

左侧机遇，结构化机遇

——食品饮料行业 2023 年中期策略报告

报告要点：

● 饮食视角看消费环境：消费逐步复苏，饮食韧性强大

1) 消费环境逐步改善：GDP（现价）方面，22A 同增 5.8%，23Q1 同增 5.5%；M2 方面，22A 同增 11.8%，23Q1 同增 12.7%；社零方面，22A 同减 0.2%，23Q1 同增 5.8%，23 年 1-5 月同增 9.3%，社会消费环境正在逐步改善。

2) 饮食行业成长韧性强：22A/23Q1，饮食行业（A 股）收入增速为 7.5%/10.7%，业绩增速为 12.3%/18.2%，可以看到，虽然存在压力，但饮食行业消费同样正在逐步改善，成长韧性强。

3) 当前是饮食行业左侧配置窗口：截至 6 月 30 日，饮食行业 PE（TTM）估值为 30.1 倍，处于过去 3 年/10 年的 5%/28%分位水平，这个水平，结合饮食行业的成长韧性，我们认为属于不合理低价，正是饮食行业左侧配置窗口。

● 白酒：高端“高胜率”，次高端“重在地利、人和”

1) 高端白酒方面，当前确定性强、胜率高，动销较好、库存水平较低、打款较积极。次高端白酒方面，在消费逐步复苏背景下，渠道库存有所增加，部分次高端单品批价有所回调，此时正是具备核心竞争力酒企扩大份额的良机，也是经济强势区域酒企巩固壁垒的良机。2) 白酒板块整体，2022 年总收入/业绩同比+15.1%/+20.3%，23Q1 同比+15.5%/+19.2%。推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、迎驾贡酒、山西汾酒、古井贡酒、口子窖、华致酒行等。

● 乳业：买赠促销趋于理性，逐季上行可期

1) 由于乳业的原奶生产与产品保质期特性，导致对于消费场景波动的敏感性更大，因此在 22Q3-22Q4 期间创造更低的估值位置，但随着原奶价回落（6 月底原奶价 3.8 元/kg，同比-8.0%），乳企买赠促销趋于理性，乳业逐季上行可期。2) 乳品板块，2022 年总收入/业绩同比+7.1%/-2.6%，23Q1 同比+5.7%/+2.0%。推荐伊利股份、新乳业、中国飞鹤、嘉必优等。

● 啤酒：现饮快速复苏，高端化加速

1) 随着啤酒行业旺季来临，啤酒现饮渠道快速复苏，叠加各地啤酒节频繁举办，带动现饮渠道主销的中高端产品销售；以青啤为例，纯生/白啤动销优于经典、经典动销优于崂山，啤酒行业高端化加速；在 1-5 月淡季不淡之后，6-8 月旺季动销有望优于市场预期，同时，包材、大麦等价格已呈下行趋势。2) 啤酒板块，2022 年总收入/业绩同比+7.3%/+13.0%，23Q1 总收入/业绩同比+13.0%/+29.8%。推荐青岛啤酒、重庆啤酒等。

● 餐饮供应链：餐饮基本盘逐步修复，利好供应链

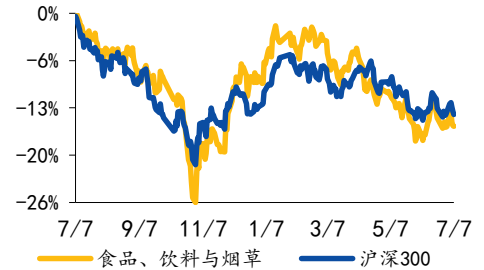
1) 餐饮行业，1-5 月整体实现收入 2.0 万亿元，同比+22.6%，同时较 2021 年增长 12.2%，随着社会餐饮消费基本盘的修复，餐饮供应链各条线均逐步改善。2) 调味品，推荐海天味业等；餐饮连锁，推荐绝味食品、紫燕食品、五芳斋等；肉品及预制菜，推荐安井食品、双汇发展等；零食，推荐三只松鼠等。

● 风险提示

消费场景波动风险、原材料价格波动风险、政策调整风险。

推荐|维持

过去一年市场行情



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

相关研究报告

《国元证券行业研究-食品饮料行业年度策略报告：黎明微光，枕戈待旦》2022.11.17

《国元证券行业研究-食品饮料 2022 年三季报总结：抗压成长，饮食性价比凸显》2022.11.08

报告作者

分析师 邓晖
执业证书编号 S0020522030002
电话 021-51097188
邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊
执业证书编号 S0020522090001
电话 021-51097188
邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

分析师 袁帆
执业证书编号 S0020522110001
电话 021-51097188
邮箱 yuanfan@gyzq.com.cn

联系人 单蕾
电话 021-51097188
邮箱 shanlei@gyzq.com.cn

目 录

1. 餐饮视角看消费环境：消费逐步复苏，餐饮韧性强大	5
1.1 经济层面：餐饮社零增速领先	5
1.2 餐饮行业基本面：基本面修复中，Q1 增速环比提升	6
1.3 估值水平：餐饮 PE (TTM) 30 倍，处于近 3 年估值低位	8
1.4 基金重仓：餐饮左侧机会增加，基金超配比例提升	9
2. 白酒：高端“高胜率”，次高端“重在地利、人和”	10
2.1 白酒板块：引领餐饮行业增长	10
2.2 强者愈强，高端酒、强区域次高端酒增长确定性强	11
3. 乳业：买赠促销趋于理性，逐季上行可期	14
3.1 乳品板块：利润率逐步修复	15
3.2 乳品市场规模约 6,000 亿，蕴藏机遇	15
4. 啤酒：现饮快速复苏，高端化加速	18
4.1 啤酒板块：高端化逻辑不变，盈利能力持续提升	19
4.2 现饮渠道复苏，成本迎来向下拐点	19
5. 餐饮供应链：餐饮基本盘逐步修复，利好供应链	22
5.1 餐饮复苏，Q1 餐饮供应链业绩现改善	22
5.2 调味品：餐饮持续复苏中，行业去库存有望加速	24
5.3 卤制品：成本压力减弱，毛利率改善	24
5.4 肉制品及预制菜：餐饮复苏，预制菜从休闲到餐桌，空间可期	25
5.5 零食：消费复苏，量贩式零食快速发展	26
5.6 烘焙食品：消费复苏，增长有望加速	27
6. 重点公司盈利预测及估值	29
7. 风险提示	29

图表目录

图 1：我国 GDP 及增速（万亿元，%）	5
图 2：我国人均 GDP、分省人均 GDP 及增速	6
图 3：我国社零总额及粮油、食品、饮料、烟酒零售额当月同比增速（%） ...	6
图 4：食品饮料板块总收入及增速	7
图 5：食品饮料板块单季度总收入及同比增速	7
图 6：食品饮料板块归母净利及增速	7
图 7：食品饮料板块单季度归母净利及同比增速	7
图 8：食品饮料板块毛利率及净利率	7
图 9：食品饮料板块单季度毛利率及净利率	7
图 10：食品饮料板块市盈率（TTM）	8
图 11：食品饮料行业基金重仓占比	9
图 12：食品饮料行业基金超配比率（PCT）	9
图 13：白酒板块总收入、归母净利及增速	11

图 14: 白酒板块单季度总收入、归母净利及同比增速	11
图 15: 白酒板块毛利率及净利率	11
图 16: 白酒板块单季度毛利率及净利率	11
图 17: 我国白酒行业收入、利润及增速	12
图 18: 我国白酒行业利润率 (%)	12
图 19: 我国白酒年产量及增速	12
图 20: 不同档次白酒均价变化 (%)	12
图 21: 白酒板块合同负债及同比增速	12
图 22: 华致酒行单季度收入增速及存货周转天数	12
图 23: 高端白酒核心大单品批价 (元/瓶)	13
图 24: 次高端白酒核心大单品批价 (元/瓶)	13
图 25: 白酒经销商反馈 2023 年三个时点白酒消费量变化	13
图 26: 白酒经销商反馈 2023 年 1-5 月现金流、库存变化	13
图 27: 中国白酒行业 CR5 趋势 (%)	13
图 28: 乳品板块总收入、归母净利及增速	15
图 29: 乳品板块单季度总收入、归母净利及同比增速	15
图 30: 乳品板块毛利率及净利率	15
图 31: 乳品板块单季度毛利率及净利率	15
图 32: 我国乳品市场空间及增速	16
图 33: 乳业产业链细分市场规规模及增速 (亿元, %)	16
图 34: 我国白奶量价增速情况 (%)	16
图 35: 我国低温鲜奶量价增速情况 (%)	16
图 36: 我国进口大包粉平均单价 (美元/吨)	16
图 37: 我国原奶价格 (元/公斤)	16
图 38: 乳品板块销售费用及销售费用率	17
图 39: 乳品板块单季度销售费用及销售费用率	17
图 40: 各国人均乳品消费量对比 (kg/人/年, 2020 年)	17
图 41: 我国奶类人均消费量 (kg/人/年)	17
图 42: 中国常温白奶行业竞争格局 (2022 年)	18
图 43: 中国酸奶行业竞争格局 (2022 年)	18
图 44: 中国低温鲜奶行业竞争格局 (2022 年)	18
图 45: 中国奶粉行业竞争格局 (2022 年)	18
图 46: 啤酒板块总收入、归母净利及增速	19
图 47: 啤酒板块单季度总收入、归母净利及同比增速	19
图 48: 啤酒板块毛利率及净利率	19
图 49: 啤酒板块单季度毛利率及净利率	19
图 50: 全国规上啤酒企业收入、利润总额及增速	20
图 51: 全国规上啤酒企业酿酒总产量及增速 (万千升, %)	20
图 52: 中国 36 大中城市啤酒平均价格 (元)	20
图 53: 我国规上啤酒企业平均出厂单价	20
图 54: 中国高端啤酒销售主要以餐饮渠道为主 (万千升)	21
图 55: 中国实惠及主流啤酒销售主要是零售渠道 (万千升)	21

图 56: 中国前六大啤酒厂商市占率(%, 出厂额口径)	21
图 57: 我国大麦进口平均价格(美元/吨)	22
图 58: 我国小麦市场价格(元/吨)	22
图 59: 我国啤酒行业主要包材价格(元/吨)	22
图 60: 中国餐饮收入同比增速情况(%)	23
图 61: 餐饮供应链收入及增速情况(亿元, %)	23
图 62: 餐饮供应链归母净利及增速情况(亿元, %)	23
图 63: 餐饮供应链毛利率情况(%)	23
图 64: 餐饮供应链净利率情况(%)	23
图 65: 山东毛鸭平均价格(元/斤)	25
图 66: 我国猪肉价格波动(元/斤)	25
图 67: 中国生猪存栏及能繁母猪存栏数(万头)	26
图 68: 中国能繁母猪存栏数同比及环比变动(%)	26
图 69: 中国预制菜行业市场规模及增速	26
图 70: 中国休闲零食行业市场规模及增速	27
图 71: 中国面粉平均批发价格(元/斤)	28
图 72: 中国烘焙行业市场规模	28
图 73: 2019 年全球主要国家烘焙行业 CR5 对比(%)	28
表 1: 食品饮料板块及其子板块市值、市盈率(截至 23/6/30)	8
表 2: 食品饮料细分板块基金重仓占比	9
表 3: 食品饮料细分板块基金超配比率(PCT)	10
表 4: 核心白酒公司业绩目标情况	14
表 5: 调味品主要原材料价格波动情况	24
表 6: 重点公司估值表	29

1. 餐饮视角看消费环境：消费逐步复苏，餐饮韧性强大

1) 消费环境逐步改善：GDP（现价）方面，22A 同增 5.8%，23Q1 同增 5.5%；M2 方面，22A 同增 11.8%，23Q1 同增 12.7%；社零方面，22A 同减 0.2%，23Q1 同增 5.8%，23 年 1-5 月同增 9.3%，社会消费环境正在逐步改善。

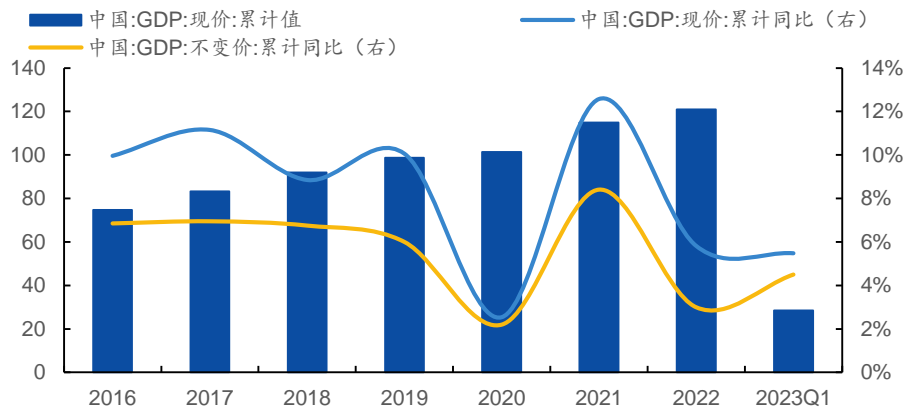
2) 餐饮行业成长韧性强：22A/23Q1，餐饮行业（A 股）收入增速为 7.5%/10.7%，业绩增速为 12.3%/18.2%，可以看到，虽然存在压力，但餐饮行业消费同样正在逐步改善，成长韧性强。

3) 当前是餐饮行业左侧配置窗口：截至 6 月 30 日，餐饮行业 PE（TTM）估值为 30.1 倍，处于过去 3 年/10 年的 5%/28%分位水平，这个水平，结合餐饮行业的成长韧性，我们认为属于不合理低价，正是餐饮行业左侧配置窗口。

1.1 经济层面：餐饮社零增速领先

23Q1 我国 GDP 同增 5.48%。2022 年，我国 GDP（现价）为 121.02 万亿元，同比增加 5.82%，以 GDP 不变价计算同比增长 3.00%；23Q1，我国 GDP（现价）为 28.50 万亿元，同比增长 5.48%，以 GDP 不变价计算同比增长 4.50%。

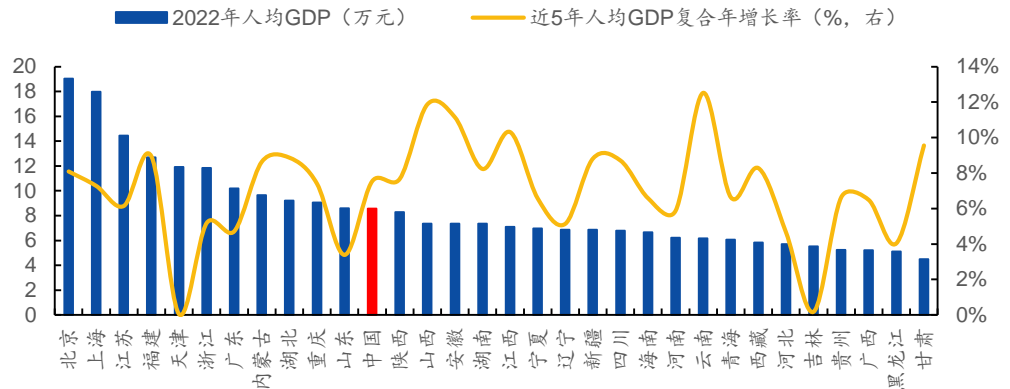
图 1：我国 GDP 及增速（万亿元，%）



资料来源：Wind、Iifind、国家统计局、国元证券研究所整理

人均 GDP 持续提升。2022 年，我国全国人均 GDP 达 8.57 万元，其中北京、上海、江苏、福建、天津五省（市）人均 GDP 位列前五，分别为 19.03、17.99、14.44、12.68、11.92 万元。从人均 GDP 近 5 年的年复合增速来看，云南、山西、安徽、江西、甘肃增速领先，分别为 12.52%、11.86%、11.14%、10.31%、9.55%。

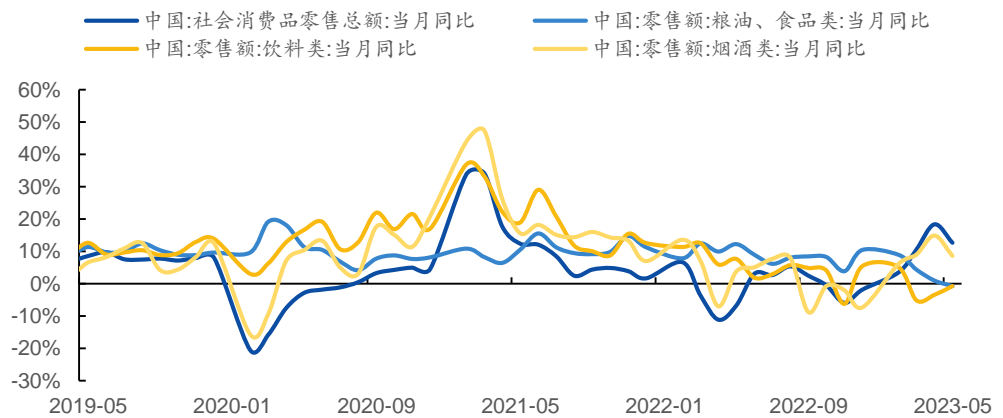
图 2：我国人均 GDP、分省人均 GDP 及增速



资料来源：Wind、Iifind、国家统计局、国元证券研究所整理

2022 年，食饮社零增速高于整体社零增速。2022 年，我国社会消费品零售总额共 43.97 万亿元，同比下降 0.2%，其中“粮油、食品类”、饮料类、烟酒类零售额分别为 1.87、0.30、0.50 万亿元，占社零总额比例分别为 4.25%、0.69%、1.15%，零售额同比增速分别为 8.7%、5.3%、2.3%。2023 年前 5 月，我国社零总额同比增长 9.30%，“粮油、食品类”、饮料类、烟酒类零售额同比增长 4.70%、0.40%、8.30%。

图 3：我国社零总额及粮油、食品、饮料、烟酒零售额当月同比增速 (%)

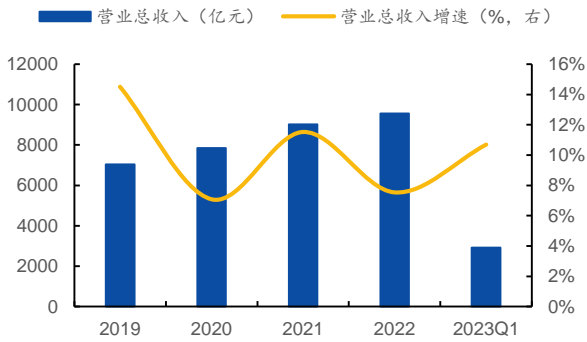


资料来源：Wind、Iifind、国家统计局、国元证券研究所整理

1.2 食品饮料行业基本面：基本面修复中，Q1 增速环比提升

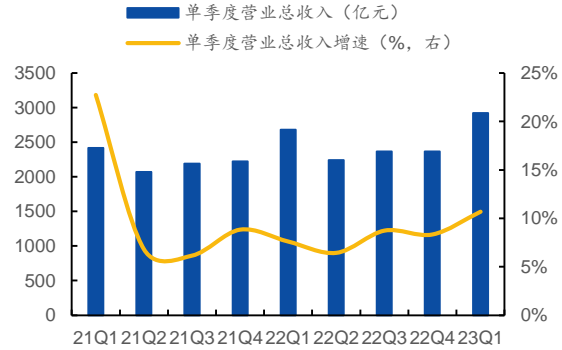
Q1 增速环比提升。我们使用 SW 食品饮料指数作为样本（下同），研究食品饮料行业各板块 2022 年及 2023 年一季度情况。2022 年，食品饮料板块上市公司实现总收入 9,565 亿元，同比+7.54%，归母净利 1,754 亿元，同比+12.34%。23Q1，食品饮料板块上市公司总收入同比+10.68%，增速环比提升（22Q4 同比+8.33%），归母净利同比+18.24%，增速环比提升（22Q4 同比+11.80%）。

图 4：食品饮料板块总收入及增速



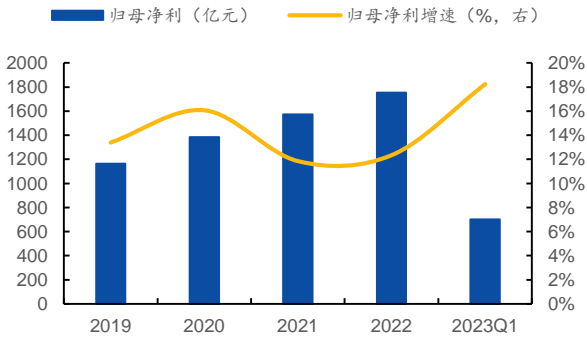
资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 5：食品饮料板块单季度总收入及同比增速



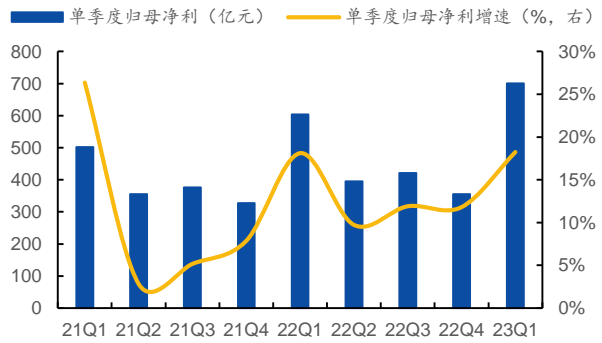
资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 6：食品饮料板块归母净利及增速



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

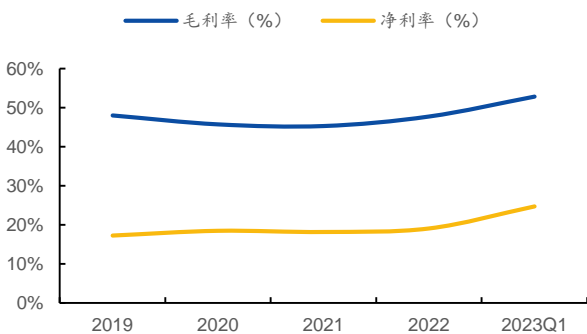
图 7：食品饮料板块单季度归母净利及同比增速



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

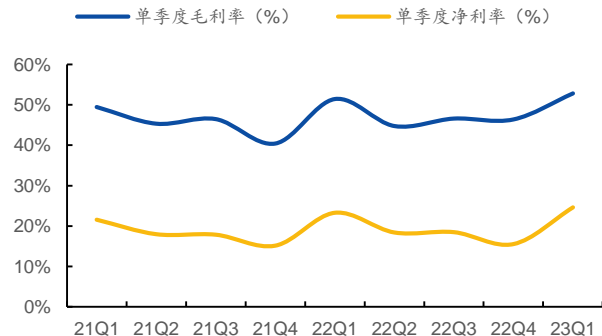
盈利能力提升。2022 年，食品饮料板块上市公司平均毛利率（整体法）为 47.68%，同比+2.44pct，净利率为 19.05%，同比+0.90pct；23Q1 食品饮料板块上市公司平均毛利率（整体法）为 52.79%，同比+1.40pct，净利率为 24.66%，同比+1.34pct。

图 8：食品饮料板块毛利率及净利率



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 9：食品饮料板块单季度毛利率及净利率

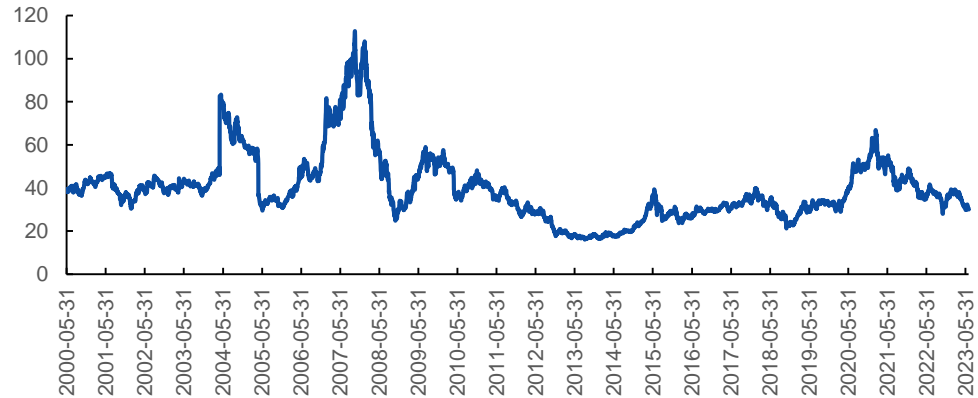


资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

1.3 估值水平：食饮 PE (TTM) 30 倍，处于近 3 年估值低位

食饮 PE (TTM) 估值 30 倍，处于近 3 年估值低位。截至 2023 年 6 月 30 日，食品饮料行业整体市值 55,876 亿元，PE (TTM) 估值为 30.07 倍，处于过去 3 年估值区间的 5%分位水平。

图 10：食品饮料板块市盈率 (TTM)



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

白酒、啤酒、乳品、肉制品、调味发酵品估值处于低位。细分板块看，白酒板块 PE (TTM) 估值为 28.56 倍，处于近 3 年估值区间的 5%分位水平；啤酒板块 PE (TTM) /近 3 年分位水平分别为 38.97 倍/10%，乳品板块 PE (TTM) /近 3 年分位水平分别为 26.51 倍/5%，调味发酵品板块 PE (TTM) /近 3 年分位水平分别为 45.84 倍/11%，肉制品板块 PE (TTM) /近 3 年分位水平分别为 16.86 倍/10%。

表 1：食品饮料板块及其子板块市值、市盈率（截至 23/6/30）

序号	板块	总市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	近 3 年最低市盈率 (TTM)	近 3 年最高市盈率 (TTM)	目前估值所处近 3 年分位 水平
1	食品饮料	55,876	30.07	28.07	66.88	5%
2	白酒	39,592	28.56	26.37	71.31	5%
3	调味发酵品	4,214	45.84	38.91	104.27	11%
4	乳品	2,808	26.51	24.96	53.25	5%
5	啤酒	2,216	38.97	32.84	91.78	10%
6	软饮料	1,413	29.51	19.82	49.20	33%
7	肉制品	1,223	16.86	14.61	37.34	10%
8	其他酒类	934	273.06	46.99	312.37	85%
9	预加工食品	897	31.26	13.19	53.45	45%
10	零食	858	40.44	17.31	51.51	68%
11	保健品	676	31.15	22.92	37.33	57%
12	烘焙食品	653	33.87	25.12	42.04	52%
13	卤制品	393	71.41	21.84	105.54	59%

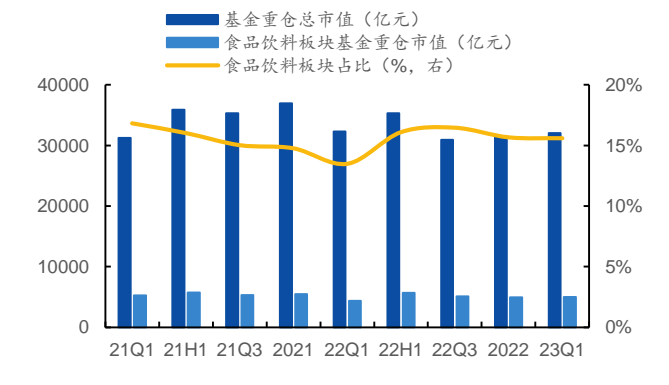
资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

注：预加工食品为 2021 年 1 月 1 日至今的最高、最低市盈率，分位水平根据 2021 年 1 月 1 日至今数据计算；零食、烘焙食品、卤制品为 2021 年 7 月 30 日至今的最高、最低市盈率，分位水平根据 2021 年 7 月 30 日至今数据计算。

1.4 基金重仓：食饮左侧机会增加，基金超配比例提升

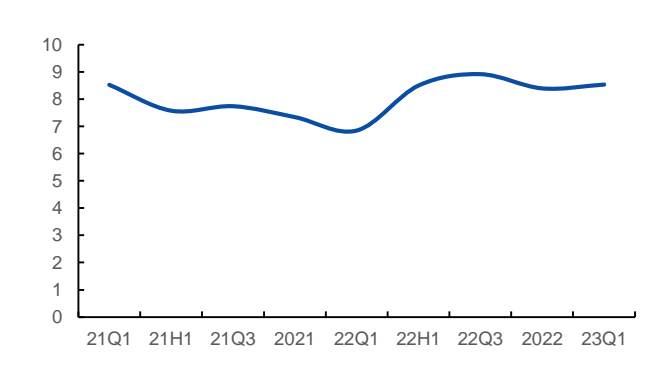
食品饮料行业基金重仓占比 15.60%。截至 23Q1 末，食品饮料行业基金重仓总市值为 4999.64 亿元，占基金总重仓的比例为 15.60%，同比+2.12pct，环比-0.07pct；食品饮料行业基金超配比率为 8.54pct，同比+1.69pct，环比+0.14pct。

图 11：食品饮料行业基金重仓占比



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

图 12：食品饮料行业基金超配比率 (PCT)



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

白酒、啤酒基金重仓占比提升明显。截至 23Q1，食品饮料细分板块中，白酒（13.20%，同比+1.96pct，环比+0.06pct）、啤酒（0.89%，同比+0.36pct，环比+0.10pct）、零食（0.10%，同比+0.05pct，环比+0.02pct）、烘焙食品（0.04%，同比+0.03pct，环比+0.01pct）多个重点板块在基金重仓中的占比环比提升。

表 2：食品饮料细分板块基金重仓占比

序号	行业	21Q1	21H1	21Q3	2021	22Q1	22H1	22Q3	2022	23Q1
1	白酒	14.27%	13.61%	12.46%	12.36%	11.24%	13.61%	13.92%	13.14%	13.20%
2	啤酒	0.26%	0.53%	0.57%	0.69%	0.53%	0.67%	0.90%	0.79%	0.89%
3	乳品	1.14%	0.80%	1.00%	0.96%	1.01%	0.88%	0.79%	0.65%	0.53%
4	预加工食品	0.22%	0.22%	0.17%	0.07%	0.10%	0.22%	0.25%	0.26%	0.23%
5	调味发酵品III	0.21%	0.15%	0.25%	0.26%	0.19%	0.24%	0.20%	0.27%	0.21%
6	其他酒类	0.25%	0.37%	0.29%	0.14%	0.09%	0.10%	0.11%	0.18%	0.18%
7	卤制品	0.17%	0.15%	0.15%	0.08%	0.02%	0.05%	0.08%	0.11%	0.03%
8	肉制品	0.17%	0.04%	0.03%	0.05%	0.11%	0.08%	0.07%	0.04%	0.07%
9	软饮料	0.01%	0.02%	0.04%	0.06%	0.03%	0.05%	0.05%	0.07%	0.07%
10	零食	0.02%	0.01%	0.01%	0.04%	0.05%	0.03%	0.04%	0.08%	0.10%
11	保健品	0.04%	0.04%	0.02%	0.02%	0.03%	0.03%	0.04%	0.05%	0.05%
12	烘焙食品	0.02%	0.03%	0.03%	0.02%	0.01%	0.03%	0.03%	0.03%	0.04%
13	食品及饲料添加剂	0.04%	0.03%	0.00%	0.00%	0.06%	0.10%	-	-	-
14	其他农产品加工	0.01%	0.01%	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

表 3：食品饮料细分板块基金超配比率（PCT）

序号	行业	21Q1	21H1	21Q3	2021	22Q1	22H1	22Q3	2022	23Q1
1	白酒	8.98	8.22	8.11	7.15	5.84	7.73	7.96	8.07	8.92
2	啤酒	0.00	0.26	0.37	0.45	0.30	0.37	0.65	0.51	0.66
3	乳品	0.78	0.39	0.62	0.55	0.60	0.51	0.36	0.28	0.22
4	预加工食品	0.12	0.12	0.09	-0.03	0.00	0.22	0.25	0.14	0.13
5	调味发酵品III	-0.44	-0.54	-0.34	-0.43	-0.57	-0.50	-0.61	-0.38	-0.27
6	其他酒类	0.16	0.27	0.21	0.04	-0.04	-0.06	-0.03	0.07	0.08
7	卤制品	0.11	0.11	0.11	0.02	-0.03	-	-	0.04	-0.01
8	肉制品	0.02	-0.11	-0.12	-0.10	-0.03	-0.09	-0.15	-0.11	-0.07
9	软饮料	-0.13	-0.13	-0.09	-0.10	-0.16	-0.16	-0.04	-0.09	-0.08
10	零食	-0.07	-0.08	-0.07	-0.07	-0.05	-	-	-0.04	0.00
11	保健品	-0.03	-0.03	-0.06	-0.06	-0.06	0.03	0.03	-0.03	-0.02
12	烘焙食品	-0.06	-0.05	-0.05	-0.08	-0.09	-	-	-0.06	-0.04

资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

2.白酒：高端“高胜率”，次高端“重在地利、人和”

1) 高端白酒方面，当前确定性强、胜率高，动销较好、库存水平较低、打款较积极。次高端白酒方面，在消费逐步复苏背景下，渠道库存有所增加，部分次高端单品批价有所回调，此时正是具备核心竞争力酒企扩大份额的良机，也是经济强势区域酒企巩固壁垒的良机。

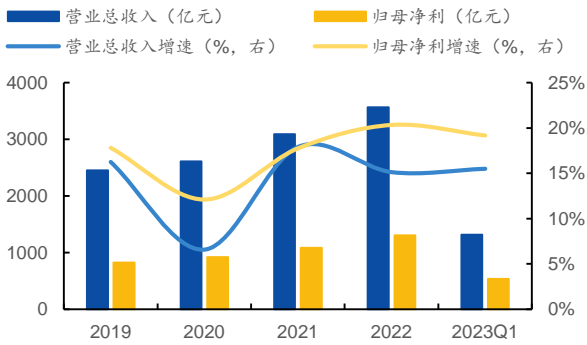
2) 白酒板块整体，2022 年总收入/业绩同比+15.1%/+20.3%，23Q1 同比+15.5%/+19.2%。推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、迎驾贡酒、山西汾酒、古井贡酒、口子窖、华致酒行等。

2.1 白酒板块：引领食品饮料行业增长

白酒板块引领食品饮料行业增长。2022 年，白酒板块总收入/业绩同比+15.12%/+20.32%，23Q1 同比+15.49%/+19.16%，引领食品饮料行业增长。

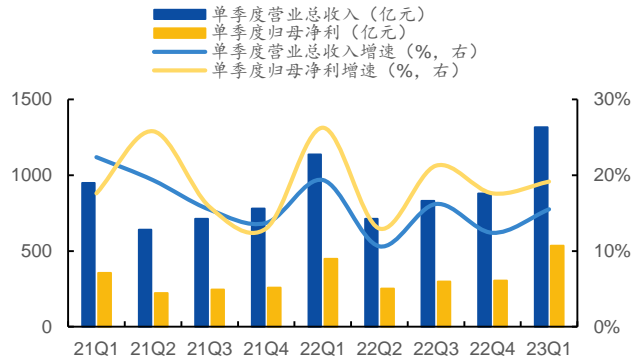
盈利能力持续提升。2022 年，白酒板块平均毛利率/净利率分别为 80.14%/38.17%，同比+1.30/+1.21pct，23Q1 毛利率/净利率分别为 80.74%/41.94%，同比+0.49/+0.93pct。

图 13: 白酒板块总收入、归母净利润及增速



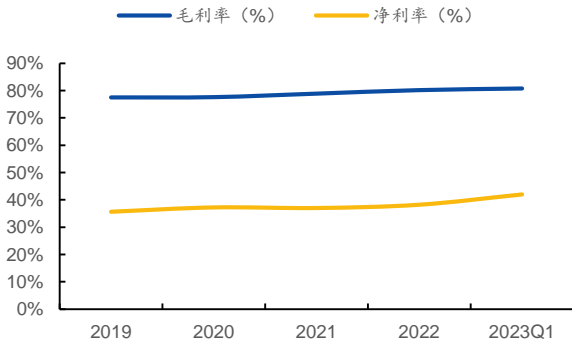
资料来源: Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 14: 白酒板块单季度总收入、归母净利润及同比增速



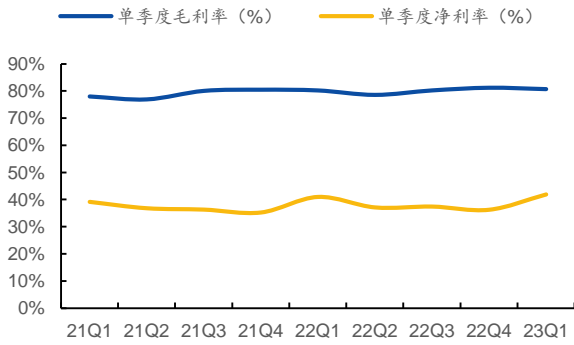
资料来源: Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 15: 白酒板块毛利率及净利率



资料来源: Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 16: 白酒板块单季度毛利率及净利率



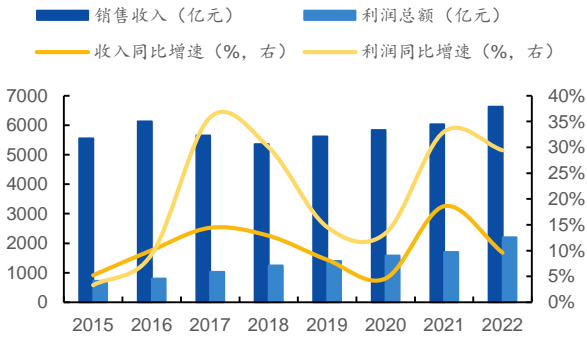
资料来源: Wind、Ifind、国元证券研究所整理

2.2 强者愈强，高端酒、强区域次高端酒增长确定性强

白酒行业呈挤压式增长，价增为行业增长重要驱动。根据中国酒业协会数据，2022 年，我国白酒行业收入为 6,626.5 亿元，同比增长 9.6%，利润总额为 2,201.7 亿元，同比增长 29.4%，收入增长主要来自价格提升，2022 年，我国白酒产量为 671.2 万千升，同比下降 5.6%。2023 年前 5 个月，我国白酒产量为 186.0 万千升，同比下降 13.6%。

高端白酒价格韧性更强。2017 年以来，据发改委对全国 36 大中城市消费品价格统计数据显示，高档白酒、大众白酒零售均价呈现提升趋势。2022 年底以来，受经济和消费场景波动影响，大众白酒均价有所下滑，而高端白酒价格韧性较强。

图 17：我国白酒行业收入、利润及增速



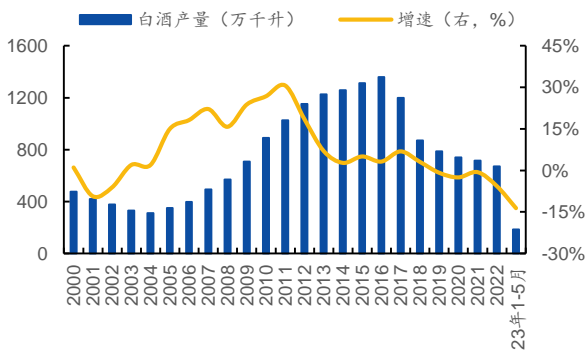
资料来源：Wind、Ifind、中国酒业协会、国元证券研究所整理

图 18：我国白酒行业利润率 (%)



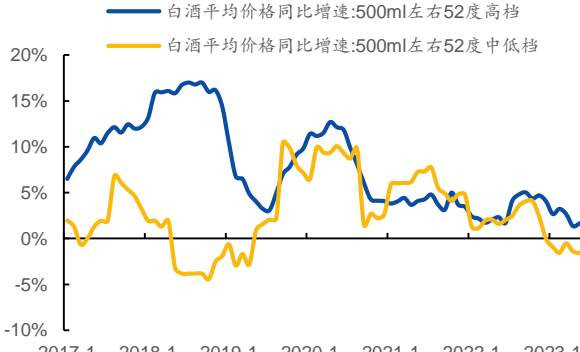
资料来源：Wind、Ifind、中国酒业协会、国元证券研究所整理

图 19：我国白酒年产量及增速



资料来源：Wind、Ifind、中国酒业协会、国元证券研究所整理

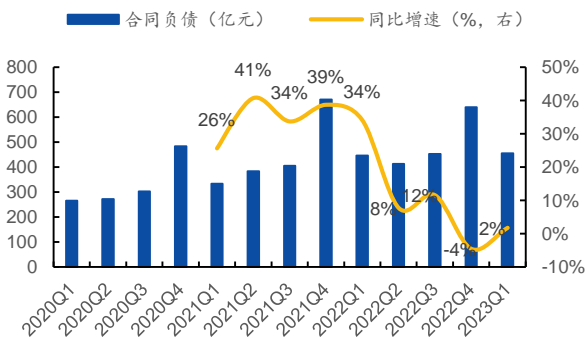
图 20：不同档次白酒均价变化 (%)



资料来源：Wind、Ifind、国家发改委、国元证券研究所整理

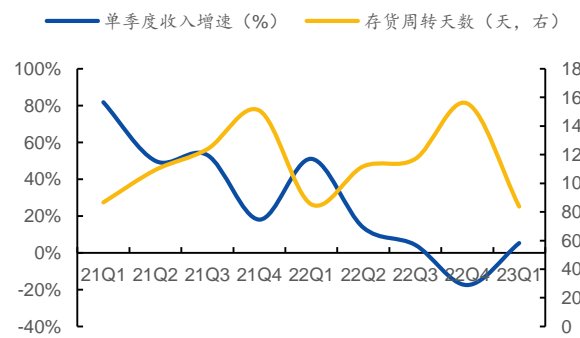
白酒 23 年春节后逐步复苏，五一期间宴席需求较好，商务、团购需求偏弱。2022Q2 以来，受消费场景波动影响，白酒终端动销有所放缓（白酒经销代表企业华致酒行 22Q2-Q4 收入增速环比放缓），资金和库存压力下，部分经销商低价出货，导致部分产品批价短期有所波动。23 年以来，根据中国酒业协会市场专业委员会 5 月底调查数据显示，春节后白酒市场逐步复苏，渠道库存偏高，五一期间，宴席需求较好，宴席白酒消费有所回补，而商务、团购需求尚偏弱。

图 21：白酒板块合同负债及同比增速



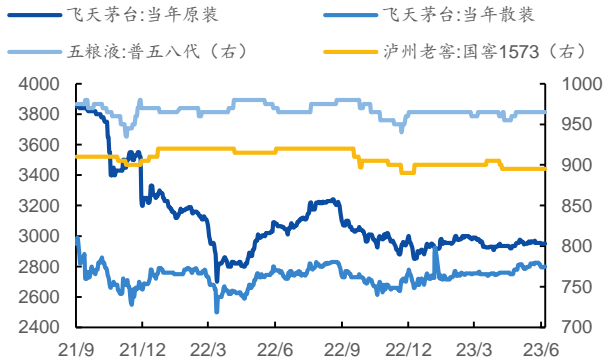
资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 22：华致酒行单季度收入增速及存货周转天数



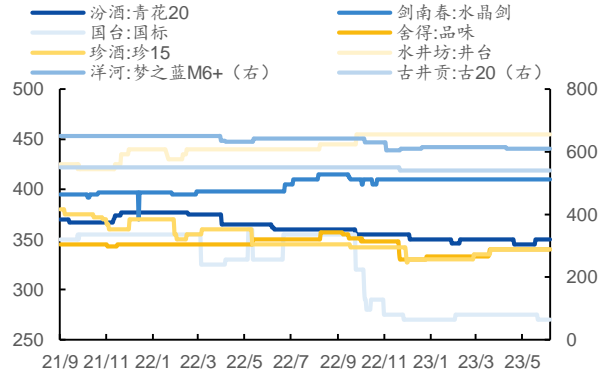
资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 23: 高端白酒核心大单品批价 (元/瓶)



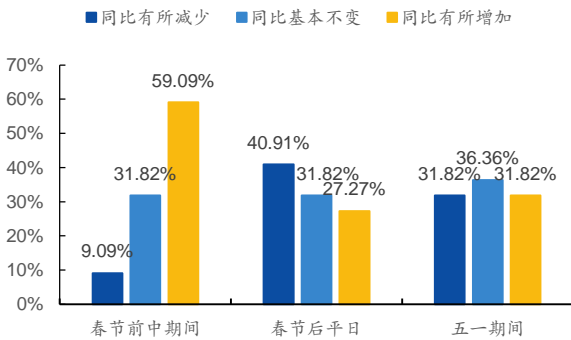
资料来源: Wind、国元证券研究所整理

图 24: 次高端白酒核心大单品批价 (元/瓶)



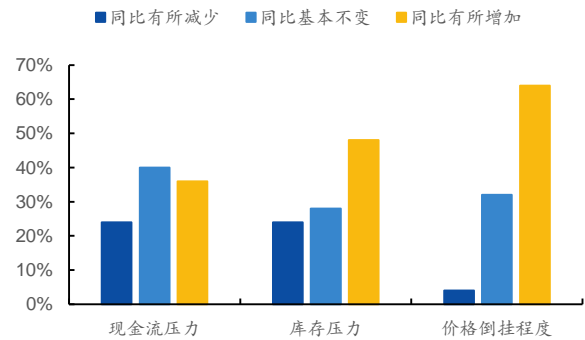
资料来源: Wind、国元证券研究所整理

图 25: 白酒经销商反馈 2023 年三个时点白酒消费量变化



资料来源: 中国酒业协会、国元证券研究所整理

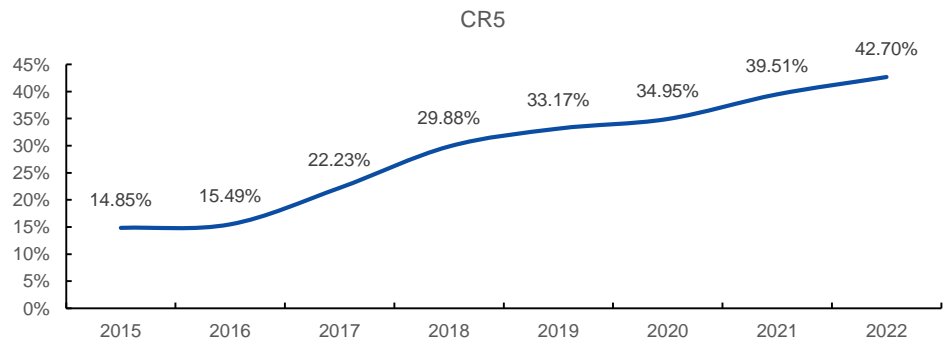
图 26: 白酒经销商反馈 2023 年 1-5 月现金流、库存变化



资料来源: 中国酒业协会、国元证券研究所整理

酒企业绩继续分化，集中度持续提升。市场加速出清，强者愈强。2022 年，我国白酒行业 CR5 达 42.70%，2015 年以来持续呈现提升趋势，酒企业绩显著分化，龙头白酒企业市占率快速提升。展望下半年，龙头高端白酒价格较坚挺，得益于偏刚性的商务活动，增长确定性较强；次高端白酒受益于强势区域经济支撑，随着消费场景逐步恢复，有望率先实现复苏。

图 27: 中国白酒行业 CR5 趋势 (%)



资料来源: Wind、Ifind、中国酒业协会、国元证券研究所整理

表 4：核心白酒公司业绩目标情况

公司名称	2022 年收入及增速 (亿元, %)	2022 年净利润及 增速 (亿元, %)	2022 年目标	2022 年目标 是否完成	2023 年目标
贵州茅台	1275.54 (16.53%)	627.16 (19.55%)	营业总收入较上年度增长 15% 左右	是	营业总收入较上年度增长 15%左右
五粮液	739.69 (11.72%)	266.91 (14.17%)	营业总收入继续保持两位数的 稳健增长	是	营业总收入继续保持两位数 的稳健增长
泸州老窖	251.24 (21.71%)	103.65 (30.29%)	营业收入同比增长不低于 15%	是	营业收入同比增长不低于 15%
洋河股份	301.05 (18.76%)	93.78 (24.91%)	营业收入同比增长 15%以上	是	营业收入同比增长 15%
山西汾酒	262.14 (31.26%)	80.96 (52.36%)	营业收入较上年度增长 25%左 右	是	营业收入较上年增长 20%左 右
古井贡酒	167.13 (25.95%)	31.43 (36.78%)	营业收入 153 亿元, 较上年增 长 15.30%; 利润总额 35.50 亿 元, 较上年增长 11.94%	是	营业收入 201 亿元, 较上年 增长 20.26%; 利润总额 60 亿元, 较上年增长 34.21%
今世缘	78.84 (23.09%)	25.03 (23.34%)	营收目标 75 亿元, 争取 80 亿 元; 净利润目标 22.5 亿元, 争 取 23.5 亿元	是	总营收 100 亿元左右, 净利 润 31 亿元左右
金徽酒	20.12 (12.49%)	2.80 (-13.73%)	营业收入 25 亿元	否	营业收入 25 亿元、净利润 4 亿元
水井坊	46.73 (0.88%)	12.16 (1.40%)	主营业务收入增长 15%左右, 净利润增长 15%左右	否	2022 年第四季度和 2023 年 第一季度的主要目标是降低 社会库存, 从 2023 年第二季 度开始营业收入恢复增长, 并预期从 2023 年第三季度开 始营业收入恢复双位数增 长。2023 全年的净利润与营 业收入同比 2022 年保持增长

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

3. 乳业：买赠促销趋于理性，逐季上行可期

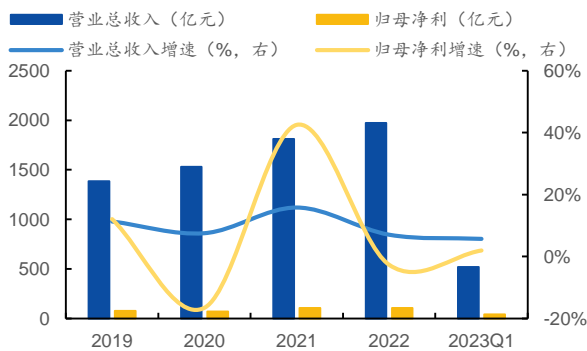
1) 由于乳业的原奶生产与产品保质期特性，导致对于消费场景波动的敏感性更大，因此在 22Q3-22Q4 期间创造更低的估值位置，但随着原奶价回落（6 月底原奶价 3.8 元/kg，同比-8.0%），乳企买赠促销趋于理性，乳业逐季上行可期。

2) 乳品板块，2022 年总收入/业绩同比+7.1%/-2.6%，23Q1 同比+5.7%/+2.0%。推荐伊利股份、新乳业、中国飞鹤、嘉必优等。

3.1 乳品板块：利润率逐步修复

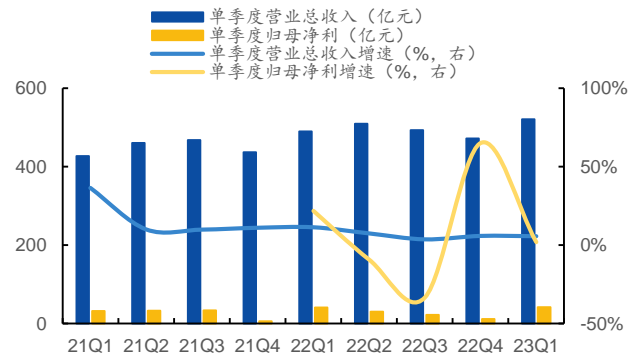
毛利率逐步修复。2022年，乳品板块总收入/业绩同比+7.07%/-2.64%，23Q1同比+5.74%/+1.98%。2022年，乳品板块平均毛利率/净利率分别为28.68%/5.33%，同比+0.91/-0.58pct，毛利率提升主要得益于原奶价回落，净利率有所下降主要由于消费场景波动导致动销不及预期，买赠促销力度加大；23Q1毛利率/净利率分别为30.05%/8.10%，同比-0.45/-0.28pct。

图 28：乳品板块总收入、归母净利润及增速



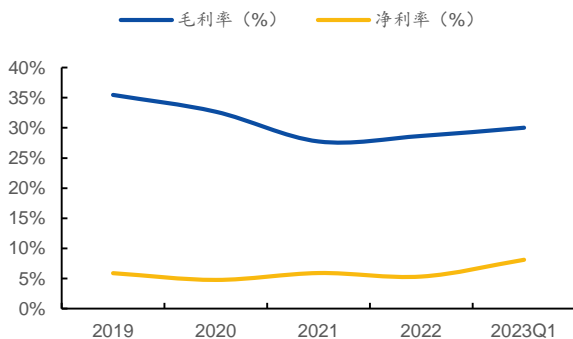
资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 29：乳品板块单季度总收入、归母净利润及同比增速



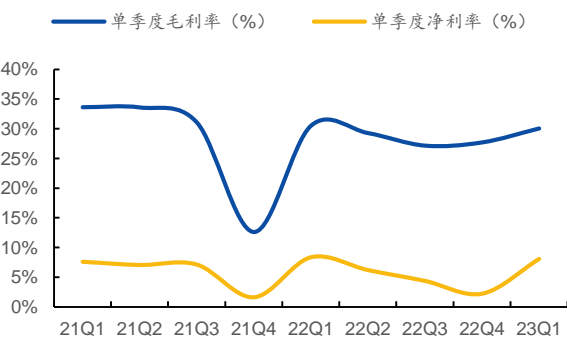
资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 30：乳品板块毛利率及净利率



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 31：乳品板块单季度毛利率及净利率



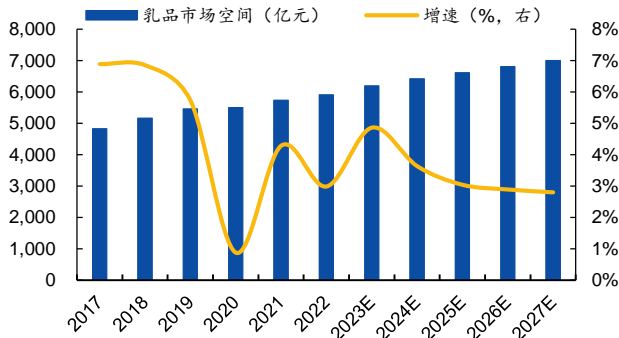
资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：2021Q4 毛利率大幅下滑主要由于会计准则变动，公司均在 Q4 将全年的运输费用从销售费用调整至营业成本所致。

3.2 乳品市场规模约 6,000 亿，蕴藏机遇

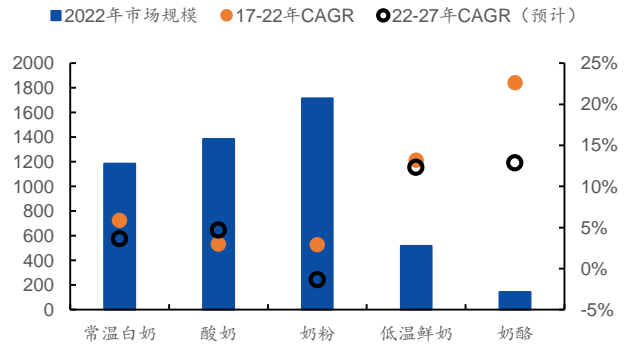
乳品市场规模约 6,000 亿元。根据欧睿数据，2022年，我国乳品市场规模为 5,908 亿元，2017-2022 年 CAGR 为 4.65%，2022-2027 年有望以 5.17% 的年复合增速增长。其中，低温鲜奶、奶酪细分板块增速领先。

图 32：我国乳品市场空间及增速



资料来源：欧睿数据库、国元证券研究所整理

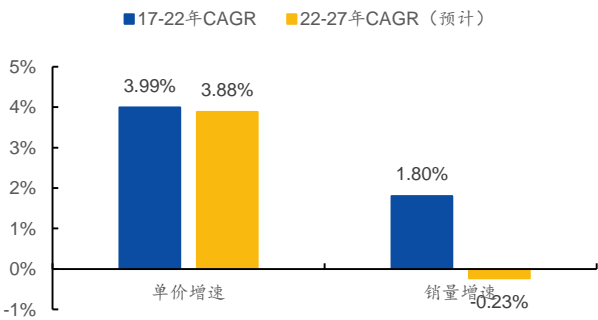
图 33：乳业产业链细分市场规 模及增速（亿元，%）



资料来源：欧睿数据库、国元证券研究所整理

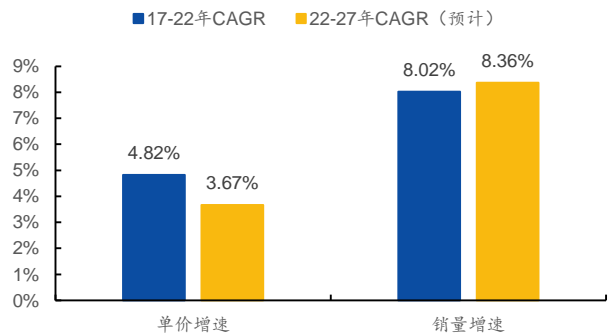
从细分行业增长驱动看：常温白奶单价有望持续提升，高端化持续；低温鲜奶量价齐升促增长。

图 34：我国白奶量价增速情况（%）



资料来源：欧睿数据库、国元证券研究所整理

图 35：我国低温鲜奶量价增速情况（%）



资料来源：欧睿数据库、国元证券研究所整理

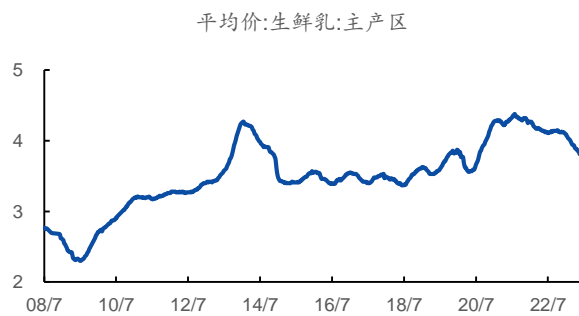
原奶价、进口大包粉价回落。21Q4 我国原奶价从最高 4.38 元/公斤开始回落，截至 23 年 5 月 31 日，原奶价格为 3.85 元/公斤，较 21Q4 高点回落 12%，较 23 年初回落超 6%。同时，我国进口大包粉价格自 22H2 开始回落，23 年 4 月平均价格较 22 年 7 月回落超 20%，23 年初以来回落约 9%。

图 36：我国进口大包粉平均单价（美元/吨）



资料来源：国家奶牛产业技术网、国元证券研究所整理

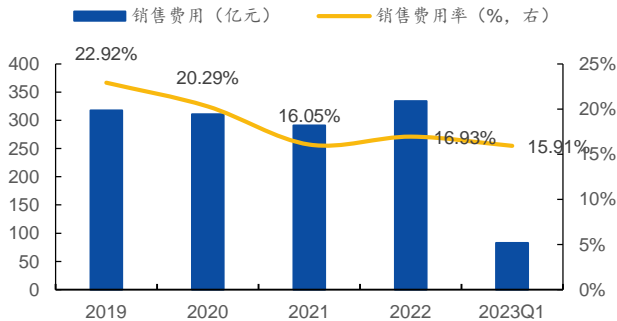
图 37：我国原奶价格（元/公斤）



资料来源：农业部、国元证券研究所整理

费用投放趋于理性，销售费用率已见回落。23Q1，乳品板块销售费用率为 15.91%，同比下降 1.12pct。

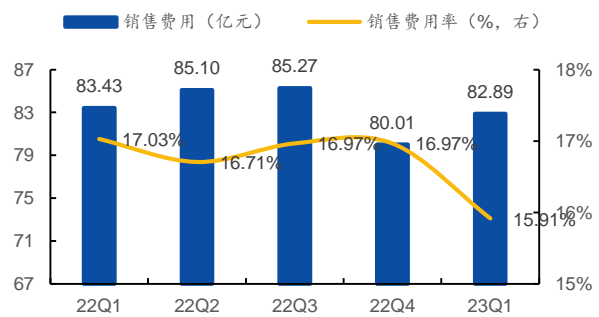
图 38：乳品板块销售费用及销售费用率



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：2021 年销售费用率下降主要由于会计准则变动，将运输成本从销售费用调整至营业成本。

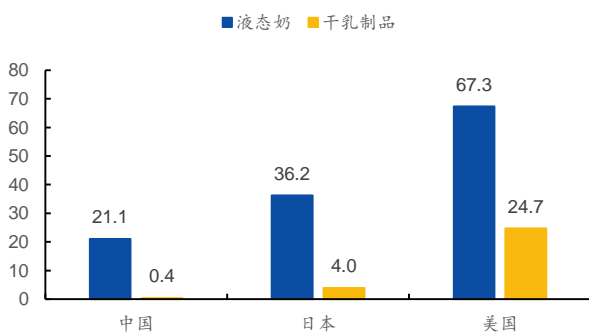
图 39：乳品板块单季度销售费用及销售费用率



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

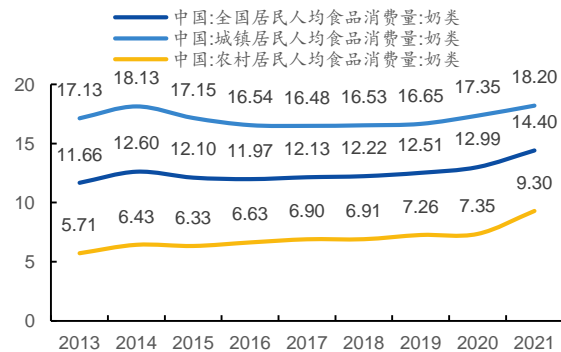
我国奶类渗透率仍存提升空间。根据欧睿国际数据，2020 年我国人均液态奶/干乳制品消费量分别仅 21.1kg/0.4kg，对标东亚饮食习惯接近的日本，其人均液态奶/干乳制品消费量分别为 36.2kg/4.0kg，液态奶/干乳制品增长空间达 72%/900%。根据国家统计局数据，2016 年至今，我国居民的奶类人均消费量呈现持续提升趋势，其中农村居民提升显著。2021 年，我国城镇居民的奶类人均消费量约为农村居民的 1.96 倍，我国农村居民的人均消费量仍存较大提升空间。

图 40：各国人均乳品消费量对比 (kg/人/年，2020 年)



资料来源：欧睿国际、国元证券研究所整理

图 41：我国奶类人均消费量 (kg/人/年)

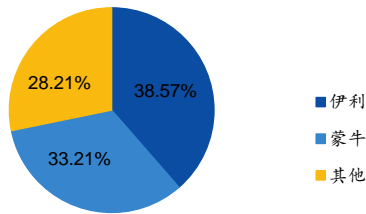


资料来源：国家统计局、国元证券研究所整理

从竞争格局看：

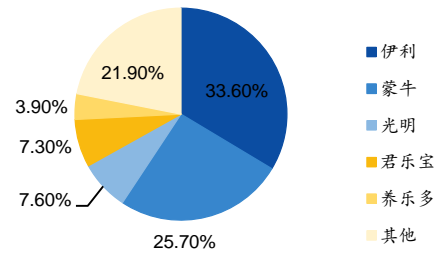
1) 常温白奶、酸奶两强争霸格局稳固。伊利、蒙牛蝉联常温白奶、酸奶市占率前二，常温白奶、酸奶行业 CR2 分别为 71.78%、59.30%。

图 42：中国常温白奶行业竞争格局（2022 年）



资料来源：欧睿数据库、国元证券研究所整理

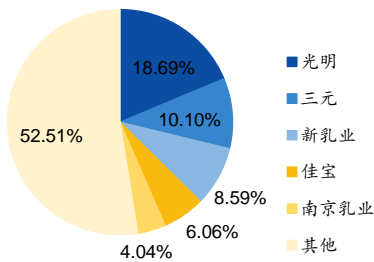
图 43：中国酸奶行业竞争格局（2022 年）



资料来源：欧睿数据库、国元证券研究所整理

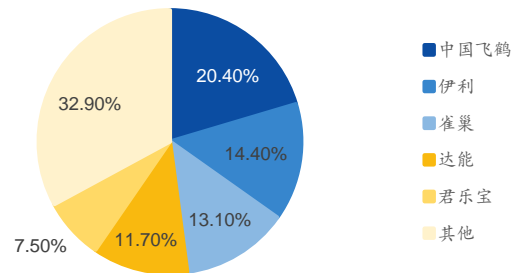
2) 低温鲜奶蕴藏龙头培育机会。低温鲜奶增速领先乳品行业，区域龙头有望弯道超车，目前，光明、三元、新乳业为行业三强，2022 年 CR3 为 37.38%。

图 44：中国低温鲜奶行业竞争格局（2022 年）



资料来源：欧睿数据库、国元证券研究所整理

图 45：中国奶粉行业竞争格局（2022 年）



资料来源：欧睿数据库、国元证券研究所整理

3) 奶粉行业内资崛起，飞鹤蝉联龙一。根据尼尔森数据显示，2009 年，中国婴配奶粉市占率前两名全部为国际品牌（多美滋、美赞臣）。2015 年以来，随着我国奶粉内资崛起，我国优质婴配奶粉品牌迎来快速发展。根据欧睿数据，2022 年，我国奶粉龙一/龙二均为国产品牌中国飞鹤/伊利，市占率分别为 20.4%/14.4%，较 21 年继续提升 1.5/1.4pct。

4) 奶酪成长空间广阔，国产品牌弯道超车。2022 年，我国奶酪行业两强为妙可蓝多、百吉福，市占率分别为 30.0%（较 21 年提升 1.8pct）、21.0%（较 21 年下降 0.2pct），目前我国奶酪市场呈现内资品牌崛起态势，市占率前 5 大玩家中妙可蓝多、伊利（龙三，5.7%）为国产品牌。

4. 啤酒：现饮快速复苏，高端化加速

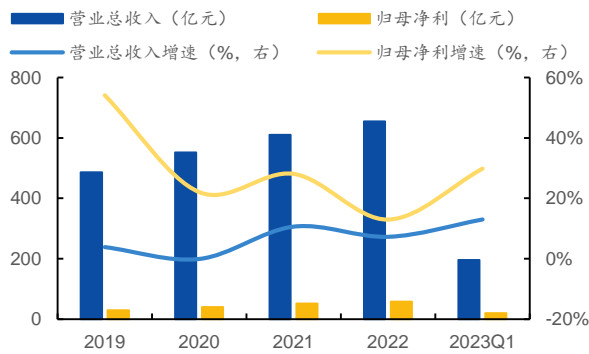
1) 随着啤酒行业旺季来临，啤酒现饮渠道快速复苏，叠加各地啤酒节频繁举办，带动现饮渠道主销的中高端产品销售；以青啤为例，纯生/白啤动销优于经典、经典动销优于崂山，啤酒行业高端化加速；在 1-5 月淡季不淡之后，6-8 月旺季动销有望优于市场预期，同时，包材、大麦等价格已呈下行趋势。

2) 啤酒板块，2022 年总收入/业绩同比+7.3%/+13.0%，23Q1 总收入/业绩同比+13.0%/+29.8%。推荐青岛啤酒、重庆啤酒等。

4.1 啤酒板块：高端化逻辑不变，盈利能力持续提升

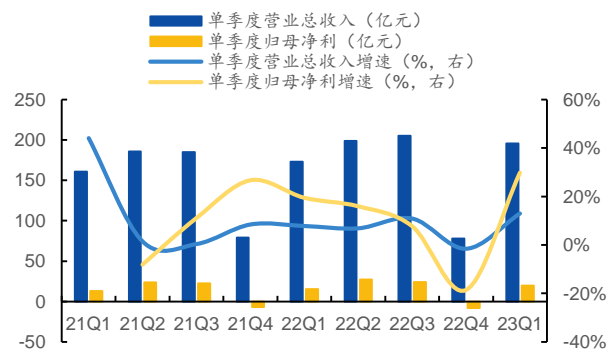
高端化升级主旋律不变，盈利能力持续提升。啤酒板块，2022 年总收入/业绩同比+7.25%/+12.95%，23Q1 总收入/业绩同比+12.98%/+29.82%。2022 年，啤酒板块毛利率/净利率分别为 40.04%/11.40%，同比-0.41/+0.53pct，毛利率下滑主要受原料价格上涨影响，23Q1 毛利率/净利率分别为 39.38%/12.39%，同比+0.09/+1.21pct。

图 46：啤酒板块总收入、归母净利润及增速



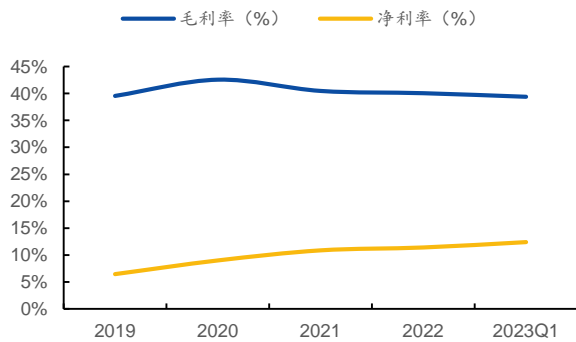
资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

图 47：啤酒板块单季度总收入、归母净利润及同比增速



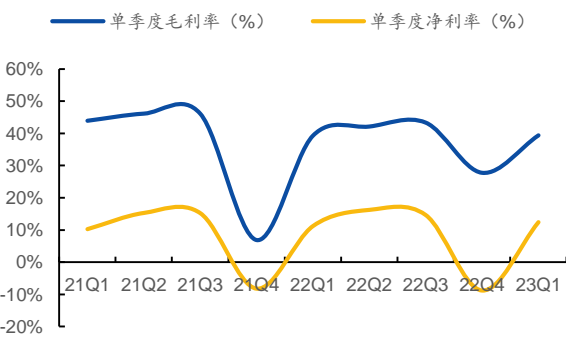
资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

图 48：啤酒板块毛利率及净利率



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

图 49：啤酒板块单季度毛利率及净利率



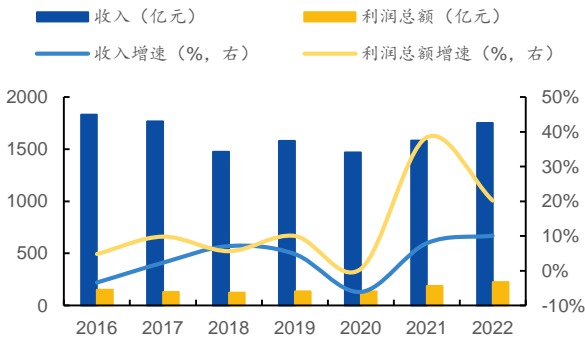
资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

注：2021Q4 毛利率大幅下滑主要由于淡季费用刚性以及会计准则变动影响（公司均在 Q4 将全年的运输费用从销售费用调整至营业成本）。

4.2 现饮渠道复苏，成本迎来向下拐点

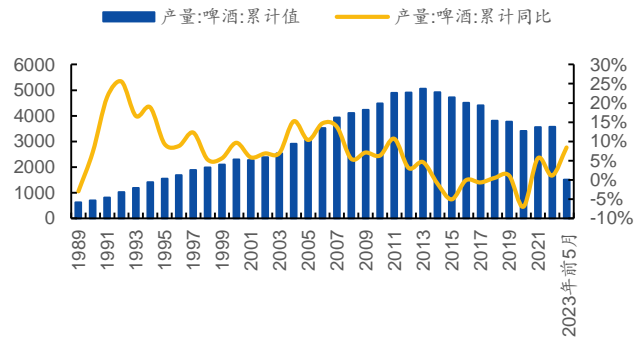
啤酒消费升级逐渐成为主旋律。根据中国酒业协会数据，2022 年啤酒行业产量 3,568.70 万千升（规上），同比+1.10%，近 5 年 CAGR 为 0.09%；啤酒行业收入 1751.10 亿元，同比+10.10%，近 5 年 CAGR 为 4.60%。消费升级逐渐成为主旋律。根据国家发改委数据显示，我国 36 大中城市瓶装 630ml 啤酒平均价格从 2013 年的 3.95 元提升至 2023 年 4 月的 4.96 元、涨幅超过 25%。

图 50: 全国规上啤酒企业收入、利润总额及增速



资料来源：中国酒业协会、国元证券研究所整理

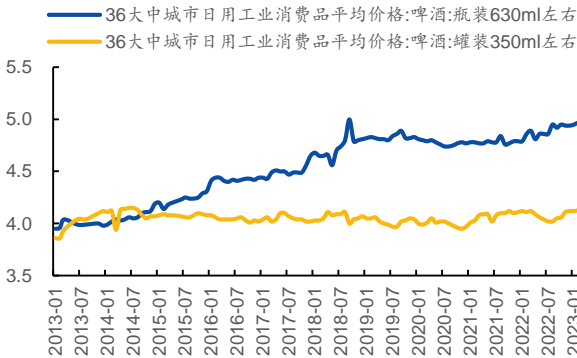
图 51: 全国规上啤酒企业酿酒总产量及增速（万千升，%）



资料来源：中国酒业协会、国元证券研究所整理

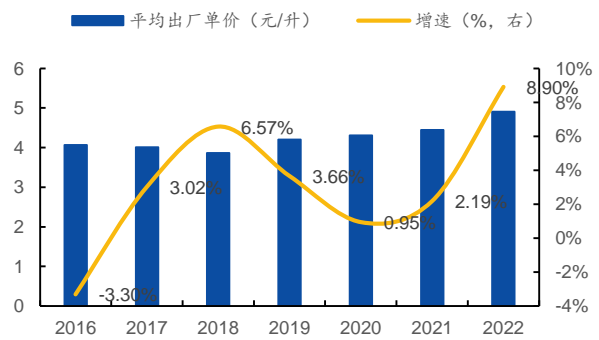
规上啤酒企业平均出厂单价呈现提升趋势。2022 年，规上啤酒企业平均出厂单价为 4.91 元/升，2017-2023 年平均出厂单价 CAGR 为 4.41%。

图 52: 中国 36 大中城市啤酒平均价格（元）



资料来源：发改委、国元证券研究所整理

图 53: 我国规上啤酒企业平均出厂单价



资料来源：中国酒业协会、国元证券研究所整理

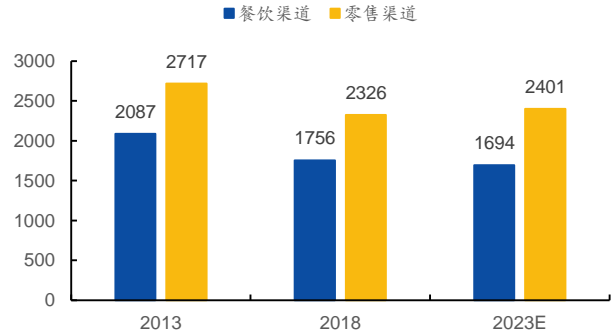
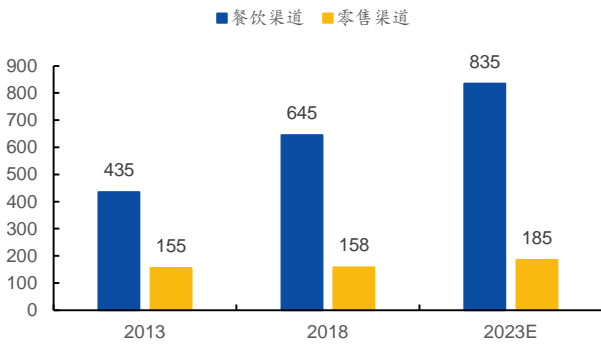
注：平均出厂单价由规上啤酒企业收入/规上啤酒企业产量估算所得。平均出厂单价增速由“(1+规上啤酒企业收入增速)/(1+规上啤酒企业产量增速)-1”计算所得。

22 年现饮渠道短暂波动，23 年逐步迎复苏。非现饮渠道（商超零售渠道，包括 KA 渠道、传统渠道等）和现饮渠道（餐饮及娱乐渠道）各约占 50%。2022 年，餐饮、夜场等现饮渠道受到短暂冲击，占比有所下降，2023 年现饮渠道逐步迎复苏。

高端产品约 80%通过现饮渠道销售，现饮渠道复苏有望带动啤酒高端化加速。高端及超高端啤酒主要通过现饮渠道（餐饮及娱乐渠道）进行销售，23 年随着现饮渠道复苏，高端化有望加速。分公司看：

- 1) 百威亚太、青岛啤酒和重庆啤酒在现饮渠道占比较高，其中，百威在高加价率的夜店渠道的销售占比领先（约为其他啤酒公司占比的 2 倍以上）。
- 2) 珠江啤酒、燕京啤酒和华润啤酒在非现饮渠道占比较高，珠江啤酒主要以非现饮为主，燕京啤酒和华润啤酒通过非现饮渠道的销量的占比约 60%。

图 54：中国高端啤酒销售主要以餐饮渠道为主（万千升）图 55：中国实惠及主流啤酒销售主要是零售渠道（万千升）

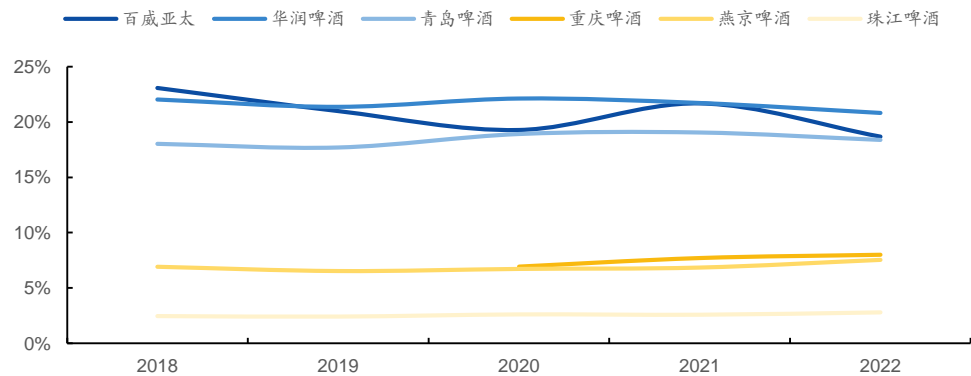


资料来源：GlobalData、中商产业研究院、国元证券研究所整理

资料来源：GlobalData、中商产业研究院、国元证券研究所整理

啤酒行业高集中度，22 年市场规模（出厂额计）CR6 为 76.21%。从出厂额口径估算，2022 年，啤酒行业市场规模（出厂额计）CR6 为 76.21%，拆分来看，百威亚太、华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒的市占率分别为 18.67%、20.80%、18.37%、8.02%、7.54%、2.81%。

图 56：中国前六大啤酒厂商市占率（%，出厂额口径）



资料来源：中国酒业协会、公司公告、国元证券研究所整理

注：假设百威收入 70% 来自中国；百威收入使用 1 美元=7.19 元人民币汇率折算。市占率由企业披露的营业收入/规上啤酒企业收入（出厂额计）估算所得。

啤酒企业原料成本在总成本中的占比超 60%。啤酒企业原料成本占比在 60-70% 间波动。其中，啤酒企业的原料分为酿造原材料及包装材料，酿造原材料包括大麦（传统啤酒、白啤酒）、小麦（白啤酒）、酵母、啤酒花等，包装材料包括玻璃瓶、铝罐、纸箱等。进一步拆分来看，酿造原材料/总成本约为 20%，包装材料/总成本接近 50%。

原料价高位回落。麦芽为啤酒的重要原材料，2020 年以来，麦芽的重要原材料大麦、小麦价格大幅上涨（大麦啤酒为啤酒主流）。我国大麦进口依存度高，从大麦进口单价来看，2023 年 4 月大麦进口均价为 373.34 美元/吨，23 年初以来高位迎回落，较年初高点已回落 9%，但较 20 年低点涨幅仍超 70%。我国小麦基本实现自给自足，进口依赖度在 5% 以下，从小麦市场价格来看，截至 23/6/14，小麦市场价格为 2,760 元/吨，2023 年初以来，已回落 15%，但较 2020 年低点涨幅约 20%。

图 57：我国大麦进口平均价格（美元/吨）



资料来源：海关总署、国元证券研究所整理

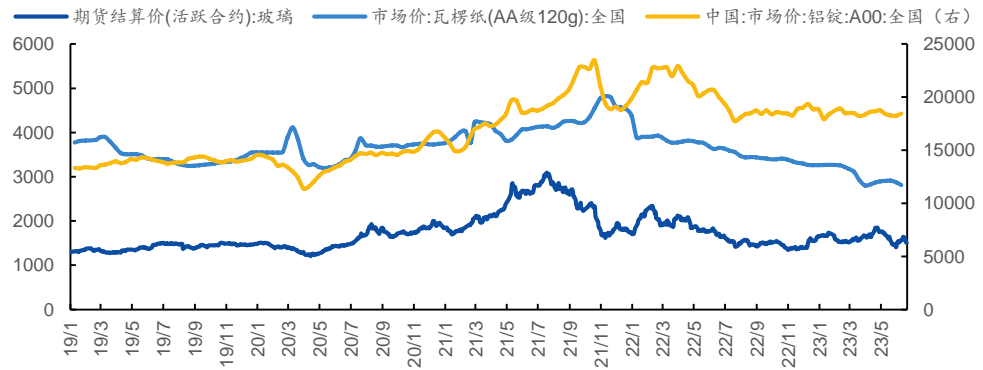
图 58：我国小麦市场价格（元/吨）



资料来源：Wind、Ifind、中国汇易、国元证券研究所整理

包材价格已现向下拐点。玻璃/瓦楞纸/铝锭价格分别在 2021 年 7 月/2021 年 11 月/2022 年 4 月迎来向下拐点。

图 59：我国啤酒行业主要包材价格（元/吨）



资料来源：国家统计局、郑州商品交易所、国元证券研究所整理

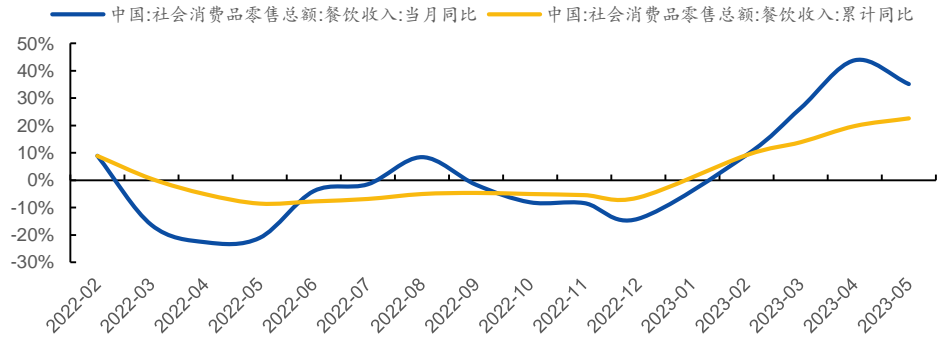
5. 餐饮供应链：餐饮基本盘逐步修复，利好供应链

- 1) 餐饮行业，1-5 月整体实现收入 2.0 万亿元，同比+22.6%，同时较 2021 年增长 12.2%，随着社会餐饮消费基本盘的修复，餐饮供应链各条线均逐步改善。
- 2) 调味品，推荐海天味业等；餐饮连锁，推荐绝味食品、紫燕食品、五芳斋等；肉品及预制菜，推荐安井食品、双汇发展等；零食，推荐三只松鼠等。

5.1 餐饮复苏，Q1 餐饮供应链业绩现改善

23 年前 5 月，我国餐饮收入已超过 21 年同期水平。随着消费场景改善，2023 年以来，我国餐饮收入显著复苏，2023 年前 2 月、3 月、4 月、5 月餐饮收入同比增速分别为 9.20%、26.30%、43.80%、35.10%，并已超过 21 年同期水平，较 21 年同期的增速分别为 18.92%、5.61%、11.16%、6.59%。

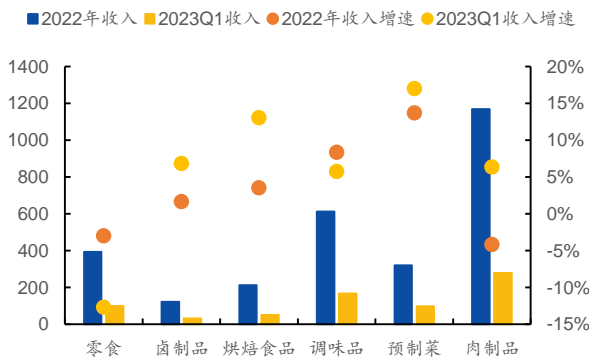
图 60：中国餐饮收入同比增速情况（%）



资料来源：国家统计局、国元证券研究所整理

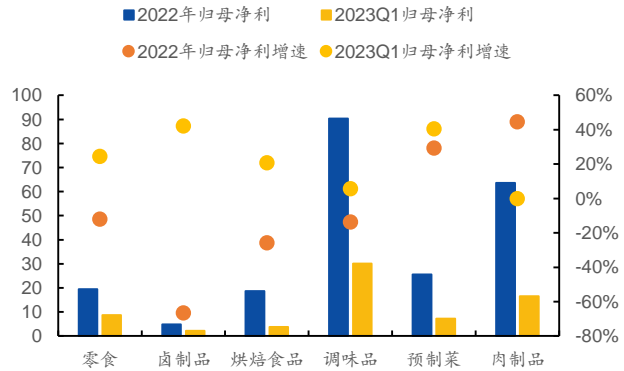
餐饮供应链 23Q1 业绩情况：23Q1，零食/卤制品/烘焙食品/调味品/预制菜/肉制品收入增速分别为-12.72%/+6.81%/+13.04%/+5.72%/+17.01%/+6.34%，预制菜增速领先；归母净利增速分别为+24.51%/+42.25%/+20.85%/+5.69%/+40.52%/-0.13%，零食、卤制品、烘焙食品、预制菜盈利能力改善。

图 61：餐饮供应链收入及增速情况（亿元，%）



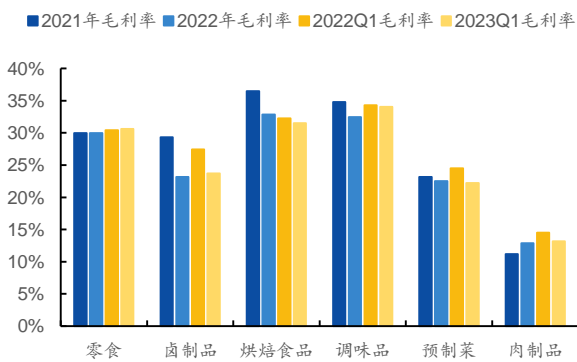
资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

图 62：餐饮供应链归母净利及增速情况（亿元，%）



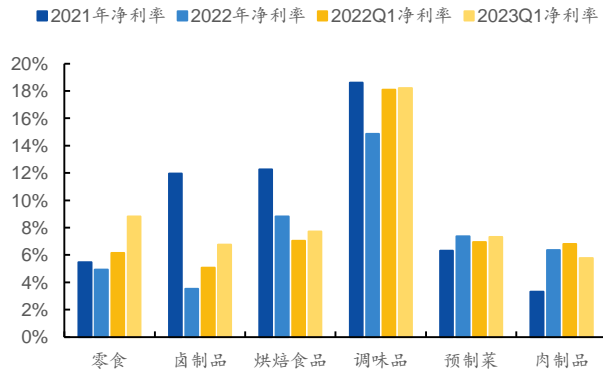
资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

图 63：餐饮供应链毛利率情况（%）



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

图 64：餐饮供应链净利率情况（%）



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

5.2 调味品：餐饮持续复苏中，行业去库存有望加速

餐饮持续复苏中，行业去库存有望加速。2022 年调味品板块收入/归母净利分别为 612.82/90.31 亿元，同比+8.35%/-13.72%，23Q1 调味品板块收入/归母净利分别为 167.17/30.09 亿元，同比+5.72%/+5.69%，22 年归母净利下滑主要受原材料涨价影响，23Q1 收入增速略有放缓，主要由于 22 年餐饮消费场景受到冲击，导致调味品渠道库存略高，随着 23 年以来餐饮复苏，调味品行业去库存有望加速，带动调味品行业增长提速。

原材料涨价暂时压缩调味品企业利润。2020 年下半年以来，全球大宗商品价格大幅上涨，调味品的主要原材料也均有不同幅度涨幅。受限于价格传导机制的滞后性和幅度限制，调味品企业利润短期受到一定程度压缩，2022 年调味品板块毛利率/净利率分别为 32.46%/14.86%，同比-2.31/-3.76pct，23Q1 毛利率/净利率分别为 34.04%/18.21%，同比-0.24/+0.11pct。23 年以来，黄豆价格迎来回落，中期来看，随着价格逐步向终端传导以及大宗商品价格回落，调味品企业有望释放业绩弹性。

表 5：调味品主要原材料价格波动情况

时间	黄豆 (元/公斤)	面粉 (元/公斤)	食盐 (元/公斤)	白糖 (元/公斤)
2014 年	4.70	3.54	3.84	4.73
2015 年	4.08	3.64	4.04	5.20
2016 年	3.88	3.78	4.24	5.89
2017 年	4.03	3.39	4.64	6.65
2018 年	3.82	3.30	4.89	5.72
2019 年	3.96	3.30	5.03	5.49
2020 年	4.66	3.30	5.09	5.74
2021 年	5.33	3.30	4.99	5.61
2022 年	5.74	4.29	5.16	5.80
2023 年 1 月	5.42	4.58	5.16	5.77
2023 年 2 月	5.37	4.58	5.17	5.89
2023 年 3 月	5.27	4.57	5.16	6.09
2023 年 4 月	5.06	4.52	5.17	6.51
2023 年 5 月	4.94	4.47	5.18	6.92

资料来源：国家统计局、农业部、商务部、Wind、Iifind、国元证券研究所整理

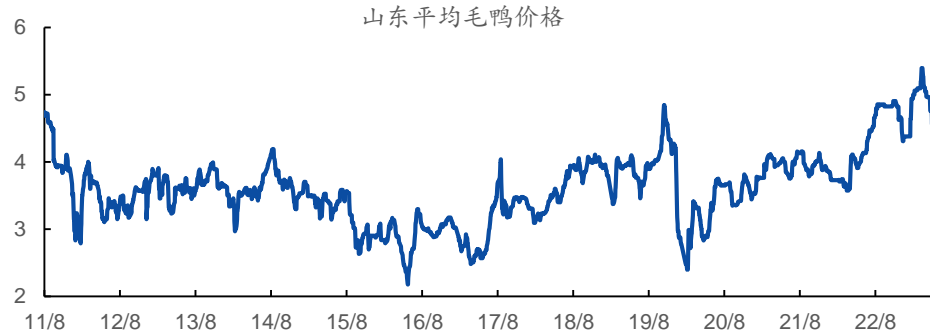
5.3 卤制品：成本压力减弱，毛利率改善

成本压力减弱，毛利率改善。2022 年，卤制品板块收入/归母净利分别为 121.79/4.85 亿元，同比+1.67%/-66.61%，23Q1 收入/归母净利分别为 30.90/2.18 亿元，同比+6.81%/+42.25%，22 年收入增速放缓主要受消费场景波动影响，随着消费能力和消费意愿复苏，卤制品动销有望改善。

毛鸭价格有望迎拐点，叠加提价落地，卤制品公司毛利率有望迎改善。2022 年，卤制品板块毛利率/净利率分别为 23.15%/3.52%，同比-6.19/-8.43pct，毛利率下滑主要由于原料价上涨，23Q1 毛利率/净利率分别为 23.72%/6.77%，同比-3.70/+1.70pct。本轮毛鸭价格上涨主要由于消费场景端的不确定性导致供给端收缩（父母代、祖代种鸭较 19 年下降约 25%），以及成本上涨推动（22 年高温导致鸭苗病死率提升、鸭苗价上涨，以及 20 年以来玉米、豆粕等饲料成本持续上涨）。目前来看，4 月开始鸭苗供给端放量，5 月中旬日均投苗量已超过 19 年同期水平，鸭苗及毛鸭价格已见回落，

卤制品公司成本端有望迎拐点。同时，成本上涨背景下，卤制品公司相继通过提价+结构优化等措施消减成本影响，随着提价落地，卤制品公司毛利率有望迎改善。

图 65：山东毛鸭平均价格（元/斤）

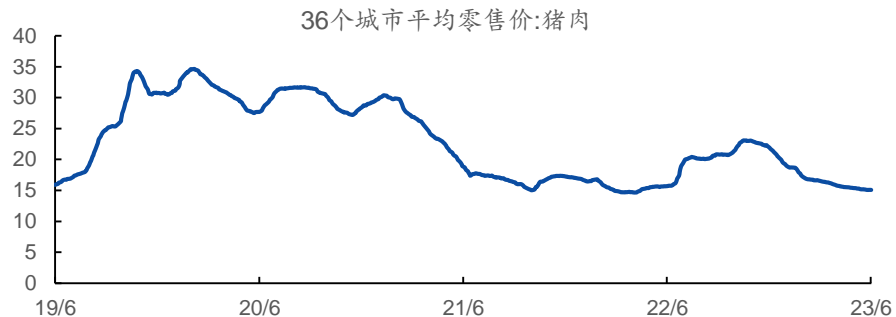


资料来源：Wind、国元证券研究所整理

5.4 肉制品及预制菜：餐饮复苏，预制菜从休闲到餐桌，空间可期

肉制品及预制菜：餐饮复苏，预制菜从休闲到餐桌，空间可期。2022年，肉制品板块收入/归母净利分别为 1,168.06/63.67 亿元，同比-4.18%/+44.57%，23Q1 收入/归母净利分别为 278.25/16.48 亿元，同比+6.34%/-0.13%，22 年收入下滑主要由于 22 年平均猪肉价格较 21 年下降约 11%，但猪肉价下降使得 22 年肉制品企业的冻品释放利润弹性，利润高增。

图 66：我国猪肉价格波动（元/斤）



资料来源：Wind、Iifind、国家发改委、国元证券研究所整理

猪价供给端影响因素之一：能繁母猪存栏数。

a) 2020 年初-2021 年 6 月：我国能繁母猪存栏数快速提升，2021 年 6 月，我国母猪存栏数达到顶峰 4564 万头，较 2020 年初翻倍以上增长。能繁母猪补栏到商品猪出栏一般在 10-14 个月，自 2021 年开始，我国猪肉价格回落，2022 年上半年平均猪肉价格降至 15 元左右/斤。

b) 2021 年 7 月至今：我国能繁母猪存栏数高位波动，在 4100-4500 万头间波动。22 年下半年，随着消费场景逐步复苏，猪肉价格在 22 年下半年迎来一波回升，而在供给端充足背景下，22 年 11 月以来，猪肉价回落至 22 年上半年低位，截至 2023/5/31，猪肉价为 15.14 元/斤。

图 67：中国生猪存栏及能繁母猪存栏数（万头）

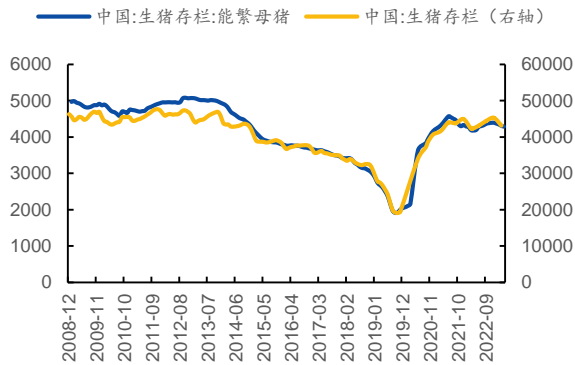
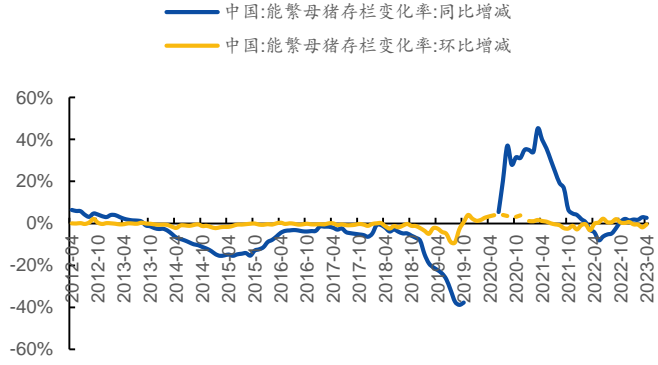


图 68：中国能繁母猪存栏数同比及环比变动（%）



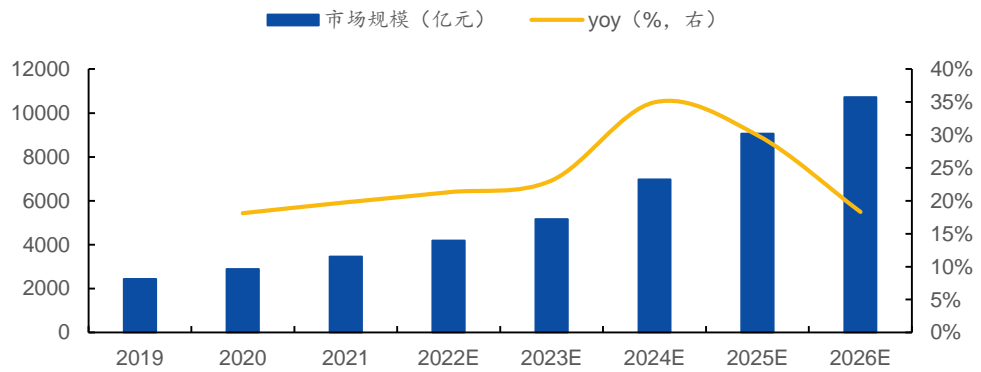
资料来源：Wind、Iifind、中国政府网、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、Iifind、农业部、国元证券研究所整理

预制菜市场蓬勃发展。2020 年以来，随着餐饮堂食业务受到影响，2C 端肉制品消费增多，叠加餐饮连锁化对成本和标准化的需求，以及中国居民婚姻结构（“一人户”家庭数占比提升）、劳动结构（越来越多女性从全职家庭主妇转变成职场女性）发生变化，预制菜快速崛起，蓬勃发展。据艾媒咨询数据，2021 年，我国预制菜行业市场规模为 3459 亿元，2019-2021 年 CAGR 为 18.94%，未来 5 年有望保持 25.39% 的年复合增速，2026 年市场规模有望突破万亿元；其中，肉禽预制菜行业市场规模达 977 亿元，占预制菜总规模比例约为 28%，2019-2021 年 CAGR 为 16.98%，未来 5 年有望保持 27.48% 的年复合增速。

预制菜板块持续高增。2022 年，预制菜板块收入/归母净利分别为 319.52/25.62 亿元，同比+13.70%/+29.45%，23Q1 收入/归母净利分别为 97.65/7.19 亿元，同比+17.01%/+40.52%，板块持续高增。

图 69：中国预制菜行业市场规模及增速



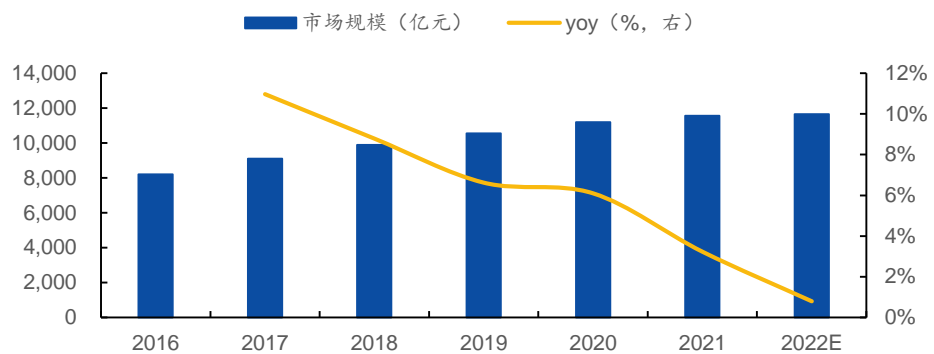
资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

5.5 零食：消费复苏，量贩式零食快速发展

消费复苏，量贩式零食快速发展。2022 年，零食板块收入/归母净利分别为 392.46/19.51 亿元，同比-3.01%/-11.90%，23Q1 收入/归母净利分别为 98.20/8.66 亿元，同比-12.72%/+24.51%，Q1 收入下滑主要由于天猫等线上传统平台的流量策略调整等因素，导致 Q1 线上收入下滑影响。

量贩零食业态快速发展，全国加速开店。量贩零食店是近些年兴起的一种业态，店中所售产品品种丰富，价格较传统商超、便利店更低廉，主打低毛利高周转的盈利模式。基于消费者对性价比产品的消费趋势转变，以及量贩零食店的庞大 SKU 满足了消费者的尝新需求，2020 年以来，量贩零食业态进入快速发展阶段，目前全国的量贩零食门店已超过 1 万家，量贩式龙头有零食很忙（2017 年成立，门店数超 3,000 家）、赵一鸣（2015 年成立，门店数超 800 家）、零食有鸣（2019 年成立，门店数超 1000 家）、零食优选（2019 年成立，门店数超 800 家）等等。目前量贩零食龙头呈现区域为王态势，随着区域市场饱和，已逐步开启全国化开店步伐。

图 70：中国休闲零食行业市场规模及增速



资料来源：艾媒数据中心、国元证券研究所整理

传统玩家纷纷入局量贩零食。传统零食玩家纷纷入局，一方面是以盐津铺子、甘源食品、劲仔食品为代表的零食生产企业，积极对接量贩零食连锁企业，分享量贩零食快速增长的红利；另一方面三只松鼠、良品铺子、万辰生物等传统龙头连锁门店企业快速反应，推出量贩零食品牌，入局量贩零食赛道。

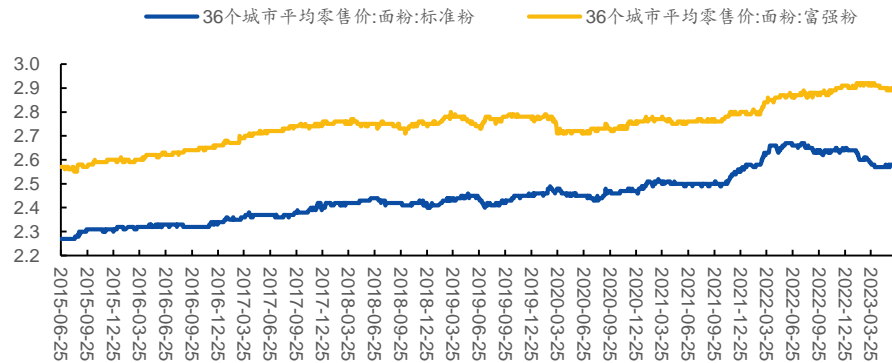
量贩零食业态渗透率尚低，未来开店空间可期。中国休闲零食行业市场规模约 1.2 万亿元，但量贩零食市场规模占比仅仅约 5%。目前，量贩零食龙头玩家积极拓店，例如龙头之一零食有鸣提出 2023 年门店数超 3500 家，2026 年门店数突破 1.6 万家的规划目标。

5.6 烘焙食品：消费复苏，增长有望加速

消费复苏，Q1 增长加速。2022 年，烘焙食品收入/归母净利分别为 212.15/18.61 亿元，同比+3.53%/-25.74%，23Q1 收入/归母净利分别为 50.40/3.80 亿元，同比+13.04%/+20.85%。

面粉价已高位见回落，毛利率有望改善。2022 年，烘焙食品毛利率/净利率分别为 32.85%/8.83%，同比-3.61/-3.44pct，毛利率下滑主要由于面粉、糖、食用油等原料价格上涨；23Q1 毛利率/净利率分别为 31.51%/7.72%，同比-0.76/+0.68pct。

图 71：中国面粉平均批发价格（元/斤）

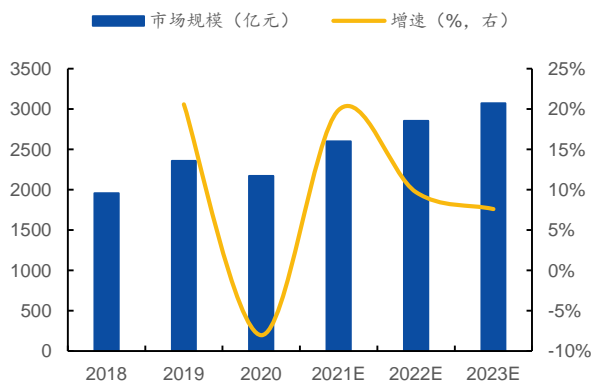


资料来源：国家发改委、国元证券研究所整理

2023 年我国烘焙行业市场规模有望超 3000 亿元。根据艾媒咨询数据，2020 年，我国烘焙行业市场规模为 2169.4 亿元，未来 3 年市场规模的年复合增速有望达 12%，对应 2023 年烘焙行业市场规模将超 3000 亿元。

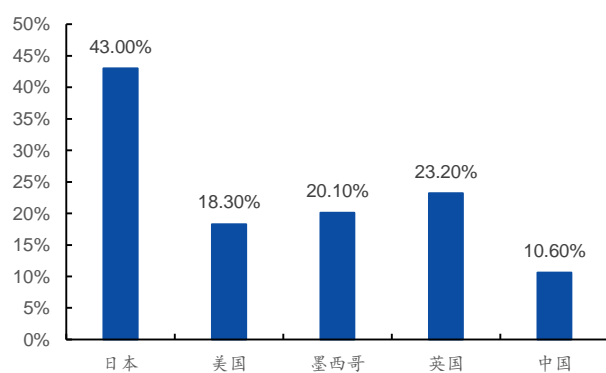
本土品牌崛起。我国烘焙行业参与者主要可分为三类：1) 外资品牌：包括元祖、85 度 C、克莉丝汀、哈根达斯等，擅长品牌营销与推广工作，定位中高端市场；2) 本土企业：我国本土企业原以二三线城市及广大的农村市场为主，占据中端及大众市场，近些年，国产品牌快速崛起，味多美、好利来、奈雪的茶等国产品牌势能加强，逐步抢占外资品牌的中高端市场份额，并涌现桃李面包等中端及大众端烘焙龙头；3) 个人经营小作坊：2019 年，全国烘焙店数量达到 47.9 万家。目前，我国烘焙行业市场竞争格局仍较分散。

图 72：中国烘焙行业市场规模



资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

图 73：2019 年全球主要国家烘焙行业 CR5 对比 (%)



资料来源：欧睿数据库、国元证券研究所整理

短保面包细分行业增速快于烘焙行业，桃李面包引领短保面包行业发展。桃李面包是中国短保面包行业龙头，深耕短保面包行业多年。短保面包是近些年，烘焙行业中快速崛起的细分市场。以往，受限于冷链设施和信息技术处于发展前期，短保面包行业的利润率很低，大的龙头烘焙玩家并未涉足该市场。而从消费者的角度来看，随着消费水平提高及对健康的重视，消费者对口味更好、添加剂更少的食品有天然需求。近些年，随着物流基建水平大幅提升，短保行业出现“中央工厂+批发”的新玩法，

通过标准化生产及规模效应，短保面包行业利润率显著提升，桃李面包成熟的中央工厂的利润率能达到 12% 以上。目前，桃李面包作为短保面包行业龙头，快速在全国跑马圈地，建设中央工厂，推动全国化扩张和渠道下沉，引领短保面包行业发展。

6. 重点公司盈利预测及估值

表 6：重点公司估值表

板块	公司名称	投资评级	归母净利润（亿元）				PE 估值	
			2023E	增速	2024E	增速	2023E	2024E
白酒	贵州茅台	买入	740.49	18.07%	859.17	16.03%	28.67	24.71
	五粮液	买入	315.43	18.18%	364.51	15.56%	20.14	17.43
	泸州老窖	买入	129.59	25.02%	159.26	22.90%	24.01	19.53
	迎驾贡酒	买入	21.49	26.05%	26.35	22.62%	22.67	18.49
	古井贡酒	买入	42.24	34.39%	51.74	22.50%	30.91	25.23
	山西汾酒	买入	102.80	26.98%	128.35	24.85%	23.51	18.83
	口子窖	买入	19.28	24.35%	22.75	18.01%	15.70	13.31
	华致酒行	买入	7.13	94.56%	9.26	29.87%	13.29	10.23
啤酒	青岛啤酒	买入	41.16	10.92%	45.34	10.16%	33.26	30.19
	重庆啤酒	买入	15.81	25.12%	18.82	19.02%	26.37	22.15
乳品	伊利股份	买入	110.36	17.01%	128.42	16.36%	16.55	14.22
	新乳业	买入	5.06	39.94%	6.37	25.91%	24.84	19.73
	中国飞鹤	买入	55.75	12.77%	62.56	12.22%	6.68	5.95
	嘉必优	买入	1.48	129.94%	1.95	32.05%	24.27	18.38
食品饮料	紫燕食品	增持	3.96	78.45%	5.06	27.89%	25.24	19.73
	绝味食品	买入	9.35	302.23%	12.14	29.82%	22.82	17.58
	五芳斋	增持	2.19	59.16%	2.85	30.06%	19.35	14.88
肉品及预制菜	双汇发展	增持	60.29	7.26%	65.95	9.38%	13.98	12.78
	安井食品	买入	14.09	28.00%	17.59	24.84%	31.17	24.97
调味品	海天味业	买入	68.58	10.65%	79.12	15.38%	37.13	32.18
零食	三只松鼠	增持	2.94	127.65%	3.51	19.33%	26.42	22.14

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：PE 估值数据使用 23 年 7 月 7 日收盘价计算。

7. 风险提示

食品安全风险、原材料价格波动风险、政策调整风险。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188