复苏主旋律，精选好赛道

——食品饮料行业 2021 年投资策略报告

强于大市（维持）

日期：2020 年 12 月 18 日

行业核心观点：

“复苏”是2021年全球及我国经济的关键词，消费将是我国经济继续复苏的主要驱动力之一。可选消费品类加速复苏，流动性边际收紧以及部分细分赛道20H1或存在业绩不及预期的风险，因此“高估值”是2021年食品饮料板块不可忽视的问题。正是因为如此，投资赛道的选择就显得更加重要。我们尝试深入思考疫情带来的变化与影响精选商业模式好、成长确定性强的细分赛道，以对冲板块高估值的隐忧。**基于此我们推荐三条主线，①不变的价值，变化的认知：首推高端白酒，建议关注酱酒热下的投资机会；②短期受损，长期向好：啤酒；③需求端行业受损，供给端龙头受益：卤制品、复合调味品。**

投资要点：

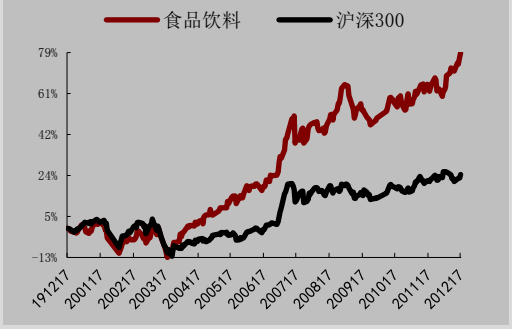
- **不变的价值，变化的认知：**疫情过后市场对于优质资产短期扰动的反应趋于理性，同时更愿意对其长期逻辑的逐步验证给予肯定，基于此我们从价格带和香型两个角度出发，在商业模式佳的白酒板块中精选需求高景气度持续性强、竞争格局稳固、成长确定性强的高端白酒赛道以及顺势而为、站上风口、成长性强的酱酒赛道。高端白酒强者恒强，酱香酒还处于群雄割据的上半场，品牌较多较散，未来 3-5 年酱香热度难减，但放长眼光来看，终将形成少数主要品牌占领绝大部分市场的格局，渠道管理的精细化程度以及控制力度将成为重要因素，品牌力的竞争仍将是酱香白酒的终局之战。

- **短期受损，长期向好：**疫情对于食品饮料板块中受损品种的冲击多为暂时性的需求缺失，明年 Q1 业绩有望迎来低基数开门红，长期趋势也有望在延缓后加速。基于此，我们推荐消费场景基本恢复，业绩增长具弹性、涨价预期有催化，结构升级进程加速，利润有望快速释放的啤酒赛道。我们看好产品品质优、产品矩阵丰富且能对接不同消费者需求，渠道力强、营销精准打击的行业龙头，以及站稳利基市场执行差异化战略的地域龙头。

- **需求端行业受损，供给端龙头受益：**餐饮产业链是今年受疫情冲击最大的赛道之一，下游连锁化加速，2021 年继续修复。基于此，我们推荐两条契合连锁业态发展趋势但处于产业链不同位置的赛道：①下游：疫情下虽需求受损，但龙头逆势扩张，行业整合加速的卤制品赛道，看好卤制品行业龙头；②上游：切中 B/C 端多个痛点，疫情下 C 端有力承接 B 端损失需求，B 端向 C 端渗透加速，消费者教育进程加快，龙头保持扩张的复合调味品赛道。我们看好产品出色、重视研发以及渠道管控能力强的细分赛道龙头玩家。

- **风险因素：**1. 政策风险 2. 食品安全风险 3. 经济增速不及预期的风险

食品饮料行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期： 2020 年 12 月 17 日

相关研究

万联证券研究所 20201214_行业周观点_AAA_食品饮料行业周观点报告

万联证券研究所 20201209_行业专题报告_AAA_第 16 届中国调味品及食品配料博览会见闻专题报告

万联证券研究所 20201207_行业周观点_AAA_食品饮料行业周观点报告

分析师： 陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理： 王鹏

电话：15919158497

邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

万联证券

目录

1、回首 2020：疫情冲击，估值提升驱动板块高涨 5
1.1 行情：估值提升带动板块上涨，子板块行情分化 5
1.2 资金：外资偏爱食品饮料，基金超配比例上升 8
1.2.1 我国资产受青睐，外资仍最偏爱食品饮料 8
1.2.2 基金重仓比例提升，超配比例扩大 9
2、展望 2021：复苏主旋律，精选“好赛道” 11
2.1 21 年消费复苏大势所趋，高储蓄与收入改善驱动，疫情仍是制约 11
2.2 从疫情带来的变化思考投资主线 13
3、白酒：高端优中选优，酱香乘风而起 15
3.1 高端白酒：需求景气，格局优秀，品牌构筑核心壁垒 15
3.1.1 疫情加速白酒行业结构分化及品牌集中进程 15
3.1.2 需求扩容，格局稳固，龙头增长确定性强 16
3.1.3 贵州茅台：供需紧平衡状态有望长期持续，直销放量提升吨酒价格 17
3.1.4 五粮液：优先承接茅台溢出需求，价格天花板有望打开 18
3.2 酱香酒：重视香型分化加强，中短期热度难减 20
4 啤酒：高端化进程提速利润释放，关注提价预期+体育大年 27
4.1 行业加速高端化，步入利润释放期 27
4.2 他山之石，以美为鉴 28
4.3 成本压力下提价预期升温，2021 体育大年助燃啤酒销售 32
4.4 持续发力产品布局，国产啤酒厂商高端化加速 34
5 卤制品：龙头逆势拿店凸显竞争优势，成长路径清晰 36
5.1 食品&餐饮连锁切中多个痛点，效率是加盟连锁的经营核心 36
5.2 市场扩容&集中度提升逻辑兼具，龙头逆势扩张来年恢复有弹性 37
6、复合调味品：切中 B/C 端多痛点需求景气，龙头份额提升 40
7、投资建议及风险因素 43
7.1 投资建议 43
7.2 风险因素 44

图表 1：2020 年食品饮料板块表现及阶段划分 5
图表 2：年初至今食品饮料绝对&相对收益位居首位（%） 6
图表 3：社零数据复苏呈现结构性特征 6
图表 4：食品饮料板块重点细分赛道分月相对收益 6
图表 5：食品饮料板块细分赛道收入及归母净利润同比增速 7
图表 6：2020 年食品饮料及细分赛道上涨多由估值拉升驱动 7
图表 7：食品饮料板块估值处于高位 8
图表 8：多个细分子板块估值处于历史高位 8
图表 9：我国资产吸引力不断增强（亿元） 8
图表 10：北向资金呈净买入趋势（亿元） 8
图表 11：外资在食品饮料板块的话语权有所减弱 9
图表 12：外资仍最偏爱食品饮料板块 9
图表 13：19Q3-20Q3 各一级行业基金重仓比例（%） 9
图表 14：20Q3 食品饮料板块超配比例大幅提升 10
图表 15：20Q3 白酒超配比例提升显著 11

万联证券

图表 16：20Q3 大众品超配比例迎来反弹 11
图表 17：我国居民消费能力仍处于恢复通道 12
图表 18：2020 年我国新增储蓄存款显著提升 12
图表 19：CPI-PPI 剪刀差或进一步收窄 12
图表 20：PMI 指数处于上升通道 12
图表 21：全球新冠疫苗进程 13
图表 22：贵州茅台资本市场表现相对于正面消息的正反馈明显强于负面消息的负反馈 14
图表 23：我国白酒市场为存量市场 15
图表 24：规模以上企业白酒收入及利润（亿元） 15
图表 25：近年来我国白酒行业产量、收入及利润增速 16
图表 26：茅五前三季度营收同比增速保持两位数 16
图表 27：高端白酒需求景气驱动因素 16
图表 28：我国高净值人群规模逐年上升 17
图表 29：高端酒企收入同比增速及 PMI 指数 17
图表 30：2019 年高端白酒流通规模挤压式增长 17
图表 31：我国高端白酒市场竞争格局（按销量计） 17
图表 32：2025 年茅台酒可供销售量预计可超 4.5 万吨 18
图表 33：普飞批价高位企稳 18
图表 34：五粮液优质酒产能测算（至 2025 年） 19
图表 35：普五批价双节后保持坚挺超市场预期 19
图表 36：我国白酒香型演变 20
图表 37：酱香酒（包括是否含茅台）产量、收入及利润 21
图表 38：“酱香热”归因分析 21
图表 39：酱香型、浓香型和清香型口味、发酵工艺的对比 22
图表 40：酱香酒三种工艺的特点对比 22
图表 41：2019 年酱酒主要产区分布 23
图表 42：酱酒核心产区-赤水流域 23
图表 43：重点酱酒企业未来扩产计划 23
图表 44：2019 年酱酒行业竞争格局（收入口径） 24
图表 45：2019 年酱酒行业主要企业 24
图表 46：酱香酒主要大单品价格带对比 24
图表 47：酱香酒代表渠道利润率较高 25
图表 48：郎酒股份旗下主要产品 25
图表 49：国台酒业旗下主要产品 26
图表 50：郎酒股份和国台酒业核心指标对比 27
图表 51：2005-2019 年国内啤酒市场规模及增速 28
图表 52：2001-2019 年国内啤酒产量及增速 28
图表 53： 2013-2019 年我国啤酒行业利润总额及同比 28
图表 54：亚洲部分国家啤酒行业发展阶段 28
图表 55：美国啤酒产量及同比增速 29
图表 56： 1954-2014 年美国啤酒产品结构(以销量计) 29
图表 57：1954-2014 年美国啤酒销售均价变化 29
图表 58：美国前 10 大啤酒厂商及产能占比变化 30
图表 59：百威英博对米凯罗品牌的差异化升级案例 31

万联证券

图表 60：百威英博不同价位产品组合与销售策略.....31
图表 61：啤酒生产成本构成.....32
图表 62：啤酒原料成本构成.....32
图表 63：啤酒主要品牌提价行为复盘.....32
图表 64：2011-2020 年易拉罐价格变化.....33
图表 65：2013-2020 年玻璃价格水平指数变化.....33
图表 66：2013-2020 年瓦楞纸箱价格走势.....33
图表 67：2013-2020 年进口大麦平均单价变化.....33
图表 68：2021 年国际大型体育赛事.....33
图表 69：啤酒行业上市公司代表对比.....34
图表 70：主要啤酒企业高端产品布局.....35
图表 71：我国餐饮连锁增速快，空间大.....37
图表 72：知名餐饮连锁品牌投资额（按投资额排序）.....37
图表 73：加盟连锁商业模式经营核心拆解.....37
图表 74：休闲卤制品行业快速扩容.....38
图表 75：休闲卤制品行业高度分散.....38
图表 76：卤味门店规模第一品牌门店数量领先其他赛道.....38
图表 77：绝味开店数量遥遥领先.....38
图表 78：卤制品消费受疫情影响较大（%）.....39
图表 79：龙头借疫情抢占优质店铺资源.....39
图表 80：卤制品三强对比.....39
图表 81：我国复合调味品市场快速扩容.....40
图表 82：对标美日，我国复合调味品市场大有可为（2016）.....40
图表 83：我国川菜和火锅热度持续上升为川调和火锅用复合调味品扩容奠基.....41
图表 84：2017 年各类型餐饮企业增长对比.....42
图表 85：我国外卖行业快速发展.....42
图表 86：复合调味品切中 B/C 端多种痛点.....42
图表 87：我国火锅调味料市场逐渐形成一超多强格局.....43
图表 88：我国中式复合调味料市场高度分散.....43

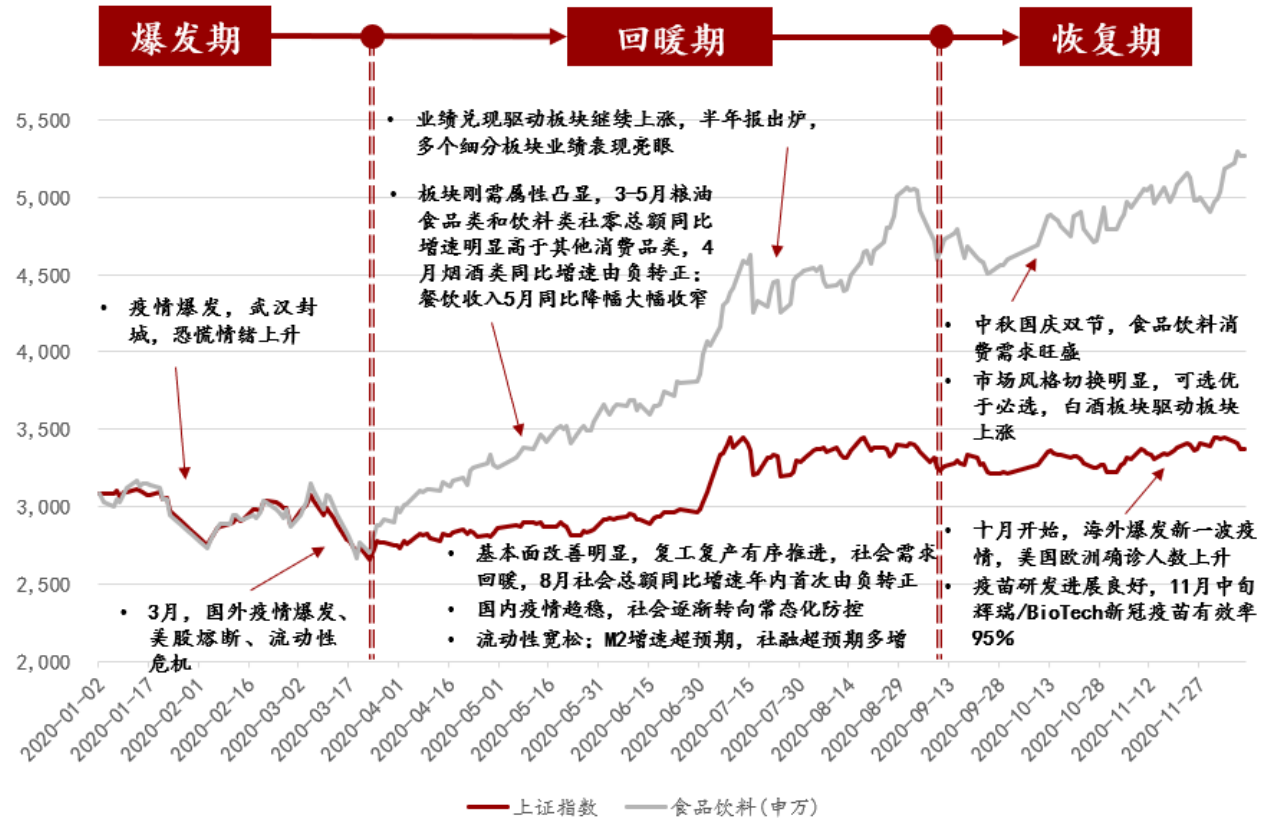
万联证券

1、回首2020：疫情冲击，估值提升驱动板块高涨

1.1 行情：估值提升带动板块上涨，子板块行情分化

疫情是食品饮料板块行情的主导因素。我们从疫情的角度出发对2020年食品饮料的行情进行简单回顾，可大致分为以下三个时期，**①爆发期：**我国Covid-19疫情爆发，恐慌情绪在春节期间积压，节后开盘情绪释放，首日大跌。3月国外疫情爆发，美股接连熔断，A股受情绪及流动性影响再次大幅下挫，爆发期食品饮料的消费场景明显受损，市场对板块受疫情的影响以及后续的演绎尚未明晰，因此跟随大盘波动。**②回暖期：**随着复工复产推进，食品饮料刚性属性显现，社零数据领先其他消费品恢复，需求修复及业绩边际改善的预期叠加宽松的流动性，推动板块上涨，相对更加确定的基本面驱动板块获得明显的超额收益。**③恢复期：**疫情逐步走向常态化防控，市场对国内疫情爆发第二波的概率预期较低，疫苗也有利好，市场的投资风格从必选属性重的板块向可选属性重的板块倾斜，食品板块内部也大致呈现该特点，因此恢复期板块并未获得明显的超额收益。

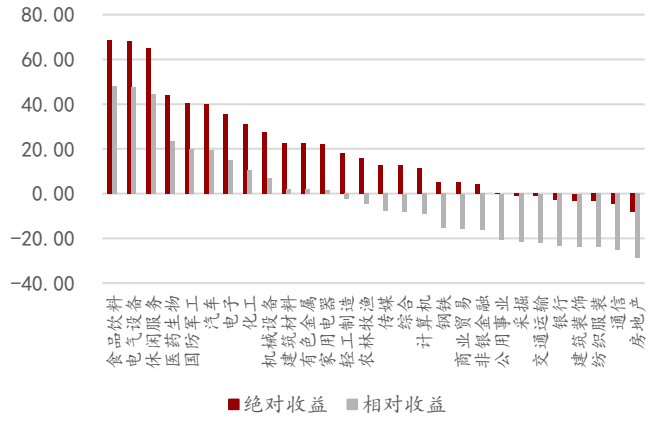
图表1：2020年食品饮料板块表现及阶段划分



资料来源：Wind，万联证券研究所

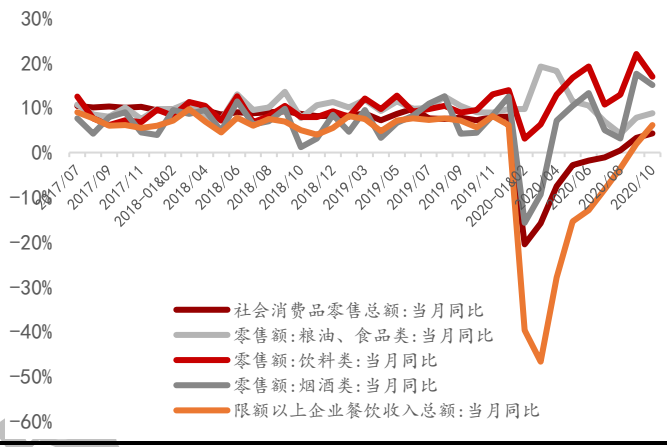
注：数据截至12月10日

图表2：年初至今食品饮料绝对&相对收益位居首位（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表3：社零数据复苏呈现结构性特征



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：相对沪深300指数

食品饮料板块收入业绩自Q2起明显复苏，内部子板块出现结构性分化。Covid-19疫情冲击下，Q1人员流动及聚集受到严格管控，餐饮、送礼等食品饮料相关消费场景损失严重，食品饮料板块Q1收入同增0.4%，归母净利润同比下降0.5%。2月食品饮料板块未获得相对收益，除了受益于提价的肉制品以及“宅家经济“的食品综合板块，各子板块均跑输大盘。随着我国疫情逐步得到控制，消费场景复苏带动食品饮料板块Q2、Q3收入业绩回升。3月流动性宽松叠加需求恢复预期升温，各子板块均获得超额收益，5月受乳品、调味品及速冻食品等板块部分个股中报超预期影响，超额收益明显，Q3风格切换，板块及细分赛道多未获得超额收益。细分子板块来看，**疫情受损品种：①白酒**Q1宴请、送礼等消费需求受挫，但在高端白酒发货前置的作用下，板块收入及归母净利润保持增长，Q2去库存影响下报表端并未出现明显改善，Q3在终端动销复苏、双节备货等因素的刺激下报表边际改善显著；**②乳品**Q1送礼等场景缺失，收入业绩均明显受挫，Q2起疫情逐步受控后消费场景恢复，叠加乳制品消费得到医学界鼓励，消费者健康意识崛起，终端动销明显加快，报表端也在修复；**③啤酒**Q1餐饮渠道受到重挫，收入及业绩大幅下滑，Q2在消费复苏以及补库存的驱动下显著反弹，Q3仍保持增长但边际趋缓。**疫情受损但完成渠道切换的品种：调味品&速冻食品：**B端受损严重但C端承接有力（调味品需求刚性，速冻食品受益宅家需求），Q1收入业绩均保持增长，Q2B端餐饮渠道逐步复苏，叠加补库存需求，调味品及速冻食品收入业绩增速亮眼，Q3调味品收入及业绩增速环比放缓，速冻食品需求延续高增长。**疫情受益品种：**休闲零食板块受益于“宅经济”需求，Q1、Q2收入实现增长，Q2板块归母净利润高增主因好想你出售郝姆斯（百草味）100%股权，Q3板块收入同比下滑。

图表4：食品饮料板块重点细分赛道分月相对收益

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	年初至今
食品饮料(申万)	-3.61	-0.81	10.71	2.52	10.24	0.91	4.53	9.46	-4.43	1.81	-3.34	66.94
白酒	-5.31	-1.51	7.22	7.24	10.10	2.12	5.39	7.56	-3.19	4.43	-1.25	73.39
调味发酵品	1.73	-1.63	28.82	-7.35	15.84	-0.16	5.42	18.95	-8.99	-4.41	-6.96	98.30
啤酒	-2.91	-6.90	10.65	4.64	16.08	8.36	-5.49	7.31	3.73	1.45	-1.59	80.16
肉制品	-1.47	8.11	24.24	-5.06	2.45	4.23	5.07	12.44	-13.71	-8.20	-7.84	41.28
乳品	1.38	-3.91	11.04	-7.77	3.10	-0.97	4.76	10.75	-4.63	-1.27	-9.82	25.87
食品综合	-4.01	15.18	18.42	-1.60	16.41	-5.30	0.89	12.55	-6.82	-2.30	-11.40	67.92
黄酒	-0.95	-5.40	3.20	-0.44	20.50	-10.87	-7.00	3.10	-7.48	-2.44	24.38	44.57
葡萄酒	-2.52	-8.32	6.92	-6.21	8.28	6.31	-13.29	11.25	-15.30	1.91	7.53	22.40
软饮料	-0.47	-4.68	8.29	-6.41	5.23	-10.95	4.25	3.80	-3.14	-7.99	4.70	18.86

万联证券

资料来源：Wind，万联证券研究所

注：行业分类以申万为标准，对标沪深300指数

图表5：食品饮料板块细分赛道收入及归母净利润同比增速

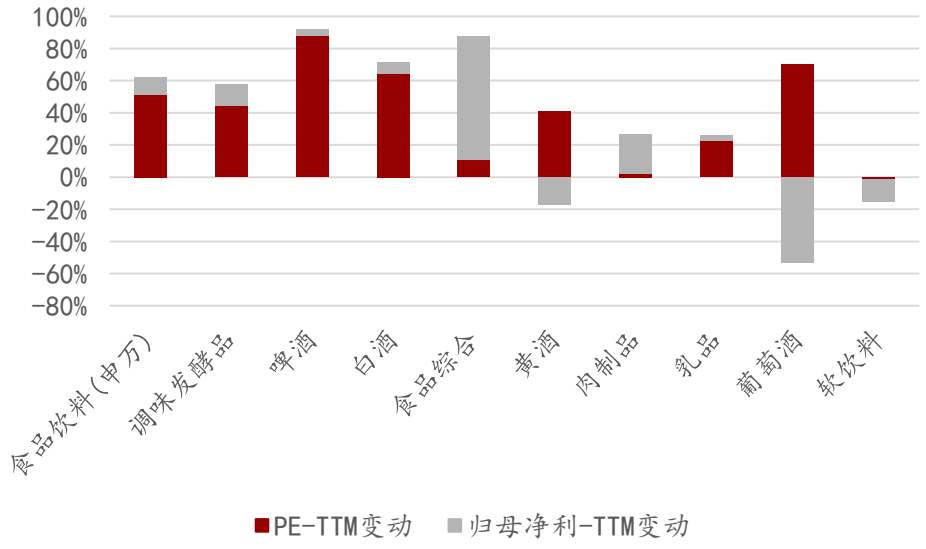
	收入同比			业绩同比		
	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3
食品饮料	0.4%	13.0%	11.1%	-0.5%	26.2%	18.3%
调味发酵品	3.6%	20.6%	13.9%	12.2%	21.1%	21.5%
啤酒	-27.6%	11.5%	7.4%	-69.8%	42.1%	7.8%
白酒	1.3%	3.8%	11.7%	9.3%	6.2%	13.6%
肉制品	42.2%	30.9%	17.9%	13.7%	53.6%	38.4%
乳品	-10.6%	18.0%	11.8%	-60.6%	58.5%	26.7%
休闲零食	7.6%	6.3%	-11.0%	-18.4%	733.4%	19.5%
速冻食品	14.6%	32.8%	30.3%	277.3%	227.6%	149.2%

资料来源：公司公告，Wind，万联证券研究所

注：行业分类除休闲零食及速冻食品外采用申万标准，休闲零食及速冻食品板块由万联证券研究所根据公司主营业务划分

2020年食品饮料多个子板块上涨由估值扩张推动，当前估值处于历史高位。食品饮料板块今年上涨中估值作用明显，截至2020年12月10日，食品饮料指数PE-TTM相较于年初上涨51%，归母净利润-TTM上涨10.93%，各个子板块也多呈现出此态势。当前，食品饮料及其子板块（除食品综合、软饮料外）估值水平均处于历史高位。

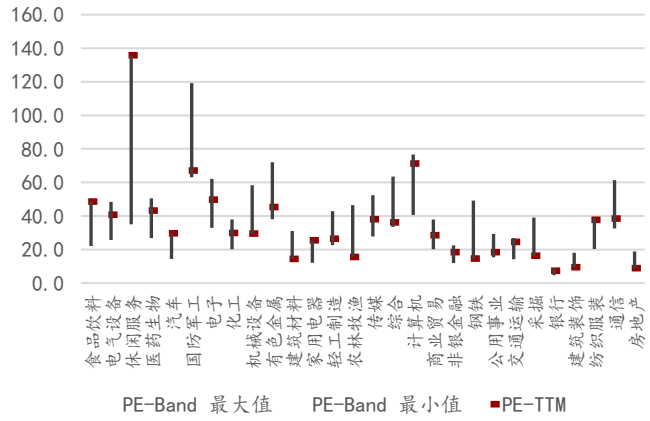
图表6：2020年食品饮料及细分赛道上涨多由估值拉升驱动



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至12月10日，变动幅度相比于2020年1月2日。

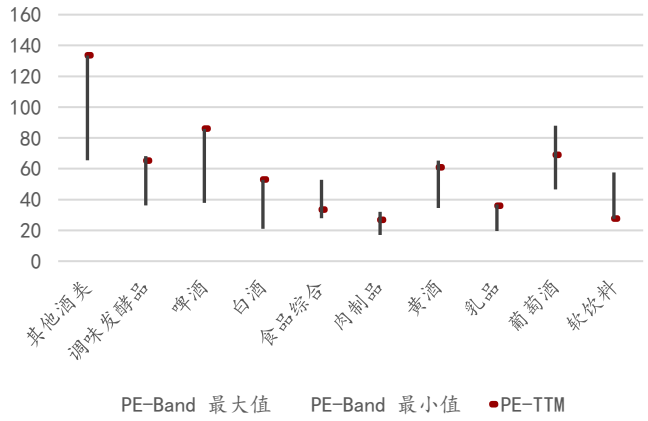
图表7：食品饮料板块估值处于高位



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2020年12月10日，时间跨度为5年，周期为日。

图表8：多个细分子板块估值处于历史高位



资料来源：Wind，万联证券研究所

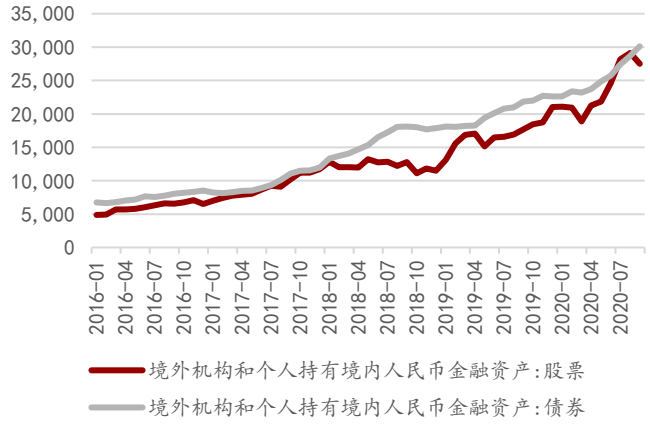
注：数据截至2020年12月10日，时间跨度为5年，周期为日。

1.2 资金：外资偏爱食品饮料，基金超配比例上升

1.2.1 我国资产受青睐，外资仍最偏爱食品饮料

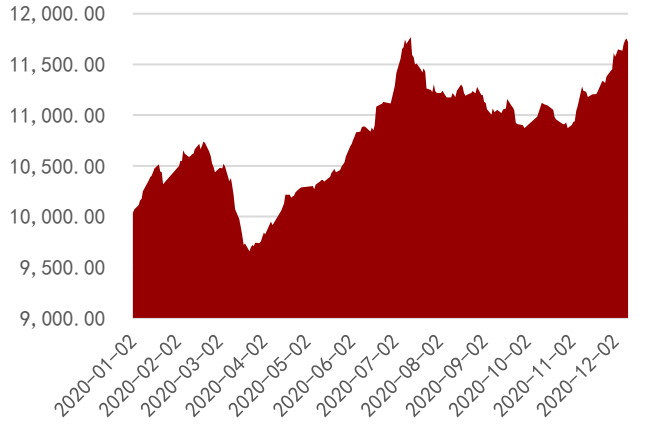
2020年我国资本市场延续开放市场，我国资产吸引力不断增强。2020年5月7日，央行，外汇局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》主要内容包括落实取消QFII和RQFII投资额度管理要求、实施本外币一体化管理，允许合格投资者自主选择汇入资金币种和时机、允许单家合格投资者委托多家境内托管人等。其中通过落实取消QFII和RQFII投资额度管理要求，进一步便利境外投资者进入我国金融市场。我国经济在疫情后的经济复苏中走在前列，吸引了国际资本投资，北向资金全年也呈现净买入的态势。我们认为，金融市场开放是大势所趋，A股有望作为当前国际市场上的优质资产持续或得资金青睐，迎来增量资金。

图表9：我国资产吸引力不断增强（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

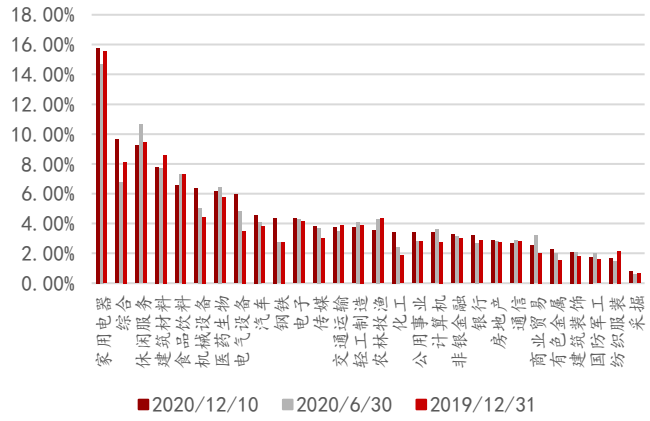
图表10：北向资金呈净买入趋势（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

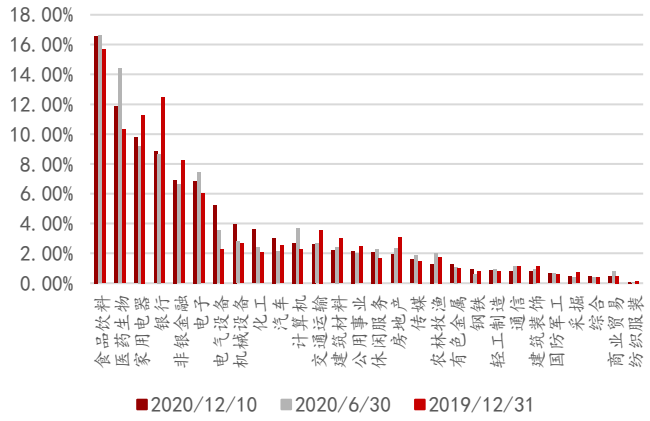
从外资对板块的话语权来看（持股市值占行业流通A股市值比例），较高的为家用电器、综合、休闲服务、建筑材料、食品饮料等，其中多为大消费类行业，从全年来看，外资在食品饮料板块的话语权有所减弱。**进而再从外资偏好来看（持仓比例）**，今年外资加仓食品饮料板块，截至12月10日，持仓比例较去年年末上升0.89pct，居申万28个一级子行业首位。2020年上半年，受到国内外新冠疫情爆发及中美贸易摩擦影响，不确定大环境下，必选属性及防御属性较强的食品饮料板块受到外资青睐，下半年持仓比例略有下滑。

图表11：外资在食品饮料板块的话语权有所减弱



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：外资仍最偏爱食品饮料板块



资料来源：Wind，万联证券研究所

1.2.2 基金重仓比例提升，超配比例扩大

食饮板块重仓比例上升至首位，医药、电子等热门板块仓位下降。截至20Q3末，食品饮料（8.54%）、医药生物（7.21%）与电子（6.76%）重仓比例位列前三，前三大板块基金重仓比例集中度较20Q2有所降低(-0.58pct)。食品饮料基本摆脱疫情负面影响，Q3迎来“双节”销售旺季，叠加集中释放的聚餐社交需求，业绩提升确定性相对较强，20Q3重仓比例较20Q2提升1.54pct，医药生物、电子板块重仓比例较上季度分别-1.75pct/-0.37pct。

图表13：19Q3-20Q3各一级行业基金重仓比例（%）

19Q3		19Q4		20Q1		20Q2		20Q3	
板块名称	重仓比例	板块名称	重仓比例	板块名称	重仓比例	板块名称	重仓比例	板块名称	重仓比例
食品饮料	**8.41**	**食品饮料**	**7.27**	医药生物	7.40	医药生物	8.96	**食品饮料**	**8.54**
医药生物	6.41	电子	5.78	**食品饮料**	**6.81**	电子	7.13	医药生物	7.21
非银金融	5.45	医药生物	5.56	电子	5.99	**食品饮料**	**7.00**	电子	6.76
电子	5.25	非银金融	4.52	非银金融	3.30	计算机	3.14	电气设备	4.02
银行	4.20	银行	4.41	银行	3.28	非银金融	2.57	非银金融	3.50
家用电器	2.70	家用电器	2.89	计算机	2.95	电气设备	2.42	银行	2.24
计算机	2.01	房地产	2.55	传媒	2.22	传媒	2.41	计算机	2.05
房地产	1.89	传媒	1.79	房地产	2.13	银行	2.20	家用电器	1.96
电气设备	1.65	计算机	1.76	家用电器	1.98	家用电器	2.01	化工	1.62
传媒	1.34	电气设备	1.55	电气设备	1.61	房地产	1.50	机械设备	1.51
农林牧渔	1.27	化工	1.46	农林牧渔	1.30	化工	1.42	传媒	1.45

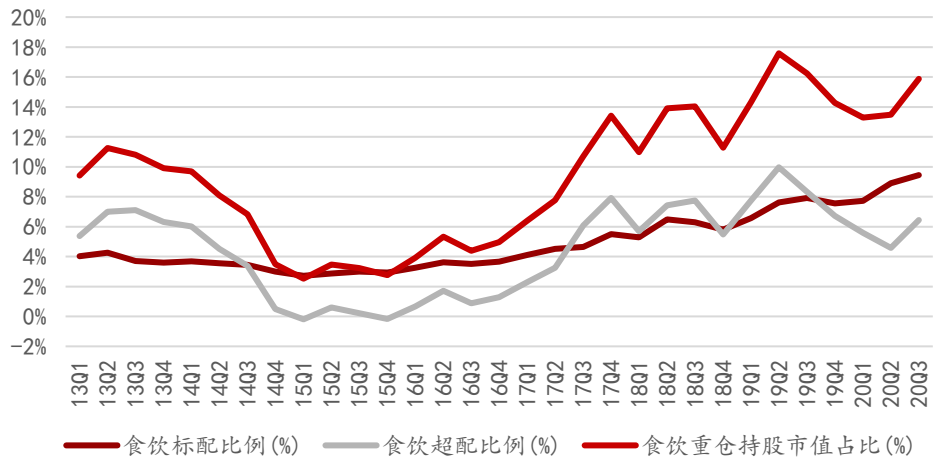
化工	1.23	机械设备	1.19	机械设备	1.27	机械设备	1.28	房地产	1.30
交通运输	1.03	汽车	0.97	通信	1.16	休闲服务	0.88	休闲服务	1.16
机械设备	1.03	有色金属	0.93	化工	1.05	农林牧渔	0.82	交通运输	1.07
国防军工	0.94	农林牧渔	0.92	汽车	0.92	交通运输	0.79	汽车	1.00
汽车	0.91	交通运输	0.87	建筑材料	0.86	有色金属	0.78	国防军工	0.96
休闲服务	0.69	国防军工	0.74	交通运输	0.82	通信	0.68	有色金属	0.90
商业贸易	0.64	通信	0.67	有色金属	0.70	汽车	0.66	农林牧渔	0.77
通信	0.64	休闲服务	0.62	国防军工	0.59	商业贸易	0.56	建筑材料	0.58
公用事业	0.53	建筑材料	0.62	商业贸易	0.59	建筑材料	0.53	轻工制造	0.52
有色金属	0.52	商业贸易	0.43	建筑装饰	0.53	国防军工	0.48	通信	0.49
建筑材料	0.44	公用事业	0.42	公用事业	0.46	轻工制造	0.38	公用事业	0.31
轻工制造	0.42	轻工制造	0.39	轻工制造	0.44	公用事业	0.34	建筑装饰	0.31
采掘	0.23	建筑装饰	0.32	采掘	0.30	建筑装饰	0.33	商业贸易	0.26
建筑装饰	0.22	采掘	0.30	休闲服务	0.23	综合	0.20	综合	0.19
综合	0.16	钢铁	0.16	钢铁	0.16	采掘	0.12	采掘	0.12
纺织服装	0.14	综合	0.13	综合	0.14	钢铁	0.11	钢铁	0.08
钢铁	0.11	纺织服装	0.08	纺织服装	0.08	纺织服装	0.07	纺织服装	0.05

资料来源：Wind，万联证券研究所

注：重仓比例为持股市值占基金股票投资市值比（重仓口径）。

20Q3食品饮料板块超配比例大幅提升，获得基金持续看好。三季度食品饮料板块获得基金青睐，重仓持股市值占比为15.88%，较上季度+2.4pct，排名上升两位至行业第一。通过计算超配比例，即基金重仓持股市值占比与各行业市场标准行业配置比例之差，20Q3食品饮料超配比例达到6.44%，较上季度上升1.85pct，提升幅度相对较大。

图表14：20Q3食品饮料板块超配比例大幅提升

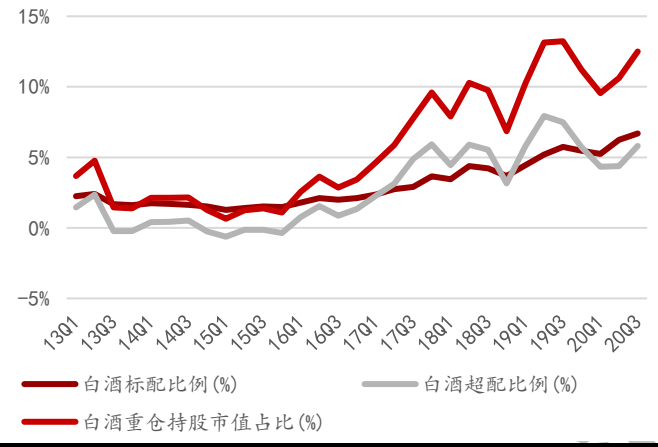


资料来源：Wind，万联证券研究所

基金继续看好白酒，超配比例扩大。白酒板块自19Q3后，重仓持股市值占比及超配比例于20Q3迎来明显回升，基金主动加仓白酒个股，重仓持股市值占比提升至12.49%，较上季度+1.88pct，超配比例显著提升，为5.8%，较上季度+1.42pct。

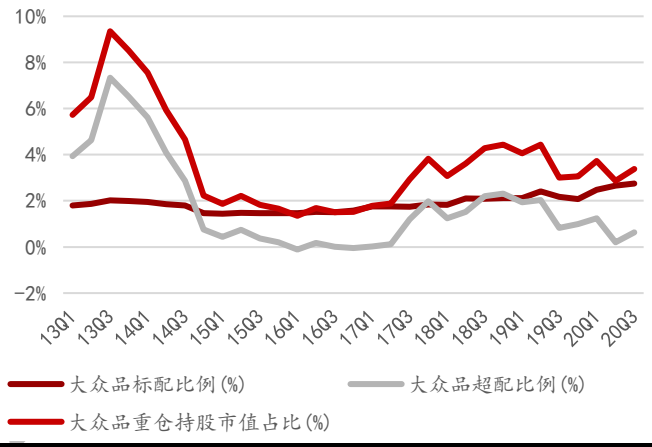
大众品超配比例反弹。15Q1-17Q2基金并未对大众品板块进行明显超配。17Q3-19Q2期间，基金对大众品的超配比例在2%左右波动后下滑，20Q3大众品板块重仓持股市值占比为3.39%，较上季度+0.52pct，超配比例反弹0.42pct至0.64%。

图表15：20Q3白酒超配比例提升显著



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表16：20Q3大众品超配比例迎来反弹



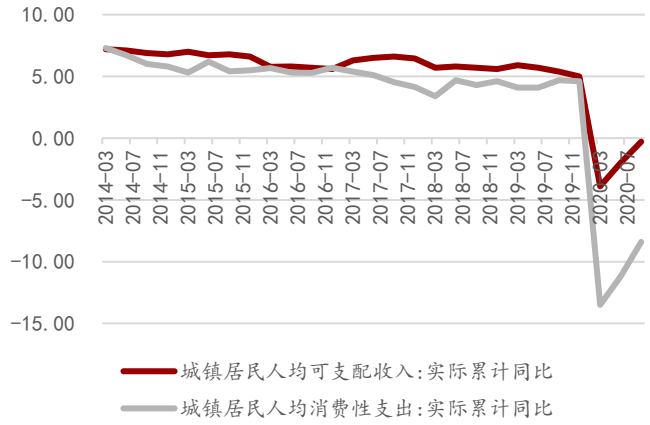
资料来源：Wind，万联证券研究所

2、展望2021：复苏主旋律，精选“好赛道”

2.1 21年消费复苏大势所趋，高储蓄与收入改善驱动，疫情仍是制约

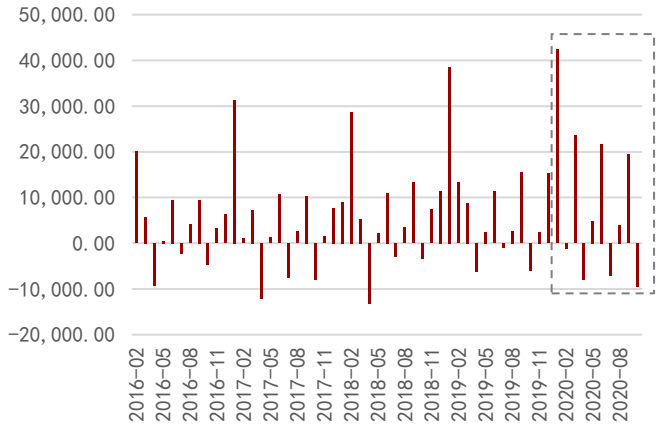
“复苏”是2021年全球及我国经济的关键词，消费将是我国经济继续复苏的主要驱动力之一。随着全球疫情防控措施的加强以及疫苗的落地，全球经济将在2021年迎来复苏。我国疫情控制较好，疫后工业快速恢复，消费恢复较慢，从上文的社零数据也可见一般。我们归因如下：①疫情伴随着中小企业的出清，叠加工作停滞，居民收入及消费能力承压；②消费行业多伴随着人员流动与聚集，我国疫情防控从严格化转为常态化，对消费场景仍有一定的限制。Q3末我国城镇居民人均可支配收入以及人均消费性支出实际累计同比仍为负值并处于恢复通道，此外，我国金融机构新增储蓄存款提升明显，2020年1-10月合计新增约9万亿元，相比2019年1-9月增加约1万亿元。2020年我国经济修复的主力军是投资，在我国居民高储蓄以及收入、消费能力向上修复的背景下，2021年消费将成为我国经济继续修复的主要驱动力之一。

图表17：我国居民消费能力仍处于恢复通道



资料来源：Wind，万联证券研究所

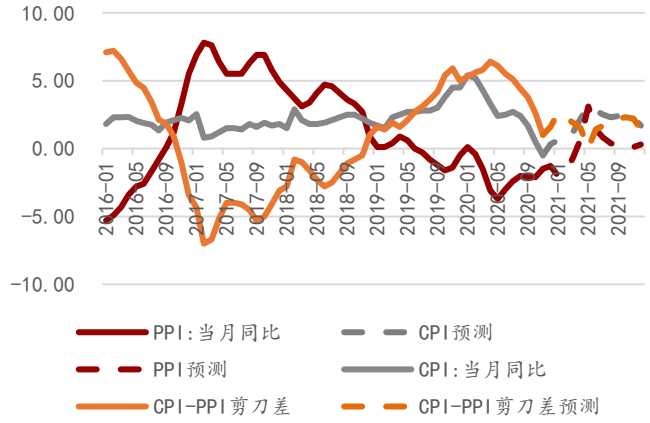
图表18：2020年我国新增储蓄存款显著提升



资料来源：Wind，万联证券研究所

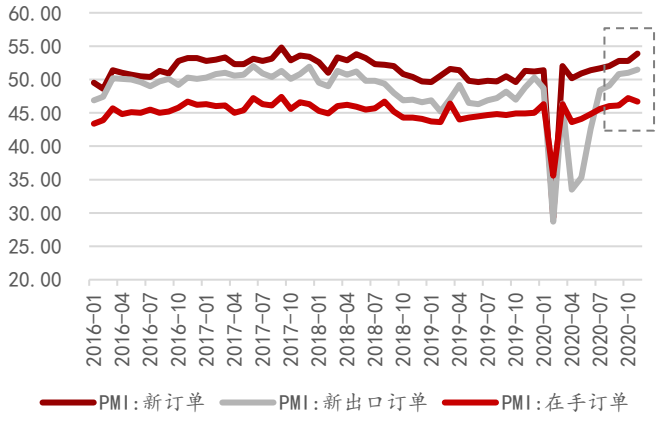
2021年制造业有望迎来景气周期，带动我国经济修复。当前CPI-PPI剪刀差处于缩窄通道，制造业企业利润有望提高，PMI（新订单、出口订单、在手订单）指数处于上升通道，显示出需求端不断回暖。此外，我国十四五规划建议也强调了坚持把发展经济着力点放在实体经济上，坚定不移建设制造强国、质量强国、网络强国、数字中国。**我们认为，制造业的改善与景气将促进商务社交活动的增加，有望利好高端品消费。**

图表19：CPI-PPI剪刀差或进一步收窄



资料来源：Wind，万联证券研究所

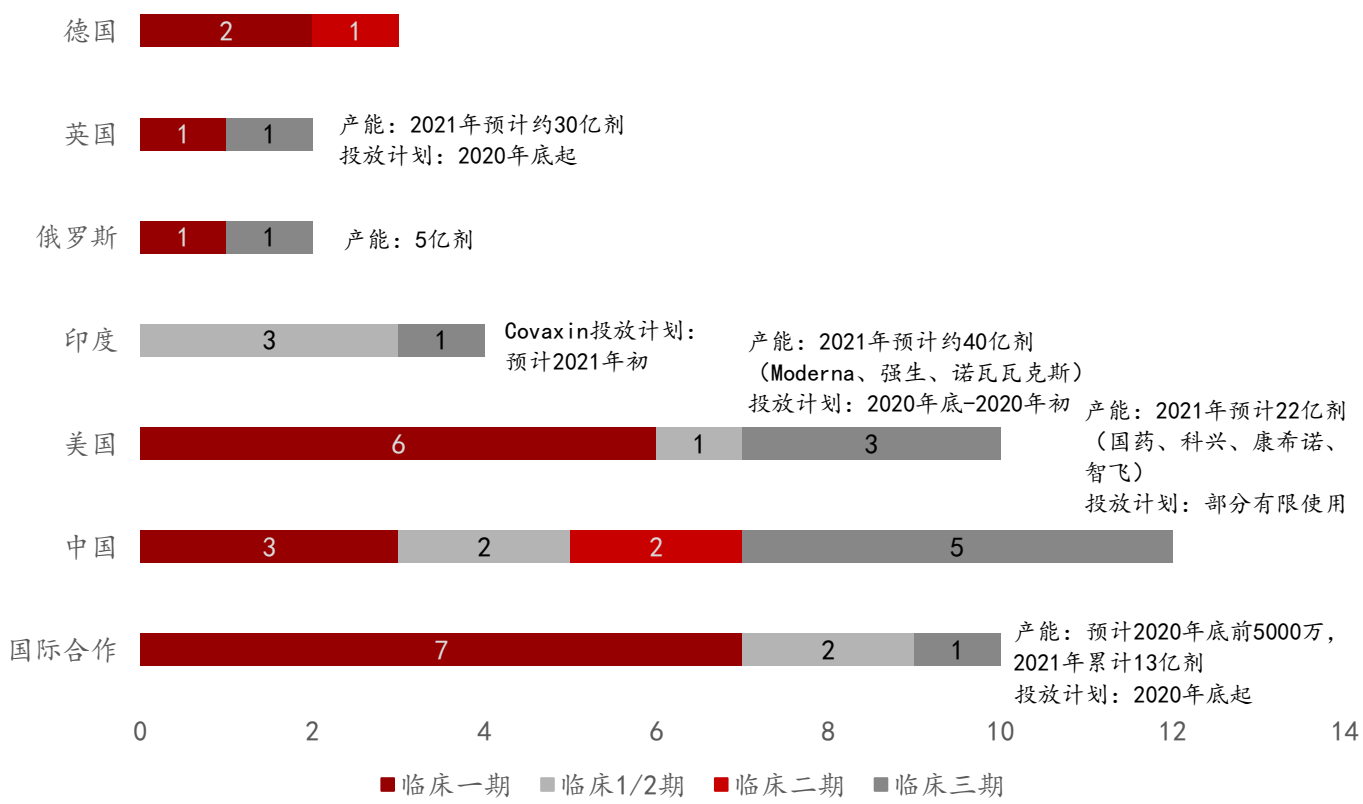
图表20：PMI指数处于上升通道



资料来源：Wind，万联证券研究所

疫情仍是我国消费复苏的主要制约因素，疫苗成关键先生。虽然我国疫情较早的得到有效控制，但海外疫情的多轮反复与不确定性仍导致我国疫情防控的常态化，部分消费场景恢复受阻。疫苗成为疫情能否结束的关键影响因素，截至12月2日，全球已有12支疫苗进入临床三期，包括国际合作1支、我国5支、美国3支、印度1支、俄罗斯1支以及英国1支，其中辉瑞和BioTech研发的mRNA疫苗2021年累计产能有望达到13亿剂，英国于12月2日批准其紧急使用授权申请，美国也于12月11日批准了其紧急使用授权申请。**疫情对消费复苏的进程至关重要，考虑到疫苗的实际有效性、病毒变异、民众接种意愿以及全球接种的难度，我们建议紧密关注疫苗进程。**

图表21：全球新冠疫苗进程



资料来源：WHO，Wind，万联证券研究所

注：数据截至2020年12月2日，条形图最右边文字为已进入临床三期的疫苗的情况。

2.2 从疫情带来的变化思考投资主线

根据第一章节的分析，2020年食品饮料板块的优秀表现以估值驱动为主，我们认为主要原因如下：①疫情冲击下，食品饮料板块刚需属性较强，因此受到了资金的青睐；②流动性宽松推升估值；③部分食品细分赛道的需求在疫情刺激下反而迎来阶段性的爆发，进而大幅提升业绩，市场有可能对其业绩进行线性外推，过分高估其2021年的业绩增长。**然而，随着全球及我国的经济将在2021年持续修复，可选消费品类加速复苏，流动性边际收紧以及部分细分赛道20H1或存在业绩不及预期的风险，因此“高估值”是2021年食品饮料板块不可忽视的问题。正是因为如此，投资赛道的选择就显得更加重要。**

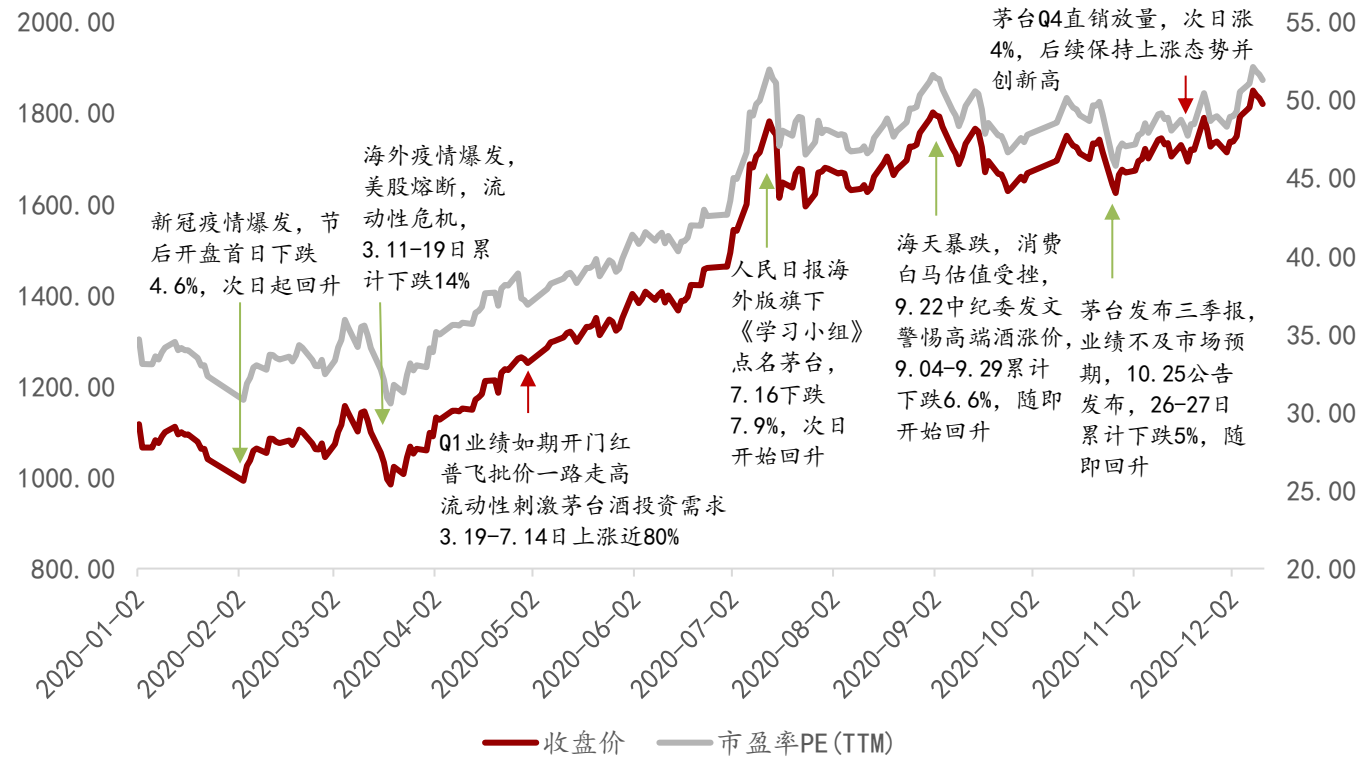
我们认为，“疫情”不仅是2020年最重要的投资抓手，其背后的深刻影响仍将贯穿2021年，甚至在未来较长的一段时间内都扮演着重要角色。2020年，疫情从开始的恐慌，到必选及部分宅家受益品种需求的爆发，再到可选品种需求的边际改善吸引着投资者们的眼球。站在当前时点，我们尝试深入思考疫情带来的变化与影响精选商业模式好、成长确定性强的细分赛道，以对冲板块高估值的隐忧。

- **不变的价值，变化的认知**

  我们认为，疫情的冲击不仅体现在下游的需求疲软以及上游的供给受限，也体现在投资者认知上，优秀赛道的优质公司的基本面在疫情冲击下展现了极

强的抗风险能力，疫情让投资者们更加深刻、更加放大地认知到了优秀商业模式和公司的重要性。高端白酒作为食品饮料板块中商业模式最佳的细分赛道，正是验证了这一逻辑。贵州茅台作为高端白酒的标杆企业，在Covid-19疫情的背景下，需求端仍保持高景气，业绩同样保持稳健增长，龙头风范尽显。反映到资本市场上我们可以观察到，除3月海外疫情爆发带来的流动性危机外，贵州茅台的股价表现（涨跌幅度及持续时间）对于负面消息（如《学习小组》点名茅台、中纪委发文警惕高端酒涨价以及茅台三季报业绩不及市场预期等）的负向反馈明显弱于正面消息（批价坚挺、直销放量等）的正向反馈。**我们认为，这一定程度上体现了市场对于优质资产短期扰动的反应趋于理性，同时更愿意对其长期逻辑的逐步验证给予肯定，基于此我们从价格带和香型两个角度出发，在商业模式佳的白酒板块中精选需求高景气度持续性强、竞争格局稳固、成长确定性强的高端白酒赛道以及顺势而为、站上风口、成长性强的酱酒赛道。**

图表22：贵州茅台资本市场表现相对于正面消息的正反馈明显强于负面消息的负反馈



资料来源：Wind，万联证券研究所

- **短期受损，长期向好**

2020年疫情对消费的冲击是不容忽视的，但随着我国疫情的防控得当，我国消费需求也处在恢复通道。我们认为，疫情对于食品饮料板块中受损品种的冲击多为暂时性的需求缺失，明年Q1业绩有望迎来低基数开门红，长期趋势也有望在延缓后加速。**基于此，我们推荐消费场景基本恢复，业绩增长具弹性、涨价预期有催化，结构升级进程加速，利润有望快速释放的啤酒赛道。**

- **需求端行业受损，供给端龙头受益**

我们认为，疫情对食品饮料需求端的损失是可恢复的，而对供给端格局的改变通常是不可逆的。餐饮产业链是今年受疫情冲击最大的赛道之一，下游连锁化加速，2021 年继续恢复。基于此，我们推荐两条契合连锁业态发展趋势但处于产业链不同位置的赛道：**①下游：**疫情下虽需求受损，但龙头逆势扩张，行业整合加速的卤制品赛道；**②上游：**切中 B/C 端多个痛点，疫情下 C 端有力承接 B 端损失需求，B 端向 C 端渗透加速，消费者教育进程加快，龙头保持扩张的复合调味品赛道。

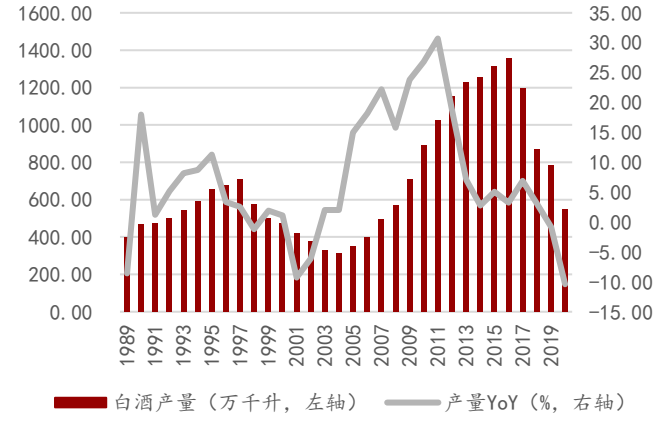
3、白酒：高端优中选优，酱香乘风而起

3.1 高端白酒：需求景气，格局优秀，品牌构筑核心壁垒

3.1.1 疫情加速白酒行业结构分化及品牌集中进程

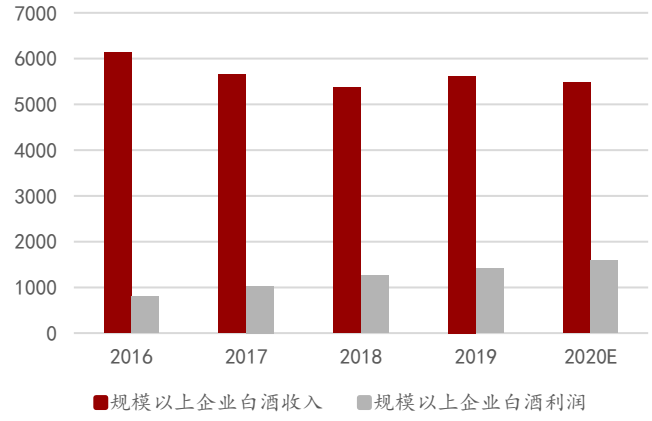
我国白酒处于存量市场，疫情后品牌分化将进一步加强。自行业度过深度调整期后，2015 年开始，行业整体收入及利润增速明显回升，产量增速依旧较低，保持个位数的增长，2019 年，产量出现下滑，2020 年 1-10 月受疫情影响更是大幅下滑 10%。高端白酒引领本轮白酒景气周期，全国名酒开始通过加快全方位市场下沉挤压中小酒企的生存空间，在龙头提价及集中度提升的驱动下，行业整体盈利能力提升，行业利润增速高于行业收入增速高于行业产量增速。在疫情冲击下，中小酒企经营压力进一步加大，行业加速向头部品牌集中。

图表23：我国白酒市场为存量市场



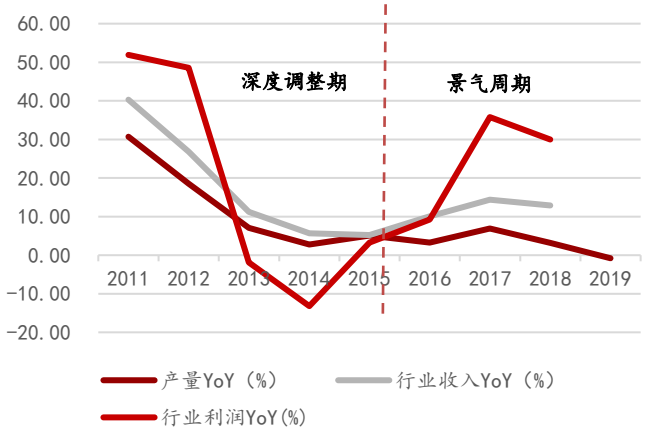
资料来源：国家统计局，Wind，万联证券研究所

图表24：规模以上企业白酒收入及利润（亿元）



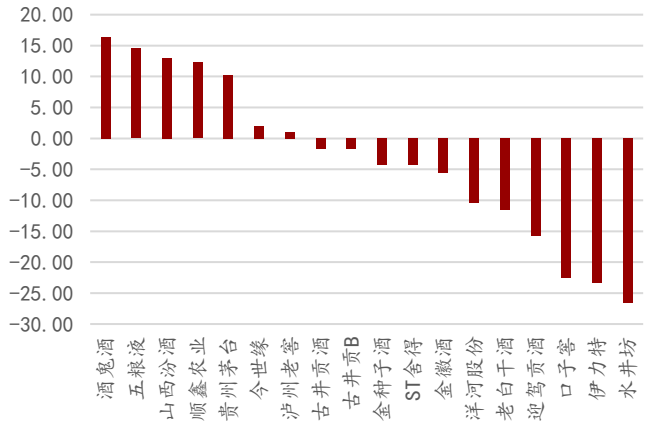
资料来源：国家统计局，中国酒业协会，云酒头条，万联证券研究所

图表25：近年来我国白酒行业产量、收入及利润增速



资料来源：贝恩公司，万联证券研究所

图表26：茅五前三季度营收同比增速保持两位数

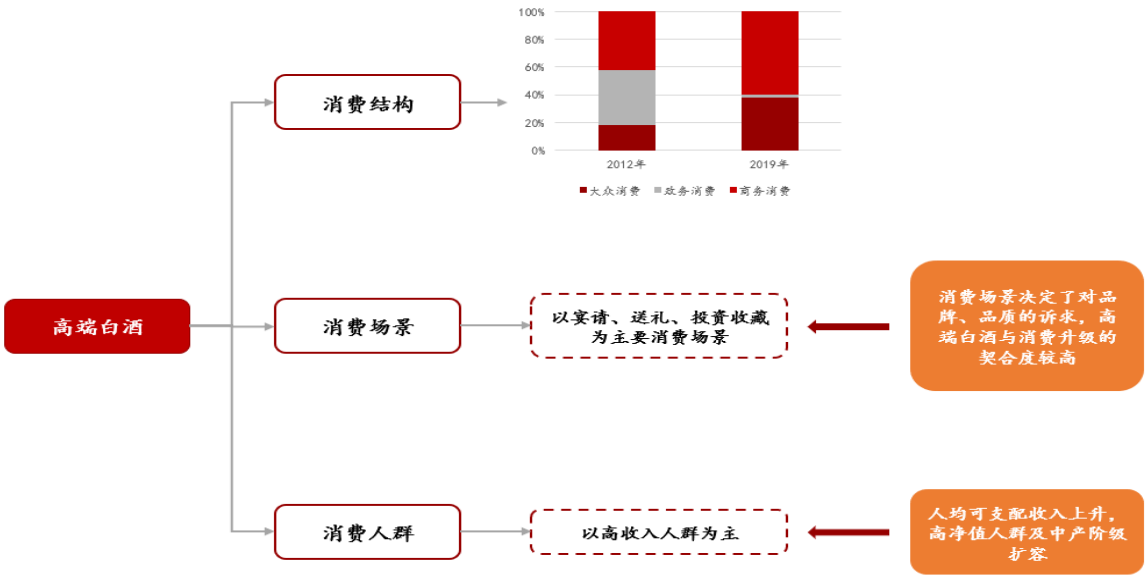


资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

3.1.2 需求扩容，格局稳固，龙头增长确定性强

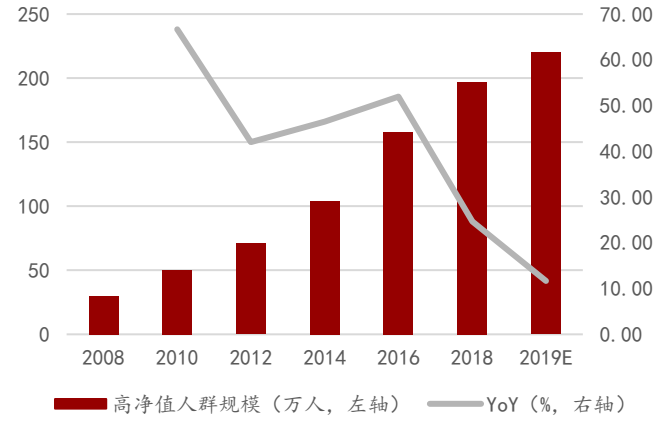
消费场景决定了高端白酒是消费升级的最佳受益品种之一。目前高端白酒消费结构已由上一轮周期的政商务消费主导转变为大众&商务消费主导。消费升级是本轮高端白酒市场扩容的主要驱动因素，高端白酒的主要消费场景为高端宴请、送礼以及投资收藏，对应的是面子、地位以及升值诉求，与消费升级的逻辑相契合。我国居民人均可支配收入的上升、高净值人群以及中产阶级的不断扩容意味着高端白酒的主力消费人群也在不断扩容，驱动大众消费增长。此外，通过复盘，我们发现高端白酒企业的收入同 PMI 指数呈现一定的正相关性，来年制造业的景气恢复有望促进商务消费增加。**我们认为，高端白酒的核心壁垒是品牌，当前格局已基本成型，出现黑马带来格局重塑的概率极小，市场扩容龙头受益的确定性强。**

图表27：高端白酒需求景气驱动因素



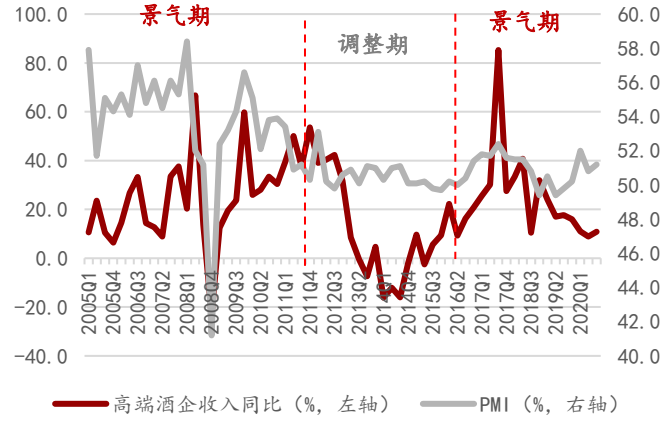
资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

图表28：我国高净值人群规模逐年上升



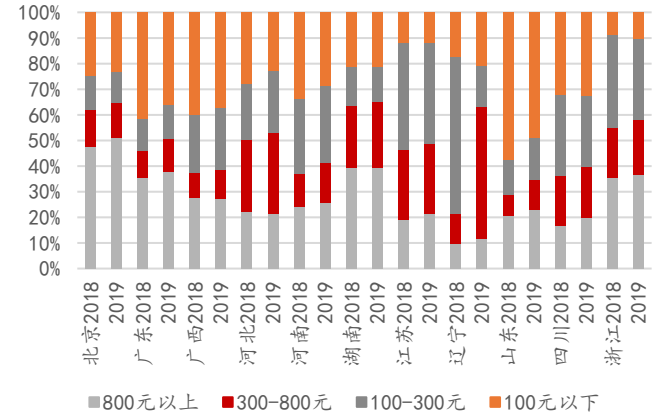
资料来源：贝恩公司，万联证券研究所

图表29：高端酒企收入同比增速及PMI指数



资料来源：Wind，万联证券研究所

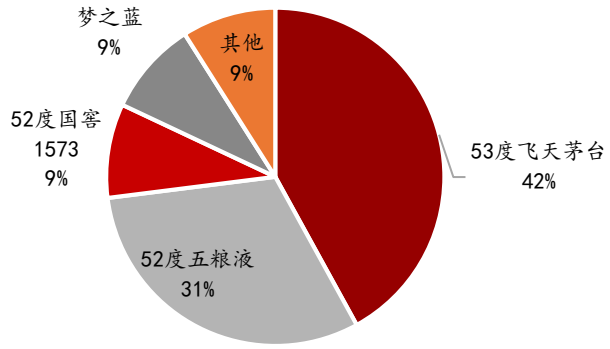
图表30：2019年高端白酒流通规模挤压式增长



资料来源：资料来源：中国酒业流通协会，渠道调研，万联证券研究所

注：流通规模采用批发价口径

图表31：我国高端白酒市场竞争格局（按销量计）



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

3.1.3贵州茅台：供需紧平衡状态有望长期持续，直销放量提升吨酒价格

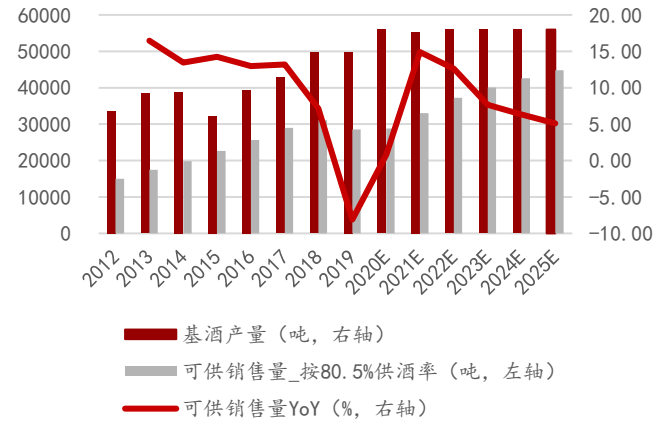
茅台拥有最强的品牌力，量价逻辑兼备。量的层面，产能处于逐步释放阶段，2016/2017 年基酒产量回升，未来产能瓶颈逐步缓解，2020/2021 年茅台酒基酒产量预计约 5.02/5.53 万吨，同增 0.6%/10.2%，为长期可供销量增长奠基，但考虑到茅台的需求缺口仍大，未来供需紧平衡的状态预计仍将持续；**价的层面，**在中纪委点名及国庆中秋双节后，普飞批价仅短期调整后即保持坚挺，目前约 2800 元左右，高渠道利润带来较厚的安全垫，直接提价预期升温，直营推进+非标放量仍可完成间接提价，量价逻辑兼备，业绩确定性较强，渠道掌控能力和抗风险能力也在不断提升。

20Q4 直销渠道放量增厚收入，吨价上升驱动盈利能力稳步提高：茅台近年发力直销渠道建设，自去年对商超卖场、电商等直销渠道的公开招标，到今年 6 月集中签约包

括 16 家区域 KA 卖场、4 家酒类垂直电商和 2 家烟草零售连锁在内的 22 家直销渠道商，截至 10 月底，茅台已和 68 家直销渠道商合作，包括电商、商超卖场、国资企业、烟草连锁等领域的优质企业，渠道扁平化建设取得初步成效。茅台逐渐形成自营（对应报表端直销口径）、社会及直销（对应报表端批发口径）多元化的渠道结构。我们对茅台 20Q4 的直销计划量进行简单测算，4160 吨茅台酒中约有 54%的量由股份公司直销渠道消化，假设该部分量增为社会经销渠道转移所致，直销渠道按 1399 元/瓶（含税）计算，**飞天 Q4 放量将带来近 20 亿元的营收增量，吨价提升带来的归母净利润增量约为 10 亿元。**

长期茅台渠道结构优化&管理精细化趋势有望延续，近日飞天批价报 2830 元左右仍坚挺：会议提出 2020 年直销、社会、自营错位发展、互为补充的渠道发展在落实见效；“双 12”“元旦”“春节”前直销渠道集中投放茅台酒；2021 年茅台直销要理性管价格、多开瓶维护好市场、把控区域平衡和体验营销。**我们认为，短期来看，此次茅台直销放量不仅是为公司此前的收入指引保驾护航，增厚业绩，长期来看更是彰显公司渠道优化，管理精细化的决心，量价齐升的逻辑进一步强化。**

图表32：2025年茅台酒可供销售量预计可超4.5万吨



资料来源：茅台酒收藏（赵晨著），2010年新增2000吨茅台酒技改工程投资可行性研究分析（刘杰），公司公告，公开资料，万联证券研究所

图表33：普飞批价高位企稳



资料来源：酒说仁怀，万联证券研究所

3.1.4 五粮液：优先承接茅台溢出需求，价格天花板有望打开

纯粮固态发酵产能行业领先，稳健扩产+提升优品率保障高端酒供应。公司规划未来实现 30 万吨以上纯粮固态产能，根据我们测算，2025 年优质酒产能有望突破 4 万吨，届时优品率约为 13%，**我们认为，优品率有望随着公司酿造工艺的提高进一步上行，产能扩张叠加优品率的提高将是公司在高端白酒市场的重要竞争优势。**

100 万吨原酒总储藏能力助力提升产品力。2020 年，公司将确保 30 万吨陶坛陈酿酒库一期工程全面竣工投产，二期工程尽快开工建设。公司规划将原酒总储藏能力达到 100 万吨，原酒储存周期的延长得到保障，进而为产品力的提升奠基。

图表34：五粮液优质酒产能测算（至2025年）

时间	总产能(吨)	新增产能（吨）	窖池年龄（2020年）	窖池年龄（2025年）	优品率（2020）	优品率（2025）	2020优质酒产能（吨）	2025优质酒产能（吨）
明清以来	450	450	百年以上	百年以上	75%	75%	338	338
1958	1141	691	62	67	55%	60%	380	415
1979	4440	3299	41	46	30%	35%	990	1155
1986	10000	5560	34	39	23%	30%	1279	1668
1992-1994	90000	80000	26-28	31-33	18%	22%	14400	17600
2002	150000	60000	18	23	8%	16%	4800	9894
2003	210000	60000	17	22	8%	16%	4800	9600
2013	212000	2000	7	12	0%	5%	0	100
2020E	220000	8000	0	5	0%	0%	0	0
总计					12%	13%	26986	40769

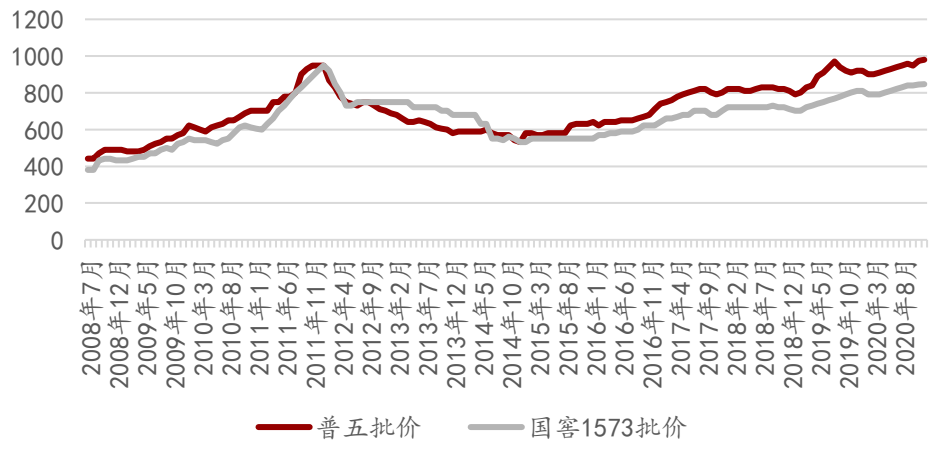
资料来源：公司公告，公司官网，互联网资料整理，万联证券研究所测算

注：优品率为当年优质酒测算产能/当年规划产能，优质酒产能为合计值

假设窖龄百年以上的窖池优品率约75%，60年以上窖池优品率约55%-60%，45年以上优品率35%以上，40年上下的优品率约30%，25-35年的优品率在20%附近波动，20年以上的优品率约16%，不足20年的优品率约8%，10年以上的优品率不足5%，10年以下的优品率近似为0。

双节渠道表现超预期，渠道结构不断优化，提价预期升温。国庆中秋双节旺季过后，普五批价保持坚挺，站稳960-980区间，渠道库存不足1月，当前批价基本站稳980元，渠道信心提升，动力更足。批价稳健上行对公司的意义颇大，不仅有望将普五带入量价齐升的良性循环，也为渠道发展、直接提价以及品牌力的提升打下基础，有望拉动公司估值中枢进一步提升。此外，公司预计进一步优化渠道结构，加码团购及新零售渠道，叠加非标超高端产品的放量，驱动公司收入业绩增长。近期公司提升团购打款价至959元/瓶。我们认为，团购渠道提价有望为之后传统渠道挺价做铺垫，未来团购渠道的占比还将进一步提升。**长期来看，高端酒行业扩容的大逻辑不变，普五及以上优质酒产能释放为公司承接茅台溢出需求提供支撑，公司自“二次创业”以来，在产品矩阵、渠道结构、治理体系等方面均得到优化，我们继续看好浓香酒王长期稳健发展。**

图表35：普五批价双节后保持坚挺超市场预期

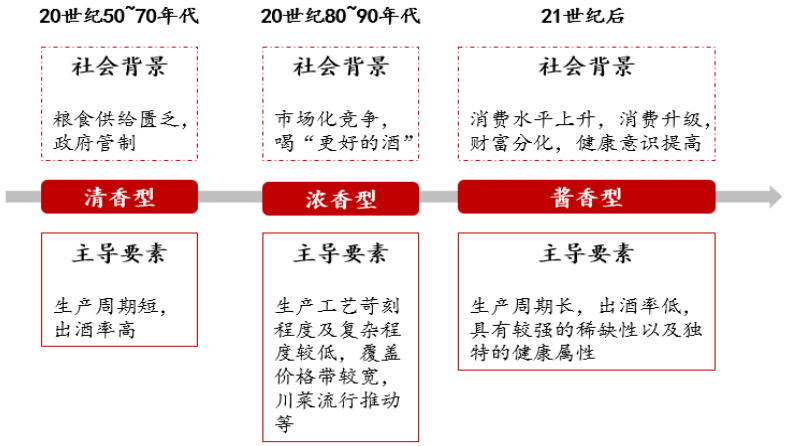


资料来源：渠道调研，万联证券研究所

3.2 酱香酒：重视香型分化加强，中短期热度难减

香型各领风骚，酱香顺应时代。自 1979 年第三届全国评酒会，香型划分逐渐在我国白酒行业中流行起来，逐步形成了以清香、浓香以及酱香三大香型三足鼎立的格局。自建国以来我国白酒行业的主导香型历经更迭，建国初期 20 世纪 50-70 年代，由于粮食供给匮乏，政府管制，清香型以生产周期短，出酒率高等优势成为主导香型，市场规模占比一度达到 70%至 80%。20 世纪 80-90 年代，粮食匮乏缓解，市场化竞争加剧，消费者期待喝到“更好的酒”，浓香酒依托其一直以来强大的产业地位与价值，窖泥培养等酿造技术的推广和普及，较大的消费者基数以及较宽的价格带等优势登顶，巅峰时期市占率接近 90%。进入 21 世纪，在消费升级驱动下，白酒行业同样向着高品质消费发展，而酱香酒由于其酿造工艺复杂，生产周期长，出酒率低以及产地制约等因素具备了较强的稀缺性以及独特的健康属性，成为了高品质酒的代名词，可谓是顺应时代的香型，但目前我国白酒市场仍以浓香为主导，酱香处于快速发展通道。

图表36：我国白酒香型演变



资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

“茅台热”转向“酱香热”，行业 7%的产量撬起 23%的收入和 38%的利润。2011-2019 年间，我国酱香白酒的产量、收入及利润占白酒整体市场的比例均处在上升通道，期间经历黄金十年的末期、行业深度调整期以及新一轮景气周期。我们通过分析下方数据发现，**①酱酒品类优势突出，盈利能力极强：**酱酒受制于其生产工艺及产区限制，产能较少，2019 年酱酒产量约 55 万千升，约占整个白酒行业的 7%（剔除茅台占比 6.3%），却贡献了约 1350 亿元的收入，占整个白酒行业的 23%（剔除茅台占比 8.4%），约 550 亿元的利润，占整个白酒行业的 38%（剔除茅台占比 7.6%）；**②茅台是酱酒收入和利润的主力军，近年非茅台系酱酒收入利润释放：**通过对比剔除茅台前后酱酒收入利润的占比和增速，可发现 2012-2018 年剔除茅台后的酱酒收入利润的占比和增速与剔除前相比下滑明显，2019 年剔除茅台后的酱酒收入利润增速大幅超过剔除前，反映出非茅台酱酒的收入利润在快速释放中。

图表37：酱香酒（包括是否含茅台）产量、收入及利润

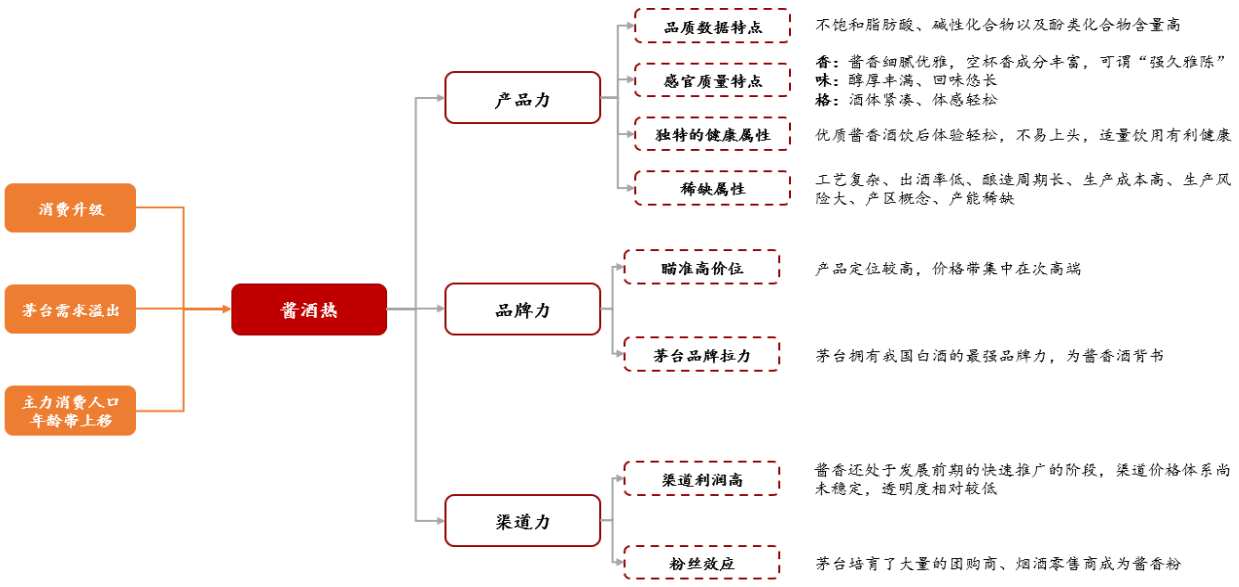
年份	白酒	酱酒	酱酒占比	酱酒CAGR	酱酒（除茅台）	酱酒占比（除茅台）	酱酒CAGR（除茅台）
产量端（万千升）							
2011	1026	30	2.9%		26	2.6%	
2012	1153	40	3.5%	34.0%	36	3.1%	36.8%
2018	871	50	5.7%	3.8%	44	5.1%	3.5%
2019	786	55	7.0%	10.0%	49	6.3%	11.2%
收入端（亿元）							
2011	3747	353	9%		169	4.5%	
2012	4466	517	12%	46.5%	252	5.7%	49.4%
2018	5364	1100	21%	13.4%	364	6.8%	6.3%
2019	5897	1350	23%	22.7%	496	8.4%	36.3%
利润端（亿元）							
2011	572	119	20.9%		27	4.7%	
2012	819	180	22.0%	51.0%	40	4.9%	49.5%
2018	1250	430	34.4%	15.6%	52	4.1%	4.4%
2019	1447	550	38.0%	27.9%	110	7.6%	113.3%

资料来源：国家统计局，权图酱酒工作室，糖酒快讯，前瞻产业研究院，万联证券研究所

注：2018年权图酱酒工作室公布的酱酒产能以及净利润为区间，采用区间下限为保守估计数值。2011-2012以及2018-2019年增速为同比增速。

需求端消费升级、茅台需求溢出以及主力消费人群年龄带上驱动，供给端产品、品牌、渠道均有优势。从需求端思考，消费升级下，消费者对喝“更好的、更稀缺”的酒的诉求愈发强烈，叠加茅台多年来培育了大量的酱香爱好者，在茅台价格居高不下的背景下，有望转向其他优质酱香品牌。从供给端思考，酱香酒从产品力、品牌力及渠道力方面均有竞争优势，我们将于下文进行详细分析。

图表38：“酱香热”归因分析



资料来源：微酒，酒业家，万联证券研究所

产品力：工艺&产区是酱香酒品牌力的天然基石。

工艺复杂、生产周期过长，筑天然稀缺属性。酱酒工艺酿造的特点为“三高三长”和12987工艺。12987，意为在大曲酱酒的酿造工艺中，走完一个周期，要一年的时间。需经过两次投粮，九次蒸煮，八次发酵，七次取酒。**与浓香型和清香型相比，酱香以工序复杂，耗费时间，成本高昂，出酒率低，酒品和风味上乘为优势。**风味上：香气纯正，幽雅细腻；口味上：酒体甘冽净爽、柔绵和谐，稀缺属性和风味兼备，且以饮后体验轻松，不易上头，适量饮用有益健康闻名，近年来为大众所追捧。

图表 39：酱香型、浓香型和清香型口味、发酵工艺的对比

对比	酱香型	浓香型	清香型
色泽外观	无色或微黄，清亮透明，无悬浮物，无沉淀物	无色或微黄，清亮透明，无悬浮物，无沉淀物	无色或微黄，清亮透明，无悬浮物，无沉淀物
香气	香气纯正，幽雅细腻	具有浓郁的乙酸乙酯为主体的复合香气	清香较正，具有乙酸乙酯为主体的优雅、协调的复合香气
口味	酒体甘冽净爽、柔绵和谐	酒体醇和协调，绵甜爽净，余味悠长	酒体柔和协调，绵甜爽净，余味悠长
原料	以小麦和有机高粱为原料	高粱、小麦、稗子、玉米、谷子	高粱为主
曲种	高温大曲	中温大曲	低温大曲
工艺特点	“三高三长”、12987 工艺	“混蒸混烧”、“续渣法万年糟”	“清蒸二次清”
发酵期	八轮发酵，每轮发酵 30 天	50 天左右	28 天左右
用曲量	100%（8 个轮次）	18-20%（每轮）	9%-11%
发酵容器	石壁泥底	泥窖	瓷砖贴面地缸

资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

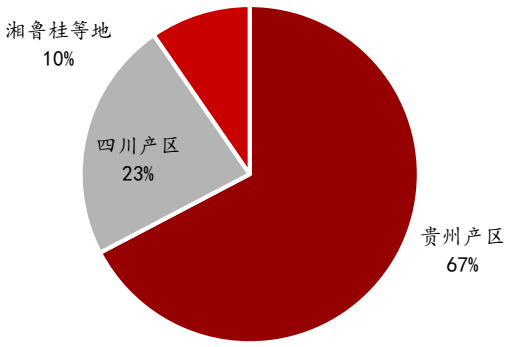
图表 40：酱香酒三种工艺的特点对比

工艺	坤沙酒	碎沙酒	翻沙酒
特点	原料会保持大约 20%的破碎率 80%的保持完整	原料 100%破碎	用坤沙酒最后第 9 次蒸煮后丢弃的酒糟再加入新高粱和曲药后酿制
出酒率	低	较高	高
生产周期	长	较短	短
口感	浓漆味，入口酱味响亮，微苦带甘	入口酱香发闷，不响亮，无漆感	入口苦重，略带漆味感，焦苦香明显

资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

赤水河流域是酱香酒的核心产区，主要酱香酒企积极扩产。赤水河流域依托茅台成为全国酱香白酒的核心产区，2019 年贵州产区产能占比接近 70%。赤水河沿岸培育出郎酒、习酒、国台等一众优质酱香品牌，产区概念通过打造独一无二的自然环境和气候条件进一步加强了酱香酒的稀缺属性。为进一步抢占不断扩容的酱香酒市场份额，多家酒企积极扩产，据我们测算，未来主要酱香酒企产能将迎来翻倍增长，这些产能将构成酱香酒企未来重要的竞争力，但由于酱香酒较长的酿造周期，中短期内优质酱香酒的供给仍然偏紧。

图表41：2019年酱酒主要产区分布



图表42：酱酒核心产区-赤水流域



资料来源：酒业家，权图酱酒工作室，万联证券研究所

资料来源：百度地图，万联证券研究所

图表 43：重点酱酒企业未来扩产计划

企业名称	现有产能（万吨）	预计产能（万吨）	在建产能
贵州茅台	7.50	11.2	茅台酒技改工程
郎酒股份	1.8	5	优质酱香型白酒产能建设项目+在建的吴家沟基地技改项目（一期）
贵州习酒	2	5	技改项目
国台酒业	0.53	2.6	国台酒业 6500 吨技改项目建设+国台怀酒基地 1000 吨复产技改
金沙酒业	1.9	2.9	两年内新增酱香酒产能 1 万吨
贵州珍酒	0.5	4.2	3 万吨年产优质酱香白酒+万吨技改项目
钓鱼台酒业	0.3	-	无扩产计划
武陵酒	0.1	0.6	年产 5000 吨酱酒酿造生产线
丹泉	1.5	2	酱酒贮存基地技改扩建
贵州安酒	0.4	2	安酒赤水酒谷项目
劲牌酱酒	0.8	2	酱香型白酒技改三期项目+规划四期
仙潭酒业	2	2.5	分期新增 15 个车间
夜郎古酒业	0.5	1	预计在 5-10 年内产量达到 1 万吨
合计	**19.8**	**41.0**	

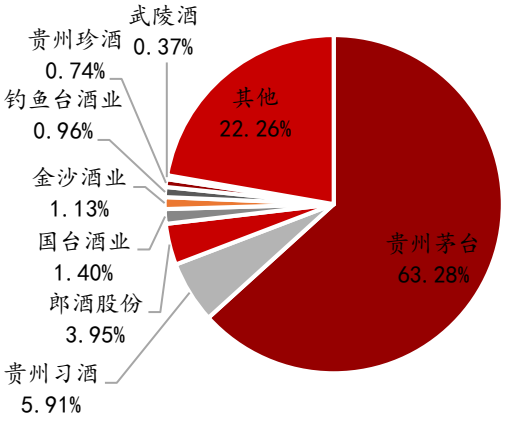
资料来源：公司公告，招股说明书，酒业家，公司官网，怀仁市酒业协会，公开资料整理，万联证券研究所
注：预计产能部分内容根据媒体报道信息测算，仅供参考

- **品牌力：茅台背书&瞄准高价格带**

曾经较长一段时间内，消费者心中的认知为“酱香即茅台”，在茅台强大的品牌力背书下，酱酒行业的品牌力得到保障。目前我国酱酒市场呈现出一超多强的竞争格局，第一梯队的贵州茅台2019年的市占率超过60%，第二梯队的习酒和郎酒的市占率则分别达到5.91%和3.95%。此外，酱酒的主要价格带集中在次高端及以上，

多数大单品集中在次高端价格带，终端价也多在500元以上，较高的价格定位也为其品牌力提供了保障。

图表44：2019年酱酒行业竞争格局（收入口径）



资料来源：公司公告，招股说明书，酒业家，权图酱酒工作室，万联证券研究所

注：郎酒营收为酱酒板块收入

图表45：2019年酱酒行业主要企业



资料来源：公司公告，招股说明书，酒业家，权图酱酒工作室，万联证券研究所

图表 46：酱香酒主要大单品价格带对比

市场规模（亿元）	价格带	主要大单品	2019 年销售额（亿元）	2019 年市场占有率	终端价
850	高端（800 元以上）	飞天茅台	758.02	89%	1499
		青花郎	31.97	4%	1499
200	次高端（300 元-800 元）	习酒窖藏系列	42.37	21%	478
		红花郎	21.31	11%	498
		汉酱	约 10.00	5%	498
		钓鱼台	约 10.00	5%	528
		国台主产品	13.18	7%	559
		金沙摘要酒	6.41	3%	680
		珍十五	3.90	2%	599
180	大众（100 元-300 元）	茅台王子酒	37.80	21%	298
		习酒金钻系列	约 20.00	11%	278
		赖茅	约 10.00	6%	208
120	低端（100 元以下）	茅台迎宾酒	约 45 亿	38%	108

资料来源：公司公告，招股说明书，酒业家，酒业时报，凤凰网，搜狐新闻，万联证券研究所

- **渠道力：渠道利润率高&粉丝效应**

由于酱酒还处于快速推广阶段，价格体系尚未稳定，透明度较低，消费者认知也相对有限，因此渠道利润率高企，以郎酒和国台为例，渠道利润率均远超浓香老大五粮液的第八代普五。此外，茅台也在经销商、团购商以及烟酒终端培育出大量酱香爱好者，有一定的粉丝效应，渠道推动力足。

图表 47：酱香酒代表渠道利润率较高

品牌	产品	出厂价（元/500ml）	终端价（元/500ml）	渠道利润率
郎酒	青花郎	596.7	1499	151.2%
	红花郎 10/15	231.0	平均 504	118.1%
国台	高端产品	197.2	国台国标：549	178.4%
	中高端产品	97.6	国台好礼：649（2 瓶）	231.8%
五粮液	第八代五粮液	889	1399	57.4%

资料来源：公司公告，招股说明书，万联证券研究所

注：国台以国台国标作为高端产品代表，以国台好礼作为中高端产品代表

我们认为，参考浓香白酒的发展历程，酱香白酒还处于群雄割据的上半场，品牌较多较散，未来3-5年酱香热度难减，但放长眼光来看，终将形成少数主要品牌占领绝大部分市场的格局，渠道管理的精细化程度以及控制力度将成为重要因素，品牌力的竞争仍将是酱香白酒的终局之战，我们看好品牌基因好，公司用心打造品牌价值且渠道管控能力较强的优质酱香酒企。

郎酒股份：百年酒企，酱酒腰部中坚力量

四川郎酒集团有限责任公司最早可以追溯到1898年的絮志酒厂，是一个具有百年历史的知名酒企；产品结构明晰清楚，形成酱、浓、兼三种香型系列产品的良好组合。目前公司高端和次高端产品分别以青花郎和红花郎酱酒系列为主，2019年占收入比重为38%和26%；中端白酒和中低端白酒定位于浓香型、浓酱兼香型，分别以郎牌特曲、小郎酒系列和顺品郎系列为主。公司2019年营收为83.48亿元/同比+11.62%，2017-2019年CAGR为17.73%；利润为24.25元/同比240.30%，2017-2019年CAGR为99.79%。

图表 48：郎酒股份旗下主要产品

产品系列	高端白酒	次高端白酒	中端白酒	中低端白酒
产品定位	酱香型	酱香型	浓香型、浓酱兼香型	浓香型、浓酱兼香型
产品展示	青花郎系列 	红花郎系列 	郎牌特曲、小郎酒系列 	顺品郎系列 

资料来源：招股说明书，万联证券研究所

国台酒业：位于酱酒核心产区茅台，拥抱酱酒热潮快速成长

茅台镇第二酒企，收入以高端产品。公司成立于2001年3月，专注于酱香型白酒的研发、生产和销售，三个酿酒基地均位于仁怀市茅台镇，是茅台镇第二大酿酒企业；旗下产品主要定位于高端客户群体，形成了以国台主产品和系列酒为主体、定制酒和封坛珍藏酒并举的“一体两翼”产品线布局。2019年公司高端白酒/中高端白酒占收入

比重分别为82%/17%，主力大单品包括国台国标酒（500ML）、国台龙酒（500ML）和国台十五年（500ML）等产品。

拥抱酱酒热潮快速成长，业绩快速增长。白酒消费市场回暖及消费升级大环境下，公司通过加强销售体系建设、广告品牌宣传多因素推动下，主力产品国台酒产品销量提升助力业绩高增长。公司2019年营收为18.88亿元/同比+60.46%，2017-2019年CAGR为48.81%；利润为3.74亿元/同比+51.65%，2017-2019年CAGR为74.3%。目前公司基酒总产能约为5300吨，国台酒业年产 6500 吨酱香型 白酒技改扩建工程+国台怀酒基地1000吨复产技改项目顺利推进后，远期产能有望超过2万吨。

图表 49：国台酒业旗下主要产品

产品系列	产品定位	产品展示		
国台主产品	高端	国台龙酒（500ML）	国台十五年（500ML）	国台国标酒（500ML）
				
国台系列酒	中高端	国台酱酒（500ML）	国台好礼（2×500ML）	国台国礼坛酒（1.5L、2.5L、5L）
				
定制酒	中高端及高端	专销产品 国台大师工造精品（500ML）	文创产品 国台生肖纪念酒（15L）	尊享定制产品 国台国标酒·金科尊享定制（500ML）
				
封坛珍藏酒	高端	封坛珍藏酒（50L-1000L）		
				

资料来源：招股说明书，万联证券研究所

图表50：郎酒股份和国台酒业核心指标对比

		郎酒股份	国台酒业
产品	代表产品	青花郎系列 红花郎系列	国台国标、 国台十五年
	2019 年 收入构成	**高端 38%+中高端 26%**	**高端 82%+次高端 17%**
出厂吨价	高端	129.14 万元/吨	42.68 万元/吨
	中高端	50 万元/吨	21.13 万元/吨
渠道	**渠道收入占比**	**经销 94.6%+直营 3.6%**	**经销 94.2%+直营 3.8%**
收入	2019 年	83.48 亿元	18.88 亿元
	17-19CAGR	**17.73%**	**48.81%**
净利润	2019 年	24.25 亿元	3.74 亿元
	17-19CAGR	**99.79%**	**74.29%**
2019 年 盈利水平	毛利率	80.76%	75.43%
	净利率	29.27%	21.75%
	ROE	**38.34%**	**23.30%**
预收账款	2019 年	34.98 亿元	23.30 亿元
	17-19CAGR	**17.80%**	**29.00%**
销售收现	2019 年	84.87 亿元	22.47 亿元
	17-19CAGR	**23.20%**	**49.70%**
2019 年 产销情况	产能（万吨）	18000	5300
	产量（万吨）	16999	5975
	产能利用率	**94.44%**	**112.73%**

资料来源：招股说明书，万联证券研究所

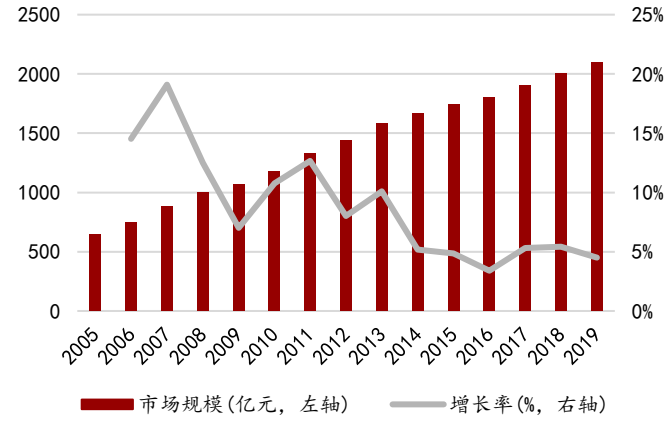
注：国台酒业以零售价格划分，将价格在500元/500ml及以上划分为高端产品，300-500元/500ml的划分为中高端产品；郎酒股份产品出厂价大于等于500元/500ml分为高端产品，产品出厂价位于300-500元/500ml分为次高端产品

4 啤酒：高端化进程提速利润释放，关注提价预期+体育大年

4.1 行业加速高端化，步入利润释放期

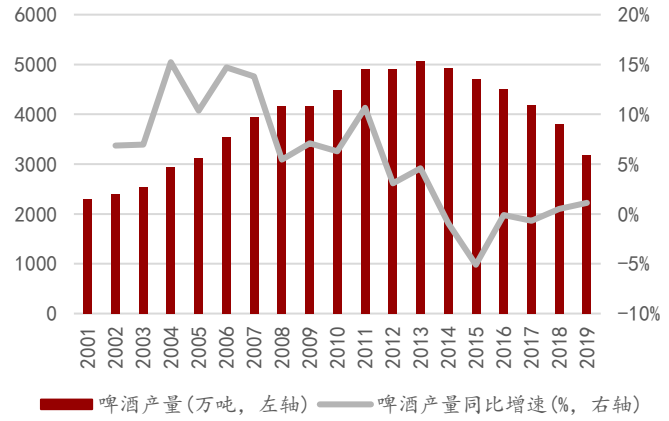
中国啤酒行业已经进入存量发展期，“量增”到“质升”换轨明显。近年来，我国啤酒行业已经进入结构升级阶段，**具体表现为行业市场规模低速增长、产量见顶回落、价升变为行业增长的主要驱动力、利润水平反弹、各大厂商从份额诉求转为利润诉求（着力优化产品结构、提升罐化率、清理落后产能）等。**与印度、越南等亚洲发展中国家相比，中国啤酒行业已经越过高速发展阶段，与日韩等亚洲发达国家相比，中国啤酒行业则尚未进入成熟期。11月，华润雪花啤酒召开全国渠道伙伴大会，强调“决胜高端、势在必行”。**我们认为，龙头表态预示着行业高端化进程有望加速，看3年维度，啤酒板块有望迎来利润的加速释放。**

图表51：2005-2019年国内啤酒市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

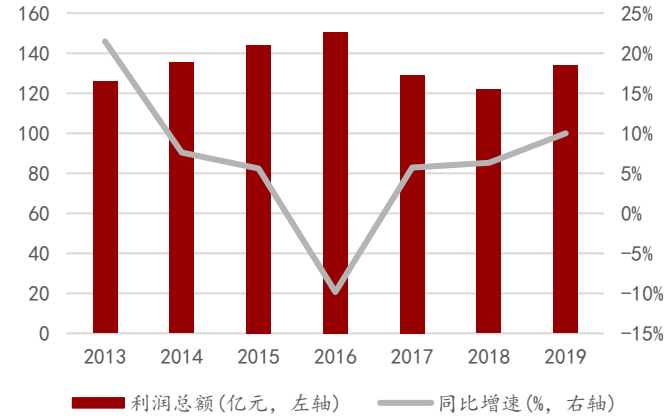
图表52：2001-2019年国内啤酒产量及增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

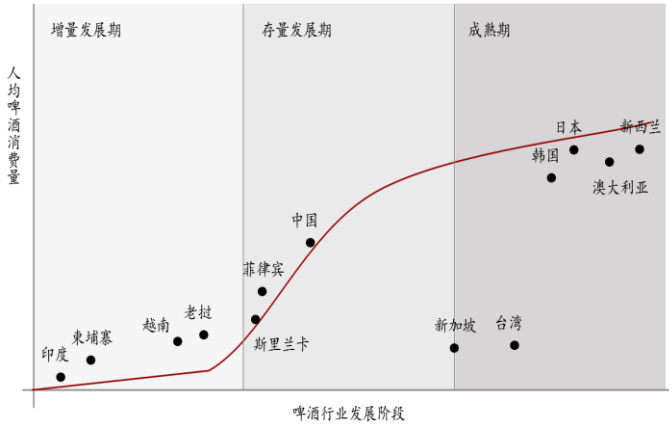
注：产量采用规模以上企业统计口径，同比增速经调整

图表53： 2013-2019年我国啤酒行业利润总额及同比



资料来源：中国酒业协会，万联证券研究所

图表54：亚洲部分国家啤酒行业发展阶段



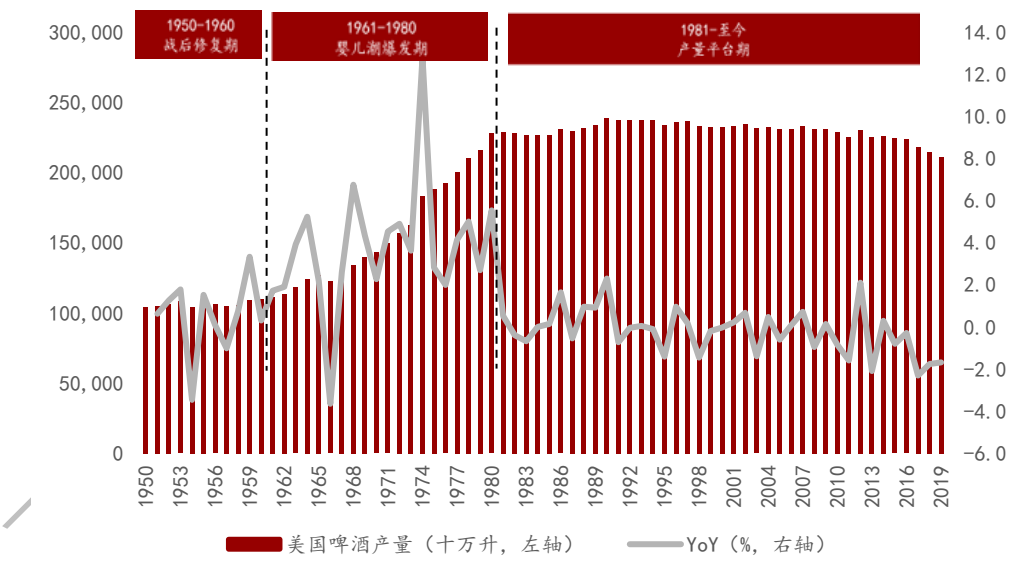
资料来源：公司公告，万联证券研究所

4.2 他山之石，以美为鉴

高端化伴随着集中度的提升，站稳利基市场执行差异化策略的地域龙头有机会。回溯美国啤酒行业发展历史，我们可以将1950年后的美国啤酒行业划分为4个发展阶段：战后修复期（1950-1960年）、婴儿潮爆发期（1961-1980年）、增速换挡期（1981-1990年）与成熟期（1991-至今）。1950年左右，以施利茨、安海斯布希与蓝带为代表的美国啤酒龙头凭借着为军方供应啤酒积累的资本优势，加码东海岸富裕城市，加速收购周边中小啤酒厂，依托规模效应进行价格战，全国化浪潮加速。婴儿潮爆发期内，在人均可支配收入提升、电视广告普及等因素催化下，美国啤酒行业加速高端化，1980年高端及以上啤酒销量占比达到72%，较1960年提升45pct，销售均价也快速上升。啤酒厂商的价格战、营销战延伸至高端价格带。进入70年代，啤酒厂商数量从1950年的350家锐减至138家，中小啤酒厂基本被收购完毕，安海斯布希、施利茨等龙头开始转

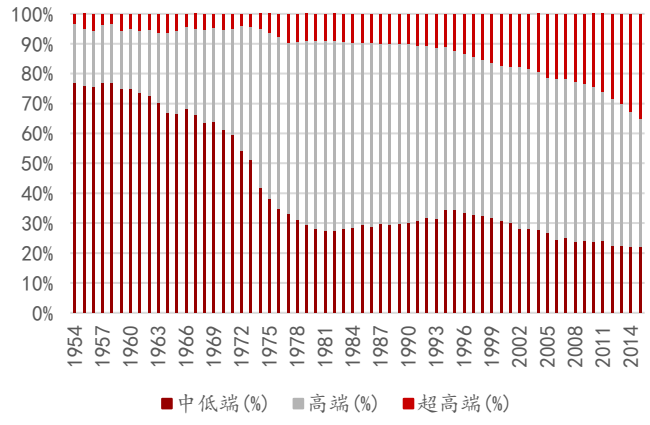
向重点城市新建大型产能，巩固基地市场垄断优势。高端化进程中，市场也不断向全国龙头集中，1980年CR4达到66.8%，较1960年提高39.6pct。但其中Coors值得关注，虽然他当时只在西方的11个州销售，而他的对手都在全国范围内销售，但他的市占率已从1965年全国销量的第12位上升到1980年的第5位,Coors突出自身产品的神秘感和稀缺性，并借此收获了大量粉丝。**我们认为，高端化进程中，面对铺设范围广阔的龙头的份额抢占，站稳利基市场（本土品牌政策支持以及消费者口味黏性）执行差异化策略的地域龙头同样将受益于行业高端化红利。**

图表55：美国啤酒产量及同比增速



资料来源：巴特哈斯集团，万联证券研究所

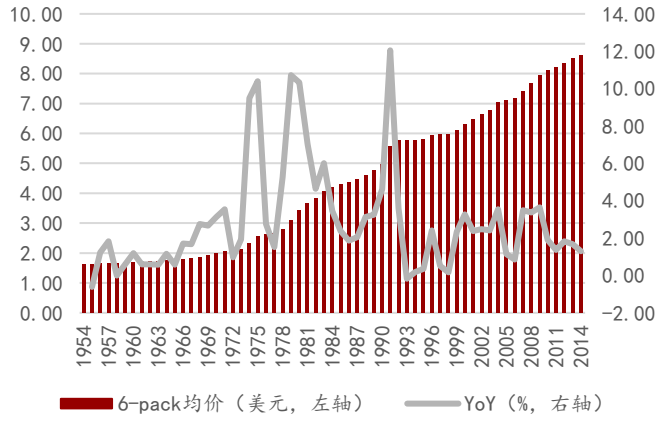
图表56： 1954-2014年美国啤酒产品结构(以销量计)



资料来源：Brewers Association，万联证券研究所

注：以中端啤酒平均价格为基准价格(100)，中低端为价格指数在110以下的啤酒，高端为价格指数在110-130之间的啤酒，超高端为价格指数在130以上的啤酒

图表57：1954-2014年美国啤酒销售均价变化



资料来源： USA TODAY，万联证券研究所

图表 58：美国前 10 大啤酒厂商及产能占比变化

	1950		1960		1970		1980	
1	Jos. Schlitz	6.2%	Anheuser-Busch	9.6%	Anheuser-Busch	18.2%	Anheuser-Busch	28.5%
2	Anheuser-Busch	5.9%	Jos. Schlitz	6.5%	Jos. Schlitz	12.4%	Miller	21.2%
3	Ballantine	5.3%	Falstaff	5.6%	Pabst	8.6%	Pabst	8.6%
4	Pabst Brewing	4.1%	Carling	5.5%	Adolph Coors	6.0%	Jos. Schlitz	8.5%
5	F & M Schaefer	3.3%	Pabst	5.4%	F & M Schaefer	4.7%	Adolph Coors	7.8%
6	Liebmann Bros.	3.6%	P. Ballantine	5.0%	Falstaff	4.4%	G. Heileman	7.5%
7	Falstaff	2.8%	Theo. Hamm	4.4%	Miller	4.2%	Stroh	3.5%
8	Miller	2.5%	F & M Schaefer	3.6%	Carling	4.0%	Olympia	3.5%
9	Blatz	2.1%	Liebmann Breweries	3.4%	Theo. Hamm	3.7%	Falstaff	2.2%
10	Pfeiffer	2.0%	Miller	2.7%	Associated	3.1%	C. Schmidt	2.1%
	合计	37.8%	合计	51.7%	合计	69.3%	合计	93.2%

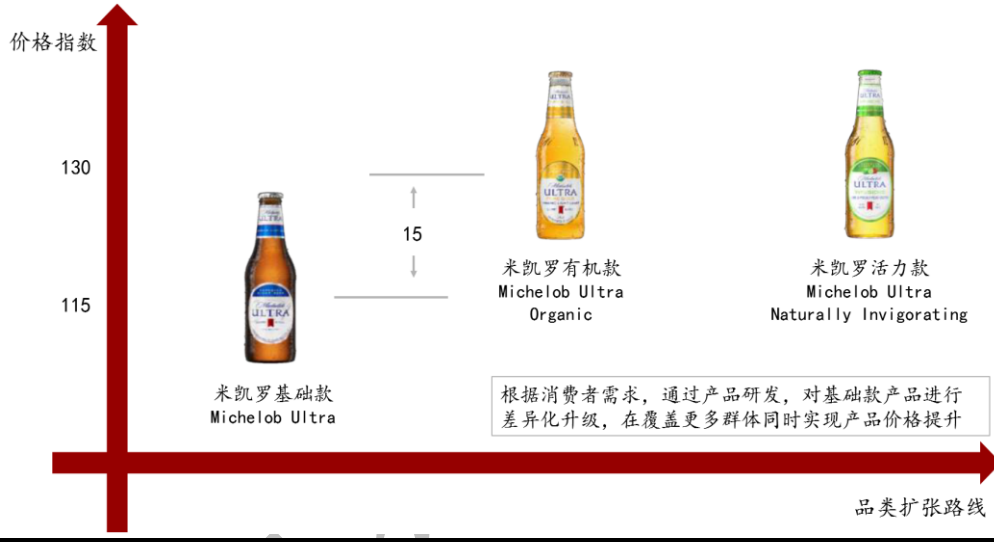
资料来源：Beer History，万联证券研究所

产品差异化升级叠加精准营销助力高端化，进口+精酿啤酒组合绑定特定消费场景是走向超高端的关键。大规模工业化生产下，泡沫稀少、香味寡淡的工业拉格充斥着美国市场，这一点与目前中国市场十分类似。为迎合啤酒消费健康化、高端化倾向，百威根据不同客户群体需求特点，把产品结构划分成：主流产品组合（Mainstream）、高端产品组合（Premium+Core Plus）与超高端产品组合（Super Premium）。

- 主流产品组合主要包括经典百威(Budweiser)、百威淡啤(Bud Light)与Natural Light淡啤等，**依托高度标准化的口味与百威百年品牌影响力，打入尚处于发展初级阶段的啤酒市场，培养当地啤酒消费习惯与百威品牌忠诚度。**
- 高端产品组合主要包括米凯罗（Michelob Ultra）、高端百威（Superior Budweiser）、高端百威淡啤（Bud Light）等，**通过采取主流产品、消费场景差异化的策略，对产品的口味与包装进行差异化升级，满足消费升级下消费者多样化、个性化的需求，在基础产品上研发出具有有机、提神等特点的衍生产品，辅以精准的营销文案，让消费者为健康、潮流与情怀买单，从而达到赚取溢价的目标。**
- 超高端产品线主要包括时代（Stella Artois）、科罗娜（Corona）与鹅岛精酿（Goose Island）等，**通过沉浸式消费体验，将进口、精酿啤酒与大城市潮流/乡村风格等特定消费场景联系起来，并且突出在社区、酒吧等社交场合的产品形象优势**，2007-2013年时代销量CAGR达到18%，时代的价格指数甚至超过了一般的进口与精酿啤酒，达到150。

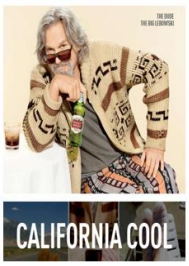
百威在被英博收购后实现了品牌的重组，填补了科罗娜、时代、贝克、Estrella Jalisco、Brahma等进口啤酒品牌的缺位，完成啤酒厂商的强强联合，实现1+1>2的协同效应。

图表59：百威英博对米凯罗品牌的差异化升级案例



资料来源：百威英博年报，万联证券研究所

图表 60：百威英博不同价位产品组合与销售策略

	主流产品组合	高端产品组合	超高端产品组合
主要品牌		 	
价格区间	价格指数低于110	价格指数为110-130	价格指数高于130
销售策略	1. 推出体育明星联名款产品 2. 与其他品牌合作推出限定产品 3. 采用本土原料进行情怀营销 4. 以美国精神为宣传推出差异化产品	1. 赞助当地文化活动 2. 增加包装多样性与竞品形成对比 3. 增加风味以适应不同的消费场景	1. 强化品牌与特定消费场景联系 2. 加强夏季宣传与促销 3. 深入与super bowl的联动
典型案例	      		

资料来源：百威英博年报，万联证券研究所

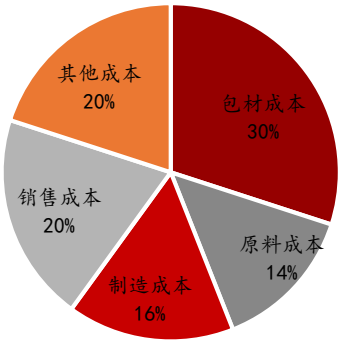
注：价格指数以中端啤酒平均价格为基准价格（100）

我们通过分析百威英博的高端化成功之路认为高端化进程中产品仍是成功的基本，其中包括产品的品质保证以及产品矩阵的组成划分，另一大因素则是渠道营销策略的精准打击。

4.3 成本压力下提价预期升温，2021体育大年助燃啤酒销售

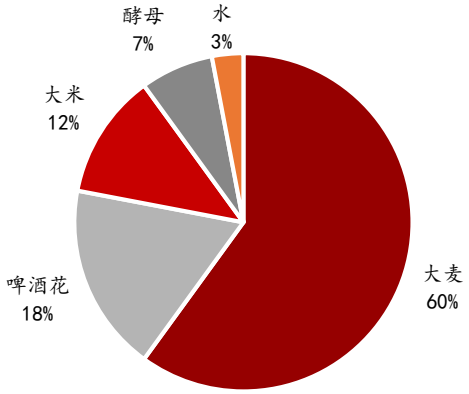
大麦+包材价格上涨，啤酒提价预期升温。以青岛啤酒为例，包材成本占比约为30%，原料成本占比约为14%，**包材、大麦价格等对啤酒成本影响较大。**上一轮行业性提价发生在2017-2018年，包材生产环保规制收紧，玻璃瓶、易拉罐、瓦楞纸箱价格普涨。大麦约占原料成本的60%，2020年5月18日商务部宣布自2020年5月19日起对澳大利亚进口大麦征收反倾销税和反补贴税，反倾销税率为73.6%，反补贴税率为6.9%，征收期限为5年。**综合来看，随着疫情对经济活动造成的负面冲击基本消散，需求回暖将造成上游原料供应趋紧，叠加双反税影响，包材、大麦价格面临出现上涨压力，根据历史复盘可发现，行业通常利用提价对冲成本上涨压力，2021年行业提价预期升温。**

图表61：啤酒生产成本构成



资料来源：青岛啤酒年报，万联证券研究所

图表62：啤酒原料成本构成



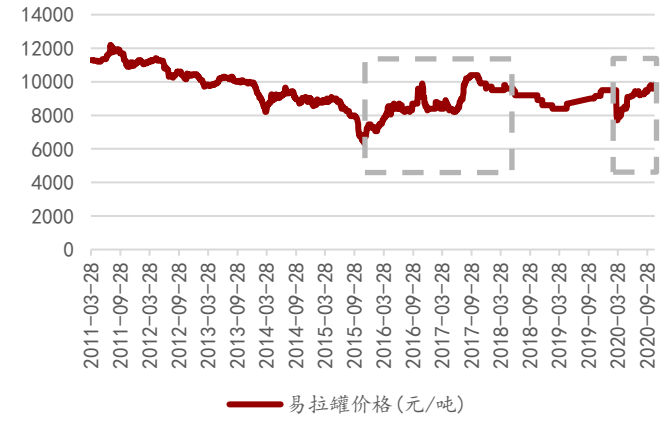
资料来源：青岛啤酒年报，万联证券研究所

图表 63：啤酒主要品牌提价行为复盘

	提价企业	提价原因
2007-2008	青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒等提价 5%以上	进口大麦、玻璃瓶和纸箱价格上涨
2011-2012	青岛、华润、百威、燕京、珠江等提价 5%以上	大麦、辅料以及煤电、运输、人力成本等环节的成本均有所增加
2017-2018	青岛、重庆、燕京等提价 5%左右	加拿大大麦价格上调；瓦楞纸、玻璃价格上涨

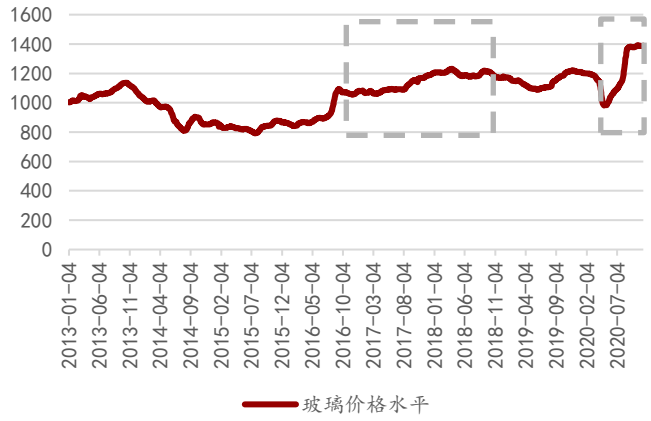
资料来源：西安日报社，食品科技网，公司公告，互联网资料整理，万联证券研究所

图表64：2011-2020年易拉罐价格变化



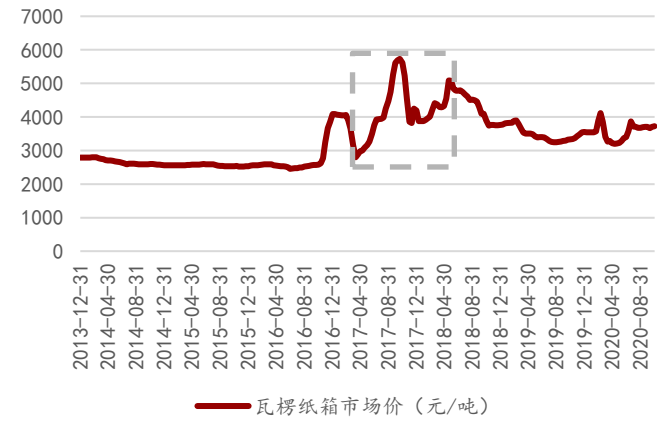
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表65：2013-2020年玻璃价格水平指数变化



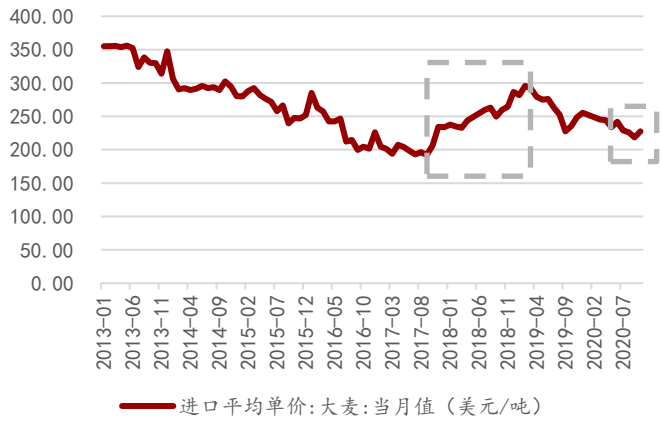
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表66：2013-2020年瓦楞纸箱价格走势



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表67：2013-2020年进口大麦平均单价变化



资料来源：Wind，万联证券研究所

大型体育赛事助燃啤酒销售，行业加速增长。体育凭借着独特的魅力突破种族与阶层，成为啤酒消费者的共同连结点，啤酒的畅饮、微醺特点与竞技体育有天然的联系，体育赛事的集中举办对啤酒销售具有正面刺激作用。2021年夏季将有三项（奥运会、欧洲杯、美洲杯）四年一度的国际大型体育赛事集中举办，即饮渠道也将持续修复，啤酒需求集中释放，即饮渠道作为行业高端化的重要战场，其恢复也有望带来行业高端化进程的超预期加速。

图表68：2021年国际大型体育赛事

赛事名称	时间	天数
东京奥运会	2021 年 7 月 23 日-8 月 8 日	17
欧洲杯	2021 年 6 月 11 日-7 月 11 日	31
美洲杯	2021 年 6 月 11 日-7 月 11 日	31

资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

4.4 持续发力产品布局，国产啤酒厂商高端化加速

- **青岛啤酒：产品质量过硬，品牌影响力强大，国产龙头加速高端化蜕变。**公司高度重视产品质量，工艺+设备达到国际领先水平，持续加强品控，提升口味一致性。公司拥有“百年历史”背书的超强品牌力，秉持双品牌战略，以青岛啤酒为主品牌，对标中高端和高端市场，以崂山啤酒为第二品牌，主打大众市场，充分结合品牌自有特点和优势实现产品差异化。近年来公司推出的“奥古特、鸿运当头、经典1903、全麦白啤、桶装原浆啤酒、皮尔森、青岛啤酒IPA”等一系列具有鲜明特色、符合市场需求的新产品，布局高端市场，进一步提升了公司品牌形象。
- **华润啤酒：收购喜力中国高端化进程加速。**公司主营雪花品牌啤酒，单品产销量规模世界第一，拥有“勇闯天涯、匠心营造”等主打品牌，通过推出“马尔斯绿、黑狮白啤、SuperX”等品牌布局中高端市场，外延方面收购喜力（中国），带动整体均价提升，高端化加速。公司在早期发展阶段，投入了大量资源打造渠道，拥有辽宁、四川、江苏、安徽、贵州等基地市场，同时在浙江、天津、吉林等省份拥有较高的市占率。
- **珠江啤酒：华南地区流通小龙头，顺势而为加速结构优化。**公司作为华南地区传统啤酒龙头（珠三角地区市占率超过40%），背靠广州国资委，引入百威英博，立足啤酒酿造与销售主业，啤酒文化产业协同发展。在啤酒行业进入存量竞争，结构升级的大背景下，公司顺势而为，积极推动产品高端化+罐化升级。
- **重庆啤酒：携手嘉士伯起航，本土+高端产品组合丰富。**公司以重庆为核心市场，布局川湘，旗下拥有本地高知名度的“重庆”、“山城”两大自有品牌，成为全球第三大啤酒商丹麦嘉士伯集团成员后，又获得了乐堡、嘉士伯、凯旋 1664 等品牌的生产和销售权，形成了“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合。2020年，公司与嘉士伯的重大资产重组不断推进。
- **燕京啤酒：产品+渠道升级，基本面持续改善。**公司位列国内啤酒厂商第一梯队，积极顺应行业发展新形势，积极进行产品结构升级，走中高端化路线，陆续推出燕京U8、燕京7日鲜、燕京八景文创产品等中高端个性化新品。公司进行渠道升级改造，夯实北京、广西、内蒙三大基地市场地位，巩固四川、河北等成长型市场，增强市场竞争力。

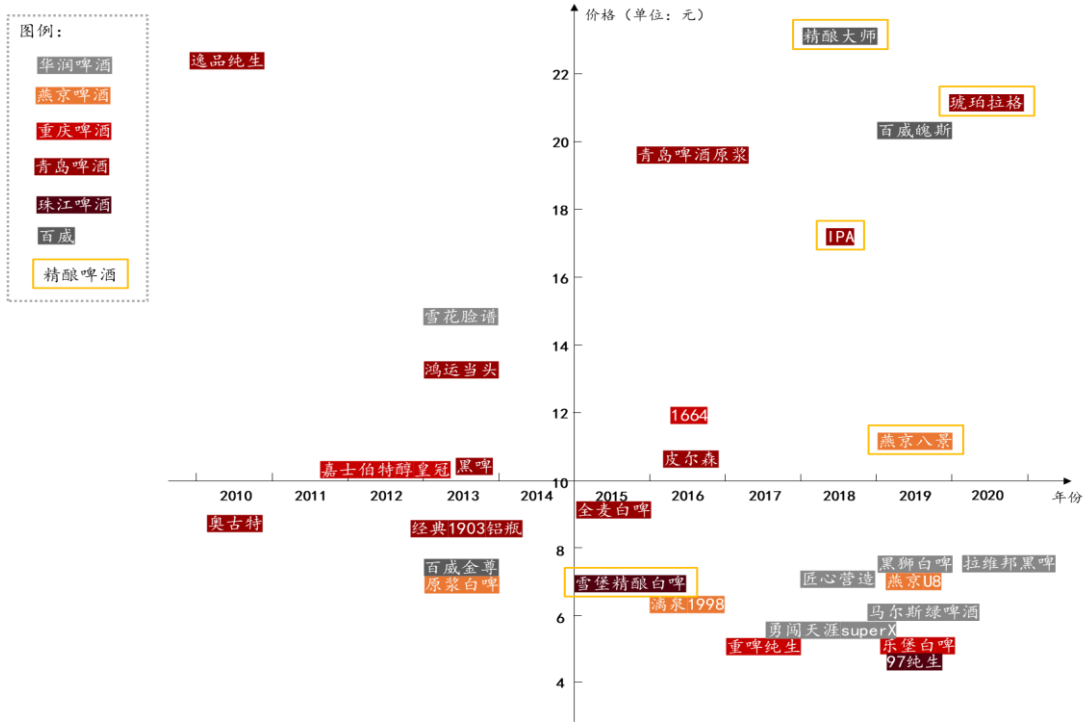
图表69：啤酒行业上市公司代表对比

	青岛啤酒	华润啤酒	珠江啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒
收入及增速（亿元）	279.84 (+5.3%)	337.69 (+4.02%)	42.44 (+5.06%)	35.82 (+3.3%)	114.68 (+1.1%)
归母净利及增速(亿元)	18.52 (+30.23%)	13.12 (+34.29%)	4.97 (+35.77%)	6.57 (+66.61%)	2.3 (+27.76%)
毛利率	38.96%	36.84%	46.84%	41.69%	39.06%
净利率	6.89%	3.88%	12.06%	20.34%	2.3%
ROE	9.66%	6.67%	5.8%	46.3%	1.75%
主业占比	98.69%	100%	95.42%	97.96%	93.61%
主要品类	青岛品牌 崂山等其他品牌	勇闯天涯、SuperX、匠心营造、脸谱、马尔	珠江纯生、雪堡、珠江0度、其他	重庆、山城、乐堡、嘉士伯、其他	燕京主品牌 漓泉、惠泉与雪鹿三大副品牌

		斯绿、黑狮白啤、其他			
高端化程度（20H1）	高端产品销量占比 22.04%	次高端销量同比+2.9%	中高端啤酒占比约为 90%	高端产品销量占比 19.38%	-
渠道结构	流通（约 40%） 餐饮（约 60%）	-	流通（约 70%） 餐饮（约 30%）	流通（约 30%） 餐饮（约 70%）	-
渠道分布	山东地区为主，其他地区和海外市场均有涉及	辽宁、四川、江苏、安徽、贵州等基地市场	深耕华南地区	重庆主导，布局川湘	北京、内蒙古、广西等基地市场
经营战略	积极主动开拓国内外市场，加快推进产品结构优化升级和营销创新，加快高附加值产品发展，完善终端管理体系，持续提升终端掌控能力	将持续以“决战高端，质量发展”战略管理主题，落实一系列的高质量增长举措，并积极践行决战高端举措	继续努力把珠江啤酒打造成为中国中高端啤酒领军企业及国内领先的啤酒文化产业运营商，形成啤酒酿造产业和啤酒文化产业“双主业”协同、双核驱动发展模式	继续以“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合为依托，推进产品高端化，推动销售模式变革	坚守产品质量，坚持科技创新，继续巩固和拓展营销渠道，围绕零售渠道，持续拓展存在增量空间核心区域，融入新技术与新潮流，打造新国货

资料来源：公司公告，京东旗舰店，万联证券研究所
注：除高端化程度外的财务数据截止至2019年

图表70：主要啤酒企业高端产品布局



资料来源：公司公告，京东旗舰店，万联证券研究所
注：图中价格统一折算为330ml

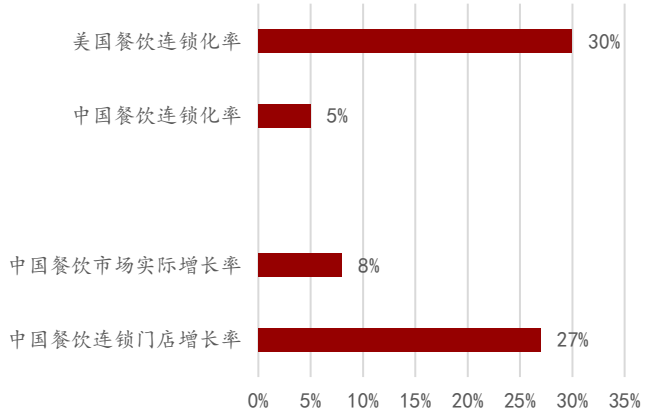
5 卤制品：龙头逆势拿店凸显竞争优势，成长路径清晰

5.1 食品&餐饮连锁切中多个痛点，效率是加盟连锁的经营核心

我国餐饮连锁快速增长，对标美国成长空间广阔。根据《2020 中国餐饮加盟行业白皮书》数据，我国餐饮连锁门店增长率达到 27%，是我国餐饮市场实际增长率的 3 倍以上，我们认为主要驱动力是我国城镇化率的不断提高，以及消费升级带来的人们对品牌品质、食品安全等方面的诉求加强，连锁模式切中传统模式的多个痛点，在扩张速度、品质管控、抗风险能力、成本控制以及供应链效率等方面均具明显优势，顺应“货找人”的市场趋势，更加契合可选品赛道。

加盟模式引领连锁增长，加盟连锁效率至上，内核实为产品特性与品牌基因。根据美团点评数据，2019 年餐饮加盟品牌门店增长率达到 40%，高于整体餐饮连锁门店增长率，GTV 增长率达到 53%，高于门店增长率，反映加盟店单店收入提升。我们详细拆解加盟连锁模式的商业模型，尝试总结出加盟连锁的经营核心。从加盟商的角度出发，“什么时候能回本？”（投资回收期）、“能赚多少钱？”（净利率）以及“能赚多久？”（盈利持续性）是加盟商们最关心的事（核心决策因素），投资回收期短、净利率高、盈利持续性强的生意最能吸引优质加盟商。从品牌厂商的角度出发，一门好的生意带来的是原有加盟商的经营积极性以及更多的优质新加盟商加入，门店扩张的速度以及单店的效益都能得到一定的保障。**我们认为从表层指标来看，好的加盟生意的特点如下：①初始投入低：**加盟费、保证金等较低；**②坪效高：**店面小（装修费、租金水电等相对较低）、收入高（客流量大、翻台率高、客单价较高）；**③易操作：**用人要求低，人工费用、管理杂费等较低，可变成本中基本不包含人工；**④高周转：**单次物料进货要求较小，占用自身资金少，加盟商承担风险较小；**⑤盈利持续性强：**主力客群的消费可以保障加盟商店较长时间的盈利水平。进一步思考我们认为，影响表层指标的是产品的特性以及品牌基因：**①品类少、标准化程度高**，对应易操作；**②可外带**，意味着门店小、翻台率高；**③消费有黏性、决策迅速简单：**消费者对有一定消费黏性，购买时做决策比较简单快速的产品的价格敏感度较低，意味着客单价价高、流量转化率越高；**④产品生命周期长：**增强盈利的可持续性、降低变动成本等；**⑤品牌方能力强：**这体现在很多方面，例如品牌力强带来的自然流量转化、成熟供应链体系带来的高周转以及对终端需求快速响应能力、对加盟商的支持及赋能等。

图表71：我国餐饮连锁增速快，空间大



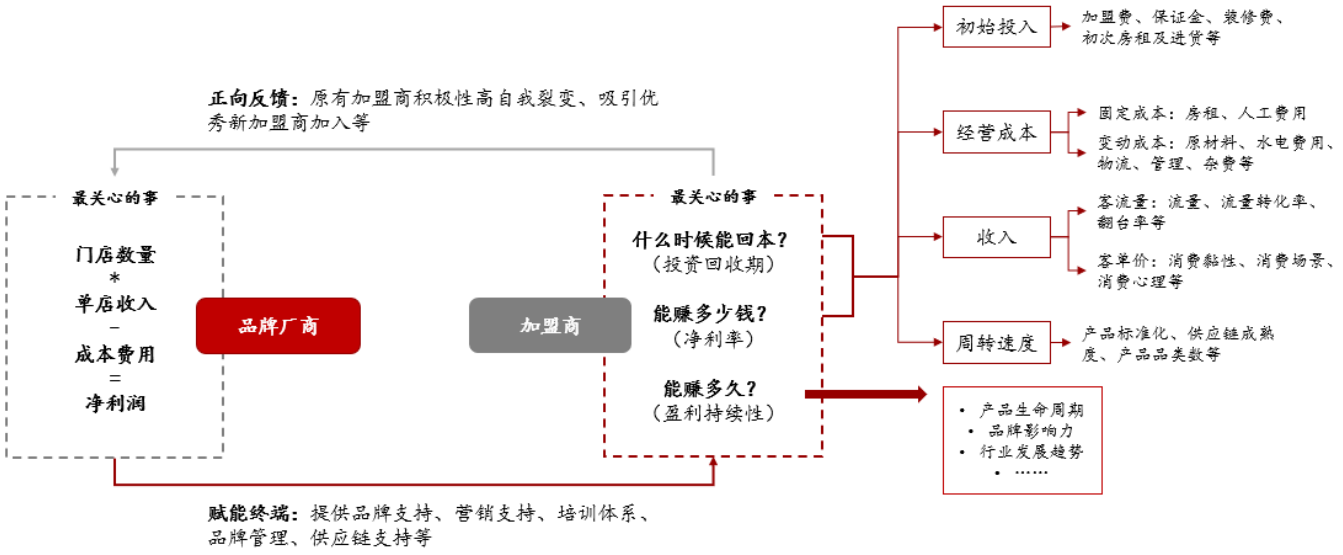
资料来源：《2020中国餐饮加盟行业白皮书》，万联证券研究所

图表72：知名餐饮连锁品牌投资额（按投资额排序）

品牌	投资额	品类
胖哥俩肉蟹煲	100-200万元	正餐
小龙坎老火锅	200-300万元	火锅烧烤
杨国福麻辣烫	20-50万元	风味小吃
快乐柠檬	20-50万元	休闲饮品
吉祥馄饨	10-20万元	风味小吃
绝味鸭脖	10-20万元	休闲食品
蜜雪冰城	10-20万元	休闲饮品
煌上煌	10-20万元	休闲食品
杨铭宇黄焖鸡米饭	10万元及以下	快餐

资料来源：《2020中国餐饮加盟行业白皮书》，万联证券研究所

图表73：加盟连锁商业模式经营核心拆解

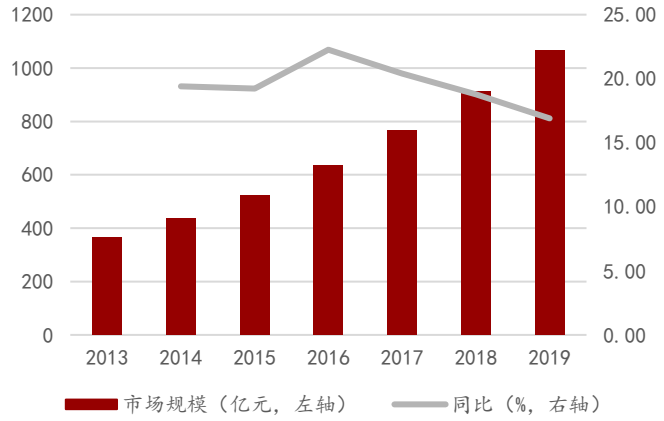


资料来源：草根调研，万联证券研究所

5.2 市场扩容&集中度提升逻辑兼具，龙头逆势扩张来年恢复有弹性

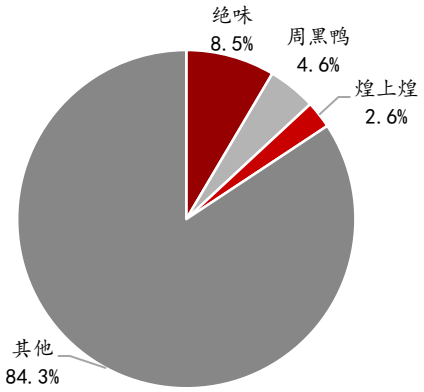
休闲卤制品行业增速快，格局高度分散，龙头加速跑马圈地抢占夫妻店份额。2019年，我国休闲卤制品市场规模达到1065亿元，近5年CAGR为19.5%。从竞争格局的角度看，我国休闲卤制品市场集中度较低，前三大品牌市占率为15.7%，市场仍被大量的夫妻店所占据，集中度提升空间大。

图表74：休闲卤制品行业快速扩容



资料来源：Frost & Sullivan，万联证券研究所

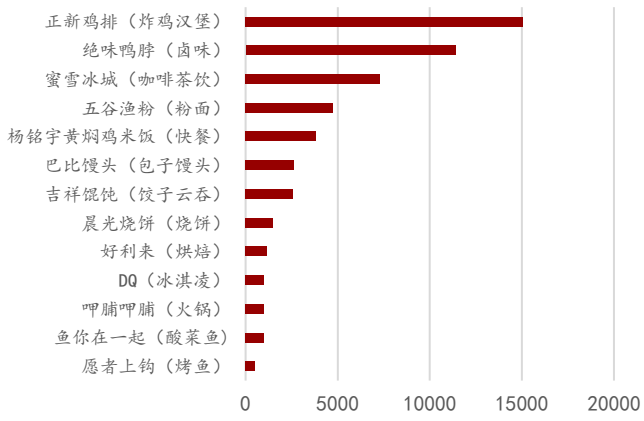
图表75：休闲卤制品行业高度分散



资料来源：公司公告，万联证券研究所

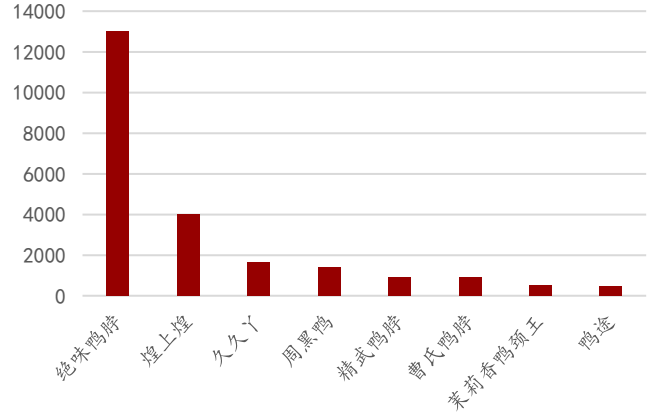
休闲卤制品产品特性与加盟连锁适配性较高，龙头适合通过加盟连锁模式快速抢占市场份额。休闲卤制品品类较少、标准化程度高、适合外带、辣味具有成瘾性、产品生命周期长等特点决定其十分适合加盟连锁模式。从结果上来看，卤味门店规模第一的绝味也在门店数量上领先咖啡茶饮、粉面、包子馒头以及烘焙等诸多赛道。

图表76：卤味门店规模第一品牌门店数量领先其他赛道



资料来源：窄门餐眼，万联证券研究所

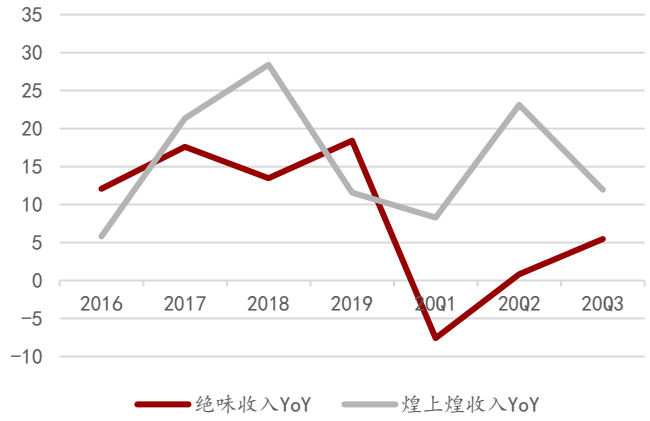
图表77：绝味开店数量遥遥领先



资料来源：窄门餐眼，万联证券研究所
注：数据截至2020年12月14日

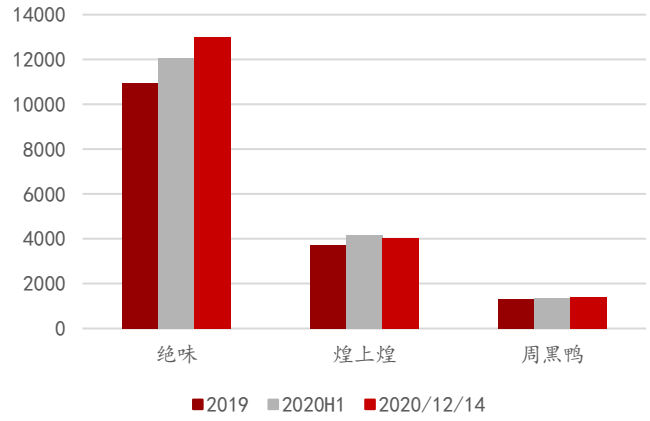
卤制品受疫情影响较大，来年低基数下关注恢复弹性。由于卤制品消费以线下为主，疫情冲击下受影响较大，龙头绝味 20Q1 收入出现负增长，Q2、Q3 恢复正增长但仍未及常态。但卤制品三强并未停止扩张步伐，疫情影响下，中小企业加速出清，众多优质门店资源空出，绝味/煌上煌/周黑鸭 20H1 门店数量相较于 2019 年末分别增加 1104/446/66 家，下半年绝味/周黑鸭门店数量继续扩张，分别达到 12997/1399 家。目前高势能门店消费仍承压，2021 年随着消费场景的恢复，低基数效应下，明年老店恢复以及新店释放有望贡献恢复弹性。

图表78：卤制品消费受疫情影响较大（%）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表79：龙头借疫情抢占优质店铺资源



资料来源：公司公告，窄门餐眼，万联证券研究所
注：数据截至2020年12月14日

绝味食品：门店数量与覆盖率居行业首位，周转率优势明显。截至2020H1，绝味在国内31个省、自治区和直辖市合计共开设12058家门店，门店数量和规模均居休闲卤制品行业首位，15-19年门店数量CAGR为11.1%，高基数下增速仍未明显落后于两大竞争对手。2019年单店收入44.86万元，高于同为加盟为主的煌上煌。此外，受益于全国供应链布局的逐步完成和渠道下沉，绝味在各地收入分布较为均匀。同时为保证各地产品新鲜度和卫生质量，公司以各生产型分子公司作为生产基地，保证了产品供应，并以最优冷链配送距离作为供应半径，建立了“紧靠销售网点、快捷供应、最大化保鲜”的供应链体系。当前绝味的销售网络和供应链网络优势显著，2019年存货周转天数为67天，明显优于两大竞争对手。公司强调加强渠道建设，实现营销深度覆盖，同时在现有供应链网络基础商优化工厂布局，提升效率，并通过不断深化组织改革，推进管理总部向战略性赋能型组织转型，提升战略指导作用，同时加强片区管理，推进战区改革。**值得一提的是，公司在深耕鸭脖主业的同时，还通过新项目孵化、投资并购等外延成长方式构建“美食生态圈”，致力成为“特色食品和轻餐饮的加速器”。**

图表80：卤制品三强对比

		绝味食品	煌上煌	周黑鸭
产品	品类	卤制鸭副产品、卤制肉食、卤制素食、包装产品、礼品产品	酱卤肉制品、佐餐凉菜及米制品	鸭及鸭副产品，卤制蔬菜，卤制红肉，其他卤制家禽及水产类
	口味	麻辣、五香、藤椒、酱香、甜辣等	香卤、香辣、甜辣、麻辣等	甜辣、麻辣、藤椒、不辣等
	包装	鲜货、气调、真空	鲜货、气调、真空	真空、气调
	价格	19.9 元/250g	19.9 元/250g	28.0 元/200g
渠道	渠道模式	直营+加盟（加盟为主）	直营+加盟+经销商(加盟为主)	直营+特许经营（直营为主）
	渠道深度	下沉至三四线城市	下沉至三四线城市	以一二线城市为主
	渠道广度	截至 20H1，31 个省、自治区和直辖市；12058 家门店	截至 20H1，26 个省、自治区和直辖市；4152 家门店	截至 20H1，21 个省及直辖市，共计 121 个城市；1367 家门店（自营门店 1246 间、特许经营门店 121 间）

收入	2019 年	49.14 亿元	16.16 亿元	31.61 亿元
	15-19CAGR	14.9%	16.1%	9.4%
门店	2019 年	10954	3706	1301
	15-19CAGR	11.1%	11.9%	19.4%
单店收入	2019 年	44.86 万元	43.61 万元	242.99 万元
	15-19CAGR	3.4%	3.8%	-8.3%
运营	存货周转天数	67	160	91.53
	应收账款周转天数	0.51	7.21	3.74
	应付账款周转天数	28.3	24.7	26.9

资料来源：公司公告，Wind，大众点评，万联证券研究所

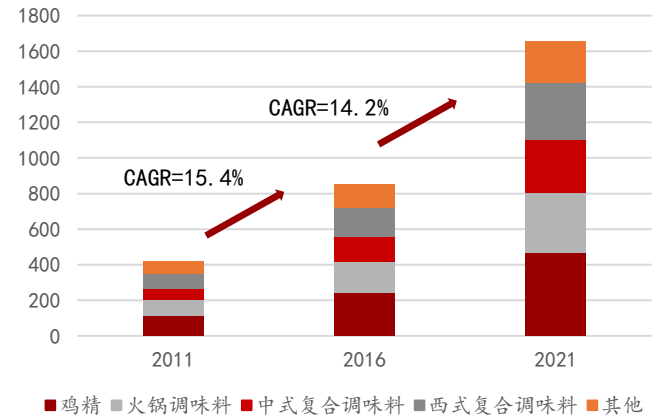
注：收入采用卤制品销售收入，运营采用2019年数据，价格采用卤鸭脖单价，周黑鸭为气调装

6、复合调味品：切中 B/C 端多痛点需求景气，龙头份额提升

我国复合调味品市场快速增长，火锅调味料和中式复合调味料发力。根据 Frost & Sullivan 数据，我国复合调味品市场规模 2011-2016 年 CAGR 为 15.4%，2016-2021 年 CAGR 预计达到 14.2%，市场规模有望达到 1658 亿元，其中火锅调味料/中式复合调味料市场规模有望达到 332（占比 20%）/302（占比 18%）亿元，16-21 年 CAGR 分别有望达到 13.8%/16.5%。

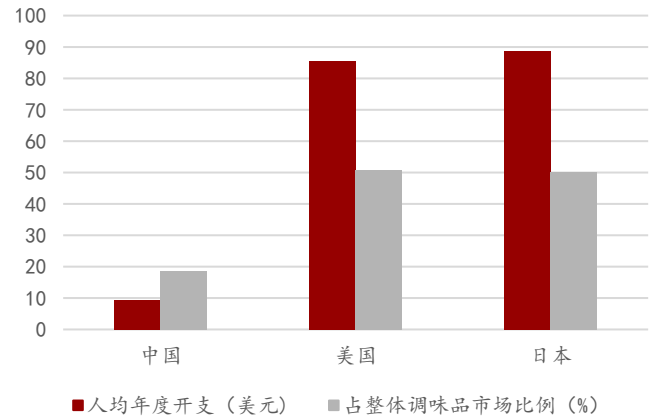
对标美日，我国复合调味品市场成长空间广阔。2016 年数据显示，美国/日本复合调味品人均开支分别是我国的 9.2/9.5 倍，我国复合调味品消费占整体调味品市场的比例仅为 18.7%，而美国、日本则均超过 50%。

图表81：我国复合调味品市场快速扩容



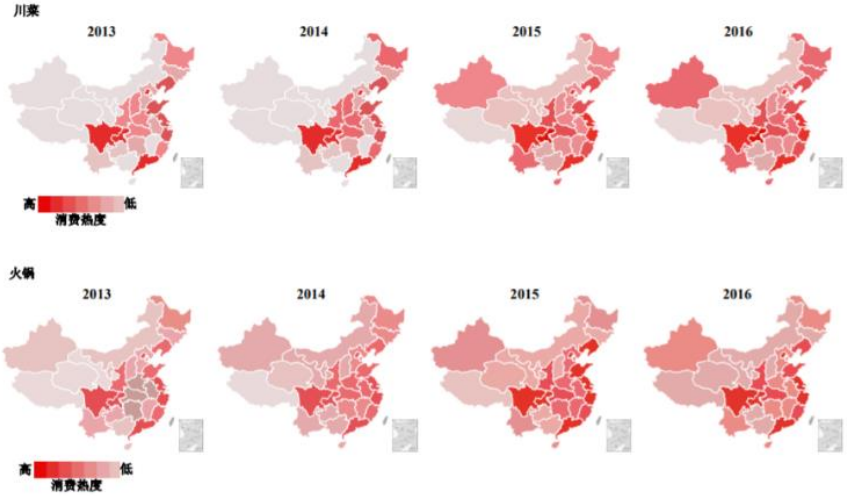
资料来源：Frost & Sullivan，万联证券研究所

图表82：对标美日，我国复合调味品市场大有可为（2016）



资料来源：Frost & Sullivan，万联证券研究所

图表83：我国川菜和火锅热度持续上升为川调和火锅用复合调味品扩容奠基



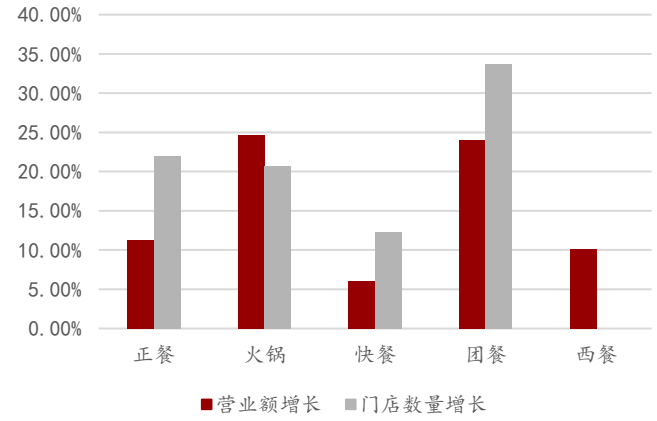
资料来源：美团点评研究院，万联证券研究所

复合调味品切中 B/C 端多种痛点刚需属性凸显，是我国调味品市场未来发展的重要方向。B 端（此处主要指餐饮）：①根据中国饭店协会发布的报告显示，2017 年火锅及团餐在各类餐饮企业中营业额和门店数量的增长速度领先于其他类型企业，火锅及团餐行业的高标准化和高速增长的市场规模为上游复合调味品行业增长提供动力。②互联网的普及带动外卖行业的发展，为餐饮行业带来更多的客流和订单，外卖的便捷性和配送时间的重要性要求餐厅加快制作菜品的速度，复合调味品的使用大大节约了烹饪的时间，提高了烹饪效率。③各项成本压力的上升倒逼餐饮企业选择综合成本更低的复合调味品，复合调味品将节省厨师的用人成本以及厨房的空间成本，切中这一痛点。④餐饮行业连锁化趋势日益明显（对标海外仍有较大提升空间），对于口味&用料内部标准化、外部差异化（催生定制需求）、用料安全性的要求进一步提高，进而驱动复合调味品的需求增长。

C 端：80/90 后逐渐成为厨房的主力军，相比上一代，较快的工作节奏，较大的工作压力导致 80/90 后烹饪时对简易性和便捷性的要求较高；对口味要求较高但烹饪技能较差的 80/90 后对复合调味品需求的刚性也逐渐凸显出来。

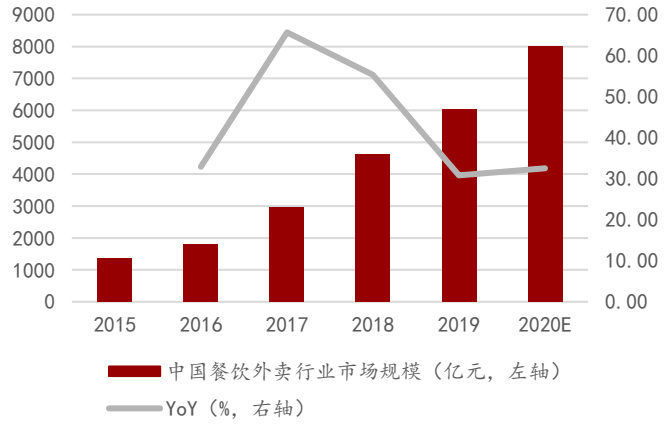
我们认为，在复合调味品准确切中 B/C 端多个痛点的基础上，需求刚性进一步凸显，我国复合调味品仍处于成长期，除了老牌复合调味品企业颐海、天味等之外，如海天、恒顺等传统单一调味品龙头也纷纷入局，未来有望共同发力将市场做大，B 端餐饮扩容以及向 C 端渗透的进程都将加快。

图表84：2017年各类型餐饮企业增长对比



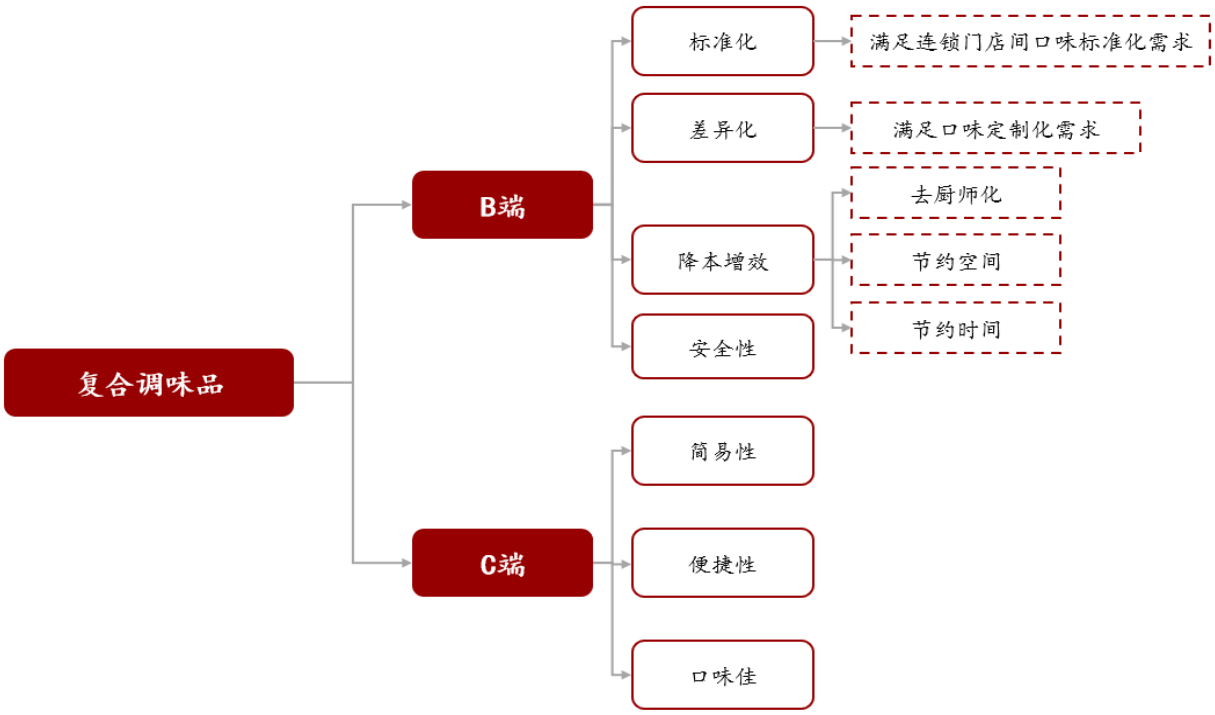
资料来源：中国饭店协会，万联证券研究所

图表85：我国外卖行业快速发展



资料来源：头豹研究院，万联证券研究所

图表86：复合调味品切中B/C端多种痛点



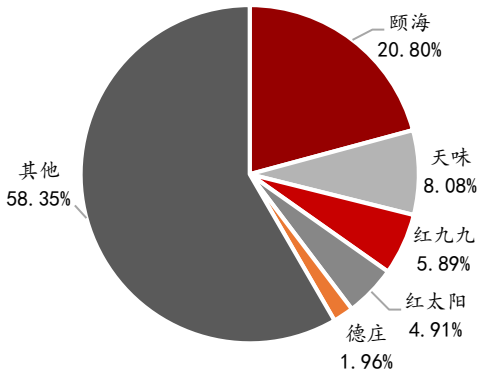
资料来源：万联证券研究所

我国复合调味品市场竞争格局整体较分散，火锅调味料市场集中度稍高，一超多强格局逐步显现，中式复合调味料市场高度分散，格局未定。我国火锅调味料市场CR4接近40%，颐海以20.8%的份额占据头把交椅，天味以8.08%的份额紧随其后。相比而言，中式复合调味料市场CR4则仅有8.9%，龙头天味市占率仅3.8%。

疫情加速龙头份额提升，提价预期升温值得关注。疫情对餐饮产业链冲击严重，从供

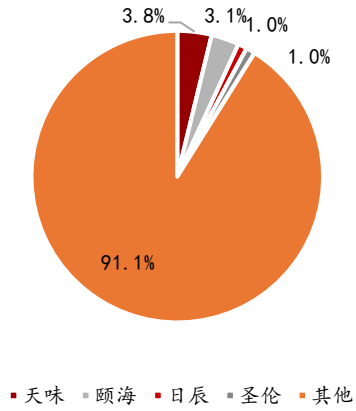
给端优化产业竞争格局：①龙头在餐饮渠道承压后及时完成渠道切换，进而受益于C端需求增加，落后产能在现金流、渠道等方面均有明显劣势，经营压力较大，加速退出。与此同时，龙头无惧疫情，逆势拓展经销商，海天/天味/恒顺20H1分别净增加经销商数量627/830/40家；②下游餐饮连锁化进程加速，非连锁化企业抗风险能力较弱，疫情下加速出清，连锁餐饮企业对复合调味品需求大，刺激行业增长。在消费升级下，消费者对品牌及品质的要求提高，叠加食品安全要素，连锁餐饮企业更加偏好龙头品牌的产品。长期来看，传统酱醋类龙头海天、恒顺等企业也将依托自身优势加大力度布局复合调味品赛道，进而对中小企业进行进一步的挤压。我们认为，**短期投资节奏的把握最为重要**，21年餐饮消费将进一步修复，Q1B端餐饮渠道收入低基数下恢复具弹性，建议关注。此外，拥有行业定价权的龙头或通过提价对冲成本压力，该预期也在不断升温中，但二者均需提示市场对业绩线性外推预期过高带来的估值泡沫。**长期把握经营核心**，复合调味品的经营核心是产品及渠道，复合调味品对口味要求更加苛刻，对研发能力及产品力的要求更高，此外，在进行全国化推进以及B端向C端渗透的过程中，渠道管理及响应的能力将十分重要，我们看好产品出色、重视研发以及渠道管控能力强的细分赛道龙头玩家。

图表87：我国火锅调味料市场逐渐形成一超多强格局



资料来源：中国产业信息网，万联证券研究所
注：2019年数据

图表88：我国中式复合调味料市场高度分散



资料来源：中国产业信息网，万联证券研究所
注：2019年数据

7、投资建议及风险因素

7.1 投资建议

“复苏”是2021年全球及我国经济的关键词，消费将是我国经济继续复苏的主要驱动力之一。可选消费品类加速复苏，流动性边际收紧以及部分细分赛道20H1或存在业绩不及预期的风险，因此“高估值”是2021年食品饮料板块不可忽视的问题。正是因为如此，投资赛道的选择就显得更加重要。我们尝试深入思考疫情带来的变化与影响精选商业模式好、成长确定性强的细分赛道，以对冲板块高估值的隐忧。**基于此我们推荐三条主线，①不变的价值，变化的认知：首推高端白酒，建议关注酱酒热下的投资机会；②短期受损，长期向好：啤酒；③需求端行业受损，供给端龙头受益：卤制品、复合调味品。**

7.2 风险因素

1. 政策风险：食品饮料中的诸多板块，如白酒等，与政策关联度较大，限制或管控相应产品于某些消费场景的消费将会带来较大的行业调整。

2. 食品安全风险：食品安全是消费者关注的重中之重，消费者对出现食品安全问题的产品及公司甚至行业的信任度及消费意愿将大幅下降。

3. 经济复苏不及预期风险：经济复苏不及预期带来的食品饮料需求回落的风险。

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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口头承诺均为无效。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场