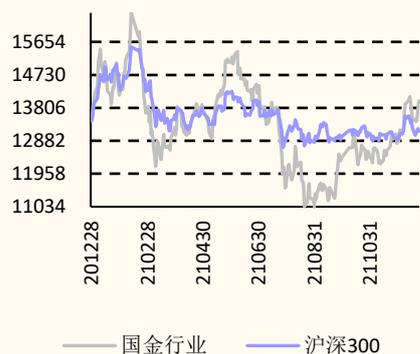


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金食品饮料指数	14000
沪深 300 指数	4921
上证指数	3618
深证成指	14710
中小板综指	14199



相关报告

- 1.《短期回调现布局良机，关注经销商大会窗口期-食品饮料周报》，2021.12.19
- 2.《年底思考-如何看待 2022 年食品饮料投资机会-食品饮料周报》，2021.12.12
- 3.《社团影响弱化+需求改善，看好大众品机会-周报 1205》，2021.12.5
- 4.《白酒关注春节开门红，持续首推高端白酒-食品饮料周报》，2021.11.28
- 5.《乳制品渠道反馈向好，调味品逐步改善-食品饮料草根调研》，2021.11.26

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

李本媛 联系人
libenyuan@gjzq.com.cn

浅析休闲食品商业模式，持续重视白酒开门红

投资建议：

- **本周专题休闲食品专题，我们从生产模式、品类扩张、渠道突破的角度剖析当下的投资趋势。**
- **如何看待休闲食品领域不同的商业模式？**我们认为生产模式的差异基本决定了企业经营品类的差异。代工型企业大多涉足多品类，SKU 数量较多，满足多样化需求；自主生产型企业往往在某一领域内耕耘（盐津除外），比如洽洽和甘源主要经营坚果类产品，桃李主打短保面包，绝味等主要售卖卤制品。多品类企业对渠道的敏感度更高，当重点依赖的渠道发生变革时，往往受到的冲击更大，比如淘宝去中心化对松鼠和良品的影响，商超人流量下滑对盐津的影响。相对而言，单品类企业对渠道没有特别“挑剔”，因此适应性更强、风险更分散。
- **不同模式企业的发力点有什么不同？**我们认为单品类企业的突破点在品类扩张，多品类企业的突破点在于渠道。单品类企业要突破品类天花板，往往需要抓住下游市场趋势做好品类升级，或者凭借原有优势打造出第二增长曲线。比如洽洽在瓜子取得成功之后，2015 年开始对瓜子进行品类升级，推出蓝袋系列瓜子，迎合消费者尝新的追求，2017 年跟随市场趋势推出小黄袋“每日坚果”，投放广告向消费者传递其“锁鲜技术”，通过聚焦资源、精准定位品牌形象，目前公司每日坚果的市占率已经超过创始人沃隆，成为行业龙头。对于多品类企业，如果有合适的渠道往往可以实现快速增长，比如凭借初期电商红利成长起来的松鼠、良品。松鼠 15、16 年的营收和利润都是翻倍以上的增长；盐津 17 年开始推出店中岛，模型跑通后，18-20 年都处于快速增长期。经历渠道变革的阵痛中，这些企业也在寻求新的出路，目前松鼠、良品在积极发力新电商平台（抖音、快手、拼多多等）和线下渠道（门店、商超、社区团购），盐津铺子在积极切入定量装赛道。
- **如何看待当下的投资趋势？**单品类企业中，绝味处于第一品类（休闲卤味）还未出现明显天花板的阶段，但也在储备第二增长曲线（美食生态圈）；洽洽的第一品类（瓜子）已经处于成熟期，但是每日坚果这个第二品类已经塑造成功，处于较快增长期；而甘源处于第二品类的导入期，新品能否放量成功值得重点关注。多品类企业中，在淘宝流量去中心化后，松鼠、良品仍处于摸索新渠道的阶段；盐津的店中岛模式受商超人流量下滑的影响，目前来看预计单岛产出会有所下滑，但是铺岛空间仍有，同时积极发力定量装，以大单品模式导入便利店系统。
- **行业投资逻辑：对于 22 年，我们建议从三个维度思考投资机会——“企业生意模式、景气度改善速度、估值性价比”。**1) 22 年上半年我们推荐护城河深、生意模式较好、估值性价比较高的白酒板块。高端白酒竞争格局稳固，业绩有望环比加速；次高端享消费升级红利，业绩具备高弹性；地产酒股权激励及改革成效将逐步释放。2) 22 年下半年我们建议重点关注基本面改善、景气度恢复的大众品板块。今年大众品板块同时承受成本端及需求端的压力，22 年均有望改善，基本面环比向好。啤酒板块建议重视旺季需求端的改善，关注成本拐点何时显现，中长期把握“高端化+经营效率改善”；乳制品板块看好两强净利率提升的长期逻辑；休闲食品 22 年外部环境有望边际改善，业绩亦存在弹性；调味品建议弱化短期业绩要求，关注龙头企业改善情况。
- **风险提示：**宏观经济下行风险/疫情持续反复风险/区域市场竞争风险。

内容目录

一、休闲食品专题：从生产、品类、渠道模式剖析零食行业.....	4
1.1 如何看待休闲食品领域不同的商业模式？	4
1.2 不同模式企业的发力点有什么不同？	6
1.3 如何看待当下休闲零食板块的投资机会？	7
二、投资逻辑.....	9
三、本周行情回顾	10
四、行业数据更新	12
4.1 白酒板块	12
4.2 乳制品板块.....	13
4.3 啤酒板块	14
五、公司公告与事件汇总	15
5.1 公告精选	15
5.2 行业要闻	15
5.3 近期上市公司重要事项提醒.....	16
六、风险提示.....	16

图表目录

图表 1: 休闲食品企业生产/品类/渠道模式对比.....	4
图表 2: 良品铺子线下门店拓展情况.....	5
图表 3: 盐津铺子店中岛拓展情况.....	5
图表 4: 松鼠/良品营收（亿元）走势.....	5
图表 5: 盐津铺子营收走势.....	5
图表 6: 卤制品门店和其他门店坪效（单位：万元）对比	6
图表 7: 不同赛道门店投资回收期对比	6
图表 8: 洽洽蓝袋瓜子/每日坚果销售额（亿元）	7
图表 9: 重点公司盈利预测.....	9
图表 10: 本周行情.....	10
图表 11: 本周各板块涨跌幅	11
图表 12: 本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名.....	11
图表 13: 食饮板块沪（深）港通持股占流通 A 股比例前二十名	12
图表 14: 白酒月度产量（万千升）及同比（%）	13
图表 15: 白酒终端成交价（元/瓶）	13
图表 16: 高端白酒一批价水平（元/瓶）	13
图表 17: 国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）	14
图表 18: 中国进口奶粉月度数据（万吨，%）	14
图表 19: 啤酒行业产量（万千升）与同比（%）	14
图表 20: 进口啤酒数量（千升）与均价（美元/千升）	14

图表 21: 大麦市场均价 (元/吨)	15
图表 22: 全国瓦楞纸市场价 (元/吨)	15
图表 23: 上市公司重要事项提醒一览表.....	16

一、休闲食品专题：从生产、品类、渠道模式剖析零食行业

1.1 如何看待休闲食品领域不同的商业模式？

- 在休闲食品领域按照生产模式的不同，可以分为自主生产型企业和 OEM 代工型企业，两者各有优劣势。一般来说自主生产型企业可以享受更高的毛利率，比如典型代工企业三只松鼠和良品铺子，和同行相比毛利率位于尾部。而且自主生产在产品品质上更有把控力，当规模达到一定体量时对上游采购端的议价权更强。不过受到产能和资产制约，自主生产型企业的品类扩张速度相比代工型企业较慢。
- 因此生产模式的差异也基本决定了企业经营品类的差异，代工型企业大多涉足多品类，SKU 数量较多，实现一站式购买，满足多样化需求；而自主生产型企业往往在精耕一到两个品类（盐津除外），比如洽洽和甘源主要经营坚果类产品，桃李主打短保面包，绝味等主要售卖卤制品。

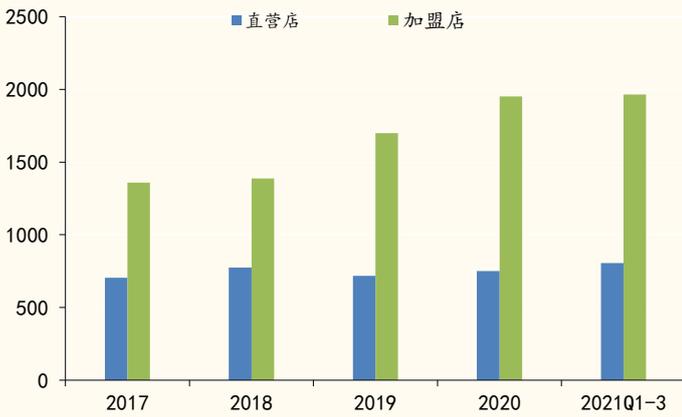
图表 1：休闲食品企业生产/品类/渠道模式对比

公司	主营产品	生产模式	品类模式	毛利率	销售渠道
三只松鼠	坚果、烘焙、肉制品、果干果脯	代工	多品类型	26.65%	线上占比 74%；线下占 26%，直营+加盟
良品铺子	坚果、糖果糕点、肉类零食、果干果脯、素食山珍	代工	多品类型	31.18%	线上占比 50.68%；线下占比 49.32%，直营+加盟
来伊份	肉制品、水产品、炒货、豆制品、糕点、膨化、蜜饯、果蔬	代工	多品类型	43.38%	线上占比 14.75%；线下占比 83.25%，直营+加盟
盐津铺子	烘焙膨化、鱼制品、肉制品、豆制品、果干、蜜饯、炒货、素食、辣条	自主生产	多品类型	41.94%	线下商超为主
洽洽食品	坚果炒货	自主生产	单品类型	32.10%	线上占比 13.77%；线下占比 86.23%，商超、流通、便利店渠道
甘源食品	坚果炒货	自主生产	单品类型	40.75%	线下商超为主
绝味食品	卤制品	自主生产	单品类型	34.68%	线下加盟为主
周黑鸭	卤制品	自主生产	单品类型	56.51%	线上占比 21%；线下占比 79%，直营+加盟
煌上煌	卤制品	自主生产	单品类型	36.62%	线下加盟为主
桃李面包	短保面包	自主生产	单品类型	36.41%	线下商超为主

来源：wind，各公司公告，国金证券研究所整理（注：毛利率取 2018-2020 年均值。）

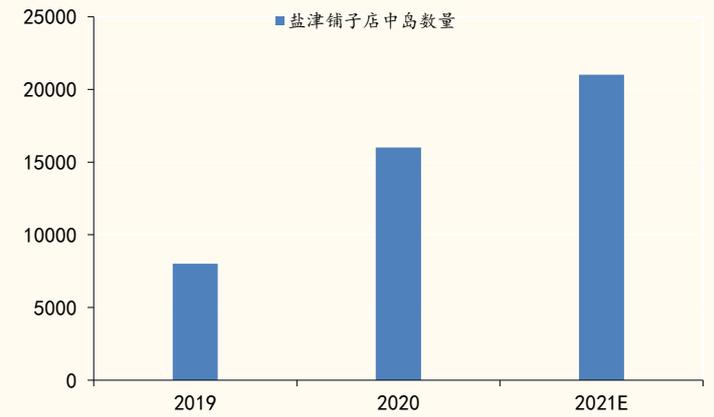
- 为什么我们要探讨企业的生产模式，因为生产模式的差异基本决定了 SKU 丰富度的差异，而 SKU 丰富度的差异决定了销售渠道的差异。一般来说，多品类的企业更加需要特殊的渠道来承载丰富的 SKU 数量。目前我们看到的主要是三种模式：1) 电商渠道，松鼠、良品依托电商渠道实现了低成本的大面积铺货，淘宝店铺里多展示一些 SKU 并不会带来太多边际成本，但是在线下商超货架铺设 1000 个 SKU 成本太高且不现实。2) 自建门店，本质上是自建零售渠道以展示丰富的 SKU，但弊端是开店速度较慢、成本相对较高，比如良品的拓店速度明显慢于盐津铺设店中岛的速度，好处是可以有力地提升品牌形象、塑造品牌力。3) 商超店中岛，其实是第二种模式的演变，虽然品牌力的塑造效果低于自建门店，但是可以借力商超渠道，拓张速度更快、成本更低、风险更小。

图表 2: 良品铺子线下门店拓展情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 3: 盐津铺子店中岛拓展情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

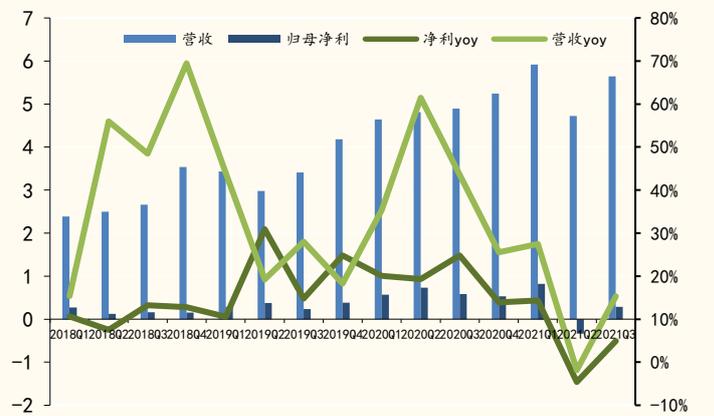
- 我们认为多品类企业对渠道的敏感度更高, 当重点依赖的渠道发生变革时, 往往受到的冲击更大。比如 2020 年左右淘宝平台开始出现去中心化的趋势, 而且抖音、快手、拼多多等新兴渠道的兴起也对淘宝流量产生分流, 受此影响, 松鼠和良品的营收在 2020 年开始下滑。疫情后蓬勃发展的社区团购渠道对大商超的分流在 2021 年上半年凸显, 盐津也受到明显拖累。相对而言, 大单品企业对渠道没有特别“挑剔”, 因此适应性更强、风险更分散。以洽洽为例, 葵花子的线下销售渠道中, 40%是大商场和 KA, 40%是批发和零售终端, 20%是便利店和校园店。

图表 4: 松鼠/良品营收(亿元)走势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

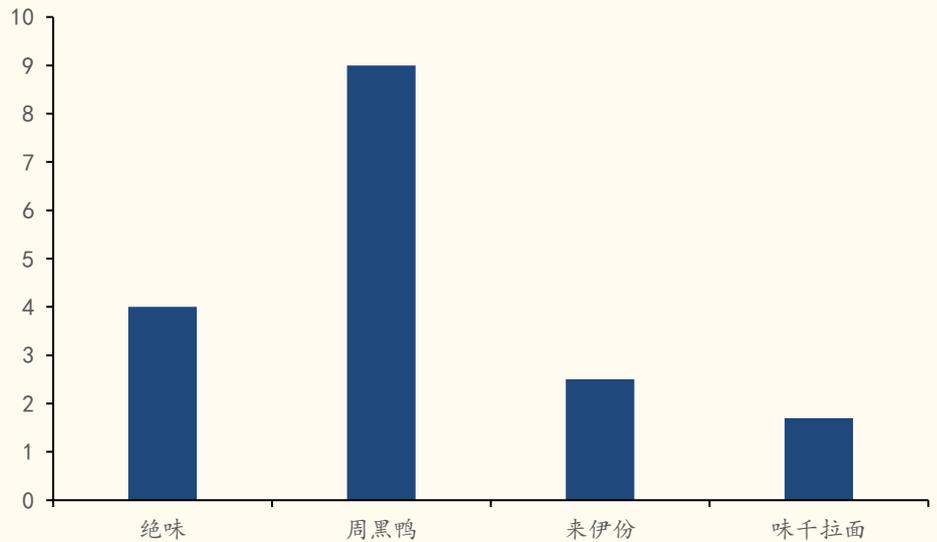
图表 5: 盐津铺子营收走势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 其中休闲卤制品企业也属于自主生产的单品类企业, 但销售渠道主要以线下门店为主, 我们认为主要源于品类的特殊性, 因为休闲卤制品保质期较短, 且购买具有冲动性和即时性, 因此有自建门店的必要性; 而从可行性的角度来看, 卤制品门店是少有的高坪效高周转的经营业态, 相比其他连锁业态, 具备初始投资额低、回收期短的优势, 有利于门店快速扩张。所以卤味赛道出现了绝味、周黑鸭、煌上煌这类自建门店的头部品牌, 目前头部品牌仍处于门店扩张期。

图表 6: 卤制品门店和其他门店坪效 (单位: 万元) 对比



来源: 餐饮老板内参, 国金证券研究所

图表 7: 不同赛道门店投资回收期对比

周黑鸭	新开门店资本支出约 12 万, 收支平衡期 1-2 月, 投资回收期 2-6 月
绝味食品	加盟门店前期开店投资固定成本约 10 万, 投资回收期 12-18 月
大型餐饮	投资 300-500 万元, 4-5 年投资回收期
咖啡店	投资 200-300 万元, 3 年投资回收期
KFC	投资 800 万元, 8 年投资回收期

来源: 渠道调研, 国金证券研究所

1.2 不同模式企业的发力点有什么不同?

- 上一小节我们从生产模式、品类模式、渠道模式入手, 对休闲食品领域的企业做出分类, 简单来说, 单品类企业的弱点在于更容易遇到销量天花板、品类老化、需求转移的问题; 多品类企业的弱点在于对渠道的敏感度高, 兼容性低, 容易受制于渠道。因此单品类企业的突破点在品类扩张, 多品类企业的突破点在于渠道。
- 单品类企业要想突破品类天花板, 往往需要抓住下游市场趋势做好品类升级, 或者凭借原有优势打造出第二增长曲线。比如洽洽在瓜子取得成功之后, 2015 年开始对瓜子进行品类升级, 推出蓝袋系列瓜子, 迎合消费者尝新的追求, 销售额在 2020 年突破了 10 亿元; 2017 年跟随市场趋势推出小黄袋“每日坚果”, 投放广告向消费者传递其“锁鲜技术”, 通过聚焦资源、精准定位品牌形象, 目前公司每日坚果的市占率已经超过创始人沃隆, 成为行业龙头。甘源也是如此, 公司自 2020 年就开始筹备新品类口味型坚果和口味型花生, 期望凭借自身做口味型涂层的优势在坚果大赛道取得一定市场份额。

图表 8: 洽洽蓝袋瓜子/每日坚果销售额 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 对于多品类企业, 如果有合适的渠道往往可以实现快速增长, 比如凭借初期电商红利成长起来的松鼠、良品, 松鼠 15、16 年的营收和利润都是翻倍以上的增长; 盐津 17 年开始推出店中岛, 模型跑通后, 18-20 年都处于快速增长期。经历渠道变革的阵痛后, 这些企业也在寻求新的出路, 目前松鼠、良品在积极发力新电商平台 (抖音、快手、拼多多等) 和线下渠道 (门店、商超、社区团购), 盐津铺子在积极切入定量装赛道。

1.3 如何看待当下休闲零食板块的投资机会?

- 单品类企业主要包括洽洽、甘源和绝味等, 绝味处于第一品类 (休闲卤味) 还未出现明显天花板的阶段, 但也在储备第二增长曲线 (美食生态圈); 洽洽的第一品类 (瓜子) 已经处于成熟期, 但是每日坚果这个第二品类已经塑造成功, 处于较快增长期; 而甘源处于第二品类的导入期, 新品能否放量成功值得重点关注。
- **洽洽食品:** 第二增长曲线每日坚果已经塑造成功, 增长红利还未消退, 还处于把每日坚果做精做透的阶段。公司规划 2023 年实现 100 亿销售额 (含税), 对应每年的复合增速在 15%-20%, 瓜子的增速在 10%-15%, 坚果的增速在 30%-40%。明年的弹性主要体现在提价带来的利润, 核心品类红袋、蓝袋瓜子均有 8% 的涨幅, 预计终端的涨幅略高一点, 也利好经销商利润提升; 我们认为公司此次提价基本可覆盖成本压力, 公司原材料约占总成本 70%、营收的 50%, 目前采购季还未结束, 调研反馈采购平稳推进, 采购价涨幅可控。经营方面, 公司上半年进行组织架构调整, 将更多主导权下放到品类 BU 负责人, 旨在调动负责人的积极性、增强内部协同、提升效率; 此外线下渠道数字化持续推进, 旨在加强对渠道和终端的掌控力, 预计效果将逐步显现。
- **甘源食品:** 仍处于新品导入期, 今年的疫情、涝情也影响了公司新品投放的进度, 明年 Q1 口味型坚果和花生将有新品上市, 新品在包装和工艺上都有全新升级。第二增长曲线能否成功还有待观察, 但若成功放量, 会带来较大弹性。公司最新的产品在山姆渠道销售火爆, 我们认为这是一个积极信号, 证明新品产品力较强。今年是公司蓄力改革的一年, 下半年以来提价已经梳理完毕 (主要系 20 年下半年以来棕榈油持续上涨), 渠道库存、价盘恢复正常, 从近期草根调研来看公司的提价已经传导至终端。此外在渠道上公司也有明显变革, 公司对原有省区销售经理进行了更换, 学历、资质都有明显提升, 新的销售总监已经针对一线人员开展系统性培训; 明年的股权激励计划会绑定销售高管和生产高管, 针对一线人员也会出台更加精细化的考核和薪酬激励体系; 渠道改革的效果在今年下半年就有所体现, 从 8 月份开始销售情况就有持续环比改善。

- **绝味食品：**截至 21H1 公司已有门店 13136 家，根据三方机构统计，2020 年我国卤味鸭脖门店总数超过 10 万家，绝味的市占率在 10%左右，开店空间还未饱和，目前在完备的基础建设上新增门店并不存在较大的边际成本，反而有助于进一步强化规模效应。尽管今年线下门店压力较大，单店营收整体还未完全恢复到 19 年水平，但是公司凭借审时度势的战略引领和优秀的执行力能够做到在逆境中不断前进，把握好抢占市场份额的窗口期，保持主业的稳健增长。美食生态圈有亮眼成果，廖记串串上半年发展不错，餐桌打样了 40 多门家，复盘后正在进行 2.0 新店型的升级；卤江南已有 1000 多家店，在下沉市场做得较好；阿满在南京运营的店铺已超过 100 家，门店模型已经打磨得不错，明年会做快速扩张。
- 多品类企业包括松鼠、良品、盐津等，在淘宝流量去中心化后，松鼠、良品仍处于摸索新渠道的阶段；盐津的店中岛模式受商超人流量下滑的影响，目前来看预计单岛产出会有所下滑，但是铺岛空间仍有，公司调整策略后主要在 BC 类商超铺设中岛，同时积极发力定量装，以大单品模式导入便利店系统。
- **盐津铺子：**三季度以来环比改善明显，逐步走出阵痛期。考虑到商超经营环境的变化，店中岛的策略调整为主要由经销商在 BC 类商超投放中小型店中岛，目前已经完成今年新增 5000 家店中岛的计划。定量装方面公司已经完成全国招商，9-10 月已经开始试运行，Q3 预计已有小几千万的体量，Q4 旺季来临有望打开局面，实现较快放量。
- **三只松鼠：**过去追求单一规模增长，现在兼顾差异化竞争，关注利润持续产出。公司实行线上精细化运营，保持规模领先优势，以优质的品牌 IP 助力线下快速布局。今年 7 月公司成立新分销事业部，重点发力线下分销渠道，提出 5 年 100 亿的销售目标，三季度共招募 230 多家经销商，已与 80% 以上的国内百强连锁商超系统达成合作。分销渠道的拓展及新电商的快速布局，顺利推动品牌第二曲线的增长。公司在新品牌运营上也取得不错的成绩，小鹿蓝蓝在今年上半年全渠道收入达到 2 亿元，公司非常看好婴童零食辅食市场，新品牌有望在未来构成三只松鼠的第三增长曲线。经营方面，公司全面调整激励机制，围绕未来 5 年业绩对核心员工实行相应的股权激励，同时导入 PPC 绩效管理方式，引进外部高端管理人才，充分调动员工的积极性，帮助企业实现稳定发展的长期目标。
- **良品铺子：**目前公司已经形成线上电商、线下门店、团购、社交电商、社区团购、流通的渠道多元化发展的业务模式。传统电商渠道方面，公司依托沉淀的大量消费用户数据，通过精细化管理和精准营销，极大提高了细分市场产品推广及内容营销的效率，同时公司深耕社交电商渠道，聚焦抖音快手平台，持续拓展市场规模。门店拓展方面，受疫情影响闭店数量超出预期，但公司仍在持续线下拓店，不断优化门店模型，截至今年三季度，公司已有线下门店 2770 家。另外，上半年儿童零食品类销售额达到 4 亿，公司认为该品类成长空间广阔，未来会匹配更好的资源并加大推广力度。
- 总结来说，1) 洽洽、绝味的经营状态比较稳健，但是明年也存在一定弹性，洽洽已经提价，预计传导较为顺畅，利润端有望释放弹性；绝味今年整体经营环境比较困难，尤其高势能门店的营收还未完全恢复，预计明年会有边际好转的趋势，而且公司已经开始提价试点，如果试点效果良好会逐步扩大范围。建议把握调整中的布局机会。2) 甘源、盐津处于底部位置，今年承压明显，但是两家公司的新品和渠道在今年已经逐步理顺，低基数下明年弹性较大。

图表 9: 重点公司盈利预测

公司	最新收盘价	营收增速			归母净利增速			EPS		
		21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E
洽洽食品	65.3000	7.7%	19.7%	15.5%	11.8%	20.9%	17.2%	1.78	2.15	2.52
甘源食品	78.0000	22.8%	26.5%	22.0%	-22.3%	73.4%	27.5%	1.49	2.59	3.30
盐津铺子	87.6700	17.2%	35.2%	25.9%	-47.3%	148.1%	56.2%	0.98	2.44	3.82
绝味食品	73.3300	25.1%	20.9%	20.7%	71.1%	16.1%	22.5%	1.95	2.27	2.78

来源: wind, 国金证券研究所 (注: 最新收盘价为 2021 年 12 月 24 日收盘价。)

■ 白酒重点公司近期渠道反馈

茅台: 拆箱令取消驱动原箱飞天批价回落至 3250 元, 散瓶回落至 2720 元左右, 库存较低; 目前未通知打款, 但经销商已做好准备, 预计开门红占 30%, 经销商配额平稳。

五粮液: 1) 普五打款提升至 969 元驱动批价提升至当前 970~980 元, 预计批价在春节亦平稳; 要求开门红 40%, 年销售超 3000 万的大商可用承兑一次打全年款; 21 年实际销售较好, 消化了 20 年 15% 欠货及 21 年约 20% 增量, 当前无论渠道/终端库存均较低, 轻装上阵。2) 经典五粮液: 大商成本较低 1399 元, 22 年规划上调至 1599 元, 1+N+2 模式下有望实现量增。

老窖: 国窖当前发布终端调价通知, 计划外亦提价, 但费用支持亦存在弹性 (20%~30%), 批价 915 元左右; 酒厂对经销商虽未限定开门红目标, 但对业务员设 40% 开门红目标, 国窖延续 22 年收入 30%+, 窖龄及特曲将加速放量。

汾酒: 渠道反馈, 增速目标山西市场 20% 左右, 环山西 25% 左右, 华南等新兴市场 50%+, 整体 30% 左右。玻汾酒厂限量, 整箱顺价 50 元; 青 20 表现杰出, 批价 375 元, 放量下仍供不应求; 青 30 复兴版成交价 1000 元左右, 22 年目标翻倍增长。

二、投资逻辑

1、白酒: 近期市场关注焦点: 1) 高端酒提价几何? ①渠道反馈茅台当前暂未开启 22 年打款, 我们认为, 公司市场化改革方向坚定, 建议弱化短期资金博弈, 关注基本面经营向好, 及业绩环比加速。②普五提价已落地, 渠道接受度高, 大商可通过承兑汇票锚定 22 全年合同, 22 年批价预计稳步向上。③国窖终端指导价及计划外提价已落, 开门红打款进行时, 明年量价齐升可期。2) 市场监管影响几何? 我们认为年份酒监管有利于行业去璞存真, 营销只能作为提高的手段, 本质消费者心智仍然以品质为先, 监管出清加速洗牌反而能为上市名优酒企真材实料背书, 提高行业规范亦能保障可持续良性发展。3) 终端需求边际变化几何? 当前受疫情扰动叠加经济压力, 市场对白酒需求。终端及渠道反馈目前动销向好, 渠道价格及库存处于良性。我们认为行业韧劲及周期有望延续, 看好龙头白酒的业绩确定性。当前我们仍首推高端标的 (茅五泸), 建议关注次高端弹性标的 (汾酒、酒鬼酒), 及业绩加速标的 (洋河、古井贡酒)。同时建议关注年末经销商大会陆续召开的窗口期。

2、啤酒: 我们重申, 明年重点关注需求回暖、提价传导、成本改善。1) 需求回暖: 调研反馈, 青啤 1-11 月销量同比+1-2%, 华润预计 21 年销量持平或略降, 重啤预计全年量增约 18% (对应 Q4 同增约中双位数)。展望 22 年, Q1 基数偏高、Q2 回归正常、Q3 低基数, 餐饮改善有望带来啤酒需求的好转。2) 提价传导: 本轮集体提价纳入较多中高档、价格敏感度低、费用返还少的大单品, 预计提价后需求具备韧性 (雪花勇闯 9 月提价后 21 年销量仍持平)。12 月以来, 青啤、百威多个中高档大单品纳入提价, 我们判断, 年底到明年旺季前仍有提价催化。此外, 龙头费用投放保持理性, 预计 21 年销售费率华润增长 1pct 左右, 重啤维持在 18-19%; 22 年华润提升约 1pct、重啤不考虑疫情将提

至 21-22%。3) 成本改善：近期铝、大麦成本维持在高位，玻璃价格有所好转，调研反馈，预计华润 21 年材料成本同增 8-9 亿，22 年同增 10-12 亿（吨成本增速中位数或以上）；重啤 21 年吨原材料增幅为 3-5%，22 年增幅有望收窄，建议关注明年成本拐点何时显现。中长期，“高端化+经营效率改善”的逻辑不变，推荐华润、青啤，关注重啤。

3、调味品：年末调味品行业渠道库存持续改善，渠道终端动销情况逐步向好。目前各公司涨价传导途径较为顺畅，随着原材料价格逐渐回归理性，预计调味品公司盈利能力有望进一步改善。另外，社区团购等线上渠道加快布局，价格规范化管理，销售费用逐渐退出，头部公司经营情况环比改善，推动基本面上行。我们认为，调味品行业短期受疫情等因素扰动，长期来看护城河深厚的头部企业市占率有望进一步提升，建议弱化短期业绩要求，关注龙头企业改善情况，重点推荐海天味业、千禾味业、安琪酵母、涪陵榨菜。

4、乳制品：受益于健康意识的提振，疫情后乳品需求景气度良好。21 年以来两强在保障收入的前提下均提出提升利润率的目标，看好两强净利率提升的长期逻辑。若伊利可实现每年提升 0.5pct 净利率的目标，我们预测未来两年公司的利润增速可达 15%以上，相比 17-20 年间的利润增速大有提升。从估值来看，目前伊利 22 年对应 PE 为 25 倍，仍旧具备较强安全边际，重点推荐。

5、休闲食品：洽洽、绝味的经营状态相对稳定，但是明年也存在一定弹性，洽洽提价后在利润端有望释放弹性；绝味今年整体经营环境比较困难，尤其高势能门店的营收还未完全恢复，预计明年会有边际好转的趋势，而且公司已经开始提价试点，如果试点效果良好会逐步扩大范围。建议把握调整中的布局机会。甘源、盐津今年承压明显，但是两家公司的新品和渠道在今年已经逐步理顺，低基数下明年弹性较大。

三、本周行情回顾

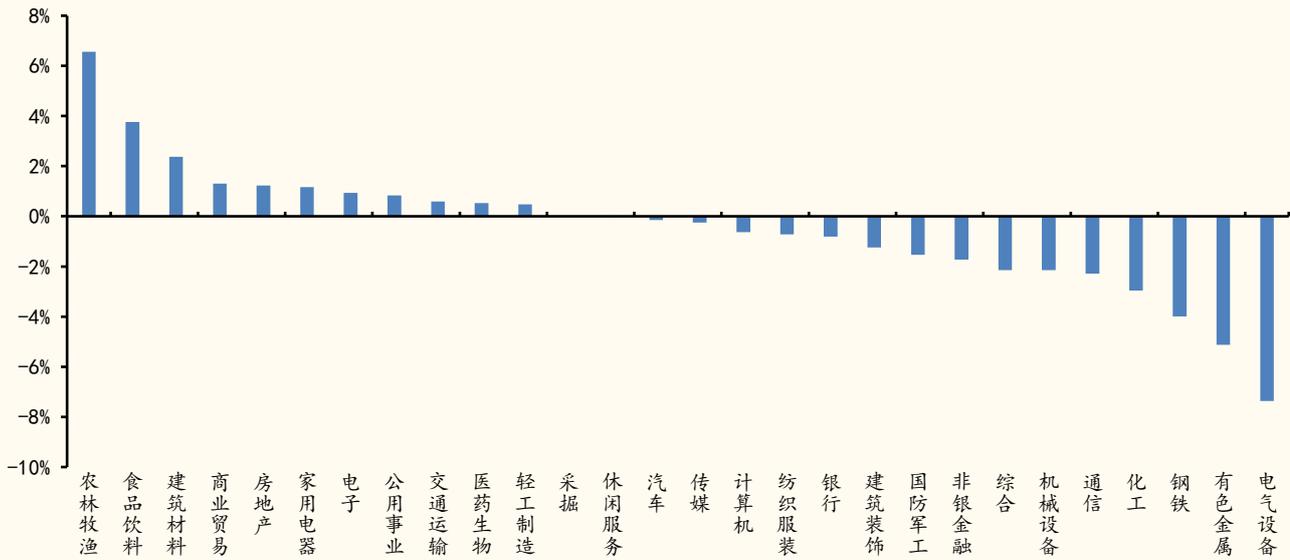
- 本周（2021.12.20-2021.12.24）食品饮料（申万）指数收于 28362.9 点（周内+3.76%）。沪深 300 指数收于 4921.3 点（周内-0.67%），上证综指收于 3618.1 点（周内-0.39%），深证综指收于 2492.0 点（周内-1.24%），创业板指收于 3297.1 点（周内-4.00%）。
- 从行业涨跌幅来看，本周涨幅前三的行业为农林牧渔（周内+6.56%）、食品饮料（周内+3.76%）和建筑材料（周内+2.37%）。

图表 10：本周行情

指数	周五收盘价	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
申万食品饮料指数	28362.9	3.76%	-1.43%
沪深 300	4921.3	-0.67%	-5.56%
上证综指	3618.1	-0.39%	4.17%
深证综指	2492.0	-1.24%	6.98%
创业板指	3297.1	-4.00%	11.15%

来源：wind，国金证券研究所

图表 11: 本周各板块涨跌幅



来源: wind, 国金证券研究所

- 个股表现方面, 涨幅排名居前的有李子园 (+19.33%)、绝味食品 (+13.85%)、燕京啤酒 (+12.06%)、洽洽食品 (+11.74%)、华统股份 (+10.46%) 等, 跌幅排名居前的有威龙股份 (-13.04%)、*ST 麦趣 (-10.35%)、香飘飘 (-8.65%)、*ST 科迪 (-7.49%)、桃李面包 (-6.88%) 等。

图表 12: 本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名

涨幅前十名	涨幅 (%)	跌幅前十名	跌幅 (%)
李子园	19.33	威龙股份	-13.04
绝味食品	13.85	*ST 麦趣	-10.35
燕京啤酒	12.06	香飘飘	-8.65
洽洽食品	11.74	*ST 科迪	-7.49
华统股份	10.46	桃李面包	-6.88
金徽酒	9.63	泉阳泉	-6.44
三全食品	8.16	欢乐家	-6.40
古越龙山	7.96	巴比食品	-5.43
煌上煌	7.57	老白干酒	-4.37
汤臣倍健	7.18	金种子酒	-3.94

来源: wind, 国金证券研究所 (注: 周涨跌幅不考虑新股上市首日涨跌幅)

- 沪 (深) 港通方面, 白酒板块重点公司贵州茅台、五粮液、泸州老窖在 2021 年 12 月 24 日的沪 (深) 港通持股比例为 7.16%/5.80%/2.31%, 较上周同比-0.01pct/-0.16pct/-0.04pct; 伊利股份沪 (深) 港通持股比例为 16.78%, 较上周同比+0.14pct。

图表 13: 食品饮料沪(深)港通持股占流通 A 股比例前二十名

股票代码	股票名称	沪(深)港通持股数占流通 A 股比例 (%)		
		2021/12/24	2021/12/17	周环比 (%)
002557.SZ	洽洽食品	19.20	19.20	0.00
600887.SH	伊利股份	16.78	16.64	0.14
600298.SH	安琪酵母	14.16	14.31	-0.15
300146.SZ	汤臣倍健	12.95	13.10	-0.14
600132.SH	重庆啤酒	8.31	8.07	0.24
000848.SZ	承德露露	8.28	8.42	-0.15
603866.SH	桃李面包	7.96	7.94	0.02
000895.SZ	双汇发展	7.24	7.27	-0.04
600519.SH	贵州茅台	7.16	7.17	-0.01
600779.SH	水井坊	7.12	7.44	-0.32
603288.SH	海天味业	6.72	6.73	-0.01
600872.SH	中炬高新	6.58	7.05	-0.47
603345.SH	安井食品	6.04	6.07	-0.03
000858.SZ	五粮液	5.80	5.96	-0.16
000729.SZ	燕京啤酒	5.75	5.50	0.25
002507.SZ	涪陵榨菜	4.78	4.91	-0.13
600305.SH	恒顺醋业	4.76	4.82	-0.06
000799.SZ	酒鬼酒	4.41	4.32	0.09
603589.SH	口子窖	4.03	3.72	0.31
603517.SH	绝味食品	3.86	3.73	0.13

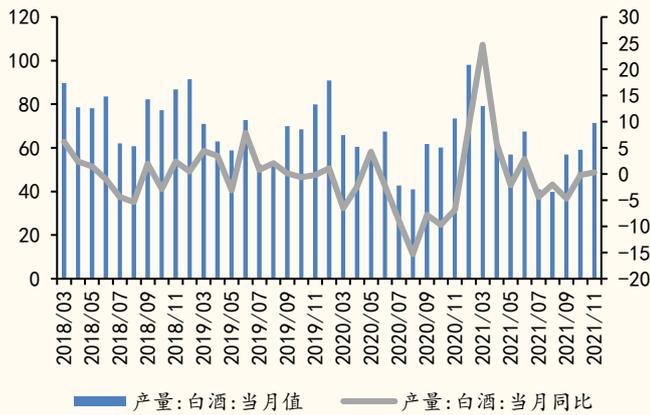
来源: wind, 国金证券研究所

四、行业数据更新

4.1 白酒板块

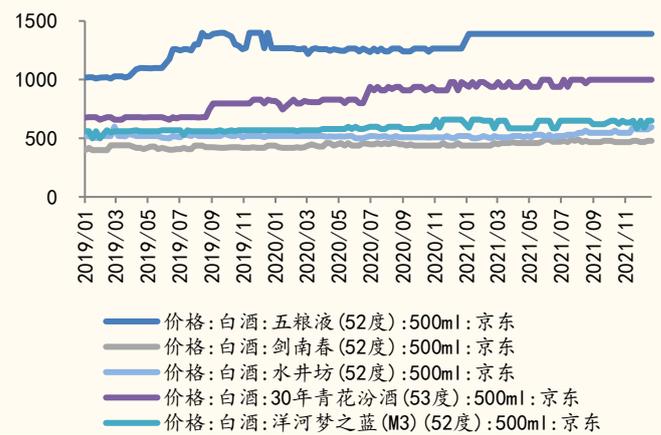
- 2021 年 11 月全国白酒产量为 71.5 万千升, 同比上升 0.30%。
- 12 月 24 日, 京东平台 52 度五粮液终端售价 1389 元, 洋河 M3 终端 649 元, 剑南春终端售价 479 元, 水井坊终端售价 595 元, 青花汾酒 30 年终端售价 999 元。
- 12 月 24 日, 飞天整箱批价 3220 元/瓶, 五粮液批价 970 元/瓶, 国窖批价 910 元/瓶。

图表 14: 白酒月度产量(万千升)及同比(%)



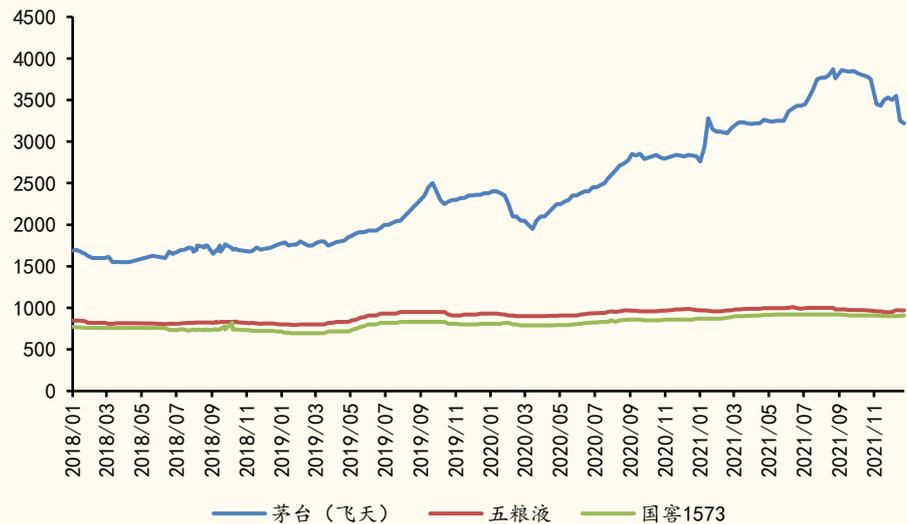
来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 白酒终端成交价(元/瓶)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 16: 高端白酒一批价水平(元/瓶)



来源: 渠道调研, 国金证券研究所

4.2 乳制品板块

- 2021年12月15日,我国生鲜乳主产区平均价为4.32元/公斤,同比+4.60%,环比上周持平。国内奶价自2020年6月起持续加速上涨,9月开始出现下跌,目前趋稳。
- 根据海关总署的数据,2021年1~11月我国累计进口奶粉146万吨,累计进口量与去年同期相比上升20.5%。2021年1~11月我国奶粉累计进口金额为82.6亿美元,累计同比上涨7.8%。

图表 17: 国内主产区生鲜乳平均价 (元/公斤)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 18: 中国进口奶粉月度数据 (万吨, %)

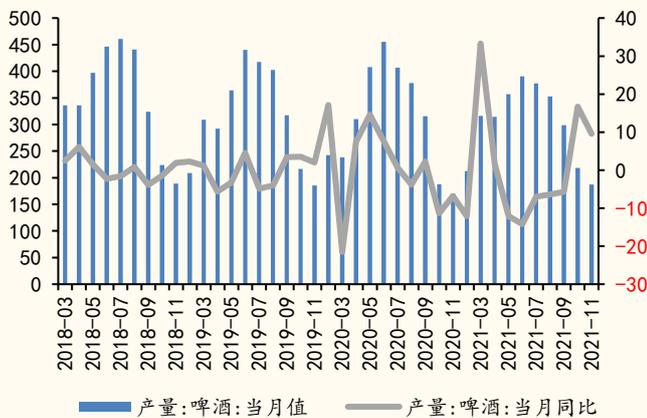


来源: wind, 国金证券研究所

4.3 啤酒板块

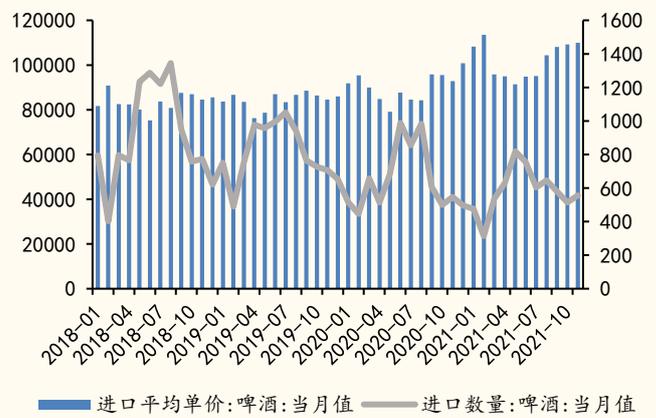
- 2021 年 11 月我国啤酒产量 187.0 万千升，同比上升 9.6%。
- 2021 年 1~11 月我国累计进口啤酒数量为 48.22 万升，同比上升 1.78%；11 月啤酒进口平均单价为 1465.58 美元/千升，同比上升 18.35%，进口均价延续上升趋势。
- 2021 年 12 月 24 日，国内大麦市场平均价为 2638 元/吨，较上月（11 月 24 日）上涨 3.23%。

图表 19: 啤酒行业产量 (万千升) 与同比 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 20: 进口啤酒数量 (千升) 与均价 (美元/千升)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 21: 大麦市场均价 (元/吨)



图表 22: 全国瓦楞纸市场价 (元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

五、公司公告与事件汇总

5.1 公告精选

【光明乳业】公司于 12 月 22 日发布公告, 本次非公开发行完成后, 公司新增股份数约 1.54 亿股, 发行价格 12.52 元/股, 募集资金总额约 19.3 亿元。其他发行对象认购的本次非公开发行 A 股股票, 自本次发行结束之日起 6 个月内不得转让。

【古越龙山】公司于 12 月 23 日发布公告, 鉴于当前原材料价格及人工成本大幅上涨, 企业生产经营成本不断上升, 为提高古越龙山品牌力和竞争力, 公司决定对部分产品价格进行调整。具体来看, 古越龙山青花醉系列提价幅度为 10%~20%; 清纯(醇)系列提价幅度为 4.65%~12%; 库藏系列提价幅度为 5%~15%。

【恒顺醋业】公司于 12 月 23 日发布公告, 根据公司聚焦调味品主业, 围绕“做深醋业、做高酒业、做宽酱业”三大核心主业发展的战略, 进一步优化和调整现有产业结构, 公司拟向控股股东江苏恒顺集团有限公司转让控股子公司镇江恒顺米业有限责任公司 72% 股权, 转让价格为 1136.88 万元。

【顺鑫农业】公司于 12 月 24 日发布公告, 对公司部分产品价格进行调整, 并于 2022 年 1 月 1 日起执行。具体来看, 42 度 500ml 百年牛栏山白酒(福牛)上调 20 元/瓶; 42.6 度 500ml 百年牛栏山白酒(禧牛)上调 30 元/瓶; 42.9 度 500ml 百年牛栏山白酒(国牛)上调 50 元/瓶。

【劲仔食品】公司于 12 月 24 日发布公告, 公司近日接到持股 5% 以上的股东刘特元通知, 获悉其所持有公司的部分股份被质押, 此次质押 690 万股。

5.2 行业要闻

12 月 20 日, 日前复合调味品品牌川娃子食品完成了近 3 亿元 A 轮融资, 由高榕资本领投, 厦门建发及相关机构跟投, 本轮融资金额将主要用于投资并购、数字化供应链与品牌建设。(投资界)

12 月 21 日, 贵州省统计局官网发布数据显示, 11 月份贵州省规模以上酒饮料行业增加值同比增长 56.7%, 达到近 3 年来最高水平, 拉动规模以上工业增长 10.9 个百分点, 贡献率达 59.0%。其中, 酒的制造增加值同比增长 58.9%。白酒产量 3.33 万千升, 同比增长 6.7%。(新京报)

12 月 21 日, 亳州古井销售有限公司下发《关于调整年份原浆年三十产品团购成交价的通知》。通知表示, 经亳州古井销售有限公司研究决定, 现对古井贡酒年份原浆·年三十产品团购成交价进行调整: 1、常规装: 42 度团购成

交价调整为 1400 元/瓶，52 度团购成交价调整为 1600 元/瓶；2、虎年生肖版团购成交价调整为 1800 元/瓶，牛年生肖版团购成交价调整为 2000 元/瓶；3、线上线下同步按此价格调整。（酒业家）

12 月 24 日，海关总署发布关于明确进口乳品检验检疫有关要求的公告。进口乳品需随附出口国家或者地区政府主管部门出具的卫生证书。证书应当有出口国家或者地区政府主管部门印章和其授权人签字，目的地应当标明为中华人民共和国。卫生证书样本应当经海关总署确认。进口生乳、生乳制品、巴氏杀菌乳、巴氏杀菌工艺生产加工的调制乳需要办理进境检疫审批手续。境外生产企业应当熟悉并保证其向中国出口的乳品符合中国食品安全国家标准和相关要求。公告自 2022 年 1 月 1 日起执行。（证券时报网）

12 月 24 日，贵州省新闻发布厅召开《贵州省扩大有效投资攻坚行动方案（2021-2023 年）》新闻发布会，会上就全省新型工业化推进，发布六项重点举措，包括投资调度管理、重大项目建设、工业招商引资、存量技改挖潜、项目要素保障及承载平台建设。据此前发布的《方案》显示，贵州将加快推进茅台 3 万吨酱香系列酒技改工程，加快形成酱香白酒产业集聚区，并围绕赤水河白酒行业污染治理等实施生态环保投资攻坚行动。（微酒）

5.3 近期上市公司重要事项提醒

图表 23：上市公司重要事项提醒一览表

日期	公司	事项
2021 年 12 月 29 日	光明乳业	2021 年第二次临时股东大会
2021 年 12 月 29 日	泸州老窖	2021 年第一次临时股东大会
2021 年 12 月 29 日	上海梅林	2021 年第四次临时股东大会
2021 年 12 月 30 日	惠发食品	2021 年第六次临时股东大会
2021 年 12 月 30 日	佳禾食品	2021 年第三次临时股东大会
2021 年 12 月 30 日	兰州黄河	2021 年第二次临时股东大会
2021 年 12 月 31 日	得利斯	2021 年第二次临时股东大会
2021 年 12 月 31 日	梅花生物	2021 年第二次临时股东大会
2021 年 12 月 31 日	西麦食品	2021 年第六次临时股东大会
2022 年 01 月 06 日	安琪酵母	2022 年第一次临时股东大会
2022 年 01 月 07 日	山西汾酒	2022 年第一次临时股东大会
2022 年 01 月 07 日	爱普股份	2022 年第一次临时股东大会
2022 年 01 月 10 日	巴比食品	2022 年第一次临时股东大会

来源：wind，国金证券研究所

六、风险提示

- 宏观经济下行风险——经济增长降速将显著影响整体消费情况；
- 疫情持续反复风险——若国内外疫情不可控将影响经济修复进度；
- 区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在-5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场 T3-2402