



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

食品饮料行业2022年度策略报告： 消费新趋势，投资好机遇

分析师：王萌
执业证书号：S0010521020001

联系人：陆金鑫
执业证书号：S0010120120022

2021年12月

华安证券研究所



回顾及展望：

板块经历调整，估值泡沫逐步消化
经济逐步恢复常态，消费升级趋势深化

白酒：

白酒：升级驱动，景气延续
重点标的：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒

烘焙：

烘焙：消费从适应到习惯养成，看好B端企业成长
重点标的：立高食品、桃李面包



乳制品：

乳制品：结构升级、渠道下沉双线演绎

重点标的：伊利股份

速冻食品：

速冻食品：速冻食品千亿空间，预制菜肴站上风口

重点标的：安井食品

肉制品：

肉制品：推进结构升级，打开成长空间

重点标的：双汇发展

调味品：

调味品：需求全面转弱，谷底回升时点尚需跟踪

重点标的：中炬高新

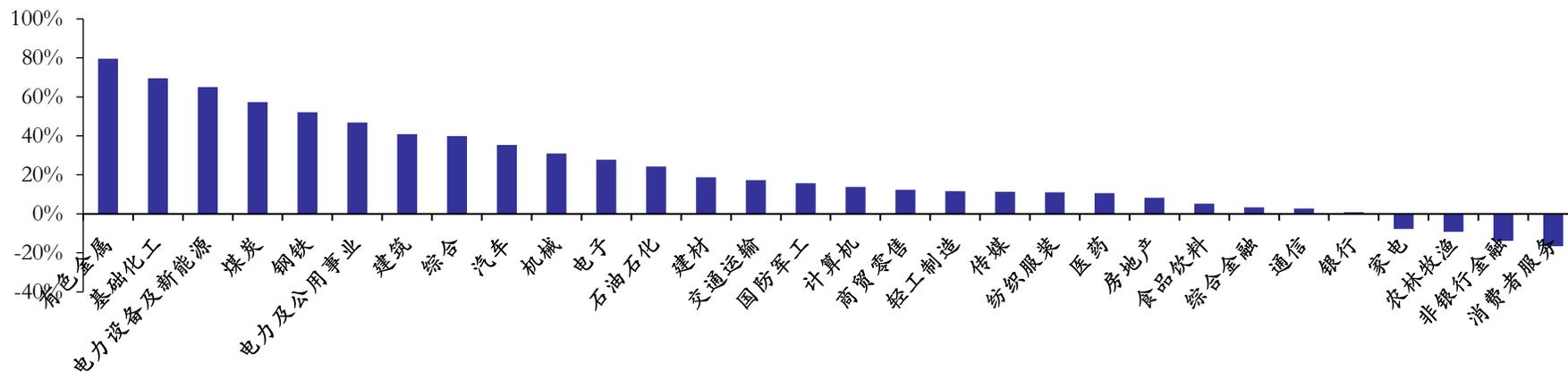


目录

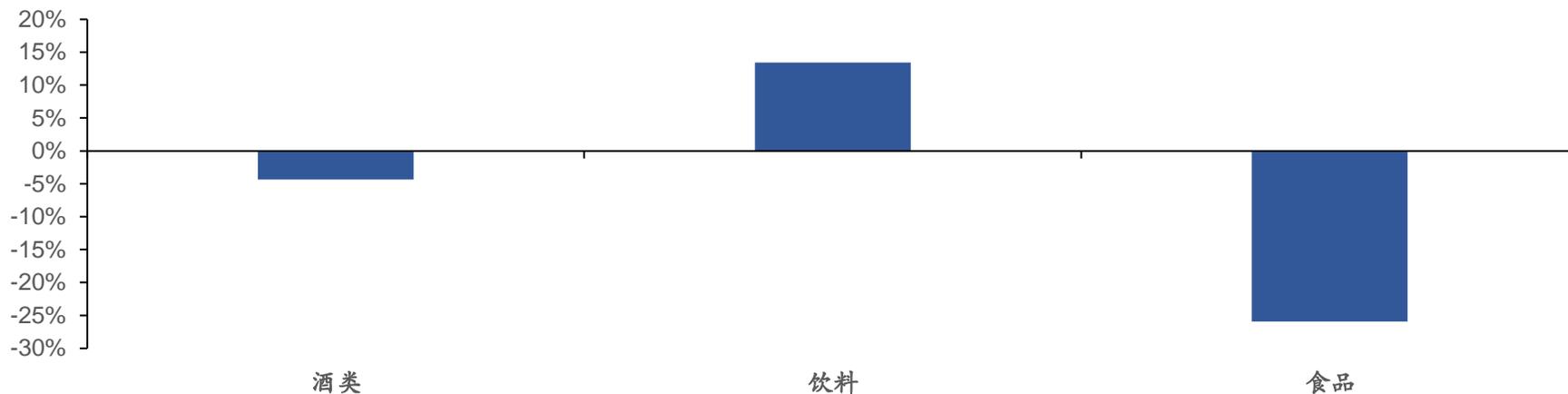
- 1、市场回顾：板块经历调整，估值泡沫逐步消化
- 2、行业展望：经济逐步恢复常态，消费升级趋势深化
- 3、白酒：升级驱动，景气延续
- 4、烘焙：消费从适应到习惯养成，看好B端企业成长
- 5、乳制品：结构升级、渠道下沉双线演绎
- 6、速冻食品：速冻食品千亿空间，预制菜肴站上风口
- 7、肉制品：推进结构升级，打开成长空间
- 8、调味品：需求全面转弱，谷底回升时点尚需跟踪



食品饮料行业2021年1-12月上漲5.13%，排名靠后



各子行业2021年1月-12月相对沪深300涨幅

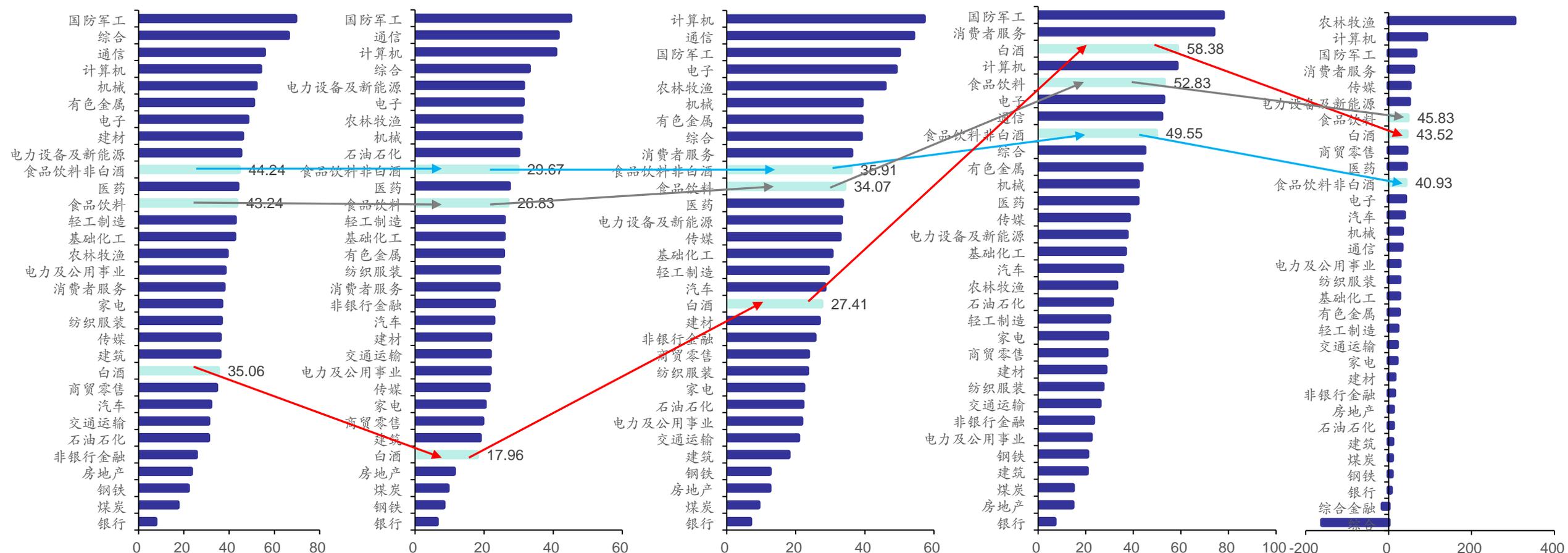




华安证券 好东西自然好价格：食品饮料PE依旧靠前

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值



注：从左到右为2017-2020年12月31日板块整体PE，及2021年12月28日预测PE

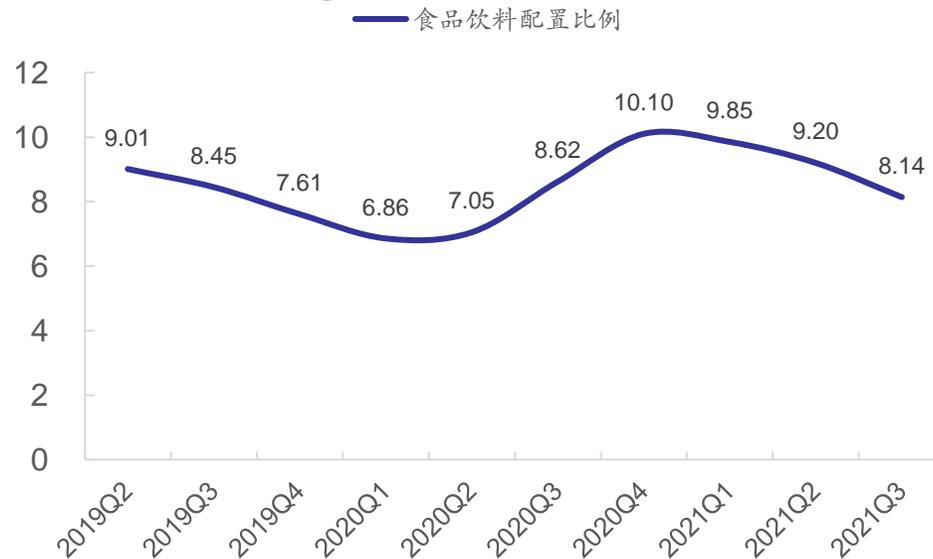
资料来源：Wind，华安证券研究所
敬请参阅末页重要声明及评级说明

证券研究报告 华安证券研究所



- 板块整体持仓下降，2021Q3食品饮料配置比例占基金重仓股总市值的比例为8.14%，环比下降1.07pct。
- 白酒持仓仍处于历史较高水平，但比例有所回落，2021Q3白酒持股总市值占基金重仓股总市值的比例为6.9%，环比小幅下滑0.9pct。
- 非白酒持仓小幅下滑，2021Q3非白酒持股总市值占基金重仓股总市值的比例为1.2%，环比下降0.2pct。

食品饮料配置比例回落





目录

- 1、市场回顾：板块经历调整，估值泡沫逐步消化
- 2、行业展望：经济逐步恢复常态，消费升级趋势深化
- 3、白酒：升级驱动，景气延续
- 4、烘焙：消费从适应到习惯养成，看好B端企业成长
- 5、乳制品：结构升级、渠道下沉双线演绎
- 6、速冻食品：速冻食品千亿空间，预制菜肴站上风口
- 7、肉制品：推进结构升级，打开成长空间
- 8、调味品：需求全面转弱，谷底回升时点尚需跟踪



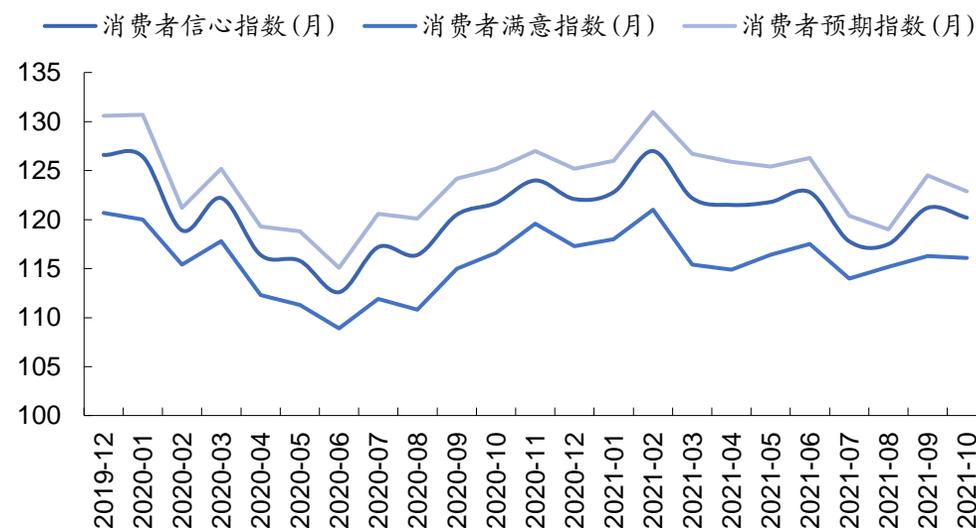
- 疫情导致社零增速探底，2020年8月以来社零增速转正，2021年3月由于上年同期低基数，社零增速飙升至34%，4月起开始增速放缓，11月增速为3.9%。
- 消费者信心指数在2020年6月探底后逐步回升至疫情前水平，基本维持稳定。
- 近期疫情虽点状反弹，但随着新冠疫苗的普及，国内经济活动基本正常化，消费行业整体有望保持持续稳定增长态势。

社零快速回升后增速放缓



资料来源：Wind，华安证券研究所

消费者信心指数维持稳定

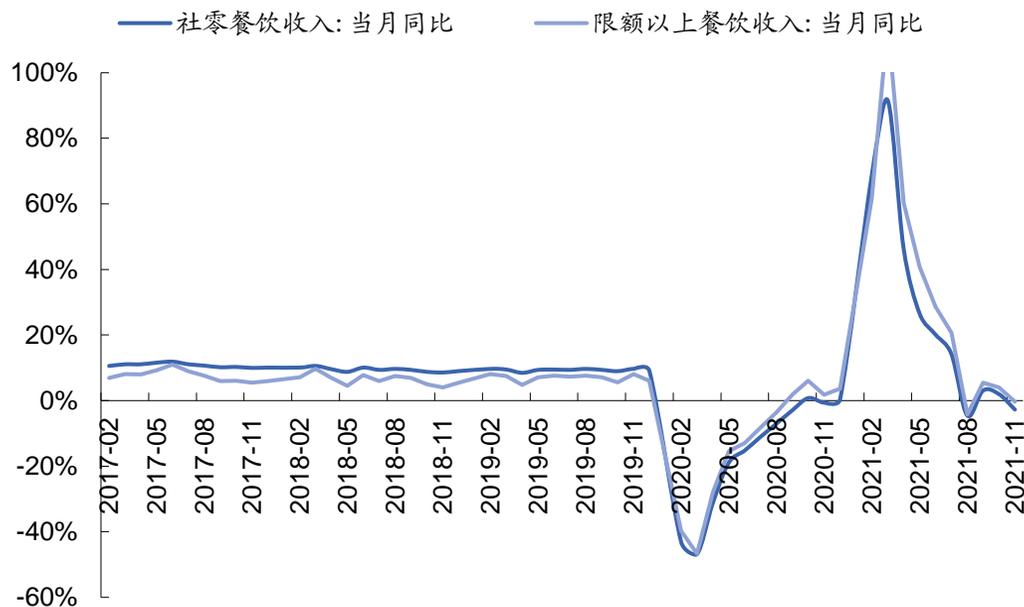


资料来源：Wind，华安证券研究所



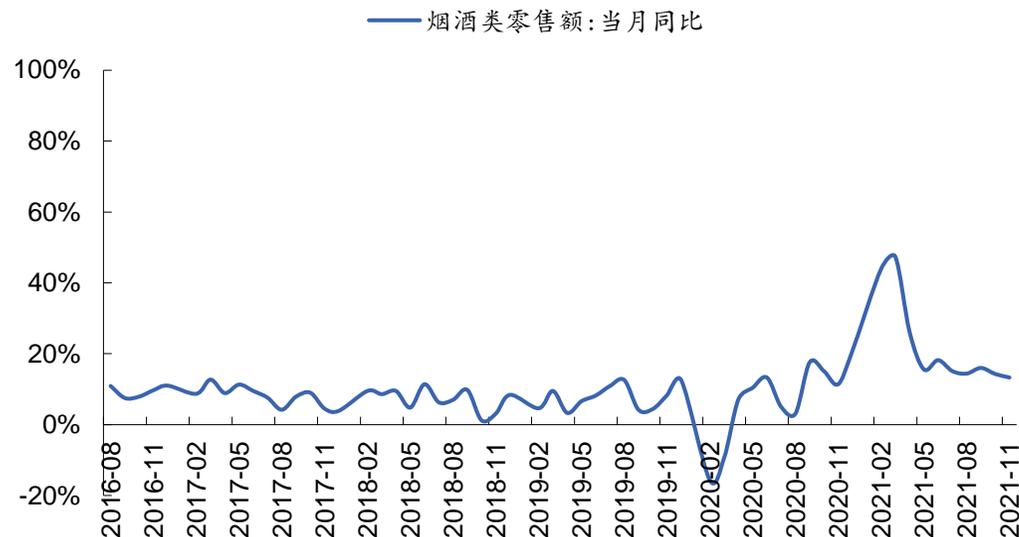
- 社零餐饮于21年3月达到高点，后续开始大幅下降，8月为负值，9月回温。21年11月餐饮收入同比-2.7%，限额以上同比-0.3%。
- 疫情后烟酒消费提速，21年3月同比提升47%，4月起增速放缓，但仍维持在15%左右，11月增速为13.3%，略高于疫情前平均水平。

21年11月餐饮收入同比-2.7%，限额以上同比-0.3%



资料来源: Wind, 华安证券研究所

烟酒零售额保持较高增速

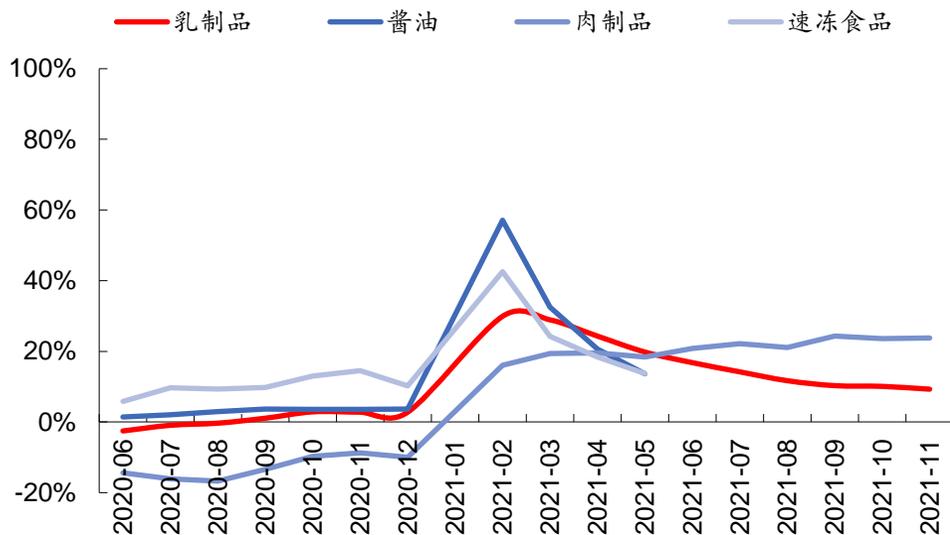


资料来源: Wind, 华安证券研究所



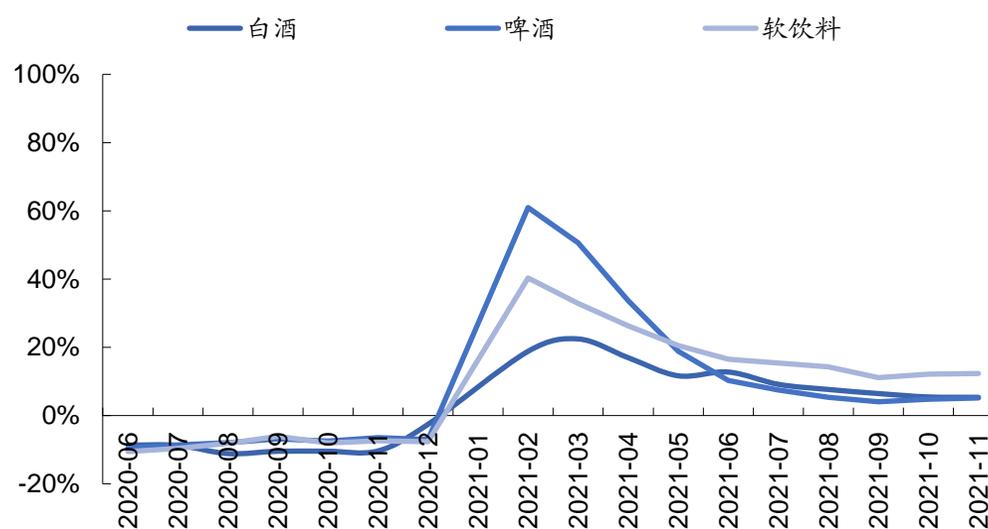
- 必选消费品韧性凸显：在上年同期低基数下，21年11月乳制品产量同比增长9.3%，肉制品同比增长23.8%。
- 可选消费品反弹后增速有所下滑，但仍维持较高增长：21年11月，白酒产量同比增长5.4%，啤酒同比增长5.2%，软饮料同比增长12.3%。
- 2021年细分行业产量受2020年低基数影响增速分化，但整体高于2019年同期水平，消费升级趋势不变。

必选消费品韧性凸显



资料来源：Wind，华安证券研究所

可选消费品反弹后增速下滑，但仍维持较高增长

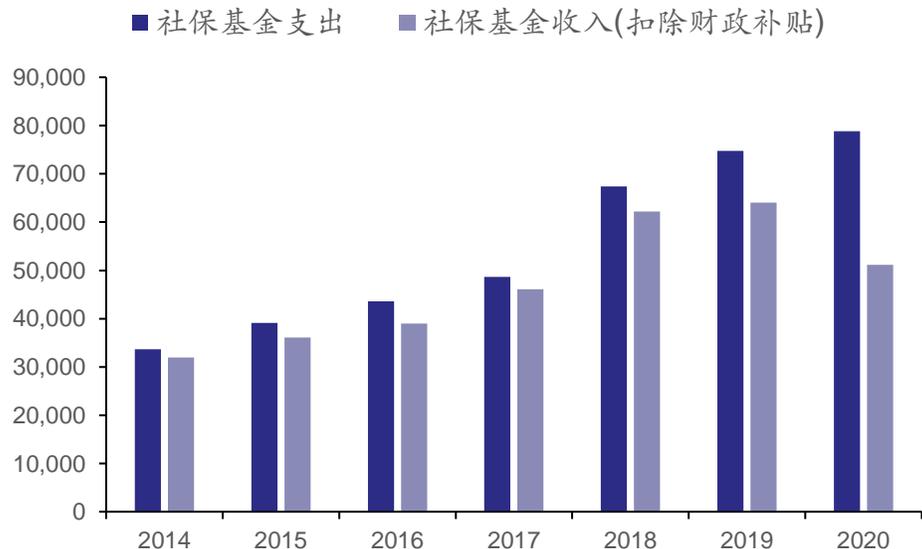


资料来源：Wind，华安证券研究所



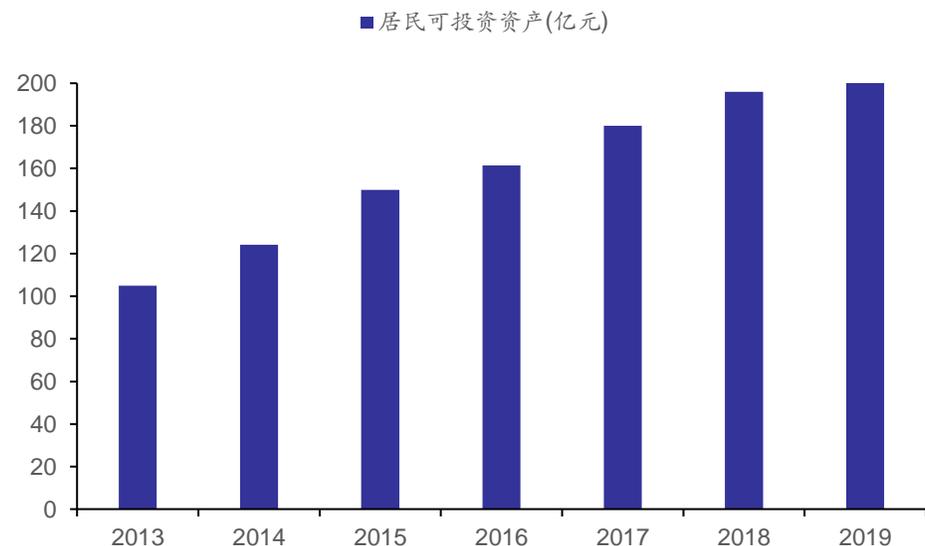
- 社保基金收支差额继续扩大，居民得到较好社会保障下延续较高消费意愿。
- 居民可投资资产持续提升，财富效应推动消费升级。

◎ 社保基金收支差额扩大利于居民收入改善



资料来源：Wind，华安证券研究所

◎ 财富效应保障必选消费自由，同时助推可选消费升级



资料来源：Wind，华安证券研究所

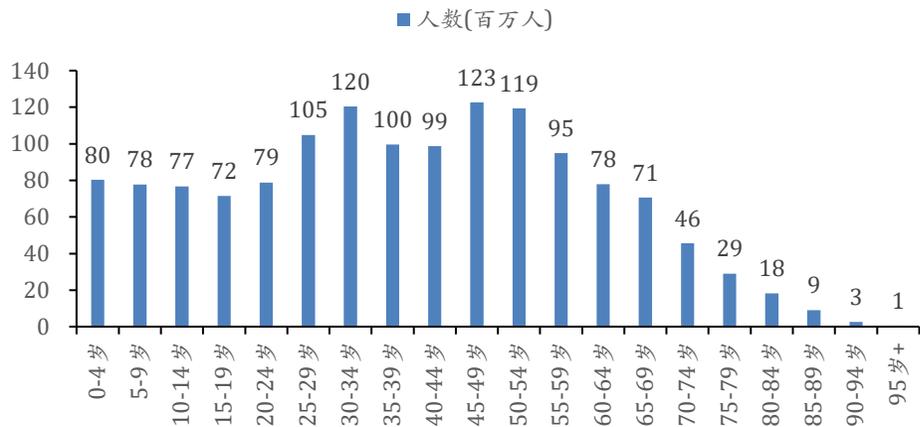


华安证券 人口结构剧变，新趋势或再加速

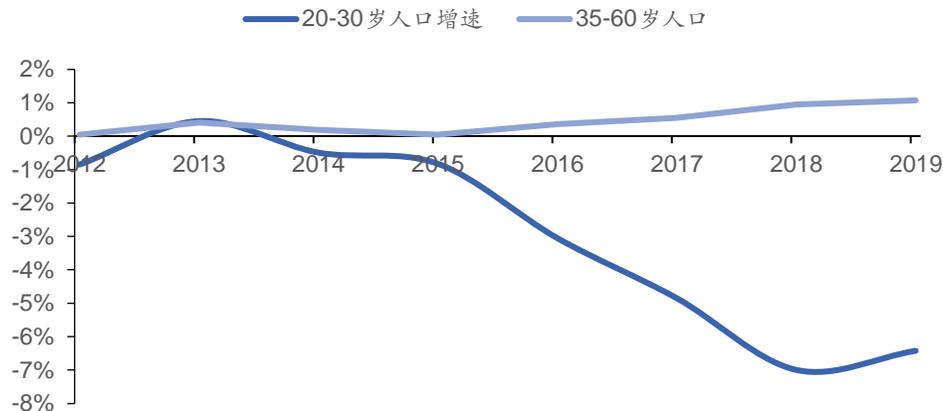
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

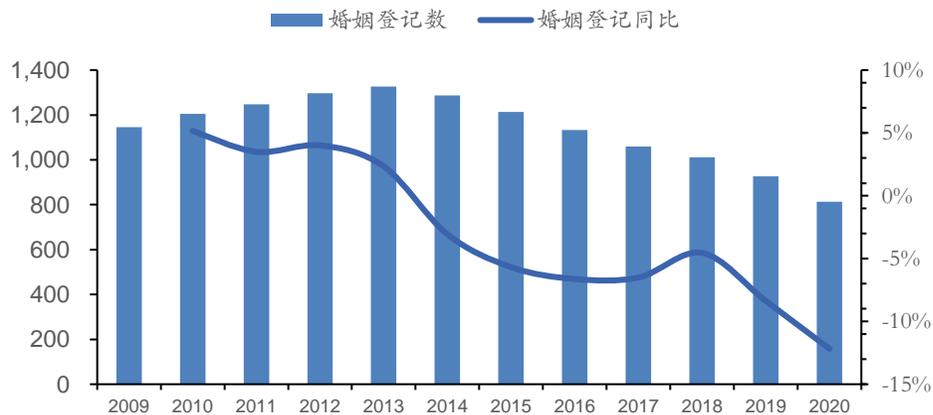
劳动人口数量下降趋势是持续的



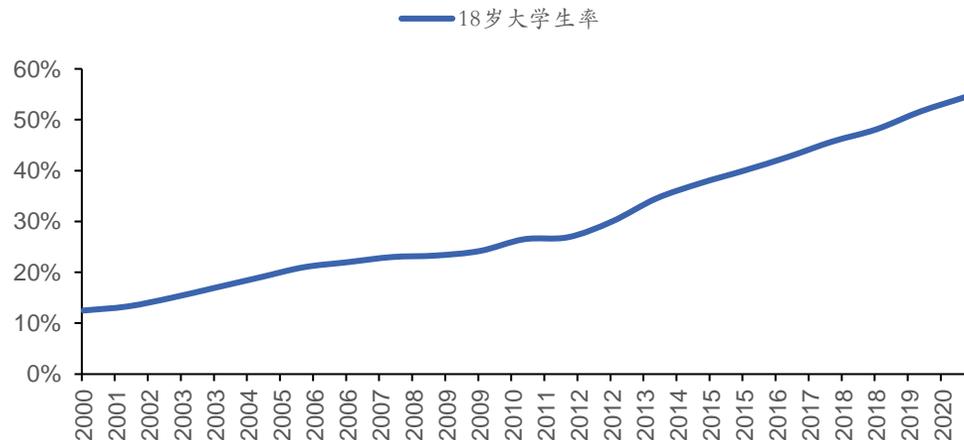
20-30岁人口持续下行，35-60岁人口缓慢增长



结婚登记自2013年起呈逐年下降态势



18岁大学生率持续提升，消费者偏好正剧变



资料来源: Wind, 华安证券研究所



目录

- 1、市场回顾：板块经历调整，估值泡沫逐步消化
- 2、行业展望：经济逐步恢复常态，消费升级趋势深化
- 3、白酒：升级驱动，景气延续
- 4、烘焙：消费从适应到习惯养成，看好B端企业成长
- 5、乳制品：结构升级、渠道下沉双线演绎
- 6、速冻食品：速冻食品千亿空间，预制菜肴站上风口
- 7、肉制品：推进结构升级，打开成长空间
- 8、调味品：需求全面转弱，谷底回升时点尚需跟踪

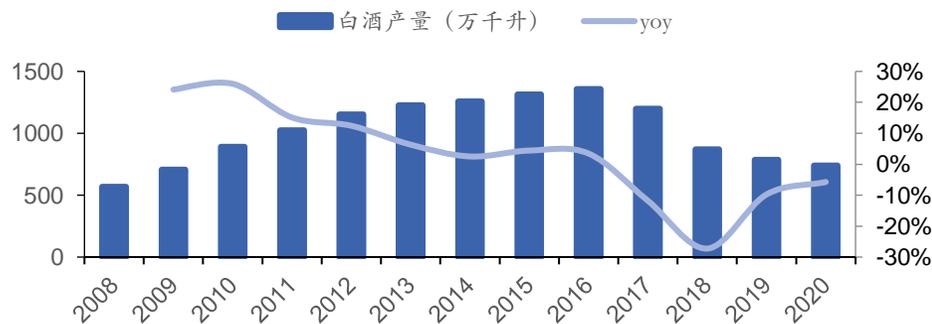


- 茅台批价上行打开价格天花板，五粮液树立高端千元标杆，引领白酒行业增长。
- 白酒主流消费人群有所下滑，随“喝好酒，少喝酒”理念加深，白酒行业整体呈现价升量减。

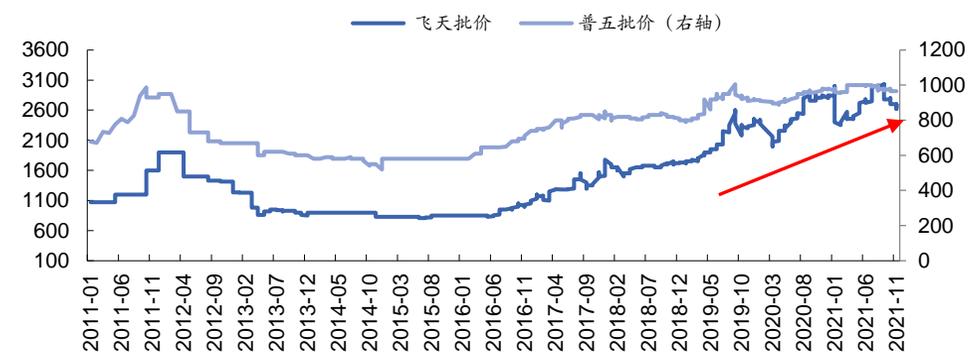
规模以上白酒企业吨价持续上升



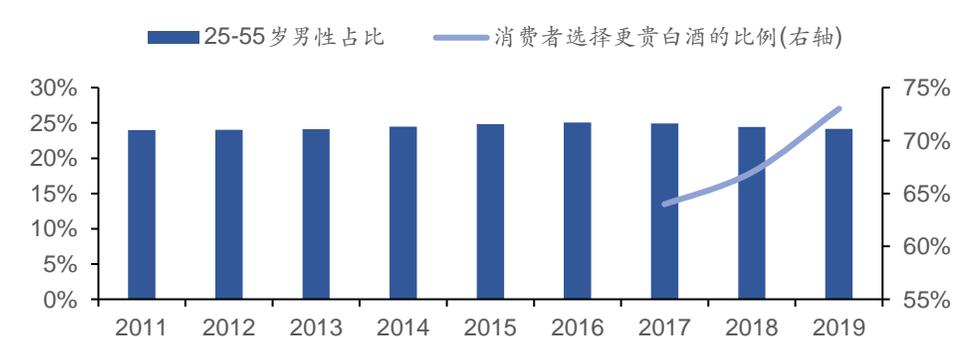
近几年白酒行业产量有所下滑



茅五批价向上打开价格空间



白酒消费人群有所下降，喝好酒理念深入人心





- **事件回顾**：2021年10月16日，习总书记在发表了《扎实推动共同富裕》，文中提及“加强高收入的规范和调节，尤其是要加大消费环节税收力度以及扩大消费税征收范围”等论述引发了市场担忧，白酒板块受情绪面影响一度承压。
- **短期无忧**：我国白酒流通环节参与者众多，缺乏统一的专营机构，难以在流通环节转移消费税，仍将维持在生产环节征收。
- **长期无惧**：白酒消费税如若落地，头部酒企凭借多年积累的品牌和渠道合力，可以向下游转移税负压力，消费税落地利于头部酒企提升集中度，挤占中小品牌生存空间。

白酒消费税政策

时间	主要内容	计税公式
1994年	酒类消费税开征，分解为消费税和增值税(17%)，以从价税的形式对粮食白酒25%、薯类白酒15%征税。	生产环节销售收入*25% (或15%)
2001年	从价税改为从价税和从量税复合征收。	销售量*0.5/500ml+生产环节销售收入*25% (或15%)
2006年	取消粮食类白酒和薯类白酒的差别税率，从价税率统一调整为20%，从量每公斤仍按照1元计算缴纳。	销售量*0.5/500ml+生产环节销售收入*20%
2009年	若计税价格高于销售单位对外销售价格70%含以上的，税务机关暂不核定消费税最低计税价格；若计税价格低于销售单位对外销售价格70%以下的，最低计税价格由税务机关在销售单位对外销售价格50%至70%范围内核定。	销售量* 0.5/500ml+销售单位对外销售收入* (50%~70%) * 20%
2017年	最低计税价格核定比例统一调整为60%，已核定最低计税价格的白酒，按照调整后的比例重新核定；对白酒生产企业设立多级销售单位销售的白酒，国税机关按最终一级销售单位对外销售价格核定生产企业消费税最低计税价格。	销售量*0.5/500ml+最终一级销售单位对外销售收入*60%* 20%

资料来源：国家税务总局，华安证券研究所

白酒消费税推演路径（假设规格为500ml）

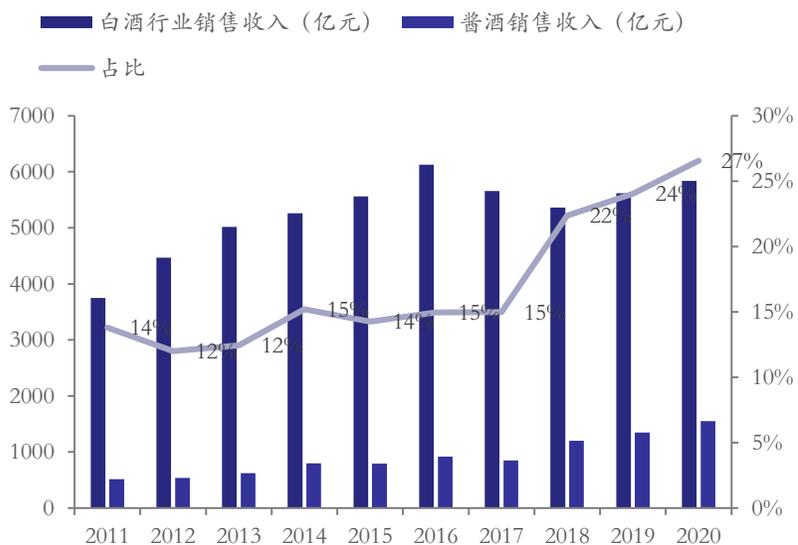
	出厂端征税	批发端征税	零售端征税
出厂端 500元	$500 * (0.5/500) + (500/1.13) * 60\% * 20\% = 53.6$		
批发端 750元		$500 * (0.5/500) + (750/1.13) * 60\% * 20\% = 80.1$	
零售端 1000元			$500 * (0.5/500) + (1000/1.13) * 60\% * 20\% = 106.7$

资料来源：华安证券研究所整理



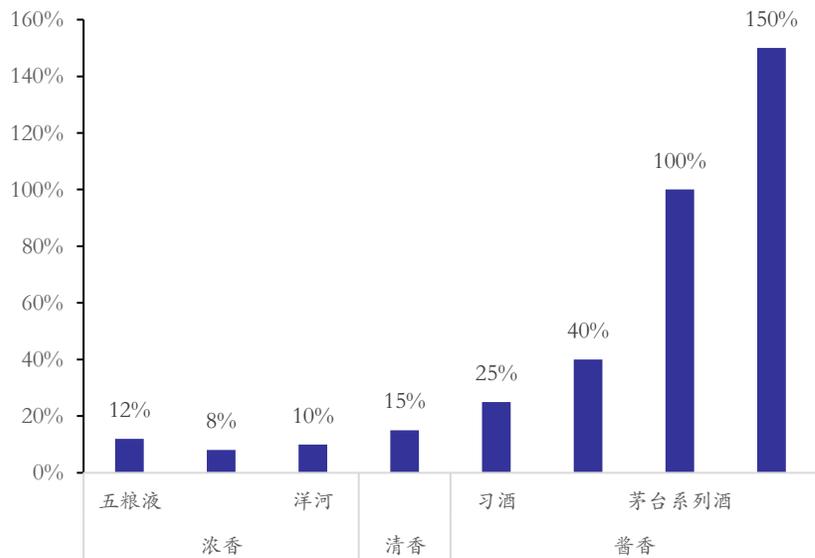
- 2020年酱酒以60万千升产能/1550亿元收入/630亿元利润，分别占据白酒行业8%的产能、26%的收入、40%的利润。
- 渠道推力充分：酱酒渠道以团购为主，价格体系透明度较低，渠道利差显著高于浓香、清香型白酒主要产品。
- 头部品牌集中：头部酱酒品质出众，消费者基础培育扎实，酱酒赛道品牌集中是长期趋势。

近两年酱酒行业规模及占比快速增长



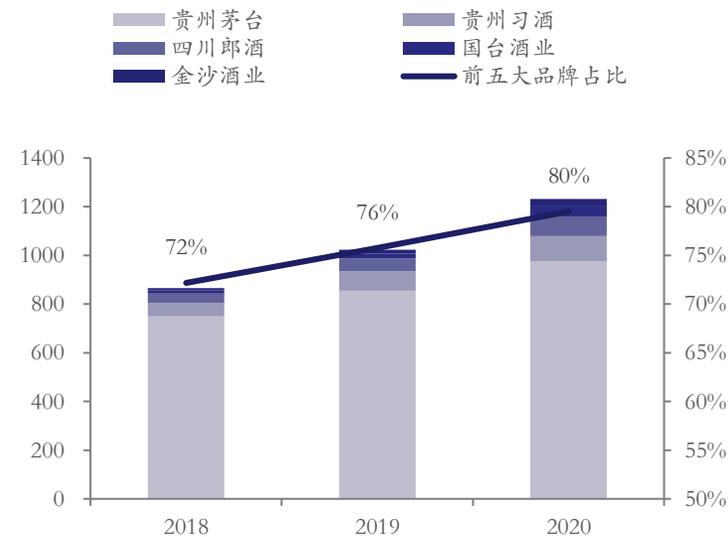
资料来源：Wind，华安证券研究所

酱香型白酒渠道利差显著高于浓香型、清香型



资料来源：Wind，华安证券研究所

前五大酱酒品牌市场份额逐年上升

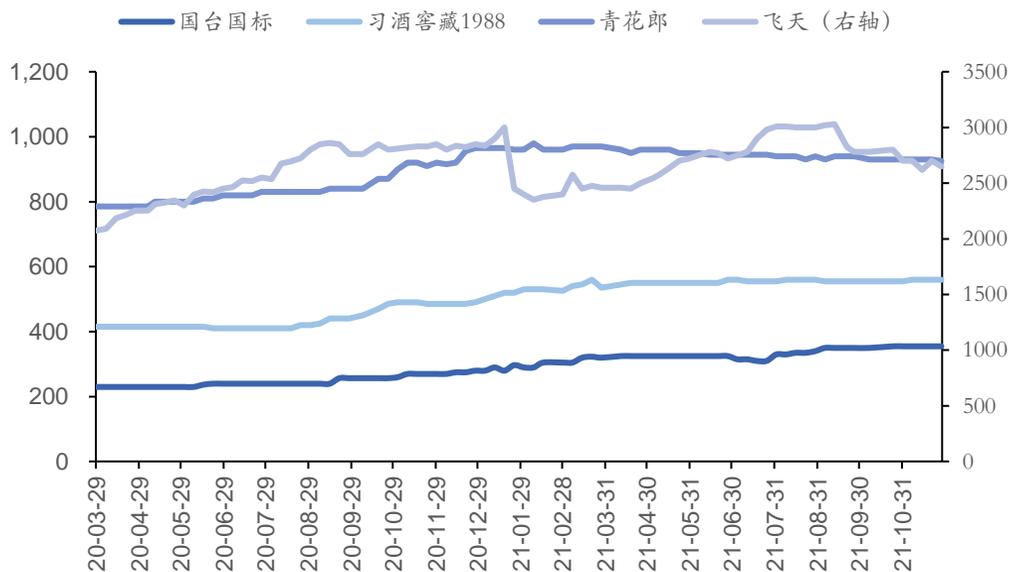


资料来源：Wind，华安证券研究所



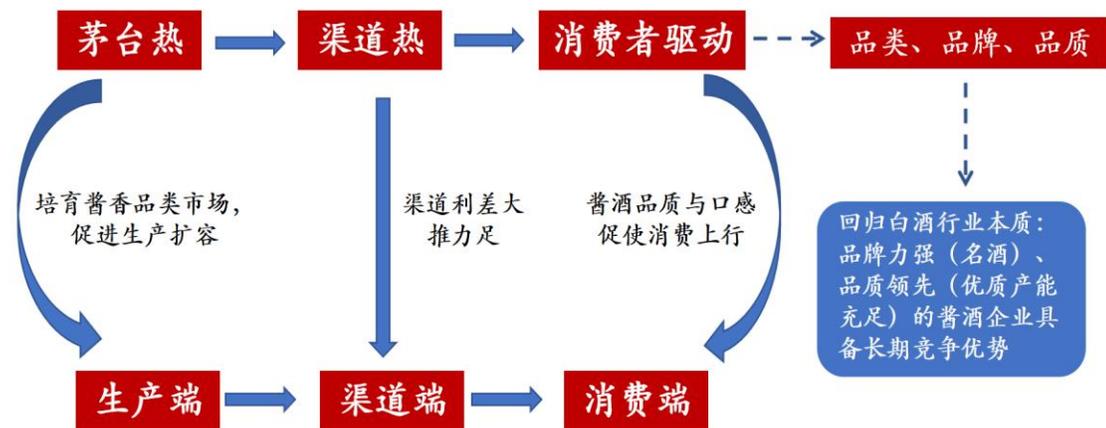
- ▶ 年初酱酒批价快速上涨，受年中酱酒投资监管趋严以及Q3飞天价格触顶所影响，酱酒赛道逐步分化，强势品牌批价坚挺，尾部品牌价格回落，酱酒热潮在渠道端降温后回归理性。
- ▶ 我们将酱酒热发展分为四阶段：1) “茅台热”驱动；2) “渠道热”驱动；3) “消费者”驱动；4) 品类+品质+品牌共振。目前已进入消费者自发驱动阶段，最终大概率会进入第四阶段，“品类+品质+品牌”共同驱动行业良性发展。

酱酒批价回归理性



资料来源：今日酒价，华安证券研究所

酱酒热进入消费者驱动阶段



资料来源：Wind，华安证券研究所



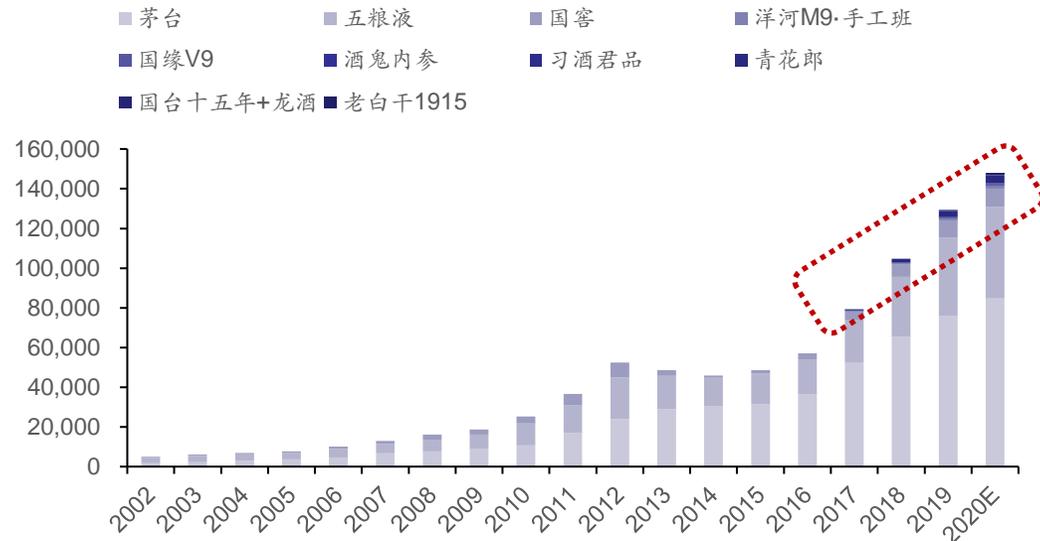
► 近4年茅台实际开瓶率下降，增量需求让渡五国及千元新高端。受益于茅台一批价由800元大幅上行，白酒千元新高端价位涌现出包括洋河M9·手工班、今世缘V9、汾酒青花30复兴版、酒鬼酒内参、古井年三十、老白干1915、青花郎、习酒君品、国台十五年等在内的一批新选手，我们认为核心原因是茅台开瓶下降，显著让渡出增量需求。

茅台开瓶量下滑为五粮液国窖及地产酒高端产品提供需求增量



资料来源：Wind，华安证券研究所

近年千元高端各品牌百花齐放

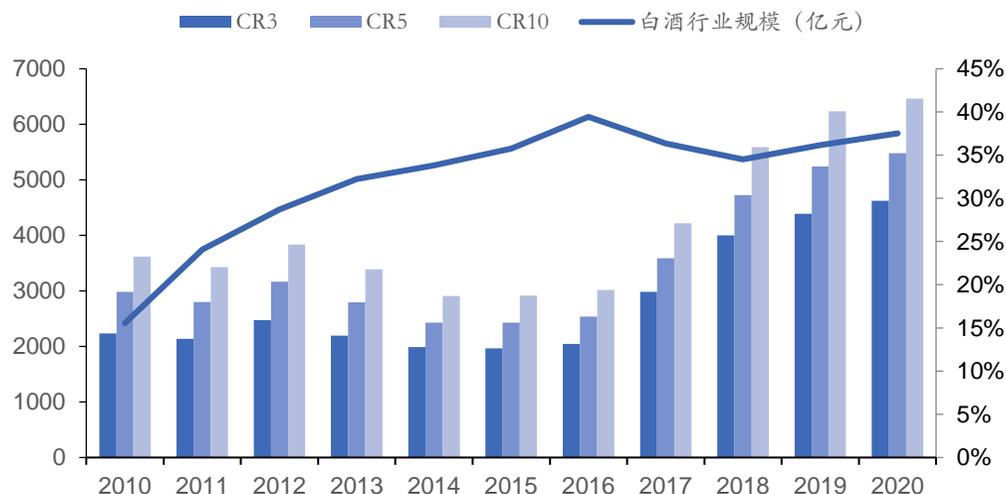


资料来源：Wind，华安证券研究所



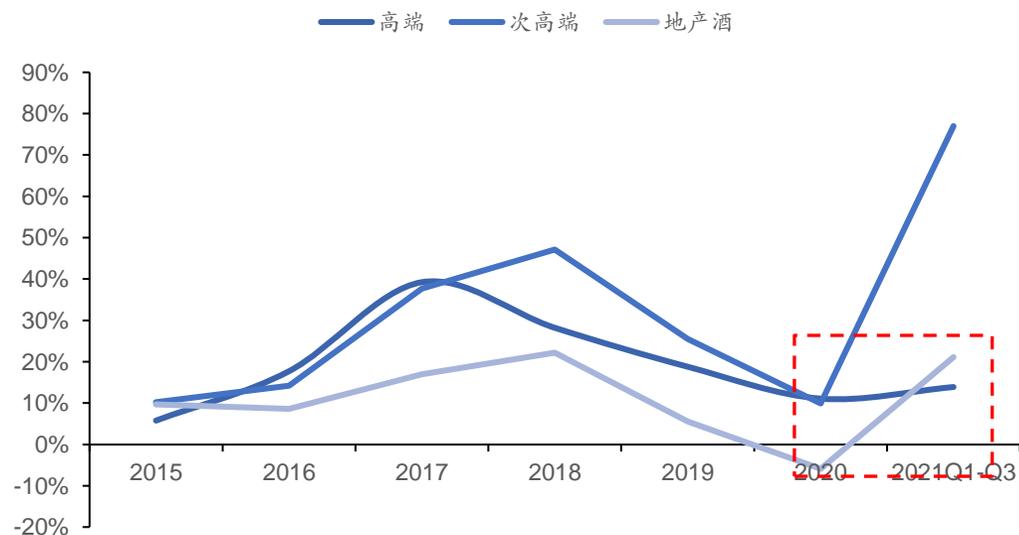
- 行业分化，名酒集中：名酒品牌通过抢占中小酒厂份额，实现挤压式的量价齐升，行业红利持续向头部集聚。
- 消费升级顺次演绎：本轮白酒消费升级周期，预计将沿高端酒→次高端酒→地产酒顺次演绎，我们建议明年拿定高端白酒积极布局地产酒、关注次高端白酒结构性机会。

白酒行业持续向头部集中



资料来源：Wind，华安证券研究所

分价格带营收增速

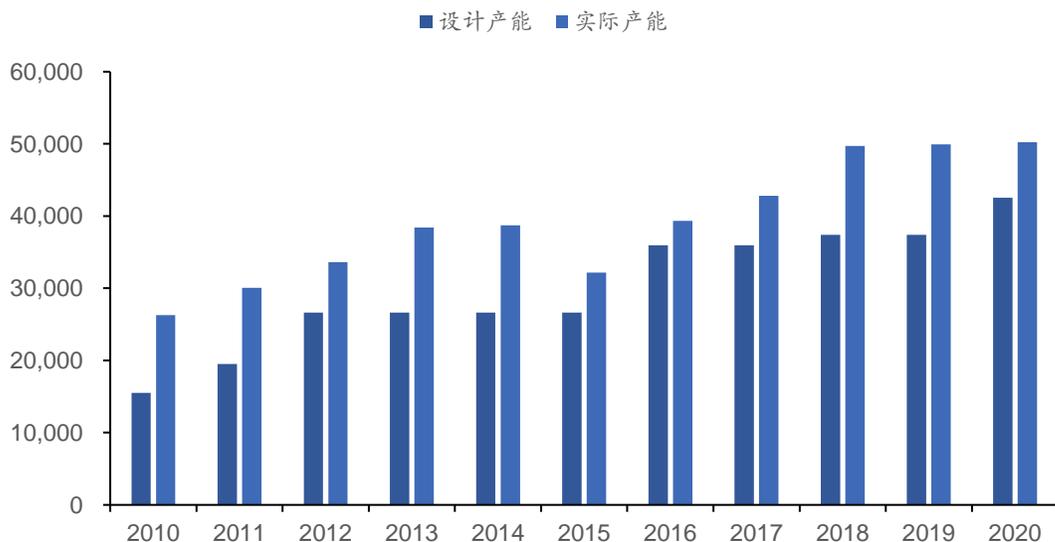


资料来源：Wind，华安证券研究所



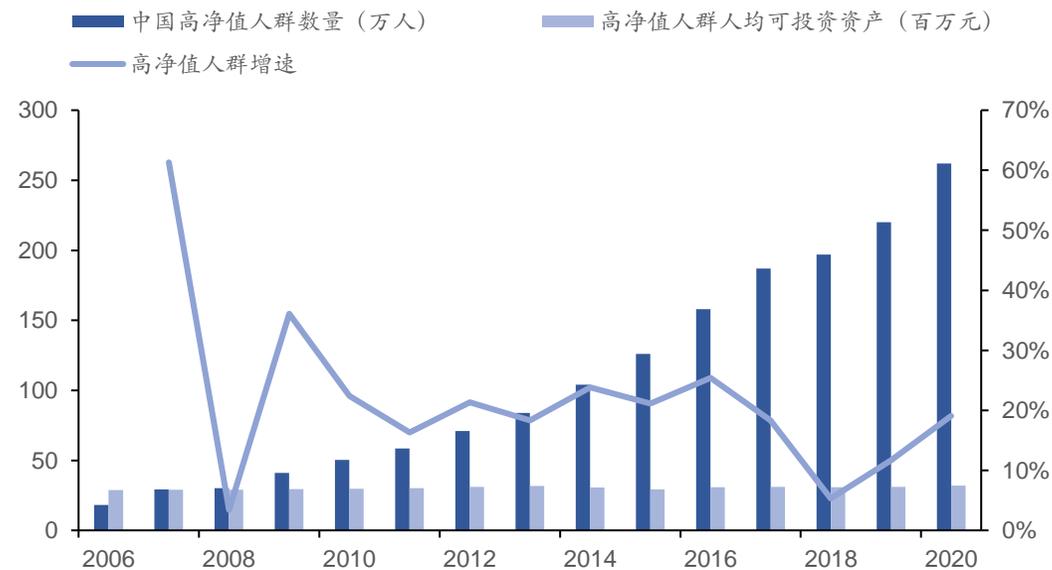
- **需求稳固**：高端白酒兼具社交刚需和投资属性，我国高净值人群数量的持续增长有效支撑了高端白酒的需求。
- **供给偏紧**：2020年茅台酒产能为5万吨左右，预计2021年产能约为5.5万吨，而五粮液优质酒产能则更加紧缺，约为3万吨左右，高端白酒供给偏紧。

茅台产能供给有限



资料来源：Wind，华安证券研究所

高净值人群数量稳步增加

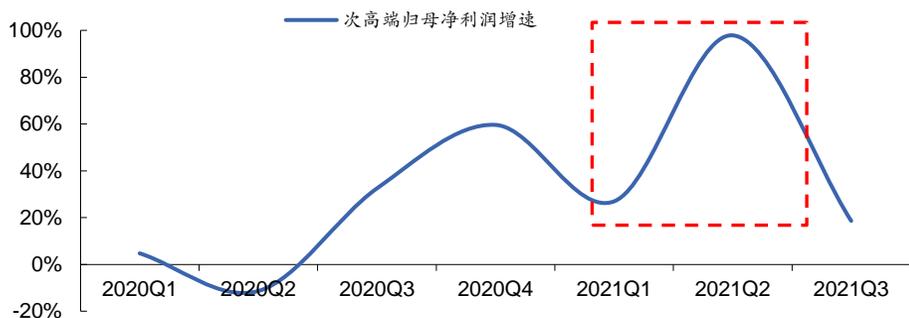


资料来源：Wind，华安证券研究所

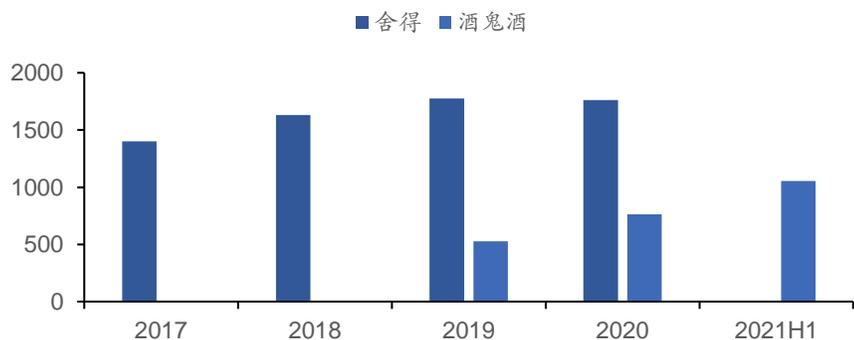


- 疫情影响下2020Q1-Q2次高端白酒消费受限，低基数叠加疫情边际修复，2021Q1-Q2次高端白酒释放业绩弹性，明年迎来考验。
- 本轮次高端扩张红利率先由山西汾酒收获，舍得、酒鬼酒、水井坊正加紧追赶并完善全国化招商布局，预计明年次高端渠道扩张将从粗放扩张转向精准调控，需关注终端真实动销情况，寻找结构性机会。

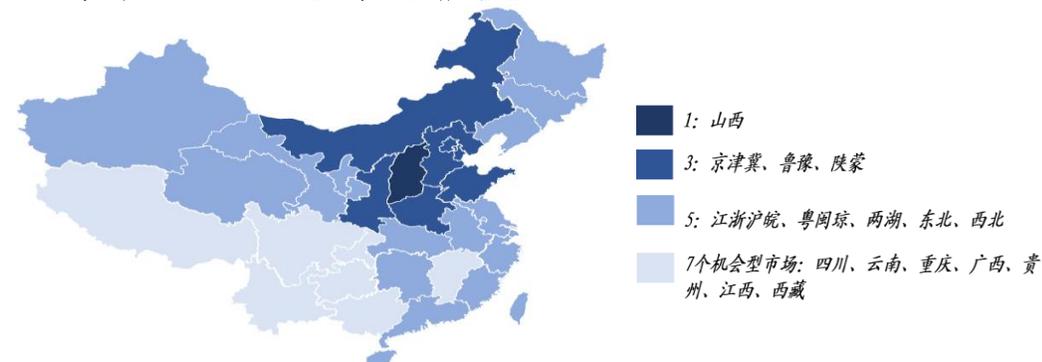
次高端白酒上半年基数较高



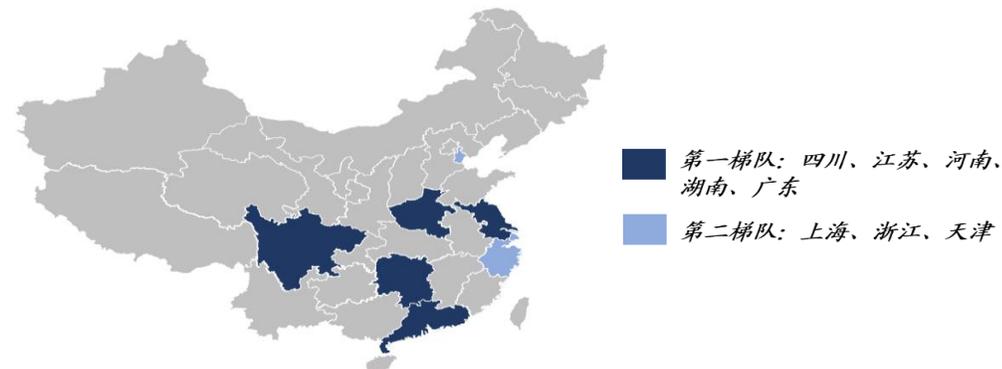
酒鬼酒、舍得快速扩充经销商



汾酒“1357+10”全国化扩张路径



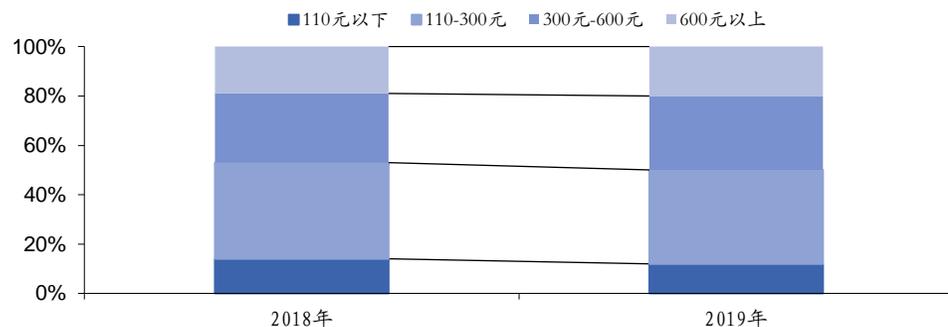
水井坊“5+3”市场扩张路径



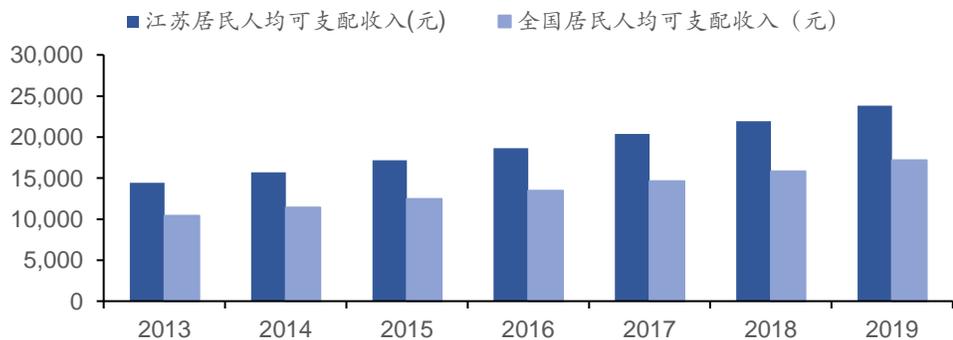


- 经济实力奠定苏酒消费升级基础，省内300-600价格带顺势快速增长，随着洋河M3水晶版和今世缘新四开的加速导入，400+元价格带有望成为新的主流价格带。
- 徽酒跟随苏酒消费升级趋势，200-300元价格带承接升级需求加速扩容，布局于此的古8、洞9、口10得以快速增长。

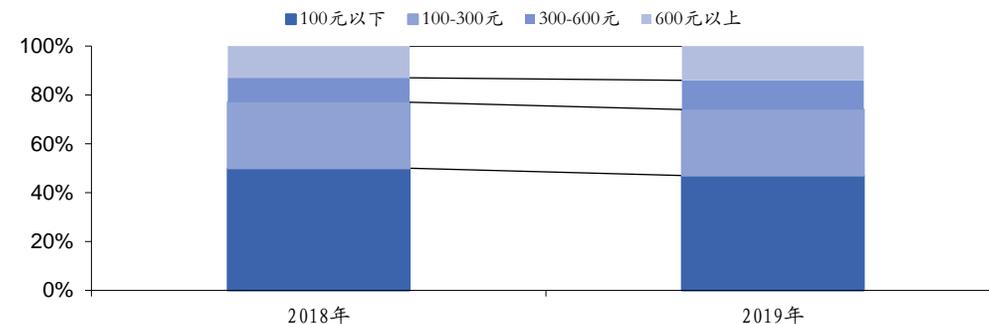
江苏市场300-600及600+元价格带扩张较快



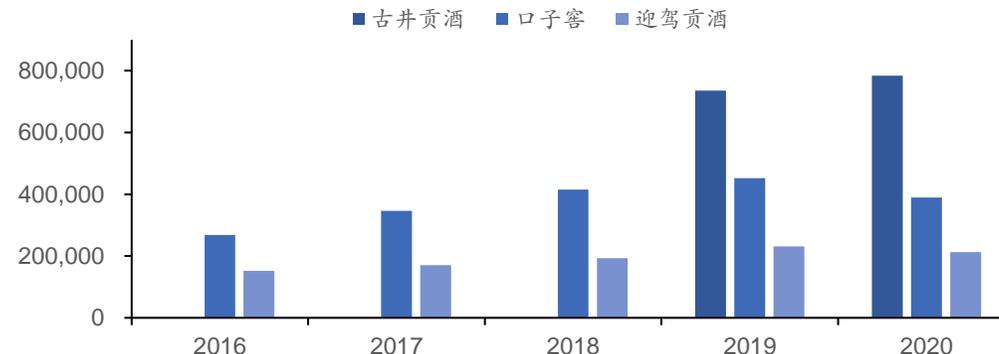
江苏地区经济实力奠定白酒消费基础



安徽市场300+元价格带扩张较快



徽酒消费升级，中高档产品收入快速增长（万元）



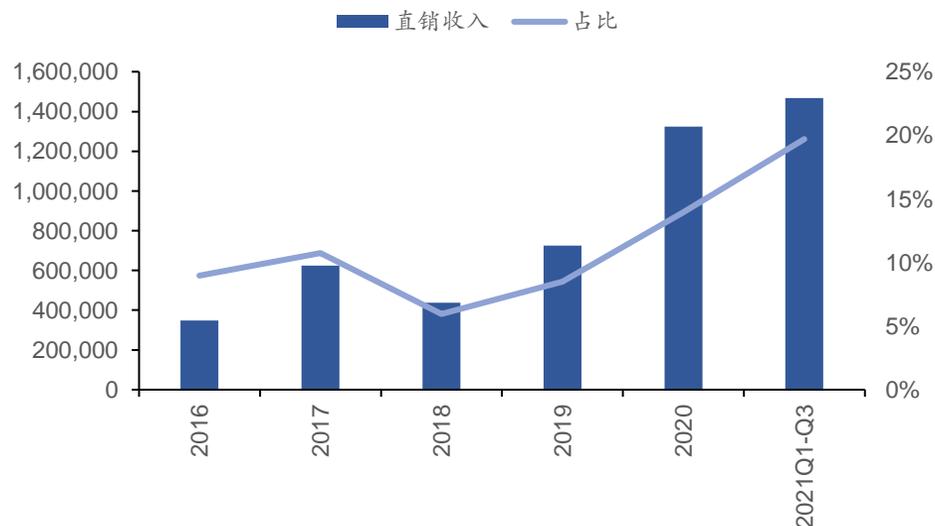
资料来源：Wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



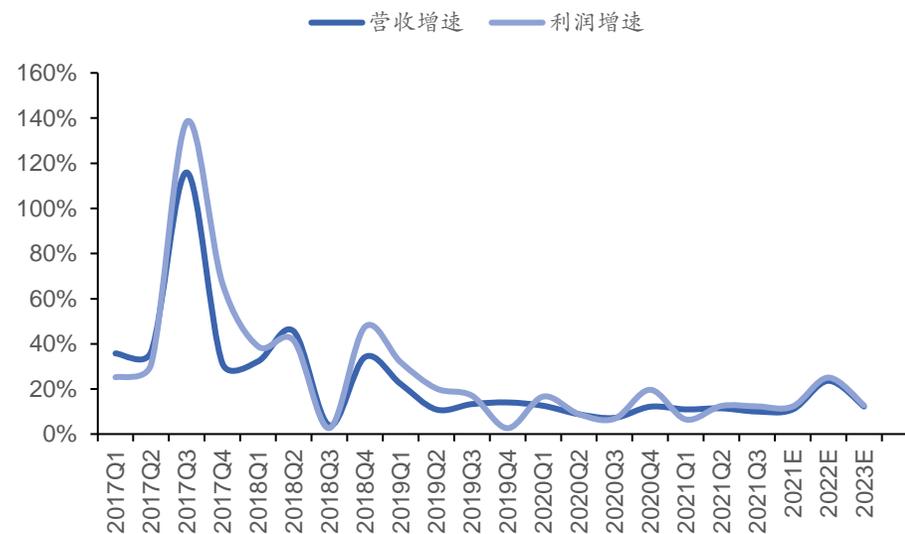
- **提高直销占比增厚利润：**通过取消直销渠道抢购门槛、经销配额只减不增等方式提高直销占比，利于实际均价的提升。
- **新管理层释放改革动能：**新管理层坚定营销数字化、价格及渠道市场化的改革决心，明确的战略规划将焕发增长新动能。
- **量价齐升强化业绩确定性，凸显长期价值：**预计2021-2023年归母净利同增12.3%、25.1%（取决于茅台酒提价落地时点）、12.8%，EPS41.73、52.23、58.89元，维持“买入”评级。

茅台直销占比持续提升



资料来源：Wind，华安证券研究所

预计茅台营收、利润均能维持年复合双位数增速

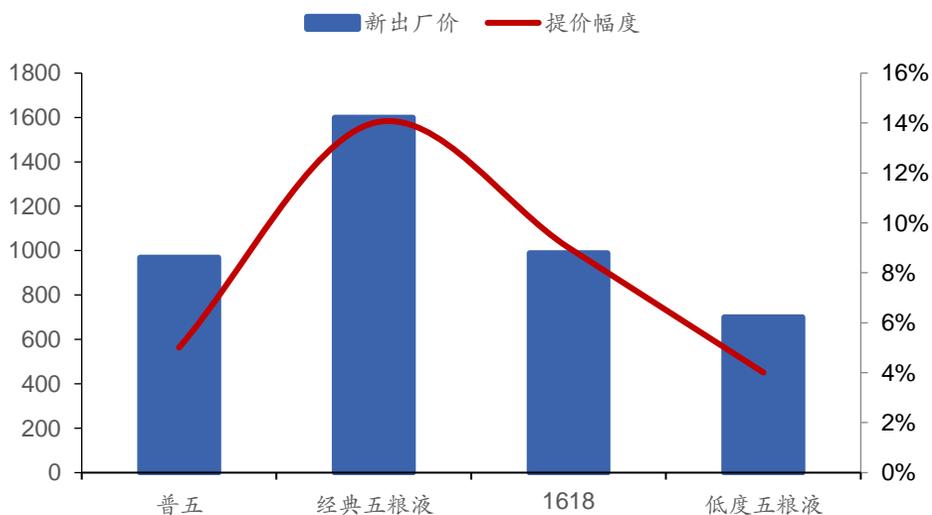


资料来源：Wind，华安证券研究所



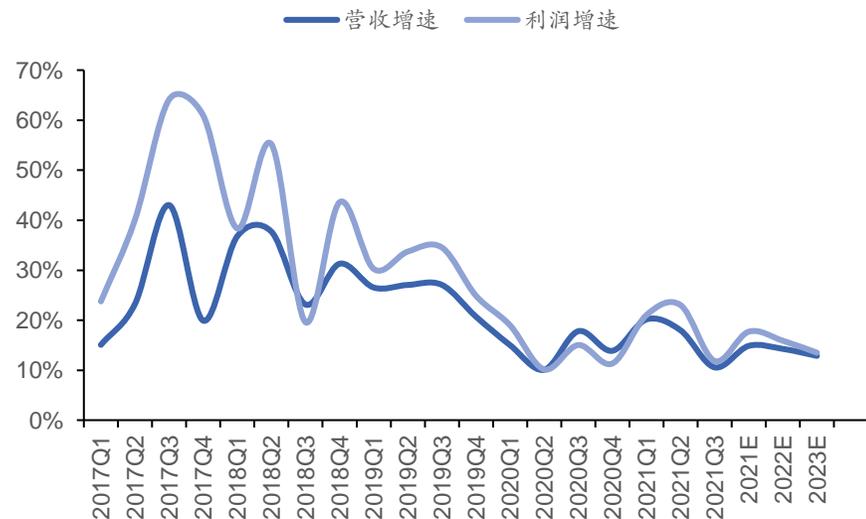
- **主品牌强化，系列酒升级：**经典五粮液以“1+N+2”策略展开渠道运作，聚焦2000元超高端价格带，强化主品牌定位；系列酒围绕五粮特曲/五粮醇/五粮春/尖庄四大品牌升级换代，有望成为公司新的贡献点。
- **多款产品提价助力来年：**普五、经典五粮液、1618、低度五粮液等产品明确提价，助力来年业绩稳健增长。
- **保持双位数增长，稳中求进：**预计公司2021~2023年收入分别为669、773、867亿元，同比分别+16.7%、+15.5%、+12.1%，归母净利润分别为236、274、306亿元，同比分别+18.5%、+15.7%、+12%，维持“买入”评级。

● 五粮液多款产品明确提价



资料来源：酒业家，华安证券研究所

● 预计五粮液21-22年延续双位数增长



资料来源：Wind，华安证券研究所



- **国窖+老窖双轮驱动：**“国窖1573”和“泸州老窖”两大品牌支撑公司良性发展，国窖重点布局华东、华南等潜力市场，有望保持强劲增长，泸州老窖推出次高端新品“泸州老窖1952”和光瓶酒新品“黑盖”丰富产品层次，双品牌发力未来可期。
- **激励落地加速前行：**本次激励方案覆盖面广、目标积极、力度合理，将充分调动核心骨干能动性，加速公司高质量前行。
- **利润弹性快速释放：**我们预计21-23年归母净利同增23%、22%、20%，EPS为5.02元、6.11元、7.31元，维持“买入”评级。

● 泸州老窖2021年股权激励计划

项目	股权激励
授予数量	883.46万股
授予价格	92.71元/每股
授予情况	共授予883.46万股，8.19亿元，9位公司高层占比7.93%，512名核心骨干人员占比82.11%，预留股份占总量9.96%。
授予对象	授予高管刘森1.09%，林锋1.09%，王洪波0.87%，沈才洪0.87%，谢洪0.87%，何诚0.87%，张宿义0.87%，熊婷婷0.71%，李勇0.71%，核心骨干512人82.11%。
行权条件	2021、2022、2023年净资产收益率不低于22%，且不低于对标企业75分位值，成本费用占营业收入比例不高于65%。

资料来源：Wind，华安证券研究所

● 预计老窖21-22年延续双位数增长，关注基数效应影响



资料来源：Wind，华安证券研究所



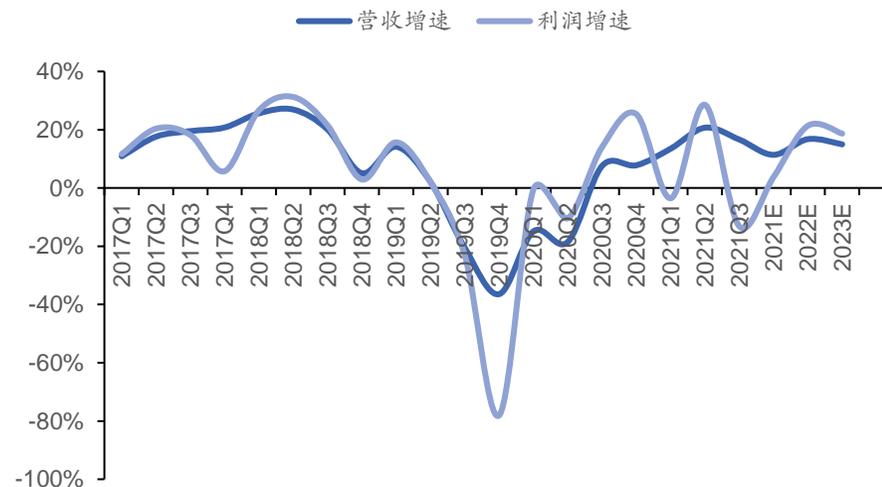
- **产品升级彰显品牌力：**核心产品M6+在省内市场表现优异，已站稳600+价位带，M3水晶版市场培育初见成效，双节动销有所改善，新版天之蓝尚处导入阶段，随着公司完成系列产品后续升级，洋河品牌势能有望提升。
- **内外共振，静候改革佳音：**内部员工持股计划落地，任用85后年轻骨干接捧大区，焕发团队新活力；外部实施“1+N”渠道改革，提升资金使用效率、丰厚经销商利润，驱动公司长远发展。
- **基本面向好，增长中枢回升：**预计21-23年归母净利润同增6%、23%、20%，EPS为5.24元、6.44元、7.75元，维持“买入”评级

◎ 洋河部分产品完成升级



资料来源：京东，酒食汇，华安证券研究所

◎ 预计洋河21-22年恢复双位数增长

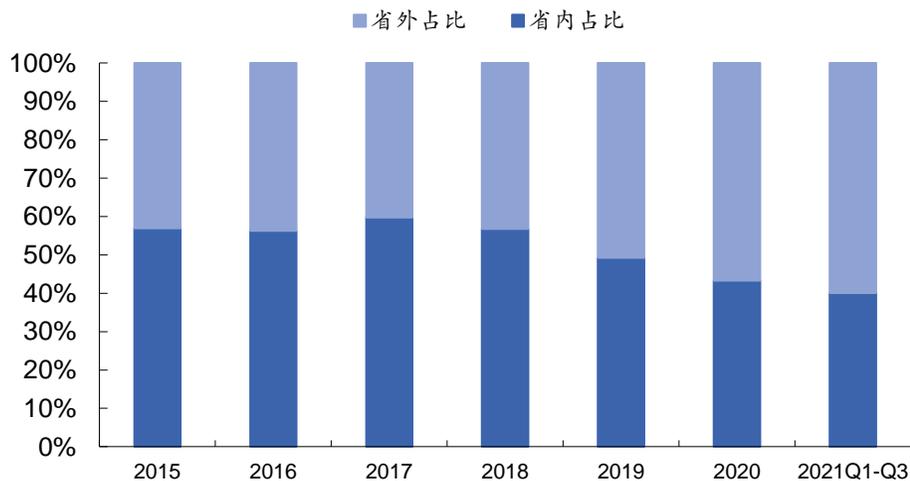


资料来源：Wind，华安证券研究所



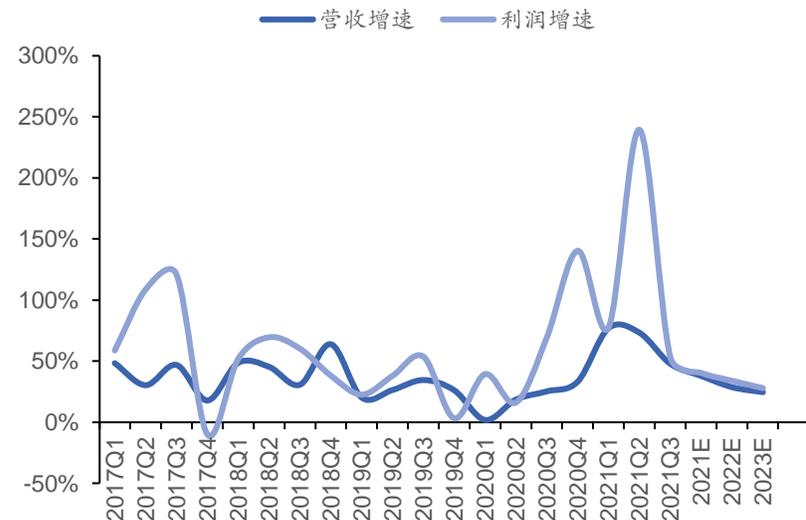
- **主力单品强劲，新品引领升级：**公司坚持“抓青花、强腰部、稳玻汾”的策略，主力单品青20、玻汾表现强劲，青30复兴版加速培育后，将弥补青花汾酒千元价格带的空白，实现产品结构进一步升级。
- **全国化扩张加速：**围绕“1357+10”布局，公司加速拓展长江以南市场，江、浙、沪、皖、粤等省外市场增速可观。
- **中期白酒成长确定性最高酒企之一，值得估值溢价：**预计21-23年归母净利同增72%、32%、25%，EPS为4.34元、5.71元、7.16元，维持“增持”评级。

汾酒加速扩张省外市场



资料来源：Wind，华安证券研究所

预计汾酒21-23年保持快速增长



资料来源：Wind，华安证券研究所



目录

- 1、市场回顾：板块经历调整，估值泡沫逐步消化
- 2、行业展望：经济逐步恢复常态，消费升级趋势深化
- 3、白酒：升级驱动，景气延续
- 4、烘焙：消费从适应到习惯养成，看好B端企业成长
- 5、乳制品：结构升级、渠道下沉双线演绎
- 6、速冻食品：速冻食品千亿空间，预制菜肴站上风口
- 7、肉制品：推进结构升级，打开成长空间
- 8、调味品：需求全面转弱，谷底回升时点尚需跟踪

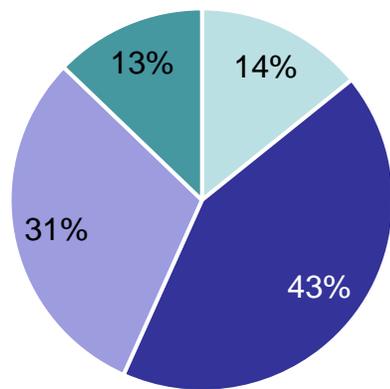


- 西风东渐，国潮复兴，烘焙消费景气度高。最新调研数据显示，每天购买烘焙食品的消费者达到12.8%，每周购买烘焙食品的消费者占比达到85.8%。消费者单次消费20-40元区间占比最高，达35.8%。且多数消费者单次消费金额达10元以上，消费频次和消费金额上升利好整个烘焙市场，未来市场将持续扩容。
- B端企业供应链地位有望加强，发展空间值得关注，最看好冷冻烘焙及专业乳品赛道。一方面，C端业态消费者体验的提升，将更多源于B端的创新。另一方面，随着信息基础设施的完善，市场需求可越过C端，直接驱动toB业态发展。



我国烘焙消费频次分布

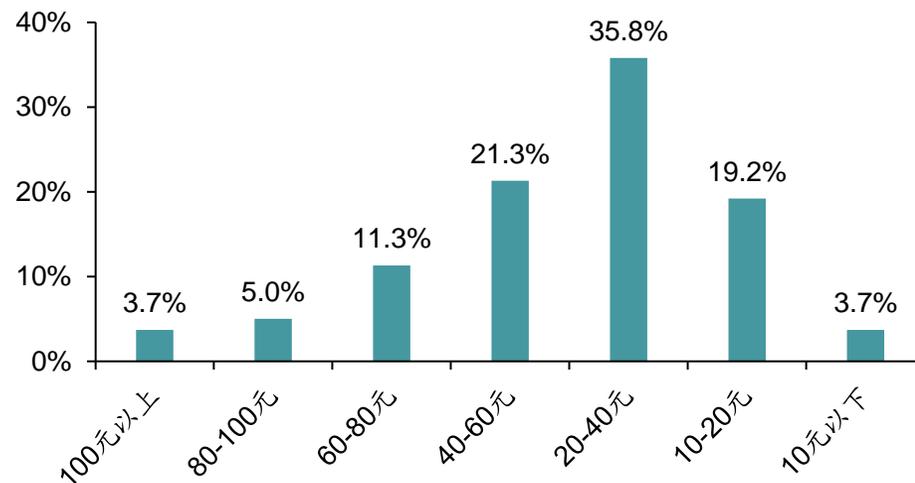
■ 少于1次 ■ 1-3次 ■ 4-6次 ■ 每天



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所



我国烘焙消费客单价分布

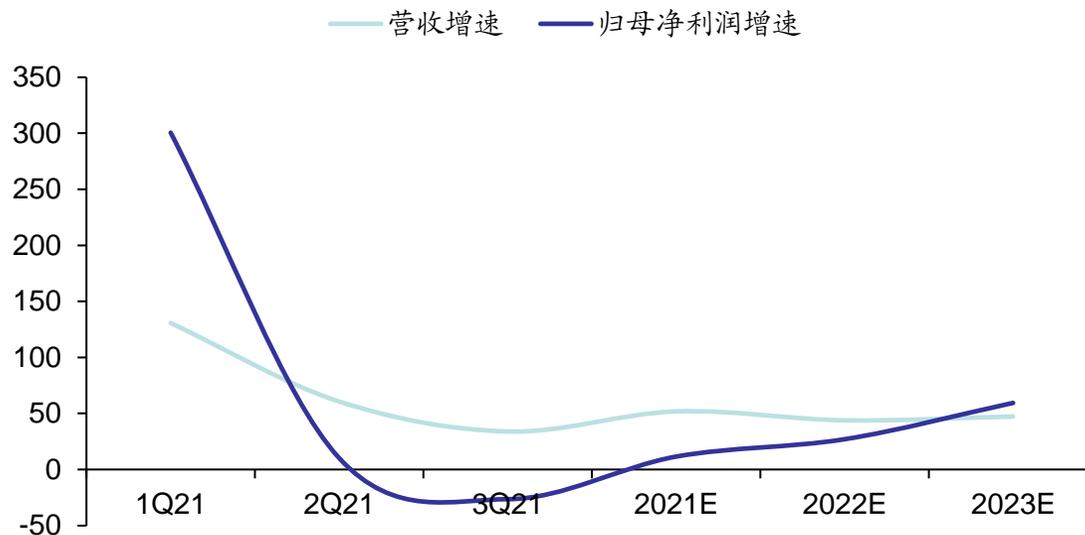


资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所



- 山姆等大客户冷冻烘焙订单激增，公司在收获快速增长的同时，短期毛利率收到产品结构与原料成本双重压力。
- 卫辉、长兴未来一年逐步投产夯实公司龙头地位，并支持进一步深耕饼店、餐饮客户。
- 公司抓住冷冻烘焙行业机遇期，将实现快速成长。我们预计 21-23年营收同增51.8%、43.8%、47.2%，归母净利润同增11.5%、27.0%、59.4%，PE料从90倍快速降至23年的45倍，给予“买入”评级。

◎ 预计立高21-23年营收增速50%左右

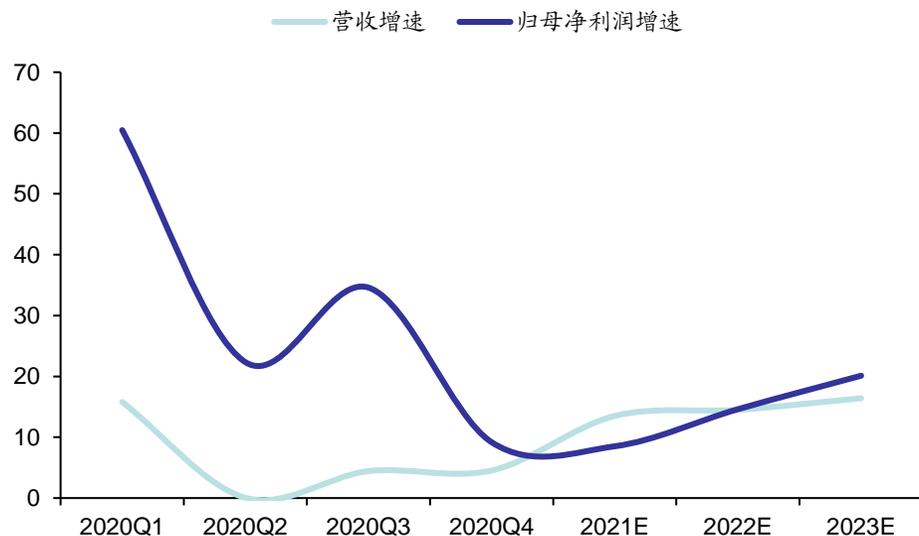


资料来源：Wind，华安证券研究所



- 公司短保龙头地位基本确立，凭借规模和效率优势将长期享受总量增长与集中度提升的双重红利。
- 公司针对短保业务特点打造以销定产、渠道细分、物流分级的运营模式，实现供应链高速周转，渠道管理能力具备竞争壁垒。
- 华东、华南等重点销区的培育即将收获，效率到效益的转化值得期待。我们预计 21-23年营收同增13.5%、14.5%、16.4%，归母净利润同增8.5%、14.6%、20.1%，EPS 1.41、1.61、1.94，对应PE 33.64、29.34、24.44，给予“增持”评级。

● 预计桃李21-23年营收增速15%左右



资料来源：Wind，华安证券研究所



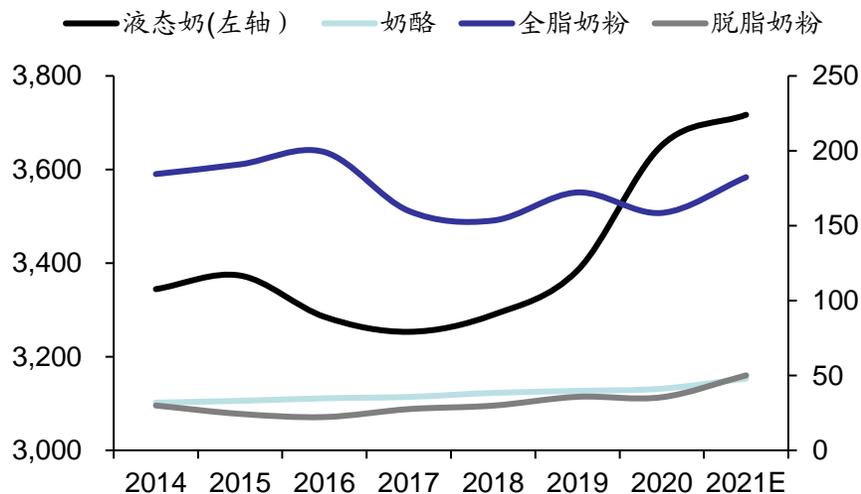
目录

- 1、市场回顾：板块经历调整，估值泡沫逐步消化
- 2、行业展望：经济逐步恢复常态，消费升级趋势深化
- 3、白酒：升级驱动，景气延续
- 4、烘焙：消费从适应到习惯养成，看好B端企业成长
- 5、乳制品：结构升级、渠道下沉双线演绎
- 6、速冻食品：速冻食品千亿空间，预制菜肴站上风口
- 7、肉制品：推进结构升级，打开成长空间
- 8、调味品：需求全面转弱，谷底回升时点尚需跟踪



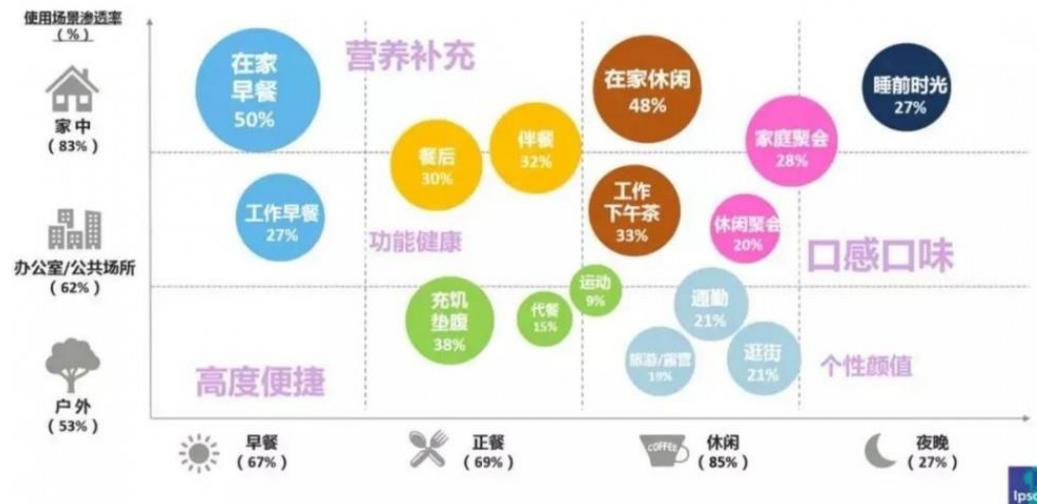
- 各类乳制品消费量整体波动向上。液态奶有望重新步入上行通道。奶酪有望伴随西式餐饮习惯培育出现较快增长。
- 乳制品消费场景进一步拓展，需求层次不断细分，企业成功基础从运营产品转向运营用户，机遇与挑战并存。

● 各类乳制品消费量波动上升（万吨）



资料来源：USDA，华安证券研究所

● 乳制品消费场景不断拓展

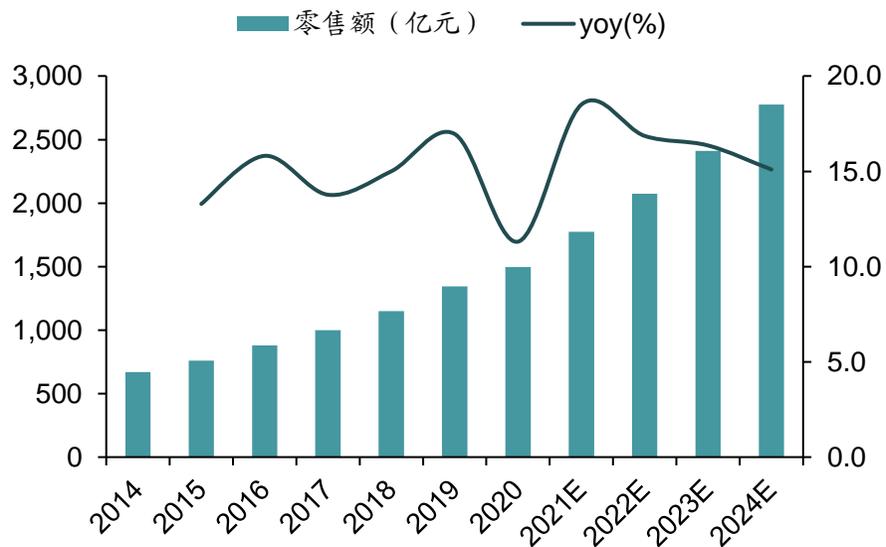


资料来源：益索普，华安证券研究所



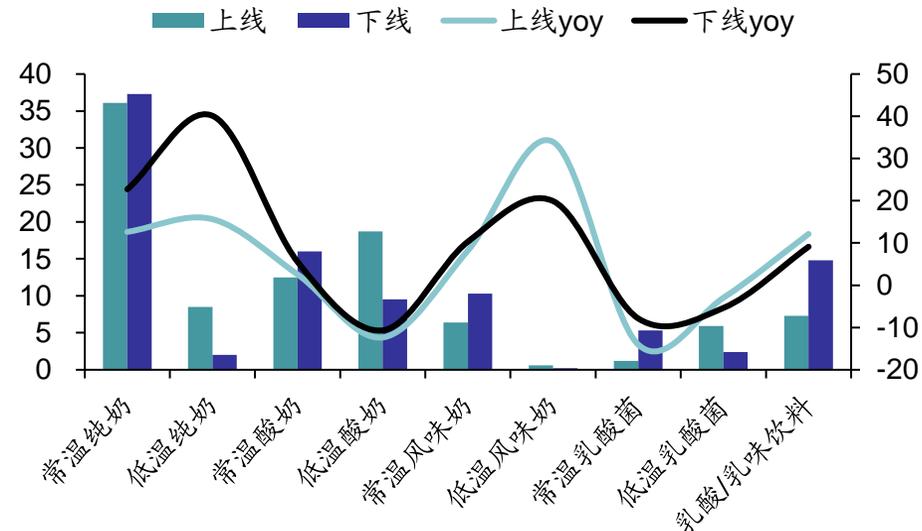
- 产品结构升级趋势明显，中高端产品市场地位不断加强。我国高端液态奶（包括白奶、酸奶）市场规模将保持15%以上的年均增速，从2020年的1,497亿增长至2024年的2,776亿，近乎翻一倍。
- 下线市场乳制品增长显著，存在大量新增消费需求有待开发。乳制品消费向入门级消费群体渗透，1H21下线市场的常温纯奶、低温纯奶零售额增速高于上线市场，特别是低温纯奶达到40.1%。

我国高端液态奶预计保持较高增速



资料来源：Frost & Sullivan，华安证券研究所

液态奶持续向低线市场渗透 (%)

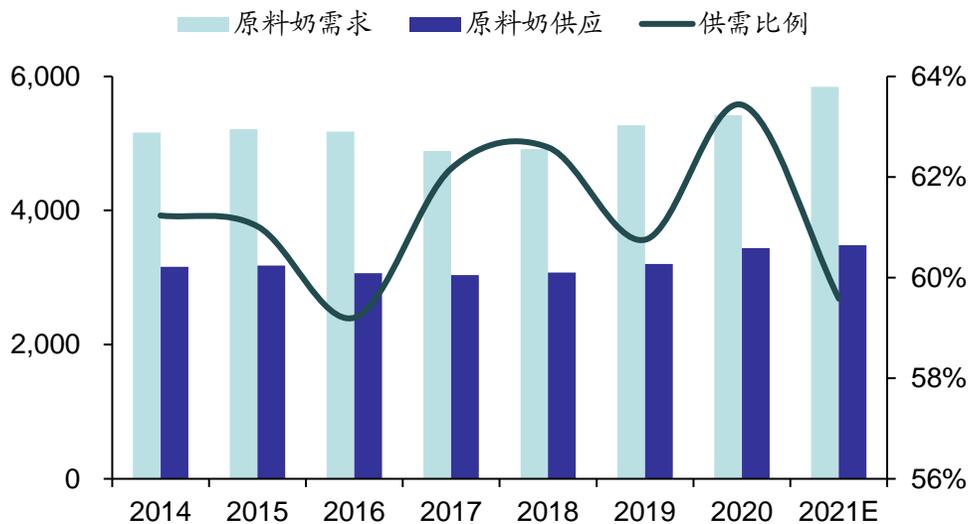


资料来源：尼尔森，华安证券研究所



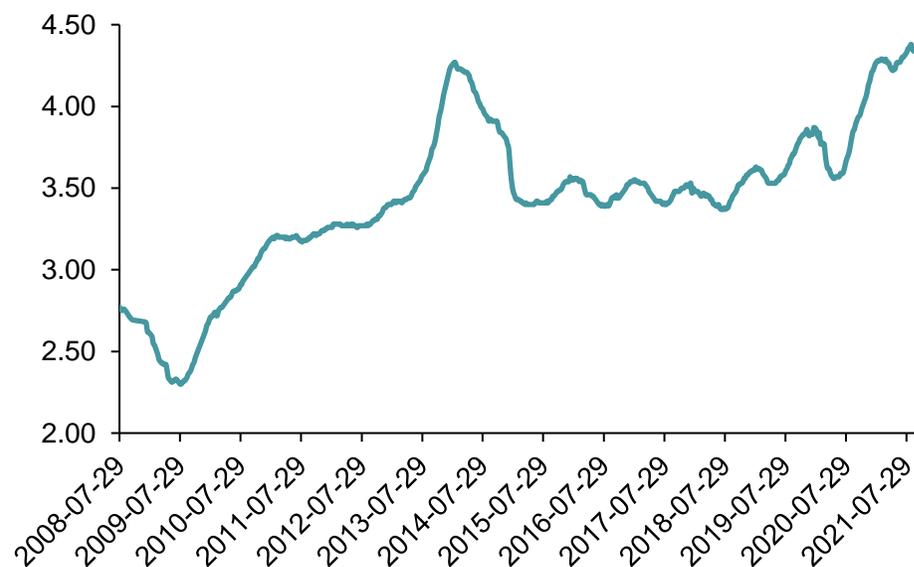
- 国内原奶供需缺口支撑奶价景气：中短期看原奶供需缺口持续，奶价仍将保持高位。
- 龙头乳企市场竞争力更强：在原奶价格上行周期，控制上游资源的龙头乳企具有更强的成本控制与议价能力。
- 竞争缓和趋势延续：原奶价格高位运行，成本压力下行业促销力度和费用投放有所下降，竞争趋缓趋势延续，看好龙头乳企盈利水平的改善。

① 我国原料奶供需缺口长期存在（万吨）



资料来源：USDA，华安证券研究所

② 生鲜乳收购价处于高位（元/公斤）

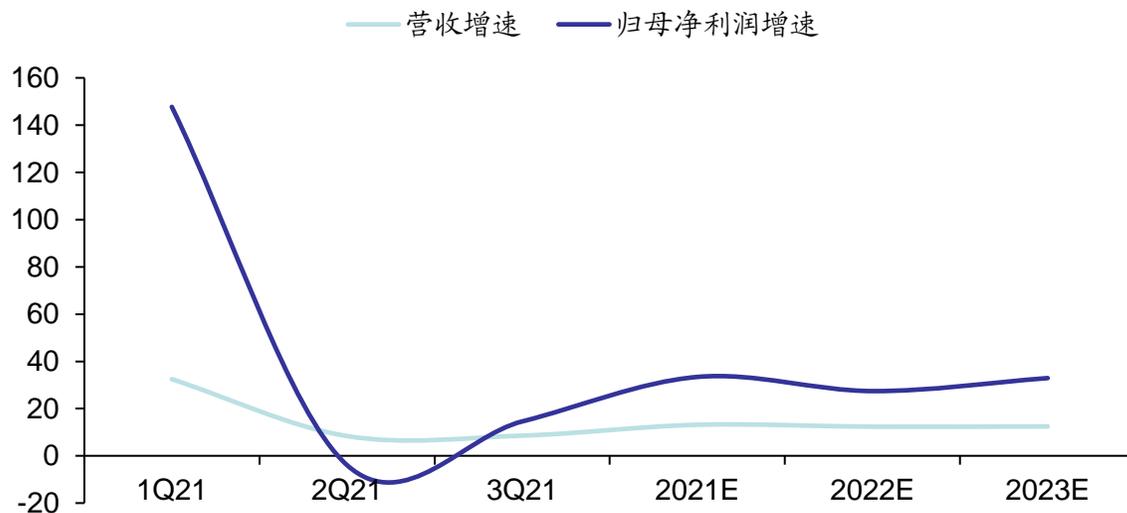


资料来源：农业农村部，华安证券研究所



- 成本压力下乳制品竞争强度减弱，同时数字化精准营销进一步提升费效比，推动销售费用率逐步下行。
- 公司高端液态奶、婴幼儿奶粉、专业乳品等高毛利产品比例快速提升。
- 奶价可能会在明年下半年结束上行，从而缓解成本压力，将推动公司净利率向上。预计 2021-2023年公司营收1,096、1,233、1,387亿元，同比增长13%/12%/13%，归母净利润为94.45、120.4、160.0亿元，同比增长33%/27%/33%，目前估值水平兼具安全边际和性价比，买入。

● 预计伊利21-23年营收增速12-13%，归母净利润增速30%



资料来源：Wind，华安证券研究所



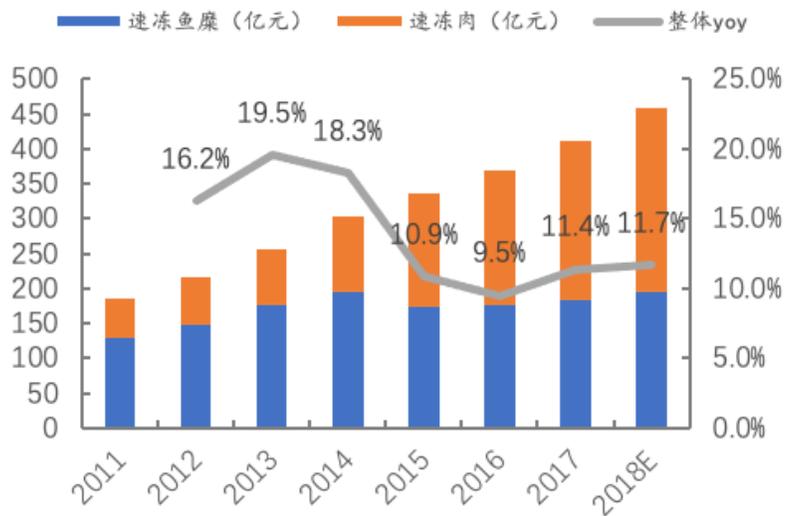
目录

- 1、市场回顾：板块经历调整，估值泡沫逐步消化
- 2、行业展望：经济逐步恢复常态，消费升级趋势深化
- 3、白酒：升级驱动，景气延续
- 4、烘焙：消费从适应到习惯养成，看好B端企业成长
- 5、乳制品：结构升级、渠道下沉双线演绎
- 6、速冻食品：速冻食品千亿空间，预制菜肴站上风口
- 7、肉制品：推进结构升级，打开成长空间
- 8、调味品：需求全面转弱，谷底回升时点尚需跟踪



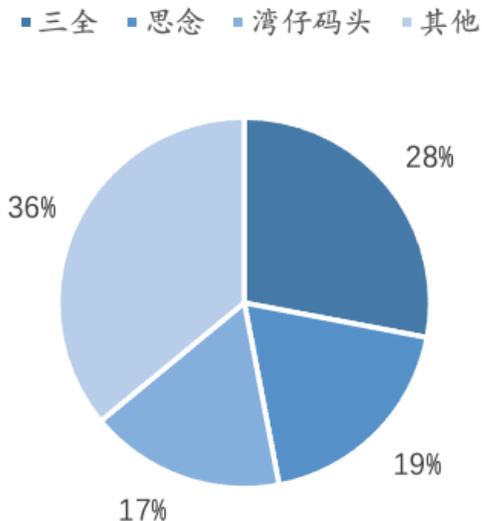
- **速冻火锅料借力泛火锅业态的发展，持续高增长。**火锅市场规模正不断扩大，预计2022年将达到7077亿元，占中餐整体市场规模的比例提升至14.5%。速冻火锅料市场受益，2011年到2017年市场规模从185亿元上升到411亿元，CAGR达14.3%。
- **速冻面米行业集中度高，多元差异化成为新增长点。**速冻面米市场已经发展到较为成熟的阶段，CR3已达到64%，行业龙头三全食品已占据28%的市场份额，企业主要以存量竞争为主，需要在产品健康化理念、场景探索、造型设计等方面积极创新。
- **速冻菜肴行业未来可期，餐饮标准化打开成长空间。**采用速冻菜肴半成品能够进一步削减后厨用人，提高后厨的经营效益。

速冻火锅料市场规模



资料来源：华经情报网，华安证券研究所

速冻面米市场竞争情况



资料来源：欧瑞咨询，华安证券研究所



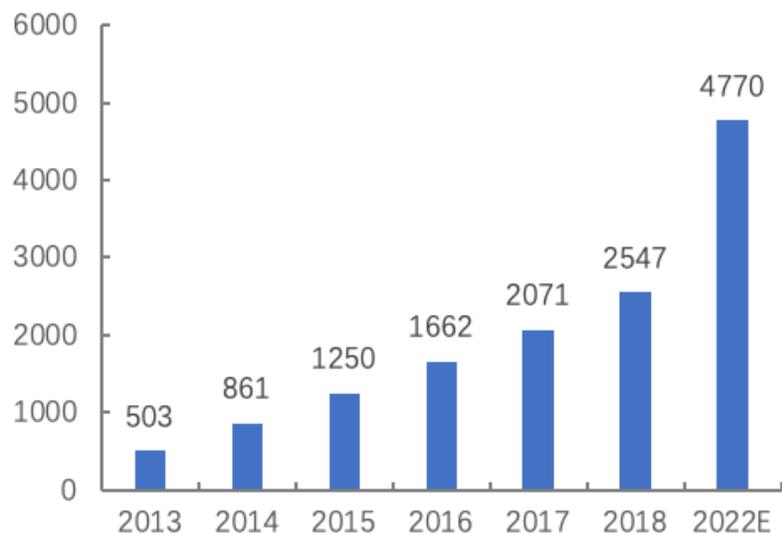
华安证券 速冻食品：社会效率提升带动速冻食品行业快速增长

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

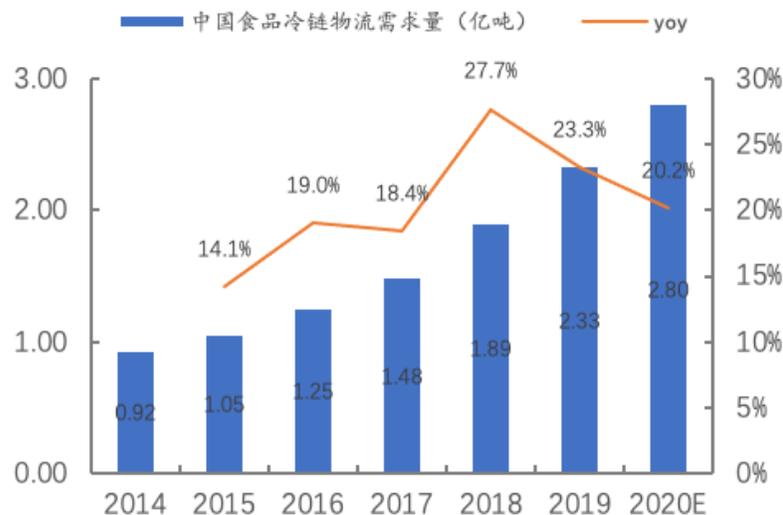
- 社会结构变化推动零售端市场快速扩容。在C端，随着劳动力的紧缺，女性劳动者就业率显著提升，家务劳动社会化形成一种外包模式；同时，年轻群体选择外卖与在外饮食的频率正在上升，进一步推动在外就餐和速冻食品等简易式餐饮的发展。
- 中央厨房与冷链物流助力餐饮连锁化发展。在B端，中央厨房是餐饮业转型升级的重点，在成本控制以及标准化制作上具有显著优势。另外，我国冷库建设与冷藏运输车制造业得到了长足的进步，为速冻食品运输提供高效助力。

① 外卖市场规模（亿元）



资料来源：36氪，华安证券研究所

② 我国食品冷链物流需求量（亿吨）

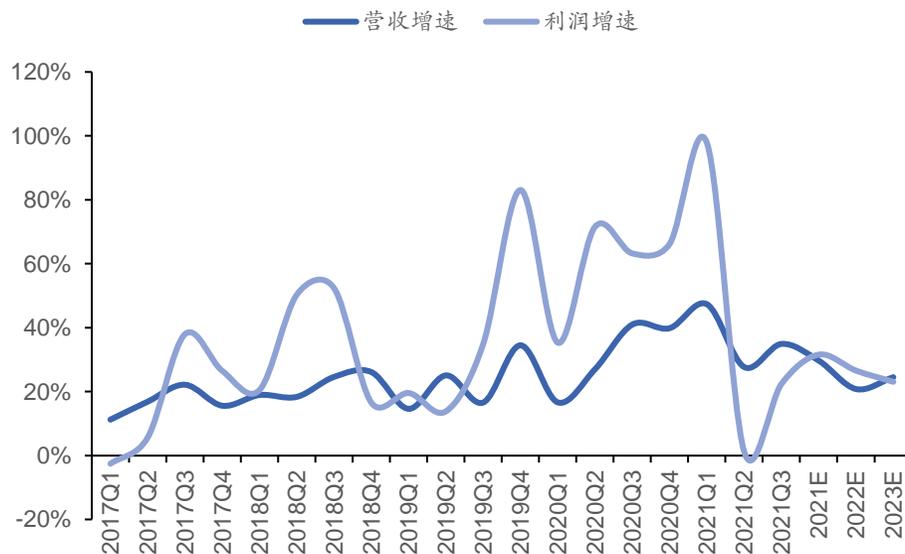


资料来源：智研咨询，华安证券研究所



- **提价缓解成本压力**：原材料价格上涨、促销力度加大等因素导致短期盈利承压，提价或减促可消化部分成本压力。
- **菜肴持续发力**：菜肴制品承接二次增长曲线，菜肴三侠已初见成效，新宏业及功夫食品并表为公司业务扩张提供支撑。
- **长期龙头优势显著**：速冻食品行业空间广阔，公司龙头优势显著，未来在产能的持续扩张下，我们预计公司21-23年EPS 3.25、4.11、5.06元，给予“买入”评级。

预计安井2021年营收、净利分别同比+29.7%、+31.6%



资料来源：Wind，华安证券研究所



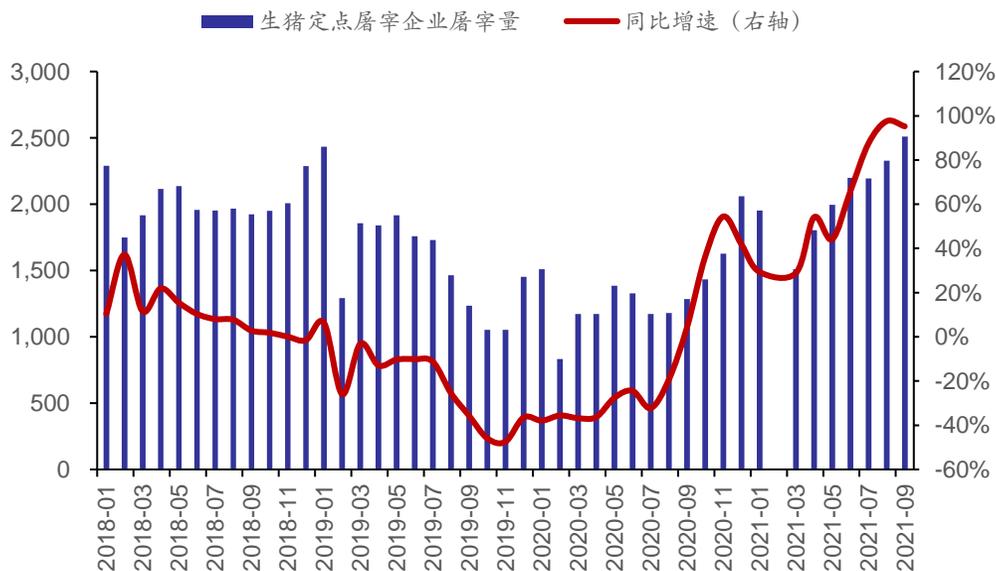
目录

- 1、市场回顾：板块经历调整，估值泡沫逐步消化
- 2、行业展望：经济逐步恢复常态，消费升级趋势深化
- 3、白酒：升级驱动，景气延续
- 4、烘焙：消费从适应到习惯养成，看好B端企业成长
- 5、乳制品：结构升级、渠道下沉双线演绎
- 6、速冻食品：速冻食品千亿空间，预制菜肴站上风口
- 7、肉制品：推进结构升级，打开成长空间
- 8、调味品：需求全面转弱，谷底回升时点尚需跟踪



- 生猪价格下行，定点屠宰量回升：21年10月全国定点屠宰量为3023万头，同比提升110.92%。
- 行业大变革，新前景或就在眼前：非洲猪瘟威胁下，行业监管力度大增，私屠滥宰治理力度史无前例；且生猪养殖行业集中度出现跳跃式上升，随着生猪数量快速回升，屠宰行业集中度提升面临历史性机遇。大型企业或可实现量利齐升，龙头规模效应的优势将得到更好的体现。

① 定点屠宰量同比增速由负转正



资料来源：Wind，华安证券研究所



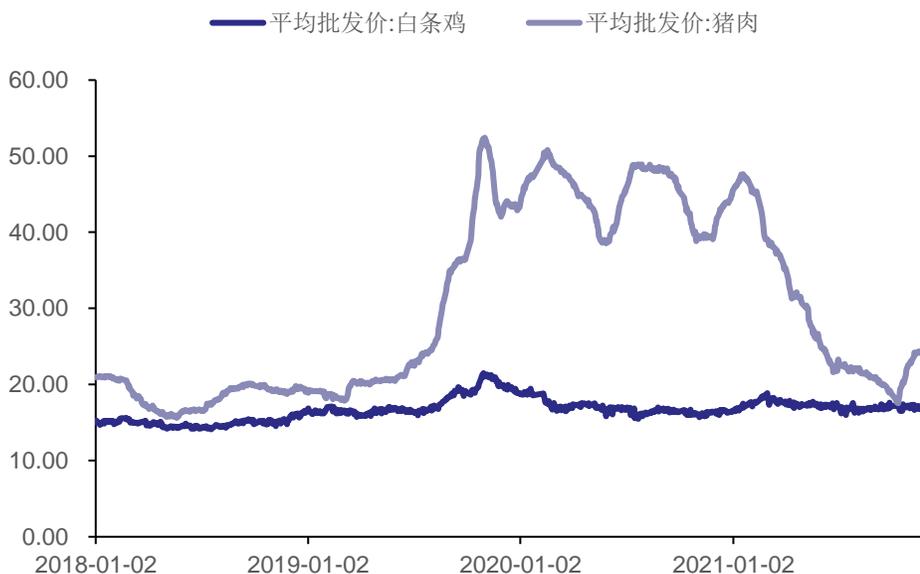
华安证券 肉制品：推进结构升级，打开成长空间

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

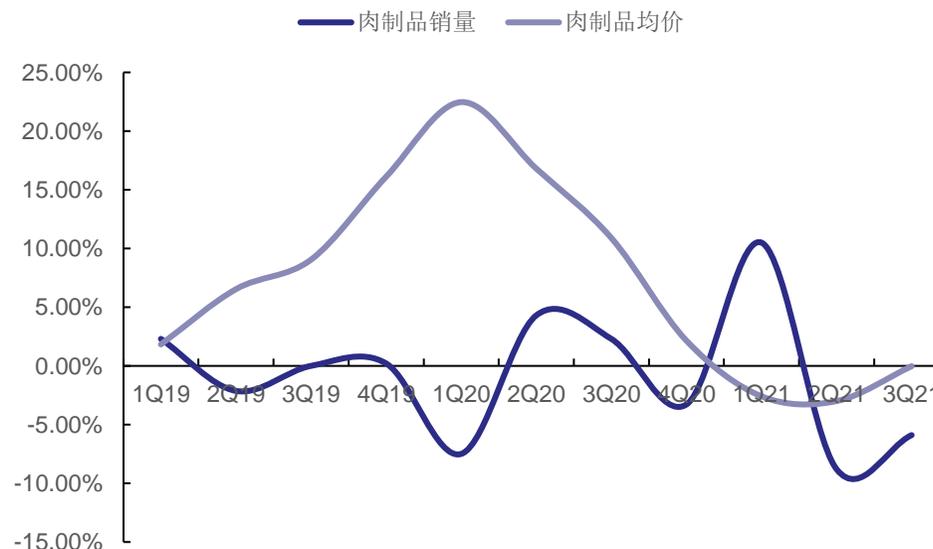
- 预判猪价小幅上升后回落，成本红利凸显：猪价10月触底反弹，根据产能恢复节奏，预计生猪价格春节后回踩，22年全年前低后高。21年肉制品主动消耗部分冻肉库存，22年随着冻肉出清，猪价下行，成本会显著低于21年。
- 吨价长期受益产品结构改善，成本下降吨利创新高：龙头企业双汇21Q3销量41.4万吨（-6%），主要是由于去年Q3补库存，但今年Q3实际动销略好于去年同期。吨价基本持平，吨利约4010元（+9.5%），由于吨成本受益猪价下行，吨利为历史新高。

猪鸡价格快速回落



资料来源：Wind，华安证券研究所

双汇肉制品提价效应延续，销量触底反弹

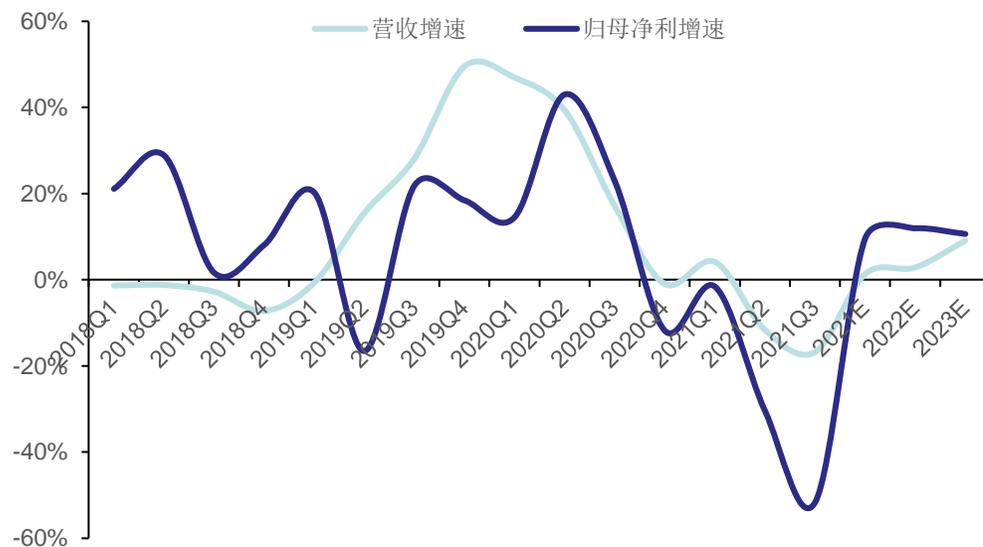


资料来源：Wind，华安证券研究所



- 肉制品成长空间打开：肉制品结构提升，预计销量稳中有升，吨利继续保持较高水平。
- 屠宰迎来历史性机遇：受益行业上下游整合大机遇，生猪屠宰量较快增长，产能利用率提高下头利维持较高水平。
- 管理改善空间大：新管理层推动公司系统性改革，肉制品正二次创业。
- 长期利润弹性正凸显：我们预计公司21-23年EPS 1.87、2.06、2.27元，给予“买入”评级。

● 预计双汇2021年营收、净利分别同比+3.2%、+3.8%



资料来源：Wind，华安证券研究所



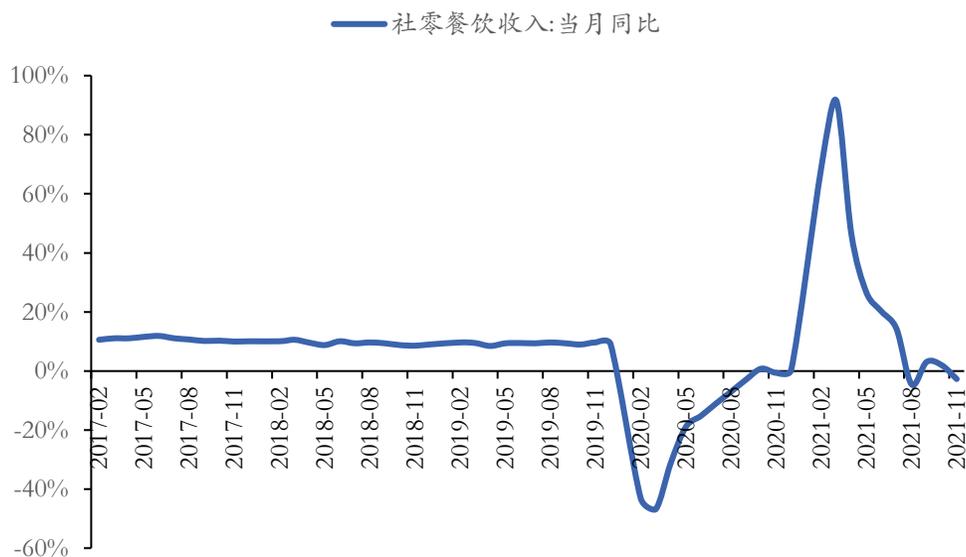
目录

- 1、市场回顾：板块经历调整，估值泡沫逐步消化
- 2、行业展望：经济逐步恢复常态，消费升级趋势深化
- 3、白酒：升级驱动，景气延续
- 4、烘焙：消费从适应到习惯养成，看好B端企业成长
- 5、乳制品：结构升级、渠道下沉双线演绎
- 6、速冻食品：速冻食品千亿空间，预制菜肴站上风口
- 7、肉制品：推进结构升级，打开成长空间
- 8、调味品：需求全面转弱，谷底回升时点尚需跟踪



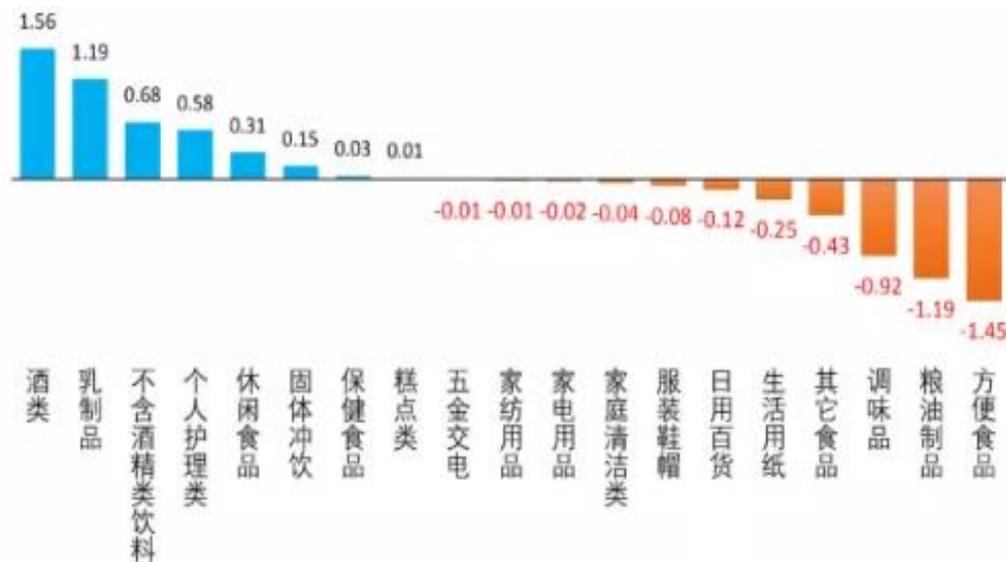
- 餐饮收入反弹冲高回落，疫情负面影响仍在延续。社零餐饮收入10月同比增加2.0%，11月同比减少-2.7%，增速相比2019年水平明显滑坡。
- 高基数效应、现代渠道客流减少共同导致厨房调味份额同比下滑。1H21粮油制品、调味品份额分别减少1.19和0.92个百分点。
- 需求疲弱短期难言改观，行业提价有助于改善渠道利润空间，提振经销体系信心，但对规模增长的刺激作用有待观察。

社零餐饮收入增速放缓（%）



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

厨房调味品份额同比下滑（全国1H21现代渠道,%）



资料来源：全国连锁店超市信息网，华安证券研究所



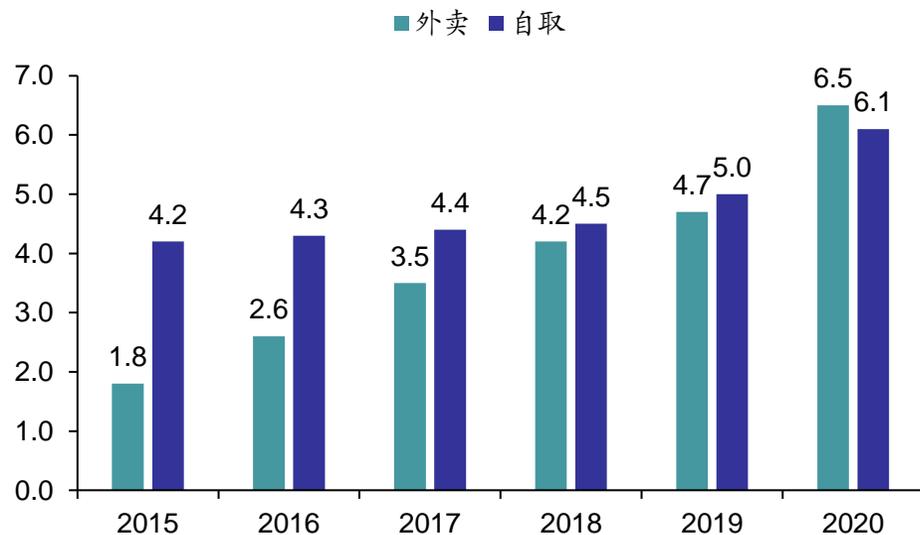
华安证券调味品：餐饮量利空间来自专业增值与客户基础拓展

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

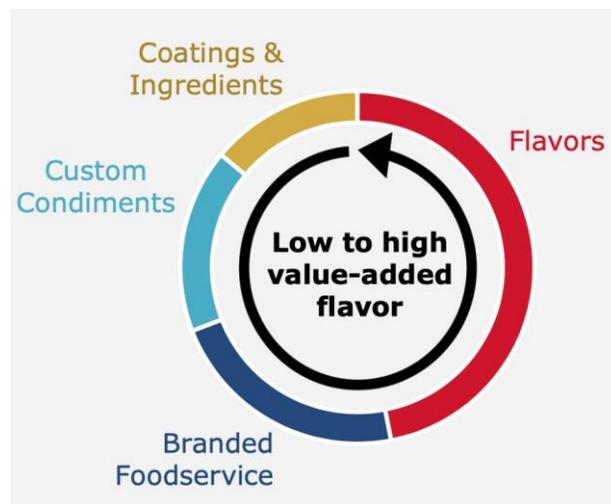
- ▶ 正餐厅外卖与外带半成品销售额比例逐年增加，家庭与餐厅厨房界限正变得模糊，必将深刻改变餐饮渠道粮油调味的供应链组织方式。
- ▶ 参考味好美餐饮调味发展路径，从简单混合调料到品牌定制调味品，直至风味元素的解构重组，增值空间愈加可观，服务对象也可从餐饮客户拓展至烘焙、休闲等食品工业客户。
- ▶ 调味品行业增长动力将从原先的渠道优势转化为需求洞察与研发创新能力，资源充足的龙头企业将充分受益。

我国外卖和自取金额在正餐厅消费占比持续增长 (%)



资料来源：欧睿，华安证券研究所

餐饮调味品的增值路径

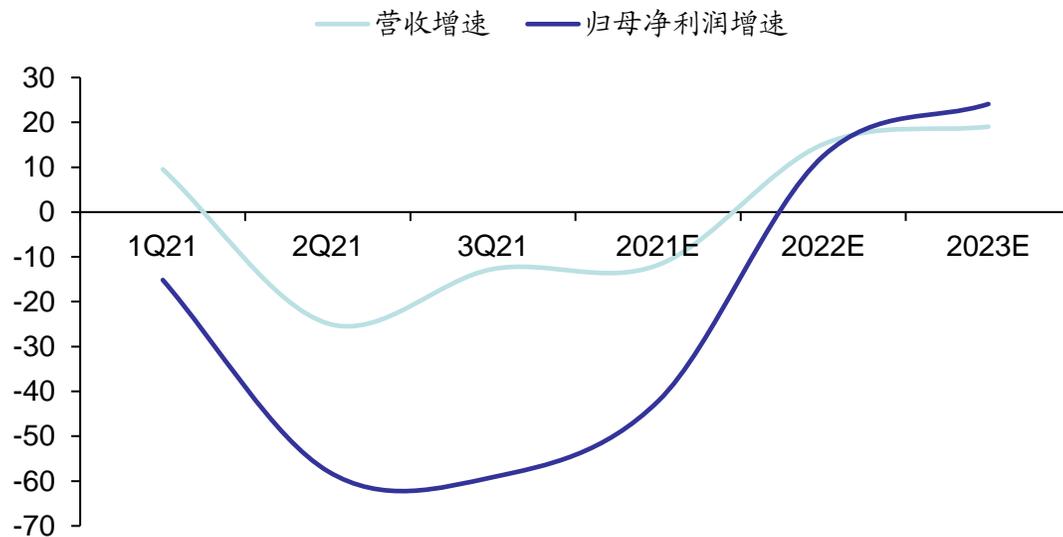


资料来源：味好美，华安证券研究所



- 疫情反复导致家庭、餐饮消费下降，同时原材料成本上升，盈利能力大幅承压。
- 股权激励方案通过，年内或落地，将有效绑定管理层与核心骨干利益，而房地产剥离和增发如落地，将增强公司实力。
- 产销研升级，公司有望逐步走出谷底。我们预计21-23年营收同增-13.7%、20.3%、18.9%，归母净利润同增-33.2%、38.0%、24.1%，明年PE 33倍，在调味品行业中具备估值优势，给予“买入”评级。

预计中炬高新21-23年量利增速逐步改善



资料来源：Wind，华安证券研究所



- **宏观经济疲软的风险：**当前宏观经济增速面临下滑的趋势，消费升级速度减缓或将不达预期。这将导致消费端的需求增速放缓，影响食品饮料行业的业绩增速。
- **业绩不达预期的风险：**当前食品饮料板块市场预期较高，投资者对未来业绩信心较足。若后续财务报表数据不达预期，或将再次引起行业业绩和估值双杀的风险。
- **重大食品安全事件的风险：**消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期。



➤ 分析师与研究助理简介

分析师 王萌：华安证券食品饮料行业高级分析师，伦敦大学学院商业经济学硕士，四年卖方研究经验，执业证书号：S0010521020001

联系人 陆金鑫：北京大学生物学学士，中科院化学所博士，8年粮油央企战略运营与研发管理经验，执业证书号：S0010120120022

➤ 重要声明

➤ 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

➤ 免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。



➤ 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

➤ 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

➤ 公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深300指数。



华安证券
HUAAN SECURITIES

谢谢！