

需求修复在途，筑底回升可期

——食品饮料行业2023年中期策略报告

行业评级

食品饮料 强于大市（维持）

证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号：S1060521030001

王萌 投资咨询资格编号：S1060522030001

2023年6月16日

➤ 投资主线:

展望全年，我们认为随着居民收入和信心的恢复，消费复苏将呈现前低后高的节奏，建议关注需求修复+成本下行+估值优势三条主线，维持食品饮料“强于大市”评级。

1) 需求复苏且业绩确定性强的板块，如白酒、啤酒:

白酒：板块底部或现，坚守价值主线。今年以来，居民收入增速放缓，消费需求较为疲软，但白酒在宴席、商务等渠道的刚需属性仍然支撑行业持续发展，同时，龙头企业具备更加成熟的运营能力及抗风险能力，能够通过及时高效的运营策略调整，将短期波动对企业的冲击降到最低，行业集中度持续提升。我们认为目前白酒板块的估值处于阶段内较低水平，且行业具备穿越周期的能力，建议立足长期战略布局，推荐关注两条主线，一是需求坚挺的高端及次高端酒企，推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、舍得酒业；二是经济相对强劲的苏皖区域龙头酒企，推荐古井贡酒、今世缘、洋河股份。

啤酒：量价齐升，全年维持高景气。随着消费场景恢复，加上高温旺季来临以及基数效应，我们预计啤酒行业全年有望维持高景气，同时今年成本端预计持续下行，行业盈利能力有望得到改善。中长期在消费升级背景下，啤酒高端化趋势仍将延续，看好板块性机会，推荐重庆啤酒，建议关注青岛啤酒、燕京啤酒。

➤ 投资主线：

2) 受益成本下行盈利能力改善的板块，如速冻及烘焙、调味品：

速冻及烘焙：长期逻辑清晰，看好B端龙头企业。速冻食品、预制菜、冷冻烘焙行业空间广阔，长期逻辑清晰；同时下游餐饮行业景气度正在逐渐改善，B端需求随之恢复，尤其是具有规模优势的龙头企业有望快速抢占市场份额，通过产品结构优化和精细化费用管理改善盈利能力。推荐安井食品、千味央厨；建议关注立高食品。

调味品：餐饮渠道修复在途，成本压力缓解。由于餐饮复苏斜率相对缓慢，加上渠道库存偏高，上半年调味品整体呈现弱复苏。随着后续需求改善和成本下行，以及零添加产品和复合调味料产品带来的结构改善，板块业绩有望逐季改善。推荐海天味业、宝立食品，建议关注千禾味业。

3) 具备估值优势且竞争格局不断改善的板块，如乳制品：

乳制品：看好全国性乳企的估值修复，及区域乳企的弹性释放。随着原奶价格持续回落，成本压力将持续释放；企业费用投放有望趋于理性，行业竞争趋缓，支撑行业盈利能力持续提升。我们看好全国性乳企的估值修复，及区域乳企的盈利能力提升。推荐伊利股份、妙可蓝多，建议关注新乳业。

➤ 风险提示： 1) 宏观经济波动影响；2) 消费复苏不及预期；3) 食品安全问题；4) 原材料波动影响；5) 行业竞争加剧风险。

投资逻辑图：

经济弱复苏，消费复苏预期全年前低后高

基本面：食品饮料需求韧性，白酒确定性强

投资逻辑：需求复苏+成本改善

行业变化

复苏由强转弱：疫情管控全面放开后，消费场景恢复，叠加春节返乡潮，消费开年表现较好；随后消费需求疲软，预期转弱，食品饮料板块整体承压。

社零增速回正：进入2023年以来，社零同比增速回正并逐月加快，经济复苏具有确定性，餐饮消费温和回暖。

全年前低后高：居民的收入及信心正在逐步恢复，厂商和渠道的观望情绪也在转变，全年维度来看，产业普遍预期消费恢复的情况下半年将好于上半年。

白酒

高端白酒：稳健增长韧性十足，抗风险能力强，长期向好趋势不变

次高端白酒：弹性较高尚待恢复，个股表现分化

区域龙头：苏酒徽酒受益省内消费升级，全国化进程助力扩容

光瓶酒：国民消费新趋势，有望打造白酒新蓝海赛道

白酒

估值底部：估值处于阶段内较低水平，随着经济复苏和旺季动销启动，具备穿越周期底部的能力，有长期配置价值。

库存消化：动销恢复，库存得到消化，批价表现相对坚挺，下半年随着需求回暖动销有望加速。

大众品

啤酒：量价齐升，旺季来临，全年有望维持高景气

速冻及烘焙：长期逻辑清晰，看好B端龙头企业

调味品：餐饮渠道修复在途，成本压力缓解

乳制品：看好全国性乳企的估值修复，及区域乳企的弹性释放

大众品

需求复苏：餐饮恢复后终端需求逐步回暖，带动整体需求提升。

成本下行：原材料价格高位回落，部分行业成本压力得到缓解。



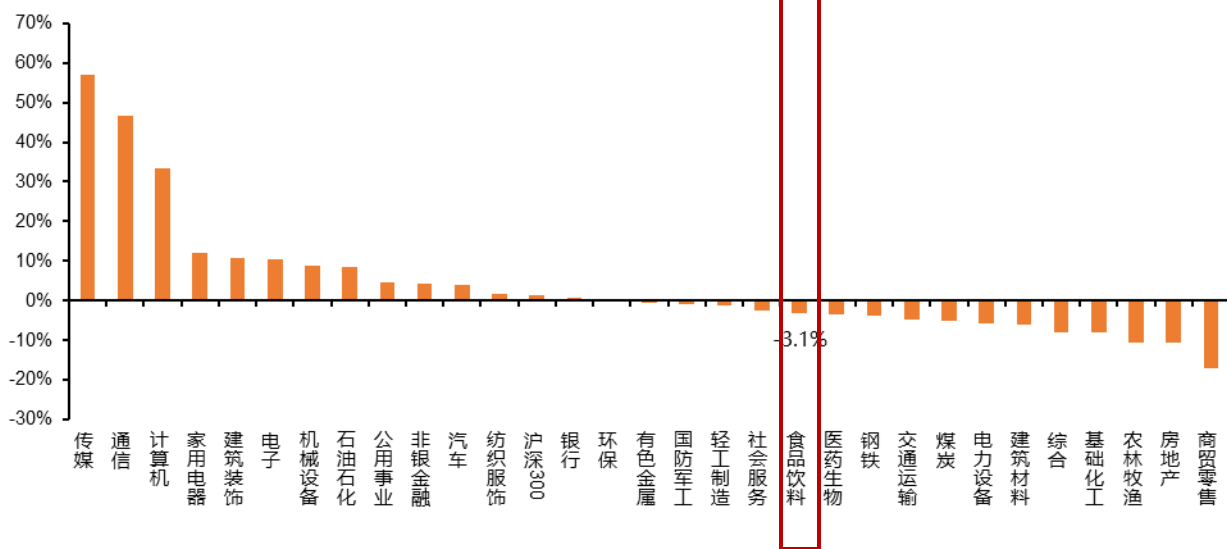
目录 CONTENTS

- 市场回顾：年初至今走势由强转弱，整体低于大盘
- 白酒：板块底部或现，坚守价值主线
- 啤酒：量价齐升，全年维持高景气
- 速冻及烘焙：长期逻辑清晰，看好B端龙头企业
- 乳制品：看好全国性乳企的估值修复，及区域乳企的弹性释放
- 调味品：餐饮渠道修复在途，成本压力缓解
- 投资建议：建议关注需求修复+成本下行+估值优势三条主线

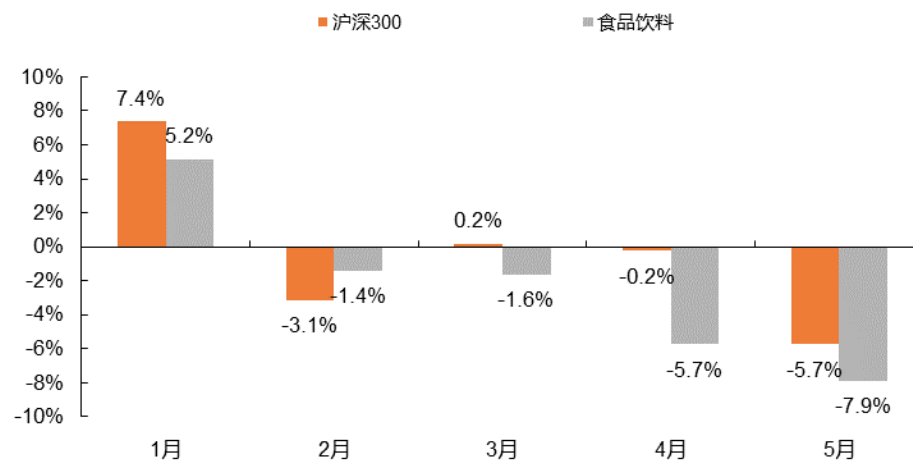
1.1.1 市场回顾：板块走势由强转弱，整体跑输大盘

年初至今走势与大盘相近，整体弱于大盘：自年初以来（截止至6月15日），食品饮料板块下跌3.1%，跑输沪深300指数4.6pcts，在申万一级子行业中排名第19名。一月份，经济复苏强预期、消费场景逐渐恢复，叠加春节旺季动销催化，市场信心恢复下，大盘呈上升趋势，其中申万食品饮料指数上涨5.2%，落后于沪深300指数2.2pcts。二月之后，经济复苏逐渐低于市场预期，大盘由强转弱，一季度申万食品饮料指数上涨4.4%，跑输沪深300指数0.2pcts。进入二季度，整体消费数据表现较弱，库存有所增加，板块估值中枢下移，股价继续下挫，4月申万食品饮料指数下跌5.7%，跑输沪深300指数5.5pcts，5月申万食品饮料指数下跌7.9%，跑输沪深300指数2.2pcts。

食品饮料板块年初至今下降3.1%，排名靠后



食品饮料及沪深300指数1-5月涨跌幅

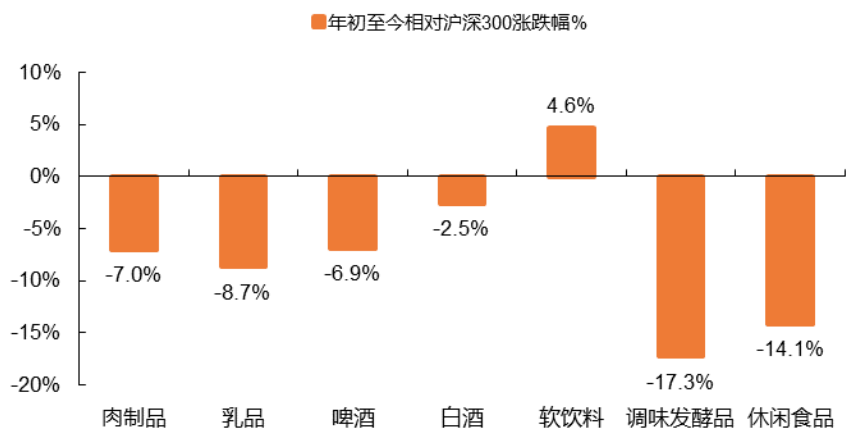


资料来源：Wind，平安证券研究所（注：行情数据截止至23年6月15日，涨幅选用申万一级行业指标的总市值加权平均）

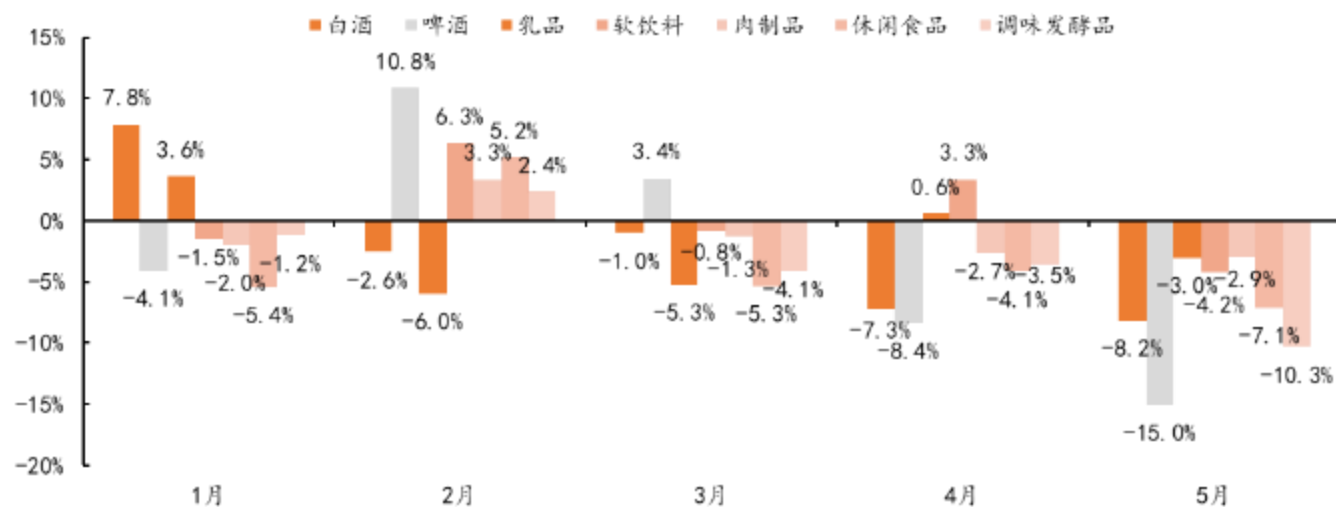
1.1.2 市场回顾：仅软饮跑赢大盘，其余板块表现不佳

- 分子行业来看：除软饮料板块外，子板块股价相对大盘整体下挫。自年初以来（截至6月15日），食品饮料各子版块中只有软饮料表现略领先大盘，跑赢沪深300指数4.6pcts；白酒、啤酒、调味发酵品、乳品、肉制品、休闲食品等子行业板块受经济复苏预期由强转弱、消费需求不及预期等因素影响，股价相对大盘整体下挫，分别跑输沪深300指数2.5pcts/6.9pcts/17.3pcts/8.7pcts/7.0pcts/14.1pcts。整体来看，上半年食品饮料子行业市场表现与大盘表现基本一致，受宏观经济周期影响较大。
- 拆分月份来看：5月市场情绪悲观，子板块估值消化。2023年1月，春节返乡潮下，白酒宴席、聚饮场景恢复，叠加春节旺季动销加速，白酒板块上涨7.8%，跑赢沪深300指数0.48pcts，大众品板块受限于整体消费场景仍在复苏，表现弱于大盘。进入2月后，消费场景回暖趋势明显，啤酒、软饮料、肉制品、休闲食品、调味发酵品板块皆有所回升。2023年3月后，食品饮料整体表现较弱，经济复苏预期由强转弱，宏观经济数据低于预期，尤其是在5月市场悲观情绪持续加码，食品饮料板块随沪深300指数一同下挫，进入估值消化阶段。

各子行业年初至今相对沪深300涨幅



各子行业1-5月分月份涨跌幅

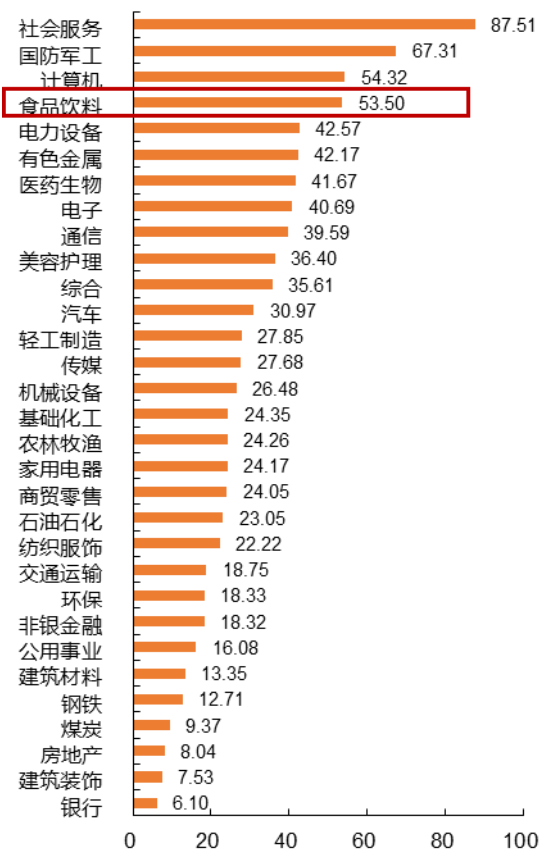


资料来源：Wind，平安证券研究所（注：行情数据截止至23年6月15日，涨幅选用申万行业指标的总市值加权平均）

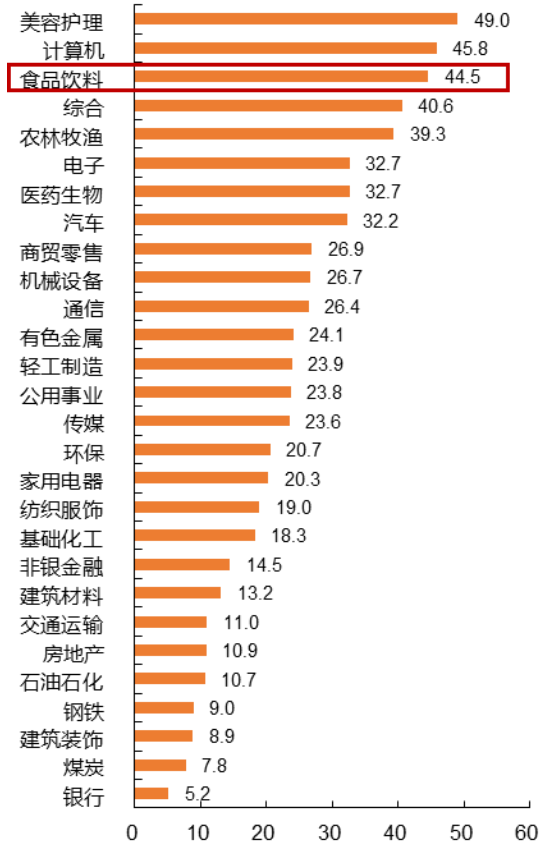
1.2.1 市场回顾：食品饮料指数市盈率持续下行，全行业排名第7位

食品饮料板块市盈率有所下行，但仍处于市场较高水平：食品饮料作为能够穿越周期的行业，具有持续的收入和盈利增长能力，因而市场给予其一定的估值溢价。据iFind一致预期，食品饮料板块（申万）23年预测归母净利润增速为21.32%，未来三年预测的复合增速为19.36%。由于宏观经济承压，消费场景受限，食品饮料板块估值中枢下降，板块PE从21年的44.5x下调到22年的34.8x，据iFind一致预期，23年食品饮料板块的预测PE为26.8x，全行业排名第7位。自2020年以来，食品饮料行业指数市盈率持续下行，但与其他行业相比仍位于相对较高排名。

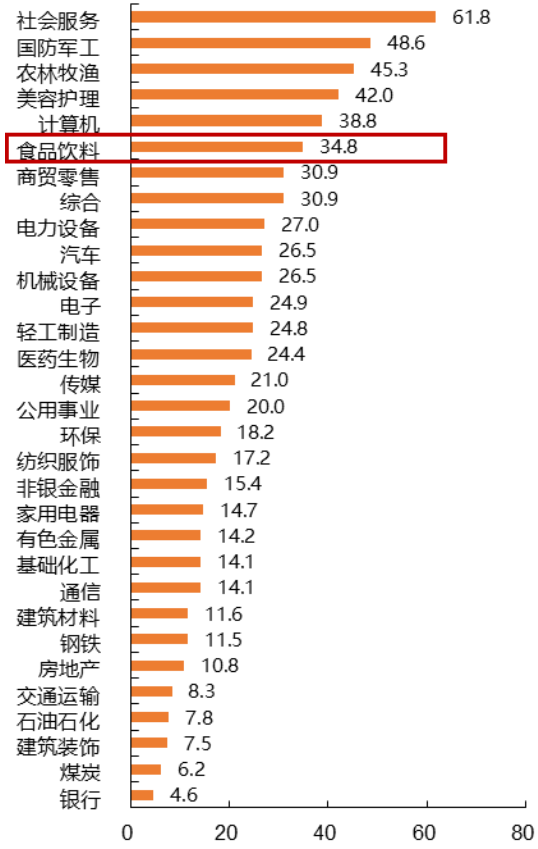
2020年申万行业指数市盈率



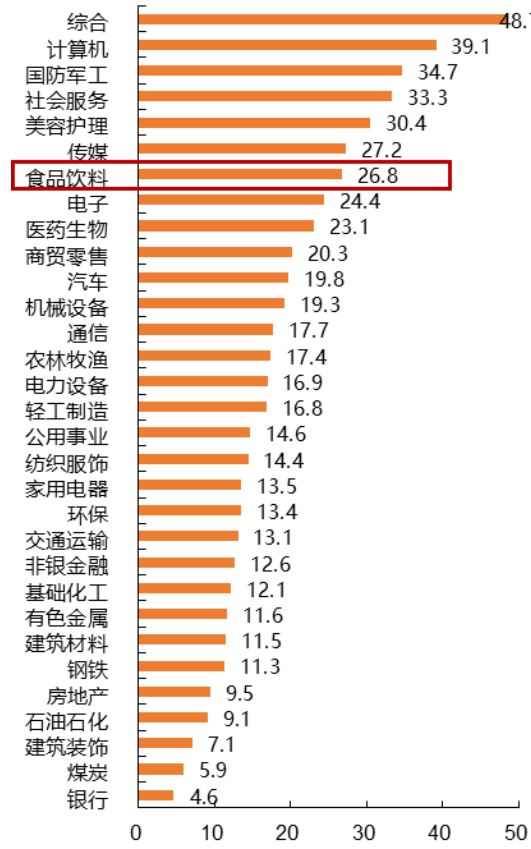
2021年申万行业指数市盈率



2022年申万行业指数市盈率



2023年申万行业指数预测市盈率

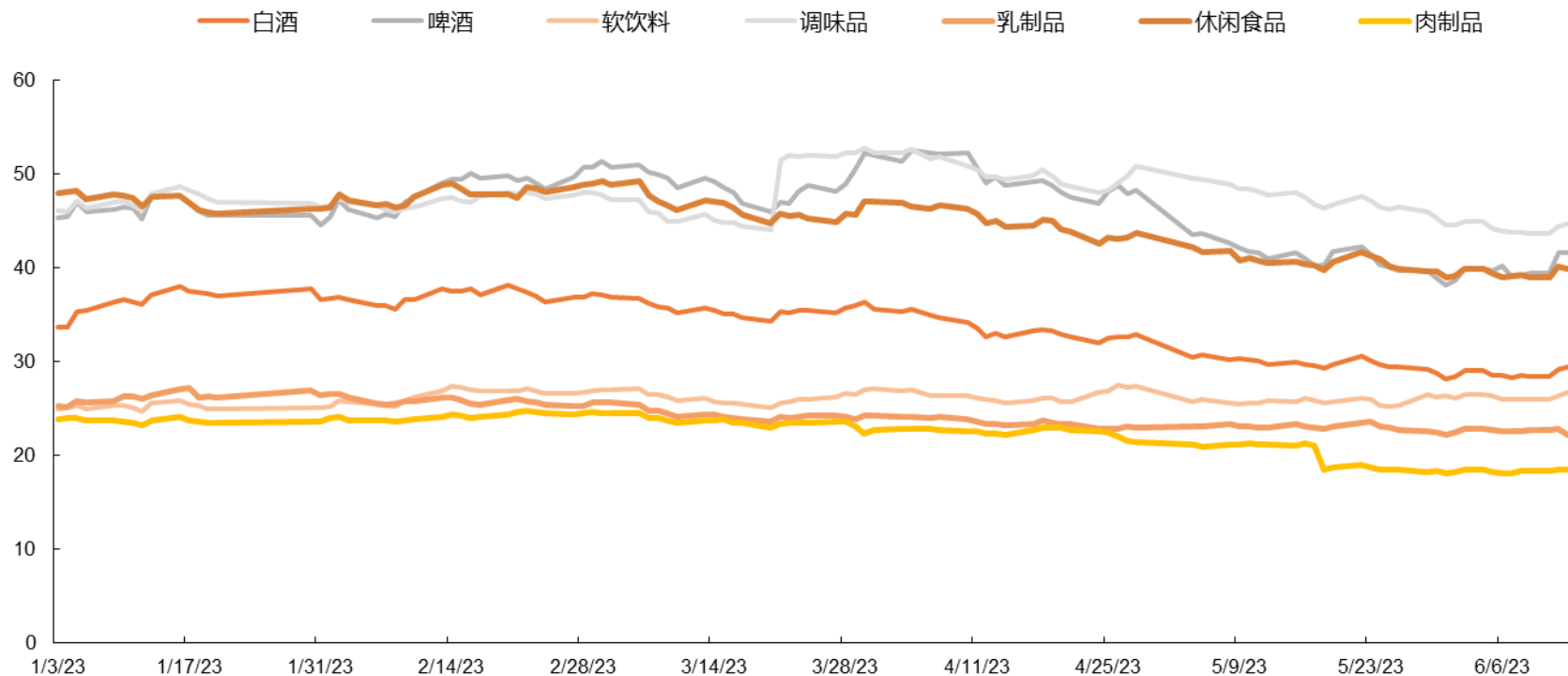


资料来源：iFind，平安证券研究所（指数市盈率剔除负值）

1.2.2 市场回顾：子板块估值表现分化，整体呈现下降趋势

- 子板块估值（PEttm）表现分化，整体呈现下降趋势：**年初食品饮料板块估值处于高位，年报和一季报披露后，整体估值有所消化，截至6月14日，除软饮料PEttm由年初的25x略微上浮至27x，白酒、啤酒、软饮料、调味发酵品、乳品和休闲零食PE（TTM）均较年初有所下降。横向对比来看，截至6月14日，调味品行业估值为45x，高于白酒的30x、啤酒的42x和休闲食品的40x，乳制品和肉制品相对估值水平较低，分别为22x/18x。

2023年以来申万食品饮料指数 PE（TTM）情况

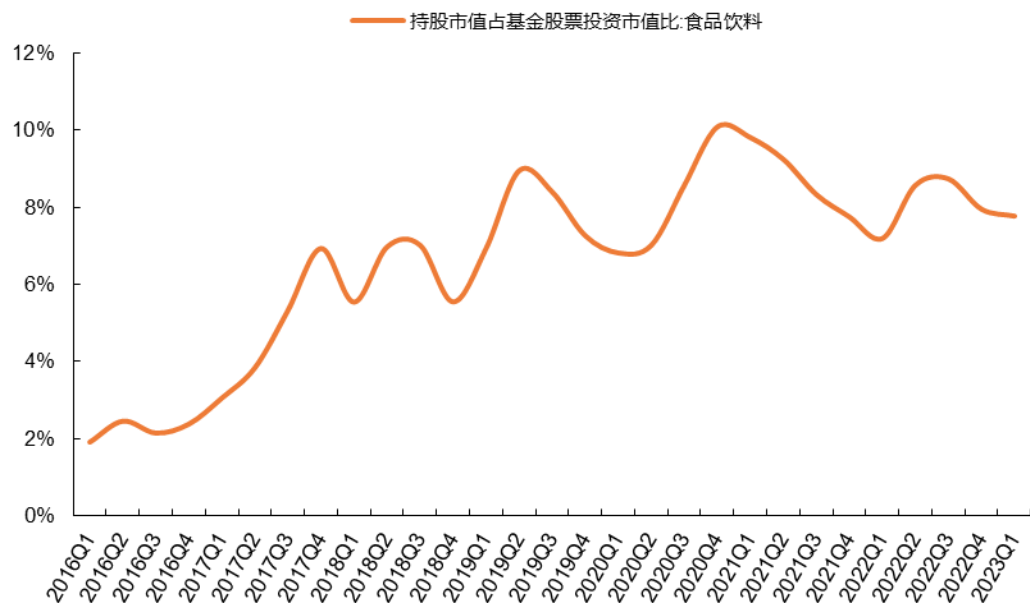


资料来源：Wind，平安证券研究所（注：市盈率数据截止至23年6月14日，选用申万行业指数市盈率指标，预测净利润采用申万行业类指标）

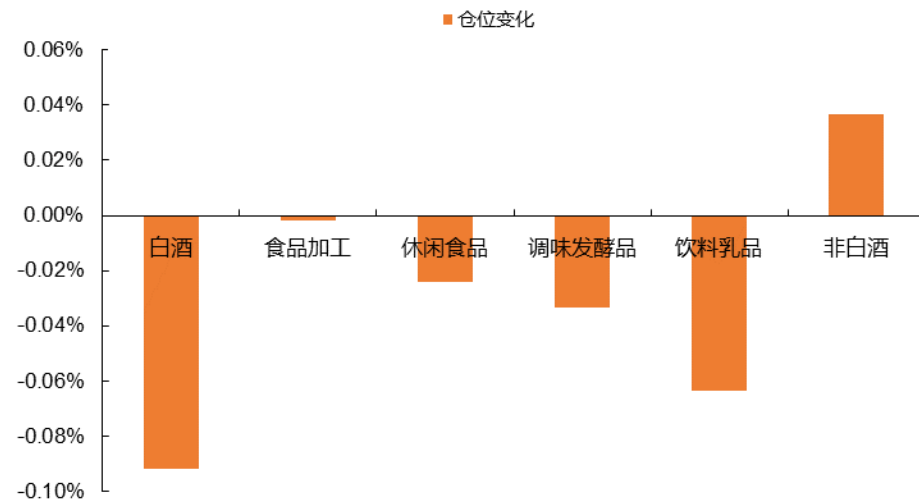
1.3.1 基金持仓：基金重仓持股比例环比回落，仍保持全行业第一

- **食品饮料基金重仓持股比例回落，仍是第一重仓板块：**2023Q1基金食品饮料重仓持股比例7.8%，基金重仓比例保持全行业第一（按申万行业分类），环比下降0.2pcts，同比提升0.6pcts。2022Q3-2023Q1基金重仓比例持续下调。分板块来看，2023Q1白酒重仓持股比例为6.6%，食品重仓持股比例为1.2%。展望未来，伴随经济不确定性因素的改善，白酒动销、业绩验证消费升级逻辑依然持续，食品饮料基金重仓比例有望持续保持相对领先水平。
- **白酒板块重仓持股比例回落，非白酒板块逆势上升：**自22Q4到23Q1，根据申万行业分类，食品饮料除非白酒板块外，均呈现环比下跌的情况，其中白酒板块重仓持股比例环比下跌幅度最大接近0.1pcts。非白酒（即啤酒和其他酒类）板块实现逆势上升，环比上升了0.04pcts。

📍 食品饮料基金重仓持股比例回落



📍 食品饮料子版块22Q4-23Q1基金重仓持股比例变化情况



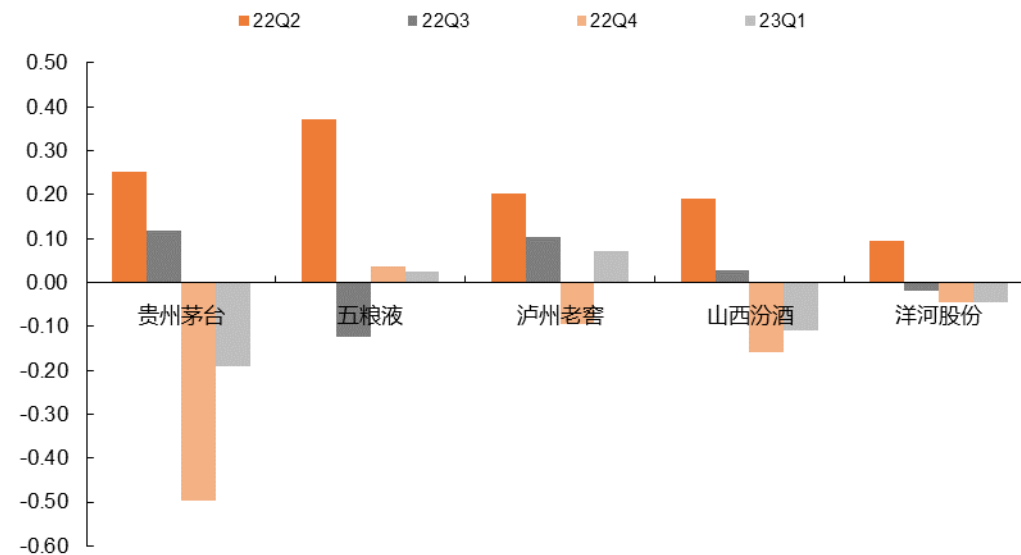
1.3.2 基金持仓：茅五泸仍占据基金重仓前五席位

- 茅五泸稳居基金重仓前五席位，茅台环比有所下滑：**自22Q4到23Q1，前十大基金重仓股中的食品饮料公司标的保持稳定不变，依旧是贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒四家白酒公司。其中贵州茅台连续4个季度稳居基金重仓股第一，23Q1基金投资股票市值比例为2.35%，环比下降0.19pcts。23Q1五粮液、泸州老窖、山西汾酒占基金股票市值比例分别为1.21%、1.14%、0.59%，环比分别+0.02pcts、+0.07pcts、-0.11pcts，位序分别为第3、4、8名。
- 食品饮料前五大基金重仓股表现稳定，均为白酒标的：**23Q1食品饮料基金重仓板块前五标的分别为贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份，白酒企业稳定占据食品饮料前五大重仓标的。

基金重仓板块前十标的占基金股票市值比例 (%)

| | | 23Q1 | 环比 | 22Q4 | |
|----|------|-------|--------|------|-------|
| 1 | 贵州茅台 | 2.35% | -0.19% | 贵州茅台 | 2.54% |
| 2 | 宁德时代 | 1.77% | 0.07% | 宁德时代 | 1.71% |
| 3 | 五粮液 | 1.21% | 0.02% | 五粮液 | 1.18% |
| 4 | 泸州老窖 | 1.14% | 0.07% | 泸州老窖 | 1.07% |
| 5 | 腾讯控股 | 0.96% | 0.22% | 腾讯控股 | 0.73% |
| 6 | 药明康德 | 0.60% | -0.04% | 山西汾酒 | 0.69% |
| 7 | 迈瑞医疗 | 0.60% | -0.05% | 迈瑞医疗 | 0.65% |
| 8 | 山西汾酒 | 0.59% | -0.11% | 药明康德 | 0.65% |
| 9 | 金山办公 | 0.49% | 0.28% | 招商银行 | 0.60% |
| 10 | 阳光电源 | 0.48% | -0.06% | 亿纬锂能 | 0.59% |

食品饮料板块22Q2-23Q1基金持仓前五个股持仓环比变动 (%)





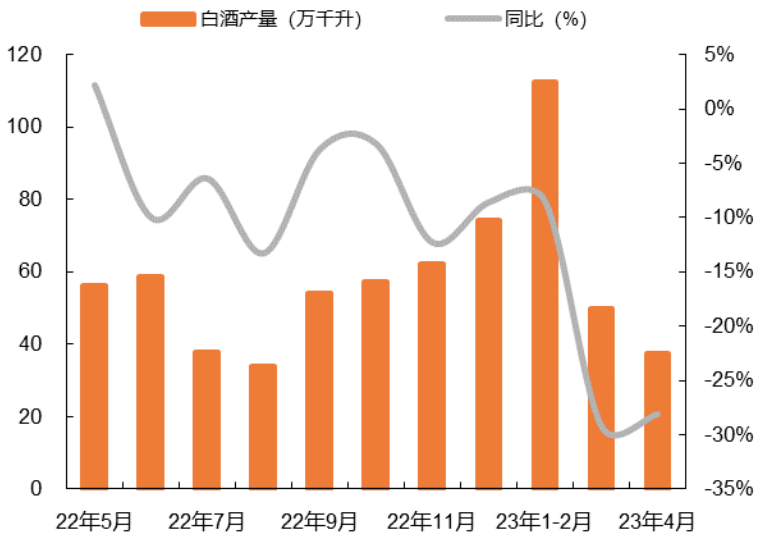
目录 CONTENTS

- 市场回顾：年初至今走势由强转弱，整体低于大盘
- 白酒：板块底部或现，坚守价值主线
- 啤酒：量价齐升，全年维持高景气
- 速冻及烘焙：长期逻辑清晰，看好B端龙头企业
- 乳制品：看好全国性乳企的估值修复，及区域乳企的弹性释放
- 调味品：餐饮渠道修复在途，成本压力缓解
- 投资建议：建议关注需求修复+成本下行+估值优势三条主线

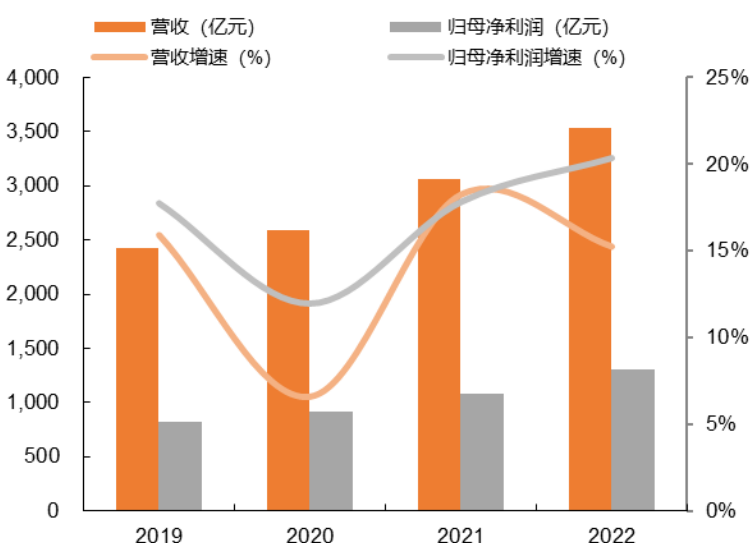
2.1.1 业绩表现：消费场景有所恢复，名企迎来开门红

- **白酒板块量缩价增，营收净利稳中有升：**根据中国酒业协会数据，2022年全国白酒产量达到671.2万千升，同比-5.60%；2023年1-4月，全国白酒产量达到158.1万千升，同比-29.60%。白酒产量收缩的趋势不变，但主要白酒企业仍实现了营收、净利的增长势头，白酒板块全部A股上市公司2022年实现营收3528.87亿元，同比+15.23%；实现归母净利润1305.10亿元，同比+20.33%。
- **23Q1实现开门红，营收净利创下新高：**伴随春节返乡潮正常化，宴席聚饮消费场景逐渐恢复，渠道动销反馈积极，白酒板块顺利实现23Q1开门红，白酒板块全部A股上市公司2023年Q1实现营收1309.45亿元，同比+15.86%；实现归母净利润535.54亿元，同比+19.16%，保持了双位数的高增长态势。虽然23年以来产量同比下降趋势显著，但白酒上市公司营收净利双增，且净利润增长快于营收增长，体现白酒销售向头部集中的趋势，量缩价增仍然是板块现状。

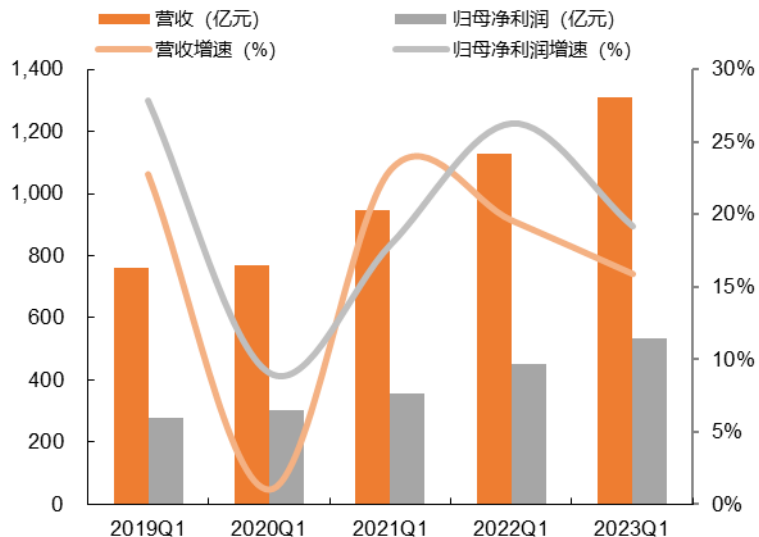
2022-2023年白酒月度产量与增速



2019-2022年全部上市白酒企业营业收入与归母净利润



2019-2023第一季度全部上市白酒企业营业收入与归母净利润

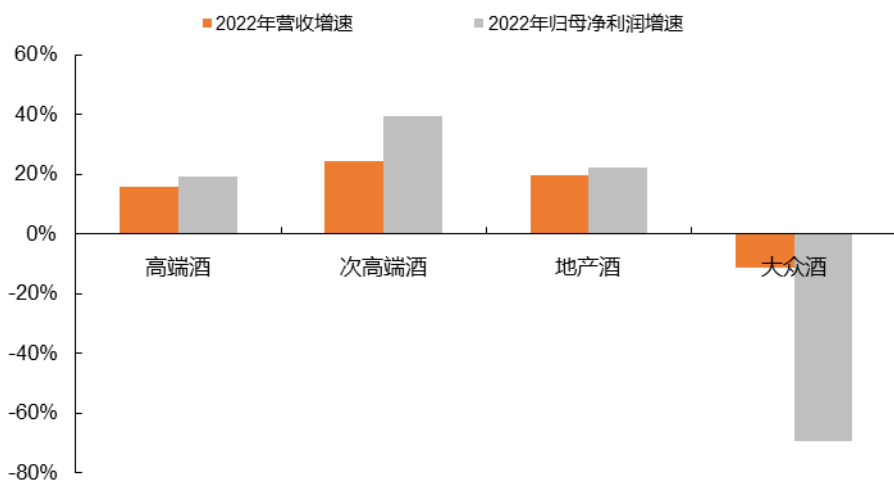


资料来源：Wind，平安证券研究所（“全部上市白酒企业”指A股20家白酒上市企业）

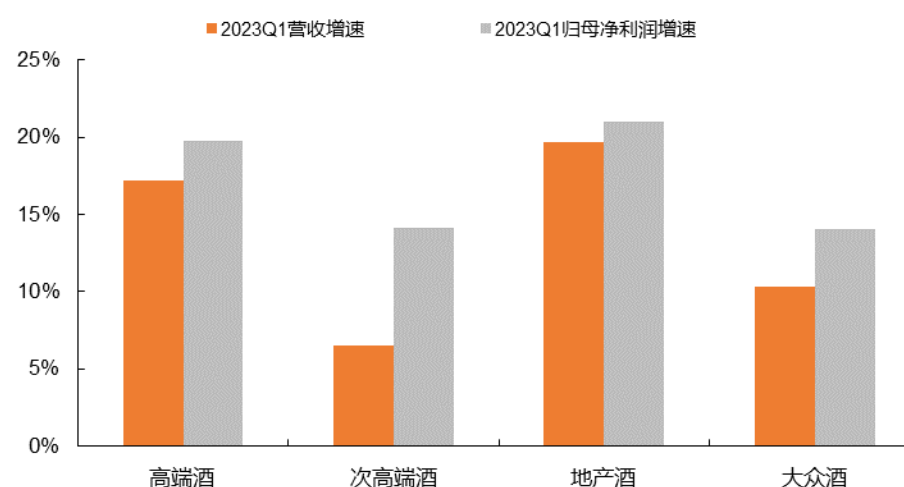
2.1.2 业绩表现：高端酒行稳致远，次高端酒行情分化

- **高端白酒行稳致远，增长持续显现经营韧性。**以茅五泸为代表的高端白酒在22年及23Q1均实现较快增长，高端白酒2022年营收/归母净利润同比+15.62%/+19.07%，23Q1营收/归母净利润同比+17.15%/+19.73%，与白酒板块整体增速基本持平，展现了高端白酒的增长稳定性及经营韧性。其中，茅台22年营收/归母净利润同比+16.87%/+19.55%，23Q1线上渠道i茅台app持续发力，直销占比提升到45.97%；五粮液实现平稳增长，22年营收/归母净利润同比的+11.72%/+14.17%，23Q1营收/归母净利润同比+13.03%/+15.89%，核心大单品普五需求稳固；泸州老窖对高端白酒整体业绩增长拉动作用显著，延续22年营收/归母净利润的高增速，23Q1营收/归母净利润同比+20.57%/+29.10%，结构升级+费用率优化支撑利润端释放。
- **次高端酒高增放缓，业绩分化下静待弹性释放。**次高端白酒在上年高基数下，23Q1增速有所放缓，实现营收/归母净利润平均同比+6.47%/+14.13%，营收与归母净利润增速落后于白酒板块平均水平。其中，山西汾酒业绩表现亮眼，23Q1实现营收/归母净利润同比+20.44%/+29.89%，得益于企业对产品结构和渠道体系的梳理升级。

各价格带酒企2022年营收与归母净利润增速



各价格带酒企2023Q1营收与归母净利润增速



资料来源：Wind，平安证券研究所（高端酒、次高端酒、地产酒及大众酒同比增速通过加总各价位带酒企营收/归母净利润计算）

2.1.3 业绩表现：地产酒景气延续，大众酒势头扭转

➤ **地产酒景气延续，苏皖龙头表现领先。**地产酒整体表现良好，22年营收/归母净利润合计同比+19.61%/+22.32%；23Q1营收/归母净利润合计同比+19.71%/+20.98%，景气度延续。叠加苏皖地区经济发展较快、饮酒基础较好、本土品牌深入人心等因素，省内龙头酒企发展动能十足。同时区域酒企积极调整产品结构、梳理渠道体系，发力全国化，发展势头有望延续。其中徽酒龙头古井贡酒受益于全国化市场打开，23Q1营收/归母净利润分别+24.83%/+42.87%，带动地产酒板块势能向上；今世缘23Q1营收/归母净利润分别+27.26%/+25.20%，延续22年高增趋势；口子窖产品升级成效初显，回归正增长通道，23Q1营收/归母净利润分别+21.35%/+10.37%。

➤ **大众酒势头扭转，顺鑫农业寻回向上动能。**大众酒板块22年由于消费场景受限、消费意愿降低双重负面因素影响，营收/归母净利润皆为负增长，进入23年后发展势头扭转，23Q1营收/归母净利润分别+10.27%/+14.04%。整体仍落后于白酒板块，但伴随消费场景全面复苏，大众酒复苏弹性可期。其中顺鑫农业恢复势头可喜，23Q1营收/归母净利润分别+4.63%/+214.40%，成功扭亏为盈，寻回向上动能。其余大众酒则表现有所分化，复苏逻辑须待后续业绩验证。

各价格带酒企2022年/2023Q1营业收入及业绩表现

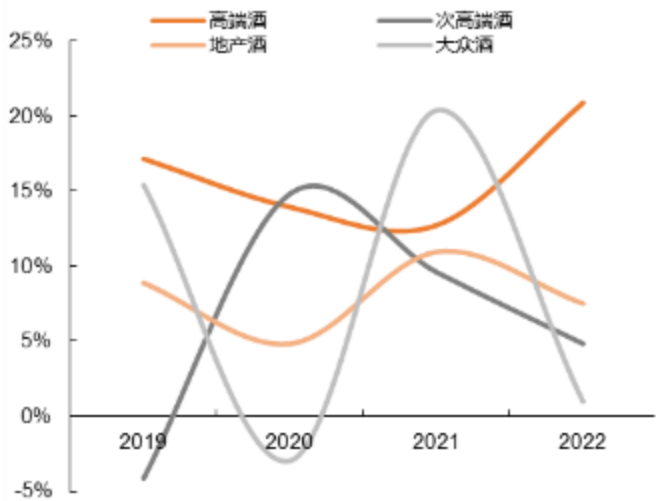
| | 证券简称 | 营业收入：亿元 | | | | 归母净利润：亿元 | | | |
|------|--------|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|------------------|---------------|
| | | 2022年 营收 | 同比 | 2023年Q1 营收 | 同比 | 2022年 归母净利润 | 同比 | 2023年Q1 归母净利润 | 同比 |
| 高端酒 | 贵州茅台 | 1241.00 | 16.87% | 387.56 | 20.00% | 627.16 | 19.55% | 207.95 | 20.59% |
| | 五粮液 | 739.69 | 11.72% | 311.39 | 13.03% | 266.91 | 14.17% | 125.42 | 15.89% |
| | 泸州老窖 | 251.24 | 21.71% | 76.10 | 20.57% | 103.65 | 30.29% | 37.13 | 29.10% |
| | 合计 | 2231.92 | 15.62% | 775.05 | 17.15% | 997.72 | 19.07% | 370.50 | 19.73% |
| 次高端酒 | 山西汾酒 | 262.14 | 31.26% | 126.82 | 20.44% | 80.96 | 52.36% | 48.19 | 29.89% |
| | 舍得酒业 | 60.56 | 21.86% | 20.21 | 7.28% | 16.85 | 35.31% | 5.69 | 7.34% |
| | 酒鬼酒 | 40.50 | 18.63% | 9.65 | -42.87% | 10.49 | 17.38% | 3.00 | -42.38% |
| | 水井坊 | 46.73 | 0.88% | 8.53 | -39.69% | 12.16 | 1.40% | 1.59 | -56.02% |
| | 合计 | 409.93 | 24.27% | 165.21 | 6.47% | 120.46 | 39.23% | 58.48 | 14.13% |
| 地产酒 | 洋河股份 | 301.05 | 18.76% | 150.46 | 15.51% | 93.78 | 24.91% | 57.66 | 15.66% |
| | 今世缘 | 78.85 | 23.09% | 38.02 | 27.26% | 25.03 | 23.34% | 12.55 | 25.20% |
| | 古井贡酒 | 167.13 | 25.95% | 65.84 | 24.83% | 31.43 | 36.78% | 15.70 | 42.87% |
| | 口子窖 | 51.35 | 2.12% | 15.92 | 21.35% | 15.50 | -10.24% | 5.36 | 10.37% |
| | 迎驾贡酒 | 55.05 | 20.29% | 19.16 | 21.60% | 17.05 | 23.38% | 7.00 | 27.17% |
| | 合计 | 653.43 | 19.61% | 289.40 | 19.71% | 182.79 | 22.32% | 98.26 | 20.98% |
| 大众酒 | 顺鑫农业 | 116.78 | -21.46% | 40.88 | 4.63% | -6.73 | -758.08% | 3.28 | 214.40% |
| | 老白干酒 | 46.53 | 15.54% | 10.03 | 10.43% | 7.08 | 81.81% | 1.02 | -61.51% |
| | 伊力特 | 16.23 | -16.24% | 7.40 | 18.53% | 1.65 | -47.10% | 1.48 | 36.97% |
| | 金徽酒 | 20.12 | 12.49% | 8.93 | 26.61% | 2.80 | -13.73% | 1.82 | 10.41% |
| | 金种子酒 | 11.86 | -2.11% | 4.32 | 25.48% | -1.87 | -12.45% | -0.41 | -228.11% |
| 合计 | 211.52 | -11.25% | 71.56 | 10.27% | 2.93 | -69.57% | 7.19 | 14.04% | |

资料来源：Wind，平安证券研究所（高端酒、次高端酒、地产酒及大众酒同比增速通过加总各价位带上市酒企营收/归母净利润计算）

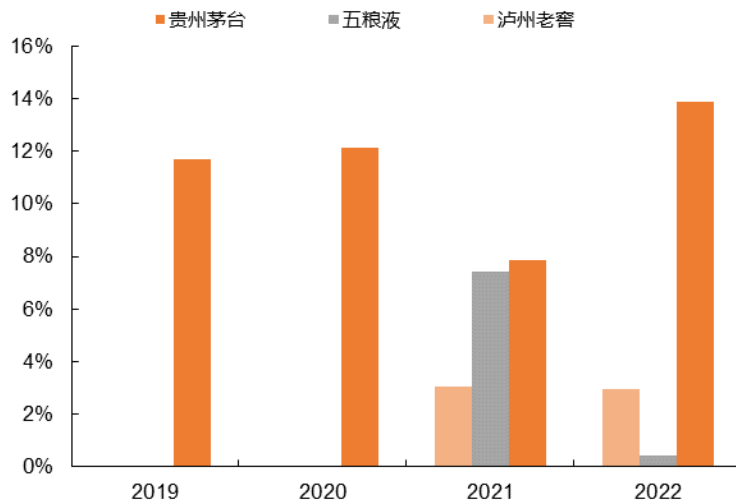
2.1.4 吨价分析：高端酒引领吨价稳步提升

- 吨价稳步提升，长期消费升级：**2020年至今，白酒行业在新冠疫情与经济增长乏力双重影响下，主流酒企吨价仍呈现逐年上涨趋势，彰显了白酒极具韧性的终端需求。分价格带来看，高端白酒吨价涨幅最大，20-22年增长14%/13%/21%，产品结构持续升级，带动行业整体价格上行；次高端白酒增速有所放缓，20-22年增长15%/10%/5%，主要得益于各酒企纷纷布局千元价格带产品，拉升了平均吨价；地产酒以徽酒、苏酒为代表，受益于地方经济景气度提升，价格稳中有升，20-22年增长5%/11%/8%；中端及大众酒22年增速有所放缓，未来在高线光瓶酒渗透提升的带动下，有望延续升级趋势。展望未来，随着经济复苏节奏推进，居民消费潜力释放，白酒消费升级的长期逻辑不会改变。
- 贵州茅台引领吨价稳步提升：**2019年至今，茅台吨价一直稳步提升，预计23年随着茅台直销占比提升、产品结构完善，茅台酒仍将延续量价齐升，茅台酒吨价作为行业提价风向标，其稳步向上的态势进一步验证了消费升级逻辑，对于白酒带的上移扩容起到了重要的推动作用。

2019-2022年分价格带吨价变动情况



2019-2022年高端酒吨价变动情况



2020-2022年主要上市酒企吨价情况 (万元/吨)

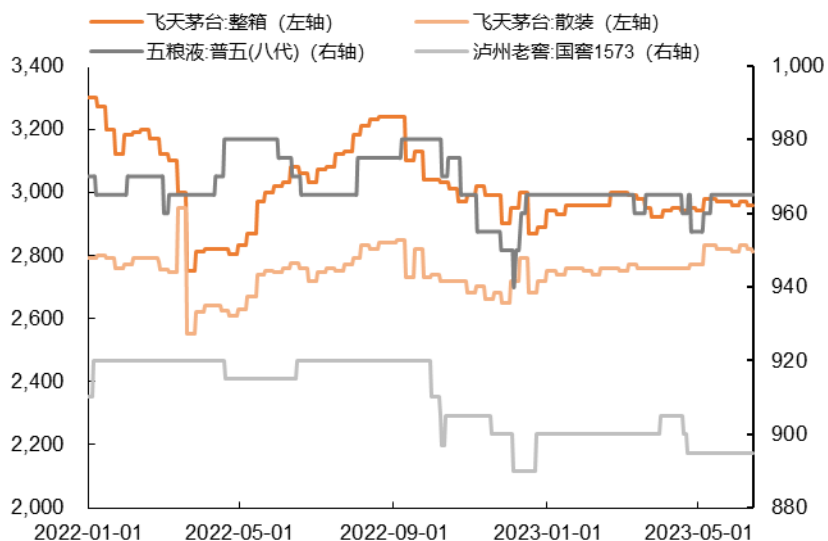
| 价格带 | 证券简称 | 2020 | 2021 | 2021同比 | 2022 | 2022同比 |
|--------|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 高端 | 贵州茅台 | 148.18 | 159.83 | 7.9% | 182.03 | 13.9% |
| | 五粮液 | 156.58 | 168.17 | 7.4% | 168.87 | 0.4% |
| | 泸州老窖 | 56.21 | 57.92 | 3.0% | 59.62 | 2.9% |
| | 平均值 | 120.32 | 128.64 | 6.9% | 136.84 | 6.4% |
| 次高端 | 山西汾酒 | 11.49 | 13.20 | 14.9% | 14.81 | 12.2% |
| | 舍得酒业 | 17.25 | 12.70 | -26.4% | 14.63 | 15.3% |
| | 酒鬼酒 | 20.05 | 27.48 | 37.1% | 27.16 | -1.2% |
| | 水井坊 | 38.24 | 41.98 | 9.8% | 43.36 | 3.3% |
| | 平均值 | 21.75 | 23.84 | 9.6% | 24.99 | 4.8% |
| 地产酒 | 洋河股份 | 13.55 | 13.78 | 1.7% | 15.41 | 11.9% |
| | 今世缘 | 16.12 | 20.02 | 24.2% | 20.24 | 1.1% |
| | 古井贡酒 | 11.84 | 13.13 | 10.9% | 14.57 | 11.0% |
| | 口子窖 | 13.43 | 14.39 | 7.2% | 15.16 | 5.3% |
| | 迎驾贡酒 | 8.41 | 8.96 | 6.5% | 10.18 | 13.7% |
| | 平均值 | 12.67 | 14.06 | 10.9% | 15.11 | 7.5% |
| 中端及大众酒 | 顺鑫农业 | 2.25 | 2.27 | 0.9% | 2.36 | 3.9% |
| | 老白干 | 10.87 | 13.60 | 25.2% | 15.88 | 16.7% |
| | 金种子酒 | 10.05 | 13.57 | 35.0% | 11.62 | -13.3% |
| | 金徽酒 | 11.38 | 12.97 | 14.0% | 14.33 | 10.5% |
| | 伊力特 | 9.17 | 10.20 | 11.3% | 8.94 | -12.4% |
| | 平均值 | 8.74 | 10.52 | 20.4% | 10.63 | 1.0% |

资料来源：Wind，公司财报，平安证券研究所
 (由于五粮液、泸州老窖产品线价格差异过大，本页图表采用中高端酒吨价计算)

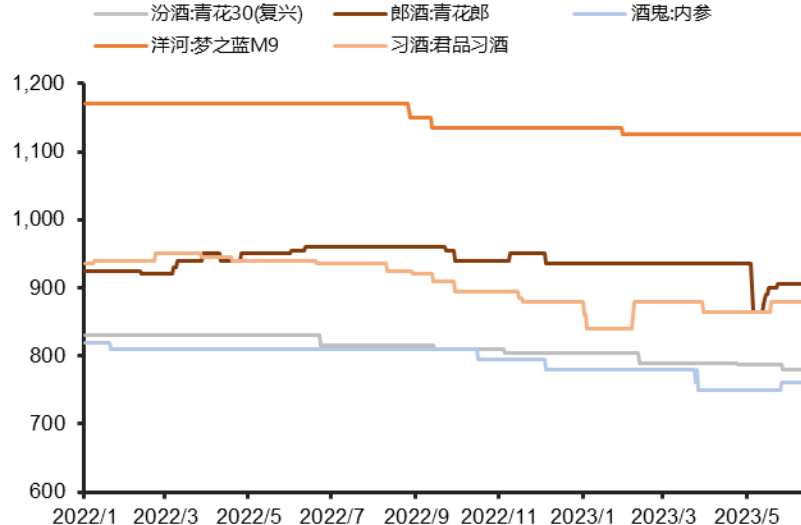
2.1.5 批价分析：消费需求疲软，批价上涨乏力

- 高端价格带短期降速，长期依旧维持扩容态势：**受消费需求疲软影响，除了飞天茅台外，其他千元及以上产品批价有所承压。五粮液2022年以来坚决贯彻挺价战略，八代普五价格维持在970元左右，国窖1573同样坚持控货挺价，批价维持在920元左右；进入2023年，受厂商开门红打款、经销商去库存回款影响，批价分别有所回落。整体来看，五粮液作为千元价格带标杆产品未能实现批价破千，使得其余产品提价受阻，800-1000元价格带主力产品青花30、习酒、酒鬼内参、青花郎批价都有所下行。但长期来看，我们认为消费升级趋势仍将延续，未来千元价格带仍将进一步扩容，打开次高端天花板。
- 次高端价位带潜力足：**300-600元的次高端价格带主要玩家为次高端酒企与地产酒企，消费场景以商务及宴席为主，承接了中端及大众酒向上升级的需求和部分高端价位带消费降级的需求。2023年，该价格带批价主力产品也出现了不同程度的下行。我们认为次高端价格带单品将持续受益于行业集中度提升、中端酒消费升级以及短期高端消费下探，有望成为未来最大机会点，发展潜力十足。

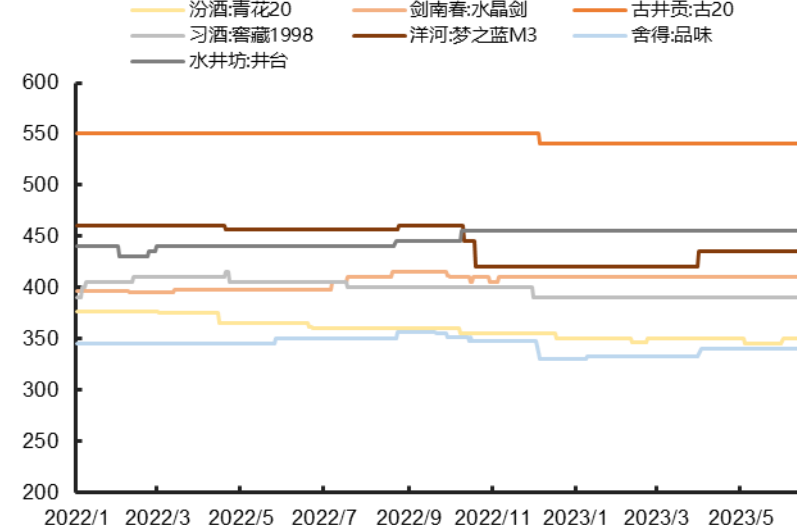
● 茅五泸核心产品批价走势（元/瓶）



● 千元价格带产品批价走势（元/瓶）



● 500元价格带产品批价走势（元/瓶）

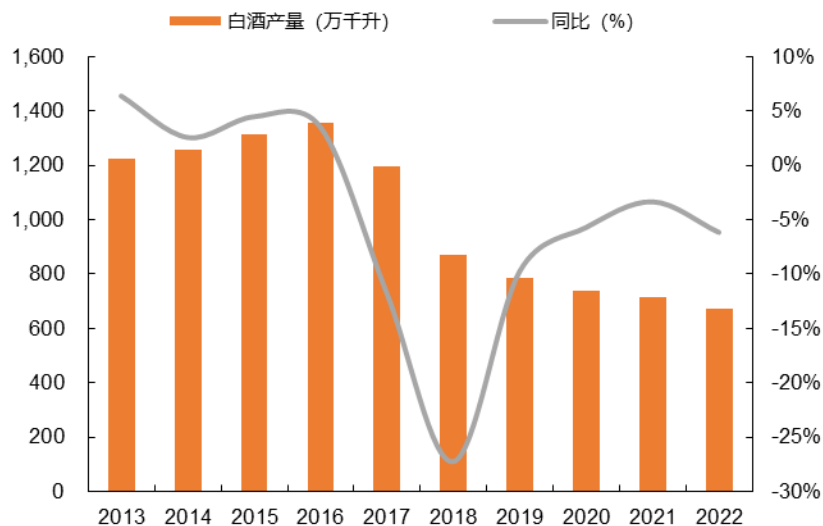


资料来源：Wind，平安证券研究所

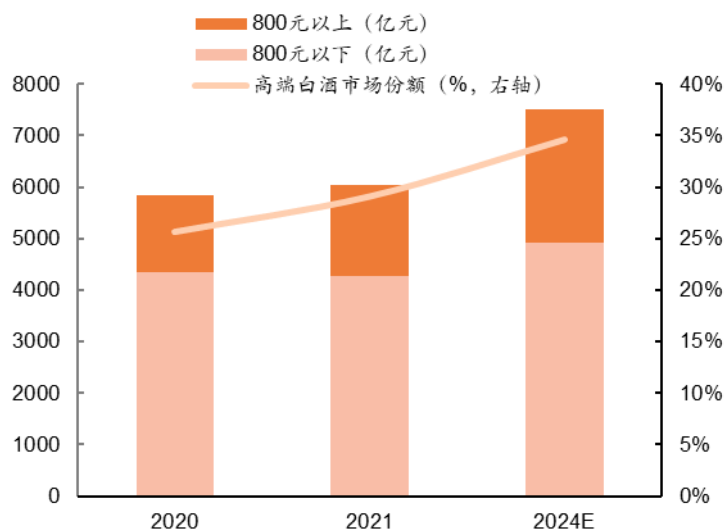
2.2.1 高端白酒：抗风险能力强，长期向好趋势不变

- **高端白酒增长稳健，吨价提升助推营收增势。** 高端白酒消费场景以高端商务宴请及送礼消费为主，需求具备刚性，在动销刺激下，高端白酒批价仍保持稳定，近期更是呈现批价缓慢上升的态势。2022年贵州茅台整体吨价达到182.03万元，同比增长13.89%；五粮液中高端酒吨价达到168.87万元，同比增长0.41%；泸州老窖中高端酒吨价达到59.62万元，同比增长2.94%，吨价持续提升。2023年第一季度高端白酒板块实现总营收775.05亿元，同比增长17.15%，实现归母净利润370.50亿元，同比增长19.73%。其中贵州茅台/五粮液/泸州老窖一季度营收分别同比增长20.00%/13.03%/20.57%，归母净利润分别同比增长20.59%/15.89%/29.10%，维持稳健增长态势。
- **经销商优先打款名优酒企，行业马太效应加剧。** 在宏观经济压力下，与前些年经销商青睐高利润的小品牌白酒不同，当前经销商更倾向于优先打款具备强品牌力支撑的名优酒企，高流通、高周转的特质保障了经销商的经营现金流。同时，头部酒企具有更加成熟的运营能力及抗风险能力，能够通过及时高效的运营策略调整，将短期波动对企业的冲击降到最低。头部企业品牌力、产品力、渠道力全面领先，亦能够为企业业绩提供保障，在不确定性的市场环境下提供增长确定性。因此，我们认为高端白酒的长期向好趋势不改。

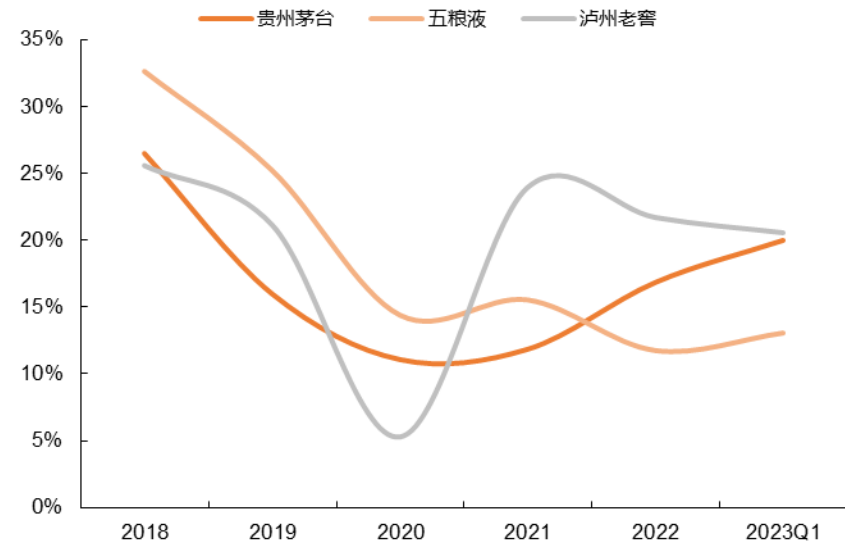
2013-2022年白酒产量及同比



高端白酒市场规模及占比



2019-2023Q1 茅五泸营收增速

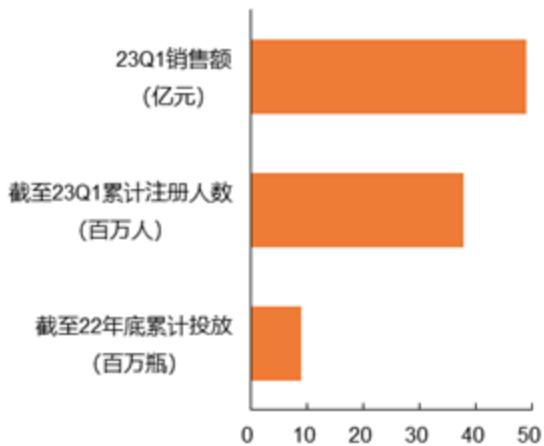


资料来源：Wind，平安证券研究所

2.2.2 龙头企业：量稳价升，确定性强

- 茅台：龙头地位稳固，23Q1业绩实现开门红。**公司积极推进多项改革措施，持续推动i茅台线上平台的建设，提升直营占比，提高盈利能力；精简系列酒产品，推出茅台1935扩宽系列酒千元价格带，优化产品结构，营收规模实现稳步提升。公司23Q1营收/归母净利润同比+20.00%/+20.59%，延续了2022年的高增态势，全年计划正稳步推行。从渠道角度来看，23Q1茅台直销渠道收入同比+63.56%至178.07亿元，主要得益于i茅台的亮眼表现。截止23Q1公司合同负债83.3亿元，同比基本持平，经营业绩稳健。经销商飞天配额保持平稳，精品、年份酒等非标产品通过i茅台线上平台投放力度加大，产品结构叠加渠道改革下利润继续快于收入。
- 五粮液：核心单品彰显品牌价值，盈利能力提升。**公司持续优化产品体系。五粮液产品上，第八代五粮液千元价格带核心地位持续巩固，经典五粮液发力2000元+白酒市场，其文化定制产品研发渐成体系，持续以高品质美酒满足消费者的品质需求。公司渠道布局显著优化，传统经销模式与直销模式相结合。目前，公司传统经销渠道、直销团购渠道、创新渠道分工明确、互为补充，渠道布局显著优化，直销渠道占比持续提升，数字化进程持续推进。
- 泸州老窖：核心单品持续聚焦，发展动能持续释放。**泸州老窖近年来均实现了较高增长，23Q1实现营业收入76.10亿元，同比增长20.57%；归母净利润37.13亿元，同比增长29.10%。从产品体系看，公司坚持“国窖”和“泸州老窖”双品牌运作，品牌矩阵日臻完善，中高档白酒在公司战略支撑下，整体毛利率保持在合理区间。在渠道上，公司深耕西南、华北等优势市场，布局渠道下沉，积极推进华东、华南等潜力市场招商进度，全国化进程稳步推进，发展动能有望得到释放。

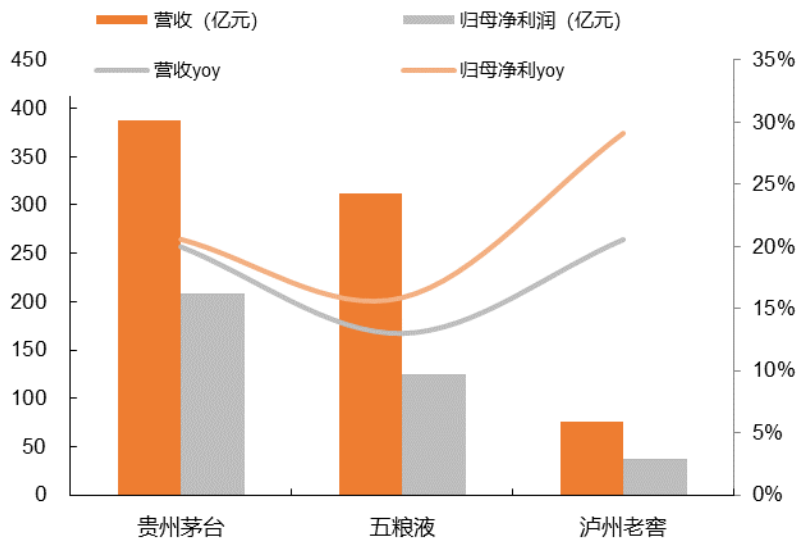
i茅台销售表现



i茅台平台产品矩阵

| 销售方式 | 产品 | 零售价 (元/瓶) |
|------|------------------------|-----------|
| 线上销售 | 飞天 53%vol 100ml茅台酒 | 399 |
| | 飞天 43%vol 500ml 茅台酒 | 1099 |
| | 43%vol 500ml 茅台酒(喜宴·红) | 1099 |
| | 茅台王子酒 (金王子) | 338 |
| 申购 | 茅台迎宾酒 (紫) | 218 |
| | 500ml 茅台酒 (彩釉珍品) | 4599 |
| | 500ml 茅台酒 (壬寅虎年) | 2499 |
| | 375ml * 2 茅台酒 (壬寅虎年) | 3599 |
| | 500ml 茅台 1935 | 1188 |

2023Q1茅五泸业绩表现

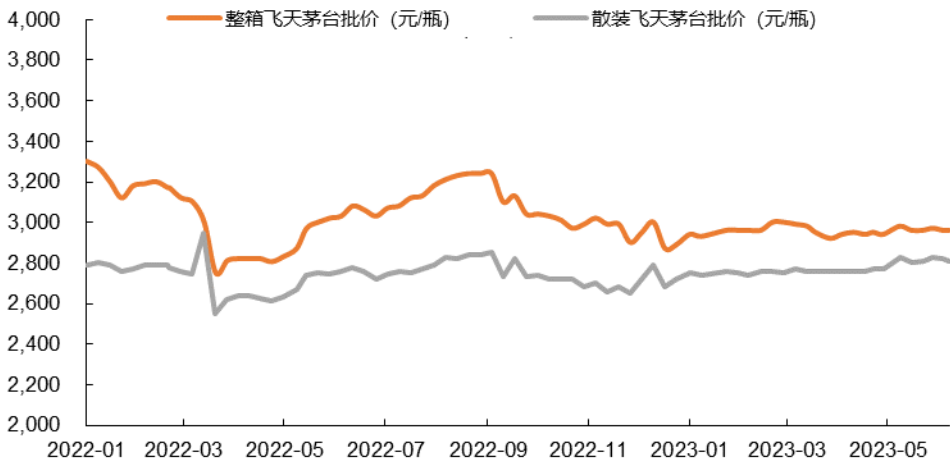


资料来源：Wind，平安证券研究所

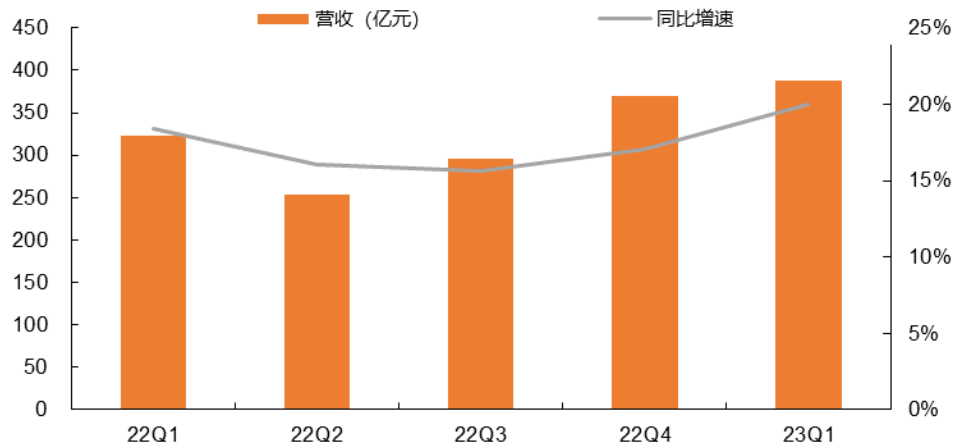
2.2.3 贵州茅台：批价稳定，直营渠道表现亮眼

- **经历两轮回调，全年价盘相对稳定：**2022年至今，飞天茅台价盘相对稳定，但也出现了两次回调。第一轮回调为3月份，全国疫情多发下消费场景缺失影响，叠加“i茅台”平台上线引发市场对于茅台供给增加的担忧，飞天茅台批价短期下滑至散瓶2,550元，整箱2,750元，但随着“i茅台”不供应飞天的靴子落地，5月茅台批价回升。第二轮回调是在22年中秋国庆双节期间，主要由于发货量加大，批价短期下调，散瓶自2850下滑到2650元，整箱自3240元下滑到2900元。进入23年，伴随管控放开，消费场景恢复，公司主动调整发货节奏稳定批价，飞天茅台批价企稳回升。短期看，消费复苏不及预期，茅台批价回升幅度承压；长期来看，得益于茅台的高品牌壁垒和强抗风险能力，茅台批价稳中有升，表明终端需求仍具有较强支撑力。
- **逆周期增长稳健，行业景气度不改：**2022-2023年Q1，茅台分别实现单季度营业收入322.96/253.21/295.43/369.40/387.56亿元，同比增长18.4%/16.1%/15.6%/17.1%/20.0%，在消费场景受限叠加经济下行的背景下依旧维持了15%以上的高增速，凸显了行业龙头的经营韧性。产品端，普茅需求坚挺、系列酒发展加速、非标产品投放增加，带动整体吨价进一步上涨；渠道端，直营占比持续上升，专卖店建设日趋完善，“i茅台”平台自上线以来表现亮眼，用户数已突破3712万人，持续释放积极信号。

2022-2023年飞天茅台批价走势



贵州茅台2022-2023年各季度营业收入与同比变化

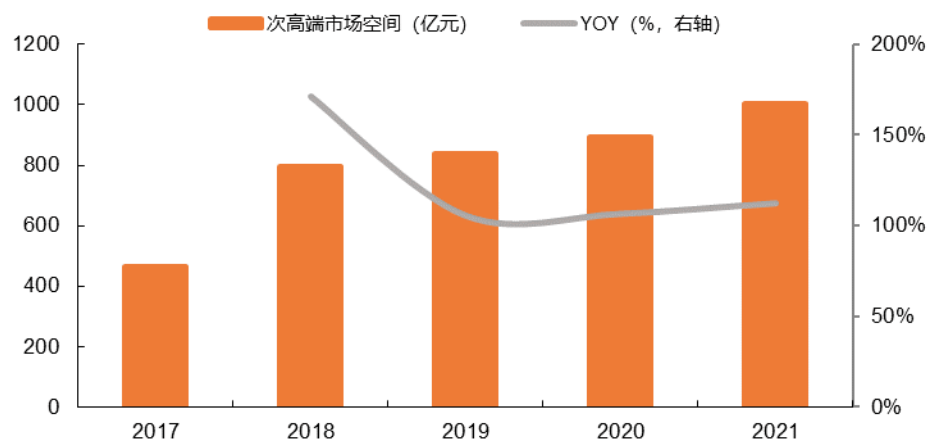


资料来源：Wind，平安证券研究所

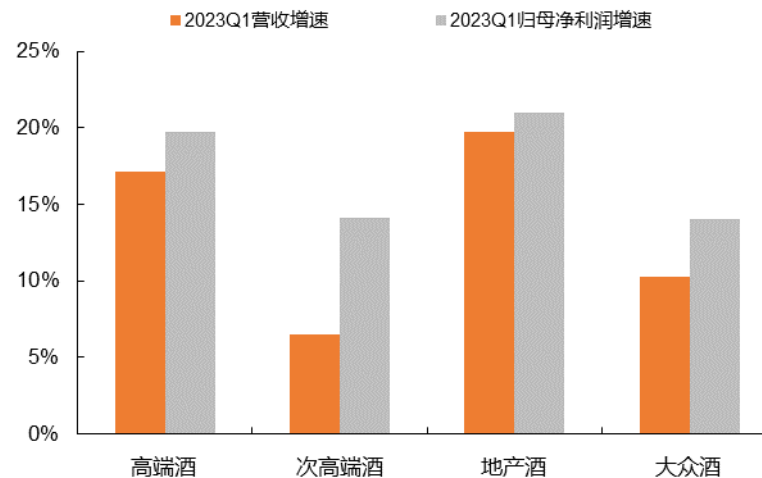
2.3 次高端白酒：复苏乏力有所承压，个股表现分化

- **行业具备高弹性，经济承压下等待恢复。**2022年次高端白酒实现了高速增长，营收同比增长24.27%，增速领先白酒板块；2023年一季度，个股表现走出分化，整体营收增速放缓，仅增长6.47%，落后于其他细分市场增速。反观历史行情，次高端白酒弹性较高、波动较大，经济好转时有望迎来更大增长斜率。从行业来看，未来次高端依旧是扩容最为确定的价格带，目前我国次高端市场逐渐形成了全国性区域龙头和地产名酒抗衡的局面，消费升级带来的价格带上移成为次高端市场发展的主要推动力，具有核心竞争力的次高端龙头将在行业集中度提升中享受升级红利。但当前经济复苏不及预期，次高端有所承压，静待需求企稳，启动板块复苏行情。
- **汾酒：优质标的独具动能，全年持续向上可期。**2023Q1实现营业收入126.82亿元，同比增长20.44%；归母净利润48.19亿元，同比增长29.89%，对次高端酒板块增速起到推动作用。汾酒作为清香龙头，在一众酱香浓香酒企中实现了差异化突围，公司对于产品体系梳理成效显著，青花系列延续了高增态势，带动产品结构持续优化，巴拿马系列持续深耕环山西市场，献礼版玻汾积极铺市，产品提价趋势明显，杏花村系列、竹叶青系列获得长足发展，彰显汾酒品牌复苏趋势。产品高端化策略助力品牌地位提升及圈层拓展，分化行情中有望走出向上曲线。
- **舍得：行稳致远，场景复苏助力库存消化。**2023年Q1公司实现营业收入20.21亿元，同比增加7.28%；实现归母净利润5.69亿元，同比增加7.34%。4月9日春糖会期间，公司推出了千元价位段战略新品“藏品·舍得10年”，将从品牌推广、运营模式、营销支持等三大维度发力，助力产品快速破局高端白酒市场。我们认为，舍得作为次高端名酒将充分受益消费场景复苏，终端库存持续出清，叠加五一、端午动销活动，短期内公司业绩具备向上弹性。

次高端白酒市场空间及增速



各价格带酒企23Q1营收与归母净利润增速

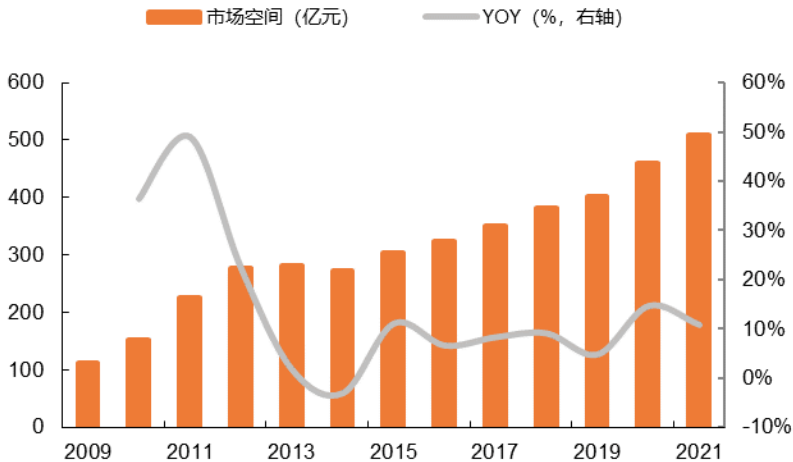


资料来源：Wind，平安证券研究所

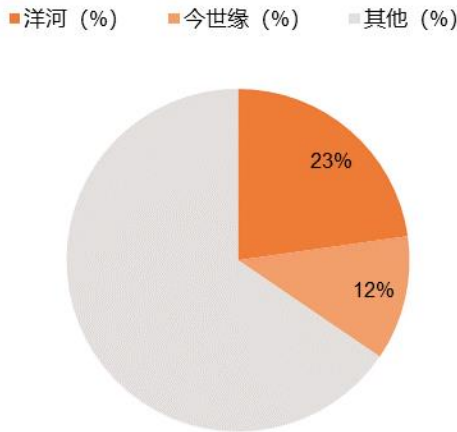
2.4.1 区域龙头：苏酒消费升级助扩容，并蒂花开齐发展

- **苏酒：消费升级助力扩容，消费基础坚实。**江苏省经济发展位居全国前列，2021年常住人口达8505.4万人，全省GDP达11.6万亿元，排名全国第二，强劲经济实力与人口总量为白酒市场奠定坚实消费基础。2021年，江苏白酒产量21.32万千升，位居全国第九，市场空间超500亿，仅次于河南省。作为白酒产销大省，省内白酒消费氛围浓厚且宴请场景较多，人群消费偏好以次高端低度酒为主，市场主流价格带领先全国平均水平，300-600元次高端价格带销售占比超40%。省内高端价位由全国化高端白酒主导，次高端价位由省内龙头洋河与今世缘主导。2021年洋河省内收入116亿元，今世缘省内收入60亿元，两强合计已占据21年省内白酒市场35%的市场份额。
- **洋河股份：改革红利持续释放，盈利能力稳步提升。**受益于企业改革，2023Q1实现营业收入150.46亿元，同比增长15.51%；归母净利润57.66亿元，同比增长15.66%。从营收结构看，2022年公司中高档酒营收占比进一步提升至88.91%，目前梦6+省内布局基本完成，重点布局省外市场，22年省外市场占比超过50%，相比21年提高2.13%，省外增长势能已现。随着消费场景的复苏、江苏白酒消费持续升级以及洋河全国化战略布局深入，公司进入了改革势能持续释放的阶段，我们看好洋河未来的发展能力。

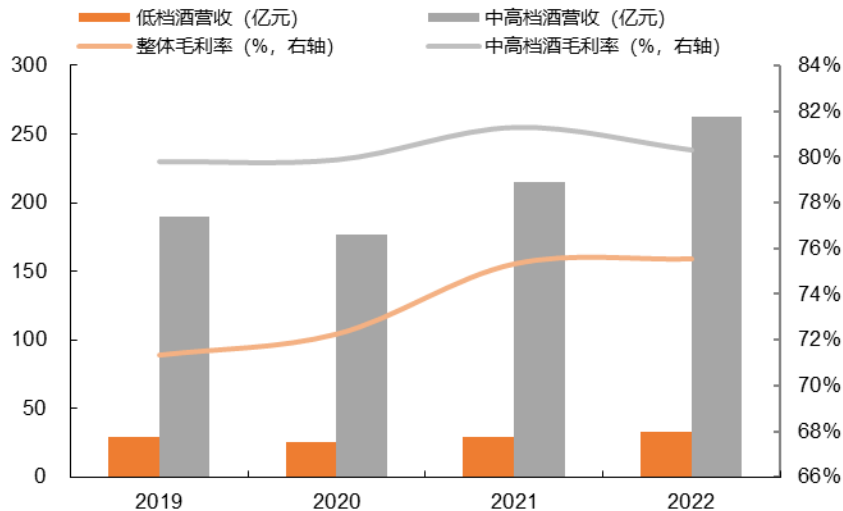
📍 苏酒市场空间及增速



📍 苏酒市场省内次高端龙头市场份额



📍 2019-2022年洋河中高档酒营收及毛利率

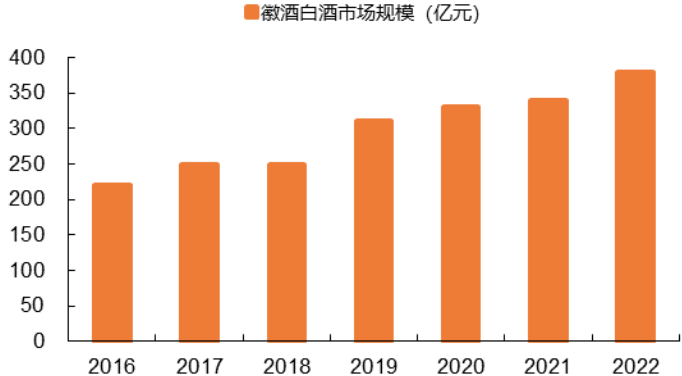


资料来源：Wind，平安证券研究所

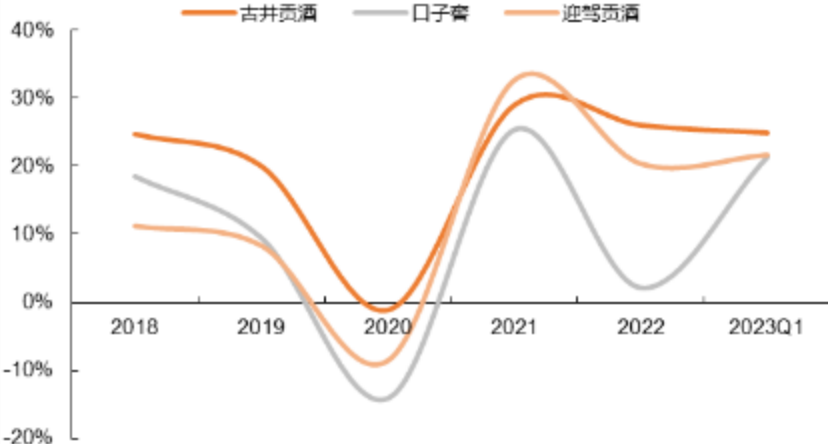
2.4.2 区域龙头：徽酒市场前景可观，龙头引领消费升级

- **徽酒：消费市场前景可观，全省动销强劲。**安徽作为历史白酒强省，人均饮酒量位居全国第三，2022年徽酒市场空间达380亿；2021年消费需求以中端价位带（100-300元）为主，占比约34%，次高端与高端价位带（300元以上）合计占比33%，在消费升级驱动下，预计2024年省内次高端与高端价位带市场占比将达47%。安徽省内白酒行业壁垒较高，形成了由古井贡为首、迎驾贡酒和口子窖随后的一超二强局面，三者市场份额合计占比超过7成，且增速均表现强劲。2023年春节返乡潮带动宴席消费扩容，并入长三角经济区消费动能充足，多方因素作用下，徽酒全价位动销强劲，各价格带均实现稳健业绩。
- **古井贡酒：确定性成长性兼备，引领省内消费升级。**2023Q1，公司实现营收65.84亿元，同比增长24.83%，归母净利润实现15.70亿元，同比增长42.87%。受益于返乡人数较多和春节消费场景修复，公司一季度动销表现旺盛，顺利实现开门红，营收、净利润皆高增，带动板块势能向上。目前公司省内市场稳扎稳打，省外市场有序推进，整体库存维持在良性水平，各项指标优秀行业领先，未来业绩弹性有望持续释放。

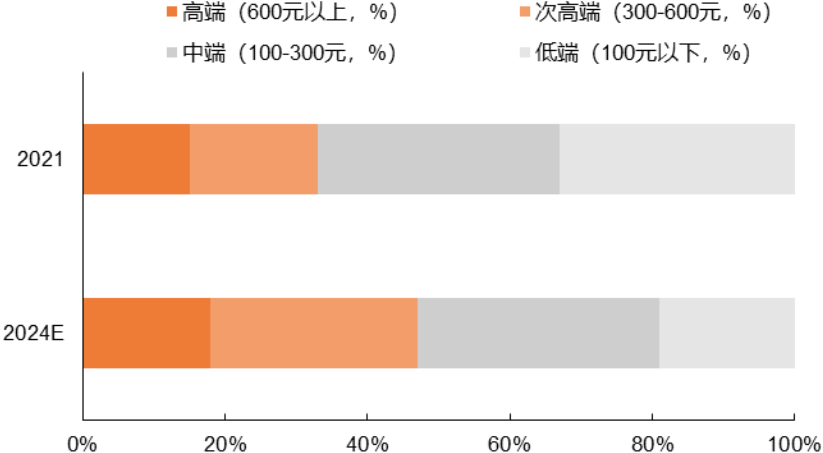
徽酒市场空间



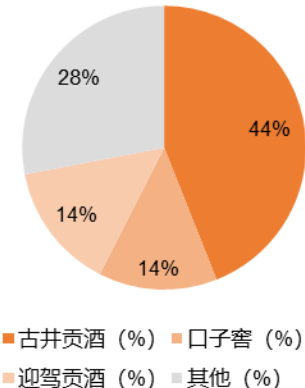
2018-2023Q1徽酒龙头营收增速



徽酒各价格带细分市场占比



2022年徽酒市场省内龙头市场份额

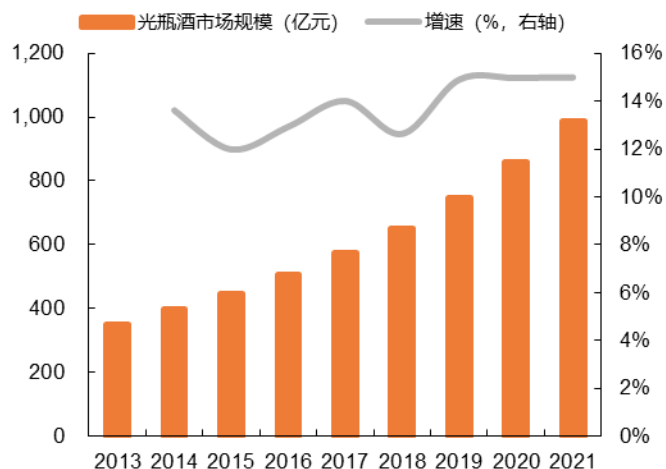


资料来源：Wind，平安证券研究所

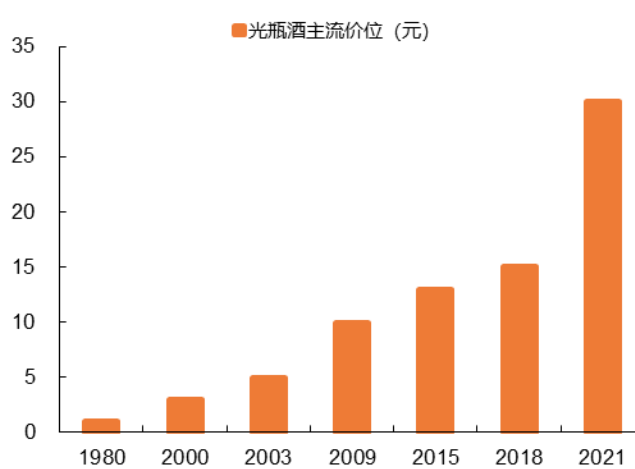
2.5 大众酒：国民消费新趋势，有望打造白酒新蓝海赛道

- **性价比优势凸显，规模持续扩容。** 在整体经济下行的背景下，消费者逐渐回归理性，更加注重产品性价比，大众酒凭借较高性价比成为了新的消费趋势。相比于低端盒装酒，光瓶酒省去了外包装，且大单品均具有品牌背书，顺应了当下大众人群的白酒消费趋势。2019年起，光瓶酒市场规模加速扩张，根据中国酒业协会数据，截至2021年光瓶酒市场规模为988亿元，2019年-2021年CAGR为15%，未来光瓶酒千亿市场值得期待。
- **白酒“新国标”落地，光瓶酒顺势升级：** 2022年6月1日，白酒“新国标”正式实施，对白酒原料界定进行了更新。新国标提升了液态法白酒原料门槛，明确限制原料范围为“粮谷”；同时，添加食品添加剂的酒被单独列为调香白酒，属于配制酒而不再属于白酒。根据“新国标”分类，低线光瓶酒多为调香白酒，酒企为顺应新规定，纷纷对光瓶酒升级换代，产品品质与价格同步提升，已经从20元/瓶以下上升至30元/瓶。我们预计在光瓶酒重回消费者视线的背景之下，光瓶酒有望持续升级，高线光瓶酒或将成为未来最具潜力的子赛道。
- **顺鑫农业：新旧产品齐发力，京内京外同推进。** 进入2023年一季度，伴随消费场景全面复苏及消费意愿回归正常，顺鑫农业扭亏为盈，实现营业收入40.88亿元，同比增长4.63%，实现归母净利润3.28亿元，同比增长214.40%。凭借高品质与高性价比，有望进一步提升渠道推力，拉动公司业绩增长。渠道端，公司坚持全国化战略不动摇，积极开拓京外市场，外埠收入占比持续提升，初步实现泛全国化布局。

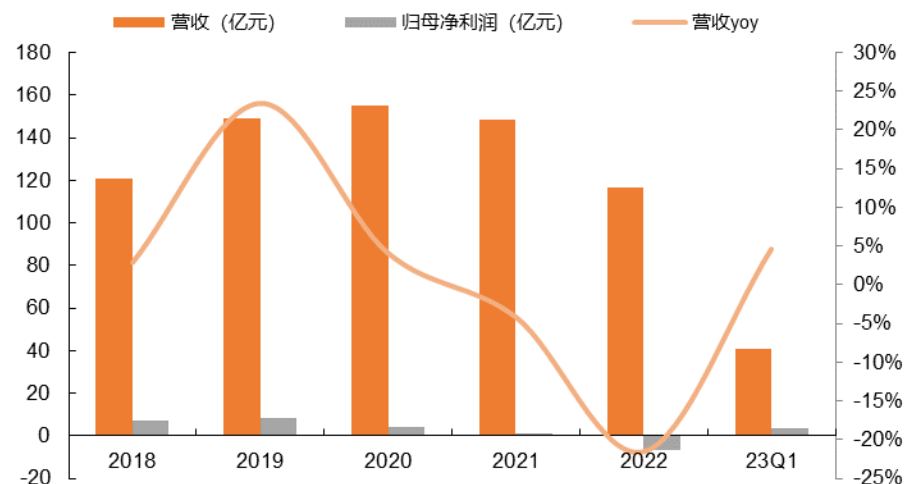
光瓶酒市场空间及增速



光瓶酒主流价位变化



2018-2023Q1 顺鑫农业业绩表现



资料来源：Wind，中国酒业协会，立鼎产业研究中心，平安证券研究所



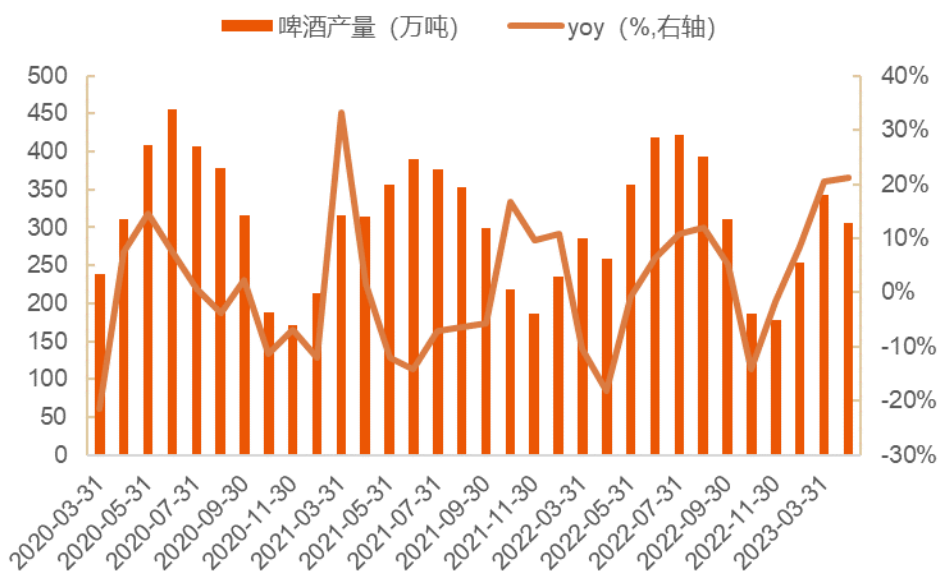
目录 CONTENTS

- 市场回顾：年初至今走势由强转弱，整体低于大盘
- 白酒：板块底部或现，坚守价值主线
- 啤酒：量价齐升，全年维持高景气
- 速冻及烘焙：长期逻辑清晰，看好B端龙头企业
- 乳制品：看好全国性乳企的估值修复，及区域乳企的弹性释放
- 调味品：餐饮渠道修复在途，成本压力缓解
- 投资建议：建议关注需求修复+成本下行+估值优势三条主线

3.1 啤酒：全年高景气，行业集中度持续提升

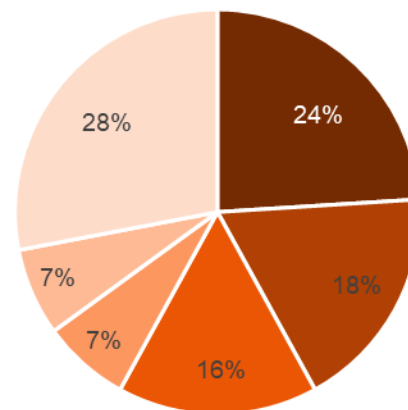
- **23Q1消费复苏实现开门红，多样化场景恢复，期待旺季迎来量价齐升。** 2023年1-4月中国啤酒累计产量达到1141.50万吨，累计同比上升6.22%。从当月产量来看，1-2月同比减少1.15%，3/4月产量分别同比提升20.4%/21.1%。随着外部环境好转，现饮场景逐渐复苏，同时啤酒消费旺季来临，叠加各地高温天气频发，啤酒全年景气度有望维持高位。
- **竞争格局稳定，行业集中度高。** 根据欧睿数据，2021年行业销量口径CR5为72%，华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、嘉士伯和燕京啤酒继续引领啤酒行业，2021年市占率分别为24%、18%、16%、7%、7%，较2020年约+1pct、0pct、+1pct、+0cpt、-1pct。

全国规模以上啤酒企业单月产量及增速



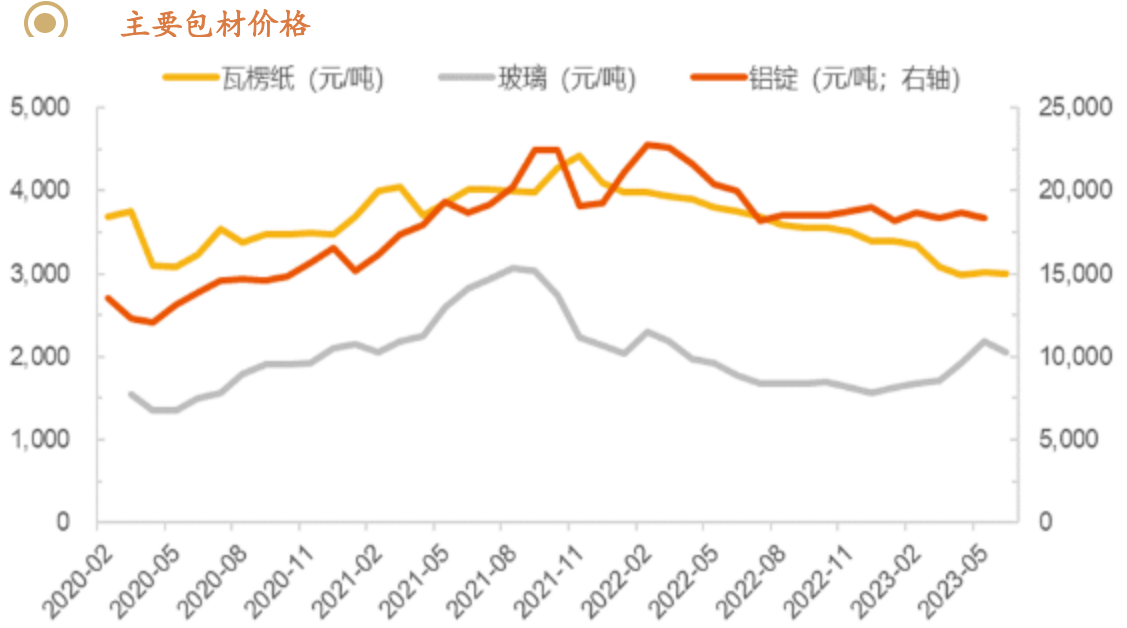
2021年啤酒行业CR5市场占比

■ 华润啤酒 ■ 青岛啤酒 ■ 百威亚太 ■ 燕京啤酒 ■ 重庆啤酒 ■ 其他



3.2 啤酒：成本压力较22年缓解，并逐步传导至报表端

- **大麦价格开始下行，包材较22年缓解。** 23年以来啤酒成本端总体价格较22年有所下降，2022年12月大麦进口单价到达阶段性高点410.42美元/吨，23年1月出现拐点，下滑至409.73美元/吨，并在4月继续缓慢下滑至372.18美元/吨，目前大麦价格仍居高位，但开始出现下行趋势。啤酒包材（浮法玻璃、瓦楞纸、铝锭等）价格较22年缓解较多，铝锭和瓦楞纸今年年初以来价格出现小幅回落，而浮法玻璃自22年12月达到阶段性低点1615.80元后持续走高并在5月份达到2256.60元。
- **提价对冲，多管齐下，缓解成本压力。** 成本驱动下，21年9月起啤酒行业进入新一轮提价周期。根据我们的观察，本轮提价正在逐步传导至报表端，主流企业利润端表现良好，毛利率正在改善。另外，企业积极通过长单、套期保值等方式完成对原材料的锁价，并通过产品结构提升、精细化费用等多重手段对冲成本压力。



资料来源：Wind，平安证券研究所

3.3 啤酒：销量贡献更大，吨价持续提升势头不改

- 啤酒高端化延续，Q1销量贡献高于吨价提升。2023Q1青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒销量分别为236.30/96.31/82.36/26.18万吨，同比提升11.02%/12.80%/3.69%/11.52%，除重庆啤酒外均实现双位数增速。整体来看，啤酒高端化逻辑不变，Q1受益于外部条件放开和消费场景恢复，销量贡献显著高于吨价提升。
- 产品结构升级，吨价持续提升。2023Q1吨价提升最快的是珠江啤酒和青岛啤酒，分别同比提升6.51%和4.79%；燕京啤酒和重庆啤酒吨价分别提升0.83%/0.80%。行业角度看，目前中国啤酒行业10元以上产品的销量占比在19%左右，未来提升空间较大。啤酒行业高端化趋势不改，叠加前期提价逐步兑现，带动行业吨价持续提升。

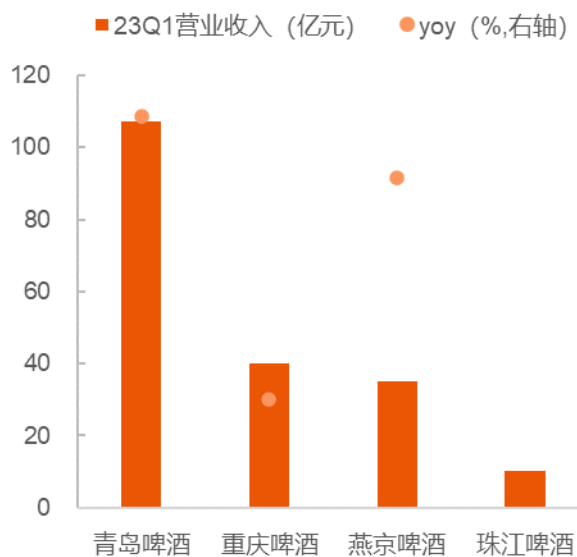
啤酒重点公司分季度量价拆分

| 2022 | 销量 (万吨) | yoy | 吨价 (元/吨) | yoy | 吨成本 (元/吨) | yoy |
|--------|---------|---------|----------|--------|-----------|---------|
| 青岛啤酒 | 255.9 | 10.64% | 3844.15 | 4.85% | 2383.23 | 5.25% |
| 燕京啤酒 | 377.02 | 4.12% | 3501.67 | 6.00% | 2190.60 | 7.73% |
| 重庆啤酒 | 285.66 | 2.41% | 4914.58 | 4.50% | 2340.31 | 3.87% |
| 珠江啤酒 | 133.85 | 4.87% | 3681.73 | 3.55% | 2119.54 | 8.29% |
| 2022Q4 | 销量 (万吨) | yoy | 吨价 (元/吨) | yoy | 吨成本 (元/吨) | yoy |
| 青岛啤酒 | 79.10 | -6.72% | 3870.7 | -3.33% | 2893.36 | -1.60% |
| 燕京啤酒 | - | - | - | - | - | - |
| 重庆啤酒 | 33.01 | -11.41% | 5622.54 | 8.38% | 2496.21 | -22.49% |
| 珠江啤酒 | 24.27 | - | 3367.36 | - | 2184.13 | - |
| 2023Q1 | 销量 (万吨) | yoy | 吨价 (元/吨) | yoy | 吨成本 (元/吨) | yoy |
| 青岛啤酒 | 236.30 | 11.02% | 4532.37 | 4.79% | 2794.74 | 3.96% |
| 燕京啤酒 | 96.31 | 12.80% | 3661.28 | 0.83% | 2314.65 | -2.61% |
| 重庆啤酒 | 82.36 | 3.69% | 4864.01 | 0.80% | 2667.49 | 5.65% |
| 珠江啤酒 | 26.18 | 11.52% | 3954.60 | 6.51% | 2341.61 | 5.80% |

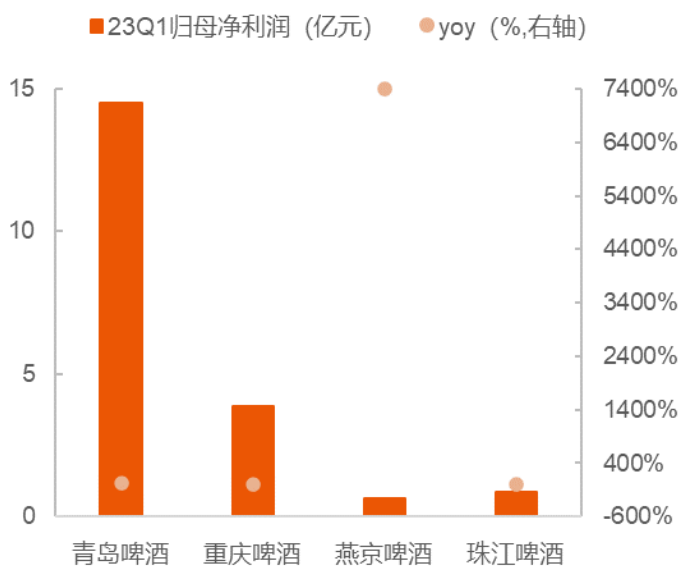
3.4 啤酒：23Q1业绩提速，期待下半年表现

- **Q1实现开门红，收入利润保持增长。** 2023Q1板块业绩明显提速，青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒实现营收107.06/40.06/35.26/10.35亿元，同比增加16.27%/4.52%/13.74%/18.75%；实现归母净利润14.51/3.87/0.65//0.87亿元，同比增加28.86%/13.63%/7373.28%/22.15%，其中燕京啤酒净利润涨幅较高主要是受益 U8 等中高档产品增长下实现扭亏为盈。
- **临近啤酒旺季，消费有望回补。** 2023上半年随着疫情放开消费场景恢复，啤酒板块在年初迎来快速复苏小阳春，3-4月份经济发展不及预期造成终端动销承压。但五一消费热潮不减叠加夏季啤酒旺季即将到来，形成下半年较高的板块预期，成本压力缓解和费用管控进一步精细化也将带动盈利能力的提升。

主要企业2023Q1营收及同比增速



主要企业2023Q1归母净利润及同比增速



主要企业分季度营收、归母净利润及增速

| 2022 | 营业收入(亿元) | yoy | 归母净利润 (亿元) | yoy |
|--------|----------|--------|------------|----------|
| 青岛啤酒 | 321.72 | 6.65% | 37.11 | 17.59% |
| 重庆啤酒 | 140.39 | 7.01% | 12.64 | 8.35% |
| 燕京啤酒 | 132.02 | 10.38% | 3.52 | 54.51% |
| 珠江啤酒 | 49.28 | 8.60% | 5.98 | -2.11% |
| 2022Q4 | 营业收入(亿元) | yoy | 归母净利润 (亿元) | yoy |
| 青岛啤酒 | 30.62 | -9.81% | -5.56 | 22.20% |
| 重庆啤酒 | 18.56 | -3.97% | 0.81 | -33.63% |
| 燕京啤酒 | 18.8 | 19.36% | -3.2 | 4.52% |
| 珠江啤酒 | 8.17 | -0.28% | 0.28 | 67.34% |
| 2023Q1 | 营业收入(亿元) | yoy | 归母净利润 (亿元) | yoy |
| 青岛啤酒 | 107.06 | 16.27% | 14.51 | 28.86% |
| 重庆啤酒 | 40.06 | 4.52% | 3.87 | 13.63% |
| 燕京啤酒 | 35.26 | 13.74% | 0.65 | 7373.28% |
| 珠江啤酒 | 10.35 | 18.75% | 0.87 | 22.15% |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.5 啤酒：费投效率提升，盈利能力改善

- **板块毛利率温和改善，其中略有分化。** 2023Q1 青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒实现毛利率 38.32%/36.78%/45.16%/40.79%，同比变动 0.47pct/2.24pct/-2.52pct/0.40pct。其中重庆啤酒毛利率下降主要系 1-2 月份 1664 以及疆外乌苏业绩有所承压；燕京啤酒毛利率增幅较大主因燕京 U8 大单品持续放量所致。
- **降本增效带来盈利改善，净利率整体稳中有升。** 在外部环境压力下，各公司着力提升费投效率。2023Q1 青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒销售费用率为 13.84%/12.49%/12.95%/15.36%，同比变动 -0.36pct/0.58pct/-0.76pct/-0.71pct，各公司更加重视营销推广活动费用的精确管控，销售费用率除燕京啤酒以外均有所回落；管理费用率分别为 2.99%/11.97%/3.11%/8.42%，同比变动 -0.87pct/-1.33pct/-0.29pct/0.60pct；实现净利率分别为 13.76%/2.55%/19.34%/8.87%，同比变动 1.24%/1.53%/1.47%/0.13%，主要啤酒企业净利率均有提升。

啤酒主要企业分季度利润率及费用率拆解

| 2022 | 毛利率 | 变动 | 净利率 | 变动 | 销售费用率 | 变动 | 管理费用率 | 变动 |
|--------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 青岛啤酒 | 38.00% | -0.23% | 14.82% | 0.31% | 11.62% | 1.27% | 3.90% | -1.07% |
| 燕京啤酒 | 47.74% | 2.34% | 9.13% | 1.34% | 15.97% | 1.88% | 10.73% | -0.71% |
| 重庆啤酒 | 51.62% | -0.43% | 21.72% | 0.37% | 15.24% | -1.37% | 3.48% | -0.62% |
| 珠江啤酒 | 44.93% | -6.47% | 15.34% | -3.82% | 13.38% | -3.38% | 5.39% | -0.95% |
| 2022Q4 | 毛利率 | 变动 | 净利率 | 变动 | 销售费用率 | 变动 | 管理费用率 | 变动 |
| 青岛啤酒 | 25.25% | 43.26% | -18.33% | -4.75% | 31.86% | 43.95% | 12.54% | -3.96% |
| 燕京啤酒 | 4.21% | -8.67% | -14.20% | 10.19% | 7.28% | -11.31% | 5.97% | -8.70% |
| 重庆啤酒 | 55.59% | 17.68% | 10.01% | -2.32% | 28.22% | 21.89% | 6.65% | 1.16% |
| 珠江啤酒 | 35.14% | 9.19% | 3.07% | 0.58% | 21.92% | 13.43% | 11.13% | -1.65% |
| 2023Q1 | 毛利率 | 变动 | 净利率 | 变动 | 销售费用率 | 变动 | 管理费用率 | 变动 |
| 青岛啤酒 | 38.32% | 0.47% | 13.76% | 1.24% | 13.84% | -0.36% | 2.99% | -0.87% |
| 燕京啤酒 | 36.78% | 2.24% | 2.55% | 1.53% | 12.49% | 0.58% | 11.97% | -1.33% |
| 重庆啤酒 | 45.16% | -2.52% | 19.34% | 1.47% | 12.95% | -0.76% | 3.11% | -0.29% |
| 珠江啤酒 | 40.79% | 0.40% | 8.87% | 0.13% | 15.36% | -0.71% | 8.42% | 0.60% |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.6 啤酒：相关标的

- **青岛啤酒：**23Q1公司业绩延续向好势头，量价齐升实现开门红，产品结构进一步改善，白啤、纯生、1903等产品市场表现良好维持高增态势。23Q1销售费用率及管理费用率不断精益，宣传费用投放更加精细化，股份支付费用有效缩减，显著提升盈利能力。随着啤酒旺季即将到来结合22年疫情影响下销量低基数，下半年业绩有望继续得到改善。同时，费用端包材价格整体呈下行趋势，大麦也在逐步回落，预计后续吨成本将得到改善，整体成本压力有望逐季缓解，看好全年利润弹性释放。建议关注。
- **重庆啤酒：**公司基地市场新疆22年以来受外部环境冲击业绩表现有所下滑，Q1以来受益于政策放开新疆旅游持续发展，疆内业绩有望迎来销售恢复。此外相继推出独库公路特别版、新疆特色白啤等产品，预计将贡献业绩弹性。疆外方面，乐堡、重庆等品牌不断加大营销投入，1664、风花雪月新品不断推出，新型消费场景不断拓展将作为强驱动力刺激下半年业绩释放。维持“推荐”评级。
- **燕京啤酒：**公司不断深化大单品战略，定位于次高段价格带的燕京U8市场表现依旧强势，延续快速增长势头。23Q1燕京啤酒抓住市场恢复机遇，在餐饮流通等渠道持续发力，盈利表现亮眼超越行业平均水平。基于2022年下半年U8基数较低，预计23H2燕京啤酒业绩增长势能依旧不减。除U8外，燕京啤酒还积极推动鲜啤2022全国化，继续培育V10白啤等高端产品，实现大体量业务升级转移。整体来看，公司改革红利持续释放，盈利子公司持续改善，弱势子公司有望持续减亏，看好全年利润率弹性。建议关注。

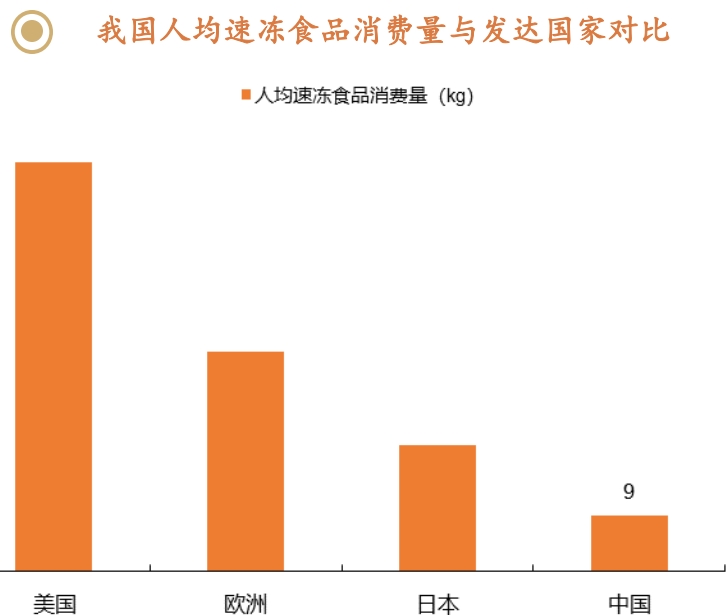
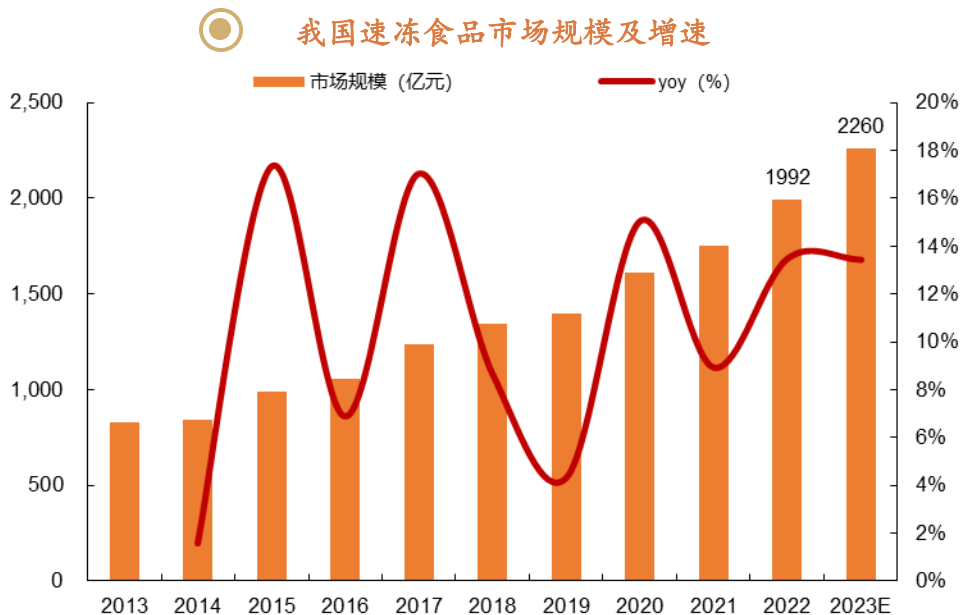


目录 CONTENTS

- 市场回顾：年初至今走势由强转弱，整体低于大盘
- 白酒：板块底部或现，坚守价值主线
- 啤酒：量价齐升，全年维持高景气
- 速冻及烘焙：长期逻辑清晰，看好B端龙头企业
- 乳制品：看好全国性乳企的估值修复，及区域乳企的弹性释放
- 调味品：餐饮渠道修复在途，成本压力缓解
- 投资建议：建议关注需求修复+成本下行+估值优势三条主线

4.1 速冻及烘焙：速冻食品行业千亿空间，人均消费量提升空间大

- **速冻食品市场持续扩容，速冻面米为第一大品类。**我国速冻食品行业受益冷链运输能力的改善与消费结构升级转型，市场规模高速扩张。据艾媒咨询数据，2022年我国速冻食品市场规模达到1992亿元，2013-2022年市场规模CAGR为10.25%。根据中商产业研究院预测，至2025年国内速冻食品市场规模将达到3300亿元。从市场结构占比情况来看，2020年速冻食品第一大类为速冻面米制品（占比52.4%），速冻火锅料其次（占比33.3%），其他速冻食品占比正逐步扩大。
- **对比成熟市场，我国速冻食品人均消费量提升空间大。**根据艾媒咨询，2019年我国人均速冻食品消费量为9kg，远低于美国65kg、欧洲35kg、日本20kg的人均水平。相比发达国家，我国速冻食品行业起步较晚，人均消费量提升空间较大。随着我国人均可支配收入不断提高、城镇化进程不断推进、物流企业大力布局冷链物流，国内速冻食品的产品结构将不断优化，以适应各地区饮食习惯与发展情况，人均消费量将不断提升，向发达地区的消费结构收敛。

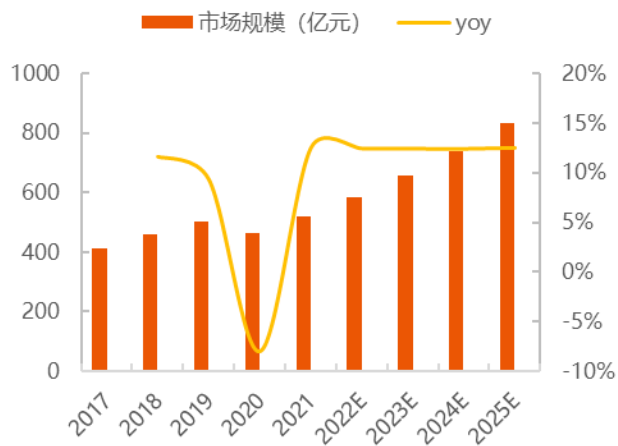


资料来源：中商情报网，艾媒咨询，平安证券研究所

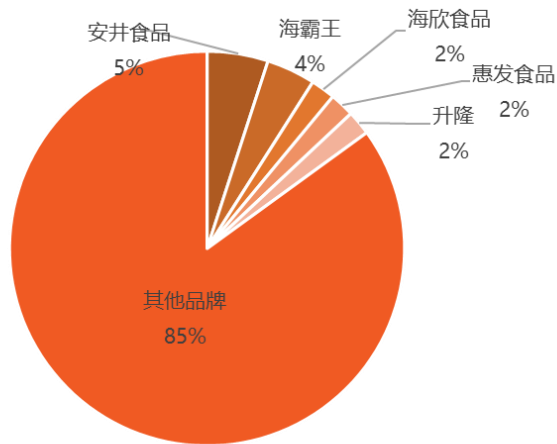
4.2 速冻及烘焙：速冻火锅料增速稳定，速冻面米进入成熟期

- **速冻火锅料行业稳定增长，龙头集中度有望提升。**根据Frost & Sullivan数据，2021年我国速冻火锅料市场规模约520亿元。中国火锅餐饮市场规模2021-2025年CAGR为13.0%，速冻火锅料作为餐饮市场原料，其渗透率有望进一步提升，2021-2025年增速为10%-15%，预计速冻火锅料市场2025年规模或达到744亿元-929亿元。另外，火锅料制品进入门槛较低，大量竞争者涌入导致竞争激烈。火锅料行业素有“南福建，北山东”的格局，市场主要品牌有安井、海欣、惠发、海霸王等。当前市场集中度仍较低，行业CR5为15%，市场空间亟待进一步整合，龙头企业市占率有望提高。
- **速冻面米制品行业发展成熟，市场集中度较高。**速冻面米市场在中国发展时间较长，当前已处于行业成熟阶段。2021年我国速冻面米市场规模已稳步增长到782亿元，预计到2025年市场规模将突破千亿。从竞争格局角度看，速冻面米市场集中度较高，已形成三全食品、思念、湾仔码头“三足鼎立”的局面，行业CR3达到64%。C端市场壁垒较高，龙头消费者认知已建立且商超渠道进入门槛高，小企业难进入；B端需通过渠道开拓打开市场，依靠产品的差异化开拓新的增长点。

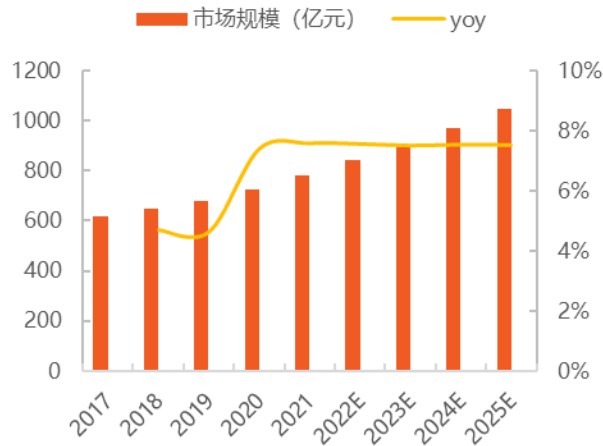
我国速冻火锅料市场规模及增速



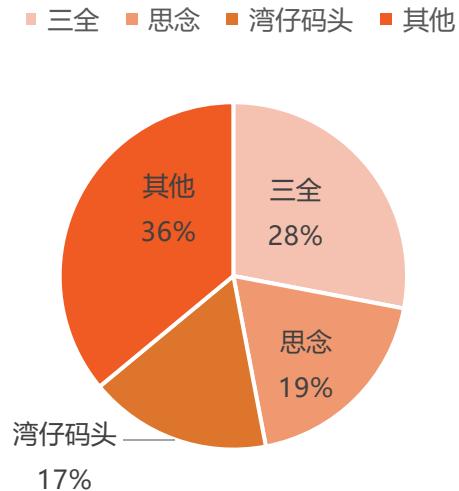
我国速冻火锅料市场竞争格局



我国速冻面米市场规模及增速



我国速冻面米市场竞争格局



资料来源：Frost & Sullivan，智研咨询，华经产业研究院，千味央厨招股说明书，平安证券研究所

4.3 速冻及烘焙：预制菜行业正处高速增长期，发展空间广阔

- ▶ **预制菜概念广泛，主要分为四类。**预制菜是指以农、畜、禽、水产品为原料，配以各种辅料或食品添加剂，经过分切、搅拌、腌制、滚揉、成型、调味等工艺加工后可直接进行烹饪或食用的菜品，一般需要在冷链条件下进行储存、运输及销售。依据对原料加工的深浅程度以及食用的方便性，预制菜可分为四类：即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品。
- ▶ **行业发展万亿级空间，人均消费量亟待提升。**艾媒咨询数据显示，2021年中国预制菜市场规模为3459亿元，同比增长19.8%，预计未来中国预制菜市场保持较高的增长速度，2026年预制菜市场规模将达10720亿。从人均消费量角度，2021年我国人均预制菜消费量仅为8.9KG，远低于日本23.59KG，提升空间较大。

◎ 预制菜的分类及主要代表产品



即食食品

开封即可食用，如即食凤爪、牛肉干、八宝粥、罐头、卤味店的部分产品等



即热食品

需要加热即可食用的产品，有速冻水饺、冷冻火锅料、便利店快餐、方便面、卤味店的部分产品等



即烹食品

食材已经过一定加工，按份分类，但是为了恢复原味一般需要入锅加工，几分钟即可，另有搭配的锅料可以按需放入，如冷藏牛排、冷藏宫保鸡丁、面向B端的料理包等

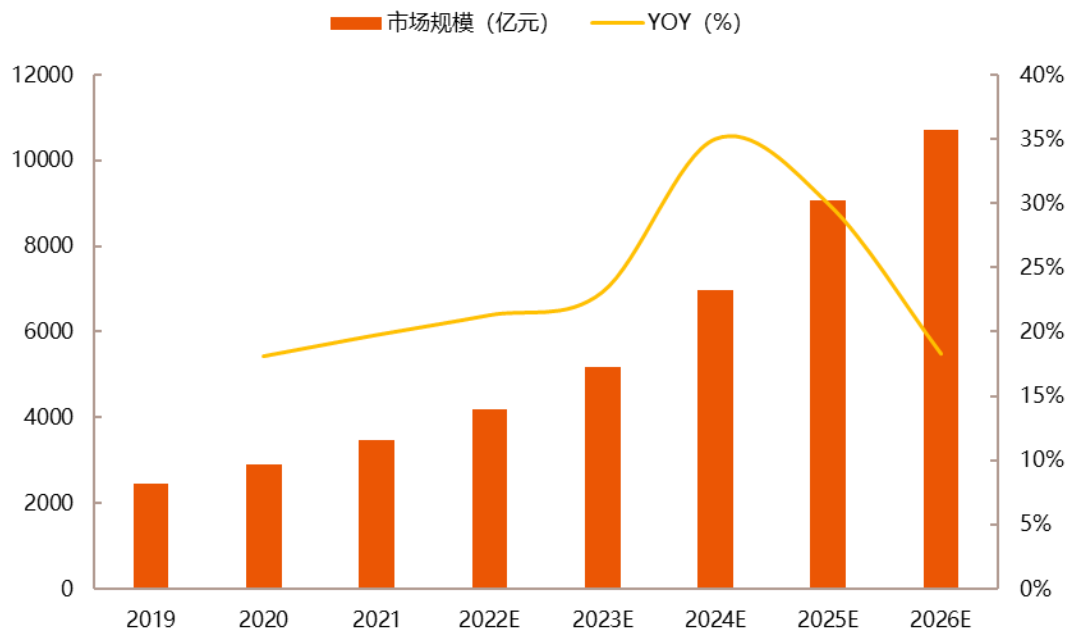


即配食品

经过筛选、清洗、分切、按份封装的净菜，需要自行烹饪和调味



◎ 我国预制菜市场规模及增速

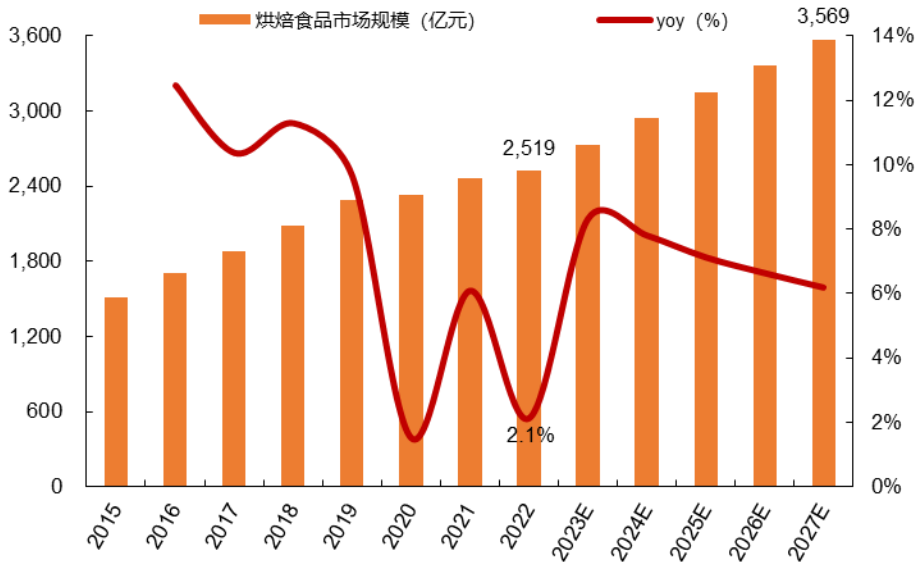


资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

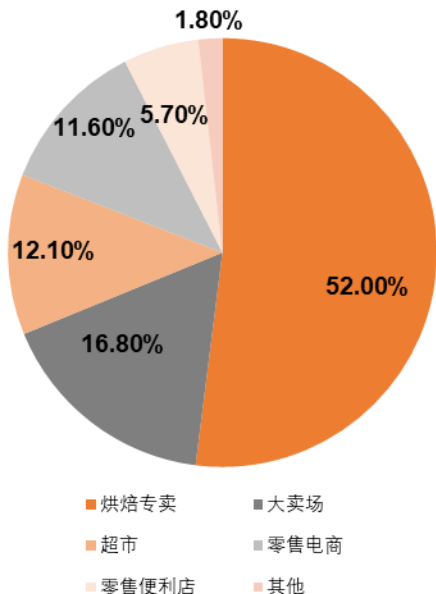
4.4 速冻及烘焙：烘焙行业空间大，冷冻烘焙赛道潜力高

- **烘焙行业增长空间广阔，前景乐观可期。**据Euromonitor数据，我国烘焙行2022年市场规模达到2519.21亿元，受疫情影响同比仅增长2.1%，但进入2023年伴随线下消费场景全面恢复、消费者教育不断渗透，烘焙行业市场规模增速将显著恢复，预计2027年将达到3569.33亿元，2015-2027年CAGR为7.42%。同时伴随原材料成本回落，烘焙行业内公司经营业绩有望改善。
- **冷冻烘焙受供需双端驱动，渗透率提升潜力大。**冷冻烘焙行业作为烘焙细分，在供需双端驱动下，独具增长潜力。需求端，冷冻烘焙能够提高门店坪效、节省人力，为门店运营降本增效；烘焙产品消费渠道正不断扩展，传统烘焙饼店外，商超、便利店、酒店、餐饮、饮品茶点等新兴渠道打开冷冻烘焙产品新消费场景；供给端，冷链物流基础设施的完善扩宽了工厂覆盖范围，为企业扩张带来想象力。对比发达国家如日本的冷冻烘焙渗透率达到30.34%，我国仅为5%，渗透率存在较大提升空间。

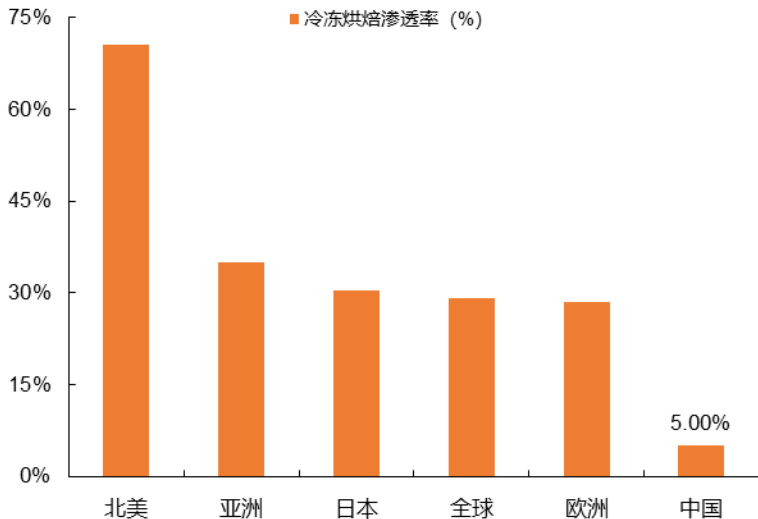
2015-2027E我国烘焙食品市场规模及增速



2022年烘焙渠道规模占比 (%)



我国冷冻烘焙渗透率提升潜力大



资料来源：Euromonitor，华经产业研究院，平安证券研究所

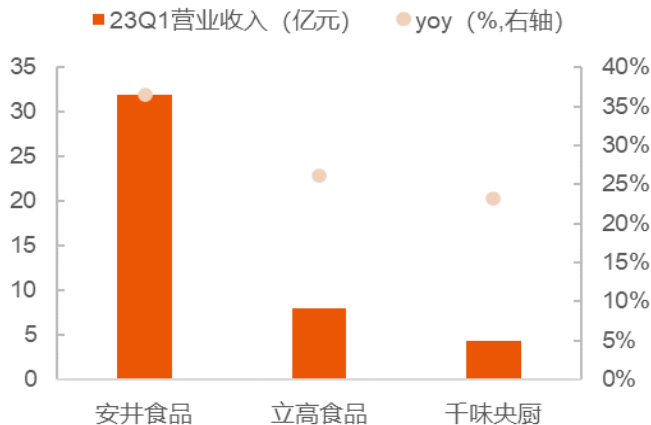
4.5 速冻及烘焙：餐饮需求弱复苏，成本压力正在缓解

- 收入端表现亮眼，预制菜细分赛道快速增长。**速冻食品、预制菜、冷冻烘焙行业空间广阔，长期逻辑清晰；同时下游餐饮行业景气度正在逐渐改善，B端需求随之恢复，尤其是具有规模优势的龙头企业有望快速抢占市场份额。23Q1安井食品/立高食品/千味央厨营收分别同比增长36.43%/26.19%/23.18%，安井食品充分利用“销地产”布局的产能优势兼顾BC业务，产品矩阵和渠道资源共同发力延续了高增势头。传统速冻火锅料及面米制品收入稳中有进，预制菜业务由于市场快速放量取得较大增速；千味央厨加大力度优化产品结构，大单品策略持续发力，带动23Q1业绩增长；立高食品渠道融合改革效果初见成效，随着改革逐步兑现+终端持续恢复，预计公司业绩弹性将持续释放。
- 成本压力放缓，利润端逐渐改善。**2023Q1餐饮供应链企业利润端呈现分化，安井食品/立高食品/千味央厨归母净利润同比变动76.94%/24.60%/5.49%。原材料端，棕榈油价格22年6月上涨至阶段性高点，之后大幅回调，22年12月以来棕榈油价格维持震荡下行趋势，于23年5月底达到阶段性最低值7270元/吨，同比下降53.49%。除油脂油料显著下行外，包材、猪肉、鸡肉、鱼糜和小麦等主要原材料价格均环比回落，我们判断未来板块利润率有望持续改善。

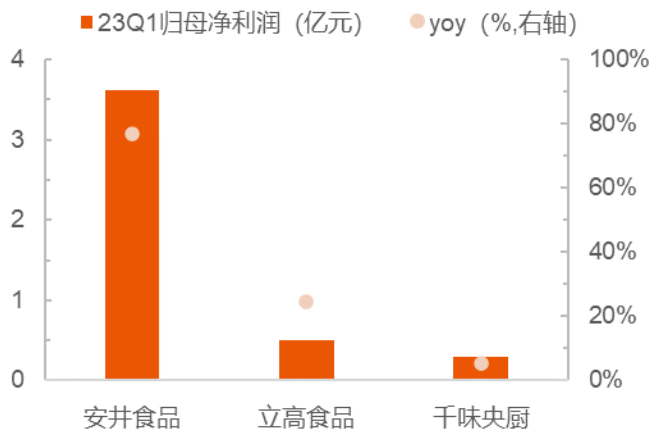
2020-2022棕榈油价格走势



主要企业2023Q1营收及同比增速



主要企业2023Q1归母净利润及同比增速



资料来源：ifind，平安证券研究所

4.6 速冻及烘焙：盈利能力正在改善，业绩弹性可期

- **成本回落及产品结构提升，助推毛利率提升。** 2023Q1，安井食品虽并表的预制菜公司毛利率低于原主营业务，但主业的稳健增长带动整体毛利率提升0.51pct至24.71%；千味央厨受益于产品结构改善及成本边际下行，毛利率提升1.39pct至23.95%；立高食品由于原材料期货价格回落尚未完全传导至报表端，加上华北基地尚处于产能释放阶段，影响毛利率同比下滑1.06pct至32.03%，但环比已体现出改善。
- **注重费用管控，净利率改善中。** 费用方面，龙头公司更加注重费用的精细化投放，23Q1安井食品/千味央厨/立高食品销售费用同比变动-2.95pct/1.88pct/-0.38pct，除千味央厨外均呈现下降趋势。净利率角度看，安井食品/千味央厨/立高食品净利率变动2.66pct/-1.13pct/-0.10pct，龙头企业安井食品延续增长态势；千味央厨因当期政府补助减少，净利率有所下降；立高食品净利率表现相对稳定。

主要餐饮供应链企业单季度利润率及费用率拆解

| | | 毛利率 | 变动 | 净利率 | 变动 | 销售费用率 | 变动 | 管理费用率 | 变动 |
|--|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| | | 2022 | 安井食品 | 21.96% | -0.16% | 9.17% | 1.76% | 7.17% | -1.98% |
| | 千味央厨 | 23.41% | 1.05% | 6.78% | -0.07% | 3.92% | 0.59% | 9.34% | 0.91% |
| | 立高食品 | 32.10% | -1.54% | 4.12% | -4.45% | 11.92% | -1.02% | 8.51% | 2.35% |
| | | 毛利率 | 变动 | 净利率 | 变动 | 销售费用率 | 变动 | 管理费用率 | 变动 |
| | | 2022Q4 | 安井食品 | 23.77% | 1.39% | 10.45% | 4.44% | 7.06% | -2.21% |
| | 千味央厨 | 25.00% | 1.44% | 6.96% | -1.14% | 4.69% | 1.61% | 9.31% | 0.90% |
| | 立高食品 | 32.45% | -2.04% | 5.03% | -4.97% | 11.28% | -0.77% | 8.49% | 0.09% |
| | | 毛利率 | 变动 | 净利率 | 变动 | 销售费用率 | 变动 | 管理费用率 | 变动 |
| | | 2023Q1 | 安井食品 | 24.71% | 0.51% | 11.62% | 2.66% | 7.36% | -2.95% |
| | 千味央厨 | 23.95% | 1.39% | 6.97% | -1.13% | 5.08% | 1.88% | 7.81% | -0.94% |
| | 立高食品 | 32.03% | -1.06% | 6.26% | -0.10% | 11.89% | -0.38% | 7.30% | -1.57% |

4.7 速冻及烘焙：相关标的

- **安井食品：**公司速冻火锅料制品龙头稳固，23年以来消费场景逐渐修复，餐饮端需求提升叠加家庭火锅消费，速冻半成品消费频次增加，速冻火锅料业务有望保持高增趋势；预制菜板块正处于高速成长的放量阶段，公司抓住市场机遇，通过“自产+并购+贴牌”策略，发力布局预制菜市场，取得较大成效。总体来看公司渠道BC兼顾，生产布局完善，第二增长极速冻预制菜未来发展空间广阔，看好公司23年延续优秀业绩表现。维持“推荐”评级。
- **千味央厨：**伴随消费复苏场景恢复，大小B餐饮客户需求回暖，公司B端收入2023年增速较快。大B端，百胜中国今年以来表现强劲，华莱士维持稳定增长；小B端，社会餐饮渠道稳步复苏，乡厨及团餐需求旺盛，且与公司产品匹配性强。主要原材料价格已经有所回落，叠加公司费用率不断改善，下半年整体盈利能力将进一步提升。此外，公司拟定增用于建设新工厂解决产能瓶颈，并收购味宝食品切入茶饮供应链；同时针对C端市场，公司推出了挖掘传统创意美食的品牌“岑夫子”，以及面向年轻群体的品牌“纳百味”，业务增量可期。维持“推荐”评级。
- **立高食品：**成本端棕榈油价格持续下行，加上产能利用率提升，公司盈利能力持续改善的确定性强。23Q1多款新品上架山姆市场反馈积极，餐饮茶饮及新零售渠道收入同比实现较大增长。公司多方位推进营销、研发体系改革并完善供应链。23Q1由于新产线投产及员工培训支出增加公司盈利水平有所回落，预计随着KA渠道新品推广普及以及改革效果持续释放，公司业绩具备较大修复弹性。建议关注。



目录 CONTENTS

- 市场回顾：年初至今走势由强转弱，整体低于大盘
- 白酒：板块底部或现，坚守价值主线
- 啤酒：量价齐升，全年维持高景气
- 速冻及烘焙：长期逻辑清晰，看好B端龙头企业
- 乳制品：看好全国性乳企的估值修复，及区域乳企的弹性释放
- 调味品：餐饮渠道修复在途，成本压力缓解
- 投资建议：建议关注需求修复+成本下行+估值优势三条主线

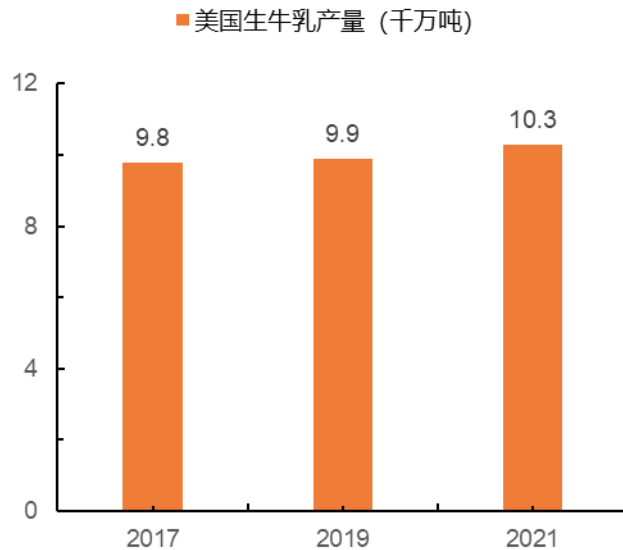
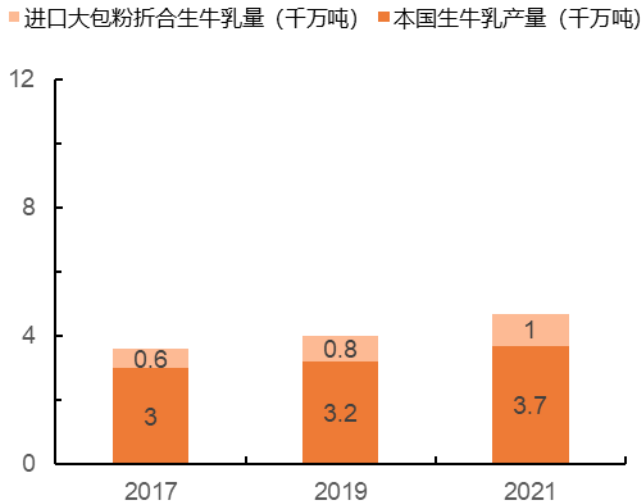
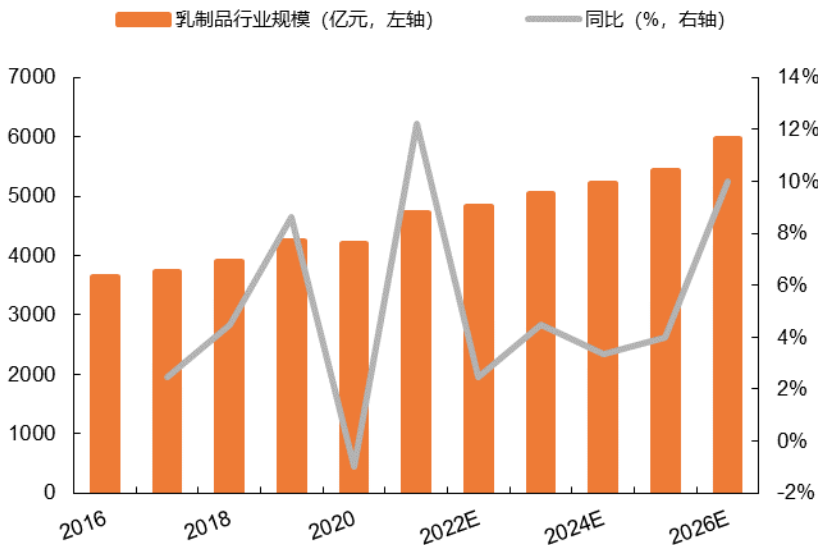
5.1 乳制品：需求端规模大，供给端存在缺口

- **乳制品行业市场规模大，消费结构不断升级。**2020年受疫情影响，中国乳制品市场规模略有下滑，但由于乳制品的健康属性，行业需求依旧坚挺。根据灼识咨询数据，2016年至2021年中国乳制品市场零售规模的CAGR为5.3%，于2021年规模达到约4714.2亿元，预计将于未来五年保持约4.8%的增速，于2026年达到5966.6亿元。细分品类来看，白奶市场规模在2021年的占比约31.4%；中国居民乳制品消费结构的不断升级，酸奶消费规模未来预计将有更快的增长；奶酪作为新兴市场，预计未来会成为增长最快的子市场。
- **本土供应量存在缺口，供需关系错位。**供给端来看，我国上游奶牛养殖行业由于高度分散，与美国存在较大差距，生牛乳供应存在缺口，2021年本国供应生牛乳产量仅3.7千万吨，对比美国10.3千万吨依旧还有较大差距，未来应继续鼓励推动上游奶牛养殖场建设以提高集中度和规模化。

中国乳制品市场零售规模 (2016-2026E)

中国生牛乳产量

美国生牛乳产量

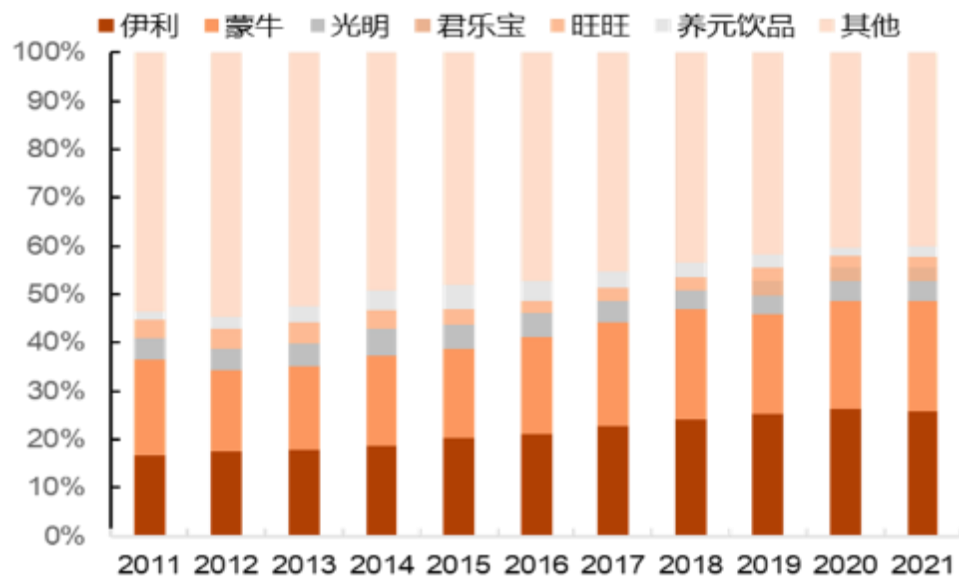


资料来源：灼识咨询，平安证券研究所

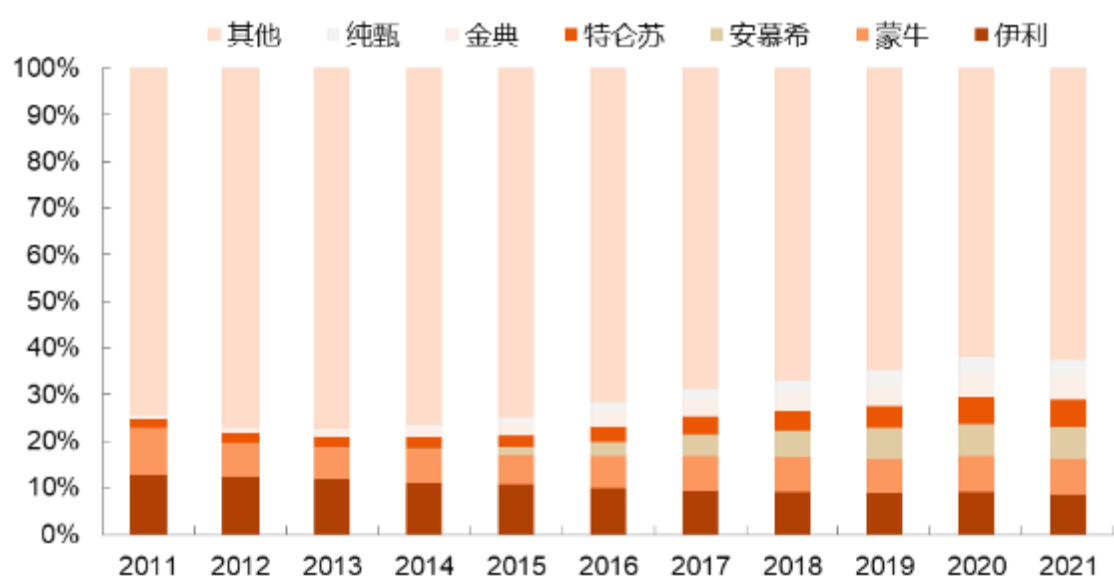
5.2 乳制品：行业竞争趋缓，高端化趋势延续

- **双寡头格局稳固，行业竞争趋缓。** 竞争格局来看，龙头份额保持基本稳定，2021年行业CR5达57.8%，同比-0.2pcts，其中伊利25.8%（同比-0.5pcts），蒙牛22.8%（同比+0.6pcts），双寡头格局稳固。龙头伊利股份、蒙牛乳业不断升级产品结构，完善上游奶源战略布局，实现收入持续增长。同时龙头费用投放将更为理性，预计长期行业竞争趋缓。
- **乳品高端化趋势明显，高端品牌占比持续提升。** 受益于人均收入水平提升，各大乳品品牌通过产品创新和品牌升级，给消费者带来高端有机奶、传递有机生活理念，2021年高端白奶如金典（+0.2pcts）、特仑苏（+0.1pcts）等品牌占比持续提升。

① 近年乳制品行业集中度整体呈提升态势



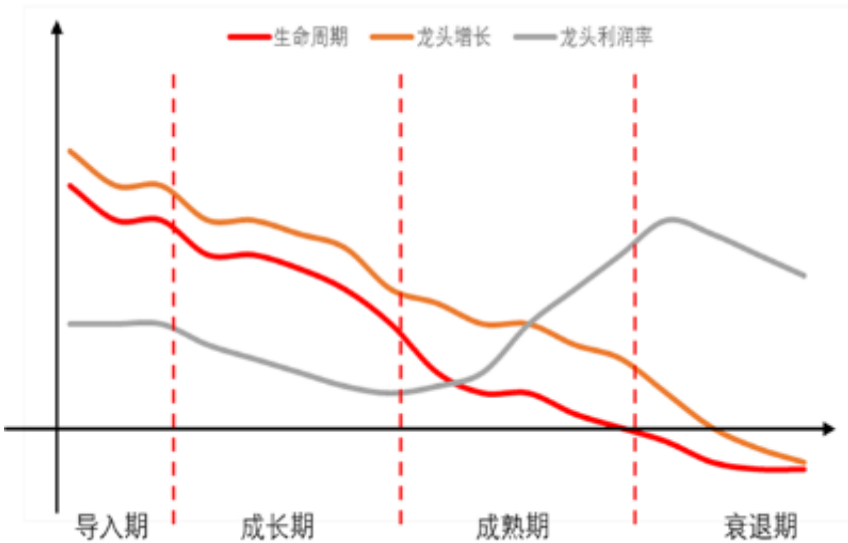
② 高端品牌占比持续提升



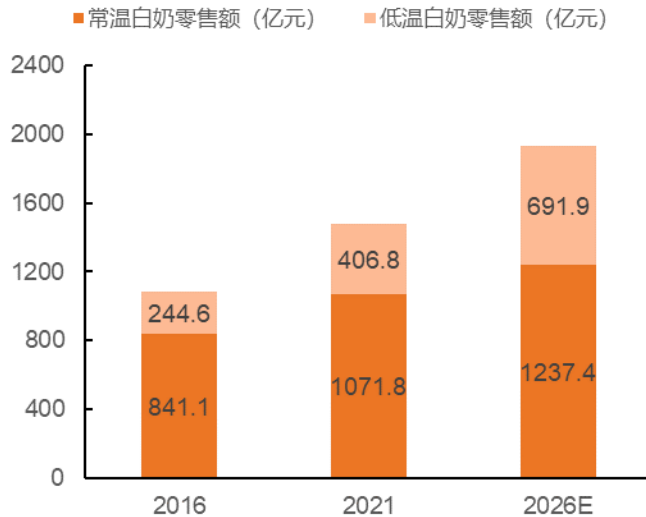
5.3 乳制品：低温奶未来市场规模增速将远超常温奶

- ▶ **常温奶进入成熟期，龙头优势稳固。** 常温奶当前处于产业发展的成熟期：行业增速降至低速，存量竞争特点更明显，有竞争力的企业通过抢占更多份额延续较快增长，且竞争格局优化使得利润率逐步提升。展望未来，我们认为成本压力下具有规模优势的乳企有望充分受益，挤压小企份额，实现市占率的进一步提升。
- ▶ **随着冷链运输的完善，低温奶增速将加快。** 2016-2021年低温白奶零售规模从244.6亿元增长至406.8亿元，CAGR为10.7%，显著高于常温白奶5.0%的增速；低温酸奶零售规模由261.5亿元增长至510.4亿元，CAGR为14.3%，远高于常温酸奶6.1%的增速。低温奶的拓展依奶源地遵循“圆心-半径”理论，以奶源地为圆心，冷链运输为半径，随着冷链基础设施的不断完善，低温奶的销售半径将被不断扩大，市场规模增速将远超常温奶。

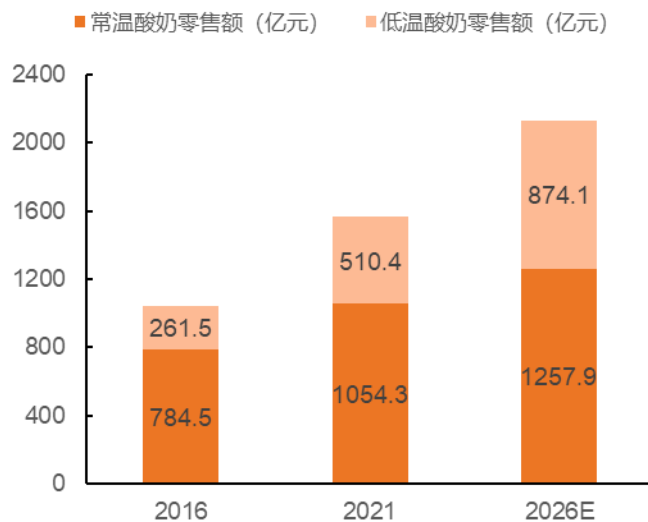
● 常温奶处于产业生命周期的成熟期



● 中国白奶市场零售规模



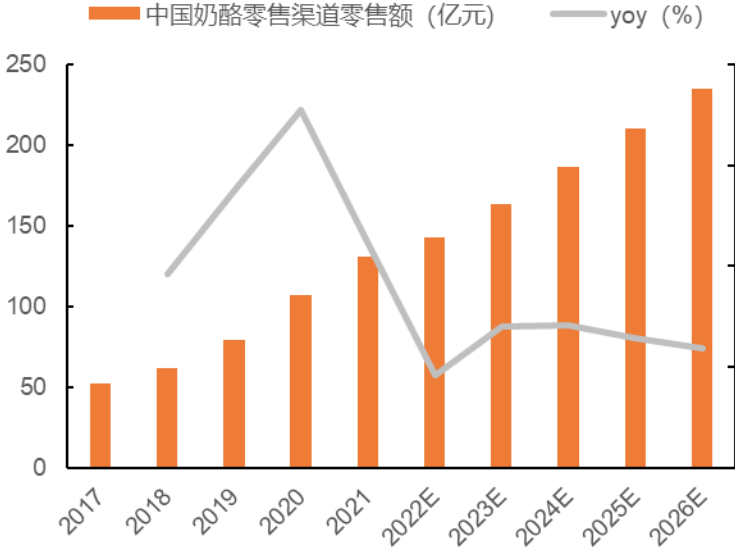
● 中国酸奶市场零售规模



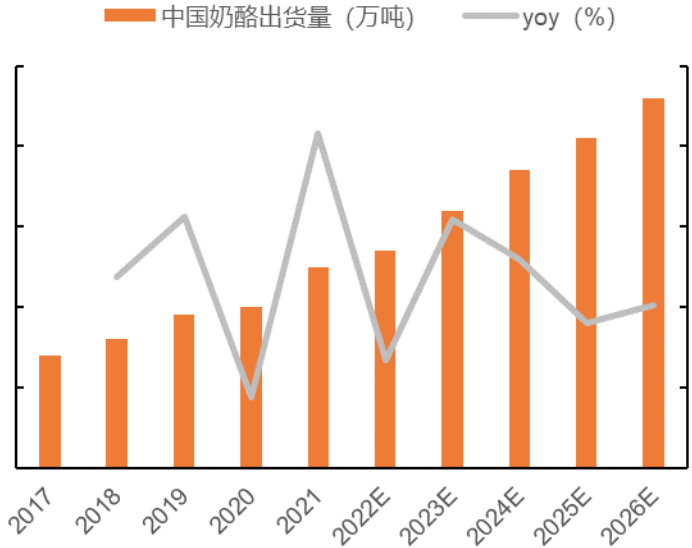
5.4 乳制品：奶酪行业增速最快，成长空间可期

- **奶酪市场规模快速增长，增速为乳制品行业第一。**随着居民收入的增加，消费结构正在从液态奶升级为更营养健康的酸奶和奶酪等。欧睿数据显示，我国奶酪零售渠道销售额已经由2017年的52亿元增长至2021年的131亿元，CAGR高达26.3%。与其他乳制品行业细分市场相比，奶酪的增速最高，为乳制品行业第一。
- **中国市场出货量快速增长，人均消费量仍有巨大空间。**受西式餐饮喜欢以及人们健康饮食生活追求提升影响，人们对奶酪需求不断增长。得益于供需两端的驱动，我国奶酪市场出货量快速增长，已经由2017年的14亿元增长至2021年的25亿元，CAGR高达15.6%。同时，中国人均奶酪消费量远比欧美、日韩等国家低，人均消费量的提升仍有较大发展空间。

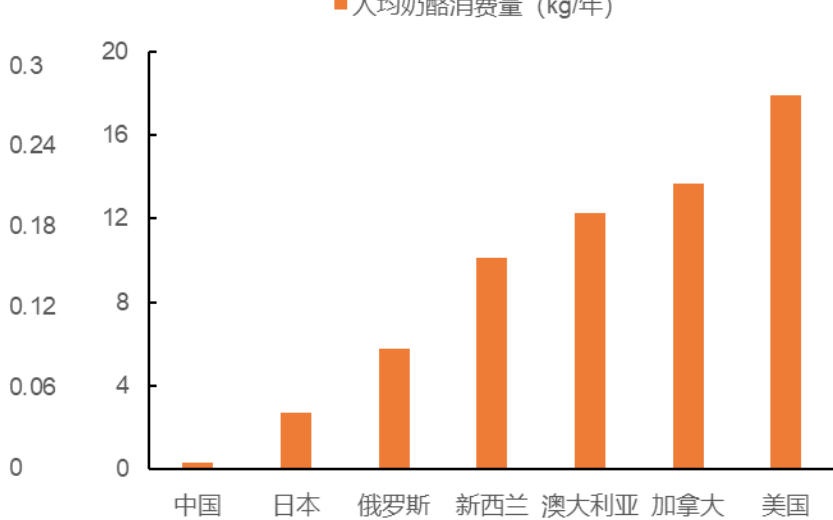
我国奶酪零售渠道零售额及增速



我国奶酪市场出货量



2022年世界各国人均奶酪消费量

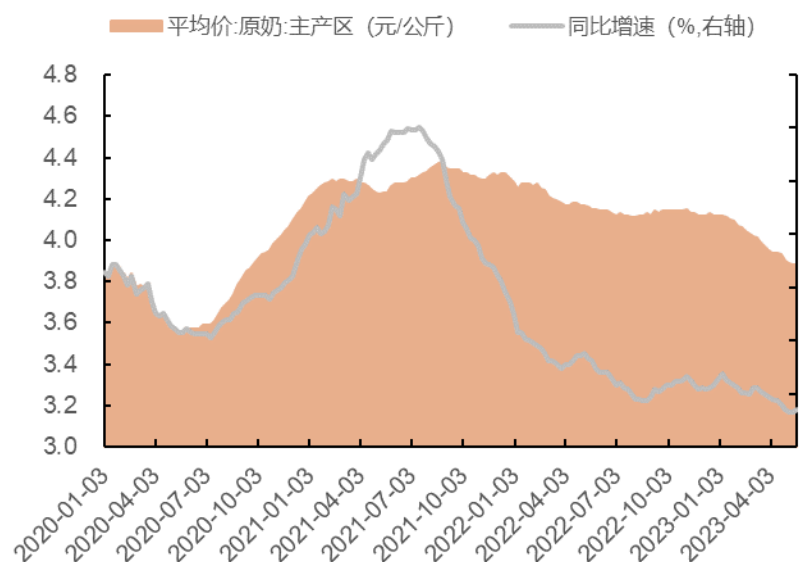


资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

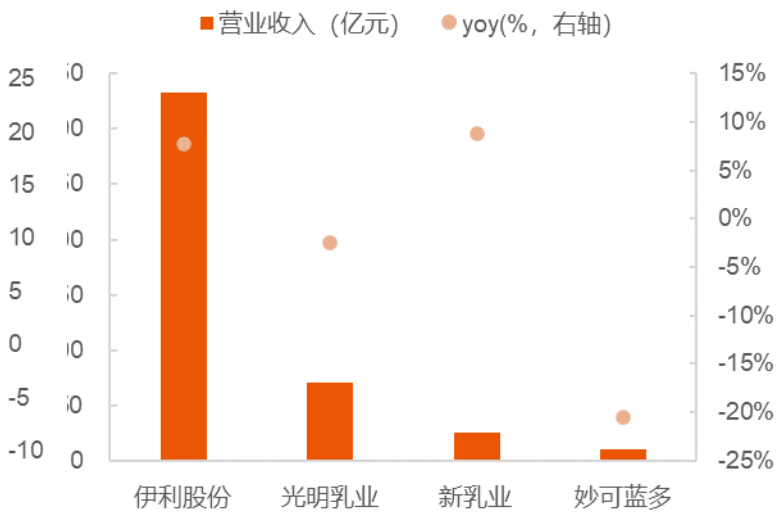
5.5 乳制品：原奶成本持续下降，板块盈利能力持续改善

- **原奶成本回落，成本压力缓解有望带动企业盈利能力提升。**原奶上行周期于21年8月底达到峰值4.38元/公斤，此后至今呈回落态势。2023年Q1，原奶价格持续下行，5月12日主产区生鲜乳平均价为3.88元/斤，同比下降6.70%。23年以来原奶价格加速回落主要系原奶供给充足但乳制品消费需求弱复苏带来的供需失衡。我们判断23全年奶价仍将在低位运行，企业成本端的压力将有所缓解。
- **23Q1板块营收利润稳步增长，区域乳企表现更佳。**2022全年乳制品板块总体略有承压，主要系国际局势变动阻碍物流运输及奶源供应导致国内外原奶价格倒挂，疫情之下餐饮、团餐、学校等消费场景需求疲软。23Q1伊利股份/光明乳业/新乳业/妙可蓝多营收同比变动7.81%/-2.42%/8.84%/-20.47%；归母净利润同比变动2.73%/13.05%/40.56%/-67.08%，新乳业等区域乳企表现亮眼，主要受益于鲜奶销量表现稳定，及新品放量的影响。

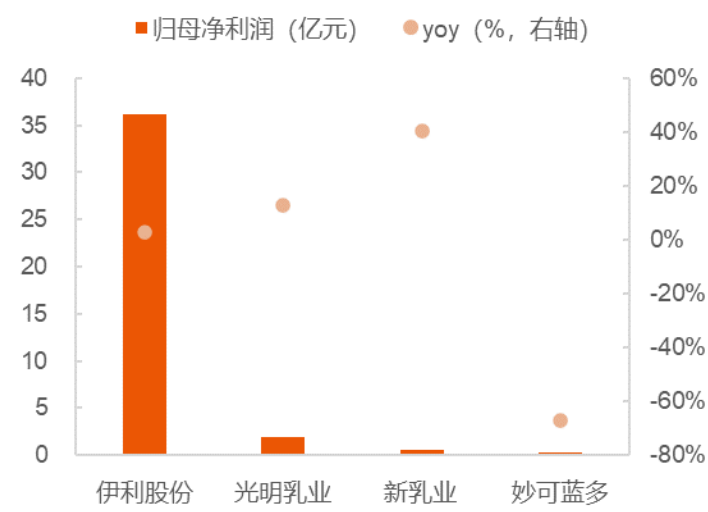
我国生鲜乳主产区平均价格及同比增速



主要企业2023Q1营收及增速



主要企业2023Q1归母净利润及增速



资料来源: ifind, 平安证券研究所

5.6 乳制品：看好全国性乳企的估值修复，及区域乳企的弹性释放

- **原奶价格回落释放压力，区域乳企毛利率改善较快。**从成本角度看，原奶价格Q1继续回落，释放部分成本压力，疫情过后消费回暖，各大乳企不断拓展新零售渠道，同时推动产品结构优化，有效提振乳品需求。主要企业毛利率有所改善，Q1伊利股份/光明乳业/新乳业/妙可蓝多毛利率同比变动-0.67pct/0.18pct/3.06pct/-6.13pct，可见光明乳业和新乳业这类区域乳企的毛利率同比增速回正，伊利股份和妙可蓝多受原材料价格上涨、产品结构变化等因素影响毛利率有所回落。
- **竞争趋于理性，费用投放收缩。**2023Q1各乳企控制费用投放，除新乳业外销售费用率均有收缩，伊利股份/光明乳业/新乳业/妙可蓝多销售费用率同比变动-1.07pct/-1.53pct/0.89pct/-0.56pct，管理费用率同比变动0.87pct/0.58pct/-0.84pct/-1.00pct。

● 乳制品主要企业利润率及费用率拆解

| | | 毛利率 | 变动 | 净利率 | 变动 | 销售费用率 | 变动 | 管理费用率 | 变动 |
|--------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2022 | 伊利股份 | 32.26% | 1.64% | 7.59% | -0.34% | 18.60% | 1.14% | 4.34% | 0.52% |
| | 光明乳业 | 18.65% | 0.30% | 1.39% | -0.55% | 12.31% | -0.19% | 3.11% | 0.32% |
| | 新乳业 | 24.26% | -0.28% | 4.54% | -0.47% | 13.56% | 0.21% | 4.04% | -0.41% |
| | 妙可蓝多 | 30.31% | -3.84% | 1.63% | -1.27% | 25.24% | -0.63% | 5.04% | -2.63% |
| 2022Q4 | | 毛利率 | 变动 | 净利率 | 变动 | 销售费用率 | 变动 | 管理费用率 | 变动 |
| | 伊利股份 | 31.15% | 21.09% | 4.33% | 1.33% | 19.00% | 14.30% | 5.14% | 3.36% |
| | 光明乳业 | 19.44% | 15.83% | -0.10% | -3.13% | 12.93% | 15.91% | 3.66% | 0.88% |
| | 新乳业 | 21.72% | -0.41% | 1.83% | -0.76% | 12.09% | -1.66% | 4.42% | -1.33% |
| 2023Q1 | 妙可蓝多 | 33.27% | -5.90% | 0.20% | -2.57% | 30.99% | 1.64% | -0.51% | -8.79% |
| | | 毛利率 | 变动 | 净利率 | 变动 | 销售费用率 | 变动 | 管理费用率 | 变动 |
| | 伊利股份 | 33.77% | -0.67% | 10.85% | -0.50% | 17.07% | -1.07% | 4.19% | 0.87% |
| | 光明乳业 | 19.96% | 0.18% | 3.39% | 0.81% | 11.78% | -1.53% | 3.22% | 0.58% |
| 2023Q1 | 新乳业 | 27.06% | 3.06% | 2.48% | 0.51% | 15.49% | 0.89% | 4.44% | -0.84% |
| | 妙可蓝多 | 32.69% | -6.13% | 3.35% | -2.96% | 24.25% | -0.56% | 5.72% | -1.00% |

资料来源：ifind，平安证券研究所

5.7 乳制品：相关标的

- **伊利股份：**2023年初受经济弱复苏及春节备货提前影响，公司液奶收入同比略有下滑。2023年持续推动新品上市和渠道扩张，有望保障安慕希、金典等重点单品收入稳步向好，奶粉及奶酪方面继续进行渠道下沉扩张抢占市场，有望延续较快增长。根据公司经营规划，23年力争实现营业总收入1355亿元，同比增长10%，利润总额125亿元，同比增长18%。且公司当前处于估值低位，配置价值凸显。维持“推荐”评级。
- **新乳业：**公司发布2023-2027年战略规划，公司将继续以“鲜立方战略”为核心方向，通过做大做强核心业务，努力推动高品质鲜奶产品未来五年复合年均增长率不低于20%，未来五年新品年复合增长率大于10%，负债率未来五年降低10个百分点。23年以来原奶价格持续下行，公司继续锚定低温奶优势产品，公司盈利能力将有所提升。公司内生增长、外延并购双轮驱动，费用投放持续优化，23年预计业绩将实现新增长。建议关注。
- **妙可蓝多：**公司业绩自22年底以来承压，渠道库存管理面临一定挑战，23Q1业绩出现较大下滑，主要是因为产品销售不及预期+原材料价格上涨。公司费用端管理优化效果显著，不断优化经销商质量提升广告投放效率，精简员工薪酬支出，实现销售管理双费递减。公司发布了新品有机奶酪棒和慕思奶酪杯刺激消费者购买需求，形成休闲+餐饮，2B+2C双轮驱动的营销模式，并努力探索新的奶酪大单品促进业绩增长，看好23年下半年公司业绩的触底反弹。维持“推荐”评级。

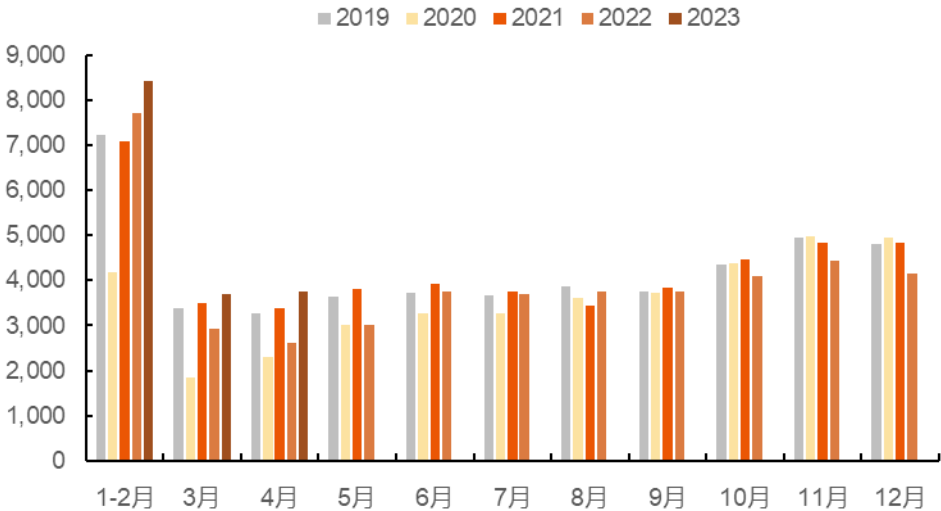
目录 CONTENTS

- 市场回顾：年初至今走势由强转弱，整体低于大盘
- 白酒：板块底部或现，坚守价值主线
- 啤酒：量价齐升，全年维持高景气
- 速冻及烘焙：长期逻辑清晰，看好B端龙头企业
- 乳制品：看好全国性乳企的估值修复，及区域乳企的弹性释放
- 调味品：餐饮渠道修复在途，成本压力缓解
- 投资建议：建议关注需求修复+成本下行+估值优势三条主线

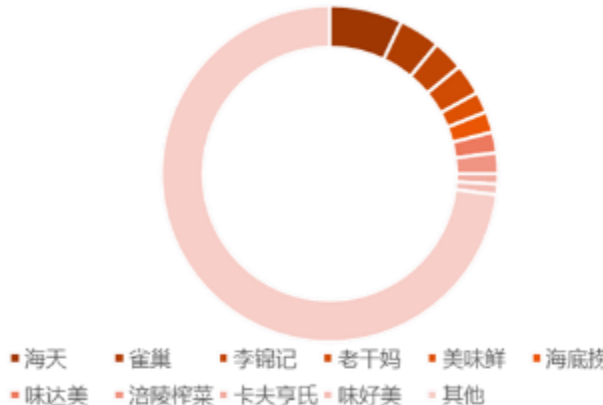
6.1 调味品：行业处于调整期，餐饮复苏有望带动回暖

- 行业调整期，期待餐饮复苏带动回暖。** 目前调味品行业仍处于库存消化阶段，叠加消费复苏由强转弱、社零环比增速下降和CPI增速减缓等宏观经济因素，整体动销情况表现一般。但从23Q1业绩来看，调味品行业企业经营节奏持续向好，多数企业仍保持稳定增长，基本面表现稳定；并且根据五一动销情况反映，消费场景全面恢复，餐饮需求复苏趋势不变，推动调味品库存持续消化，后续餐饮需求复苏提速下，调味品行业有望持续受益。
- 竞争格局分散，市场空间仍具想象力。** 调味品市场竞争格局较为分散，尚未出现垄断性龙头企业，根据欧瑞数据，我国调味品行业市场集中度不断提升，CR10从2010年的25%上升至2020年的28%。行业集中度仍有较大提升空间，龙头企业有望因此受益。同时调味品行业市场空间仍具潜力，根据艾媒咨询，我国调味品行业市场规模自2014年的2595亿元增长至2021年的4594亿元，预计到2027年可增长至10028亿元，2014-2027年CAGR为10.96%。调味品行业发展空间仍大。

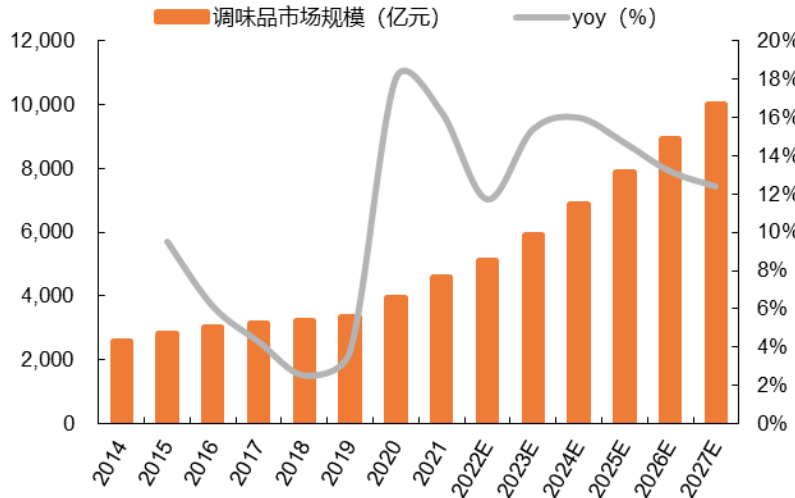
我国社会消费品零售总额餐饮收入（亿元）



我国调味品行业竞争格局较为分散（%）



2014-2027中国调味品行业市场规模及增长率



资料来源：Wind，前瞻产业研究院，Euromonitor，平安证券研究所

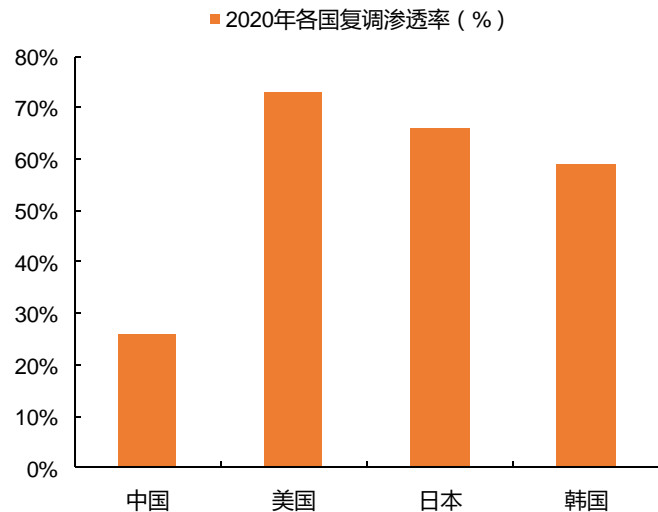
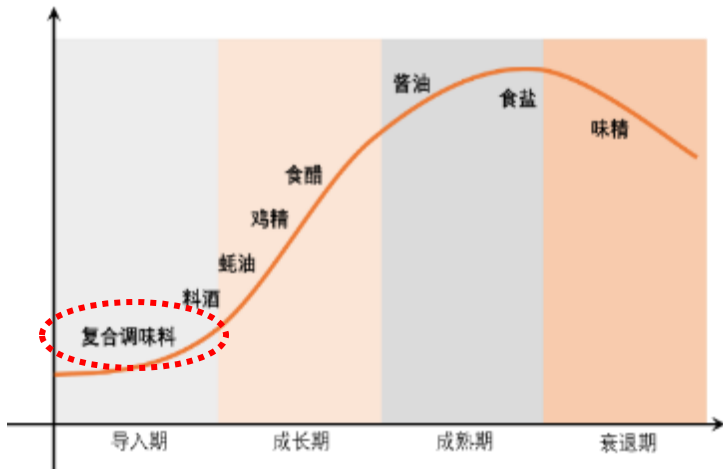
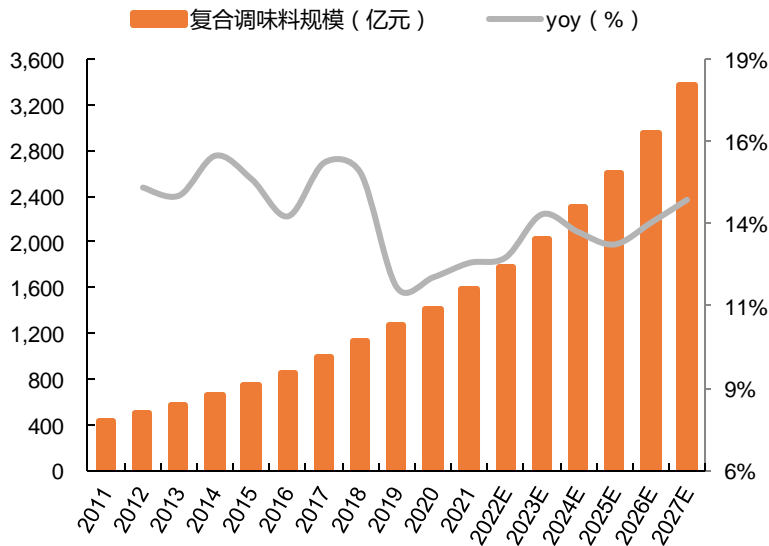
6.2 调味品：复调高增赛道，渗透率加速提升

- **复调高增赛道，市场空间潜力大。**调味品行业正在向“基础调味品-复合调味品”演变。在外食餐饮场景下，复调顺应了终端餐饮连锁化、外卖化趋势，降本增效保持口味一致性，提升烹饪效率实现外卖强时效性。在家庭餐饮场景下，以其便捷性，适应懒人经济，满足家庭消费诉求。根据艾媒咨询统计数据，我国复合调味品行业市场规模从2011年的432亿元增长至2021年的1588亿元，预计2027年达到3367亿元，2011-2027年CAGR为13.69%，明显高于同期调味品行业市场规模增速，复调行业市场空间广阔。
- **行业导入期，渗透率加速提升。**目前复合调味品行业还处于导入期，整体渗透率20%左右，正处于渗透率高速增长的临界点。可预见的是未来伴随着复合调味品的产业演变、消费者认知改变和市场接受度的提高，复合调味品渗透率将在20%提高到40%的阶段中加速渗透，走进寻常百姓家。横向来看，我国复合调味品渗透率相较日韩美等国家仍有较大差距，其中2020年美国复合调味料渗透率高达73%，我国复调渗透率仍有提升空间。

我国复合调味料长期保持双位数增长趋势

复合调味料正处于行业导入期

复调渗透率相较发达国家仍有距离

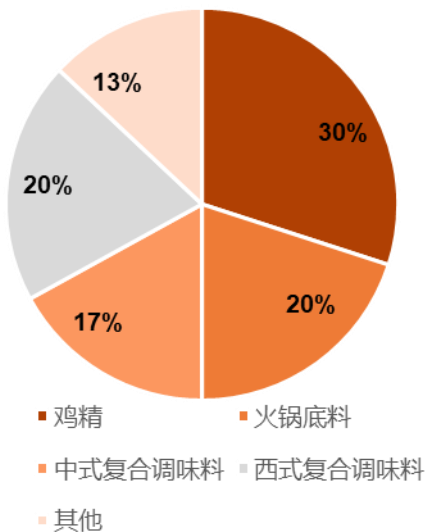


资料来源：前瞻经济学人，华经情报网，华经产业研究院，艾媒咨询，平安证券研究所

6.3 调味品：复调细分品类多，餐饮连锁化推动需求扩容

- 行业集中度低，细分品类赛道多。**目前复合调味料中规模相对较大的细分品类主要有鸡精、火锅调味料、中式复合调味料、西式复合调味料等。其中鸡精品类发展较为成熟，CR5达到85%；火锅调味料CR3达到35%，集中度相对高；中式复合调味料CR3达到8%；西式复合调味料竞争分散，难以计算集中度。整体来看，复调行业竞争格局仍较为分散。虽各细分赛道皆有一定规模企业，但不同品类产品相差较大，不同赛道企业间并不产生直接竞争。定制西式复调品类竞争分散，行业正处于快速成长时期，未来集中度提升将成为行业内龙头公司成长的新动能。
- 餐饮连锁趋势化趋势，推动复调需求端持续扩容。**复调下游直面终端餐饮，但由于我国中餐细分菜系种类较多，制作过程复杂且较为依赖厨师的烹饪手艺，产品标准化存在一定难度，因此我国餐饮行业连锁率较低，但随着人工、原料、租金等成本端的上升，打造餐饮连锁化实现降本增效愈发有必要。疫情之后餐饮连锁化进程加速，终端餐饮竞争激烈，推动复调需求端持续扩容，伴随下半年餐饮复苏确定性加强，复调各细分品类龙头有望受益。

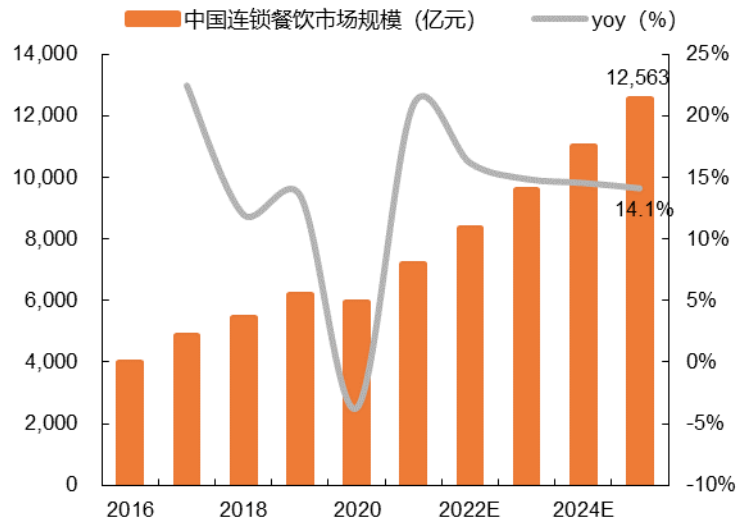
复合调味料细分品类市场规模占比



2021年复和调味品各细分行业情况

| 细分品类 | 2016-2021CAGR | 行业集中度 | 代表产品 | 代表公司 |
|---------|---------------|---------|-----------------|----------------|
| 鸡精 | 14.10% | CR5=85% | 味精替代品 | 太太乐 |
| 火锅调味料 | 13.80% | CR3=35% | 火锅底料、火锅蘸料 | 颐海国际、天味食品、红九九 |
| 中式复合调味料 | 16.50% | CR3=8% | 特定菜式烹饪，如酸菜鱼等 | 天味食品、颐海国际、日辰股份 |
| 西式复合调味料 | 14.00% | 竞争分散 | 西餐番茄酱、沙拉酱、炸鸡裹粉等 | 宝立食品、日辰股份 |

2016-2025E连锁餐饮市场规模及增速



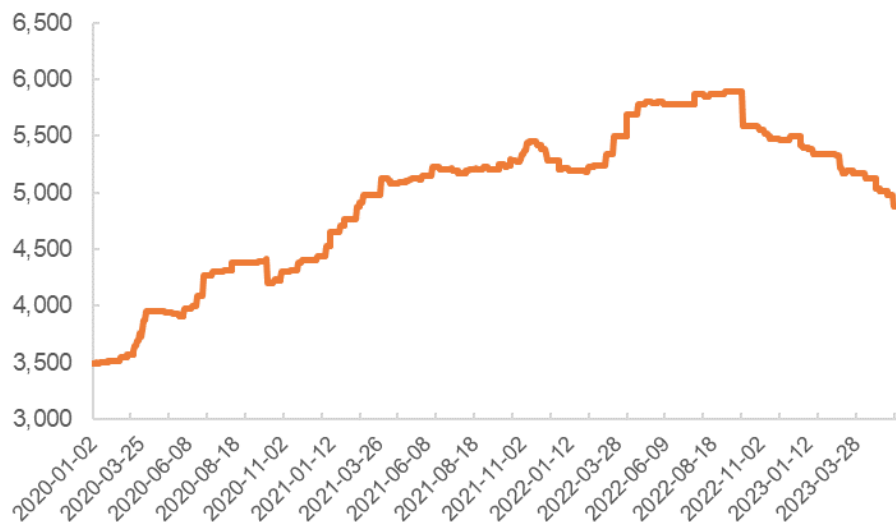
资料来源：前瞻经济学人，华经情报网，华经产业研究院，艾媒咨询，平安证券研究所

6.4 调味品：成本压力缓解，餐饮渠道修复在途

- **主要原材料价格下降，企业盈利能力有望好转。** 成本方面，23年以来大豆价格快速回落，于5月6日到达阶段性最低点4875.79元/吨，同比下降16.06%。另外，油脂及包材价格持续下行，板块成本压力逐步缓解，期待向报表端的持续传导，盈利改善可期。
- **需求弱复苏，仍处于左侧区间。** 需求端来看，23年以来餐饮行业虽在持续复苏，但由于前期库存较高，调味品行业呈现弱复苏，我们判断整体仍处于左侧区间。海天味业/中炬高新/千禾味业/宝立食品营收同比变动-3.17%/1.46%/69.81%/27.20%；归母净利润同比变动-6.20%/-5.53%/162.94%/82.36%。可以看出企业间业绩由于细分领域的不同而呈现分化，零添加品类千禾味业增速较高，西式复调类宝立食品表现亦不俗，而基础调味品龙头海天和中炬仍在调整期。

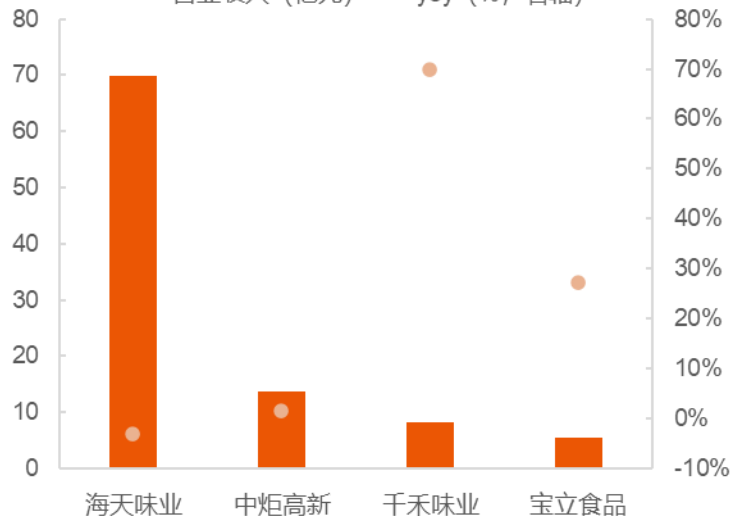
2020-2022大豆价格趋势

— 现货价:大豆:地区均价(元/吨)



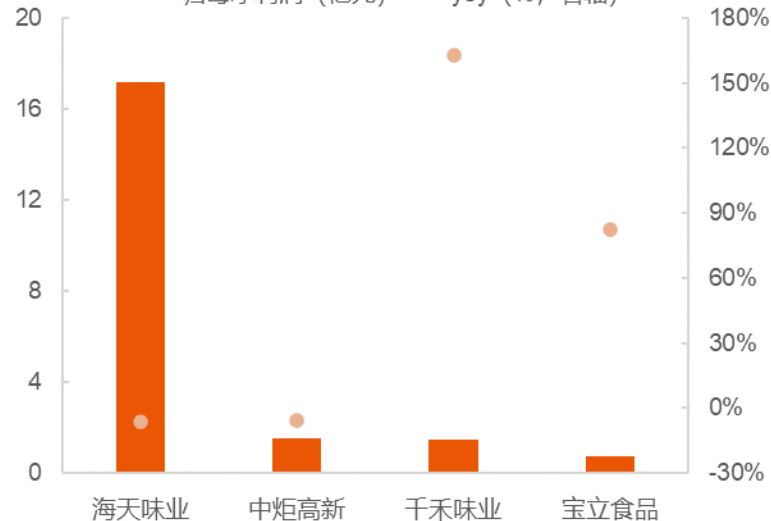
主要企业2023Q1营收及同比增速

■ 营业收入 (亿元) ● yoy (% , 右轴)



主要企业2022Q3归母净利润及同比增速

■ 归母净利润 (亿元) ● yoy (% , 右轴)



资料来源: ifind, 平安证券研究所

6.5 调味品：龙头毛利率及净利率降幅收窄，环比改善

- **成本压力缓解，毛利率改善。** 成本压力的缓解已初步体现在报表端，23Q1海天味业/中炬高新/千禾味业/宝立食品毛利率同比变动-1.24pct/-0.89pct/4.05pct/-0.26pct，除千禾味业外，其他企业毛利率虽同比下降，但降幅已环比收窄，预计后续盈利能力将持续改善。
- **费用收缩，净利率环比提升。** 调味品企业普遍采取费用收缩以改善盈利能力，23Q1主要调味品企业除宝立食品外，销售费用率均出现下行，海天味业/中炬高新/千禾味业分别同比变动-0.20/-0.21/-3.36pct。23Q1海天味业/中炬高新/千禾味业/宝立食品净利率分别变动-0.70pct/-0.87pct/6.28pct/3.11pct，千禾味业表现瞩目，主要系产品结构提振+销售费用率缩减，海天及中炬的净利率也在环比改善。

🕒 调味品主要企业单季度利润率及费率拆解

| | | 毛利率 | 变动 | 净利率 | 变动 | 销售费用率 | 变动 | 管理费用率 | 变动 |
|--------|------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|-------|--------|
| 2022 | 海天味业 | 35.68% | -2.98% | 24.22% | -2.46% | 5.38% | -0.05% | 1.72% | 0.14% |
| | 中炬高新 | 31.70% | -3.17% | -10.38% | -25.71% | 8.85% | 0.79% | 6.06% | 1.09% |
| | 千禾味业 | 36.56% | -3.82% | 14.12% | 2.62% | 13.58% | -6.57% | 2.99% | -0.39% |
| | 宝立食品 | 34.57% | 3.33% | 11.32% | -1.03% | 15.25% | 6.09% | 2.87% | -0.44% |
| 2022Q4 | | 毛利率 | 变动 | 净利率 | 变动 | 销售费用率 | 变动 | 管理费用率 | 变动 |
| | 海天味业 | 34.05% | -4.08% | 23.51% | -4.48% | 5.59% | 1.29% | 1.79% | 0.22% |
| | 中炬高新 | 31.65% | -6.81% | -72.32% | -95.08% | 9.93% | 3.33% | 5.33% | 3.14% |
| | 千禾味业 | 39.76% | 1.88% | 17.74% | 2.03% | 12.46% | -0.27% | 2.87% | -0.67% |
| | 宝立食品 | 32.00% | -1.40% | -4.15% | -1.23% | 21.14% | -2.09% | 6.81% | 0.08% |
| 2023Q1 | | 毛利率 | 变动 | 净利率 | 变动 | 销售费用率 | 变动 | 管理费用率 | 变动 |
| | 海天味业 | 36.93% | -1.24% | 24.69% | -0.70% | 5.23% | -0.20% | 1.61% | 0.26% |
| | 中炬高新 | 31.41% | -0.89% | 11.67% | -0.87% | 8.58% | -0.21% | 6.41% | 1.37% |
| | 千禾味业 | 39.03% | 4.05% | 17.74% | 6.28% | 11.70% | -3.36% | 3.57% | 0.32% |
| | 宝立食品 | 35.09% | -0.26% | 14.54% | 3.11% | 16.10% | 1.89% | 2.50% | 0.17% |

资料来源：ifind，平安证券研究所

6.6 调味品：相关标的

- **海天味业：**产品方面，公司在维持酱油、蚝油及酱类三大核心业务基础上，持续发力食醋、料酒等新品类，借助调味品平台及渠道优势提升市占率。渠道方面，公司增加餐饮渠道费用与SKU投放，不断拓展渠道深度；C端加速零添加产品布局，持续提升产品结构，精简供应商数量。2023作为疫后首年，餐饮端需求的逐步回暖，随着公司不断理顺渠道体系，C端结构持续升级，期待公司基本面迎来拐点。长期来看，公司作为调味品龙头，在品牌/产品/渠道方面竞争优势突出，市场份额加速提升，我们看好公司长期发展。2022年舆论风波帮助提升消费者健康意识，有望加速零添加调味品赛道扩容，海天的产品结构亦有望持续提升。维持“推荐”评级。
- **宝立食品：**公司在B端业务稳健增长的基础上，不断开发新品类满足B端客户要求，维系大B客户，开发助力中小B客户。而对于C端业务，在线上持续高增的同时，公司也在发力线下渠道建设，成立线下团队，推动空刻意面进入零售商超货架，也与O2O平台达成合作，扩宽产品触达面，在B端研发实力背书下，成功开发微波炉意面新品，切入便利店渠道。总体而言，公司依靠稳固的B端客户及意面龙头地位，有望在消费复苏确定性加强的背景下，进入上升通道，业绩增长可期。维持“推荐”评级。
- **千禾味业：**公司积极把握零添加市场机会，持续强化健康的品牌标签，23Q1主要产品品类均实现业绩增长，其中零添加酱油品类增速远高于酱油大盘增速。此外公司加快传统渠道招商铺货，西部大本营市场实现稳定增速的同时积极拓展其他区域，东部/中部/北部市场反馈积极。公司23年Q1销售费用同比减少3.4pct，降幅较大可见公司充分提高销售资金使用效率，促进费用结构持续优化，我们看好公司不断提升运营效率和渠道竞争力，丰富产品矩阵，因地制宜提升公司核心竞争力。建议关注。



目录 CONTENTS

- 市场回顾：年初至今走势由强转弱，整体低于大盘
- 白酒：板块底部或现，坚守价值主线
- 啤酒：量价齐升，全年维持高景气
- 速冻及烘焙：长期逻辑清晰，看好B端龙头企业
- 乳制品：看好全国性乳企的估值修复，及区域乳企的弹性释放
- 调味品：餐饮渠道修复在途，成本压力缓解
- 投资建议：建议关注需求修复+成本下行+估值优势三条主线

7.1 投资建议：建议关注需求修复+成本下行+估值优势三条主线

➤ 投资主线：

展望全年，我们认为随着居民收入和信心的恢复，消费复苏将呈现前低后高的节奏，建议关注需求修复+成本下行+估值优势三条主线，维持食品饮料“强于大市”评级。

1) 需求复苏且业绩确定性强的板块，如白酒、啤酒：

白酒：板块底部或现，坚守价值主线。白酒具备穿越周期的能力，建议立足长期战略布局，推荐关注两条主线，一是需求坚挺的高端及次高端酒企，推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、舍得酒业；二是经济相对强劲的苏皖区域龙头酒企，推荐古井贡酒、今世缘、洋河股份。

啤酒：量价齐升，全年维持高景气。随着消费场景恢复，加上高温旺季来临以及基数效应，我们预计啤酒行业全年有望维持高景气，同时今年成本端预计持续下行，行业盈利能力有望得到改善。中长期在消费升级背景下，啤酒高端化趋势仍将延续，看好板块性机会，推荐重庆啤酒，建议关注青岛啤酒、燕京啤酒。

2) 受益成本下行盈利能力改善的板块，如速冻及烘焙、调味品：

速冻及烘焙：长期逻辑清晰，看好B端龙头企业。速冻食品、预制菜、冷冻烘焙行业空间广阔，长期逻辑清晰；同时下游餐饮行业景气度正在逐渐改善，B端需求随之恢复。推荐安井食品、千味央厨；建议关注立高食品。

调味品：餐饮渠道修复在途，成本压力缓解。随着后续需求改善和成本下行，以及零添加产品和复合调味料产品带来的结构改善，板块业绩有望逐季改善。推荐海天味业、宝立食品，建议关注千禾味业。

3) 具备估值优势且竞争格局不断改善的板块，如乳制品：

乳制品：看好全国性乳企的估值修复，及区域乳企的弹性释放。我们看好全国性乳企的估值修复，及区域乳企的盈利能力提升。推荐伊利股份、妙可蓝多，建议关注新乳业。

7.2 投资建议：重点公司盈利预测

| 证券代码 | 公司名称 | 收盘价 (元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | | 评级 |
|-----------|------|---------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|----|
| | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2024E | |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 1755.00 | 49.93 | 58.15 | 67.21 | 35.2 | 30.2 | 26.1 | 推荐 |
| 000858.SZ | 五粮液 | 182.00 | 6.88 | 7.77 | 8.71 | 26.5 | 23.4 | 20.9 | 推荐 |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 219.57 | 6.64 | 8.50 | 10.77 | 33.1 | 25.8 | 20.4 | 推荐 |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 230.50 | 7.04 | 8.87 | 10.82 | 32.7 | 26.0 | 21.3 | 推荐 |
| 002304.SZ | 洋河股份 | 144.50 | 6.22 | 7.29 | 8.47 | 23.2 | 19.8 | 17.1 | 推荐 |
| 000596.SZ | 古井贡酒 | 267.61 | 5.95 | 7.24 | 9.02 | 45.0 | 37.0 | 29.7 | 推荐 |
| 603369.SH | 今世缘 | 59.37 | 2.00 | 2.49 | 3.09 | 29.8 | 23.8 | 19.2 | 推荐 |
| 600702.SH | 舍得酒业 | 144.08 | 5.06 | 6.55 | 8.59 | 28.5 | 22.0 | 16.8 | 推荐 |
| 600600.SH | 青岛啤酒 | 104.96 | 2.72 | 3.27 | 3.85 | 38.6 | 32.1 | 27.3 | / |
| 600132.SH | 重庆啤酒 | 102.00 | 2.61 | 3.35 | 3.88 | 39.1 | 30.5 | 26.3 | 推荐 |
| 000729.SZ | 燕京啤酒 | 13.09 | 0.12 | 0.21 | 0.30 | 104.7 | 62.9 | 44.2 | / |
| 603345.SH | 安井食品 | 161.52 | 3.75 | 4.90 | 6.14 | 43.0 | 33.0 | 26.3 | 推荐 |
| 001215.SZ | 千味央厨 | 72.88 | 1.18 | 1.54 | 2.04 | 61.9 | 47.5 | 35.7 | 推荐 |
| 300973.SZ | 立高食品 | 72.40 | 0.85 | 1.84 | 2.62 | 85.3 | 39.4 | 27.7 | / |
| 603288.SH | 海天味业 | 51.08 | 1.11 | 1.23 | 1.45 | 45.8 | 41.6 | 35.2 | 推荐 |
| 603027.SH | 千禾味业 | 22.03 | 0.36 | 0.52 | 0.67 | 61.8 | 42.1 | 33.0 | / |
| 603170.SH | 宝立食品 | 22.07 | 0.54 | 0.69 | 0.87 | 41.1 | 32.1 | 25.4 | 推荐 |
| 600887.SH | 伊利股份 | 29.30 | 1.48 | 1.97 | 2.27 | 19.8 | 14.9 | 12.9 | 推荐 |
| 002946.SZ | 新乳业 | 16.35 | 0.42 | 0.59 | 0.75 | 39.2 | 27.7 | 21.8 | / |

风险提示

➤ 风险提示：

- 1) **宏观经济波动影响：**白酒等子行业受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；
- 2) **消费复苏不及预期：**宏观经济增速放缓下，国民收入和就业都受到一定影响，短期内居民消费能力及意愿复苏可能不及预期，从而影响消费板块复苏。
- 3) **食品安全问题：**食品安全关乎消费者人身安全，是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响，行业恢复或将需要较长时间；
- 4) **原材料波动影响：**食品行业能通过提价一定程度上缓解原材料上涨的影响，但原材料上涨过大将影响行业毛利率情况；
- 5) **行业竞争加剧风险：**竞争格局恶化可能会影响食品饮料行业的价格体系，对行业造成不良影响。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。