春风拂面，静待花开

2023年食品饮料行业投资策略

2022年12月12日

丰毅 执业证书编号：S0630522030001
邮箱：fengyi@longone.com.cn
赵从栋 执业证书编号：S0630520020001
邮箱：zhaocd@longone.com.cn
任晓帆 执业证书编号：S0630522070001
邮箱：rxf@longone.com.cn

投资要点

机会：“疫情优化二十条”已带来消费行情的第一个阶段——行情来自估值提升，时间短暂；在疫情政策“新十条”的催化下，叠加未来趋势性的疫情优化预期，消费行情进入第二阶段——行情从估值转向基本面的持续优化，时间相对长久。**（1）蓄水池相对较高：**疫情主要影响消费意愿，收入增速一直高于支出增速背景下，消费蓄水池持续提升。**（2）时序：**结合复苏痛点、基数、疫情影响逐步减弱的趋势，我们认为2023Q1末、Q2食饮复苏脚步望加快，Q3遇高峰，随后进入平稳阶段。**（3）顺序：**结合疫情弹性，我们认为啤酒、速冻及预制菜、白酒、乳制品将先后复苏，而零食龙头望继续竞争格局优化，生产型龙头望继续维持高增，并在疫情优化后可能迎部分加速。

风险：（1）尾部干扰：以白酒为主的部分板块受疫情影响当下库存较高，消化仍需时间，2022年Q4、2023年Q1部分公司业绩仍有望迎波动风险。**（2）挤压影响：**基于大量数据观测，消费回升过程中，往往受到消费内外支出挤压影响，尤其在收入提升幅度受限的过程中（我国工业企业利润自7月起进入趋势性负增长阶段，人均收入趋势往往滞后1-1.5年表现），可选消费可能受到住宅支出、必选消费带来的“挤出效应”。部分行业2023年Q3、Q4谨慎相关风险。

策略：拥抱红利，优先布局。
一、拥抱红利。（1）速冻及预制菜——长短均优：基于疫情优化预期，疫情弹性较大的餐饮供应链板块望持续收益。在此基础上，短期来看，安井、三全等行业龙头产品提价、同时春节提前导致备货加速；长期来看，预制产品渗透率提升，不仅是是餐饮供应链成本节约、标准化需求带来的刚需，趋势不可阻挡，“B端高集中，C端百花放”带来的结构性机遇将长期存在。**（2）零食——格局优化：**生产型龙头对渠道型龙头的替代正在进行且加速成为龙头公司核心增长逻辑，零食专营门店的各地爆发及区域属性，则让生产型龙头又成为了笑到最后的人。在竞争优势不可逆转、疫情弹性相对较小的背景下，板块龙头业绩确定性较其他食饮板块更强。

二、优先布局：白酒——高端稳健，关注弹性。（1）警惕短期风险：原因主要在于此前不断累积的行业库存，和新年春节开门红高额打款之间的矛盾，这将进一步对去库存和单品价格带来压力，行业级别复苏预计从Q2开始。但从市场预期角度，防疫政策为目前消费核心变量、及估值主要催化剂，故我们认为在估值仍未修复完善的基础上，我们对短期受益疫情优化带来的估值提升、及长期受益基本面优化带来股价提升较有信心。**（2）板块：**次高端疫情疫情影响较高，库存较高，Q2后预计弹性较大；地产酒龙头在基地市场动销强背景下，次高端仍望贡献可观增量，性价比较强；高端白酒业绩无虞，相对稳健，贵州茅台仍有望迎业绩大年。

投资建议：重点关注白酒公司有贵州茅台、山西汾酒、古井贡、洋河、迎驾贡等；重点关注的非白酒公司有盐津铺子、劲仔食品、安井食品、味知香、千味央厨等。

风险提示：疫情尾部干扰；地产及消费挤压影响；疫情影响；原材料价格的影响；竞争加剧的影响；消费需求的影响。

东海证券
DONGHAI SECURITIES

CONTENTS

目录

01 消费趋势：警惕风险，Q2预计迎强复苏

02 白酒：高端稳，地产酒性价比高

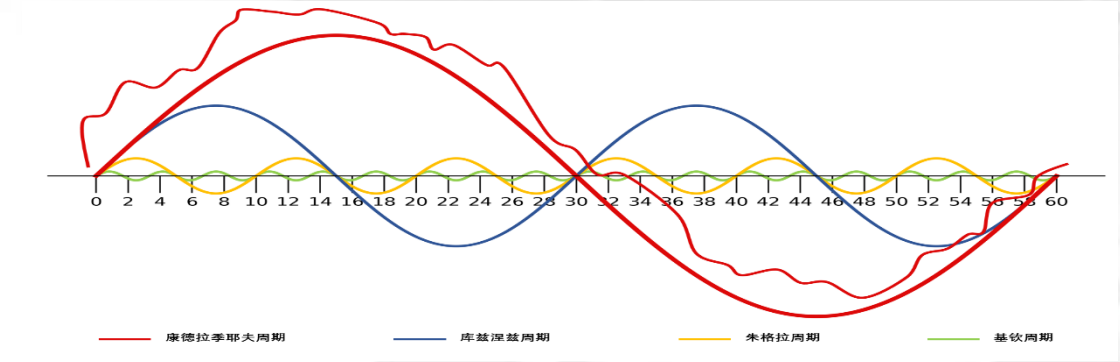
03 零食：格局迎变，生产型龙头势优

04 速冻及预制菜：B端高集中，C端百花放

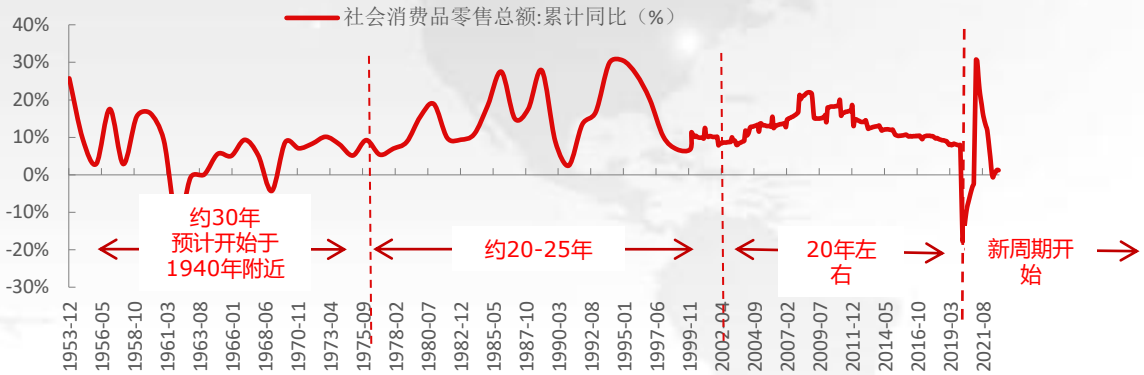
消费趋势：警惕风险，Q2预计迎强复苏

消费阶段：基于我们在此前报告中持续提到的“消费四周期嵌套理论”，**从增速角度，**消费中长周期特征（20-30年，主要受人口代际及地产裤子镊子周期影响）及短周期特征（3-4年，主要受地产“挤出效应”及“财富效应”以及财富周期影响）更加明显，当下处在新一轮20年周期开始、以及3-4年周期后半段。**从经济复苏习惯角度**，历次经济危机，复苏均为“地产先行”，这说明本轮疫后复苏过程中，部分时间段仍有可能对消费尤其是必选消费产生影响。（具体分析框架请参考我们已发布的报告）

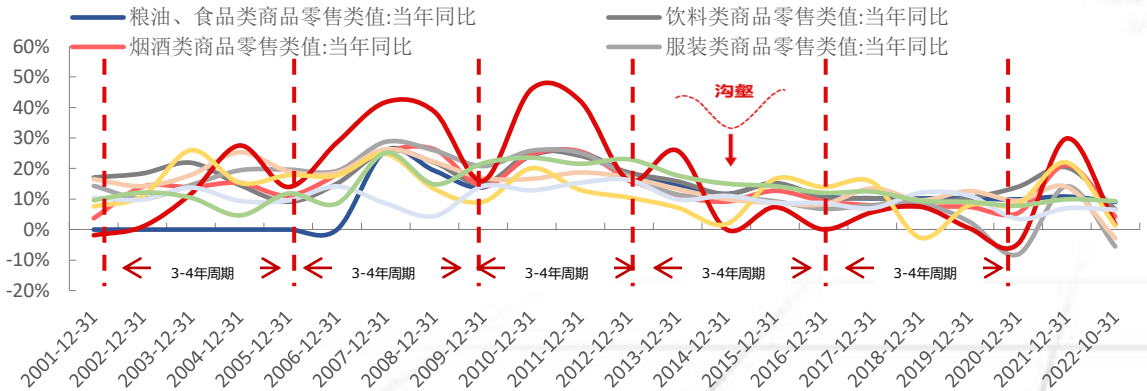
经济周期嵌套理论



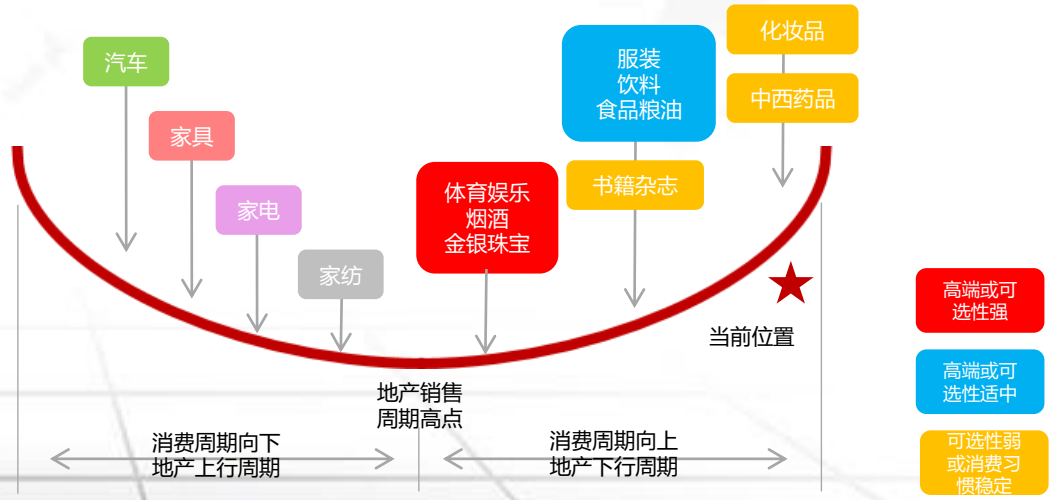
社零同比增速



2001年至今社会消费品零售总额累计增速



消费品投资时钟



资料来源：wind，东海证券研究所

消费趋势：警惕风险，Q2预计迎强复苏

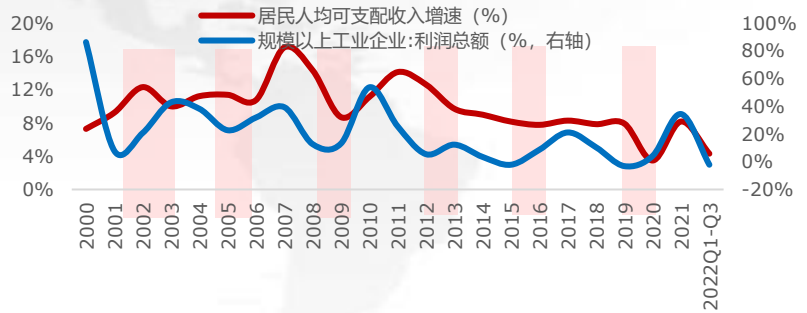
中周期：未来十年看好格局优化。从消费特征角度，消费结构、特征十年一变。在人均收入提升后、消费法律环境、渠道初步搭建后，2000年以来头十年，消费提量，2010年以来新十年，消费提质，并且迎渠道变革期，这导致大量消费行业分散化趋势。2022年以来，随着渠道变革逐步进入尾声，集中度重新步入普升阶段，利好龙头，格局优化。

短周期：短期驱动足。（1）收入增速大于支出，消费蓄水池提升。（2）工企利润对人均收入具有领先性，2020年是上行期，但2022年以来逐步步入下行期。（3）三大行业疫情期间促进收入增长推升必选需求（服务业、住宿餐饮、制造业）。（4）PPI-CPI剪刀差为负，消费企业减压。（5）疫情政策优化，消费场景、意愿恢复。

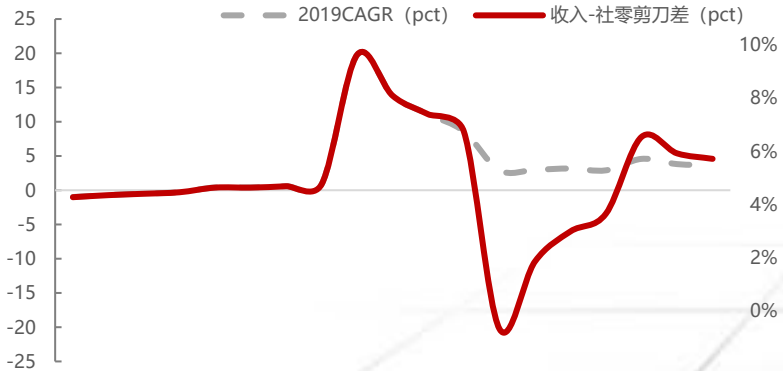
消费阶段图



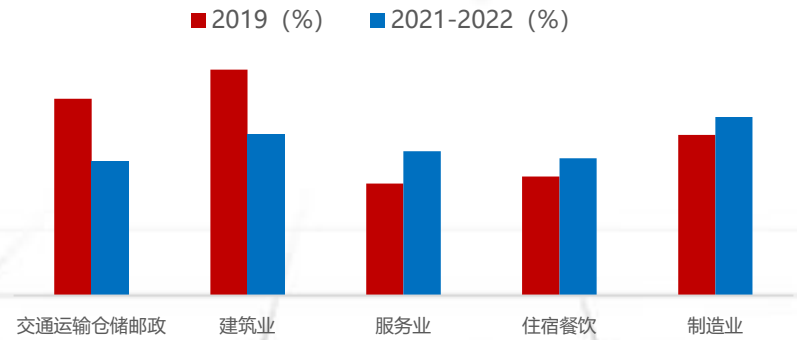
人均收入及工企利润对比



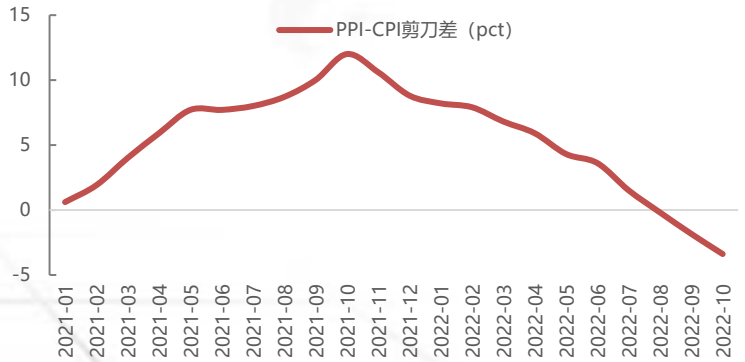
整体支出收入-社零剪刀差



农民工收入近两年复合增速



PPI-CPI剪刀差变化趋势

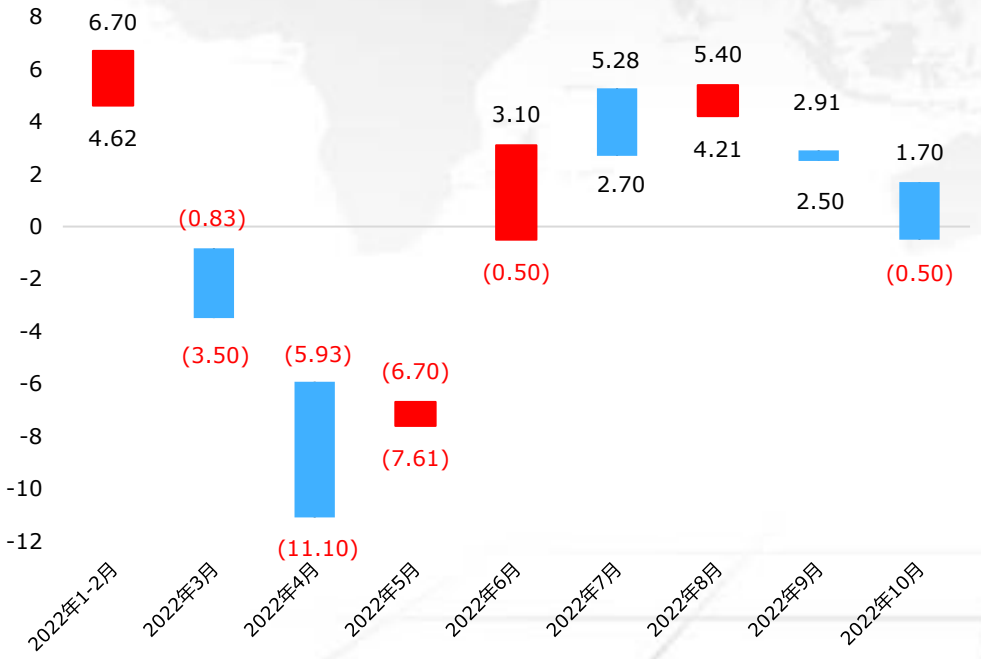


资料来源：wind，东海证券研究所，*2013年之前数据采用城镇居民人均可支配收入增速计算

消费趋势：警惕风险，Q2预计迎强复苏

结合基数、库存、疫情影响等因素，我们预计消费Q1末望迎基本面强复苏。春：因2022Q3疫情影响环比加重，导致Q4部分库存敏感型行业动销、价格受到一定影响，在完成年度目标驱动下，部分消费行业的库存问题可能延续至Q1，但疫情优化后流量提升的春节可能成为各消费行业疫情问题的最后的“清洁工”。但需警惕疫情二次冲击导致的春节消费意愿下降。**夏：**在疫后政策逐步放开预期下、低基数、相对低库存影响下，可能迎来消费的真正复苏，并在没有疫情物流的情况下迎来一个健康的“618”。**秋：**社零因基数因素同比回落，环比稳定，并且迎来可能是疫情政策、消费意愿均放开后第一个七天长假的金九银十，双节间隔短，节前可能成为明年白酒提价最好时机。在旅游消费预计明显提升的背景下，带动消费达到新的高峰。**冬：**在消费基本面复苏基本落地、非日常消费支出可能同样恢复的背景下（如购房、购车及地产后周期需求，均为必选消费需求），可选为主的消费可能存在一定的挤压效应，带来部分风险。

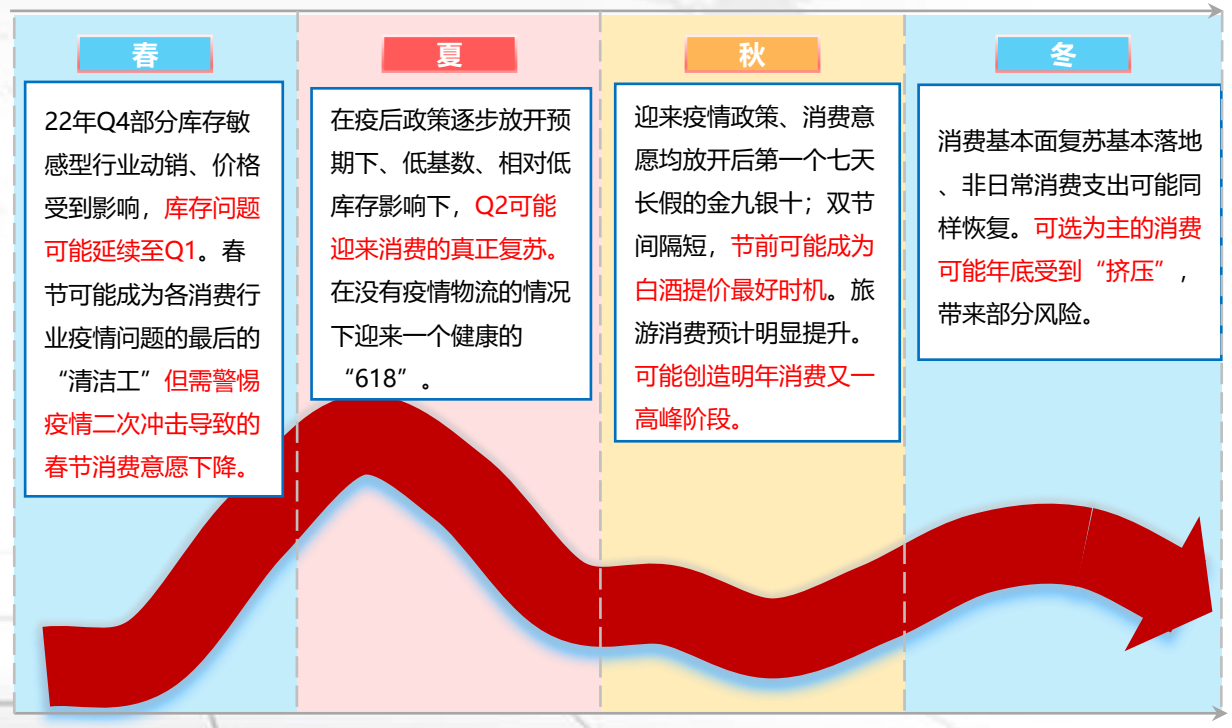
2022社零同比及市场预期



资料来源：wind，东海证券研究所

说明：
红色——高于预期，蓝色——低于预期

2023年消费趋势图



东海证券
DONGHAI SECURITIES

CONTENTS

目录

01 消费趋势：Q2预计迎强复苏

02 白酒：高端稳，地产酒性价比高

03 零食：格局迎变，生产型龙头势优

04 速冻及预制菜：B端高集中，C端百花放

复盘：白酒进入量减价增时期

白酒进入量减升级时期：行业调整期过后，进入量减价增阶段，价格为赛点，渠道为痛点。提价为成长共识，新价格带填充正在进行且仍有空间。

1949-1997年：供给缺口期

建国后，行业龙头基本源于国企，发展时间较长，故成长早于多数消费行业。1997前整体特征为供不应求，且渠道单一。1980年前行业持续面临系统性风险，1988价格放开后成为行业初步进入市场经济的开端。该阶段需求无虞，龙头赛点主要为扩产，而痛点主要为管理能力。故2000后纷纷迎改革、及渠道变革。

1998-2004年：改革落地期

行业正式进入市场经济，结合消费税征收，在需求能够满足的背景下，产量逐年下降。危机下，行业迎来真正意义上的系统性改革，包括股份制改革、民企入股、渠道或产品改革。该阶段产量过剩，龙头赛点为渠道建设，痛点主要为外部环境（税收、需求、疫情、经济）。

2004-2012年：黄金增长期

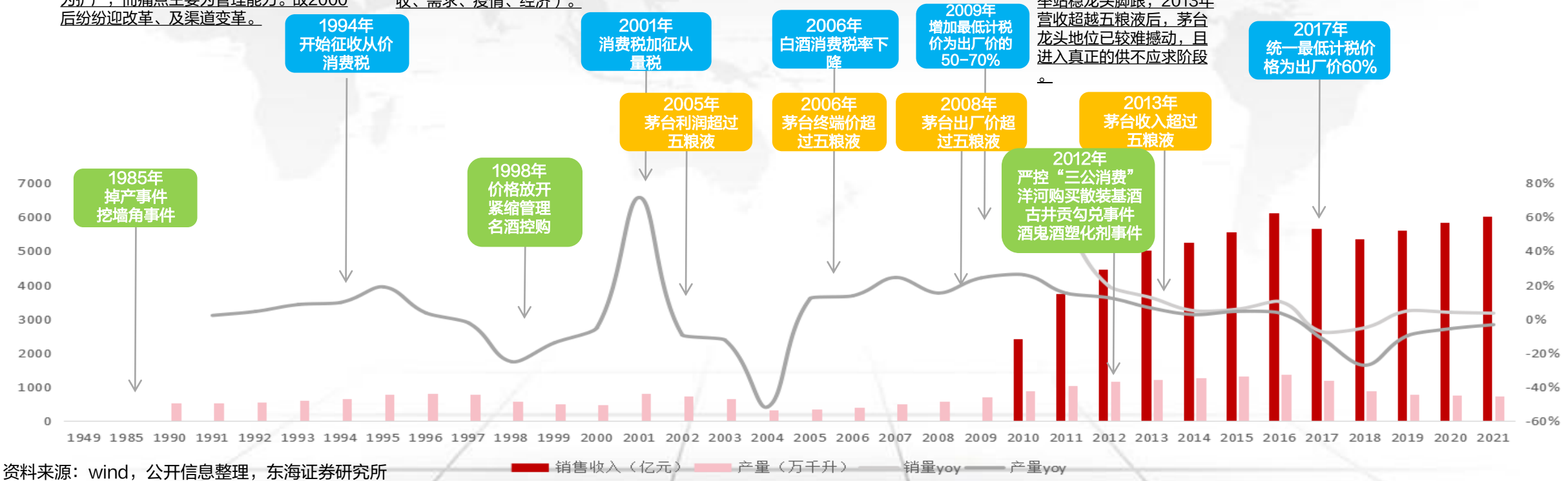
渠道完善、消费税率下降、龙头产品布局初见雏形背景下，需求侧，人均收入持续提升，行业产量触底回升，行业迎来黄金增长期。该阶段龙头进入价格赛，痛点为各自渠道可控性的差异。自此，行业成熟化，后面阶段赛点、痛点基本与该阶段保持一致。

2012-2015年：行业调整期

“三公消费”影响下、叠加塑化剂事件，行业陷入市场化经济以来最大危机。此次调整期中，多数公司业绩受损严重，茅台则因为合理的价格控制，一举站稳龙头脚跟，2013年营收超越五粮液后，茅台龙头地位已较难撼动，且进入真正的供不应求阶段。

2016年-至今：减量升级期

2016虽然消费回暖后，低端酒持续淘汰，行业正式进入“量减价增”的时期，一方面，提价、提质成为行业共识，另一方面，龙头、地产酒全面发展，分层竞争特征明显，各价位段产品逐步完善。

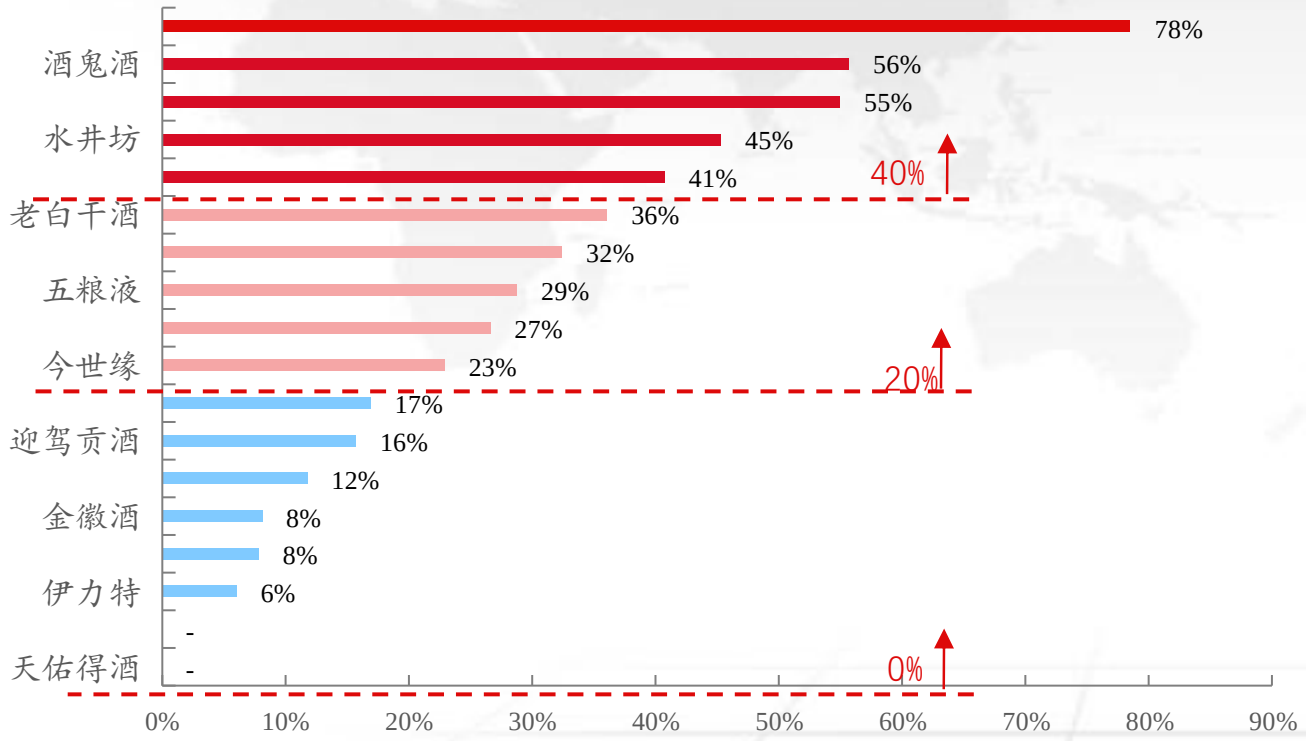


资料来源：wind，公开信息整理，东海证券研究所

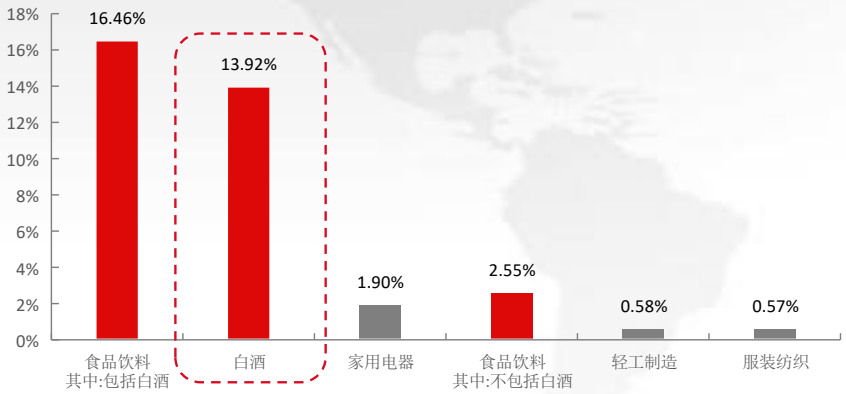
行业特征：分层竞争带来百花齐放

白酒行业上市公司往往呈现普遍性的高持仓、业绩强，呈现百花齐放态势。2016年白酒行业复苏以来5年上市公司归母净利润CAGR多数超过20%或40%，基本维持普遍正增长；19家白酒上市公司创了10以上%的持仓比，并且长期占据国内第一大消费主题股票基金15大重仓股中3分之1以上数量。

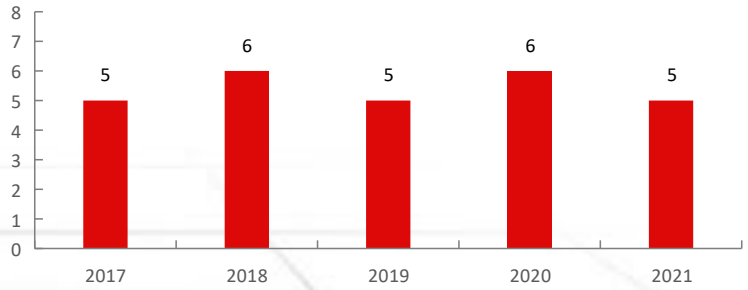
白酒行业（2016-2021年）归母扣非利润复合增速



2022Q3消费品类申万一级公募持仓比



易方达消费行业股票基金15大重仓股的白酒数量（个）

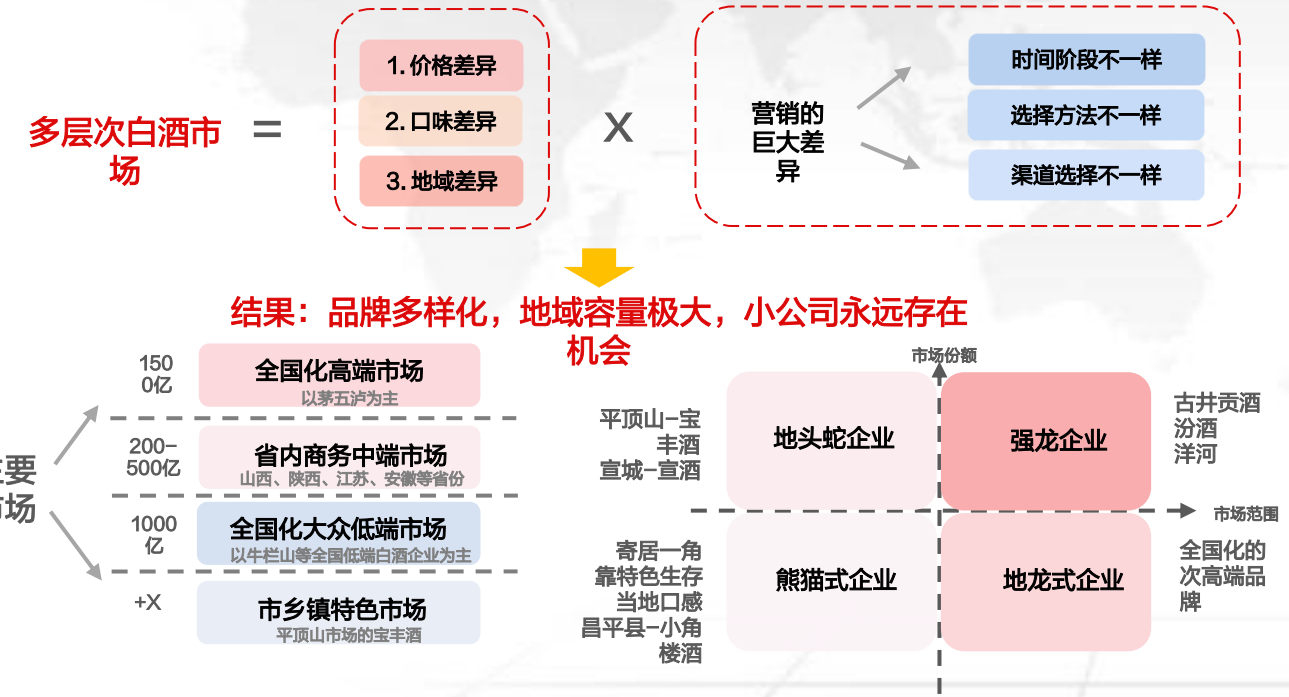


资料来源：wind，东海证券研究所

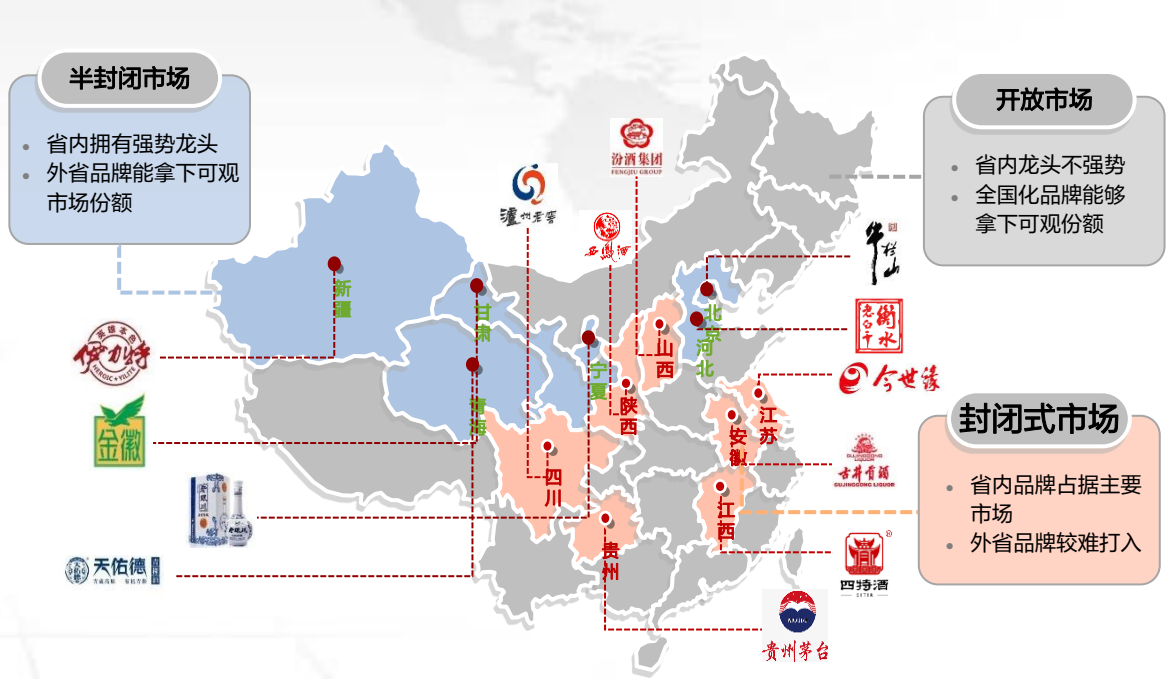
行业特征：分层竞争带来百花齐放

酒企商业模型优越因素拆分：（1）财务表现优，因成本主要为以高粱为主的粮食及包材，龙头品牌强销售费率低，整体呈现高盈利；优势品牌配额制、预付款制度，带来白酒行业稳健现金流；无需处理库存，基酒、成品酒库存增值。**（2）分层竞争：**白酒因地域、价位、场景等因素存在多个细分市场，致龙头对腰部尾部企业竞争有限，并且随着白酒价格提升，市场细分度进一步提升。

白酒行业优势



差异多导致市场分层竞争

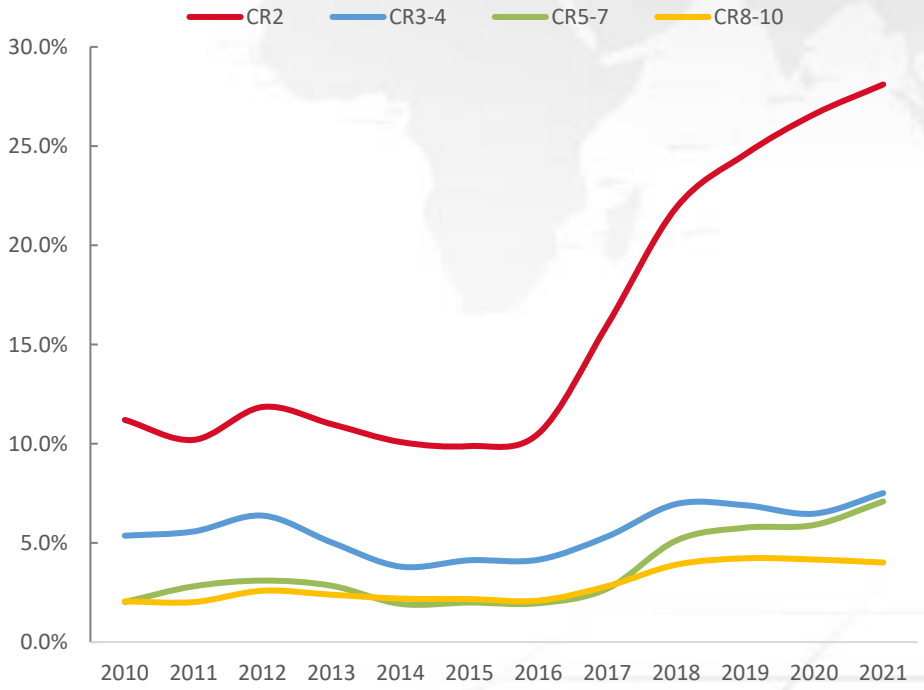


资料来源：wind，《区域性白酒营销企业必胜法则》-朱志明，东海证券研究所

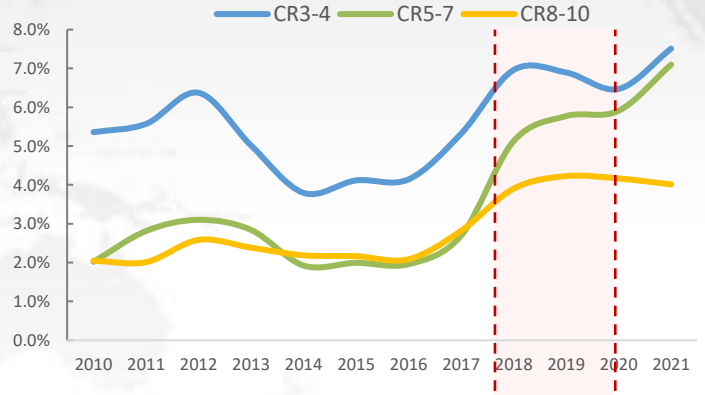
行业特征：分层竞争带来百花齐放

白酒品牌存在分散化趋势：白酒行业除头部公司茅台五粮液市占率提升最快以外，前十的公司中腰部（CR5-7）、尾部公司（CR8-10）近十年市占率提升表现好于颈部公司（CR3-4），腰部公司表现最好，出现一定分散化现象，其中受三公消费影响较大的前五年分散化趋势高于后五年。2016行业反弹以来，尾部公司市占率提升速度较弱，但依然在后5年中的行业相对弱势年份2018-2020表现优于颈部公司。整体看，前十公司中，CR2发展最好，而腰部、尾部公司并未落下，在基数小，通过更高增长，市占率提升度不弱于颈部公司，区域、次高端龙头发展快，存在一定分散化趋势。

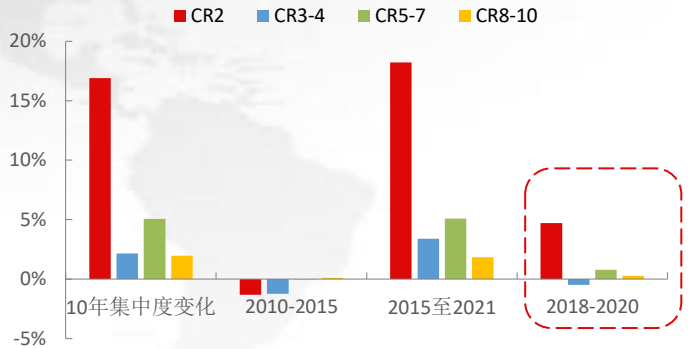
白酒行业市占率集中度呈现分散化



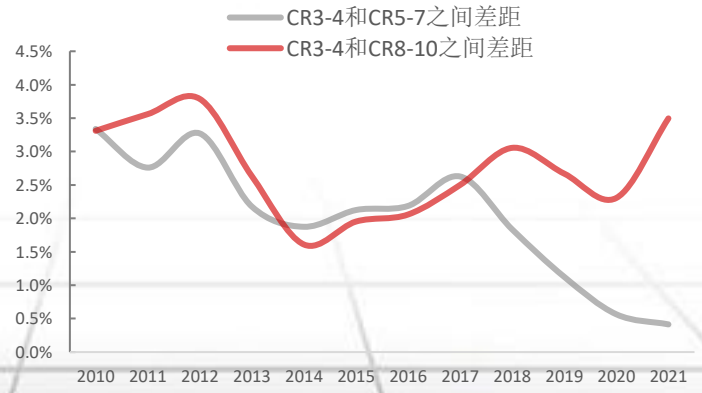
中部尾部呈分散化



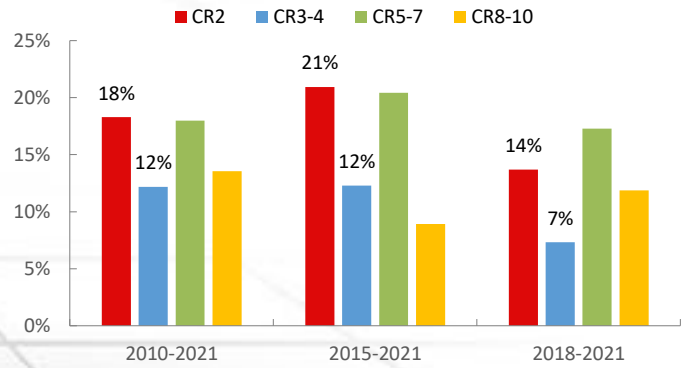
不同阶段集中度变化



腰部、尾部与颈部的集中度差距



白酒行业分层收入CAGR

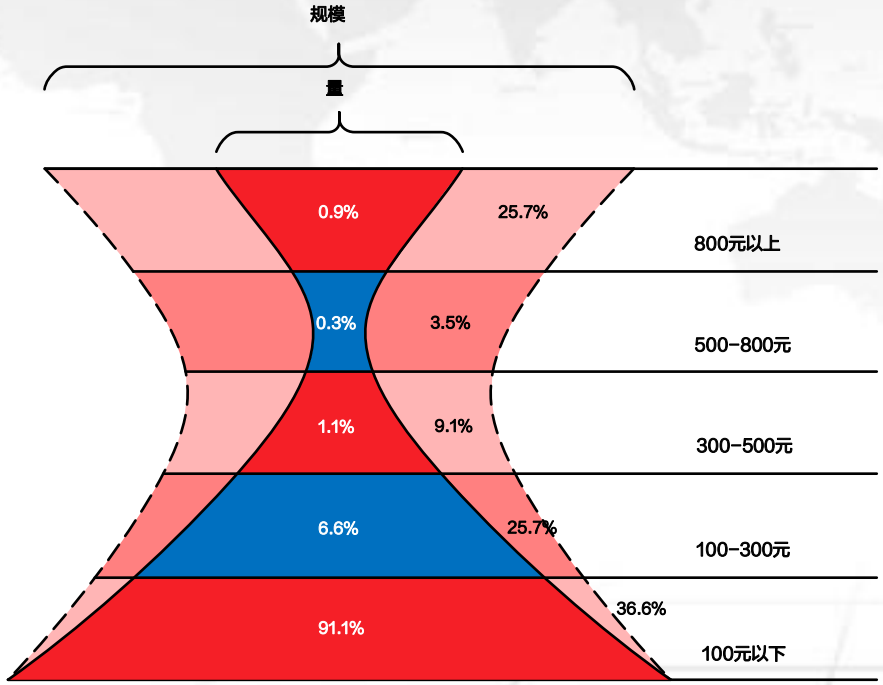


资料来源：公司公告，wind， 东海证券研究所

行业特征：分层竞争带来百花齐放

白酒分价市场符合“沙漏”特征。①从销售额看，两头大，次高端价位带（300-500元，500-800元）最小。**②从销量看，**高价位尤其是高端白酒以极小的销量完成了较大的销售额，通过价位带的两头拉伸，越靠近高端价位带（800元以上）的白酒销量越少，500-800元仍处于供给缺口期。**③白酒“沙漏”特征的本质是价格持续提升及消费场景分化，**其中100-300元属于商务高频类，地域龙头为主，远高于高端的销量和频次成为其消费粘性最好的护城河。

白酒分价市场符合“沙漏”图形特征



多层次白酒市场特征

多层次白酒市场 = 信任 x 频次 x 客群

价位	信任	频次	客群	核心场景	核心玩家
高端享受类（800元以上）	最强	少	少	顶层高频商务+低频自饮	全国化龙头为主
次高端享受（500-800元）	强	很少	很少	低频商务+极少自饮	竞争空缺，暂时以地域龙头+全国化品牌同时进行
商务升级类（300-500元）	很强	很高	很高	中高频商务+低频自饮	地域龙头为主+个别全国化品牌
高频商务类（100-300元）	强	极高	极大	高频商务+大众自饮	地域龙头为主
大众自饮类（100元以下）	弱	极高	最大	主要大众自饮	全国化品牌为主+省内二三线品牌

资料来源：中国酒业协会，公开资料整理，东海证券研究所

长期：高端提价、次高端扩容、商务升级

东海证券 DONGHAI SECURITIES

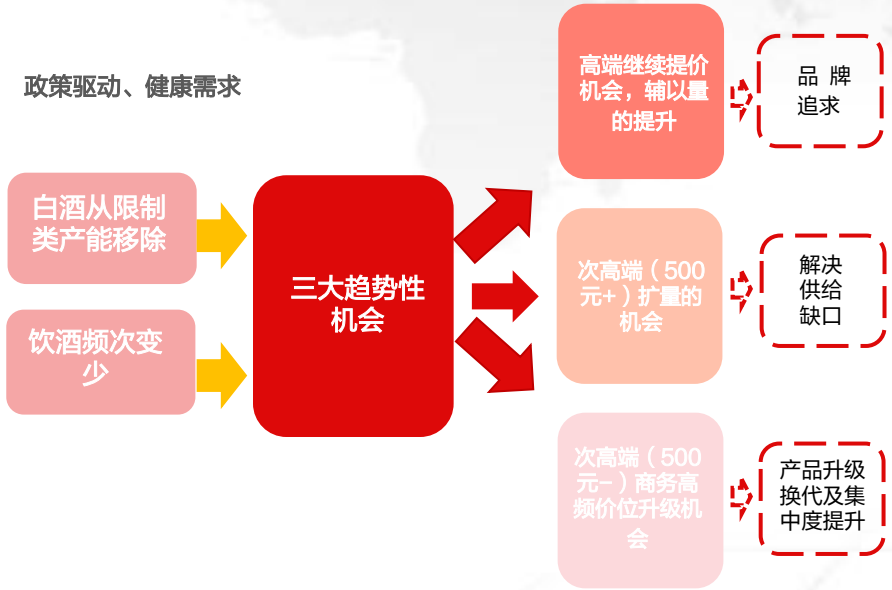
在饮酒频次减少的、高端化提升的背景下，我们认为至2025年存在三大趋势性机会：

①高端提价（800元+）：除茅台量价齐升外，其他白酒驱动主要在于品牌力换价格。

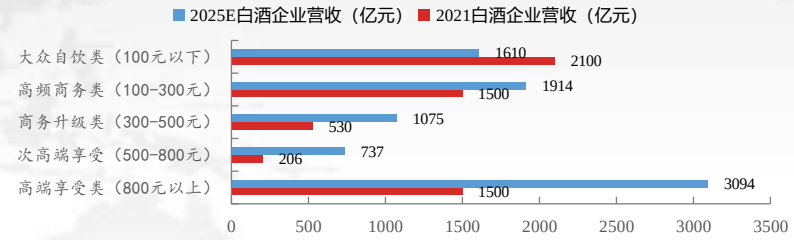
②次高端扩容（500元+）：高价位次高端主要承接高端酒需求溢出、价位溢出，少量承接低价位升级，量能释放，存在从模糊市场提升为稳定格局的市场扩容机遇。

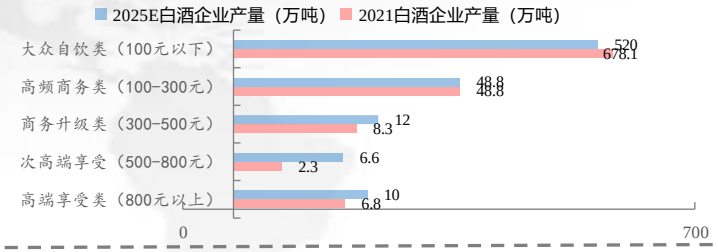
③商务升级（500元-）：承接实际上来自偏商务场景中最大消费量、最高消费频次价位升级，省域龙头占尽先机。

白酒三大趋势性机会

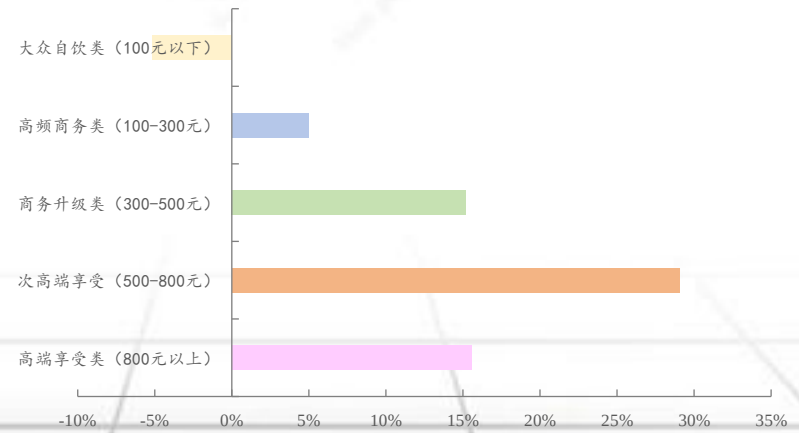


白酒各价位带营收预计复合增速

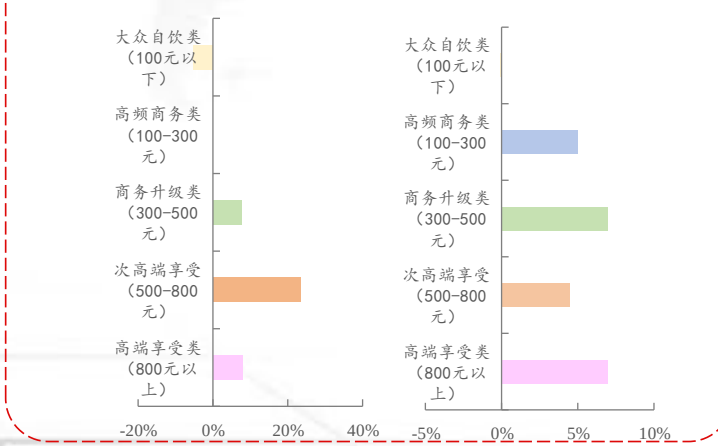




2021-2025分价位带国内白酒企业营业收入预计复合增速



2021-2025年预计销量CAGR　2021-2025预计均价CAGR

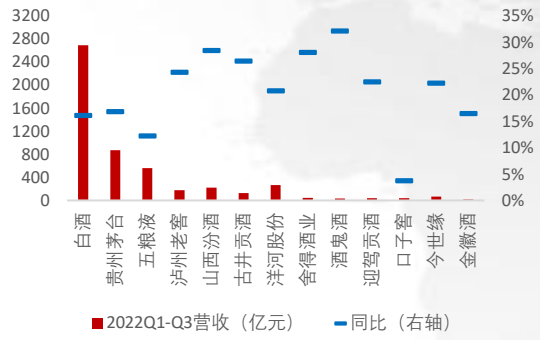


资料来源：wind，《区域性白酒营销企业必胜法则》-朱志明，公开资料整理，东海证券研究所

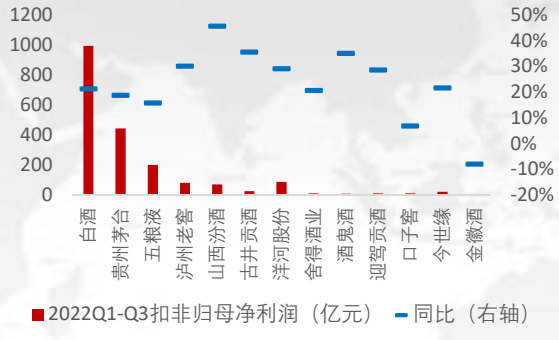
短期：现金流受影响，但净利率仍持续上升

短期动销受限，但盈利表现尚稳。（1）业绩短暂承压：2022年Q2、Q3受疫情影响，Q2后白酒营收、利润并未出现明显好转，同比较上年同期多数下行。**（2）现金流波动：**经营现金流低于往年、销售收现低位徘徊、合同负债接近过半环比回落，渠道端影响还未结束。**（3）盈利稳步增长：**在此基础上，因吸取行业调整期经验（2013-2015年），价格把控合理，行业毛利率、净利率仍在稳步提升。

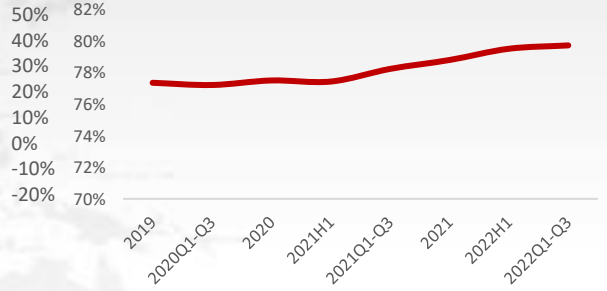
白酒板块和核心公司营收情况



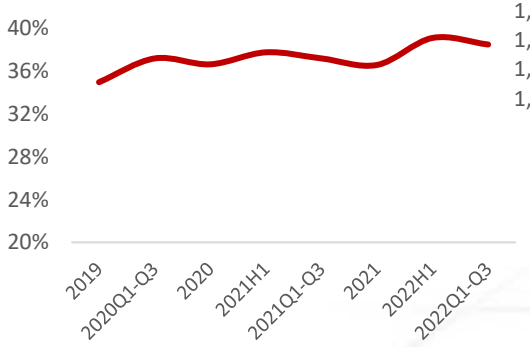
白酒板块和核心公司扣非归母净利润



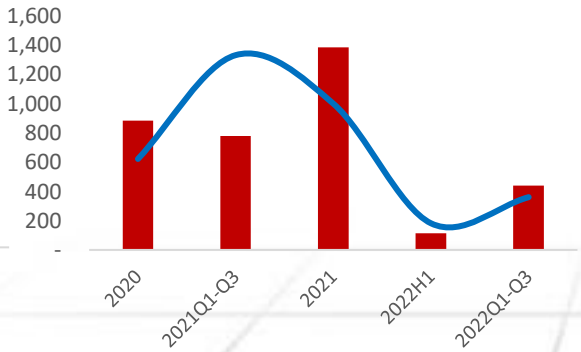
2019年至今白酒板块毛利率



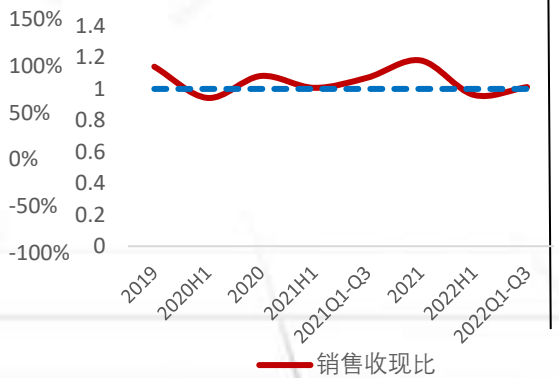
2019年至今白酒板块净利率情况



2020年至今白酒板块经营活动现金流净额情况



销售收现比



资料来源：ifind，东海证券研究所

白酒公司三季报总结表

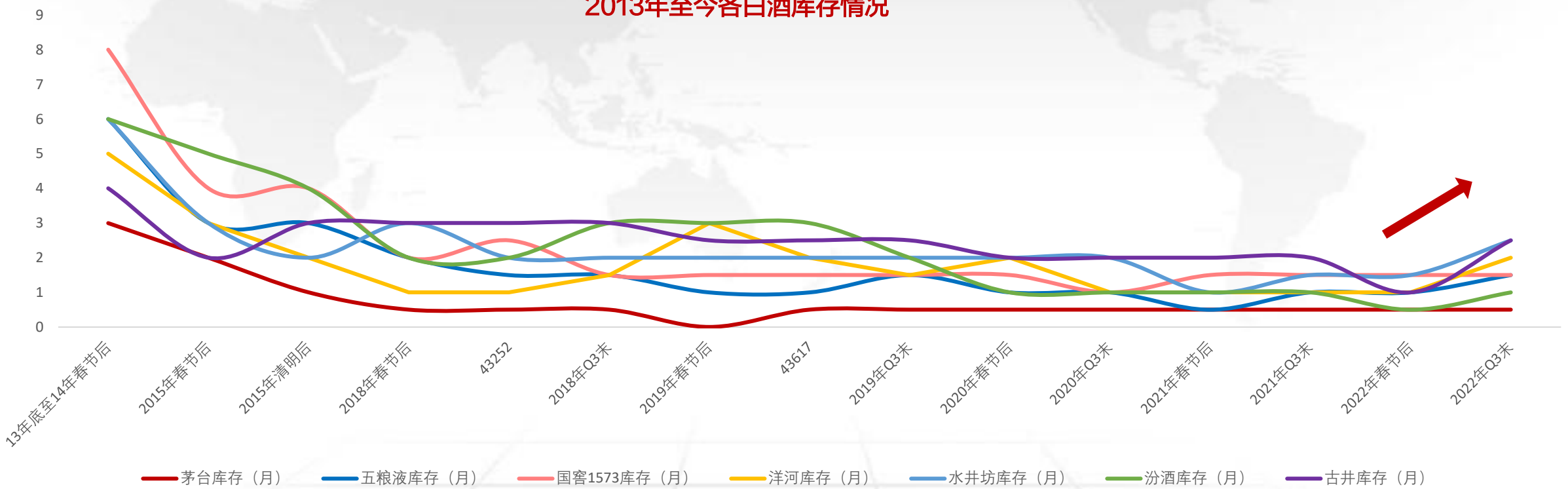
公司名称	2022Q1-Q3营收同比增速	2022Q1-Q3扣非归母净利润同比增速	2022Q1-Q3毛利率（%）	2022Q1-Q3合同负债（亿元）	2022Q1-Q3销售收现比
贵州茅台	16.77%	18.84%	91.87	118.37	1.10
五粮液	12.19%	15.81%	75.97	29.63	0.88
泸州老窖	24.20%	30.12%	86.78	19.00	1.16
山西汾酒	28.32%	45.69%	76.52	47.25	1.01
古井贡酒	26.35%	35.57%	76.40	37.63	1.10
洋河股份	20.69%	29.10%	74.54	81.73	0.81
舍得酒业	28.00%	20.72%	78.34	3.62	1.06
酒鬼酒	32.05%	35.14%	79.82	3.45	0.81
迎驾贡酒	22.38%	28.60%	68.56	4.19	1.07
口子窖	3.67%	6.84%	74.43	3.85	0.87
今世缘	22.19%	21.72%	74.52	13.72	1.12
金徽酒	16.42%	-7.97%	62.58	2.76	1.05

说明：
深粉红色——同比、环比均上升
浅粉红色——同比上升，环比下降
浅蓝色——环比上升，同比下降
深蓝色——同比环比均上升

短期：库存高位，预计Q3前量价齐升

短期库存高位，行业复苏预计从Q2开始。在Q3市场恢复不及预期后，双节后行业库存维持高位。（1）**短期风险仍在。**原因主要在于此前不断累积的行业库存，和新年春节开门红高额打款之间的矛盾，这将进一步对去库存和单品价格带来压力，行业级别复苏预计从Q2开始。（2）**Q2强复苏确定性高。**一方面，部分公司短期去库效果明显，另一方面，疫情优化后流量提升的春节去库效果预计较强。库存稳健后，预计此前疫情受损较大的次高端弹性较大；高端白酒预计业绩持续稳健；地产在地域动销稳健，省外市场次高端存空间的背景下往往性价比较高。

2013年至今各白酒库存情况



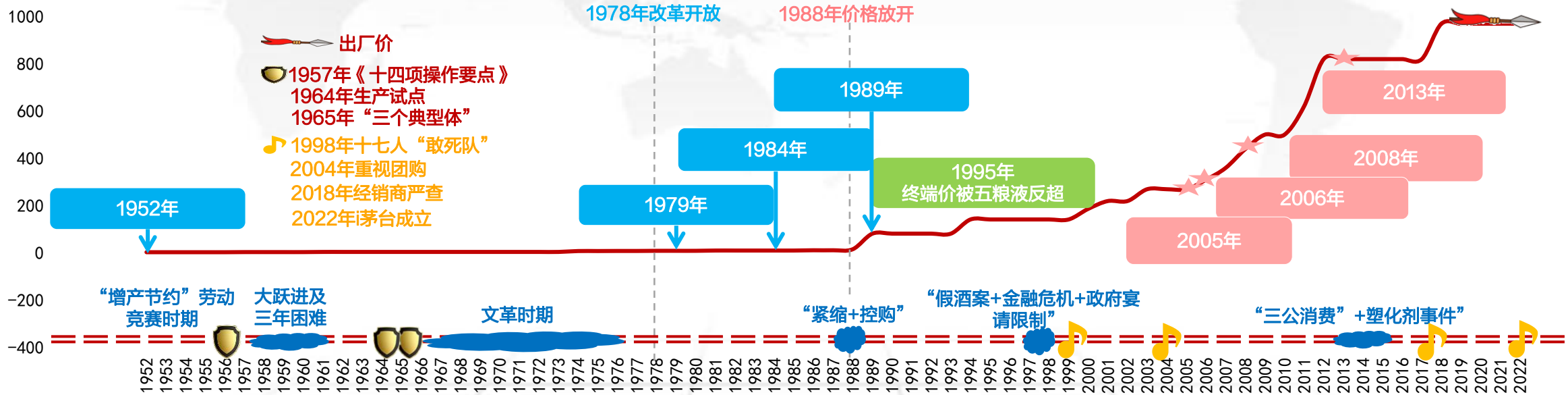
资料来源：渠道调研，东海证券研究所

贵州茅台：直营加速、新品加速，产能扩张

重点推荐贵州茅台。以下观点来自近期发布的百页贵州茅台深度报告，具体分析参见《贵州茅台深度报告：行稳致远，价格闯关（上篇）》《贵州茅台深度报告：白酒巨擘，架海擎天（下篇）》。

纵向优势：历史地位已确立。2013年的“行业调整期”不仅让茅台完成了一次行业成熟以来相对困难的压力测试，也因为价盘的稳定，自此和竞品拉开差距，成为高端白酒市场的真正的王者。20世纪的生产工艺精耕细琢奠定了茅台成功的基础，21世纪以来渠道的改革则成就了茅台爬上巅峰。在整个历史过程中，价格为茅、质量为盾，渠道定节奏。

横向优势：卖方市场，直营化、第二曲线确定性强。“王者”光环下，茅台产品不仅价格具有优势，渠道利润也远高于竞品，成为国内白酒单品中仅有的“卖方市场”。优质的产品质量、独特的“酱香型”口味、“国家名片”级别的品牌力带来的稳健需求和有限产能的矛盾长期存在，这将进一步推升单品的优势地位，并惠及系列产品发展，而直营化和“i茅台”将成为这一切的催化剂。

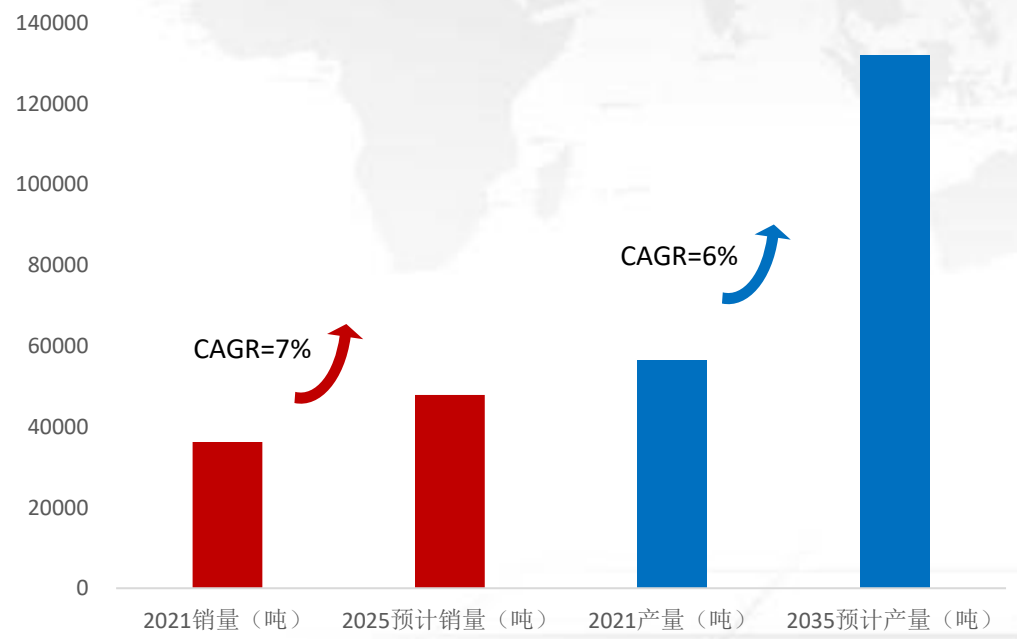


资料来源：公司公告，wind，《茅台志》，公开资料整理，东海证券研究所

贵州茅台：直营加速、新品加速，产能扩张

业绩：茅台酒，因2016年扩产，我们预计未来4年可供销量CAGR达7%，明年释放望加，叠加直营化及非标对酒价向上推动，我们预计2022、2023、2024年茅台酒销量增长分别达8%、9.5%、6.5%，吨酒价增长分别达6%、6%、4%；**系列酒**，茅台1935将贡献主要增量，同时在3万吨产能快速投产背景下，王子酒及其他酒销量仍有望扩增。系列酒望从此前价格驱动转为量价齐升。

2021茅台酒销量和未来四年预计销量



贵州茅台盈利预测

		2021	2022E	2023E	2024E
茅台酒	收入（亿元）	934.6	1070.0	1241.9	1375.6
	YOY(%)	10.2	14.5	16.1	10.8
	价YOY(%)	4.3	6.0	6.0	4.0
	量YOY（%）	5.7	8.0	9.5	6.5
	毛利率（%）	94.0	95.1	95.4	95.7
系列酒	收入（亿元）	125.9	172.0	227.6	305.9
	YOY(%)	26.1	36.6	32.3	34.4
	价YOY(%)	24.2	25.0	19.0	6.0
	量YOY（%）	1.5	9.3	11.2	26.8
	毛利率（%）	73.7	76.0	78.0	79.0
	茅台1935收入（亿元）	-	54.9	89.3	114.2
	茅台1935销量（吨）	-	3000.0	5000.0	6500.0
	茅台王子酒收入YOY（%）	-	21.0	21.0	24.2
渠道	直销渠道收入（亿元）	240.3	475.8	633.4	775.2
	YOY(%)	81.5	98.0	33.1	22.4
	批发代理渠道收入（亿元）	820.3	766.2	836.2	906.2
	YOY(%)	0.5	-6.6	9.1	8.4
合计	毛利率（%）	91.5	92.4	92.7	92.6

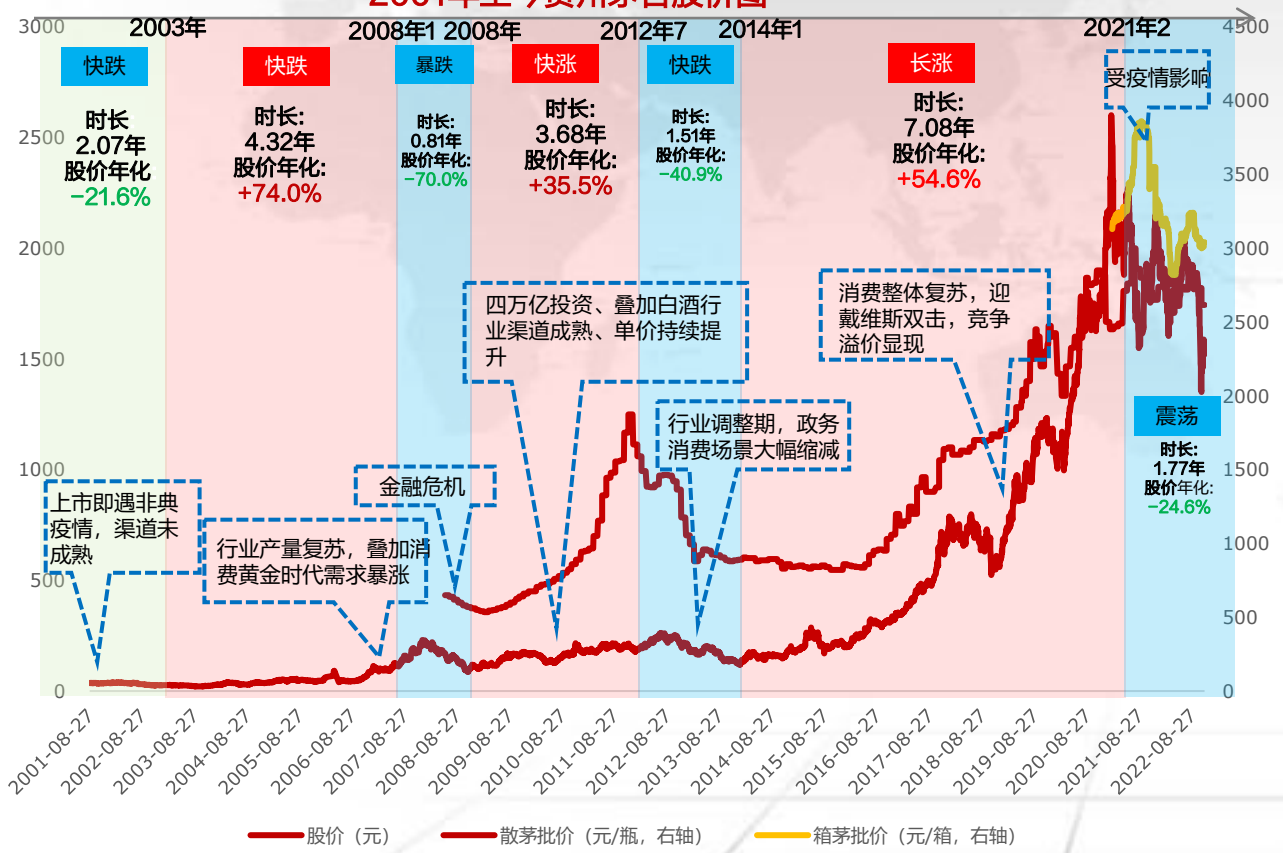
资料来源：wind，公司年报，东海证券研究所

贵州茅台：直营加速、新品加速，产能扩张

东海证券 DONGHAI SECURITIES

估值：（1）估值溢价：茅台自2004年因行业进入黄金十年出现估值溢价抬升，从15倍左右预测PE提升至22倍左右，2019年以来因地位确立，估值溢价提升，预测PE进一步提升至35倍左右。**（2）竞争溢价：**2008年出厂价超越五粮液，导致公司于五粮液估值比超越1，达到1.25，2019年以来，进一步因为业绩因素提升至1.5左右（该阶段并未产生竞争溢价，只是业绩带来的短暂差异）。**（3）当前情况：**2023年预测PE达29倍，随着直营化趋势确定、以及可供销量抬升、系列酒产能释放，公司业绩成长性、确定性均较2020年前右明显抬升。故我们认为公司预测PE有望率先恢复至35倍左右，并且有望进一步向上突破，享受奢侈品品牌力和业绩确定性带来的更高估值。

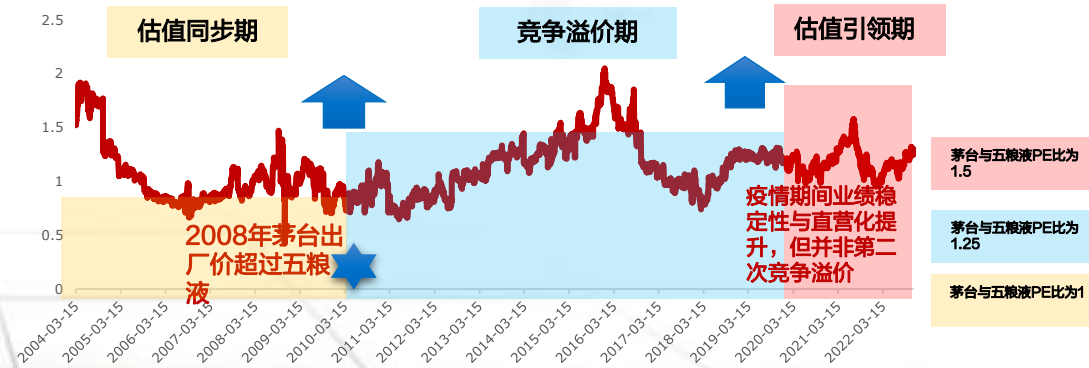
2001年至今贵州茅台股价图



2004年至今贵州茅台预测PE



2001年至今贵州茅台与五粮液PE比值



资料来源：wind，通联数据，公开资料整理，东海证券研究所

核心关注：高端稳健，地产酒性价比高

东海证券 DONGHAI SECURITIES

板块投资建议：

基于疫情持续优化预期。一方面我们认为高端白酒将持续稳健，贵州茅台业绩高维持增长相对确定，且春节后，五粮液、泸州老窖库存合理后，仍有望迎来批价进一步恢复及恢复高动销表现；另一方面，此前受疫情影响最大的次高端板块，望迎来年度级别基本面弹性，首推省内拥有稳定基地市场、省外次高端弹性较大的地产名酒，其次关注全国化发展策略的次高端板块。重点关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡、洋河等。

白酒公司盈利预测表

公司名称	总市值（亿元）	营收增速			归母净利润增速			归母净利润（亿元）			PE		
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
贵州茅台	21732	12%	17%	18%	19%	20%	14%	525	625	747	50	35	30
五粮液	7114	16%	13%	14%	17%	15%	16%	234	270	312	37	36	22
山西汾酒	3467	43%	30%	26%	73%	44%	31%	53	76	100	73	44	33
泸州老窖	3133	24%	23%	21%	32%	28%	24%	80	102	127	47	30	24
洋河股份	2427	20%	20%	18%	0%	28%	21%	75	96	116	33	25	21
古井贡酒	1407	29%	24%	20%	24%	32%	27%	23	30	38	56	26	36
今世缘	601	25%	23%	24%	30%	23%	24%	20	25	31	34	24	19
舍得酒业	552	84%	25%	26%	114%	25%	28%	12	16	20	61	35	27
迎驾贡酒	471	33%	23%	21%	45%	27%	24%	14	18	22	40	27	22
酒鬼酒	458	87%	32%	27%	82%	35%	31%	9	12	16	77	37	28
口子窖	368	25%	8%	14%	35%	5%	15%	1.7	1.8	2.1	25	20	17
水井坊	355	54%	12%	17%	64%	11%	22%	12	13	16	49	26	20
老白干酒	252	12%	18%	19%	25%	80%	1%	4	7	7	64	36	35
顺鑫农业	237	-4%	-14%	11%	-76%	75%	176%	1	1.7	4.6	277	135	49
金徽酒	129	3%	23%	24%	-2%	10%	33%	3.2	3.6	4.8	60	36	27
伊力特	120	8%	-4%	27%	-9%	-6%	40%	3.1	2.9	4.1	41	40	29

资料来源：万得一致预测，东海证券研究所

CONTENTS

目录

01 消费趋势：Q2预计迎强复苏

02 白酒：高端稳，地产酒性价比高

03 零食：格局迎变，生产型龙头势优

04 速冻及预制菜：B端高集中，C端百花放

复盘历史，进入以质取胜阶段

东海证券 DONGHAI SECURITIES

第一阶段

（2000年前）**生产为王：**建国50年后，收入持续提升的背景下，行业供给缺口明显。一方面，海外巨头先后在国内设厂，引领国内行业发展，另一方面，国内品牌往往建立作坊、产能开始进入行业。行业发展初期，供给侧的矛盾大于需求侧的矛盾；产能的建设壁垒高于销售的建设壁垒。

第二阶段

（2000-2010年）**渠道为王：**伴随需求崛起，传统主流渠道商超及食品店持续扩张成为该阶段行业发展的发动机。拥抱大型商超成为核心策略，在此基础上，能够有效满足满足商超和食品店综合需求（扩张需求、宣传广告需求、线下促销人员匹配需求、供应链能力需求）的企业能够有效占尽先机。该阶段产品及营销相对成熟的外资品牌以及相关优势品类往往能够进一步在其品类提升优势，内资外资品牌差距拉大。

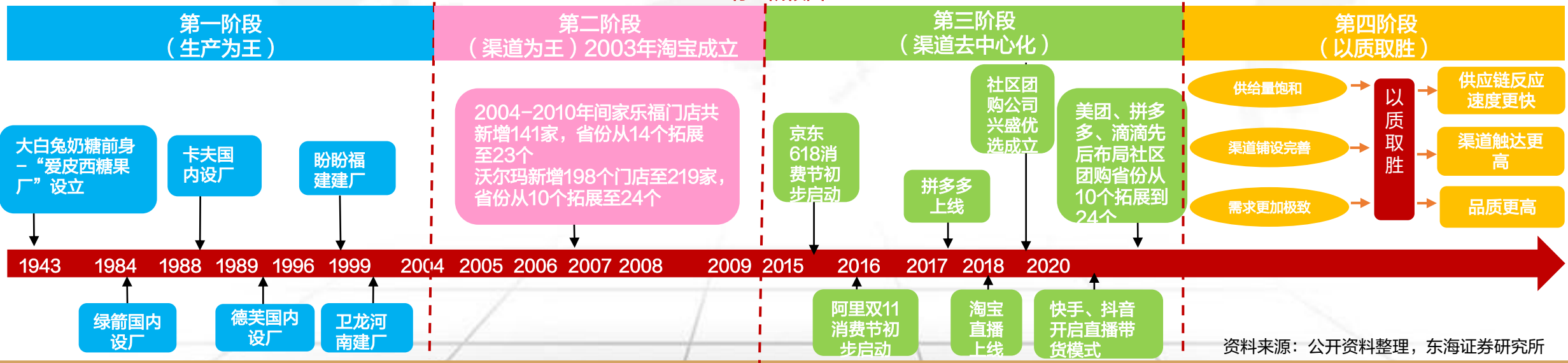
第三阶段

（2010-2020）**渠道去中心化：**在供给在2010年以前基本完成建设并初现饱和之后，在基础需求满足向个性化需求发展的背景下，更便利性、能够满足个性化需求新兴渠道成为这个阶段行业发展的核心驱动因素。2010年以来，线下渠道中，从大型商超向便利店、食品专营店、仓储会员店持续变革，线上则从开始的统一的线上化率提升、龙头集中度提升，向新兴电商、专业电商、品牌电商、直播电商等进行流量切分。整个渠道去中心化的过程中白牌迎来新的发展机遇，同时，在生产供给已非核心矛盾的当下，渠道型品牌崛起，包括三只松鼠（线上渠道型）、良品铺子（线下渠道型）等。

第四阶段

（2020以来）**以质取胜：**我们认为，从行业现状的角度，一方面，2020年以来供给不缺（2010年后供给相对过剩），另一方面，渠道继续变革的空间有限，且部分渠道议价能力有所减弱（渠道去中心化）；从产品的角度，收入持续高成长推动消费者对质量、价格要求进一步提升，尝鲜场景对新品的需求也持续提升。以质取胜是该阶段行业发展的核心驱动，主要体现为三个核心能力，第一，较高的品质；第二能够快速反映的供应链能力；第三，多渠道的触达能力。

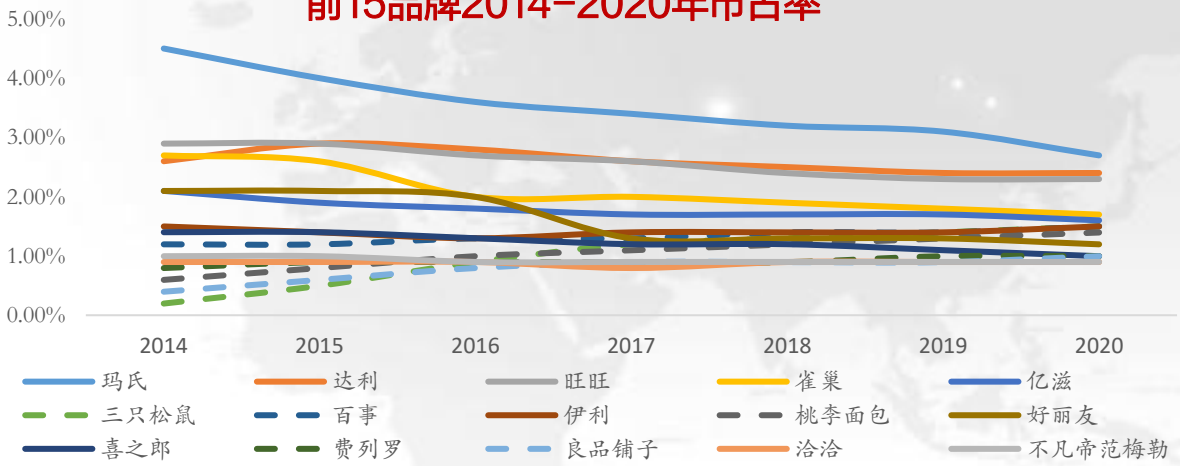
行业阶段图



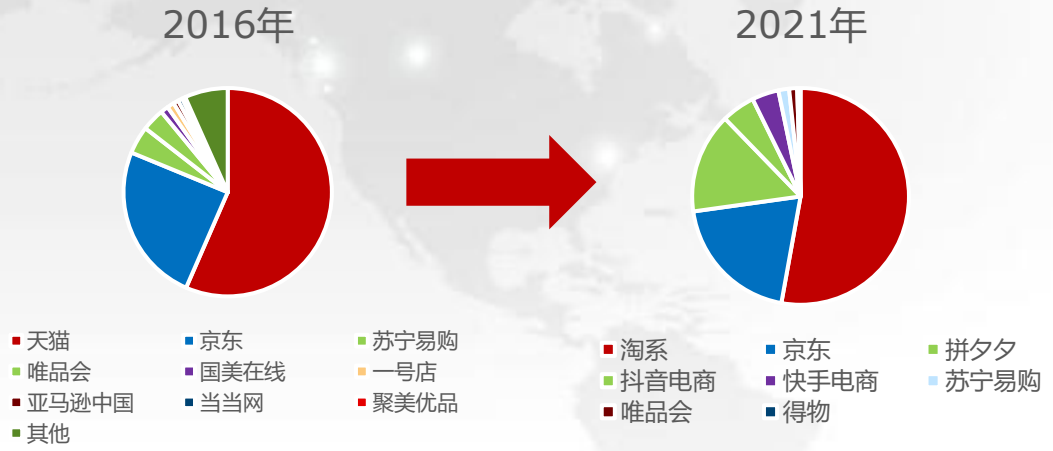
资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

渠道变革，集中度持续下降

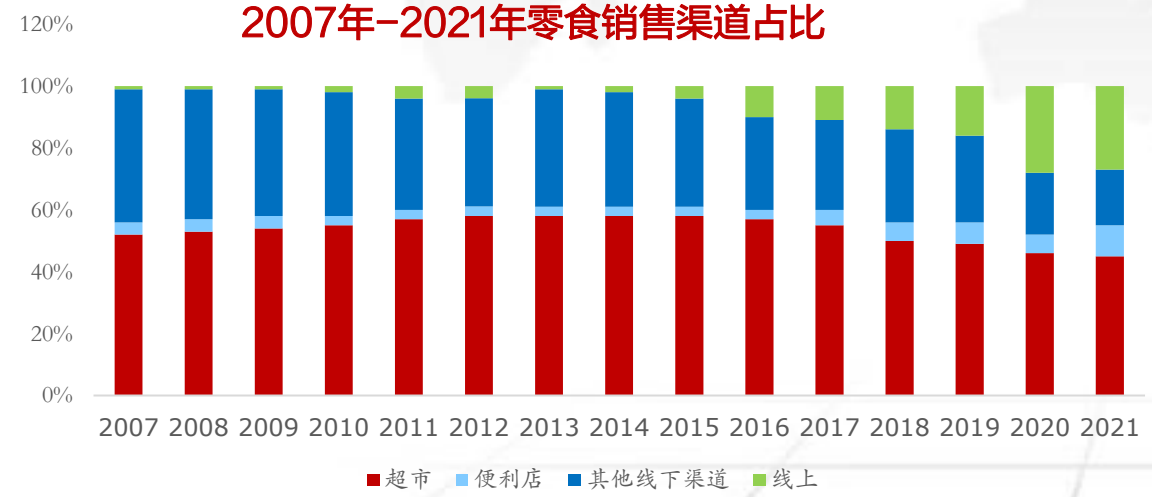
前15品牌2014-2020年市占率



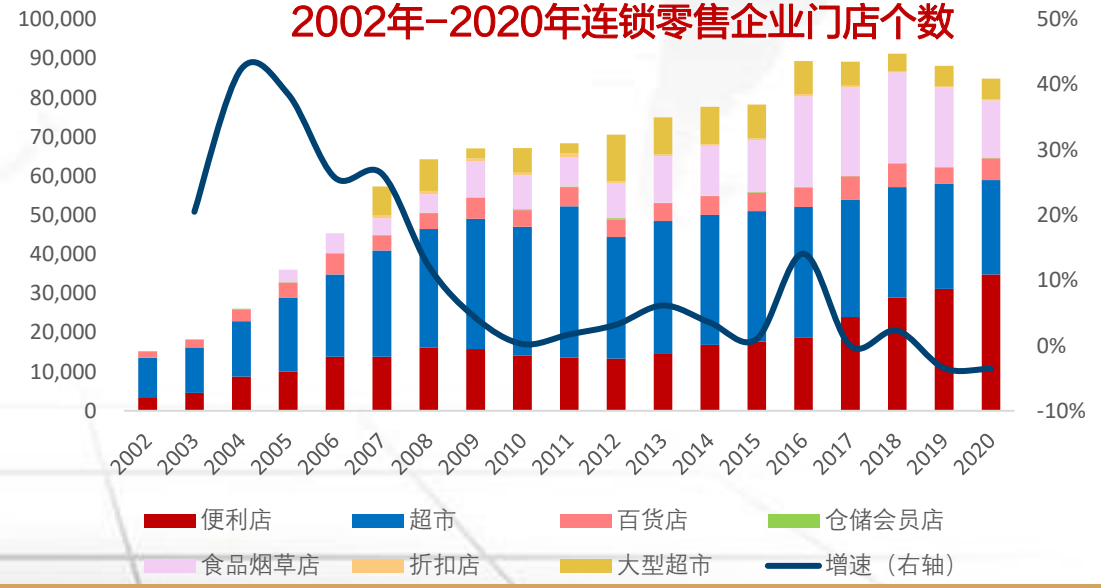
2016-2021购物网站市场份额（%）



2007年-2021年零食销售渠道占比

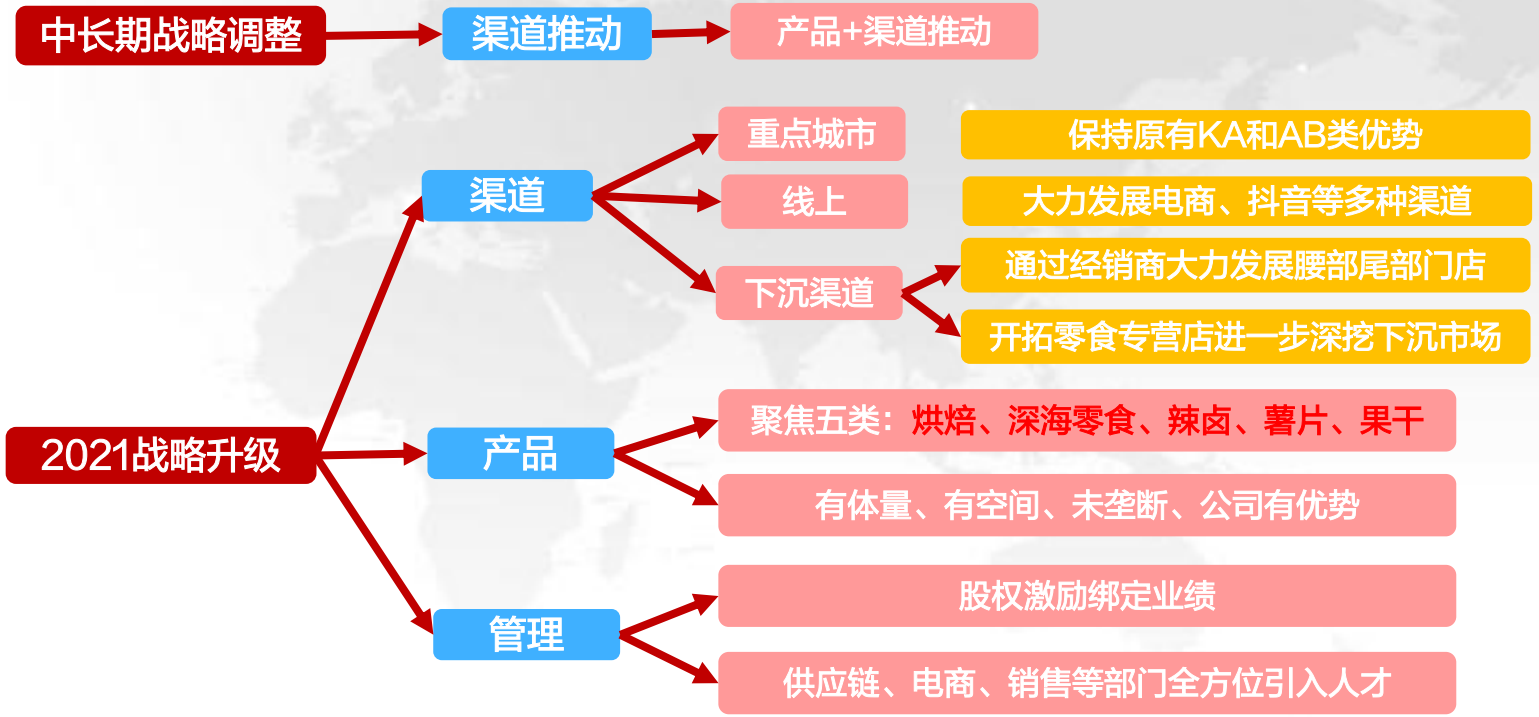


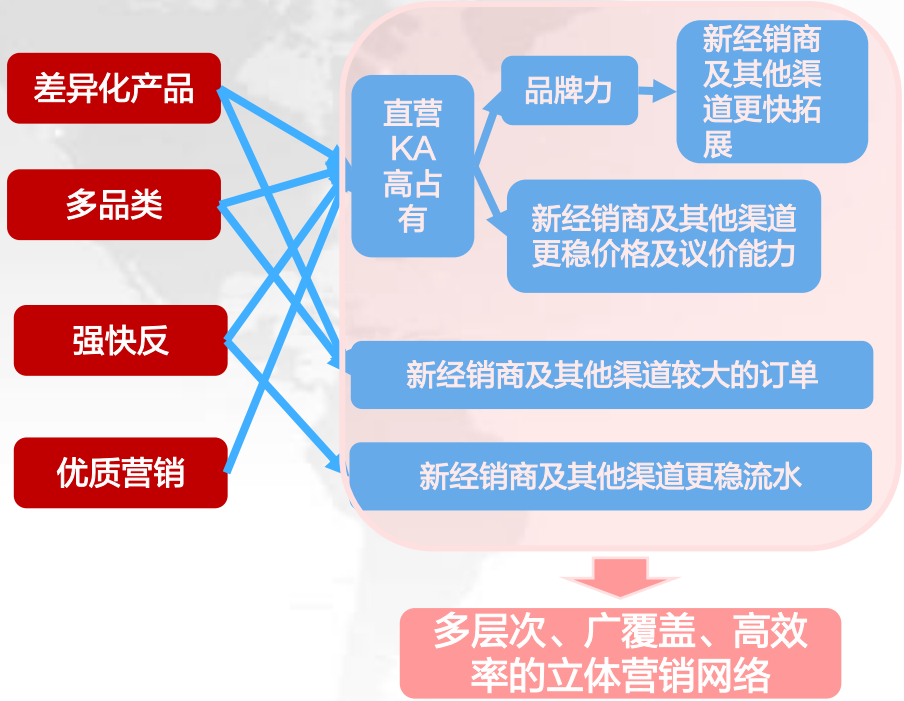
2002年-2020年连锁零售企业门店个数



资料来源：欧睿，艾媒数据，国家统计局，东海证券研究所

盐津铺子改革成效显

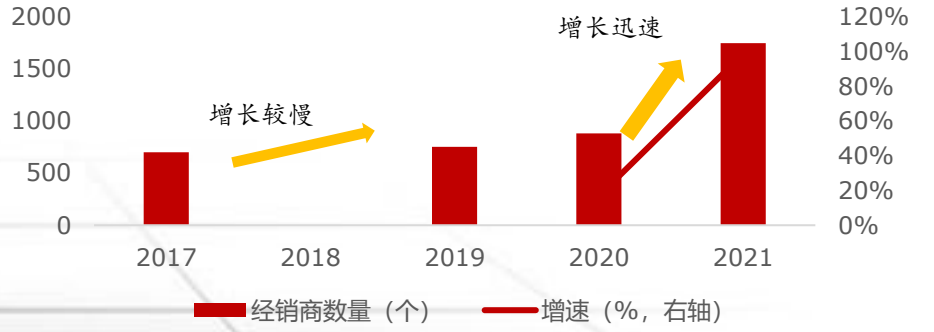




	商超	经销商
渠道性质	代销	买断
收入确认	在已经发货并获取商超的结算对账单后，公司确认收入	在已发货并获得经销商确认收货后，公司进行收入确认
退换货政策	在双方结算对账确认收入实现前均可进行退换货处理	若非产品质量问题，公司不接受经销商的退换货行为
账期	1个月左右	预付款
营销费用	更高	更低
安全库存	30天销售量	7-15天销售量

资料来源：盐津铺子招股书，公开资料整理，东海证券研究所

盐津铺子2017-2021经销商数量



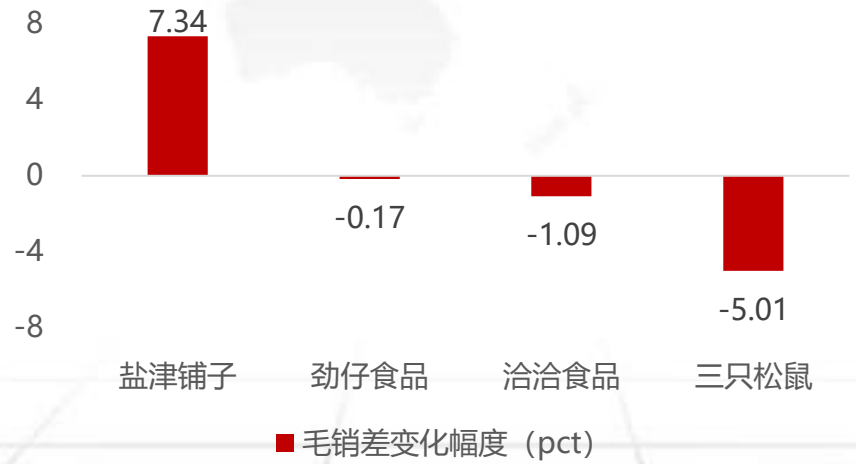
盐津铺子改革成效显

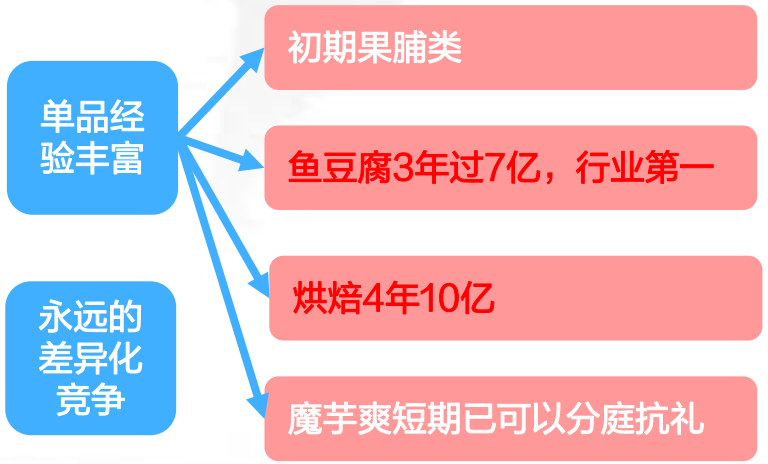












资料来源：公司年报，东海证券研究所

改革路径对比，盐津铺子确定性更高

东海证券 DONGHAI SECURITIES

2021下半年省级改革

- 产品
  - 小包装改大包装
  - 1-2元提升至5-10元
- 渠道
  - 通过大包装打开现代渠道
  - 通过零食专营渠道打开下沉市场
  - “万店陈列”专案，提升单店卖力

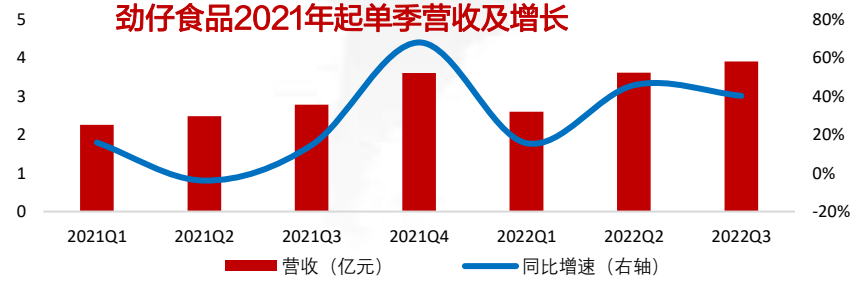
战略成功原因

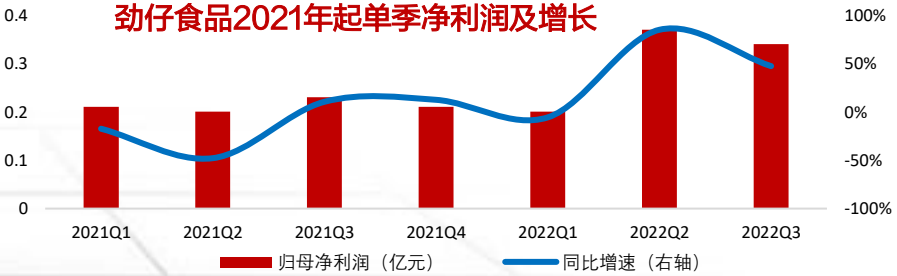
- 产品力为渠道向上的核心原因
- 行业竞争趋弱
- 渠道利润驱动
- 公司毛利更高

长期展望

- 收入提升
  - 品牌露出更强
  - 客单价拓宽
  - 客群拓宽
  - 价格示范效应
- 盈利能力提升
  - 高毛利渠道
  - 营销可控
  - 单品规模效应更高

	劲仔	卫龙
包装	小包装改大包装 	透明包装改白袋 
价格	1-2元提升至5-10元	2-2.5元提升至4-5元
改革前渠道	传统渠道为主	
渠道位置	低线渠道非主流展示区、非挂袋区	
改革渠道	通过KA渠道、零食专营、线上渠道等渠道打造全方位立体渠道	率先打开KA渠道，并借此进入各类流通渠道





资料来源：公司年报，公开资料整理，东海证券研究所

生产型龙头的竞争优势

东海证券 DONGHAI SECURITIES

海外龙头以生产型龙头为主

类型	代表企业	产品数量	生产	渠道	收入规模（亿元）	归母净利润规模（亿元）
渠道型龙头	三只松鼠			线上为主，多渠道	97.70	4.11
	良品铺子	较高	OEM	线下门店为主，多渠道	93.24	2.82
	来伊份			线下门店为主	41.72	0.31
生产型龙头	卫龙	较为专注	自产	商超便利店为主	48.22	8.27
	劲仔食品	较为专注	自产	商超便利店为主	11.11	0.85
	洽洽食品	较为专注	自产	商超便利店为主	59.85	9.29
	盐津铺子	聚焦5类	自产	商超优势较强，持续拓展全渠道	22.82	1.51

国内各类型代表零食企业情况

	ROE	净利率	资产周转率（次）	权益乘数	2022预测ROE	2022Q3净利率	2021毛利率	2021销售费率对比	2021销售费用人均工资占收入比重	2021研发费用对比（万元）	2021研发费率对比
三只松鼠	19%	4%	207%	217%	9%	2%	29%	**21%**	3%	5754	0.6%
良品铺子	13%	3%	194%	227%	15%	4%	27%	**18%**	2%	3967	0.4%
来伊份	2%	1%	137%	181%	3%	2%	44%	**33%**	11%	503	0.1%
卫龙美味	31%	**17%**	113%	153%	/	/	37%	11%	5%	550	0.1%
劲仔食品	10%	8%	107%	118%	13%	9%	27%	12%	4%	2406	2.2%
洽洽食品	21%	16%	80%	167%	19%	**14%**	32%	10%	3%	4509	0.8%
盐津铺子	17%	7%	111%	237%	**27%**	**11%**	36%	**22%**	10%	**5519**	**2.4%**

资料来源：公司年报，wind，公开资料整理，东海证券研究所

核心关注：盐津铺子、劲仔食品等

东海证券 DONGHAI SECURITIES

板块投资建议：

核心驱动：生产型龙头替代渠道型。不同于市场预期零食赛道驱动主要来自零食专营系统爆发，我们认为核心驱动主要为生产型龙头对渠道型龙头的替代，故该阶段可能比市场预期更长，且生产型龙头普遍具有机会，形成百花齐放特征。

盐津铺子潜力较大＋持续关注劲仔食品等。基于目前我国零食行业发展较海外更早期，暂未出现地位明确的多品类生产型龙头，相对而言，我们认为盐津铺子潜力较大。持续关注盐津铺子、劲仔食品、洽洽食品等。

零食公司盈利预测表

公司名称	总市值（亿元）	营收增速			归母净利润增速			归母净利润（亿元）			PE		
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
盐津铺子	137	16%	21%	23%	-38%	110%	46%	1.5	3.2	4.6	91	43	30
劲仔食品	47	22%	27%	26%	-18%	53%	24%	0.8	1.3	1.6	55	36	29
洽洽食品	270	13%	15%	15%	15%	12%	19%	9	10	12	34	26	22
良品铺子	157	18%	12%	15%	-18%	30%	23%	2.8	3.7	4.5	60	43	35
甘源食品	72	10%	19%	31%	-14%	17%	35%	1.5	1.8	2.4	46	40	30

资料来源：万得一致预测，东海证券研究所

CONTENTS

目录

01 消费趋势：Q2预计迎强复苏

02 白酒：高端稳，地产酒性价比高

03 零食：格局迎变，生产型龙头势优

04 速冻及预制菜：B端高集中，C端百花放

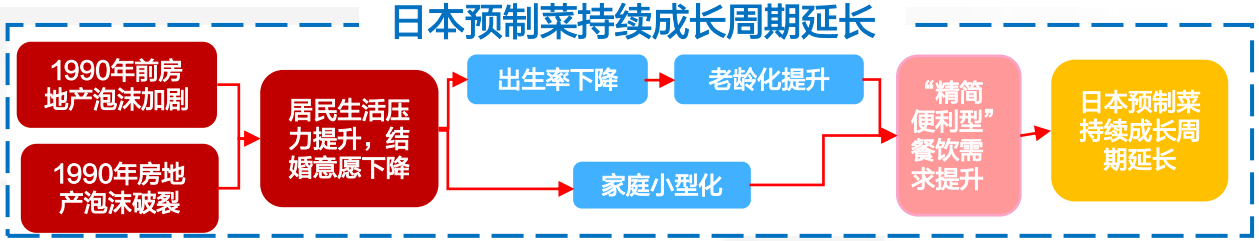
复盘历史，日本较美国更具借鉴意义

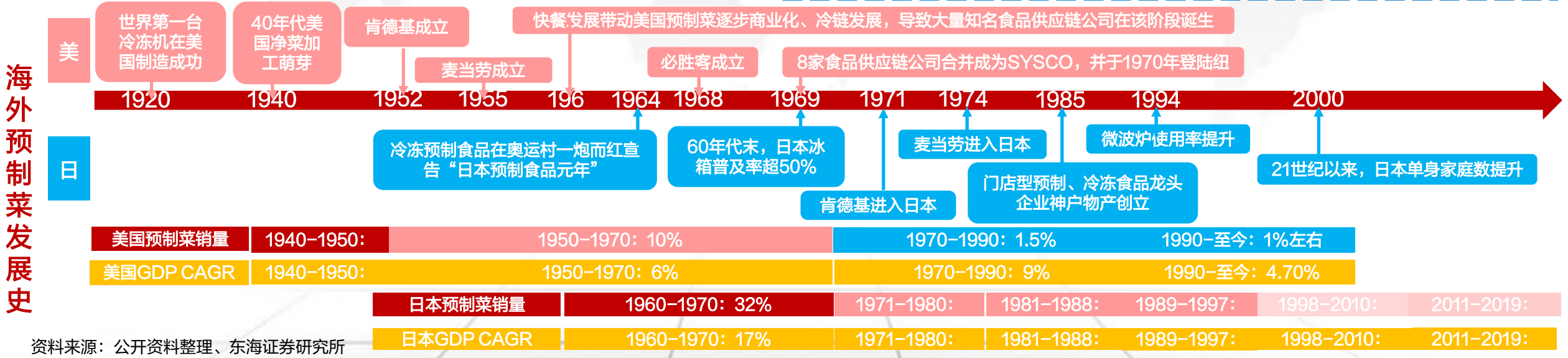
东海证券 DONGHAI SECURITIES

海外：①美国：1>初期爆发式发展：预制菜最早起源于美国，40年年代处于萌芽期，随后在快餐店发展、冷链物流设施发展的双向刺激下，带来了60年代以来的预制菜商业化，以及超过30年的快速发展。其中1940开始的第一个十年预制菜销量CAGR达35%，随后20年CAGR达10%，均超过同期GDP增速。**2>后期发展缓慢**：因饮食习惯不同、因制作工序简单，需求有限，美国预制菜发展初期发展快，且以净菜加工为主，后期发展缓慢，1970年以来十年CAGR持续低于GDP增速，参与者主要为雀巢等综合食品公司。

②日本：因饮食习惯接近，烹饪难度高于西方，日本预制菜发展过程更具备借鉴意义。1>初期奥运会及冷链促进初期B端火爆：随着冷冻基数发展，1964年东京奥运为奥运村选手准备冷冻预制食品使该年基本上成为日本普遍意义上预制菜元年，随后1965年日本冰箱普及率达50%，进一步推动日本预制菜发展。预制菜销量自1965-1970CAGR达32%。该阶段预制食品占冷冻食品比例，从30%左右提升到不到60%。**2>持续成长的超长成长周期**：1971、1974麦当劳、肯德基分别进入日本，带动预制食品B端快速发展，1980年后的日本经济破灭并未明显影响预制菜高速增长的趋势，1990后微波炉逐步普遍进一步延长了预制食品趋势，1965-1997年，日本预制食品实现了32年的快速发展，该阶段预制食品销量CAGR达14%。预制食品在冷冻食品渗透率从不到30%，提升至80%左右。人均预制食品的消耗量从1970年的0.6克提升到2000年的9.73克，提升超过15倍。**3>2000以来的BC切换，带来持续稳健。**2000年前后日本预制菜B端消费量开始下滑，尤其是1997-2009年年均下滑1.7%，该阶段C端维持约2%的增长，近十年两者共同创造了2%左右的复合增速，实现了稳健成长。

◆整体看，日本预制菜发展爆发力高于美国、持续高成长时间强于美国，核心原因在于一方面，菜肴烹饪较为复杂，标准化及便利性需求高于美国；**另一方面**，不同于美国的是，1990前的房地产泡沫化及泡沫破裂直接带来居民生活压力增大，在这个基础上，单身率提升带动出生率下降，同时造成了老龄化加剧和家庭小型化两个核心结果。而这两个核心结果都使“精简便利型”饮食趋势需求进一步提升，预制菜C端发展长期维持稳健成长。





资料来源：公开资料整理、东海证券研究所

国内仍处预制菜发展初期

东海证券 DONGHAI SECURITIES

国内：前期受制于冷链，近期冷链驱动下爆发。

- **2000 年前后**，我国陆续出现了预制菜企业。但受限于早期冷冻技术及冷链运输的高成本，行业在过去的很长一端时间里一直处于缓慢发展的状态。
- **2014 年前后**，外卖平台快速发展料理包市场，行业在 B 端步入放量期。
- **2020 年开始**，消费升级叠加疫情催化，预制菜进入 C 端用户视野，并在 C 端迎来消费加速期。



资料来源：公开资料整理、东海证券研究所

空间测算，2030年前狭义预制菜CAGR望达15%

东海证券 DONGHAI SECURITIES

空间测算，狭义预制菜肴2030年望达7580亿，期间复合增速望达CAGR达15%

规模

2021年我国餐饮行业营收达4.7万亿元左右，因连锁化率提升带动餐饮长期维持超过社零的增长速度，短期受到疫情增速放缓。假设按照中国连锁经营协会数据，2024E餐饮市场规模达6.6万亿，保守假设2030年前餐饮复合增速达5%。同时根据中国饭店协会数据，餐饮门店毛利率约40%-70%之间，假设平均毛利率在50%左右，原材料成本约占总成本4成；假设2030年我国预制菜在餐饮端的渗透率仅达当前美日超过60%的渗透率的一半30%，且C端占比超过3成，2030年中国狭义预制菜规模（料理包+预制菜肴）规模达7580亿，在相对保守的预期下，至2030复合增速预计达15%。悲观、乐观预期下，2030年前狭义行业增速望分别达到10%、23%。

受益行业

从生命周期的角度，因速冻米面、火锅料制品行业相对成熟，预计未来增长最快的预制菜行业主要为料理包及预制菜肴。从终端顾客接受度的角度，其中预制菜肴因属于半成品预制菜，有加工体验感以及更好的烹饪口感，C端需求高于B端，预计是最为受益的细分行业。味知香就属于预制菜肴类。

中国预制菜行业规模及增速测算

2024年中国餐饮规模： × 原材料成本占比： × 平均毛利率：

↓

2030年餐饮食材总规模：17689亿元

乐观			中性			悲观		
渗透率	B端占比	C端占比	渗透率	B端占比	C端占比	渗透率	B端占比	C端占比
45%	60%	40%	30%	70%	30%	20%	70%	30%
2030年狭义市场规模	13267亿元		2030年狭义市场规模	7580亿元		2030年狭义市场规模	5054亿元	
2021-2030CAGR	23%		2021-2030CAGR	15%		2021-2030CAGR	10%	

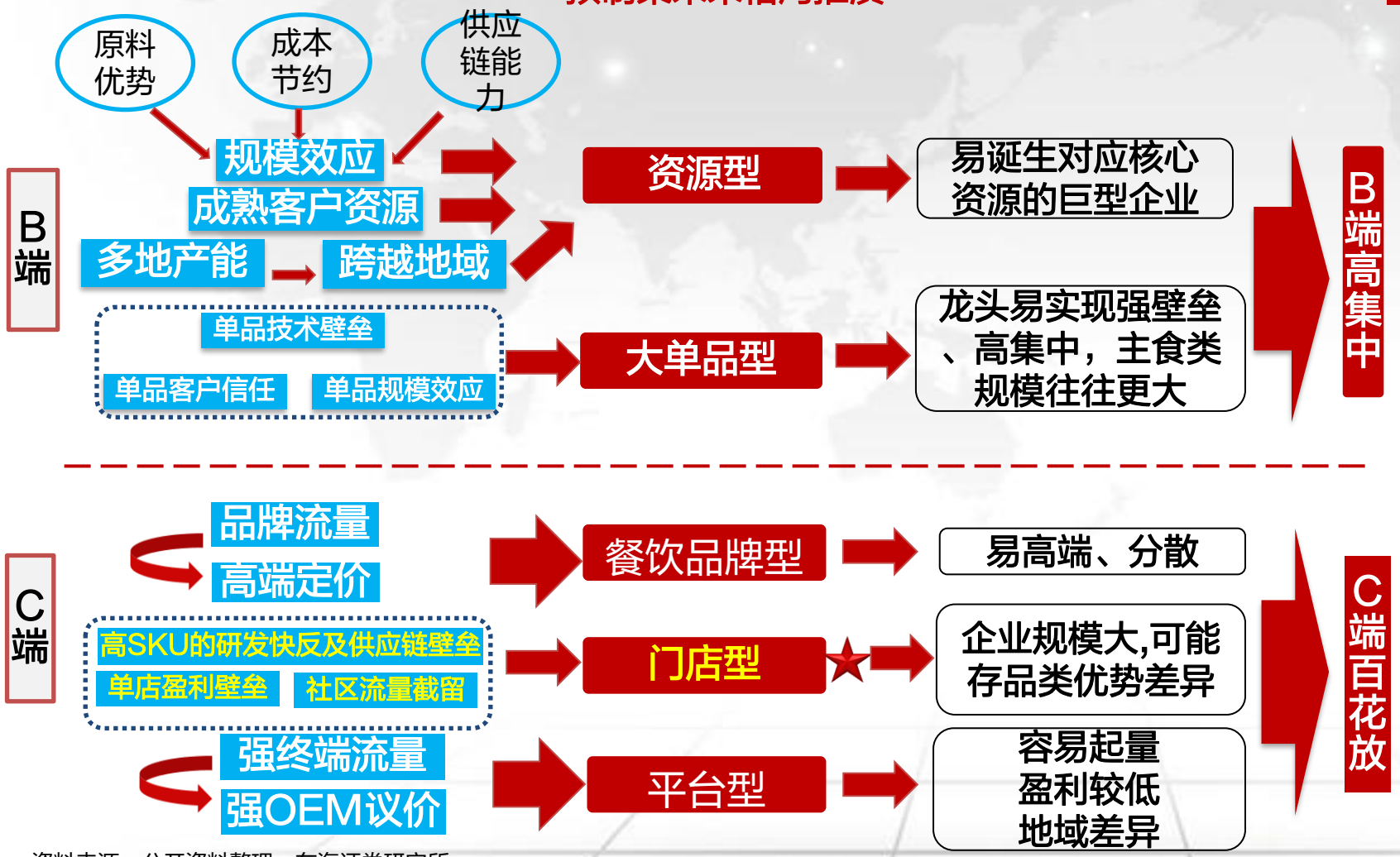
预制菜生命周期



资料来源：公开资料整理、东海证券研究所

格局推演：B端高集中，C端百花放

预制菜未来格局推演



资料来源：公开资料整理、东海证券研究所

■B端高集中：大单品型、上游资源型望占尽先机

第一，米面为主的大单品型企业在所在领域，从产品技术、再到客户服务，形成的壁垒较难打破，行业集中度有望实现突破。

第二，在产品壁垒不强，供应链成本、周转能力相对重要的背景下，上游资源型企业往往能够占据先机，日美主要企业均为具备较强上游资源的综合型企业。

■C端百花放：平台型高份额，门店型高规模

第一，C端在产品力往往不具备壁垒的前提下，流量资源成为核心优势，下游平台型（如盒马）望在大众市场占据最大份额，以量取胜；

第二，门店型因快速反映的研发、门店壁垒，社区流量截留等因素，成为大企业的摇篮；

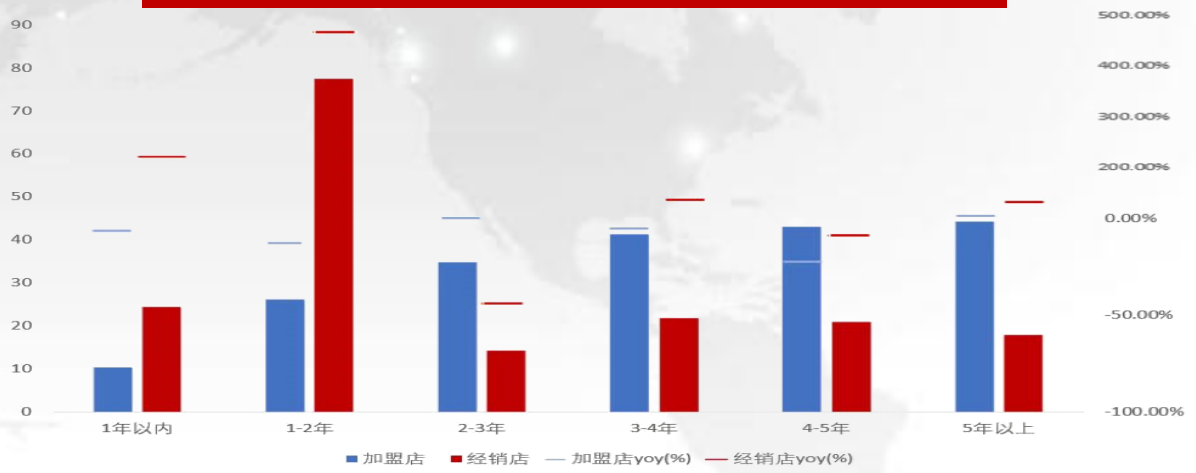
第三、餐饮品牌型自带品牌流量，产品往往高度还原自身品牌口味，规模难以做大，但有望实现高端市场的占领。

味知香：单店模型成熟，壁垒突出

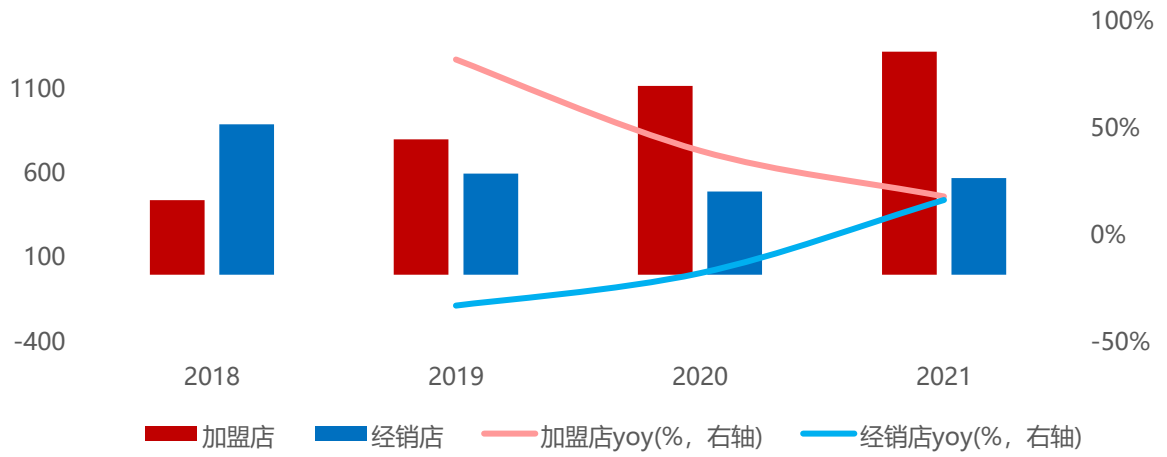
味知香加盟店单店模型

加盟店单店模型（万元/年）	金额	费用率	备注
初始投资成本 开业支持费+保证金+装修费等	7.8		
单店营收	69		
单店成本	(53.1)	毛利率40%左右	
原材料	(40)		
员工工资	(7.2)	(10.4)	员工1人，6000元/月
租金费用	(3)	(4.3%)	
水电	(2.4)	(3.5%)	月水电费2000元
折旧摊销	(0.5)	(0.7%)	折旧年限3年
净利润	15.9		
净利率	5-20%	投资回收期一年内	

2020年各年份经销店、加盟店单店提货额及增速



加盟店、经销店门店数量及增速



资料来源：公司年报，招股说明书，公开资料整理、东海证券研究所

门店型预制菜，现金流、盈利性能表现突出

东海证券 DONGHAI SECURITIES

门店型预制菜公司运营强：
门店轻资产扩张，导致周转更快、人效更强，现金预付为主，导致账期更短，库存可控、现金流较优 ▶ **总资产周转率更快**

门店型预制菜公司盈利强：
消费者教育需要显著少于直营渠道为主的公司，同时门店主要靠自然动销，费率显著较少，同时叠加客单较高 ▶ **净利率更高**

门店型预制菜公司ROE高：
总资产周转、净利率存在优势的情况下，即便权益乘数较低（主要是负债低），公司依然拥有较高ROE ▶ **拥有较高ROE**

味知香和竞品公司ROE拆分比较表

公司	年份	ROE（%）	净利率（%）	总资产周转率（%）	权益乘数	2022预测ROE	2022Q3净利率	2021毛利率	2021应收账款周转天数	2021销售费率	2021人效（万元/人）	2021人均薪水（万元）
味知香	2020	38	20	2.1	1.1	12%	18%	25%	1.9	5%	161	15
	2021	17	17	1.7	1.1							
安井食品	2020	19	9	1.0	2.1	13%	9%	22%	17	9%	59	8
	2021	16	7	1.1	1.9							
惠发食品	2020	4	1	1.0	1.9	0	−7%	15%	36	9%	73	12
	2021	−22	−8	1.1	2.1							
海欣食品	2020	9	4	1.2	1.5	9%	5%	19%	49	13%	78	14
	2021	−4	−2	1.3	1.6							
千味央厨	2020	16	8	1.2	2.1	10%	7%	22%	16	3%	59	8
	2021	12	7	1.1	1.6							
立高食品	2020	41	13	2.2	1.7	8%	5%	35%	20	13%	71	12
	2021	21	10	2.0	1.5							

资料来源：公司年报、公开资料整理、东海证券研究所

核心关注：味知香、安井食品、千味央厨

板块投资建议：

行业方面：因便利性、标准化刚需、地域保护（较远区域需重新建厂建渠道），结合冷链物流运力提升，B端渗透率提升长期趋势不可逆；较低的教育成本叠加短期成本回落，C端盈利稳健；预制菜板块投入产出比高于其他新消费行业，目前仍处初期。

公司方面，速冻板块，渠道成熟，龙头格局、成长性明确，有望伴随短期春节开门红及疫情优化，持续向上，持续关注龙头安井食品、千味央厨；预制菜肴板块，关注短期产能瓶颈望突破的味知香。

速冻及预制菜公司盈利预测表

公司名称	总市值（亿元）	营收增速			归母净利润增速			归母净利润（亿元）			PE		
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
味知香	64	23%	14%	29%	6%	13%	32%	1.3	1.5	2.0	72	37	28
安井食品	490	33%	31%	26%	13%	52%	29%	7	10	13	61	47	36
千味央厨	57	35%	18%	24%	16%	24%	21%	0.9	1.1	1.3	57	46	38
立高食品	160	56%	9%	28%	22%	-36%	73%	2.8	1.8	3.1	79	87	50
三全食品	162	0%	10%	11%	-17%	22%	12%	6	8	9	27	21	19

资料来源：万得一致预测、东海证券研究所

风险提示

- **尾部干扰：**以白酒为主的部分板块疫情影响中库存较高，消化影响仍需时间，2022年Q4、2023年Q1部分公司业绩仍有望迎波动风险。
- **地产及消费挤压影响：**基于大量数据观测，消费回升过程中，往往受到消费内外支出挤压影响，尤其在收入提升速度有限的过程中（我国工业企业利润自7月起进入趋势性负增长阶段，人均收入趋势往往滞后1-1.5年表现），可选消费可能受到住宅支出、必选消费带来的“挤出效应”。故对估值提升、基本面预期落地后的Q3起，谨慎相关风险。
- **疫情影响：**目前餐饮等主要消费场景仍未完全恢复，疫情波动以及疫情相关防疫政策可能对购物中心人流量、餐饮人流量以及商超便利店人流量产生影响，如果疫情反复，仍有可能对部分市场产生影响。
- **原材料价格影响：**疫情情况可能对用工、开工情况产生影响进而进一步影响部分原材料市场价格
- **竞争加剧的影响：**疫情以来，白酒、食品等部分行业受到需求减少影响，部分品牌竞争有所加剧，集中度有所提升，如果竞争进一步剧烈，可能对部分公司业绩产生实际影响。
- **消费需求的影响：**疫情对部分人群消费力产生了明显影响，仍有可能进一步对未来消费产生继续影响。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

二、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并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址：Http://www.longone.com.cn
电话：（8621）20333619
传真：（8621）50585608
邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址：Http://www.longone.com.cn
电话：（8610）59707105
传真：（8610）59707100
邮编：100089

务实、创新、规范、协同

PRAGMATIC、INNOVATIVE、DISCIPLINED、COLLABORATIVE

东海证券微信订阅号

东海研究微信订阅号

东海证券股份有限公司研究所
丰毅
fengyi@longone.com.cn
赵从栋
zhaocd@longone.com.cn
任晓帆
rxf@longone.com.cn