

推荐 (维持)

供给革命

2021 年 06 月 29 日

食品饮料行业 2021 年中期投资策略

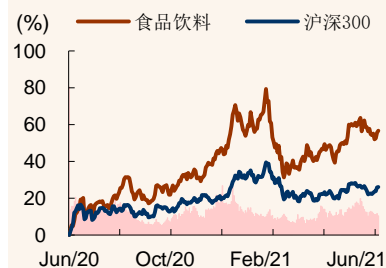
上证指数 3606

行业规模

	占比%
股票家数 (只)	124 2.9
总市值 (亿元)	81322 9.7
流通市值 (亿元)	72686 10.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2.3	8.7	59.2
相对表现	-1.0	5.0	32.4



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《食品饮料行业周报 (2021.6.20)》—白酒聚焦核心品种, 食品配置价值提升》2021-06-21
- 2、《食品饮料行业周报 (2021.6.14)》—白酒关注核心品种, 食品性价比凸显》2021-06-15
- 3、《食品饮料行业周报 (2021.5.30)》—白酒批价抬升, 食品估值性价比凸显》2021-05-31

于佳琦

yujiaqi@cmschina.com.cn
S1090518090005

任龙 (研究助理)

renlong1@cmschina.com.cn

田地 (研究助理)

tianti@cmschina.com.cn

陈书慧 (研究助理)

chenshuhui@cmschina.com.cn

基本面是否周期性演绎? 估值是否会向均值回归? 我们认为从供给角度对两个问题的回答更具参考性, 建议持有风控能力较强、理性谋求发展、踏实经营市场的公司, 这是穿越周期的绝佳方式。中期趋势看, 产业端致力于 ROE 的提升, 供给革命围绕产品升级、效率提升、风险控制展开, 白酒板块供给更为理性风险系数降低, 大众品板块阶段性调整有利于产能出清, 新赛道围绕健康、便捷、情感诉求方向升级。报告从企业供给行为出发, 探讨基本面周期、估值波动以及行业中期趋势, 推荐阅读!

- 站在抉择路口, 我们从供给侧角度, 探讨市场关注的两个问题: “基本面是否周期性演绎”、“估值是否会向均值回归”。1) 需求的周期性难以预测, 投资决策中更加可以把握的是供给周期, 关注产业资本开支、企业家管理以及短期业绩考核带来的周期。2) 估值思考不能简单局限在历史对比, 利率环境不支持简单类比, 而且商业模式、产业阶段、可预测期长度等影响因素处于不同阶段或市场认知有所转变时, 估值也未必向均值回归。两个问题回到实质, 都是更加关注资产质量、关注企业家行为, 持有优质资产是穿越周期的绝佳方式。
- 从中期产业趋势来看, 供给革命主要围绕“产品升级”、“效率提升”、“风险控制”三个维度, 致力于 ROE 的提升。产品升级: 高端消费享受高景气、高溢价, 消费驱动和利润导向下, 企业不断引导产品升级, 关注 2000 以上超高端白酒、500-800 超次高端白酒、10 元泛低度酒精饮料、功能性食品及功能性饮料。效率提升: 降低运行成本释放利润弹性, 关注传统产业的供应链调整、渠道扁平化和营销科学化, 以及复合调味品、预制食品等新业态的出现。风险控制: 通过信息化、专业化实现消费者触达, 降低渠道波动。
- 白酒板块: 稳定的提价能力构成商业模式的稀缺性, 供给侧更为理性降低风险系数。本轮酒企决策更理性、服务意识增强、渠道控制力提高, 使企业抗周期性大幅提升, 远远好于上一轮白酒周期。其中, 高端白酒需求总体平稳, 理性供给支撑板块维持在景气区间。次高端 500-800 元价格带成为战略重镇, 提前占位决定酒企的长期价值。短期来看, H2 基数和招商效应弱化, 表现增速有换挡可能, 但当前库存处于低位, 供给行为优化, 有望实现平稳成长。
- 大众品板块: 需求放缓、成本上涨压力下估值回落, 左侧布局竞争优势扩大的企业, 关注新赛道机会。行业阶段性调整有利于未来产能的出清, 压力下龙头凭借竞争优势有着更强的成本转移与份额收割能力, 同时估值相对去年回落, 降低了资产定价的风险, 建议关注市占率提升的公司, 捕捉短期波动下左侧布局的机会。新消费赛道围绕健康化、功能化、便捷化、个性化, 如功能性食品、能量饮料、复合调味品、预制菜、低度酒精饮料等, 建议关注有相对竞争优势的企业, 以及进入壁垒略高的细分赛道。
- 投资策略: 关注供给革命, 拥抱优质资产。白酒板块, 首推高端 (贵州茅台、五粮液、泸州老窖); 推荐次高端 (古井、洋河、水井坊、汾酒、今世缘); 非白酒板块, 推荐啤酒, 关注预调酒。调味品板块, 推荐海天、颐海, 关注榨菜、恒顺、天味。乳品饮料板块, 推荐飞鹤伊利蒙牛农夫, 关注东鹏。食品连锁, 首推卤味 (绝味周黑鸭)、推荐巴比。其他食品, 推荐仙乐、桃李。
- 风险提示: 宏观经济带来需求波动, 海外流动性变化, 业绩增速转档, 行业竞争加剧

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

正文目录

一、为什么关注供给侧——站在当前时间点的关键讨论	6
1、基本面是否周期性演绎?	6
2、估值是否会向均值回归?	8
二、供给革命——产品升级、效率提升、风险控制是三个供给侧课题	12
1、产品升级: 重视高端消费圈层, 供给引领消费升级	12
2、效率提升: 存量竞争下的应对之道, 关注新玩法、新赛道	15
3、风险控制: 重视消费者触达, 降低渠道波动	17
三、白酒行业: 价格升级是主旋律, 供给提供方式决定了风险系数	19
1、高端白酒: 行业享受稳定价格成长, 理性供给支撑板块维持在景气区间	19
(1) 稳定的提价能力构成商业模式的稀缺性	19
(2) 酒企供给侧的提供更为理性, 降低了风险系数	21
(3) 淡旺季分化明显, 长期看企业对量价关系的把控	23
2、次高端白酒: 渠道改革打开增长空间, 降低行业风险	24
(1) 500-800 成为战略重镇: 聚焦高价位市场, 抢占战略成长机会	24
(2) 酱香入局: 长期构成品类迁移趋势, 短期产能、渠道均有掣肘	25
(3) 供给改革: 渠道与品牌投入变化, 风险系数降低	27
(4) 板块展望: 长期看高端占位, 中期看市场势能, 短期注意基数效应	28
四、大众龙头: 成本传导, 渠道变革, 品牌制胜	30
1、需求放缓成本提升, 阶段性调整利于产能出清	30
(1) 受经济周期影响, 传统消费板块需求放缓	30
(2) 成本持续上涨, 龙头转移能力更强	31
(3) 阶段性调整有利于产能出清, 龙头有望提升份额	31
2、渠道变革, 品牌制胜	32
(1) 卡夫亨氏复盘: 品牌议价力决定市场地位	32
(2) 社区团购趋势: 远期规模不容忽视, 主要品类渠道占比仍低	32
(3) 品牌影响: 头部品牌优势放大, 特色小品牌切入, 腰部品牌受伤	33
五、品类升级, 新消费中的供给革命	35
1、产品追求健康化、功能化	35
(1) 能量饮料: 刚性需求带来黏性消费, 企业深耕决定长远发展	35

(2) 功能性食品: 供给创造需求, 并持续引导需求方向	36
2、生活方式便捷化.....	37
(1) 复合调味品: 便捷化需求推动调味品细化、复合化发展	37
(2) 预制菜: C 端便捷化需求驱动.....	38
3、生活节奏加快, 带点酒精更好	39
(1) 品质化升级, 啤酒升级正当时	39
(2) 个性化升级, 预调酒重回理性增长	40
(3) 她经济崛起, 低度酒精浪潮来袭.....	41
六、投资策略: 关注供给革命, 拥抱优质资产	43
七、风险提示	44
八、行业重点公司估值表.....	45

图表目录

图 1: 食品饮料板块持仓变动	6
图 2: 2019 年食品饮料板块估值变动.....	6
图 3: 抉择路口市场关注的两大问题	6
图 4: 2018-2019 年白酒板块估值变动.....	7
图 5: 2020 年以来底料行业新玩家入局和新产能投放	7
图 6: 产品保质期越短, 短期渠道的周期性波动越低.....	8
图 7: 当前 A 股与 1972 年美股漂亮 50 估值对比	9
图 8: 啤酒行业资本开支变化 (亿元)	10
图 9: 新一轮原奶周期, 乳业龙头加大优质奶源的抢夺	10
图 10: 从产业趋势看, 企业的供给革命	12
图 11: 茅五泸批价变动	13
图 12: 经典五粮液携手《上新了·故宫》	13
图 13: 经典五粮液有望成为下一个核心大单品	13
图 14: 部分 500-800 价格带核心单品快速放量	14
图 15: 中国啤酒分价格带销售额占比	14
图 16: 乌苏围绕社交媒体、场景营销的系列举措	14
图 17: 营养健康食品行业由供给和需求共同驱动, 发展进入良性循环	15

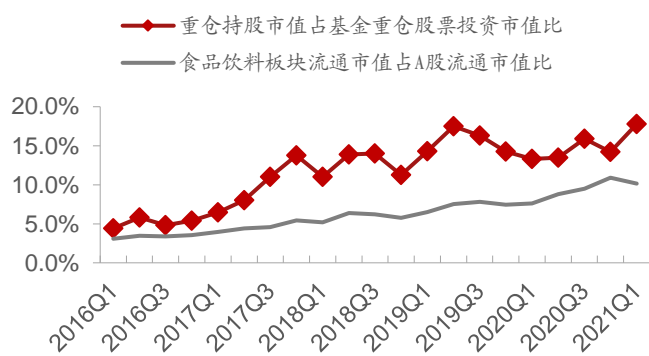
图 18: 能量饮料复合增速快于其他细分赛道 (2010-2020)	15
图 19: 奶粉龙头相继布局儿童奶粉	15
图 20: 主要啤酒厂商近几年产能利用率变化	16
图 21: 农夫经销商数量变动	16
图 22: 绝味、周黑鸭每年净增门店数	16
图 23: 元气森林所有渠道销售额占比	16
图 24: 餐饮产业链复合化趋势	17
图 25: 中国餐饮市场连锁化进程加快	17
图 26: 汾酒省外市场收入及增速	18
图 27: 郎酒打造世界级庄园, 紧抓意见领袖	18
图 28: 茅五泸价格与 M2 变动趋势图	19
图 29: 产能扩建乐观预期下, 茅台供给仍较为紧张	20
图 30: 18-20 年茅台自营渠道占比明显增加	20
图 31: 茅台在短期负面新闻下, 能从小幅波动中快速恢复	20
图 32: 白酒指数涨跌幅与茅台涨跌幅的对比	21
图 33: 与上一轮白酒周期相比, 当前企业行为较为谨慎和理性	22
图 34: 五粮液控盘分利, 发力团购	22
图 35: 国窖荟进行优质圈层营销培育黏性消费群体	22
图 36: 五粮液批价淡季往往呈现上行趋势	23
图 37: 高端价格压制和消费升级推动 500-800 元价格带快速发展	24
图 38: 本轮白酒进入全渠道化, 全价位段布局满足不同战略需求 (以洋河为例) ...	24
图 39: 按终端批价计算茅台规模与五粮液老窖差距继续加大	25
图 40: 本轮高端白酒价格分化进一步加大	25
图 41: 分价格带酱酒可供销量 (万吨)	25
图 42: 500-800 价格带酱酒供应有限	25
图 43: 酱香型白酒价格增速显著高于浓香型 (元/瓶)	26
图 44: 当下酱酒渠道利润率远高于浓香型, 未来将逐步下降	26
图 45: 上一轮白酒周期调整, 次高端白酒缺乏渠道转化能力, 被严重挤压	27
图 46: 次高端行业渠道新旧模式的对比	27
图 47: 价格带提升带来的生命周期, 需要提前投入高端来支撑企业长期成长	28
图 48: 21Q1 vs. 19Q1 及 20Q1 增速 (%)	29

图 49: 2 月以来消费者信心指数有所下行.....	30
图 50: 2016 年餐饮降速明显	30
图 51: 食品板块子行业增速与经济表现.....	30
图 52: 各季度原材料涨幅情况	31
图 53: 调味品行业调整后集中度加速提升	32
图 54: 2018 年自有品牌销售额增速-卡夫亨氏销售额增速	32
图 55: 2018 年市占率变动	32
图 56: 主要品类社区团购渠道占比统计	33
图 57: 日本经济进入成熟期后, 功能性饮料占比明显提升	35
图 58: 我国多形态的营养补充剂不断涌现	35
图 59: 能量饮料兼具功能性和成瘾性	36
图 60: 2010-2020 能量饮料复合增速领先于其他品类.....	36
图 61: 营养健康食品行业由供给和需求共同驱动, 发展进入良性循环	36
图 62: 基础调味品向复合调味品演进	38
图 63: 不同类型玩家加入复合调味品行业	38
图 64: 每日优鲜、盒马、叮咚纷纷入局半成品菜	39
图 65: 中国啤酒行业产量早已见顶回落.....	39
图 66: 高档啤酒占比明显提升	39
图 67: 啤酒行业主要企业吨价表现 (单位: 元/千升)	40
图 68: 啤酒行业主要企业毛利率表现	40
图 69: 预调酒行业经历过山车式发展	41
图 70: 行业经历调整期后集中度加速提升	41
图 71: 百润供给侧改革, 经营步入正轨 (单位: 百万元)	41
图 72: 食品饮料行业历史 PE Band	46
图 73: 食品饮料行业历史 PB Band	46
表 1: 部分酒企渠道库存变化 (一颗星代表一个月)	18
表 2: 供给创造需求, 营养健康食品行业中子品类和销售渠道不断扩大.....	37
表 3: 供给侧竞争策略转变, 啤酒企业发力高端化竞争	40
表 4: 低度果酒迎来发展风口, 一级市场资本涌入	42
表 5: 重点公司估值表	45

一、为什么关注供给侧——站在当前时间点的关键讨论

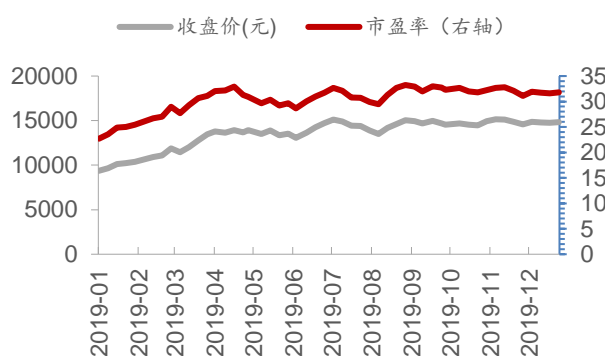
由于资金对于不确定性的规避，当前市场估值与短期需求之间关联度增强，呈现出来高估值高景气、低估值低景气的情况。中期策略报告是半年维度的行业整体投资机会的讨论，我们亦不愿回避市场最关注的问题。我们在此抉择路口，希望能讨论清楚两个问题：“基本面是否周期性演绎”、“估值是否会向均值回归”。

图 1：食品饮料板块持仓变动



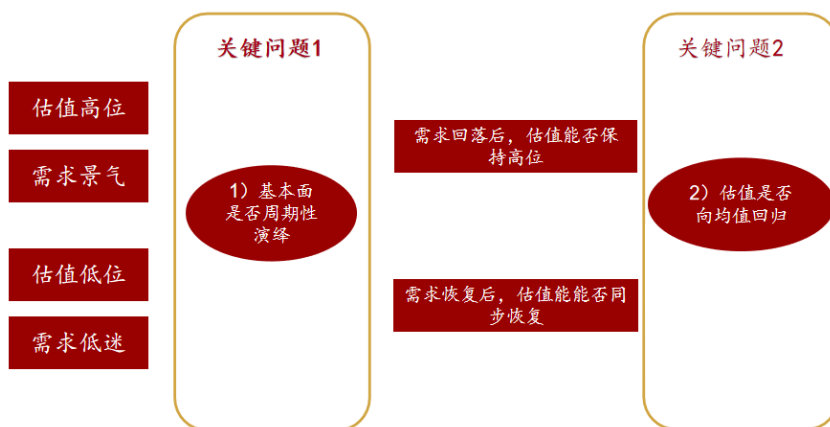
资料来源：wind、招商证券

图 2：2019 年食品饮料板块估值变动



资料来源：wind、招商证券

图 3：抉择路口市场关注的两大问题



资料来源：招商证券

1、基本面是否周期性演绎？

大家提到万物皆周期，可能首先想到需求周期，但我们认为供给提供方式带来的周期性强于需求周期。历史上我们也曾出现过需求大幅波动的阶段，行业大的需求周期是极端外部事件导致的，如三聚氰胺、反腐等行业事件、以及突发的金融风暴等经济事件。随着产业的成熟以及金融经济上政府的周期性调节，实际上需求周期是在逐步弱化。我们依然无法回避 1-2 个季度维度的需求波动，但首先这种波动可预期性较差，其次政府的逆周期调整较为有效。比如 2018 年下半年白酒行业受需求放缓影响，企业渠道库存有

所增加，叠加贸易摩擦等悲观预期，引发市场对行业增长前景分歧，板块估值回调。但半年之后，19年春节期间五粮液动销超预期，前期市场对需求过于悲观的预期开始调整，板块估值重新进入修复通道。在这个案例中，需求的波动难以把握，且受到宏观调节反转力较强。

图 4：2018-2019 年白酒板块估值变动

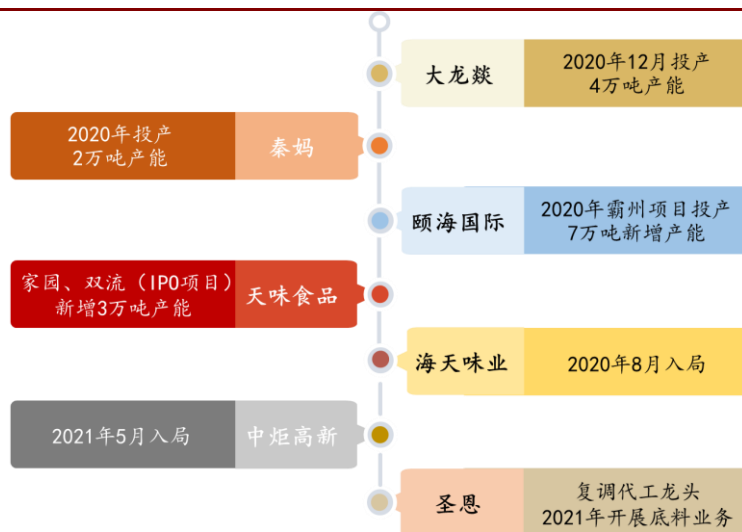


资料来源：wind、招商证券

我们认为，发生频次更高的、投资决策中更加可以把握的周期，其实是供给周期，体现在三个维度上：

1) 资本开支周期。产业参与者的资本开支方向，决定了产业利润率方向。如 2013 年以前啤酒行业规模性收购较多，2015 年后开始关停低效工厂，产能优化推高行业盈利；2015-2017 年间预调酒行业新进入者众多，严重过剩的供给拉低行业整体盈利。在单纯的 PEG 估值方法中，给予中期业绩增速 CAGR 高的公司高估值，但没有考虑资本开支的方向。如火锅底料行业虽然 19-20 年增速较快，但 20 年以来新入局者以及新产能投放增加，需要警惕短期产业资本开支的大幅增加导致未来盈利增速下降，以及伴随而来的大幅度估值下移的风险。

图 5：2020 年以来底料行业新玩家入局和新产能投放



资料来源：渠道调研、招商证券

2) 企业家管理&代理问题。企业家对需求的判断，和企业提供供给的方式，直接决定企业以及产业的经营波动。

- **高端白酒 2012 年 VS 2020 年：**上一轮白酒周期时，酒企目标设定非理性，提价频次高、提价幅度大，泡沫从渠道环节蔓延至终端环节。当前酒企决策更理性，严控渠道库存，消费者服务意识更强，降低行业整体的库存波动和风险系数。
- **奶粉行业压货发展 VS 渠道深耕模式：**奶粉品类附加值高，过去内资企业靠给予渠道和终端高利润空间推动增长，压货模式下窜货、乱价现象严重，往往以价格崩盘收尾。当前奶粉龙头更重视渠道库存和价盘的健康程度，通过面对面的终端活动拉动需求，渠道的窜货和乱价行为更可控。
- **次高端白酒山东河南市场 VS 安徽江苏市场：**山东河南市场高端消费体量大，但居民消费水平相对较低，因此流通价格带和团购价格带重合度较低，当地次高端白酒受茅五影响更深，川贵酒规模体量更大，更适合大商模式。而在江苏地区，安徽等地由于高端酒整体体量相对较小，当地以区域性品牌为主导，更适合小商模式。大商模式天然的杠杆性较高，缺乏较好品牌支撑的情况下，容易大起大落，而深耕模式则虽然动量不会很快，但持续性也很强。管理模式的选择，对周期波动亦有较大的影响。

3) 短期业绩考核问题。销售体系的短期行为同样会导致经营波动，如销售压货，本质上是渠道的周期。但是不同品类影响不同，通常情况下，品类保质期越短，压货难度越大，渠道的周期波动天然就低。

图 6：产品保质期越短，短期渠道的周期性波动越低



资料来源：渠道调研、招商证券

2、估值是否会向均值回归？

估值的决定因素（以 DCF 视角）包括：

- **商业模式：**决定了很多本质的东西，能否长期维持在高盈利能力，创造 FCFF 的能力，以及提价能力（永续增长率）。
- **产业阶段：**中期利润率决定了可预测期现金流的盈利质量（考虑到资本支出的方向，

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

会比净利润贡献影响更大)。

- **无风险折现率：**流动性因素影响更大。
- **可预测期的长度：**需要较大的且看得清楚的产业前景。

1) 无风险利率：外部因素，也是大家对短期（板块性）股价解释的唯一因素，今年年初的大幅回调也是受美债收益率上行的冲击。但我们提示，对于历史复盘、海外市场比较的案例，应当与具体的市场情况相结合。比如，大家此前谈到的漂亮 50 的破灭，应该包含对利率环境的讨论，而不是单纯比较绝对估值，事实上，美股 70 年代漂亮 50 的估值泡沫远大于国内当前水平，当时十年期美债收益率为 6.41%，且之后十年一路上涨超过 14%，我国当前十年期国债收益率仅 3.14%。同样的，国内利率环境的长期变化方向，如果是长期向下的，也意味着均值未必呈现单纯的回归趋势。

图 7：当前 A 股与 1972 年美股漂亮 50 估值对比

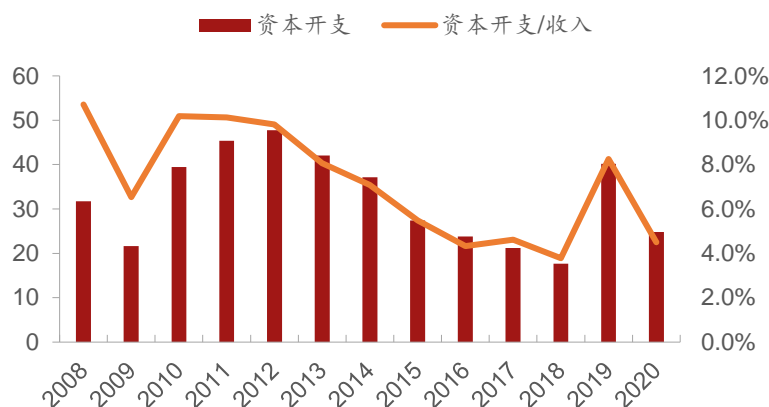
当前A股				1972年美股			
	PE(TTM)	增速中枢	PE/G		1972PE	增速中枢	PE/G
贵州茅台	55.6	15.6%	3.6	可口可乐	47.6	18.8%	2.4
五粮液	55.1	19.7%	2.8	百事可乐	30.5	5.5%	5.1
海天味业	82.8	18.1%	4.6	麦当劳	85.2	15.2%	4.1
伊利股份	25.9	18.0%	1.4	迪士尼	84.0	17.0%	4.0
青岛啤酒	57.0	21.9%	2.6	宝洁	32.0	15.6%	1.7
平均值	55.3	18.6%	3.0	平均值	55.8	14.4%	3.4
十年期国债利率				十年期国债利率 (1972)			
3.14				6.41			

资料来源：wind、招商证券

2) 商业模式：比如，高端白酒的估值提升，实际上是其商业模式得到资金青睐。市场对于板块的理解，从总量下滑的夕阳行业，转变为永续增长率显著高于其他行业的板块（由于强提价能力），完成了估值的重估。商业模式在市场重新评估后，有了新的定价方式，估值也难以呈现单纯的均值回归。

3) 产业阶段：在集中度提升的行业周期中，或者行业整体资本开支大幅降低的阶段，企业现金流好于盈利能力，使得表观业绩对应的 PE 估值比实际偏高。反之，行业资本开支增加时，实际估值比表观业绩对应的 PE 更高。如 13 年之后的啤酒板块，17 年之后的预调酒板块。

图 8: 啤酒行业资本开支变化 (亿元)



资料来源: wind、招商证券

4) 可预测期的长度。当行业空间较大时，通常认为可预测的时间相对较长，但是往往容易忽略对企业壁垒的探讨。行业空间大+公司形成壁垒，这两者缺一不可。比如乳业龙头伊利蒙牛在成长过程中，逐渐控制了上游奶源，这是新进入者或中小玩家难以模仿的壁垒，使得伊利蒙牛在乳制品大行业中，具有较长时间兑现行业空间的可能性。

图 9: 新一轮原奶周期，乳业龙头加大优质奶源的抢夺

公司	时间	奶源布局
伊利	2019年8月	收购新西兰第二大乳企Westland，补充奶源供应
	2020年8月	以约2.03亿港元，认购中地乳业16.6%股份，布局上游奶源
	2020年10月	以5.5亿新西兰元的价格收购恒天然位于中国的牧场
蒙牛	2019年9月	与中鼎牧业联手打造中俄乳业种养加全链条
	2020年7月	以3.95亿港元增持中国圣牧，成为其第一大股东
光明	2019年12月	以7.51亿元的成交价格中标江苏辉山乳业及江苏辉山牧业相关资产。建成后的乳业工厂年产18万吨，是长三角区域最大娟姗牛奶源基地。
飞鹤	2020年12月	完成了对原生态牧业的收购，收购完成后，飞鹤占原生态牧业总股本的71.26%

资料来源: 招商证券整理

小结:

1) 高估值、高景气中最大的风险是基本面周期性演绎。关于基本面的周期性，需求较难预测也容易受到宏观调控，影响较为短期，我们能提前判断的更多是在供给侧：体现在，行业加产能导致的竞争加剧、行业净利率回报降低；或者管理层判断失误，激进扩张导致的行业性供过于求。主要关注点：高增长的公司应当考虑到是否有产业增加产能的问题（资本周期），管理层对行业发展的判断是否过于乐观或者供给的提供方式严重偏离需求（企业家管理），以及企业的激励机制是否存在短视化的扭曲（短期业绩考核）。

2) 估值均在历史高位，但宏观环境也不支持简单单纯的类比。当前食品饮料各子板块以及龙头估值处于历史高位，但是不同于 70 年代美股漂亮 50 的破灭，当时美债收益率从 6% 一路升至 14%+，当前国内十年期国债收益率 3.0%-3.5% 间。未来如果利率环

境变化，估值均值回归也未必合理。

3) 非宏观因素之外的估值影响因素，也应当予以重视。包含商业模式、产业阶段、确定性预测期间（企业核心竞争力）。当以上因素处于不同阶段，或者资本市场认知方式有所转变，估值也未必均值回归。

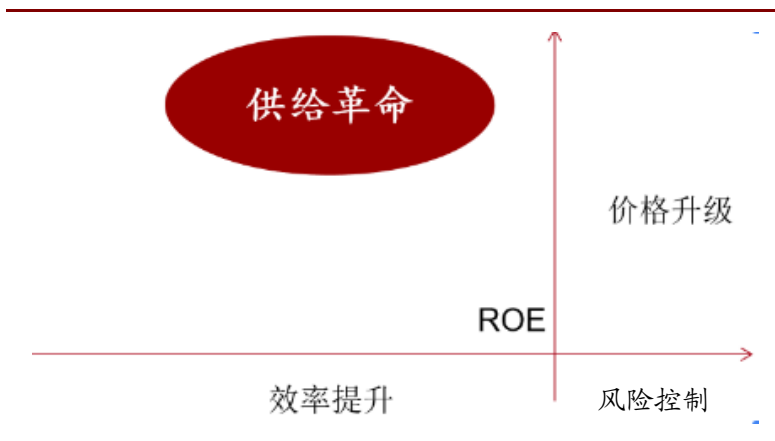
4) 面对需求的不可预测性，我们更应当关注企业的供给行为和供给方式。我们认为，站在一个高估值时点，持有优质资产是穿越周期的绝佳方式。两个关键问题，回到实质，都是更加关注资产质量、关注企业家行为。我们依然无法回避 1-2 个季度范畴内的需求波动，但持有优质的商业是从中期、长期穿越周期的最好路径。

因此，本文将以供给侧为更多的着力点，力求对企业供给侧行为进行梳理，对这些变化带来的机会予以分析。

二、供给革命——产品升级、效率提升、风险控制是三个供给侧课题

从中期产业趋势来看，供给革命主要围绕在“产品升级”、“效率提升”、“风险控制”三个维度，致力于 ROE 的提升。高端消费享受高景气、高溢价，消费驱动和利润导向下，企业不断引导产品升级。存量市场下，传统企业通过效率提升释放利润弹性，同时对效率的追求也催生了一批新业态的诞生。风险控制上，企业越来越注重消费者触达，降低渠道干扰的波动，追求可持续的健康增长。

图 10：从产业趋势看，企业的供给革命



资料来源：招商证券

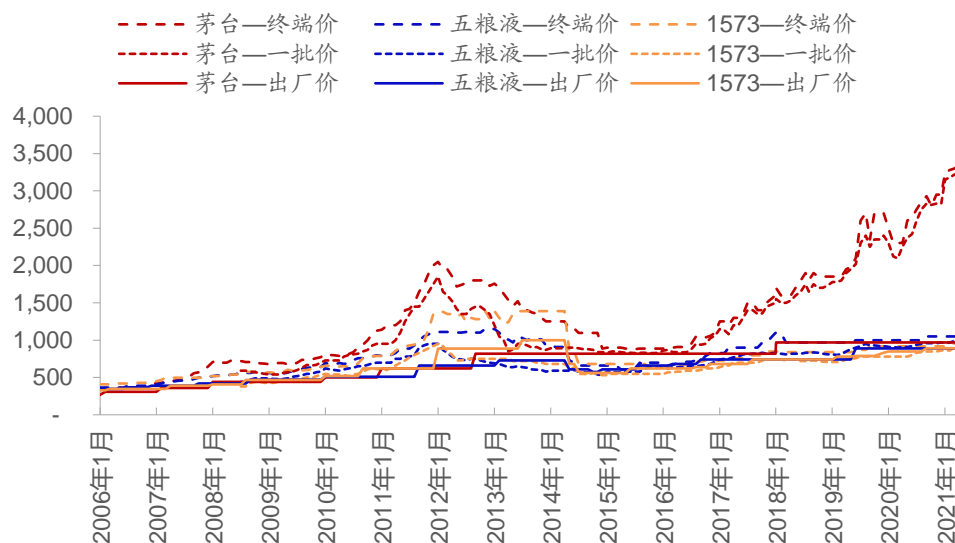
1、产品升级：重视高端消费圈层，供给引领消费升级

高收入群体成为消费行业最稳定的输出人群，这在疫情期间更加清楚可见。人均 GDP 超过 1 万美元后，高端消费是一个越来越重要的市场，体现为稳定持续的增长，和较高的利润池。围绕高端人群、特定人群的升级性产品将有不错的发展机会，在消费驱动和利润导向下，企业供给端不断引导产品升级。

伴随着较大的市场机会，未来企业的重点着力点也将有所转变：

超高端白酒：2000-3000 元价格带空间打开，五粮液发力经典系列。2020 年疫情下，流动性宽松推动资产升值，高净值人群消费能力不降反升。茅台批价一骑绝尘，一度超过 3000 元，打开超高端白酒价格空间。但是茅台受制于产能限制，按极限 5.6 万吨测算，2023 年后将出现供给缺口，为五粮液布局 2000-3000 元价格带提供机会。去年战略性大单品经典五粮液推出后，试销反馈较好，6 月开始全面布局。产能上，经典五粮液今年目标 2000 吨，全年收入有望达 50 亿元，十四五年末力争突破 1 万吨；渠道上，全面布局一线、准一线、二线城市，择优布局三四线城市；品牌上，瞄准高端消费圈层，启动高端品鉴活动，通过重要事件、高端场所布局系统营销；产品上，今年拟推出经典 30/50，进一步完善产品体系。

图 11: 茅五泸批价变动



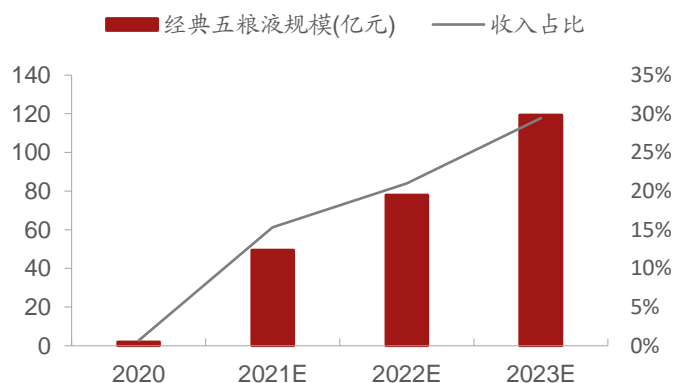
资料来源：渠道调研、招商证券

图 12: 经典五粮液携手《上新了·故宫》



资料来源：五粮液官方微信号、招商证券

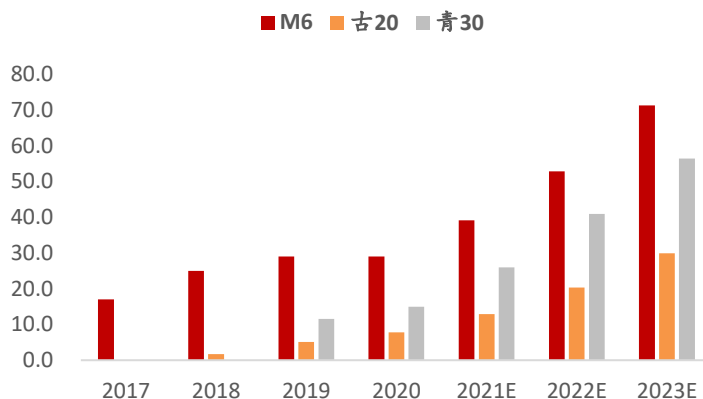
图 13: 经典五粮液有望成为下一个核心大单品



资料来源：渠道调研、招商证券

次高端：超次高端 500-800 元放量，名企费用倾斜。500-800 元次高端受益消费升级推动以及高端白酒价格空间打开，有望成为未来几年最具增长潜力的价格带。同时，供给端酒企消费者直投能力明显提升带来销售费用结构的变化，尤其是针对 500-800 元高价位市场。过去次高端白酒行业终端投入以渠道投入为绝对重心，占比达到 70% 以上，而消费者培育 20% 以内。伴随着渠道控制力的提升，目前次高端白酒消费者直接投入占比提升到 40% 左右，这使得企业直接培育消费者的能力大幅提升，消费者教育效率显著改善，核心大单品青 30、梦 6、古 20 等放量增长。

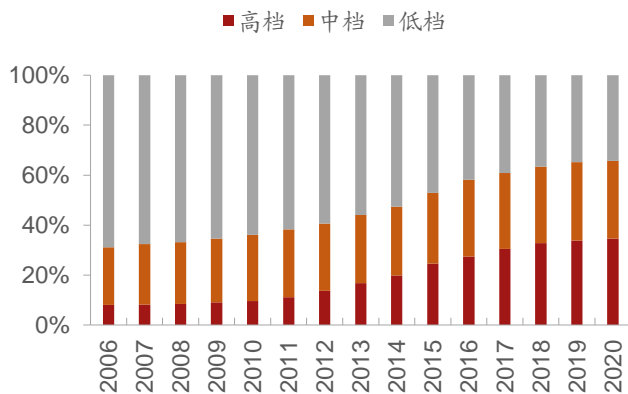
图 14: 部分 500-800 价格带核心单品快速放量



资料来源: 渠道调研, 招商证券

啤酒: 高端化浪潮兴起, 升级产品不断涌现。近几年啤酒行业高端化进程加快, 龙头厂商直接发力 10 元以上价格带, 借助场景营销、情感营销、社交媒体等打造网红升级产品, 截至 20 年底高端啤酒市场份额接近 35%。调研反馈, 网红单品夺命大乌苏 2019 年销量同比增长 45%+, 2020 年销售额估计 50 亿以上。其产品本身独具特色, 容量大、酒精度高、口感也更浓郁, 公司基于此挖掘产品卖点, 在抖音、微博、微信、B 站多个社交媒体平台发力, 通过玩梗的方式制造话题热度, 靠大量的 UGC 内容形成全民传播。除夺命大乌苏, 重啤乐堡、燕京 U8、华润脸谱等高端啤酒近几年势头同样很猛, 兼具话题热度和品牌特性。

图 15: 中国啤酒分价格带销售额占比



资料来源: 欧睿, 招商证券

图 16: 乌苏围绕社交媒体、场景营销的系列举措



资料来源: 乌苏啤酒官方公众号, 招商证券

功能性食品+功能性饮料: 针对特定人群的高附加值产品, 行业享受高景气、高溢价。参照海外经验, 随着经济发展进入成熟期, 消费者对功能化、健康化越来越重视, 相关行业迎来风口。相比于传统保健品, 功能性食品消费场景更丰富, 软糖、饮品、粉剂等多种形态也不断涌现, 吸引一批年轻消费者的关注, 营养健康食品的消费群体从过去老年人为主导逐渐年轻化破圈。具备提神、抗疲劳功效的能量饮料和咖啡增速也明显快于其他饮料品类, 而且产品生命周期更长、消费者品牌粘性更强。针对 4 岁以上的儿童奶粉今年行业规模有望达到 200 亿, 增速 40%+, 各奶粉龙头纷纷布局, 以具备配方、更营

养健康为卖点，抢夺该年龄段对应的液态奶市场。这些品类不仅具备高景气，还可享受其功能、健康属性带来的高溢价，丰厚的利润空间可支持消费者教育的投入，也更有利于头部品牌的集中。

图 17：营养健康食品行业由供给和需求共同驱动，发展进入良性循环

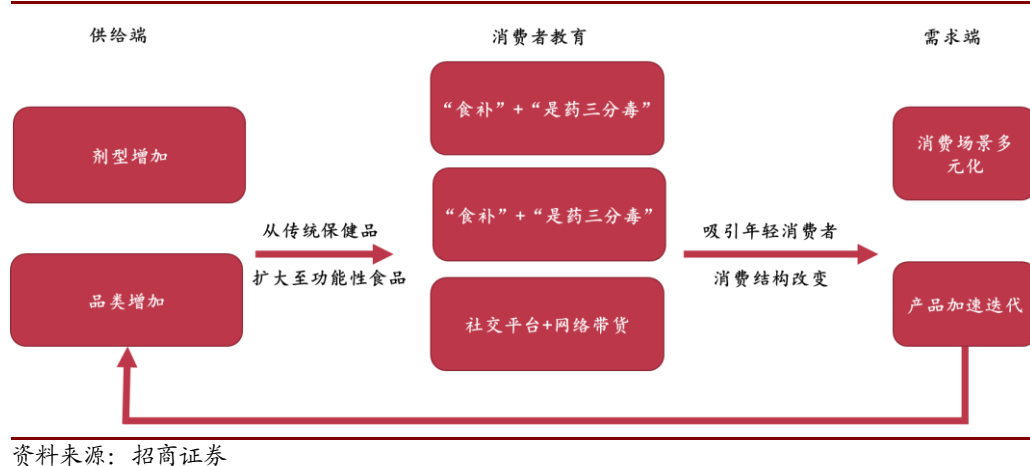
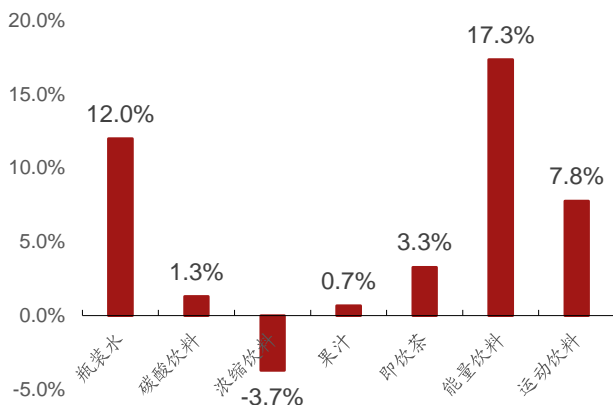
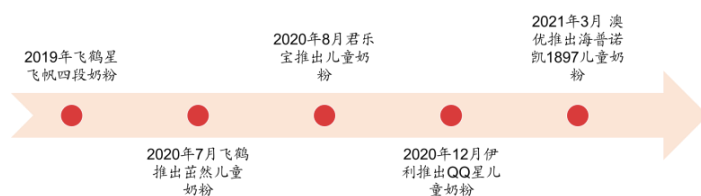


图 18：能量饮料复合增速快于其他细分赛道（2010-2020）



资料来源：欧睿、招商证券

图 19：奶粉龙头相继布局儿童奶粉



资料来源：招商证券整理

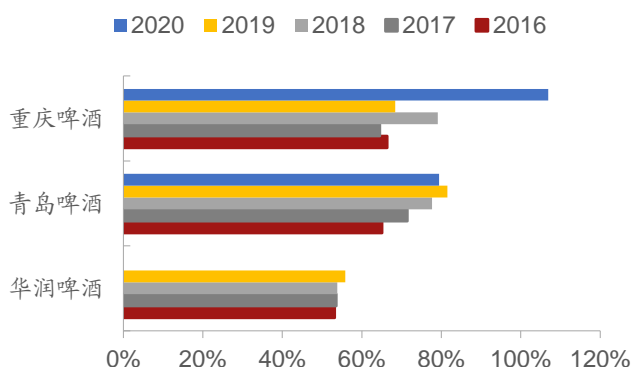
2、效率提升：存量竞争下的应对之道，关注新玩法、新赛道

存量市场对企业效率提出更严格的要求，如何高效转化消费者，如何实现健康增长，如何降本增效、提高盈利，这也是优质企业能成功突围的制胜之道。从中观视角看，企业对效率的追求，甚至催生了一批新赛道，如复合调味品、预制菜、冷冻烘焙等等。

大众品：优化供应链，提高各环节效率，提高盈利水平。对于大众品企业，通过生产、管理、渠道各环节效率的提升，可实现相比竞品更低的费效比和更高的盈利水平。供应链层面，生产端优化产能，如啤酒厂商近几年持续关闭低效工厂，绝味 2020 年优化工厂及排班，毛利率明显提升。同时借助数字化信息系统，提高供应链运转效率，如恒顺 ERP 系统的引入对管理费用节约作用可期。销售渠道上，企业也注重经销商的优化以及核心网点的反馈，如农夫山泉 2016 年实行经销商专属化改革，盘活渠道活力，提高费用使用效率。另外，企业也越来越追求健康增长不会盲目压货，如 2020 年虽受疫情

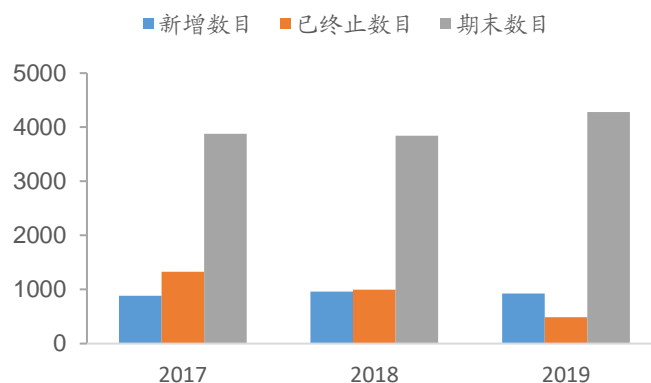
冲击，多数龙头企业主动控货保证库存水平合理。

图 20：主要啤酒厂商近几年产能利用率变化



资料来源：公司公告、招商证券

图 21：农夫经销商数量变动

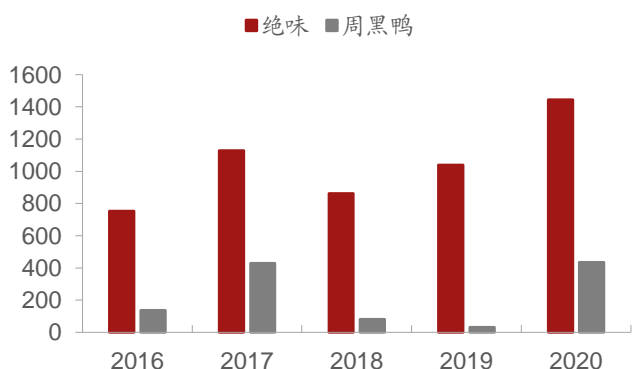


资料来源：公司公告、招商证券

食品连锁：加速门店抢占，优化供应链布局。2020 年以来，绝味开店逆势提速，开店中枢由每年 800-1200 家提升至 1000-1500 家，周黑鸭全面放开特许经营，每年计划新增特许门店 800-1000 家，巴比与武汉品牌好礼客签订对赌协议，通过外延方式加快门店扩张，食品连锁龙头均加快对优质网点的抢夺、加密网点覆盖和消费者触达。供应端，绝味优化低效工厂，周黑鸭全国布局产能，提升配送效率，巴比整合标的公司工厂，提高供应链效率实现扭亏为盈。

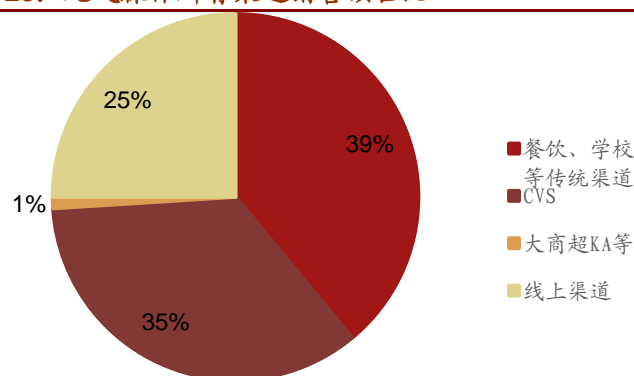
新玩法：DTC 模式的制胜之道。本质上也是通过直达消费者提高运营效率，包括两个方面，一是营销上直面消费者，更注重社交媒体营销、品牌理念和消费体验；二是消费者需求导向，精准及时地满足消费者需求。以元气森林为代表，借助互联网思维下的高效试错模式，SKU 库存储备丰富，每年有大于 100 个 SKU 储备，实际推出产品仅约 5%。公司通过电商平台试销、投放信息流广告、运营微信私域流量等，推动高频次的新品测试，从而精准把握消费者需求。

图 22：绝味、周黑鸭每年净增门店数



资料来源：公司公告、招商证券

图 23：元气森林所有渠道销售额占比

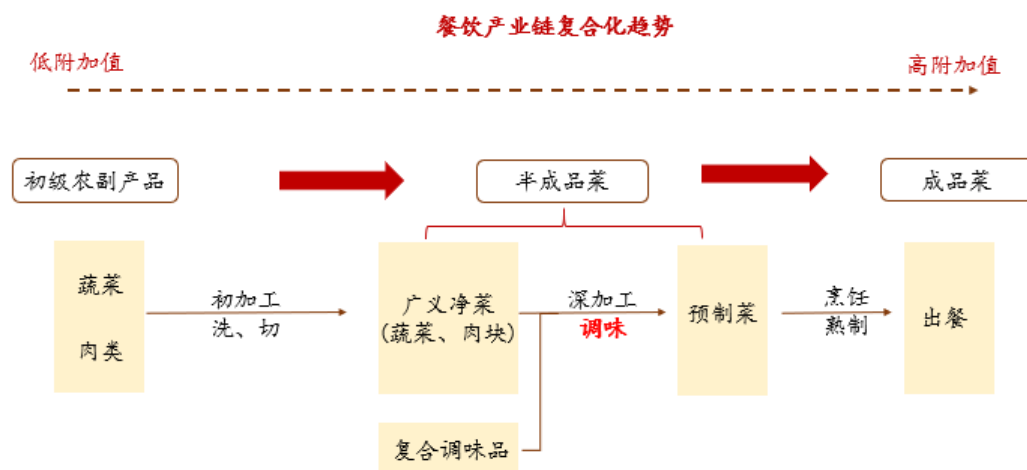


资料来源：渠道调研、招商证券

新赛道：产业对效率的追求，催生了一批新赛道，推动餐饮产业链由单一品类走向复合化。基础调味品、初级农产品经过工厂初加工变为复合调味品、净菜，以及“净菜+复合调味品”形态呈现的预制菜。预制菜的兴起，B 端受益于餐饮连锁化率提升，半成品

菜可以节约餐饮原材料采购、人工（后厨加工）、房租（节约后厨面积）成本，提高菜品标准化程度与出餐速度，提升餐厅效率。

图 24：餐饮产业链复合化趋势



资料来源：wind、招商证券

图 25：中国餐饮市场连锁化进程加快



资料来源：欧睿、招商证券

3、风险控制：重视消费者触达，降低渠道波动

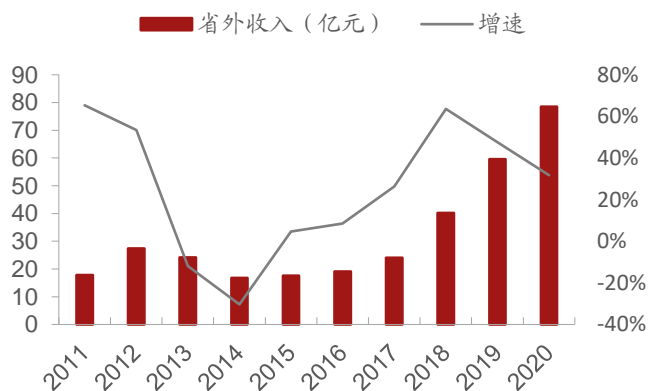
白酒行业增长从供给推力到需求拉力，消费端更注重意见领袖，渠道端扁平化以降低渠道干扰。酒企过去的增长依靠抢占饭店、烟酒店等核心终端，以及向渠道压库存的方式完成，结果是渠道高库存、业绩高波动。随着行业总量下滑，企业经营思路开始转移，目标设定更理性，更注重渠道的健康度，借助数字化系统，推进渠道扁平化，强化对渠道库存和终端动销的把握。同时，酒企在费用投放上更注重消费者直投以及抓住意见领袖，高端白酒五粮液发力团购，老窖做圈层营销，酱酒龙头郎酒打造世界级庄园，次高端汾酒靠品鉴会打开省外空间，从环山西拓展至华东市场。

表 1: 部分酒企渠道库存变化 (一颗星代表一个月)

		最差时间 (13 年底-14 年清明)	2015 年春节后	2015 年清明	2018 年春节后	2018 年 6 月	2018 年 11 月	2019 年 6 月	2020 年春节后	2020 年中秋国庆	2021 年春节后
高端	茅台	★★★	★★	★	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
	五粮液	★★★★★	★★★★	★★★★	★★	★☆	★☆	★	☆	★	★
	国窖 1573	★★★★★	★★★★	★★★★	★★	★★☆	★★	★☆	★☆	★	★
次高端	洋河	★★★★★	★★★★	★★	★	★	★☆	★★	★★	★☆	★
	水井坊	★★★★★	★★★★	★★	★★★★	★★	★★★	★★★		★	★
	汾酒	★★★★★	★★★★★	★★★★	★★	★★	★★★	★★★	★★	★★	★★☆
中档	古井	★★★★	★★	★★★★	★★	★★★	★★★	★★★	★★	★★	★★☆

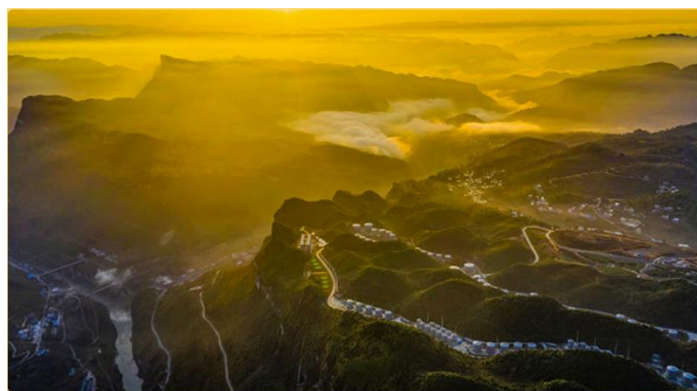
资料来源: 渠道调研, 招商证券

图 26: 汾酒省外市场收入及增速



资料来源: wind、招商证券

图 27: 郎酒打造世界级庄园, 紧抓意见领袖



资料来源: 郎酒官网, 招商证券

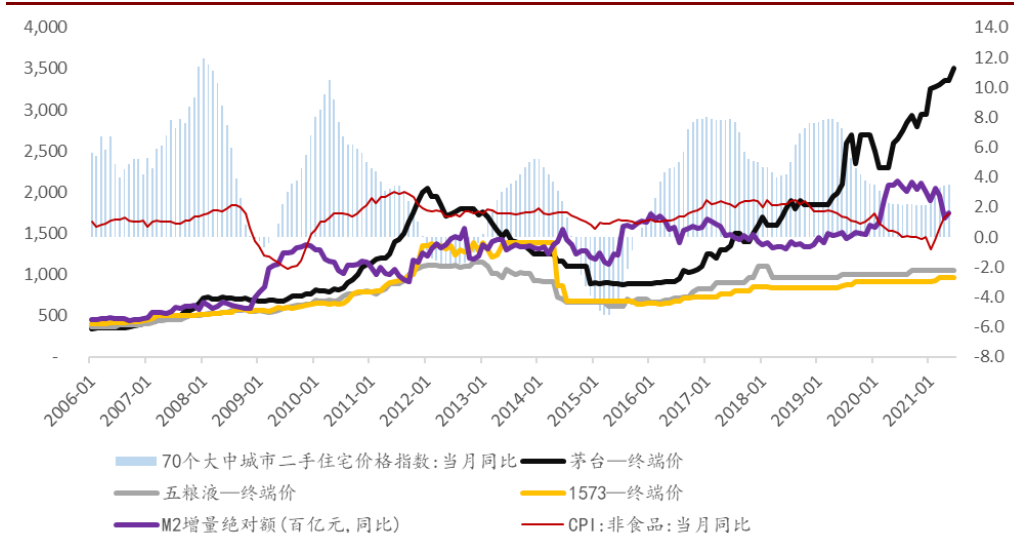
三、白酒行业：价格升级是主旋律，风险应对能力明显提升

1、高端白酒：行业享受稳定价格成长，理性供给支撑板块维持在景气区间

（1）稳定的提价能力构成商业模式的稀缺性

需求面受到流动性的因素更强。短期来看，高端消费（尤其是茅台）与 M2 的指标有一定相关性，历史上来看，可能存在商品市场和股票市场一定程度的共振。但是商业模式选股下，存在定价稳健的可能性，典型的是茅台。

图 28：茅五泸价格与 M2 变动趋势图



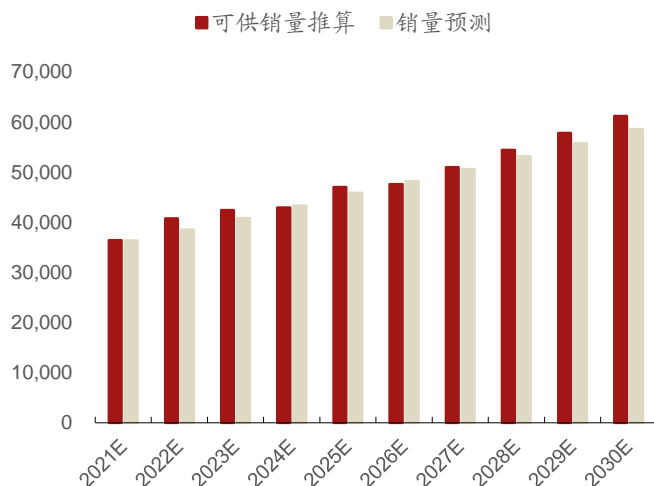
资料来源：wind、招商证券

茅台供求关系赋予其长期提价的能力，由此构成商业模式的稀缺。从历史产量推算可供销量，按目前 5.6 万吨产能极限测算，我们认为茅台将在 23 年以后面临供给缺口。即使乐观情况下，根据《仁怀市 2035 远景目标纲要》中提出，大力支持茅台集团 2 个十万吨技改产能目标早日实现。按照飞天茅台 2035 年产能达到 10 万吨推算，茅台目前仍在进行产能扩建可行性的严谨论证，最快在 23 年投入生产，其基酒到商品酒 4-5 年的长生产周期导致可供销售酒在 2030 年前难以达到 6 万吨。按照茅台 25 年以后需求按照每年 5% 的增速增长，可供销量也只能勉强满足需求，这种长期紧张的供求关系使茅台批价居高不下，目前 2000+ 的渠道价差使其具备广阔提价空间，从而保证长期的业绩稳定增长。

吨酒价格提升是结构优化的体现方式。18 年以来，茅台在飞天出厂价未作出调整的情况下，吨单价由 202 万元增长至 247 万元，年均增长超过 10%。我们认为主要系渠道投放结构和产品投放结构的调整所致。其中，出厂价较低的传统经销商数量减少了 952 个，出厂价较高的自营渠道占比由 6% 增长至 17%。除此之外，我们认为飞天外的高价产品如生肖、精品也有所增加，导致吨酒价格增长明显。我们认为，在茅台产能瓶颈突

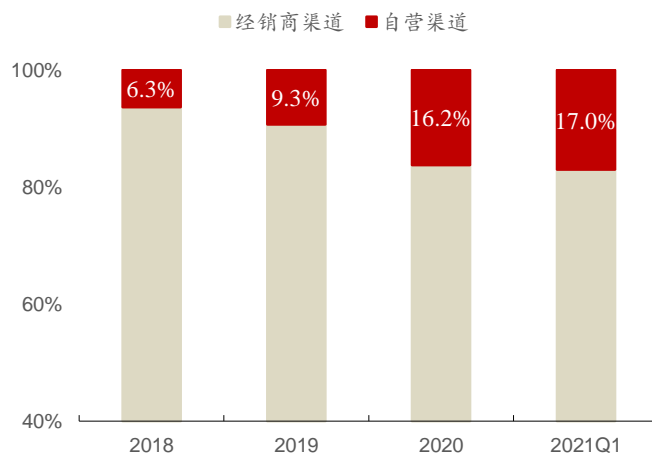
破之前，公司除了对刚需产品飞天直接提价外，也可以通过结构的调整推动吨价增长，从而保证业绩的稳定增长。

图 29：产能扩建乐观预期下，茅台供给仍较为紧张



资料来源：公司年报、招商证券预测

图 30：18-20 年茅台自营渠道占比明显增加



资料来源：公司年报、招商证券

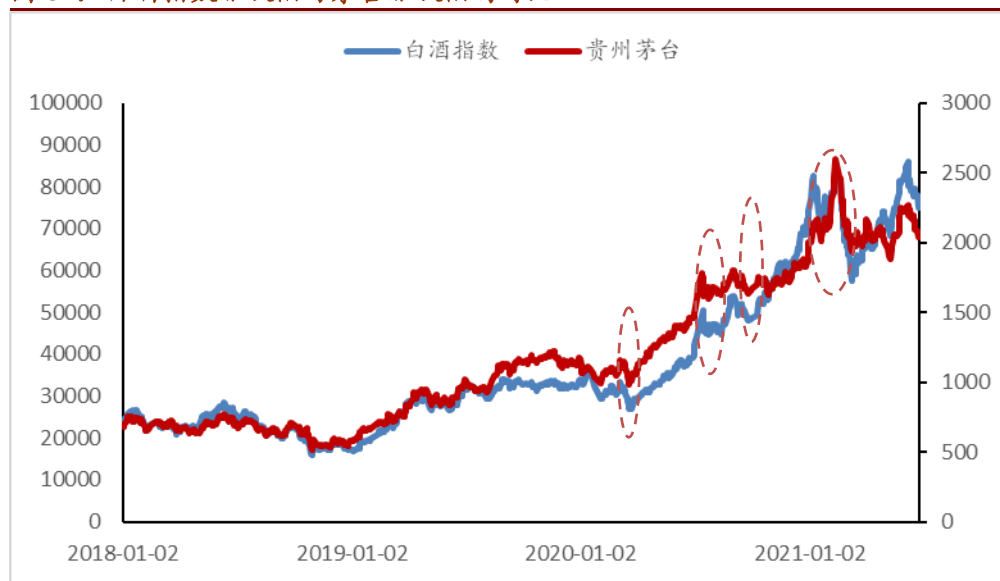
优质资产的定价将更加稳健。流动性中性偏紧的预期下，市场情绪对于短期的负面因素往往过度反应，但茅台拥有超强的提价能力、未兑现的业绩空间、和长期持续增长能力，商业模式的稀缺增强了增长的确定性，使其在面临不利因素的影响时能从小幅波动中快速恢复，防御性更强。

图 31：茅台在短期负面新闻下，能从小幅波动中快速恢复



资料来源：wind、招商证券

图 32: 白酒指数涨跌幅与茅台涨跌幅的对比



资料来源: wind、招商证券

(2) 酒企供给侧的提供更为理性，降低了风险系数

上轮白酒周期中，高端白酒存在价格过热、库存累积、利润高弹性释放等特点，因此带有较强周期属性。上轮白酒周期中，在投资驱动、政商主导的消费格局下，消费者价格敏感度较低，同时增量背景下，行业渠道深耕布局，将消费氛围通过意见领袖传递到大众消费，导致上一轮白酒具有较强的周期属性。高端白酒存在价格过热、库存累积、利润高弹性释放等特点，判断行业景气度的拐点至关重要。

本轮消费结构回归大众，消费者价格敏感度提升，企业发展更为理性，服务意识增强。本轮白酒周期，政务消费占比大幅下降，私人大众消费崛起，消费者价格敏感性提升，选择更加客观，也倒逼品牌酒企需要更多市场投入和消费者培育。加上企业对上一轮调整的学习效应，进而投影出行业增速放缓、景气周期更长、龙头集中度提升、品牌企业占优等多重结果，最终体现为龙头酒企增长更为持续。

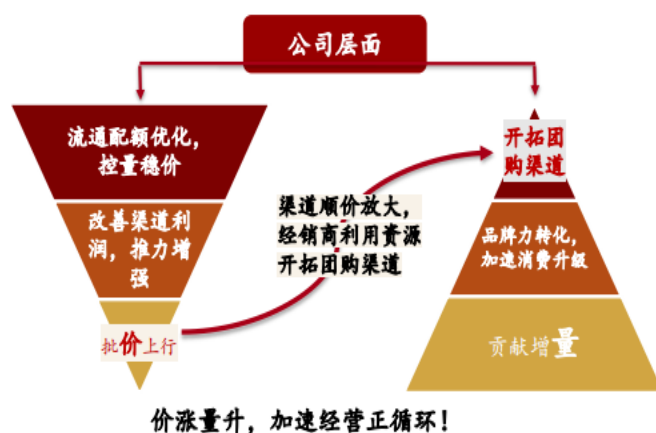
图 33: 与上一轮白酒周期相比, 当前企业行为较为谨慎和理性

2009-2012年	当前阶段
提价频次高, 提价幅度大	提价频次较低, 幅度合适
泡沫蔓延至整个板块, 而非茅台自身	茅台体现一定投资属性, 其他酒囤积现象极少
泡沫不仅在渠道环节, 也在终端环节	渠道囤积能力有限, 市场保持良性运转
企业较为浮躁, 服务意识偏弱	企业决策更加谨慎理性, 服务意识增强

资料来源: 招商证券

高端白酒企业采用了不同的渠道运作方式, 均旨在通过供给提供方式的改变, 严控渠道库存, 降低行业风险系数。茅台执行拆箱销售政策, 出清需求泡沫。年初以来茅台执行拆箱销售政策, 自营、直销渠道的投放量增均旨在优先供给真实消费, 持续出清炒作、囤积等需求, 严控渠道、社会库存和批价泡沫化风险。五粮液控盘分利, 严控渠道库存。二次创业改革以来, 五粮液通过数字化赋能, 严格监控渠道库存, 优化大商配额, 大力发展团购渠道, 控盘分利实现顺价销售, 并不断推动批价上行。老窖圈层营销, 培育黏性消费群体。上轮白酒周期中, 国窖急于品牌追赶, 误判行业调整幅度, 逆势提价至 999 导致渠道受损严重。当下企业行为更加理性和谨慎, 价格紧跟五粮液保持 100 元左右合理价差, 服务意识明显增强, 通过股权经销商和直控终端模式下的圈层营销, 持续培育黏性消费群体。

图 34: 五粮液控盘分利, 发力团购



资料来源: 公司年报、招商证券

图 35: 国窖进行优质圈层营销培育黏性消费群体

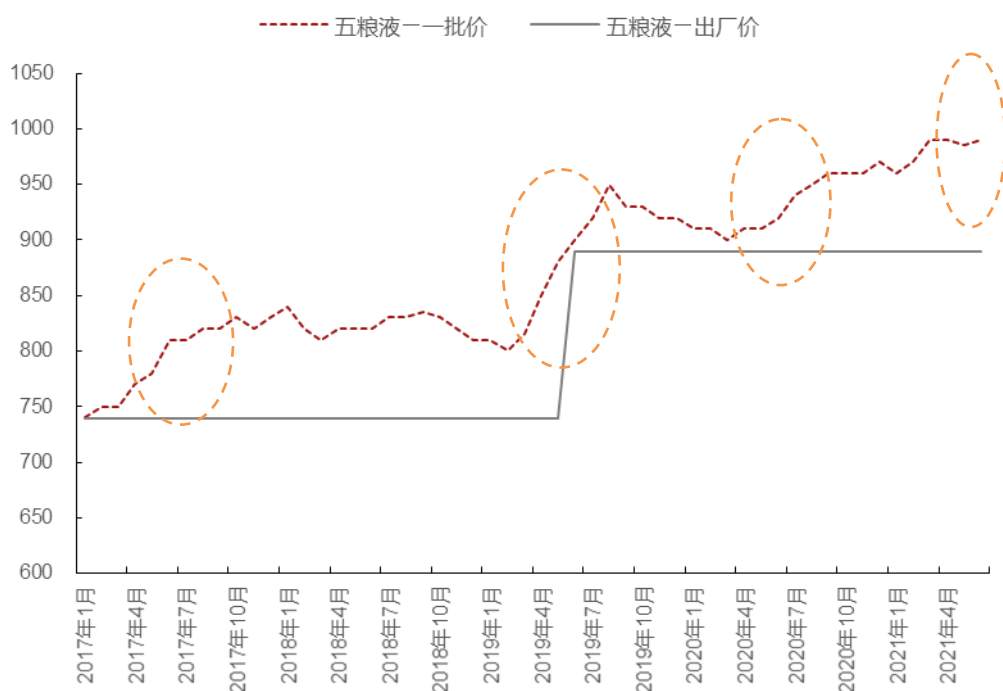


资料来源: 国窖荟微信公众号、招商证券

（3）淡旺季分化明显，长期看企业对量价关系的把控

需求总体平稳，淡旺季分化更加明显。高端白酒整体体现出旺季流速更快，淡季相对波澜不惊的特点，与白酒行业礼赠消费更加集中有关，也推动价格升级。茅台价格一骑绝尘，**五粮液批价在淡季呈现上行趋势**。Q1 公司销售回款增长 66%，成长潜力好于表观，为后续季度留有一定余力。二季度进入淡季以来，发货节奏较往年略快的情况下，部分区域批价端午后仍维持 1000。我们认为公司上半年整体完成度较高，下半年更加游刃有余，批价有望逐步抬升。中长期看，五粮液将推动高端产品发力，把握千元之上充足的空间，经典五粮液力争十四五末年投放量突破 10000 吨，维持普五稳定发展、系列酒整体跨越的发展节奏，力争量价均衡、平稳有序实现成长目标。

图 36：五粮液批价淡季往往呈现上行趋势



资料来源：渠道调研、招商证券

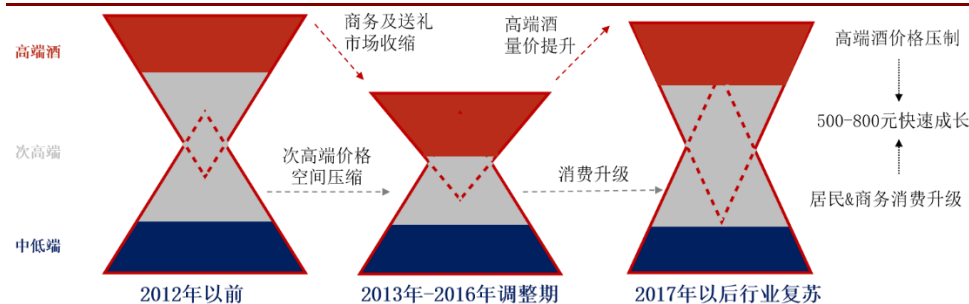
老窖短期扰动不改长期逻辑。市场担忧国窖动销表现相对平淡，股价相应调整，我们认为淡季表现代表意义不强，公司全国化确定性仍高。公司 Q1 实现同比高增奠定全年基础，目前仍按照全年节奏稳步推进。渠道反馈湖南市场全年目标 10 亿，回款完成接近 6 亿，河南市场全年目标 10 亿，回款超过 5 亿，中原会战模式逐步向 1+1 转变系优化费用投放的正常动作。中长期看，在五粮液提价至千元更高以后，国窖共享行业稳定的价格成长，大概率占据千元价格带放量，通过类直营直控终端的品牌专营模式进行全国化加速扩张，高管薪酬改革落地进一步增强了量价齐升的业绩确定性，短期扰动不改长期逻辑，回调中值得布局。欢迎阅读我们此前的深度《价格共赢，竞争错位——五粮液、老窖对比深度报告》。

2、次高端白酒：渠道改革打开增长空间，降低行业风险

(1) 500-800 成为战略重镇：聚焦高价位市场，抢占战略成长机会

超次高端价格带是未来最具成长潜力的板块。次高端白酒面对下部消费升级的持续推动与上方五粮液批价的上部压制，有望成为未来几年发展潜力最大的板块。渠道调研显示，作为经济领先地区的江苏市场，500-800 元价格带规模已经达到 30 亿元，并保持 50% 以上的增速。山东，河南，浙江等市场 500-800 元价格带也逐步开始放量。

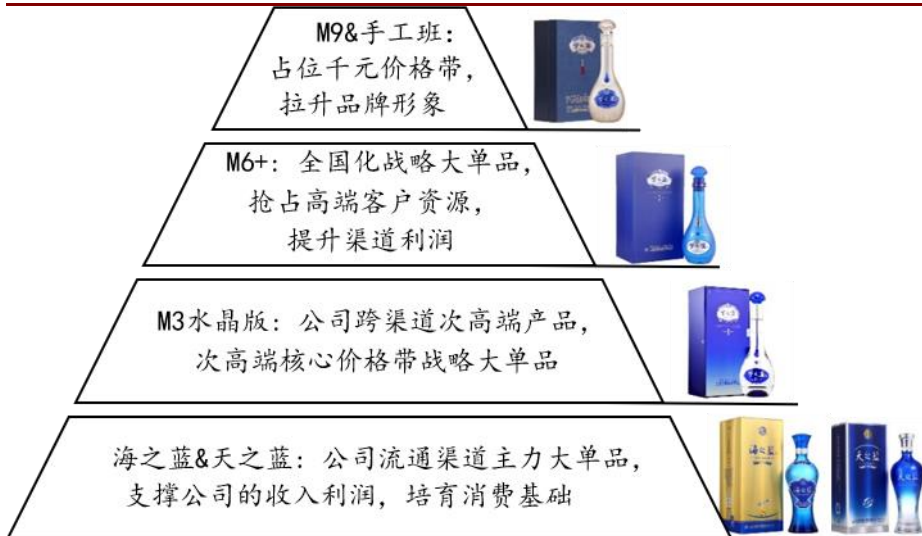
图 37：高端价格压制和消费升级推动 500-800 元价格带快速发展



资料来源：草根调研、招商证券

从产品、渠道和品牌的角度，高价位次高端产品布局将决定白酒企业的长期价值。从产品和渠道的角度，中国白酒市场经历了上一轮周期的调整，已经进入全渠道战略发展阶段。过去通过单一产品布局单一渠道，来实现企业持续发展的战略已经不可持续，企业需要全价位段产品满足渠道诉求。高价位产品为企业和经销商提供增长和利润点，是企业产品结构最重要的部分。由于白酒行业具备高用户黏性，在高价位次高端优先布局的白酒企业，将抢占市场核心用户群体和渠道资源，并最终成为该价格带引领者和最大受益者。因此高价位段的布局，将决定企业未来的长期增长空间和长期投资价值。从品牌的角度，高价位产品对于市场全局有着重要的引导意义，决定公司整体的品牌竞争力提升速度。

图 38：本轮白酒进入全渠道化，全价位段布局满足不同战略需求（以洋河为例）

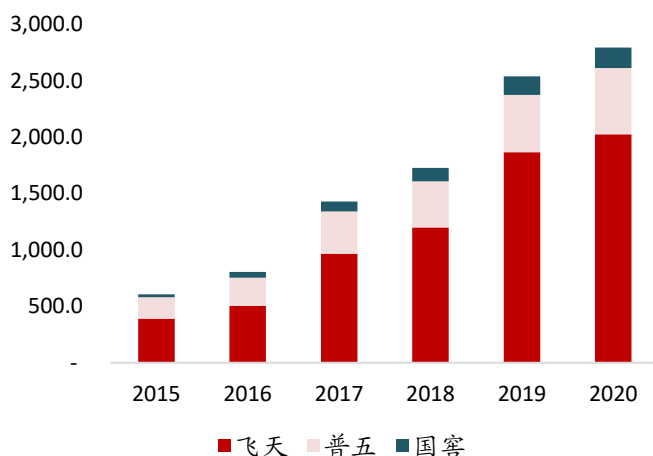


资料来源：草根调研、招商证券

(2) 酱香入局：长期构成品类迁移趋势，短期产能、渠道均有掣肘

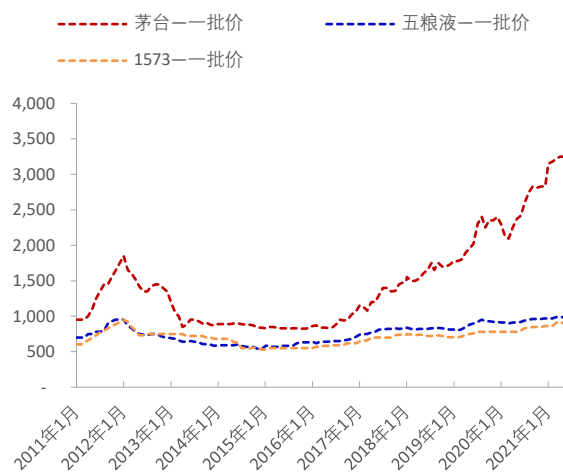
茅五泸分化，使得酱酒品类教育溢出加大，中长期利好酱酒品类。本轮新周期下茅五泸分化为酱酒带来强大的品牌势能，推动品类发展。2015-2017 年习酒，茅台系列酒的快速发展，结合产品的量价快速抬升，形成示范效应。伴随着产品量价持续走强，2017 年习酒，茅台系列酒持续提升招商门槛，大量经销商进入二线酱酒品牌，形成本轮酱酒热。本轮酱酒企业兼具了上一轮浓香型快速发展大背景下次高端川内名酒的高周转和系列酒的高利润特点，渠道利润水平极高，因此获得了渠道端的大力推动。

图 39: 按终端批价计算茅台规模与五粮液老窖差距继续加大



资料来源：公司年报、草根调研、招商证券

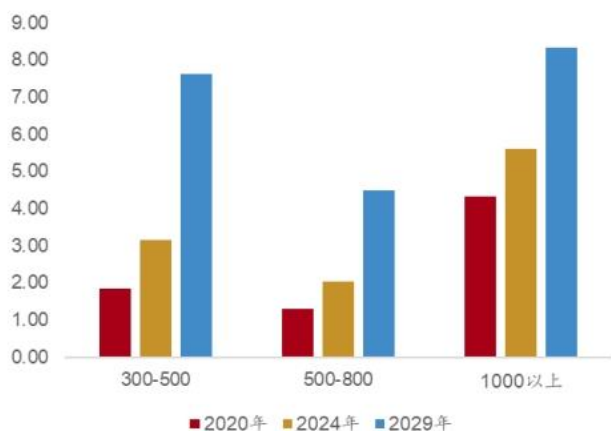
图 40: 本轮高端白酒价格分化进一步加大



资料来源：草根调研、招商证券

产能瓶颈之下，酱酒品类价格抬升迅速。由于酱香工艺的特殊性，酱酒生产到出厂存在显著的产能周期。由于 15-17 年行业调整期，新增产能较少，我们预计到 2024 年前酱酒产量都很难有显著增长，这将使得酱酒对于浓香型白酒的冲击相对有限。面对行业内消费者和渠道的强烈需求，今年以来多个市场酱酒主要品牌都出现断货，在这样的背景下酱酒 2020 年以来价格提升迅速，超过浓香型白酒提价速度。同时行业渠道库存由于经销商的惜售效应，导致渠道库存持续抬升。

图 41: 分价格带酱酒可供销量 (万吨)



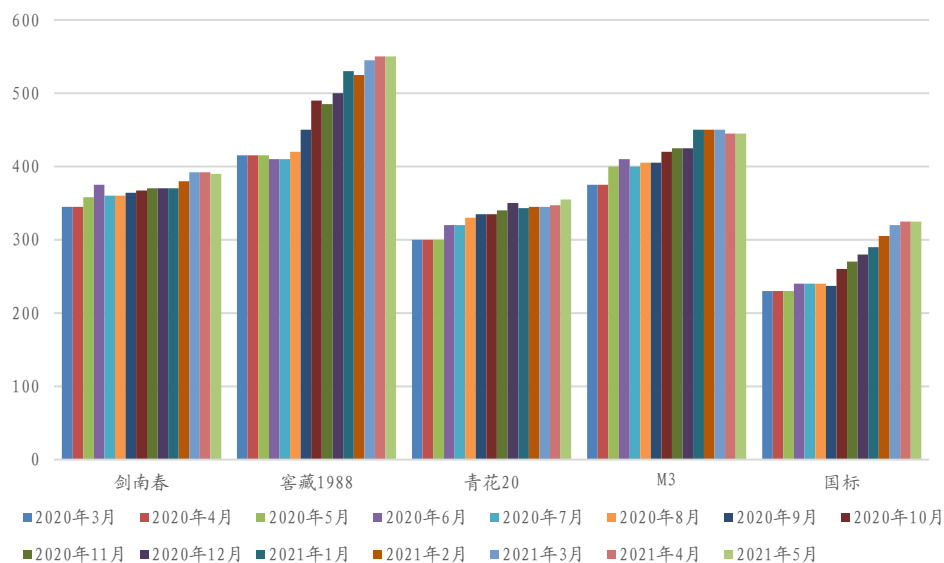
资料来源：草根调研、招商证券

图 42: 500-800 价格带酱酒供应有限

价位带	20-24CAGR	24-29CAGR
300-500	14.5%	19.2%
加小厂	16.1%	-
500-800	11.5%	17.3%
1000 及以上	6.6%	8.3%
除茅台	30.8%	21.4%

资料来源：草根调研、招商证券

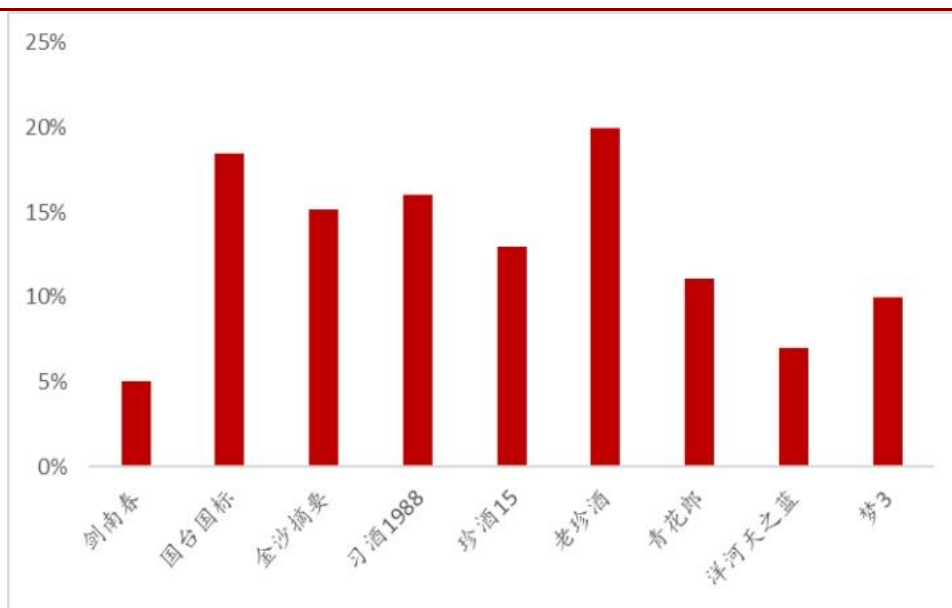
图 43: 酱香型白酒价格增速显著高于浓香型 (元/瓶)



资料来源: 草根调研、招商证券

新一代酱酒品牌渠道差异化竞争, 但长期渠道利润将恢复常态, 未来或分化。新一代酱酒企业 (国台, 金沙, 钓鱼台) 等采取了依赖团购的渠道发展模式, 与上一代酱酒企业 (习酒, 郎酒, 茅台系列酒) 全渠道流通模式有着比较显著的差别。因此渠道利润 (不考虑屯酒) 显著高于浓香型以及郎酒等酱酒企业。较高的渠道利润给酱酒企业带来了巨大的渠道推力, 但伴随着后期酱酒企业销量的释放, 渠道利润将回归常态化, 届时动销将更依赖于企业的消费者基础和黏性。未来几年如何在有限的销量的基础下, 实现足够的消费者群体有效覆盖, 是酱香白酒的核心目标。

图 44: 当下酱酒渠道利润率远高于浓香型, 未来将逐步下降

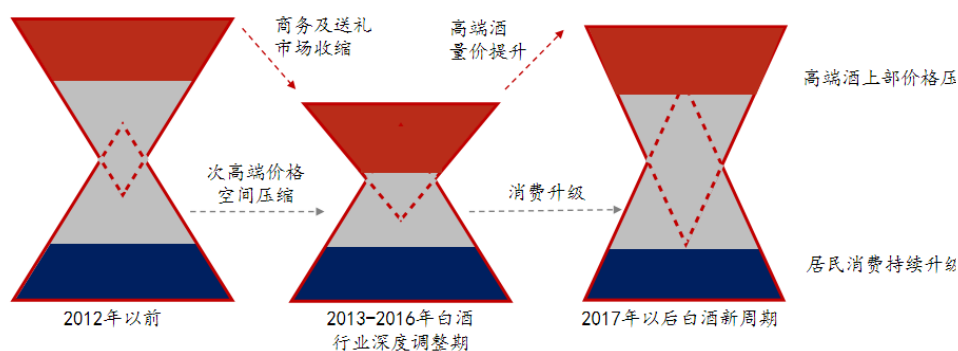


资料来源: 草根调研、招商证券

（3）供给改革：渠道与品牌投入变化，风险系数降低

2012 年以前大商模式，由于渠道感知力&控制力弱，渠道库存控制滞后以及消费者连接弱。全国性川贵酒&汾酒由于采取了大商模式，因此对于市场终端的变化感知相对较慢，同时对于渠道的变化控制力相对较低，因此渠道调整相对滞后，导致库存大幅积压。渠道库存积压最终引发了大商的抛货，进而使得产品价格不断下滑，形成恶性循环。由于企业过去高度依赖于经销商建立的渠道，因此一旦经销商退出或抛货，企业对于销售终端即失去控制力。同时由于之前对于消费者教育的投入较少以及对经销商渠道资源的高度依赖，使得企业缺乏广泛的消费者基础，伴随着经销商流失，企业客户大幅流失。有限的消费者基础也使得即使价格调整后，企业也无法顺利切换到居民消费流通市场，使得部分次高端白酒企业在地产酒和高端白酒的上下挤压之下出现剧烈调整。

图 45：上一轮白酒周期调整，次高端白酒缺乏渠道转化能力，被严重挤压



资料来源：草根调研、招商证券

本轮周期中，次高端白酒大幅提升渠道控制力，强化渠道库存监控以及重视消费者培育，使企业抗周期性大幅提升。2015 年以后渠道库存的精细化控制走上历史舞台，企业大部分开始设置渠道库存警戒线，并且引入数字化监管手段严控渠道库存。同时白酒企业均开始强化对于终端渠道的控制能力。次高端白酒企业在人员上进一步扩张，以实现对于渠道的精细化管控。同时次高端企业在 2017 年以后均大幅提升了品鉴，赠礼等直接消费者教育投入费用。通过品鉴费用投入，企业与消费者之间建立了更加稳健的关系。同时企业的品鉴，赠礼费用相比于给予经销商返利可以更加直接，高效的投资于消费者教育。

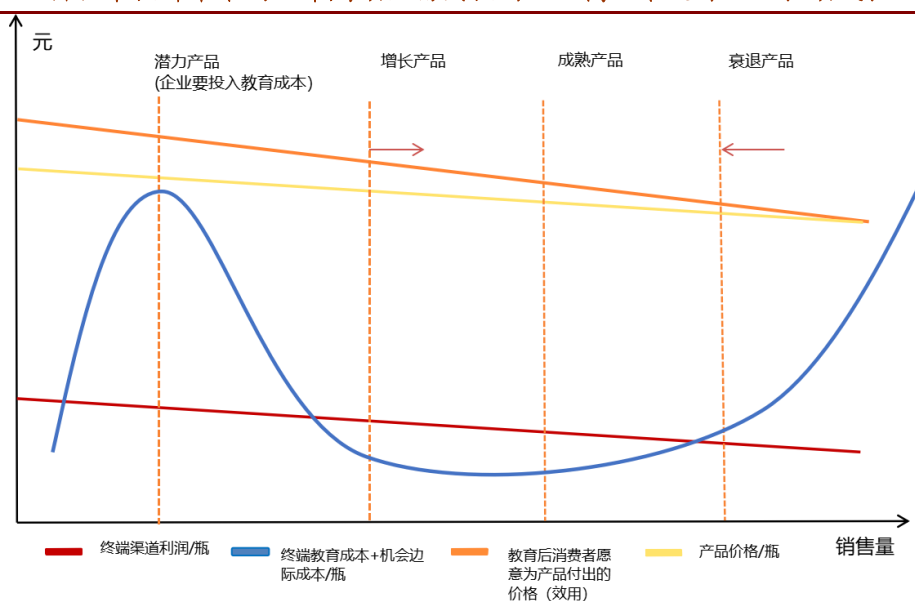
图 46：次高端行业渠道新旧模式的对比

旧模式劣势	旧渠道模式特点	本轮改革	新渠道模式特点	新模式优势
1、企业应对能力差，缺乏渠道切换能力	渠道直控弱	销售团队扩充，强化渠道直控能力	渠道强直控力	1、企业应对迅速有效，多渠道协同发力
2、需求周期波动放大，价格体系脆弱	渠道库存管控差	渠道库存动态监管引入数字化监控手段	渠道库存健康管理	2、需求波动有效应对，价盘稳定
3、企业高度依赖经销商资源	用户基础薄弱	加大品鉴，赠礼等用户直接培育投入	用户基础和黏性提升	3、企业掌握主要消费者资源

资料来源：草根调研、招商证券

(4) 板块展望：长期看高端占位，中期看市场势能，短期注意基数效应

长期来看，次高端白酒企业价值在于高价位次高端白酒市场的占位。高价位段白酒市场主要针对高端商务和赠礼需求，其消费群体是当地次高端消费者中最具影响力的意见领袖，因此高价位段次高端市场对于全局有着重要的引导意义。同时高利润高成长的高价位产品也能成为企业&经销商重要的利润和收入增长源，不断强化企业产品力，品牌力和渠道力。本轮新周期中，各次高端品牌均针对 500-800 元价格带加速布局，寻求增长机会。

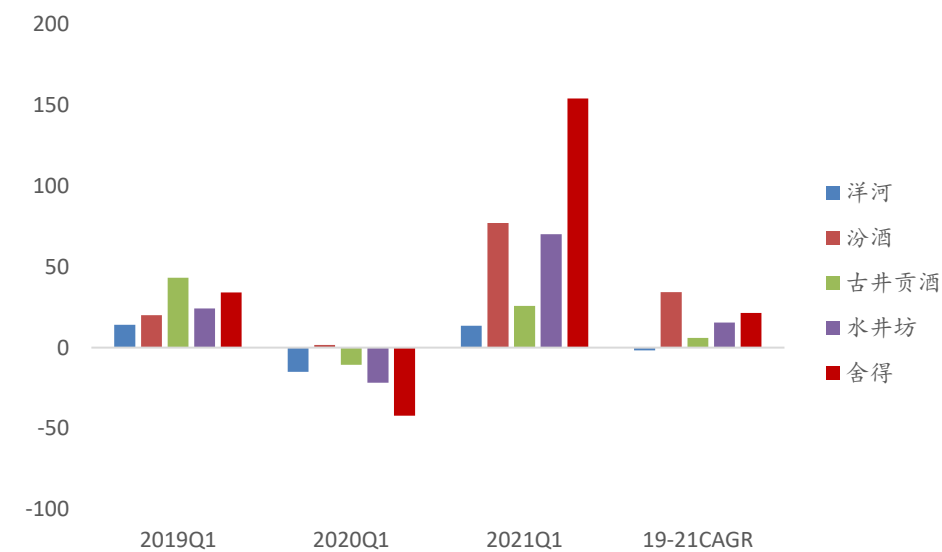
图 47：价格带提升带来的生命周期，需要提前投入高端来支撑企业长期成长

资料来源：招商证券

中期来看，品牌的区域市场势能、量价管理决定企业的成长表现。今年以来各个白酒企业在区域市场费用端出现分化，汾酒在区域市场费用率快速下滑的基础下，依然保持快速增长，显示企业伴随着品牌势能提升，在区域市场进入快速成长阶段。同时伴随着区域库存的持续调整，汾酒，洋河，舍得等品牌渠道顺价利润持续抬升，终端渠道拉力显著提升，推动企业短期成长加速。

短期来看，渠道库存偏低，景气度有望保持，部分品种股价需要经历增速换挡考验。渠道调研显示，2020 年次高端白酒积极去库存，大部分次高端白酒企业库存相对于年初下降 1 个月左右，使得今年春节次高端白酒呈现出量价两旺的特点。同时今年部分次高端白酒受益于市场投入力度的加大，渠道控制力的提升以及次高端白酒市场整体相对较高的景气度，使得其空白市场出现显著的招商红利。上半年相对较低的基数，也使得白酒企业一季度呈现较高的表现增速。下半年来看企业重心将向动销转移，同时同比基数将持续抬升，使得表现增速将放缓。但整体来看，根据渠道反馈，今年上半年次高端白酒企业任务完成进度超过 60%，渠道库存依然保持在相对低位，次高端白酒超额完成原定目标的概率较高。

图 48: 21Q1 vs. 19Q1 及 20Q1 增速 (%)



资料来源: wind、招商证券

四、大众龙头：成本传导，渠道变革，品牌制胜

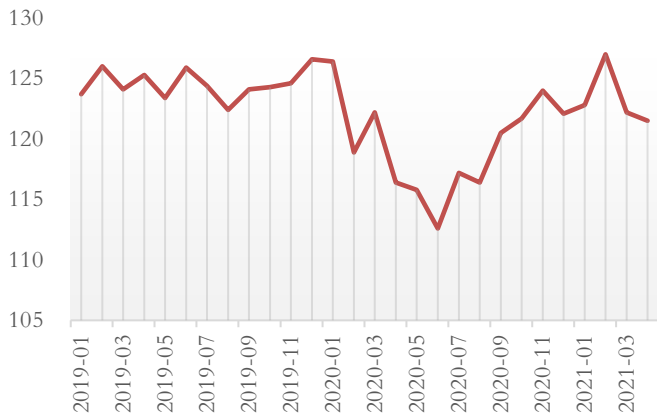
今年以来，传统食品板块面临着两大压力：整体需求的放缓，以及成本持续的上涨。同时，社区团购新渠道的崛起也给企业带来了新的课题。我们认为，行业阶段性调整有利于未来的产能出清，压力下龙头凭借竞争优势有着更强的成本转移与份额收割能力，建议关注优秀赛道中龙头企业的中长线成长空间。面对社区团购新渠道的干扰，品牌力是企业最强的壁垒。

1、需求放缓成本提升，阶段性调整利于产能出清

(1) 受经济周期影响，传统消费板块需求放缓

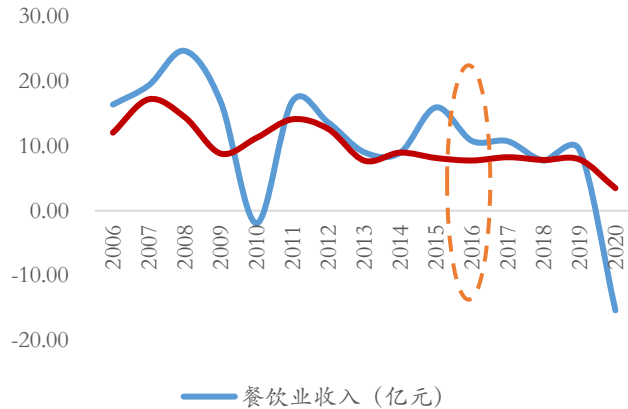
行业需求放缓，短期业绩受干扰。受经济环境影响，今年3月后行业整体需求有所放缓，消费者信心指数下行趋势明显。同时受到高基数影响，传统消费品企业4-5月收入增长普遍有压力。从周期性来看，乳品随经济周期波动更紧密，调味品存在一年滞后性。以上轮经济周期中调味品为例，2015年中国GDP增速下滑，海天为应对经济周期而采取了一定渠道压货，导致16年库存压力变大。同时，16年餐饮渠道增速降档，成本上行，海天中炬为代表的企业增速明显放缓。压力下，16年恒顺、榨菜完成提价动作，酱油中17年海天率先提价，中炬千禾随之提价，行业整体有所恢复。

图 49：2 月以来消费者信心指数有所下行



资料来源：wind、招商证券

图 50：2016 年餐饮降速明显



资料来源：招商证券

图 51：食品板块子行业增速与经济表现

指标/增速 (%)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
SW 调味发酵品	14.50	16.48	3.39	1.80	15.33	11.84	3.43	12.89	13.02	14.77	13.05
SW 乳品	21.08	24.56	13.57	14.58	13.83	5.70	0.68	10.49	11.40	11.44	7.83
GDP 增速	10.64	9.55	7.86	7.77	7.43	7.04	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
社零增速	18.33	17.10	14.30	13.10	12.00	10.70	10.40	10.20	8.80	8.00	-3.90

资料来源：wind，招商证券

（2）成本持续上涨，龙头转移能力更强

成本持续上涨，Q2 压力显著。今年以来大豆、原奶等食品企业主要原材料持续上涨，同时包材、运输费用也大幅上涨，给传统消费品企业带来一定业绩压力。Q2 来看，酱油、乳制品、啤酒相对压力更大，包材整体成本涨幅大于 Q1，石油价格大幅上涨，预计运输费用增幅较高。成本持续上涨背景下，强定价权龙头企业可通过提价有序传导成本压力，若不提价，则将压缩小企业盈利空间，行业集中度进一步提升。推荐阅读年初报告《成本传导与投资时钟 - 食品板块成本专题》。

图 52：各季度原材料涨幅情况

YOY	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
PET	-26.6%	-36.2%	-34.6%	-26.4%	0.0%	29.2%
白砂糖	11.7%	3.1%	-3.2%	-9.6%	-8.6%	0.3%
大豆	1.7%	17.5%	26.0%	23.3%	35.2%	29.3%
玻璃	3.5%	-5.1%	11.6%	18.6%	29.9%	57.3%
瓦楞纸	-3.7%	-5.4%	12.6%	9.4%	9.6%	20.6%
大麦	-19.1%	-15.2%	-7.7%	15.0%	21.7%	17.3%
铝锭	-1.2%	-7.4%	3.9%	10.6%	21.2%	44.4%
生猪	191.5%	110.1%	55.1%	-13.3%	-18.1%	-39.1%
生鲜乳	5.7%	1.3%	2.3%	6.3%	12.1%	18.6%
石油价格	-20.2%	-57.6%	-30.6%	-30.1%	30.1%	128.2%
公路运价指数	2%	0%	0%	1%	2%	2%

资料来源：wind、招商证券

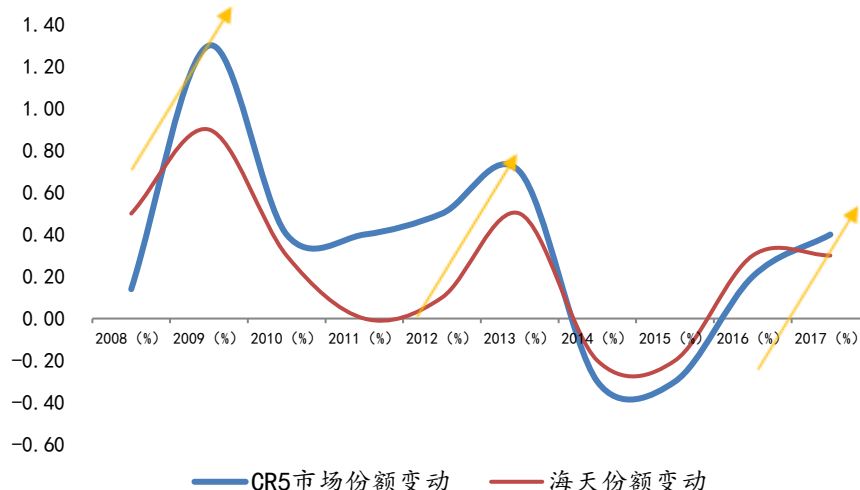
提价是最直接应对方式，啤酒，部分调味品企业已率先涨价。成本压力下，产业链定价权强的赛道可通过直接提价方式有序传导成本压力，若不提价，则龙头凭借竞争优势具备更强的抗压性，小企业盈利空间将被进一步压缩，产能进一步出清。

- ✓ **调味品：**部分企业率先提价。虽然海天宣布今年无提价计划，但从渠道跟踪来看，部分地区餐饮渠道有个别提价动作；中炬 5 月宣布餐饮部分大包装产品全线提价 5% 左右；榨菜行业众多品牌也已经纷纷提价以应对成本上涨压力。
- ✓ **乳制品：**今年原奶涨幅在历史上属于较高水平，预计乳品企业将有提价动作以缓解业绩压力。
- ✓ **休闲食品：**尚未有提价预期，绝味、安井等单寡头规模绝对领先，有更强的上下游定价权，成本转移能力也更强。
- ✓ **啤酒：**龙头已通过提价传导成本，百威亚太、青岛啤酒涨价 10% 以上，华润啤酒也有提价动作。

（3）阶段性调整有利于产能出清，龙头有望提升份额

历史看行业调整后集中度加速提升，压力下看好龙头份额提升。从历史上看，调味品行业在 08、12、16 年阶段性调整过后，09、13、17 年集中度均加速提升。整体传统食品行业来看，本轮行业调整期成本压力更大，对小企业的挤出效应将更加明显，龙头企业有望持续提高市占率。

图 53: 调味品行业调整后集中度加速提升



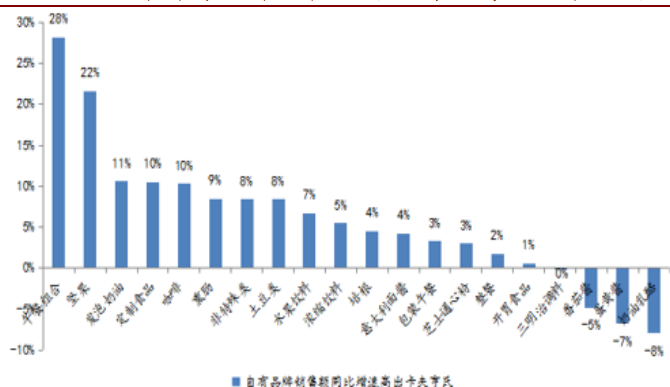
资料来源: wind, 招商证券

2、渠道变革，品牌制胜

(1) 卡夫亨氏复盘：品牌议价力决定市场地位

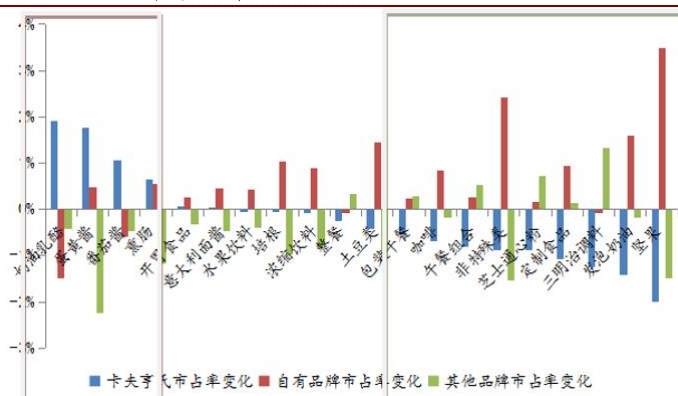
在强势渠道商的自有品牌冲击下，品牌护城河至关重要。巨型渠道零售商的销货渠道对于供应商来说至关重要，卡夫亨氏的产品面对渠道零售商议价权较弱。当好市多、沃尔玛等零售巨头推出自有品牌竞争时，卡夫亨氏的奶酪、蛋黄酱、番茄酱、熏肠等强势品牌，销售增速仍能逆势跑赢自由品牌，保持市占率的不断强化，品牌张力明显。而其他品牌力不足的业务则受到明显冲击，不仅弱于自有品牌，甚至也弱于其他厂商品牌。

图 54: 2018 年自有品牌销售额增速-卡夫亨氏销售额增速



资料来源: wind、招商证券

图 55: 2018 年市占率变动



资料来源: 招商证券

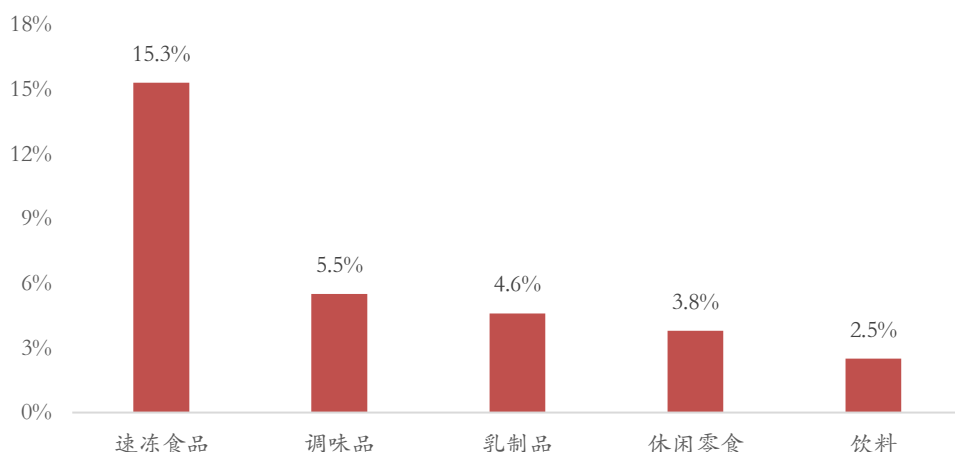
(2) 社区团购趋势：远期规模不容忽视，主要品类渠道占比仍低

社区团购 4000 亿市场体量，远期或可达万亿。社区团购将成为下线城市重要的零售渠道，通过高性价比占领消费者心智，当前整体规模可达 4000-5000 亿，远期或接近 2

万亿。从选品思路来看，对有品牌溢价的品类追求性价比，对品牌溢价低的品类选择二三线品类。由于对销量有较高的要求，因此一般大品牌要求销售贡献度，小品牌要求毛利，补贴则一般倾向用于大品牌上。

新一线城市渗透率达 20%，主要品类渠道占比仍低。社区团购未来仍将围绕厨房+日用品，逐步向全品类拓展，当前新一线城市市场渗透率已达 20%。其中，速冻食品社区团购渠道占比已达 15.3%，调味品、乳品、休闲食品、饮料等消费品占比仍相对较低。

图 56：主要品类社区团购渠道占比统计



资料来源：招商商业深度报告《万亿市场容多品类消费，渠道变迁塑新品牌格局》

（3）品牌影响：头部品牌优势放大，特色小品牌切入，腰部品牌受伤

头部品牌优势放大，区域小品牌存空间。社区团购选品主要采取 1-2 个流量性品牌+具有性价比、地方特色的小品牌，这种模式下，其实对第一、第二品牌优势有一定放大，对性价比较高、买不起线下货架的特色地方品牌有利，但对 4-10 名腰部品牌不感冒。社区团购对各品类的影响也与不同品类的竞争格局与产品属性相关，整体来看集中度相比线下渠道更加分散，其中调味品、饮品等品类大品牌集中度相对更高，乳制品、休闲零食区域性小品牌存一定空间。

以某社区团购平台全国数据为例：

- **饮品：**大品牌占比 60-70%，集中度较高，主要是由于大品牌与小品牌之间产品差价有限，小品牌价格优势不明显。
- **调味品：**头部品牌海天+李锦记占比 30%左右，集中度与线下相近，海天等龙头公司整体竞争优势显著，对于社区团购接受度相对更高一些。
- **乳制品：**头部品牌伊利+蒙牛占比低于线下集中度。主要原因在于：1）区域性小品牌价格更低；2）行业竞争激烈，龙头企业考虑经销商线下渠道压力，对社区团购接受度更低，提供的 sku 更少。
- **休闲食品：**头部品牌良品铺子、洽洽占比较低，品类 sku 多，地方品牌机会多。

长期看品牌力是关键，对强品牌企业冲击有限。社区团购模式下，小品牌通过低价可以获得一定市场，对大品牌形成一定逆势冲击。但长期看，消费者对于品牌力强的产品信任度和消费粘性更高，而社区团购渠道离不开对于消费者流量的依赖，因此随着企业与

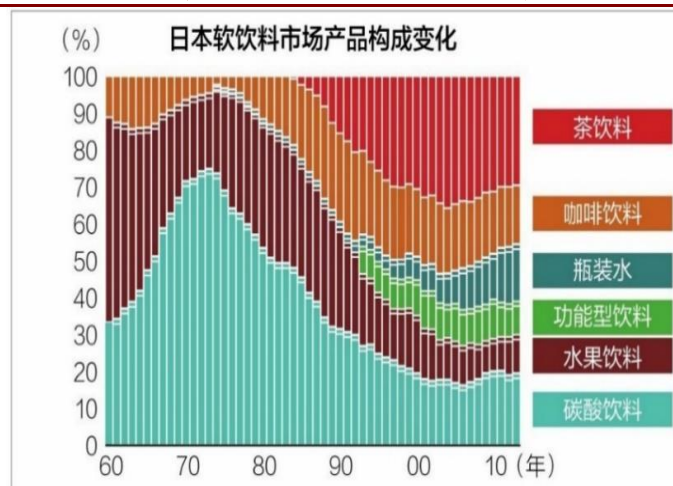
渠道间的合作更加平衡顺畅，拥有强大品牌力的企业，仍可以一定程度减少新渠道带来的冲击，维持竞争优势的稳定，预计强者恒强的格局仍有望延续。

五、品类升级，新消费中的供给革命

1、产品追求健康化、功能化

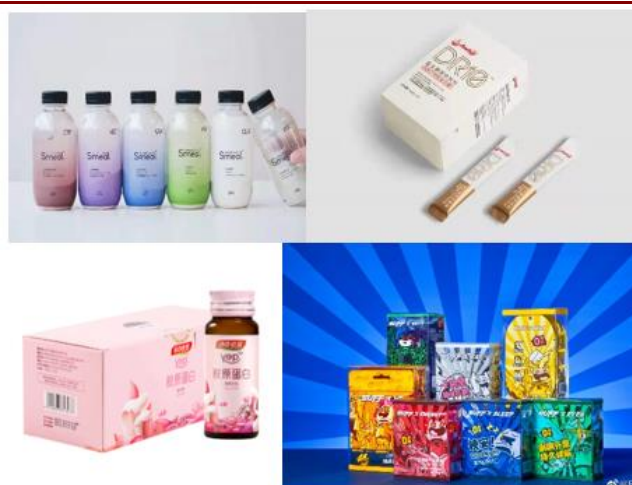
消费结构和消费习惯变化，健康化、功能化迎来发展风口。随着我国经济发展，居民物质丰裕，Z 时代成为消费主力，食品饮料的消费早已超过了满足基础生理需求的功能，健康化、功能化顺应消费升级的趋势，逐渐成为消费者主要关注的方向。功能性食品在国外早已流行多年，欧美国家的消费者平均用于功能性食品方面的花费占其总支出的 25%，美国目前的功能性食品销售额达 750 亿美元，占食品销售额的 1/3；欧洲的功能性食品也有 2000 多种，销售额以每年 17% 的速度增长。我国功能性食品正迎来发展的风口，渗透率较海外有显著提升空间。

图 57：日本经济进入成熟期后，功能性饮料占比明显提升



资料来源：大前研一《商业模式教科书》、招商证券

图 58：我国多形态的营养补充剂不断涌现



资料来源：smeal、安佳微信公众号、汤臣倍健官网、buffx 官方微博、招商证券

（1）能量饮料：刚性需求带来黏性消费，企业深耕决定长远发展

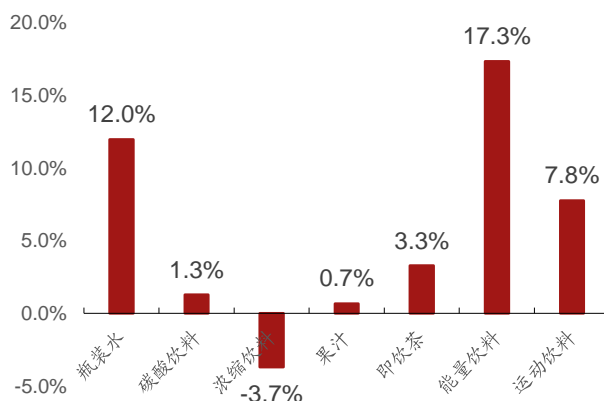
能量饮料消费教育成本高，但需求也更加稳定，品类属性好于其他饮料。传统饮料行业具有壁垒低、品类多的特点，产品生命周期普遍较短，消费者粘性不强，对企业消费者洞察和营销宣传的能力要求较高。而能量饮料因具有功能性和成瘾性，可替代性弱，品类属性明显好于其他饮料。能量饮料的消费者教育成本相对较高，需要长时间的持续投入，但成功后品牌粘性高，产品生命周期长，也因此成就了 200 亿的大单品红牛。

图 59：能量饮料兼具功能性和成瘾性

	能量饮料	咖啡	茶
成分	咖啡因、牛磺酸、B族维生素、赖氨酸	咖啡因	咖啡因、茶碱、茶多酚、茶氨酸等
作用	提神、加速新陈代谢、保护心肌等	提神	提神、清热降火、驱除油腻
开始起效时间	15 分钟左右	15 分钟左右	15 分钟左右
持续时间	4 小时左右	4-6 小时左右	3-4 小时左右

注：起效及持续时间存在个体差异，数据仅供参考
资料来源：招商证券

图 60：2010-2020 能量饮料复合增速领先于其他品类



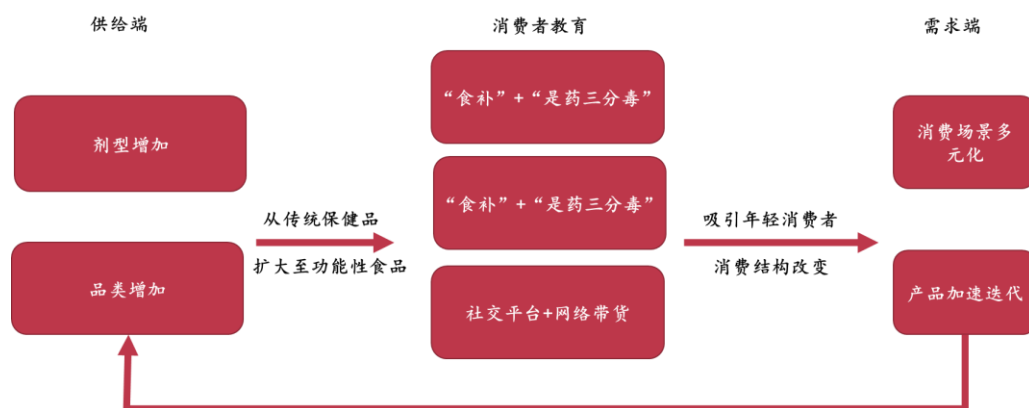
资料来源：Euromonitor、招商证券

除品类优势外，供给侧的专注投入和渠道深耕，亦是企业成功的重要因素。红牛 95 年进入中国后，对中国市场进行了数十年的品类教育，而华彬红牛的严彬更是在发展初期亲自带领团队向北京的出租车司机免费发放红牛撬开市场，从而实现销量的突破。最早跟随红牛推出能量饮料的东鹏持续专注的对单一品类进行消费者教育和渠道深耕，从前期的广告高空投放如谢霆锋代言、赛事合作逐步转变为更接近渠道和消费者的地面营销，如冰柜投放、“一元乐享”等活动。经过多年深耕，东鹏已经成为能量饮料品类中仅次于红牛的品牌，培育出数百万个重度黏性消费者，高复购率和口碑相传是企业实现长远发展的重要因素之一。

（2）功能性食品：供给创造需求，并持续引导需求方向

行业发展推动传统企业切入功能性食品赛道。过去的营养健康食品行业由需要保健食品批文的传统保健品为主，由于申请批文的时间周期长（备案类大多需要半年-一年，注册类批文长达 3-5 年），行业增长受政策影响大，推动传统保健品企业和大众食品龙头纷纷切入具备“营养保健”高附加值的功能性食品赛道，C 端传统保健品龙头汤臣倍健、B 端 CDMO 头部企业仙乐健康、以及传统食品的龙头企业如伊利、蒙牛、雀巢等不断创新推出好产品，消费者教育方式也相应发生改变，创造并引导符合健康趋势的功能性食品需求的发展。

图 61：营养健康食品行业由供给和需求共同驱动，发展进入良性循环



资料来源：招商证券

营养健康食品的剂型、品类和销售渠道不断扩大，供给创造并引导需求。传统保健品的主要剂型片剂、软胶囊为主，消费主力群体也多为中老年人，而企业从产品、渠道、消费者教育多方面发力，拓展消费群体，推动消费结构年轻化：1) 产品：剂型扩张至软糖、粉剂、功能性饮品及果冻等，新剂型的口味和形态较传统剂型带来的愉悦感、个性化更足；2) 渠道：从传统经销渠道向新零售、电商平台发力；3) 消费者教育：没有“蓝帽子”不能直接进行产品的功效宣传，但通过社交平台和网络带货进行原料成分的功效教育，如蓝莓叶黄素酯护眼、GABA 促进睡眠等，从多方面满足了年轻消费群体“朋克养生”的需求，需求端的改善也反作用于供给，拉动行业进入良性发展循环。

表 2：供给创造需求，营养健康食品行业中子品类和销售渠道不断扩大

子品类	类别	功能性成分	剂型	销售渠道	代表产品
钙片	传统保健品	碳酸钙	片剂	药店	
鱼油软胶囊	传统保健品	天然鱼油	软胶囊	电商	
轻食代餐粉	功能性食品	圆苞车前子壳粉、抗性糊精	粉剂	超市	
功能性软糖	功能性食品	叶黄素酯	软糖	新零售	
口服液	功能性食品	GABA	口服液	电商	

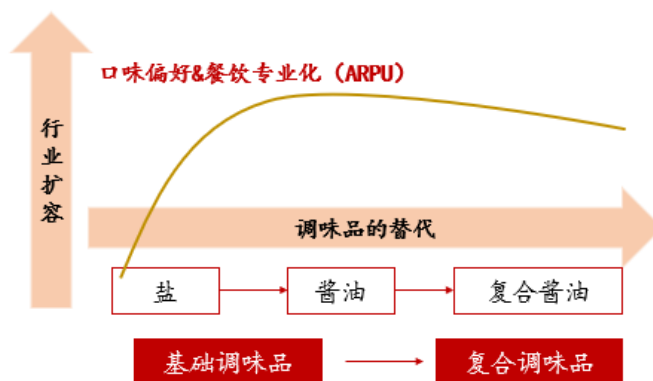
资料来源：京东商城、官方微信公众号、招商证券

2、生活方式便捷化

(1) 复合调味品：便捷化需求推动调味品细化、复合化发展

更健康、更便捷需求助推调味品复合化演进。调味品随饮食升级、消费观念升级而不断进化，复合调味品作为多种基础调味品的复合配方，风味更丰富，使用更便捷，从咸味调味品演进看，酱油部分替代食盐，复合咸味调味品部分替代酱油，品类逐渐由基础调味品向复合调味品演进、跃迁，复合调味品迎来黄金发展期。海天、金龙鱼等新玩家不断加入复合调味品行业，不断做消费者教育，推动复合调味品行业扩容。

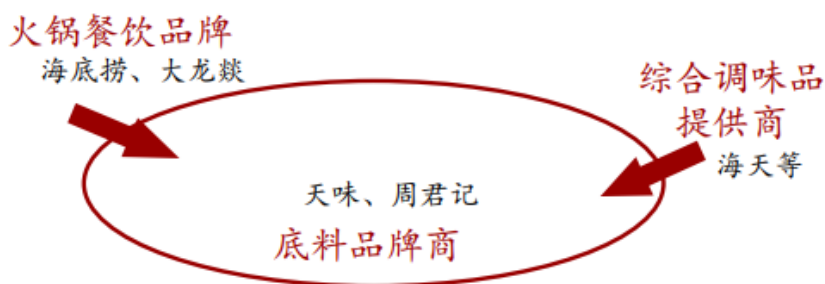
图 62: 基础调味品向复合调味品演进



资料来源: wind、招商证券

图 63: 不同类型玩家加入复合调味品行业

图: 新参与者加入竞争



资料来源: wind、招商证券

(2) 预制菜: C 端便捷化需求驱动

方便性加快预制菜在 C 端渗透。预制菜在 C 端驱动因素在于懒人经济、都市生活节奏加快, 年轻人没有时间做菜、烹饪技能弱, 半成品菜作为便捷化替代家庭大厨方式受到大众欢迎, 同时, 消费者的购买习惯及消费观念转变, 推动预制菜 C 端渗透率不断提升。

图 64：每日优鲜、盒马、叮咚纷纷入局半成品菜



资料来源：招商证券整理

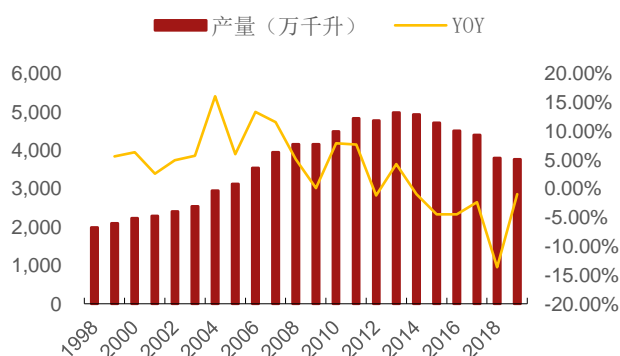
3、生活节奏加快，带点酒精更好

新消费时代中，低度酒精饮料市场快速崛起。社交需求仍是我国酒水消费的主要场景，但随着年轻个性化群体成为消费主力，“适量饮酒”和“健康微醺”成为酒水消费的主要诉求，悦己消费推动低度酒精饮料市场快速崛起。较传统白酒而言，一方面低度酒精尝试成本更低，另一方面低酒精度的属性不仅顺应了健康趋势，更易入口的特点更扩大了消费人群。根据 CBNDATA 的《2020 年轻人群酒水消费洞察报告》，多元细分、新潮尝鲜、健康微醺、香甜果味成为当代青年酒水消费的四大趋势。

(1) 品质化升级，啤酒高端化正当时

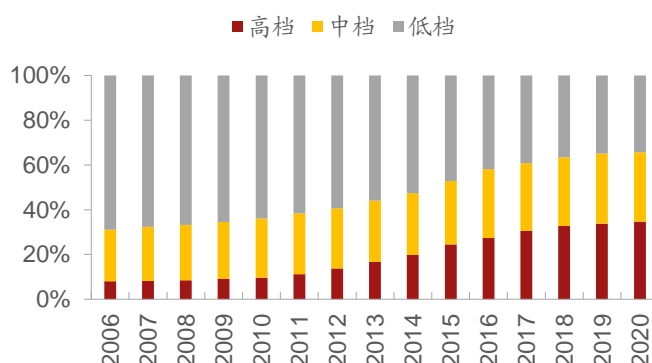
“量增”结束“质升”来临，啤酒高端化正当时。中国啤酒行业从 1990 年开始快速放量，但产量已于 2013 年见顶回落，存量市场竞争中，啤酒高端化势不可挡。

图 65：中国啤酒行业产量早已见顶回落



资料来源：Euromonitor、招商证券

图 66：高档啤酒占比明显提升



资料来源：Euromonitor、招商证券

供给侧竞争策略转变，发力推动产品结构升级。过去啤酒企业的竞争主要集中在费用投入推动的份额提升，而 18 年成本上涨驱动啤酒吨价抬升以来，厂商由份额诉求向利润诉求转变，除 17 年底开始多次小幅提价，更是直接发力 10 元以上价格带，啤酒行业

高端化进程加快，截至 20 年底高端啤酒销售额占比接近 35%，主要企业吨价及毛利率明显提升。

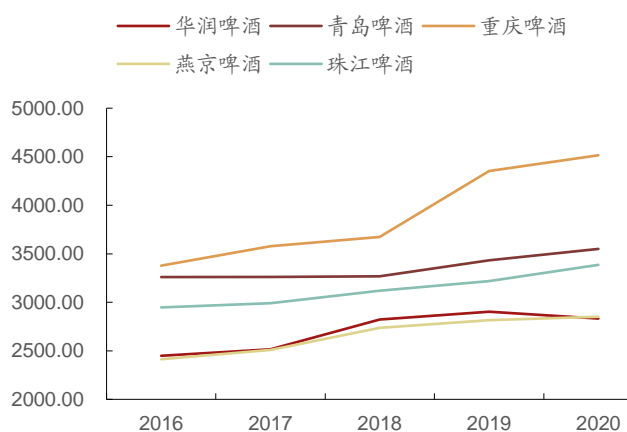
表 3：供给侧竞争策略转变，啤酒企业发力高端化竞争

	价位带	高端化发力时间	产品
华润啤酒	中高端	2018	雪花纯生、超级勇闯（SuperX）、
	超高端		脸谱、匠心营造、马尔斯绿、黑狮白啤、喜力、sol
嘉士伯	中高端	2017	重庆、乐堡
	超高端		嘉士伯、1664
青岛啤酒	中高端	2018	青岛经典系列、纯生系列
	超高端		奥古特、鸿运当头、青岛皮尔森、青岛白啤
百威英博	中高端	2014	哈啤、百威系列
	超高端		教士、科罗娜、福佳等

资料来源：公司年报、招商证券

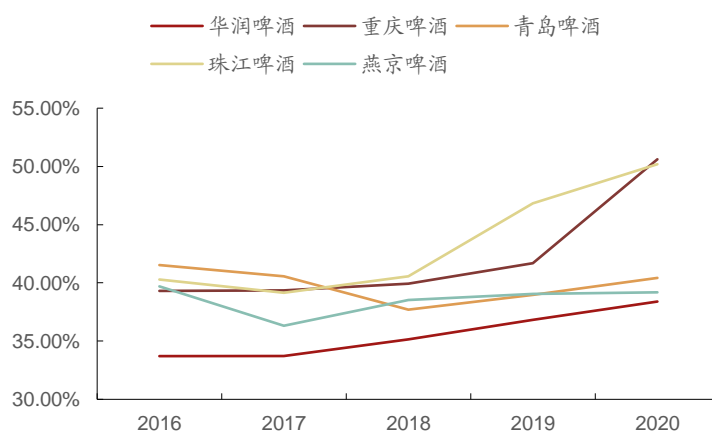
注：中端以 6-8 元/升，高端以 8-12 元/升为主，超高端按 12 元/升以上统计

图 67：啤酒行业主要企业吨价表现（单位：元/千升）



资料来源：公司年报、招商证券

图 68：啤酒行业主要企业毛利率表现

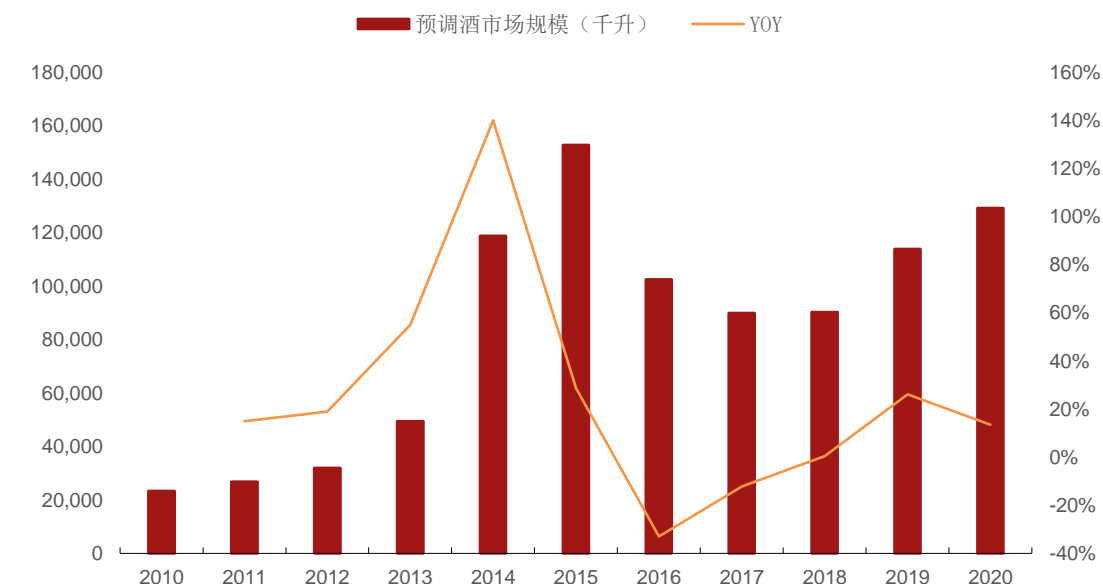


资料来源：wind、招商证券

（2）个性化升级，预调酒重回理性增长

预调酒行业经历过过山车式发展。上轮周期中，密集的广告投入推动现象级品牌“RIO”的诞生，但行业尚未进入成熟期，品类认知和消费者培育尚未完成，而爆发式的增长吸引了大量山寨品牌，极大程度上影响了消费体验，扰乱了市场价格，也放大了渠道对真实需求的判断。以 2015 年市占率超过 60% 的预调酒龙头“RIO”为例，公司临时组建销售团队，学习饮料的销售模式，快速进行渠道扩张，但缺乏运营经验，下线城市消费力尚未达到，随着尝鲜式消费热潮褪去后，渠道库存高企，行业经历断崖式下滑。

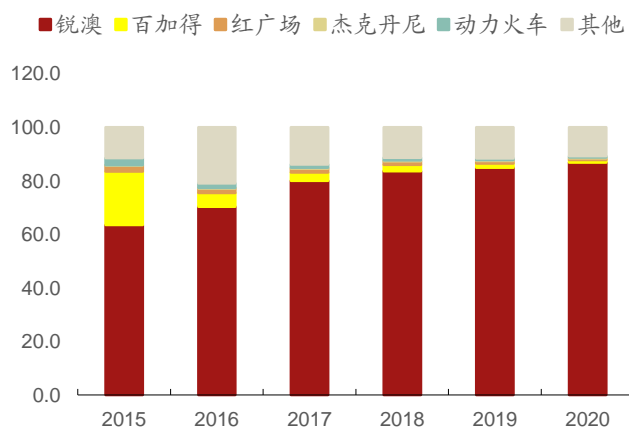
图 69: 预调酒行业经历过山车式发展



资料来源: Euromonitor、招商证券

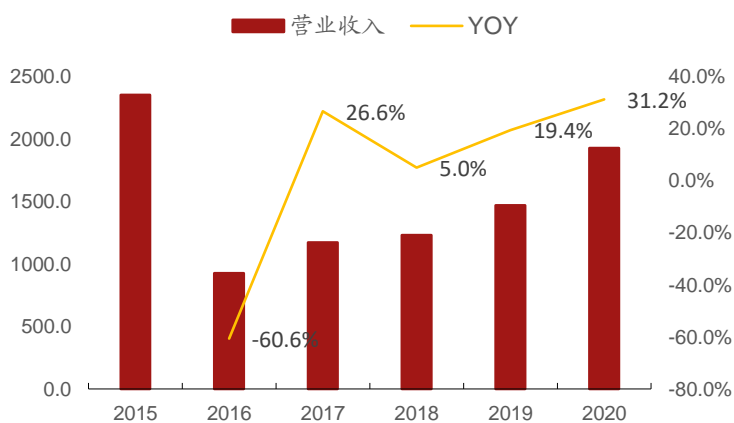
调整期加速行业集中，供给侧发力重回理性增长。随着行业进入调整期，前期跑马圈地式的行为导致多数企业入不敷出，陆续退出竞争，行业集中度进一步提升。龙头百润痛定思痛，从供给端发力重回理性增长：1）清理库存加强监控，渠道快速收缩；2）推出不同度数系列不断试错，拓宽消费群体；3）发力罐装产品，拓宽消费场景的同时增加造假难度；4）疫情带来全新机遇，线上渠道增长亮眼，百润在行业低谷中坚持渠道调整、产品创新和管理改善，经营逐渐步入正轨，重新迎来新的发展机遇。

图 70: 行业经历调整期后集中度加速提升



资料来源: Euromonitor、招商证券

图 71: 百润供给侧改革，经营步入正轨（单位：百万元）



资料来源: wind、招商证券

（3）她经济崛起，低度酒精浪潮来袭

女性消费崛起，低度酒精饮料迎来发展风口。传统酒类如白酒、啤酒、洋酒的消费群体主要为男性，而随着可支配收入的提升、悦己意识的萌发让女性开始尝试更多“享受型”

的消费选择，喝酒作为一种愉悦自我、释放天性的方式开始备受青睐。与传统酒水消费多集中在社交需求，更多被当成彰显社会身份的标志不同，女性在酒水消费上更加关注自身需求，去彰显自己的某一种情绪或价值观。因此，高颜值、低度数的小众品牌吸引了广大年轻女性消费群体。企业供给也由传统线下渠道转向线上，消费者培育方式由高空投放和渠道利润的推动转变为社交平台、意见领袖的传播。新消费时代下，低度酒精饮料迎来发展风口，一级市场资本纷纷入局。

表 4：低度果酒迎来发展风口，一级市场资本涌入

公司	融资轮次	融资金额	成立时间	产品	口味(度数)	价位(元)	品牌简介
MissBerry 贝瑞甜心	A+轮	总融资过亿元	2019		水果酒 (8-10度)	35-50	低浓度微醺女性酒品牌，果酒为主
梅见（江小白）	C轮	亿元以上	2019		青梅酒 (12-14度)	35-50	江小白旗下公司，专注做低度青梅酒系列
赋比兴	A+轮	千万级	2017		酸奶酒、果酒、 气泡酒、清酒 等	46	客户自主DIY产品瓶型、口味，“1日可成品”
狮子歌歌（醉鹅娘）	A轮	千万级	2019		果酒 (8度)	50-80	主打健康的生活方式，与慢生活、纯天然联系在一起
十点一刻	天使轮	未披露	2016		无糖气泡酒	14	0糖0脂，满足18-35岁年轻饮酒人群对健康和口味的追求
马力吨吨	天使轮	数千万元	2020		苏打酒	12	定位无压力，低度数无宿醉压力、低客单价无经济压力强化产品属性

资料来源：招商证券整理

六、投资策略：关注供给革命，拥抱优质资产

市场讨论估值，“供给行为”应当为核心关注点。当前来看，资本市场给与高增速、高估值的风格演绎的较为显著，当下面临的两个问题是“基本面是否周期性演绎”、“估值是否均值回归”。我们认为对不同板块、不同商业模式、不同经营行为的公司，会出现不同方向的演绎。我们认为“供给行为”对上述两个问题的结论影响在当下更为显著，我们建议持有风控能力较强、理性谋求发展、踏实经营市场的公司，这样的公司即便处于较高历史估值，未必承担过大的基本面周期波动风险（即便遭遇需求波动也能平稳过度），也因较好的商业模式、不同的利率环境，板块估值未必会向历史均值回归。同时也建议警惕估值较高的资产，面临但行业增加产能、或企业供给侧盲目扩张的现象，承担较大的周期性波动，甚至引发估值共振。

产业中期趋势确立，产业端致力于 ROE 的提升，供给革命在于产品升级、效率抬升、风险控制。消费分层常态化，高端消费维持较高、较为稳定的景气区间，利润也将驱动企业不断卡位升级产品，关注 2000 以上超高端白酒、500-800 超次高端白酒、10 元泛低度酒精饮料市场、功能性食品及功能性饮料市场；效率提升将降低社会运行成本，提供更好的产品服务，关注传统产业的供应链调整，渠道扁平化和营销科学化，以及卤味连锁、复合调味品、预制食品等新形态；风险控制将通过信息化（平衡供求矛盾）、专业化（从业人员管理水平提升和学习效应）来实现。

白酒板块供给侧的理性决定了风险可控，商业模式优势极难替代。白酒板块从中期产业资本开支、企业供给行为来看，整体较为理性克制，远远好于 10 年前，明显好于 5 年前。我们尚未看到基本面有较大的风险，即便未来需求上存在波动，我们更相信会类似 18 年-19 年，短暂调整后重新回归。但部分估值绝对数偏高的企业，不排除存在 H1-H2 增速换挡后，存在估值重估的问题。

大众龙头估值已经回落，左侧布局竞争优势扩大的企业。大众龙头估值相对去年回落，降低了资产定价的风险，对于去产能行业将有望活动基本面的周期性向上回归，估值的走向将与商业模式更加密切相关。我们建议关注市占率提升的公司，捕捉短期波动下左侧布局的机会。新型消费关注赛道相对壁垒和企业相对竞争优势。新型产品服务市场，围绕健康、便捷、情感诉求，长赛道依然有较大的发展空间，建议关注有相对竞争优势的企业，以及进入壁垒略高的细分赛道。

推荐标的：

白酒板块，首推高端（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）；推荐次高端（古井、洋河、水井坊、汾酒、今世缘）

非白酒板块，推荐啤酒，关注预调酒

调味品板块，推荐海天、颐海，关注榨菜、恒顺、天味

乳品饮料板块，推荐飞鹤伊利蒙牛农夫，关注东鹏

食品连锁，首推卤味（绝味周黑鸭）、推荐巴比

其他食品，推荐仙乐、桃李

七、风险提示

1. **宏观经济带来需求波动。**疫情冲击后居民消费力下降，导致需求超幅回落，企业收入目标难以完成或必须加大费用投入压制盈利。
2. **海外流动性变化。**海外流动性变化导致外资流出。
3. **业绩增速转档。**上半年部分公司存在低基数效应，下半年进入常态，叠加宏观经济带来需求波动，业绩增速存在换挡的可能。
4. **行业竞争加剧。**客流恢复，企业加大宣传推广活动的投入，竞争加剧下盈利受损。

八、行业重点公司估值表

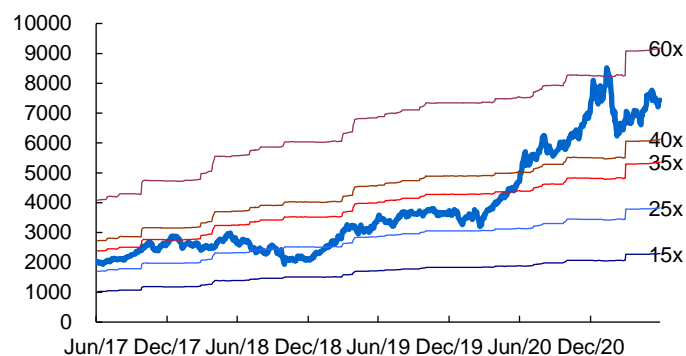
表 5: 重点公司估值表

	代码	公司名称	投资评级	市值	股价	EPS				PE			
						20	21E	22E	23E	20	21E	22E	23E
高端 阳型	600519	贵州茅台	强烈推荐-A	26418	2103.0	37.2	40.9	46.9	53.4	56.6	51.4	44.9	39.4
	000858	五粮液	强烈推荐-A	11890	306.3	5.14	6.24	7.40	8.65	59.6	49.1	41.4	35.4
	600809	山西汾酒	强烈推荐-A	3888	446.1	3.55	5.51	7.20	8.81	125.	81.0	62.0	50.6
	000568	泸州老窖	强烈推荐-A	3449	235.5	4.10	5.19	6.60	7.95	57.4	45.4	35.7	29.6
	002304	洋河股份	强烈推荐-A	3255	216.0	4.98	5.58	6.62	7.92	43.3	38.7	32.6	27.3
	6186.HK	中国飞鹤	强烈推荐-A	1293	14.5	0.83	0.86	1.08	1.32	17.4	16.8	13.4	11.0
	000596	古井贡酒	强烈推荐-A	958	222.0	3.68	5.15	6.50	8.27	60.3	43.1	34.2	26.8
	603369	今世缘	强烈推荐-A	680	54.2	1.25	1.56	1.98	2.43	43.4	34.7	27.4	22.3
	600779	水井坊	强烈推荐-A	617	126.4	1.50	2.65	3.26	3.75	84.4	47.7	38.8	33.7
大众 阳型	603288	海天味业	强烈推荐-A	5581	132.5	1.98	2.34	2.71	3.15	66.9	56.6	48.9	42.1
	9633.HK	农夫山泉	强烈推荐-A	3780	33.6	0.48	0.54	0.63	0.72	70.0	62.3	53.4	46.7
	600887	伊利股份	强烈推荐-A	2269	37.3	1.17	1.36	1.60	1.84	31.9	27.4	23.3	20.3
	605499	东鹏饮料	强烈推荐-A	976	244.0	2.25	2.68	3.41	4.28	108.	91.0	71.6	57.0
	600298	安琪酵母	强烈推荐-A	453	54.4	1.66	1.83	2.12	2.47	32.7	29.7	25.7	22.0
	600872	中炬高新	强烈推荐-A	341	42.8	1.12	1.23	1.42	1.63	38.3	34.8	30.1	26.2
	002507	涪陵榨菜	强烈推荐-A	336	37.9	0.98	1.06	1.34	1.57	38.6	35.7	28.3	24.1
	002557	洽洽食品	审慎推荐-A	226	44.5	1.60	1.81	2.08	2.38	27.9	24.6	21.4	18.7
	600305	恒顺醋业	强烈推荐-A	201	20.0	0.31	0.36	0.42	0.49	63.8	55.6	47.7	40.9
	300791	仙乐健康	强烈推荐-A	105	58.2	2.14	1.79	2.32	2.84	27.2	32.5	25.1	20.5
大众 阴型	603517	绝味食品	强烈推荐-A	460	74.9	1.15	1.71	2.19	2.73	65.1	43.8	34.2	27.4
	603866	桃李面包	强烈推荐-A	303	31.8	1.33	1.30	1.55	1.89	23.9	24.5	20.5	16.8
	1458.HK	周黑鸭	强烈推荐-A	193	8.1	0.07	0.21	0.30	0.38	115.	38.6	27.0	21.3
	605338	巴比食品	强烈推荐-A	83	33.6	0.87	0.82	0.99	1.15	38.6	41.0	33.9	29.2

资料来源：招商证券研究

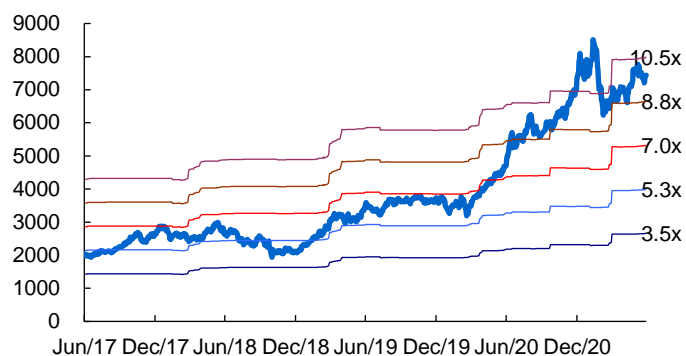
注 1: 皆为 6 月 28 日收盘价; 注 2: 阳型是销售半径大公司, 阴型是销售半径小公司。注 3: 发布业绩快报的公司按照业绩快报数据

图 72: 食品饮料行业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 73: 食品饮料行业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《招商证券食品饮料行业策略报告：酱酒入局下的次高端格局变化》2021-06-06
- 2、《招商证券火锅底料产业深度报告：底料风暴》2021-05-04
- 3、《食品饮料：五粮液、老窖对比深度报告，价格共赢，竞争错位》2021-03-10
- 4、《招商证券次高端白酒行业深度：高潜成长，谁主沉浮》2021-02-17
- 5、《招商证券食品饮料板块成本专题：成本传导下的投资时钟》2021-01-04
- 6、《招商证券食品饮料行业2021年度投资策略：手持好赛道，紧盯高成长》2020-11-16

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

于佳琦：食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16 年就职安信证券，17 年加入招商证券食品饮料团队，5 年消费品研究经验。

任龙：美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20 年加入招商证券，5 年消费品公司工作经验。

田地：复旦大学本科，复旦大学硕士，20 年加入招商证券。

陈书慧：美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20 年加入招商证券。

欧阳廷昊、刘成、胡思蓓对本文亦有贡献。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 15 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017 年连续获新财富最佳分析师第一名，2018 年获得水晶球评选第一名，2019 年新财富第三名，2020 年新财富第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。