

乡村产业投资基金研究专报

2021年12月

2021年第6期 总第6期

主办单位

国投创益产业基金管理有限公司
乡村振兴研究院

编委

王维东	刘云	周伟
宋希平	蔡仲秋	肖甫
冯越	李凯	李春鹏
李斌	李俊	蔡红晴
李岩	姜琳琳	

行业研究

2021年三季度养殖行业市场研究

(投资团队四 冯越 何钢)

2021年三季度医疗器械行业市场研究

(投资团队三 肖甫 李昌浩)

2021年三季度先进制造行业市场研究

(投资团队二 蔡仲秋 秦宏伟)

2021年三季度半导体行业市场研究

(投资团队四 李凯 付辛凯)

2021年三季度储能行业市场研究

(投资团队四 李凯 刘章琦)

2021年三季度消费品行业市场研究

(投资团队四 冯越 何钢)

乡村振兴产业基金研究专报

主办单位:

国投创益产业基金管理有限公司
乡村振兴研究院

联系人:

国投创益乡村振兴研究院 郝强
电话: 010-63313398
邮箱: haoqiang001@sdic.com.cn

目 录

2021 年三季度养殖行业市场研究	1
一、行业现状及发展态势.....	1
二、行业动态.....	5
三、投资建议.....	9
2021 年三季度医疗器械行业市场研究	11
一、行业现状及发展态势.....	11
二、重大行业动态.....	12
三、三季度医疗器械领域融资事件.....	13
四、投资建议.....	15
2021 年三季度先进制造行业市场研究	17
一、行业现状及发展态势.....	17
二、三季度工业机器人领域融资事件.....	19
三、投资建议.....	19
2021 年三季度半导体行业市场研究	21
一、行业现状及发展态势.....	21
二、重大行业动态.....	22
三、重点上市公司动态.....	24
四、投资机会.....	25
2021 年三季度储能行业市场研究	27
一、行业现状及发展态势.....	27
二、重大行业动态.....	32

三、重点上市公司动态.....	34
四、投资机会.....	34
2021 年三季度消费品行业市场研究	35
一、乳制品.....	35
二、卤制品.....	38
三、社区电商.....	41

2021 年三季度养殖行业市场研究

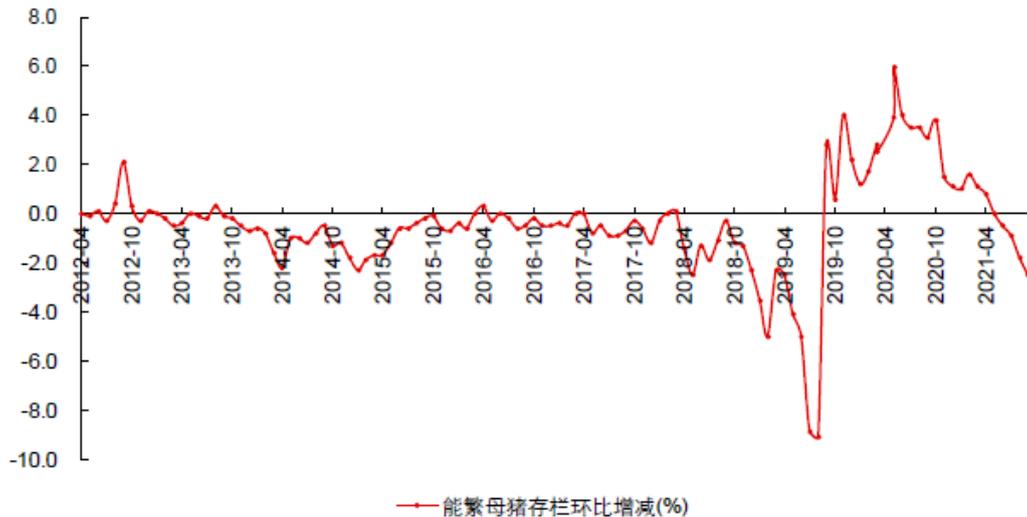
投资团队四 冯越 何钢

一、行业现状及发展态势

(一) 生猪养殖

当前时点产能去化仍然是养殖板块的核心矛盾，真正具有成本优势的养殖龙头企业有望实现长远发展。

根据农业农村部数据，10 月份全国能繁母猪存栏量为 4348 万头，环比下降 2.49%，7 月份以来全国能繁母猪存栏量环比降幅分别为 0.5%、0.9%、1.8%和 2.49%，客观反映行业产能正在逐步去化。从全国饲料产量来看，今年 5 月份以来猪料产量同比增速趋于放缓，10 月份全国猪料产量同比仅增长 8.8%，反映 10 月份行业整体生猪存栏量或有所减少。从山东省的饲料产量来看，9 月和 10 月份能繁母猪饲料产量分别环比下降 4.39%和 4.13%，后备母猪饲料产量分别环比下降 0.46%和环比增长 29.99%，仔猪饲料产量分别环比下降 1.42%和 2.07%，反映山东省整体能繁母猪存栏量或趋于减少，而由于养殖场普遍看好明年下半年以后的猪价，因此后备母猪补栏量出现了阶段性的增长；另一方面，仔猪料产量尽管有所减少，但是幅度相对有限，这或将导致今年四季度以及明年一季度山东省商品猪出栏量仍然处于相对高位。综合来看，行业能繁母猪产能仍在去化，因此明年猪价对于具有成本优势的养殖企业而言可能并不悲观。

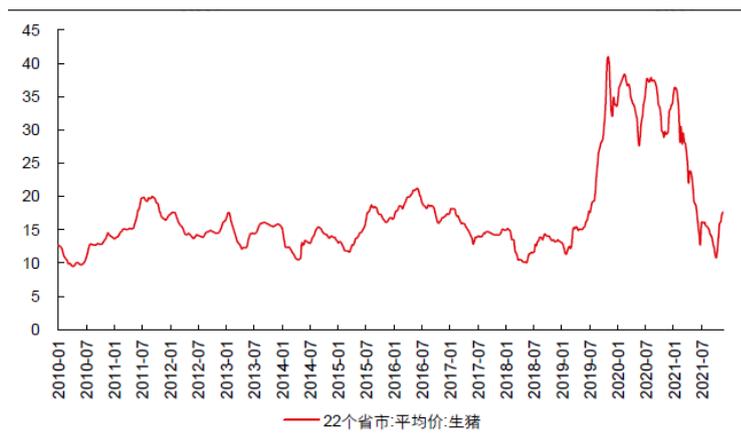


资料来源：农业农村部，长江证券研究所

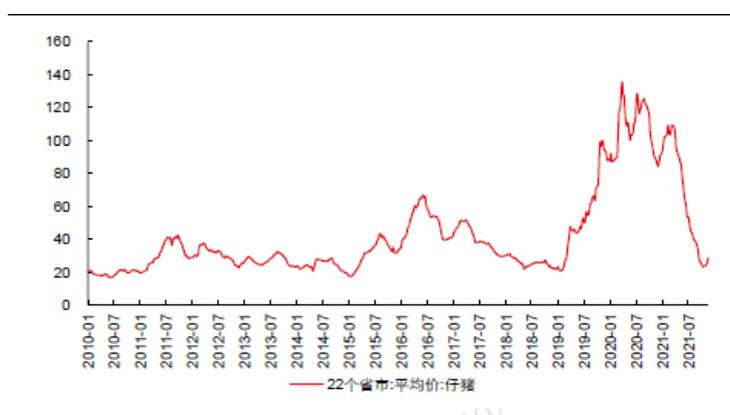
10 月份中旬以来，生猪价格快速反弹，截至 11 月 19 日生猪价格底部反弹幅度达到 60%，按照历史规律而言，猪价的快速反弹会使得养殖场的补栏积极性明显提升，但是从仔猪和母猪价格验证来看，本轮猪价的反弹对于行业补栏积极性影响较低。10 月中旬以来仔猪价格从 23 元/公斤上涨到 28.7 元/公斤，上涨幅度为 25%左右，而二元母猪价格 10 月中旬以来整体维持稳定，并没有出现明显上涨。短期行业补栏积极性较低主要有两方面原因：

1、由于前期养殖行业的深度亏损导致养殖场的现金流快速消耗，大部分养殖场现金流情况并不充裕；

2、养殖行业对于明年上半年猪价并不乐观，这也直接影响行业短期的补栏积极性。综合来看，对于未来猪价的预期以及当前的现金流共同影响行业的补栏积极性，部分高成本的养殖产能后期或将继续去化。



资料来源：农业农村部，长江证券研究所



资料来源：农业农村部，长江证券研究所



资料来源：农业农村部，长江证券研究所

(二) 肉鸡养殖

供给方面，肉鸡苗量同比大增，创近三年来新高，肉鸡出栏也整体高于往年，供应压力较大，二季度以来肉鸡养殖

频繁亏损；需求方面，替代品猪肉价格处于下行周期，挤占鸡肉消费，同时新冠疫情反复，影响餐饮消费需求。整体而言，2021年度肉鸡现货价格运行大致分为八段。

第一段：2021年1月1日-2021年2月17日，临近春节备货基本完成，屠宰场放假停工，肉鸡需求走弱，叠加东北地区和河北省新冠疫情爆发，对鸡肉消费带来负面冲击，肉鸡价格快速下跌。

第二段：2021年2月18日-2021年3月12日，节日过后屠宰场复工、高校开学，肉鸡需求增加，价格上行。

第三段：2021年3月13日-2021年4月23日，开学复工季食堂集中采购需求放缓，肉鸡价格由高位缓慢下行调整。

第四段：2021年4月24日-2021年6月11日，劳动节、端午节假期，餐饮消费、节日采购需求增加，肉鸡价格上涨。

第五段：2021年6月12日-2021年7月16日，夏季高温，肉类消费减少，高校陆续进入暑假，食堂采购需求明显下降，驱动鸡肉价格下行。

第六段：2021年7月17日-2021年8月20日，中秋节日需求叠加升学宴消费需求，驱动肉鸡价格上行。

第七段：2021年8月21日-2021年9月29日，肉鸡供应充足，消费端随节日过后逐渐走弱，供需均施压肉鸡价格。

第八段：2021年9月30日至今，养殖企业多选择在国庆假期前集中出栏，导致节后肉鸡供应减少，叠加蔬菜上涨、猪肉反弹，肉鸡价格震荡上行。截至2021年11月19日当

周，白羽肉鸡平均价 7.99 元/公斤，环比变化 7.10%；白条鸡平均价 13.90 元/公斤，环比变化 0.00%；肉鸡价差 5.91 元/公斤，环比变化-8.23%。

二、行业动态

(一) 生猪养殖

单三季度部分养殖企业头均盈利情况

公司	2020Q3			2020Q4			2021Q1			2021Q2			2021Q3		
	出栏 (万头)	养殖业务盈利 (亿元)	头均盈利 (元)												
牧原股份	510	113.2	2220	623	72.9	1170	772	80.5	1043	972	25.6	263	867	-14.5	-167
温氏股份	220	40	1818	248	17.8	718	210	-0.2	-10	259	-31.6	-1220	429	-52	-1212
新希望	221	11.2	507	395	1.4	35	228	-4.8	-211	218	-30	-1377	235	-32	-1362
正邦科技	320	31	969	363	3.1	85	258	2.1	81	442	-16.4	-371	484	-79	-1632
天邦股份	91	13.2	1451	105	4.2	400	110	2	182	75	-8.5	-1133	96	-20.5	-2135
唐人神	30	3.3	1100	44	3	682	46	3	652	41	-0.8	-197	28	-6.2	-2199
傲农生物	32	2.6	813	58	1.8	310	53	3	566	73	-2.3	-314	79	-4.7	-593
平均			1268			486			329			-621			-1329

资料来源：wind，长江证券研究所温氏股份、新希望、正邦科技、天邦股份、唐人神均考虑剔除其他业务盈利情况，牧原股份和傲农生物考虑少数股东权益加回。季度出栏量数值均为四舍五入之后取整的数值，与实际出栏量可能存在微小误差。

今年三季度养殖行业面临全面亏损的局面，主要养殖企业单三季度平均头均亏损 1329 元，牧原股份单三季度头均亏损为 167 元，据此测算公司单三季度完全养殖成本约在 15 元/公斤左右，相比一季度降低约 1 元/公斤。预计当前行业平均养殖成本在 16-18 元/公斤之间，相比于行业平均及主要养殖企业，牧原股份的完全养殖成本均具有明显的优势。目

前来看优化公司内部管理水平带来的养殖成绩提升依然是牧原股份成本下降的主要来源。

(二) 肉鸡养殖

1. 供应端：产能释放，供应增加

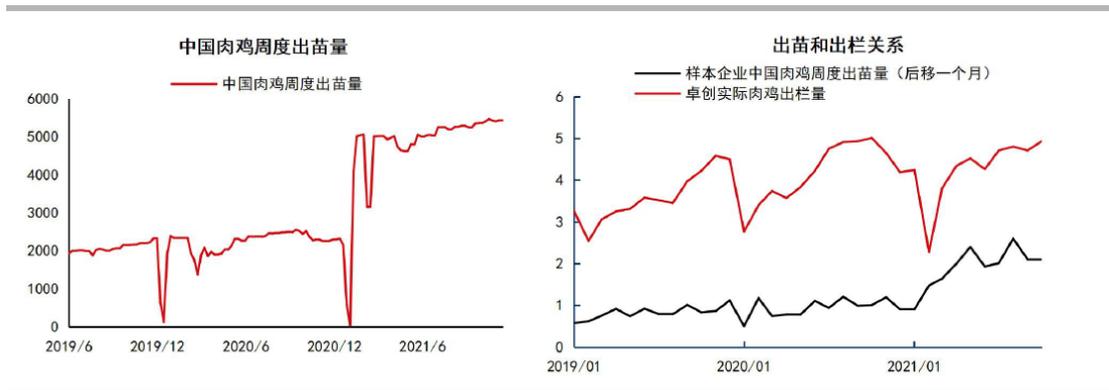
(1) 肉鸡出栏量决定当下供应：出栏持续增加，施压价格。

从肉鸡月度出栏情况来看，肉鸡在出栏之后进入市场流通，形成当下的肉鸡供应量。当肉鸡出栏量上升时，供给增加，价格下行；当肉鸡出栏量下降时，供给减少，价格上行。从历史数据来看，肉鸡出栏量较多时，肉鸡价格偏低，肉鸡出栏量较少时，肉鸡价格偏高，即出栏量和价格之间呈现明显的反向走势。据卓创资讯统计，2021年10月，中国肉鸡出栏量4.93亿只，环比增长4.67%，出栏量明显高于近四年平均水平，产能充足。

(2) 从肉鸡出苗量判断短期供应：鸡苗供应充足，明显高于历史水平。

一般而言，肉鸡苗在出苗后经过1-2个月的时间育肥，成为商品代肉鸡出栏。据卓创资讯统计，11月19日当周，中国肉鸡周度出苗量5432.9万只，环比变化0.00%，同比增长140.34%。通过肉鸡出苗量数据对短期的肉鸡供应情况进行判断，预计短期内肉鸡供应量依旧较大。

单位：万只

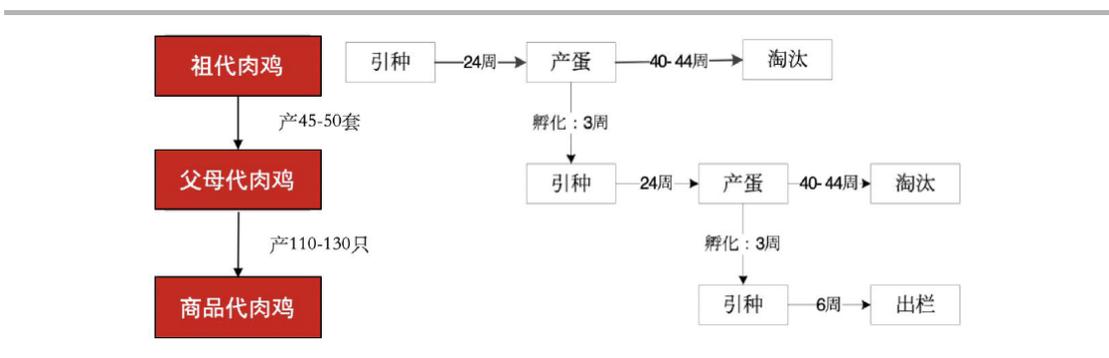


资料来源：卓创资讯

(3) 从肉鸡引种量判断长期供应：祖代产能释放，供应压力持续。

祖代引种量对应未来 1.5-2 年的肉鸡出栏。根据卓创资讯统计的数据，2022 年度肉鸡产能在 56.7 亿只，较 2021 年度的 49.9 亿只增加 6.8 亿只，增幅 13.6%（不考虑种蛋转化对产能的削减情况）。预计 2022 年上半年肉鸡出栏持续增加，三季度出栏量减少，四季度肉鸡出栏达到年内峰值。

肉鸡养殖周期



资料来源：中信期货研究部

(4) 利润调节供应节奏：孵化亏损或致种蛋商用，一定

程度削减肉鸡产能。

利润是驱动肉鸡行业上游产能变化的核心要素。当利润较好时，养殖端增加引种、补栏，肉鸡供应随着上游产能兑现而增加；而利润较差时，养殖户除了会减少引种和补栏数量，在出现肉种蛋孵化环节亏损严重，肉蛋孵化繁育为白羽肉鸡的收益低于直接出售鸡蛋的收益时，就会出现种蛋转商用的情况，从而导致肉鸡产能在短期（1-2月）的下降，后续随肉鸡价格反弹，孵化利润回升，肉蛋停止转商。因此，肉蛋孵化利润与直接转为商品蛋利润的比较，是调节短期肉鸡行业产能的关键因素。

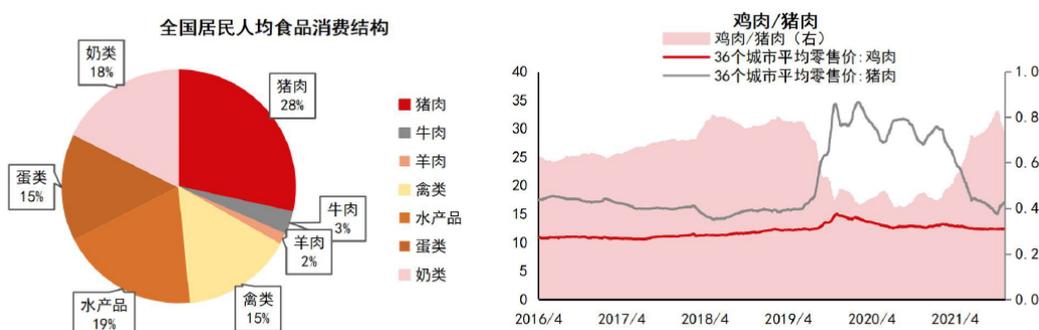
从目前肉鸡行业的利润情况来看，种蛋转商销售的价格在 5 元/斤，种蛋孵化繁育至出栏肉鸡成本在 18 元/只，肉鸡以 2.5kg 一只估算，当肉鸡价格在 7.45 元/公斤以下时，种蛋转商用带来的收益更高，从而驱动养殖户减少肉蛋孵化，削减短期肉鸡产能。从历史数据来看，孵化持续亏损下，种蛋商用对肉鸡产能的削减程度在 10%左右，因此预计明年肉鸡出栏量约 51 亿只（56.7 亿*90%），而今年肉鸡出栏量在 49 亿只左右（1 月至 10 月实际出栏量 42.6 亿+11 月和 12 月预计出栏量 7.3 亿*90%），出栏增幅达 4%（考虑种蛋转商用对产能的削减情况），供应压力依旧较大。

2.需求端

从我国居民动物蛋白消费结构来看，禽类消费占比约 15%。鸡肉作为常用的禽肉蛋白，与猪肉、牛肉、鸡蛋等蛋

白类食品在消费上具有一定替代关系。从目前鸡肉和替代品的比价变化来看，2021 年二季度以来，猪肉价格开始下行，鸡肉/猪肉增加，截至 2021 年 11 月 16 日，鸡肉/猪肉比价 0.73，较年初的 0.44，变化 0.29，位于近年较高水平。猪肉作为食品消费中最主要的肉类蛋白，低价猪肉将挤占鸡肉消费，鸡肉需求受到替代和抑制。

动物蛋白消费结构和鸡肉/猪肉比价



资料来源：wind 中信期货研究部

三、投资建议

当下养殖行业产能已经开始逐步去化，未来猪价向上的拐点或许只是时间问题，对具有成本优势的优质养殖企业而言，或已经迎来行业边际改善的拐点。当前行业养殖成绩较历史最优成本仍然有一定差距，建议关注具有成本优势、生产效率持续提升、完全养殖成本仍有较大的改善空间的优质企业。

展望 2022 年度，供给方面，前期祖代引种产能陆续兑现，肉鸡供应整体处于持续增加的趋势。需求方面，猪肉价

格进入底部区间，部分替代鸡肉消费，从季节性来看，2月及10月为节后消费淡季，鸡肉价格多为年内低点，而3月受开学复工影响，8月和12月受节日备货影响，价格多有提振。建议短期内关注行业内的季节性机会，长期关注具有成本优势、生产效率提升空间的优质企业。

2021 年三季度医疗器械行业市场研究

投资团队三 肖甫 李昌浩

一、行业现状及发展态势

国内医疗器械市场规模 8000 亿元，维持高增长：国内医疗器械行业步入快速发展期，产品结构调整、进口替代和国际化是来重点突破方向。医疗器械行业细分品类众多，大体分为医疗设备、体外诊断、高值耗材和低值耗材四大类，涉及临床用途较为广泛。国内医疗器械市场规模 8000 亿元，约为药品的三分之一，但行业保持高速增长态势，器械市场年 20% 的市场增速约为全球医疗器械和国内药品市场增速的 4 倍。产业结构看，国内医疗器械产品仍以中低端为主，竞争格局较为分散。近年来，通过自主研发及海外并购，国产产品创新程度及竞争力不断提升。在创新推动下，我国医疗器械至少三分之一产品国产化率不足 50% 的格局有望得到改变。此外，在新冠疫情全球蔓延期间，大多数产品出口额实现翻倍以上增长，为国产器械国际化奠定基础，其中“一带一路”国家在内的新兴市场，将是国产器械出口的重要区域。

国内人均药械支出远低于美国水平：近年来器械占比加速提升。据康基医疗招股书，2019 年国内人均药品支出 213 美元，约为美国人均药品支出 1/5，而医疗器械人均支出 69

美元，仅为美国人均器械支出的 1/7。此外，国内医疗器械/医药市场规模（药械比）也远低于全球水平。海外市场药械比一般在 1:2，部分发达国家甚至可以达到 1:1，而国内药械比约为 1:3。但近年来，随着医疗器械产品渗透率提升，国内械占比呈逐年提升趋势。国内药械比已逐步由 2015 年的 1:4 提升至 2019 年的 1:3，预计 2020 年国内药械比有望提升至 1:2.5。

二、重大行业动态

人工关节集采平均降价超 80%：据赛柏蓝器械，继冠脉支架（心脏支架）后，又一个高值医用耗材“团购”成功。近日，国家组织人工关节产品集中带量采购在天津开标，采购产品包括初次置换人工全髋关节和初次置换人工全膝关节，带量采购周期为两年。拟中选结果显示，髋关节平均价格从 3.5 万元降至 7000 元左右，膝关节的平均价格从 3.2 万元降至 5000 元左右，平均降幅为 82%。本次人工关节带量采购共吸引国内外的 40 多家企业，对于 800 多个产品进行竞标，范围为人工髋关节、人工膝关节，拟采购量为 54 万套，占整个医疗机构需求量的 90%。按 2020 年采购金额计算，两种关节在公立医院的采购金额为 200 亿元，占高值医用耗材市场的 10%。按平均 82%的降幅计算，每年能节省金额 160 亿元以上。此次人工关节集采，是国家层面第一次在骨科耗材领域启动集采。2019 年以来，安徽、江苏、福建、山东等省份也开展了人工关节耗材集采，平均降幅在 32.12%

到 86.26%之间。国家组织人工关节带量采购后，相关产品将应用于联盟地区各公立医疗机构。10月9日，据有关记者对国家组织高值医用耗材联合采购办公室的采访，集中采购中选产品的价格和使用计划于 2022 年 3-4 月起执行，“具体执行日期由联盟各地区决定。”

国家卫健委发布《“十四五”国家临床专科能力建设规划》：据赛柏蓝器械，近日国家卫健委发布《“十四五”国家临床专科能力建设规划》。要求通过《规划》进一步加强临床专科能力建设，充分发挥临床专科能力建设对推动公立医院高质量发展的重要作用，指导各地做好“十四五”临床专科能力建设工作。《规划》提出，“十四五”期间，由中央财政带动地方投入，从国家、省、市（县）不同层面分级分类开展临床重点专科建设，在定向支持国家医学中心和委属委管医院进行关键技术创新的同时，实施临床重点专科“百千万工程”，促进临床专科均衡、持续发展。在国家层面，除国家医学中心和委属委管医院定向支持项目外，每年至少支持各省建设 150 个，“十四五”期间累计不少于 750 个国家临床重点专科建设项目，相关专科能力达到国际领先水平，在提高重大疾病诊疗效果、降低诊疗成本、提升诊疗效率或打破技术垄断等方面取得突破性进展。

三、三季度医疗器械领域融资事件

至善医疗：2021 年 7 月 5 日，完成超亿元 B+轮融资。作为国内领先的专注减重代谢医疗产品的创新技术企业，其

研发的 SpheriaTM 胃内球囊产品是国内首个无创可吞咽的减重医疗器械。据悉，资金将主要用于 SpheriaTM 胃内减重球囊产品的多中心临床研究、注册认证和商业推广，部分用于减重新产品的研发和生产。本轮融资由 CPE 源峰基金领投，老股东山蓝资本、光大资本和元生创投资本跟投。天眼查 APP 查询显示，至善医疗成立于 2017 年 5 月，是国内领先的从事无创减重医疗器械研发、生产和销售的创新企业；自成立以来，已先后获得山蓝资本、君联资本、软银中国基金、丹麓资本、光大控股、元生资本和同晟资本的投资。

中天医疗：2021 年 7 月 5 日，苏州中天医疗器械科技有限公司（简称中天医疗）近日完成 B 轮超亿元融资，由博行资本和乾融资本联合领投，锐翎资本担任独家财务顾问。本轮融资将主要用于创新产品研究和市场品牌建设。此前，中天医疗曾获得聚明创投、元禾原点、北极光创投等知名基金的投资。中天医疗成立于 2018 年，是一家专注于血管介入治疗器械创新的企业。据介绍，中天医疗在治疗脑血管病的系列产品中，已研发出自主创新的取栓支架、血栓抽吸导管、远端通路导管、负压吸引泵、微导丝和微导管等产品，并有多款自主创新的血管植介入产品处在研发之中。

沈德医疗器械：2021 年 7 月 6 日，无创医疗设备研发商沈德医疗器械宣布完成数亿人民币 B+轮融资，投资方为点石创坚、盈峰资本、智朗创投、创瑞投资、坚木投资、仁鼎

投资。据了解，沈德医疗器械是一家无创医疗设备研发商，采用新一代核磁共振引导的相控聚焦超声技术，为用户提供新型非侵入式乳腺腺瘤超声诊治一体化系统、新型非侵入式骨肿瘤晚期疼痛缓解超声治疗仪等产品，应用于治疗帕金森和脑肿瘤等疾病。据不完全统计，沈德医疗器械所属领域医疗健康本年度共有 35 笔融资。

森亿智能：2021 年 7 月 9 日，森亿智能近日宣布完成 5 亿元 E 轮融资，投资方是由 IDG 资本领投，盛宇投资和龙门投资跟投。此前，森亿智能还曾获得过包括中金甲子、真格基金、红杉中国、襄禾资本、腾讯、中电健康基金、纪源资本、国药资本、阳光保险等国内知名投资基金的多轮融资。森亿智能是一家智慧医院整体解决方案提供商，专注于为医院提供专业、高效的数据化、智能化新基建解决方案。以数据集成与治理、智慧科研、智慧临床、智慧管理为特色的森亿智慧医院全局解决方案具备完整知识产权，为医疗行业首个适配华为鲲鹏处理器体系的大数据产品，现已服务 150 余家三甲医院，赋能医院人工智能建设。

四、投资建议

医疗器械各赛道发展阶段存在较大差异，需相应调整资产投放及风险评估略。医疗设备为器械领域市场规模最大、进口替代率相对最低的赛道。医疗设备开发技术门槛较高，除自研外，企业多通过并购及合作研发等进行产品开发及技

术升级。随着新冠疫情延续，医疗设备国产替代及国际化都有望迎来快速发展。可关注企业并购、设备销售供应链金融等业务机会。高值耗材成熟产品短期集采压力较大，以冠脉支架为例，2020年落地的全国集采对相应产品收入规模、利润率、未来成长空间都有较大影响。但是国内临床需求尚未完全满足的如心脏介入瓣、神经介入、外周血管支架等产品，中长期仍有较大进口替代空间，警惕单品集采风险同时，可关注平台型耗材企业分拆上市、并购整合业务机会。体外诊断分为生化、免疫、分子诊断及POCT等，生化进口替代相对完全，技术进步空间较小、格局稳定，短期面临集采风险。化学发光近年市场快速扩张，国产逐步由低端走向中高端市场，短期部分区域集采释放风险信号。分子诊断国内外发展阶段都处于较早期阶段，未来在伴随诊断、肿瘤早筛及产前诊断等领域大有可为。

2021 年三季度先进制造行业市场研究

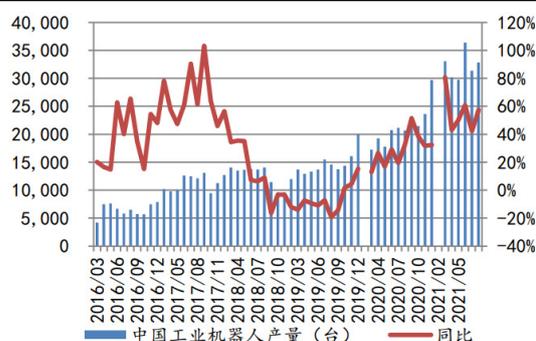
投资团队二 蔡仲秋 秦宏伟

一、行业现状及发展态势

(一) 工业机器人产量持续增长

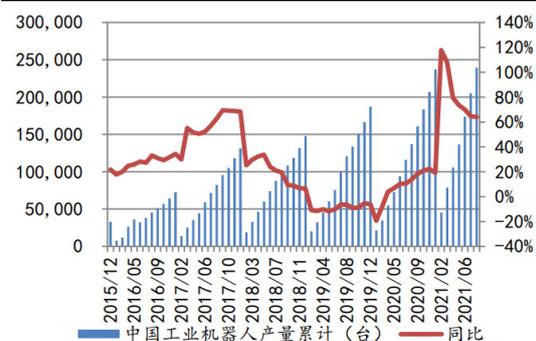
据国家统计局数据显示,2021 年 1-8 月累计产量 239249 台,同比增长 63.9%; 其中 8 月工业机器人产量 32828 台,同比增长 57.4%,行业持续景气。从制造业宏观大环境来看,8 月份,规模以上工业增加值同比实际增长 5.3%,环比比上月增长 0.31%。1—8 月份,规模以上工业增加值同比增长 13.1%,两年平均增长 6.6%。8 月份,装备制造业增加值同比增长 5.8%,两年平均增长 8.3%,分别高于全部规模以上工业 0.5 和 2.9 个百分点。其中,电子、金属制品、电气机械等行业同比分别增长 13.3%、11.8%、10.3%,继续保持两位数增长。受 5G 建设加速、消费电子及汽车电子需求增长、工业自动化率提高等因素的带动,新产品产量呈高速增长态势。

2021/8 中国工业机器人产量同比 57.4%



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

2021 年 1-8 月中国工业机器人产量同比 63.9%



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

（二）国内工业机器人行业发展前景向好

制造业的分化式快速增长，在工业自动化和数字化转型的助推下，机器人产业增速迅猛。外资头部厂商直接受益于下游需求回暖，对华出货量保持高增长趋势，其中以发那科、YAMAHA、史陶比尔为主要代表；国内厂商则以埃斯顿、拓斯达、新时达、汇川技术、卡诺普等为代表的机器人业务均实现大幅增长。9月11日，工信部副部长辛国斌在第六届世界机器人大会指出，目前中国工业机器人综合实力持续增强，产业规模快速增长，市场连续八年稳居全球第一，2020年装机量占全球的44%。近年来，我国工业机器人自主研发进程提速，应用领域向更多行业拓展，工业机器人核心零部件自主化率不断提升，正逐步形成自主可控的产业链生态。此外，在机器人应用层面，面向各行业智能化改造升级的实际需求，机器人企业不断创新产品和解决方案。当前，机器人产业正在向传统行业应用和高端应用持续拓展深化，国内工业机器人已在47个行业大类、129个行业中广泛应用，包括航空航天、造船、汽车、发动机等多个高端制造行业。值得一提的是，为进一步推动我国工业机器人的发展，工信部正在牵头制定“十四五”机器人产业发展规划，将积极推动机器人向更多应用场景开放，在汽车、电子等已形成较大规模应用的领域进一步深耕，在矿山、建筑、农业、医疗康复等领域对接需求，开发拓展新型应用产品和解决方案。

二、三季度工业机器人领域融资事件

1. 天津经开区企业阿童木机器人宣布完成新一轮融资合计 8000 万元。本轮融资由国中创投、新松投资、天津泰达海河智能制造产业发展基金等共同领投，将主要用于新产品的开发以及阿童木机器人在并联领域的规模化渗透，进一步巩固并联专家品牌的战略定位。

2. 中国工业无人车企业未来机器人宣布完成数亿元 C 轮融资，投资方包括钟鼎资本、字节跳动、顺为资本、联通中金、IDG 资本和联想创投。

3. 梅卡曼德再次获得近 10 亿元融资，为 C 系列融资，由美团、IDG 资本领投，老股东红杉中国、源码资本跟投。梅卡曼德定位为智能机器人基础设施产品公司，在光/机/电核心器件、成像算法、视觉识别算法、机器人算法、工业软件等核心技术上均有深厚积累，并建立了高标准的自有相机工厂、交付、培训、售后体系。公司当前团队规模已近 500 人，在北京、上海、深圳、广州、长沙、青岛、德国慕尼黑、日本东京等地均设有团队。

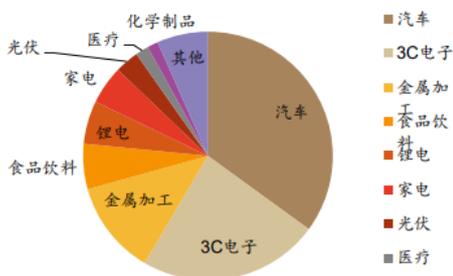
4. 思灵机器人 (AGILE ROBOTS) 宣布完成 2.2 亿美元 C 轮融资，软银集团领投，阿布扎比皇室集团、红杉中国、线性资本、小米集团、富士康等跟投。预计本轮融资后，思灵机器人估值或突破 10 亿美元。

三、投资建议

从工业机器人下游应用领域来看，汽车和 3C 电子行业

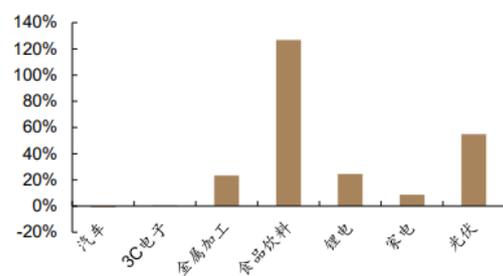
占比超过 50%，食品饮料、锂电、光伏、医疗等行业应用占比相对较小，属于长尾客户。从应用增速的同比变化率分析，长尾客户的增速明显高于汽车、3C 电子这些较为成熟的市场，可以成为工业机器人新的需求增长点。因此，在遴选标的时，可关注已经在汽车及 3C 电子领域有稳定客户，同时布局长尾行业的工业机器人企业。

2019 年我国工业机器人下游应用行业分布



资料来源：德邦研究所整理

2019 年我国工业机器人下游应用行业同比变化率



资料来源：德邦研究所整理

另外，由于传统工业机器人为避免人类受伤，都放置在保护围栏或者在屏障之后工作，但这也限制了很多功能的拓展。人机协作是目前较为热门的细分领域，将人的认知能力与机器人的效率结合在一起，实现 1+1>2 的效果。从 2016-2018 年协作机器人复合增长率高达 93%，2020 年受到疫情影响，首次出现负增长。但随着生产恢复，需求量仍会持续攀升，因此协作机器人也可作为未来投资关注点之一。

2021 年三季度半导体行业市场研究

投资团队五 李凯 付辛凯

一、行业现状及发展态势

（一）先进封装扮演更重要角色

后摩尔时代，芯片制造面临物理极限与经济效益边际提升双重挑战，先进封装在提高芯片集成度、电气连接以及性能的优化的过程中扮演了更重要角色，产业链各环节受益于此轮技术革新。根据 Yole 测算，全球先进封装市场规模预计从 2020 年的 300 亿美元增至 2026 年的 475 亿美元，CAGR 为 8%。相比传统封装，新形式正快速改写封测行业以低门槛、低单价竞争为主，同质化程度高的行业特征。随着 IDM（垂直整合制造商）和晶圆厂入局，前、中道工艺的渗透不断提升先进封装技术壁垒。

（二）硅片涨价与扩产并进，功率半导体高景气持续

材料环节硅片严重紧缺，长单价格只升不降。根据沪硅产业数据，目前 8 英寸硅片产能缺口为 30 万/月-50 万片/月，12 英寸硅片的缺口更甚。下游厂商通过签订长单锁定硅片产能，保障硅片的稳定供给，沪硅产业的硅片订单已经排到 2023 年底。今年硅片价格涨幅超过 15%，硅片长期协议约定未来硅片厂商可以根据市场情况涨价，长单只能“保产不保价”。同时，产业内预计未来 5 年硅片需求依然强劲，2025 年

国内 12 英寸大硅片月需求量将达到 200 万片，是 2020 年的 2 倍。为满足国内半导体硅片需求，内资厂商均在大力扩展 12 英寸硅片产能。沪硅产业全资子公司--上海新昇计划 2025 年在临港实现 100 万片/月 12 英寸大硅片产能；今年年底，中环股份、立昂微分别计划实现 17 万片/月、15 万片/月的 12 英寸硅片产能。

（三）半导体设备出货量终止连续增长，关注四季度景气度变化

根据 SIA 数据，2021 年 8 月全球半导体销售额接近 472 亿美元，同比增长 29.70%，环比增长 3.30%，同期中国半导体销售额达到 164.60 亿美元，同比增长 30.80%，在需求与涨价的双重推动下，半导体月度销售规模双双创下历史新高，进入下半年海外需求与产能逐步恢复，海内外需求两旺。设备端则在三季度出现分化，尽管 2021 年二季度全球半导体设备销售额达到创纪录的 276.8 亿美元，但从月度数据上，北美半导体设备出货额于 8 月份为 36.50 亿美元，同比增长 37.56%，环比下降 5.38%，同时也终止了出货额连续 8 个月的环比增长，后续四季度的拉货情况成为供给端的重要观测指标。日本半导体设备出货额为 245.72 亿日元（21.81 亿美元），同比增长 30.42%，环比增长 2.07%。

二、重大行业动态

（一）工信部和有关部门组建了汽车半导体推广应用工作组，解决当前的供需矛盾突出问题

针对目前供需矛盾紧张的突出问题，工信部和有关部门组建了汽车半导体推广应用工作组，以专门协调机制来解决当前的供需矛盾突出问题。加强地方政府、汽车整车企业和芯片制造企业对接，进一步推进供需精准化，来缓解或者尽可能减少对汽车业发展的影响，提高自身的供给能力。特别是针对当前一些特定的芯片生产供应极度短缺问题，组织行业协会和企业加强联系，推动一些国内特别是国外的企业复工复产，尽可能地保障一些特定芯片的供应。同时，采取一些措施加快推动替代方案，通过简化审批程序、简化流程加快审批，使替代芯片尽快地推广应用。

（二）下游客户囤货，美国白宫要求代工厂提供库存等经营信息

全球疫情在局部地区反复，供应链安全遭到冲击，各环节出现囤积芯片现象。台积电发货给下游智能手机和游戏机的芯片数量超出其终端产品出货量的实际需求，使代工产能紧缺进一步恶化。9月23日，白宫称为提高芯片供应链透明度、解决瓶颈环节，要求三星电子、台积电、英特尔等半导体制造商在11月8日前提供三年销售情况、原材料和设备采购情况、客户信息以及当前库存水平。一旦提供相应信息，代工厂在议价过程中将处于不利位置，在一定程度上能够打击某些厂商的囤货行为，芯片涨价节奏与幅度或将得到缓解。但考虑到这一过程的缓慢进展以及供应链环节之间的传递时滞，涨价抑制效应预计最早也将在2022年显现。

(三) 台积电开始安装 3nm 制程芯片制造设备，将在今年下半年试产

据国外媒体报道，台积电已经开始在中国台湾地区的 Fab 18 工厂安装 3nm 制程芯片的制造设备，将在今年下半年试产 3nm 芯片。据了解，与之前的台积电 5nm 工艺相比，最新的 3nm 工艺能让芯片面积缩小 30%，功耗降低最多 25~30%，或者最多提升 10~15%的性能。

(四) 三星拟于 2021 年全面投产西安二厂

三星电子有望在 2021 年底前完成其在中国西安的第二家工厂的扩建。这家韩国半导体巨头在 2021 年上半年投资超过 4 万亿韩元用于安装设备，然后在 2021 年全面生产。中国政府表示，2021 上半年，三星在西安工厂投资了 230 亿元人民币（约合 4.09 万亿韩元），约占该期间计划投资的 108.5%。三星电子比计划多投资 20 亿元。西安工厂是三星电子唯一的海外 NAND 闪存生产基地。公司决定于 2017 年在西安建设第二家工厂，以应对全球存储器半导体市场需求的增长。此后，该公司一直对该工厂进行投资，目标是在 2021 年正式投产，并于 2017 年宣布对该工厂投资 70 亿美元，并于 2019 年 12 月追加投资 80 亿美元。

三、重点上市公司动态

台积电 (TSM): 10 月 14 日，台积电发布了截至 9 月 30 日的 2021 财年第三季度财报，财报显示，2021 年第三季度，台积电净利润达 1563 亿新台币，远高于市场预期的 1494.73

亿，同比增长 13.8%；营收为 4146.71 亿新台币，高于预期的 4135.6 亿，同比增长 16.3%；毛利率 51.3%，市场预估 50.6%。台积电表示，5 纳米制程出货占 2021 年第三季晶圆销售金额的 18%；7 纳米制程出货占全季晶圆销售金额的 34%。先进制程的营收达到全季晶圆销售金额的 52%。

应用材料 (AMAT)： 半导体系统制造商应用材料公司 (Applied Materials) 在周四美股盘后公布季度财报，公司业绩大增高于预期并提供乐观的季度业绩指引。财报显示，公司三季度营收同比增长 41%，达创纪录的 62 亿美元，高于分析师平均预期 59.4 亿美元。同时调整后收益为 1.90 美元/股，高于平均预期的 1.77 美元。

北方华创(002371)： 10 月 7 日晚公告，前三季度预计净利润约 5.95 亿元-7.09 亿元，同比增长 82.3%-117.21%。前三季度受益于下游市场需求拉动，半导体装备及电子元器件业务实现持续增长，使得公司营业收入及归属于上市公司股东的净利润均实现同比增长。

四、投资机会

半导体领域属于“卡脖子”产业，同时全球逐渐向数字化、电动化、智能化发展，其中离不开上游半导体产品的革新。在材料端，第三代半导体氮化镓、碳化硅逐渐发展；设备端，国产设备逐渐在技术和性价比上对进口设备形成替代；关键中枢制造端，中芯国际、华虹半导体等厂商话语权增加；封装测试端，高集成度封测逐渐成为市场主流，传统低端封

测市场空间将受到挤压。总的来看，对于中国而言，国产替代的主旋律将贯穿未来 5-10 年的发展，叠加全球数字化变革，半导体将成为长期稳定向好的朝阳产业。

2021 年三季度储能行业市场研究

投资团队五 李凯 刘章琦

一、行业现状及发展态势

（一）全球储能市场快速增长，中国新增装机跃居第一

碳排放趋严以及全球平价到来，光伏风电、水电等可再生能源发电占比快速提升。2020 年光伏风电发电量达 7270 亿千瓦时，发电占比 9.5%，但可再生能源发电具有不稳定性、间歇性的问题，提高了电网在输配容量、电频波动控制等方面的要求，需要依赖储能形成可控制、可调度的电网运营模式。在此背景下，截至 2020 年底全球储能装机量 191.1GW，同增 3.5%；中国储能装机量 35.6GW，同增 9.9%。根据 CNESA，截至 2020 年底全球已投运储能项目的累计装机量达 191.1GW，同比增长 3.5%，其中，中国的累计装机量达到 35.6GW，占全球的 18.6%，同比增长 9.9%，涨幅同比提升 6.4%，回归高速增长。

2020 年国内电化学储能装机重回快增长，新增首次突破 1GW。2019 年由于国家发改委明确电网侧储能不能计入输配电价成本等因素影响，储能发展遭遇急刹车，2020 年因储能成本下降、政策支持、电网侧投资加大，储能重回高速增长，国内新增电化学储能 1.2GW/2.3GWh，同比增长 168%，累计装机 2.6GW/4.7GWh，同比增长 95%，占光伏累计装机的 1.0%，发展空间庞大。

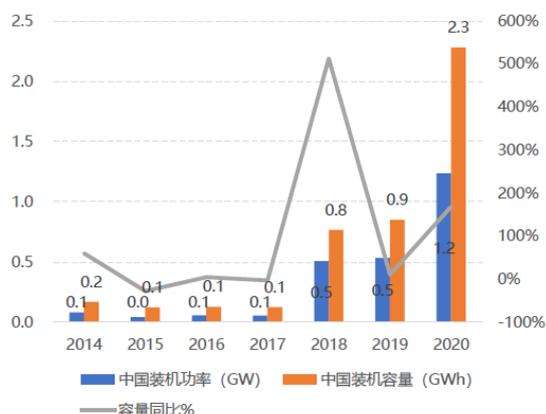
图表：全球储能累计装机量 (GW)



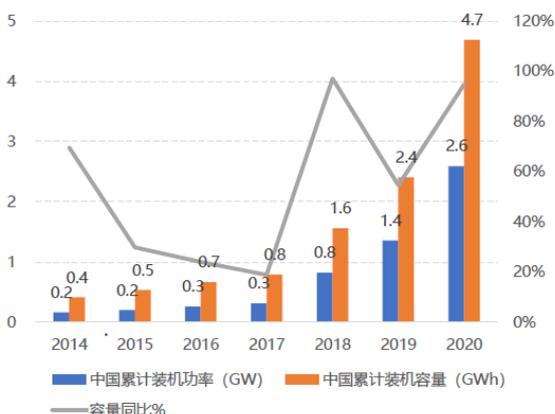
图表：中国储能累计装机量 (GW)



图表：中国电化学储能市场新增装机



图表：中国电化学储能市场累计装机



数据来源：BNEF，东吴证券研究所

(二) 储能经济性拐点到来，万亿市场潜力庞大

并网侧主要是指大电站配储，2020年分全球应用装机占比48%，是截至2021年最大的应用方向。通过在风光电站配置储能，将可再生能源的弃风弃光电量存储后再移至其他时段进行并网，一方面，可以提高可再生能源利用率；另一方面，可以对随机性、间歇性和波动性的可再生能源发电出力进行平滑控制，满足并网要求。2020年全球并网侧新增储能装机2.6GW/5.5GWh，同比增长156%，得益于储能成本下降及配储政策规定，大电站配储规模提升迅速。

2021 年储能系统成本 1.5 元/Wh 左右是储能经济性的拐点，大电站配储在某些地区具备较强的经济性。假设 100MW 的运营规模，配储 20%*2h，循环次数为 7000 次，每天充放一次，按照配储后电站 4.5 元/W 的综合成本计算，1) 一类地区发电小时为 1100h，上网电价为 0.51 元/kWh 以上具备经济性；2) 二类地区发电小时为 1300h，上网电价为 0.42 元/kWh 以上具备经济性；3) 三类地区发电小时为 1600h，上网电价为 0.36 元/kWh 以上具备经济性。

用户侧分应用装机占比 29%，主要盈利模式在于自发自用、峰谷价差套利。储能在用户侧主要是指与工商业、户用等分布式电源配套或作为独立储能电站应用，2020 年全球户用、工商业新增装机 1.1GW/2.5GWh、0.4GW/1.0GWh，合计 1.5GW/3.5GWh，分应用装机占比约 29%，主要用于满足电力自发自用、峰谷价差套利、节约容量电费、提升电能质量，以及在新能源车充电时平滑负荷、保障供电可靠性等。假设循环寿命为 5000 次，储能固定成本 1.55 元/Wh，在电价谷值 0.25 元/kWh 时充电，在电价峰值 0.95 元/kWh 时放电，即峰谷价差达到 0.7 元/kWh 时，储能的收益率达到 9.82%，具备经济性。

从 2021 年国内工商业电价来看，50%的地区可以达到 3:1 峰谷价差要求，价差值在 0.5-0.7 元/kWh，测算套利收益率为 0.6%~9.8%；若峰谷电价价差提高至 4:1，即价差值在 0.75-1.05 元/kWh，则峰谷价差套利收益率 12.4%~27.9%，具

备较高的经济性。根据最大系统峰谷差率超过 40%的要求统计有江苏、广东、浙江等 8 个省或直辖市可以满足，打开储能削峰填谷套利空间。

关于我国集中式光伏风电新增装机量，假设按照新建项目配储比例和配储时长逐步提升，同时因储能经济性提升，存量端储能渗透率缓慢提高，预计到 2025 年我国集中式光伏和风电储能新增装机分别为 9.6GW/23.0GWh、5.5GW/10.9GW 合计 15.1GW/33.9GWh 到 2030 年合计 58.9GW/161.8GWh，2021-2030 年复合增速 58%。预计随储能成本下降，峰谷价差套利的要求可以放宽 0.6 元/kWh 以上，越来越多的地区的峰谷价差可以满足储能收益率。假设谷电价用电量占比 15%，其中可用于储能套利的空间为 5%，测算国内 2021 年峰谷套利的储能需求为 3GW/7GWh。预计到 2025 年全球峰谷套利的储能需求将达到 27GW/80GWh。

（三）储能技术多元化发展，锂电池为业界主流方向

抽水蓄能应用广泛，十四五期间抽水蓄能投产 20GW，到 2030 年运行装机将超 70GW。抽水蓄能电站被称为电力系统的稳定器、调节器，应用广泛 2020 年全球储能装机占比 90%以上，

电化学储能已经入商业化，或成未来发展重点。因为成本低、寿命长、技术成熟，而物理机械储能，尤其是抽水蓄能虽然应用广泛，但受地理环境制约、投资高、建设周期长等影响发展渐缓；电磁储能和光热储能综合效率高，但尚处

于技术开发阶段，电化学储能性价比高，已经进入商业化阶段，随成本的逐渐降低，电化学储能-锂离子电池将是储能主要的应用类型。从 2015-2020 年电化学储能的电池来看，锂离子电池尤其是磷酸锂铁电池，从安全性、能量密度、成本、发展路径等方面性价比最高的技术方向，根测算 2021 年磷酸铁锂储能已达到 1.5 元/Wh 的系统成本，储能经济性的拐点到来，随电池成本和 BOS 成本的进一步降低，打开庞大潜在市场。动力电池目前改造的成本仍较高，需进一步降本。

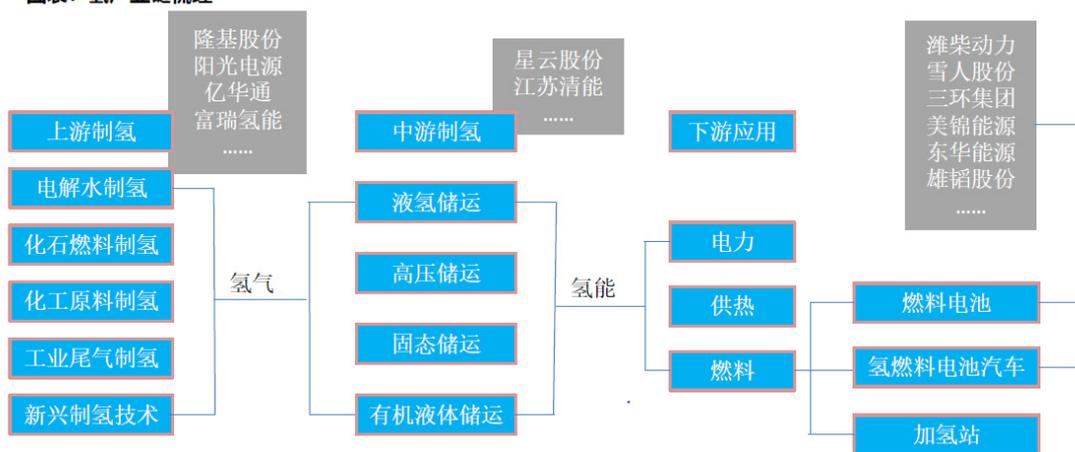
钠电池成本低，循环寿命有待提高，或成为未来技术方向。钠电池实现材料体系创新，2021 年研究逐渐走向成熟。由于钠离子储量为锂储量 420 倍，存量丰富、价格低廉，理论 Bom 成本较锂电池可减低 30%-40%，且钠电池安全性、高低温、快充性能更优异，因此在储能市场具备广阔应用空间。但钠电池循环、寿命和能量密度相较锂电池偏低，一般在 1000 次左右，宁德时代 2021 年 7 月底发布的第一代钠电池，循环次数可达到 3000 次以上，经测算若循环次数提升到 4500 次，则比较具备经济性。

氢储是极具潜力的新型大规模储能技术。氢能能量密度高，运行维护成本低，可同时适用于极短或极长时间供电的能量储备，是少有的能够储存上百 GWh 以上的储能形式，被认为是极具潜力的新型大规模储能技术。但 2021 年氢储的往返效率较低，储能周期中约 60% 的初始电能会损失，而锂电池损耗约为 15%，当放电时间在 50 小时内，锂电池和

抽水蓄能的成本更低，随着放电时间的延长，氢储的将变得更具吸引力。

氢气发电建设成本仅 580 美元/kW，远低于光伏、风能、

图表：氢产业链梳理



天然气、石油等众多方式，能量密度是其他化石燃料的 3 倍多，预计“新能源+氢储能”是未来能源发展大方向。氢能产业链包括制氢、储运、加氢、氢能应用等方面，2021 年多家企业开始布局氢能氢储产业链。

二、重大行业动态

（一）国家发改委发布《关于进一步完善分时电价机制的通知》

2021 年 7 月 26 日，国家发改委发布了《关于进一步完善分时电价机制的通知》，提出上年或当年电网预计最大系统峰谷差率超过 40% 的地方，峰谷电价价差原则上不低于 4:1；其他地方原则上不低于 3:1，尖峰电价在峰段电价基础上上浮比例原则上不低于 20%。

（二）国家发改委发布《关于加快推动新型储能发展的

指导意见》

2021年7月23日，国家发改委发布了《关于加快推动新型储能发展的指导意见》，指出到2025年，实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变。新型储能技术在高安全、低成本、高可靠、长寿命等方面取得长足进步，市场环境和商业模式基本成熟，装机规模达3000万千瓦以上。到2030年，实现新型储能全面市场化发展。

（三）国家发改委、国家能源局发布《关于鼓励可再生能源发电企业自建或购买调峰能力增加并网规模的通知》

2021年8月10日，国家发改委、国家能源局发布了《关于鼓励可再生能源发电企业自建或购买调峰能力增加并网规模的通知》，鼓励超过电网企业保障性并网以外的规模初期按照功率15%的挂钩比例（时长4小时以上，下同）配建调峰能力，按照20%以上挂钩比例进行配建的优先并网。

（四）华为数字能源技术有限公司与山东电力建设第三工程有限公司成功签约沙特红海新城储能项目

2021年10月16日，全球数字能源峰会在迪拜召开，会上，华为数字能源技术有限公司与山东电力建设第三工程有限公司成功签约沙特红海新城储能项目。据介绍，该项目储能规模达1300MWh，是迄今为止全球规模最大的储能项目，对全球储能产业的发展具有战略意义和标杆示范效应。

三、重点上市公司动态

宁德时代(300750): 与科士达合资储能一期项目将于近期投产, 项目建设储能设备 PCS 生产线 2 条、储能 PACK 生产线 1 条、充电桩整桩生产线 2 条, 建成后年产储 PACK 1GWh, 充电桩整桩 1.2 万套。

特斯拉(TSLA.O): 第三季度发电和储能业务的营收 8.06 亿美元, 去年同期 5.79 亿美元。特斯拉加州拉斯罗普 MegaFactory 正式动工, 该厂将用于生产储能产品 MegaPack。同日拉斯罗普市长表示, “很自豪特斯拉能在这里建厂。”

锦浪科技(300763): 锦浪科技与中国石化持续深入合作, 顺利通过专家严格审核, 成功中标中国石化 2021 年度组串式逆变器集采, 成为中国石化组串式逆变器主供应商之一。

四、投资机会

考虑到储能经济性拐点已至, 万亿蓝海市场空间广阔, 且目前国内外多项支持政策密集落地, 预计到 2030 年全球新增储能达 536GW/1575GWh, 2021-2030 年 CAGR 为 55%, 国内储能产业蓬勃发展, 推动技术降本海外拓展, 供应链将充分受益。建议择机选择具有较高增长的供应链各环节龙头企业进行投资布局, 在获取财务收益的基础上, 为未来打造清洁能源产业集群打下基础。

2021 年三季度消费品行业市场研究

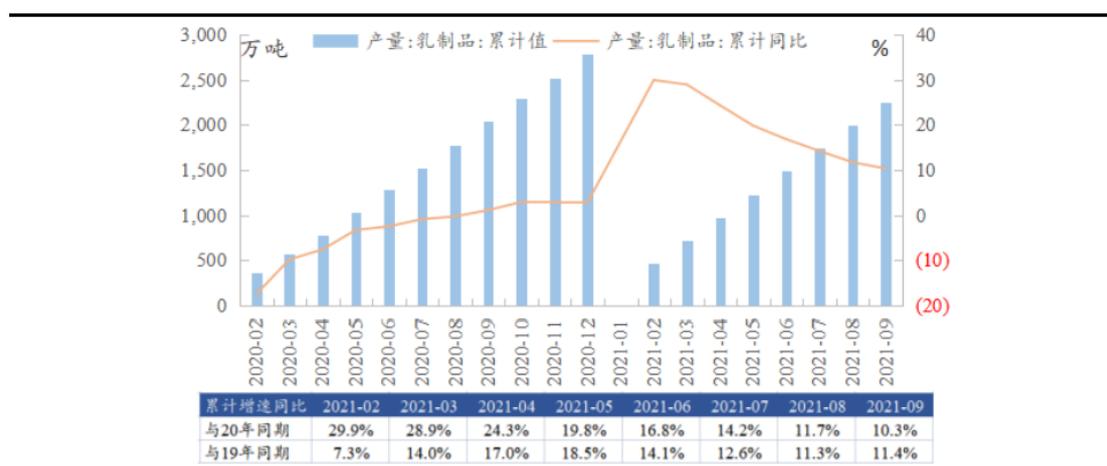
投资团队四 冯越 何钢

一、乳制品

(一) 行业现状及发展态势

新冠疫情爆发以来，国家政府及权威机构呼吁消费者多饮用乳制品，增强体质，提高免疫力，其对消费者的教育具备较强的影响力和传播力，公众健康意识崛起，乳制品消费需求旺盛。2021 年 1-9 月，国内乳制品累计产量较去年同期 +10.3%，比 2019 年疫情前亦有 11.4% 的增长。

我国乳制品累计产量及增速



资料来源：wind、国元证券

行业向品质升级、品类多元化转型，结构升级趋势明显。高端白奶增速显著高于基础白奶；同时，双龙头积极布局奶粉、奶酪、低温鲜奶等业务，品类结构亦实现持续优化，为公司长期增长提供动能。

液态奶细分品类销售增速（数据截至21年6月） 蒙牛布局奶粉、奶酪、低温鲜奶业务

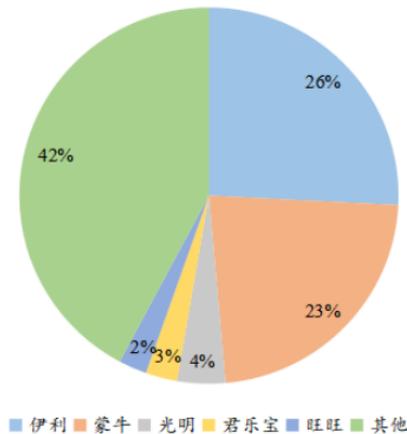


资料来源：国元证券

（二）行业动态

经过过去几年的奶源争夺，伊利、蒙牛领跑地位进一步提升，双寡头竞争格局稳定，优势显著。所谓“得奶源者得天下”，预期行业未来集中度将进一步向龙头集中。

2021 年乳制品零售额份额（分公司）



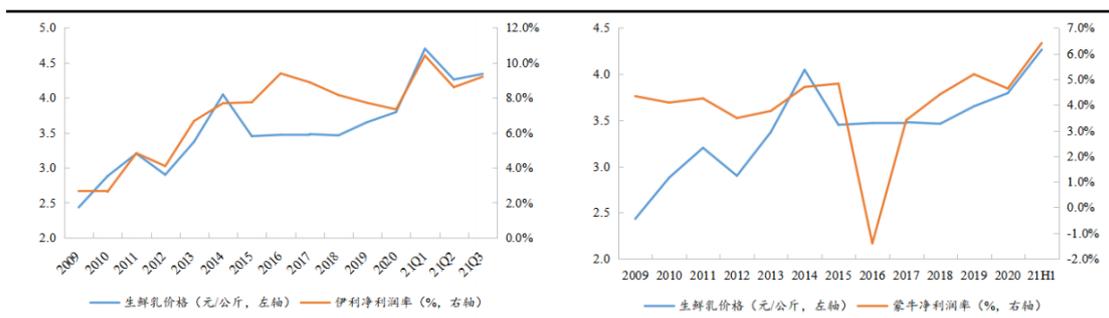
资料来源：Euromonitor、国元证券

复盘此前奶价上涨周期，奶价上行初始阶段，乳企盈利能力承压，随后龙头公司通过直接提价、产品结构优化、收窄打折促销力度等方式对冲成本上涨压力，下游竞争环境缓和，龙头乳企毛销差扩大，盈利能力提升；随后原奶价格回

落，成本压力缓解，提价红利得到充分释放；一轮周期过后，龙头乳企盈利中枢实现跃升。今年以来，伊利、蒙牛均通过直接提价方式缓解成本压力，同时叠加产品结构的进一步优化，理性地费用投放，盈利能力获得持续提升。

伊利净利润率与原奶价格走势

蒙牛利润率与原奶价格走势



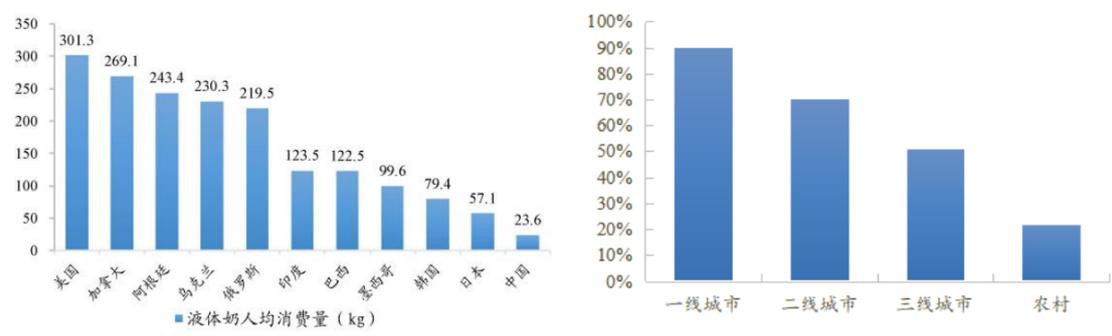
资料来源：Wind、国元证券

截至 2021 年 11 月 03 日，主产区生鲜乳平均价 4.29 元/公斤，同比+7.8%，尽管涨幅已有所收窄，考虑到供需紧平衡仍在，预计明年奶价涨幅将趋于缓和，建议关注提价红利释放、成本端改善对利润弹性的贡献。

参照乳制品消费习惯接近的日本和韩国，我国液态奶人均消费量仅为日本的 1/2，韩国的 1/3，人均消费仍具成长空间，尤其是低线城市。从伊利、蒙牛的销售目标来看，2021 年两大龙头均规划收入双位数增长的目标。此外，蒙牛提出 2025 年再创一个蒙牛，实现规模和利润翻倍的目标；伊利也提出 2025 年要进入“全球乳业前三”、2030 年进入“全球乳业第一”的目标，两大龙头心存志远，彰显出对公司及行业发展的信心。

我国液体奶消费量仅为日韩的 1/2 和 1/3

国内不同层级城市液态奶渗透率



资料来源：Wind、国元证券

(三) 投资建议

短期建议关注提价红利释放、成本端改善对乳企利润弹性的贡献。中长期，行业需求预期可维持较高景气度，建议关注奶源稳定、数字化水平领先、运营管理效率高，产品迭代速度快的优质乳企。

二、卤制品

(一) 行业现状及发展态势

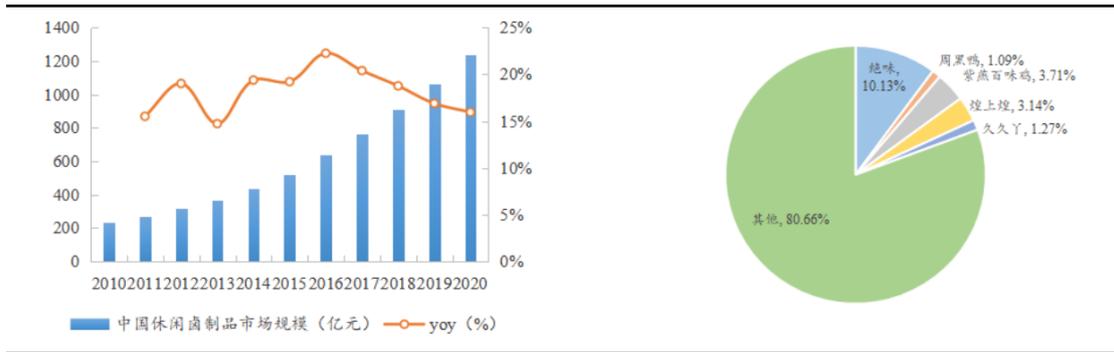
从行业规模来看，据 Frost&Sullivan，2015-2020 年，我国休闲卤制品行业市场规模 CAGR 达到 18.8%至亿元 1,235 亿元，高于休闲食品整体行业增速（2015-2020 年 CAGR 达 12.3%）。伴随卤制品行业包装化、品牌连锁化加速，据食品工业协会，预计未来五年我国休闲卤制品市场规模 CAGR 约为 13%，行业仍将保持快速增长的趋势。

对比其他成熟的休闲食品细分行业，休闲卤制品赛道集中度具备明显的提升空间。伴随消费升级、城镇化进程加快、配套产业的日益完善，将推动市场份额从作坊型向连锁型、

非品牌向品牌企业逐步转移。从店铺数及零售额角度看，2020年TOP5市场份额合计在20%左右，头部品牌未来仍具备较大的成长空间。

我国休闲卤制品市场规模

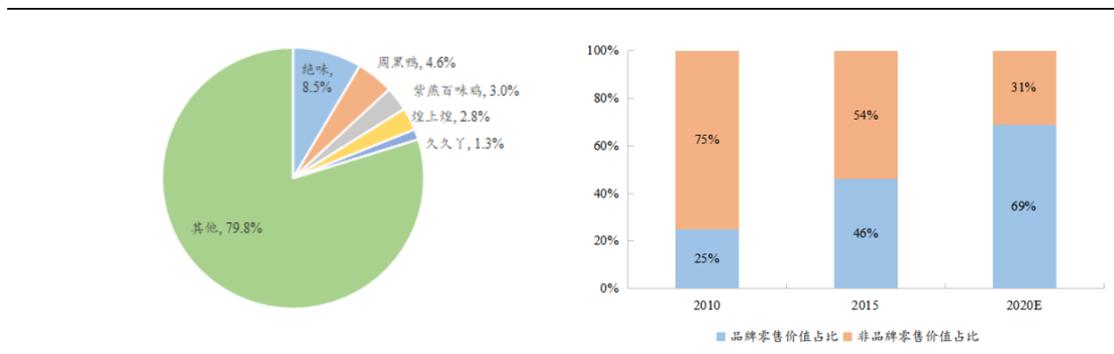
卤制品企业门店数量占比



资料来源：Frost&Sullivan、国元证券

中国卤制品市场规模竞争格局

品牌化显著提升



资料来源：沙利文、国元证券

资料来源：沙利文、国元证券

(二) 行业动态

2021年行业龙头加速展店，继续抢占优势点位，绝味预期全年新增门店数有望达1400-1500家，周黑鸭大概率会完成全年1000家的展店目标，煌上煌计划2021-2025年保持每年平均开店1500左右的目标。头部品牌疫情下逆势扩张，继

续收割中小区域性品牌及街边/夫妻店的市场份额。

2021 年三季度，散发疫情持续影响休闲卤制品企业的经营节奏，尤其对高势能门店的影响相对较大（3Q21 绝味机场、高铁等高势能门店同比 2019 年恢复约 70%左右，而社区店/街边店已恢复至 2019 年同期的 90%以上），叠加基数影响，绝味食品、煌上煌的季度营收呈现压力，但因绝味的高势能门店占比略低，故经营的稳定性更强。

绝味、煌上煌 2021 年单季度收入增速



资料来源：wind、国元证券

绝味 21Q4 预期将持续快速开店，同时疫情下，公司调整开店策略，新增门店将侧重于受疫情影响较小的社区店及街边店。周黑鸭 21H1 非窗口门店数达 1,999 家，占总体门店数的 88%，非窗口门店终端零售额达 72%，门店结构明显优化。同时，在武汉社区店取得初步成功后，公司 10 月在长沙、合肥、深圳、广州试点社区模式，未来有望逐步复制至全国。通过门店布局的结构性优化，预期疫情波动对公司的影响将边际递减。

（三）投资建议

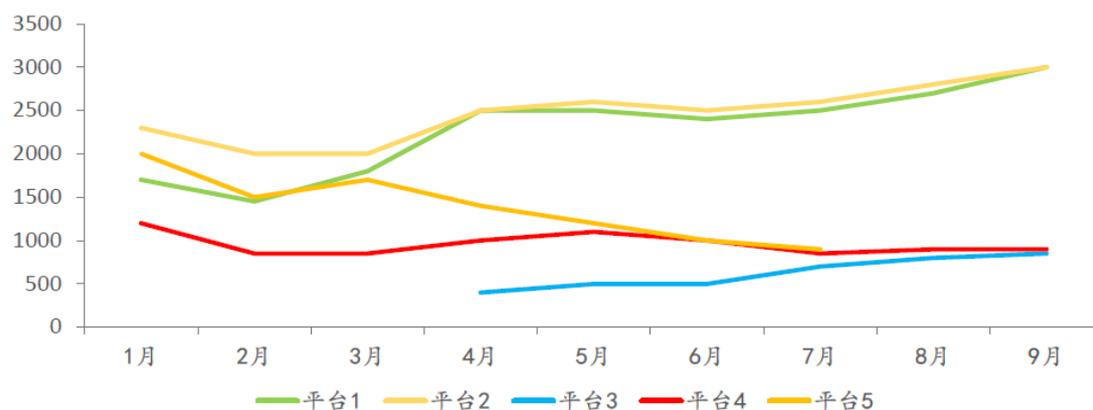
休闲卤制品行业市场集中度具备较大的提升空间，头部品牌在疫情后有望加速收割市场份额；同时，门店结构优化、全渠道运营，也大大增强抗风险能力，降低疫情波动的风险，业绩成长确定性较高。建议关注行业头部企业。

三、社区电商

（一）行业现状及发展态势

2021Q3 社区电商行业整体增长低于预期。综合草根调研结果，预计 Q3 社区电商行业整体 GMV（仅考虑前五平台）环比 Q2 增长 10%-20%，9 月头部两家平台日均 3000 万件左右，月度 GMV 约 60-70 亿。截止 2021Q3，预计社区电商行业整体累计实现 GMV1500-2000 亿，头部两家平台累计各实现 GMV500 亿左右。

图：主流社区电商平台2021年日均件数趋势（万件）



注：数据为草根调研结果，仅供参考，不代表实际情况

2020 年 12 月 22 日，市场监管总局联合商务部召开规范社区电商秩序行政指导会，出台社区电商“九不得”政策。

2021年3月、5月，监管部门分别对多家平台以低于成本价格倾销等原因进行罚款，显示了相关部门对行业监管的严格

表：对多个社区电商不正当价格行为处罚

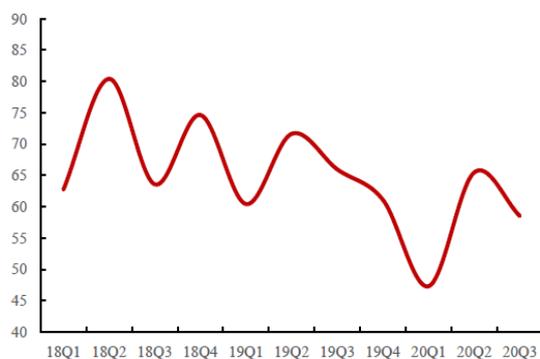
时间	被罚平台	不当行为	处罚结果
2021年3月3日	橙心优选、多多买菜、美团优选、十荟团和食享会	以低于成本价格倾销，扰乱正常生产经营秩序，损害其他经营者合法权益，违反《中华人民共和国价格法》	橙心优选、多多买菜、美团优选和十荟团处以150万元人民币行政处罚 食享会处以50万元人民币行政处罚
2021年5月27日	十荟团	以低于成本价格倾销，扰乱正常生产经营秩序，利用虚假或者使人误解的价格手段，诱骗消费者与其进行交易，违反《中华人民共和国价格法》	处以150万元人民币顶格罚款，责令十荟团平台江苏区域停业整顿3日

态度。强监管环境下，社区电商平台难以用互联网常用的补贴获客方式进行起量，限制了行业规模增长。

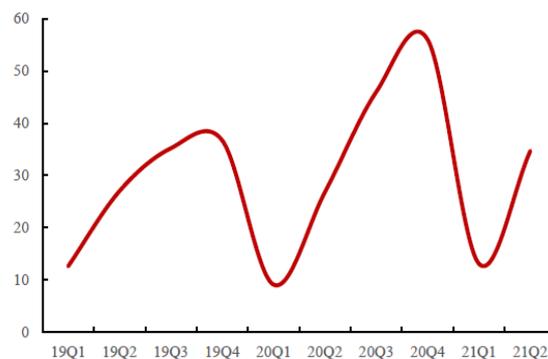
资料来源：国家市场监督管理总局

夏季整体果蔬供给较为充足，尤其在下沉市场居民均有本地菜种植，夏季茄子、黄瓜、西红柿等蔬果集中上市，大部分品种可实现自给自足，对其他渠道购买需求相对减少。社区电商以生鲜为主要引流品，夏季会在一定程度受到本地菜分流影响。

图：上海市分季度蔬菜产量



图：北京市分季度蔬菜产量



资料来源：上海市统计局、北京统计局、招商证券

根据《第三只看零售》对消费者在使用社区电商过程中的问题调研，社区电商满意的消费者只占 37.29%，仍有较大提升空间。分析消费者在使用社区电商中遇到的问题，商品性价比、品种丰富度以及履约能力是消费者在购物过程中关注的重点所在。

履约落后一方面体现在冷链环节，主要包括团长端不标准化、网格仓冷链落后导致干支线无法形成冷链闭环，使得肉类、低温奶等高频品类消费者体验不佳，限制了消费者整体购买单价与频次；另一方面体现在仓网布局环节，目前头部平台在省区零散的中心仓布局限制了单仓的采购规模与分拣加工效率。履约优化将是平台后续的重点工作方向，长期看这些问题可以被解决。

社区电商未来将形成寡头垄断格局，最终将会存在 2-3 家全国性社区电商平台，同时预计寡头垄断的行业格局将在 1-2 年后基本形成，主要判断依据为目前大部分参与者的资金实

表：多个社区电商平台业务收缩

平台	事件
橙心优选	将此前9大区31省缩减至3大区9省，未来将由橙心优选CEO陈汀、渠道负责人安泰、履约负责人赖春波三人分别管理3个大区
同程生活	苏州鲜橙科技有限公司2021年7月7日公告，公司拟提出破产申请
十荟团	部分城市供应商陆续接到当地网格仓即将关停业务的通知 即将关闭多城业务，未来更专注于两湖、江西等优势区域，部分亏损较高的区域将逐步关停。

资料来源：晚点 LatePost、连线 Insight、36 氪、公司公告、招商证券

力与融资能力或无法承受多年的巨额亏损。进入 Q3 季度来，同程生活、十荟团、橙心优选等二梯队玩家先后退出或收缩业务。

（二）三季度行业动态

多多买菜具备拼多多主站扶持，前期流量优势明显，业务开展相对从容，预计 9 月多多买菜日均件数 3000 万件左右。在完成快速开城后，多多 Q3 起开始注重经营提效，在履约、商品采购等业务条线进行优化，目前重心在于仓配环节。中心仓方面，为了单仓商品采购规模与供应链管控能力，多多在部分省份开始中心仓的合并工作；网格仓方面，为了不断向下沉市场进行渗透，多多在部分地区向网格仓开放二级代理（mini 仓），二级代理将承担下沉市场团点建设，及部分订单集中收取并配送到团点的职责。此外，多多开始逐步取消大件货销售，重心重回 2C 业务。

美团优选依托于美团强大的组织战斗力，持续保持行业领先，预计 9 月美团优选日均件数 3000 万件左右，根据此前指引 Q3 优选预计亏损 70-75 亿。在行业增速放缓之际，美团优选进一步进行组织架构体系优化，一方面将部分省区合并为大区，另一方面收缩更多业务决策权限至总部，削弱地区业务权力。组织架构升级后预计采购业务能力将发生较为明显变化，采购权限将进一步提升至总部，大区主要负责执行，有望解决统采与地采协同问题，提升单品采购量增强议价能力。

淘菜菜通过阿里集团协同与大量资源投入，订单增长迅猛，同时在品质与消费者口碑上成功实现差异化。根据 Questmobile 数据，9 月盒马集市（淘菜菜原品牌）日均活跃用户数为 351.81 万人；7 日留存率为 35.76%，高于美团优选 33.43% 与多多买菜 32.40%，证明了淘菜菜更优的用户体验。短期看，淘菜菜作为后入局追赶者，在兼顾消费者体验的同时，预计完成整体市场覆盖会是其首要目标。

兴盛 Q3 受监管影响较大，订单阶段性出现过下滑。兴盛在新进省区坚持单个中心大仓模式，使得其运营成本与消费者体验相比头部平台具备优势。预计兴盛优选 9 月日均件数 900 万件左右，亏损率低于头部平台。

京喜拼拼 Q3 起调整战略方向，将业务发展中心和战略资源从 20 多个省聚焦至 10 省，同时坚持高 ROI 策略，预计亏损率低于同行。预计京喜拼拼 Q3 订单量平稳增长，亏损由于投入加大将大于 Q2。

（三）投资建议

头部平台年底有望达到日均 5000 万件体量，全年实现 GMV800-1000 亿，社区电商行业全年实现 GMV 约 3000 亿。Q4 社区电商重回旺季，监管影响边际减弱，平台履约建设进一步完善有望提升消费者体验，预计行业 Q4 有望重回高速增长，头部两家平台 12 月有望达到日均 5000 万件体量，对应全年 GMV 约 800-1000 亿，对应社区电商行业全年 GMV 约 3000 亿。

社区电商市场规模超万亿，行业短期竞争激烈亏损较大，但长期来看行业有望跑通，为平台方在获客、收入、利润等多方面提供可观价值。持续推荐社区电商平台方头部企业。