

白酒关注弹性 大众品看格局

——食品饮料行业 2022 年投资策略报告

分析师： 刘瑀

SAC NO: S1150516030001

2021 年 12 月 08 日

证券分析师

刘瑀
022-23861670
liuyu@bhzq.com

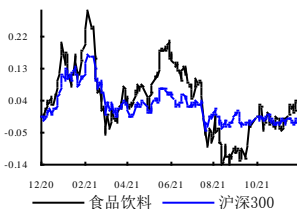
子行业评级

酒类	看好
饮料	看好
食品	看好

重点品种推荐

五粮液	增持
今世缘	增持
安琪酵母	增持
重庆啤酒	增持
伊利股份	增持

最近一年行业相对走势



相关研究报告

投资要点:

● 多重因素压制板块全年表现

年初至今，食品饮料板块整体下跌 6.13%，沪深 300 指数下跌 5.55%，行业跑输沪深 300 指数 0.58 个百分点，位列中信 30 个一级行业下游。子板块中，酒类下跌 2.74%，饮料下跌 6.06%，食品下跌 20.45%。与此同时，食品饮料板块绝对 PE 和 PB 分别为 45.91/8.99，相对沪深 300 估值溢价率为 3.48/5.79，目前板块整体估值仍高于中位数，相对沪深 300 估值溢价相较去年有所收敛。我们认为，行业在前期估值及业绩双升的背景下，面对上游成本高企等的问题使得全年表现相对平淡。

● 白酒——坚守高端 把握弹性

尽管受到疫情扰动，白酒行业仍然运行在行业周期中。行业虽然已经进入存量竞争格局，从过去几年的白酒市场消费情况来看，产品结构升级趋势明显。在各价格带中，高端白酒经济价值贡献度持续性攀升。因此从过往的发展趋势来看，我们仍然认为高端价格带是最具确定性的成长赛道。

高端白酒批价上行为次高端拉开发展空间，今年全国性次高端白酒企业展现了强大的业绩弹性。截至今年前三季度，全国性次高端实现营业总收入 269.27 亿元，同比增长 77.02%；实现归母净利润 75.69 亿元，同比增长 109.97%。从白酒运行周期看，我们预计在次高端之后地产酒也将会有所表现。此外，从三季度报表来看，预收账款同比表现普遍高增，为四季度以及来年留有余力。

● 大众品——优选竞争格局良好的子行业龙头

尽管大众品多为必须消费品，但在我国当前的经济环境特征下，行业仍然保持了稳定的业绩增速。我们认为，大众品的发展趋势仍将延续以下特征：其一，随着人均可支配收入的增长，消费升级趋势持续；其二，随着经济逐渐步入成熟发展阶段，行业马太效应持续；其三，随着消费主力与习惯的改变，细分赛道加速发展。行业中期受到疫情扰动，今年在高基数、高成本及需求低迷的背景之下整体表现平淡，但随着新一轮提价周期开启，板块有望走出估值及业绩双升的表现。

● 投资建议

纵观全年，食品饮料板块在多重因素下表现相对平淡。我们认为，行业在长期调整后有望走出低谷，高端及次高端白酒或将展现强大的稳定性以及业绩弹性，大众品伴随提价周期的开启明年或走出戴维斯双击。板块方面，仍然建议关注确定性更强的高端白酒，以时间换空间，此外关注市场加速扩容的次高端。而大众品方面，上游成本压力明年或会有所缓解，目前来看竞争格

局相对更好、压力传导更顺利的仍为啤酒板块，其次为乳制品。而调味品板块随着第四季度提价周期开启，预计板块整体边际改善。如若明年需求企稳回升，板块有望释放业绩弹性。综上，我们给予行业“看好”的投资评级，推荐五粮液（000858）、今世缘（603369）、安琪酵母（600298）、重庆啤酒（600132）及伊利股份（600887）。

● 风险提示

宏观经济下行，食品安全问题，疫情出现反复。

目 录

1.复盘—多重因素压制板块整体表现	6
1.1 行情回顾	6
1.2 估值	7
1.3 北向资金跟踪	7
2.白酒—坚守高端，把握弹性	9
2.1 存量竞争格局下，市场集中度提升	9
2.2 确定性最强的成长赛道—高端白酒	11
2.3 次高端展现强大弹性，地产酒有望接力表现	13
3.大众品—优选竞争格局良好的子行业龙头	14
3.1 调味品	14
3.1.1 长期—量价共振促使行业景气持续	14
3.1.2 中期—细分品类下的高成长性赛道	15
3.1.3 短期—行业提价周期开启	17
3.2 乳制品	19
3.2.1 乳制品行业规模远未触及天花板	19
3.2.2 各细分子品类发展程度不一	20
3.2.3 巴氏杀菌乳迎发展契机	22
3.2.4 上游原奶价格压力驱缓	23
3.3 啤酒	24
3.3.1 啤酒消费中档偏低 消费升级空间巨大	25
3.3.2 成本上涨压力较大 加速产品结构升级	27
3.3.3 存量竞争格局 高端化或打破渠道壁垒	28
4.投资建议	31
5.风险提示	31

图 目 录

图 1: 食品饮料(中信)年初至今涨跌排行	6
图 2: 食品饮料板块估值走势	7
图 3: 食品饮料板块相对沪深 300 估值溢价	7
图 4: 北向资金单月净流入情况(单位: 亿元)	7
图 5: 北向资金累计净流入情况(单位: 亿元)	7
图 6: 白酒行业产量及其变化趋势(单位: 万千升)	9
图 7: 规模以上白酒企业数量	10
图 8: 规模以上白酒企业销售收入及其增速(单位: 亿元)	10
图 9: 规模以上白酒企业利润总额及其增速(单位: 亿元)	10
图 10: 各价格带白酒单价变化趋势(单位: 元/500ml)	11
图 11: 高端白酒单价变化趋势(单位: 元/500ml)	11
图 12: 不同等级白酒销量占总销量比例变化趋势	11
图 13: 不同等级白酒销售额占总销售额比例变化趋势	11
图 14: 2017 年全球奢侈品市场品类构成	12
图 15: 中国内地奢侈品消费加速扩容(单位: 人民币)	12
图 16: 华人奢侈品消费增速领跑全球(单位: 亿欧元)	12
图 17: 我国中上收入人群持续增长(单位: 亿人)	12
图 18: 飞天茅台 53 度(500ML)一批价(单位: 元/瓶)	13
图 19: 五粮液 52 度(500ML)一批价(单位: 元/瓶)	13
图 20: 2011-2020 年我国社会消费品零售总额(餐饮业)情况(单位: 亿元)	15
图 21: 2014-2019 年我国调味品价格变动(单位: 元/千克)	15
图 22: 我国复合调味品市场规模将持续扩大(单位: 十亿元)	16
图 23: 2018 年酱油市场行业格局	17
图 24: 2018 年食醋市场行业格局	17
图 25: 2014-2019 年我国调味品价格变动(单位: 元/千克)	17
图 26: 海天味业成本构成	18
图 27: 调味品主要原材料价格走势(单位: 元/吨)	18
图 28: 调味品主要包装材料价格走势(单位: 元/吨)	18
图 29: 乳制品市场零售额以及增速	20
图 30: 我国乳制品零售市场构成	21
图 31: 乳制品市场各子品类成长性	21
图 32: 饮用奶市场细分子品类零售额增速(%)	22
图 33: 欧睿口径下饮用奶市场格局	22
图 34: 常温奶及鲜奶市场零售额(单位: 百万元)	23
图 35: 常温奶及鲜奶市场零售额同比增速	23
图 36: 原奶端总供给(单位: 万吨)	23
图 37: 进口大包粉价格(单位: 元/吨)	23
图 38: 主产区生鲜乳均价	24
图 39: 主产区生鲜乳价格变动趋势	24
图 40: 拉格啤酒 vs. 艾尔啤酒制作工艺区别	25
图 41: 我国经济型拉格啤酒销售比重高于其他国家	25

图 42: 亚太区啤酒消费市场成熟度模型	25
图 43: 我国主要啤酒品牌吨酒价格与国际品牌对比	25
图 44: 中国高端及超高端啤酒消费趋势 (单位: 亿升)	26
图 45: 中国高端及超高端啤酒消费趋势 (单位: 十亿美元)	26
图 46: 未来五年经济型拉格啤酒的销量及其增速	26
图 47: 未来五年中高端及超高端拉格啤酒的销量及其增速	26
图 48: 青岛啤酒成本构成	27
图 49: 瓦楞纸 (高强) 全国市场价 (单位: 元/吨)	27
图 50: 中国玻璃价格指数	27
图 51: 铝锭 (A00) 全国市场价 (单位: 元/吨)	28
图 52: 打包易拉罐 (上海) 平均价 (单位: 元/吨)	28
图 53: 我国大麦进口情况 (单位: 万吨)	28
图 54: 进口大麦价格 (单位: 美元/吨)	28
图 55: 1999-2020 年我国啤酒产量情况 (单温: 万千升)	29
图 56: 2013 年我国啤酒市场市占率	29
图 57: 2018 年我国啤酒市场市占率	29
图 58: 2016-2020 年我国啤酒行业 CR5 市占率	30
图 59: 2020 年我国啤酒品牌销量市占率前二十	30
图 60: 五大品牌各省市市占率	31
图 61: 各省市间啤酒行业竞争情况一览	31

表 目 录

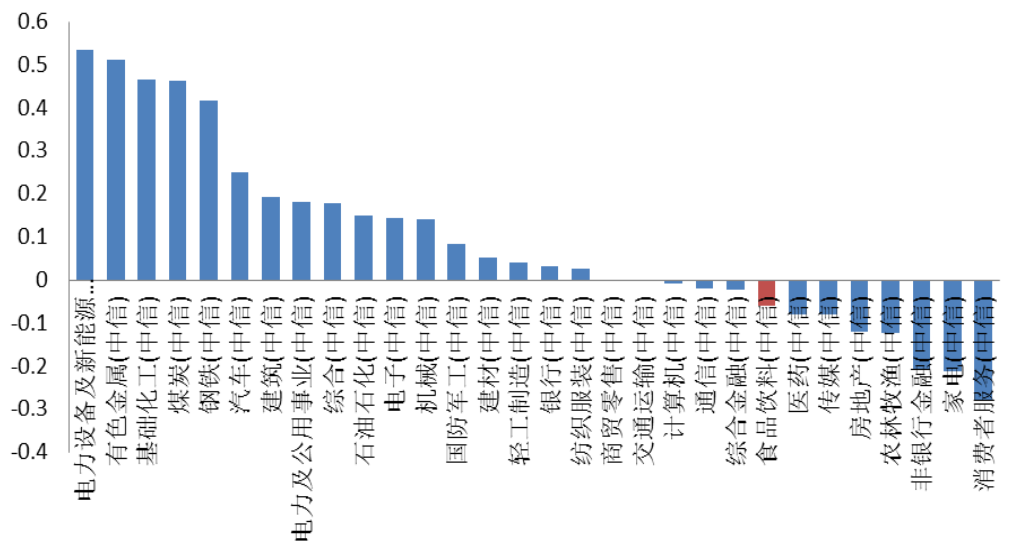
表 1: CS 食品饮料行业内个股涨跌幅 (截至 12 月 7 日)	6
表 2: 沪 (深) 股通标的北向资金持股数量变动情况	8
表 3: 2021Q3 白酒板块各公司主要财务数据	13
表 4: 两轮调味品企业提价情况一览表	19
表 5: 各国人均牛奶消费量对比	20
表 6: 不同工艺下的牛奶产品区别一览	22
表 7: 主要乳制品使用原料	24

1. 复盘—多重因素压制板块整体表现

1.1 行情回顾

年初至今（截至 12 月 7 日），食品饮料板块整体下跌 6.13%，沪深 300 指数下跌 5.55%，行业跑输沪深 300 指数 0.58 个百分点，位列中信 30 个一级行业下游。子板块中，酒类下跌 2.74%，饮料下跌 6.06%，食品下跌 20.45%。

图 1：食品饮料（中信）年初至今涨跌排行



资料来源：Wind，渤海证券

个股方面，舍得酒业、海南椰岛以及迎驾贡酒涨幅居前，天味食品、中炬高新以及顺鑫农业跌幅居前。

表 1：CS 食品饮料行业内个股涨跌幅（截至 12 月 7 日）

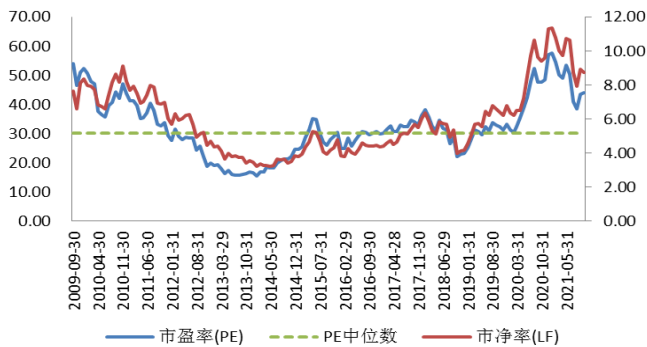
涨跌幅前五名	年初至今涨跌幅 (%)	涨跌幅后五名	年初至今涨跌幅 (%)
舍得酒业	181.95%	天味食品	-63.86%
海南椰岛	117.89%	中炬高新	-47.74%
迎驾贡酒	99.73%	顺鑫农业	-44.79%
*ST 中葡	80.62%	惠发食品	-42.09%
水井坊	69.65%	品渥食品	-39.53%

资料来源：Wind，渤海证券

1.2 估值

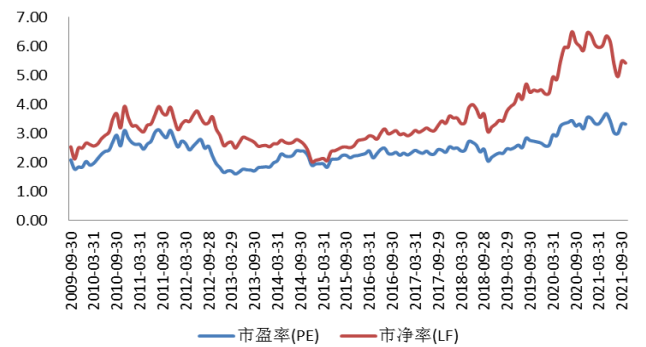
截至 12 月 7 日，食品饮料板块绝对 PE 和 PB 分别为 45.91/8.99，相对沪深 300 估值溢价率为 3.48/5.79。板块近 10 年 PE 中位数为 30.20，PB 中位数 4.97，目前板块整体估值仍高于中位数，相对沪深 300 估值溢价相较去年有所收敛。

图 2：食品饮料板块估值走势



资料来源：Wind，渤海证券

图 3：食品饮料板块相对沪深 300 估值溢价

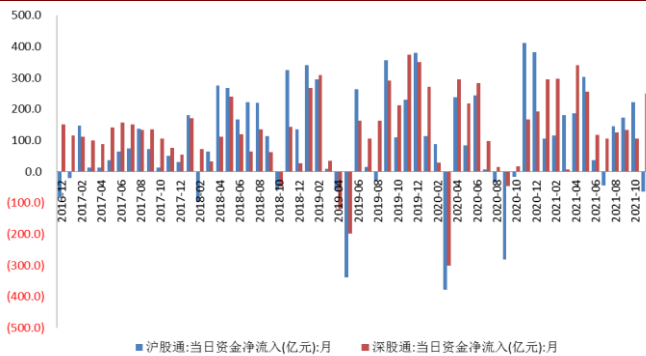


资料来源：Wind，渤海证券

1.3 北向资金跟踪

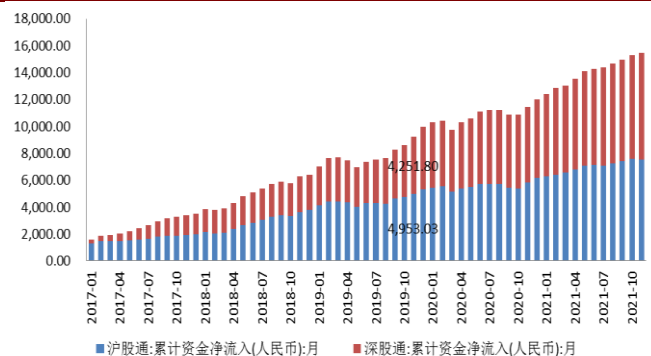
截至 2021 年 12 月 6 日，北向资金累计净流入为 15612.24 亿元，相较于去年底增加 3588.15 亿元，是推动市场上行的重要因素。

图 4：北向资金单月净流入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，渤海证券

图 5：北向资金累计净流入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，渤海证券

年初至今，北向资金对陆股通标的增仓幅度较大的为洽洽股份，增持数量占流通股比例达到 6.31%，其次为承德露露及安琪酵母，而减持较明显的为中炬高新，减持数量占流通股比例达到 6.84%。

表 2: 沪(深)股通标的北向资金持股数量变动情况

股票代码	股票名称	持股数量(万股)	占流通股比例(%)	占流通股比例(%)	占流通股比例变动情况
		2021-12-07	2021-01-4	2021-12-07	(%)
600887.SH	伊利股份	96831.81	13.75	16.24	2.49
603288.SH	海天味业	28802.87	6.36	6.83	0.47
000858.SZ	五粮液	21985.82	6.36	5.66	(0.70)
300146.SZ	汤臣倍健	13666.00	12.48	13.50	1.02
000729.SZ	燕京啤酒	12774.30	4.31	5.09	0.78
600298.SH	安琪酵母	12666.38	9.54	15.37	5.83
000895.SZ	双汇发展	11068.32	4.99	7.43	2.45
002557.SZ	洽洽食品	9743.98	12.91	19.22	6.31
600519.SH	贵州茅台	8866.83	8.29	7.05	(1.24)
000848.SZ	承德露露	8818.71	2.22	8.19	5.97
603866.SH	桃李面包	7692.89	4.57	8.07	3.50
600305.SH	恒顺醋业	5011.37	2.39	4.99	2.60
600872.SH	中炬高新	4628.73	12.65	5.81	(6.84)
002507.SZ	涪陵榨菜	4337.29	4.74	4.94	0.20
002481.SZ	双塔食品	4308.93	4.28	3.92	(0.36)
600809.SH	山西汾酒	3994.24	2.74	3.28	0.54
600132.SH	重庆啤酒	3834.74	6.97	7.92	0.95
603369.SH	今世缘	3748.84	2.35	2.98	0.63
002304.SZ	洋河股份	3287.41	3.69	2.63	(1.06)
600779.SH	水井坊	3286.92	6.52	6.73	0.21
000568.SZ	泸州老窖	3225.91	2.30	2.20	(0.10)
002568.SZ	百润股份	2353.69	5.71	4.60	(1.12)
603517.SH	绝味食品	2169.73	2.90	3.56	0.66
603589.SH	口子窖	1976.98	5.07	3.29	(1.78)
603198.SH	迎驾贡酒	1908.50	0.73	2.38	1.65
000860.SZ	顺鑫农业	1867.68	3.55	2.52	(1.03)
600597.SH	光明乳业	1669.71	0.91	1.36	0.45
600600.SH	青岛啤酒	1488.19	2.51	2.13	(0.38)
603345.SH	安井食品	1426.29	3.12	5.93	2.81
600559.SH	老白干酒	1110.30	1.39	1.23	(0.16)
000799.SZ	酒鬼酒	1102.11	2.24	3.39	1.16
603027.SH	千禾味业	924.41	1.11	1.16	0.05
002461.SZ	珠江啤酒	867.59	0.40	0.39	(0.01)
002726.SZ	龙大肉食	844.49	1.10	0.85	(0.25)
600073.SH	上海梅林	735.70	1.07	0.78	(0.29)
002216.SZ	三全食品	724.59	4.38	1.15	(3.23)
000596.SZ	古井贡酒	693.78	1.68	1.81	0.13
002582.SZ	好想你	472.83	0.19	1.34	1.14

资料来源: Wind, 渤海证券

2.白酒—坚守高端，把握弹性

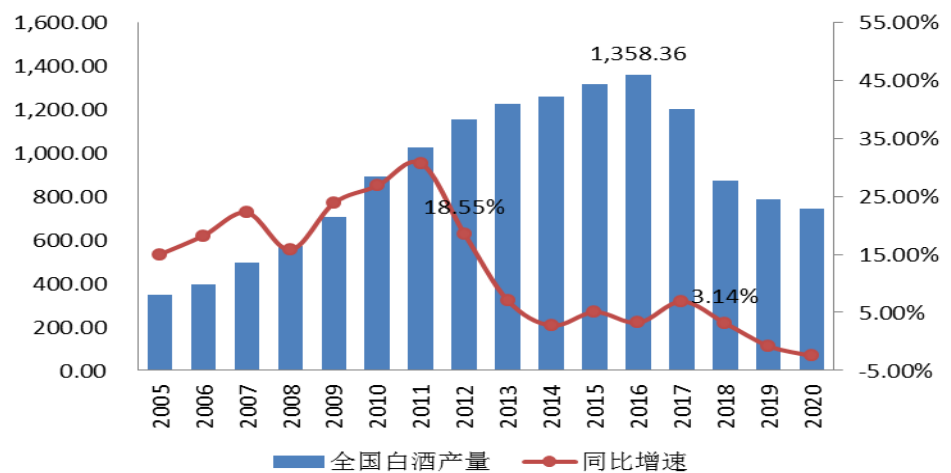
尽管受到疫情扰动，白酒行业仍然运行在行业周期中。行业虽然已经进入存量竞争格局，从过去几年的白酒市场消费情况来看，产品结构升级趋势明显。在各价格带中，高端白酒经济价值贡献度持续性攀升。因此从过往的发展趋势来看，我们仍然认为高端价格带是最具确定性的成长赛道。

高端白酒批价上行为次高端拉开发展空间，今年全国性次高端白酒企业展现了强大的业绩弹性。截至今年前三季度，全国性次高端实现营业收入总收入 269.27 亿元，同比增长 77.02%；实现归母净利润 75.69 亿元，同比增长 109.97%。从白酒运行周期看，我们预计在次高端之后地产酒也将会有所表现。此外，从三季度报表来看，预收账款同比表现普遍高增，为四季度以及来年留有余力。

2.1 存量竞争格局下，市场集中度提升

2005 年开始，我国居民收入水平以及消费能力快速提升，政商活动增加，白酒消费需求快速扩张，行业呈现出供需两旺的格局，至 2012 年白酒产量达 1153.16 万千升，年复合增速达到 17.77%。实际上 2012 年限制三公消费的政策及举措便开始逐步落地，叠加塑化剂事件的影响，白酒行业前期所积累的产能过剩、社会库存积压等问题及风险开始暴露，行业进入调整阶段，白酒产量同比增速大幅下滑，但是规模以上白酒企业产量仍保持了正向增长，2016 年白酒产量达到 1358.36 万千升。

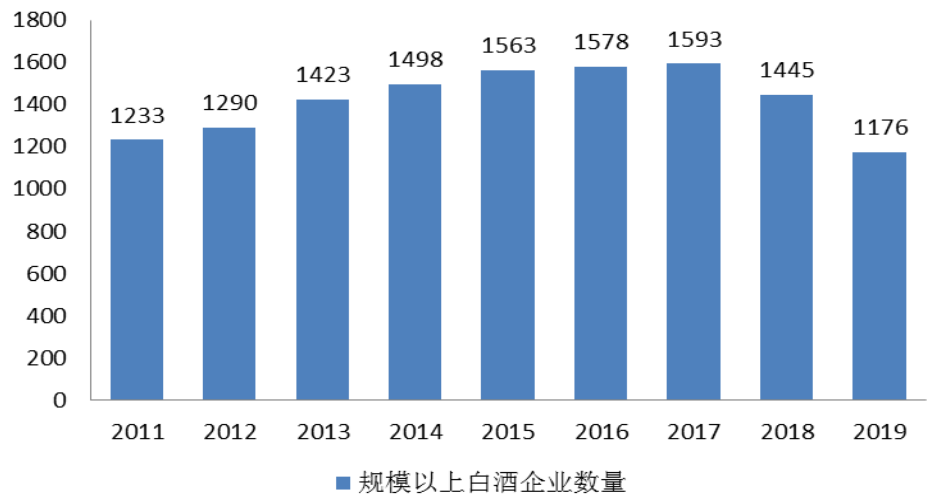
图 6：白酒行业产量及其变化趋势（单位：万千升）



资料来源：Wind，渤海证券

2016 年以后，白酒企业积极调整经营策略，淘汰落后产能、消化积压库存，行业整体产量持续下滑，但是同时也为白酒行业的分化发展奠定了基础。在消费升级驱动下，需求向个人和家庭消费转移，存量竞争格局使市场份额集中度快速提升，规模以上白酒企业数量自 2017 年见顶后开始回落，2019 年规模以上白酒企业数量仅为 1176 家，环比减少 269 家。

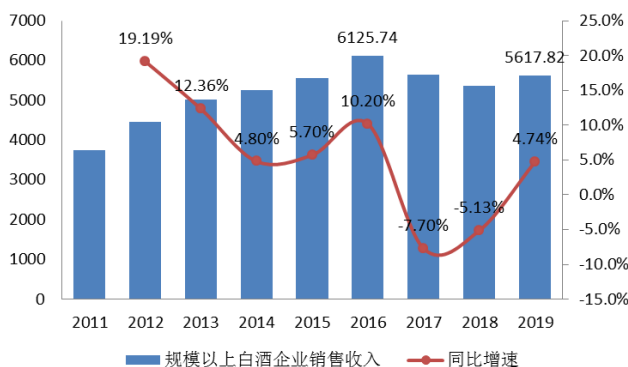
图 7: 规模以上白酒企业数量



资料来源: Wind, 渤海证券

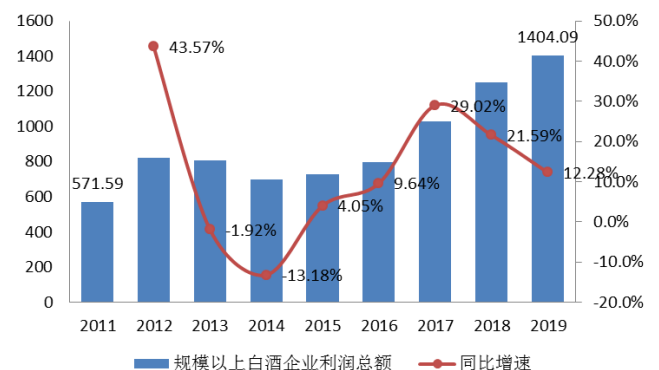
尽管 2016 年以后我国规模以上白酒企业产销量均持续下降，但是销售收入却未出现明显下滑，2019 年规模以上白酒企业销售收入增速同比转正，侧面反应了以吨酒价格提升为表现的消费升级趋势明显。此外，规模以上白酒企业利润总额自 2015 年起同比增速转正此后一路走高，说明存量竞争格局下的行业内部呈现良性发展。

图 8: 规模以上白酒企业销售收入及其增速 (单位: 亿元)



资料来源: 渤海证券

图 9: 规模以上白酒企业利润总额及其增速 (单位: 亿元)

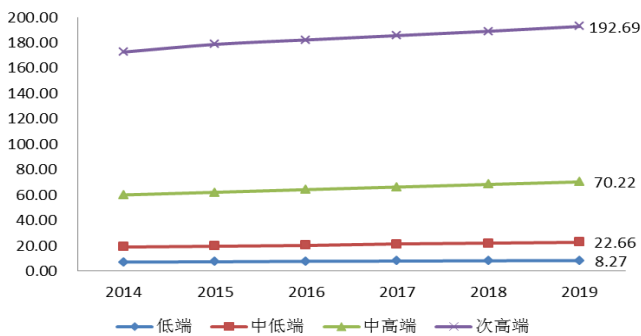


资料来源: 渤海证券

2.2 确定性最强的成长赛道—高端白酒

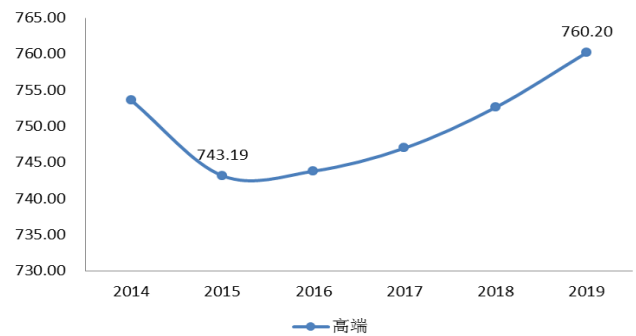
尽管从消费量来看，行业已经进入存量竞争格局，但在基于我国经济稳步发展的环境下，各价格带均有不同程度上移。同时，为了明确下文所引用的欧睿数据中对不同价格带的定义，我们根据其数据倒推出各价格带单价并且列示单价变动趋势，以便研究。由于各机构的统计口径有所差异，因此对于所引用的欧睿数据，我们仅观测其变化趋势。

图 10: 各价格带白酒单价变化趋势 (单位: 元/500ml)



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

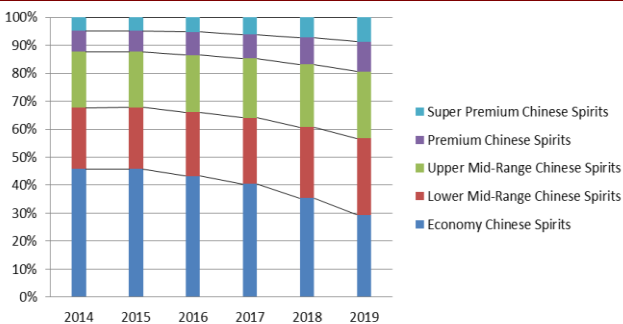
图 11: 高端白酒单价变化趋势 (单位: 元/500ml)



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

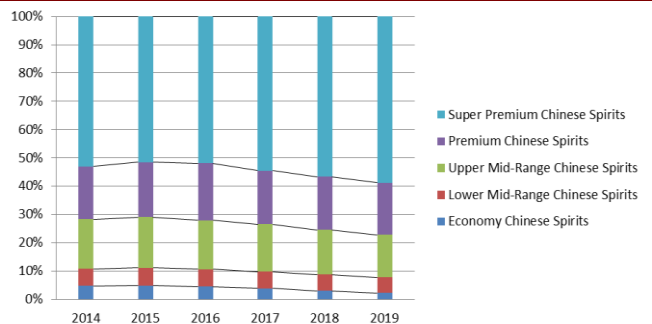
从过去几年的白酒市场消费情况来看，产品结构升级趋势明显。欧睿数据显示，2019 年低端白酒消费量占比为 29.43%，相较 2014 年下降了 16.35 个百分点。与此同时，2019 年高端白酒消费量占比为 8.65%，相较 2014 年上升了 3.81 个百分点。从消费量来看，除低端白酒占比不断下降外，其余各个等级均有不同程度提升。但是，尽管高端白酒的消费量占总消费量的比重仍不足 10%，但却贡献了 50% 以上的销售额，并且这一比例在近几年不断提升。2014 年，高端白酒销售额占总销售额比例为 52.99%，2019 年该比例上升达到 58.77%。在各价格带中，仅高端白酒的经济价值贡献度持续性攀升。

图 12: 不同等级白酒销量占总销量比例变化趋势



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

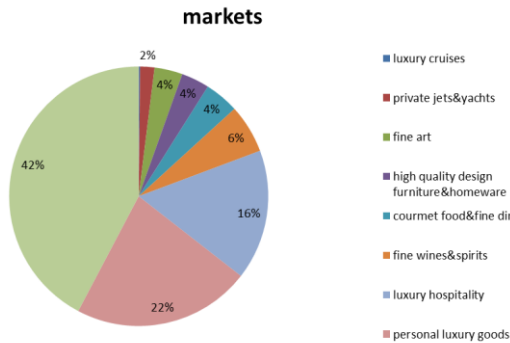
图 13: 不同等级白酒销售额占总销售额比例变化趋势



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

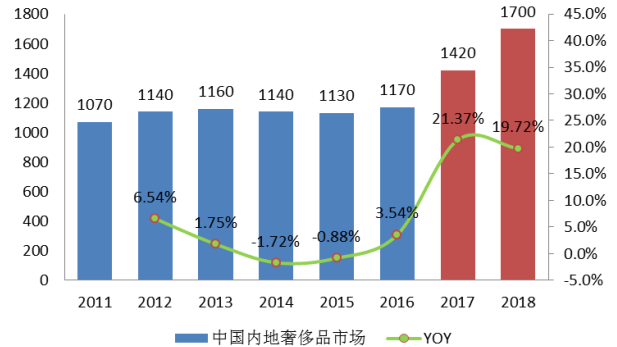
在中性假设下（即消费量存量竞争格局），从过往的发展趋势来看，我们认为高端价格带是最具确定性的成长赛道。贝恩咨询数据显示，2017 年名酒占奢侈品市场份额大约为 6.06%，是奢侈品市场中的重要组成部分。我国高端白酒同样具有奢侈品消费的属性，同时由于大陆地区中产阶级不断壮大，奢侈品市场的增速势如破竹。从消费趋势上来看，名酒消费必将受益于奢侈品市场的加速化扩容。

图 14: 2017 年全球奢侈品市场品类构成



资料来源: Bain&Company, 渤海证券

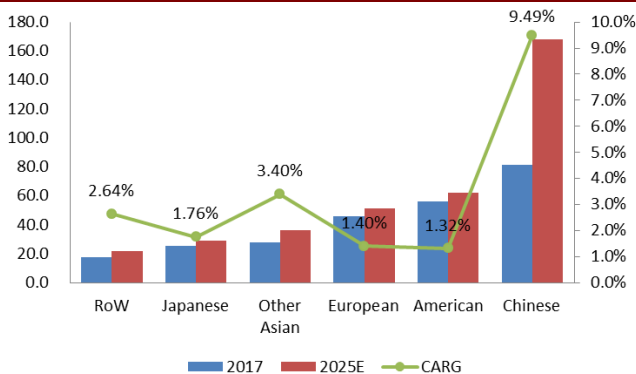
图 15: 中国内地奢侈品消费加速扩容 (单位: 人民币)



资料来源: McKinsey&Company, 渤海证券

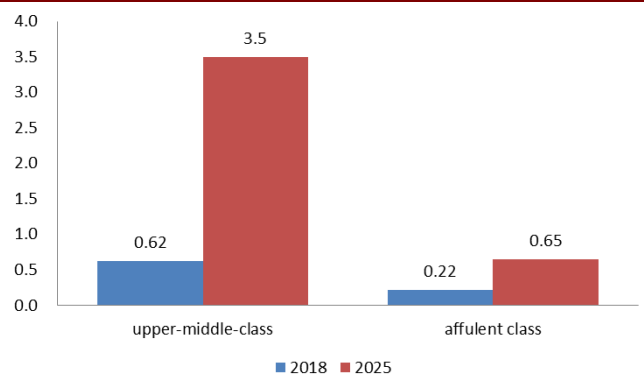
贝恩咨询预计，2017-2025 年中国在全球范围内奢侈品消费年复合增速将达到 9.49%。结合奢侈品消费加速回流的这一特征，我们认为国内名酒市场消费增速或会更胜一筹。此外，我国中上收入家庭（月家庭收入在 2600 美元至 3900 美元间）数量急剧增长，2018-2025 年年复合增长率预计为 28%，届时中上收入家庭人口将达 3.5 亿之多。而更富裕家庭（月家庭收入超过 3900 美元）的规模将是 2018 年的 3 倍，预计 2025 年这一群体人口或有望达到 6500 万人（年复合增速 17%）。综合以上数据，同时考虑未来五年城镇居民人均可支配收入增速大概率维持在 5% 左右水平，保守估计高端白酒未来五年收入增速在 10% 以上。

图 16: 华人奢侈品消费增速领跑全球 (单位: 亿欧元)



资料来源: Bain&Company, 渤海证券

图 17: 我国中上收入人群持续增长 (单位: 亿人)

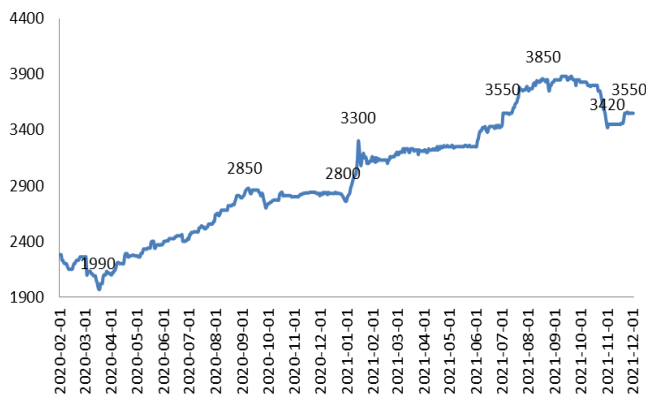


资料来源: McKinsey&Company, 渤海证券

2.3 次高端展现强大弹性，地产酒有望接力表现

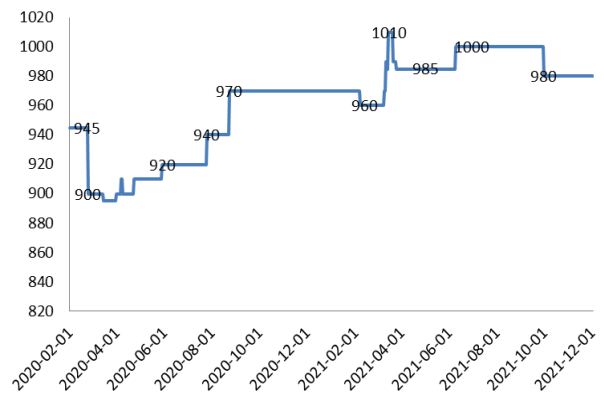
2021 年高端白酒一批价格再上台阶。其中，飞天茅台 53 度(500ML)去年 2 月初自 2280 元回落，期间有所波动之后一路走高，今年春节之前价格最高点达 3300 元，节后小幅回落之后高位震荡，国庆节前价格持续新高达 3880 元后由于开箱政策变动出现回调，目前价格带在 3550 元一线，在直销比例提高的同时价格相较年初仍有明显上浮；五粮液 52 度 (500ML)自去年初 945 元回落至 895 元之后走高，去年十一前后升至 970 元并且春节期间保持稳定，三月中旬价格继续上移达到 1010 元，目前一批价格 980 元。

图 18: 飞天茅台 53 度(500ML)一批价 (单位: 元/瓶)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 19: 五粮液 52 度(500ML)一批价 (单位: 元/瓶)



资料来源: Wind, 渤海证券

高端白酒批价上行为次高端拉开发展空间，今年全国性次高端白酒展现了强大的业绩弹性。截至今年前三季度，全国性次高端实现营业总收入 269.27 亿元，同比增长 77.02%；实现归母净利润 75.69 亿元，同比增长 109.97%。从白酒运行周期看，我们预计在次高端之后地产酒也将会有所表现。此外，从三季度报表来看，预收账款同比表现普遍较高，为四季度以及来年留有余力。

表 3: 2021Q3 白酒板块各公司主要财务数据

	上市公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	预收账款 (亿元)	同比/环比	
		2021Q3	(%)	2021Q3	(%)	2021Q3		
高端白酒	贵州茅台	263.32	9.99	126.12	12.35	91.37	-0.03	-0.01
	五粮液	129.69	10.61	41.27	11.84	47.04	0.07	-0.26
	泸州老窖	47.93	20.89	20.49	28.48	19.05	0.55	0.35
全国性次高端	山西汾酒	51.38	47.81	13.35	53.24	38.21	0.42	0.17
	水井坊	15.86	38.93	6.23	56.27	8.71	0.22	0.36
	舍得酒业	12.16	64.84	2.34	59.65	8.54	1.96	1.30
	酒鬼酒	9.26	128.66	2.10	43.43	5.22	0.57	-0.40

区域性次高端	洋河股份	63.99	16.66	15.51	-13.10	65.10	0.68	0.18
	古井贡酒	30.95	21.37	5.90	15.09	27.93	2.30	0.26
	今世缘	14.83	15.76	3.64	23.82	8.61	0.36	0.33
	口子窖	13.86	24.02	4.63	22.70	4.09	-0.16	-0.17

资料来源: Wind, 渤海证券

3.大众品—优选竞争格局良好的子行业龙头

尽管大众品多为必须消费品,但在我国当前的经济环境特征下,行业仍然保持了稳定的业绩增速。我们认为,大众品的发展趋势仍将延续以下特征:其一,随着人均可支配收入的增长,消费升级趋势持续;其二,随着经济逐渐步入成熟发展阶段,行业马太效应持续;其三,随着消费主力与习惯的改变,细分赛道加速发展。行业中期受到疫情扰动,今年在高基数、高成本及需求低迷的背景之下整体表现平淡,但随着新一轮提价周期开启,板块有望走出估值及业绩双升的表现。

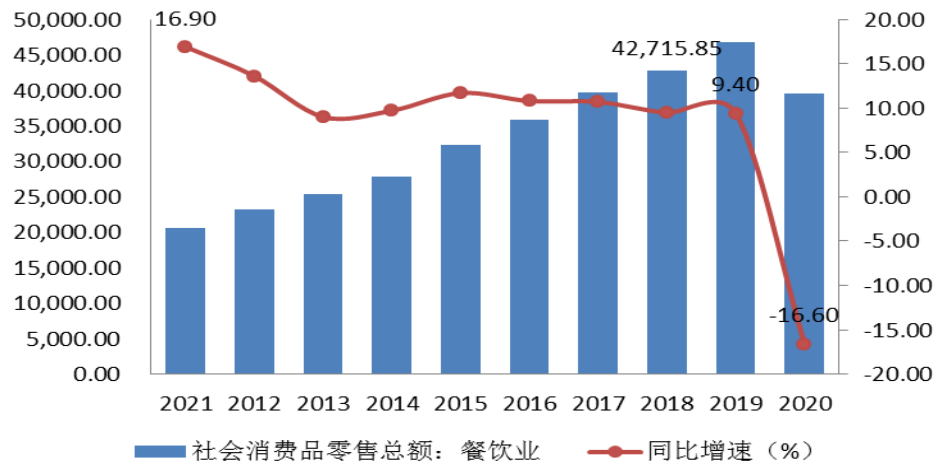
3.1 调味品

调味品板块在去年高基数的背景之下,叠加上游成本高企使得全年承压。随着第四季度提价周期开启,预计板块整体边际改善。如若明年需求企稳回升,板块有望释放业绩弹性。长期来看,我国调味品行业在经过多年发展之后,在其存量规模较大的基础上仍然具有一定的成长性。龙头企业将在产品、品牌及渠道的三重壁垒之下,持续受益于集中度的提升及新品类的拓展。

3.1.1 长期—量价共振促使行业景气持续

目前,在经济稳定发展的基础之上(所来带的城镇化率提升、居民可支配收入的继续上涨),生活节奏的加快、人口结构的变迁,导致饮食习惯有所改变,居民外出就餐频率增加(包括外卖在内)。因此,餐饮行业的自然增长成为了打开调味品行业空间的推手。尽管受到疫情扰动,截至2021年10月社会消费品零售总额(餐饮业)已达到37210.70亿元,同比2019年实现小幅上涨。我们预计未来疫情将趋于常态化,但在我国高水平防疫措施下,社会生产生活步入正轨,餐饮业仍将保持一定成长性。

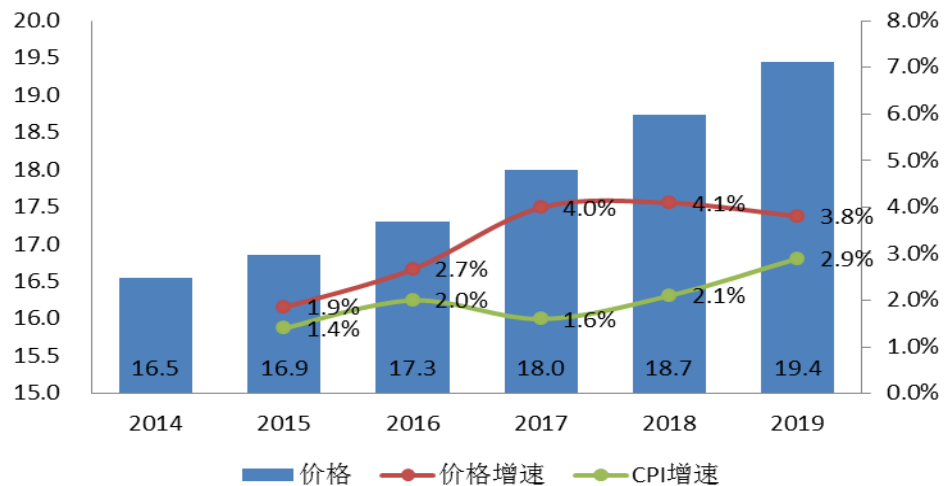
图 20: 2011-2020 年我国社会消费品零售总额（餐饮业）情况（单位：亿元）



资料来源: Wind, 渤海证券

而在一定通货膨胀率下，调味品价格上涨具有周期性，通常成本端的压力会迫使企业进行直接提价。而良性的经济增长，也带来明显的消费升级趋势，产品的结构性调整同样能够带来价格上升，使得调味品行业的零售价格增速高于同期物价指数变动幅度（个别年份除外）。根据欧睿统计数据，2019 年我国调味品行业平均零售价格为 19.4 元/千克，近五年复合增长率达 3.51%。

图 21: 2014-2019 年我国调味品价格变动（单位：元/千克）



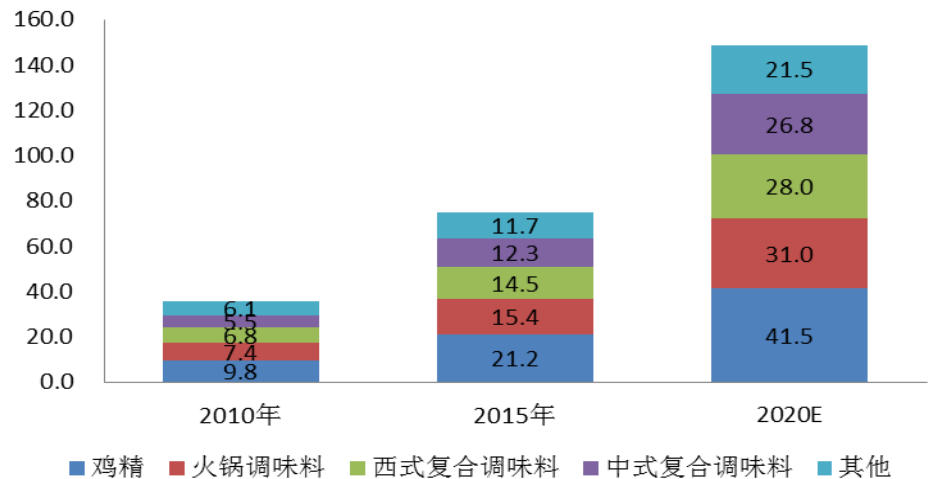
资料来源: Euromonitor, Wind, 渤海证券

3.1.2 中期—细分品类下的高成长性赛道

从目前餐饮行业的发展趋势来看，一方面是餐饮业的连锁化率仍有一定发展空间，另一方面则是外卖的渗透率还将继续提升。前者追求味道的一致性，后者追求操作的便捷性，这就催生出调味品行业具有更高成长性的细分行业——复合调味品。

据 Frost&Sullivan 数据显示，2015 年我国复合调味品市场规模为 751 亿元，占我国调味品市场总规模的 18.2%。而基于上述因素的影响，预计复合调味品市场规模自 2015 年起复合增长率将达到 14.7%，至 2020 年复合调味品市场规模将达到 1488 亿元，占调味品市场总规模的 22.1%。

图 22：我国复合调味品市场规模将持续扩大（单位：十亿元）

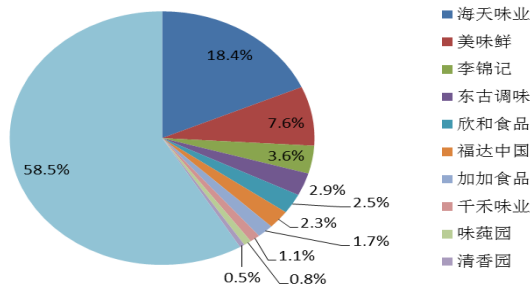


资料来源：Frost&Sullivan，渤海证券

此外，尽管在调味品行业当中已经涌现出很多的优秀企业，但由于调味品行业所包括的种类繁复，并且我国饮食呈现出地域性特征，从全行业格局来看，尚未出现绝对龙头，市场集中度的提升还有很大空间。根据调味品协会的数据显示，2018 年全国百强调味品企业销售总额为 938.8 亿，占全行业营业收入不足 30%。而欧睿的数据显示，2018 年我国调味品行业零售额 CR10 的行业集中度为 26.6%，CR5 为 20%，行业龙头海天味业的市占率也仅为 7.1%。如若按照包括餐饮业及食品加工业的全行业口径来测算，则行业集中度更低。

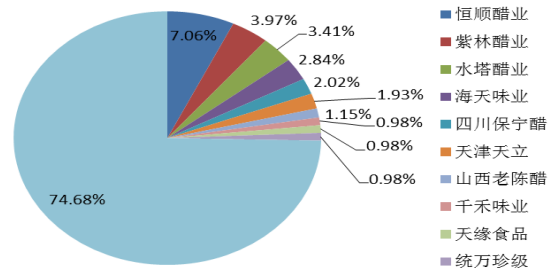
如若从各细分领域看，不同行业赛道的集中度则呈现明显的差异。其中，发展较为成熟且集中度相对较高的是酱油品类。根据调味品协会给出的百强前十酱油企业产量及酱油全市场产量规模，可测算出目前酱油品类 CR3/CR5 集中度分别为 29.5%/34.9%，龙头海天味业市占率达 18.4%，客观来讲行业集中度已趋近成熟，未来的行业集中度需要通过渠道的进一步深耕、中小企业进一步出清来获得提高。食醋品类的行业集中度则远低于酱油，通过调味品协会给出的百强前十食醋企业产量及食醋全市场产量规模（渤海估算），可得目前食醋品类 CR3/CR5 集中度分别为 14.4%/19.3%，龙头恒顺醋业市占率仅 7.06%，从数据上来看行业集中度有很大提升空间。尽管食醋品类由于地域特征口味差异明显，但消费习惯也会受到市场培育的影响，因此行业发展机会犹存。整体上看，除去酱油品类目前竞争格局基本已成定局以外，其他品类均无绝对龙头出现。

图 23: 2018 年酱油市场行业格局



资料来源: 调味品协会, 渤海证券

图 24: 2018 年食醋市场行业格局

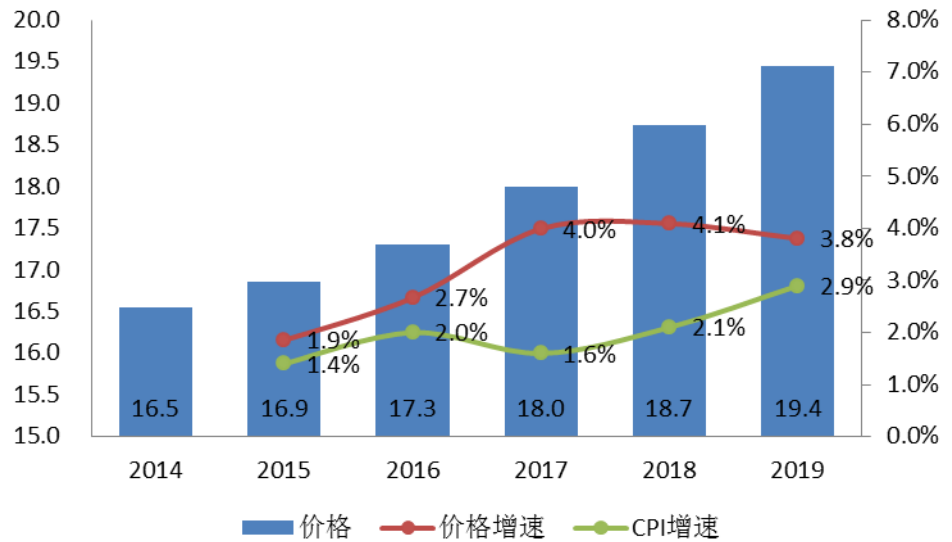


资料来源: 调味品协会, 渤海证券

3.1.3 短期—行业提价周期开启

一定通货膨胀率下, 调味品价格上涨具有周期性, 通常成本端的压力会迫使企业进行直接提价。而良性的经济增长, 也带来明显的消费升级趋势, 产品的结构性调整同样能够带来价格上升, 使得调味品行业的零售价格增速高于同期物价指数变动幅度 (个别年份除外)。根据欧睿统计数据显示, 2019 年我国调味品行业平均零售价格为 19.4 元/千克, 近五年复合增长率达 3.51%。

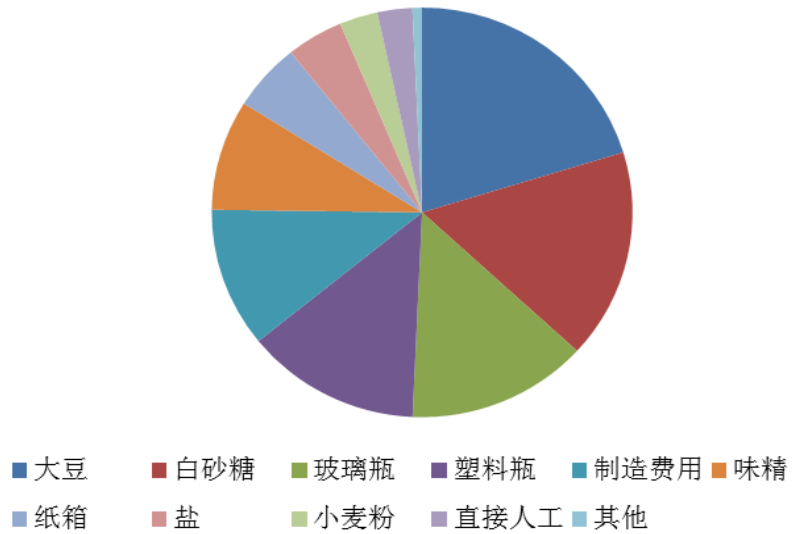
图 25: 2014-2019 年我国调味品价格变动 (单位: 元/千克)



资料来源: Euromonitor, Wind, 渤海证券

由于调味品企业的营业成本主要包括原材料和包装材料, 因此生产成本高企通常是产品直接提价的主要动因。以海天味业的成本构成为例, 原材料主要为大豆和白砂糖, 包装材料主要是玻璃瓶及塑料瓶。2018 年度, 公司直接材料占比达到 87.41%, 制造费用占比 9.91%, 直接人工仅 2.68%。

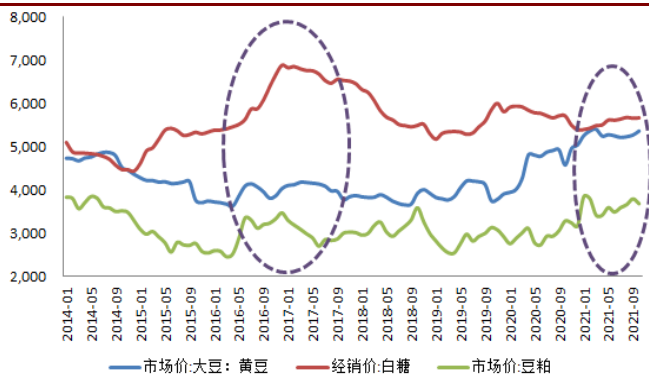
图 26: 海天味业成本构成



资料来源: 公司公告, 渤海证券

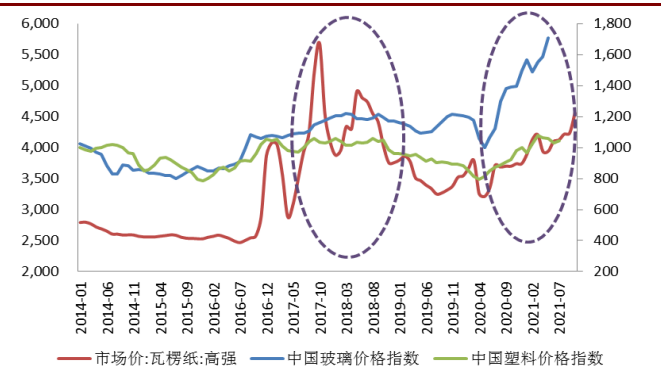
从调味品近年来的价格走势不难看出, 直接材料在 2016-17 年经历了一波大幅上涨。2016 年, 白糖价格同比上涨 13.22%, 豆粕价格同比上涨 7.78%, 玻璃/塑料价格指数分别同比上涨 13.52%/4.33%。2017 年, 白糖价格同比上涨 12.95%, 玻璃/塑料价格指数上涨 17.16%/12.38%, 瓦楞纸价格大幅上涨 51.80%。而在后疫情时期, 调味品再次面临上游原材料成本大幅上涨的困境。截至今年 10 月, 豆粕价格同比上涨 23.11%, 瓦楞纸价同比上涨 57.24%, 其他原材料也均有不同程度上涨。

图 27: 调味品主要原材料价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 28: 调味品主要包装材料价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

受此影响, 自 2016 年开始调味品企业陆续开始提高出厂价以应对成本上涨所带来的冲击。由于头部企业具有品牌优势, 且成本上涨导致的提价属于行业一致性的变动, 因此基本不会影响销量 (短期库存扰动长期可以消化), 提价后企业的经营情况持续向好。而本轮成本的上涨, 再次倒逼企业直接提价, 但与上一轮提价周期所不同的是, 本轮需求相对疲弱, 价格是否能够顺利传导仍然需要观察。

表 4: 两轮调味品企业提价情况一览表

公司名称	提价时间	提价幅度	提价品类
恒顺醋业	2016 年 06 月	9%左右	19 个单品
涪陵榨菜	2016 年 07 月	8%-12%	11 个单品
海天味业	2016 年 12 月	5%左右	部分产品
涪陵榨菜	2017 年 02 月	15%-17%	9 个单品
中炬高新	2017 年 03 月	5%-6%	全线产品
千禾味业	2017 年 04 月	8%左右	全线产品
公司名称	提价时间	提价幅度	提价品类
涪陵榨菜	2021 年 11 月	3%-19%	部分产品
加加食品	2021 年 11 月	3%-7%	部分产品
恒顺醋业	2021 年 11 月	5%-15%	部分产品
海天味业	2021 年 10 月	3%-7%	部分产品

资料来源: 公开资料, 渤海证券

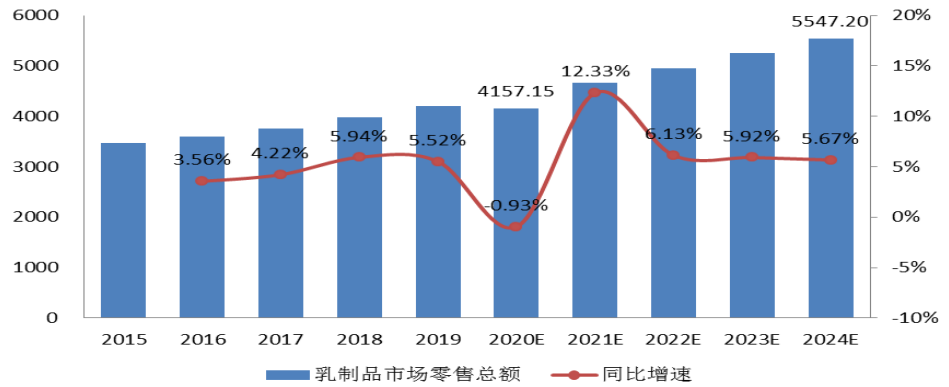
3.2 乳制品

从行业增速看, 乳制品市场已步入成熟发展阶段, 但从横向比较来看我国人均乳制品消费量仍然具有相当大的发展空间。从细分子品类来看, 低温乳制品的成长性远高于其他品类。多年以来, 巴氏杀菌乳的发展由于客观因素受阻, 未来随着牧场的规模化发展、冷链物流逐渐成熟以及消费升级趋势持续, 巴氏杀菌乳或将驶入快车道。此外, 奶酪作为最具有潜力的产品在低基数的效应下预计未来五年将以 11.18% 的年复合增长率发展。尽管行业今年同样面临上游成本压力, 但在竞争格局良性的前提下, 龙头企业通过收缩费用投放保证了业绩的良性增长, 未来随着原奶价格回落, 行业利润有望加速释放。

3.2.1 乳制品行业规模远未触及天花板

我国乳制品市场经过多年发展, 在 2005 年达到千亿规模之后迅速扩容, 其后十年间复合增长率达 13.91%。2014 年之后, 销量增长趋缓以及上游原奶价格持续走低, 使得行业转向低个位数增长, 2015-2019 年复合增长率为 4.56%, 2019 年乳制品市场零售总额突破 4000 亿元。根据欧睿预测, 未来五年我国乳制品市场仍然将稳步发展, 至 2024 年乳制品市场零售额或将突破 5500 亿元。

图 29: 乳制品市场零售额以及增速



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

尽管我国近年来乳制品发展驱缓，但是通过国际比较不难发现，我国乳制品人均消费量与发达国家之间仍相去甚远。2018年，我国牛奶消费总量为2490.08万吨，同期日本与美国的消费总量则分别为491.70/2801.96万吨；我国人均消费量为17.44千克，同期日本与美国的人均消费量分别为38.65/84.85千克，二者的人均消费量分别是我国的2.22/4.87倍。从人均消费量来看，我国乳制品行业的发展远未触及到天花板，随着消费者的消费观念逐渐转变、消费习惯逐渐培养，我国乳制品行业规模将有望继续增长。

表 5: 各国人均牛奶消费量对比

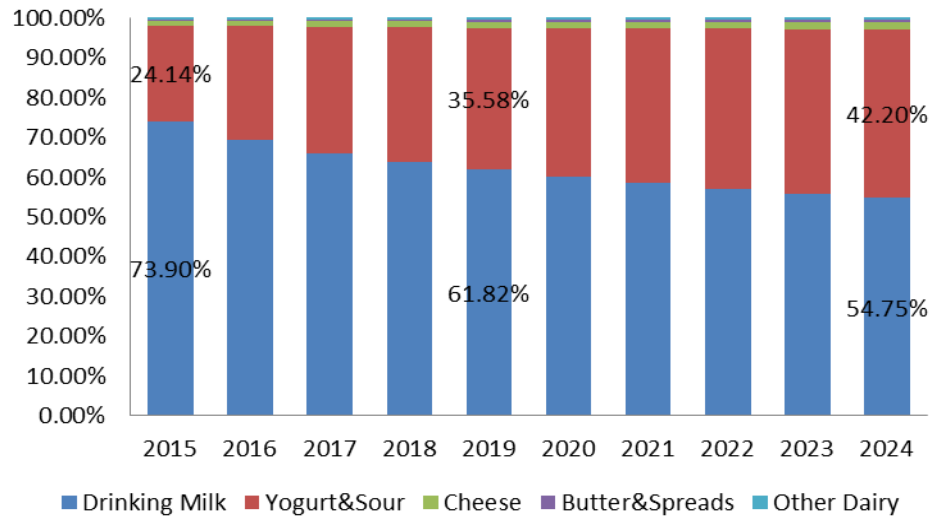
年度	中国牛奶消费总量 (万吨)	日本牛奶消费总量 (万吨)	美国牛奶消费总量 (万吨)	中国人均消费量 (kg/人)	日本人均消费量 (kg/人)	美国人均消费量 (kg/人)
2013	2221.35	502.89	2975.00	15.96	39.19	92.97
2014	2389.60	493.84	2904.32	17.08	38.53	90.13
2015	2403.23	489.44	2893.54	17.08	38.24	89.21
2016	2420.02	486.85	2883.49	17.11	38.11	88.34
2017	2439.53	489.56	2838.56	17.17	38.40	86.45
2018	2490.08	491.70	2801.96	17.44	38.65	84.85

资料来源: Euromonitor, 国家统计局

3.2.2 各细分子品类发展程度不一

从乳制品市场的消费构成看，饮用奶在2019年以61.82%的占比位居首位，酸奶是乳制品市场的第二大品类占比35.58%，再次是奶酪、黄油及其他。从趋势上来看，受益于常温酸奶的发展，酸奶品类的市场占比在逐步扩大，且该趋势仍将持续，预计至2024年酸奶品类的市场占比将达到42.20%。受此影响，饮用奶的发展受到一定程度抑制，在人均乳制品消费量一定的前提之下，二者呈此消彼长的状态。

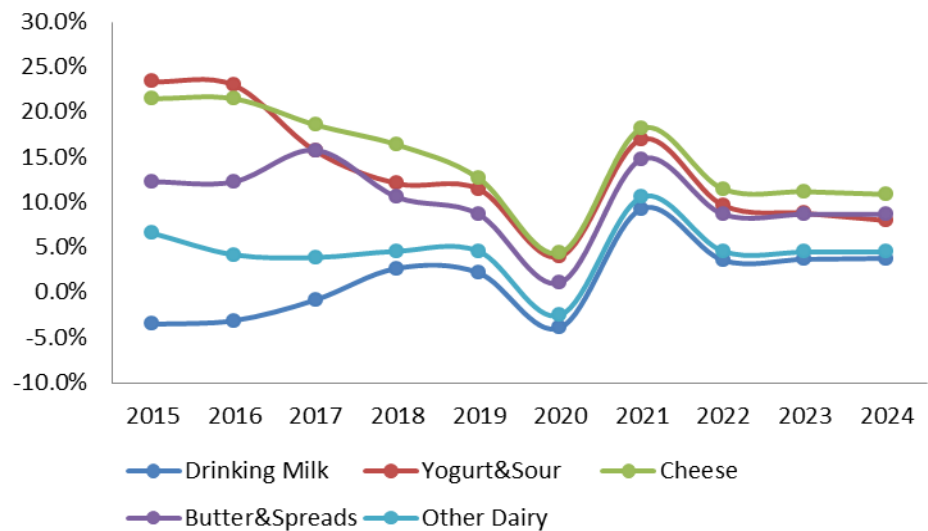
图 30: 我国乳制品零售市场构成



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

而从乳制品市场细分子品类的成长性来看, 奶酪作为最具有潜力的产品在低基数的效应下预计未来五年将以 11.18% 的年复合增长率发展。紧随其后的是酸奶, 未来五年复合增长率或达到 9.41%。而饮用奶则由于较大的体量导致其未来成长性稍显不足, 但这一问题或会随着消费者饮食习惯的改变而改变。

图 31: 乳制品市场各子品类成长性

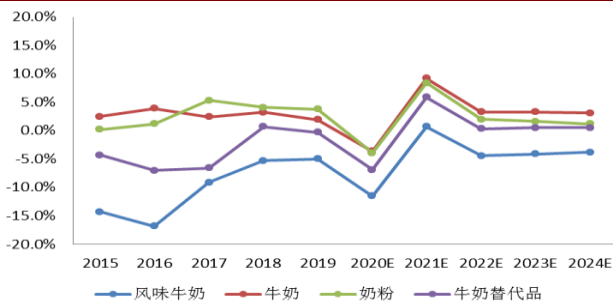


资料来源: Euromonitor, 渤海证券

3.2.3 巴氏杀菌乳迎发展契机

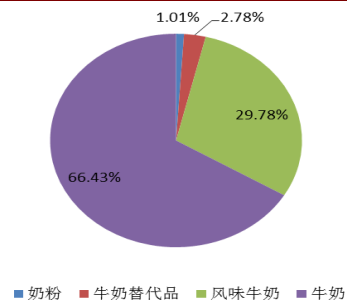
在我国饮用奶市场当中牛奶仍然是最为主要的产品，零售额占比达到 66.43%，其次为风味牛奶，再次为牛奶替代品（例如豆奶）以及奶粉。尽管牛奶市场份额相对较高，但是其成长性仍然优于其他细分品类。根据欧睿预测，未来五年牛奶销售额复合增速将达到 5.5%，而占比第二的风味牛奶或将继续失去市场份额。

图 32: 饮用奶市场细分子品类零售额增速 (%)



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

图 33: 欧睿口径下饮用奶市场格局



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

而牛奶产品又可以分为低温牛奶以及常温牛奶，二者在生产方式、营养价值及储存条件方面均有明显差异。低温牛奶 (Fresh Milk) 通常采用巴氏杀菌工艺，营养成分相对更高，保质期短并且需要低温储存。常温牛奶 (Shelf Stable Milk) 则大多采用超高温瞬时灭菌技术，保质期较长且便于储存。

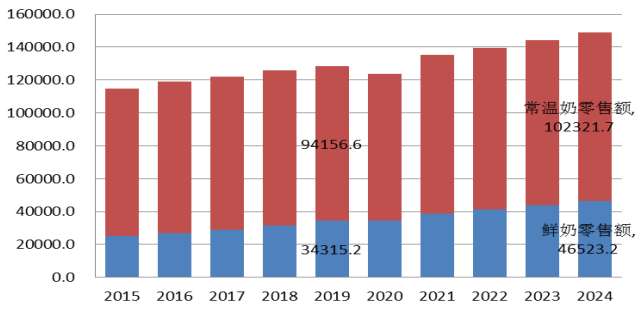
表 6: 不同工艺下的牛奶产品区别一览

	75-80℃巴氏灭菌鲜奶	低温巴氏杀菌奶	常温奶(超市箱装奶)
工艺	75-80℃条件下巴氏杀菌 15 秒 (真正的巴氏灭菌)	125-138℃下超巴氏杀菌, 2-4 秒	135-150℃的超高温瞬时灭菌
口感	保持新鲜口感和牛奶原味, 带有奶香	风味被破坏	有轻微的烧焦味
营养	杀死有害细菌, 保留牛奶营养价值及活性物质	牛奶蛋白变性, 破坏很多营养物质, 包括活性物质	杀死所有细菌活性物质也被杀死
保质期	2-6℃冷藏, 7-15 天	冷藏, 20 天左右或更长	常温保存, 长达 6 个月到 1 年

资料来源: 公开资料, 渤海证券

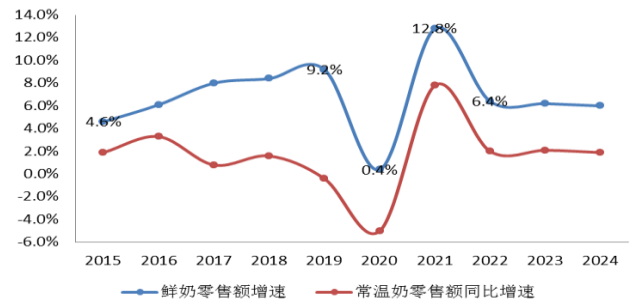
我国乳制品市场的迅速扩容，与常温产品的发展密切相关，常温牛奶在过去牢牢占据着饮用奶市场的主流地位。但随着我国经济水平的不断提高，消费升级趋势下低温牛奶的市占率将逐步提高，未来五年其复合增长率或达到 8.90%，是乳制品行业当中最具成长性的细分品类。

图 34: 常温奶及鲜奶市场零售额 (单位: 百万元)



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

图 35: 常温奶及鲜奶市场零售额同比增速

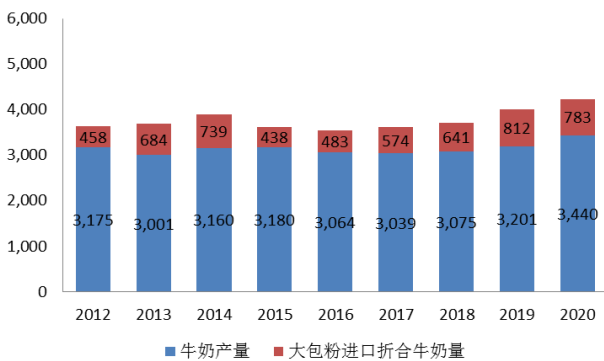


资料来源: Euromonitor, 渤海证券

3.2.4 上游原奶价格压力驱缓

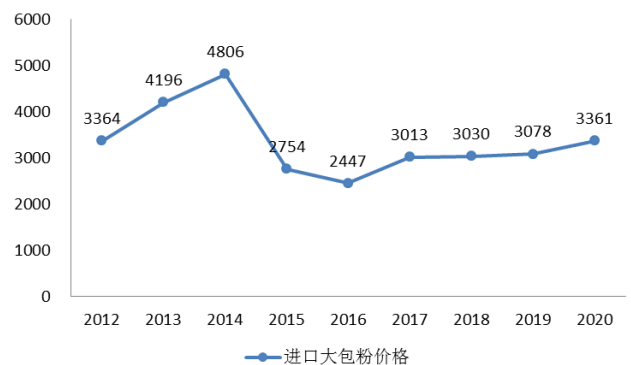
上一轮原奶价格的急涨急跌主要与进口大包粉价格有关。过去几年,在我国原奶产量基本一定的前提之下,大包粉的进口数量以及价格一直是扰动我国原奶价格的主要因素。2014年,国内原奶价格随进口大包粉价格同步上涨,随后开启同步下跌。2014年之后,进口大包粉的库存高企,使得国内原奶价格持续受到抑制。

图 36: 原奶端总供给 (单位: 万吨)



资料来源: 公开资料, 渤海证券

图 37: 进口大包粉价格 (单位: 元/吨)



资料来源: 公开资料, 渤海证券

而本轮原奶价格自 2018 年中旬触底之后开启温和上涨趋势,与前次有本质上的区别。我们认为,本轮价格上涨最主要的原因在于随着消费升级,消费者的健康意识觉醒,使其对于乳制品的消费需求从饮品转变成为必须性食品,白奶增速高于风味牛奶,巴氏杀菌乳增速则高于基础白奶。在原料端,生产企业对于生鲜乳的使用随之增长,复原乳(以大包粉作为主要原料)则呈现小幅下降趋势。此外,2020 年 12 月市场监管总局制定并印发《乳制品质量安全提升行动方案》,重点任务之一是强化法规标准体系建设,包括积极配合修订食品安全国家标准以及明确提出鼓励企业使用生鲜乳生产乳制品,预计随着方案落地我国乳制品质量将再上台阶,优质原奶中期需求旺盛。

表 7: 主要乳制品使用原料

分类	原料
巴氏杀菌乳	仅以生牛(羊)乳为原料
灭菌乳	以生牛(羊)乳为原料, 添加或不添加复原乳
调制乳	以不低于 80% 的生牛(羊)乳或复原乳为主要原料, 添加其他原料或食品添加剂或营养强化剂
发酵乳	以生牛(羊)乳或乳粉为原料
乳粉	以生牛(羊)乳为原料

资料来源: 食品安全国家标准, 渤海证券

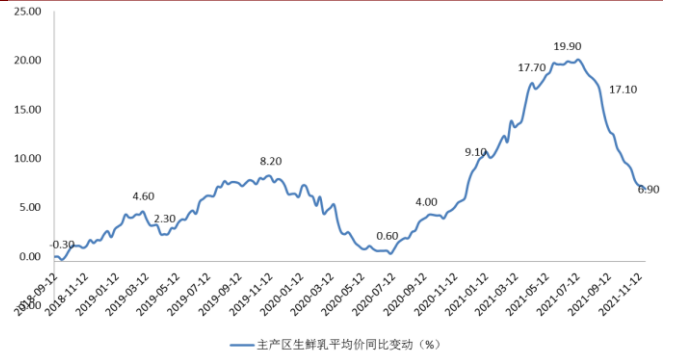
本轮生鲜乳价格的上涨始于 2020 年中旬, 目前最高价格达到 4.37 元/公斤之后开始出现回落。2021 年 11 月生鲜乳平均价达到 4.30 元/公斤, 同比上涨达 6.70%, 环比继续小幅下降, 生鲜乳价上涨情况有望继续得到缓解。随着上游成本压力缓和, 行业有望加速释放业绩。

图 38: 主产区生鲜乳平均价



资料来源: Wind, 渤海证券

图 39: 主产区生鲜乳价格变动趋势



资料来源: Wind, 渤海证券

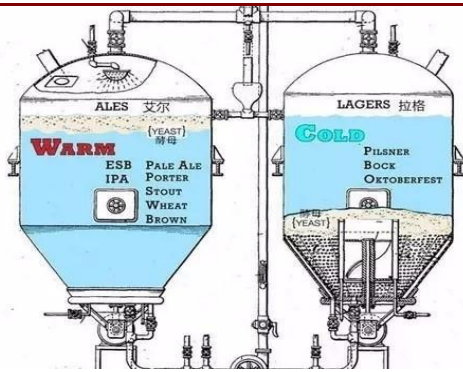
3.3 啤酒

基于目前我国啤酒市场仍以经济型拉格啤酒为主要产品的特征, 叠加我国消费结构多层次化的特性, 啤酒消费的结构性升级仍然存在发展空间。从实际情况看, 我国啤酒产品结构升级仍以拉格啤酒为主, 经济型拉格啤酒价格带向上延伸至中高端。受到疫情后周期经济因素的扰动, 包装材料价格持续走高, 行业面临成本压力, 这一问题使得企业提升产品结构诉求更为强烈。我们认为乌苏啤酒有望凭借强大的产品力快速抢占各大城市高端啤酒市场, 打破区域渠道壁垒, 在本轮啤酒结构升级的大趋势下有所收益。

3.3.1 啤酒消费中档偏低 消费升级空间巨大

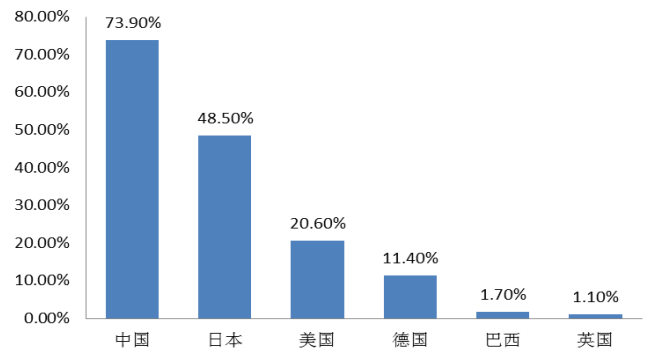
啤酒在我国长期以来形成了低价消费品的属性以及基因，因此拉格啤酒（也即工业啤酒）是我国啤酒市场主要的销售类型。而拉格啤酒又分为淡色拉格（经济型）、深色拉格（中档）及博客（高档）。我国经济型拉格啤酒的销售占比远高于其他国家和地区，这也是为何我国吨酒价格会大幅落后于其他国家的原因。

图 40: 拉格啤酒 vs. 艾尔啤酒制作工艺区别



资料来源: 公开资料, 渤海证券

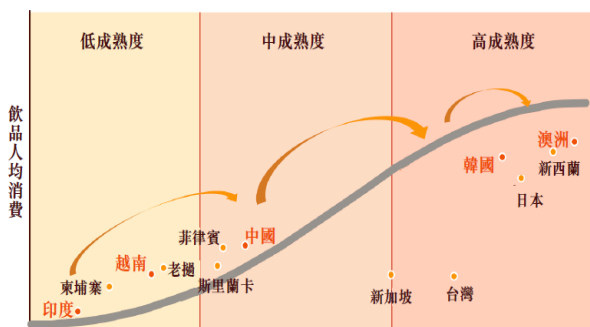
图 41: 我国经济型拉格啤酒销售比重高于其他国家



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

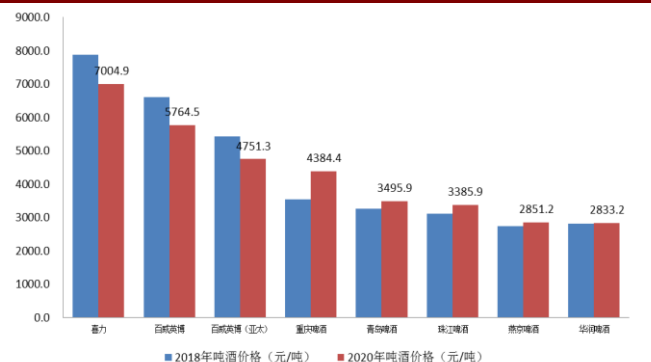
据百威英博（亚太）最新招股说明书显示，在依照亚太地区各国家经济发展程度、对酒类的限制及人均酒精消费量等因素制定的啤酒市场成熟度模型中，中国位于中档偏低水平，距离啤酒消费发展成熟的市场和国家仍然有明显的差距。从吨酒价格看，我国主要啤酒品牌相较国际品牌也具有明显的差距。但是对比 2018 年以及 2020 年吨酒价格，我国啤酒吨酒价格均有不同程度上涨，国际品牌吨酒价格受到疫情影响均有不同程度下降，我国啤酒结构化的升级趋势已经悄然开启。

图 42: 亚太区啤酒消费市场成熟度模型



资料来源: 百威英博（亚太）招股说明书, 渤海证券

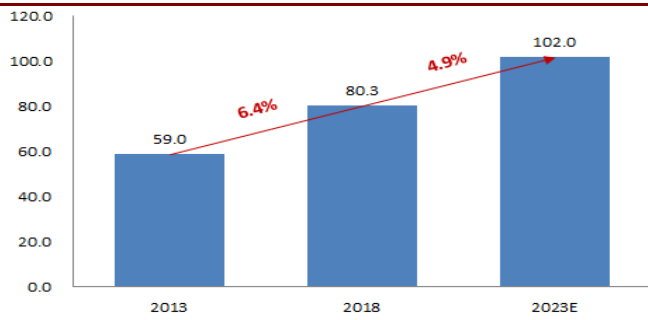
图 43: 我国主要啤酒品牌吨酒价格与国际品牌对比



资料来源: 公开资料, 渤海证券

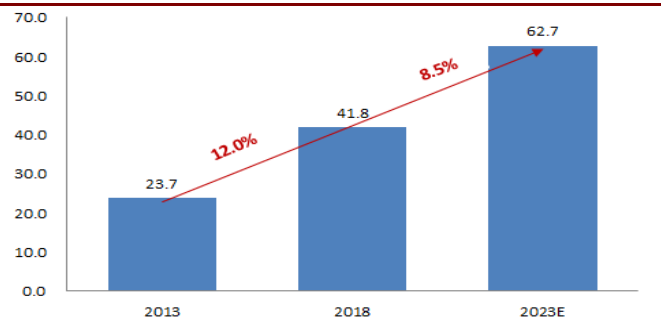
基于目前我国啤酒市场仍以经济型拉格啤酒为主要产品的特征，叠加我国消费结构多层次化的特性，啤酒消费的结构性升级仍然存在发展空间。据 GlobalData 数据显示，中国啤酒市场高端及超高端类别的消费量占比已由 2013 年的 10.9% 升至 2018 年的 16.4%，且预期该趋势将会持续。尽管当前增长强劲，但高端及超高端类别的占比仍然大幅低于成熟啤酒市场（美国该比例达到 42.1%），表明伴随经济持续发展高端及超高端类别啤酒消费市场增长空间巨大（注：高端及超高端根据 GlobalData 自建指标体系定义）。

图 44：中国高端及超高端啤酒消费趋势（单位：亿升）



资料来源：GlobalData，渤海证券

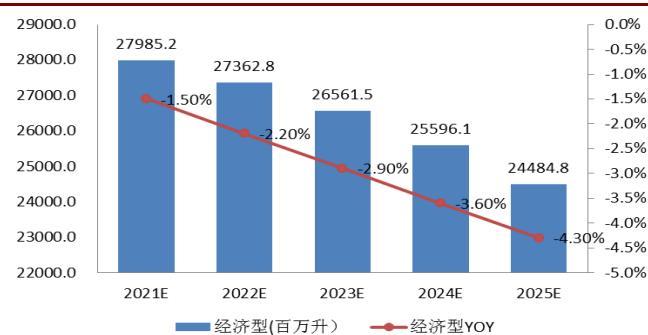
图 45：中国高端及超高端啤酒消费趋势（单位：十亿美元）



资料来源：GlobalData，渤海证券

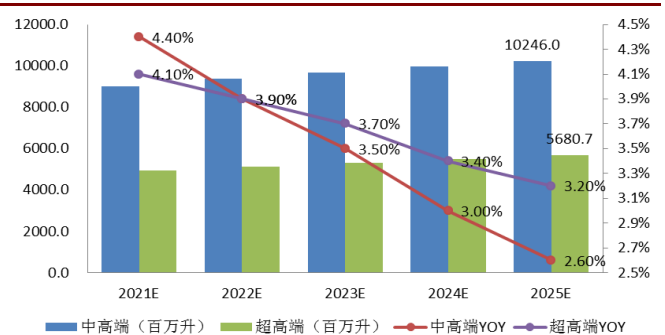
从实际情况看，我国啤酒产品结构升级仍以拉格啤酒为主，经济型拉格啤酒价格带向上延伸至中高端。根据欧睿分类，经济型拉格啤酒价格在 7 元以下，中高端拉格价格在 7 至 14 元之间，超高端定义为 14 元以上。欧睿预计，未来五年经济型拉格啤酒的销量将由 279.85 亿升降至 244.85 亿升，取而代之的则是中高端及超高端拉格啤酒市场销量。精酿啤酒也极具成长性，但是由于基数较小，品类仍属小众。

图 46：未来五年经济型拉格啤酒的销量及其增速



资料来源：Euromonitor，渤海证券

图 47：未来五年中高端及超高端拉格啤酒的销量及其增速

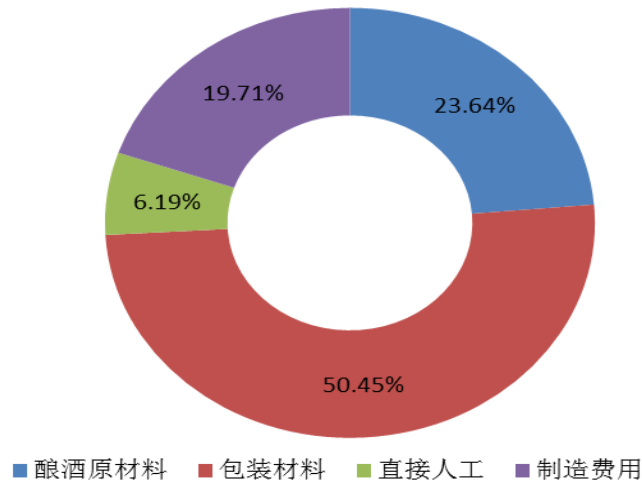


资料来源：Euromonitor，渤海证券

3.3.2 成本上涨压力较大 加速产品结构升级

啤酒生产的主要成本包括酿酒原材料（大麦麦芽、酵母、水）、包装材料（铝罐、玻瓶、纸箱）、直接人工及制造费用。其中，原料（包括酿酒原材料及包装材料）是啤酒生产的最主要成本。以青岛啤酒为例，成本占比最高的为包装材料，约占总成本的50%，其次为酿酒原材料，约占总成本的24%。

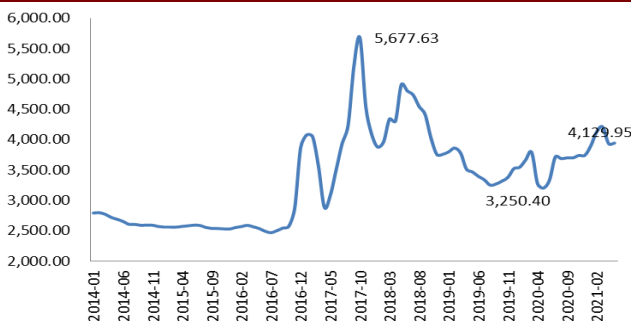
图 48: 青岛啤酒成本构成



资料来源: 公司公告, 渤海证券

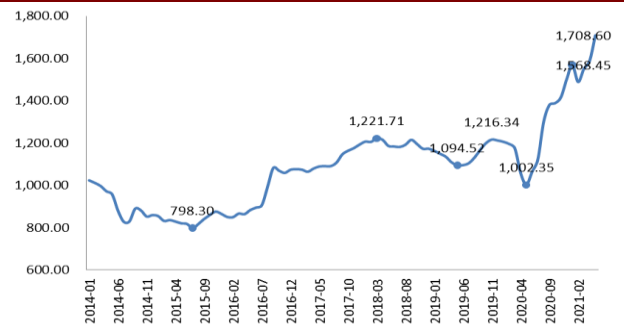
由于原料占啤酒生产成本的比重较高，因此原料价格波动会直接影响企业的经营业绩。通常原料价格会受到产量、监管、市场需求及政治环境等不可控因素影响，倘若原料成本的增加长期影响啤酒生产企业的经营业绩，龙头企业一般会将成本转嫁给消费者。啤酒生产企业大多采取总部和区域集中采购及生产企业自采相结合的综合采购模式，其中大麦的采购来源主要是进口，包装材料国内采购，因此包材成本价格波动主要受国内供需关系的影响所致。受到疫情后周期经济因素的扰动，包装材料价格持续走高，行业面临一定成本压力。

图 49: 瓦楞纸（高强）全国市场价（单位：元/吨）



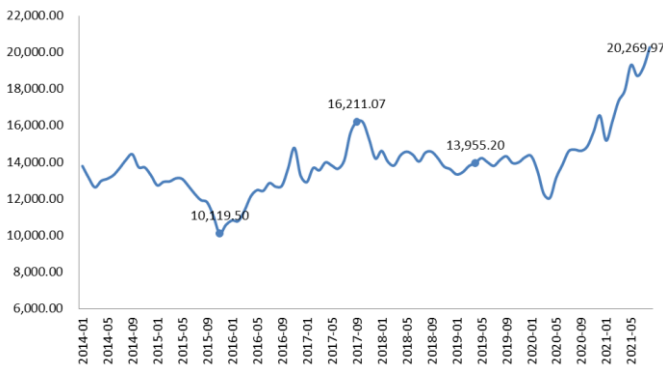
资料来源: Wind, 渤海证券

图 50: 中国玻璃价格指数



资料来源: Wind, 渤海证券

图 51: 铝锭 (A00) 全国市场价 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

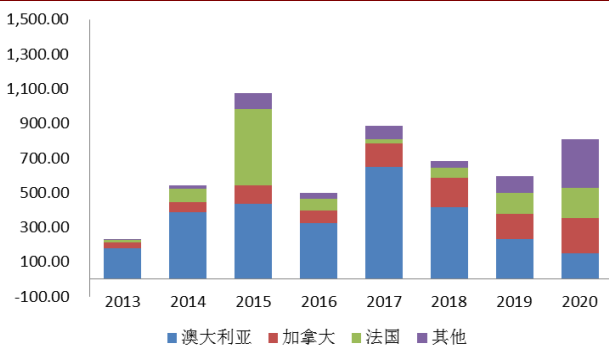
图 52: 打包易拉罐 (上海) 平均价 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

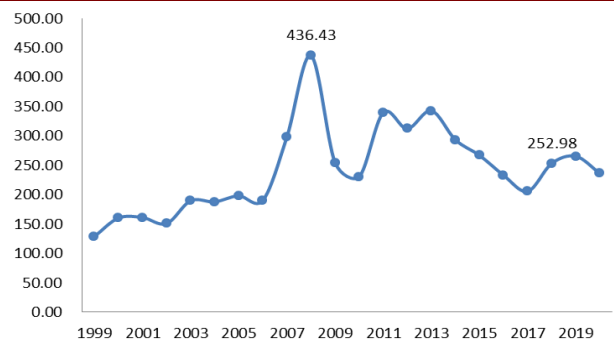
而在酿酒原材料中, 由于龙头企业通常选取进口大麦, 因此成本价格受国际市场的影响较大。我国进口大麦最主要来源为澳大利亚, 其次为加拿大。但近几年随着对澳进口政策有所改变, 对澳进口数量逐年递减。澳大利亚作为大麦最主要出口国, 近年由于不可控因素的影响导致大麦减产, 造成了大麦价格的小幅上涨, 但上涨幅度仍在可控范围内。此外, 大麦价格也受到疫情后周期全球经济通胀影响有所走高, 截至今年 8 月进口大麦平均价 278.35 美元/吨, 同比上涨 16.54%。

图 53: 我国大麦进口情况 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 54: 进口大麦价格 (单位: 美元/吨)

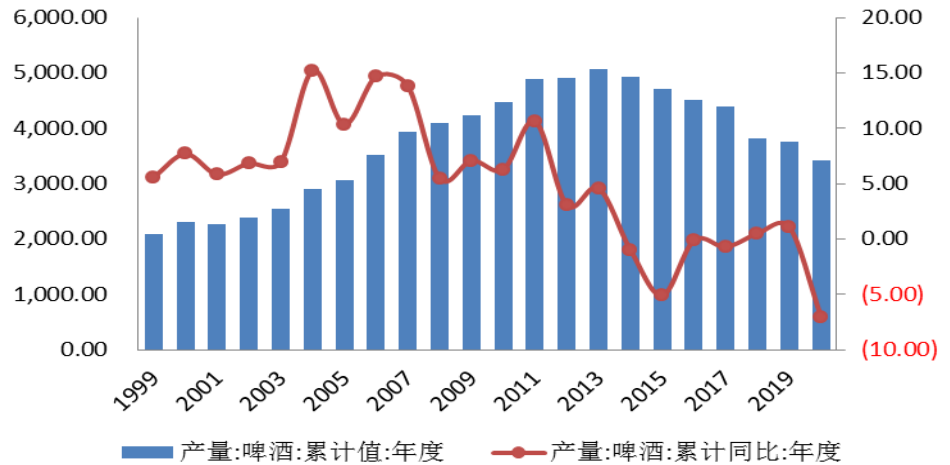


资料来源: Wind, 渤海证券

3.3.3 存量竞争格局 高端化或打破渠道壁垒

啤酒产量方面, 我国啤酒生产在连续多年增长后至 2014 年产量首次出现负增长, 一方面与当年经济环境、气候环境有关, 另一方面也与行业发展规律密切联系。2014 年开始啤酒产量连续下滑, 去年受到疫情影响使得产量减少更加明显。今年 1-8 月我国啤酒产量达到 2625.2 万千升, 相较 2019 年仍有小幅下滑, 但是整体来看疫情影响因素基本消除。目前, 我国啤酒市场已经进入存量竞争格局。

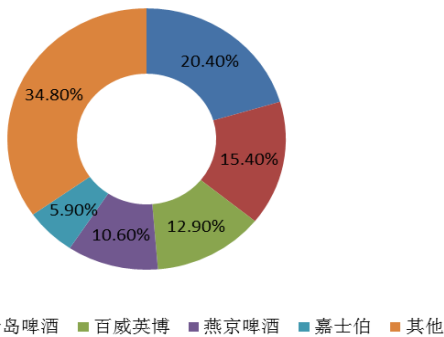
图 55: 1999-2020 年我国啤酒产量情况 (单温: 万千升)



资料来源: Wind, 渤海证券

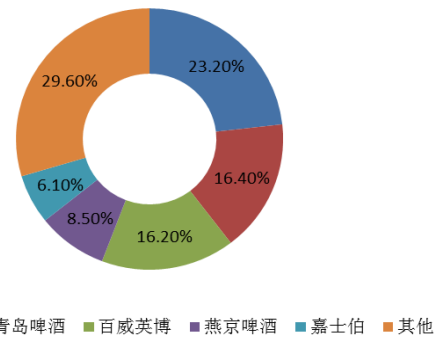
在啤酒产业结束高速发展期之后,中国啤酒市场已从高度分散化过渡到相对整合,市场格局开始日益清晰。GolbalData 数据显示,2018 年中国前五大酿酒商市占率达 70.4%。产业集中度的提高,则主要是通过收购规模较小的当地啤酒厂实现,同时地区品牌被更大的全国性品牌所替代。

图 56: 2013 年我国啤酒市场市占率



资料来源: GlobalData, 渤海证券

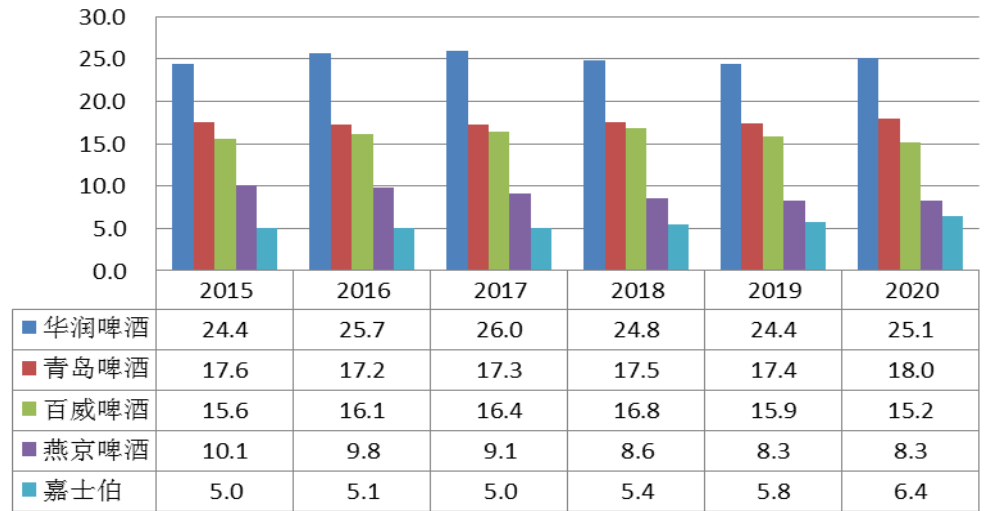
图 57: 2018 年我国啤酒市场市占率



资料来源: GlobalData, 渤海证券

而根据欧睿的统计,前五大龙头啤酒企业依然是华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒及嘉士伯。2016 至 2020 年,CR5 市占率整体份额维持稳定,尚未出现市场集中度继续上升的趋势,但不同企业间市场份额小幅波动,其中百威英博、燕京啤酒市场份额小幅下滑,百润啤酒、青岛啤酒及嘉士伯稳中有升。

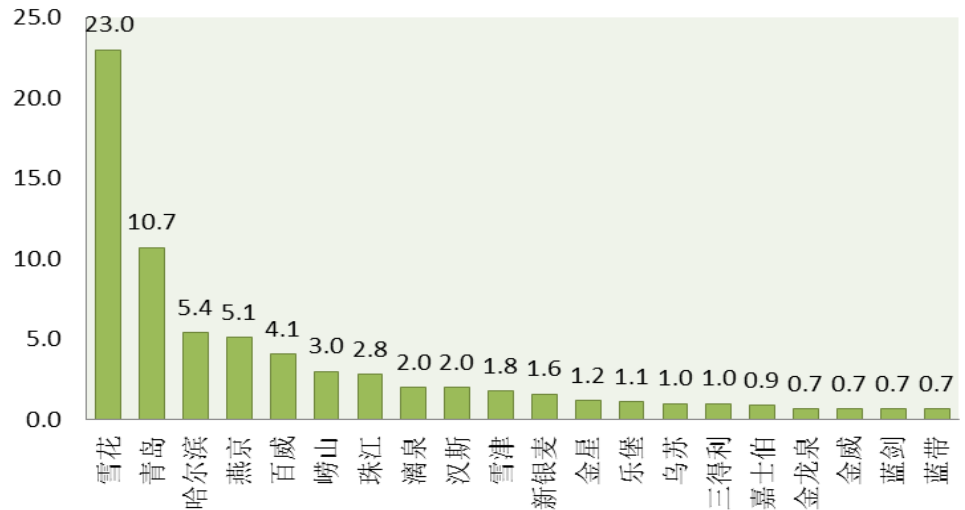
图 58: 2016-2020 年我国啤酒行业 CR5 市占率



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

此前, 由于我国啤酒多以玻璃瓶低端产品为主, 毛利较低因此运输半径受到一定限制, 产生了明显的地域特征, 造成五大品牌各省市间市场占有率有明显差异, 部分龙头企业已经拥有绝对优势地区, 短期难以撼动。从各品牌市占率看, Top20 当中很多品牌具有明显的地域性。

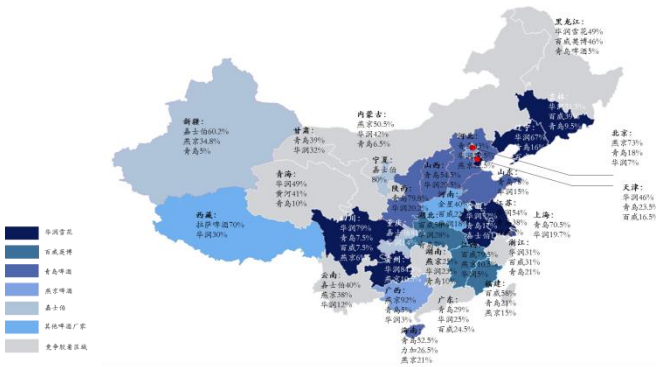
图 59: 2020 年我国啤酒品牌销量市占率前二十



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

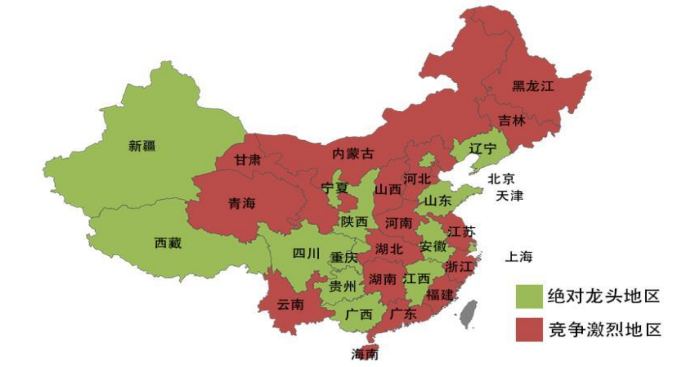
尽管目前我国啤酒行业前五大企业市占率已经超过七成, 但由于行业特殊性, 龙头企业对于各省市间市场份额互相制衡, 市占率最高的品牌华润雪花也仅仅有 25.1%, 青岛啤酒次之, 二者之和达到 43.1%, 绝对龙头尚未出现。仅有部分企业对于部分地区占据绝对优势, 其余各省仍然悬而未决。在长期胶着的市场竞争之后, 头部企业转而开始谋求高质量的发展, 整体竞争趋缓。

图 60: 五大品牌各省市占率



资料来源: 公开资料, 渤海证券

图 61: 各省市啤酒行业竞争情况一览



资料来源: 公开资料, 渤海证券

在目前的市场环境当中, 低价产品一旦提价恐将影响市场份额。而当我国居民消费水平达到一定程度之后, 中高端啤酒产品迎来了发展契机。龙头企业更倾向于通过调整产品结构提高吨酒价格, 最终促进企业质量效益。随着啤酒产品价格带的上移, 毛利得到明显改善, 运输半径随之扩大, 地域性的问题或将得到突破, 强产品力产品或将打破地域以及渠道壁垒脱颖而出。我们认为乌苏啤酒有望凭借强大的产品力快速抢占各大城市高端啤酒市场, 在本轮啤酒结构升级的大趋势下有所收益。

4. 投资建议

纵观全年, 食品饮料板块在多重因素下表现相对平淡。我们认为, 行业在长期调整后有望走出低谷, 高端及次高端白酒或将展现强大的稳定性以及业绩弹性, 大众品伴随提价周期的开启明年或走出戴维斯双击。板块方面, 仍然建议关注确定性更强的高端白酒, 以时间换空间, 此外关注市场加速扩容的次高端。而大众品方面, 上游成本压力明年或会有所缓解, 目前来看竞争格局相对更好、压力传导更顺利的仍为啤酒板块, 其次为乳制品。而调味品板块随着第四季度提价周期开启, 预计板块整体边际改善。如若明年需求企稳回升, 板块有望释放业绩弹性。综上, 我们给予行业“看好”的投资评级, 推荐五粮液(000858)、今世缘(603369)、安琪酵母(600298)、重庆啤酒(600132)及伊利股份(600887)。

5. 风险提示

宏观经济下行, 食品安全问题, 疫情出现反复。

投资评级说明:

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

分析师声明:

本报告署名分析师在此声明: 我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师, 以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的数据和信息, 独立、客观地出具本报告; 本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点, 结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接的联系。

免责声明:

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保, 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有, 未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“渤海证券股份有限公司”, 也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所机构销售团队:
高级销售经理: 朱艳君

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyanjun@bhqz.com

天津:

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

高级销售经理: 王文君

座机: +86 10 6810 4637

手机: 186 1170 5783

邮箱: wangwj@bhqz.com

北京:

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

 渤海证券股份有限公司网址: www.ewww.com.cn