙市场大概有三四十万家饼店，龙头企业合作过的饼店数量才刚超过五万家，当前烘焙渠道的渗透率仍较低。从克莉丝汀、面包新语和 85 度 C 等连锁门店的利润水平看，由于高门店租金和高人工成本，3 家连锁烘焙店盈利能力均较弱。

烘焙应用场景更加多元化。冷冻烘焙食品的出现，也使得烘焙食品的销售渠道由传统以烘焙店为主逐渐向多元化发展，商超、餐饮、饮品店、便利店等非专业烘焙单位通过引进冷冻烘焙食品，丰富了产品品类，也提升了产品的口感和质量，吸引更多消费者进行购买，有望提升整个市场的规模。

烘焙产品品类的延伸。目前，一般一家烘焙店产品品类超过 20 个，综合性的烘焙店产品品类接近 50 个；且过去现烤烘焙产品主要为吐司面包、奶油面包、毛毛虫面包等制作难度较低的产品，而近年来口感更佳的热销产品如蛋挞、牛角包、甜甜圈、欧包等，制作难度较高或制作过程繁琐，烘焙店难以寻找大量具备专业水平的烘焙师傅，因此需要向专业的冷冻烘焙食品生产商采购。

图 29：全国烘焙门店数量相对稳定


数据来源：美团点评餐饮学院《2020 年中国烘焙门店市场报告》，信达证券研发中心

图 30：锁烘焙店高毛利、高费用、低净利


数据来源：各公司公告，信达证券研发中心

4.3 重点公司

安井食品：提价传导相对顺利，快手菜加速铺市。安井 11 月分时间段和幅度对火锅料和面点产品提价，总体来看，提价政策对销量并未有明显的影 响。冻品先生快手菜在 C 端加速铺市。安井在 11 月以来围绕冻品先生快手菜专柜重点推进预制菜 C 端渠道建设。安井经销商加大终端冰柜投放，加强快手菜的铺市力度。快手菜已纳入新品考核，安井全部销售团队都在大力开展终端营销推广活动，形成强大的品牌拉力。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。

立高食品：短期看 KA，长期看餐饮，核心是烘焙，冷冻烘焙产品需求加速增长，渠道下沉和品类延伸均有空间。近年来随着人力和租金成本的持续上涨，冷冻烘焙产品的需求保持加速增长态势。当前冷冻烘焙产品在饼店渠道的占比低，未来仍有很大空间。供给端，由最初的挞皮、甜甜圈等产品，到麻薯、冷冻蛋糕、中式点心等，产品研发和生产的瓶颈被攻克，冷冻烘焙品类逐渐丰富。麻薯单品在山姆店目前仍是限量的，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，慕斯蛋糕有望成为爆发点。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。奥昆军魂文化，销售团队狼性。奥昆分事业部管理，采取赛马机制，有效激发员工的积极性。公司强调规模化，采取大单品策略，以销售规模为导向。在人力和租金成本的持续上涨的背景下，冷冻烘焙产品的需求保持加速增长态势，奥昆的战略导向能获取更高的市场份额。

千味央厨：场景化思维满足客户需求，大单品规模优势明显，公司竞争优势在于做标杆客户，同时具备先发优势。千味对餐饮消费场景的理解高于一般竞争对手，公司定位厨师之选，能充分满足餐饮客户的需求。大客户百胜保持稳定增长，驱动来自店面和品类增长。餐饮连锁化率的快速提升，公司其他重要客户的空间仍很大。19 年开始公司给小 B 餐饮做赋能和管理，引导经销商做城市餐饮，未来三年以早餐、团餐为主。大 B 渠道为半封闭式渠道，进入壁垒较高，目前公司还没遇到全面型竞争对手，未来三年内预计也不会存在。小 B 壁垒没那么高，未来三五年会交叉竞争，竞争更加全面。品类上，公司在油条系列产品上规模优势明显，产品性价比高，具有很强的壁垒。

5. 投资策略

2022 年，我们继续看好白酒板块的表现。高端酒市场格局稳定，茅台积极出台批价管控措施，收效显著，舆论风险降低，市场对其提价预期增强。虽然茅台酒价格管控使其批价回落，给千元价格带挺价带来压力，但随着五粮液、老窖的提价信号释放，我们认为 2022 年五粮液将更加主动的站稳千元，推动品牌形象的进一步提升，加快业绩释放。由于优质酱酒产能受限，酱酒热进入中场休息，次高端浓香依旧享有扩容红利及发展机遇期。若高端酒挺价顺利，将继续提供消费升级空间。我们看好品牌认知度具有全国化优势、2021 年已顺利招商布局的全国化次高端酒企。顺势而为是其 2022 年成长的关键词，依靠品牌势能提高，全国化突破具备较强的持续性和确定性，存在超预期增长的可能。区域名酒有望在消费升级的趋势下加快结构提升，改善业绩，短期可适当关注。综上，2022 年我们建议投资者关注三条主线：高端白酒景气度高，长期业绩确定性强，推荐贵州茅台、五粮液；全国化次高端，推荐山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒，享受次高端扩容红利，品牌势能释放，全国化布局加快；精选区域龙头，推荐今世缘，关注古井贡酒、迎驾贡酒，抢抓省内消费升级红利，加快结构升级，改善利润空间。

大众品板块，看好具备优质品类赛道和渠道效率提升的龙头企业。（1）休闲食品：21 年板块经历渠道变革及消费疲软的影响，我们认为 Q2 为至暗时刻，Q3 业绩已大体呈现恢复态势。展望明年，连锁业态经过两年的逆势拿地，明年单店端的运营仍至关重要，有望集中体现近两年加速开店的业绩成果，绝味自今年以来持续持续在门店端进行营销活动提振单店，推荐放开特许经营开店稳步推进的周黑鸭。部分主要面向商超渠道的企业面对渠道的变革积极调整，建议关注渠道改革带来的业绩反转，同时今年个别细分品类头部品牌进行了提价，建议关注提价与原材料涨价的剪刀差，推荐积极拥抱渠道变化的盐津铺子及明年新品集中放量的，盈利能力逐步恢复的甘源食品。对于全渠道运营良品铺子等企业而言，建议关注利润率提升带来的业绩弹性，推荐供应链效率预计持续提升的良品铺子。（2）调味品：2021 年 9 月以来，调味品企业相继进行提价，以应对成本端的压力。短期内经销商囤货，渠道库存有所上升，但是随着消费旺季的到来，渠道库存消化，终端价格将会提升。展望 22 年，若原材料、能源等价格下跌，则调味品企业可获得较大利润弹性。推荐安琪酵母、颐海国际、日辰股份。（3）速冻食品：餐饮连锁化趋势明显，未来餐饮端对于速冻半成品的需求将日益旺盛。速冻火锅料行业集中度低，龙头安井市占率仍有较大提升空间。国内预制菜市场空间大，预制菜有望成为安井食品第二增长曲线。冷冻烘焙产品需求加速增长，渠道下沉和品类延伸均有空间。立高具有先发优势，产品和渠道双驱动，有利于抢占更多增量市场。推荐安井食品、立高食品，关注千味央厨。

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	朱尧	18702173656	zhuyao@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。