

食品饮料

证券研究报告/行业周报

2022年5月29日

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email：fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

Email：xiongwx@r.qlzq.com.cn

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email：hect@zts.com.cn

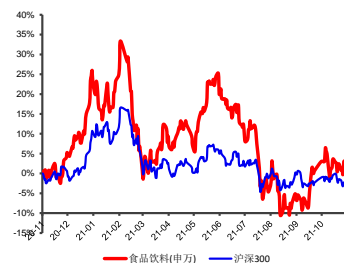
研究助理：罗颀影

Email：luody@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数 129
行业总市值(百万元) 6205915
行业流通市值(百万元) 6058998

行业-市场走势对比



相关报告

- 《预制菜行业深度报告之赛道篇：寥廓江天，百舸争流》

重点公司基本状况

简称	股价(元)	EPS				PE				PEG	评级
		2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E		
贵州茅台	1,755.16	37.1	41.7	51.58	60.70	53.7	49.09	34.03	28.92	1.64	买入
五粮液	157.95	5.14	6.02	7.00	8.28	56.7	36.99	22.56	19.08	1.04	买入
绝味食品	32.77	0.98	0.84	1.16	1.41	42.9	45.22	28.25	23.24	1.08	买入
涪陵榨菜	48.54	1.15	1.60	1.49	2.45	67.2	30.39	32.58	19.81	0.31	买入
古井贡酒	202.83	3.51	4.35	5.40	6.97	77.4	56.09	37.56	29.10	22.5	买入
今世缘	43.70	1.25	1.62	2.04	2.54	45.9	33.58	21.42	17.20	14.0	买入

备注：股价为2022年5月27日收盘价。

投资要点

- **白酒周跟踪：贵州茅台**：5月回款已基本完成，发货华东略受影响，西南区域发货和动销较快，已到五月。i 茅台新上线四款产品（43度500ml飞天、100ml飞天等）投放量较大，消费者购买积极性高。茅台1935、珍品等新品库存水平较低，动销顺畅，预计后续能够延续当前投放节奏，贡献收入增量。根据今日酒价，整箱/散瓶飞天批价环周稳定在3005/2735元，43度飞天受益于渠道供不应求，批价近期也明显上涨至1000-1050元；**五粮液**：根据每日经济新闻援引五粮液2021年度股东大会，会上表示第八代普五整体1-4月份全国实现了50%左右的动销目标，华东也基本达到50%动销目标，好于预期。经典五粮液提出“一大一小一阵地”，营销思路更加清晰。目前估值修复弹性较大，建议关注需求场景/批价环比改善的催化。**泸州老窖**：由于3-4月停货，当前库存较低，高低度国窖批价稳定。5月以来已开始新价格体系回款，回款发货进度顺利。
- **洋河股份：改革成效显著，增长势能已起**。公司近一年来渠道利润和员工积极性两大关键问题得到明显改善：产品换代较为顺利，员工激励落地，营销权限下放。公司全年目标进取，完成进度和质量也较好，21Q4、22Q1业绩连续超预期，增长势能已起。产品换代顺利，渠道利润恢复。中长期看，公司兼具次高端和全国化两条主逻辑，蓝色经典卡位次高端各个价格带，已有扎实的泛全国化基础，梦6+作为次高端头部产品以高带低，拉动效应较强。市场秩序和渠道利润逐步恢复，全国化拓展有望提速。1) **产品顺利换代**：水晶梦有望受益于梦6+的品牌拉动，水晶梦2021年表现较弱，渠道反馈今年一季度起势能已经开始形成；天之蓝改版以来市场表现符合预期，也增设了一箱4瓶提升整箱的价格竞争力，渠道反馈销售端已恢复增长，渠道利润有明显提升；海之蓝也有望在今年改版，品质和渠道利润都将得到改善。2) **团购商管理更加有序**：过去公司团购渠道的货物流向管控不严导致扰乱价盘，目前公司对团购商管理更有经验，市场秩序得到改善。**新品推动数字化运营**：新天之蓝、海之蓝引入/将引入数字化系统，扫码红包的形式有助于费用直投消费者端，同时增强公司对渠道掌控力，升级换代也能提升渠道利润和活力，为公司贡献扎实的基本盘。3) **营销体系改革成果初现，机制改革后人员积极性明显提升**。公司当前渠道策略仍保持“一商为主、多商配称”梳理渠道结构和价格，经销商持续优化，21年经销商数量净减少909家，预计今年趋势仍将继续。发展以会员联盟店的形式开展工作，市场秩序已能看到较好改善。春节后公司继续推进扁平化改革，营销权限下沉，市场反应更加敏捷。21年股权激励覆盖范围广，激发核心销售骨干凝聚力和积极性，目前渠道跟踪也反应人员活力已有明显提升。

- **五粮液：华东市场回暖，改革持续推进。**1) **华东回暖，动销好于预期。**根据每日经济新闻援引五粮液 2021 年度股东大会，会上表示第八代普五整体 1-4 月份全国实现了 50%左右的动销目标，好于此前资本市场预期；华东三省份中江苏略有增长，上海和浙江有所下降，但整个华东区域 1~4 月也是基本实现了 50%的动销任务的完成。渠道反馈安徽、江苏、浙江动销已经开始回暖，消费场景逐渐修复。华东市场的回暖有助于公司保障销量基本盘，也有利于普五量稳价增战略的顺利实施。2) **股东大会目标稳中求进，改革持续深化：全年增长任务有望顺利完成。**股东大会上曾从钦董事长表示，二季度及下半年目标圆满完成全年目标任务，继续保持两位数的稳健增长。抓好普五量稳价升，精准化渠道运营，持续发展新零售和高端团购消费，高端团购以经典五粮液为核心；**权限下放，市场反应更为敏捷：**战区主战，总部制定整体战略后给一线营销团队充分赋能，下放 5 个权限：财权、事权、人权、推荐权和灵机决断权，充分调动销售人员主观能动性，对市场变化快速反应。**经典五粮液思路清晰：**经典五粮液重点打造稀缺性，做好消费者培育。渠道端：缩减代理权，严格执行配额制，不给销售指标压力，严控库存按需供给；消费者培育，“一大一小一阵地”，合作大企业平台，一小是把经典五粮液打入精英圈层，阵地是在重点城市建立五粮液的超高端的文化体验店和文化品鉴中心。3) **低估值优质标的，预期差和修复弹性大。**五粮液较高端酒板块（茅台、泸州老窖）估值折价明显，我们认为目前五粮液估值已体现市场预期，建议关注批价动销环比改善、改革深化等催化下的估值修复机遇。
- **双汇发展：新增长曲线持续布局。**根据食业家公众号新闻，首家双汇熟食 2.0 门店近日在漯河盛大开业。双汇熟食在销产品目前已达 100 多种。在菜品模式上，有热卤、冷熟食、油炸、凉拌菜、预制菜等多种形式和品种。自 2018 年以来，四年间双汇熟食门店已经累计突破 1000 家。近年来双汇积极探索新业务寻求新增长曲线，通过广泛布局摸索新业务，为长期增长打好基础。
- **预制菜：把握黄金周期，优选商业模式。**疫情催化下，预制菜再一次掀起风口。资本热之下，企业纷纷抢滩预制菜赛道；流量以外，预制菜实现了餐饮供应链的降本增效，体现了餐饮链条生产过程的工业化和社会分工的精细化。我们聚焦赛道层面的分析，重点研究了预制菜各细分赛道的行业空间和商业模式。我们认为，预制菜当下处在加速渗透的黄金周期，是在外部环境不确定性较大的情况下兼备进攻和防守属性的好赛道。回顾复调、预调鸡尾酒等新赛道，品类导入期的高成长性将吸引大量资本和竞争者涌入，导致短期竞争趋于白热化，经过调整期后回归健康发展，龙头最终胜出。因此，建议优选品类和商业模式俱佳的企业，把握品类导入期和行业整合期的投资机会。
- **5 月推荐组合：贵州茅台、五粮液、涪陵榨菜、绝味食品、古井贡酒、今世缘。**推荐疫情下动销稳健的茅台、五粮液，以及受疫情影响较小、打款和动销都持续超预期的古井贡酒、今世缘。食品方面推荐积极关注餐饮卤味布局的绝味食品，以及利润弹性可期的涪陵榨菜。当月内涨跌幅分别为贵州茅台(-2.49%)、五粮液(-2.78%)、涪陵榨菜(-4.60%)、古井贡酒(-4.61%)、今世缘(-4.31%)、绝味食品(-4.82%)，组合收益率为-3.94%。同期上证综指上涨-0.52%，组合比上证综指涨幅低 3.42%。
- **投资策略：疫情阴霾逐渐散去，积极布局食品饮料。**经历了年初至今的调整，我们认为最坏的时刻已经过去了，当下核心龙头企业的估值比较合理或略低，随着疫情逐步修复，消费有望回升，外加上稳经济、促消费等政策的加持，建议加配食品饮料。白酒主推强者恒强的茅台、五粮液、泸州老窖，次高端中主推表现稳健的山西汾酒，地产酒主推洋河、古井贡酒，建议关注势能已起来的酒鬼酒、迎驾贡酒、舍

得。食品重点关注疫情下需求稳健、疫后弹性大的修复标的，重点推荐安青岛啤酒、绝味食品、安井食品、立高食品，关注颐海国际、天味食品、三全食品环比改善带来的业绩弹性，伊利、榨菜、洽洽、元祖、甘源等亦可重点考虑。

- **风险提示：**全球以及国内疫情扩散风险、外资大幅流出风险、酱酒库存、政策，渠道调研样本不足导致与实际情况偏差的风险。

内容目录

市场回顾与盈利预测	- 5 -
每周市场回顾：板块涨幅比综指低 2.03%，子板块肉制品类涨幅最高	- 5 -
2022 年 5 月投资组合：茅台、五粮液、涪陵、绝味、今世缘、古井	- 5 -
最新重点报告观点（第 21 周）	- 7 -
预制菜行业深度报告之赛道篇：寥廓江天，百舸争流	- 7 -

图表目录

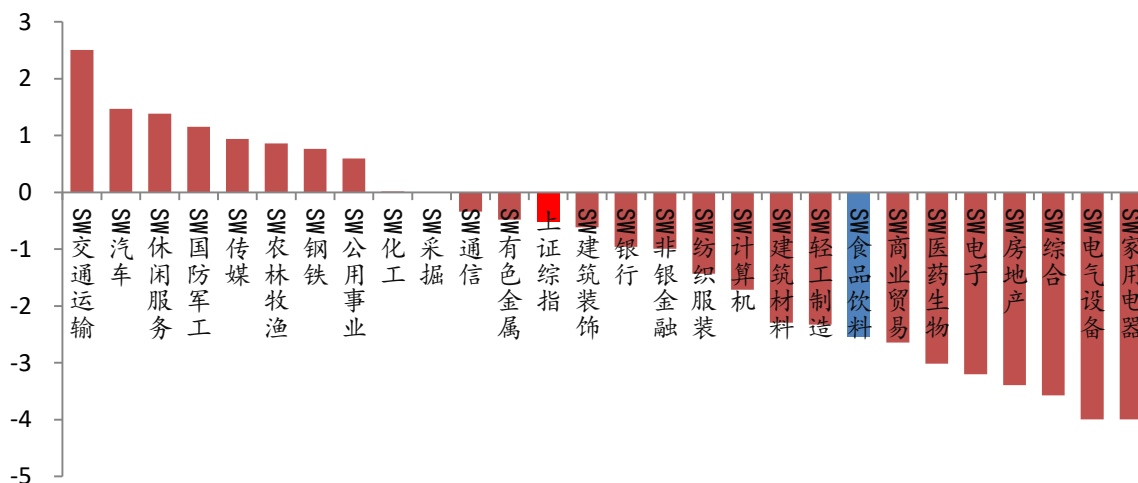
图表 1：食品饮料行业上涨-2.55%，比上证综指低 2.03%	- 5 -
图表 2：子板块肉制品类涨幅最高	- 5 -
图表 3：周涨跌幅前五个股一览	- 5 -
图表 4：22 年 5 月组合收益率为-3.94%	- 6 -
图表 5：重点公司盈利预测表	- 6 -

市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块涨幅比综指低 2.03%，子板块肉制品类涨幅最高

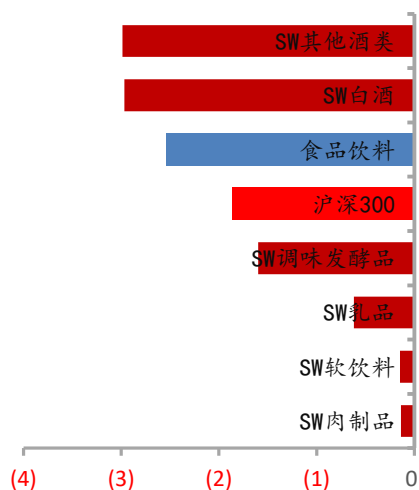
- **市场回顾：**本周上证综指上涨-0.52%，食品饮料板块下跌 2.55%，比上证综指低 203 个百分点。子板块肉制品、软饮料、乳品啤酒、调味发酵品、白酒、其他酒类分别-0.14%、-0.15%、-0.62%、-1.30%、-1.60%、-2.97%、-2.99%；个股方面，青海春天领涨板块。

图表 1：食品饮料行业下跌 2.55%，比上证综指低 2.03%



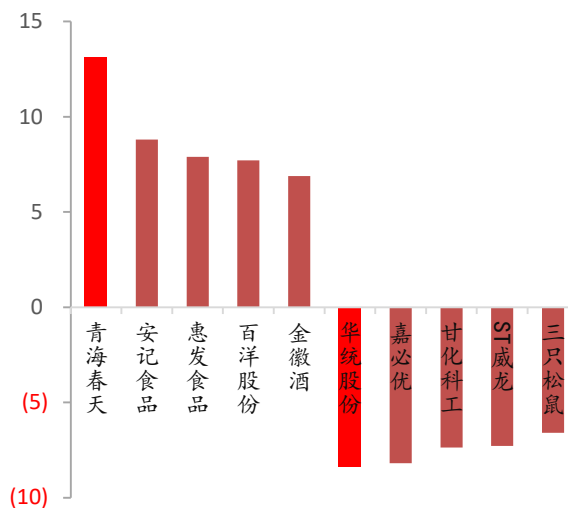
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块肉制品类涨幅最高



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 3：周涨跌幅前五个股一览



来源：Wind、中泰证券研究所

2022 年 5 月投资组合：茅台、五粮液、涪陵、绝味、今世缘、古井

- **5 月推荐组合：**贵州茅台、五粮液、涪陵榨菜、绝味食品、古井贡酒、今世缘。推荐疫情下动销稳健的茅台、五粮液，以及受疫情影响较小、打款和动销都持续超预期的古井贡酒、今世缘。食品方面推荐积极关注

餐饮卤味布局的绝味食品，以及利润弹性可期的涪陵榨菜。当月内涨跌幅分别为贵州茅台(-2.49%)、五粮液(-2.78%)、涪陵榨菜(-4.60%)、古井贡酒(-4.61%)、今世缘(-4.31%)、绝味食品(-4.82%)，组合收益率-3.94%。同期上证综指-0.52%，组合比上证综指涨幅低3.42%。

图表4：22年5月组合收益率为-3.94%

公司名称	代码	权重	5月区间涨跌幅	核心推荐逻辑	组合收益率
五粮液	000858.SZ	17%	-2.78%	普五量价齐升，系列酒加速改善	-3.94%
贵州茅台	600519.SH	17%	-2.49%	吨酒收入加速增长，高端化更上一层楼	
绝味食品	603517.SH	17%	-4.82%	同店恢复性增长，积极关注餐饮卤味布局	
涪陵榨菜	002507.SZ	17%	-4.60%	提价、成本回落、销售费用率下降，三因素叠加明年利润弹性可期	
古井贡酒	000596.SZ	17%	-4.61%	徽酒龙头，受益于安徽消费升级，内耕外拓质量增长，打款动销领先	
今世缘	603369.SH	17%	-4.31%	四开动销强劲，V系培育初见成效，2022春节表现优异	

来源：wind、中泰证券研究所 注：对应收盘价为2022年5月27日

图表5：重点公司盈利预测表

股票名称	股价(元)	市值(亿元)	EPS				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
贵州茅台	1755.16	22048.28	41.76	51.58	60.70	70.99	49.09	34.03	28.92	24.72
五粮液	157.95	6131.00	6.02	7.00	8.28	9.45	36.99	22.56	19.08	16.71
泸州老窖	197.40	2904.97	5.41	6.91	8.43	9.87	46.93	28.57	23.42	20.00
洋河股份	155.50	2343.37	4.98	6.23	7.78	9.73	33.08	24.96	19.99	15.98
古井贡酒	202.83	949.36	4.35	5.40	6.97	8.98	56.09	37.56	29.10	22.59
山西汾酒	251.29	3066.03	2.55	6.38	8.68	11.08	123.84	39.39	28.95	22.68
今世缘	43.70	548.22	1.62	2.04	2.54	3.11	33.58	21.42	17.20	14.05
伊利股份	37.59	2405.81	1.36	1.66	1.94	2.24	30.48	22.59	19.38	16.78
绝味食品	48.54	298.38	1.60	1.49	2.07	2.45	42.79	32.58	23.45	19.81
青岛啤酒	85.18	945.52	2.31	2.58	3.41	4.46	42.81	33.02	24.98	19.10
重庆啤酒	116.67	564.65	2.41	2.90	3.65	4.47	62.80	40.23	31.96	26.10
中炬高新	24.59	195.89	0.93	0.90	1.06	1.22	40.77	27.32	23.20	20.16
海天味业	72.70	3368.80	1.58	1.78	2.17	2.60	66.38	40.84	33.50	27.96
恒顺醋业	10.85	108.82	0.12	0.20	0.30	0.37	134.49	54.25	36.17	29.32
涪陵榨菜	32.77	290.88	0.84	1.16	1.41	1.61	45.22	28.25	23.24	20.35
安琪酵母	39.68	330.41	1.57	1.66	2.09	2.66	38.42	23.90	18.99	14.92
天味食品	19.93	150.31	0.24	0.34	0.51	0.68	109.52	58.62	39.08	29.31
安井食品	125.49	368.05	2.79	3.28	4.13	5.25	61.18	38.31	30.39	23.92
三全食品	19.54	171.79	0.73	0.84	0.95	1.04	27.73	23.21	20.67	18.79
立高食品	72.59	122.92	1.67	1.57	2.47	3.42	79.00	46.28	29.44	21.23
千味央厨	49.84	43.18	1.02	1.14	1.45	1.94	57.00	43.62	34.47	25.66
洽洽食品	53.36	270.54	1.83	2.17	2.67	3.05	33.50	24.59	19.99	17.50
盐津铺子	66.80	86.41	1.17	2.46	3.16	3.87	73.46	27.15	21.14	17.26
甘源食品	46.95	43.76	1.65	2.15	2.92	3.53	46.29	21.84	16.08	13.30
良品铺子	23.32	93.51	0.70	0.97	1.23	1.44	60.49	24.04	18.96	16.19
巴比食品	27.72	68.75	1.27	1.08	1.42	1.74	27.52	25.67	19.52	15.93
味知香	57.71	57.71	1.33	1.65	2.07	2.52	71.51	34.98	27.88	22.90
桃李面包	14.00	186.63	0.80	0.65	0.75	0.87	35.43	21.49	18.62	16.15
颐海国际	21.90	229.27	0.78	0.79	1.03	1.27	37.69	23.80	18.25	14.80
华润啤酒	44.35	1438.79	1.41	1.24	1.68	2.18	37.02	30.70	22.66	17.46
海底捞	13.38	745.80	-0.78	0.79	1.03	1.27	-18.45	14.54	11.15	9.04
农夫山泉	42.75	4807.86	0.64	0.65	0.84	0.97	65.73	56.46	43.69	37.83

来源: Wind、中泰证券研究所 注: 股价为 2022 年 5 月 27 日收盘价

最新重点报告观点 (第 21 周)

预制菜行业深度报告之赛道篇: 寥廓江天, 百舸争流

■ 如何看预制菜空间增速?

➤ 行业空间测算

√分品类加法:

1. **调理肉制品**: 预计市场规模约 1800 亿, 主要驱动在于口味还原度背后的预处理技术。目前主要玩家为农业型企业, 如圣农、正大、龙大肉食等, 优势主要在于原料掌控和成本优势。

2. **料理包**: 预计规模 500 亿, 主要驱动在于外卖市场飞速发展, 中餐标准化, 线上化带动。目前主要玩家以专业料理包厂商为主, 根据新食材数据, 蒸烩煮、嘉乐、新美香等品牌销售额合计已超 20 亿元, 圣农等农业企业亦有布局。料理包市场门槛不高, 充分竞争, 渠道和成本是主要竞争要素。

3. **酒店菜**: 预计规模 200~300 亿, 主要驱动在于下游反向定制和厂商研发水平的提高。目前主要玩家有专业的预制食材厂商, 如聪厨、佳宴食品、绿进食品等, 以及大型餐饮企业的自建央厨, 如王家渡、利口福等。行业具备一定的进入门槛, 而盈利能力一般也较强, 研发实力是核心竞争要素。

4. **C 端预制菜**: 预计规模 500~600 亿, 主要驱动在于消费者对预制菜认知和接受度提升。玩家既有深耕农贸市场多年的传统预制菜厂家, 如味知香、好得睐等, 也有依靠直播带货引爆的新入局者, 如珍味小梅园、麦子妈等, 叮咚买菜、盒马鲜生等新零售平台亦凭借自身供应链优势强势入局。C 端易攻难守, 品牌营销是核心竞争要素。

➤ 行业空间测算

√分渠道加法:

1. **连锁餐饮**: 预计 2030 年连锁餐饮预制菜销售规模 460 亿, 21-30 年 CAGR17%。主要增长逻辑在于连锁化+预制化的双重替代。

2. **非连锁餐饮**: 预计 2030 年非连锁餐饮预制菜销售规模 5408 亿, 21-30 年 CAGR13%, 主要增长逻辑在于成本压力倒逼与在线外卖渗透。

3. **C 端**: 预计 2030 年 C 端预制菜销售规模 2024 亿, 21-30 年 CAGR17%。主要增长逻辑在于由“肉食”、“肉食”向“肉食”过渡。

➤ 行业增长驱动

√C 端需求驱动: (1) 疫情完成天然消费者教育; (2) 人口结构化推进专业化社会分工; (3) 人均可支配收入提高; (4) 便利的渠道提高 C 端预制菜的可得性。

√B 端需求驱动: (1) 餐饮企业普遍面临的人力、房租、原料压力是最直接的催化; (2) 连锁餐饮和在线外卖的发展对标准化提出更高要求。

√供给端驱动: 资本大量入场, 企业大规模扩产, 支撑行业扩容。

■ 如何看预制菜的商业模式?

➤ 产品是预制菜竞争关键, 产品竞争力主要体现在:

(1) **定位**: 即产品与市场匹配度如何, 能否有效解决客户痛点。

(2) **综合体验**：产品易用性、口味还原度等。

(3) **可扩展性**：单一品类预制菜的加工深度和口味的普适性；统一架构具备实现采购、生产、销售的协同的潜力。

- **根据各玩家的主营品类以及服务的客户类型，将预制菜玩家划分为 6 大类**：综合品类、大 B 客户型；综合品类、小 b 客户型；综合品类、零售客户型；垂直品类、大 B 客户型；垂直品类、小 b 客户型；垂直品类、零售客户型
- **2 大 B**：客户开发难度越高，维护成本越低，利润空间更大，只有差异化的产品和供应链能取得最高点收益。团餐渠道适用综合品类，社会餐饮适用垂直品类。订单留存率是关键指标。
- **2 小 b**：对接广大大众餐饮，渠道覆盖的深度和广度构成核心竞争力。垂直品类、小 b 客户型在中国更具备可行性。渠道利润是关键指标，主要由买卖价差（+返利）、渠道渗透力、搭售能力等构成。
- **2C**：对 SKU 数、使用效率、营销要求更高。C 端需要为流量付出更高价格，货架和营销是核心资源。门店模式和新零售模式具备较低的获客成本，并且可以有效解决仓储物流痛点。门店模式关注同店，新零售模式关注自有品牌占比。

■ 投资建议

- **把握预制菜黄金周期两头的投资机会，优选切入品类和商业模式，高筑墙，缓称王**。预制菜当下处在加速渗透的黄金周期，是在外部环境不确定性较大的情况下兼备进攻和防守属性的好赛道。回顾复调、预调鸡尾酒等新赛道，品类导入期的高成长性将吸引大量资本和竞争者涌入，导致短期竞争趋于白热化，经过调整期后回归健康发展，龙头最终胜出。因此，建议优选品类和商业模式俱佳的企业，把握品类导入期和行业整合期的投资机会。
- **风险提示**：主要原材料价格波动的风险；市场竞争加剧风险；行业规模测算偏差风险；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

投资评级说明：

	评级	说明

股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。