

推荐（维持）

坚守价值主线，关注边际拐点

风险评级：中风险

食品饮料行业 2022 年上半年投资策略

2021 年 12 月 1 日

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

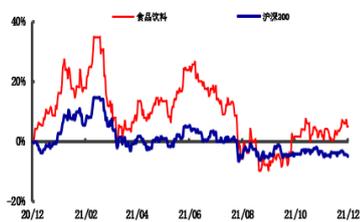
电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

细分行业评级

白酒	推荐
调味品	推荐
啤酒	推荐
乳品	推荐
食品综合	推荐

食品饮料（申万）指数走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

相关报告

投资要点：

- 2021年1-11月食品饮料行业市场走势：**2021年1-11月份（截至2021年11月30日），SW食品饮料行业指数整体下跌9.60%，跌幅在所有申万一级行业指数中居第七，跑输同期沪深300指数约2.32个百分点。细分板块中，软饮料、啤酒、葡萄酒与白酒板块跑赢同期沪深300指数，其余板块跑输沪深300指数。年初至今，行业估值回落。截至2021年11月30日，SW食品饮料行业整体PE约45.05倍，高于行业近五年均值水平。细分板块中，乳品与黄酒板块的估值低于对应板块近五年的均值水平，其余板块的估值均高于对应板块近五年的均值水平。
- 行业投资策略：维持对行业的推荐评级。白酒板块：估值有望修复，把握业绩弹性较大的个股。**今年以来，受部分地区疫情反复、政策监管趋严、消费税等因素扰动，白酒股价出现波动，估值有所回调。近期，市场对白酒的悲观情绪逐步释放，12月白酒的经销商大会值得期待。展望2022年上半年，在消费回暖的背景下，白酒板块明年有望迎来开门红，进而对业绩产生催化。于投资而言，可重点关注几方面：（1）预计高端白酒依旧延续高景气，确定性最高。（2）次高端白酒增速或有所放缓，产品结构优化升级是其发展主要逻辑，价格带有望加速扩容。（3）部分区域性龙头需求复苏回暖，业绩呈现良好态势，有望实现弹性增长。标的方面，建议关注高端白酒贵州茅台（600519）、五粮液（000858）与泸州老窖（000568）；次高端酒中，可重点关注山西汾酒（600809）、酒鬼酒（000799）等；同时，建议重点关注复苏弹性较大的区域酒龙头，如古井贡酒（000596）、口子窖（603589）、今世缘（603369）等。**大众品板块：关注提价对板块业绩的提振，把握边际拐点。**受成本上涨、需求疲软等因素影响，大众品板块今年表现整体较为低迷。在成本上涨的压力下，大众品板块近期迎来涨价潮，短期对股价有一定的提振作用。展望2022年上半年，可重点关注以下投资主线：（1）目前市场需求仍有乏力，成本压力犹存。可重点关注景气板块，把握需求与成本拐点。（2）在提价的大环境下，大众品板块存在边际改善机会，盈利能力或逐步提升，基本面有望向好。考虑到产品提价传导至业绩需要一定的时间，可重点选择产品提价传导顺畅、确定性高的板块公司。标的方面，建议关注海天味业（603288）、中炬高新（600872）、青岛啤酒（600600）、重庆啤酒（600132）、伊利股份（600887）、洽洽食品（002557）、安井食品（603345）等。
- 风险提示：**原材料价格波动，产品提价不及预期，渠道开展不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险，宏观经济下行风险等。

目 录

1. 2021 年 1-11 月食品饮料行业市场走势.....	4
1.1 食品饮料行业今年以来跑输沪深 300 指数.....	4
1.2 行业估值回落.....	4
1.3 食品饮料行业持仓.....	5
2. 白酒板块：高端酒景气延续，区域酒龙头有望实现弹性增长.....	7
2.1 现状：白酒渠道相对良性，股权激励为企业发展注入新动力.....	7
2.1.1 白酒库存处于低位水平，酱酒热趋向理性.....	7
2.1.2 股权激励为企业发展注入新动力.....	8
2.1.3 白酒消费税落地难度较大.....	9
2.2 2022 年上半年白酒板块投资展望.....	10
2.3 白酒板块重点公司.....	13
3. 大众品之调味品板块：产品提价落地，关注边际拐点.....	16
3.1 现状：需求拉动市场扩容，板块迎来新一轮提价周期.....	16
3.1.1 市场规模稳步扩张，集中度有望提升.....	16
3.1.2 BC 端齐发力，推动调味品需求提升.....	17
3.1.3 产品提价相继落地，板块迎来新一轮提价周期.....	19
3.2 2022 年上半年调味品板块投资展望.....	20
3.3 调味品板块重点公司.....	22
4. 大众品之啤酒板块：高端化是未来发展的主逻辑.....	24
4.1 现状：短期提价提振板块，产品结构持续上移.....	24
4.1.1 寡头垄断竞争格局，龙头企业有望受益.....	24
4.1.2 短期提价提振板块.....	25
4.1.3 高端化进程持续推进，盈利能力提升.....	25
4.2 2022 年上半年啤酒板块投资展望.....	26
4.3 啤酒板块重点公司.....	27
5. 大众品之乳品板块：竞争格局改善，份额有望向龙头企业集中.....	29
5.1 现状：乳品需求旺盛，提价+减少促销力度以应对成本上涨.....	29
5.1.1 乳制品产量近几年稳健增长，形成双寡头垄断竞争格局.....	29
5.1.2 居民健康意识提高，乳品需求旺盛.....	30
5.1.3 产品提价+促销力度减弱，以应对成本上行压力.....	31
5.2 2022 年上半年乳品板块投资展望.....	32
5.3 乳品板块重点公司.....	32
6. 投资策略.....	34
7. 风险提示.....	35

插图目录

图 1：2021 年 1 月 1 日-11 月 30 日 SW 一级行业涨幅 (%).....	4
图 2：2021 年 1 月 1 日-11 月 30 日 SW 食品饮料行业子行业涨幅 (%).....	4
图 3：SW 食品饮料行业 PE (TTM, 剔除负值, 倍).....	4
图 4：SW 食品饮料行业相对沪深 300PE (TTM, 剔除负值, 倍).....	4
图 5：2021 年 1 月 1 日-11 月 30 日申万一级行业陆股通净买入额 (亿元).....	5

图 6: 食品饮料行业基金持股比例 (截至 2021Q3)	6
图 7: 茅五泸一批价 (元/瓶)	7
图 8: 2021 年 6 月 30 日帝亚吉欧产品结构 (%)	15
图 9: 2021 年 6 月 30 日帝亚吉欧区域结构 (%)	15
图 10: 我国调味品行业市场规模与增速 (亿元, %)	16
图 11: 2020 年中美日调味品行业 CR5 对比 (%)	16
图 12: 2020 年我国酱油竞争格局 (零售口径)	17
图 13: 2020 年日本酱油竞争格局 (零售口径)	17
图 14: 我国人均居民可支配收入 (元, %)	18
图 15: 2018 年消费者外出就餐次数变化占比	18
图 16: 我国连锁餐饮企业营业收入与增速 (亿元, %)	18
图 17: 我国餐饮外卖收入与增速 (亿元, %)	18
图 18: 全国黄豆市场价 (元/吨)	21
图 19: 全国豆粕市场价 (元/吨)	21
图 20: 玻璃现货价 (元/平方米)	21
图 21: 2021 年上半年龟甲万国内产品结构 (%)	23
图 22: 2021 年上半年龟甲万区域结构 (%)	23
图 23: 2020 年我国啤酒行业 CR5	24
图 24: 2018 年部分国家啤酒 CR5 (%)	24
图 25: 我国啤酒产量 (万千升)	26
图 26: 我国啤酒销量 (万千升)	26
图 27: 2021 年上半年华润啤酒区域结构 (%)	28
图 28: 我国乳制品产量 (万吨)	29
图 29: 2020 年我国常温液态奶市场竞争格局 (%)	29
图 30: 我国液态奶消费量 (万吨)	30
图 31: 我国生鲜乳均价 (元/公斤)	31
图 32: 2021H1 蒙牛产品结构 (%)	33

表格目录

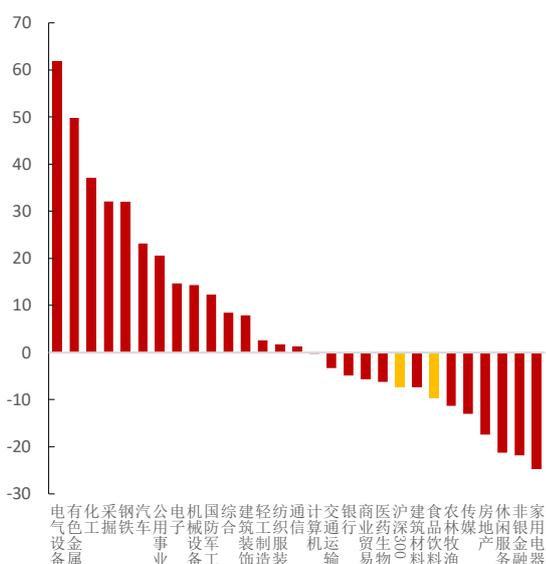
表 1: SW 食品饮料行业子板块估值情况	5
表 2: 今年以来白酒企业公布股权激励计划情况	8
表 3: 2021Q1-Q3 高端白酒单季度营业收入情况 (亿元, %)	10
表 4: 2021Q1-Q3 次高端白酒单季度营业收入情况 (亿元, %)	11
表 5: 今年以来次高端白酒提价情况	11
表 6: 2021Q1-Q3 中端白酒单季度营业收入情况 (亿元, %)	12
表 7: 今年以来中端白酒提价情况	12
表 8: 2021Q1-Q3 大众白酒单季度营业收入情况 (亿元, %)	12
表 9: 2018 年我国各线城市人口、调味品年花费及调味品年均购买次数	19
表 10: 调味品板块部分公司提价过程	20
表 11: 今年以来啤酒板块部分公司提价过程	25
表 12: 啤酒板块重点公司高端品牌发展战略	26
表 13: 重点公司盈利预测及投资评级 (2021/11/30)	34

1. 2021 年 1-11 月食品饮料行业市场走势

1.1 食品饮料行业今年以来跑输沪深 300 指数

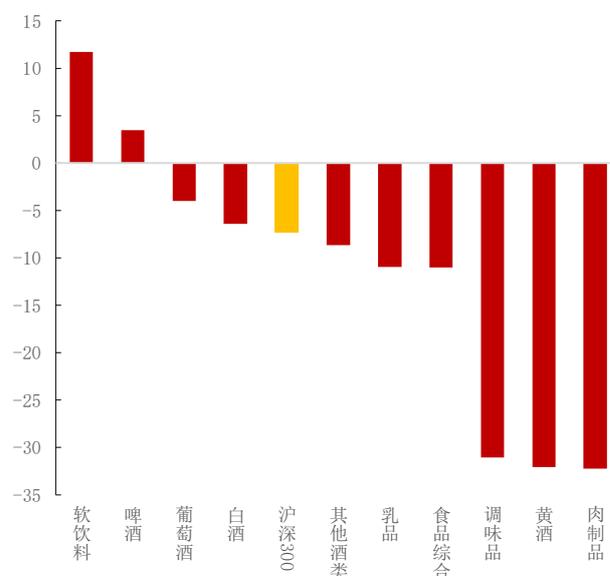
食品饮料行业今年以来有所回调，跑输沪深 300 指数。2021 年 1-11 月份（截至 2021 年 11 月 30 日），SW 食品饮料行业指数整体下跌 9.60%，跌幅在所有申万一级行业指数中居第七，跑输同期沪深 300 指数约 2.32 个百分点。细分板块中，软饮料、啤酒、葡萄酒与白酒板块跑赢同期沪深 300 指数，其余板块均跑输同期沪深 300 指数。其中，在东鹏饮料上市的带动下，软饮料板块上涨 11.71%，领跑行业子板块；啤酒板块上涨 3.46%。肉制品跌幅最大，为 32.26%。

图 1：2021 年 1 月 1 日-11 月 30 日 SW 一级行业涨幅 (%)



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 2：2021 年 1 月 1 日-11 月 30 日 SW 食品饮料行业子行业涨幅 (%)



数据来源：Wind，东莞证券研究所

1.2 行业估值回落

年初至今行业估值回落，高于近五年估值中枢。截至 2021 年 11 月 30 日，SW 食品饮料行业整体 PE (TTM，整体法) 约 45.05 倍，高于行业近五年均值水平 (36.28 倍)；相对沪深 300 PE (TTM，整体法) 为 3.68 倍，高于行业近五年相对估值中枢 (2.82 倍)。细分板块中，乳品与黄酒板块的估值低于对应板块近五年的均值水平，其余板块的估值均高于对应板块近五年的均值水平。

图 3：SW 食品饮料行业 PE (TTM，剔除负值，倍)

图 4：SW 食品饮料行业相对沪深 300PE (TTM，剔除负值，倍)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 1：SW 食品饮料行业子板块估值情况

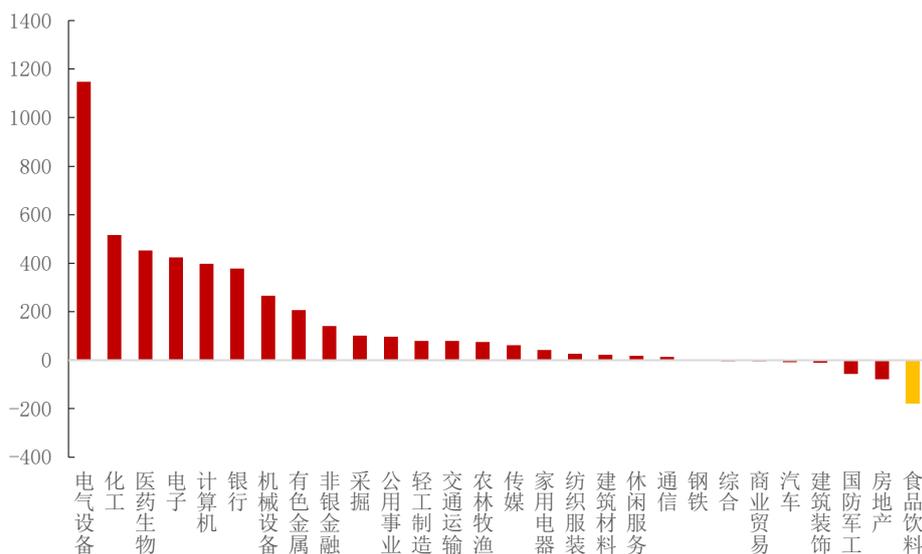
板块名称	当日估值（截至 2021 年 11 月 30 日）	近五年平均值
食品饮料(申万)	45.05	36.28
白酒	46.03	34.65
调味品	71.86	54.99
啤酒	50.43	48.22
乳品	29.75	30.24
肉制品	22.79	22.67
食品综合	35.63	35.04
软饮料	32.72	27.70
葡萄酒	40.74	36.48
黄酒	30.16	42.18
其他酒类	77.59	67.01

数据来源：同花顺，东莞证券研究所

1.3 食品饮料行业持仓

食品饮料行业年初至今陆股通资金净流出居申万一级行业首位。2021 年 1 月 1 日-11 月 30 日，陆股通共净流入 3431.77 亿元。电气设备、化工与医药生物板块净流入居前，食品饮料、房地产与国防军工板块净流出居前。其中，食品饮料板块净流出 179.01 亿元，净流出金额位居申万一级行业首位。

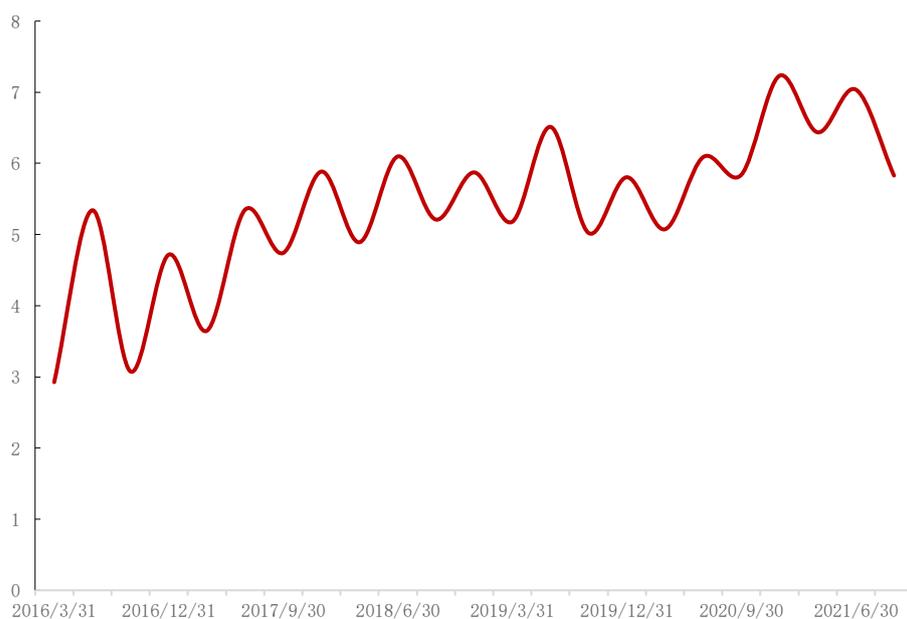
图 5：2021 年 1 月 1 日-11 月 30 日申万一级行业陆股通净买入额（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

基金持仓比例环比下降。根据 Wind 数据，SW 食品饮料行业三季度基金持仓比例环比下降，持仓比例从 2021Q2 的 7.04% 下降至 2021Q3 的 5.83%。食品饮料行业基金持仓比例环比有所下滑，一方面系板块中多数企业三季度业绩不及预期，另一方面则与资金流入新能源、周期等景气度高的板块有关。

图 6：食品饮料行业基金持股比例（截至 2021Q3）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

2. 白酒板块：高端酒景气延续，区域酒龙头有望实现弹性增长

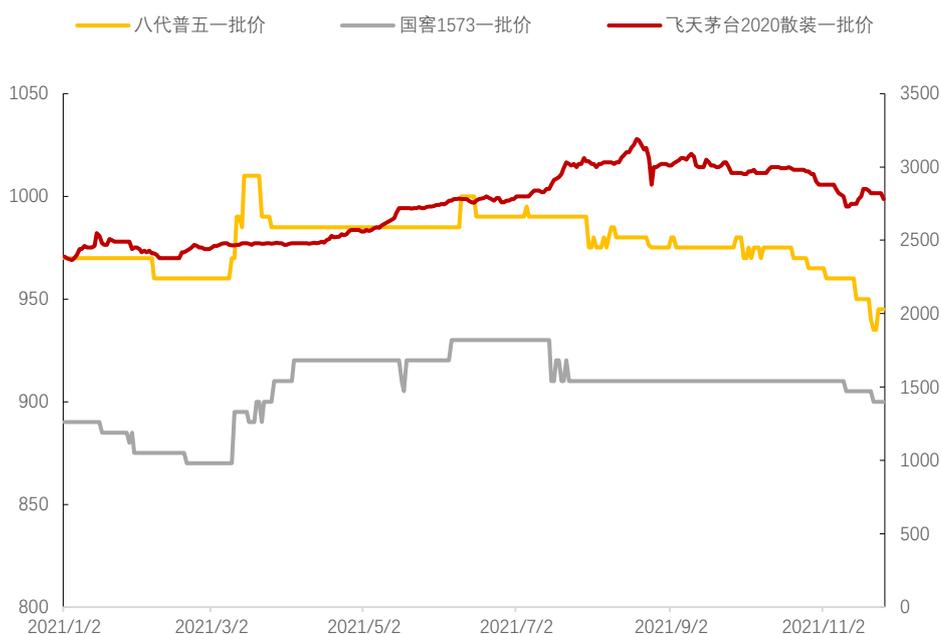
2.1 现状：白酒渠道相对良性，股权激励为企业发展注入新动力

2.1.1 白酒库存处于低位水平，酱酒热趋向理性

白酒动销平稳，渠道库存处于低位水平。随着疫情好转，今年以来白酒需求逐步复苏回暖。总体来看，白酒今年动销相对平稳，库存延续了 2020 年下半年的低位水平。高端白酒中，茅台仍处于供不应求的状态，五粮液与泸州老窖库存维持在 0.5-1 个月左右。次高端白酒中，山西汾酒、洋河股份、酒鬼酒目前回款任务均已完成 90% 以上。中端白酒中的古井贡酒受益于消费复苏与升级，公司的全年打款任务已经完成。步入四季度，泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒等公司对产品持续控货，库存维持在相对低位水平，为元旦春节备货留下良性增长空间。

酱酒热降温，白酒渠道价格逐步回归理性。8 月 20 日，市场监管局发布《关于召开白酒市场秩序监管座谈会的通知》后，引发了市场对白酒的恐慌。此后，资本围猎酱酒的现象有所减少。受酱酒热降温的影响，今年 10 月的秋季糖酒会，经销商对酱酒的热情明显消退，酱酒市场逐步进入理性发展阶段。以白酒板块中的风向标飞天茅台为例，飞天茅台批价今年以来呈现先升后降趋势。年初受供货不足与拆箱政策的影响，飞天批价持续走高。截至 8 月 19 日，飞天一批价增加至 3190 元/瓶，突破 3000 元大关，与出厂价 969 元/瓶的价差不断增大。8 月 20 日受白酒秩序监管座谈会的影响，飞天批价应声下跌。步入 9 月，白酒进入双节备货阶段，飞天节前放量，叠加市场对白酒消费税的担忧，飞天批价进一步回落。截至 11 月 11 日，飞天批价跌至 2730 元/瓶。近期，随着飞天渠道库存逐步消化以及市场对白酒悲观情绪的释放，飞天批价有所回暖。11 月 26 日，飞天批价为 2780 元/瓶。相较而言，八代普五与国窖 1573 批价波动较小。11 月 26 日，普五与国窖 1573 的批价分别为 945 元/瓶与 900 元/瓶。从市场目前的情况来看，酱酒热虽有所降温，但预计对品牌酒企影响有限。长期来看，酱酒热降温有利于白酒市场的渠道价格回归理性，经销商结构亦将有所优化。而在这过程中，部分经营能力较差的白酒企业或面临淘汰，市场份额有望进一步向优质企业集中。

图 7：茅五泸一批价（元/瓶）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

2.1.2 股权激励为企业发展注入新动力

多家白酒企业公布股权激励计划，为企业发展注入动力。今年下半年以来，多家白酒企业公布了股权激励计划。7月，洋河股份公布了第一期核心骨干持股计划（草案），对董事、监事、高级管理人员等在内的不超过 5100 名员工进行激励。洋河此次制定的业绩考核年度为 2021-2022 年，规定 2021 年公司的营业收入较 2020 年增长不低于 15%，且 2022 年营业收入较 2021 年增长不低于 15%。此后，泸州老窖、水井坊于 9 月相继公布了股权激励计划。两家公司分别针对自身的实际情况，制定了业绩考核标准，考核年度均为 2021-2023 年。11 月，今世缘公布了关于以集中竞价方式回购股份报告书，拟回购 5.18 亿元用于股权激励。多家白酒公司出台的股权激励计划，健全了公司的长期激励约束机制，有效的绑定了核心工作人员与公司的利益，为相关企业未来发展战略与经营目标的实现注入了新动力。

表 2：今年以来白酒企业公布股权激励计划情况

公司名称	时间	方案名称	激励对象	考核年度	业绩考核标准
洋河股份	2021.7.15	第一期核心骨干持股计划（草案）	董事、监事、高级管理人员等在内的不超过 5100 名员工	2021-2022 年	2021 年营业收入较 2020 年增长不低于 15%，且 2022 年营业收入较 2021 年增长不低于 15%
泸州老窖	2021.9.27	2021 年限限制性股票激励计划（草案）	董事、高级管理人员、中层管理人员与核心骨干人员，共计不超过 521 人	2021-2023 年	2021-2023 年公司的净资产收益率每年不低于 22%，且不低于对标企业 75 分位值；净利润增长率方面，要求相较于 2019 年，2021-2023 年公司的净利润增长率分别不低于对标企业的 75 分位值；成本费用

					方面，要求 2021-2023 年公司的成本费用占营业收入比例不高于 65%
水井坊	2021.9.30	2021 年员工持股计划	高管及核心骨干不超过 66 人	2021-2023 年	2021 与 2022 年营业收入增长率的平均值，在 9 家对标企业中排名前 5；2021、2022 与 2023 年营业收入增长率的平均值，在 9 家对标企业中排名前 5
今世缘	2021.11.9	关于以集中竞价方式回购股份报告书	使用不超过人民币 5.18 亿元（含）的自有资金，回购股份数量占公司总股本约 0.53%-0.61%。回购的金额用于股权激励	—	—

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

2.1.3 白酒消费税落地难度较大

近期关于消费税的传闻对白酒市场造成一定扰动，预计落地难度较大。今年以来，消费税在市场中被多次提及，加剧了市场对白酒的悲观预期，白酒股价亦出现较大波动。纵观历史，我国白酒消费税是一直存在的，且期间经历了多次调整，每次调整后对白酒板块的长期走势并未产生实质重大影响。当前，我国白酒消费税采用从量与从价复合征税的方法。从量税即无论白酒品牌，均按每 500 毫升缴纳 0.5 元计算；从价税即按照计税价格来收税，价格越贵，交的税越多。目前，我国白酒的从价税按照 20% 的税率进行征收。白酒消费税改革是一个相对复杂的过程，需要从酒企业绩、白酒香型、白酒度数等多方面综合进行考虑。从市场情况来看，我国尚未出台明确的白酒消费税改革方案，预计白酒消费税短期落地的难度较大。

白酒消费税改革预计对议价能力较强的高端白酒企业影响较小。若后续我国白酒消费税正式实施，预计对议价能力较强的高端白酒企业影响较小。从白酒消费税可能的几大改革方向分情况考虑：（1）**消费税后移**。消费税后移即白酒的征税环节从生产后移至批发与零售。在后移的过程中，不同价格带的白酒公司业绩表现或有所分化。对于高端白酒而言，高端白酒具有强大的品牌影响力，市场认可度高，对下游的经销商与消费者拥有较强的话语权。因此，高端白酒理论上可将税负直接转移给下游，消费税后移对其影响有限。对于次高端白酒与中端白酒而言，其品牌影响力相对有限。若消费税后移，渠道利润将有所减少，相关酒企或采取提价或补贴渠道商的方式发展公司业务。但若不能与下游处理好利益关系，次高端白酒与中端白酒的市场份额或将有所下降。对于中端以下的白酒而言，酒企对下游的议价能力有限，税负不能完全转移给经销商。消费税后移将在一定程度上压制中小酒企的发展，中端以下白酒或面临较大

的挑战。(2) **提高从价或从量计征比例**。若调高白酒从价或从量计征比例，议价能力强的酒企可以将一定的税负转移给下游。同时，由于头部酒企净利率较高，预计提高计征比例对相关酒企的利润影响有限。而对净利率较低的中小企业来说，提高计征比例将增加酒企的税收负担，进而影响利润水平。

2.2 2022 年上半年白酒板块投资展望

(1) 高端白酒：业绩确定性高，景气有望延续

高端白酒公司历史悠久，文化底蕴深厚，其品牌与产品均具有稀缺性，赛道最优。2020 年在疫情影响下，高端白酒营收仍保持两位数增长，且单季波动不大，彰显强确定性。今年前三季度，高端白酒单季度营收均实现两位数以上的增速。从股价走势来看，今年受政策监管、市场风格切换、消费税预期等因素影响，高端白酒估值出现回落。展望明年，三大高端白酒公司均有看点，值得市场期待，高端白酒景气有望延续。而在此过程中，估值亦有望带来一定修复。

1) 贵州茅台：量方面，2018 年公司的基酒产量为 4.97 万吨，是茅台酒的基酒产量大年。结合茅台酒的生产周期，预计 2022 年公司将进入产能释放期，茅台酒产能有望实现较快增长。价方面，公司在夯实经销商渠道的基础上，直营渠道持续推进。直营占比的提高将进一步增厚公司业绩。同时，茅台管理层换届后，提出了一系列的改革措施，预计对明年公司发展有一定的催化。

2) 五粮液：批价预期有所提升。预计产品的计划外价格从 999 元/瓶提升为 1089 元/瓶，计划内价格 889 元/瓶保持不变，计划内外比例 3:2，综合成本 969 元/瓶，对标飞天茅台。公司近几年持续加大直营渠道的占比，若此次产品顺利提价，将推动公司业绩进一步上行。

3) 泸州老窖：今年 9 月发布限制性股票激励计划（草案），并规定了 2021-2023 年公司的 ROE、净利润增长率、成本费用的考核标准。公司出台的激励计划为后续业绩释放提供了新活力。

表 3：2021Q1-Q3 高端白酒单季度营业收入情况（亿元，%）

白酒层级	公司名称	2021 年前三季度 营业总收入	2021 年前三季度 YoY	2021Q1 YoY	2021Q2 YoY	2021Q3YoY
高端白酒	贵州茅台	770.53	10.75	10.93	11.41	9.99
	五粮液	497.21	17.01	20.19	18.02	10.61
	泸州老窖	141.10	21.65	40.85	5.67	20.89
高端白酒合计		1408.84	13.92	16.92	12.73	11.26

资料来源：Wind，东莞证券研究所

(2) 次高端白酒：低基数影响消退，产品提价升级或成为后续业绩增长的主旋律

与高端白酒相比，次高端白酒具有竞争相对激烈、业绩弹性高、区域性强等特点，抗冲击能力不如高端白酒强。次高端白酒去年上半年受疫情冲击较大，今年上半年基于低基数，业绩实现了快速增长。步入三季度，次高端白酒低基数影响因素消退，业绩增速环比放缓。2021Q3，次高端白酒的营收增速为 35.74%。从价格端来看，今年以来随着次高端产品结构的升级，次高端白酒价格带天花板逐步打开，价格区间从 300-600 元拓宽至 300-800 元，行业扩容态势明显。今年以来，洋河股份、水井坊、酒鬼

酒、舍得酒业等多家公司已宣布对部分产品进行提价。其中，洋河股份的 M6+ 于今年 2 月将出厂价上调 30 元/瓶；水井坊的井台与臻酿八号、酒鬼酒的内参等产品均有不同幅度的提价。10 月，舍得酒业对舍之道、水晶舍得、品味舍得提高供货价格，供货价格上调 20 元/瓶。展望明年上半年，产品提价升级或成为次高端白酒增长的主要逻辑，次高端白酒公司业绩仍具有弹性空间。

表 4：2021Q1-Q3 次高端白酒单季度营业收入情况（亿元，%）

白酒层级	公司名称	2021 年前三季度 营业总收入	2021 年前三季度 YoY	2021Q1YoY	2021Q2YoY	2021Q3YoY
次高端白酒	山西汾酒	172.57	66.24	77.03	73.23	47.81
	洋河股份	219.42	16.01	13.51	20.74	16.66
	水井坊	34.23	75.91	70.17	691.49	38.93
	酒鬼酒	26.40	134.20	190.36	96.82	128.66
	舍得酒业	36.07	104.54	154.21	119.34	64.84
次高端白酒合计		488.69	43.18	41.55	56.68	35.74

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 5：今年以来次高端白酒提价情况

公司名称	提价产品	提价时间	具体内容
洋河股份	梦之蓝 M6+	2021 年 2 月 6 日	出厂价统一上调 30 元/瓶
水井坊	井台	2021 年 4 月 1 日	井台（52 度、38 度）上调 35 元/瓶
	臻酿八号	2021 年 4 月 1 日	臻酿八号（52 度、38 度）上调 25 元/瓶
	禧庆八号	2021 年 4 月 1 日	上调 15 元/瓶
	井台	2021 年 9 月 30 日	零售价上调 30 元/瓶
	臻酿八号	2021 年 9 月 30 日	零售价上调 20 元/瓶
	典藏大师 52 度/38 度	2021 年 11 月 1 日	52 度零售价上调 200 元/瓶，38 度零售价上调 100 元/瓶
酒鬼酒	内参大师	2021 年 1 月 18 日	战略价上调 100 元/瓶； 团购价和调整为 2580 元/瓶； 零售价调整为 2899 元/瓶
	酒鬼酒（透明装）（鉴赏）	2021 年 5 月 7 日	战略价上调 10 元/瓶； 零售指导价上调 20 元/瓶
	内参	2021 年 7 月 1 日	战略价上调 80 元/瓶
	传承	2021 年 7 月 15 日	传承（52 度、39 度、42 度）战略价上调 10 元/瓶 零售指导价上调 20 元/瓶
	舍得酒业	水晶舍得	2021 年 10 月 15 日
	品味舍得	2021 年 10 月 15 日	供货价格上调 20 元/瓶
	舍之道	2021 年 10 月 15 日	供货价格上调 10 元/瓶

资料来源：微酒，酒业快讯，公司公告，东莞证券研究所

（3）中端白酒：区域酒龙头有望实现弹性增长

中端白酒今年上半年业绩复苏弹性相对有限。步入三季度，随着需求复苏回暖与产品结构升级，中端白酒 Q3 业绩实现了较快增长。受益于安徽经济的快速发展，徽酒 Q3 业绩表现亮眼。其中，古井贡酒、口子窖单三季度的营收分别实现 21.37% 与 24.02% 的增长。与此同时，受益于产品结构升级，在次高端白酒价格带扩容的带动下，今年以来古井贡酒、今世缘与口子窖亦相继公布提价公告，相应上调部分产品价格。其中，今世缘的国缘四开今年以来共进行了四次提价。与高端白酒相比，中端白酒具有区域性的特点。中端白酒在夯实现有业务区域的基础上，持续加大省外市场的扩张。在需求回暖、产品结构升级与区域不断扩张的背景下，预计中端白酒业绩明年有望实现弹性增长，可适当关注区域性龙头优质品牌。

表 6：2021Q1-Q3 中端白酒单季度营业收入情况（亿元，%）

白酒层级	公司名称	2021 年前三季度 营业总收入	2021 年前三季度 YoY	2021Q1YoY	2021Q2YoY	2021Q3YoY
中端白酒	今世缘	53.35	27.18	35.34	27.32	15.76
	古井贡酒	101.02	25.19	25.86	28.56	21.37
	口子窖	36.29	35.05	50.90	35.05	24.02
中端白酒合计		190.66	27.52	32.09	29.45	20.52

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 7：今年以来中端白酒提价情况

公司名称	提价产品	提价时间	具体内容
古井贡酒	原浆古 20	2021 年 3 月 26 日	古 20（42 度、38 度）经销价上调 40 元/瓶；古 20（52 度）经销价上调 60 元/瓶
	古井贡酒第六代	2021 年 9 月 9 日	55 度古井贡酒第六代结算价上调 90 元/瓶
口子窖	5 年/6 年口子窖	2021 年 5 月下旬	5 年与 6 年口子窖分别提价 10 元/瓶与 15 元/瓶
今世缘	国缘四开	2021 年 1 月 1 日	42 度出厂价上调 10 元/瓶
		2021 年 2 月 1 日	42 度出厂价上调 10 元/瓶
		2021 年 3 月 1 日	42 度出厂价上调 10 元/瓶
		2021 年 6 月 1 日	42 度国缘四开开票价上调 60 元/瓶；52 度国缘四开开票价上调 50 元/瓶

资料来源：微酒，酒业快讯，东莞证券研究所

（4）大众白酒：市场份额有望向头部企业集中

与其他酒品不同，大众白酒属于快消性质的酒品，在经济冲击下影响最大，各酒企表现不一。今年三季度，受益于安徽经济较快发展与消费复苏，大众白酒中的迎驾贡酒 Q3 表现亮眼。而顺鑫农业、皇台酒业等公司业绩表现则相对弱势。在此背景下，一些经营不善、品牌力不足的小企业或将被市场淘汰，板块内部的头部企业市场份额有望提高。

表 8：2021Q1-Q3 大众白酒单季度营业收入情况（亿元，%）

白酒层级	公司名称	2021 年前三季度营业收入	2021 年前三季度 YoY	2021Q1YoY	2021Q2YoY	2021Q3YoY
大众白酒	顺鑫农业	116.11	-6.51	-0.70	-7.26	-16.54
	老白干酒	27.69	10.90	-0.26	21.77	11.34
	迎驾贡酒	31.80	42.62	48.90	57.07	27.00
	伊力特	14.64	26.44	255.33	-24.07	19.00
	金徽酒	13.41	28.31	48.43	25.60	10.65
	金种子酒	8.07	21.58	52.11	15.85	3.18
	皇台酒业	0.37	-32.67	41.62	-56.95	-24.40
大众白酒合计		212.09	5.69	12.87	2.55	-0.42

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.3 白酒板块重点公司

(1) 贵州茅台

公司以茅台酒为主，系列酒加速放量。公司是我国白酒行业龙头。目前，公司产品以茅台酒为主，系列酒为辅，产品矩阵逐步多元化。其中，公司的茅台酒产品定位高端，价格从几千元到上万元不等。飞天是茅台酒中的明星产品，占比约 80%-90%。系列酒主要包括一曲（贵州大曲）、三茅（华茅酒、王茅酒、赖茅酒）、四酱（汉酱、王子酒、仁酒、迎宾酒），产品主要面向中低端客群。今年以来，公司的茅台酒保持稳增态势，系列酒加速放量。2021Q3 茅台酒实现营收 220.43 亿元，同比增长 5.57%；系列酒实现营收 34.80 亿元，同比增长 48.09%。

直销渠道前三季度营收破百亿，渠道逐步向扁平化迈进。2018 年以来，公司逐步进行渠道改革，大力发展直销渠道，公司的直销渠道实现了快速发展。2021 年前三季度，公司的直销渠道实现营收 146.85 亿元，同比增长 74.14%，营收破百亿元。单季看，公司的直销渠道在 Q3 实现营业收入 51.81 亿元，同比增长 57.96%，渠道逐步向扁平化迈进。

公司产能有望进入释放期。茅台管理层换届后，提出了一系列的改革措施，预计对明年公司发展有一定的催化。同时，2018 年公司的基酒产量为 4.97 万吨，是茅台酒的基酒产量大年。结合茅台酒的生产周期，预计 2022 年公司将进入产能释放期，茅台酒产能有望实现较快增长。

(2) 五粮液

持续强化五粮液主品牌，推动系列酒品牌升级。公司是我国浓香白酒龙头。目前，公司实施五粮液主品牌与系列酒品牌双发展的战略。五粮液主品牌方面，公司在夯实普五核心大单品的同时，重点打造超高端产品经典五粮液，提高高端产品的标杆，经典五粮液有望在十四五末成为除普五外的另一大核心单品。系列酒方面，公司大力推动系列酒产品品牌升级，力争 2021 年系列酒营收破百亿，系列酒有望成为公司新的业务增长点。

公司 Q3 业绩增速有所放缓。单季度看，公司 Q3 实现营业收入 129.69 亿元，同比增长 10.61%；实现归母净利润 41.27 亿元，同比增长 11.84%。随着疫情影响消退，白酒需求复苏回暖，公司今年上半年第一季度与第二季度营收分别实现 20.19% 与 18.03% 的增长。步入三季度，公司白酒动销相对平稳。与上半年相比，公司 Q3 业绩增速环比放缓。

公司产品量价有望齐升。量方面，2020 年 7 月，公司正式启动 12 万吨生态酿酒项目（一期）。随着扩建工程稳步推进，公司产能有望持续释放。预计到十四五末，公司将实现 40 万吨的原酒生产能力。按照五粮液基酒优质酒得酒率为 10%-15% 计算，工程完工后普五产能有望超过 4 万吨。价方面，公司于 11 月 26 日提高五粮液进货价。其中，产品的计划外价格从 999 元/瓶提升为 1089 元/瓶，计划内价格 889 元/瓶保持不变，计划内外比例 3: 2，综合成本 969 元/瓶，对标飞天茅台。公司近几年持续加大直营渠道的占比，此次提高计划外价格，将推动公司业绩进一步上行。

（3）泸州老窖

公司聚焦 5 大核心单品，Q3 业绩表现亮眼。泸州老窖聚焦 5 大核心单品。其中，国窖 1573 定位高端品类，与飞天茅台、普五一并列入高端白酒梯队；特曲与窖龄定位中端产品，而头曲与二曲则主要以开拓低端市场为主。2021Q3，公司实现营业收入 47.93 亿元，同比增长 20.89%；实现归母净利润 20.49 亿元，同比增长 28.48%。公司二季度淡季控货挺价，Q2 营业收入增速放缓，同比增长 5.67%。步入三季度，公司动销持续恢复。今年中秋国庆双节，公司白酒动销总体平稳，Q3 营业收入增速环比改善。

限制性股票激励助力公司实现业绩目标。9 月 27 日，公司发布了 2021 年限制性股票激励计划（草案），拟授予限制性股票数量不超过 883.46 万股，首次授予对象为董事、高级管理人员、中层管理人员与核心骨干人员，共计不超过 521 人。公司首次授予的限制性股票考核年度为 2021-2023 年三个会计年度，每个年度考核一次，分别对净资产收益率、净利润增长率与成本费用占营业收入的比例三项指标设置了考核要求。在净资产收益率方面，要求 2021-2023 年公司的净资产收益率每年不低于 22%，且不低于对标企业 75 分位值；在净利润增长率方面，要求相较于 2019 年，2021-2023 年公司的净利润增长率分别不低于对标企业的 75 分位值；在成本费用方面，要求 2021-2023 年公司的成本费用占营业收入比例不高于 65%。公司此前制定了 2021 年业绩增长目标，力争实现营业收入同比增长不低于 15%。限制性股票激励计划（草案）的出台，将进一步助力公司业绩目标的实现。

（4）山西汾酒

产品结构持续优化，省外市场加速扩张。公司是我国清香型白酒的典型代表，位居次高端白酒梯队。分品类看，公司坚持“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略，产品结构持续优化，品牌势能加速释放，汾酒与配制酒今年三季度实现了较快增长。2021 年前三季度，公司的汾酒、系列酒与配制酒分别实现营业收入 157.65 亿元、4.89 亿元与 8.71 亿元，分别同比增长 67.57%、17.27% 与 83.76%。分地区看，公司深化“1357+10”的市场布局，加大长江以南市场的拓展力度，推动江、浙、沪、皖、粤等市场稳步突

破，省外市场加速扩张。2021 年前三季度，公司省内市场实现营业收入 68.56 亿元，同比增长 47.57%；省外市场实现营业收入 102.71 亿元，同比增长 81.69%。

Q3 业绩实现较快增长。公司前三季度业绩实现了较快增长。单季度看，公司 2021Q3 实现营业收入 51.38 亿元，同比增长 47.81%；实现归母净利润 13.35 亿元，同比增长 53.24%，Q3 业绩实现了较快增长。由于去年下半年疫情对白酒的影响减弱，消费复苏回暖，公司业绩的低基数因素消退，今年 Q3 业绩环比增速下降。公司此前披露 2021 年经营目标，力争营业收入较上年度同比增长 30%左右。截至 2021Q3，公司实现营业收入 172.57 亿元，营业收入已完成全年目标的 94.89%。步入白酒销售旺季，公司的业绩有望在四季度进一步加速释放。

（5）帝亚吉欧

公司是全球最大的洋酒企业。公司成立于 1997 年，历史悠久，由大都会和健力士两大公司合并而成，总部位于英国伦敦，已分别在伦敦股票交易所和纽约股票交易所上市。目前，公司旗下拥有蒸馏酒、葡萄酒和啤酒等各种酒类品牌，占据全球 30%以上的洋酒份额。截至 2021 年 6 月 30 日，公司实现营业总收入 1712 亿元，同比增长 11.02%。

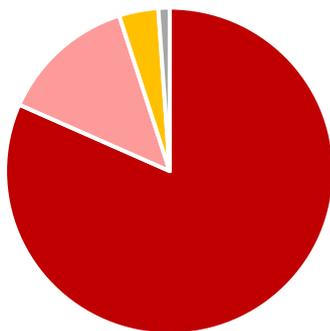
产品矩阵丰富，烈酒为公司主要品类。公司在发展过程中，致力于多元业务的发展，业务范围广，横跨烈酒、啤酒、便捷饮品等多品类，产品层级从低端至高端全覆盖，可以较好的满足市场需求。目前，烈酒为公司的主要品类。截至 2021 年 6 月 30 日，公司烈酒业务实现营业收入 1398 亿元，营收占比为 81.66%；啤酒业务实现营业收入 229 亿元，业务占比为 13.38%。

布局全球化战略，业务遍布全球多地。帝亚吉欧自成立以来积极进行全球化推广，以提高公司的知名度与品牌影响力。目前，公司业务遍布 180 多个国家和地区，并设有 99 个生产基地，涉及北美、欧洲、亚太地区、非洲、拉丁美洲等多个区域。其中，北美是公司的主要业务区域。截至 2021 年 6 月 30 日，公司在北美地区的营收占比为 40.97%；在欧洲地区与亚太地区的营收占比分别为 20.12%与 19.57%。公司实行全球化布局一方面可以加大加深公司业务区域的广度，另一方面可以在一定程度上增加公司抗风险的能力。

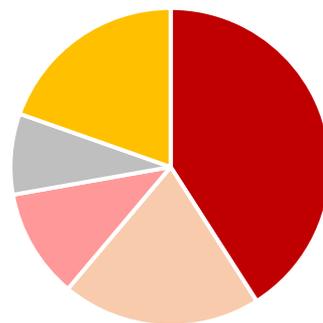
图 8：2021 年 6 月 30 日帝亚吉欧产品结构（%）

图 9：2021 年 6 月 30 日帝亚吉欧区域结构（%）

■ 烈酒 ■ 啤酒 ■ 便捷饮品 ■ 其他 ■ 北美 ■ 欧洲 ■ 非洲 ■ 拉丁美洲 ■ 亚太



数据来源：公司公告，东莞证券研究所



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

3. 大众品之调味品板块：产品提价落地，关注边际拐点

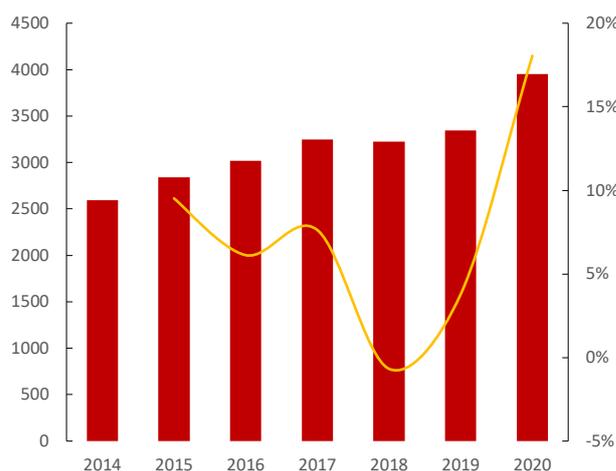
3.1 现状：需求拉动市场扩容，板块迎来新一轮提价周期

3.1.1 市场规模稳步扩张，集中度有望提升

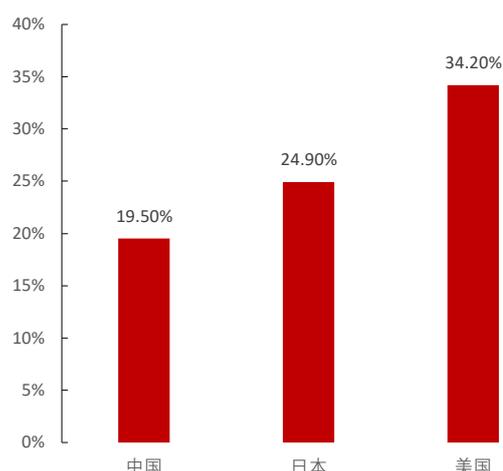
市场规模稳步扩张，集中度有望提升。作为生活必需品，调味品行业具有典型的“小产品、大市场”的特点。近几年，市场规模稳步扩张，行业持续扩容。2020 年，我国调味品行业的市场规模为 3950 亿元，同比增长 18.05%。2014-2020 年，我国调味品行业的市场规模从 2595 亿元增加至 3950 亿元，年均复合增速为 7.25%。从竞争格局来看，目前我国调味品行业形成了以海天味业为首的一超多强的竞争局面，行业集中度近几年有所提升。与发达国家相比，我国调味品行业的集中度仍具有提升空间。根据 Euromonitor 数据显示，2020 年我国调味品行业的 CR5 为 19.50%，日本和美国的 CR5 分别为 24.90%与 34.20%。在行业不断优化调整的背景下，市场份额未来有望进一步向龙头企业靠拢。

图 10：我国调味品行业市场规模与增速（亿元，%）

图 11：2020 年中美日调味品行业 CR5 对比（%）



数据来源：艾媒咨询，东莞证券研究所



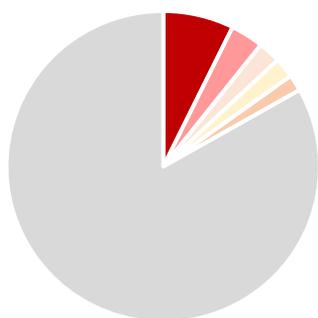
数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

细分板块来看，我国酱油板块集中度较低，未来有望进一步提升。作为调味品第一大子板块，我国酱油市场集中度较低。根据 Euromonitor 数据显示，2020 年我国酱油板块的 CR5 为 16.80%。其中，海天味业仅占 7.30%。对标日本酱油市场，2020 年日本酱油板块的 CR5 为 74.30%，作为日本酱油龙头的龟甲万占比已达 39.30%。在酱油行业优化整合的背景下，预计我国酱油行业的集中度有较大的提升空间。

图 12：2020 年我国酱油竞争格局（零售口径）

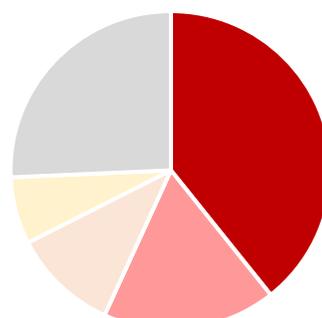
图 13：2020 年日本酱油竞争格局（零售口径）

■ 海天味业 ■ 美味鲜 ■ 味达美 ■ 李锦记 ■ 卡夫亨氏 ■ 其他



数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

■ 龟甲万 ■ Yamaki ■ Yamasa ■ Mizkan ■ 其他



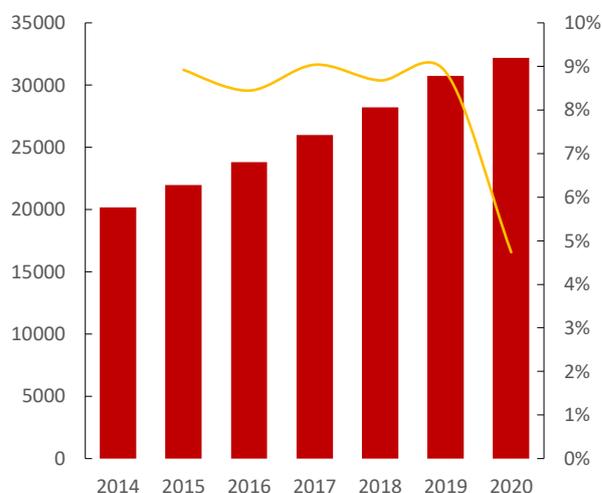
数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

3.1.2 BC 端齐发力，推动调味品需求提升

(1) 餐饮端增长逻辑：外出就餐次数增加+餐饮连锁化趋势加速+外卖市场规模增长
居民消费水平提高，外出就餐次数有所增加。随着我国经济不断发展，人均居民可支配收入稳中有升。2020 年，在疫情影响下，我国人均可支配收入为 32189 元，仍保持 4.74% 的增长。2016-2020 年，我国人均可支配收入从 23821 元增加至 32189 元，年均

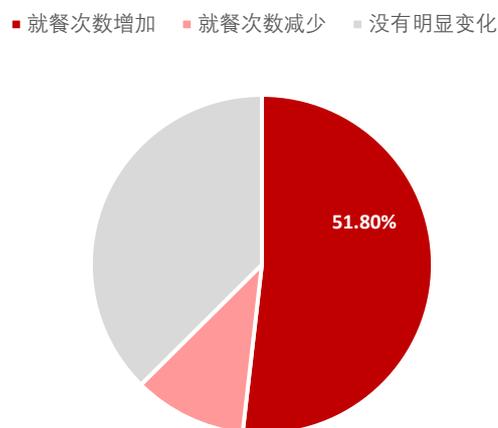
复合增速为 6.2%。在生活质量不断提高的背景下，居民外出就餐次数随之增加。根据艾瑞咨询数据显示，2018 年我国消费者外出就餐次数增加比例为 51.80%；外出就餐次数没有发生明显变化的比例为 37.50%。

图 14：我国人均居民可支配收入（元，%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

图 15：2018 年消费者外出就餐次数变化占比

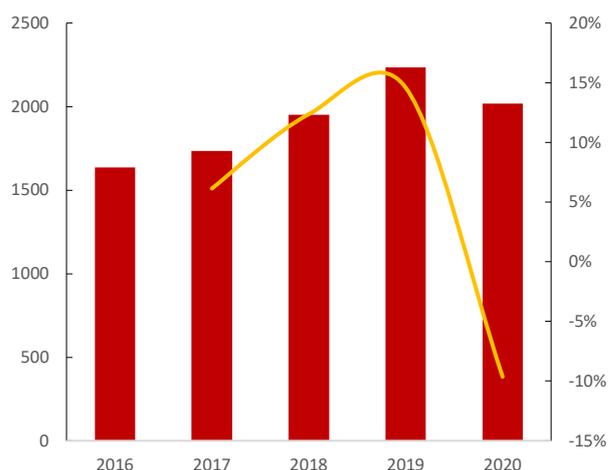


数据来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

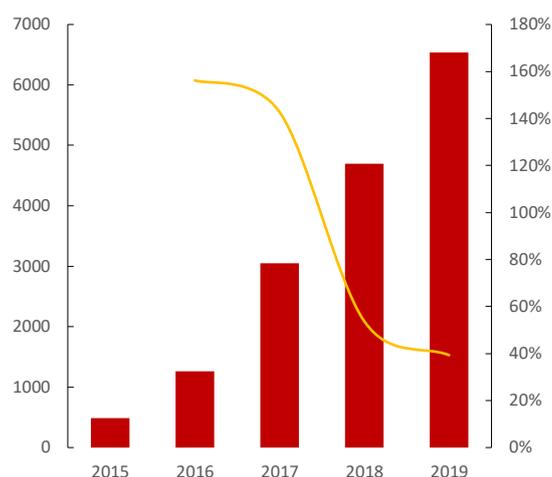
餐饮连锁化趋势加速叠加外卖市场规模持续增长，拉动调味品需求提升。近几年，我国餐饮行业连锁化、规模化进程加速。受疫情影响，我国餐饮连锁化有所放缓。2020 年，连锁餐饮企业营业收入同比下降 9.63%。若剔除疫情影响因素，2019 年，我国连锁餐饮企业营业收入为 2234.50 亿元，同比增长 14.59%；2015-2019 年，我国连锁餐饮企业营业收入从 1526.61 亿元增加至 2234.50 亿元，年均复合增速为 10.00%。在发展连锁化餐饮店的过程中，一个主要的特征在于每家连锁店的调味品具有特色化、标准化、统一化的特点，对调味品公司的要求较高。因此，当调味品公司对一家连锁店的调味品进行分析后，即可按照标准化程序向各个连锁门店提供调味品，进而在一定程度上提高调味品企业的规模化水平，从而拉动调味品需求的提升。此外，自 2015 年以来，受工作节奏与生活习惯等因素影响，我国外卖市场迅速发展。根据艾瑞咨询数据显示，2019 年我国餐饮外卖收入达 6536 亿元。2015-2019 年，我国餐饮外卖收入年均复合增速为 91.01%。随着我国城镇化进程不断加速与 8090 后消费群体的崛起，预计我国外卖市场未来将持续扩容，进而进一步拉动调味品需求。

图 16：我国连锁餐饮企业营业收入与增速（亿元，%）

图 17：我国餐饮外卖收入与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所



数据来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

(2) 零售端增长逻辑：调味品消费频次增加+消费结构升级

调味品消费频次与年花费均有所提高。近几年，随着居民生活质量的提高以及城市家庭数量的增加，我国调味品的消费频次与年花费均有所提高。针对消费频次增加的现象，一方面，酱油、醋等产品针对市场需求，推出小瓶的调味产品供消费者选择；另一方面，复合调味品快速发展。火锅底料、番茄酱等复合调味品较酱油、醋来说，消费速度更快。在居民生活质量与城镇化率不断提高的背景下，调味品零售市场未来仍具备较为强劲的增长空间。

表 9：2018 年我国各线城市人口、调味品年花费及调味品年均购买次数

类别	一线城市	二线城市	三线城市	四五线城市
人口	1700 万城市家庭	3400 万城市家庭	5200 万城市家庭	5900 万城市家庭
调味品年花费	239 元	174 元	138 元	125 元
调味品年购买次数	16 次	13 次	11 次	11 次

资料来源：Frost Sullivan，东莞证券研究所

消费结构升级，调味品层级上移。随着居民收入水平的提高，人们对生活品质有了更高的要求，健康观念逐步深入人心。低盐、少糖、零添加等名词成为越来越多消费者在购买调味品时的重要考虑因素。以酱油行业为例，2014-2020 年，我国高端酱油的市场规模从 130.97 亿元增加至 250.00 亿元，年均复合增速为 11.38%。在消费升级背景下，越来越多的公司相继推出高端产品供市场选择。2020 年双十一当天，海天味业推出高端特级酿造酱油；欣和食品在 2020 年双十二当天推出了六月鲜轻盐系列有机酱油。此外，千禾味业、厨邦等品牌旗下均有高端酱油产品供消费者选择。在需求升级的背景下，我国调味品层级将有所上移，进而带动调味品的价格进一步提升。

3.1.3 产品提价相继落地，板块迎来新一轮提价周期

调味品公司相继发布产品提价公告。今年 5 月，中炬高新进行了一次小范围、有目的性的提价。提价主要针对餐饮端，产品只涉及十几个品类，主要是鸡精鸡粉、大包装

酱油等价位较低的品种，提价幅度在 3%左右。受疫情影响，海天 2020 年暂缓了产品提价进程。今年以来，在原材料成本上行的压力下，海天于 10 月 13 日发布了部分产品价格调整的公告，对酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格进行调整，调整幅度在 3%-7%不等，新价格在 10 月 25 日开始实施。在龙头海天发布提价公告后，加加食品、李锦记、恒顺醋业等公司相继发布提价公告，对部分产品的价格进行不同幅度上调，板块迎来新一轮提价周期。

表 10：调味品板块部分公司提价过程

板块	公司	提价时间	提价内容
调味品板块	海天味业	2021 年 10 月	对酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格上调 3%-7%不等
	加加食品	2021 年 11 月	对酱油、蚝油、料酒、鸡精和醋系列产品的出厂价格上调 3%-7%不等
	李锦记	2021 年 11 月	对部分产品的出厂价格上调 6%-10%不等
	恒顺醋业	2021 年 11 月	对部分产品价格上调 5%-15%不等

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3.2 2022 年上半年调味品板块投资展望

(1) 产品提价，板块业绩有望边际改善

在成本上涨的压力下，调味品板块近期进入新一轮的提价周期。与上一轮提价周期相比，受部分地区疫情反复的影响，此次提价时点对应的终端需求尚未完全恢复。基于当下时点，调味品公司产品提价无论从需求端还是渠道端来讲，均需要一定的时间进行消化与顺理。因此，产品提价对调味品公司业绩与渠道库存的提振效果需进一步观察检验。若后续产品提价传导进展顺利，预计调味品公司的业绩与盈利能力有望迎来边际改善。

(2) 关注渠道去库存进程，把握需求复苏拐点

今年以来，受疫情反复扰动，我国居民可支配收入增速尚未恢复至疫情前水平，终端需求较为疲软，渠道库存压力犹存。展望 2022 年上半年，我国经济增速预期不会太高。叠加疫情仍存在反复的预期，预计调味品需求以缓慢复苏为主要逻辑。市场可持续关注调味品渠道去库存的进程，把握需求结构性复苏拐点。

(3) 成本高位压力或有所缓解

2020 年，受疫情爆发、生猪与能繁母猪存栏持续扩张等因素影响，大豆、豆粕等调味品原材料价格实现了较大涨幅。其中，大豆价格 2020 年上涨 28.80%，豆粕价格上涨 20.57%，玻璃价格上涨 33.69%。今年以来，大豆与豆粕价格上涨趋缓，总体维持在高位震荡。玻璃价格在 9 月达到高位后出现较大幅度的回落，目前仍处于近五年相对高位水平。在成本上涨的压力下，调味品公司今年业绩普遍承压。展望 2022 年上半年，生猪与能繁母猪去化进程或持续推进，叠加疫情趋于常态化，预计调味品原材料成本大幅上涨的概率相对较小，以高位震荡或震荡下行为主。届时，调味品相关企业的成本高位压力或有所缓解。

图 18：全国黄豆市场价（元/吨）



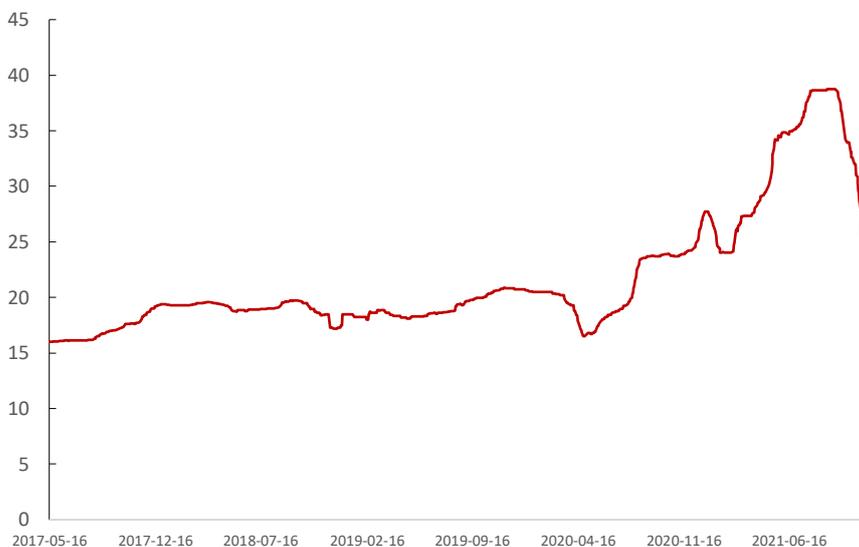
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 19：全国豆粕市场价（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 20：玻璃现货价（元/平方米）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

（4）社区团购监管趋严，企业或将积极参与渠道变革

社区团购监管趋严，对板块的业绩冲击边际减弱。社区团购作为一种新兴的渠道模式，低价、便宜是其最主要的特点。调味品价格带相对较低，起初社区团购的低价竞争在一定程度上打乱了经销商原有的加价体系，对调味品公司的业绩产生了一定的冲击。今年以来，政府陆续出台相关监管政策规范社区团购。在监管趋严的大背景下，社区团购的治理环境与竞争格局逐步有序，社区团购对板块内部公司业绩的冲击边际减弱。

企业或将积极参与渠道变革。在社区团购监管趋严的背景下，调味品在社区团购的价格体系有望恢复常态。目前，部分调味品公司已开始积极参与渠道变革。此前，社区

团购的平台主要与经销商进行合作。今年 5 月以来，以海天味业、千禾味业等为代表的公司开始直接与平台进行合作，采用直销与经销相结合的方式对产品进行销售管理。社区团购中，企业一般以高性价比的大包装产品为主要品类，实现走量销售。调味品公司积极参与社区团购，一方面可以一定程度上恢复经销商的经营动能，另一方面可以进一步提高企业的品牌影响力。

3.3 调味品板块重点公司

(1) 海天味业

酱油是公司的主要品类，产品矩阵逐步多元化。公司是我国调味品板块龙头企业，产品涵盖酱油、调味酱、蚝油等多品类。目前，酱油是公司的主要创收来源。2021 年前三季度，公司的酱油业务实现营业收入 101.83 亿元，同比增长 4.69%，占营业收入的 56.59%。蚝油与调味酱分别是公司的第二大与第三大品类，占营业收入的比重分别为 17.74%与 11.16%。公司在原有业务的基础上，坚持改革创新，对外加快新业务与新品类的发展，推出火锅底料、番茄酱等新品类，产品矩阵逐步多元化。2021 年前三季度，公司的其他业务收入为 16.75 亿元，同比增长 10.56%。

公司 Q3 业绩环比改善。公司 Q3 实现营业收入 56.62 亿元，同比增长 3.11%；实现归母净利润 13.55 亿元，同比增长 2.75%。公司 Q3 业绩环比改善，主要系：（1）随着社区团购监管趋严，社区团购对公司的冲击减小。（2）终端需求有所回暖，去库存稳步推进。（3）高基数影响因素消退。

产品提价落地，基本面有望持续向好。10 月 12 日，公司发布了部分产品价格调整的公告，对酱油、蚝油、酱料等部分产品提高出厂价格，价格幅度在 3%-7%不等。公司此次提价有利于缓解公司成本与利润的压力，亦对渠道的积极性起到一定的提振作用。长期来看，产品提价有利于优化公司的产品与渠道结构，从而使公司更好的把握市场发展机遇，公司基本面有望持续向好。

(2) 中炬高新

公司是我国调味品板块优质企业，产品以酱油为主线。公司是我国调味品板块中的优质企业，共有中山与阳西两大调味品生产基地，旗下拥有“厨邦”、“美味鲜”两大品牌。公司产品以酱油为主线，以鸡精鸡粉与食用油为辅，并陆续发展蚝油、番茄酱、火锅底料等产品，延伸产品矩阵。2021 年前三季度，公司的酱油业务实现营业收入 19.79 亿元，占调味品营收的 61.06%，鸡精鸡粉与食用油营收分别占公司调味品营收的 12.03%与 11.11%。

产品主要面向家庭端，持续加码餐饮渠道布局。从需求结构来看，公司目前的产品主要面向家庭端销售。2020 年，公司在家庭端与餐饮端的销售占比分别为 75%与 25%。与家庭消费者相比，餐饮渠道具有消费粘性高、购买频次高、客单价高等特点。在我国餐饮连锁与外卖渗透率不断提高的背景下，公司表示未来将进一步加大对餐饮渠道的布局，提高产品在餐饮端的市场竞争力。

成本上行，公司 Q3 经营承压。公司 2021 年前三季度分别实现营业收入与归母净利润 34.10 亿元与 3.70 亿元，分别同比下降 10.40%与 45.10%。受成本上涨、终端消费尚未完全恢复等多因素扰动，2021Q3 公司实现营业收入 10.96 亿元，同比下降 12.70%；实现归母净利润 0.87 亿元，同比下降 59.15%，经营业绩承压。

(3) 千禾味业

主打零添加产品，打造差异化竞争。与其他调味品公司有所不同，公司产品主要定位中高端，主打零添加高端酱油，实行差异化战略。公司在发展过程中，结合市场的实际需求，加速零添加品类的放量，产品结构持续优化升级。分品类看，公司产品主要系酱油和食醋。2021 年前三季度，公司的酱油业务实现营业收入 8.40 亿元，同比增长 9.93%；食醋业务实现营业收入 2.31 亿元，同比增长 2.52%。

公司 Q3 业绩环比改善。公司 2021 年前三季度分别实现营业收入与归母净利润 13.56 亿元与 1.32 亿元，分别同比增长 10.91%与下降 41.09%。单季度看，2021Q3 公司实现营业收入 4.70 亿元，同比增长 11.08%；实现归母净利润 0.66 亿元，同比下降 1.17%。在去库存稳步进行、消费结构升级与渠道扩张等多因素共同影响下，公司 Q3 业绩环比改善。

(4) 龟甲万

公司是日本调味品龙头。龟甲万的前身为 1917 年的野田酱油株式会社，至今已有百年历史。通过多年的精心经营，公司已成为日本乃至全球的调味品龙头公司。截至 2021 年 9 月 30 日，公司实现主营业务收入 2487 亿日元，同比增长 16.82%；实现归母净利润 214 亿日元，同比增长 31.29%。

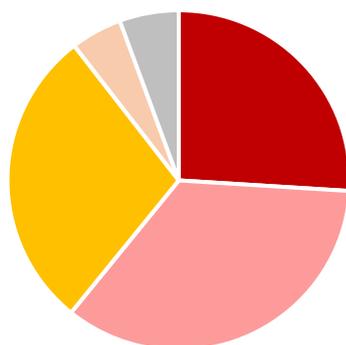
公司以酱油为基础，产品线逐步向外延伸。公司成立之初，以基础酱油为主要品类。随着消费层级上移，公司相继推出低盐等高端酱油。此后，公司逐步扩充生产线，上新复合调味品、无酒精与酒精饮料等产品，产品矩阵日益丰富。截至 2021 年 9 月 30 日，公司的酱油品类实现营业收入 209 亿日元，占主营业务收入的 26.00%；调味料营收占比为 34.83%，无酒精饮料与酒类产品营收占比分别为 28.73%与 4.85%。

积极进行全球扩张，海外业务是主要创收来源。随着日料在全球盛行，公司在夯实本土业务的同时，积极进行全球扩张。从目前的收入结构来看，公司海外业务收入已超过本土业务收入。截至 2021 年 9 月 30 日，公司国内业务实现营业收入 802 亿日元，占主营业务收入的 31.96%；海外业务实现营业收入 1707 亿日元，占主营业务收入的 68.04%。将海外业务进行进一步拆分，其中北美洲业务在公司的营收占比最高，为 48.51%，亚太与欧洲地区的营收占比分别为 10.00%与 9.05%。

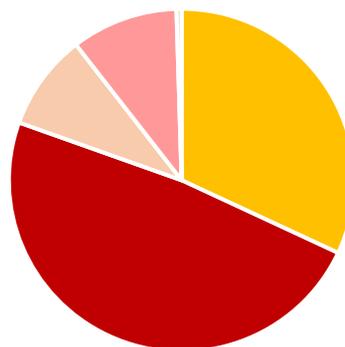
图 21：2021 年上半年龟甲万国内产品结构 (%)

图 22：2021 年上半年龟甲万区域结构 (%)

■ 酱油 ■ 调味料 ■ 饮料 ■ 酒类 ■ 其他 ■ 国内 ■ 北美洲 ■ 欧洲 ■ 亚太 ■ 其他



数据来源：公司公告，东莞证券研究所



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

4. 大众品之啤酒板块：高端化是未来发展的主逻辑

4.1 现状：短期提价提振板块，产品结构持续上移

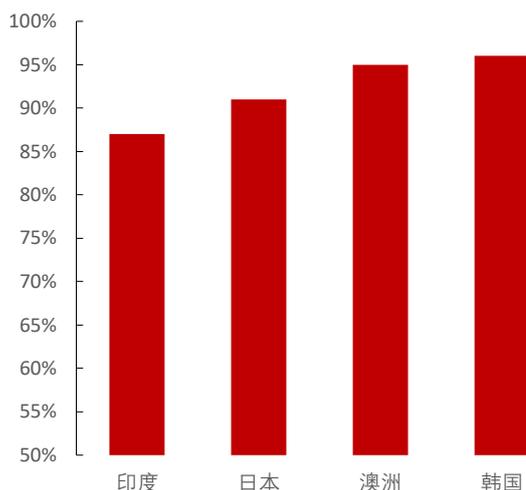
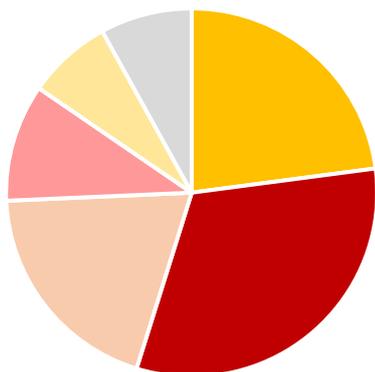
4.1.1 寡头垄断竞争格局，龙头企业有望受益

我国啤酒行业目前形成了寡头垄断的竞争格局，龙头企业有望受益。我国啤酒行业经过不断发展，目前形成了寡头垄断的竞争格局。2020 年我国啤酒行业的 CR5（华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒与嘉士伯）为 92.00%。其中，华润啤酒的市场份额最高，为 31.90%。青岛啤酒市场份额为 22.90%，位居行业第二。与其他国家相比，2018 年印度、日本、澳洲、韩国的啤酒行业 CR5 已分别达到 87.00%、91.00%、95.00% 与 96.00%。总体而言，虽然我国啤酒行业的集中度有所提升，但我国 2020 年的 CR5 仍低于 2018 年澳洲、韩国水平，略高于日本。在行业优化整合的背景下，预计啤酒市场份额将进一步向龙头企业靠拢。

图 23：2020 年我国啤酒行业 CR5

图 24：2018 年部分国家啤酒 CR5 (%)

■ 青岛啤酒 ■ 华润啤酒 ■ 百威英博 ■ 燕京啤酒 ■ 嘉士伯 ■ 其他



数据来源：中国酒业协会，东莞证券研究所

数据来源：GlobalData，东莞证券研究所

4.1.2 短期提价提振板块

成本上行，啤酒板块展开新一轮提价周期。从板块近几年的提价历程来看，产品提价很大程度与上游原材料成本上涨有关。2007-2008 年、2011-2012 年与 2016-2018 年，大麦等原材料价格均出现不同幅度的上涨。面对原材料成本上涨压力，青岛啤酒、燕京啤酒等公司相继对产品进行提价。今年以来，大麦、玻璃等原材料价格维持上涨态势。在此背景下，5 月以来百威亚太、重庆啤酒、青岛啤酒与华润啤酒等公司陆续发布产品涨价公告，啤酒板块展开了新一轮的提价周期。产品提价短期对啤酒板块有一定的提振作用。

表 11：今年以来啤酒板块部分公司提价过程

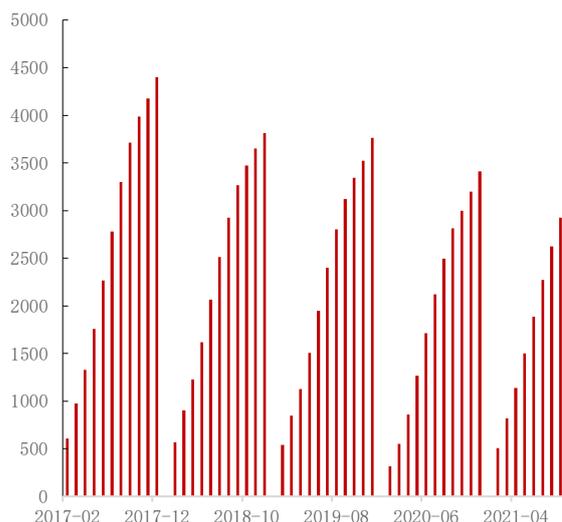
板块	公司	提价时间	提价内容
啤酒板块	百威亚太	2021 年 4-5 月	4 月对百威、哈尔滨等多品牌进行提价；5 月主要针对百威等高端产品提价
	青岛啤酒	2021 年 8 月	山东地区纯生供货价上调 5%
	华润啤酒	2021 年 9 月	勇闯天涯出厂箱价提升 4 元/箱
	重庆啤酒	2021 年 9 月	对疆外乌苏出厂箱价提升 6 元

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

4.1.3 高端化进程持续推进，盈利能力提升

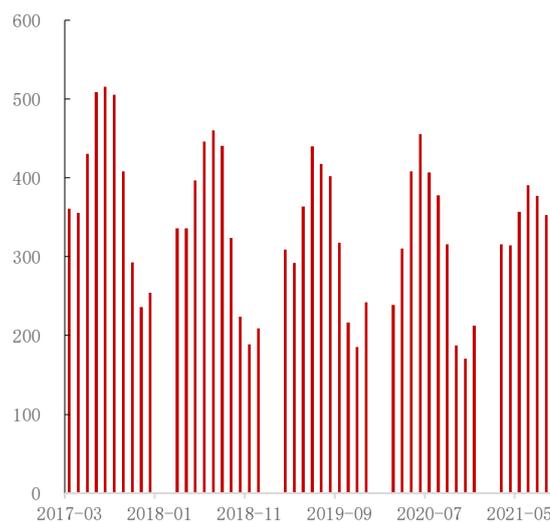
啤酒板块传统的量增逻辑遭遇瓶颈。在居民生活水平提高、消费结构升级以及消费者的健康观念不断增强的背景下，我国啤酒行业的销量自 2013 年见顶后有所下滑。2020 年，受疫情影响，餐饮、酒吧等线下消费场景受到巨大冲击，啤酒销量进一步下滑。2020 年，我国规模以上企业的啤酒销量为 4048 万千升，同比下降 10.04%。在啤酒销量整体缩量的背景下，啤酒的产量亦同步趋缓。2020 年，我国规模以上企业的啤酒产量为 3411 万千升，同比下降 9.41%。在我国啤酒行业产销量持续下滑的背景下，仅依靠增产获取利润与市场份额的逻辑难以为继。

图 25：我国啤酒产量（万千升）



数据来源：中国酒业协会，东莞证券研究所

图 26：我国啤酒销量（万千升）



数据来源：中国酒业协会，东莞证券研究所

板块高端化进程持续推进，盈利能力提升。随着居民可支配收入的增加以及健康意识的增强，“少喝酒、喝好酒”的消费观念逐渐被越来越多的消费者接受认可。与此同时，消费者愿意为高质量、高颜值的啤酒付出更高的溢价。在啤酒板块传统的量增逻辑难以为继的背景下，板块内部企业近几年纷纷进行高端化布局，提升产品层级，不断扩大高端产品的市场份额。华润啤酒目前实行“4+4”的高端品牌战略；青岛啤酒去年 6 月以来，相继推出 IPA 精酿、百年之旅、琥珀拉格等超高端新品；重庆啤酒完成资产重组后，实行“本土强势品牌+国际高端品牌”的发展策略。随着产品层级的上移，啤酒板块的盈利能力有较大的提升。2021 年前三季度，啤酒板块的毛利率为 45.44%，同比增加 3.03 个百分点。单三季度看，啤酒毛利率为 46.10%，同比增加 2.68 个百分点。

表 12：啤酒板块重点公司高端品牌发展战略

公司名称	高端品牌发展战略
华润啤酒	“4+4” 高端品牌矩阵。雪花旗下的勇闯天涯 SuperX、马尔斯绿、匠心营造、脸谱；加喜力旗下的喜力星银、虎牌、红爵、苏尔
青岛啤酒	2020 年 6 月以来，公司相继推出 IPA 精酿、百年之旅、琥珀拉格等超高端新品，提高高端产品的市场份额
重庆啤酒	嘉士伯与公司完成重组后，实行“本土强势品牌+国际高端品牌”的发展策略。即嘉士伯、乐堡、1664 等国际品牌与乌苏、重庆、山城等本地强势品牌
燕京啤酒	“1+3” 品牌发展战略。以燕京为主品牌，发展漓泉、惠泉、雪鹿 3 个极具区域优势的品牌，助推啤酒高端化发展

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

4.2 2022 年上半年啤酒板块投资展望

(1) 高端化是啤酒板块未来发展的主要逻辑

今年以来，受部分地区疫情反复、多雨天气等因素扰动，啤酒终端需求复苏进度较为缓慢，销量受到一定影响。但与此同时，受益于产品结构优化，啤酒板块的盈利水平仍有所提升。展望明年，啤酒板块高端化趋势不变。一方面，在消费升级与居民消费水平提高的背景下，板块内部公司通过高端化战略提升产品层级以迎合市场需求。另一方面，随着疫情可控，啤酒餐饮端的消费场景有望逐步复苏回暖。而啤酒在餐饮端中的高端产品占比较多，产品高端化可以一定程度上满足餐饮端需要，进而带动啤酒板块盈利能力上行。

（2）产品提价有望在明年传导到业绩端

啤酒板块重点公司近几个月相继发布产品提价公告，以应对成本上涨压力。从板块目前的提价进度与提价范围来看，预计板块内产品价格普调或集中在今年年底至明年年初。根据以往的提价规律，啤酒公司在产品提价后并不会立即体现到公司报表，业绩一般会滞后 1-2 个季度。因此，预计此次产品提价带来的业绩效应有望在明年上半年体现。

4.3 啤酒板块重点公司

（1）青岛啤酒

青岛啤酒是我国啤酒行业龙头，Q3 营收略微承压。公司成立于 1903 年，百年的发展使公司在市场中形成了强大的品牌影响力。目前，公司的产品远销美国、加拿大、英国等世界 100 多个国家和地区，是世界第五大啤酒厂商。在 2021 年世界品牌实验室发布的世界品牌 500 强中，青岛啤酒的品牌价值为 1985.66 亿元，连续 18 年位居中国内地啤酒行业首位。从业绩情况来看，公司今年前三季度分别实现营业收入与归母净利润 267.71 亿元与 36.11 亿元，分别同比增长 9.62% 与 21.25%。单季度看，公司 2021Q3 实现营业收入 84.80 亿元，同比下降 3.01%；实现归母净利润 11.95 亿元，同比增长 6.43%。公司 Q3 营收略微承压，一方面系今年部分地区疫情反复，终端需求仍未完全复苏；另一方面系去年同期疫情基本得到控制，销量反弹形成了一个较高的基数效应。

高端化战略布局，高端产品销量占比增加。公司近几年积极进行高端化战略布局，在打造青岛啤酒主品牌与崂山啤酒第二品牌的同时，加快高附加值产品转型，以更好的满足市场需求。近几年，公司相继推出 IPA 精酿、百年之旅、琥珀拉格等超高端新品，实现以“基础质量+特色质量”向“魅力质量”转变，公司青岛主品牌中的高端产品销量占比稳步提升。2016-2020 年，公司青岛主品牌中的高端产品销量占比从 20.58% 增加至 22.89%。2021 年上半年，公司主品牌产品销量为 252.8 万千升，同比增长 20.90%。其中，高档以上产品销量同比增长 41.40%。

积极推出新场景，加大品牌传播力度。为进一步提高品牌影响力，公司不断拓宽消费场景，迎合年轻高端化的市场需求。“TSINGTAO1903 青岛啤酒吧”是公司目前重点打造的消费场景，主要定位高端化、个性化与时尚化。截至 2021H1，公司已在全国开设 200 多家“TSINGTAO1903 青岛啤酒吧”，覆盖 20 个省份与 62 座城市，主要以一二线城市为主。预计到 2023 年，此类酒吧在全国将达到 400-500 家。

(2) 重庆啤酒

公司系嘉士伯在我国运营啤酒资产的唯一平台。2020 年 12 月，嘉士伯把在中国控制的啤酒资产成功入驻公司，完成了重大资产重组。至此，公司成为嘉士伯在我国运营啤酒资产的唯一平台。重组之后，公司借鉴嘉士伯的经验，致力于产品结构的升级，在市场中的竞争力不断提高，业绩实现了较快发展。公司前三季度分别实现营业收入与归母净利润 111.87 亿元与 10.44 亿元，分别同比增长 23.89%与下降 1.94%；实现扣非归母净利润 10.26 亿元，同比增长 137.34%。单季度看，公司 Q3 实现营业收入 40.48 亿元，同比增加 17.97%；实现归母净利润 4.22 亿元，同比增加 0.20%；实现扣非归母净利润 4.15 亿元，同比增长 91.07%。在疫情等因素扰动下，公司 Q3 通过渠道调整等方式抵消负面影响，三季度扣非归母净利润表现超市场预期。

公司产品战略清晰，盈利能力持续上行。目前，公司积极进行产品层级上移，高端化持续推进。今年三季度，公司的高档产品、主流产品与经济产品分别实现营业收入 14.22 亿元、19.37 亿元与 6.10 亿元，分别同比增长 40.89%、5.73%与 20.63%。高端产品的发展使公司 Q3 盈利能力持续上行。2021Q3，公司的毛利率与净利率分别为 55.07%与 21.35%，分别同比增加 11.12 与 2.14 个百分点。

(3) 华润啤酒

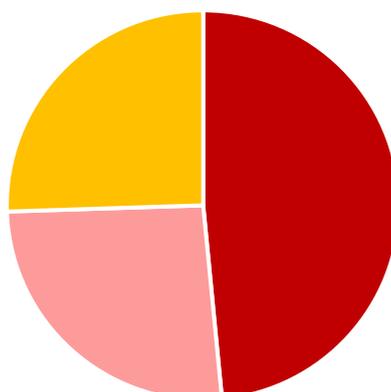
公司啤酒市场份额位居全国第一。公司是华润集团旗下的港股上市公司。1993 年，华润与沈阳啤酒厂合资成立华润（沈阳）雪花啤酒有限公司。随着公司不断发展与并购整合稳步进行，公司的啤酒业务迅速扩张。2006 年，公司的啤酒销量已位居全行业第一。公司于 2015 年重组成功，正式变更为华润啤酒（控股）有限公司。2020 年，公司的市场份额高达 31.90%，位居全国首位。

产品性价比较高，高端化持续推进。公司成立之初，通过并购快速抢占市场份额，中低端产品占比高，主要以量取胜。随着我国消费结构升级，啤酒板块近几年量增逻辑出现瓶颈，公司开始逐步优化产品结构，推动产品层级上移。目前，公司构建了 4+4 的高端品牌战略，即雪花旗下的勇闯天涯 SuperX、马尔斯绿、匠心营造、脸谱；加喜力旗下的喜力星银、虎牌、红爵、苏尔，高端化持续推进。截至 2021H1，公司实现销量 633.70 万千升，同比增长 4.90%；吨酒价 3098 元/吨，同比增长 7.5%。其中，公司次高端及以上产品销量达 100 万千升，同比增长 50.90%。

公司全国化布局相对完善。在发展的过程中，啤酒公司根据自身的实际情况与发展战略，打造出独特的优势区域。与其他公司相比，公司的全国市场化布局相对完善，在广东、东北、浙江、江苏等地均具有一定的区域优势。与此同时，公司不断扩展优势区域。目前，公司在山东新建一家工厂，并对现有工厂进行整合，未来生产线有望实现进一步发展。截至 2021 年上半年，公司在东部、南部与中部地区的营业收入分别为 95 亿元、51 亿元与 50 亿元，分别占比 48.47%、26.02%与 25.51%。

图 27：2021 年上半年华润啤酒区域结构（%）

■ 东部 ■ 南部 ■ 中部



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

5. 大众品之乳品板块：竞争格局改善，份额有望向龙头企业集中

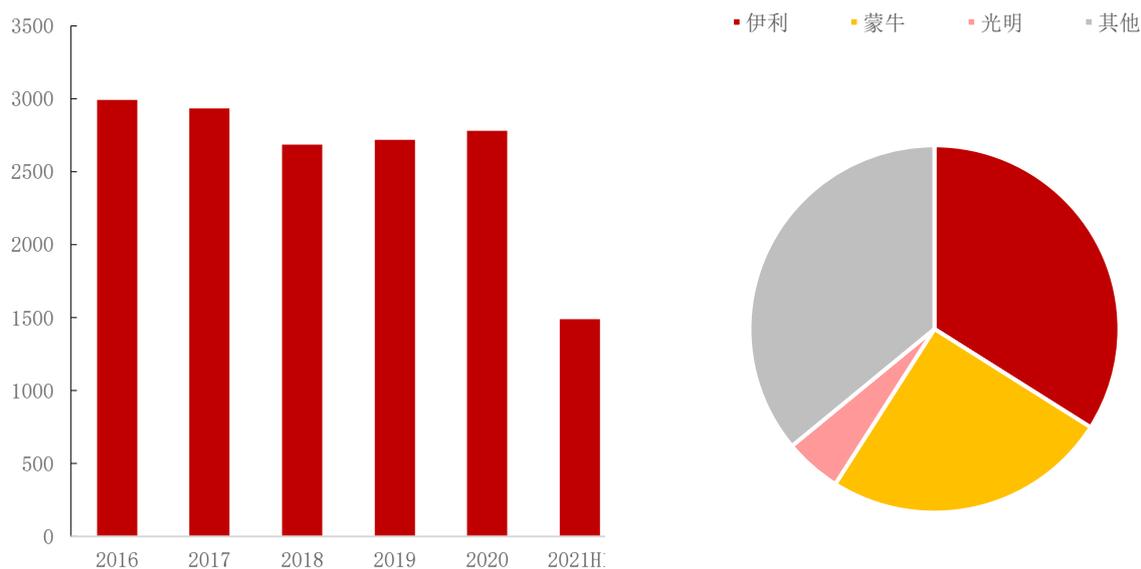
5.1 现状：乳品需求旺盛，提价+减少促销力度以应对成本上涨

5.1.1 乳制品产量近几年稳健增长，形成双寡头垄断竞争格局

乳制品产量近几年稳健增长，形成双寡头垄断竞争格局。根据国家统计局，我国乳制品产量自 2018 年以来稳健增长。2018-2020 年，我国乳制品产量从 2687.1 万吨增加至 2780.4 万吨。2021H1，我国乳制品产量为 1490.1 万吨，同比增长 16.55%。从竞争格局来看，我国乳制品市场目前为双寡头垄断竞争格局。根据 Euromonitor，2020 年我国常温液态奶市场份额前三的公司分别为伊利股份、蒙牛乳业与光明乳业，市占率分别为 34%、25%与 5%。其中，伊利与蒙牛二者的市占率达到 59%，在市场中形成了一定的品牌壁垒。

图 28：我国乳制品产量（万吨）

图 29：2020 年我国常温液态奶市场竞争格局(%)



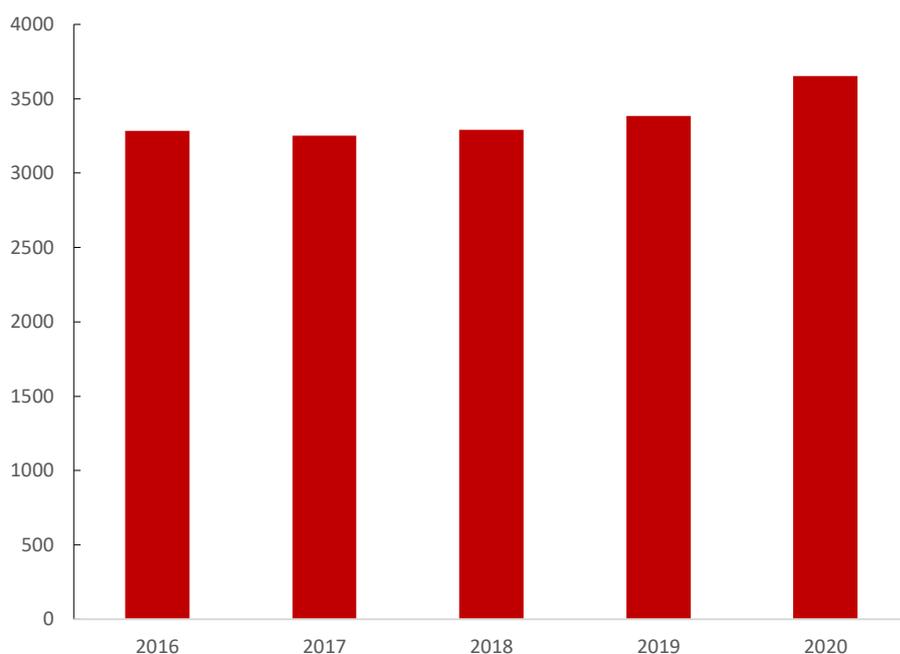
数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

5.1.2 居民健康意识提高，乳品需求旺盛

我国居民健康意识提高，乳品需求旺盛。去年在疫情影响下，居民对乳制品可以增强免疫力的认可度逐步提高，乳品需求保持旺盛。根据《2020 年中国奶商指数报告》，超过 96%的消费者认为乳制品具有增强免疫力的功能。2020 年，我国液态奶消费量为 3652 万吨，同比增长 7.90%。2016-2020 年，我国液态奶消费量从 3285 万吨增加至 3652 万吨，年均复合增速为 2.68%。在疫情仍存在反复的情况下，我国居民对乳品有较大的需求，乳品处于周期向上行情。

图 30：我国液态奶消费量（万吨）

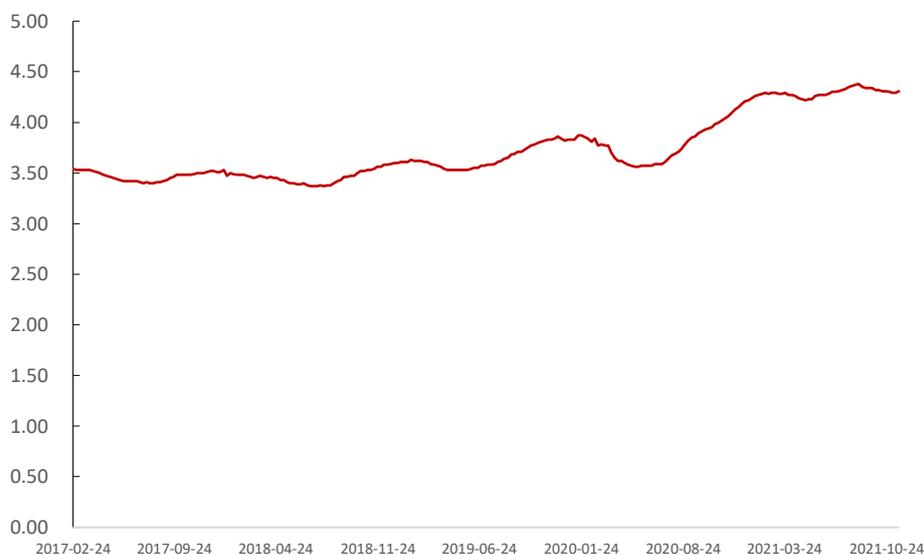


数据来源: Wind, 东莞证券研究所

5.1.3 产品提价+促销力度减弱, 以应对成本上行压力

乳品公司今年以来采用产品提价与促销力度减弱的方式, 以应对成本压力。自去年下半年以来, 生鲜乳价格持续上涨。截至 2021 年 11 月 19 日, 我国生鲜乳价格为 4.31 元/公斤, 同比增长 5.67%。为应对原材料成本上行压力, 乳品板块中的龙头伊利与蒙牛相继于今年 1 月与 7 月对基础白奶进行提价, 并减少基础白奶、酸奶等产品的买赠促销力度, 板块价格竞争趋缓。

图 31: 我国生鲜乳均价 (元/公斤)



数据来源: 同花顺, 东莞证券研究所

5.2 2022 年上半年乳品板块投资展望

(1) 乳品需求有望延续景气增长

疫情发生后，居民对乳制品可以增强免疫力的认可度不断提高。今年以来，部分地区疫情仍存在反复。随着疫情逐步趋于常态化，在消费者健康意识不断增强的背景下，预计乳品需求明年有望延续景气增长。

(2) 生鲜乳价格或以高位震荡为主，行业竞争有望改善

受疫情影响，2020 年下半年在牛奶价格大幅上涨的背景下，奶牛养殖的补栏积极性有所提高。随着奶牛的存栏量不断回升，今年下半年以来生鲜乳价格上涨压力趋缓。考虑到大豆、玉米等饲料价格目前仍处于相对高位水平，生鲜乳价格后续或以高位震荡为主。在原材料价格处于相对高位的情况下，预计乳品板块打价格战的可能性降低，行业内部竞争有望改善。

(3) 市场份额有望向龙头企业集中

目前，我国乳品市场为双寡头垄断竞争格局。一般而言，乳品原材料成本上涨，对龙头公司的冲击相对较小。一方面龙头企业可以通过提价或减少促销力度的方式缓解成本压力，另一方面龙头企业的成本控制力度相对较好。因此，在消费升级与居民对健康的重视度不断提高的背景下，龙头乳品公司有望进入量价齐升阶段，市场份额有望进一步向龙头企业集中。

5.3 乳品板块重点公司

(1) 伊利股份

公司是我国乳品龙头，业绩实现稳步增长。公司作为我国乳品龙头企业，在 2020 年荷兰合作银行公布的“全球乳业二十强”榜单中，公司位居全球乳业五强，连续七年蝉联亚洲乳业第一。2020 年 10 月，公司董事长提出了 2025 年进入“全球乳业三强”的中期目标以及 2030 年实现“全球乳业第一”的长期目标。今年以来，在乳品需求保持旺盛的背景下，公司业绩实现稳健增长。单季度看，公司 Q3 实现营业收入 283.81 亿元，同比增长 8.48%；实现归母净利润 26.22 亿元，同比增长 14.56%；实现扣非归母净利润 25.37 亿元，同比增长 24.25%。利润端增速超市场预期。

公司产品矩阵丰富，多品类布局。公司产品矩阵较为丰富，包含液体乳、奶粉、冷饮等多品类业务。其中，液体乳是公司的主要收入来源。2021 年 1-9 月，公司液体乳实现营业收入 647.16 亿元，同比增长 12.96%；奶粉及奶制品、冷饮产品分别实现营业收入 116.69 亿元与 69.47 亿元，分别同比增长 24.55%与 15.13%。与此同时，公司在发展的过程中，以消费者需求为导向，持续研发新品迎合市场需求。作为 2022 年冬奥会的赞助商，公司今年以来以奥运赛事为切入点，上市了金典、安慕希、畅轻等高端系列子品牌新品，满足市场多样化的需求，进一步提升品牌的影响力，产品结构逐步优化升级。

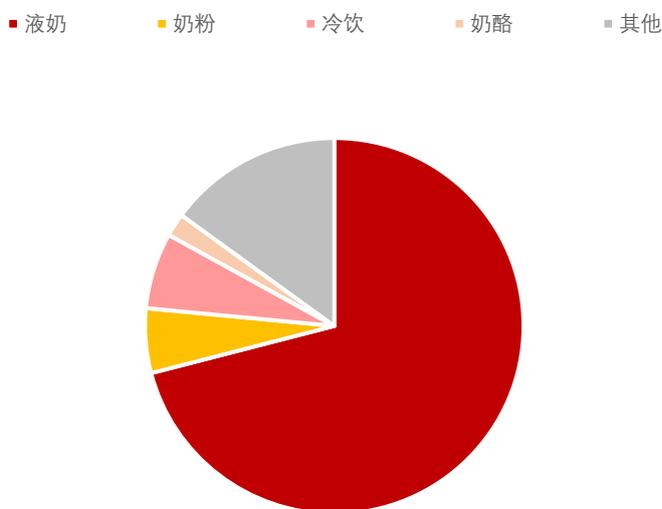
定增+收购, 助力公司迈入新发展阶段。公司此前发布非公开发行 A 股股票预案公告, 拟针对不超过 35 名的特定对象非公开发行 A 股, 募集资金不超过 120 亿元, 主要用于液态奶生产基地建设、全球领先 5G+工业互联网婴儿配方奶粉智能制造等项目建设。在定增的基础上, 公司 10 月 27 日发布公告称拟收购澳优乳业。澳优乳业是行业内最早进行全球化布局的乳粉企业之一, 羊奶粉在全球具有一定的竞争优势。若后续公司的定增与收购进展顺利, 预计公司未来产能将进一步释放, 产品与供应链结构亦将日趋完善, 公司业绩有较大的释放空间。

(2) 蒙牛乳业

公司与伊利共筑双寡头竞争格局。公司成立于 1999 年, 2004 年 6 月于港交所上市。公司自成立以来快速发展, 通过二十多年的时间成为了国内乳品龙头企业, 与伊利形成了双寡头竞争格局。公司此前提出 5 年战略计划, 计划到 2025 年, 再创一个蒙牛。截至 2021 年 6 月底, 公司分别实现营业收入与归母净利润 459 亿元与 29.50 亿元, 分别同比增长 22%与 143%, 乳制品的生产能力超 1089 万吨。

公司产品分布广泛, 布局多元化产品。公司产品涵盖液奶、鲜奶、酸奶、冰淇淋、奶酪等多品类。公司目前在原有业务基础上, 逐步丰富产品品类。今年上半年, 公司对雅士利产品配方进行升级, 并推出多款高端成人功能型奶粉。受益于乳制品需求高景气与产品矩阵的日益丰富, 今年上半年公司各项业务均实现了双位数的增长。2021H1, 公司的液奶、奶粉、冷饮与奶酪业务分别实现营业收入 325.70 亿元、25.50 亿元、30.00 亿元与 9.10 亿元, 分别同比增长 21.14%、11.63%、34.75%与 98.20%。

图 32: 2021H1 蒙牛产品结构 (%)



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

公司通过与其他公司合作入股, 提高市场影响力。公司近几年在发展的过程中, 通过与其他公司合作入股, 进一步提高自身的市场影响力。低温奶方面, 公司于 2020 年底与可口可乐公司成立“可牛了”, 生产与经营低温奶产品。奶酪业务方面, 今年 7

月，奶酪第一巨头妙可蓝多发布公告称完成了定增，至此蒙牛正式成为妙可蓝多的控股股东。作为我国乳业行业的领军者，公司持续在多个细分赛道加码，为公司未来发展注入新的动能。

6. 投资策略

维持对行业的推荐评级。白酒板块：估值有望修复，把握业绩弹性较大的个股。今年以来，受部分地区疫情反复、政策监管趋严、消费税等因素扰动，白酒股价出现波动，估值有所回调。近期，市场对白酒的悲观情绪逐步释放，12月白酒的经销商大会值得期待。展望2022年上半年，在消费回暖的背景下，白酒板块明年有望迎来开门红，进而对业绩产生催化。于投资而言，可重点关注几方面：（1）预计高端白酒依旧延续高景气，确定性最高。（2）次高端白酒增速或有所放缓，产品结构优化升级是其发展主要逻辑，价格带有望加速扩容。（3）部分区域性龙头需求复苏回暖，业绩呈现良好态势，有望实现弹性增长。标的方面，建议关注高端白酒贵州茅台（600519）、五粮液（000858）与泸州老窖（000568）；次高端酒中，可重点关注山西汾酒（600809）、酒鬼酒（000799）等；同时，建议重点关注复苏弹性较大的区域酒龙头，如古井贡酒（000596）、口子窖（603589）、今世缘（603369）等。**大众品板块：关注提价对板块业绩的提振，把握边际拐点。**受成本上涨、需求疲软等因素影响，大众品板块今年表现整体较为低迷。在成本上涨的压力下，大众品板块近期迎来涨价潮，短期对股价有一定的提振作用。展望2022年上半年，可重点关注以下投资主线：（1）目前市场需求仍有乏力，成本压力犹存。可重点关注景气板块，把握需求与成本拐点。（2）在提价的大环境下，大众品板块存在边际改善机会，盈利能力或逐步提升，基本面有望向好。考虑到产品提价传导至业绩需要一定的时间，可重点选择产品提价传导顺畅、确定性高的板块公司。标的方面，建议关注海天味业（603288）、中炬高新（600872）、青岛啤酒（600600）、重庆啤酒（600132）、伊利股份（600887）、洽洽食品（002557）、安井食品（603345）等。

表 13：重点公司盈利预测及投资评级（2021/11/30）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
600519	贵州茅台	1930.77	37.17	42.71	49.84	51.94	45.21	38.74	推荐	维持
000858	五粮液	218.00	5.14	6.30	7.43	42.41	34.60	29.34	推荐	维持
000568	泸州老窖	230.05	4.10	5.17	6.44	56.11	44.50	35.72	推荐	维持
600809	山西汾酒	310.02	3.53	4.48	6.06	87.82	69.20	51.16	推荐	维持
002304	洋河股份	174.30	4.97	5.48	6.61	35.07	31.81	26.37	推荐	维持
600702	舍得酒业	229.00	1.73	3.80	5.44	132.37	60.26	42.10	推荐	维持
000799	酒鬼酒	224.58	1.51	2.79	4.06	148.73	80.49	55.32	推荐	维持
600779	水井坊	130.31	1.50	2.32	3.04	86.87	56.17	42.87	推荐	维持
603369	今世缘	56.45	1.25	1.57	1.95	45.16	35.96	28.95	推荐	维持
000596	古井贡酒	253.67	3.68	4.50	5.66	68.93	56.37	44.82	推荐	维持
603589	口子窖	66.17	2.13	2.74	3.30	31.07	24.15	20.05	推荐	维持

603288	海天味业	112.30	1.98	1.65	1.97	56.72	68.06	57.01	推荐	维持
600872	中炬高新	32.85	1.12	1.03	1.24	29.33	31.89	26.49	推荐	维持
603027	千禾味业	24.13	0.31	0.28	0.42	77.84	86.18	57.45	推荐	维持
600600	青岛啤酒	98.77	1.61	2.04	2.51	61.35	48.42	39.35	推荐	维持
600132	重庆啤酒	144.59	2.23	2.35	2.98	64.84	61.53	48.52	推荐	维持
600887	伊利股份	39.17	1.16	1.46	1.72	33.77	26.83	22.77	推荐	维持
603517	绝味食品	64.92	1.15	1.77	2.09	56.45	36.68	31.06	推荐	维持
002557	洽洽食品	53.58	1.59	1.79	2.14	33.70	29.93	25.04	推荐	维持
603345	安井食品	173.70	2.55	3.21	4.22	68.12	54.11	41.16	推荐	维持

资料来源：Wind，东莞证券研究所

7. 风险提示

- (1) 原材料价格波动。
- (2) 产品提价不及预期。
- (3) 渠道开展不及预期。
- (4) 行业竞争加剧。
- (5) 食品安全风险。
- (6) 宏观经济下行风险。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn