

食品饮料行业2021年度中期投资策略

中流击水，浪遏飞舟

分析师及联系人

• 董思远

(8621)61118732

dongsy@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490517070016

• 张伟欣

(8621)61118732

zhangwx2@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490518060003

• 赵海燕

(8621)61118732

zhaohy4@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490519080001

• 徐爽

(8621)61118732

xushuang@cjsc.com.cn

执业证书编号：

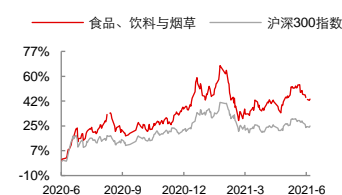
S0490520030001

报告日期 2021-06-22
行业研究 深度报告
评级 看好 | 维持

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000858	五粮液	买入
002304	洋河股份	买入
600600	青岛啤酒	买入
002461	珠江啤酒	买入

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《需求场景复苏, 吹响旺季冲锋的号角》 2021-05-23
- 《食品饮料行业2020年年报及2021年一季报综述之白酒篇: 景气延续, 升级加速》 2021-05-16
- 《食品饮料行业2020年年报及2021一季报综述大众品篇: 稳健收官, 需求复苏》 2021-05-11

食品、饮料与烟草

中流击水, 浪遏飞舟——食品饮料行业 2021 年度中期投资策略

● 内在逻辑有望从“基数”向“边际”回归, 下半年关注边际改善趋势

从今年上半年的股价表现来看, 市场对于“基数效应”反馈较为积极, 其中以啤酒、二三线白酒等细分板块由于去年一季度基数相对较低, 一季报表现业绩弹性较大, 股价在前期回调后持续反弹, 部分标的如酒鬼酒、舍得酒业等股价再创历史新高, 而以调味品为主的板块由于去年利润基数相对高, 叠加估值相对较高, 股价出现较大幅度的调整。

而去年二季度由于大众品的补库存效应, 导致去年二季度基数依然相对较高, 而二三线白酒的基数依然相对较低, 因此近期板块间股价表现分化较为严重。而从板块估值情况来看, 年初以来, 除了红酒、软饮料外, 其他板块估值均有一定程度回落。

随着下半年基数回归正常态势, 我们认为市场演绎逻辑有望逐步从“基数”向“边际”回归和转变, 同时随着需求逐步企稳和修复, 部分板块有望迎来边际改善, 例如调味品、休闲食品等, 而景气度较高的白酒、啤酒等板块景气有望进一步延续。

● 景气为先, 边际修复, 成长助力

下半年继续重视白酒、啤酒等强景气板块的投资机会, 同时关注调味品、乳制品、休闲食品等大众品板块的边际修复机会。

白酒: 短期看, 受益于去年低基数及需求强复苏, 上半年预计各价格带均有望保持较快增长, 其中基数效应带来的弹性红利预计是造成各价格带表现差异的主要原因。随着行业增长趋稳及弹性红利消失, 预计下半年各价格带之间的景气度差异将成为更重要的变化。

大众品: 基数背景下短期增速承压, 下半年有望改善。从 2020 年的业绩看, 2020 年行业从疫情冲击→逐步复苏→稳健发展。2021 年一季度受益于低基数, 大众品整体收入利润均实现了快速增长, 但是二季度普遍面临高基数的因素, 由于受到基数的影响, 短期增速承压, 但下半年随着基数效应消除有望边际逐步改善。

● 食品饮料重点推荐标的

白酒: 五粮液、洋河股份、山西汾酒、泸州老窖、贵州茅台、今世缘、古井贡酒等。

大众品: 青岛啤酒、珠江啤酒、洽洽食品、伊利股份、日辰股份、千禾味业、天味食品、恒顺醋业、绝味食品, 建议关注海天味业、双汇发展、安井食品、中炬高新。

风险提示:

1. 消费需求不达预期, 产品升级速度低于预期;
2. 原材料成本波动风险, 市场竞争加剧等。

目录

食品饮料行业 2021 年中期策略：中流击水，浪遏飞舟	6
年初以来股价波动较大，板块间表现分化较为严重	6
白酒：景气延续，分化加剧，新价格红利期到来	8
白酒板块具备极强的投资韧性	8
分价格带：短期弹性差异与长期景气分化	9
配置逻辑：从短期弹性思维转向长期景气思维	19
大众品：淡化短期波动，把握长期确定性	23
淡化短期基数扰动，长期刚需属性仍强	23
成本压力下，关注强定价权品种	24
关注新渠道对于大众品行业格局的影响	25
乳制品：需求端景气度延续，盈利端有望改善	26
肉制品：肉制品业务关注成本下行带来盈利弹性，屠宰业务有望改善，进口肉盈利承压	29
调味品：柳暗花明，否极泰来	31
啤酒：景气修复，静待旺季	33
休闲零食：品牌产品力+渠道多元化成为行业目前发展主基调	36
速冻食品：BC 端需求双轮驱动，规模为王，创新迭代，整合优化	38

图表目录

图 1：长江食品饮料指数 2020 年以来走势	6
图 2：上半年长江食品饮料分板块涨跌幅情况	6
图 3：长江食品饮料分板块市盈率情况（TTM）	7
图 4：2020.1-2020.6，白酒指数表现	8
图 5：2020.7-2020.12，白酒指数表现	9
图 6：2021.1-2021.5，白酒指数表现	9
图 7：白酒分价格带收入增速对比（菱形色块为对应价格带 2021Q1 相比于 2019Q1 的增速）	10
图 8：白酒分价格带利润增速对比（菱形色块为对应价格带 2021Q1 相比于 2019Q1 的增速）	10
图 9：茅台（上图）&五粮液（下图）历史批价图	11
图 10：高端酒收入及同比增速	13
图 11：高端酒收入份额（亿元）	14
图 12：高端酒销量份额	14
图 13：2020 年高端酒竞争格局	15
图 14：高端、次高端、大众酒增速对比	16
图 15：2012 年次高端竞争格局	17
图 16：2020 年次高端竞争格局	17
图 17：大众酒集中度持续提升	18

图 18: 2020 年大众酒竞争格局	18
图 19: 2012 年至今, 茅台收入及增速情况	20
图 20: 2012 年至今, 茅台净利润及增速情况	20
图 21: 2012 年至今, 五粮液收入及增速情况	20
图 22: 2012 年至今, 五粮液净利润及增速情况	20
图 23: 2012 年至今, 泸州老窖收入及增速情况	21
图 24: 2012 年至今, 泸州老窖净利润及增速情况	21
图 25: 2012 年至今, 汾酒收入及增速情况	21
图 26: 2012 年至今, 汾酒净利润及增速情况	21
图 27: 2012 年至今, 洋河收入及增速情况	22
图 28: 2012 年至今, 洋河净利润及增速情况	22
图 29: 2012 年至今, 古井贡酒收入及增速情况	22
图 30: 2012 年至今, 古井贡酒净利润及增速情况	22
图 31: 2012 年至今, 今世缘收入及增速情况	23
图 32: 2012 年至今, 今世缘净利润及增速情况	23
图 33: 粮油食品、饮料类的社零总额累计增速	24
图 34: CPI-PPI 剪刀差	25
图 35: 去年下半年以来食品饮料部分原材料价格出现提升 (元/千克)	25
图 36: 大众品毛利率和 CPI-PPI 关系	25
图 37: 乳制品产量增速 2020 年 4 月份后持续改善	26
图 38: 原奶价格在下半年提升明显 (元/千克)	27
图 39: 国内奶牛数量近 3 年并未出现提升 (千头)	27
图 40: 伊利股份两次毛销差拐点均是在原奶价格上涨的背景下	28
图 41: 猪价自 2021 年以来回落明显 (元/千克)	30
图 42: 收购价:肉毛鸡:山东:滨州 (元/500 克)	30
图 43: 双汇发展 2020 年肉制品营业利润率提升明显	30
图 44: 中美猪肉价差较 2020 年收窄	31
图 45: 社零总额单月增速 (粮油、食品类; 饮料类)	32
图 46: 社零总额单月增速 (餐饮类、限额以上餐饮; 饮料类)	32
图 47: 啤酒行业单月、年内累计销量增速 (%)	33
图 48: 社零总额增速 (餐饮类)	33
图 49: 啤酒板块上市公司分季度的营收同比增速 (%)	34
图 50: 啤酒板块单季度毛销差 (%)	34
图 51: 铝锭价格同比 (%)	34
图 52: 瓦楞纸价格同比 (%)	34
图 53: 进口大麦价格同比 (%)	35
图 54: 啤酒成本构成 (青岛啤酒, 2020 年度)	35
图 55: 啤酒上市公司的均价涨幅、均成本涨幅对比 (2020 年对比 2017 年)	36
图 56: 行业龙头品牌淘宝平台近两年市占情况	37
图 57: 近年淘宝平台零食类目品牌数量变化 (个)	37

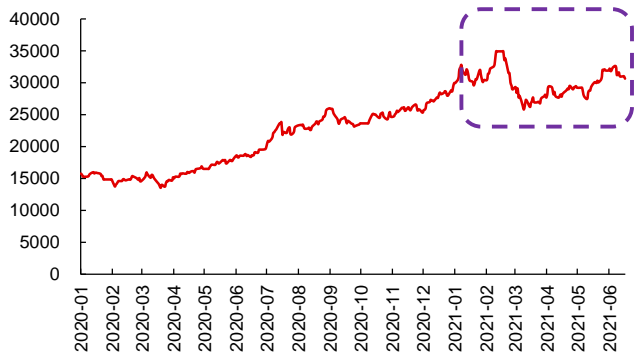
图 58: 国内速冻食品行业规模情况	39
图 59: 国内速冻食品行业新增企业数量情况 (家)	39
图 60: 我国速冻米面制品市场规模	40
图 61: 我国速冻菜肴市场规模	40
图 62: 2020 年速冻火锅料制品市占率	40
图 63: 近年来速冻火锅料制品龙头企业市场份额提升明显	40
图 64: 北上广深店铺月租金增速 (万元/月)	41
图 65: 国内连锁餐饮数量 (万个)	41
图 66: 购买到食用时间对比	41
图 67: 外卖用户规模上升 (万人)	41
图 68: 安井食品随着全国工厂布局推进整体运输费用率逐步降低	42
图 69: 速冻各龙头公司资产负债率情况	42
图 70: 安井食品研发投入领先行业且逐年增加 (百万元)	42
图 71: 安井研发新产品对营收贡献历史情况	42
图 72: 安井食品火锅料制品研发不断突破创新	42
表 1: 2020 年以来白酒核心品牌提价信息汇总 (不完全统计)	11
表 2: 高端酒企和二三线酒企的高端单品的营收规模明细 (单位: 亿元)	13
表 3: 部分次高端酒企营收规模	15
表 4: 部分大众酒收入规模	17
表 5: 白酒核心标的估值表	19
表 6: 大众品及其子行业收入和利润增速	23
表 7: 主要上市乳业收入增速	27
表 8: 伊利股份历史业绩和股价表现	28
表 9: 伊利股份历史经营计划及完成情况 (亿元)	29
表 10: 调味品公司 2020Q1~2021Q1 分季度收入增速及 2021 年度收入增长计划	32
表 11: 调味品公司 2020Q1~2021Q1 分季度利润增速及 2021 年度利润增长计划	32
表 12: 啤酒吨均成本的敏感性测算	35
表 13: 安井食品产能扩建规划以及历年投产情况	41

食品饮料行业 2021 年中期策略：中流击水，浪遏飞舟

年初以来股价波动较大，板块间表现分化较为严重

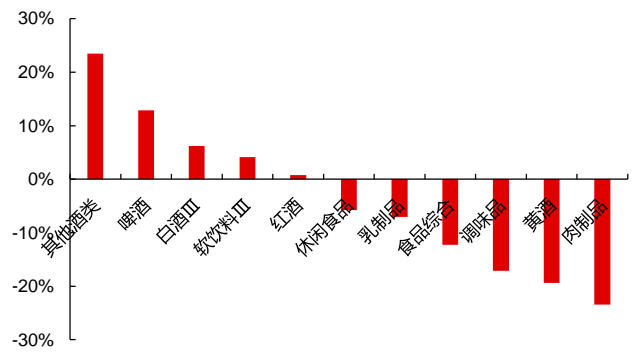
今年以来食品饮料指数相较于去年波动幅度明显加大，春节前以白酒为主的板块由于春节旺季销售预期出现一波明显的股价上涨，春节后由于流动性收缩预期+估值扰动等因素，导致食品饮料指数出现明显的回调。3-4 月随着市场预期逐步企稳，叠加食品饮料板块一季报催化，指数出现企稳反弹的迹象，部分细分板块股价反弹幅度较大，例如啤酒、二三线白酒等，但以调味品、肉制品等为主的大众品板块股价依然持续回调，板块间表现分化较为严重。

图 1：长江食品饮料指数 2020 年以来走势



资料来源：Wind，长江证券研究所（截止至 2021 年 6 月 16 日）

图 2：上半年长江食品饮料分板块涨跌幅情况



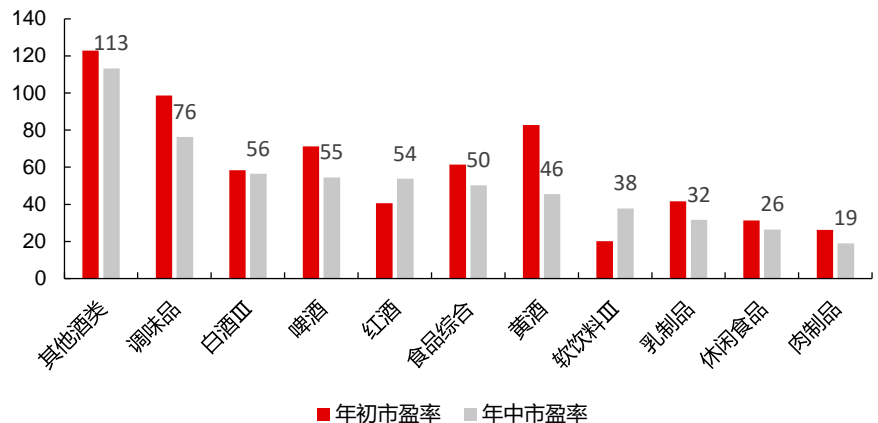
资料来源：Wind，长江证券研究所（截止至 2021 年 6 月 16 日）

➤ 内在逻辑演绎有望从“基数”向“边际”回归，下半年关注边际改善趋势

从今年上半年的股价表现来看，市场对于“基数效应”反馈较为积极，其中以啤酒、二三线白酒等细分板块由于去年一季度基数相对较低，一季报表现业绩弹性较大，股价在前期回调后持续反弹，部分标的如酒鬼酒、舍得酒业等股价再创历史新高，而以调味品为主的板块由于去年利润基数相对高，叠加估值相对较高，股价出现较大幅度的调整。

而去年二季度由于大众品的补库存效应，导致去年二季度基数依然相对较高，而二三线白酒的基数依然相对较低，因此近期板块间股价表现分化较为严重。而从板块估值情况来看，年初以来，除了红酒、软饮料外，其他板块估值均有一定程度回落。

图 3：长江食品饮料分板块市盈率情况（TTM）



资料来源：Wind，长江证券研究所（年中市盈率截止至 2021 年 6 月 16 日）

随着下半年基数回归正常态势，我们认为市场演绎逻辑有望逐步从“基数”向“边际”回归和转变，同时随着需求逐步企稳和修复，部分板块有望迎来边际改善，例如调味品、休闲食品等，而景气度较高的白酒、啤酒等板块景气有望进一步延续。

景气为先，边际修复，成长助力

下半年继续重视白酒、啤酒等强景气板块的投资机会，同时关注调味品、乳制品、休闲食品等大众品板块的边际修复机会。

白酒：短期看，受益于去年低基数及需求强复苏，上半年预计各价格带均有望保持较快增长，其中基数效应带来的弹性红利预计是造成各价格带表现差异的主要原因。随着行业增长趋稳及弹性红利消失，预计下半年各价格带之间的景气度差异将成为更重要的变化。其中，预计高端酒全年维持稳健快速发展，近年来发力高端价格带的酒企数量有所增加，有望推动高端价格带加速扩容，但预计市场份额仍集中在茅五泸三大高端品牌；次高端预计依然是增速最快的价格带，但剔除基数效应后，各个企业之间的表现分化仍将延续，建议优选品牌力较强且具备一定渠道运作能力的次高端酒企；大众酒价格带预计整体规模将继续萎缩，但头部品牌有望享受份额集中红利。

大众品：基数背景下短期增速承压，下半年有望改善。从 2020 年的业绩看，2020 年一季度疫情冲击下，居家消费如休闲食品及刚需类产品如肉制品（主要是受益于猪价上涨）等表现较好，带动大众品整体维持微弱正增长。随着需求的逐步复苏，以及补库存需求的开启，二季度收入增速靓丽回升，而随着补库存的阶段过去，行业回归稳态增长，三四季度行业增速环比二季度有所回落，2020 年行业从疫情冲击→逐步复苏→稳健发展。2021 年一季度受益于低基数，大众品整体收入利润均实现了快速增长，但是二季度普遍面临高基数的因素，由于受到基数的影响，短期增速承压，但是下半年有望逐步改善。

白酒：景气延续，分化加剧，新价格红利期到来

白酒板块具备极强的投资韧性

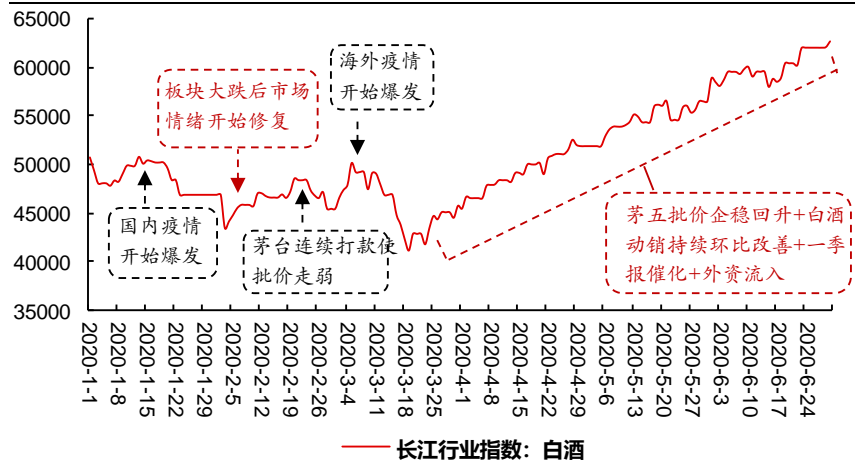
2020 年以来白酒板块外部风波不断，无论是 2020 年的疫情还是 2021 年的市场风格调整，白酒均在短期内表现出较大的调整，但对 2020 年至今白酒指数的波动复盘发现，虽然触发板块调整的诱因不同，但白酒板块均表现出了极强的投资韧性：

1) 当板块调整由“外部因素扰动基本面”触发时，白酒指数通常能先于基本面的改善开启向上反弹，如①2020 年 1 月底国内疫情爆发：白酒指数下跌 2 周左右，跌幅约 14%；②2020 年 3 月上中旬海外疫情蔓延：白酒指数下跌 2 周左右，跌幅约 18%，在这两次疫情的冲击下，白酒板块无一例外均先于疫情的缓解开启反弹。

2) 当板块调整由“外部因素扰动情绪面”触发时，白酒指数通常跌幅较小且恢复较快，如①2020 年 2 月茅台连续打款使批价走弱：白酒指数下跌 1 周左右，跌幅约 6%；②2020 年 7 月“学习小组”点评贵州茅台：白酒指数仅下跌 1 天，跌幅约 9%；③2020 年 9 月茅台集团拟发债收购贵州高速部分股权：指数下跌约 10 天，跌幅约 4%，在以上三次调整中，外部因素均对行业基本面不构成根本性影响，因此指数跌幅通常较小且恢复较快。

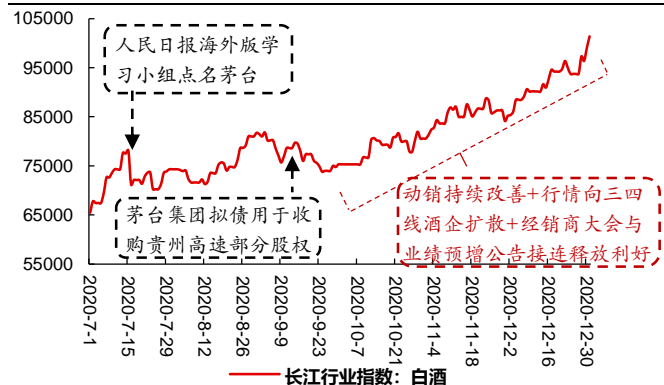
3) 当外部因素由“市场风格切换”触发时，白酒指数通常能在一段时间的下落后成功筑底企稳，如①2021 年 1 月疫情出现点状反弹且急涨后资金情绪波动加大：白酒指数下跌 2 周左右，跌幅约 10%；②2021 年 2 月全球国债收益率上行带来流动性收缩预期、利空高估值标的且急涨后资金情绪波动加大：白酒指数下跌 20 天左右，跌幅约 28%。

图 4：2020.1-2020.6，白酒指数表现



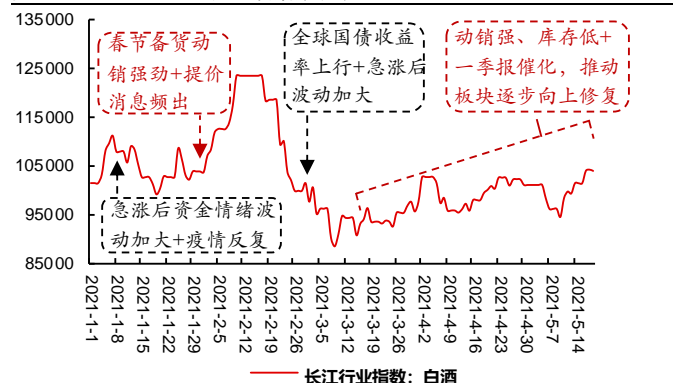
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：2020.7-2020.12，白酒指数表现



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：2021.1-2021.5，白酒指数表现



资料来源：Wind，长江证券研究所

2021 年至今，A 股市场风格出现较大调整，其中 2020 年涨幅倒数的能源板块成为 2021 年至今的涨幅第一板块，而 2020 年涨幅第一的必选消费在 2021 年至今收益仅能勉强持平。在这一背景下，白酒板块涨幅排名在 2021 年至今亦有所后移，但依然保持绝对正收益（+3.48%）和相对沪深 300 的相对正收益（+3.50%），更可见板块自身优质的资产质量和市场不断提升的优质赛道共识。

分价格带：短期弹性差异与长期景气分化

2020 年一季度在外部冲击下，聚会、宴席、礼赠等酒水消费场景受限，白酒动销一度陷入停滞，二季度后随着疫情压制趋缓，各价格带呈现逐步复苏态势，行业整体全年呈现前低后高的增长节奏。

2021 年行业增长逐步回归常态，受基数影响，预计全年呈现前高后低的增长趋势，其中一季度高增长已如期兑现。分档次看，各价格带在 2020 年受外部因素影响的幅度和节奏均有不同，预计 2021 年各价格带的季度间增速表现亦会各有差异。

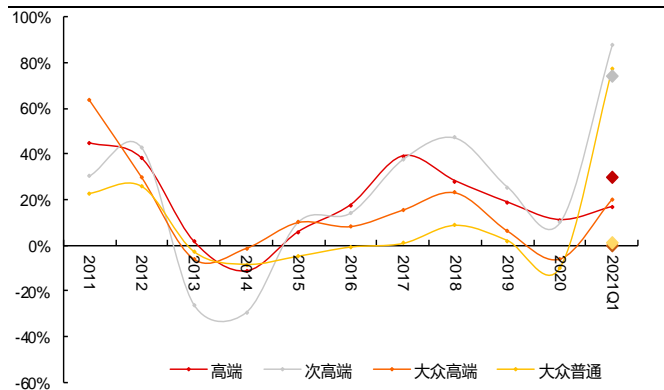
从 2021 年一季度上市公司表现情况来看，次高端酒企收入增速引领各价格带，大众酒企亦表现较好：

21Q1 收入增速：次高端（88%）> 大众普通（77%）> 大众高端（20%，剔除洋河 29%）> 高端（17%）；20Q1 利润增速：大众普通（114%）> 次高端（106%）> 高端（13%）> 大众高端（9%，剔除洋河 40%）。

剔除基数效应后，行业景气度高的次高端及高端价格带引领行业：

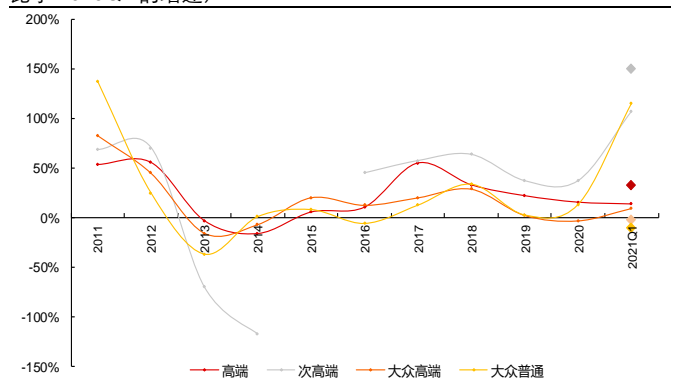
21Q1 相比 19Q1 收入增速：次高端（74%）> 高端（30%）> 大众普通（1%）> 大众高端（-0.3%）；21Q1 相比 19Q1 利润增速：次高端（150%）> 高端（32%）> 大众高端（-2%）> 大众普通（-11%）。

图 7：白酒分价格带收入增速对比（菱形色块为对应价格带 2021Q1 相比于 2019Q1 的增速）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：白酒分价格带利润增速对比（菱形色块为对应价格带 2021Q1 相比于 2019Q1 的增速）



资料来源：Wind，长江证券研究所

短期看，受益于去年低基数及需求强复苏，上半年预计各价格带均有望保持较快增长，其中基数效应带来的弹性红利预计是造成各价格带表现差异的主要原因。随着行业增长趋稳及弹性红利消失，预计下半年各价格带间的景气度差异将成为更重要的变化。其中，预计高端酒全年维持稳健快速发展，近年来发力高端价格带的酒企数量有所增加，有望推动高端价格带加速扩容，但预计市场份额仍集中在茅五泸三大高端品牌；次高端预计依然是增速最快的价格带，但剔除基数效应后，各个企业之间的表现分化仍将延续，建议优选品牌力较强且具备一定渠道运作能力的次高端酒企；大众酒价格带预计整体规模将继续萎缩，但头部品牌有望享受份额集中红利。

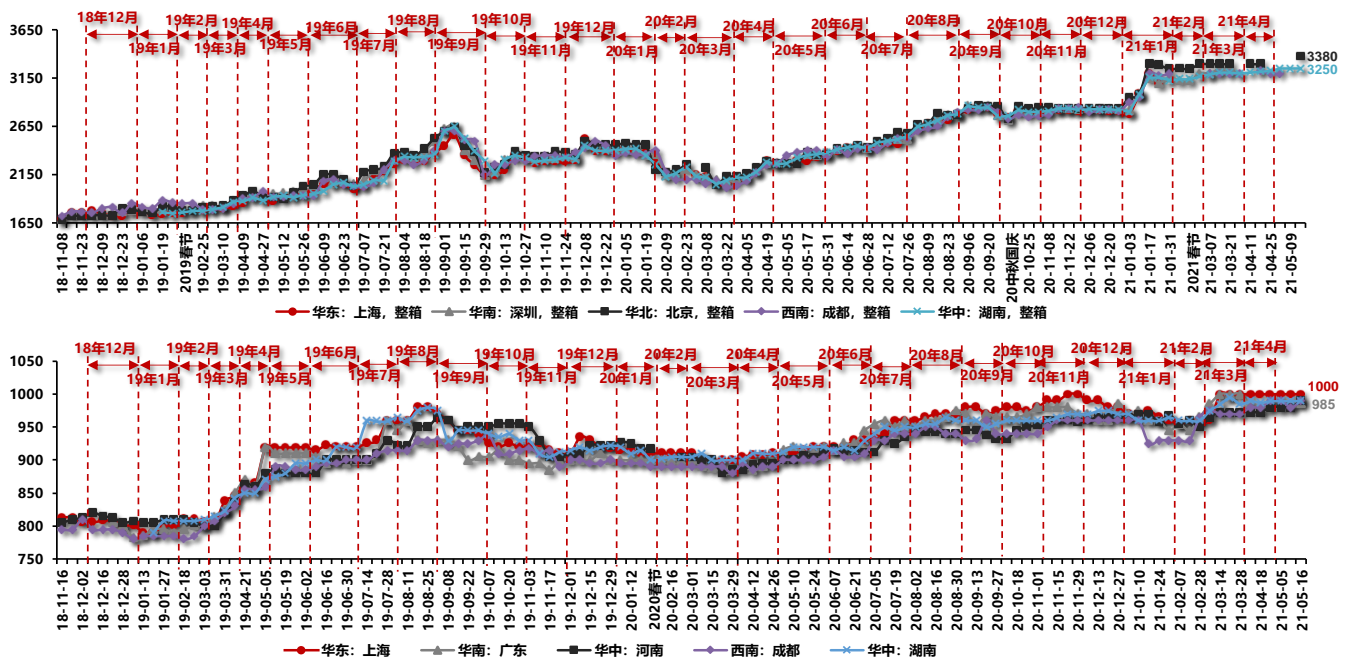
➤ 从过去两年来看，端午节前后批价往往具有较强的上升势能：

2019 年端午节（2019 年 6 月 7 日）：端午节前一个月批价开始上行，茅台批价从 5 月初的 1880-1920 元左右上升至端午节前的 1930-2050 元左右，五粮液批价从 5 月初的 890 元左右上升至端午节前的 900 元左右；端午节期间批价略有回落，但短暂回落后随即开启向上提升通道，茅台批价从端午节后的 2050-2100 元左右上升至 2019 年底 2400 元左右，五粮液批价从端午节后的 880-915 元左右上升至 2019 年 9 月份的 940-950 元左右。

2020 年端午节（2020 年 6 月 25 日）：端午节前一个月左右批价开始上行，茅台批价从 5 月底的 2330-2400 元左右上涨至端午节前的 2420-2450 元左右，五粮液批价从 5 月底的 900-920 元左右上升至端午节前的 905-930 元左右；端午节期间茅台批价略有回落，五粮液批价基本平稳，端午节后茅五批价快速上行，茅台批价从端午节后的 2410-2425 元左右上升至 20 年底的 2800 元以上，五粮液批价从端午节后的 910-940 元左右上升至 20 年底的 960 元以上。

端午节前及端午节过后白酒消费处于淡季，多数酒企往往通过控货挺价等措施来提升批价，一方面提升品牌的外部表现力，另一方面也为中秋国庆的旺季放量做好准备。当下，茅五价格势能持续向上，预计在端午节后将迎来新一轮挺价周期。

图 9：茅台（上图）&五粮液（下图）历史批价图



资料来源：今日酒价等新闻网，长江证券研究所

站在当前时点，我们认为白酒行业有望进入新一轮价格红利期，一方面以茅台为核心的酱酒市场热度相比去年有增无减，价格体系亦水涨船高，另一方面五粮液今年有望跨入千元价位段，白酒千元以上价位段今年有望变成两位玩家，同时有望进一步拉动次高端价位段进一步上移，未来几年次高端放量价格带有望从 300-400 元上移逐步至 600 元上下。因此我们认为这是继 2015 年后白酒行业复苏、价格重塑后的第二轮价格红利期。

近年来白酒行业提价浪潮此起彼伏，虽然提价方式不同（高端、次高端酒受益于良好的竞争格局和对应消费群体的价格敏感度低，通常直接上调核心大单品出厂价，而大众酒更多地是通过产品迭代升级的方式循序渐进地推动整体价格体系上移），但提价的意义一致：表观意义在于拔高品牌定位、改善渠道利润，本质意义在于通过品牌梯队的再洗牌实现定价权重塑、抢占潜力价格带的先发优势。

在茅台供不应求价格高企的背景下，五粮液和国窖的市场发力点均是价大于量，力求站稳 1000 元价格带。随着高端酒价格持续抬升，次高端单品内部的价格表现进一步拉开差距，价格分布区间从 2015-2016 年的 300-500 元→2019-2020 年的 300-800 元，对于品牌底蕴较强的次高端酒企而言，这是实现价格向品牌力靠拢、抢占次高端价格带制高点的历史性机遇。

表 1：2020 年以来白酒核心品牌提价信息汇总（不完全统计）

时间	品牌	提价内容
2020 年 2 月	泸州老窖	2 月 15 日起取消各经销客户 2020 年 2 月份国窖 1573 经典装配额；如有国窖 1573 经典装配额需求，

		由国窖公司各大区组织进行本区域内库存调剂
		2月16日起 取消各经销客户及终端 2020 年 2 月份泸州老窖特曲产品（包含老字号特曲第十代、晶彩版、纪念版）的配额 ；如有配额需求，请各片区组织本区域内各经销客户和终端之间相互调剂
2020 年 3 月	剑南春	2020 年 3 月 1 日起， 剑南春厂价 上涨 25 元/瓶； 珍藏级剑南春厂价 上涨 30 元/瓶
	泸州老窖	将 取消 3 月配额 ，4 月是否执行视市场价格来定
2020 年 4 月	山西汾酒	4 月 1 日起 53 度玻汾供货价 由 480 元/件上调至 504 元/件， 42 度玻汾 由 420 元/件上调至 432 元/件
	泸州老窖	预计 4 月中旬全国市场逐步启动，届时可以达到三分之一，并在局部地区实施配额制，4 月下旬才能有三分之二地区执行配额制； 5 月后才能全面实施配额
2020 年 5 月	山西汾酒	5 月 1 日起， 42 度玻汾终端标价 调整为 49 元，上调 2 元； 53 度玻汾终端标价 调为 58 元，上调 3 元
	酒鬼酒	自 5 月 26 日起，52 度 500ml 红坛酒鬼酒(高度柔和)战略价 上调 30 元/瓶
	泸州老窖	6 月 24 日起，针对河南市场调整 52 度国窖 1573 经典装 价格，其中 结算价 提升 10 元/瓶， 终端供价 上调至 920 元/瓶
2020 年 6 月	山西汾酒	7 月 1 日起 上调出厂价格 ，其中 53 度青花 30 涨价 100 元/瓶； 48 度青花 30 涨价 100 元/瓶； 53 度青花 20 涨价 30 元/瓶； 42 度青花 20 涨价 15 元/瓶
	今世缘	自 7 月 1 日起统一上调国缘品牌部分主导产品出厂价，并同步调整终端供货价、零售价及团购价：建议在原有基础上上调产品零售价及团购价，其中 四开国缘上调 15 元/瓶、对开国缘上调 10 元/瓶 ；同时，在原有基础上上调终端供货价，具体由各大区、办事处细化实施
	郎酒	7 月 1 日起， 青花郎（53°）酱香型白酒全国统一零售价正式上调到 1299 元/瓶
2020 年 7 月	泸州老窖	7 月 3 日起， 52 度国窖 1573 经典装产品按照建议零售价 1399 元/瓶执行 ，随后半个月华北大区跟进，并将在全国范围内推广，而在今年 1 月该经典装建议零售价为 1099 元/瓶
2020 年 8 月	泸州老窖	8 月 24 日下发通知，全国范围内经销客户、各片区、各子公司自 2020 年 9 月 10 日起， 52 度国窖 1573 经典装结算价上调 40 元/瓶（至 890 元/瓶） ，38 度国窖 1573 经典装结算价上调 30 元/瓶
	泸州老窖	9 月起四川区域 52 度国窖 1573 经典装产品配额扣减 20%执行 ；9 月 10 日起，52 度国窖 1573 经典装产品 经销商开票价格调整至 890 元/瓶
2020 年 9 月	水井坊	9 月 2 日起 臻酿 8 号 42 度 500ml 建议零售价由 448 元/瓶调整到 468 元/瓶； 38 度 500ml 由 438 元/瓶调整到 458 元/瓶
	洋河	9 月 3 日起 梦之蓝 M3 产品供价提升 20 元/瓶； 终端建议成交价 分别不低于 420 元/瓶（低度）、500 元/瓶（高度）
	习酒	10 月 8 日起，习酒 将对窖藏系列、金钻系列在内的部分主线产品的出厂价进行上调，涨幅约为 10%
2020 年 10 月	汾酒	10 月 15 日起，青花汾系列产品即日起同步上调开票价和团购价， 青花 30 开票价上调 101 元/瓶，青花 20 开票价上调 20 元/瓶 ，两款产品出货价也同步上调
2020 年 11 月	泸州老窖	11 月 10 日起， 绿波二曲、磨砂二曲系列产品建议零售价上调 20%
2021 年 1 月	今世缘	国缘核心大单品四开国缘出厂价每月 1 日上调 10 元，连续三个月
2021 年 2 月	洋河股份	2 月 6 日起对梦之蓝（M6+）提价，预计提价金额在 30 元及以上
2021 年 3 月	剑南春	剑南春核心大单品水晶剑今日正式调价，其终端零售价由此前的 489 元/瓶涨至 519 元/瓶以上。此次提价中水晶剑的出厂价也将提升 30 元/瓶，其由两部分组成：出厂价提升 20 元/瓶，同时缩减 10 元/瓶的渠道费用，相当于出厂价的总费用提升 30 元/瓶。

资料来源：云酒头条、酒说、酒业家等新闻网，长江证券研究所

高端酒：众人拾柴，景气向上

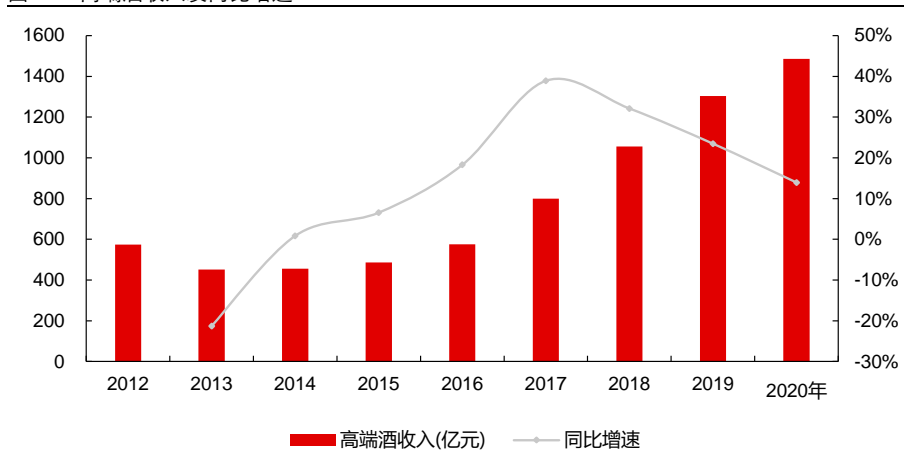
过去 5 年高端酒收入复合增速在 25% 以上，增速较为亮眼。受 2012 年三公消费受限等因素的影响，高端酒收入在历经 2013 年的大幅下降后，于 2014-2017 年开启加速增长模式，收入增速从个位数到 35% 以上，2018-2019 年收入增速有所放缓，但依然能维持 20% 以上的较快增长。2020 年外部冲击下，以茅五为代表的高端酒刚需属性凸显，实现稳健增长。全年高端酒收入规模接近 1500 亿元，同比增长约 14%。2020 年高端酒收入占行业的比重将达到约 25%，创下历史新高。

表 2：高端酒企和二三线酒企的高端单品的营收规模明细（单位：亿元）

高端酒营收估算	代表性高端酒	2012 (上一轮周期高点)	2015 (周期调整低点)	2017 (本轮周期)	2019 (本轮周期)	2020 (本轮周期)
茅台	飞天	240	315	524	758	848
五粮液	普五	188	155	214	397	441
泸州老窖	1573	76	约 15	约 46	约 86	约 110
其他	梦 9/舍得/井台装/洞藏、 内参/国藏汾/年份原浆 26 年等	70 左右	--	约 15	约 60	约 90
高端市场主要品牌合计		约 575	约 485	约 800	约 1300	约 1500
白酒市场总营收(亿元)		4466	5559	5654	5618	5836
高端酒收入占行业比重		约 13%	约 13%	约 14%	约 23%	约 25%

资料来源：酒业家等新闻网，长江证券研究所

图 10：高端酒收入及同比增速



资料来源：酒业家等新闻网，长江证券研究所

随着消费升级的持续以及品牌势能提升的需要，越来越多的酒企开始发力次高端价格带，共同推进高端酒景气度持续向上：

郎酒：2020 年青花郎通过系列措施实现顺价销售，渠道势能得到进一步释放；预计 2020 年销售收入超过 40 亿元，成为高端酒市场第四大品牌。

山西汾酒：2020 年下半年推出青花复兴版，定位千元价格带，把握高端酒香型缺位机会，带动品牌势能释放和引领全产品体系发展。

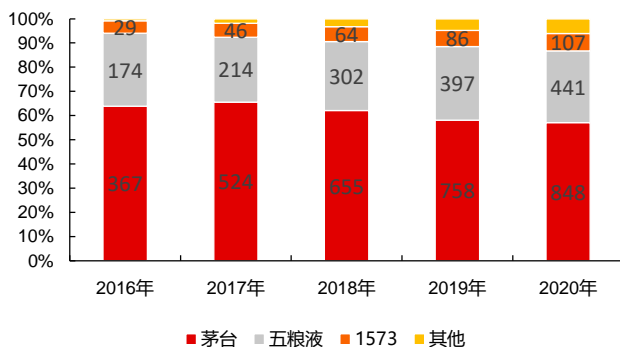
酒鬼酒：在稳步推进“内参酒”提价扩容核心策略推动下，2020 年内参系列实现营收 5.7 亿元，同比增长 72.88%。¹

今世缘：2021 年继续聚焦打造战略单品，以 700 左右、1200 左右、2000 左右三个核心赛道，聚焦打造 V3、V9 至尊版、商务版。

尽管高端酒玩家有所增多，但茅五泸三家的市场份额依旧相对稳固，彰显其强大品牌力及护城河之深。高端酒的核心竞争力在于品牌力，而品牌的树立需要精准的营销、时间的培育、消费者的认可，因此复制难度较大。茅五泸三家早早占据高端酒市场的消费者心智，当前茅五泸三家高端产品合计份额达到 95%，品牌护城河较深，未来仍有望在高端酒竞争中保持优势。

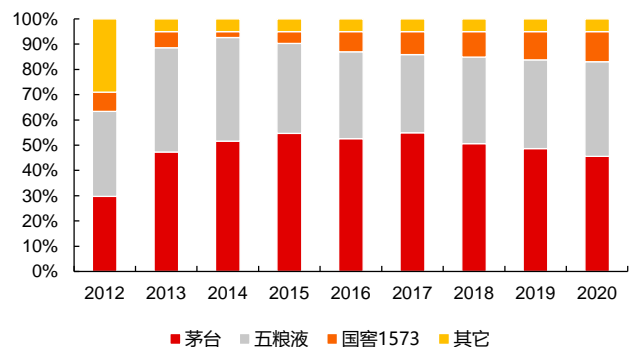
展望未来，随着消费升级的持续深化以及茅五价格势能持续向上，预计未来高端酒仍将维持量价齐升态势。从竞争格局来看，未来高端酒竞争参与者将继续增加，但前三强或仍将维持强势。

图 11：高端酒收入份额（亿元）



资料来源：酒业家等新闻网，长江证券研究所

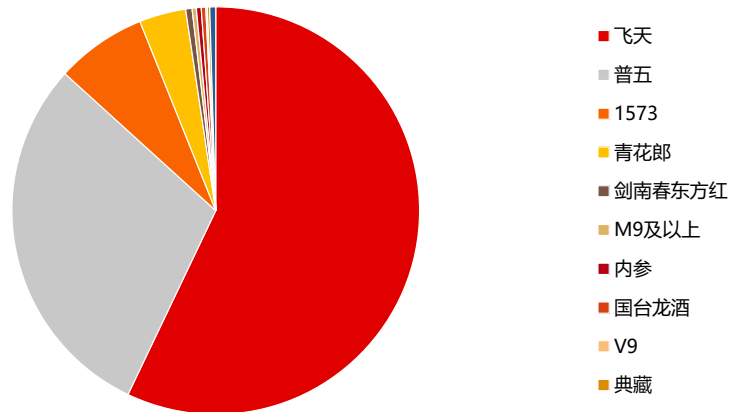
图 12：高端酒销量份额



资料来源：酒业家等新闻网，长江证券研究所

¹ 资料来源于酒鬼酒 2020 年年度报告

图 13: 2020 年高端酒竞争格局



资料来源：酒业家等新闻网，长江证券研究所

次高端：整体扩容，内部分化

当前次高端市场规模约为 820 亿元，且收入增速最快。2020 年全国次高端收入规模在 824 亿元左右，在白酒行业的比重约为 14%，相比 2015 年提升 11pct。分价格带看，预计本轮周期中 2016-2020 年收入复合增速次高端酒（约 37%）> 高端酒（约 25%）> 大众酒（约-6%），次高端价格带增速最快。

2020 年外部冲击下，次高端市场收入同比增长 20%，尽管较前几年的高增速有所回落，但仍高于其他各价格带增速，表明消费升级的正向带动 > 外部冲击的负面作用，未来次高端的成长依然值得期待。

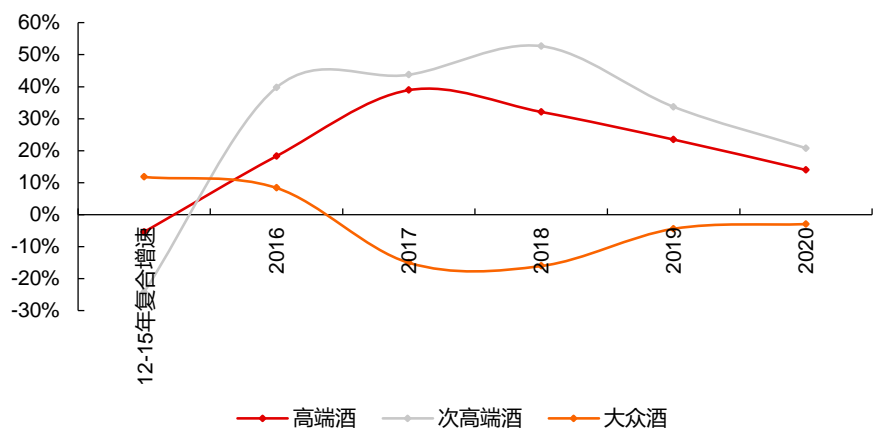
表 3：部分次高端酒企营收规模

次高端营收规模（亿元）	代表性次高端产品	2012 （上轮周期高点）	2015 （周期调整低点）	2017 （本轮周期）	2019 （本轮周期）	2020 （本轮周期）
剑南春	水晶剑	约 70	约 45	约 70	约 105	约 115
郎酒	红花郎	约 55	约 13	13	21.3	18.2
洋河股份	梦之蓝	约 40	约 17	约 37	约 55	约 65
水井坊	臻酿八号/井台装	约 15	约 8	约 20	约 35	约 30
舍得酒业	品味舍得	14.0	7.2	14.0	22.0	21.3
酒鬼酒	红坛	约 12-15	约 5	约 5.8	10	10
山西汾酒	青花、巴拿马系列	约 20	约 8-10	约 16-18	约 45	约 60
茅台系列酒	汉酱、仁酒、贵州大曲等		约 1	约 10	约 20-25	约 24
今世缘	特 A+			12.9	27.2	30.7
古井贡酒	古 8 及以上		约 7	约 17	约 27	约 33
口子窖	口子 20 及以上		约 1	约 2-3	约 5-6	约 6-7
习酒	金钻习酒、窖藏系列		约 5	约 13	约 50-55	约 80

国台	国标酒			约 4-5	约 15	约 20-25
次高端主流品牌合计		约 230	约 120	约 240	约 480	约 580
次高端市场收入规模 (亿元)		约 380	约 170	约 340	约 700	约 820
同比增速			-24%	44%	34%	20%
白酒市场总营收(亿元)		4466	5559	5654	5618	5836
次高端酒收入占行业比重		约 9%	约 3%	约 6%	约 12%	约 14%

资料来源：公司官网、酒业家、微酒等新闻网，长江证券研究所

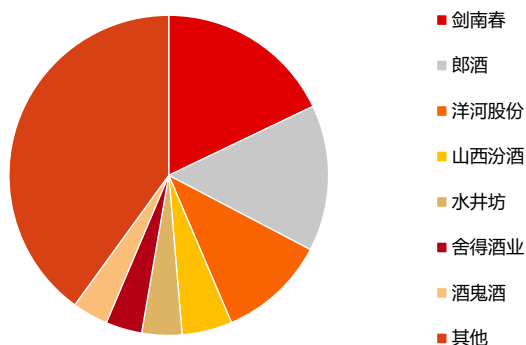
图 14：高端、次高端、大众酒增速对比



资料来源：酒业家等新闻网，长江证券研究所

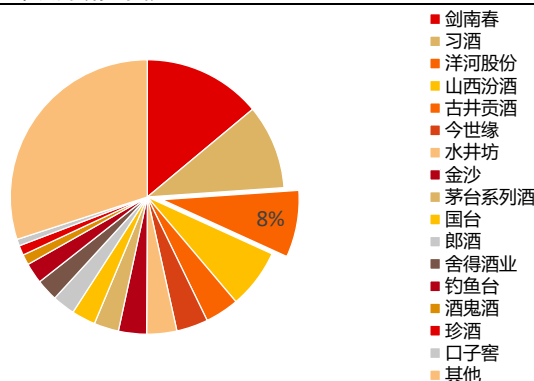
次高端竞争格局尚未稳固，CR3 仅有 30%多。对比 2012 年，近年来参与次高端价格带竞争的品牌数量增多，形成了全国性名酒、区域龙头、酱酒三股竞争力量，竞争格局较为分散，其中剑南春作为标杆性品牌，预计 2020 年水晶剑在次高端市场的占比仅有 14%，其次是习酒，份额约为 10%，第三是洋河梦之蓝系列，市场份额达到 8%。

图 15: 2012 年次高端竞争格局



资料来源：酒业家等新闻网，长江证券研究所

图 16: 2020 年次高端竞争格局



资料来源：酒业家等新闻网，长江证券研究所

我们认为次高端市场既有板块扩容的逻辑又有市场集中度提升的逻辑，大概率依然是未来几年增速最快的价格带，但竞争态势预计从过去的大小品牌齐飞逐渐转向内部分化，竞争维度逐渐从“品牌力或渠道力”转变为“以品牌力为主、渠道力为辅”。建议优先关注品牌力较强同时辅以加强渠道运作的品种，重点推荐山西汾酒、古井贡酒、今世缘、洋河股份等。

大众酒：行业萎缩，大浪淘沙

大众酒整体收入有所缩减，但依然是规模最大的价格带。三公消费受限导致高端和次高端酒受到较大冲击，而大众酒的受众群体以普通消费者的民间礼宴消费为主，受调整影响最小，所以在 2012-2015 年年收入复合增速大众酒（约 12%）> 高端酒（约-5%）> 次高端酒（约-24%），行业收入占比从 80%左右提升至接近 90%的水平。

但 2016 年以来，随着大众消费加速向 300 元以上价格带升级，大众酒收入规模开始缩减，2020 年大众酒规模大约为 3500 亿元，占行业比重降低至 60%，但依然高于高端酒（约 25%）、次高端酒（约 14%）。

表 4: 部分大众酒收入规模

大众酒收入规模（亿元）	代表性品牌	2012 （上轮周期高点）	2015 （周期调整低点）	2017 （本轮周期）	2019 （本轮周期）	2020 （本轮周期）
洋河股份	海之蓝、天之蓝等	约 130	约 135	约 150	约 155-160	约 130
顺鑫农业	牛二	32	46	65	103	102
山西汾酒	玻汾、老白汾等	约 45	约 30-35	约 40-45	约 75	约 77
五粮液	五粮液系列酒	73	48	67	66	84
泸州老窖	特曲二曲头曲等	约 35-40	约 50	约 55	约 70	约 60
古井贡酒	古井献礼版、5 年	约 40	约 45	约 50	约 60	约 70
贵州茅台	迎宾酒、王子酒等	约 25	约 10	约 45-50	约 60-65	约 60
口子窖	口子 5 年、6 年等	约 25	约 25	约 35	约 40-45	约 35

迎驾贡酒	迎驾金星/银星	约 30	约 25-30	约 30	约 35	约 30-35
今世缘	典藏等	约 25	约 25	约 15	约 20	约 20
金徽酒	世纪金徽五星、柔和金徽系列等	约 10	约 12	约 13	约 16	约 17
金种子酒	金种子酒等	21	15	10	5	约 5
大众酒规模（亿元）		约 3510	约 4900	约 4500-4550	约 3650	约 3500
白酒市场总营收		4466	5559	5654	5618	5836
大众酒市场营收占比		约 79%	约 88%	约 80%	约 65%	约 60%

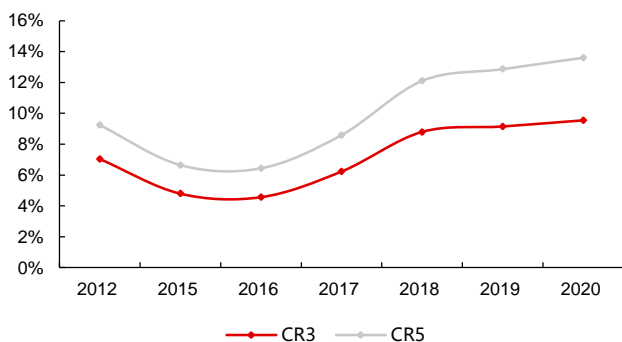
资料来源：公司官网、酒业家、微酒等新闻网，长江证券研究所

大众酒市场竞争最为激烈，CR3 仅不到 10%。大众酒市场的参与品牌数量最多，竞争也最为激烈，具体表现为竞争格局极为分散，其中洋河作为大众酒龙头，收入份额仅有 4%。从趋势看，2015-2020 年期间大众酒市场 CR3 从接近 5% 提升至 10%，CR5 从 7% 提升至 14%，市场份额逐渐向头部品牌集中，预计未来这一趋势将进一步加速，依据在于：

渠道风险偏好下降：2020 年特殊期间，白酒动销一度陷入停滞，对部分经销商及烟酒店的现金周转带来巨大的压力，渠道囤货意愿差，对单品的周转率要求提升，利润率不再是唯一考虑因素，渠道对动销较快的品种的偏好度提升；

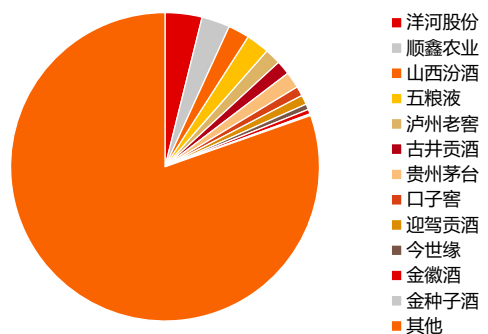
消费者品牌意识增强：近年来“少喝酒喝好酒”的消费氛围持续升温，尤其是特殊期间消费者健康意识空前提升，叠加财富积累效应，消费者品牌意识得到进一步加强。

图 17：大众酒集中度持续提升



资料来源：酒业家等新闻网，长江证券研究所

图 18：2020 年大众酒竞争格局



资料来源：酒业家等新闻网，长江证券研究所

我们认为大众酒市场不具备板块扩容的逻辑但具有市场集中度提升的逻辑，预计在大众日常消费趋向品牌化的背景下，品牌力、渠道力相对较强的头部品牌将加速收割其他酒企份额，未来大众酒的机会主要来自于两个方面：①大本营市场稳固的企业有望加速收割本地市场份额，以及随着品牌知名度的扩散而开拓省外市场，如古井贡酒、今世缘、

洋河股份等；②随着大众酒的竞争转为综合竞争，各价格带龙头有望凭借品牌优势享受集中度提升红利，如 50 元价格带的玻汾、100-150 元价格带的海之蓝等。

配置逻辑：从短期弹性思维转向长期景气思维

伴随着外部影响逐步消除，白酒消费氛围持续向好，预计低基数效应有望贯穿 2021 年上半年，二季度白酒行业增速表现值得期待，短期建议重点关注中报业绩弹性大或淡季挺价效果预期较好的标的，中长期建议从两条主线进行配置，重点推荐：1) 当前具备一定估值性价比且基本面趋势加强的品种，如五粮液、洋河股份、今世缘、古井贡酒；2) 业绩表现有望持续好于预期的品种，建议优选山西汾酒、泸州老窖、贵州茅台。

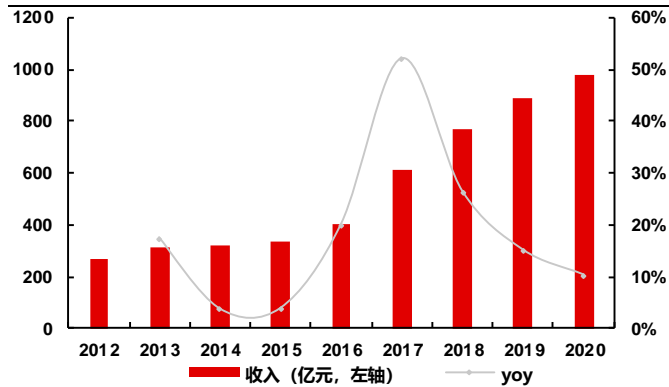
表 5：白酒核心标的估值表

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	股价 (元/股)	EPS			PE		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
600519.SH	贵州茅台	26,066	2,074.97	37.17	42.51	50.87	56	49	41
000858.SZ	五粮液	11,641	299.89	5.14	6.29	7.56	58	48	40
000568.SZ	泸州老窖	3,399	232.02	4.10	5.18	6.94	57	45	33
600809.SH	山西汾酒	4,131	474.00	3.55	5.25	7.16	134	90	66
002304.SZ	洋河股份	3,003	199.30	4.90	5.30	6.51	41	38	31
000596.SZ	古井贡酒	1,162	230.80	4.17	4.81	5.89	55	48	39
603369.SH	今世缘	690	55.03	1.25	1.57	1.95	44	35	28
600779.SH	水井坊	623	127.50	1.50	2.23	2.87	85	57	44
603589.SH	口子窖	445	74.18	2.13	2.81	3.34	35	26	22

资料来源：Wind，长江证券研究所测算（注：股价和市值均为 2021 年 6 月 16 日收盘数据；其中水井坊、口子窖盈利预测采用 wind 一致预期）

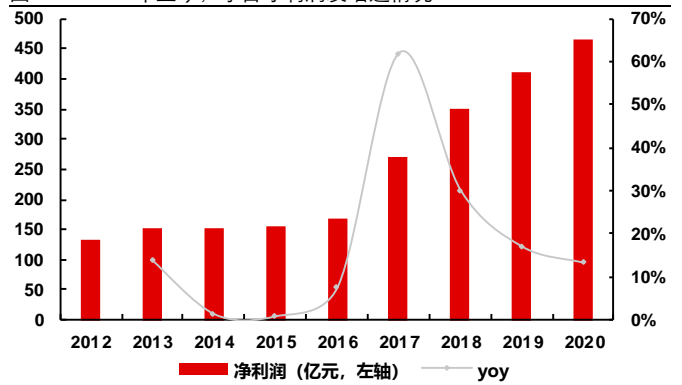
贵州茅台：高端酒来看，公司作为处于卖方市场的酒企，量价增长自主可控：品牌护城河深，有望充分享受中产阶级消费升级红利；同时具备直营占比提升、高价位产品投放、非标产品提价等多重措施实现吨价提升，中长期来看批价和出厂价之间价差较大，理论提价潜力较大，预计在茅台酒有望延续量价齐升。系列酒来看，2020 年系列酒调整接近尾声，有望充分享受酱酒风口红利，实现快速发展。目前渠道库存处于低位、回款良性，2021 年全年公司大概率完成 10.5% 左右的营收增长目标，随着税收因素扰动趋弱，单季度利润增速有望逐季加速。

图 19：2012 年至今，茅台收入及增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

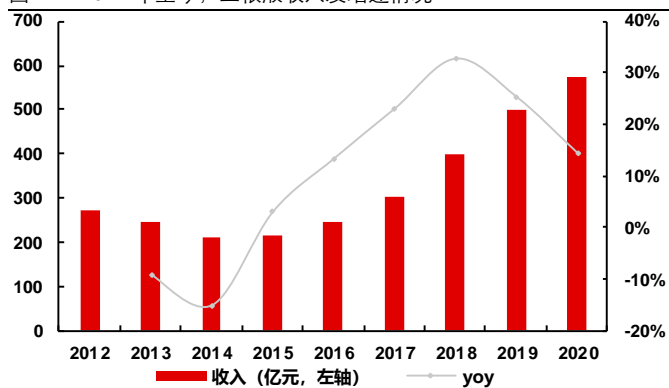
图 20：2012 年至今，茅台净利润及增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

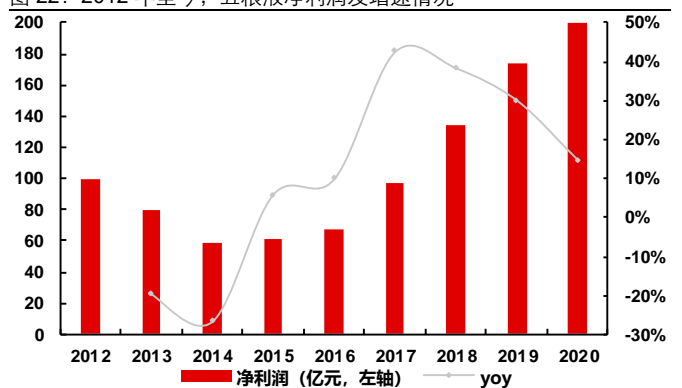
五粮液：在行业加速品牌化的背景下，五粮液作为浓香第一品牌，有望充分享受消费升级红利，预计未来几年量增相对确定。且当前茅台、五粮液实际价差处历史高位，预计在五粮液精准把握量价节奏的催化下，其价格或有进一步提升的可能。中长期看，依托高端好赛道和自身改革深化，五粮液发展势能持续向上，未来增长空间不断打开。

图 21：2012 年至今，五粮液收入及增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

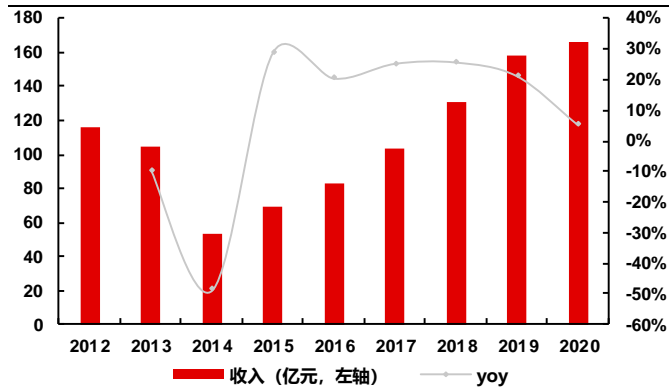
图 22：2012 年至今，五粮液净利润及增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

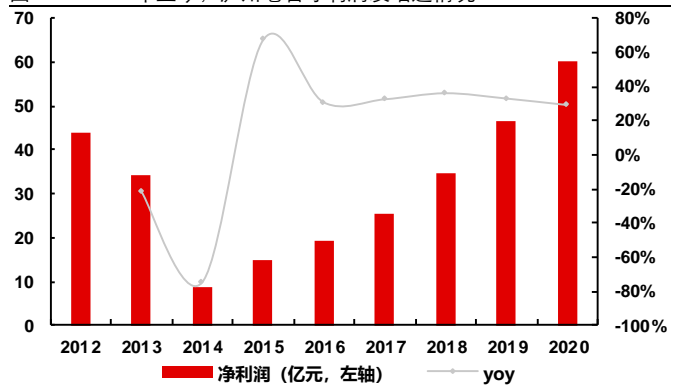
泸州老窖：作为传统三大高端白酒之一，国窖未来有望通过价格跟随策略+全国化战略实现量价齐升。目前特曲通过严格控货和换代上市，近年来终端表现价从 2018 年的 100 多元提升至当前的 250 元以上，预计随着腰部产品调整到位，未来有望逐步放量，重回快速增长通道。目前公司增长势能持续向好，有望为十四五重回前三的战略规划打下坚实基础。

图 23：2012 年至今，泸州老窖收入及增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

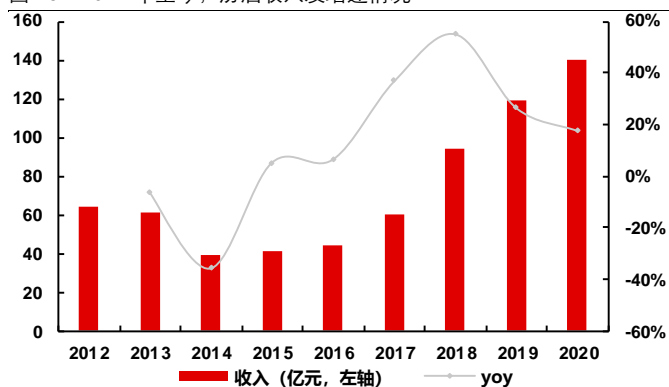
图 24：2012 年至今，泸州老窖净利润及增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

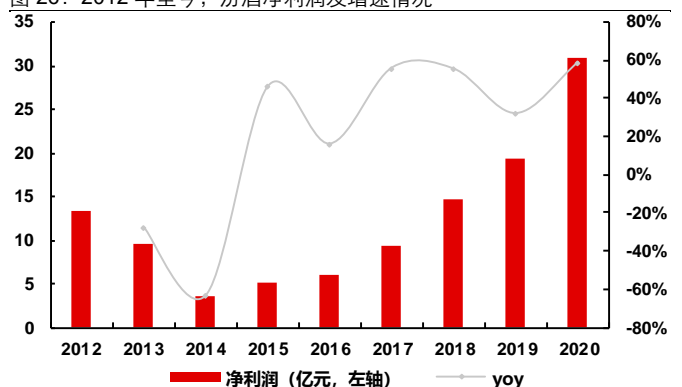
山西汾酒：产品端，青花 30 老版和复兴版迭代升级，高端化征程已启，未来复兴版将逐步取代老版青花 30，带动品牌形象从次高端价格带跃迁至高端价格带。市场端，当前全国层面已经逐步搭建起“31 个省区+10 个直属管理区”营销组织架构，可掌控终端数量已突破 80 万家，2020 年即便在疫情影响下，全国化拓展仍较为顺利。受益于产品组合优势（青花玻汾交替快速增长）+全国化优势（名酒基因），未来 5 年依然有望保持快于行业整体的增速水平。

图 25：2012 年至今，汾酒收入及增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

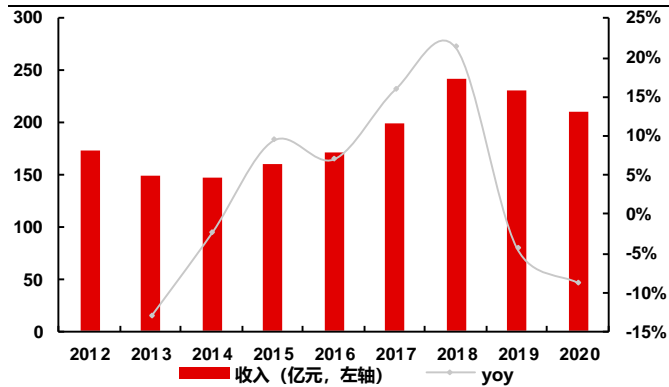
图 26：2012 年至今，汾酒净利润及增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

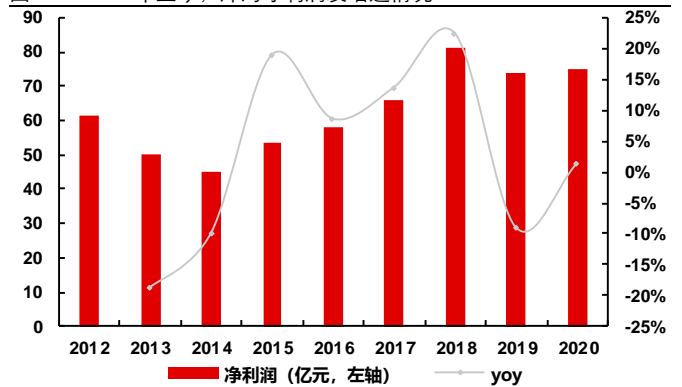
洋河股份：产品上，M6+迭代升级初步成功，随着高端酒成交价上移及近一年的消费者培育，M6+有望在 600 元价格带享受充分的先放量优势，水晶版 M3 今年一季度首次进入招商铺货、亦表现出较强的市场竞争力，随后天之蓝、海之蓝改革升级有望逐步推进。渠道上，营销老将回归，营销转型稳步落地，经销商质量及厂商关系得到显著改善，有利于公司中长期市场秩序的维护。2021 年收入增长目标 10%以上，改革红利初步显现。

图 27：2012 年至今，洋河收入及增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

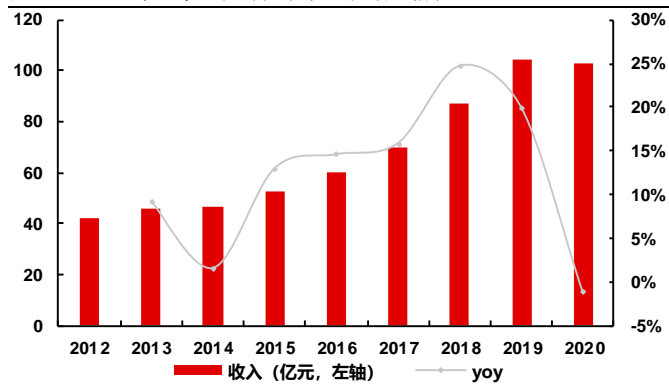
图 28：2012 年至今，洋河净利润及增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

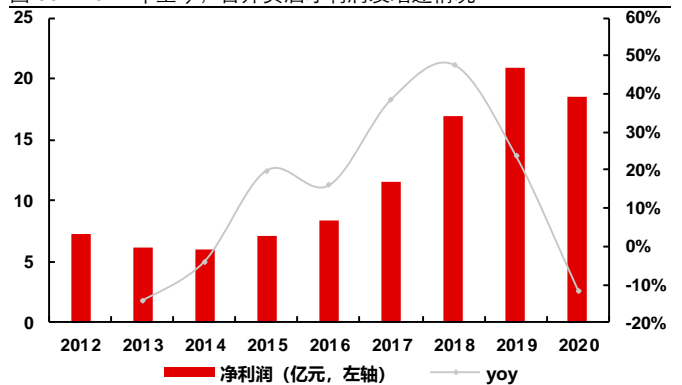
古井贡酒：产品端，古 8 及以上产品持续表现亮眼，公司运作思路由过去的渠道持续下沉、做深做细，推动产品走向市场，向积极培育核心消费群并控量控价、以需求拉动增长进行转变，产品策略不断优化。市场端，在省内消费升级和竞争格局优化的双重利好下，古井省内龙头地位有望持续强化，叠加古井聚焦“全国化、次高端”战略，省外市场有望稳步扩张。

图 29：2012 年至今，古井贡酒收入及增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

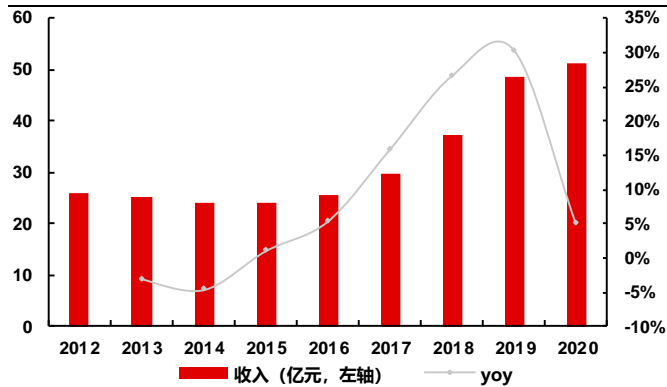
图 30：2012 年至今，古井贡酒净利润及增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

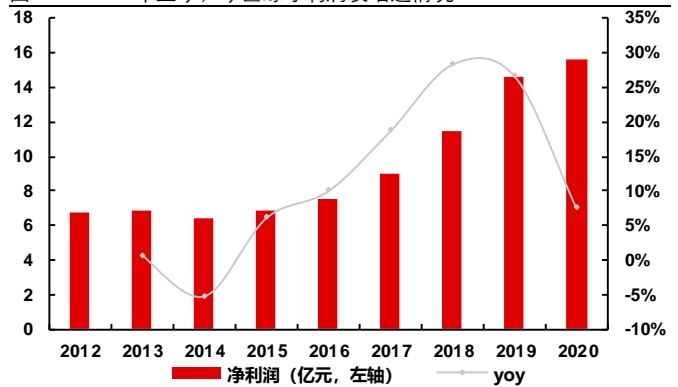
今世缘：产品端，四开提价升级且新产品开始铺货放量，且公司紧抓意见领袖，加强产品向 V 系的过渡，价位升级逻辑较为清晰。市场端，省内市场强势区域保持稳步增长，相对薄弱地区进一步夯实基础，省外市场则延续高速发展态势、有效释放渠道扩张潜力。作为江苏省第二大品牌，预计在产品结构持续升级和省内外市场相继发力的催化下，公司后续成长性值得期待。

图 31：2012 年至今，今世缘收入及增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 32：2012 年至今，今世缘净利润及增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

大众品：淡化短期波动，把握长期确定性 淡化短期基数扰动，长期刚需属性仍强

基数背景下短期增速承压，下半年有望改善。从 2020 年的业绩看，2020 年一季度疫情冲击下，居家消费如休闲食品及刚需类产品如肉制品（主要是受益于猪价上涨）等表现较好，带动大众品整体维持微弱正增长。随着需求的逐步复苏，以及补库存需求的开启，二季度收入增速靓丽回升，而随着补库存的阶段过去，行业回归稳态增长，三四季度行业增速环比二季度有所回落，2020 年行业从疫情冲击→逐步复苏→稳健发展。2021 年一季度受益于低基数，大众品整体收入利润均实现了快速增长，但是二季度普遍面临高基数的因素，由于受到基数的影响，短期增速承压，但是下半年有望逐步改善。

表 6：大众品及其子行业收入和利润增速

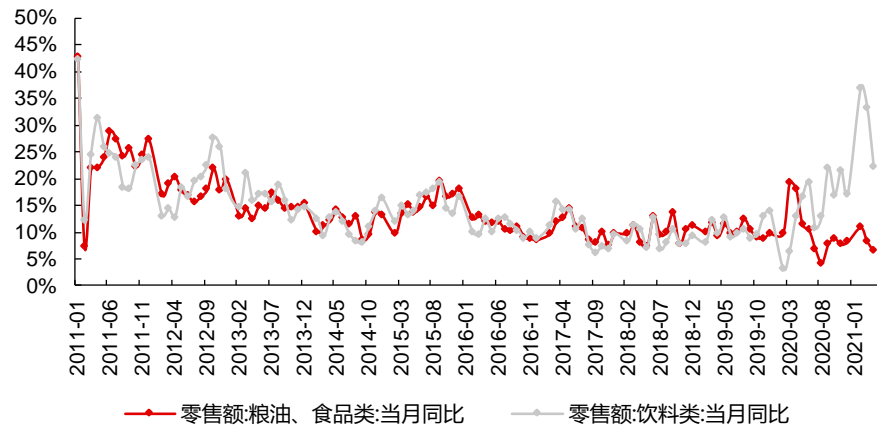
	收入增速						利润增速					
	2020	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2020	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
啤酒	14%	-28%	12%	7%	130%	67%	38%	-70%	42%	8%	75%	332%
葡萄酒	-35%	-51%	-42%	-27%	-15%	38%	-88%	-66%	-135%	-61%	-114%	76%
黄酒	-22%	-36%	-23%	-9%	-17%	35%	11%	-56%	143%	45%	62%	89%
乳制品	8%	-9%	22%	12%	11%	37%	-16%	-59%	71%	27%	-116%	205%
肉制品	21%	42%	31%	18%	2%	5%	25%	14%	54%	38%	2%	7%
调味品	13%	4%	27%	17%	14%	22%	18%	12%	26%	27%	14%	14%
食品综合	11%	-1%	22%	13%	15%	29%	36%	12%	69%	24%	92%	32%
休闲食品	-4%	7%	6%	-8%	-17%	4%	70%	-24%	413%	14%	2%	56%
大众品	10%	1%	21%	12%	12%	26%	20%	-15%	71%	23%	21%	52%

资料来源：Wind，长江证券研究所

长期来看，大众品依旧具备刚需的属性。从长期看，行业覆盖的人群范围、消费频次（取决于产品创新空间、消费需求的多元化、消费情景的丰富化等）决定行业空间，而定价

权以及产业链地位决定了行业的盈利能力，我们认为大众品刚需属性强，属于高频消费，决定了大众品行业空间，属于长跑的好赛道。自 2017 年以来，粮油、食品类、饮料类零售额以及饮料类零售额同比增速基本稳定在 10% 左右，需求稳健，刚需属性强。

图 33：粮油食品、饮料类的社零总额累计增速



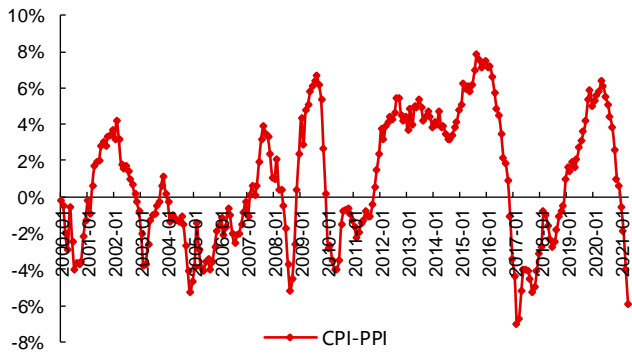
资料来源：Wind，长江证券研究所

成本压力下，关注强定价权品种

大众品盈利能力和 CPI-PPI 的剪刀差相关。大众品公司提价属于是成本驱动型，盈利能力是由 CPI-PPI 的剪刀差决定的，大众品普遍受 CPI-PPI 的剪刀差红利，2010-2015 年大众品盈利能力持续提升，主要是由于 CPI-PPI 持续扩大，2016 年 PPI 提升明显，大众品成本端承压，毛利率出现下滑。2020 年毛利率较 2019 年下降主要系口径存在差异，2020 年将运输费计入到成本影响毛利率，我们假设按照一般大众品公司 3 个百分点左右的运输费用率，则 2020 年大众品毛利率稳中有升。

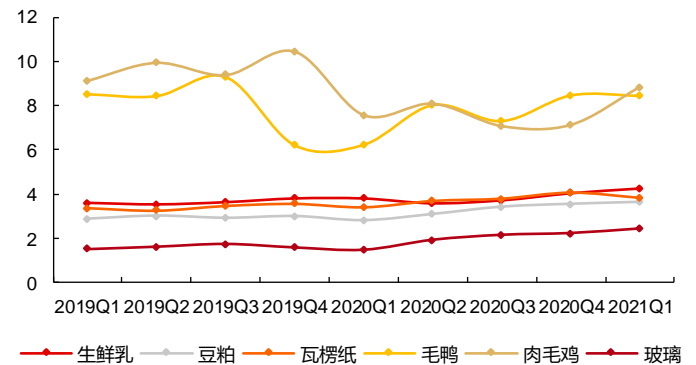
食品饮料行业部分原材料自去年下半年以来有所提升，关注强定价权品种。今年以来 PPI 提升明显，食品饮料公司部分原材料如生鲜乳、豆粕、瓦楞纸、玻璃等成本自 2020 年下半年开始提升。成本压力下，建议关注强定价权品种。从历史上来看，大众品企业提价往往是成本驱动型，提价能力的强弱取决于竞争格局。

图 34: CPI-PPI 剪刀差



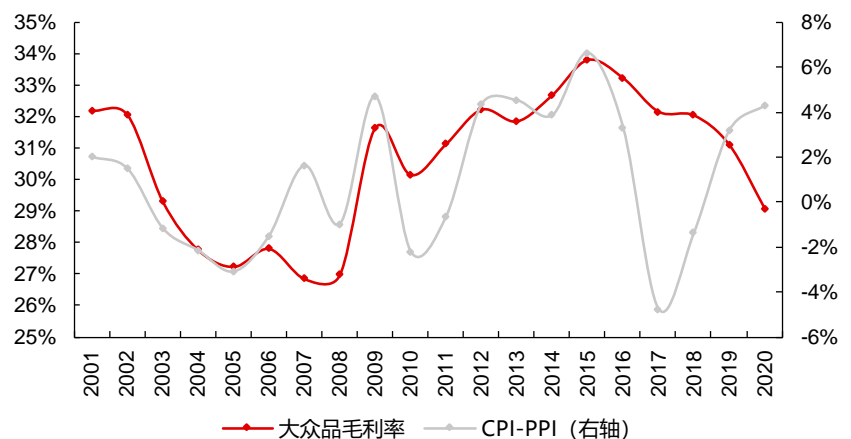
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 35: 去年下半年以来食品饮料部分原材料价格出现提升 (元/千克)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 36: 大众品毛利率和 CPI-PPI 关系



资料来源: Wind, 长江证券研究所 (备注: 2020 年将运输费用计入成本, 所以口径存在差异)

关注新渠道对于大众品行业格局的影响

社区团购势能已起，C 端渠道变革速度加快。社区团购是去年疫情期间加速崛起的渠道模式——以熟人的信任链为纽带、高性价比为获客切入点、优化配送及商品展示的效率是其存在并壮大的逻辑。在固有的零售（及电商）商业模式中，最后 1 公里配送和商品的陈列展示，常占据较高的成本，而社区拼团以熟人关系（社区店长、妈妈群主）为纽带，有效化解这两个痛点，并让利消费者，成为其获客利器，未来或将成为 C 端重要销售渠道之一。

社区拼团短期带来价格竞争的扰动，长期或成为现有 C 端渠道的重要补充。社群产品目前的鲜明特征是低价，主要系产品展示的成本有所降低，叠加平台为争夺份额所进行的补贴行为，这给了部分原本因商超端高额的“进场费”而却步的区域品牌铺市的机会，但这种“低价”有时亦伴随“低质”，例如酱油品类中，在商超端基本已经升级至氮氮含

量 $\geq 0.70\text{g}/100\text{ml}$ 的一级、特级酱油，而在社团渠道二级、三级酱油又存在一定生存空间。渠道变革短期带来了价格竞争的扰动，以及小品牌的份额反扑。

但长期来看，在相对成熟的品类中，消费者对于品牌的了解更充分，也有着更成熟的定价心智，例如酱油的主力消费区间在 6~10 元，且更愿意相信经常复购的品牌和产品。社团平台长期有望成为一种日常的 C 端渠道，购买习惯、定价基准实现均值回归。

从品类来看，竞争格局较好以及壁垒高的行业影响较少。社区团购作为一种新型的渠道，为品牌提供新的触达消费者的途径，从历史上来看，新的渠道的崛起，比如之前 B2C 电商渠道的崛起，对于竞争格局好以及壁垒高的行业竞争格局影响较少。但是也会为一些新兴的品类，以及未形成稳固竞争格局的品类的新品牌，提供成长平台。比如液态奶行业，生鲜乳的资源壁垒，以及伊利和蒙牛双寡头的稳固的竞争格局，社区平台对液态奶竞争格局影响相对较小。

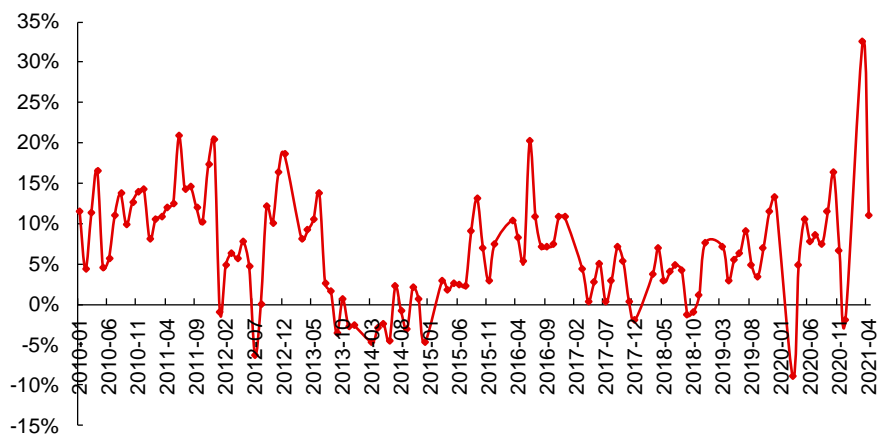
乳制品：需求端景气度延续，盈利端有望改善

需求端景气度延续，各品类百花齐放

疫情之后消费者健康意识提升，需求端景气度延续。疫情之后消费者健康意识提升，乳制品需求自 2020 年 3 月以来恢复明显，且行业呈现加速扩容的态势，且从一季度的态势看，相比于 2019Q1 的复合增速基本也都维持了 2020H2 的增长态势，部分公司还呈现了加速的态势，比如妙可蓝多、熊猫乳品。

细分子行业百花齐放。从子行业来看，白奶行业无论是常温还是低温受益于疫情之后消费者健康意识的提升，加速扩容，伊利和蒙牛从 2020 年下半年以来白奶业务增速靓丽，光明乳业以及新乳业低温鲜奶也同样增长提速；婴幼儿奶粉行业国产品牌崛起，中国飞鹤增速抢眼，伊利奶粉业务自 2021 年一季度以来同样获得了不错的增长；新兴品类奶酪行业增速靓丽，妙可蓝多增速靓丽。

图 37：乳制品产量增速 2020 年 4 月份后持续改善



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 7：主要上市乳业收入增速

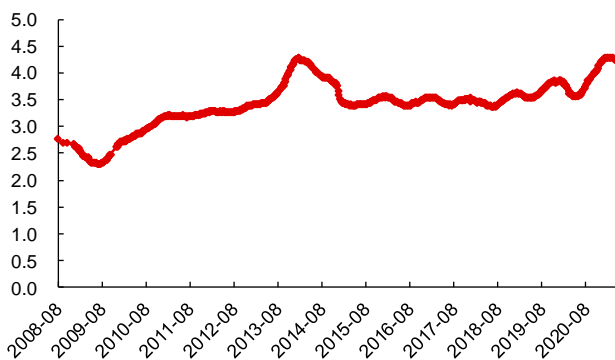
子行业	公司	2020H1	2020H2	2021Q1 同比增速	2021Q1 相比 2019Q1 复合增速
液态奶	伊利股份	5.5%	9.3%	32.5%	8.8%
	蒙牛乳业	9.4%	11.8%		
	光明乳业	9.5%	14.0%	36.1%	13.2%
	三元股份	-18.4%	-0.7%	23.0%	-2.0%
	燕塘乳业	0.5%	21.1%	54.1%	19.0%
	新乳业	-5.7%	41.4%	90.9%	28.4%
	天润乳业	7.2%	10.2%	33.2%	15.4%
奶粉	中国飞鹤	47.9%	25.8%		
	贝因美	14.8%	-20.9%	-20.6%	-5.4%
	澳优	22.6%	15.2%	13.1%	20.2%
奶酪	妙可蓝多	51.7%	71.1%	140.6%	78.6%
含乳饮料	李子园	2.1%	18.8%	127.3%	
乳酸菌饮品	均瑶健康	-26.1%	-38.2%	31.1%	
炼乳	熊猫乳品	10.4%	15.0%	114.6%	44.8%

资料来源：Wind，长江证券研究所（备注：蒙牛为可比口径，即不含君乐宝和贝拉米）

生鲜乳需求旺盛叠加供给紧张，盈利有望改善

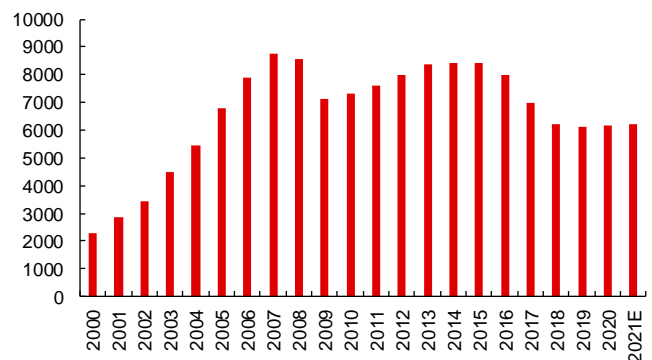
供需偏紧，原奶价格提升明显。自 2020 年下半年开始，原奶价格提升明显，主要系一方面是从需求来看国内白奶需求旺盛对于国内生鲜乳的需求增加，另外一方面从供给看，近两年奶牛存栏量并未有明显的增加。

图 38：原奶价格在下半年提升明显（元/千克）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 39：国内奶牛数量近 3 年并未出现提升（千头）

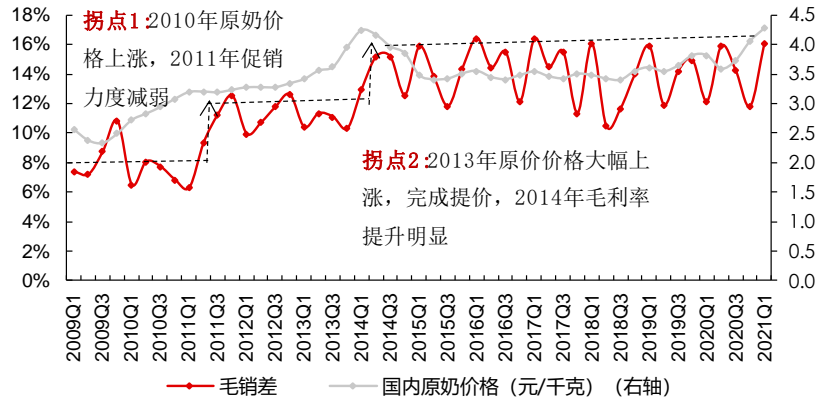


资料来源：Wind，长江证券研究所

上游原奶供需偏紧有利于下游乳制品行业格局改善，盈利端有望持续改善。我们自 2019 年提出上游原奶供需偏紧对下游主要是有以下几方面影响：1) 奶源供应紧张的背景下，促销力度有望减弱，同时渠道库存水平较低，大日期产品的新鲜度补贴费用会减少；2) 有利于加快行业产品结构升级的速度；3) 龙头企业在奶源的掌控上会更加有实力，资

金实力更加雄厚，奶源紧缺背景下，有利于行业进入壁垒提升以及龙头市占率加速提升。格局改善从而带来下游乳制品企业的盈利拐点，伊利毛销差长周期处于提升趋势，过去两次毛销差拐点 2011 和 2014 年催化因素均是上游原奶供给短缺。

图 40：伊利股份两次毛销差拐点均是在原奶价格上涨的背景下



资料来源：Wind，长江证券研究所

核心推荐伊利股份：需求稳健，盈利端有望迎来拐点

上一轮原奶周期伊利盈利能力提升明显。从上一轮原奶周期看，2009 年 6 月-2014 年 4 月，原奶价格从 2.3 元/千克提升至 4.2 元/千克，伊利 2011 年和 2013 年对部分产品进行了价格调整以及结构调整，来对冲成本上涨的压力，同时成本上涨背景下竞争趋缓，伊利销售费用率从 2009 年 26.7% 下降至 2014 年 18.5%，伊利的毛销差从 2009 年 8.4% 左右提升至 2014 年 14.6%。我们认为背后的逻辑主要是在于上游原奶供给偏紧背景下，一方面有利于行业促销力度减弱，另一方面有利于行业产品结构加速升级。

2021 年业绩指引积极，盈利有望迎来拐点。2021 年公司计划实现营业总收入 1070 亿元（同比增长 10%），利润总额 93 亿元（同比增长 14%），从公司历史的经营计划看，2015 年以来对于利润经营计划 2021 年是唯一超过 10% 的年份，并且利润增速快于收入。我们认为原奶供需紧平衡，有利于行业竞争格局改善，盈利能力提升，从历史上来看，伊利在上一轮原奶上行周期 2010-2014 年盈利能力提升明显，而 2014 年之后公司安慕希和金典收入占比提升明显，但是净利率却未体现，我们认为此次原奶周期有望成为竞争格局的催化剂，盈利能力有望提升。

表 8：伊利股份历史业绩和股价表现

	收入增速	扣非后归母净利润增速	股价涨幅	股价相对于沪深 300 涨幅	原奶价格（元/千克）	业绩影响因素剖析
2010	22.0%	8.5%	44.5%	57.0%	2.89	原奶上行周期，伊利一个方面通过减弱促销力度（2009 年销售费用率 26.7% 下降至 2014 年 18.5%），另外一方面通过提价和结构升级来转嫁压力。真实盈利能力毛销差提升明显。
2011	26.2%	126.3%	6.8%	31.8%	3.20	
2012	12.1%	1.4%	8.8%	1.2%	3.29	
2013	13.8%	65.6%	79.6%	87.2%	3.63	

2014	13.9%	71.2%	12.6%	-39.1%	4.05	原奶价格处在低位，行业竞争加剧，伊利通过产品结构升级，实现盈利能力的稳定性。
2015	10.9%	6.7%	16.9%	11.3%	3.45	
2016	0.4%	12.7%	10.3%	21.6%	3.47	
2017	12.3%	17.7%	89.1%	67.3%	3.48	
2018	16.9%	10.3%	-27.3%	-1.9%	3.46	
2019	13.4%	6.6%	38.5%	2.4%	3.65	2019 年真实盈利能力毛销差提升，净利率未体现主要系总量费用率未下降，但是伊利费用结构的优化（员工薪酬提升而广宣费率下降）。
2020	7.4%	5.7%	47.3%	20.1%	3.79	2020 年主要是受到疫情的影响，春节需求受到影响，后续去库存促销力度加大。

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 9：伊利股份历史经营计划及完成情况（亿元）

时间	经营计划		实际		完成情况		经营计划相对于上一年的增速	
	营业总收入	利润总额	营业总收入	利润总额	营业总收入	利润总额	营业总收入	利润总额
2011	330	10	374.51	21.36	113%	214%		
2012	420	21	419.91	20.87	100%	99%	12%	-2%
2013	458	19	477.79	30.6	104%	161%	9%	-9%
2014	540	40	544.36	47.86	101%	120%	13%	31%
2015	610	55	603.6	55.24	99%	100%	12%	15%
2016	630	60	606.09	66.32	96%	111%	4%	9%
2017	650	62	680.58	70.74	105%	114%	7%	-7%
2018	770	75	795.53	75.78	103%	101%	13%	6%
2019	900	76	902.23	81.94	100%	108%	13%	0%
2020	970	61	968.86	81.50	100%	134%	8%	-26%
2021	1070	93					10%	14%

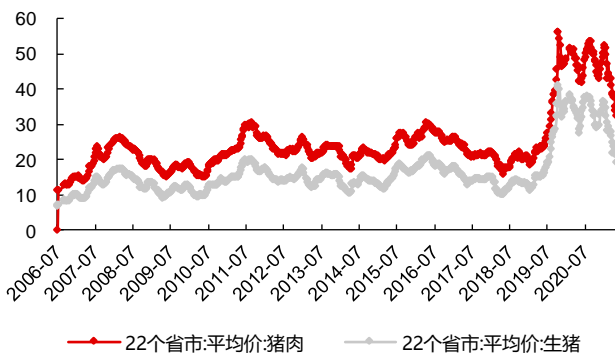
资料来源：伊利股份公司公告，长江证券研究所

肉制品：肉制品业务关注成本下行带来盈利弹性，屠宰业务有望改善，进口肉盈利承压

生猪价格回落明显，成本下行。年初至今生猪和猪肉价格回落明显，5月中旬，生猪和猪价价格分别是 32.4/19.3 元/千克，较 2021 年初高点 51.6/36.3 元/千克相比回落明显。鸡价今年以来则相对稳定。

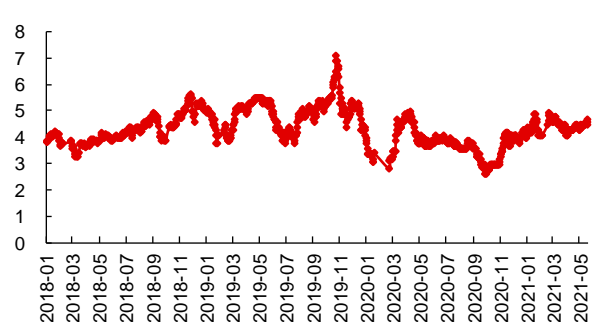
关注成本下行，提价红利有望显现。2019年、2020年猪肉、鸡肉、鱼糜等原材料价格上行明显，成本压力下，肉制品企业普遍迎来提价周期，定价权回归。目前主要成本生猪价格出现下行，从历史上看肉制品行业往往享受成本下降带来的盈利端红利，以双汇发展为例，通过复盘双汇肉制品过去几年盈利能力变动的驱动因素，主要结论如下：1) 2012年之后双汇肉制品盈利能力的提升核心主要是源自于毛利率的提升，2012年之后双汇的肉制品的毛利率从2013年25%左右提升至30%左右，营业利润率从2014年18%左右提升至20%左右，肉制品费用率则相对比较平稳，在10%左右。2) 从双汇的肉制品的单价和成本看，2012-2016年双汇的肉制品的单价稳中略降，成本亦稳中有降，成本下降幅度大于收入单价下降幅度，因此毛利率提升的核心还是在于成本端的下降。过去几年双汇肉制品业务的盈利能力的提升更多的是来自于成本端的下降，此次双汇肉制品业务迎来提价周期，2020年肉制品营业利润率提升明显，预计当成本下行时，肉制品提价红利有望进一步显现。

图 41：猪价自 2021 年以来回落明显（元/千克）



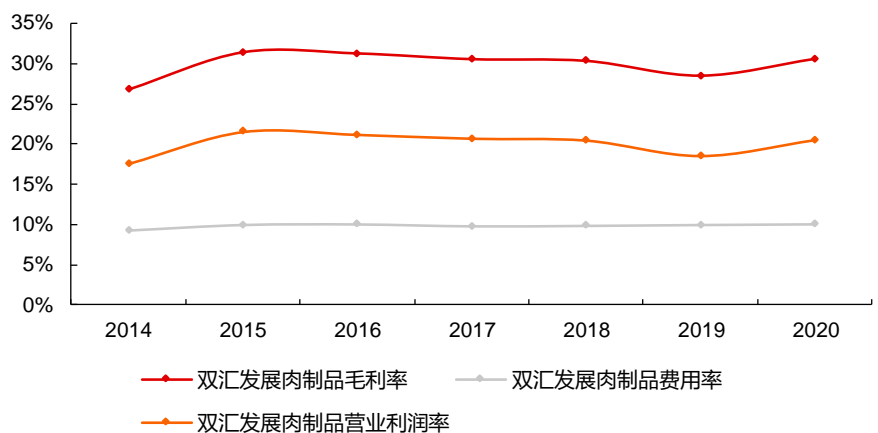
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 42：收购价:肉毛鸡:山东:滨州（元/500 克）



资料来源：Wind，长江证券研究所

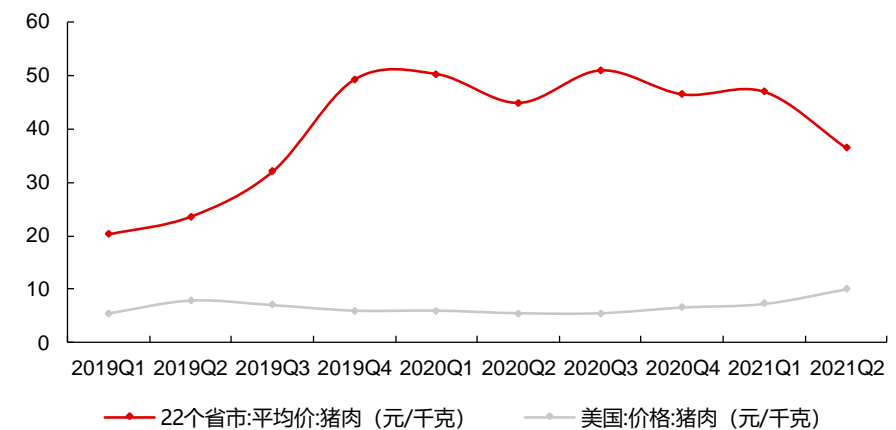
图 43：双汇发展 2020 年肉制品营业利润率提升明显



资料来源：双汇发展公司公告，长江证券研究所

国内猪价下行有利于屠宰业务量利改善，进口肉盈利承压。屠宰利润和猪周期呈显著的负相关关系，猪周期下行时，屠宰量会提升，同时头均利润亦受益于屠宰价差扩大以及产能利用率提升，所以国内猪价下行有利于屠宰业务的量利改善。国内猪价下行，美国猪价上行，中美价差收窄，进口肉盈利较前期有所收窄。

图 44：中美猪肉价差较 2020 年收窄



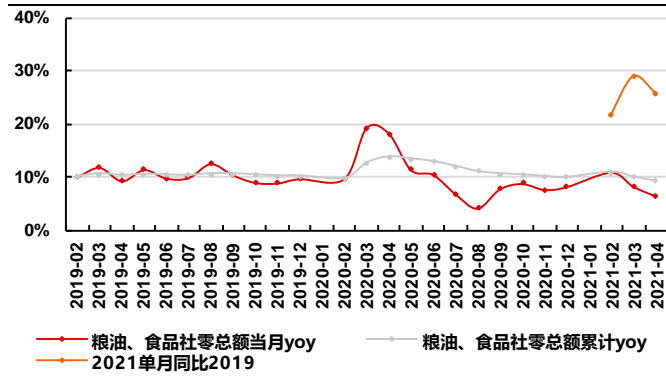
资料来源：Wind，长江证券研究所

调味品：柳暗花明，否极泰来

C 端有望下半年改善，全年看好 B 端持续修复

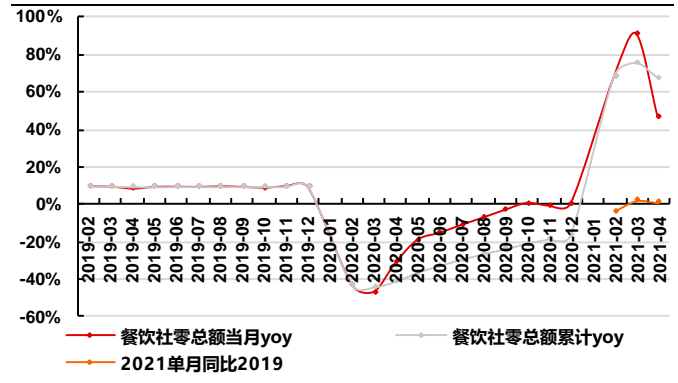
总需求稳健，餐饮渠道仍处于恢复通道。从社零数据（粮油、食品类）看，刚需消费品的波动较小，2020 年 3~4 月疫情后出现了一波需求的小高峰，因此今年 3~4 月主要大众品的需求承受一定的同比压力，但对比 2019 年同期总需求保持了稳健的增长，这也与家庭端占比较高的调味品品牌的业绩反馈存在相关性；另一方面，餐饮端仍处在恢复通道中，虽然年初以来餐饮业呈现显著复苏，但对比 2019 年同期仅基本持平，还未恢复到疫情前餐饮业双位数左右的增长中枢，与餐饮相关的餐调需求也是如此，预计后续季度仍将保持较快的改善态势。

图 45：社零总额单月增速（粮油、食品类；饮料类）



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：图中2月单月数据均为1~2月数据。）

图 46：社零总额单月增速（餐饮类、限额以上餐饮；饮料类）



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：图中2月单月数据均为1~2月数据。）

短期业绩存在压力，全年预计呈现前低后高。结合主要调味品上市公司的经营计划和2020年度及2021Q1的业绩节奏看，由于今年春节的“就地过年”政策，部分“团圆”的消费场景缺失叠加社团渠道等兴起，使得2021Q1部分调味品上市公司的动销慢于经营计划，部分品牌也出现了渠道库存高于历史均值的情形。

展望后续季度的增长，2020Q2是疫情后全面恢复的首个季度，主要调味品公司也大多呈现出高于全年增长的收入、利润增长表现，因此2021Q2存在同比压力；再对比2021年度各家公司制定的稳健、较快的经营计划目标，全年看预计将呈现前低后高的态势，叠加需求复苏，预计下半年有望环比改善。

表 10：调味品公司 2020Q1~2021Q1 分季度收入增速及 2021 年度收入增长计划

公司简称	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021 收入计划	*2021Q2~Q4
海天味业	7%	22%	18%	15%	22%	16%	14%
中炬高新	-6%	21%	10%	15%	10%	19%	22%
恒顺醋业	1%	16%	10%	13%	11%	13%	14%
千禾味业	24%	45%	26%	11%	33%	26%	24%
天味食品	9%	81%	35%	29%	56%	30%	26%
日辰股份	-16%	-11%	-2%	-6%	52%	30%	25%

资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：2021 收入计划，除日辰股份外均取自上市公司公告的年度经营计划，日辰股份参考股权激励方案，上述公司的收入计划均不构成业绩承诺，仅供参考；*2021Q2~Q4 为参考 2021 收入计划，所测算今年后续 3 个季度需要的收入增速，不构成业绩预测，仅供参考。）

表 11：调味品公司 2020Q1~2021Q1 分季度利润增速及 2021 年度利润增长计划

公司简称	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021 利润计划	*2021Q2~Q4
海天味业	9%	29%	22%	21%	21%	18%	17%
中炬高新	9%	41%	19%	29%	-15%	11%	18%
恒顺醋业	5%	5%	-25%	14%	4%	13%	16%

千禾味业	39%	135%	35%	-129%	-43%	24%	59%
天味食品	5%	322%	30%	-57%	4%	15%	18%
日辰股份	1%	0%	19%	-27%	0%	30%	37%

资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：2021 利润计划，除日辰股份外均取自上市公司公告的年度经营计划，日辰股份参考股权激励方案，上述公司的利润计划均不构成业绩承诺，仅供参考；*2021Q2~Q4 为参考 2021 利润计划，所测算今年后续 3 个季度需要的利润增速，不构成业绩预测，仅供参考。）

淡化短期波动，放眼长期价值，全年看好 B 端修复，下半年关注 C 端改善。春节政策导致的动销节奏变化，社团渠道带来短期价格竞争以及小品牌反扑的扰动，叠加去年同期较高的基数，上半年存在一定基数压力，但放眼中长期，调味品仍然是穿越通胀、兼具确定性与稳健成长的板块，有望持续享有估值溢价，全年看好 B 端修复，下半年关注 C 端改善，重点推荐：日辰股份、千禾味业、天味食品、恒顺醋业，建议关注海天味业、中炬高新。

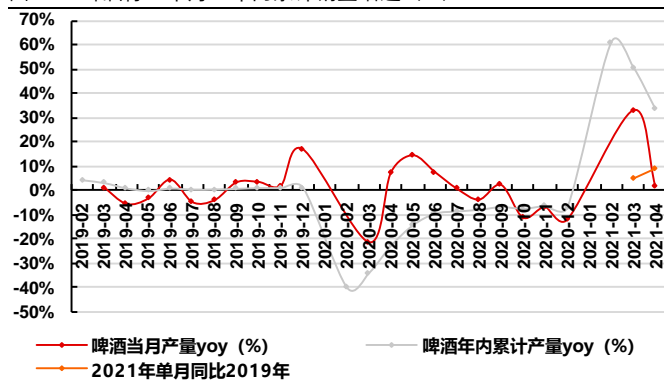
啤酒：景气修复，静待旺季

现饮场景驱动修复，旺季量增可期

现饮场景的修复有望驱动啤酒行业今年量价齐升。2021 年一季度啤酒行业产量同比增长 51%，同比 2019 年基本持平，在餐饮等现饮场景恢复的背景下，销量恢复较为强劲；并且 4 月份在去年同期高增长基数（去年同期单 4 月量增 8%）上仍保持了增长，同比量增 1.7%，较 2019 年同期增长 9.3%。

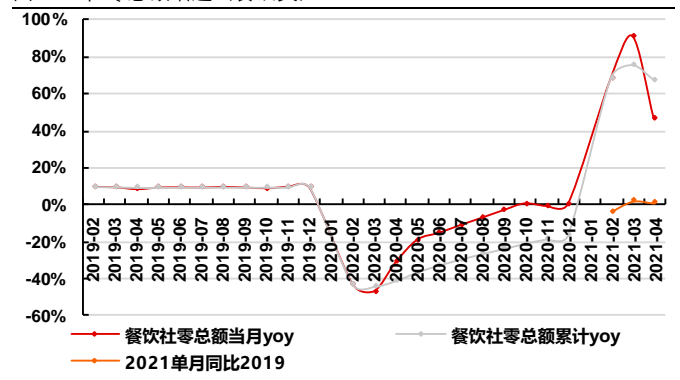
啤酒消费历来在现饮端的均价更高、升级更快，预计随着餐饮等现饮场景的持续修复（当前餐饮仍处于修复通道，2021 年 1~4 月对比 2019 年同期仅基本持平，还未恢复到疫情前餐饮业一贯约 10% 的增长中枢），也将催化啤酒产品结构的高端化，随着 Q2 啤酒逐步进入消费旺季，行业有望实现量价齐升的势头。

图 47：啤酒行业单月、年内累计销量增速（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：图中 2 月单月数据均为 1~2 月数据。）

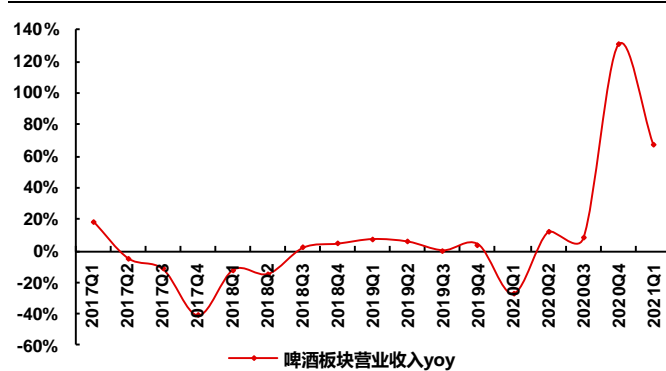
图 48：社零总额增速（餐饮类）



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：图中 2 月单月数据均为 1~2 月数据。）

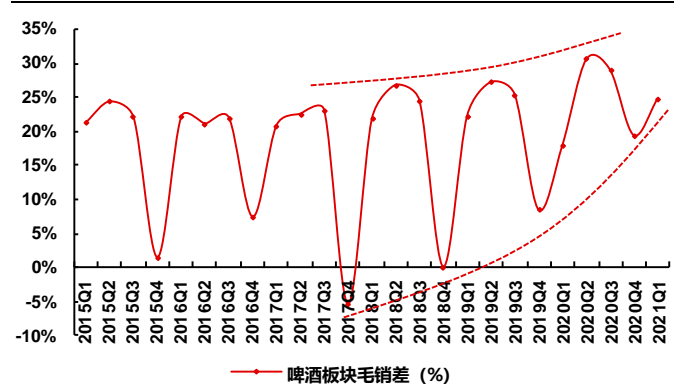
需求修复趋势确立，盈利改善仍将演绎。从啤酒板块上市公司业绩看，整个春节期间（20Q4~21Q1）的收入增长都十分亮眼，需求修复驱动了板块业绩的加速反转。近3年来，啤酒板块的盈利能力已进入改善通道，体现为：旺季盈利能力创新高（毛销差 20Q2 突破 30%），淡季持续减亏（20Q4 毛销差已接近 20%），预计今年这一趋势仍将延续。

图 49：啤酒板块上市公司分季度的营收同比增速（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 50：啤酒板块单季度毛销差（%）



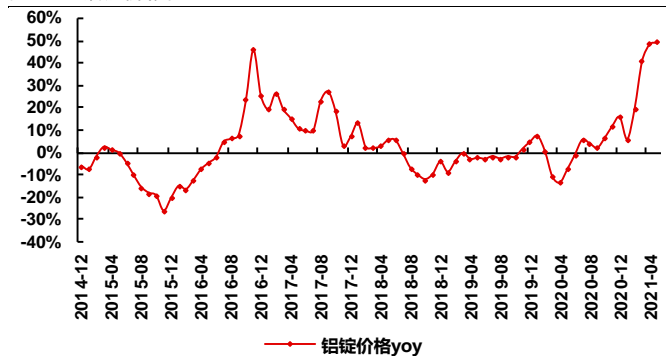
资料来源：Wind，长江证券研究所

成本压力可控，盈利改善可期

成本上行，但行业格局改善的背景下，盈利能力向好趋势仍然延续。大麦、包材等啤酒主要直接材料价格在近年来，已经历过多轮上涨，近半年来由于疫情后经济复苏背景下的大宗原材料进入通胀周期以及国际贸易政策变更等因素影响，啤酒的多项原材料成本呈现共振上涨的态势——瓦楞纸价格上涨，大麦进口价格微涨，铝板价格短期上涨较多。

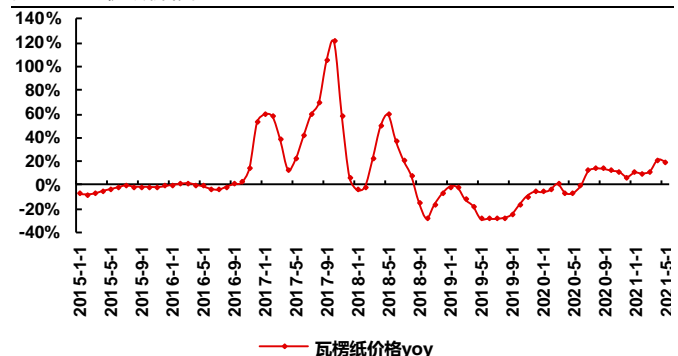
综合来看，今年的成本压力大于去年，但啤酒行业竞争焦点转向、聚焦高质量发展的趋势已确立，高端化带动的吨价提升也是大概率事件，叠加成本压力背景下主要厂商的费用投放更趋谨慎，预计行业的盈利改善仍然有望延续。

图 51：铝锭价格同比（%）



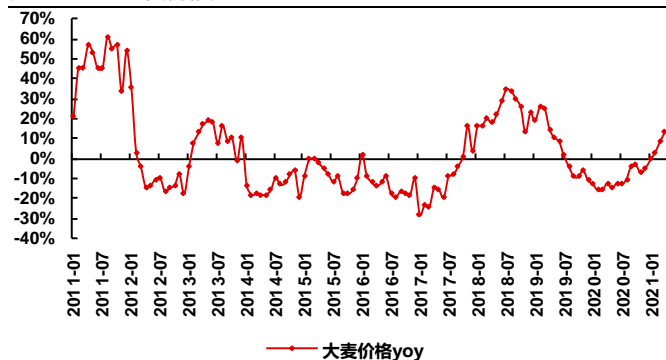
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 52：瓦楞纸价格同比（%）



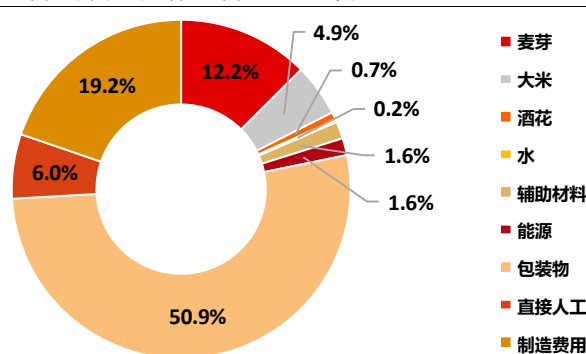
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 53：进口大麦价格同比（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 54：啤酒成本构成（青岛啤酒，2020 年度）



资料来源：Wind，长江证券研究所

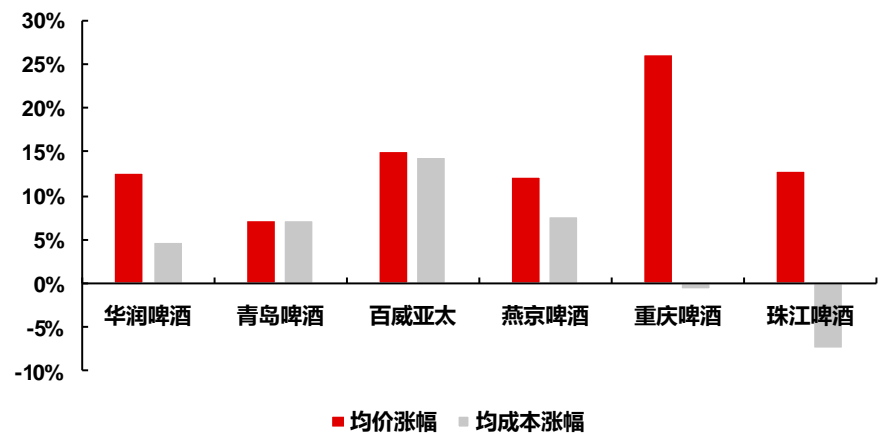
结合年初以来所跟踪的部分成本项的涨幅，以及主要龙头公司近年来的产能效率优化，对啤酒的成本端做敏感性测算，预计全年吨酒成本的涨幅或将落在 3~5% 的区间；结合过去 3 年，主要啤酒公司的均价涨幅和均成本涨幅，在行业步入高质量发展、盈利改善逻辑确立的背景下，全年均价提升领先于均成本的趋势仍将延续。

表 12：啤酒吨均成本的敏感性测算

麦芽 包材	2%	4%	6%	8%
3%	1.3%	1.5%	1.8%	2.0%
6%	2.8%	3.0%	3.3%	3.5%
9%	4.3%	4.6%	4.8%	5.1%
12%	5.8%	6.1%	6.3%	6.6%

资料来源：长江证券研究所

图 55：啤酒上市公司的均价涨幅、均成本涨幅对比（2020 年对比 2017 年）



资料来源：Wind，长江证券研究所

啤酒板块景气恢复较为确定，旺季有望迎来业绩高增。2021 年全年看，啤酒板块在现饮场景修复的背景下，有望迎来量价提升；随着旺季临近，成本价格的上涨也将进一步催化诸如结构优化、提升费效等成本传导的措施陆续落地，叠加体育赛事的催化，有望带动部分啤酒聚饮场景的回归。板块基本面景气上行，有望迎来业绩的持续高速增长，**重点推荐：青岛啤酒、珠江啤酒，建议关注：重庆啤酒。**

休闲零食：品牌产品力+渠道多元化成为行业目前发展主基调

以新零售为依托的“线上+线下”融合渠道模式目前逐步成为业内龙头品牌渠道发展方向。在线上电商品牌为保市场份额频频陷入价格战的“囚徒困境”以及线下传统渠道品牌由于国内不同区域饮食、口味差异难以扩张全国的情形下，为迎合休闲零食行业整体的发展趋势、扩大销售范围、迅速了解消费者需求及满足客户体验等要素，各大品牌依托新零售理念，近年来纷纷布局“线上+线下”相融合的渠道体系，**展望未来由消费者多元化场景消费需求所决定的行业未来零售业态预计将逐步演变为全渠道融合并重的新发展阶段。**

表 2：可类比休闲零食行业龙头公司产业链及渠道情况

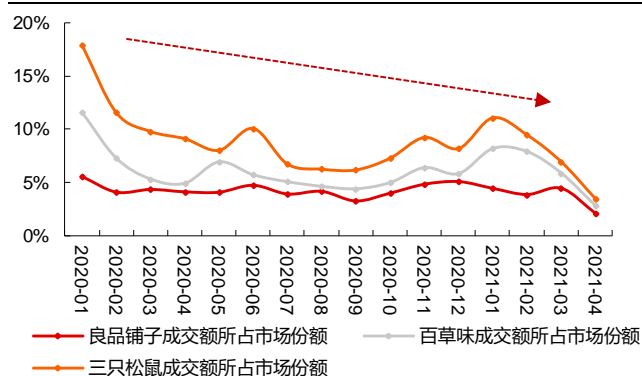
企业名称	产业链主要环节	销售渠道类型	2020 年渠道分布情况	主营产品品类	2020 年营收（亿元）
洽洽食品	生产	线上：电商平台旗舰店；线下：传统 KA 模式	线下经销模式为主	坚果炒货	52.89
良品铺子	零售	线上：电商平台旗舰店、社交电商、自营 APP、直营门店；线下：加盟门店、O2O 外卖、大客户团购等	线上收入占比 51%，线下自营店 750 家，加盟店 1951 家	坚果炒货、肉类零食、糕点糖果等	78.94
三只松鼠	零售	线上：电商平台旗舰店、手机 APP、微信商城；线下：体验店、联盟店、松鼠投食店	线上占比 74%，线下投食直营店 171 家，加盟小店 872 家	坚果炒货、果干、花茶等	97.94
盐津铺子	生产	线上：电商平台旗舰店；线下：直营商超、经销商模式	经销为主（收入占比 62.24%）、直营为辅（收入占比 32.18%）	果脯蜜饯、休闲豆制品、烘焙食品等	19.59
甘源食品	生产	线上：电商平台旗舰店；线下：经销商模式	线下经销模式为主，收入占比 85%	青豆、瓜子仁、蚕豆、综合果仁及豆果系列	11.72
来伊份	零售	线上：电商平台旗舰店、自营 APP 等；线下：直营门店、加盟门店、特通渠道	线上收入占比 15%，线下自营店 2369 家，加盟店 635 家	坚果炒货、肉类零食、糕点及膨化食品等	40.26
卫龙美味	生产	线上：直营+经销；线下：经销商模式为主	线下经销模式为主	调味面制品、蔬菜制品、豆制品等	41.2

资料来源：Wind，各公司年报，长江证券研究所

上半年需求较为疲软，渠道转型速度加快，下半年行业有望迎来逐步改善

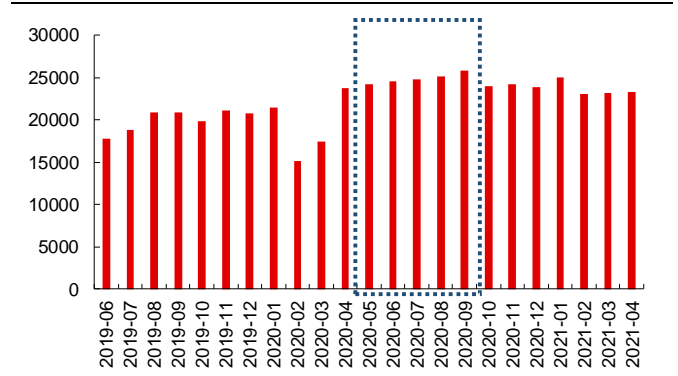
由于去年上半年受疫情利好零食品类居家消费场景的原因，行业整体基数相对较高，从目前已有淘数据情况来看，今年一季度淘宝平台零食成交金额为 192.2 亿元，同比下滑 1%；销售量为 6.4 亿件，同比提升 3%，表现相对疲软。另一方面，传统电商平台流量红利逐步消退，线上整体去中心化影响较为明显，龙头品牌从去年开始市占率整体下滑态势明显，由于行业同质化严重且线上进入壁垒较低，从淘数据来看，线上品牌数量去年达到顶峰水平，今年虽稍有回落，但对龙头品牌市占水平仍有较大影响。

图 56：行业龙头品牌淘宝平台近两年市占情况



资料来源：淘数据，长江证券研究所

图 57：近年淘宝平台零食类目品牌数量变化（个）



资料来源：淘数据，长江证券研究所

因此，社交电商以及社区团购等依托新零售衍生出的新型消费渠道成为未来行业的发力方向之一。以社区团购为例，线下品牌未来有望通过电商+社区小店的逐步协同来避免直接进入线下 KA 商超等传统渠道的红海竞争另辟蹊径的提升产品周转和效率逐步建立属于自己的品牌力。而以 OEM 生产为主侧重渠道建设的渠道品牌则有望通过全渠道的覆盖密度，依托信息化系统的储备，社区团购将进一步完善公司 O2O 链条，通过深化仓配速度以及以高周转为前提的补贴力度，提升门店单店坪效，逐步打造更多流量复购粘性以及多渠道购买频次，转而提升品牌力与品牌形象。因此我们认为，龙头企业未来有望逐步加深布局风头正盛的碎片化新型渠道，有效淡化线上传统电商平台流量去中心化影响以及线下 KA 商超人流量减少的影响，作为周转快复购高的可选消费品之一，零食行业有望逐步迎来渠道变革下的新一轮改善。

表 2：2020 年以来行业龙头公司渠道及营销主要变革和方向

企业名称	渠道及营销主要变革和方向
洽洽食品	推进渠道精耕战略，打造百万终端；实现线下渠道数字化，强化推进 toB 渠道、餐饮渠道、社区团购、直播社群等社交电商
良品铺子	围绕门店开展外卖运营、店圈社区团购、在线直播、会员在线服务四个业务开展门店+业务；线上精细化运营加大京东渠道投入，全面开启内容营销；组建社交电商团队进行社交电商渠道运营，构建了一系列账号矩阵、达人主播资源矩阵及自播主播矩阵，2020 年公司与超 150 位头部明星达人主播深度合作，全年完成了 3700 余场直播，社交电商全渠道累计终端销售额达到 1.23 亿元
三只松鼠	聚焦搭建针对二次元人群的产品、品牌、内容矩阵，通过加强线上门店、直播间、线下门店各类服务接待场景强化 IP 植入，进一步实现品牌内容营销；同时积极试水社区团购，2021 年将与众多社区团购平台进行合作探索，通过供应链反向定制，打造一批适配渠道发展的专供货品
盐津铺子	公司以“直营商超树标杆、经销商渠道全面拓展、新零售跟进覆盖”为营销目标，坚持直营全国性 KA 商超，经销商跟随覆盖地方性大中型商超/社区超市/乡镇超市，快速拥抱探索社区团购/直播带货/B2B/O2O 等新零售渠道，打造全渠道矩阵，已逐步形成多层次、广覆盖、高效率的立体营销网络
甘源食品	公司持续深耕天猫、京东、拼多多等传统核心渠道，同时成立社群营销部门，尝试直播带货等新销售模式，建立与快手、抖音、淘宝等平台头部主播的合作

资料来源：Wind，各公司年报，长江证券研究所

综上我们认为，在休闲零食行业中，由于商业模式不同，渠道零食品牌目前均以“生产轻资产+营销及渠道重投入”的模式为主，主要定位多 SKU 零食品牌，所以此类企业未来收入及盈利水平的提升主要来自于产品新品迭代能力以及渠道周转与营销能力的变现，将目前较重叠的客群逐步转化为其品牌的专属粘性消费者；而传统零食企业大多以“生产+销售”模式为主，产品品类多为大单品模式，此类企业则主要需要关注其对于品牌力及产品品质的打造和对供应链的把控能力。

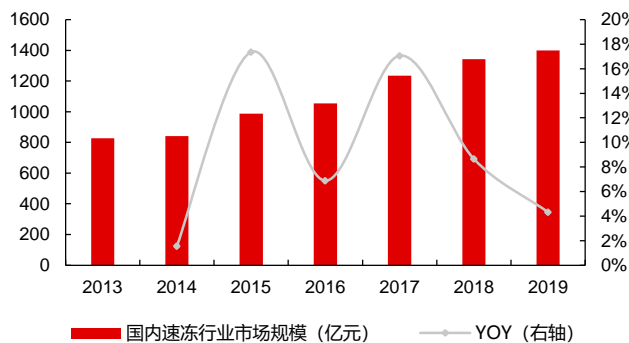
受益于行业长期快速增长趋势，零食品牌粘性主要来自于复购、复吃、风味化、成瘾性、快速反应消费者需求深化消费者服务等明显行业属性的集中体现，因此我们重点推荐以葵花籽业务为基石，坚果业务为第二成长曲线，深耕产业链多年，打造大单品及品牌能力行业领先的洽洽食品；全渠道融合及周转能力领先行业，“高端零食”差异化品牌定位的良品铺子。建议关注口味粘性及复购率高，研发能力及供应链一体化出众的辣味零食龙头卫龙美味。

速冻食品：BC 端需求双轮驱动，规模为王，创新迭代，整合优化

国内速冻食品行业已超千亿规模，新增企业数量增长迅猛，行业整体量价齐升。根据 Frost&Sullivan 数据显示，我国速冻食品行业规模由 2013 年的 828 亿元提升至 2019 年的 1400 亿元，年均复合增速接近 10%。2019 年国内新增速冻食品企业 11379 家，较 2015 年新增数量提升约 134%，5 年新增企业数量年均复合增速达到约 24%，增长速度明显快于行业整体增速。同时速冻产品产量也从 2013 年的约 789 万吨提升至 2017 年的约 952 万吨，根据测算的单吨价格也从约 10500 元/吨提升至约 13000 元/吨，提升幅度均较为明显。

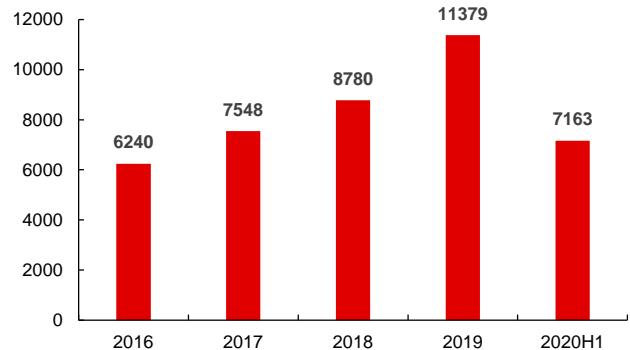
由于当下整体生活节奏加快，年轻消费群体逐步减少下厨时间，速冻食品逐步品质化、便捷化、营养化的特性持续突出，叠加国内餐饮需求在标准化及规模化趋势下不断旺盛，因此我们认为，国内速冻食品行业有望维持目前较高的景气度及成长性。

图 58：国内速冻食品行业规模情况



资料来源：Frost&Sullivan，长江证券研究所

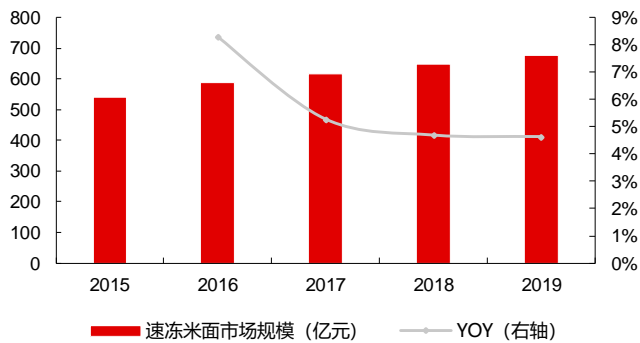
图 59：国内速冻食品行业新增企业数量情况（家）



资料来源：企查查，长江证券研究所

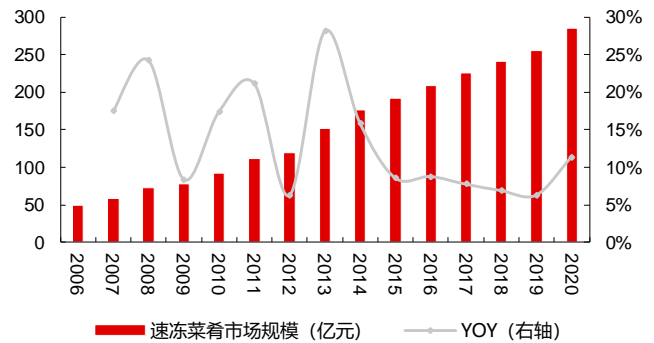
速冻米面占据主要市场，火锅料制品成长迅速集中度有望加速提升，速冻菜肴或成行业新风口。分品类来看，速冻米面市场发展相对成熟，CR3 达到约 64%，餐饮需求及产品结构升级成为现阶段米面行业发展的主要驱动力；火锅料制品中小企业并存，行业相对分散，CR3 不足 25%，随着食品安全和环保监管日趋严格，市场份额不断向大企业集中，使低价竞争的环境有所改善，大企业的品牌优势会逐步凸显并进一步提高，未来集中度有望持续提升；虽然速冻菜肴行业目前尚处于发展初始阶段，但成本控制以及食材标准化将为速冻菜肴行业发展起到关键的推动作用，也有望为国内速冻行业发展带来新的增量，成为行业发展的新风口。

图 60：我国速冻米面制品市场规模



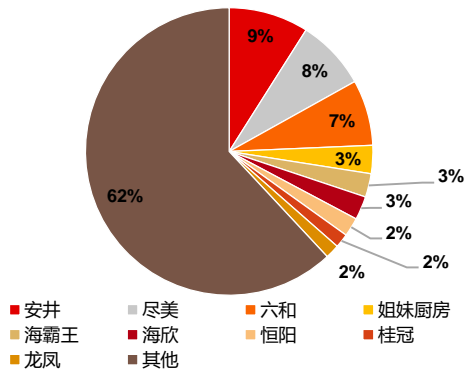
资料来源：产业信息网，长江证券研究所

图 61：我国速冻菜肴市场规模



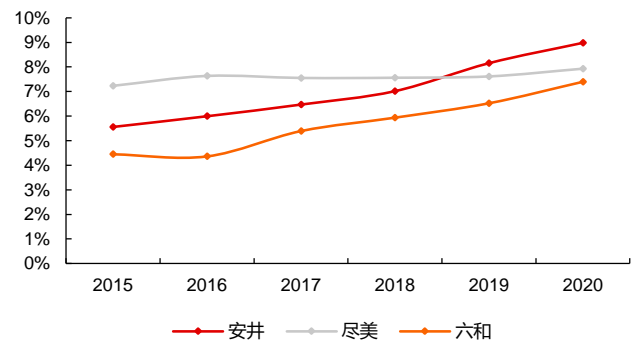
资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

图 62：2020 年速冻火锅料制品市占率



资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

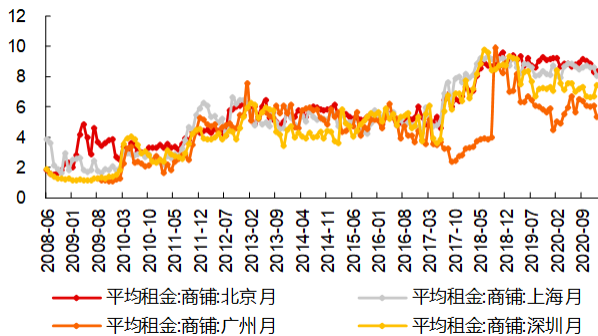
图 63：近年来速冻火锅料制品龙头企业市场份额提升明显



资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

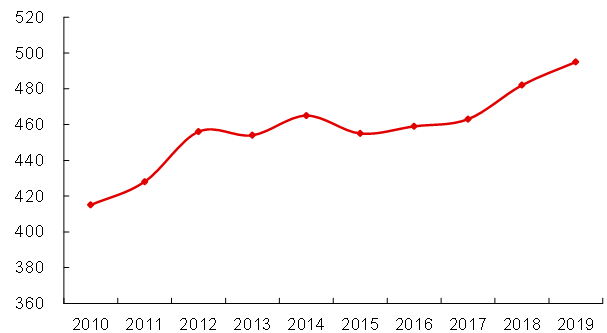
BC 端需求双轮驱动，加速推动行业整体进入高速发展期。我国餐饮市场发展迅速，标准化连锁餐饮比例逐步提升，速冻食品能较好的缓解餐饮端成本端压力及食材标准化的内生需求。同时随着国内冷链供应链系统的逐步完备，速冻食品有望加速餐饮端的渗透。随着生活节奏逐步加快，居民饮食消费习惯趋向于省时便捷，速冻食品兼顾营养及方便的属性将逐步深化，随着家电普及以及速冻产品结构不断调整创新的推进，国内家庭端速冻食品消费占比有望持续拉伸。

图 64：北上广深店铺月租金缓速上涨（万元/月）



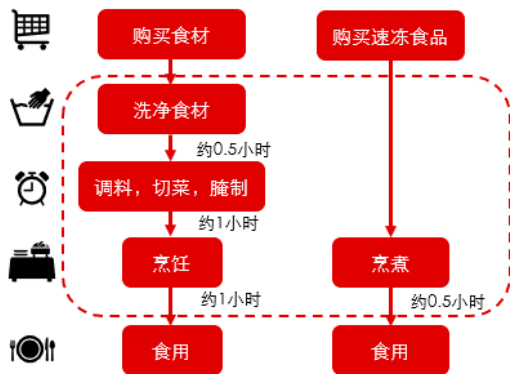
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 65：国内连锁餐饮数量（万个）



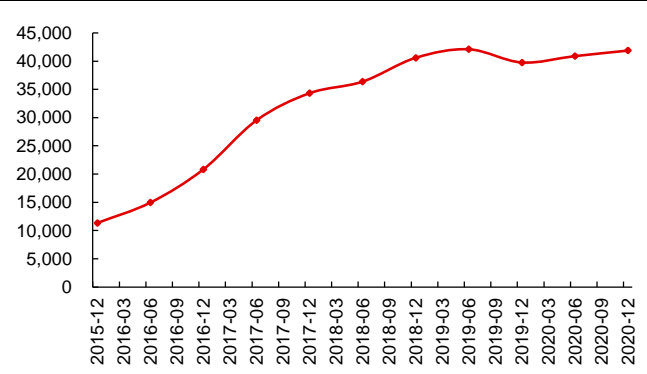
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 66：购买到食用时间对比



资料来源：长江证券研究所

图 67：外卖用户规模上升（万人）



资料来源：Wind，长江证券研究所

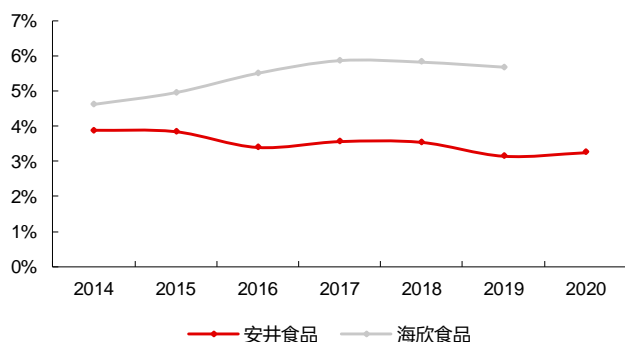
对于速冻食品龙头企业而言，有序扩大生产规模、提高产品研发能力，并进一步整合优化供应链，将成为在行业内保持相对竞争力的核心三要素。建议重点关注，产品迭代以及供应链掌控能力出众安井食品、三全食品、海欣食品等。

表 13：安井食品产能扩建规划以及历年投产情况

年份	产能规划	当年实际投产（万吨）	在建产能（万吨）
2016	公司将遵循“销地产”的生产基地布局策略，确保下半年泰州安井二期顺利投产，并安排好辽宁安井二车间新增流水线合理布局和达产，同时加快推进西南基地——四川安井的土建工程施工，力争四川安井两年内顺利投产，另外，开展华中基地实地考察，总体来讲，必须确保产能提升跟上销售增长，同时基地布局必须合理高效。	14.49 (Q1-Q2)	3
2017	加快推进西南基地——四川安井的土建工程施工，力争年内单个车间试运营。推进华中基地——湖北安井的开工建设。推进无锡民生 7 万吨速冻食品项目建设。	32.77	15
2018	加快推进无锡年产 7 万吨速冻食品新厂、河南安井、湖北安井的建设投产。	37.08	37
2019	加快推进无锡年产 7 万吨速冻食品新厂、河南安井、湖北安井的建设投产。	47.53	32
2020	加快推进湖北安井投产及河南二期、四川二期等项目的逐渐达产，加快广东安井和泰州三期等项目的建设投产。	57.83	41.3

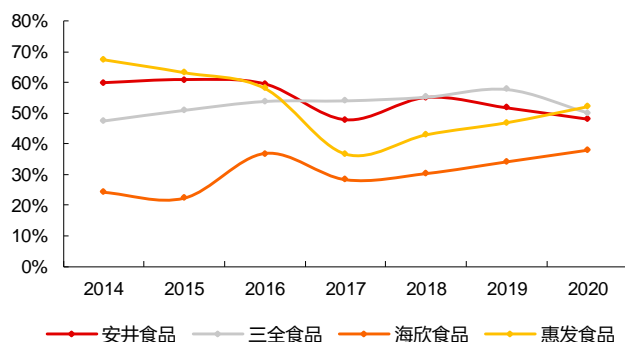
资料来源：安井食品招股说明书，公司年报，长江证券研究所

图 68: 安井食品随着全国工厂布局推进整体运输费用率逐步降低



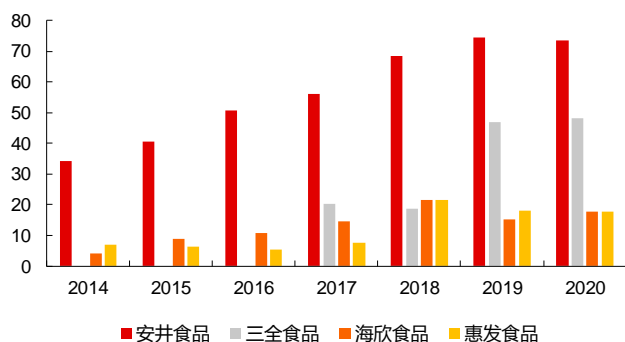
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 69: 速冻各龙头公司资产负债率情况



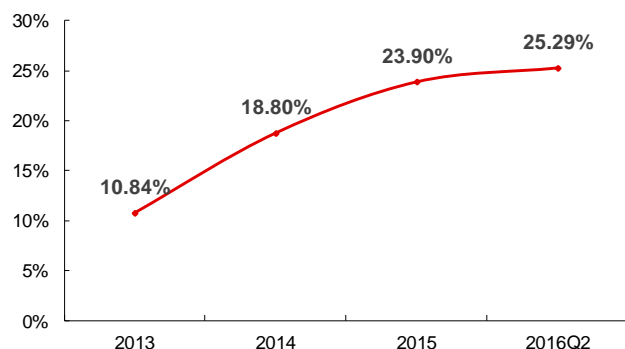
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 70: 安井食品研发投入领先行业且逐年增加 (百万元)



资料来源: Wind, 各公司年报, 长江证券研究所

图 71: 安井研发新产品对营收贡献历史情况



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 长江证券研究所

图 72: 安井食品火锅料制品研发不断突破创新



资料来源: 公司年报, 公司天猫旗舰店, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10% 之间

中 性： 相对大盘涨幅在 -5%~5% 之间

减 持： 相对大盘涨幅小于 -5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： 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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明：

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

