

食品饮料行业 2021 年中期策略

白酒重视次高端红利，大众品关注啤酒、预调酒及速冻食品

核心观点：

- 优质企业稀缺性持续加强，消费龙头有望演绎长期牛市。近 50 年来美国消费占 GDP 比重从 1967 年 58.92% 提升至 2020 年 67.56%。对比美国消费数据，中国消费占 GDP 比重从 2010 年 35.56% 提升至 2020 年的 37.28%，未来有望延续提升趋势。行业集中度提升趋势明显，推动龙头定价权和盈利能力持续提升，优质企业稀缺性持续加强。短期来看，我们预计 2021 年经济将明显复苏，拉动食品饮料终端需求恢复。且 2021 年原材料成本上涨压力较大，有望拉动食品饮料企业提价。
- 第四轮白酒牛市延续，2021 年次高端白酒业绩有望加速增长。(1) 高端酒格局最优，长期来看受益消费升级和集中度提升收入业绩有望保持稳健增长。(2) 次高端业绩弹性将在 2021 年充分释放。复盘 09-12 年、15-18 年两轮白酒牛市，我们发现牛市的第三年（2011/2017 年）往往是次高端业绩弹性最大的一年，主要因为高端白酒提价后留出较大市场空间。第四轮白酒牛市中的 2021 年将是次高端业绩弹性充分释放的一年，除了低基数效应之外，更为重要的原因是随着高端酒批价整体过千之后，次高端将在 2021 年迎来一次价位升级，500-600 元产品开始放量推动次高端盈利能力提升。(3) 全国性次高端和地产酒次高端各有优劣将长期并存，但地产酒次高端升级产品的占比提升需要一定的时间，借鉴 2015-2018 年第三轮牛市，我们预计地产酒次高端业绩释放节奏会略滞后于全国性次高端，建议提前关注其产品升级步伐。
- 食品持续稳健增长，继续看好重啤、百润、青啤和安井。(1) 啤酒行业加速高端化进程，预计未来 5 年进入利润加速释放期。(2) 预计未来五年预调酒行业收入迎来新一轮健康的较快增长。(3) 供应链变革是必然趋势，复合调味料/速冻食品/预制菜/冷冻烘焙半成品未来 5 年有望维持高景气度。(4) 受益于餐饮复苏、渠道库存合理化，21Q3 开始调味品行业需求有望改善。行业成本压力大，龙头抗风险能力更强。(5) 乳制品收入未来 5 年有望复合增长 5% 左右。原奶价格上涨周期行业竞争趋缓，龙头公司有望释放利润弹性。(6) 瓶装水增长迅速，茶饮料和果汁平稳增长。(7) 其他食品景气度稳定，龙头优势明显。
- 重点公司推荐：(1) 白酒：首推贵州茅台/五粮液/泸州老窖/山西汾酒，其次推荐酒鬼酒/洋河股份/古井贡酒/今世缘/口子窖，建议关注舍得酒业/水井坊。(2) 食品：啤酒推荐华润啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒；预调酒推荐百润股份；餐饮供应链推荐天味食品/安井食品；调味品推荐海天味业/中炬高新/恒顺醋业/涪陵榨菜，建议关注颐海国际；乳制品推荐伊利股份/中国飞鹤；包装水推荐农夫山泉；另外推荐行业龙头绝味食品/安琪酵母/桃李面包/双汇发展/洽洽食品，建议关注盐津铺子。
- 风险提示：经济复苏不达预期；疫情反复风险；食品安全问题。

行业评级

买入

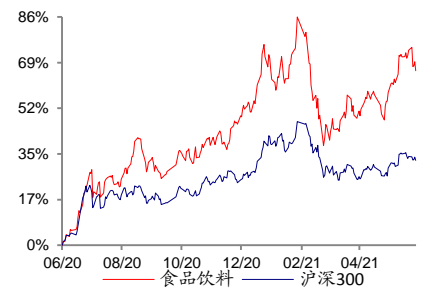
前次评级

买入

报告日期

2021-06-15

相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002



SFC CE No. BOC780



010-59136605

wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：

刘景瑜



SAC 执证号：S0260519100001



021-38003630



gliujingyu@gf.com.cn

分析师：

袁少州



SAC 执证号：S0260520070004



021-38003629



yuanshaozhou@gf.com.cn

请注意，刘景瑜、袁少州并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

食品饮料行业 20 年报及 2021-05-04

21Q1 综述：次高端白酒有望加速增长，大众品板块改善明显

食品饮料行业：原奶上涨周期，乳制品龙头有望释放利润弹性 2021-04-30

食品饮料行业：21Q1 食品饮料板块基金持仓占比 19.20%，环比下降 0.21pct 2021-04-25

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
贵州茅台	600519.SH	CNY	2178.81	2021/04/28	买入	2351.00	42.74	53.64	50.98	40.62	35.38	28.30	28.90	30.70
五粮液	000858.SZ	CNY	301.57	2021/04/29	买入	310.00	6.20	7.66	48.64	39.37	36.37	29.56	21.90	21.30
泸州老窖	000568.SZ	CNY	258.25	2021/05/21	买入	292.00	5.30	6.88	48.73	37.54	37.47	28.93	27.90	29.70
洋河股份	002304.SZ	CNY	211.28	2021/04/30	买入	197.00	5.62	6.48	37.59	32.60	30.32	25.64	20.40	21.10
山西汾酒	600809.SH	CNY	470.25	2021/04/27	买入	462.00	5.77	7.38	81.50	63.72	60.16	47.60	39.20	38.50
今世缘	603369.SH	CNY	54.89	2021/04/30	买入	60.00	1.51	1.90	36.35	28.89	30.88	24.67	19.80	21.20
酒鬼酒	000799.SZ	CNY	238	2021/04/30	买入	220.00	2.62	3.79	90.84	62.80	71.21	49.41	23.90	26.80
古井贡酒	000596.SZ	CNY	228	2021/05/06	买入	268.00	4.88	6.26	46.72	36.42	36.47	28.54	19.70	20.10
口子窖	603589.SH	CNY	61.66	2020/10/28	买入	68.00	2.70	3.17	22.84	19.45	16.65	14.26	20.30	22.20
海天味业	603288.SH	CNY	134.68	2021/03/31	买入	164.00	2.34	2.83	57.56	47.59	63.14	52.99	27.50	25.10
中炬高新	600872.SH	CNY	44.48	2020/11/01	买入	78.00	1.55	1.97	28.70	22.58	21.24	16.84	25.20	27.40
涪陵榨菜	002507.SZ	CNY	38.33	2021/03/08	买入	51.00	1.13	1.42	33.92	26.99	33.10	26.44	24.50	26.90
恒顺醋业	600305.SH	CNY	20.03	2021/03/30	买入	21.00	0.35	0.41	57.23	48.85	95.66	110.99	13.60	14.40
天味食品	603317.SH	CNY	28.45	2020/10/23	买入	79.00	1.13	1.56	25.18	18.24	33.47	23.63	24.40	26.00
千禾味业	603027.SH	CNY	28.26	2020/10/30	买入	44.00	0.62	0.83	45.58	34.05	41.88	32.07	22.30	26.20
伊利股份	600887.SH	CNY	38.26	2021/04/29	买入	51.00	1.44	1.68	26.57	22.77	18.80	15.15	25.90	27.20
双汇发展	000895.SZ	CNY	34.09	2021/03/31	买入	49.00	1.97	2.25	17.30	15.15	12.61	11.21	26.40	28.10
三全食品	002216.SZ	CNY	16.44	2021/04/22	买入	26.64	0.74	0.88	22.22	18.68	22.10	19.19	17.00	17.60
安井食品	603345.SH	CNY	230.62	2021/05/25	买入	287.28	3.42	4.32	67.43	53.38	46.05	37.58	18.70	20.30
绝味食品	603517.SH	CNY	77.42	2021/04/27	买入	99.16	1.48	1.91	52.31	40.53	34.76	27.36	16.40	18.80
桃李面包	603866.SH	CNY	33.54	2021/04/27	买入	57.62	1.34	1.69	25.03	19.85	24.91	19.89	17.60	20.80
洽洽食品	002557.SZ	CNY	46.88	2021/04/22	买入	65.80	1.88	2.20	24.94	21.31	21.51	18.09	20.70	21.90
安琪酵母	600298.SH	CNY	56.66	2021/04/15	买入	71.44	1.88	2.19	30.14	25.87	19.26	17.20	22.40	22.30
中国飞鹤	06186.HK	HK	19.4	2021/03/20	买入	26.28	0.85	1.00	22.82	19.40	15.97	13.90	33.75	32.20
青岛啤酒	600600.SH	CNY	107.58	2021/04/25	买入	108.00	2.16	2.59	49.81	41.54	36.16	30.41	13.10	14.40
重庆啤酒	600132.SH	CNY	171.97	2021/04/30	买入	157.20	2.62	3.42	65.64	50.28	27.40	21.60	93.70	70.10
华润啤酒	00291.HK	HK	71.3	2021/03/24	买入	63.28	1.13	1.37	63.10	52.04	38.85	32.06	15.10	15.60

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、经济复苏拉动食品饮料终端需求恢复	7
二、第四轮白酒牛市延续，2021 年次高端白酒业绩有望加速增长	8
（一）消费升级驱动下，第四轮白酒牛市延续	8
（二）高端酒格局最优，长期来看受益消费升级和集中度提升收入业绩将保持稳健增长	10
（三）2021 年是第四轮白酒牛市的第三年，次高端白酒业绩有望加速增长	11
（四）地产酒次高端业绩释放节奏预计会略滞后于全国性次高端，应当提前关注其产品升级步伐	13
三、食品持续稳健增长，继续看好重啤、百润、青啤和安井	14
（一）啤酒行业加速高端化进程，预计未来 5 年进入利润加速释放期	14
（二）供应链变革是未来 5 年高成长赛道	19
（三）预计未来五年预调酒行业收入迎来新一轮健康的较快增长	24
（四）调味品未来 5 年有望复合增长 10% 左右，21Q3 行业需求有望环比改善	25
（五）原奶上涨周期，乳制品龙头盈利能力有望提升	29
（六）软饮料：瓶装水增长迅速，茶饮料和果汁平稳增长	32
（七）其他食品景气度稳定，龙头优势明显	36
四、重点公司推荐	39
（一）白酒：高端白酒较为稳健，次高端白酒 2021 年业绩有望加速增长	39
（二）食品：重点推荐业绩稳定的龙头	44
五、风险提示	54

图表索引

图 1: 美国: 消费占 GDP 比重从 1967 年的 58.92% 提升至 2020 年的 67.56% ..7	7
图 2: 中国: 消费占 GDP 比重从 2010 年的 35.56% 提升至 2020 年的 37.38%, 未来有望持续提升	7
图 3: 预计 2021 年经济改善	8
图 4: 预计 2021 年 PPI 增速上行	8
图 5: 从股价上来看, 白酒板块自 2000 年以来经历完整 3 轮牛市, 预计第四轮牛市有望延续	9
图 6: 白酒行业高端、次高端近几年的增速远超行业增速	10
图 7: 近些年中小酒企逐渐退出市场	10
图 8: 2020 年酱香型白酒销售额达 1550 亿元, 同比增长 27%, 远超行业增速	10
图 9: 21 年第一季度茅台、五粮液、泸州老窖收入同比增长 10.93%、20.19%、40.85%	11
图 10: 21 年第一季度茅台、五粮液、泸州老窖业绩同比增长 6.57%、14.67%、26.92%	11
图 11: 21 年第一季度度茅台、五粮液、泸州老窖合同负债同比下降 59.91%、2.00%、29.58%	11
图 12: 21 年第一季度度茅台、五粮液、泸州老窖经营性净现金流同比增长 -164.47%、558.11%、514.20%	11
图 13: 自 2004 年开始白酒行业经历 4 轮牛市	12
图 14: 茅五泸批价走势决定了次高端的发展阶段和业绩释放节奏 (元/瓶)	12
图 15: 茅台批价已经超过 3000, 五粮液国窖 21 年也有望突破千元价格带	13
图 16: 五粮液终端零售价逼近 1200 元, 批价有望破千	13
图 17: 水井坊、舍得和酒鬼酒于 2017 年营收率先加速增长, 古井贡酒、今世缘和洋河于 2018 年开始显现	14
图 18: 2001-2020 年啤酒产量复合增长 2.12%, 其中 2013-2020 年复合增长 -5.27%	15
图 19: 2001-2020 年啤酒行业均价复合增长 3.59%, 其中 2013-2020 年复合增长 3.80%	15
图 20: 2020 年我国啤酒行业销量 CR5 为 73.0%	16
图 21: 2020 年中国啤酒行业 CR5 为 73.0%, 较美日仍有提升空间	16
图 22: 2020 年中国 80% 以上省份市场格局已定, 聚焦优势市场成为未来啤酒企发展的主旋律	17
图 23: 进口大麦价格波动导致啤酒提价	18
图 24: 纸箱价格上涨导致啤酒提价	18
图 25: 我国啤酒罐装化率低于全球平均水平, 未来仍有很大可提升空间 (2019 年)	19
图 26: 我国罐装逐渐提升, 2004-2019 年罐装化率提升约 14%	19
图 27: 20 年我国餐饮行业收入 3.95 万亿, 10-19 年 CAGR 11.43%	20
图 28: 我国餐饮业原材料进货成本占比 41.31% (2018 年)	20

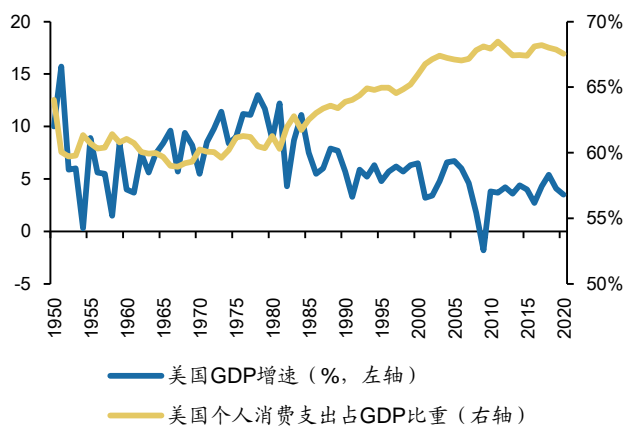
图 29: 80 年代日本速冻调理食品、畜产食品、调味品高增长	20
图 30: 1949 年以来美国速冻产品产量快速增长	20
图 31: 20 年我国速冻食品收入达 1458 亿元, 14-19 年 CAGR9.60%	21
图 32: 19 年我国速冻食品行业 CR3 为 12.92%	21
图 33: 2010-2020 年复合调味料收入复合增长 15.43%	22
图 34: 20 年复合调味料行业 (鸡精以外品类) CR3 为 13.02%	22
图 35: 速冻食品和复合调味料行业家庭和餐饮渠道收入占比 6.3: 3.7/5: 5	22
图 36: 2020 年预制菜规模达 300 亿元, 五年复合增速为 94%	23
图 37: 2014-2020 年我国烘焙规模 CAGR8.7%	24
图 38: 2005-2019 年预调酒行业收入复合增长 14.32%	25
图 39: 日本预调酒人均消费量是中国的约 135 倍 (2019)	25
图 40: 调味品行业收入预计 4480 亿元 (2020E)	26
图 41: 调味品行业 40%需求源于餐饮渠道 (2018 年)	27
图 42: 黄豆价格 10 月份以来大幅上涨 (元/吨)	28
图 43: 瓦楞纸价格稳健 (元/吨)	28
图 44: 液奶行业收入 3415 亿元 (2020 年)	29
图 45: 近两年液体乳需求回暖	29
图 46: 中国婴幼儿配方奶粉销售额 (十亿元)	30
图 47: 中国婴幼儿配方奶粉销售量	30
图 48: 2020 年液奶 CR2=42.14%	31
图 49: 国产品牌占比提升	31
图 50: 2019 我国奶粉集中度 (单位: %)	31
图 51: 生鲜乳价格上升趋势明显	32
图 52: 2019 年软饮行业收入 9914 亿元	33
图 53: 2020 年人均瓶装水消费量 (升/人)	33
图 54: 2019 年我国包装水市场规模 2017 亿元	33
图 55: 2019 年包装水占比情况	33
图 56: 14-19 年茶饮行业收入复合增长 3.8% (亿元)	34
图 57: 14-19 年果汁行业收入复合增长 2.4% (亿元)	34
图 58: 2019 年软饮行业 CR5 为 30.9% (零售额口径)	34
图 59: 2019 年软饮各细分行业 CR3/CR5	34
图 60: 2019 年包装水行业 CR3 为 41.4%	35
图 61: 2019 年果汁行业 CR3 为 20.1%	35
图 62: 2020 年能量饮料行业收入 448 亿元, 06-20 年复合增长 23.95% (百万元)	36
图 63: 2020 年能量饮料销量 22 亿升, 06-20 年复合增长 23.76% (百万升)	36
图 64: 2020 年能量饮料均价 20.3 元/升, 06-20 年复合增长 0.15% (元/升)	36
图 65: 能量饮料行业 CR5 为 88.4% (销售额)	36
图 66: 12-19 年休闲卤制品市场规模 CAGR 为 18.6%	37
图 67: 20 年休闲卤制品行业 CR3 仅 15.1%	37
图 68: 19 年我国短保面包行业收入 162.2 亿, 14-19 年 CAGR 为 15.3%	38
图 69: 19 年短保面包行业桃李市占率 37%, 远超二三名之和	38
图 70: 19 年我国酵母行业产量 39.4 万吨, 12-19 年 CAGR5.0%	38

图 71: 中国酵母产能 CR3 为 81%, 安琪市占率 55%, 排名第一 (2020 年) ..	38
图 72: 休闲食品行业整体进入成熟期	39
图 73: 我国休闲食品人均消费远不及美英日韩 (美元)	39
表 1: 21-31 年啤酒行业收入复合增速相对销量和均价复合增速的敏感性分析 ..	15
表 2: 近十年我国啤酒行业共经历 3 轮提价潮, 提价主要为覆盖成本上涨	18
表 3: 目前我国经济发展所处阶段与日本 80 年代初类似, 预制菜行业有望延续高景气度	23
表 4: 调味料行业产品差异化明显且生命周期长, 一超多强格局稳定	26
表 5: 调味品提价梳理	28
表 6: 乳制品各子行业对比: 奶酪、巴氏奶景气度相对较高 (单位: 亿元)	29

一、经济复苏拉动食品饮料终端需求恢复

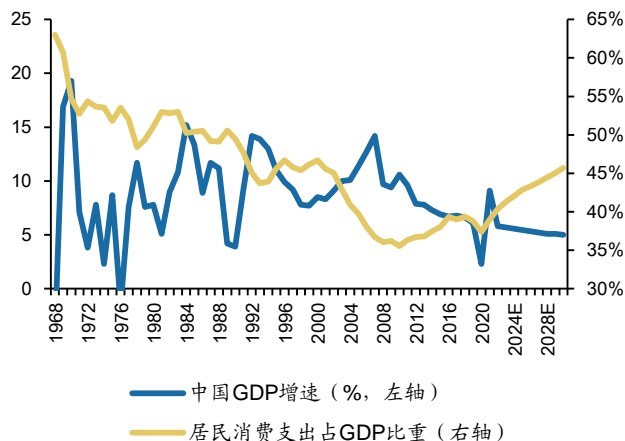
优质企业稀缺性持续加强，消费龙头有望演绎长期牛市。对比美国消费占GDP比重数据，1960s以来消费成为推动经济增长的主要驱动力，消费占GDP比重持续提升，从1967年的58.92%提升至2020年的67.56%。2020年我国消费占GDP比重37.28%，较2010年低谷（占比35.56%）提升1.72PCT；但由于受2020年疫情的影响，同比2019年（38.79%）下降1.51PCT。借鉴美国经验，伴随第二产业向第三产业转移，消费代替投资成为经济增长主要驱动力；同时考虑现阶段随着疫情得到稳定的控制，预计中国消费占GDP比重将持续提升。另外，行业集中度提升趋势明显，推动龙头定价权和盈利能力持续提升，优质企业稀缺性持续加强。

图 1：美国：消费占GDP比重从1967年的58.92%提升至2020年的67.56%



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

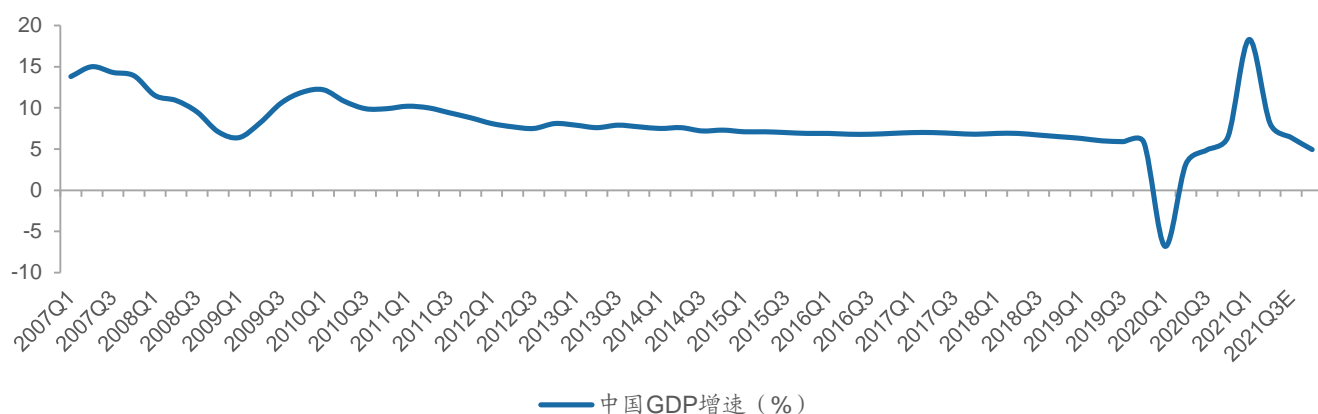
图 2：中国：消费占GDP比重从2010年的35.56%提升至2020年的37.38%，未来有望持续提升



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

在疫情得到有效控制之后，我国2021一季度GDP增速明显反弹（18.30%），创历史新高。我们预计2021年经济将明显改善，拉动食品饮料终端需求恢复。

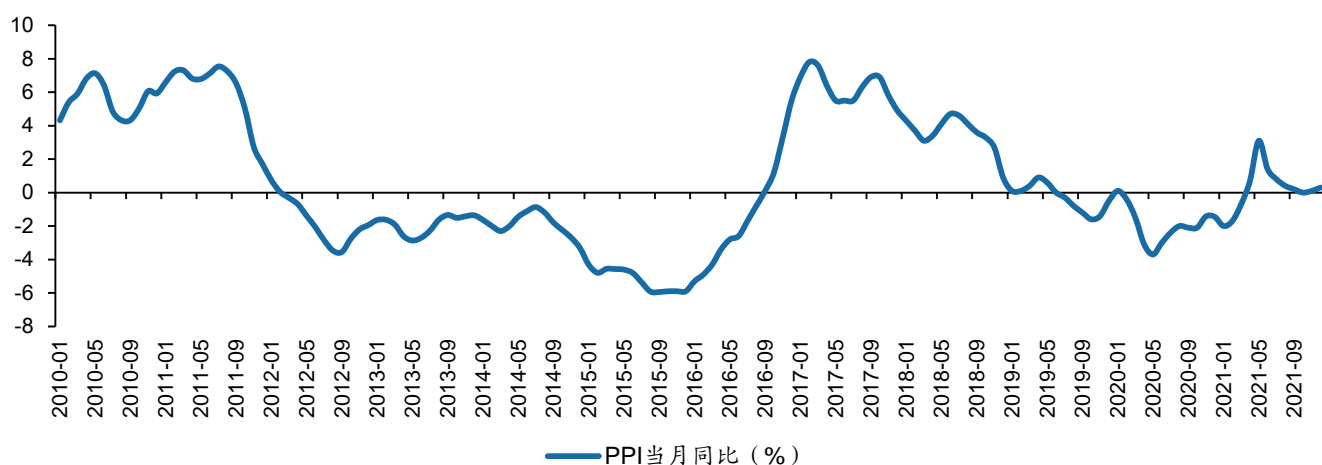
图 3：预计2021年经济改善



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 备注：预测值源于 wind

2021年原材料成本上涨压力较大，有望拉动食品饮料提价。根据wind预测，今年PPI增速上行，原材料成本上涨压力较大。我们预计白酒、调味品、乳制品、啤酒等企业有望迎来涨价潮。

图 4：预计2021年PPI增速上行



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 备注：预测值源于 wind

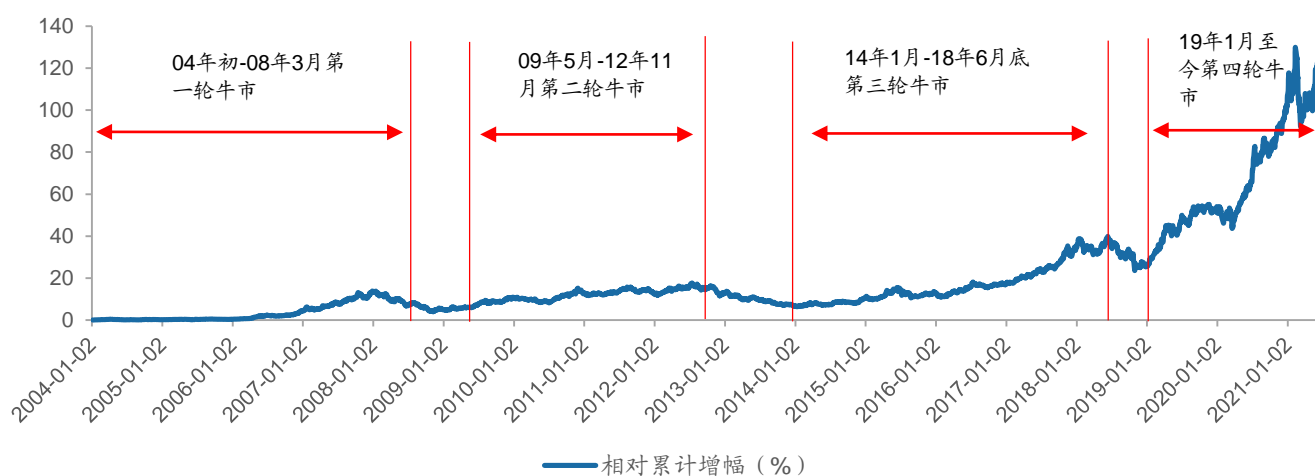
二、第四轮白酒牛市延续，2021 年次高端白酒业绩有望加速增长

（一）消费升级驱动下，第四轮白酒牛市延续

自15年起至今白酒行业经历过两次突发事件扰动均未影响行业向上趋势，本轮

消费升级驱动的牛市基础更加牢靠。自2004年白酒行业第一轮牛市启动后，白酒指数在中间曾出现过四次小回撤和一次大回撤，均是由于突发事件的扰动，四次小的回撤分别是受08年金融危机、18年底“贸易战”、20年初“新冠”疫情影响、21年初美债收益率上升叠加国内市场担忧流动性收紧，一次大回撤是受12年底“八项规定”和“塑化剂”事件的影响。2012年之前的两轮白酒牛市由中国高速发展的GDP或基建驱动，而2015年至今的两轮白酒牛市则由消费升级驱动，基础更加牢靠，虽然中间经历过18年底的“贸易战”、20年初的“新冠”疫情影响和21年初美债收益率上升，但均是小幅回撤，且历时较短（18年大约下跌半年，20年大约下跌仅一个季度，21年大约下跌一个月），我们认为未来只要不再次出现突发事件，白酒有望延续牛市趋势。

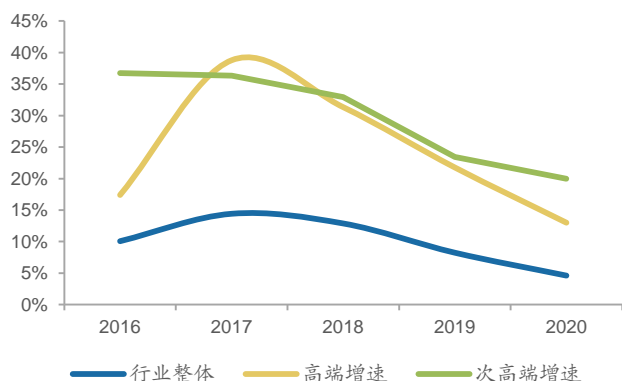
图 5：从股价上来看，白酒板块自2000年以来经历完整3轮牛市，预计第四轮牛市有望延续



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

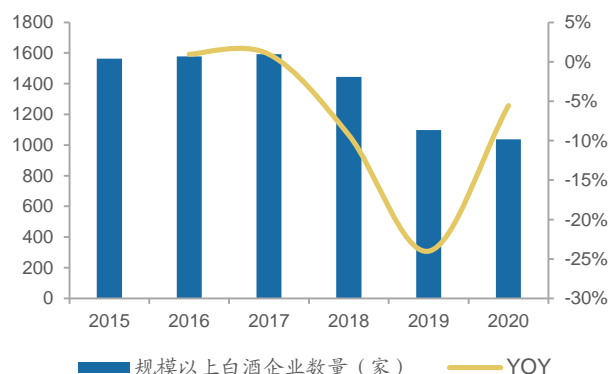
白酒行业进入成熟期、投资机会来自于结构性趋势，消费升级、集中度提升、酱香酒扩容是未来白酒行业三大趋势性机会。白酒行业逐渐进入10%以内增长，步入成熟期，我们认为未来行业中的结构性趋势会成为投资的主线，目前来看，未来的三大结构性趋势分别为消费升级、集中度提升、酱香扩容。因此，本轮白酒牛市与2012年之前的不同之处在于白酒股大概率不会呈现同涨同跌的走势，而是会出现结构性表现，投资要挑选最能符合三条主线的白酒股。

图 6：白酒行业高端、次高端近几年的增速远超行业增速



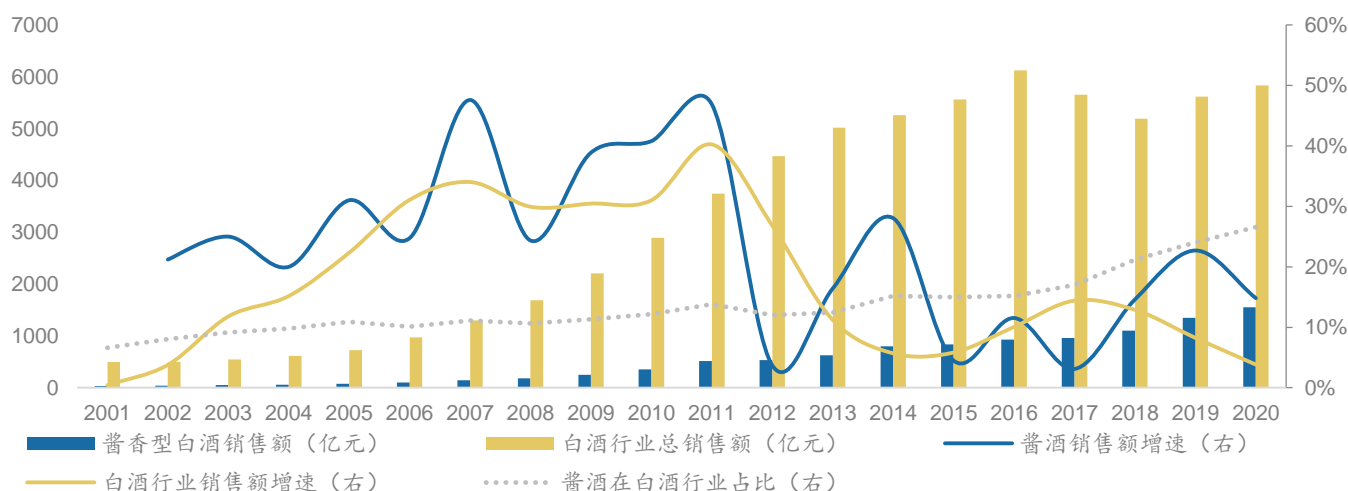
资料来源：wind，广发证券发展研究中心

图 7：近些年中小酒企逐渐退出市场



资料来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

图 8：2020年酱香型白酒销售额达1550亿元，同比增长27%，远超行业增速

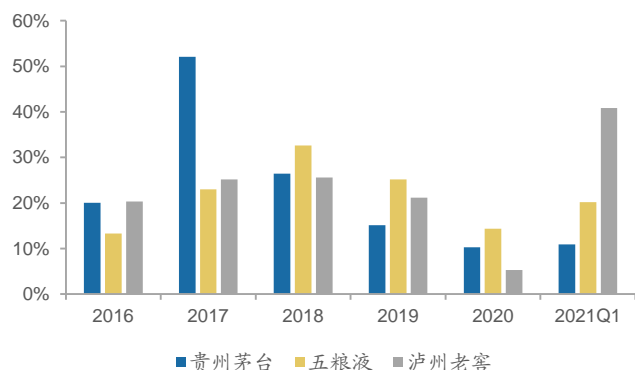


数据来源：智研咨询，权图工作室，广发证券发展研究中心

(二) 高端酒格局最优，长期来看受益消费升级和集中度提升收入业绩将保持稳健增长

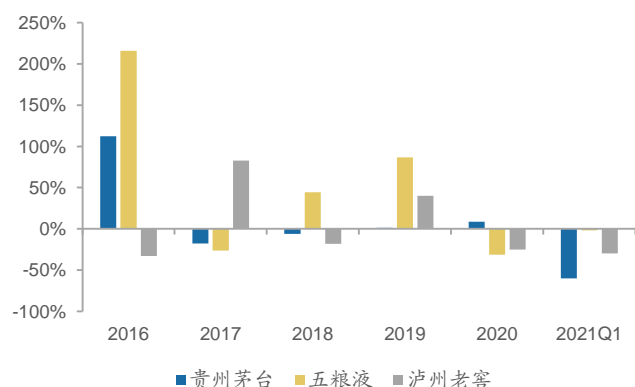
高端酒格局最优，21年第一季度三大高端龙头均实现较快增长。高端酒茅五泸2021年第一季度收入、业绩均实现增长，主要受益于20年受到疫情影响基数较低，以及吨价的提升。2021年茅台、五粮液、泸州老窖第一季度收入同比增长10.93%、20.19%、40.85%；归母净利润同比分别增长6.57%、14.67%、26.92%。从经营现金流净额指标来看，茅五泸第一季度的业绩同比增长均低于收入增长，主要原因是营业税金及附加率的提升。茅台、五粮液、泸州老窖2021年第一季度经营净现金流同比增长-164.47%、558.11%、514.20%；合同负债同比下降59.91%、2.00%、29.58%。高端酒板块继续推荐关注茅台、五粮液和泸州老窖。

图 9：21年第一季度茅台、五粮液、泸州老窖收入同比增长10.93%、20.19%、40.85%



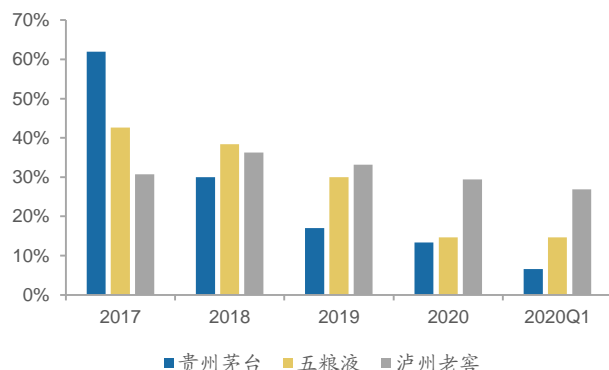
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 11：21年第一季度度茅台、五粮液、泸州老窖合同负债同比下降59.91%、2.00%、29.58%



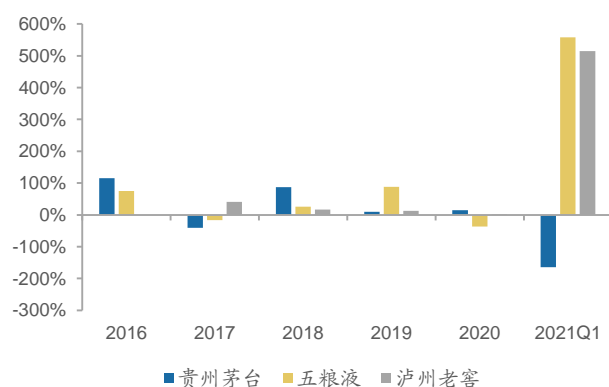
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 10：21年第一季度茅台、五粮液、泸州老窖业绩同比增长6.57%、14.67%、26.92%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 12：21年第一季度茅台、五粮液、泸州老窖经营性净现金流同比增长-164.47%、558.11%、514.20%

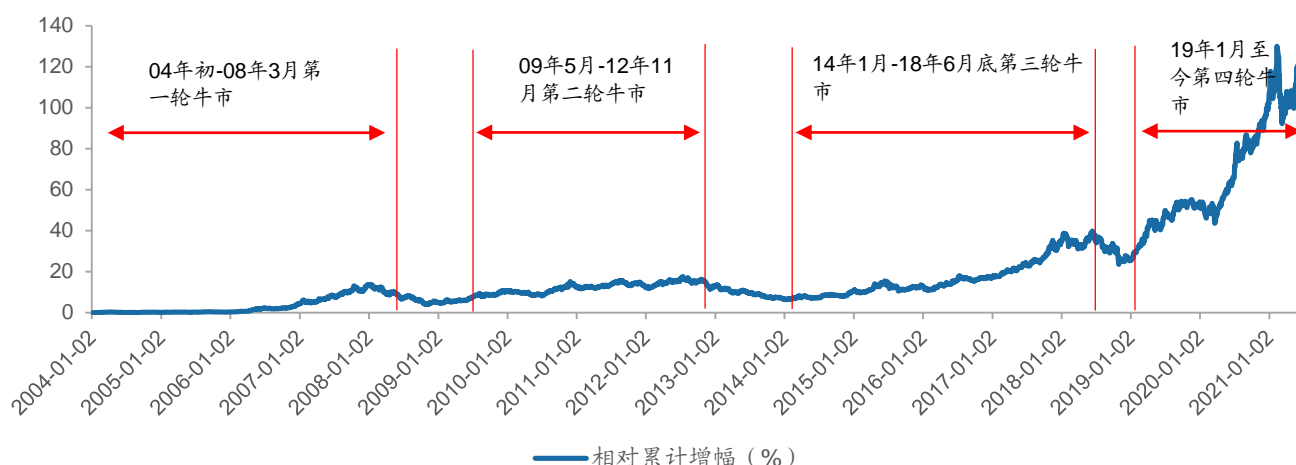


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）2021 年是第四轮白酒牛市的第三年，次高端白酒业绩有望加速增长

复盘 09-12 年、15-18 年两轮白酒牛市，我们发现牛市的第三年（第二轮牛市的 2011 年和第三轮牛市的 2017 年）往往是次高端业绩弹性最大的一年。第二轮白酒牛市中的 2011 年，次高端酒企业绩较 2010 年明显加速，其中汾酒/洋河/酒鬼/舍得业绩增速分别为 57.85%/82.39%/142.54%/155.25%；第三轮白酒牛市中的 2017 年，多数次高端酒企业绩实现了加速增长，其中水井/汾酒/酒鬼/舍得业绩增速分别为 49.24%/56.02%/62.18%/79.02%。

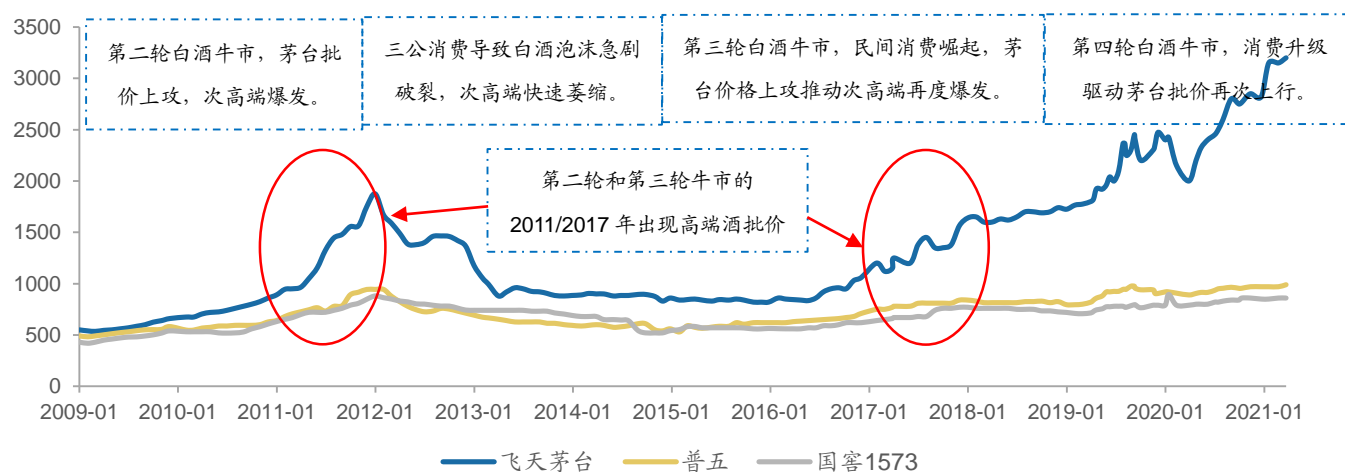
图 13: 自2004年开始白酒行业经历4轮牛市



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

次高端白酒 2011/2017 年业绩加速增长,主要是高端白酒提价后留出较大市场空间。之所以在每轮牛市运行两年后次高端出现业绩爆发主要是因为: 高端酒的批价走势决定了次高端的发展阶段, 高端白酒批价提升后留出较大市场空间, 进而决定了次高端的业绩释放节奏, 当行业开始上行后高端酒的批价上升到一定高度, 如第二轮和第三轮牛市的 2011 和 2017 年, 次高端白酒的产品性价比尤为凸显、迅速放量, 业绩弹性释放。

图 14: 茅五泸批价走势决定了次高端的发展阶段和业绩释放节奏 (元/瓶)

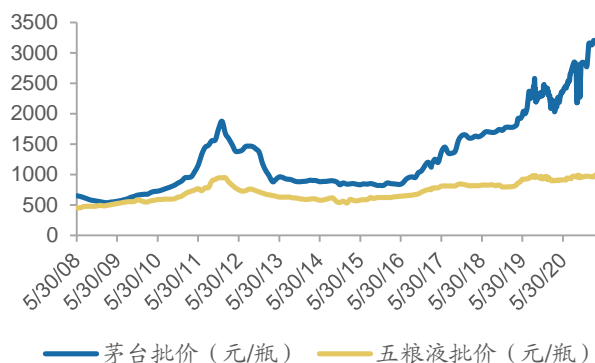


数据来源: 国酒财经, 广发证券发展研究中心

第四轮白酒牛市中的2021年次高端业绩有望加速增长。通过复盘过去十年, 我们预测第四轮白酒牛市中次高端将会出现两个重要趋势: (1) 第四轮牛市由消费升级驱动, 会持续更久远, 高端酒批价不断上行, 次高端将持续扩容。(2) 第四轮白酒牛市中2021年将是次高端业绩弹性充分释放的一年, 除了低基数效应之外, 更为重

要的原因是随着高端酒批价整体过千之后，次高端将在2021年迎来一次价位升级，500-600元产品开始放量推动次高端盈利能力提升，业绩弹性将充分释放。

图 15：茅台批价已经超过3000元，五粮液国窖21年也有望突破千元价格带



数据来源：国酒财经，广发证券发展研究中心

图 16：五粮液终端零售价逼近1200元，批价有望破千

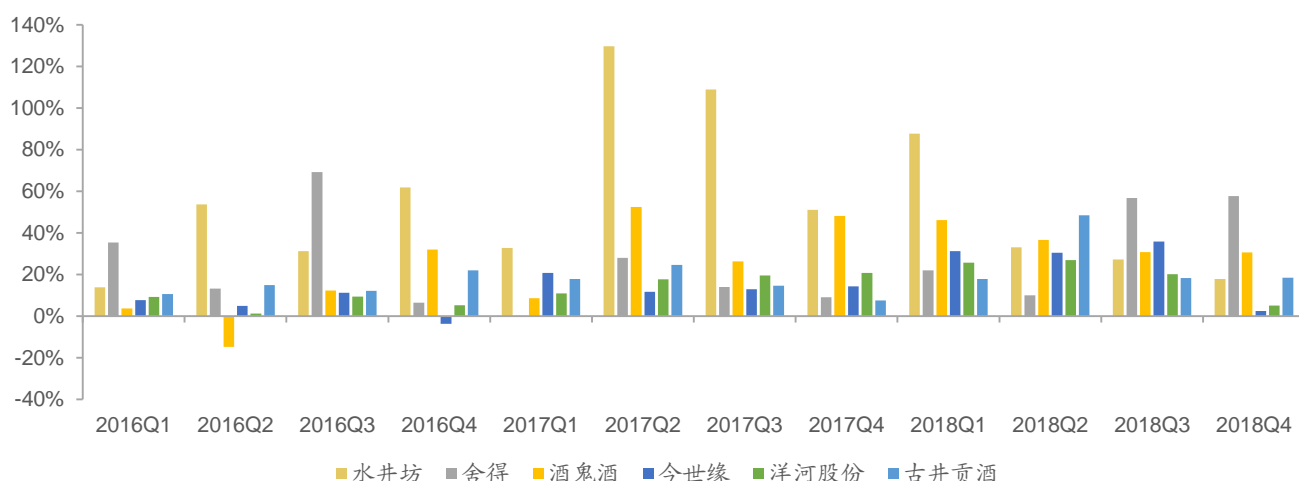


数据来源：京东商城，广发证券发展研究中心

（四）地产酒次高端业绩释放节奏预计会略滞后于全国性次高端，应当提前关注其产品升级步伐

全国性次高端和地产酒次高端各有优劣将长期并存，但业绩释放节奏略有不同。目前次高端行业逐渐形成了全国性品牌和地产酒区域品牌两大阵营。全国性品牌品牌高度更高，但每个市场扎根不牢；地产酒品牌在全国范围内品牌高度弱，仅在本地具有影响力，但深耕本地、具有地缘优势。因此，地产酒品牌和全国性品牌各有优劣势，将长期共存。由于全国性品牌次高端产品占比高，会最先受益于次高端行业红利，但由于地产酒是从下往上升级，升级产品占比的提升需要一个阶段，且前期需要费用的前置性投入，因此会滞后于全国性品牌受益行业红利。这点我们从上一轮牛市中可以得到借鉴，全国性品牌水井、舍得、酒鬼等均是2017年就明显受益次高端行业红利，率先业绩加速增长，而古井贡和今世缘以及洋河（洋河产品结构实际上更加类似地产酒品牌）直到2017年四季度以及2018年才开始受益。

图 17：水井坊、舍得和酒鬼酒于2017年营收率先加速增长，古井贡酒、今世缘和洋河于2018才开始显现



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

三、食品持续稳健增长，继续看好重啤、百润、青啤和安井

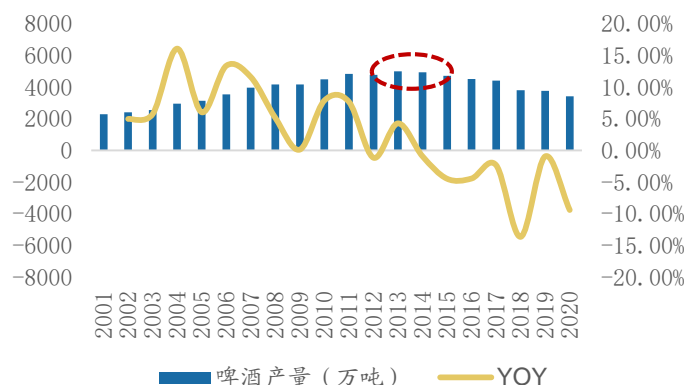
（一）啤酒行业加速高端化进程，预计未来 5 年进入利润加速释放期

1.行业增量空间有限，提价和产品升级推动未来10年收入CAGR4%+

随着主力消费人群数量降低以及健康诉求提升，预计未来10年我国啤酒行业销量CAGR为-1%左右。根据国家统计局和国内几家主要啤酒上市公司年报披露数据，20年我国啤酒产量为3411.11万吨，2013-2020年复合增长-5.27%，行业进入成熟期，销量增长陷入瓶颈。根据联合国的预测，2020-2030年中国25-44岁人口数量将从4.23下降至3.91亿人，25-44岁人口占总人口比例从29.40%下降至26.73%。我们判断长期中国啤酒消费量将呈下降趋势，但下滑幅度预计与日本相近，呈缓慢下降趋势，预计未来10年我国啤酒行业销量CAGR为-1%左右。

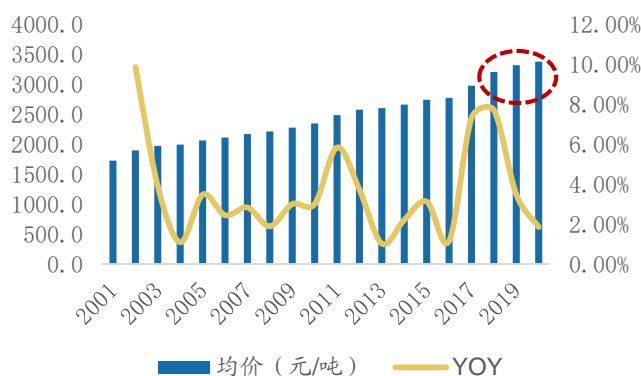
提价和产品结构升级有望推动未来10年啤酒行业均价CAGR5%左右。消费升级趋势下，啤酒企业各自对利润诉求提升，各厂商主推中高端产品，推动产品结构升级。此外，随着竞争趋缓，我们认为未来啤酒企业在基地市场直接提价将常态化，预计未来10年直接提价对于均价提升的贡献度有望上升。预计未来10年行业均价CAGR将与2017-2019年的5.57%接近，达到5%左右。结合我们对未来啤酒行业的量价判断，我们预计未来10年啤酒行业收入CAGR达4%+。

图 18: 2001-2020年啤酒产量复合增长2.12%，其中2013-2020年复合增长-5.27%



数据来源：国家统计局，公司年报，广发证券发展研究中心

图 19: 2001-2020年啤酒行业均价复合增长3.59%，其中2013-2020年复合增长3.80%



数据来源：国家统计局，公司年报，广发证券发展研究中心

表 1: 21-31年啤酒行业收入复合增速相对销量和均价复合增速的敏感性分析

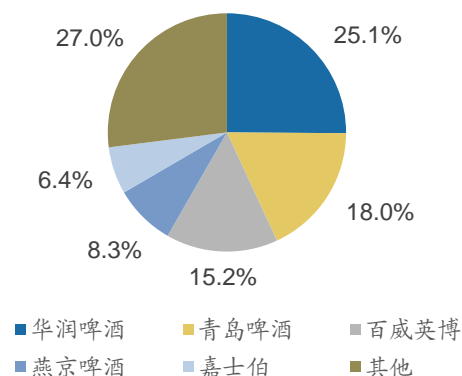
21-31 年啤酒行业收入复合增速		21-31 年啤酒行业销量复合增速					
		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%
21-31 年啤酒行业均价复合增速	3%	-0.1%	0.9%	2.0%	3.0%	4.0%	5.1%
	4%	0.9%	1.9%	3.0%	4.0%	5.0%	6.1%
	5%	1.9%	2.9%	4.0%	5.0%	6.1%	7.1%
	6%	2.8%	3.9%	4.9%	6.0%	7.1%	8.1%
	7%	3.8%	4.9%	5.9%	7.0%	8.1%	9.1%

数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

2.竞争趋缓、区域格局稳固，降费提价将常态化

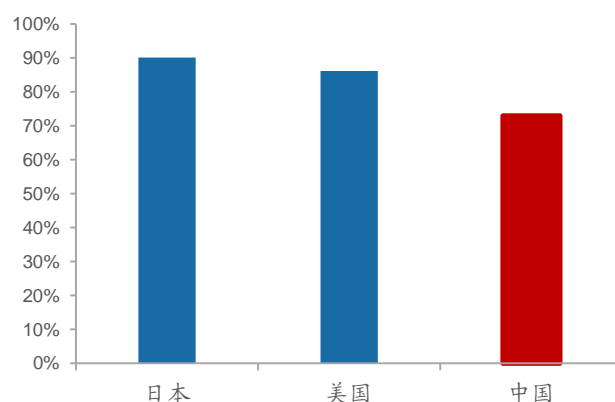
2020年我国啤酒行业CR5为73.0%，10年后有望提升至80%+。目前中国啤酒市场形成三大梯队：第一梯队为华润、青岛、百威、燕京和嘉士伯啤酒五大龙头，市占率分别为25.1%、18.0%、15.2%、8.3%、6.4%；第二梯队为金星啤酒和珠江啤酒等区域性啤酒企业；第三梯队为地方中小型啤酒企业。目前来看第一梯队的五大龙头已经明显胜出，我国啤酒行业CR5达73.0%，但对比美国的86.2%和日本的90.1%，集中度未来仍有一定提升空间。根据彭博数据，2009-2020年我国啤酒行业CR5从57.0%提升至73.0%，年均提升1.45pct，其中2016-2019年CR5略有下滑，中小品牌份额有所回升，我们认为主要由于2016年以来随着主要龙头企业精简低端产品，推动结构升级，以及聚焦基地市场，逐渐收缩费用，给予中小企业喘息的机会。长期来看，我们认为未来五大龙头将持续挤压中小品牌市场份额，主要由于：（1）未来10年行业销量CAGR为-1%左右，行业销量继续下滑，中小品牌经营收入压力大；（2）近几年龙头企业处于产品和渠道调整期，随着龙头调整完毕，中小企业压力将加大；（3）五大龙头将进一步聚焦优势市场，在龙头基地市场的中小品牌难以和龙头企业抗衡；（4）中小企业无力推进产品升级，难以顺应未来行业发展趋势。结合美日啤酒成熟市场的行业集中度水平，我们认为未来10年行业CR5仍将持续提升，但考虑到酒企之间的收并购已基本完成，因此提升幅度将慢于09-20年，按照每年提升0.8pct，预计10年后CR5将提升至80%+。

图 20: 2020年我国啤酒行业销量CR5为73.0%



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 21: 2020 年中国啤酒行业 CR5 为 73.0%，较美日仍有提升空间

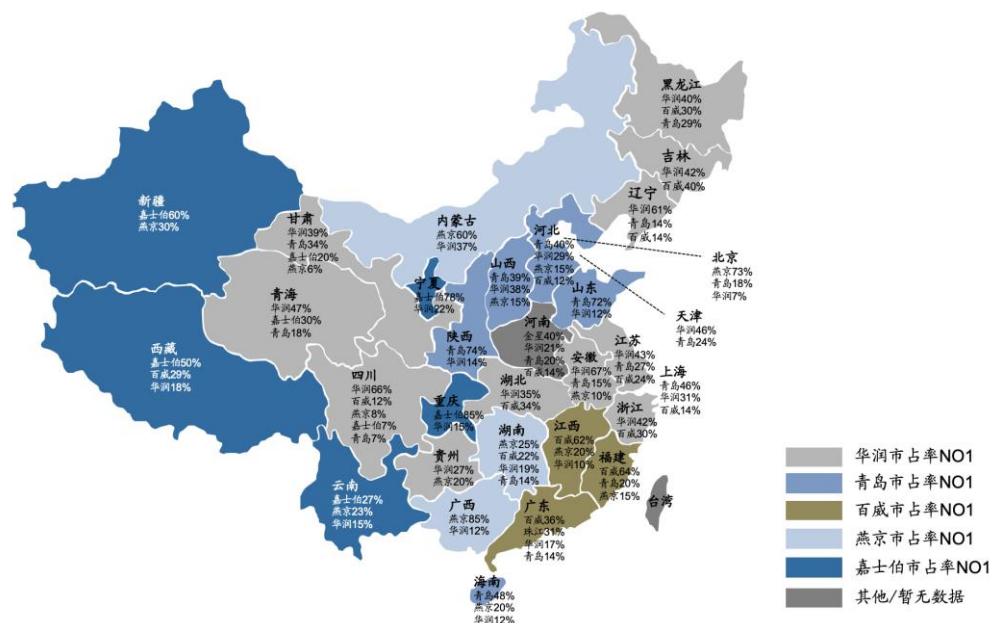


数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

80%以上省份市场格局已定，聚焦基地市场成为未来啤酒企业发展的主旋律。

2020 年中国啤酒市场有 80%以上的省份格局已定，出现明显的胜出者，其中华润啤酒拥有 12 个优势市场，分别为辽宁、四川、安徽、贵州、天津、黑龙江、吉林、浙江、湖北、青海、甘肃和江苏；青岛啤酒拥有 5 个优势市场，分别为山东、陕西、山西、海南和河北；嘉士伯同样拥有 5 个优势市场，分别为新疆、西藏、重庆、宁夏和云南；燕京啤酒 4 个优势市场，分别为北京、广西、湖南、内蒙古；百威英博 3 个优势市场，分别为江西、福建、广东。目前除了云南、湖南、广东、吉林和湖北等省份外，其他省份均已出现具有显著领先优势的龙头。

图 22：2020年中国80%以上省份市场格局已定，聚焦优势市场成为未来啤酒企业发展的主旋律



数据来源：CBNData，广发证券发展研究中心

3.各品牌加速高端化进程，啤酒行业进入利润加速释放期

预计未来5年啤酒行业量价齐升，景气度向好。根据中国酒业协会秘书长兼啤酒分会理事长何勇所披露的啤酒行业“十四五”规划，预计2025年啤酒行业利润有望达300亿元，较“十三五”末增长100.0%，年均递增14.9%，预计利润增速优于产销量，行业有望进入利润加速释放期。

销量方面，根据国家统计局，截至2021年4月我国啤酒产量达1140.9万千升，较去年同期增长33.07%。此外，去年受新冠疫情影响，多项重大体育赛事由2020年延至2021年下半年，例如奥运会、欧洲杯等，2021年由体育小年变为体育大年，预计对啤酒销售有所推动。随着随餐饮、夜场等现饮渠道销售恢复，叠加体育赛事有望推动销量增长，低基数下2021年下半年啤酒行业销量有望加速增长。

价格方面，随着五大龙头企业在各自基地市场龙头地位稳固，行业竞争较之前已有所缓和。随着啤酒企业各自对利润诉求提升，未来啤酒企业直接提价将常态化。2021年上半年青岛啤酒、华润啤酒等龙头已开始对部分区域部分产品提价，下半年或对其他区域或产品进行提价。且考虑澳麦进口加税、玻璃等包装原材料成本上涨，参考过往08年、11年和18年的经验，成本大幅上涨或造成行业集体提价，啤酒行业或将迎来新一轮提价潮。

表 2：近十年我国啤酒行业共经历3轮提价潮，提价主要为覆盖成本上涨

提价时间	提价情况	提价原因
2008年	青岛、重庆、燕京、金星等啤酒企业提价5-10%	进口大麦、玻璃瓶和纸箱价格上涨
2011年	青岛、燕京、华润、百威、喜力、珠江等啤酒提价5-20%	大麦价格上涨
2018年	青岛、华润、燕京、百威、重庆等啤酒企业18年初提价	大麦、玻璃瓶和纸箱价格上涨

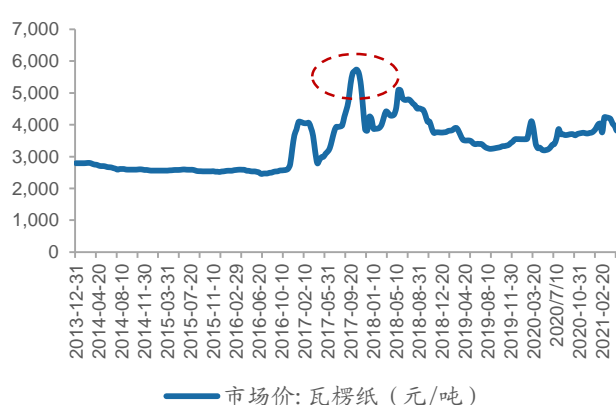
数据来源：糖酒快讯，中国啤酒网，广发证券发展研究中心

图 23：进口大麦价格波动导致啤酒提价



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

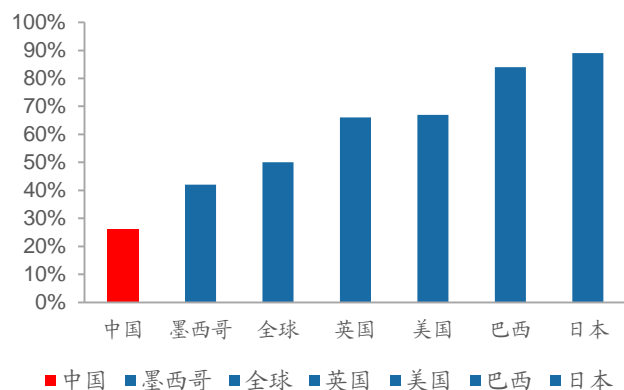
图 24：纸箱价格上涨导致啤酒提价



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

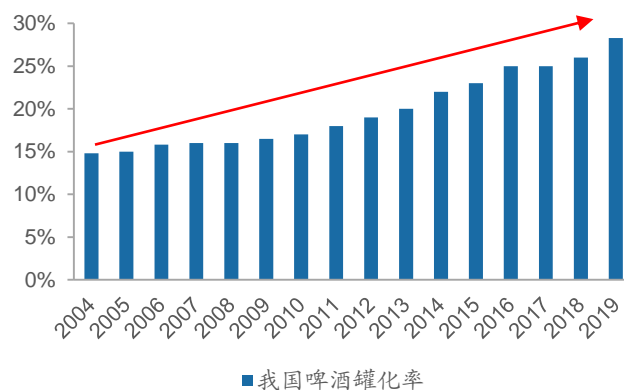
各品牌加速高端化进程叠加罐化率提升，行业有望进入利润加速释放期。我们认为啤酒行业有望进入利润加速释放期，主要因：（1）**各品牌加速高端化进程。**在2020年11月华润举办的渠道大会上，董事长侯孝海在演讲中表示啤酒的高质量化将成为主要趋势，20-22年雪花将决战高端，通过与喜力的强强联合来缩小与主要竞争对手在高端上的差距，加速高端化进程。重庆啤酒预计也将于2020年年底完成与嘉士伯的资产注入相关事宜，资产注入后，重啤在高端酒市场可充分发挥协同效应，有望形成更具有竞争力的产品组合、更优的产能布局和分销网络能力。青岛啤酒近年来通过产品结构升级实现高档啤酒快速发展，青啤高档酒收入增速优于公司整体增速。我们预计随龙头华润啤酒“决战高端、质量发展”，各品牌或将加速品牌高端化进程，推动公司盈利能力提升。（2）**罐化率提升。**我国啤酒罐化率不到30%，低于全球啤酒罐化率50%，且远低于美日啤酒罐化率水平67%、89%，未来发展潜力巨大。据渠道调研，同档次吨价收入的听装酒约是瓶装酒的1.2-1.3倍，利润是瓶装酒的1.5-2.0倍。疫情使得各啤酒品牌加速罐装产品非现饮渠道的发展，我们预计未来随行业罐化率提升，盈利能力有望持续提升。（3）**关厂增效。**随区域竞争格局稳定，龙头企业纷纷关闭规模小、成本高的工厂，从扩大规模转向优化产能。随各酒企关厂提升产能利用率和减少资本支出，净利率和ROE均有所回升。**综合来看，考虑提价叠加产品结构升级、关厂增效，降低费用等因素，龙头盈利能力有望持续提升，受益企业包括华润啤酒、重庆啤酒和青岛啤酒等。**

图 25: 我国啤酒罐装化率低于全球平均水平, 未来仍有很大可提升空间 (2019年)



数据来源: Wind, 彭博, 广发证券发展研究中心

图 26: 我国罐装逐渐提升, 2004-2019 年罐装化率提升约 14%



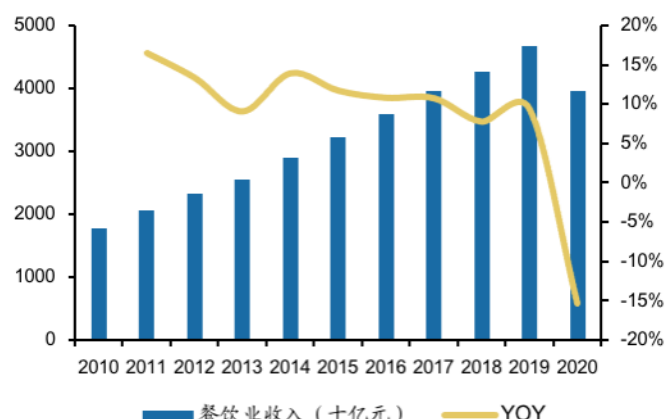
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 供应链变革是未来 5 年高成长赛道

20年我国餐饮食材规模1.63万亿元, 餐饮连锁化推动万亿餐饮供应链变革, 餐饮半成品成长空间打开, 报表端潜在市场空间1.25万亿元 (考虑渠道加价率30%, 餐饮食材规模1.63万亿元即对应餐饮半成品报表端潜在市场空间1.25万亿元)。外出就餐增加推动餐饮需求端发展: 根据国家统计局, 2020年我国餐饮行业收入3.95万亿元, 10-20年CAGR8.41%。我国餐饮食材成本占比餐饮业营收41.31%, 对应20年收入1.63万亿元。外出就餐增加有望推动未来5年餐饮食材规模CAGR5-10%, 推动餐饮企业标准化和规模化发展。

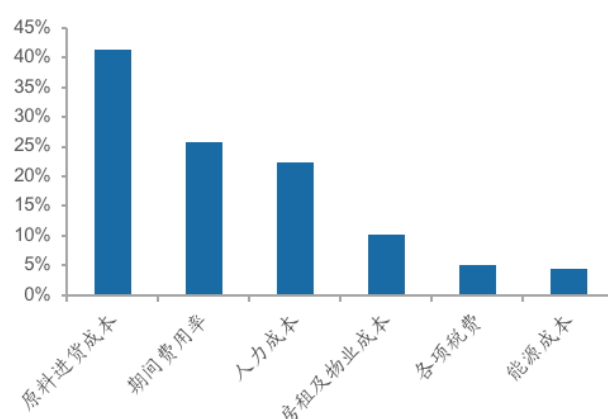
连锁化率提升推动餐饮供给端变革, 餐饮半成品报表端潜在市场空间1.48万亿元。17年以来餐饮连锁化率和运营成本提升、外卖和单品餐饮店崛起等因素倒逼餐饮供应链变革, 餐饮半成品满足餐饮店降本增效和标准化需求, 行业空间有望打开。在美国日本餐饮连锁化率迅速提升期, 餐饮半成品快速增长。借鉴美日经验, 我国餐饮半成品有望受益餐饮供应链变革, 考虑渠道加价率30%, 餐饮食材规模1.63万亿元可对应餐饮半成品报表端潜在市场空间1.25万亿元。考虑餐饮连锁化率提升, 有望推动未来5年餐饮半成品收入CAGR10%+, 考虑单体餐饮店渗透率提升, 行业增速将更快。

图 27：20年我国餐饮行业收入3.95万亿，10-19年CAGR11.43%



数据来源：wind，国家统计局，广发证券发展研究中心

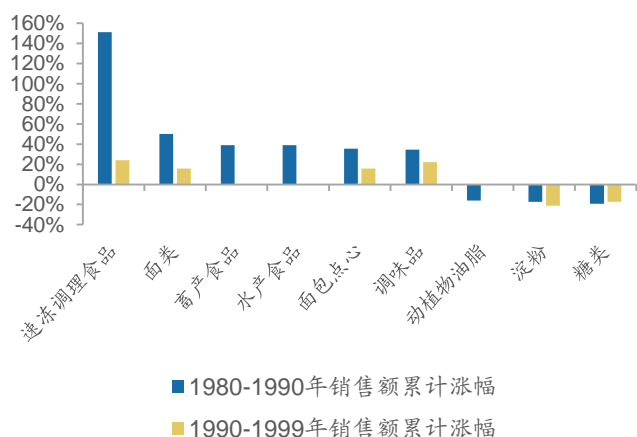
图 28：我国餐饮业原材料进货成本占比41.31%（2018年）



数据来源：中国饭店协会，Frost&Sullivan，广发证券发展研究中心

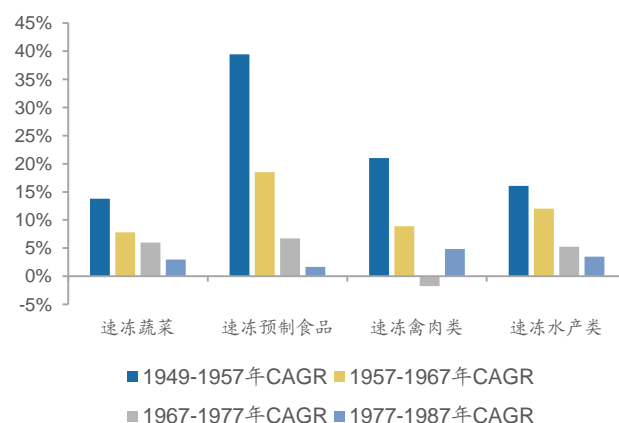
借鉴美日餐饮半成品发展经验，我国速冻食品和复合调味料将最受益餐饮供应链变革。1980年代日本餐饮连锁化率提升、房租和人工成本大幅提升等因素推动速冻食品和调味品快速发展——日本餐饮业快速发展、连锁化率提升、房租人工成本提升以及餐饮连锁化率提升等因素推动餐饮半成品快速发展，1980-1990年日本速冻调理制品、面类、畜产食品、水产食品、调味品等餐饮半成本销售额增速分别达151%、50%、39%、39%、35%，而动植物油脂、淀粉、糖类等素材类食品销售额处于下滑阶段。1950年代美国连锁快餐行业快速发展，推动速冻食品快速发展——根据《国际速冻食品杂志》，1949-1957年美国速冻蔬菜、调理制品、禽肉类和水产类食品产量复合增速分别为13.8%、39.4%、21.0%、16.0%，1957-1967年依然分别维持7.8%、18.5%、8.9%、12.0%。

图 29：80年代日本速冻调理食品、畜产食品、调味品高速增长



数据来源：农林金融，广发证券发展研究中心

图 30：1949年以来美国速冻产品产量快速增长



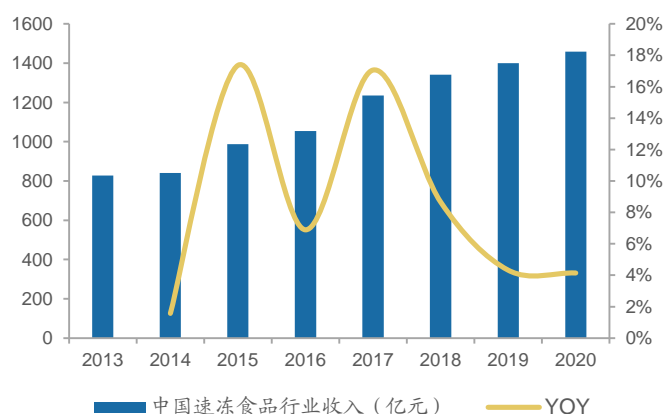
数据来源：《国际速冻食品杂志》，广发证券发展研究中心
注：作者郭予信

2020年我国速冻食品收入1458亿元，预计未来5年收入CAGR维持10%左右。

我国速冻食品行业处于成长期，根据前瞻产业研究院数据，20年我国速冻食品行业收入为1458亿元，14-19年CAGR达9.6%。2019年我国速冻食品人均消费量为9.0kg/人，和日本（23.4kg/人）、欧盟（35.0kg/人）、美国（60.0kg/人）相比，人均消费量有较大提升空间。分行业来看，速冻米面行业已进入成熟期，14-19年收入CAGR约6.5%；速冻火锅料行业仍处于成长期，14-19年收入CAGR约10.8%；速冻菜肴行业仍处于导入期，15-20年收入CAGR93.92%，未来增长空间大。

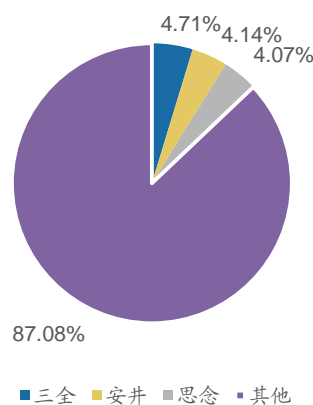
19年速冻食品CR3=11.8%，低于日本（CR3=59%）；三全、安井、思念市占率分别为4.71%、4.14%和4.07%，低于日本的丸羽日朗\日冷（市占率20%+）。对标日本，我国速冻食品龙头市占率仍有较大提升空间，安井食品/三全食品是火锅料/速冻米面龙头，最受益。

图 31：20年我国速冻食品收入达1458亿元，14-19年CAGR9.60%



数据来源：农林金融，广发证券发展研究中心

图 32：19年我国速冻食品行业CR3为12.92%

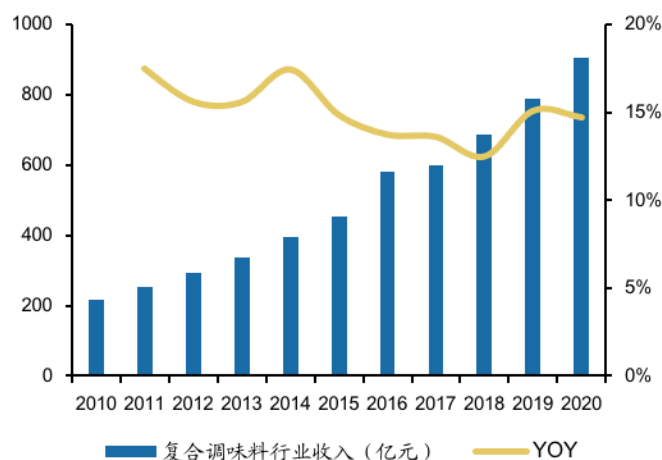


数据来源：前瞻产业研究院，公司年报，广发证券发展研究中心

复合调味料行业20年收入904亿（报表口径），未来5年有望复合增长15%+。根据Frost & Sullivan，复合调味料19年报表收入903.64元，10-20年复合增速15.43%，预计未来5年复合增长15%+。复合调味料可细分为火锅底料、中式复合调味料、鸡精等五大品类，火锅底料\中式复合调味料是最好赛道——根据Frost & Sullivan，火锅底料、中式复合调味料19年报表收入135.21/127.88亿元，预计未来5年复合增长20%。

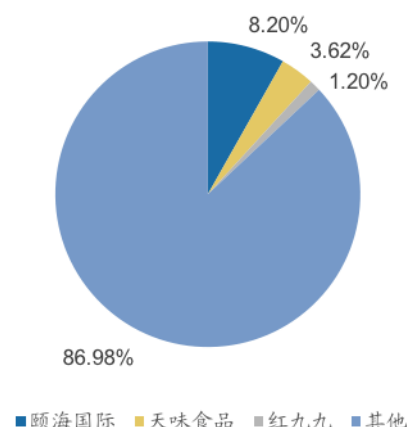
根据Frost & Sullivan和wind数据测算，2020年行业CR3达13.02%，其中颐海市占率8.20%，天味和红九九市占率3.62%、1.20%。对比日本复合调味料行业CR2达57%（龙头味之素和龟甲万市占率达36%和21%），我国复合调味料集中度提升空间大，预计颐海国际\天味食品\日辰股份（聚焦B端定制化业务）最受益。

图 33: 2010-2020年复合调味料收入复合增长15.43%



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

图 34: 20年复合调味料行业（鸡精以外品类）CR3为 13.02%

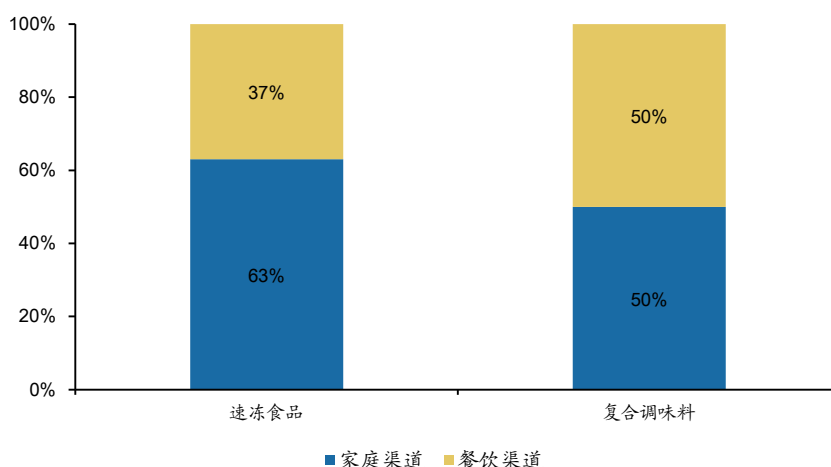


数据来源: Frost&Sullivan, wind, 广发证券发展研究中心

疫情加速速冻食品和复合调味料在家庭渠道的渗透率提升。2021年受益于餐饮复苏，速冻食品和复合调味料行业有望维持高增长。根据中国食协冷冻冷藏食品专业委员会和Frost&Sullivan，18年我国速冻食品和复合调味料行业家庭和餐饮渠道收入占比分别为6.3: 3.7/5: 5。疫情期间，消费者外出就餐减少，家庭就餐增多，显著加速速冻和复合调味料在家庭渠道的渗透率提升，推动行业长期发展。

预计2021年伴随餐饮恢复，消费者外出就餐增多，速冻食品和复合调味料家庭需求增速环比放缓、恢复正常增长；餐饮渠道逐步从低谷恢复，餐饮渠道增速将环比提升。即速冻和复合调味品料行业仍有望维持高增长。

图 35: 速冻食品和复合调味料行业家庭和餐饮渠道收入占比6.3: 3.7/5: 5



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

我国预制菜行业尚处于起步阶段，未来有望复制日本有望延续高景气度。冷冻预制菜行业在我国尚处于导入期，随着近几年冷链技术快速发展，预制菜行业配送障碍逐渐消除，自2015年之后，行业进入快速发展期。根据中国食协冷冻冷藏食品专业委员会的数据，2020年我国预制菜行业规模为300亿，2015-20复合增速为94%。对比日本预制菜行业发展趋势，现阶段中国的消费结构和发展阶段与日本20世纪80年代相似：（1）人口结构上呈现家庭规模缩小以及老龄化；（2）女性就业率高；（3）外卖用户基数大以及在饮食上追求便利化，但人均预制菜消费量仍然处于日本70年代初的水平。预计未来中国预制菜行业规模有望加速提升。

图 36：2020年预制菜规模达300亿元，五年复合增速为94%



数据来源：中国食协冷冻冷藏食品专业委员会、中国产业信息网，广发证券发展研究中心

注：数据为我们测算值

表 3：目前我国经济发展所处阶段与日本80年代初类似，预制菜行业有望延续高景气度

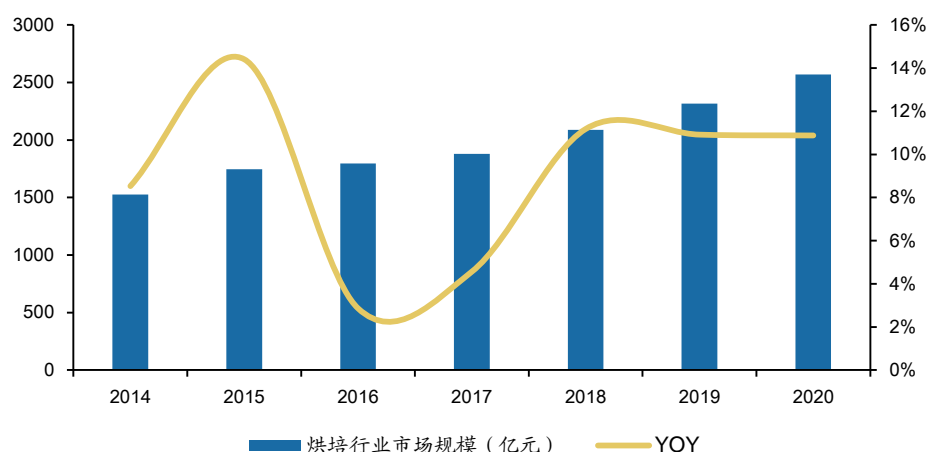
	人均 GDP	城镇化率	饮食外部化率	餐饮行业增速	连锁化率	房租成本	人工成本	预制菜
日本（80-90年代）	81年 达1万美元	60/80年 63%/76%	80-90年 33%提升至41%	CAGR 6.2%	80/90/18年 7%/10%/49%	商业地价指数 增长100%	增长40%	70-90年 CAGR 18% 19年人均消费量 13.4kg/人
中国	19年 达1万美元	18年为60%	10-16年 25%提升至33%	11-19年 CAGR 11.43%	18年 9.6%	17年以来增幅 达50%	13-18年 CAGR 7%	CAGR 94% 19年人均消费量 0.4kg/人

数据来源：中国食协冷冻冷藏食品专业委员会、中国产业信息网，广发证券发展研究中心 注：数据为我们测算值

冷冻烘焙有助于烘焙门店降本增效，目前我国渗透率约10%左右，远低于海外市场，行业增长空间广阔。根据中商产业研究院数据，我国烘焙行业2020年规模为2569亿，同比增长10.9%，剔除疫情影响，2014-2019年规模CAGR 8.7%。2020年我国冷冻烘焙行业规模为1002亿。冷冻烘焙有助于连锁烘焙门店降本增效，在烘焙门店品类多元化的趋势下，对制作难度复杂且同质化较严重的SKU采用冷冻烘焙产品

更为经济，且冷冻烘焙产品标准化生产更可保证产品稳定性。据渠道调研和立高招股书数据，冷冻烘焙产品在我国烘焙门店渗透率仅10%左右，而对比海外市场美日渗透率皆50%+，我国速冻烘焙行业渗透率可提升空间大，建议关注冷冻烘焙龙头立高食品。

图 37：2014-2020年我国烘焙规模CAGR8.7%



数据来源：中商产业研究院，广发证券发展研究中心

（三）预计未来五年预调酒行业收入迎来新一轮健康的较快增长

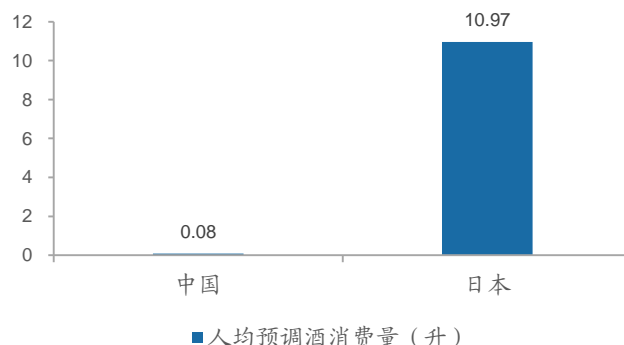
预计未来五年预调酒行业收入迎来新一轮健康的较快增长。根据彭博，19年预调酒行业收入48.09亿元，05-19年复合增长14.32%，其中销量复合增长16.02%，均价复合增长-1.46%。经历了16-18年的调整期后，随着市场外部环境的好转，渠道库存趋于正常，19年预调酒行业收入重新恢复正增长，增速达24.32%。我们认为目前中国预调酒发展阶段对应日本90年代中期，主要由于（1）预调酒消费占总体酒类消费比例相近，仍处于品类培育期，（2）女性初婚初育年龄相似，社交需求增加带动预调酒销量增长。因此，借鉴日本预调酒消费现状，预计中国预调酒消费未来仍有较大扩容空间，考虑到1993-2000年日本预调酒销量复合增长22.12%，预计未来五年中国预调酒销量也将迎来较快增长。

图 38：2005-2019 年预调酒行业收入复合增长 14.32%



资料来源：彭博，广发证券发展研究中心

图 39：日本预调酒人均消费量是中国的约 135 倍（2019 年）



资料来源：Wind，彭博，三得利集团官网，广发证券发展研究中心

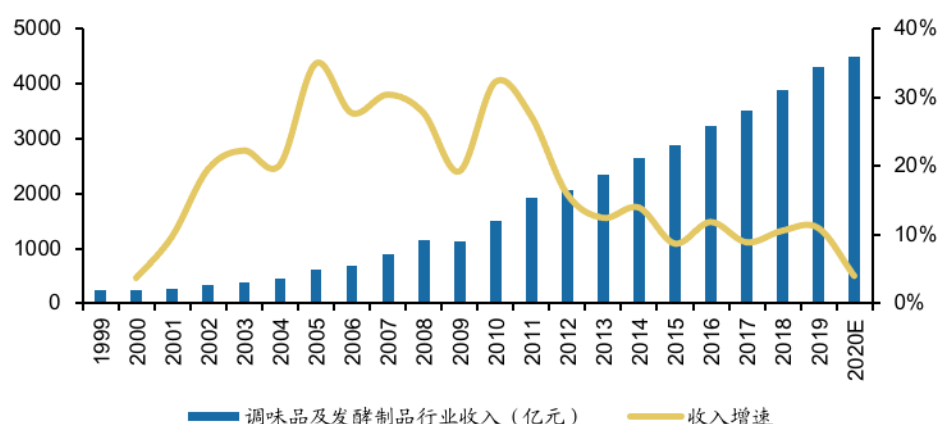
（四）调味品未来 5 年有望复合增长 10% 左右，21Q3 行业需求有望环比改善

调味品行业量价齐升，未来 5 年复合增速有望维持在 10% 左右。根据 wind、中商产业研究院数据，2020 年调味品行业收入 4479.76 亿元，为食品饮料第二大子行业（根据国家统计局数据，20 年白酒收入 5836 亿），我们预计调味品行业有望维持高景气度，未来 5 年收入有望维持 10% 左右复合增长。调味品行业目标消费群体为全国 14 亿人口，消费基本盘稳定。2010-2020 年复合增长 11.52%，我们预计未来 5 年收入有望维持 10% 左右复合增长。我国总人口 14.00 亿，明显高于美国的 3.29 亿和日本 1.26 亿，调味料行业空间将远超美国和日本。根据颐海国际引用的 Frost&Sullivan 数据，我国目前人均消费额 295 元/人/年（终端价口径），相较美国日本 1107/1182 元/人/年仍有翻倍以上空间。

量：调味料产品刚需属性强，全国 14 亿人口为行业消费基本盘，我们预计未来 5 年调味料销量有望稳定增长。（1）大众餐饮持续稳增长。根据前瞻经济学人，餐饮渠道每千克食物调味品摄入量 of 家庭渠道的 1.57 倍。受益于外卖形式发展，未来大众餐饮有望持续稳增长，推动调味品销量增长。（2）家庭烹饪精细化趋势明显。相较之前家庭油盐酱醋各一瓶的现象，目前家庭调味品种类增多，如酱油按功能裂变为老抽、生抽，蚝油、料酒等逐渐走进家庭厨房。

价：调味料产品感性消费属性强，能够实现差异化定价。居民收入提升推动调味料行业需求升级，推动均价持续提升——如酱油目前正往高端鲜味酱油、功能性酱油升级，推动行业均价提升；成本压力提升推动行业龙头主动提价，无法跟随提价的小企业受制于成本压力逐渐退出行业，行业均价提升。

图 40: 调味品行业收入预计4480亿元 (2020E)



数据来源: wind, 前瞻经济学人, 中商产业研究院, 广发证券发展研究中心 备注: 19 年数据源于 wind 和中商产业研究院预测

(1) 调味品拥有高成长子行业, 景气度高, 如复合调味料、蚝油、料酒, 预计未来5年其收入均能维持15%左右复合增速。参与企业均有望受益于行业高增长, 质地较好的龙头公司最受益。(2) 成熟子行业如酱油、醋等看点主要源于集中度提升空间大——酱油行业格局一超多强, 龙头海天和中炬竞争优势明显, 未来最有望受益于行业集中度提升; 醋行业龙头恒顺醋业市占率仅7%, 集中度提升空间大; 榨菜行业集中度正在迅速提升, 在竞争对手逐渐退出、让渡市场份额的背景下, 预计涪陵榨菜仍有望维持较高增长。

由于调味料行业产品差异化明显, 且可以差异化定价, 因此能够容纳多个优质企业, 如酱油优质企业中炬高新/千禾味业、复合调味料龙头颐海国际/天味食品/日辰股份、醋行业龙头恒顺醋业、榨菜行业龙头涪陵榨菜等。

表 4: 调味料行业产品差异化明显且生命周期长, 一超多强格局稳定

调味品品类		2020 年收入 (亿元)	占调味品收入比例	增长速度 (近五年收入 CAGR)	头部品牌	竞争格局 (收入市占率)	预计未来 5 年行业复合增速
高成长赛道, 行业景气度高	复合调味料	904	20.18%	15%	颐海、天味、红九九	CR3=13.02% (颐海 8.2%)	15%
	蚝油	58	1.29%	14%	海天、李锦记、厨邦	海天市占率 72%	20%左右
	料酒	155	3.47%	15%+	老恒和, 王致和, 恒顺, 老才臣, 成都巨龙	格局分散 (龙头老恒和市占率 5%以下)	15%
成熟赛道, 看点为行业集中度提升	酱油	728	16.25%	8.43%	海天、李锦记、美味鲜、六月鲜、加加	(海天市占率 17%)	7%
	醋	189	4.22%	5.22%	恒顺, 海天, 水塔, 紫林	CR3=13.8% (龙头恒顺市占率 7%)	6%
	榨菜	75	1.67%	0.53% (量)	涪陵, 川南, 鱼泉	涪陵榨菜市占率 26.3%	0-5% (量)

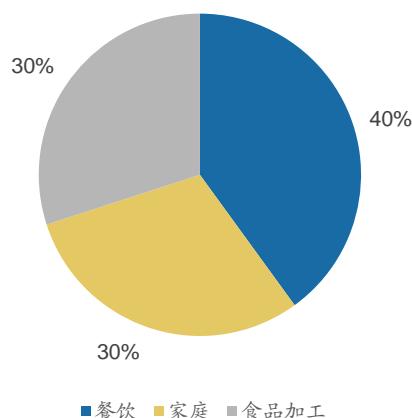
	泡菜	494	11.02%	10%+	吉香居、味聚特、川南、鱼泉、铜钱桥	竞争格局分散（龙头年收入 10 亿元以下）	5-10%
	酱类	416	9.29%	10%+	老干妈、李锦记、阿香婆、吉香居	品类较多，竞争格局分散	5-10%
衰退赛道	味精	130	2.90%	-3%	阜丰、梅花、伊品、三九味精、莲花	CR3=90%+	小个位数下滑
	盐	21	0.47%	下滑	—	—	继续下滑
	其他	1310	29.25%	—	—	—	—
	合计	4480	100.00%		海天，美味鲜	海天市占率 5.09%	10%

数据来源：wind，Frost&Sullivan，智研咨询，广发证券发展研究中心

受益于餐饮复苏、渠道持续库存，21Q3调味品行业需求有望环比改善。21H1调味品行业需求不振，我们认为主要源于以下三方面：（1）餐饮需求恢复不及预期：根据国家统计局，2021年1-4月餐饮收入为13972.8亿元，同比20年增长67.7%，较19年增长0.3%。根据渠道调研，21年以来餐饮业仅恢复到19年80%+水平。（2）家庭端渠道去库存：社区团购等新渠道影响，家庭渠道经销商、商超资金压力大，主动降低库存，如正常商超库存愿意留1.5倍，今年只愿意留0.5倍，导致调味品厂商需求疲软。（3）社区团购等新渠道分流。

21Q3开始行业需求有望开始改善：（1）餐饮端边际需求改善。（2）家庭渠道去库存效果较明显，现金流改善。（3）传统调味品企业对社区团购态度逐渐转向主动，开始布局。传统调味品企业海天和恒顺等相比网红产品拥有强大的品牌优势，能实现短期大量用户流入，互联网巨头合作意愿更强烈、消费者在社区团购渠道选择意愿更强。

图 41：调味品行业40%需求源于餐饮渠道（2018年）



数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

原材料上涨压力明显，龙头抗风险能力更强。（1）调味品主要原材料黄豆价格

20年10月份以来大幅上涨，达14年以来的峰值，原材料成本压力增加。21Q1黄豆价格同比上涨30%+，21Q2增速略放缓，同比上涨10%。根据wind对PPI预测，下半年PPI同比增速放缓，且目前大豆等原材料价格已创历史新高，预计未来上涨空间不大。21Q2或将是调味品毛利率压力最大的时期。

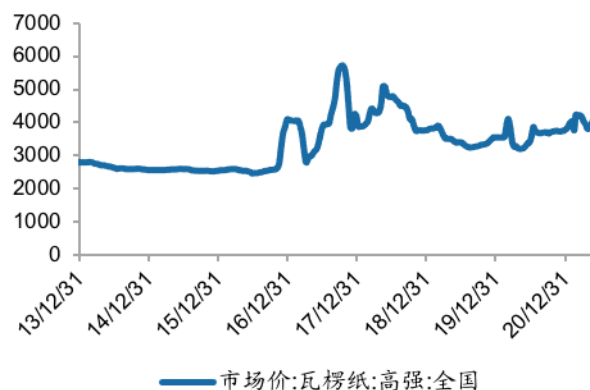
(2) 龙头抗压能力更强：21Q1海天/中炬毛利率（可比口径）分别同比下降1-2/2.39pct。且成本持续高压的情况下，不排除年底龙头提价的可能性。

图 42：黄豆价格10月份以来大幅上涨（元/吨）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 43：瓦楞纸价格稳健（元/吨）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表 5：调味品提价梳理

年份	公司	提价情况	提价原因
2006 年	恒顺醋业	低价位产品（占比 15%左右）价格上涨 15-25%	产品结构升级
2007 年	加加食品	酱油每箱价格上涨 1.5 元	物流成本上升
2008 年	海天	海天金标酱油提价 0.5 元，提价幅度 10%	原材料成本上升
	李锦记	410ml 蒸鱼豉油提价 0.4 元，提价幅度 4.5%；酱油产品整体提价 7%-10%。	原材料成本上升
	味事达（亨氏）	380ml 味极鲜酱油提价 0.5 元，提价幅度约 9%	原材料成本上升
2011 年	美味鲜	厨邦酱油提价 6-7%	原材料成本上升
	海天味业	酱油幅度 8.47%，蚝油幅度 4.19%，调味酱 2.75%	考虑自身竞争格局和根据市场需求提价
	涪陵榨菜	乌江榨菜等主力产品整体提价 10%	
2012 年	海天味业	海天 500ml 金标和银标酱油价格上涨 0.5 元，提价幅度分别为 10%和 12.5%	原材料成本上升
	李锦记、亨氏	酱油、辣椒酱、鸡精等调味品涨价幅度为 5%-10%	原材料成本上升
	涪陵榨菜	乌江榨菜等主力产品终端价提升 50%	调整产品销售结构
2013 年	海天味业	酱油幅度 2.59%，蚝油幅度 3.31%，调味酱 8.15%	-
	李锦记	酱油产品提价 7%-10%	产品结构升级
	涪陵榨菜	乌江榨菜等主力产品终端价提升 16.8%	推出脸谱版榨菜，改变包装提价
2014 年	海天味业	60%产品提价 4%	理顺价格体系，拓宽渠道利润
2016 年	涪陵榨菜	11 个单品上调到岸价格 8-12%	原料缺口大，收购价格上升
2017 年	海天味业	酱油、蚝油、调味酱等主要品类产品提价 5%左右	原材料成本上升

	美味鲜	美味鲜及厨邦产品整体提价 5-6%	原材料成本上升
	涪陵榨菜	80g 和 88g 榨菜主力 9 个单品提价幅度为 15-17%	原材料成本上升
2018 年	涪陵榨菜	公司上调主力 80g 榨菜出厂价，提价幅度 10%，提价产品销量占比 35-40%。	减少窜货，提价所得利润全部返回市场
2020 年	涪陵榨菜	换规格变相提价：80g 处理榨菜换成 70g，调规不调价	原材料成本提升、疫情环境下需求改善

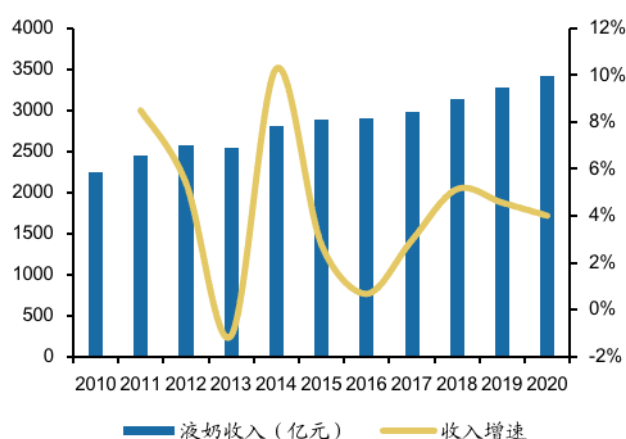
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（五）原奶上涨周期，乳制品龙头盈利能力有望提升

根据wind和彭博数据，2020年乳制品行业（不含婴幼儿奶粉）收入3628.19亿元，预计未来5年收入维持5%左右复合增长。拆分乳制品子行业，95%收入源于液奶。2020年液奶收入3415.29元，剔除疫情影响10-19年复合增长4.28%，量、价复合增长0.61%、3.65%。2015年以来行业销量增速明显下滑主要源于：（1）需求逐渐饱和，行业从高速增长期向成熟期过渡；（2）2014年以来各乳企纷纷提价且升级产品结构，减少低端产品生产，导致部分终端需求流失。2018年以来行业需求回暖，主要受益于消费升级和三四线城市乳制品消费崛起。受益于消费升级和三四线城市消费崛起，我们预计未来5年（2019年为基数年）液奶收入有望维持5%左右复合增长。

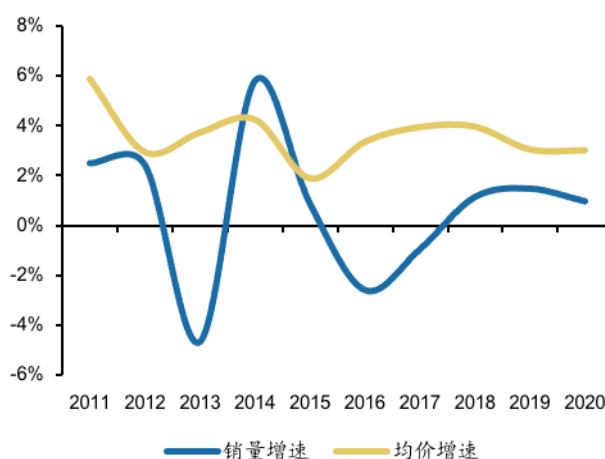
从乳制品各子行业景气度来看，（1）奶酪行业景气度最高，2020年奶酪行业收入122亿元左右，对标日本成熟市场，奶酪是乳制品品类升级的方向。（2）液奶行业已经进入成熟期，其中常温奶、低温奶（低温酸奶+巴氏奶）收入分别为2670、746亿元。目前液奶行业中景气度最高的为巴氏奶，根据彭博和wind数据，2019年巴氏奶收入323亿元，预计未来5年有望维持10%左右复合增长。常温奶已经进入成熟期，预计未来5年收入小个位数增长。

图 44：液奶行业收入3415亿元（2020年）



数据来源：wind，彭博，广发证券发展研究中心

图 45：近两年液体乳需求回暖



数据来源：wind，彭博，广发证券发展研究中心

表 6：乳制品各子行业对比：奶酪、巴氏奶景气度相对较高（单位：亿元）

乳制品品类	2020 年收入	收入占比	预计未来 5 年增速
-------	----------	------	------------

识别风险，发现价值

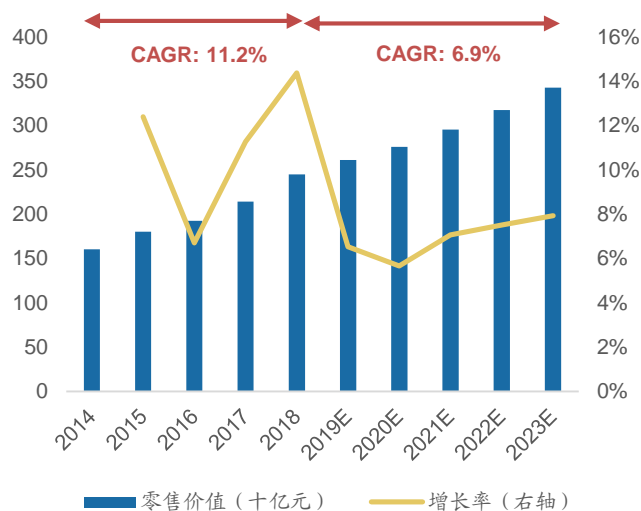
请务必阅读末页的免责声明

液奶	常温奶	2670	73.58%	接近 5%
	巴氏奶（低温）	323	8.90%	10%
	其他低温奶	423	11.65%	5%+
奶酪		122	3.36%	导入期，高增长
其他乳制品（黄油等）		91	2.51%	培育期
合计		3628	100.00%	5%

数据来源：wind，彭博，广发证券发展研究中心

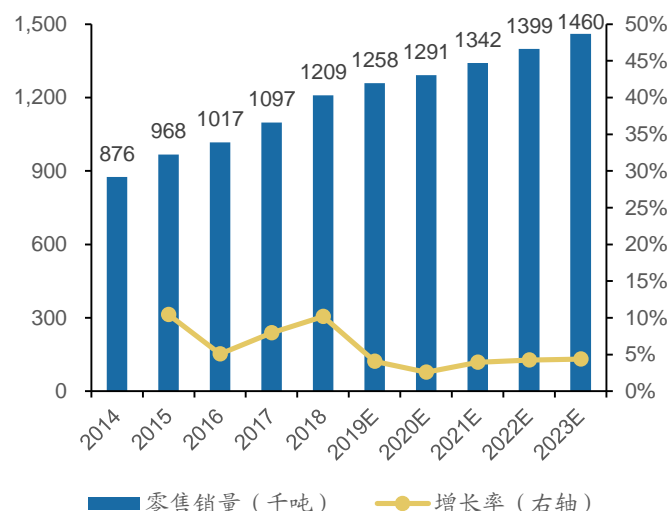
高端奶粉增长推动市场增长，预计未来三年奶粉市场规模复合增长6.9%。中国婴幼儿配方奶粉市场从2014-2018年呈现量价齐升的局面，根据弗若斯特沙利文数据，中国婴幼儿配方奶粉市场的零售销量从2014年的876千吨增加至2018年的1,209千吨，复合增长率为8.4%。由于预计我国新生儿人数将下降，预计婴幼儿奶粉的销量增速将减缓，预计2019年至2023年的复合增长率为3.8%。中国婴幼儿配方奶粉市场零售价值从2014年的1,605亿元人民币增加至2018年的2,450亿元，2014年至2018年的复合增长率为11.2%，销售额的增长率高于销售量的增长率，主要由于均价较高的高端产品占比提升。近年来，龙头企业通过绑定母婴渠道和不断的产品创新实现收入增长；产品龙头企业已经陆续推出了如有机奶粉、羊奶粉等多种高端产品，我们预计产品创新和拓展产品品类将是行业发展的主要动力，预计2019年至2023年婴幼儿配方奶粉市场零售额复合增长率为6.9%。

图 46：中国婴幼儿配方奶粉销售额（十亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文、广发证券发展研究中心

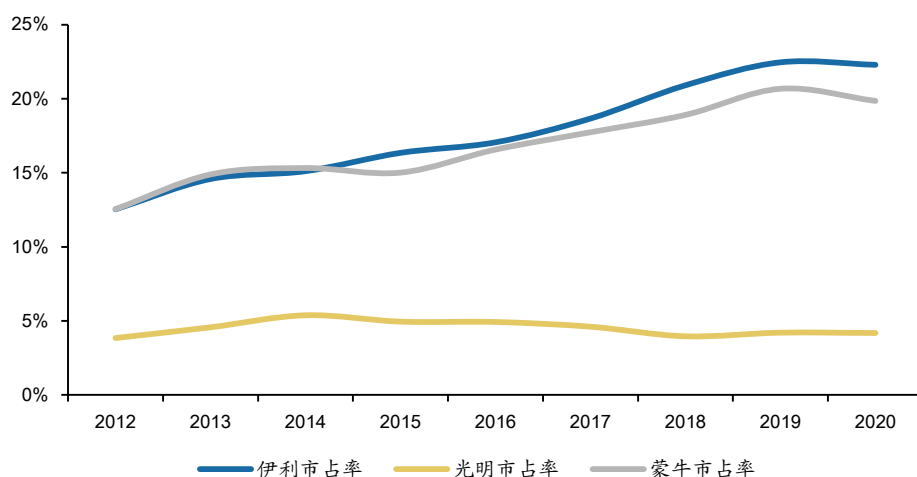
图 47：中国婴幼儿配方奶粉销售量



数据来源：弗若斯特沙利文、广发证券发展研究中心

液奶行业双寡头竞争格局明显，CR2为42.14%。根据彭博和wind数据，2020年液奶行业CR2达42.14%。伊利和蒙牛市占率分别为22.29%和19.85%，第三名光明市占率4.18%。纵观历史来看，双寡头市占率持续提升，且差距一直较小，其他企业市占率逐渐缩减。双寡头逐渐差异化竞争——伊利横向扩张，打造食品平台；蒙牛聚焦乳制品、纵向打造乳制品产业链。

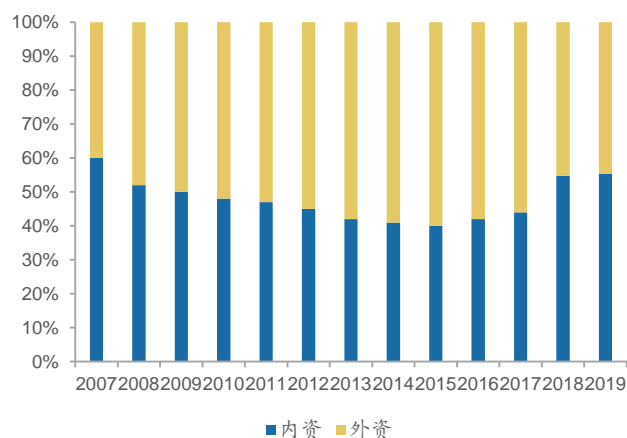
图 48: 2020年液奶CR2=42.14%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

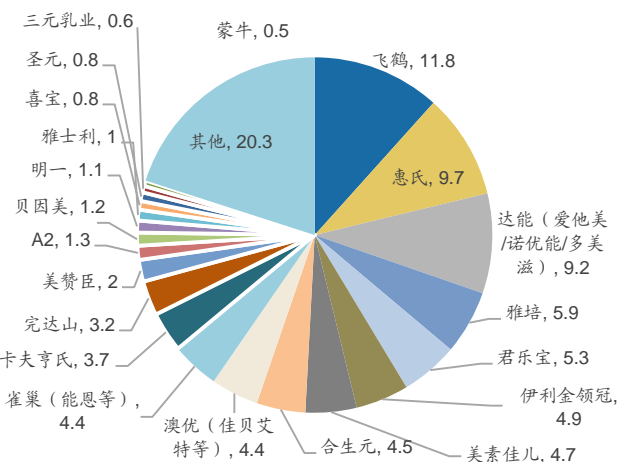
我国婴幼儿奶粉行业集中度低于发达国家, 2019年CR5为45.4%。头部企业具有品牌和研发优势, 在借助母婴渠道下, 市场份额有望进一步提升。我国从2012年以来奶粉市场的集中度逐步提升; 2016年奶粉新政和注册制后, 部分小品牌退出市场, 龙头企业由于规模和渠道优势市场份额显著提升。根据彭博数据, 2016-2019年CR5市场份额从38.0%提升至45.4%, 相对于欧美发达国家我国婴幼儿奶粉市场的集中度还有提升空间, 主要由于: (1) 头部企业已经建立起强大的品牌优势, 所属的产品许多已经行作为大流通产品, 渠道粘度较高; (2) 大品牌产品的价盘控制和流通管理强于小品牌, 渠道经营龙头品牌安全性高, 利润更有保障; (3) 龙头企业有规模优势, 营销投放和费用支持更多, 专职营销人员定期维护有助于渠道产品销售; (4) 头部企业研发能力强, 产品升级较快, 中小企业无力持续推进产品升级, 难以顺应行业发展趋势。

图 49: 国产品牌占比提升



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 50: 2019我国奶粉集中度 (单位: %)

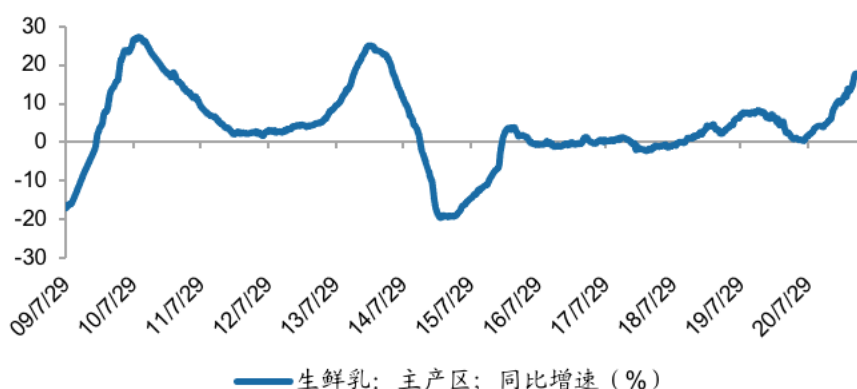


数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

原奶价格上涨周期，乳制品龙头公司有望释放利润弹性。2021年初至今原奶价格同比上涨15%左右，我们预计原奶价格2021年同比上涨5-10%，长期中枢抬升。

(1) 预计21年原奶上涨5-10%，伊利/蒙牛有望戴维斯双击。我们预计21年伊利/蒙牛核心净利率较19年提升0.5pct左右，净利润同比增长20%/50%+，21年PE估值从目前25-30倍提升至35倍左右。龙头有望通过直接提价、产品结构升级、买赠促销减少对冲成本压力，保障毛利率稳定，通过降低费用率推动净利率提升。(2) 原奶上涨直接利好奶牛养殖龙头企业，其收入净利润有望加速增长。长期来看，奶牛养殖行业集中度提升是必然趋势，国内大牧场将成为有限资源，得奶源者得天下。预计中小乳制品企业将由于奶源供给不足让渡市场份额；伴随原奶价格中枢提升，中小企业相对竞争优势持续减弱。乳制品龙头对上游奶源布局多，将最受益于乳制品行业发展。

图 51：生鲜乳价格上升趋势明显

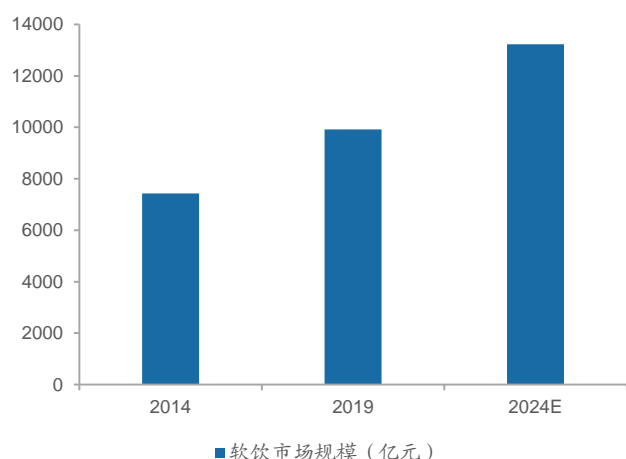


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(六) 软饮料：瓶装水增长迅速，茶饮料和果汁平稳增长

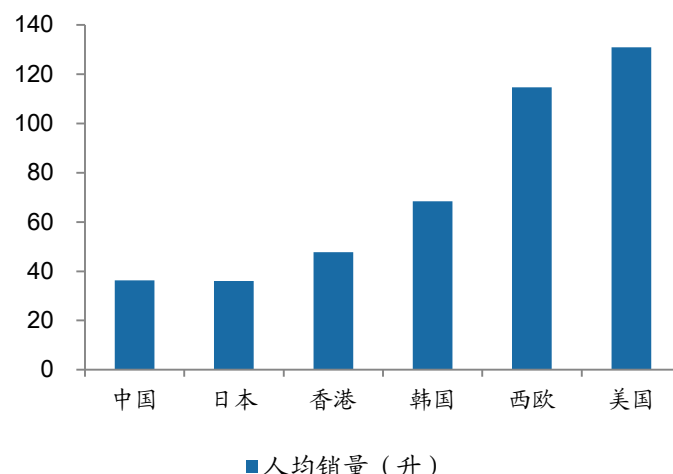
2019 年软饮行业收入 9914 亿元，2014-2019 年复合增长达 5.9%。根据农夫山泉发售文件，2019 年中国软饮料市场规模为 9,914 亿元人民币，从 2014 年复合至 2019 年复合增长率为 5.9%；对比欧美发达国家和日本韩国，我国在瓶装水、果汁和功能饮料的人均消费量上还有较大的差距，预计随着我国居民收入增长，消费升级趋势和城镇化进程推动，中国软饮料市场将继续增长，预计从 2019 年到 2024 年，软饮料零售额年复合增长率将达 5.9%；预计到 2024 年中国软饮料市场规模预计达到 13,230 亿元人民币，我国人均软饮料消费量也将快速提升。

图 52: 2019年软饮行业收入9914亿元



数据来源: 农夫山泉发售文件、广发证券发展研究中心

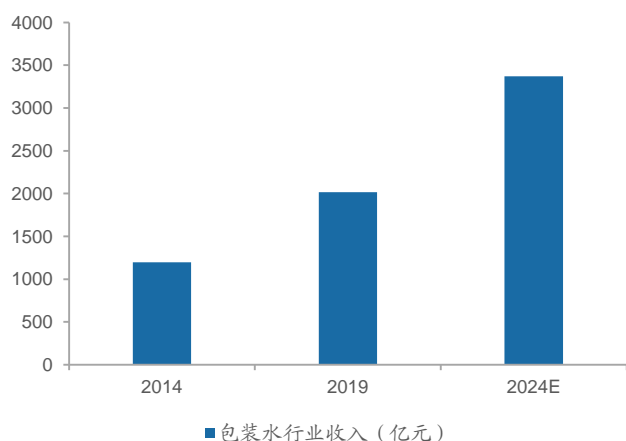
图 53: 2020年人均瓶装水消费量 (升/人)



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

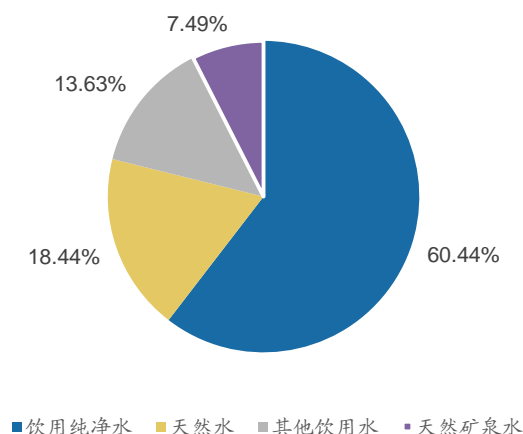
2019年包装水行业收入2017亿元，预计未来5年保持10.8%的复合增长。根据弗若斯特沙利文数据，2019年包装水行业收入为2017亿元，2014-2019年复合增长11.0%。2014年以来包装饮用水行业复合增长保持稳定主要源于以下两方面：（1）消费升级推动消费量增长。我国居民饮水习惯主要由家庭端烧水和包装饮用水两方面组成，由于我国在供水至居民家庭终端的过程中有水质下滑现象，随着消费者健康意识的提升，居民饮水习惯从家庭烧水向包装饮用水转变。（2）以旅游、娱乐为代表的消费场景增多，包装饮用水便携属性满足消费者场景所需。2019年我国瓶装水人均销量为33.96升，低于日本36.90升和韩国65.90升，考虑到中国自来直饮水的安全问题及人均饮水需求量，意识形态上我国瓶装水人均销量仍有很大增长空间，我们预计未来5年包装水行业收入复合增长率为10.8%左右

图 54: 2019年我国包装水市场规模2017亿元



数据来源: 弗若斯特沙利文、广发证券发展研究中心

图 55: 2019年包装水占比情况

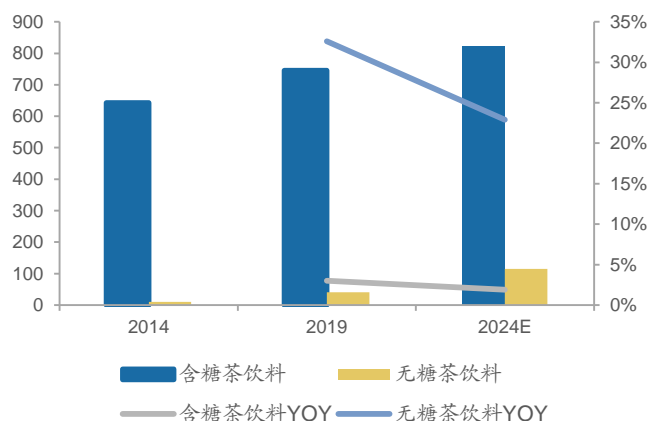


数据来源: 弗若斯特沙利文、广发证券发展研究中心

茶饮料和果汁饮料增长平稳，预计未来五年复合增长率为3.5%和2.2%。根据弗若斯特沙利文数据，2019年茶饮料和果汁饮料行业收入分别为787和1435亿元，2014-2019年复合增长率为3.8%和2.4%。茶饮料和果汁饮料增速较低，主要是随着居民健康观念的不断增强，传统的含糖茶饮和低浓度果汁销售受阻，导致整体销

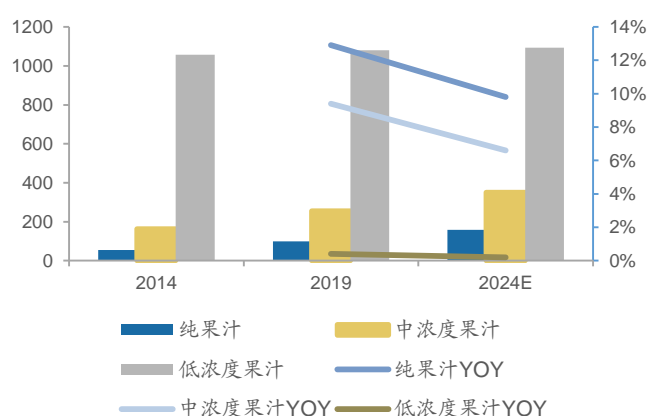
量下滑，从而影响到收入的增长。随着近几年无糖茶饮、中浓度和高浓度（纯）果汁的崛起，茶饮和果汁的整体销量又开始趋于平稳。2014-2019 年无糖茶饮的复合增长率为 32.6%；14-19 年纯和中浓度果汁的复合增长率分别为 12.9%和 9.4%。我们预计受益于健康意识的提升，低糖的茶饮和高浓度果汁发展趋势显著，未来茶饮和果汁饮料行业增长主要分别由无糖茶、中高浓度果汁推动，预计 2019-2024 年茶饮和果汁饮料复合增长率为 3.5%和 2.2%。

图 56：14-19 年茶饮行业收入复合增长 3.8%（亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文，广发证券发展研究中心

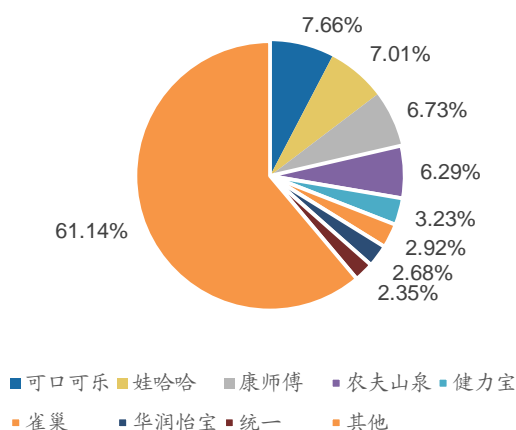
图 57：14-19 年果汁行业收入复合增长 2.4%（亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文，广发证券发展研究中心

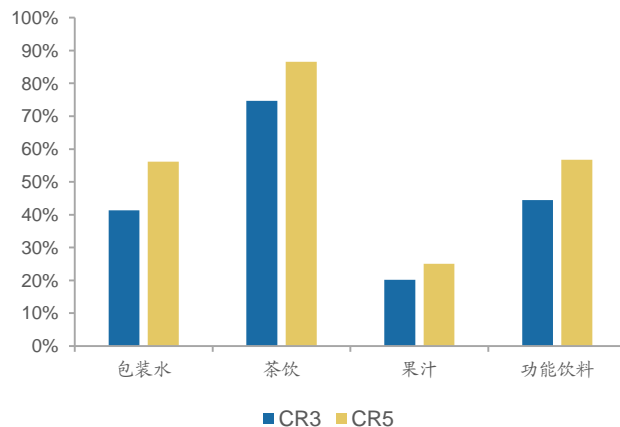
软饮行业整体集中度较低，包装水行业 CR3 有望持续提升。根据弗若斯特沙利文数据，2019 年软饮行业 CR5 为 30.9%，其中农夫山泉实现营业收入 624.0 亿元，市占率为 6.3%，排名第四。从细分品类来看，瓶装水、茶饮、功能饮料的市场集中度较高，CR5 分别达 56.2%、86.5%、56.8%，果汁的市场集中度最低，CR5 仅有 25.1%。

图 58：2019 年软饮行业 CR5 为 30.9%（零售额口径）



数据来源：弗若斯特沙利文，广发证券发展研究中心

图 59：2019 年软饮各细分行业 CR3/CR5

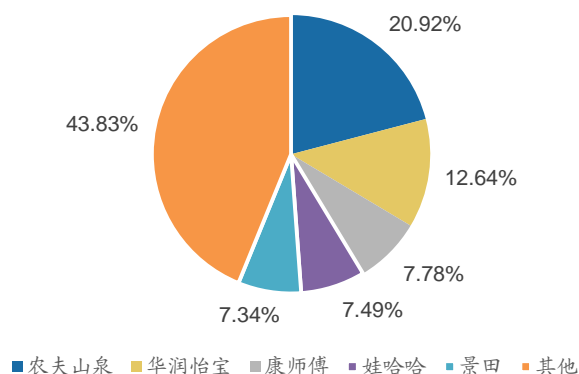


数据来源：弗若斯特沙利文，广发证券发展研究中心

软饮料行业竞争激烈，预计龙头企业市场份额将进一步提升。（1）包装水：CR3 达 41.4%。其中农夫山泉、怡宝和景田百岁山的市占率分别为 20.9%、12.6% 和 7.8%。（2）茶饮料：CR3 达 74.7%。康师傅、统一企业中国和农夫山泉的市占率分别为 43.3%、20.9% 和 12.6%。

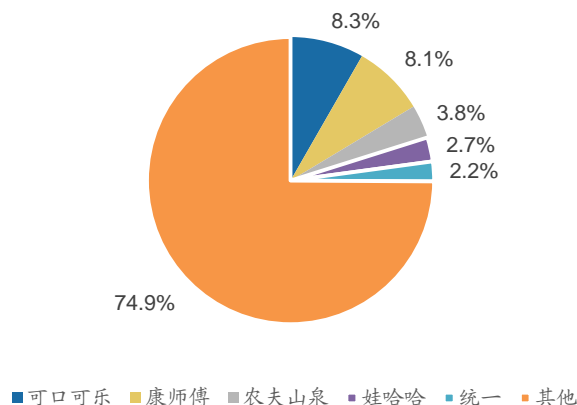
23.5%和7.9%。农夫山泉的东方树叶在无糖茶领域具备一定的领先优势，市占率有提升空间；（3）果汁：CR3达20.1%，可口可乐、康师傅和农夫山泉市占率分别为8.3%、8.1%和3.8%。农夫山泉新推出的农夫果园50%和NFC系列更加契合果汁消费升级的趋势，借助规模和渠道的优势，市场占比有望进一步提高；（4）功能性饮料：CR3达44.5%，红牛市占率28.1%，排名第一；乐虎市占率为9.1%，排名第二；农夫山泉市占率7.3%，位居第三，由于产品品类老化且布局较少，短期内市占率提升空间有限。

图 60：2019年包装水行业CR3为41.4%



数据来源：弗若斯特沙利文、广发证券发展研究中心

图 61：2019年果汁行业CR3为20.1%

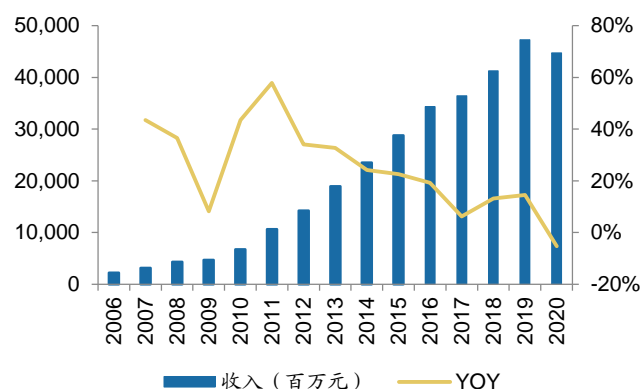


数据来源：弗若斯特沙利文、广发证券发展研究中心

2020年能量饮料行业收入448亿元，2015-2020年复合增长11.23%。根据彭博数据，我国能量饮料的零售额从2006年的22.15亿元持续提升至2020年的447.78亿元，复合增速达到23.95%。从销量看，2006-2020年我国能量饮料行业销量从1.12亿升持续提升至22.08亿升，复合增速达到23.76%，销量持续提升的主要原因是生活节奏加快以及居民健身运动意识提升背景下消费者对于提神解困的饮料需求提高；从价格看，我国能量饮料行业的产品单价从2006年的19.85元/升提升至2020年的20.28元/升，复合增速为0.15%，单价增速缓慢的主要原因是行业龙头红牛与泰国天丝陷入商业纠纷市占率下滑，而东鹏、乐虎等定价低于红牛的产品逐步抢占市场。

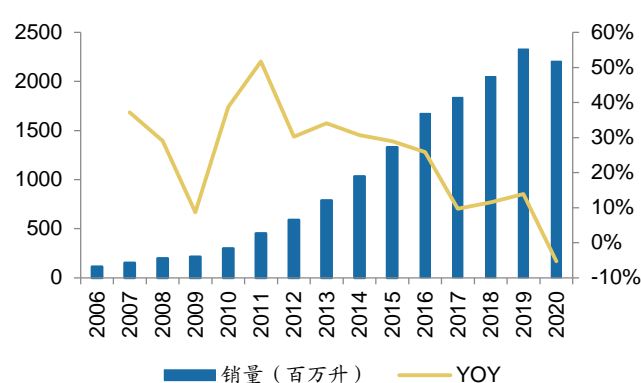
能量饮料行业整体集中度较高，CR5达到88.4%。根据彭博数据，2020年能量饮料行业CR5为88.4%，红牛、东鹏、乐虎、体质能量、战马市占率分别为54.9%、15.4%、9.2%、6.0%、2.9%。行业龙头红牛市占率不断下降，东鹏位居第二攻势尚猛。红牛虽然为行业龙头，但2015-2019年市占率持续下降。根据彭博数据，红牛市场份额从2015年的76.5%缩水到2020年的54.9%，而东鹏饮料市场占有率从2015年5.3%增长至2020年的15.4%，在行业前五名中增幅最大。

图 62: 2020年能量饮料行业收入448亿元, 06-20年复合增长23.95% (百万元)



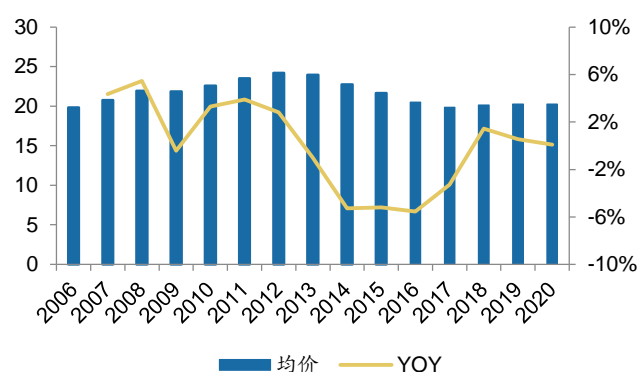
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 63: 2020年能量饮料销量22亿升, 06-20年复合增长23.76% (百万升)



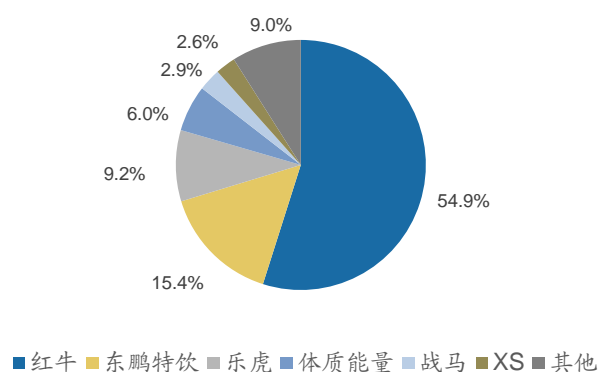
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 64: 2020年能量饮料均价20.3元/升, 06-20年复合增长0.15% (元/升)



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 65: 能量饮料行业CR5为88.4% (销售额)



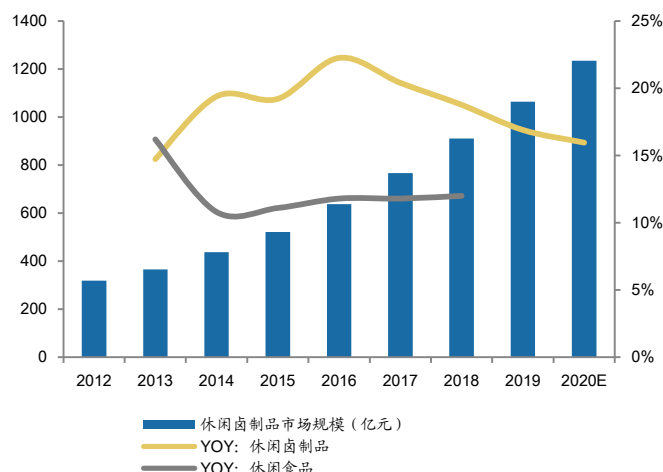
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

(七) 其他食品景气度稳定, 龙头优势明显

1、休闲卤制品: 连锁品牌加速开店, 跑马圈地提升市占率, 预计未来3年行业收入CAGR15%+。绝味和周黑鸭皆加速开店, 21年收入业绩增长确定性高。我国休闲卤制品行业正处于高速成长期, 2019年卤制品规模超1000亿, 12-19年市场规模CAGR达18.6%, 16年以来增速由20%+放缓至15%左右。我们认为未来随渠道扩张和价格更高的包装化、品牌化产品销售占比提升, 休闲卤制品有望量价齐升, 预计未来3年收入CAGR可保持15%左右。我国卤制品行业竞争格局较为分散, 19年CR3仅15.7%, 小作坊、夫妻店仍占行业约80%左右市场份额。连锁门店符合消费升级的趋势, 据弗若斯特沙利文, 预计20年卤制品连锁店收入占比有望由15年20.5%提升至27.6%, 我们认为未来连锁店仍将持续抢占食品店市场份额。受疫情影响, 20年休闲卤制品线下门店人口流动大幅下降, 且疫情加速卤制品行业分化, 线下连锁龙头2020年皆加速开店, 跑马圈地, 补贴加盟商抢占优质门店资源, 新开门店贡献收入和业绩具有滞后性, 我们看好2021年卤制品龙头企业收入和业绩改

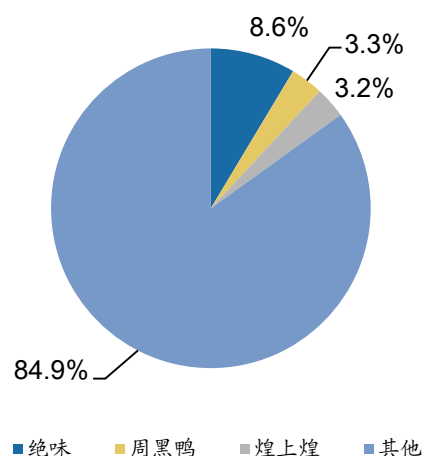
善。据渠道调研，随疫情情况逐渐好转，21Q2休闲卤制品社区店已基本恢复至19年水平，交通枢纽及商业综合体等高势能门店恢复至19年70%+水平，且随二季度起各类体育赛事陆续开始播出，休闲卤制品龙头企业与啤酒企业进行合作，有望带动休闲卤制品销量进一步提升，预计Q2和Q3休闲卤制品企业仍可保持较高增长，受益企业包括**绝味食品**、**周黑鸭**和**煌上煌**。

图 66: 12-19年休闲卤制品市场规模CAGR为18.6%



数据来源：智研咨询，广发证券发展研究中心

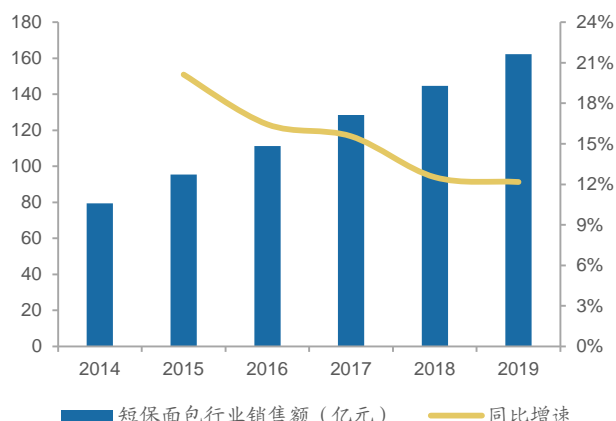
图 67: 20年休闲卤制品行业CR3仅15.1%



数据来源：煌上煌年报，广发证券发展研究中心

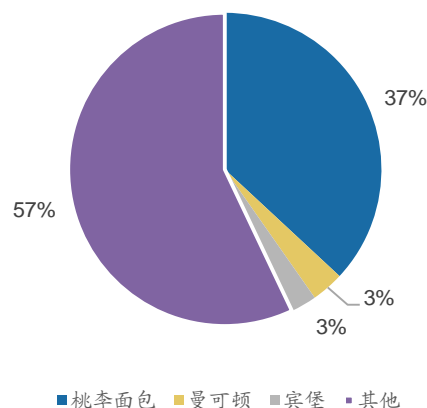
2.短保面包：预计短保面包行业未来3年收入CAGR15%，桃李寡头格局市占率36.9%，预计桃李21年收入有望逐季改善。短保面包是高成长、高壁垒赛道，19年我国短保面包行业收入162.2亿元，14-19年CAGR为15.3%，短保面包产品力优于长保面包，性价比以及扩张能力优于面包坊，受益消费升级，我们预计未来3年收入CAGR15%。19年短保面包行业CR3为43%，桃李市占率37%寡头垄断，远超第二三名曼可顿（3%）和宾堡（3%）。易亏损、缺乏优秀经销商等特征导致短保面包行业高壁垒；企业承担返货损失导致企业周转率和净利率同向变动，ROE两极分化。疫情或推动短保面包行业加速分化，龙头企业桃李中央工厂+配送模式使得公司经营波动小于其他连锁门店品牌。21年随各渠道需求逐渐恢复叠加公司产能逐渐释放，桃李收入有望环比逐季改善；考虑21年公司成本持续上涨，叠加高基数影响，预计短期利润端或承压。长期来看，桃李全国化产能布局陆续开始投产，新市场需要进行消费者培育，利润端或承压，但随产能逐渐释放，消费群体培育完善，公司市场份额和盈利能力有望持续提升。

图 68: 19年我国短保面包行业收入162.2亿, 14-19年CAGR为15.3%



数据来源: 智研咨询, 广发证券发展研究中心

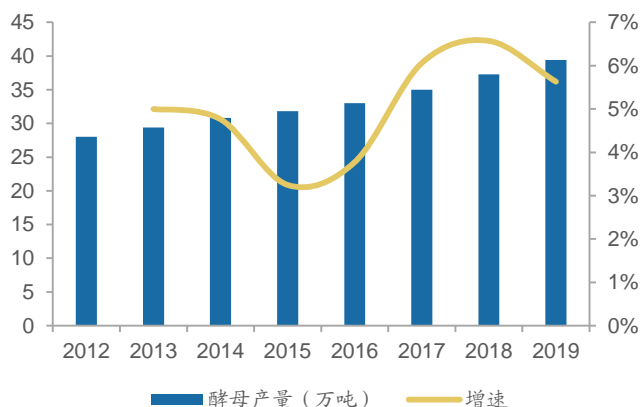
图 69: 19年短保面包行业桃李市占率37%, 远超二三名之和



数据来源: 贤集网, 广发证券发展研究中心 注: 18年6月宾堡收购曼可顿

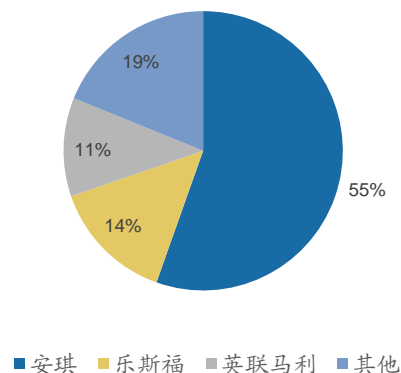
3.酵母行业: 19年我国酵母行业产量约39.4万吨, 预计未来5年CAGR3%左右; 18年安琪国内市占率55%, 具备强定价权, 公司壁垒有望随市占率提升持续加深。 19年我国酵母行业产量39.4万吨, 12-19年CAGR5.0%, 行业已进入成熟期, 随着下游需求增速放缓, 预计未来5年销量CAGR3%左右。18年我国酵母产能CR3为81%, 安琪国内产能19.4万吨, 市占率55%稳居第一, 乐斯福和玛利市占率14%和11%居第二、三名。19年全球酵母产能155万吨, 安琪全球产能25.8万吨, 市占率16%排第三, 仅次于乐斯福 (31%) 和玛利 (17%)。疫情下安琪主要竞争对手 (位于欧美地区, 生产销售鲜酵母) 受影响较大, 公司有望加速抢占海外市场份额, 2020年公司海外业务逆势扩张。未来随着安琪海外产能持续扩张, 我们认为安琪市占率有望持续提升, 未来3年有望跃居全球第二。安琪市占率远超竞争对手, 渠道占有率高, 具有强定价权, 今年年初公司率先对其酵母、YE等产品进行提价覆盖原材料价格上涨, 未来随原材料价格回落, 安琪盈利能力有望进一步提升, 看好公司长期可持续发展。

图 70: 19年我国酵母行业产量39.4万吨, 12-19年CAGR5.0%



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

图 71: 中国酵母产能CR3为81%, 安琪市占率55%, 排名第一 (2020年)



数据来源: 同花顺金融研究中心, 广发证券发展研究中心

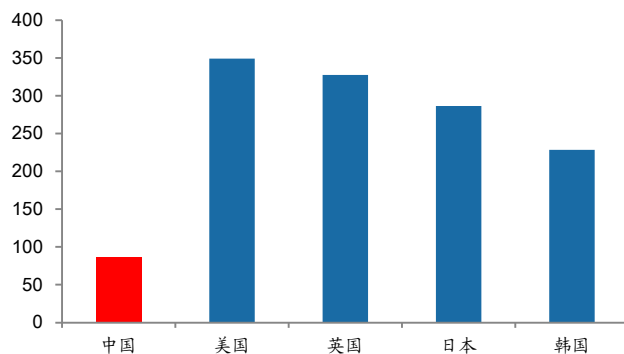
4.休闲食品：我国休闲食品人均消费量低于发达国家水平，预计未来5年休闲食品维持8%左右复合增长。休闲食品是指跳出正餐时间限制消费及食用的食品，主要包括休闲卤制品、糖果及蜜饯、面包、蛋糕及糕点、膨化食品、炒货及饼干等多种品类。中国产业信息网数据显示，休闲食品2019年收入约1.14万亿元，2015-2019年收入复合增长11.7%。尽管目前我国休闲食品已具备较大市场规模，但在人均消费上仍远不及美英日韩等国家，目前韩国休闲食品人均消费量是我国的2.6倍，美国则达到我国的4倍。与国外发达国家相比，我国休闲食品行业仍具有较大的增长空间。随着我国人均可支配收入提升以及闲暇时间增加，我们预计未来5年（2019年为基数年）休闲食品行业至少增速至少可与GDP增速持平，将维持8%左右复合增长。考虑休闲食品2020年受益于疫情宅家消费需求提升，上半年基数较高，短期收入业绩或承压，建议关注中长期增长逻辑，择机布局具备强渠道力和产品力的龙头企业，推荐关注盐津铺子、洽洽食品。

图 72：休闲食品行业整体进入成熟期



资料来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

图 73：我国休闲食品人均消费远不及美英日韩（美元）



资料来源：Frost & Sullivan，广发证券发展研究中心

四、重点公司推荐

（一）白酒：高端白酒较为稳健，次高端白酒 2021 年业绩有望加速增长

1. 贵州茅台：2021年为十四五开局之年，业绩增长具有高确定性

2021年为十四五开局之年，二季度起业绩有望加速。2021年是公司十四五规划的开局之年，公司对21年年度计划安排营业额总收入增长10.5%。我们预计十四五期间茅台股份公司收入业绩有望翻番。考虑到21年集团要求开门红，公司作为最重要的子公司，预计今年收入有望迎来加速提升。销量方面，考虑到21年对应基酒量有所增长，预计21年量增个位数；价格方面，公司直营占比有望进一步提升，同时预计非标产品提价主要从二季度开始体现。

极强的品牌力构筑茅台最核心的竞争壁垒，渠道持续优化助力公司脱引而出。

公司护城河深厚，建议关注长期竞争力和增长空间，弱化对提价节点和季度发货量的关注。（1）茅台品牌力护城河高筑，民间消费占比不断提升后，茅台周期属性弱化，消费龙头属性、奢侈品属性和投资收藏属性增强，茅台品牌占领消费者心智能力进一步加强，公司强有力的定价权可保障茅台龙头地位强者恒强。（2）公司加大直营渠道布局后，未来管控批价和终端成交价的能力提升，消除价格波动幅度过大带来的风险，有助于公司和白酒行业长期健康发展。我们建议关注长期茅台的增长空间和竞争力，弱化对提价节点和季度业绩的关注，若因短期原因回调反而可能是买点。

风险提示：宏观经济增长不及预期，批价波动幅度超出预期，食品安全风险。

2. 五粮液：2021年收入目标双位数增长，有望保持量价齐升

在量价齐升的行业大背景下，五粮液变革红利将持续释放。2020年公司高端酒量价齐升叠加系列酒恢复正增长，全年收入实现14.67%的快速增长，顺利完成企业所规定双位数增长的目标。另外，系列酒在19年单独成立了浓香系列酒公司，在经过连续两年的清理后，系列酒产品体系已经逐渐清晰，20年已恢复正增长。

2021年作为公司十四五开局之年，预计公司收入仍能够保持双位数以上的增长。销量方面：（1）考虑到2020年在疫情环境下销量仍有所提升，预计2021年销量会加速增长；（2）公司普五批价上行，渠道利润提升推动经销商销售积极性，有望贡献增量。价格方面：（1）2021年宏观经济上行，通胀预期较高，预计明年五粮液批价有望过千元，出厂价有望提升；（2）公司目前管理改善明显，渠道结构更加合理，企业团购占比提升后公司对于批价的管控力度也有所加强。随着公司治理不断优化，渠道管理半径不断前伸，我们认为明年公司批价过千元后，后续批价的提升速度会加速。

优化调整传统渠道，加快团购渠道建设。公司自“二次创业”以来，管理不断改善，品牌商通过各类活动彰显“大国浓香”的定位，品牌力获得提升；产品上聚焦核心产品五粮液，精简系列，优化产品结构；渠道上通过数字化赋能，加大团购渠道力度等方式提升渠道控制力和精细化管理能力。我们认为，随着公司管理的进一步改善，公司未来收入、业绩有望保持快速增长。

风险提示：经济放缓超预期；疫情反复导致渠道恢复情况不及预期；食品安全风险。

3. 泸州老窖：国窖势能强劲，特曲窖龄恢复式高增长

渠道模式灵活高效，助力老窖在2021年业绩实现较快增长。2020年泸州老窖收入166.53亿元，同比增长5.28%。中高端产品收入142.37亿元，同比增长15.3%。国窖在渠道上采用了专营公司的形式，以实现向经销商的充分让利和管控，专营公司相当于一家民营企业，在经营上具有充分的灵活性，我们长期看好公司经营机制上的优势。在国内疫情得到有效控制、消费复苏的推动下，预计公司高端产品有望量价齐升，中低端产品也将逐渐转正增长，考虑到今年费用投入明显缩减，预计全年

业绩维持较快增长。

2021年在公司国窖、特曲双轮驱动的大战略下公司收入有望加速增长：（1）国窖专营公司机制灵活、团队水平高于竞品，我们认为国窖今年将继续保持强劲的增长势头；（2）老字号特曲经过历时一年多的控量挺价逐渐迈入次高端门槛，预计今年有望实现较快增长。另外公司推出高管薪酬考核办法，考核结果将与高管薪酬挂钩，考核指标由公司董事会根据公司的经营发展重心确定。这是对公司激励机制的重大优化，有利于公司长期发展。

风险提示：宏观经济增长不及预期；疫情反复导致渠道恢复情况不及预期；批价波动幅度超出预期；食品安全风险。

4. 山西汾酒：全国化叠加高端化，公司有望延续稳定增长态势

产品高端化叠加全国化渠道的布局，汾酒2021年收入有望持续增速。公司2020年全国化扩张势能强劲，营业收入达139.90亿元，同比增长17.63%。20年公司收入实现高增长凸显高成长性，主要因为：（1）公司持续推进产品高端化；（2）公司体制机制改革效果凸显，下放运营自主权使得营销动力充分释放；（3）公司全国化布局快速推进，省外市场高速增长；（4）渠道快速扩张。

青花有望成为新的高端大单品，预计助力公司完成营收增长30%的目标。公司于去年上市了青花30复兴版，进军高端酒领域。公司作为具有厚重历史底蕴的四大名酒之一，我们认为从品牌地位、香型差异化、机制和管理层能力上来看，青花复兴版大概率将成为新的高端大单品。若未来3-5年公司能够顺利挤入高端酒行业中，我们预计在公司实现较高程度的全国化后，以北方市场为基地市场，支撑对南方市场的扩张，届时所能达到的稳态估值中枢也会明显高于一般的酒企。2021年有望完成公司所定下的营收增长30%的目标。

风险提示：宏观经济增长不及预期；疫情反复导致渠道恢复情况不及预期；食品安全风险。

5. 洋河股份：渠道体系调整已告成功，期待新任董事长进一步提升团队士气

苏酒龙头调整见效，业绩拐点已经显现。公司自19年5月份以来开始进行有序的调整，历经一年多的改革，已经逐渐调整到位，进入增长轨道，实现了困境反转。我们预计后续公司会使用类似思路调整M3和海之蓝、天之蓝系列，进一步巩固和改善厂商关系。2020年2月公告称由张联东担任新一届董事会董事长，其长期从事宿迁当地政府工作，经验丰富，新领导班子带领下有望加速公司内部管理改善。另外，公司公告称拟以自有资金10-15亿元回购股份，回购的公司股份全部用于对核心骨干员工实施股权激励或员工持股计划。截止2020年10月9日，公司公告回购金额达10.02亿

元，已经达到回购的下限。我们期待后续股权激励进一步提升员工积极性。

管理团队全面改革，开启公司新一轮高质量增长。2021年公司经营目标是实现营业收入同比增长10%以上，我们认为在今年整体次高端行业均有较快增长的背景下，公司有望通过管理改善、团队积极性提升实现经营目标。

风险提示：经济放缓超预期；疫情反复导致渠道恢复情况不及预期；省内竞争加剧；产品结构升级不及预期；食品安全风险。

6. 酒鬼酒：管理改革渠道模式理顺，公司有望延续高速增长趋势

内参、酒鬼加速上升，省外渠道将进行发力。2020年公司收入18.26亿元，同比增长20.79%；内参系列收入5.72亿元，同比增长72.81%，标志着公司高端化进程不断推进。公司收入高速增长，我们认为主要因为：（1）公司管理改革效果凸显，不断推动公司收入增长，一是品牌聚焦于高端酒内参以及次高端红坛；（2）渠道方面成立内参销售公司，渠道关系理顺，省外加速扩张贡献增量。

内参闪耀，高成长具备可持续性。内参独特的文化和品牌价值底蕴+高端酒优质的赛道，公司进入高速成长轨道。公司自18年底起将内参酒成立销售公司单独运作，给予经销商充足激励，经历一年多的表现，基本验证了公司操作思路的正确性。馥郁香型高端酒的代表内参在白酒行业中具有独特的文化和品牌价值，实控人中粮集团的支持叠加公司销售团队的务实风格，以及高端酒行业优质的赛道，我们认为公司未来大概率进入高速成长轨道。

风险提示：经济放缓超预期，疫情反复导致渠道恢复情况不及预期，食品安全风险。

7. 今世缘：产品和渠道体系持续优化，21年收入业绩有望高增长

产品快速升级，充分享受次高端扩容。公司2020年开始推行多项举措叠加公司产品恢复情况较好，公司20年营业总收入51.22亿元，同比增长5.09%，Q4收入9.27亿元，同比增长22.24%。单四季度的快速增长由于一方面公司继续强化布局新V系，贡献增量收入。另外一方面，在渠道策略上进行适度调整，降低促销力度，实现由“促销”向“营销”的蜕变转型；通过导入数字化系统对主导产品实行“控价分利”模式，由公司分配各环节利益，通过利润后置促使经销商积极维护价格。我们认为随着公司收入体量进一步扩大，主导产品渠道利润率走低在所难免，公司一方面利用数字化系统及时调整主导产品的渠道模式，另外一方面也加大推广培育V系新品，均有利于保持渠道利润空间和推力，强化公司的竞争优势。

省内市场逐渐起势叠加省外市场不断开拓，2021公司业绩有望实现高增长。2021年，公司营收目标58亿元、争取66亿元，对应同比增速为15.20%、28.87%，彰显了公司管理层对十四五期间稳定快速发展的信心。我们认为，尽管洋河逐渐调

整到位，但是国缘在江苏省内消费氛围逐渐起势，叠加上公司已经加快推进V系列产品建设，据公司公告，公司专门成立V9事业部，推进高端产品建设。考虑到公司体量尚小，预计未来仍会维持较高的成长。

风险提示：经济放缓超预期，疫情反复导致渠道恢复情况不及预期，食品安全风险。

8. 古井贡酒：年份原浆持续升级，黄鹤楼有望呈现恢复式高增长

深厚的品牌底蕴和团队高效的执行力，将保障2021省外战略实施。2020年全年由于受到疫情的影响，公司收入102.92亿元，同比下降1.20%。随着第四季度安徽消费逐渐复苏，公司Q4的单季度营业额已呈现正增长。公司作为徽酒龙头、八大名酒之一，在省内渠道强势，市占率较高，各价位段产品布局完善，我们认为公司未来有望持续受益省内消费升级。另外，公司近两年来以古8/16/20等更加高档的产品加大省外扩张力度，随着疫情得到控制，消费逐渐复苏，我们认为公司营收有望实现双位数的增长。

根据公司年报披露，2021年计划实现营收120亿元，同比增长16.59%。参照历史经验，公司经营计划偏于谨慎，我们认为公司有能力实现该目标：（1）公司年份原浆系列有望通过结构升级以及省外扩张保持较快增长；（2）另一方面，根据公司公告，黄鹤楼业绩承诺延后一年完成，则2021年黄鹤楼收入应该达到15.05亿元，同比翻倍以上高速增长，在湖北省经济恢复良好的趋势下，我们认为黄鹤楼有望完成业绩承诺。

风险提示：宏观经济增长不及预期；疫情反复导致渠道恢复情况不及预期；食品安全风险

9. 口子窖：持续加大渠道改革力度，期待公司股权激励落地

公司改革效果逐渐体现，期待推出股权激励方案。公司自19年下半年以来主动进行产品和渠道改革，改变过去无为而治的方法：（1）公司开始参与到经销商的具体经营中来，加大对经销商的考核和管控力度，调动经销商群体的积极性。（2）推出新品速度加快，19年下半年推出初夏和仲秋两款产品，初夏定位200元+，仲秋定位300元+，对标竞品古8和古16。（3）回购股份1-2亿元用于股权激励，提升核心员工积极性。

严格执行“一地一策”战略，省外团购将成为公司新的“增长面”。2021Q1公司收入11.7亿元，同比增长50.9%，盈利能力有所回升。今年公司将继续深化改革，持续夯实内部管理机制，建立厂商共赢的利益共同体，充分激发经销商的积极性和主动性，同时严格执行“一地一策”，不断推动产品结构升级。省内外着力推动渠道下沉提高终端渗透率，省外发力团购扩张公司“增长面”。

风险提示：经济放缓超预期；疫情反复导致渠道恢复情况不及预期；产品结构升级不及预期；省内竞争加剧；食品安全风险。

（二）食品：重点推荐业绩稳定的龙头

1. 啤酒推荐华润/青啤/重啤

（1）华润啤酒：产品高端化叠加产能整合优化，盈利能力有望继续提升

全年受疫情影响收入有所下滑，产品结构提升叠加产能优化带动业绩正增长。公司公告2020年营业收入314.48亿元，同比下降5.25%；其中销量1110.2万千升，同比下滑2.90%。公司2020年全年营业收入和销量的下滑主要受新型疫情的影响，上半年影响尤其严重，下半年随着疫情得到控制有所缓和，销量基本与去年同期持平。

长期来看，我们认为公司盈利能力仍有望继续提升。（1）产品结构不断升级：受疫情影响2020年公司整体销量略有下滑，但次高端及以上产品销量仍实现了同比11.1%的正增长，且每千升啤酒的毛利同比增长1.78%。（2）关厂增效：公司积极关闭冗余低效产能，且随着产能优化的不断完善，相关费用支出也在不断减少，预计公司盈利能力未来将得到进一步释放。（3）提升业务质量：对盈利较低甚至亏损的市场进行专项整治，主动清除低质量业务以提升相应市场的盈利能力。此外，短期来看，公司也不排除在今年下半年或年终进行全国统一性的提价。

风险提示：产品结构升级低于预期；行业竞争加剧；疫情延续时间加。

（2）青岛啤酒：盈利能力有望持续提升

长期来看，我们看好公司经营管理改善，预计未来3年盈利能力持续提升。①管理改善：公司推行股权激励计划后，有望激活团队活力和经营效率，更加注重公司盈利能力提升。②升级提价：受益消费升级，公司中高端产品占比和罐化率均有望提升，叠加提价因素，有望推动吨价提升。③关厂增效：公司目前积极关闭冗余低效产能，根据上证路演中心，公司18年已关闭杨浦、芜湖两家工厂，19年已关闭浙江台州和北京三环工厂，未来公司计划通过3-5年关闭整合10家左右工厂，有望推动经营效率提升。④费用缩减：随着啤酒行业竞争放缓，公司逐渐收缩促销、广告等投放，有望降低费用率。

风险提示：产品结构升级低于预期；行业竞争加剧；疫情延续时间加长。

（3）重庆啤酒：量价齐升，重组后有望延续稳定增长趋势

逆势量价齐升，疫情下稳定增长。2020年公司收入（重组并表后）109.46亿元，同比+7.18%，其中量增3%，价增4%，在疫情影响下，逆势增长，保持量价齐升趋势。我们预计主要因为：（1）销量方面，公司持续推进大城市计划落地；大单品

乌苏保持高速增长趋势（根据嘉士伯中国投资者交流会，2020年乌苏品牌量增20%以上，根据微酒，2020年6月以后，乌苏销量已经开始同比增长）；（2）价格方面，公司高端计划持续推进，乌苏（疆外）、凯旋1664等产品占比持续提升带来均价的提升。

品牌组合强化、全国化加速，协同效应下业绩有望进一步提升。随着嘉士伯中国资产的注入，我们认为公司收入、业绩有望加速增长。（1）“国际品牌+本土品牌”品牌组合进一步强化。随嘉士伯中国国际品牌（嘉士伯、乐堡、1664、格林堡、布鲁克林）以及本土品牌（乌苏、大理、西夏、天目湖）的注入，公司有拓展不同消费场景及受众人群，量增叠加结构升级，收入、毛利率有望进一步提升。（2）全国化布局有望加速。随嘉士伯中国业务的注入，公司在新疆、宁夏、云南、重庆占据龙头地位，随着同业竞争限制消除，优势市场有望贡献增量；同时公司供应链辐射华南、华东等地，成为一家全国性啤酒企业，整合下有望加速全国化。（3）供应链系统优化增厚业绩。随着公司对注入资产的产能、物流等供应链体系持续优化，产能利用率及管理效率提升，公司利润有望进一步释放。

风险提示：整合不达预期风险；原材料价格上涨；全国化不达预期。

2. 预调酒行业推荐百润股份

（1）百润股份：行业有望引来新一轮较快增长，公司龙头地位稳固

经历了2016-2020年长达5年的沉淀和积累后，我们认为公司未来大概率将重回高速成长轨道：（1）品牌先发优势显著。公司较早进入预调鸡尾酒行业，且在2016年行业进入调整期以来一直坚持在该行业耕耘，在消费者心里形成了一定品牌认可和影响力；（2）渠道建设更加成熟。2015-2016年，公司的新产品在传统渠道的开拓和投放，以及对电商渠道和餐饮渠道的开发都处于投入期，因此销售费用较高，销售费用率分别达39.22%和80.08%，随着渠道建设的不断成熟，2020年公司的销售费用率下降至22.22%，且预计未来仍有进一步下降空间；（3）产品矩阵不断完善。公司目前涵盖了经典、微醺、本位等多个系列40多种口味的产品，产品矩阵日益丰富，可以满足更多消费者和消费场景的需求；（4）建立酒厂。2019年，公司佛山生产基地建设完成，上海、天津、成都、佛山四大生产基地将辐射全国，大幅度优化物流成本，同时，公司将加快位于邛崃市的伏特加及威士忌生产项目建设。

风险提示：宏观经济增长不及预期；估值调整风险；食品安全风险。

3. 餐饮供应链推荐颐海国际/天味食品/安井食品

（1）颐海国际：机制和团队为核心竞争优势，颐海有望成为行业超级龙头

受益良好激励机制和优秀团队，公司渠道优势明显。渠道：受益优秀机制和团

队，颐海最具备全国渠道扩张能力。渠道链条激励强：根据wind，公司高管年薪500万+、经销商高利润高周转；考核严：销售团队实行PK制，能者上弱者下；人能力强：公司掌舵人思路清晰，销售和经销商团队执行力强。产品：颐海和天味有能力持续进行产品创新。颐海借力海底捞火锅门店培育消费者对产品的消费习惯，且采取项目制保障产品研发高积极性，产品力最强。品牌：颐海有海底捞（19年中式连锁餐饮第一品牌）背书，品牌力最强。

公司2016年以来加速渠道扩张，预计未来3年收入复合增速30%+。关联方降价不改公司长期发展趋势，公司已经进入由第三方业务驱动的阶段，优秀的激励机制保障团队高积极性和高能力，有助于帮助公司持续扩大2C端竞争优势。公司持续进行渠道扩张，经销商数量从16年782家增加到19年2400家，复合增长45.32%。我们预计未来3年公司将继续加速渠道扩张，抢占市场份额，收入有望复合增长30%+。

风险提示：宏观经济不达预期，渠道扩张不达预期，食品安全问题。

（2）天味食品：激励机制改善,公司收入有望高速增长

复合调味料行业景气度高且公司渠道加速扩张，我们预计近两年公司收入有望维持30-50%同比增速。复合调味料19年报表收入760.86亿元，10-19年复合增速15.07%，预计未来5年复合增长15%+。复合调味料可细分为火锅底料、中式复合调味料、鸡精等五大品类，火锅底料、中式复合调味料19年报表收入135.21/127.88亿元，预计未来5年复合增长20%。

公司上市之后，持续完善激励机制和组织架构，提升运营水平，推动收入持续高增长。①火锅底料和川菜调料行业景气度较高，根据Frost & Sullivan，未来3年行业收入有望维持15%左右复合增长。行业无强势龙头，公司有望充分受益行业高增长。②公司将继续加速省外扩张，抢占市场份额，收入增速有望大幅赶超行业增速。我们预计公司将进一步推动川渝、河南等传统强势区域渠道进一步下沉，推动其他非成熟区域空白市场覆盖。20Q1公司新增经销商149家，我们预计今年有望新增600家左右经销商。另外，公司预计利用上市机遇加速渠道扩张、强化品牌宣传，销售费用投放力度有望加大，盈利能力短期承压。

风险提示：宏观经济不达预期，渠道扩张不达预期，食品安全问题。

（3）安井食品：速冻食品龙头，强渠道力，高ROE，竞争优势明显

渠道高占有率和强分销能力打造安井核心竞争力。安井是唯一全国化火锅料企业，拥有600多家经销商/KA，华东市场渠道下沉至县级，华北、东北、华南、华中市场下沉至市、县级。安井销售人员2465人，远超海欣和惠发，终端分销能力强。安井ROE长期维持15%左右，竞争优势明显，其中公司强大渠道推力和高效存货、账款管理导致高周转率（1.0+）；公司渠道精细化管理，良好费用管控导致稳定净利率（5%+）；公司对上下游占款能力强，高预收和高应付导致较高权益乘数

(2+)。

公司产能进入扩张期，预计未来5年产能复合增速20%左右。14-19年公司产能利用率持续大于100%，供给紧缺。根据公司非公开发行A股预案，公司规划新增76.25万吨产能，预计于22年起陆续投产，有望推动未来5年产能复合增速20%左右。21年公司四川二期、辽宁二期将投产，产能有望增长20%+，叠加提价，预计21年公司收入增速25%+。上半年受益B端需求恢复，冻品先生并表贡献收入，叠加公司渠道持续扩张（20年新增300余家BC类经销商，21Q1新增90家左右经销商），高基数下预计Q2收入仍能保持25%+增长；公司于Q2陆续推出多款预制菜新品，公司新品市场接受度较高，预计下半年随公司预制菜肴新品放量，有望推动收入持续增长。

风险提示：产能释放低于预期，导致销量增长低于预期；原材料成本上涨超预期，导致毛利率低于预期；行业竞争加剧，费用投放超预期；食品安全风险。

4. 调味品推荐海天味业/中炬高新/涪陵榨菜/恒顺醋业

(1) 海天味业：份额提升带动业绩稳定增长，五年计划稳步进行

行业不景气时期业绩超额达成，主要源于份额提升。20年疫情影响餐饮端需求，行业不景气时期公司仍然超额达成年初目标，主要受益于以下三方面：（1）公司持续推动渠道细化、增加渠道费用投放力度，加速抢占线下餐饮和家庭端市场份额。20年海天经销商增加1245家至7051家。（2）积极推动新渠道（拓展线上业务，发展线上销售平台）、新产品（火锅底料、裸酱油等）发展。（3）适当增加渠道库存。

公司21年收入/归母净利润目标同比增长16%/18%，五年计划稳步进行（2023年收入较2018年翻倍）。公司抗风险能力强，我们认为21年餐饮需求未完全恢复至19年正常水平且成本压力较大的环境下，稳健增长的目标有望顺利达成。收入主要源于传统渠道份额提升、新渠道和新品类贡献。

我们预计公司在成本上涨环境下净利率有望持续提升，主要受益于以下四方面：（1）公司有望持续进行产品结构升级；（2）有望通过技改提升生产效率；（3）提升物流效率；（4）减少费用投放力度。

风险提示：行业景气度不达预期，公司渠道细化效果不达预期，估值过高风险。

(2) 中炬高新：管理层调整基本完毕，收入加速有望落地

公司经营稳健，期待机制进一步加强、提升团队狼性。由于之前的国企体制，美味鲜决策机制为集体决策，负责人地位相对弱化。例如公司重点开发餐饮渠道，主要系区域经理和大区经理反馈，负责人拍板同意。我们认为公司所处赛道优异、竞争优势明显，只要公司能够维持美味鲜中层销售和生团队稳定，经营有望持续稳健进行。

疫情导致公司机制改善、渠道扩张等进度略受阻，伴随疫情逐渐恢复，公司渠道扩张等进度恢复正常，Q4开始调味品收入加速增长，2020年调味品同比增长11.12%。2023年美味鲜百亿收入目标有望达成。①持续加强员工激励力度。今年新推出现金激励，增强销售团队活力。②加速增加销售人员和经销商数量，推动渠道扩张。20年经销商数量目标增加至1300个以上、目前已经提前达成。③坚定1+N产品战略，积极扩充酱油产品线、推动新品类扩张。公司加大费用投放将导致销售费用率提升，但受益于费用管控、预计管理和财务费用率下降，我们预计公司净利率同比有望持平甚至略提升。

风险提示：调整速度不及预期，食品安全问题。

（3）恒顺醋业：管理改善，调味品收入有望加速增长

公司新董事长上任，加强内部管理和激励机制、激发经营活力。①加速推动渠道改革：7月14日公司公告更换营销总监、8月1日正式上任，时间进度超预期，彰显新董事长进行营销改革的决心，是开启内部营销改革的信号——新人新理念，积极推动改革方案的执行和落地，推动调味品收入加速增长。公司对渠道实行战区制，将现有36个片区重新整合划分成8大战区，增加渠道压力。公司持续完善薪酬考核体系，有望增强渠道积极性。

公司20年四季度调味品业务拓展，收入同比增长22.08%。加速增长主要源于以下三方面：（1）机制改善，团队积极性增加。（2）20年经销商数量较19年底增加185家至1439家，推动收入增长。（3）渠道为完成年度目标，适当增加渠道库存。

21年公司调味品收入同比目标增长13%，扣非净利润同比增长13%。21年收入目标略低于市场预期，主要源于两方面：公司产能满载，或一定程度上影响销量增速；从历史数据来看，公司年报披露目标均为底线目标。我们认为调味品收入有望加速增长：（1）持续推动机制改善，增加渠道积极性；（2）持续增加经销商数量，推动渠道和品类扩张；（3）21年公司有望推动积极渠道政策，推动调味品收入加速增长。

风险提示：公司渠道扩张不及预期，公司渠道能力不及预期。

（4）涪陵榨菜：公司渠道有望持续扩张，保障收入稳健增长

公司具备强定价权，品牌和渠道壁垒有望持续加强。①公司具备强定价权，10-18年榨菜均价复合增长8.22%。居民收入是公司榨菜价格上涨的锚，我们预计未来5年榨菜终端价将从目前2元/包提升至3元/包，拉动出厂价持续提升。②公司管理层经营稳健。董事长在公司从事管理19年，将公司打造成行业单寡头。③拥有行业唯一全国性品牌。④渠道优势有望持续加强。渠道管理持续加强，19Q1-20Q4销售人员增加229至571人；渠道覆盖率提升，公司覆盖全国省地级城市，且持续加大县级市场开发，竞争对手渠道集中于区域性省地级城市。

公司渠道有望持续扩张，保障收入稳健增长。①持续推动渠道扩张：加强省地级以上城市新零售和餐饮渠道布局，加强县级市空白市场开发。②持续培育新品类。公司6月份以来换规格提价（80g换70g，调量不调价）提升明年利润弹性，有望覆盖21年原材料上涨压力，2021年净利率有望同比提升。

风险提示：食品安全问题，品类扩张和渠道扩张不达预期。

5. 乳制品推荐龙头伊利股份/中国飞鹤

（1）伊利股份：渠道优势明显，有望打造食品平台

受益产品结构升级和渠道扩张，预计未来5年液奶收入复合增长10%+。近5年公司液奶收入复合增长12.09%，主要受益于销量增长和产品结构升级。根据wind数据，2018年伊利液奶收入占比82.56%，近5年（2013-2018年）液奶收入复合增长12.09%，其中销量复合增长7.35%，均价复合增长4.41%。由于液奶产品同质化严重，提价能力较弱，均价提升主要受益于产品结构升级——近5年产品结构升级带来的均价复合增长4.85%，产品调价导致均价复合下滑0.23%。受益渠道扩张，我们预计未来5年安慕希和金典销量有望复合增长15%+和10%+，有望带动液奶销量复合增长5%+。另外，我们预计未来5年公司产品结构升级速度将高于过去5年，带来的均价复合增速有望维持5%以上。

公司以常温奶作为支柱业务，同时加大奶粉、低温奶、健康饮品布局，有望推动收入持续稳定增长。

风险提示：食品安全问题，核心大单品增速换挡。

（2）中国飞鹤：销售体系完整和渠道管理领先，收入有保持高增长

中国飞鹤是少数未涉及2008年三聚氰胺事件的乳品企业。公司深耕婴幼儿配方奶粉市场，率先提出“更适合中国宝宝体质”的品牌定位，在深度绑定母婴渠道下快速发展，已经成为国产奶粉第一品牌。公司已经建立了高效的经营体系、强大的销售网络和严格的渠道管理机制。2020H1我国受到新冠疫情影响，不少品牌出现了断供现象；飞鹤快速反应，一方面保障产品供应，另一方面转变线下活动为线上，为品牌赢得了渠道的消费者的信赖。在消费者教育上，飞鹤大幅领先同行，为公司销售增长提供坚实基础。在渠道管控方面，公司建立起了严格的信息化系统和建立起一支独立的审计团队，严密监控产品流转，保障渠道健康和价盘稳定。2020年疫情下，由于较小的品牌服务不足、消费者选择改变，出现经营困难，驱动市场集中度的提升。据尼尔森数据显示，截至2020年9月飞鹤产品市占率已达18%。我们预计中国飞鹤借助品牌、产品和渠道的优势下市场份额有望进一步提升。

我们认为飞鹤的增长能够持续，主要原因：**产品端**：飞鹤今年陆续推出了添加含OPO营养素的奶粉、茁然儿童粉、A2奶粉等产品，持续推进产品创新和升级。公司计划打造以星飞帆、有机产品和乳铁产品为核心的三大核心产品群，预计2021年将陆续推出升级版的有机奶粉、羊奶粉等产品，高端产品为公司增长提供动力。**品牌端**：公司推行双代言人模式，在原有聘请章子怡做品牌代言人外，2020年10

月公司聘请吴京为臻稚有机的代言人，全力推动臻稚有机和高端产品的销售。**渠道端：**公司计划2021年加强线上线下结合，增加预算投入以激发销售、导购和推广团队的服务能力，同时增加各类专案的支持，提高合作经销商的综合毛利率。公司的渠道管理领先同行，渠道的优势巩固了公司的市场地位。我们认为飞鹤拥有优秀的产品研发能力，品牌知名度高，渠道管理能力强，预计公司收入增长的趋势将持续。

风险提示： 新生儿数量不及预期的风险；杂牌清除低于预期风险；食品安全问题。

6. 瓶装水推荐龙头农夫山泉

（1）农夫山泉：龙头优势显著

龙头优势仍然显著，包装水和饮料双引擎推动公司发展。2020年疫情期间，部分消费场所关闭、人们减少了运动和出行、日常习惯佩戴口罩等，都直接影响到对饮料产品的消费。根据中国饮料工业协会的数据，全国饮料行业总产量比2019年下降7.97%，其中包装饮用水产量下降10.44%。相较之下，公司作为行业龙头，整体营收和包装水业务营收的下滑幅度仍在合理范围之内。在包装水和饮料双引擎的驱动下，我们认为公司营收未来仍将保持较快的增长速度：（1）继续提高饮用水产品的家庭渗透率，通过健康水知识的宣传和服务体验的提升，让更多消费者认知和选择农夫山泉；（2）在饮料推广上继续实行多品牌战略，从基础研发入手，推出满足消费者需求的优质饮料产品。

风险提示： 软饮料产品升级趋势不及预期；渠道扩张不达预期，食品安全问题。

7. 推荐其他景气度环比改善的行业龙头

（1）绝味食品：门店数量和单店收入稳步提升，看好业绩持续性

疫情期间公司逆势开店，有望推动21年收入加速增长。根据公司年报，20年公司门店净增长1445家，大陆地区共12399家，门店数量稳步增长。疫情期间部分中小品牌倒闭，绝味加速抢占优势店铺资源，大力扶持加盟商逆势开店，市占率有望不断提升。考虑新开门店对收入及业绩贡献具有一定滞后性，且20年上半年收入和业绩基数较低，21年有望加速增长。

毛利率提升和费用率下降有望推动公司盈利能力提升。20年毛鸭供给量大幅增加，但鸭副产品需求没有大幅提升，今年鸭副产品成本持续下行。公司在原材料价格较低时，囤积原材料，预计21年成本压力不大。同时公司产品结构升级，新推出毛利率更高的海鲜品类产品，我们预计21年公司毛利率有望提升，叠加规模效应下费用率下降，绝味盈利能力有望提升。

布局“美食生态圈”，廖记未来可期。公司打造美食平台的愿景主要有两个路径。第一是核心能力产业化，公司核心竞争力是冷链生鲜日配到店能力和加盟商管

理能力，通过对外投资赋能给被投资企业。第二是品类扩张，公司通过其旗下基金持有廖记60%股权，在管理及供应链上赋能廖记，布局餐桌卤味赛道。据渠道调研，餐桌卤味市场空间约是休闲卤味3倍左右，市场集中度较低，客单价和毛利率普遍优于休闲卤味。目前公司仍处于与廖记管理上的磨合期，廖记全国门店约800家左右，未来绝味有望复制其成功经验至廖记，看好廖记未来长期发展。

风险提示：门店扩张低于预期，导致销量增长低于预期；原材料价格上涨超预期，公司提价难以覆盖导致毛利率低于预期；食品安全问题。

（2）双汇发展：肉制品经营持续改善，2021年有望量利齐升

公司肉制品业务改善趋势明确，预计未来3年量价齐升。2021年有望量利齐升。公司2018年以来持续优化产品、营销、渠道和员工激励机制，肉制品经营持续改善。我们预计2020年肉制品业务有望量价齐升：通过打造爆品、开拓新渠道等方式推动销量稳定增长；19年6次提价推动20年吨价同比提升10%+。另外，公司肉制品经营持续改善，我们预计未来3年公司肉制品业务有望量价齐升——有望通过渠道扩张、新品类开拓等方式推动销量稳健增长；通过产品结构升级等方式推动均价持续提升。

猪价高位运行情况下，公司有望通过提价、产品结构升级、进口冻肉（20年预计通过罗特克斯进口分割肉、分体肉、骨类及副产品175亿元，同比增长198.53%）等方式缓解成本压力。猪价回落情况下，公司提价红利有望进一步释放，推动毛利率提升。

非洲猪瘟疫情有望提升屠宰行业集中度，公司屠宰业务市占率和利润弹性有望长期稳步提升。2020年非洲猪瘟抑制生鲜肉消费需求、生猪价格继续提升，预计屠宰业务量、利承压，但公司有望加大进口冻肉采购，减弱屠宰业务利润周期性。

风险提示：肉制品渠道扩张和产品结构升级低于预期；食品安全问题。

（3）安琪酵母：量价齐升，产能持续扩张

寡头地位造就国内强定价权，产能扩张提升海外份额。国内寡头垄断：00-06年国内酵母行业高增长，安琪市占率维持30%左右；07-19年行业增速放缓，安琪市占率从30%升至55%；预计未来5年市占率略有提升，寡头地位稳固，定价权将凸显。海外份额提升：产能扩张有望推动18-23年海外产能从4.3万吨升至8万吨，CAGR13%；海外经销商已达3199家。产品：持续改良和创新提升客户粘性，国内定价比竞品高10%+。品牌：持续品牌营销打造国内第一品牌。渠道：安琪全国经销商超11000家，渠道下沉县镇级（乐斯福仅到市级），全国办事处27处（乐斯福5处），技术服务能力强于对手，渠道粘性高。

2021年是公司十四五规划开局之年，我们认为公司大概率会完成目标，为十四五起好步、开好头：（1）据公司20年年报，全年发酵总产量达到28.6万吨，21年公司产能将持续释放，预计21年公司可新增2万吨左右酵母产能，推动公司收入稳健增长。（2）21年公司对其产品进行提价，据公司公告，公司分别于21年1月份及3月对其YE及酵母产品进行调价，覆盖原材料成本上涨，保障公司盈利能力。（3）公司干酵母在疫情期间得以抢占部分鲜酵母市场，随干酵母海外渗透率提

升，公司海外业务有望保持稳健增长。（4）我国B端业务已逐步恢复，增长空间进一步打开。

公司业绩有望逐步好转。长期来看，我们认为公司业绩有望逐步好转，主要由于（1）看好未来国内酵母家用化的长期趋势，家庭消费业务有望继续稳健增长，小包装占比提升改善酵母综合毛利率。（2）公司加速产能布局，投资2.5万吨酵母制品绿色制造项目，保障各领域业务长远持续的稳定发展。（3）公司成立糖蜜罐建设项目，将储存能力从10.6万吨提高到17.8万吨，可确保年产4.5万吨酵母乳的糖蜜供给，解决糖蜜原料风险问题，综合降低糖蜜采购成本。（4）下游衍生品中YE、动物营养、微生物营养、酿造、酶制剂等产品占比提升有望提升公司盈利能力。

风险提示：环保政策收紧，导致产能利用率不及预期；汇率波动影响海外子公司汇兑损益；白糖价格下跌导致白糖业务净利润下滑；食品安全问题。

（4）桃李面包：短保面包龙头，具备强渠道能力，21年收入或逐季改善

公司ROE 20%左右，核心竞争力源于强渠道管理。桃李渠道管理能力强，低退货率（5-8%）：①团队专业稳定：公司股权激励充分，管理团队专业性、稳定性强。②配送高效：二级物流覆盖22万家网点，对第三方物流员工化管理，桃李日配比例40%+。③渠道管理精细：直营收入占比超60%，便于直接管理；经销商多从公司内部培育，忠诚度和专业性强；业务员按天精细化考核，执行力强于竞品。公司ROE高达20%左右，高效存货和账款管控推动资产周转率1.2次+；低退货率保障净利率稳定12%+。

我们预计21年公司收入有望自Q2起恢复双位数增长：（1）20年Q2起公司学校渠道受疫情影响较大，收入基数较低，目前疫情影响已消退，公司渠道逐渐恢复，有望推动公司收入恢复至双位数增长。（2）公司21年产能将持续释放。据公司20年年报，江苏工厂已于3月开始投产，且公司四川、沈阳、浙江和青岛工厂有望最早于21年Q4开始投产贡献收入，未来投产后有望提升销售半径和销售网点覆盖率。（3）据公司20年年报，公司已在全国市场建立了29万多个零售终端，计划持续精耕东北、华北等成熟市场并积极拓展华东、华南等新市场。（4）公司积极发展电商与社区团购渠道。公司针对设立了专门的电商团队进行管理并培养了自己的主播团队，未来电商渠道收入占比有望持续提升；同时公司积极与各大社区团购平台合作，未来有望成为公司营销方式新增长点。（5）公司将加大产品研发力度，对现有产品进行产品升级并积极开发新品。据公司20年年报，公司新推出了华夫糕点、臻软山型吐司面包、1995吐司面包、南瓜切片面包、乳酪芝士风味蛋糕等一系列高质量产品，满足不同渠道和不同消费者的多样化需求，推动收入稳健增长。

我们预计公司21年利润端短期或有所承压，主要是因：（1）20年公司享受阶段性社保减免政策将于今年陆续到期，预计今年相关费用及成本将增加。（2）面粉、豆油等原材料成本价格上行导致毛利率承压。我们预计22年随社保政策等一次性影响因素消退，利润有望恢复至与收入相当两位数以上增长。

风险提示：行业竞争加剧；新市场销售情况低于预期；食品安全问题。

（5）盐津铺子：公司进入高速成长期

渠道和品类扩张，推动20年收入加速增长。公司公告2020年收入19.59亿元，同比增长39.99%，收入加速增长。产品：公司通过“试验工厂”模式对产品进行改进及研发，市场接受度良好，公司烘焙、休闲深海及素食类产品皆实现高增长。渠道：公司通过“双中岛战略”积极拓展全国商超渠道，据公司年报，20年公司中岛已达160000个。

据公司年报，公司发布新三年（2021-2023）战略规划，**我们预计21年公司收入有望保持高增长：**（1）公司将加速双岛门店布局，全面推动渠道精耕和渠道下沉，升级店铺运营，提升门店单店收入，推动收入增长。（2）散装业务由“渠道事业部制”向“战区总经理制”转变，将决策权前移至中部、西部、东部、北部四大展区，可更快地响应客户需求和市场变化。（3）公司将重点发展定量装和电商，推动收入稳健增长。（4）公司将持续聚焦品牌品类，咸味零食将重点打造“海味零食”和“辣味零食”，甜味零食将重点发展“休闲烘焙”和“休闲点心”，打造公司核心品类。（5）公司于3月2日发布股权激励草案，拟授予高级管理人员（4人）和核心技术员工（28人）限制性股票数量223.67万股，有助于公司留住核心人才。且此次考核激励目标高，有望进一步激发团队积极性，预计未来3年公司将进入高速成长期。

风险提示：店中岛投放速度不及预期，导致销量不及预期；新品烘焙、辣条、果干产销量不达预期；原材料成本上涨；食品安全问题。

（6）洽洽食品：费用率下降，渠道深耕叠加品类扩张

毛利率提升和费用率下降，推动公司20年业绩高增长。公司发布20年年报，20年公司收入52.89亿元，同比增长9.35%；单四季度收入16.38亿元，同比增长1.25%，Q4收入增速放缓。我们预计主要是受春节错位影响，春节档销售收入可能会在21年1月份更多的体现，导致单4季度瓜子和坚果收入不及预期。

长期来看，公司收入有望保持稳健增长，盈利能力有望持续提升：（1）传统红袋瓜子将继续强化市场的占有率和品牌效应，有望维持稳定增长；蓝袋瓜子渠道及产品种类持续扩张，有望实现快速增长。（2）随着坚果产品销量的提高，自动化生产规模效应逐渐显现，毛利率持续提升；公司于20年下半年推出新品益生菌坚果及坚果燕麦片，新品市场接受度高，“坚果+”产品品类扩张有望推动收入稳健增长。（3）公司组织改革提高效率、强化激励考核措施、推进员工持股计划，员工效率和积极性的提高将长期提升公司盈利能力。（4）公司发行可转债，进一步优化华东、华中、华南地区的生产和销售布局，提高公司主导产品的生产能力、降低公司产品的生产和销售成本，有望进一步提升公司盈利能力。（5）公司摸索出一套新大单品推出模式，通过线上不断测试符合消费者需求可以放量的新品，然后挑出大单品线下渠道大规模铺货和渠道下沉放量，我们认为这种模式具有可复制性且大单品推广更容易成功，未来有望贡献新的收入增长点。

风险提示：新品推广不及预期；坚果行业竞争加剧；原材料成本上涨超预期，食品安全风险。

五、风险提示

1.经济复苏不达预期

如果经济复苏不达预期，居民消费支出水平增长放缓，消费行业整体将受到影响。

2.疫情反复风险

虽然疫情目前得到有效控制，市场恢复较好，但国外疫情目前并未得到有效控制，仍存在不确定性因素。

3.食品安全问题

消费者对于食品安全、质量越来越重视，一旦出现食品安全问题，将对企业甚至行业造成较重的打击。

广发食品饮料研究小组

王永锋：首席分析师，经济学硕士，12 年证券行业工作经验。

刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

袁少州：高级分析师，经济学硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

李钧馨：经济学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

张子健：管理学硕士，2021 年加入广发证券研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。