

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

守得云开见月明，把握反转和升级机会

——食品饮料 2022 年度策略

分析师：

黄婧

执业证书编号：S1380113110004

联系电话：010-88300846

邮箱：huangjing@gkzq.com.cn

2020 年 12 月 27 日

内容提要：

2021 年板块表现较为低迷，2022 年发展趋势向好。2021 年初至 12 月 21 日，食品饮料板块上涨 1.70%，PE 较年初下降 17.1%，基金持仓 1-3 季度连续下降，主要由于板块经历了消费需求不及预期、成本上涨及渠道变革三方面困境。经历了需求及盈利能力的低谷，我们判断 2022 年行业的发展环境将迎来改善，预计需求将逐步提升，消费升级将持续，提价也将改善食品制造行业的盈利能力。

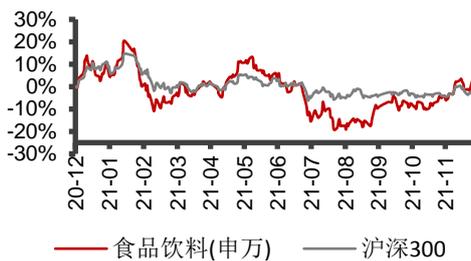
最差时点已过，关注消费升级及价格传导。我们认为，食品饮料公司的最差时点已过，2022 年行业基本面将迎来改善，叠加目前板块整体估值水平较为合理，部分基本面恢复较好的子板块有望迎来戴维斯双击。建议围绕以下两条主线寻找布局机会：1、继续紧扣消费升级主旋律，寻找向中高端进击的标的；2、关注价格传导情况，提前布局将迎来反转的标的。根据目前的行业景气程度，我们建议关注白酒及啤酒两子板块，并积极跟踪乳制品、调味品、冷冻食品的基本面改善情况。

白酒方面，我们认为结构升级、集中度提升仍然是行业发展的主要动力，强者更强的结构性繁荣仍将持续，叠加全方位改革持续深化，我们认为名优酒企综合实力将不断增强。建议关注产品、渠道改革持续的高端白酒茅台、五粮液、泸州老窖，具有业绩弹性的次高端白酒汾酒、酒鬼，有望低基数释放弹性的地域性白酒古井贡、迎驾贡酒。

啤酒方面，行业已经进入寡头竞争时代，产品结构升级进入加速期，高端单品在疫情下销量逆势快速增长，叠加 2021 年末、2022 年初的淡季提价及 2022 年下半年有望出现的原材料价格同比下降，我们预计龙头公司业绩有望明年加速释放。建议关注具有高端基因、战略不断明晰的本土啤酒龙头公司青岛啤酒。

风险提示：国内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧导致行业盈利能力下降；消费税征收政策变动导致行业税率上升；相关行业政策出现重大调整影响公司业绩；公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期；国内外二级市场风险；国内外宏观经济形势急剧恶化。

食品饮料与沪深 300 指数涨跌幅走势图



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

行业评级

强于大市

相关报告

- 1、海天味业 (603288)：业绩环比改善，渠道进一步优化 20211105
- 2、山西汾酒 (600809)：收入增速略超预期，全国化进程加速 20211104
- 3、双汇发展 (000895)：计提减值拖累利润，后续业绩有望改善 20211103
- 4、茅关注高端、次高端白酒扩容，把握啤酒龙头利润释放-食品饮料 2021 年中期策略

目录

1、市场回顾	5
1.1 板块震荡，估值回调.....	5
1.2 基金持仓比例调整.....	8
1.3 基本面回顾.....	9
2、行业发展环境及趋势	12
2.1 宏观环境将持续改善.....	12
2.2 消费升级仍在持续.....	14
2.3 提价潮到来.....	16
3、重点板块	17
3.1 白酒：结构升级、强者更强	17
3.1.1 结构升级持续.....	17
3.1.2 集中度持续提升.....	19
3.1.3 改革加速落地.....	20
3.2 啤酒：高端化加速、关注弹性释放.....	20
3.2.1 跑马圈地时代结束，高端化进程加速	20
3.2.2 提价+成本回落或释放业绩弹性	22
4、投资建议	23
5、风险提示	24

图表目录

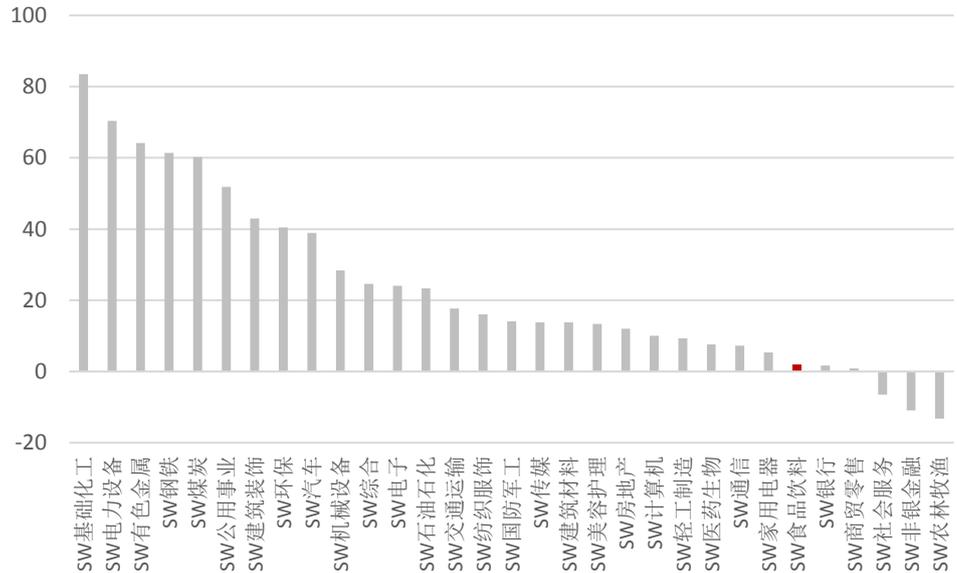
图 1: 2021 年初至 12 月 21 日申万一级行业累计收益率 (%)	5
图 2: 2021 年初至 7 月 26 日部分食品饮料子板块累计收益率走势	6
图 3: 2021 年初至 12 月 21 日部分食品饮料子板块 PEttm 走势	7
图 4: 申万 31 个一级行业 PE 对比 (收盘日期 2021 年 12 月 21 日)	7
图 5: 基金持有食品饮料比例 (%)	8
图 6: 基金持有白酒、非白酒板块比例 (%)	8
图 7: 重点白酒标的外资持股比例 (%)	9
图 8: 重点食品标的外资持股比例 (%)	9
图 9: 餐饮行业收入及增速	10
图 10: 全国城镇居民人均可支配收入增速 (%)	10
图 11: 2021 年食品饮料原辅料价格涨幅	10
图 12: 2021 年包材、运输价格涨幅	10
图 13: 部分食品加工行业毛利率持续承压 (%)	11
图 14: 社区团购规模预测 (亿元)	12
图 15: 社区团购人均年消费额及增速	12
图 16: 食品制造业营收、利润总额累计同比增速 (%)	12
图 17: 固定资产投资完成额、社零总额及食品制造业营收累计同比增速	13
图 18: 食品细分品类 CPI 同比变化	14
图 19: 全国城镇居民人均可支配收入及增速	15
图 20: 全国居民人均消费支出及增速	15
图 21: 我国常住人口城镇化率	15
图 22: 消费对 GDP 贡献率 (%)	15
图 23: PPI、CPI 变化	16
图 24: 高端白酒一批价格 (元/瓶)	18
图 25: 部分次高端白酒一批价格 (元/瓶)	18
图 26: 中国高净值人群数量及可投资处规模	18
图 27: 高端酒消费者结构	18
图 28: 规模以上白酒企业数量 (家)	19
图 29: 白酒行业营收 CR5 变化	19
图 30: 酒企主要改革路径	20
图 31: 部分国内、国际知名啤酒品牌市占率及净利润	21
图 32: 我国啤酒行业销售额 CR5 变化	21
图 33: 中国啤酒消费结构变化	21
图 34: 部分发达国家啤酒消费结构	21
图 35: 啤酒产量及增速	23
图 36: 啤酒板块收入、净利润增速 (%)	23

表 1: 2021 年 4 季度部分食品公司提价梳理	16
表 2: 中国啤酒产品结构	22
表 3: 重点公司估值情况	24

1、市场回顾

1.1 板块震荡，估值回调

图 1：2021 年初至 12 月 21 日申万一级行业累计收益率（%）



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

2021年初至12月21日，食品饮料板块上涨1.70%，落后沪深300约2.52个百分点，在申万31个一级行业中排名第21。食品饮料子行业中，软饮料（81.07%）、啤酒（10.70%）、其他酒类（5.86%）涨幅居前，调味发酵品（-20.47%）、黄酒（-27.43%）及肉制品（-25.93%）下跌幅度较大。白酒板块年内上涨3.51%，虽波动较大，但收益率仍然领先于板块整体水平。

2021年初至今，食品饮料板块呈现出波动较大的震荡走势，我们认为大致可以分为以下五个阶段：

第一阶段（年初至春节）：板块延续了2020年第四季度的走势，业绩确定性高及业绩增速具有弹性的标的股价震荡上涨，其中白酒、啤酒、食品综合、乳业等公司（如茅台、五粮液、老窖、重啤、安井、绝味、洽洽等）超额收益明显。

第二阶段（2月18日至3月7日）：市场出现明显调整，主要由于美国国债

收益率提升引发市场对后续流动性的担忧，前期涨幅居前、估值水平相对较高的核心标的资金“抱团”出现松动。在此期间，食品饮料板块下跌19.98%，在28个申万一级行业中排名垫底，板块中仅黄酒、软饮料及葡萄酒跌幅低于10%，其他酒类、白酒、调味品、啤酒等的子板块回调幅度在24%-34%之间。

第三阶段（3月8日至6月7日）：市场以白酒为首的标的开始反弹，我们认为原因有三：1、部分高景气度行业标的上一阶段调整幅度较大，但基本面没有发生变化；2、市场季报行情展开，后续股东大会亦强化标的基本面，业绩成长性重新成为资金关注焦点；3、美国国债收益率有所下降，国内市场流动性改善。在此期间，食品饮料各板块表现出现分化，其中啤酒、其他酒类及白酒板块（尤其是次高端板块）由于业绩增速超预期，超额收益明显，而调味品板块因景气度下滑且后续竞争或加剧走势明显弱于整体板块平均水平。此外，伊利定增、双汇发展管理层变动等事件导致乳制品、肉制品两板块出现下跌。

图 2：2021 年初至 7 月 26 日部分食品饮料子板块累计收益率走势



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

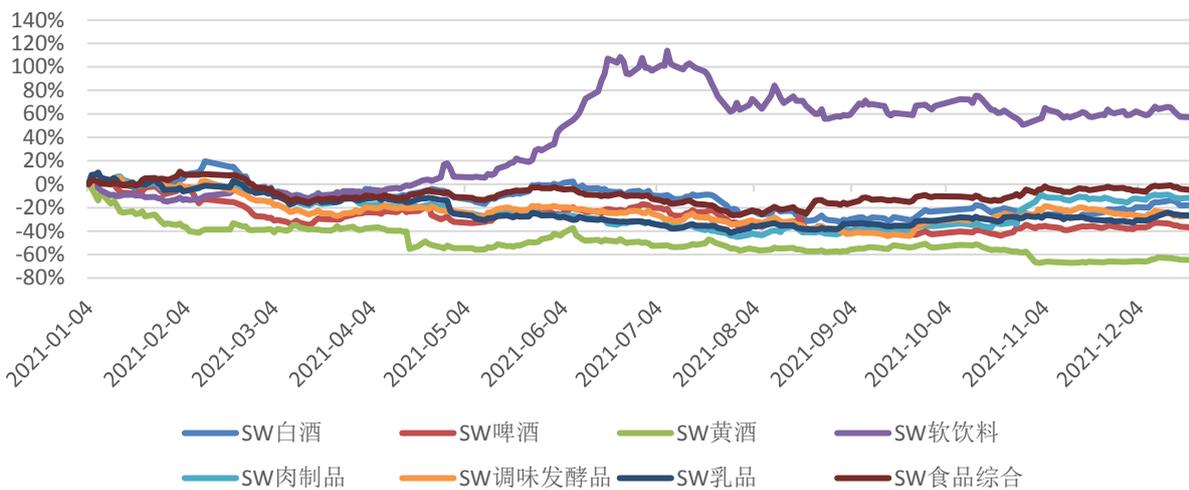
第四阶段（6月8日至9月22日）：经过近三个月反弹，景气度较高的个股股价大幅提升，其中舍得、知味香、李子园、水井坊等个股收益率一度超100%，但随着部分食品公司传递谨慎预期、下调业绩目标及部分经销商反馈消费仍在恢复，市场对板块景气度产生担忧情绪，以调味品、冷冻食品及次高端白酒为代表的标的出现大幅回调。

第五阶段（9月23日至今）：随着三季报的陆续披露及季报后的交流反馈，

市场预期食品板块的最差时点或邻近,加之板块估值基本消化至5年中枢之下,资金对板块的风险偏好开始提升。进入四季度,休闲食品、调味品、啤酒等行业的龙头公司陆续发布提价公告,行业估值持续改善。

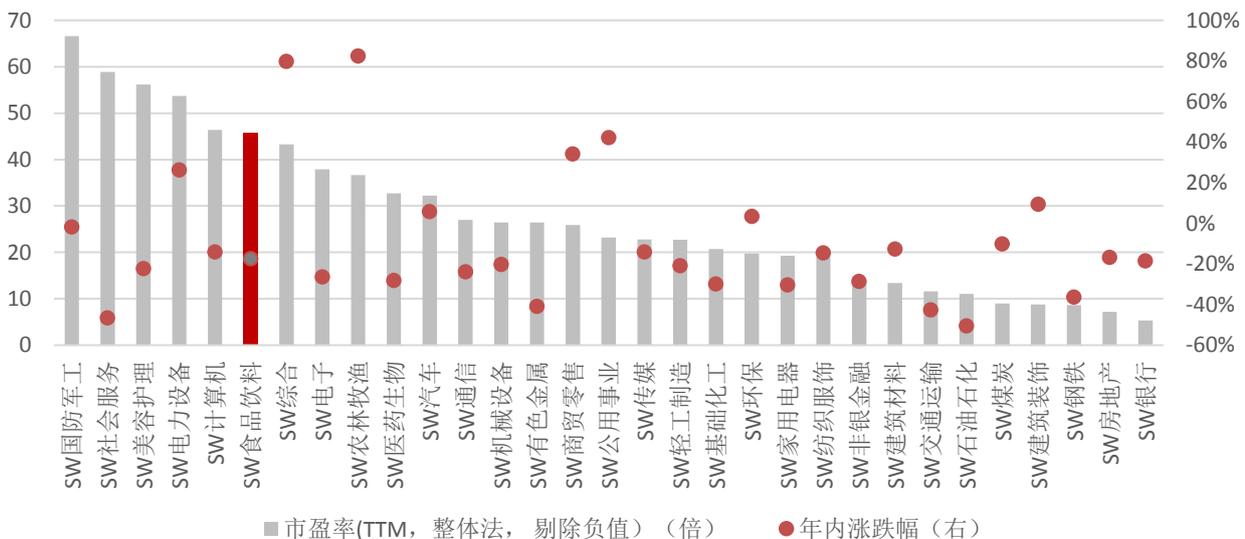
个股方面,截至2021年12月21日,年内板块119只个股中,49只上涨,其中舍得酒业(173.70%)、千味央厨(172.33%)、东鹏饮料(166.63%)、李子园(134.17%)及海南椰岛(124.08%)涨幅居前。天味食品(-62.76%)、顺鑫农业(-48.36%)、惠发食品(-43.54%)跌幅较大。

图 3: 2021 年初至 12 月 21 日部分食品饮料子板块 PEttm 走势



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 4: 申万 31 个一级行业 PE 对比 (收盘日期 2021 年 12 月 21 日)

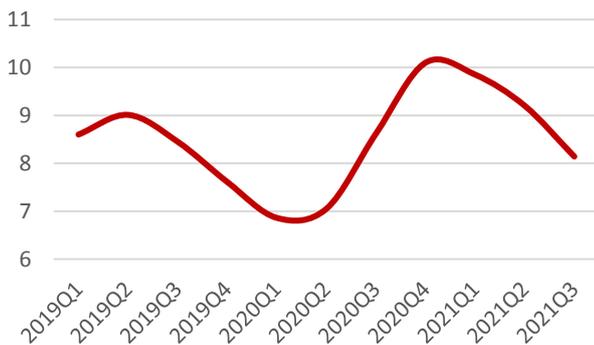


资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

估值方面，截至2021年12月21日，年内食品饮料板块PE（ttm、整体法、剔除负值）为45.95倍，较年初下降17.10%，在申万31个一级行业中排名下滑至第6（年初为第4）。子板块中，软饮料及葡萄酒PEttm分别提升60.59%、4.44%，其他子板块估值水平均有不同程度回调，其中啤酒、白酒、调味品分别回调32.99%、17.05%、28.62%。整体来看，2020年涨幅较大的板块2021年回调幅度更大。

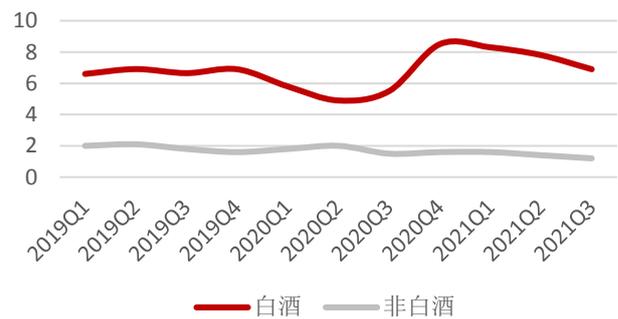
1.2 基金持仓比例调整

图 5: 基金持有食品饮料比例 (%)



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

图 6: 基金持有白酒、非白酒板块比例 (%)



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

基金持仓方面，2021年三季度，基金食品饮料持仓市值比例为8.1%，环比下降1.1个百分点，年内板块配置比例自年初连续三季度回落了3.24个百分点。虽然因流动性及部分板块业绩低于预期，持仓比例有所回落，但由于白酒、啤酒等行业仍保持高景气，食品饮料的配置比例仍处于近10年较高水平，维持超配状态。

从子行业看，2021年三季度基金持有白酒股持仓市值比例为6.9%，同比下滑1.7个百分点，实际上，多数白酒的基金持仓数量有所增加，但由于股价走势落后于大盘，市值占比有所下降。大众品板块持仓市值比例环比下降0.4个百分点至1.2%，仅乳制品配置比例有所提升，其他板块均出现下降。整体来看，2021年三季度国内机构对食品行业的业绩担忧仍未消除。

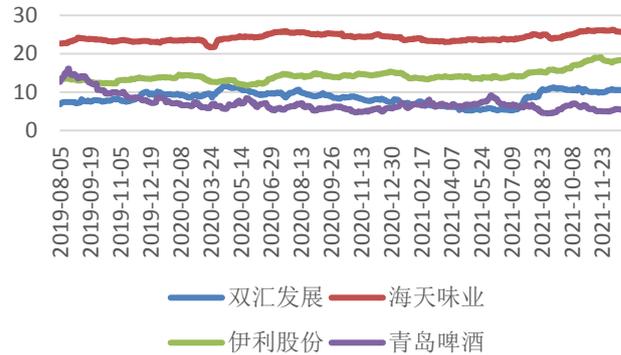
外资持股方面，2021年三季度，外资对白酒龙头公司的持仓比例较二季度同比提升，结束了对仓位下调，其中五粮液及汾酒向上修复较为明显，主要由于两公司均在行业地位及业绩上的表现有望持续提升。食品板块方面，2021年二季度至三季度，外资对具有必需属性的食品龙头公

司持仓波动较小，由于估值不断消化及四季度龙头公司开始陆续提价，主要龙头公司持仓市值提升明显。我们认为，外资更青睐流动性较高、需求确定性较强的标的，长期来看我们认为板块仍对外资有较强吸引力。

图 7: 重点白酒标的外资持股比例 (%)



图 8: 重点食品标的外资持股比例 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

1.3 基本面回顾

2021年食品饮料板块表现的较为低迷，我们认为主要由于在年初的较高估值下，板块遭遇了以下三个基本面困境。

1.3.1 消费需求不及预期

2021年社零数据表现持续低于市场预期，其中餐饮行业2021年1-10月累计收入37210.7亿元，刚刚恢复至2019年同期水平。我们认为这主要是由于我国居民人均可支配收入增速仍受疫情影响，未完全恢复。根据已经披露的2021年上半年收入来看，虽然全国及城镇居民可支配收入累计收入增速均同比上升12%以上，但中位数增速慢于整体增速，说明高净值人群的收入恢复更快速，而对中低端及必选消费具有较大影响的中产阶级人群收入仍在恢复中。因此，2021年，食品饮料行业中的高端、超高端产品需求较为旺盛，但大多数中低端产品销量持续不及预期。

图 9: 餐饮行业收入及增速



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

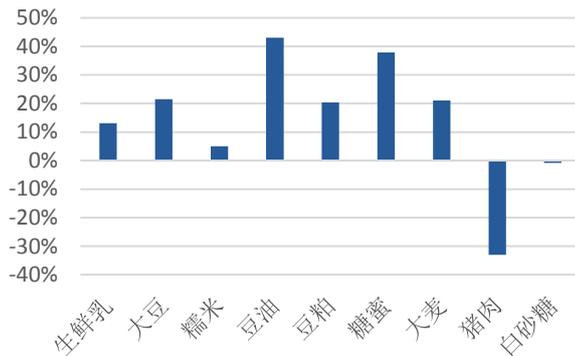
图 10: 全国城镇居民人均可支配收入增速 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

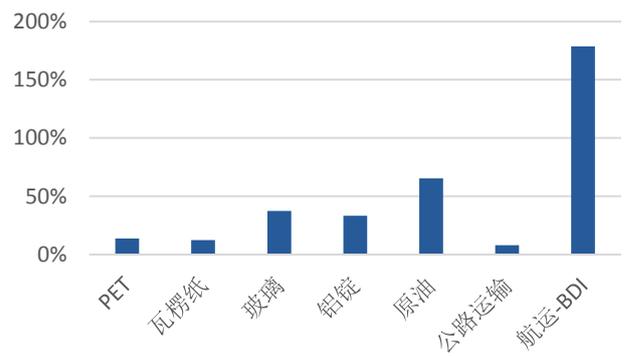
1.3.2 成本上涨

图 11: 2021 年食品饮料原辅料价格涨幅



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 12: 2021 年包材、运输价格涨幅

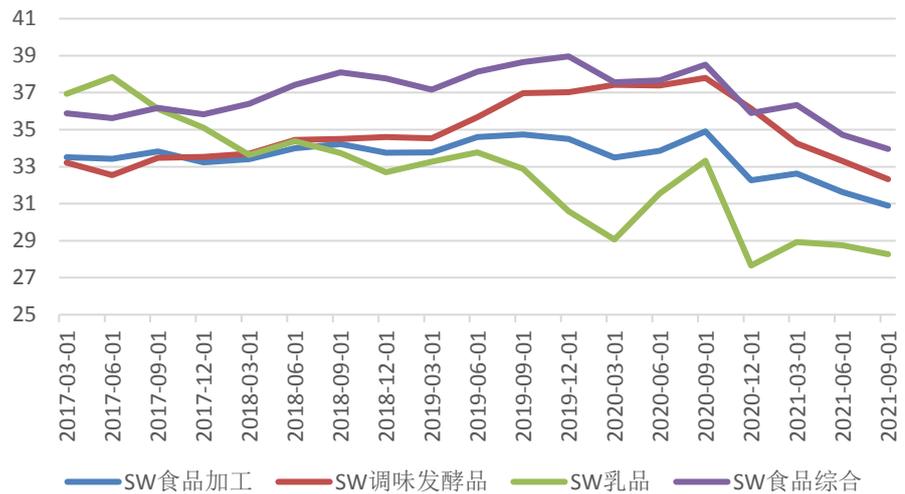


资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

因疫情影响不断发酵,全球大宗商品价格持续上涨,食品饮料行业的成本压力在2021年持续攀升,原辅料价格及包材、运输价格均出现了较大幅度上涨。原材料方面,2021年以来,调味品主要原材料大豆价格上涨21.5%,食品加工业主要原材料豆油价格上涨43.1%,酵母原材料蜜糖价格上涨37.9%,乳制品原材料生鲜乳价格上涨13.1%。包材、运输方面,瓦楞纸、玻璃、铝锭分别是纸箱、玻璃瓶及片罐的原材料,2021年内价格上涨幅度分别为12.4%、37.5%、33.2%;此外,由于会计准则调整,去年以来部分食品饮料上市公司将运费调整至成本项中,2021年以来,原油大幅上涨64%,航运价格更是上涨逾170%,导致各企业运费承压。上述原材料及包材、运输费价格的上涨直接导致大众品企业成本不断提

升，相对应的，调味品、乳制品、综合等板块的上市公司毛利率在2021年均处于下降通道中。

图 13: 部分食品加工行业毛利率持续承压 (%)



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

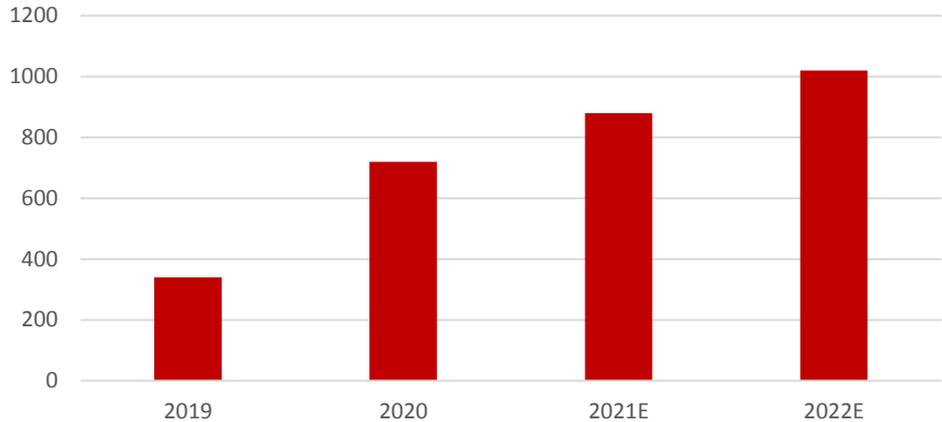
1.3.3 渠道变革

由于新冠疫情的爆发，社区团购爆发式成长。社区团购是真实居住社区内居民团体的一种互联网线上线下购物消费行为，是依托真实社区的一种区域化、小众化、本地化、网络化的团购形式。这种团购+社区相融合的渠道模式于2016年初具雏形，2020年迎来爆发式增长，主要由于新冠肺炎改变了人们的消费习惯，一方面，社区团购的高互动、高聚焦性及便捷性提高了消费者的购买动力及粘性，另一方面，快速发展的新兴平台议价能力较强，因可支配收入增速尚处于恢复期，消费者对价格较为敏感，因此产生了较强的引流效应。根据艾媒咨询，2020年国内社区团购市场交易规模约750亿元，同比增长121%，预计2021年将达到千亿元，增速39%。

由于社区团购的增长，2021年上半年商超渠道销售或一度下滑20%以上，社区团购的议价能力给厂商的产品价格体系造成了显著的影响，影响了经销商信心，也影响了企业的盈利能力。

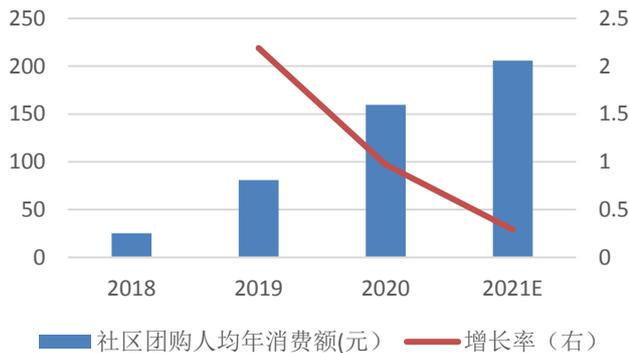
由于上述三个基本面的原因，2021年1-8月食品制造企业的收入增速为4.4%，利润总额增速仅为1%。

图 14: 社区团购规模预测 (亿元)



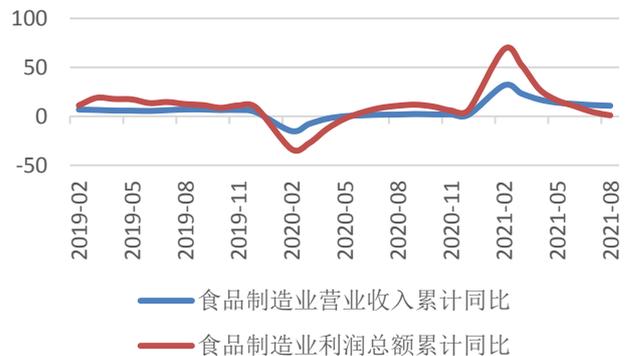
资料来源: 艾媒咨询, 国开证券研究与发展部

图 15: 社区团购人均年消费额及增速



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 16: 食品制造业营收、利润总额累计同比增速 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

2、行业发展环境及趋势

经历了需求及盈利能力的低谷, 我们判断2022年行业的发展环境将迎来改善, 预计需求将逐步提升, 消费升级将持续, 提价也将改善食品制造行业的盈利能力。

2.1 宏观环境将持续改善

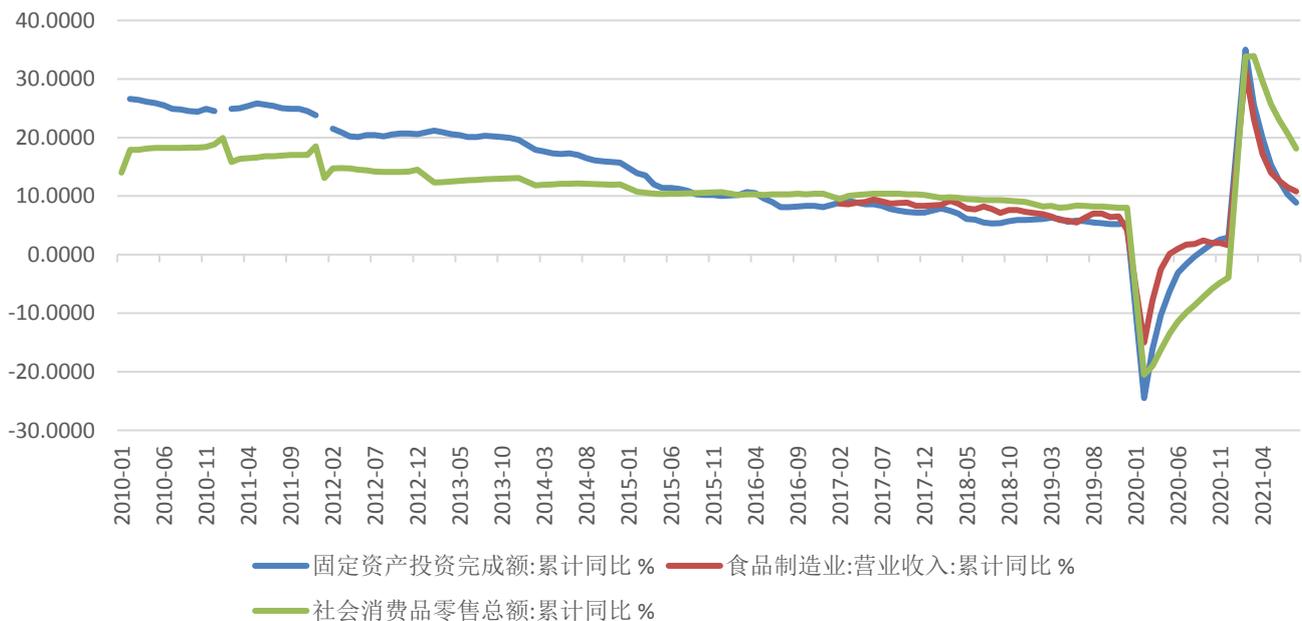
我们观察到, 食品饮料行业的营收增长与固定资产投资的增长率具有相

关性，根据数据显示，新冠疫情爆发以来，固定资产投资经历了增速突然下降（2020年2-4月）、投资额逐渐恢复（2020年5-12月）、低基数下高增长（2021年2-4月）、增速逐步回落（2021年5-12月）四个阶段，而社零同比增速及食品饮料行业营收增速变化基本与固定资产投资增速趋势保持一致。我们认为食品饮料行业业绩与固定资产投资额增速相关主要原因有二：一是固定资产投资将提升居民可支配收入的增长，从而带动对大众品的需求；二是固定资产投资增速的变动将影响商务宴请需求，从而使中高端消费的景气度波动。

展望2022年，2021年12月8-10日举行了中央经济工作会议，要求2022年经济工作要稳字当头、稳中求进，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。其中宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适度超前开展基础设施投资。此外，会议特别提出要实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。

根据此次会议内容，2022年政策将从供应链角度保证消费行业基础供应，降低企业成本，并以消费券、税收抵扣等方式促进消费。在收入结构上，将通过转移支付、建立保障体系等调整收入结构，以及刺激居民的消费意愿。

图 17：固定资产投资完成额、社零总额及食品制造业营收累计同比增速

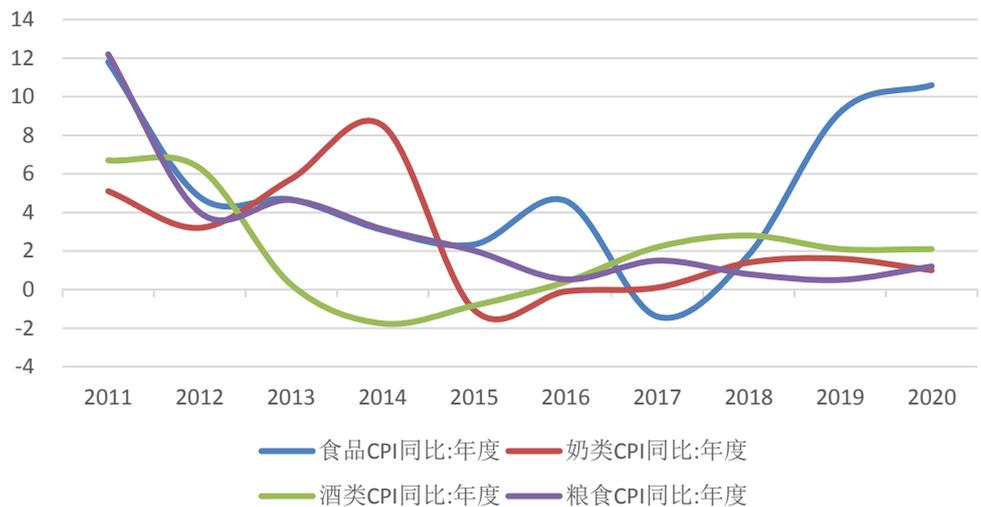


资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

综上，我们预计在财政政策和货币政策的协调联动下，中产阶级收入增速将向好，消费需求将持续改善，带动食品饮料行业景气度回升，业内公司的业绩增速有望得到改善。

2.2 消费升级仍在持续

图 18: 食品细分品类 CPI 同比变化



资料来源：公司年报，国开证券研究与发展部

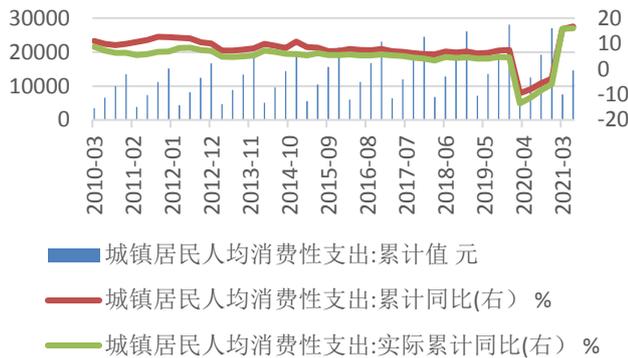
近5年，消费升级是食品饮料行业发展的重要动力，多数食品饮料龙头公司均在做大基础产品的同时，主动推出了中高端升级产品或产品结构被动提升，从而实现了核心业务吨价的稳步上涨。

我们认为，行业呈现的消费升级趋势主要有两方面原因。一方面，我国城镇居民人均可支配收入持续提升，由于实现了质的突破，我国人均消费支出增速高于收入增速。虽然2020年新冠疫情爆发，2021年一季度消费快速恢复，重新成为经济增长的第一拉动力。与此同时，我国居民在食品饮料方面的人均消费支出也持续稳健增长，近七年复合增速达6.5%。另一方面，我国城镇化率不断提升，根据国新办第七次全国人口普查数据，2020年居住在城镇的人口占比达63.89%，较10年前上升14.21个百分点。与此同时，流向城镇的流动人口比重及流向城镇化率较高地区的流动人口比重仍比较高。

展望未来，2022年，我们预计在中产阶级可支配收入增速有望改善的前

提下，高端、超高端产品高景气将持续，而中端产品需求会改善，因此我国消费结构仍会整体上移。中长期来看，随着疫情后经济的恢复及后续的持续发展、人口老龄化及财富的不断积累，我国消费者的消费能力将持续提升，叠加2025年城镇化率有望突破65%，我们认为消费升级仍是未来推动食品饮料发展的重要动力，且各品类高端、超高端产品有望迎来快速发展期。

图 19: 全国城镇居民人均可支配收入及增速



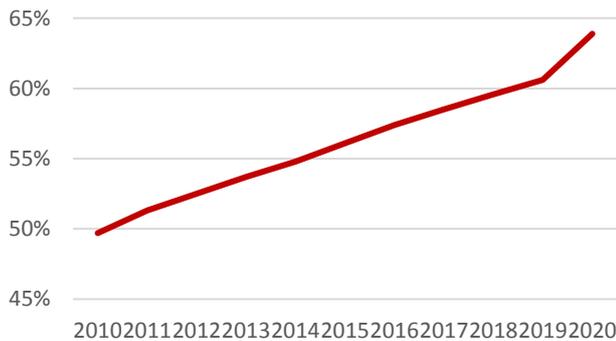
资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

图 20: 全国居民人均消费支出及增速



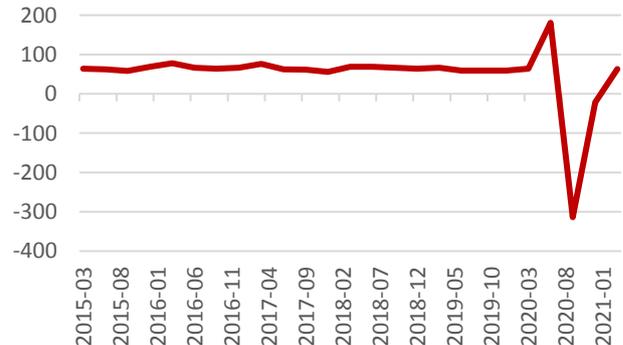
资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

图 21: 我国常住人口城镇化率



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

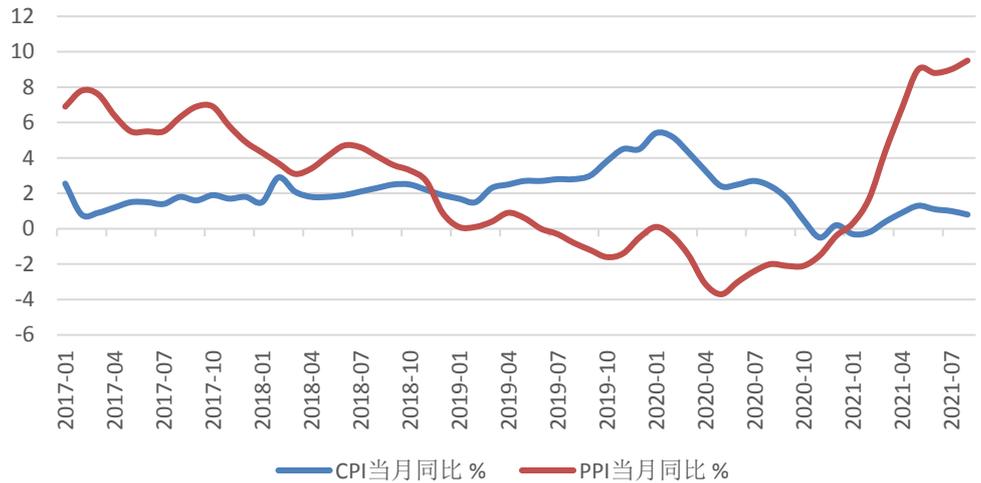
图 22: 消费对 GDP 贡献率 (%)



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

2.3 提价潮到来

图 23: PPI、CPI 变化



资料来源: 公司年报, 国开证券研究与发展部

2021年以来, PPI指数不断快速攀升, 但由于终端需求仍未恢复, 因此CPI增速显著低于PPI, 上游成本未有效向终端消费传导, PPI-CPI剪刀差不断扩大。

2021年年初, 啤酒及乳业龙头率先提价, 四季度以来, 食品企业龙头开始密集提价, 其中调味品、速冻板块龙头公司提价落地, 食品企业的成本压力正式开始向下传导。食品龙头企业选择四季度密集提价, 我们认为有以下两点考虑: 一是社区团购已经从野蛮生长逐步步入有序发展期, 此时提价有利于政策落地; 二是通过前期的促销、控货, 库存水平较年初明显下降。我们认为, 提价的落地代表着行业最差时点已经过去。通过复盘, 食品企业的提价通常需要2-3个月传导至终端, 因此多数食品饮料企业的提价效果或在2022年下半年集中体现在报表端。此外, 考虑到疫情扰动及消费需求仍未恢复, 企业传导能力有可能分化, 建议关注景气度较高、消费者价格敏感度较低的子行业或具有较强定价权的龙头公司。

表 1: 2021 年 4 季度部分食品公司提价梳理

子行业	公司	时间	提价情况
调味品	海天味业	10 月	对部分产品的出厂价格调整幅度为 3%~7%
	天味食品	10 月	对 2 款产品进行了提价
	恒顺醋业	11 月	对部分产品进行价格调整, 调整幅度 5%-15%不等

	加加食品	11月	对酱油、蚝油、料酒、鸡精和醋系列产品的出厂价格上调幅度为 3%-7%
	涪陵榨菜	11月	对部分产品出厂价格进行调整，各品类上调幅度为 3%-19%不等
	仲景食品	11月	部分产品的出厂价进行了上调
	中炬高新	11月	对部分产品的出厂价格进行上调
	李锦记	12月	主要产品出厂价格调整幅度 6%-10%不等
速冻食品	立高食品	11月	部分酱料产品及冷冻烘焙产品进行 5%左右的提价
	安井食品	11月	对部分主力产品的促销政策进行缩减或对经销价进行上调 3%-10%
	海欣食品	11月	对部分主力产品的促销政策进行缩减或对经销价进行上调 3%-10%
	三全食品	12月	对部分主力产品的促销政策进行缩减或对经销价进行上调 3%-10%
	千味央厨	12月	对部分速冻米面制品的产品促销政策进行缩减或经销价上调 2%-10%
啤酒	百威亚太	12月	对部分城市和部分品牌进行提价，提价幅度 3%-10%
其他	洽洽食品	10月	对葵花子及南瓜子、小而香西瓜子产品进行出厂价格上调 8%-18%
	味知香	10月	门店部分产品提价，产品价格上涨幅度低于原材料价格上涨幅度

资料来源：公司公告，国开证券研究与发展部

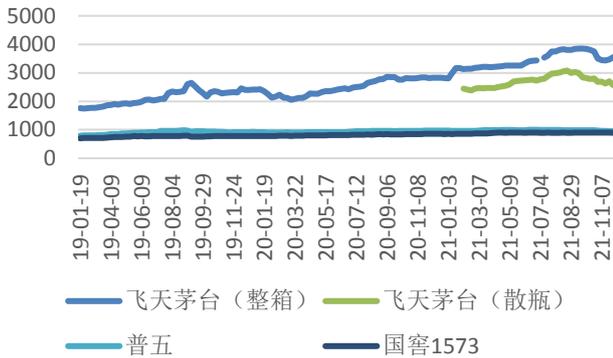
3、重点板块

3.1 白酒：结构升级、强者更强

3.1.1 结构升级持续

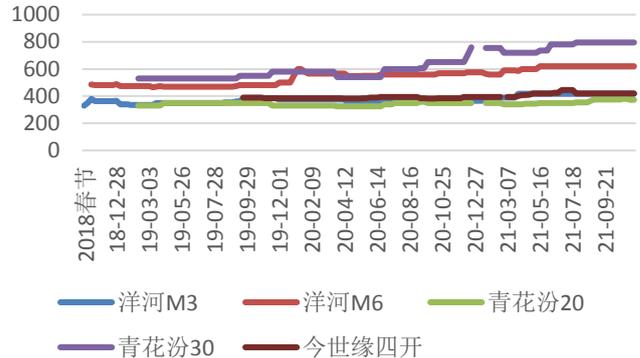
本轮行业复苏以来，三大高端白酒飞天茅台（整箱）、普五及国窖1573的批价、终端价格不断提升，2021年，上述白酒一批价格延续上涨态势，分别提升了26%、1%、6%，茅台供不应求持续，国窖及普五动销均保持良好状态，库存处于历史低位，销量或实现超20%增长。高端白酒价格的上涨打开了次高端白酒价格的天花板，洋河在2020年成功去库存后，2021年升级版M6、M3均顺利实现良性动销；青花汾酒次高端产品高举高打策略实施效果良好，青花30复兴版一批价格已稳定在800元/瓶以上；今世缘、古井等地域性白酒的次高端产品亦有良好表现，价格稳定增长的同时，今年下半年销量明显改善，产品结构进一步提升。

图 24: 高端白酒一批价格 (元/瓶)



资料来源: 微酒、酒说, 国开证券研究与发展部

图 25: 部分次高端白酒一批价格 (元/瓶)

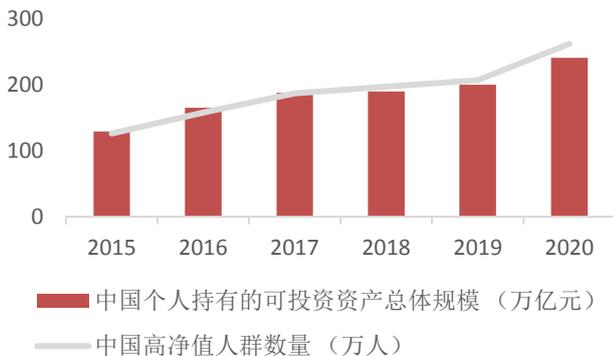


资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

我们认为, 白酒消费向高端、次高端升级, 主要由于消费者数量的稳步增长及消费者结构的持续改善。消费者数量方面, 在疫情下, 中国高净值人群 (指可投资资产超过1千万人民币的个人) 数量2020年已提升至262万人, 同比增长27.18%, 可投资资产也随之持续增长, 高收入人群壮大, 且消费能力并未下降, 高端白酒需求因此维持良性。消费者结构方面, 八项规定后, 高端白酒的政务消费占比已下降至5%, 相对的, 个人消费者不断崛起, 我们认为在我国共同富裕的发展战略下, 高端白酒个人消费者的比例有望持续提升, 需求将更加稳定、可持续。

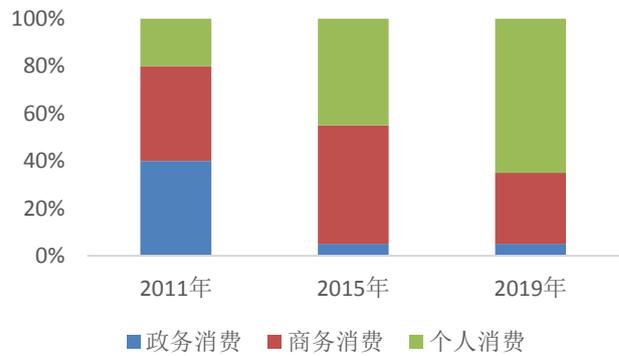
后续, 我们认为高端白酒的超高端化、次高端白酒的全国化及地域性白酒的产品升级将持续推动行业结构不断提升。

图 26: 中国高净值人群数量及可投资处规模



资料来源: 微酒、酒说, 国开证券研究与发展部

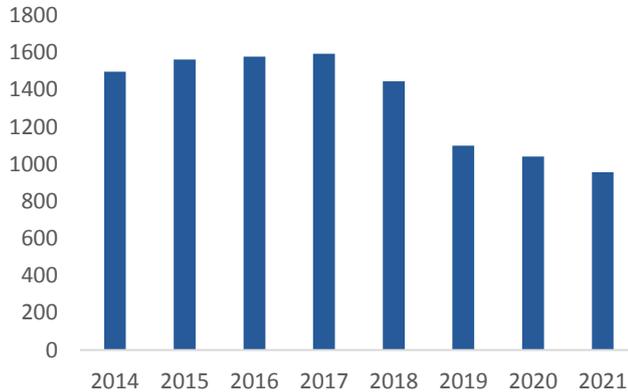
图 27: 高端酒消费者结构



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

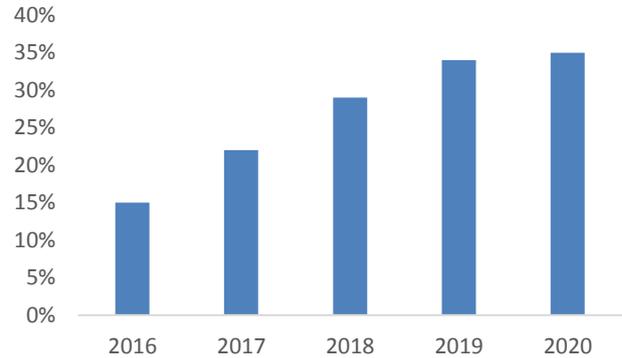
3.1.2 集中度持续提升

图 28: 规模以上白酒企业数量 (家)



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 29: 白酒行业营收 CR5 变化



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

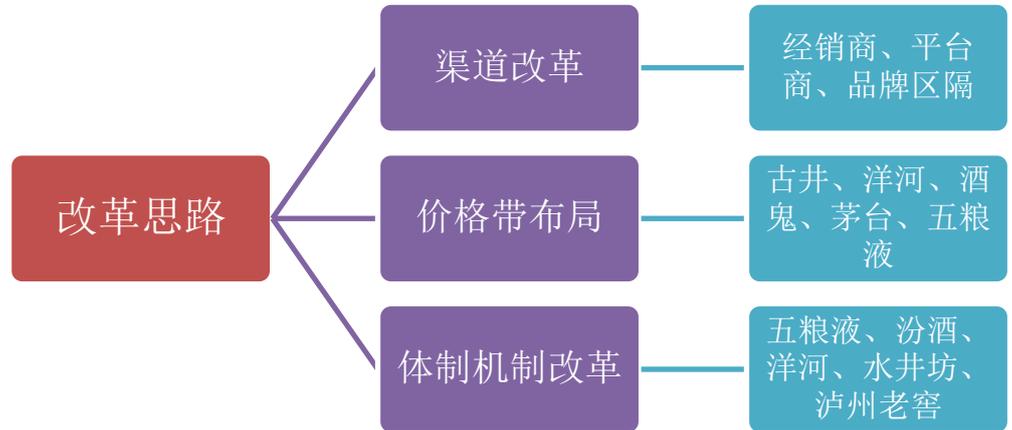
自2017年以来,白酒行业虽然营收、净利润均逐年提升,但并非所有企业都享受到了高景气度的红利。2021年,规模以上白酒企业数量为957家,较2017年下降了近600家,降幅达37.3%,而白酒行业前五大公司的营收占比则由2017年的22%提升到了2021年的超35%。

我们认为白酒集中度提升的根本原因是消费者对消费体验的要求不断攀升。对口感及消费内容的要求使消费者不断提升对具有高产品品质、悠久文化积淀产品的粘性,对性价比的要求向厂商提出更高的经营管理要求,这些都将使消费者向名优品牌聚焦。消费者对新奇口感的追求也促进了香型多元化发展,但我们认为这与集中度提升并不矛盾,以酱酒为例,从2018年开始的“酱香热”2021年开始回归冷静,退出市场的中小酒厂数量快速增加,但茅台、郎酒、习酒、国台等优秀的中高端酱酒品牌仍保持超过行业平均水平的销售增速,也就是说,在热潮褪去后,子品类会经历快速的集中度提升过程。

我们认为,未来全国化高端、次高端白酒公司和地域性龙头公司将继续依靠品牌及产品实力收割市场份额,行业集中度将持续提升。

2.1.3 改革加速落地

图 30: 酒企主要改革路径



资料来源：公司年报，国开证券研究与发展部

本轮行业复苏以来，头部名优酒企在多个方面进行了全面深入地改革，渠道改革、价格带布局及体制机制改革是最主要的三个途径。渠道改革方面，部分公司对经销商职能及数量进行了较大幅度改革，五粮液、老窖成立了平台商，此外老窖和酒鬼对不同品牌渠道区隔管理，效果都较为明显。价位方面，古井抓住省内消费升级契机不断巩固省内龙头地位，洋河以升级产品、调整价位为改革抓手，逐渐走出困境，茅台、五粮液则开始布局超高端。体制机制方面，股权激励将促进企业与员工共同成长，从而长期改善经营业绩及内部活力，2015年至今酒企涉及到员工持股或股权激励的有6家共7次，以五粮液、山西汾酒为代表的国有酒企在激励方案落地后均获得了超越行业的增长。

我们认为，白酒公司的改革仍会向着精细化、复合化、高效化进一步深化，提升酒企对动销的敏感度、战略的执行力、产品矩阵的差异化经营能力以及与消费者的互动，从而不断推动业绩的增长。

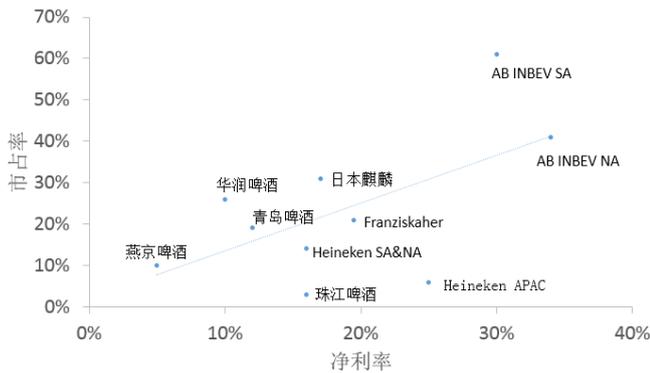
3.2 啤酒：高端化加速、关注弹性释放

3.2.1 跑马圈地时代结束，高端化进程加速

近年来，我国啤酒行业集中度快速提升，2020年，行业前五大厂商的销售市占率已达92%，集中度在全球已达较高水平，啤酒企业跑马圈地的

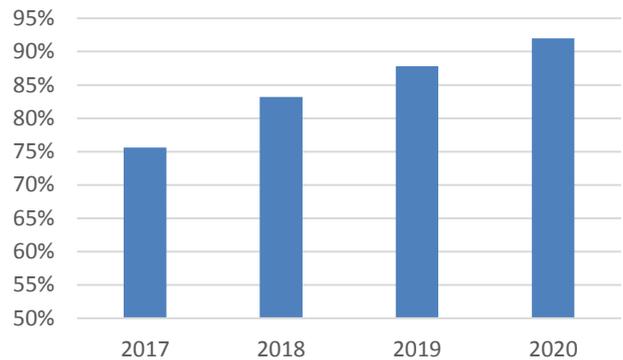
时代已经宣告结束，市场竞争格局趋于稳定，正式进入寡头竞争时代。经历集中度提升后，成熟市场的龙头企业经历了盈利能力提升阶段，而我国啤酒市场刚刚进入寡头竞争时代，与其他成熟市场著名啤酒品牌相比，我国啤酒龙头公司在其相应的市占率下，净利润水平仍然较低。

图 31: 部分国内、国际知名啤酒品牌市占率及净利润



资料来源: 公司公告, 国开证券研究与发展部

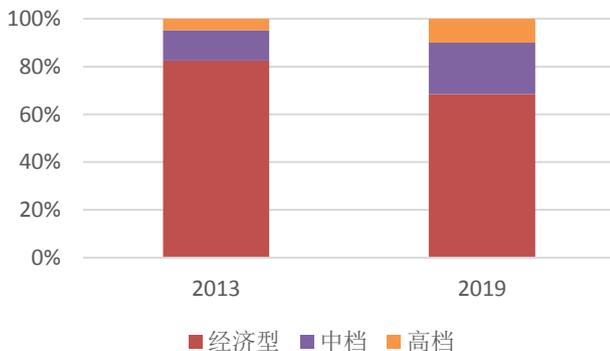
图 32: 我国啤酒行业销售额 CR5 变化



资料来源: 中国酒业协会, 国开证券研究与发展部

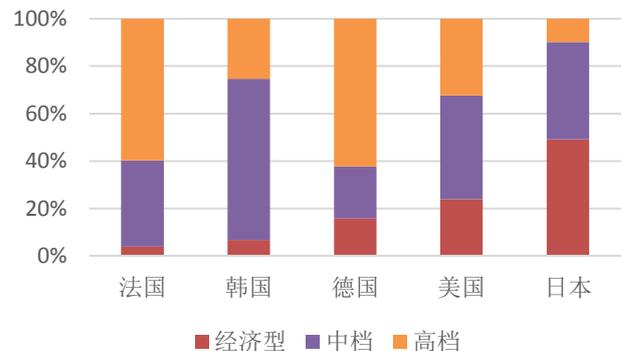
从产品角度来看, 当前我国啤酒消费结构仍呈现金字塔形。2019年, 我国6元/550ML及以下的低端市场占据超过68%的市场份额, 为当前主流价位段, 6-10元/550ML的中端市场约占21%, 10元/550ML则占10%。与2013年相比, 中高端产品消费量提升了约14个百分点, 市场显著扩容, 但是与其他发达国家相比, 中高端市场占比仍然较低, 其中日本低端啤酒消费占比不足50%, 法国、韩国、德国则不足20%。

图 33: 中国啤酒消费结构变化



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 34: 部分发达国家啤酒消费结构



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

表 2: 中国啤酒产品结构

		经济啤酒	中档啤酒	高端啤酒
价 位 段	目前	6元/550ML 及以下（当前主流价位段）	6-10元/550ML	10元以上/550ML
	未来升级趋势	6-8元/550ML	8-12元/550ML	12元/550ML 以上
酒 企	华润雪花	勇闯天涯、清爽、冰酷	雪花纯生、Super X、马尔斯绿	黑啤、喜力、脸谱、黑狮白啤、匠心营造
	青岛啤酒	崂山、淡爽欢动	奥古特、全麦白啤	青岛纯生、青岛黑啤、经典1903、皮尔森全麦、鸿运当头
	百威英博	哈尔滨、雪津	百威啤酒	科罗娜、福佳、时代啤酒、乐飞啤酒
	燕京啤酒	鲜啤、精品、燕京无醇系列、特色系列	燕京黑啤、纯生、燕京U8、漓泉1998	原酿白啤
	嘉士伯、重庆啤酒	山城	嘉士伯、乐堡、怡乐仙地、重庆国宾系列	重庆纯生、克伦堡1644

资料来源：公司年报、官网，国开证券研究与发展部

由此，我们判断，未来3-5年，行业的整体产品结构有望持续上移，中档啤酒或逐步取代低端啤酒成为主流市场，且未来3-5年价格有望提升至8-12元/550ML。目前，头部酒企正在重点战略性培育8-10元/550ML市场，费用投放倾斜明显，销量增速有望快速体现，预计将成为未来3年主要利润增长动能。短期来看，喜力和乌苏两大高端单品在疫情下销量逆势快速增长，百威和青啤也已在高端布局，近期调研来看，高端产品销量同比加速；中长期来看，随着消费升级、罐化率提升等趋势推动，行业吨价上行空间仍足，中高端产品放量将有效对冲成本提升的压力，核心公司盈利能力大概率持续提升。

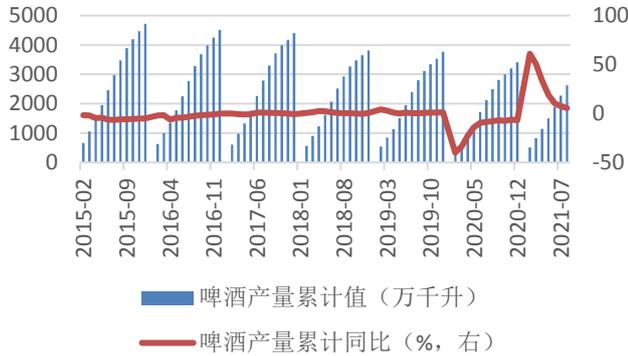
3.2.2 提价+成本回落或释放业绩弹性

随着大宗商品价格的上涨、贸易摩擦的发生，2020年以来啤酒企业主要原材料大麦价格及主要包材玻璃、铝的价格均呈现上涨态势。2021年，啤酒行业销量因受疫情及天气影响小幅下降，但消费者对价格的敏感度明显降低，因此，包括华润、青岛啤酒等龙头酒厂计划于2021年四季度、2022年一季度的销售淡季对主要产品进行提价，叠加近两年来大部分酒企在淡季的小幅高频提价动作，我们预计啤酒龙头公司的提价效应有望在2022年上半年开始体现在报表端。

此外，当下啤酒企业的成本压力均较大，低价储备原料库存逐渐消化，预计成本压力依然将延续至2022年年中，但2022年下半年，通胀回落或有望带动原材料价格回落，成本回落预期时点值得关注，届时啤酒公司

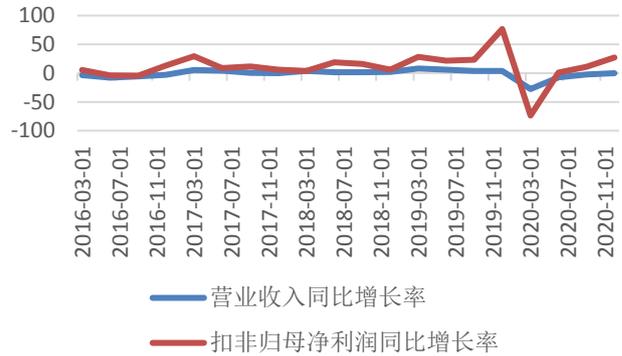
的利润或将快速释放。

图 35: 啤酒产量及增速



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 36: 啤酒板块收入、净利润增速 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

4、投资建议

我们认为2021年10月以来食品龙头公司的陆续提价预示着最差时点已过, 2022年行业将迎来改善。估值方面, 板块整体估值已经调整至近5年来中枢水平。因此, 我们判断明年部分基本面恢复较好的子板块有望迎来戴维斯双击。

我们认为2022年食品饮料行业可围绕以下两条主线寻找布局机会:

第一条主线是: 继续紧扣消费升级主旋律, 寻找向中高端进击的标的。白酒、啤酒需求韧性较足, 且具有社交属性, 消费升级趋势确定性较高。我们建议关注稳健成长的高端白酒、快速扩容的次高端白酒及高端化进程进入加速期的啤酒龙头。

第二条主线: 关注价格传导情况, 提前布局将迎来反转的标的。提价落地后可对冲成本压力, 同时提升渠道利润率与积极性, 最差时点过去后, 提价潮将持续, 但是需跟踪提价落地情况。建议关注调味品、啤酒、速冻行业、休闲食品等子板块的业绩反转机会。

根据目前的行业景气程度, 我们主要分析了白酒及啤酒两子板块。

白酒方面, 我们认为结构升级、集中度提升仍然是行业发展的主要动力, 强者更强的结构性繁荣仍将持续, 叠加全方位改革持续深化, 我们认为名优酒企综合实力将不断增强。建议关注产品、渠道改革持续的高端白酒茅台、五粮液、泸州老窖, 具有业绩弹性的次高端白酒汾酒、酒鬼,

有望低基数释放弹性的地域性白酒古井贡、迎驾贡酒。

啤酒方面，行业已经进入寡头竞争时代，产品结构升级进入加速期，高端单品在疫情下销量逆势快速增长，叠加2021年末、2022年初的淡季提价及2022年下半年有望出现的原材料价格同比下降，我们预计龙头公司业绩有望明年加速释放。建议关注具有高端基因、战略不断明晰的本土啤酒龙头公司青岛啤酒。

表 3: 重点公司估值情况

公司简称	收盘价 (元)	EPS 一致预期 (元/股)		PE (倍)	
		2021E	2022E	2021E	2022E
	2021/12/24				
贵州茅台	2,194.09	41.90	47.03	52.36	46.65
五粮液	241.94	6.29	7.25	38.46	33.37
泸州老窖	261.20	5.05	6.31	51.72	41.39
山西汾酒	307.45	5.87	8.03	52.38	38.29
酒鬼酒	228.47	2.95	4.30	77.54	53.17
古井贡酒	262.51	4.50	5.68	58.32	46.22
迎驾贡酒	75.64	1.68	2.08	44.99	36.28
青岛啤酒	105.09	2.05	2.52	51.35	41.67

注：茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒2021-2022年EPS、PE系作者预测值，其它公司EPS、PE系Wind一致预期。

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

5、风险提示

国内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧导致行业盈利能力下降；消费税征收政策变动导致行业税率上升；相关行业政策出现重大调整影响公司业绩；因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期；国内外二级市场风险；国内外宏观经济形势急剧恶化。

分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究与发展部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层