

证券研究报告 / 行业动态报告

估值回归合理区间，关注一季度业绩反弹

优于大势

上次评级: 优于大势

报告摘要:

本周观点: 白酒板块, 近期经过调整以后, 估值已经回归到较为合理水平, 配置价值逐步凸显。从春季糖酒会交流情况来看, 消费升级趋势不改, 带动高端、次高端市场扩容, 竞争加剧为五泸的进一步升级提供支撑。酱酒竞争进入次高端市场, 但品质与品牌始终是市场竞争的终点。香型丰富化程度进一步提高, 竞争格局的本质在于各香型龙头企业的市场份额。我们坚定推荐配置高端茅五泸, 次高端汾酒、古井、酒鬼、今世缘等。**啤酒板块,** 啤酒板块, 主要厂商动销均已恢复到疫情前同期水平, 建议关注去年低基数下的销量反弹。同时麦芽、包材等原材料上涨促使厂商通过产品结构升级消化成本上涨, 行业估值已回落至合理区间, 首推华润啤酒、重庆啤酒, 推荐青岛啤酒、珠江啤酒。**乳制品板块,** 上游奶源供给偏紧张致价格持续上行, 带动下游竞争趋缓, 同时一季度同比均呈现明显改善, 建议关注估值回落合理区间的伊利股份、蒙牛乳业、光明乳业, 奶粉建议关注中国飞鹤。**休闲食品板块,** 建议关注 PEG 较低且后期快速增长的盐津铺子和洽洽食品。卤制品板块, 持续看好卤味龙头绝味食品, 主业高增长目标叠加近期单店持续恢复, 建议关注困境反转的周黑鸭。**调味品板块,** 原材料包材价格处于高位, 可能存在提价预期, 部分一季度低基数企业可能迎来高增长, 建议关注中炬高新。

市场回顾: 本周上证综指下跌 0.97%, 沪深 300 下跌 2.45%, 食品饮料板块下跌 4.85%, 弱于上证综指和沪深 300。食品饮料各子板块中, 白酒下跌 6.73%, 啤酒上涨 0.31%, 其它酒类下跌 2.83%, 软饮料上涨 0.30%, 葡萄酒下跌 4.45%, 黄酒下跌 3.03%, 肉制品下跌 0.54%, 调味发酵品上涨 0.43%, 乳品下跌 0.88%, 食品综合下跌 1.20%。

数据跟踪: 截止4月9日, 京东商城飞天茅台、五粮液、洋河梦之蓝、剑南春、水井坊价格分别为1499元、1199元、649.5元、458元、519元, 价格相比上周分别变动0元、-1元、70.5元、10元、0元。

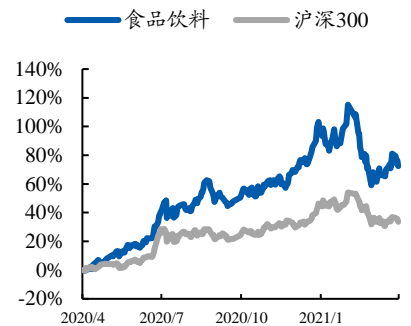
重要研报: 深度解析酱酒行业的发展前景与竞争格局: 消费升级趋势下酱香趁势而起, 酱酒黄金时代轮廓渐显并呈现两大特征。酱酒吨价为白酒4倍以上, 2016年以来高端白酒引领的提价动作以及居民消费升级是白酒行业发展的主要动力, 为酱酒崛起创造良好条件, 我们认为酱酒黄金时代已经来临, 并呈现两个明显特征, 1) 酱酒收入、利润占比快速提升; 2) 多元主体入局酱酒呈现投资热潮。

风险提示: 食品安全风险; 板块估值过高风险

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
贵州茅台	2020	37.17	41.41	46.05	54.34	48.78	43.87	买入
酒鬼酒	171	1.51	2.27	3.05	113.41	75.44	56.15	买入
巴比食品	36	0.58	0.74	0.88	61.59	48.27	40.59	买入
百润股份	111	1.00	1.35	1.76	111.10	82.30	63.13	买入
天味食品	45	0.58	0.72	0.90	76.98	62.01	49.61	买入

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	8%	-13%	72%
相对收益	7%	-5%	40%

行业数据

成分股数量 (只)	115
总市值 (亿)	24508
流通市值 (亿)	21227
市盈率 (倍)	42.12
市净率 (倍)	6.77
成分股总营收 (亿)	2968
成分股总净利润 (亿)	503
成分股资产负债率 (%)	343.06

相关报告

《食品饮料行业深度: 深度解析酱酒行业的发展前景与竞争格局》

--20210407

《估值回归预期强化, 关注一季度高弹性标的》

--20210329

《食品饮料行业周报: 白酒配置价值凸显, 乳业竞争态势有所改善》

--20210316

《啤酒行业深度报告: 千帆竞渡, 高端产品百花齐放的大时代》

--20210314

证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001

021-20361174 liqiang@nesc.cn

目 录

1.	本周观点.....	3
2.	市场观点.....	3
3.	数据跟踪.....	5
3.1.	白酒.....	5
3.2.	奶价.....	5
3.3.	猪价.....	6
4.	行业要闻.....	6
5.	重要研报.....	7
6.	公司公告.....	13
7.	大事提醒.....	15

图表目录

图 1:	食品饮料各子行业走势.....	3
图 2:	各行业指数(申万)涨跌幅对比(%).....	3
图 3:	食品饮料各子行业 TTM 市盈率.....	4
图 4:	食品饮料各子行业溢价率.....	4
图 5:	茅台、五粮液等白酒京东价格走势.....	5
图 6:	生鲜乳主产区平均价.....	6
图 7:	活猪、仔猪、猪肉平均价(元/千克).....	6
表 1:	食品饮料本周涨跌幅前五名.....	4
表 2:	食品饮料本月至今涨跌幅前五名.....	4
表 3:	本周重点新闻.....	6
表 4:	近期主要报告.....	7
表 5:	近期重要公告.....	13
表 6:	下周大事提醒.....	15

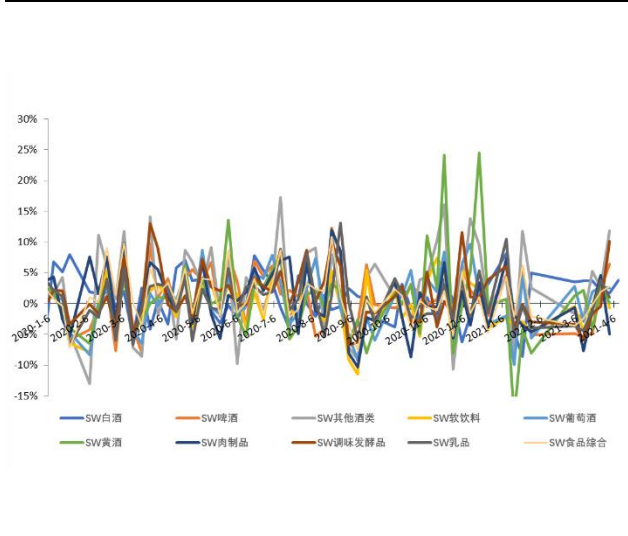
1. 本周观点

白酒板块，近期经过调整以后，估值已经回归到较为合理水平，配置价值逐步凸显。从春季糖酒会交流情况来看，消费升级趋势不改，带动高端、次高端市场扩容，更多酒企进入千元价格带，竞争加剧为五泸的进一步升级提供支撑。普酒竞争进入次高端市场，但品质与品牌始终是市场竞争的终点。为满足消费者差异化的需求，香型丰富化程度进一步提高，竞争格局的本质在于各香型龙头企业的市场份额。一段时间内白酒市场将维持以浓香型为主体，多种香型共同发展的格局，差异化将成为新酒企的成长之路。我们坚定推荐配置高端茅五泸，次高端汾酒、古井、酒鬼、今世缘等。**啤酒板块**，啤酒板块，华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒等厂商动销均已恢复到19年同期水平，建议关注啤酒行业去年疫情低基数下的销量反弹。同时麦芽、包材等原材料上涨促使厂商通过产品结构升级消化成本端上涨，行业估值已回落至合理区间，首推华润啤酒、重庆啤酒，推荐青岛啤酒、珠江啤酒。预调酒板块，百润股份我们预计Q1营收端增速为40%-45%，其中线上增速为90%，同时香精业务高增长，建议关注。**乳制品板块**，上游奶源供给偏紧致价格持续上行，带动下游竞争趋缓，同时一季度同比均呈现明显改善，建议关注估值回落合理区间的伊利股份、蒙牛乳业、光明乳业，奶粉建议关注中国飞鹤。休闲食品板块，建议关注PEG较低且后期快速增长的盐津铺子和洽洽食品。**卤制品板块**，持续看好卤味龙头绝味食品，股权激励的主业高增长目标叠加近期单店持续恢复，建议关注困境反转的周黑鸭。**调味品板块**，原材料包材价格处于高位，可能存在提价预期，部分一季度低基数企业可能迎来高增长，建议关注中炬高新。

2. 市场观点

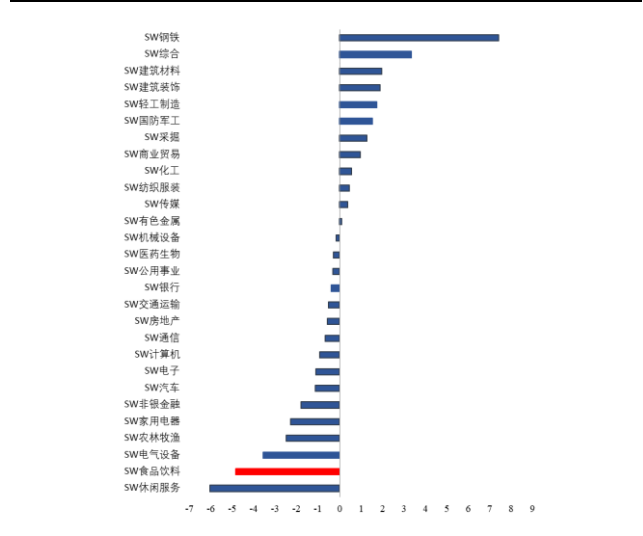
本周上证综指下跌0.97%，沪深300下跌2.45%，食品饮料板块下跌4.85%，弱于上证综指和沪深300。食品饮料各子板块中，白酒下跌6.73%，啤酒上涨0.31%，其它酒类下跌2.83%，软饮料上涨0.30%，葡萄酒下跌4.45%，黄酒下跌3.03%，肉制品下跌0.54%，调味发酵品上涨0.43%，乳品下跌0.88%，食品综合下跌1.20%。

图 1: 食品饮料各子行业走势



数据来源：东北证券，Wind

图 2: 各行业指数（申万）涨跌幅对比（%）



数据来源：东北证券，Wind

从个股来看，上周涨幅前五名的公司为皇氏集团、李子园、汤臣倍健、ST 加加、一鸣食品，涨幅分别为 19.12%、11.33%、9.06%、8.16%、7.17%；跌幅前五名的公司为洋河股份、金禾实业、老白干酒、泸州老窖、口子窖，跌幅分别为-10.44%、-10.28%、-9.95%、-9.69%、-8.59%。

表 1: 食品饮料本周涨跌幅前五名

涨幅前五名				跌幅前五名			
代码	股票名称	股价(元)	涨幅(%)	代码	股票名称	股价(元)	跌幅(%)
002329.SZ	皇氏集团	4.86	19.12	002304.SZ	洋河股份	155.92	-10.44
605337.SH	李子园	41.08	11.33	002597.SZ	金禾实业	35.35	-10.28
300146.SZ	汤臣倍健	30.73	9.06	600559.SH	老白干酒	19.91	-9.95
002650.SZ	ST 加加	6.23	8.16	000568.SZ	泸州老窖	223.87	-9.69
605179.SH	一鸣食品	19.74	7.17	603589.SH	口子窖	58.87	-8.59

数据来源：东北证券，Wind

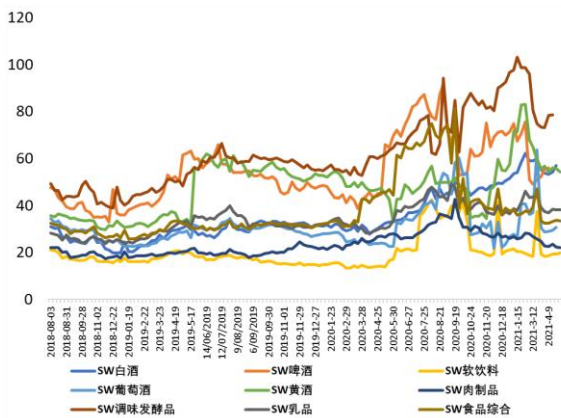
表 2: 食品饮料本月至今涨跌幅前五名

涨幅前五名				跌幅前五名			
代码	股票名称	股价(元)	涨幅(%)	代码	股票名称	股价(元)	跌幅(%)
002329.SZ	皇氏集团	4.86	19.12	002597.SZ	金禾实业	35.35	-10.28
605337.SH	李子园	41.08	15.23	603317.SH	天味食品	44.65	-7.63
600702.SH	ST 舍得	93.57	13.03	600189.SH	泉阳泉	11.15	-7.62
000799.SZ	酒鬼酒	171.25	12.55	600543.SH	莫高股份	6.88	-6.90
003000.SZ	华文食品	15.89	12.54	603919.SH	金徽酒	32.41	-5.78

数据来源：东北证券，Wind

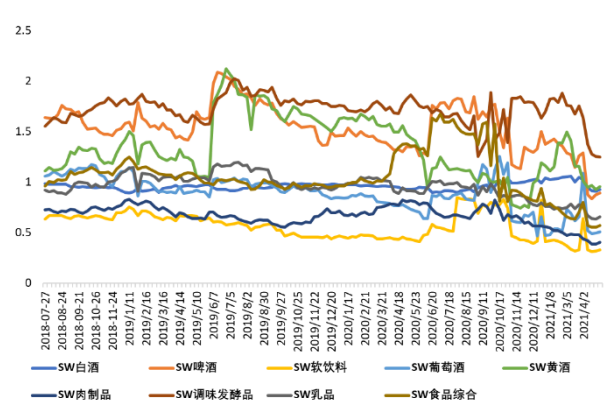
估值方面，截止到本周，食品饮料行业市盈率为 49.3989，各子行业白酒、啤酒、其他酒类、软饮料、葡萄酒、黄酒、肉制品、调味发酵品、乳品、食品综合市盈率分别为 53.19X、55.92X、114.00X、19.79X、29.16X、54.28X、22.04X、78.65X、38.22X、33.58X。

图 3: 食品饮料各子行业 TTM 市盈率



数据来源：东北证券，Wind

图 4: 食品饮料各子行业溢价率



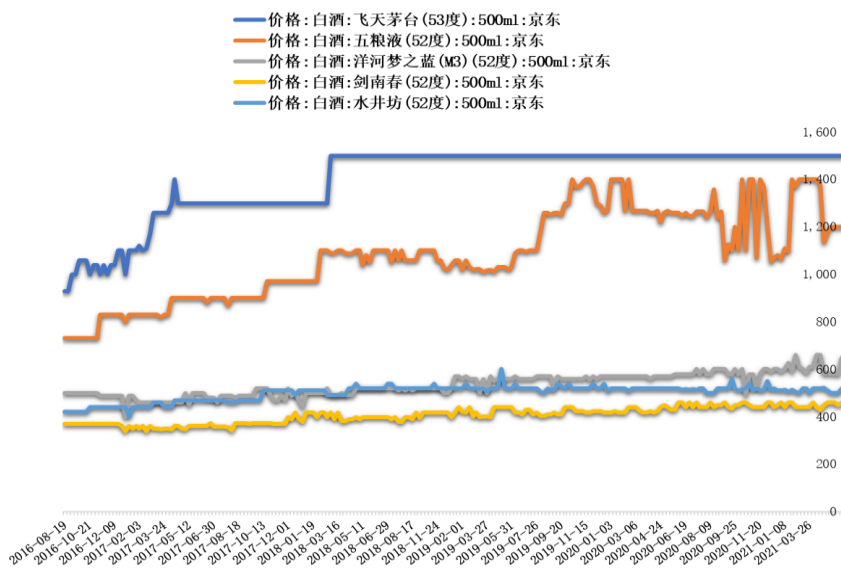
数据来源：东北证券，Wind

3. 数据跟踪

3.1. 白酒

截止4月9日，京东商城飞天茅台、五粮液、洋河梦之蓝、剑南春、水井坊价格分别为1499元、1199元、649.5元、458元、519元，价格相比上周分别变动0元、-1元、70.5元、10元、0元。

图 5: 茅台、五粮液等白酒京东价格走势

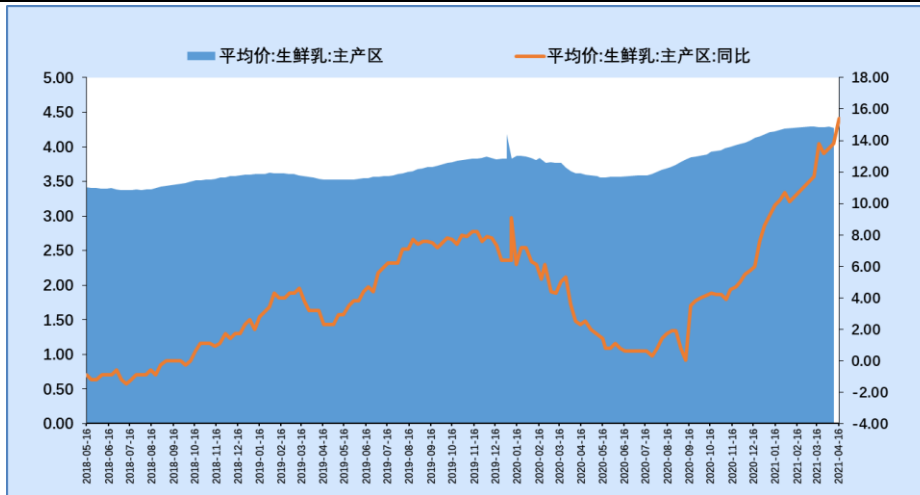


数据来源：东北证券，Wind

3.2. 奶价

截止2021年4月9日，生鲜乳主产区平均价为4.27元/千克，同比增长15.4%。

图 6: 生鲜乳主产区均价

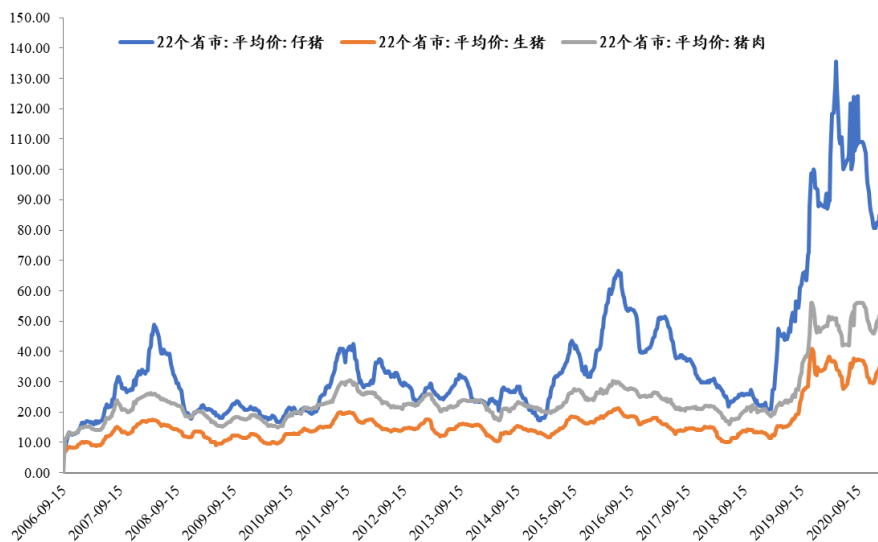


数据来源: 东北证券, Wind

3.3. 猪价

截止 2021 年 4 月 9 日, 生猪价格同比下降 26.2%, 环比下降 4.7%, 为 26.16 元/千克; 仔猪价格同比下降 3.1%, 环比下降 1.4%, 为 92.08 元/千克; 猪肉价格同比下降 23.7%, 环比下降 3.5%, 为 42.53 元/千克。

图 7: 活猪、仔猪、猪肉均价 (元/千克)



数据来源: 东北证券, Wind

4. 行业要闻

表 3: 本周重点新闻

分类	日期	内容	来源
----	----	----	----

		<p>酱酒下半场，决胜在大单品 2021 中国高端酱酒价值投资峰会 https://4m.cn/r0mjz</p> <p>宁夏贺兰山东麓青铜峡葡萄酒产区发力崛起 https://4m.cn/viR3z</p> <p>舍得酒业 2021 年经销商大会举行 https://4m.cn/SNHmH</p> <p>米仓耳记携新品空降春糖 https://4m.cn/FgvWV</p> <p>拥抱团时代！第四届社区电商产业大会成功召开 https://4m.cn/yvIk0</p>	酒业家、食业家、糖酒快讯
食品饮料	20210406	<p>宋书玉、樊纲、张联东、王朝成论 “中国名酒” 之说，春糖不虚此行 https://4m.cn/46Rfs</p> <p>谭忠豹、李俊、曾宇等共论 “汾酒复兴新征程” https://4m.cn/QuCeR</p> <p>白燕：川调产业的特色发展之路 https://4m.cn/zMkJ1</p> <p>光良 2020 财年终端销售额猛增 3 倍，2021 年 Q1 核心大单品销量环比激增 289% https://4m.cn/YxgCl</p>	糖酒快讯、中国调味品协会、酒业家
食品饮料	20210408	<p>金沙酒业战略发布会 http://jiuyejia.com/p/149690</p> <p>川酒集团 4 大核心业务板块集体亮相春糖 https://4m.cn/NknWR</p> <p>元气森林，中粮，健力宝推出新品 https://4m.cn/gd4gU</p> <p>丰谷酒业五年发展目标 https://4m.cn/j1CYn</p> <p>西凤全体军团出击春糖 https://4m.cn/E8JBg</p>	酒业家、食业家、糖酒快讯
食品饮料	20210409	<p>《中国酒业“十四五”发展指导意见》发布，销售收入目标达 14180 亿元 https://4m.cn/utjQq</p> <p>五芳斋即将正式冲刺 A 股，均瑶收购湖北矿泉水厂 70% 股权等 https://4m.cn/iVPTS</p> <p>朝日集团收购百威英博澳洲业务后拟暂停海外投资 https://4m.cn/qx7S7</p> <p>华都品牌战略发布 https://4m.cn/sKwz0</p>	酒业家、食业家、新浪财经

数据来源：东北证券，行业网站

5. 重要研报

表 4：近期主要报告

报告类型	标题	报告摘要
深度报告	深度解析酱酒行业的发展前景与竞争格局	<p>消费升级趋势下酱香趁势而起，酱酒黄金时代轮廓渐显并呈现两大特征。酱酒吨价为白酒 4 倍以上，2016 年以来高端白酒引领的提价动作以及居民消费升级是白酒行业发展的主要动力，为酱酒崛起创造良好条件，我们认为酱酒黄金时代已经来临，并呈现两个明显特征，1) 酱酒收入、利润占比快速提升；2) 多元主体入局酱酒呈现投资热潮。</p> <p>深入剖析酱酒黄金时代的内在驱动力主要有四个层面。1) 茅台十余年龙头引领，次高端及以下酒企形成稳固格局共同发力，外部风险抵御能力及香型突破能力均得到大幅提升。2) 酱酒产品价格带逐步细分形成更广泛覆盖，酒企开发出更多香型及度数的酱酒产品，满足消费者多样需求，有利于做大酱酒总规模。3) 匠心酿造酱香风味，酱酒 12987、三高三长的复杂工艺，富含多种香型物质造就独特口感，饮后舒适度较高，品质卓越引发消费热潮。4) 酱酒产量受到生产周期、出酒率和核心产区三重限制，产能释放缓慢，优质酱酒极为稀缺，导致酱酒渠道渗透率低，渠道利润高，渠道推广意愿强，厂商-渠道-消费者-政府合力促进发展。</p>

解析酱酒行业的发展前景与竞争格局。1) 酱酒价格、产能双增长, 酒厂供不应求顺势大幅提价, 茅台、习酒、郎酒多家龙头酒企已经规划扩产, 酱酒规模继续扩张。2) 酱酒热从弱壁垒市场向全国渗透, 2013 年至今酱酒已经从分散市场走向部分市场趋势确定, 当前贵州引领, 河南、广东、山东已经占据半数份额, 未来从东南沿海富庶区域向西北内陆发展空间仍十分充足, 龙头酒企当前已经制定市场覆盖规划, 预计市场拓展力度将逐步增强。3) 香型争霸赛, 谁主沉浮? 回顾浓香对清香的竞争, 可知浓香当今的地位仍然稳固, 销量规模上将保持第一, 核心源于酱酒龙头企业产能扩张受限。从产业链角度出发, 预计酱酒酒企及渠道利润之和已经超越浓香, 所以渠道染酱势不可挡。4) 竞争格局方面, 酱酒企业产能为基, 品牌为魂, 营销为翼, 一起多强, 逐步集中。

深度报告 百威英博(BUD)深度报告: 啤酒之王的冰与火之歌

百威英博历史悠久, 通过自身发展和不断并购成为全球啤酒龙头。百威的前身安海斯-布希公司成立于 1852 年, 创始人阿道斯布希在 1876 年推出了第一个全国品牌“百威”。通过几代人的苦心经营, 百威从 1957 年起一直占据美国啤酒行业第一。确定美国霸主地位后, 百威通过收购、入股和合资, 进入全球市场。2020 年, 公司销售收入为 468.81 亿美元, 销量为 530.64 亿升, 归母净利润为 14.05 亿美元, 为全球最大的啤酒集团。目前, 百威英博拥有 500 多个品牌, 销售覆盖 150 多个国家, 是名副其实的行业霸主。

美国啤酒行业高端化为主潮流, 行业格局稳定。2008 年美国啤酒销量达到峰值 248.35 亿升后, 随后几年销量先逐渐下滑, 后趋于稳定。而销售额却自 2014 年起稳步上升, 由 2014 年的 991.4 亿美元增长至 2019 年的 1053.9 亿美元。高端啤酒销量增长显著, 2014-2019 年 CAGR 为 5.39%, 而中档和经济型啤酒 CAGR 则分别为 -2.62% 和 -1.86%, 行业销售额的上升得益于高端化进程的推进。美国总体啤酒市场格局趋于稳定, 未来的增长点主要来源于高端化的进一步发展。

工匠精神塑造行业龙头, 产品覆盖全价格带。2014 至 2019 年百威英博销量 CAGR 达 5.16%, 市占率为全球第一。吨价近几年缓慢上升, 吨成本由于受供应链调整等因素, 有一定增长。公司通过实行全方位品控等措施, 打造优质产品, 覆盖全价格带。其中高端产品表现亮眼, 近 5 年高端产品销量 CAGR 为 8.13%。

渠道运营精细, 品牌塑造以打造消费场景为主旋律。百威英博根据每个渠道的特点匹配不同品牌, 进行精细化运营。未来随着电商和新零售的进一步发展, 公司有望进一步扩大市占率。在品牌策略上, 百威英博一方面通过品类扩张战略和品类创新不断发掘新的细分市场, 另一方面通过打造消费场景和精准营销, 使品牌形象深入人心, 带来品牌溢价。

深度报告 巴比食品(605338): 三分书里识巴丘, 包点铺中迷巴比

早餐刚需赛道优质, C 端格局未定, B 端亟待升级。早餐刚需属性强, 行业规模近 1.75 万亿, 年均增长 7%, 其中外食早餐贡献近半。从产品看, 早餐品类和口味地区差异较大, 但包子、豆浆等在各地区均热销; 从渠道看, 连锁化趋势优势大前景广, 便利店扩张影响有限, “线上+”新模式快速发展。团餐起步早发展慢, 供应链的完善将助央厨配餐成主流。

巴比产品多样研发力强, 新品聚焦需求厚积薄发。现有产品品类约 250 余种, 每季推出 1-2 个新品, 在保障共通品类的基础上针对各地口味推出相应产品, 产品线广

而不散。“锁鲜装”新品聚焦安全与健康，充分利用巴比门店数量积累快速地推，零售向家庭消费转变稳步推进。

特许加盟模式成熟，多重政策保障门店健康经营。巴比针对特许加盟全流程制定细则：加盟前协助选址规划、开业前统一培训及装修、开业后定期督导，同时全程5种补助累计最高2.25万元保障门店健康经营。

单店模型优秀，高毛利高周转保障品牌长期增长。巴比门店投入低、回收期短，单店年订货额20-40万，50%的毛利使单店净利近23%，略优于卤味和奶茶连锁。同时，巴比门店每日供货，通过高存货周转减轻门店原材料积压，缔造可持续竞争力。

聚焦大品牌战略，开拓路径清晰、存量翻牌与市场开拓并存。巴比聚焦自身单一品牌，以华东上海、华南广州、华北北京的顺序以点带面依次开拓市场。目前华东下沉空间大，新增门店可达4100余家；华南品牌多竞争大，存量博弈或将大于市场开拓；华北政策及气候特殊，大门店形象好、规模化强，小店连锁模式仍待开拓。

公司组织清晰架构稳定，支出成本稳中有降，财务结构健康。创始人刘会平以60.66%持股比稳定控股，并在中层设立总裁办，统筹日常运营和后台管理。近四年间公司管理持续提效，管理费用及财务费用稳中有降，资本结构持续优化，偿债能力不断加强，公司未来提升空间充足。

顺应消费升级大趋势，啤酒行业高端化持续推进。纵观我国啤酒行业发展历程，2005年起行业处于快速增长阶段，2013年行业规模达到顶峰，产销量突破5000万千升。随后由于适龄消费群体人数减少和产品同质化，行业竞争加剧，啤酒总产量下降趋势明显，销量相对稳定。在消费升级的大背景下，啤酒厂商纷纷进行高端化改革以实现进一步发展。根据欧睿数据，2019年中国啤酒总销量4543万千升，经济型/中端/高端销量占比为68%/21%/11%。近年来我国中高端啤酒销量占比明显提升，但相较于海外成熟市场仍有较大上升空间。预计未来五年经济型/中端/高端销量CAGR为-4.4%/2.7%/3.4%，吨价CAGR分别为2.0%/3.1%/4.6%。

厂商积极布局高端产品，结构化升级之路不进则退。产品价格带上移是行业趋势，中低端产品目前仍是销量主力。预计2024年高端啤酒销量占比和销售额占比将分别提升至14%和41%。为了在未来的竞争中胜出，各大啤酒厂商都将工作重心转移到中高端产品上来。外资啤酒厂商在海外发展多年，拥有相对成熟和丰富的高端产品种类，通过不断引入海外成功产品抢占高端市场。民族厂商如青岛、燕京和珠江坚持自主研发高端产品。华润和重啤在自研产品的同时，也分别引入喜力和嘉士伯的高端品牌以完善自身产品矩阵。

赋能经销商，线上线下协同发展。渠道是产品销售的场景，对利润的影响至关重要。各大厂商纷纷开始赋能大经销商抢占高端渠道。虽然国内高端啤酒渠道以现饮为主，但发展电商作为补充渠道的同时，有利于加强宣传、提升品牌知名度，也成为各大厂商的必争之地。另外，国内啤酒市场呈现群雄割据的局面，各大厂商都有自己的基地市场。随着未来渠道改革推进和中外资厂商合作加深，头部厂商市占率有望进一步提升，市场格局也将会持续演化。

啤酒行业：千帆竞渡，高端产品百花齐放的大时代
深度报告

品牌矩阵加速升级，场景化营销和消费者画像渐成潮流。海外啤酒厂商在品牌塑造方面更为成熟，针对不同产品口味、饮用场景和消费人群的产品打造带来丰厚的品牌溢价。国内厂商也一改以往靠单一产品遍行天下的战略，完善品牌矩阵，对各消费群体实现精准营销。

对比美日等发达市场，我国速冻食品行业发展空间广阔。目前，我国速冻食品人均消费量不到美国的 1/6，日本的 1/2，仍有较大空间。同时对比日本，我国龙头企业市占率仅 10% 左右，预计未来市场可以容纳 1-2 家市占率超 20% 的龙头企业，整合空间较大。随着速冻食品接受程度提高，配套基础设施逐渐成熟，我国速冻食品行业仍具有巨大发展潜力。

火锅料制品行业龙头品牌崛起，速冻新式面点黑马辈出，预制菜肴有望成为新蓝海。根据 Frost & Sullivan 的研究数据，我国速冻食品行业规模由 2013 年的 828 亿元增长至 2019 年的 1400 亿元，CAGR 为 10.0%，速冻食品行业千亿蛋糕不断壮大。其中火锅料行业发展迅速，进入洗牌整合新阶段，对于火锅料企业的供应链、资金、品质的要求逐渐提升，三全、安井等龙头规模优势出现，市占率进一步提升。新式面点成为速冻米面行业新突破口，爆款新品面点成为新兴企业进入市场的重要途径。预制菜肴类仍处起步阶段，借助餐饮行业东风，需求端进一步扩大，新兴蓝海市场待开拓。

深度报告 速冻品行业：“速”食主义，别有“冻”天

速冻食品行业供需两旺，冷链发展助力行业增长。目前我国消费端家庭需求占比多于餐饮端，疫情催生家庭端速冻食品消费新高点，强化消费者习惯养成，快节奏就餐习惯培育年轻一代对于速冻食品需求持续增长。但对标海外成熟市场，BC 消费结构仍有调整空间，随着火锅类餐饮崛起，中央厨房模式催生餐饮模式再升级，餐饮端需求仍有广阔发展空间。随着新零售模式兴起，全国冷链辐射半径加大，冷链升级为速冻食品保驾护航。龙头企业扩产增能，注重新品研发，强化供应端基础。

行业内各可比标的公司核心壁垒特征明显，疫情红利下，2C 企业受益明显，业绩迎来新突破。其中，三全食品依靠水饺、汤圆、面点三张王牌，加之红标、绿标渠道优化管理模式，推出涮烤汇、早餐、备餐场景概念，老派龙头地位稳固；安井食品依靠销地产模式，BC 双轮驱动，推出大单品战略，结合全国化渠道优势，发展势头正盛；海欣食品强化 C 端布局，注重线上化销售模式，扩产增能打好基础；惠发食品依托丸制品和油炸品两大主力产品，重视商场渠道优化，精细化管理经销商渠道，不断加强新品研发进程；千味央厨背靠大牌合作企业，定制品和通用品相结合，高比例自产保证产品品质，客户保有率高，以定制研发为主，自主研发为辅，挖掘面点赛道新机会。

深度报告 金龙鱼（300999.SZ）：巨无霸粮食帝国向厨房全品类的进击

食用油行业升级趋势延续，米面小包装化和品牌化是趋势。2019 年我国食用油消费量达 3440 万吨，2013-2019 年 CAGR 为 3.7%，行业稳定增长。2001-2019 年小包装食用油占比从 9.6% 增长至 37%，中高端油种占比持续提升，小包装化和消费升级趋势明显。2019 年食用油零售行业 CR3 为 61.5%，行业集中度较高，粮油行业一超多强格局确立，其中益海嘉里份额为 39.6%（现代渠道）。米面行业规模趋于稳定，2013-2019 年大米消费量 CAGR 为 0.6%，2013-2020 年小麦消费量 CAGR 达 1.5%，面粉市场增长主要来自于专用面粉，2015-2019 年 CAGR 达 14.8%。未来品牌化和小包装化是发展趋势。

难以复制的巨无霸粮食帝国，护城河深厚。1) 产品是根基：公司的产品创新升级一直引领行业发展，粮油米面处于绝对龙头。研发技术保证品质，推新能力强，产品线升级叠加结构优化。新增调味品和中央厨房打造第二增长曲线。2) 渠道为王：公司拥有 110 万个终端网点，对终端掌控力极强。公司对经销商提供保姆式服务，经销商忠诚度高。一改大经销制，渠道由地级市已逐步下沉至县级。未来拓宽销售队伍和加密经销商网点覆盖，加强餐饮烘焙渠道团队建设，餐饮零售齐发力。3) 品牌力行业领先：多品牌策略实现高中低产品全覆盖，利于差异化竞争和产品升级。热点营销叠加大规模广告推广，打造强大品牌力。4) 产业链优势：掌握全球最长大豆加工产业链和最先进大米产业链创新技术，深加工增加产业链附加值。产品&渠道&品牌&产业链优势多重护航，构建巨无霸粮食帝国。

如何看待金龙鱼的未来成长空间？粮油调结构，米面拓份额，调味品和中央厨房打造第二增长曲线。渠道加密和下沉持续推进，渠道空间仍存。餐饮端前期投入大辛苦培育市场，调整结构，未来可期。

休闲食品行业概况：休闲食品顾名思义，是人们在休息、闲暇时吃的食品，通常来说休闲食品可以细分为以下几个品类，包括烘焙、糖果、坚果、膨化、饼干、卤制品等。根据 frost&sullivan 统计，2019 年我国休闲食品市场规模达到 11555 亿元，2015 年-2019 年 CAGR 为 11.96%，实现两位数以上增长，到 2020 年，预计休闲食品的市场规模将进一步增长至 12984 亿元。

细分行业发展情况：子行业发展阶段存在差异，传统的糖果品类在休闲食品中的市场份额占比最大，占比达到 31.95%，排在之后的分别是烘焙蛋糕、膨化食品、休闲卤制品、坚果炒货、饼干和其他，占比分别达到 20.51%、13.01%、9.51%、8.11%、7.83%和 9.08%。从增速来看，新兴的休闲卤制品增速最快，2015-2019 年 CAGR 为 18.8%；其次是膨化食品，CAGR 达到 16.6%；接下来是烘焙、坚果炒货、糖果和饼干，2013-2019 年 CAGR 分别为 11.4%、10.6%、9.9%和 9.8%。

行业增长动力：我们认为未来驱动休闲食品行业快速增长的因素主要有：1) 经济的增长和可支配收入的提高，出于对更加优质、健康的休闲食品的追求，消费者将会选择产品更加健康、安全、和优质的休闲食品品牌；2) 城镇化率的提升；3) 随着休闲时间以及闲暇开支增加，休闲食品对主食的替代可能会同时发生。

行业未来发展方向：在行业层面，我们看到消费者的健康诉求和行业标准化程度的提高，打开了行业的向上空间。以坚果为例，其含有丰富的人体所需的营养元素，是典型的健康休闲食品，过去十年中尽管我国的坚果市场增长迅速，但主要品类如杏仁、碧根果、腰果和夏威夷果的人均消费量均显著低于成熟市场以及全球平均水平，中长期仍具有较大的增长空间。连锁品牌的出现和标准化生产能力的提升，则直接推动了休闲卤制品的全国化。另外我们看到，行业销售渠道从单一走向多样化，加之消费者对产品品质的关注度提高，行业的集中度有望持续提升，对于品牌企业而言是较大的行业性机会。

休闲食品行业深度报告：“品类扩张+渠道多样化”赋能休闲食品行业发展

深度报告

酒鬼酒 (000799.SZ)：独特馥郁香，高端酒内参闪耀崛起

中粮入主后治理全面提升，公司进入发展快车道。公司位于神秘湘西，独特的馥郁香“523”工艺及独具匠心的文化酒定位赋予酒鬼酒强大的品牌力和生命力，1998 年公司营收规模位居行业前列，利润规模仅次于五粮液，甚至高于茅台。其后到 2014 年，由于控股股东及经营团队的频繁变更，以及内部治理问题，公司错失白酒

十年黄金发展期，营收/利润下降到 3.88/-0.97 亿元，行业地位大幅下降。2015 年，中粮集团成为控股股东，全方面对公司进行品牌拔高、市场聚焦、体制优化、内控提升、团队打造、产能扩张，公司再次进入发展的快车道。

内参销售模式转变释放经营活力，品牌拉力和渠道推力共同提升，短期翻倍增长提升盈利能力，长期全国化打开成长空间。2018 年底多位亿元白酒大商共同设立内参销售公司，对内参品牌进行单独运作，转变厂商关系、增长模式、经营机制，释放品牌活力。通过树立中国高端文化第一白酒品牌形象以及市场秩序管控维护经销商合理利润，内参品牌拉力及渠道推力明显提升，2019 年实现销量翻倍，2020H1 在外部环境影响下仍大幅增长 75%，极大提升盈利能力。公司 2019 年开始内参全国化进程，品牌力在省外提升明显，省外招商卓有成效，长期全国化空间逐步打开。

酒鬼调整后将再起航，省内通过渠道精耕，市占率提升确定性高。2015 年以来公司持续梳理优化产品线，当前 SKU 总数已经从 400 多个控制到 85 个以内，酒鬼系列确立两大战略单品，稳步推进量价齐升。公司省内市占率当前仅 5%左右，2020 年通过分区域、分产品招商，渠道精耕、终端培育将带动规模快速扩张，省内次高端酒集中度低，增长快，酒鬼系列将成为公司省内增长的重要抓手。

巴氏奶行业量价齐升，驶入加速期。随着冷链设施逐步完善、生鲜电商兴起、消费者加速培育和奶源质量提高，巴氏奶行业增速从 2015 年的 6.1%提升到 2019 年的 11.6%，行业增长进入加速期。2015-2019 年巴氏奶行业规模 CAGR 达 9.2%，单价 CAGR 达 3.2%，销量 CAGR 达 5.9%，呈现量价齐升态势。根据欧睿国际预测，2019-2024 年销售额 CAGR 为 6.56%，2024 年巴氏奶销售规模将达 472 亿元。

行业竞争格局分散，行业属性决定巴氏奶企业短时间难以全国化。巴氏奶行业四大竞争要素为奶源、贴近消费市场的牧场和工厂布局、高效率的供应链（冷链建设和终端节奏把控）、渠道壁垒。目前巴氏奶行业难以突破“产地销”困境，集中度较低，以区域性企业为主，2019 年 CR3 仅为 27%。前三大乳企分别为光明、三元和新希望，市占率分别为 12%、9%和 6%。受到奶源&冷链限制、以及营销具备短精快特点，导致巴氏奶企业短期很难实现全国规模化。我们认为未来巴氏奶企业发展主要通过两条路径，一是通过整合区域龙头最终形成行业巨头；另一种是区域化深耕，不断提高在当地市场的占有率，最终出现多个大规模的区域龙头乳企。

深度报告 低温奶行业深度：低温奶风口已来，寻找乳业下一个结构增长点

光明区域深耕，净利率有望提升；新乳业“1+N”并购外延，快速扩张低温版图。

1) 光明乳业作为低温行业龙头，充分享受行业加速增长红利。公司低温产品品质凸显，华东华中低温鲜奶市占率第一。2019 年低温鲜奶增速超 20%。在华东和华中地区，公司拥有多个围绕城市中心建设的牧场和工厂，自有物流配送子公司。高效率供应链体系和后端周转，使得光明退损率明显低于竞品。新管理层推动渠道、产品和营销升级，改革成效凸显，公司经营迎来拐点。未来公司对低温业务进行战略聚焦，深耕利基市场，将大力拓展送奶入户业务&推进空白市场建设&持续更新产品，未来低温业务有望迎来爆发，随着产品升级&管理优化&规模效应显现，光明乳业净利率有望持续提升。2) 新乳业坚守鲜战略，注重产品创新和研发，主打低温产品，走差异化创新路线。实行“1+N”并购战略快速进行全国化扩张。通过经验总结摸索出一套高效成熟的投后管理体系，管理整合能力优异。内生增长叠加外延并购，全国化低温版图快速扩张。

次高端国缘快速突破，营销力度加码，拟实施股权再激励激发战斗力，增长势不可挡。公司源于江淮名酒扎根富裕江苏，以品牌、渠道差异化竞争优势成功突围，最具势能品牌国缘系列定位次高端表现优异，2016年-2019年公司营业收入/归母净利润 CARG 分别为 24%/24.6%，业绩逐年提速，国缘系列销售占比提升至 73%以上。2020 年公司拟实施股权再激励，2020-2022 年 3 年复合增速目标为 18.17%，2022 年目标营收 80 亿，2018 年/2019 年销售费用同比增长 36.7%/45.6%，营销力度不断加码，增长势不可挡。

今世缘 (603369.SH) :
深度报告 拉升品牌推动产品结构优化，省内精耕渠道扩张提高市占率

公司拉升品牌推动产品结构优化，产品梯队运作成效明显，盈利能力不断提升。白酒行业整体呈现挤压式增长特征，次高端复合增速有望维持在 20%，江苏省人均可支配收入及人口总量均位居全国前五，奠定苏酒进入全国前三的基础。2016-2018 江苏省内规模以上企业白酒利润从 10.52 元/升提升至 18.97 元/升，次高端占比 22% 远超全国水平。公司国缘系列定位升级为“中国高端中度白酒”开启品牌全国化步伐，推出水晶 V 系定位千元价格带拔高品牌力，今世缘典藏及高沟青花实现产品聚焦实现梯队化运作，2016-2019 年特 A 类产品占比从 74% 提升至 87%，销售毛利率由 70.96% 提升至 72.79%，盈利能力不断提升。

省内精耕渠道扩张提高市占率，省外样板式发力更具成长性。公司省内市场占有率 10% 左右，苏北及南京地区稳扎稳打已经成为大本营，苏中苏南通过品牌培育、渠道下沉、组织提效、高渠道利润维持推力，已经到达临届放量时点。公司省外市场 2019 年战略地位再提升，省外扩张由粗放式向样板式聚焦，重点山东大区已实现市级覆盖率 93% 左右。2019/2020H1 省外经销商增加 167/88 家，营收增速分别为 54%/6%，省外渠道信心势能充足。

数据来源：东北证券

6. 公司公告

表 5: 近期重要公告

公司	日期	摘要	内容
古井贡酒	20210406	非公开发行	证监会审核批准安徽古井贡酒股份有限公司非公开发行股票的申请。
仲景食品	20210406	发布年报	发布 2020 年度报告，营业收入 7.27 亿，同比增长 15.68%；归属于上市公司股东的净利润 1.28 亿，同比增长 39.65%。
日辰股份	20210406	土地使用、募投项目	发布 4 月 2 日第二届董事会第十二次会议决议公告，审议并通过了《关于全资子公司参与竞拍土地使用权的议案》及《关于变更募投项目实施主体及实施地点并延期的议案》。
老白干酒	20210406	股东减持	发布关于持股 5% 以上股东减持达到 1% 的提示性公告，属于股东为履行已披露的股份减持计划而进行的减持。
妙可蓝多	20210406	股东减持	因个人资金需求，公司董事兼高级管理人员刘宗尚拟自本公告披露之日起 15 个交易日后的 6 个月内（窗口期不减持）以集中竞价交易方式减持公司股份不超过 22.5 万股（占公司总股本比例的 0.05%）。
金徽酒	20210406	股份质押	收到亚特集团通知，亚特集团将其持有的公司 600 万股股份质押给兰州银行股份有限公司陇南分行，并办理了相关手续。

泉阳泉	20210406	上市流通	2021年4月12日泉阳泉将上市流通1153.5万股解除限售的股份。
海融科技	20210407	股票限售	控股股东、实际控制人黄海晓直接持有的公司首次公开发行限售股锁定期延长6个月至2024年6月2日。
龙大肉食	20210407	可转债	龙大转债自2021年1月18日起开始转股，2021年第一季度期间，龙大转债因转股减少31万元（3119张），转股数量为3.3万股。剩余可转债余额为9.5亿元（949.7万张）。
中炬高新	20210407	股份质押	中炬高新股东中山润田投资有限公司持有公司股份1.99亿股，占公司总股本的24.92%，本次部分解除质押及再质押后，中山润田剩余质押股份1.6亿股，占其所持股份的比例78.88%。
伊利股份	20210407	超短期融债券	发布关于2021年度第十二期超短期融资券发行结果、2021年度第十三期超短期融资券发行结果的公告。
ST椰岛	20210407	股票停牌	公司股票将于2021年4月8日停牌1天，2021年4月9日起复牌并撤销其他风险警示。撤销其他风险警示后，股票价格的日涨跌幅限制变更为10%。
华康股份	20210407	业绩交流	将于2021年4月14日（星期三）10:00-11:30以网络互动的方式召开2020年年度业绩说明会。
金禾实业	20210408	发布年报	发布2020年年度报告，2020年度营收36.7亿，同比下降7.69%；归属于上市公司股东的净利润7.2亿，同比下降11.16%。发布2021年第一季度业绩预告，归属于上市公司股东的净利润1.7亿-2.2亿，同期增长11.88%-44.79%。公司预计公司2021年营业收入为42亿元，同比上涨14.56%；预计实现净利润9亿元，同比上涨26.55%。
华统股份	20210408	发布年报	发布2020年年度报告，2020年度营收88.4亿，同比增长14.67%；归属于上市公司股东的净利润1.4亿，同比增长4.79%。发布2021年第一季度业绩预告，归属于上市公司股东的净利润1亿-1.2亿，同期增长126.39%-171.67%。
均瑶健康	20210408	股权收购	公司下属全资子公司上海均瑶天然矿泉水有限公司拟以人民币2100万元收购湖北三座山饮品有限公司70%股权。
来伊份	20210408	股东减持	股东减持进展情况：截至2021年4月8日，爱屋企管已通过大宗交易方式累计减持公司股份数量670万股，占公司总股本的1.99%。
水井坊	20210409	业绩预告	发布2020年业绩快报及2021年第一季度业绩预告：2020年，公司实现营业总收入30.06亿元，同比下降15.06%；实现归母净利润7.31亿元，同比下降11.49%。其中，4Q20收入10.6亿元，同比增长19.34%，归母净利2.29亿元，同比增长22.63%。1Q21公司收入12.4亿元，同比增长70.2%；归母净利润4.19亿元，同比增长119.7%；扣非归母4.06亿元，同比增长106.2%。
山西汾酒	20210409	回购股票	同意公司回购并注销已授予未解除限售的A股限制性股票共计18000股，涉及激励对象3人，回购价格为每股17.63元。
伊利股份	20210409	本息兑付	2021年4月9日，公司已完成2021年度第九期超短期融资券的兑付工作，本息兑付总额为人民币25亿元。
龙大肉食	20210409	担保额度	公司拟采用连带责任保证担保方式，对资产负债率为70%以上的下属公司提供40亿元人民币的担保总额度，对资产负债率低于70%的下属公司提供20亿元人民币的担保总额度。
香飘飘	20210409	政府补助	香飘飘食品股份有限公司及子公司自2020年6月6日至本公告披露日，累计收到与收益相关的政府补助资金共3556万元（数据未经审计）。

天味食品 20210409 存款收回 公司于2021年1月6日与中国银行股份有限公司双流工业新城支行签署了《中国银行挂钩型结构性存款认购委托书》并于2021年4月8日赎回，公司收回本金1.5亿元，获得收益55万元。

数据来源：东北证券，Wind

7. 大事提醒

表 6: 下周大事提醒

公司	股票代码	日期	内容
桃李面包	603866.SZ	2021-04-13	股东大会
晨光生物	300138.SZ	2021-04-13	股东大会
会稽山	601579.SH	2021-04-14	股东大会
ST 椰岛	600238.SH	2021-04-16	股东大会
中炬高新	600872.SH	2021-04-16	股东大会

数据来源：东北证券，Wind

分析师简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士，电子科技大学金融学本科，现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员，南京证券股份有限公司研究员。具有10年证券研究从业经历，荣获2019年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队第1名，2019年Wind资讯金牌分析师第5名，2018年每市食品饮料行业年度组合收益第4名，2018年投研社最受机构欢迎分析师，2018年进门财经百佳分析师，2018年食品饮料研究Wind平台影响力排行榜第7名，2018年度知丘杯金测奖最佳分析师第3名，2017年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第2名，“2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第1名。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034555	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dужиachen@nesc.cn
王天鹤	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn