

食品饮料

2022 年 06 月 19 日

茅台释放积极信号，调味品逐渐回暖

——行业周报

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

叶松霖（分析师）

逢晓娟（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

yesonglin@kysec.cn

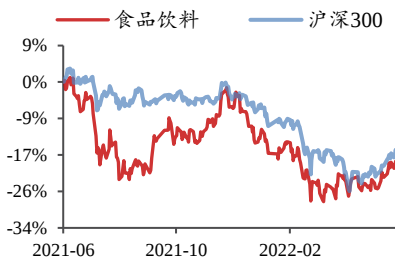
pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060001

证书编号：S0790521060002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业周报-需求渐回暖，复苏在途中》-2022.6.12

《行业周报-白酒端午表现平稳，关注大众品复苏》-2022.6.5

《行业周报-白酒乐观展望，期待消费复苏》-2022.5.29

● 茅台股东会积极表态，调味品趋势向好

6月13日-6月17日，食品饮料指数涨幅为2.7%，一级子行业排名第9，跑赢沪深300约1.0pct。子行业中肉制品（7.2%）、预加工食品（5.4%）、其他酒类（4.9%）表现相对领先。本周贵州茅台召开股东大会，释放积极信号。供给端白酒行业向优势产区、优势企业集中，头部企业正在形成新的格局；需求端新消费正在形成，年轻群体消费习惯向时尚化和消费分化发展，新消费正在升级。在此背景下，贵州茅台提出确保全年15%增长目标实现，同时实现高质量发展。一方面保证制度和流程的高效，另一方面协调好股东、供应商、经销商、管理层等各个群体间关系，实现共同发展。贵州茅台优势持续强化，仍是我们首推标的。同时我们观察到淡季白酒行业重新开始控量挺价动作，酒企回款进度较往年基本持平，经销商库存虽环比提升，但仍在合理区间，酒企均在有序复苏。

随着疫情得到有效控制，餐饮逐渐回暖，渠道信心增强，调味品行业处于恢复阶段。我们观测到行业发生三个层面的变化：一是短期经营在逐月改善。一方面需求逐渐好转，另一方面物流通畅供给基本恢复正常。二是费用投放结构发生变化。为了提升渠道拿货积极性，多数厂家采取短期激励方式，如加大季度返点或奖励力度；为了促进终端消费，厂家也加大促销或采取组合装方式，短期市场费用投入力度加大。同时缩减广告等长期费用投入，以实现总体费用率平衡。三是渠道结构发生变化，在行业受到外部压力时，大商实力雄厚，忠诚度高，抵御外部风险力度较强，企业对于大商的重视度与依赖度提升。二季度受益于同期低基数以及当前渠道拿货意愿提升，预计单季度业绩大概率加速增长。

● 推荐组合：贵州茅台、五粮液、山西汾酒、海天味业、涪陵榨菜

（1）贵州茅台当前回款进度过半，终端需求平稳，库存低位。近期批价回升，也体现出白酒需求逐步恢复。电商平台正式上线，渠道改革更进一步。公司在量价方面都有从容腾挪空间，未来量价齐升逻辑顺畅。（2）五粮液按即定节奏回款，节日动销平稳，通过数字化营销与渠道精细化管理，估计2022年大概率完成双位数增长。（3）山西汾酒近期玻汾投放增加，保证Q2业绩稳定增长，终端动销较为顺畅，全年业绩仍有超预期可能。（4）海天味业受疫情影响动销压力增大。近期加快回款与出货速度，争取在消费复苏时期抢到更多市场。考虑到同期低基数，预计二季度可加速增长，建议底部布局并长期持有。（5）涪陵榨菜：二季度需求受益于疫情，全年利润率提升是最大亮点，主要来源：一是年底提价效果应在全年显现；二是成本下降较为明确；三是费用率相应收缩。业绩释放具有波段性行情，预计二季度及三季度报表利润可能较高增长。

● 风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

目 录

1、每周观点：茅台股东会积极表态，调味品趋势向好.....	3
2、市场表现：食品饮料跑赢大盘	3
3、上游数据：多数农产品价格上行	4
4、酒业数据新闻：习酒 2022 上半年销售额突破百亿	6
5、备忘录：关注 6 月 24 日嘉必优股东大会	7
6、风险提示	8

图表目录

图 1： 食品饮料涨幅为 2.7%，排名 9/28.....	3
图 2： 肉制品、预加工食品、其他酒类表现更好	3
图 3： 华统股份、燕京啤酒、金枫酒业等涨幅领先	4
图 4： 黑芝麻、金种子酒、ST 通葡等跌幅居前.....	4
图 5： 2022 年 6 月 7 日全脂奶粉中标价同比+2.4%.....	4
图 6： 2022 年 6 月 8 日生鲜乳价格同比-3.0%.....	4
图 7： 2022 年 6 月 10 日猪肉价格同比-8.7%.....	5
图 8： 2022 年 4 月生猪存栏数量同比-0.2%.....	5
图 9： 2022 年 4 月能繁母猪数量同比-4.3%.....	5
图 10： 2021 年 12 月 29 日白条鸡价格同比+1.7%.....	5
图 11： 2022 年 4 月进口大麦价格同比+23.1%.....	5
图 12： 2022 年 4 月进口大麦数量同比-30.4%.....	5
图 13： 2022 年 6 月 1 日大豆现货价同比+13.7%.....	6
图 14： 2022 年 6 月 8 日豆粕平均价同比+20.3%.....	6
图 15： 2022 年 6 月 17 日柳糖价格同比+7.1%.....	6
图 16： 2022 年 6 月 10 日白砂糖零售价同比+1.5%.....	6
表 1： 最近重大事件备忘录：关注 6 月 24 日嘉必优股东大会	7
表 2： 关注 6 月 12 日发布的行业周报	7
表 3： 重点公司盈利预测及估值	8

1、每周观点：茅台股东会积极表态，调味品趋势向好

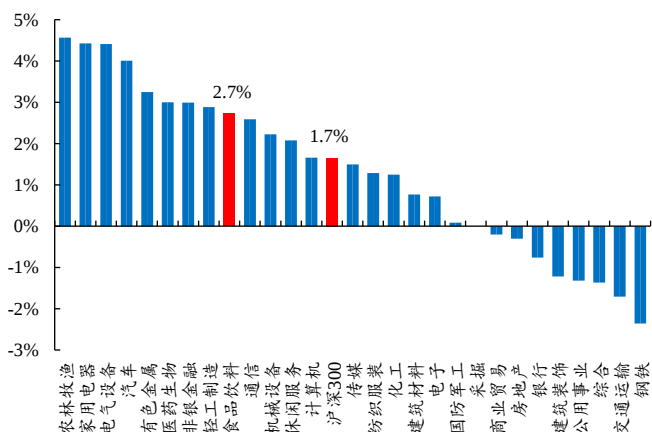
6月13日-6月17日，食品饮料指数涨幅为2.7%，一级子行业排名第9，跑赢沪深300约1.0pct。子行业中肉制品(7.2%)、预加工食品(5.4%)、其他酒类(4.9%)表现相对领先。本周贵州茅台召开股东大会，释放积极信号。供给端白酒行业向优势产区、优势企业集中，头部企业正在形成新的格局；需求端新消费正在形成，年轻群体消费习惯向时尚化和消费分化发展，新消费正在升级。在此背景下，贵州茅台提出确保全年15%增长目标实现，同时实现高质量发展。一方面保证制度和流程的高效，另一方面协调好股东、供应商、经销商、管理层等各个群体间关系，实现共同发展。贵州茅台优势持续强化，仍是我们首推标的。同时我们观察到淡季白酒行业重新开始控量挺价动作，酒企回款进度较往年基本持平，经销商库存虽环比提升，但仍在合理区间，酒企均在有序复苏。

随着疫情得到有效控制，餐饮逐渐回暖，渠道信心增强，调味品行业处于恢复阶段。我们观测到行业发生三个层面的变化：一是短期经营在逐月改善。一方面需求逐渐好转，另一方面物流通畅供给基本恢复正常。二是费用投放结构发生变化。为了提升渠道拿货积极性，多数厂家采取短期激励方式，如加大季度返点或奖励力度；为了促进终端消费，厂家也加大促销或采取组合装方式，短期市场费用投入力度加大。同时缩减广告等长期费用投入，以实现总体费用率平衡。三是渠道结构发生变化，在行业受到外部压力时，大商实力雄厚，忠诚度高，抵御外部风险力度较强，企业对于大商的重视度与依赖度提升。二季度受益于同期低基数以及当前渠道拿货意愿提升，预计单季度业绩大概率加速增长。

2、市场表现：食品饮料跑赢大盘

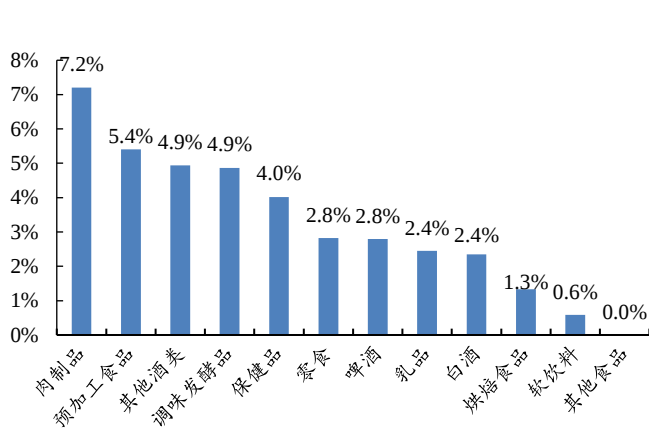
6月13日-6月17日，食品饮料指数涨幅为2.7%，一级子行业排名第9，跑赢沪深300约1.0pct。子行业中肉制品(7.2%)、预加工食品(5.4%)、其他酒类(4.9%)表现相对领先。个股方面，华统股份、燕京啤酒、金枫酒业等涨幅领先。黑芝麻、金种子酒、ST通葡等跌幅居前。

图1：食品饮料涨幅为2.7%，排名9/28



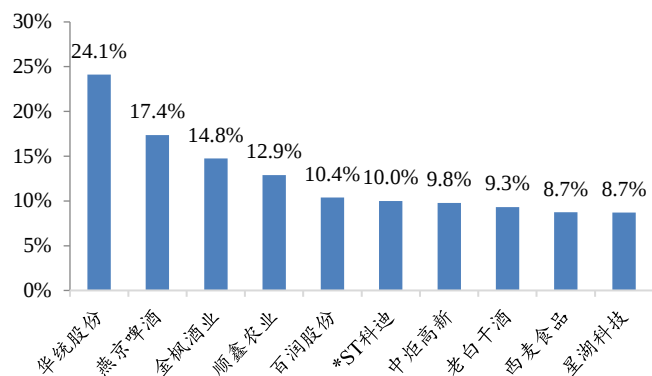
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：肉制品、预加工食品、其他酒类表现更好



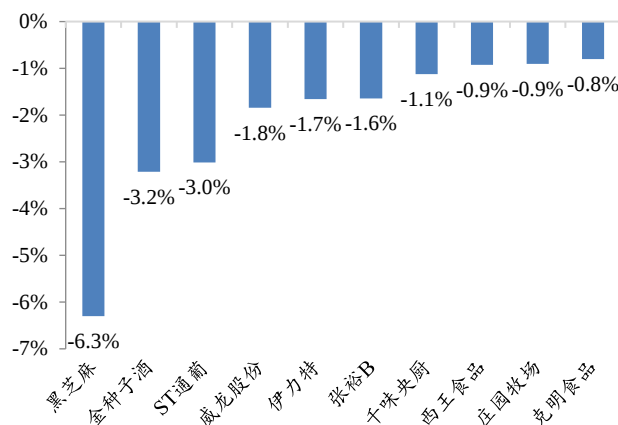
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：华统股份、燕京啤酒、金枫酒业等涨幅领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：黑芝麻、金种子酒、ST通葡等跌幅居前

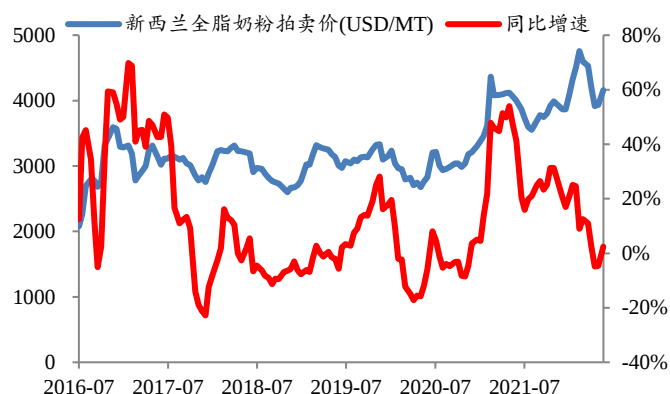


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、上游数据：多数农产品价格上行

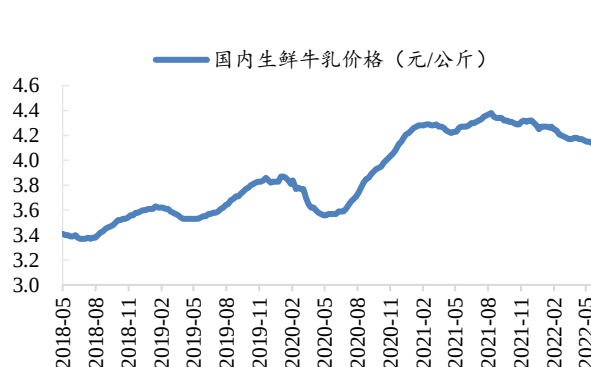
6月7日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 4158 美元/吨，环比+5.7%，同比+2.4%，奶价同比上升。6月8日，国内生鲜乳价格 4.1 元/公斤，环比 0.0%，同比-3.0%。中短期看国内奶价已在高位略有回落。

图5：2022 年 6 月 7 日全脂奶粉中标价同比+2.4%



数据来源：GDT、开源证券研究所

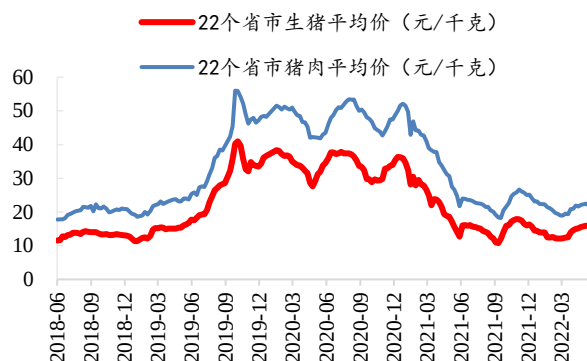
图6：2022 年 6 月 8 日生鲜乳价格同比-3.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

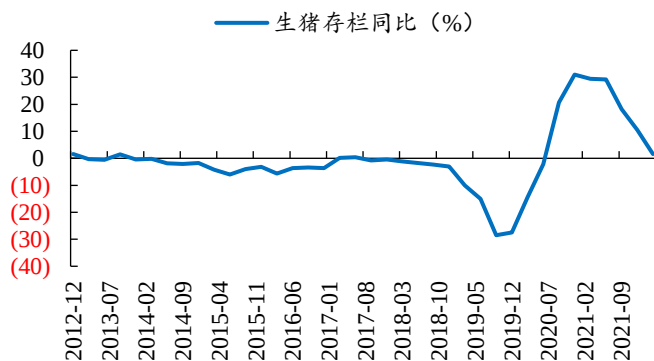
6月10日，生猪价格 15.9 元/公斤，同比-0.9%，环比+0.1%；猪肉价格 22.0 元/公斤，同比-8.7%，环比-2.2%；2022 年 4 月，能繁母猪存栏 4177.3 万头，同比-4.3%，环比-0.2%；2022 年 4 月生猪存栏同比-0.2%，当前看猪价下行趋势持续，预计拐点可能在年中出现。2021 年 12 月 29 日，白条鸡价格 22.1 元/公斤，同比+1.7%，环比+0.3%。

图7：2022年6月10日猪肉价格同比-8.7%



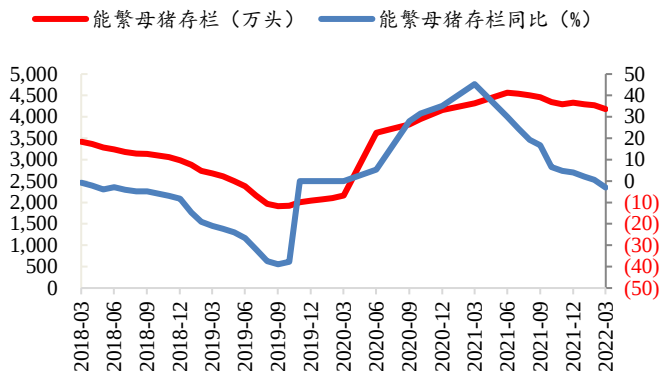
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2022年4月生猪存栏数量同比-0.2%



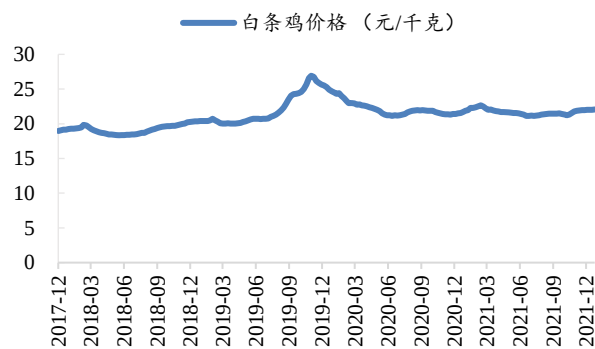
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2022年4月能繁母猪数量同比-4.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

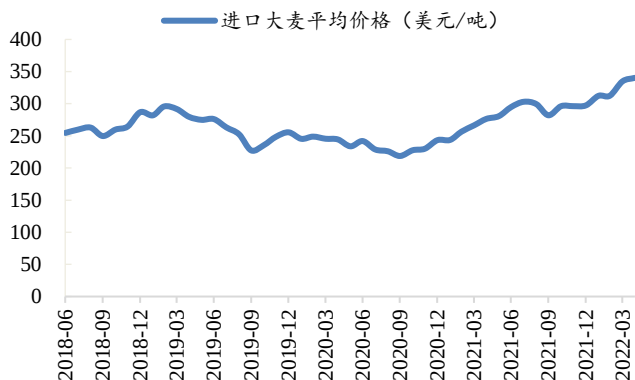
图10：2021年12月29日白条鸡价格同比+1.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

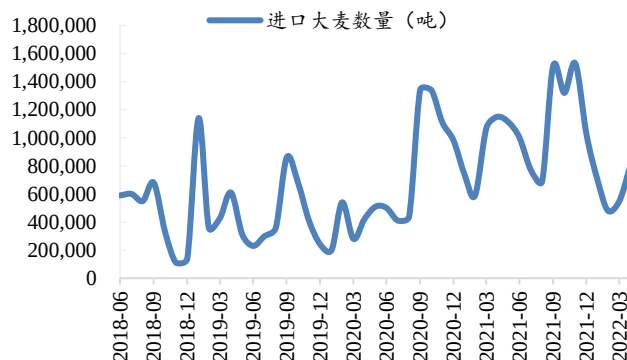
2022年4月，进口大麦价格340.2美元/吨，同比+23.1%。进口数量80万吨，同比-30.4%。受到乌俄战争以及中国对澳洲大麦增加关税影响，后续进口大麦价格可能出现波动。

图11：2022年4月进口大麦价格同比+23.1%



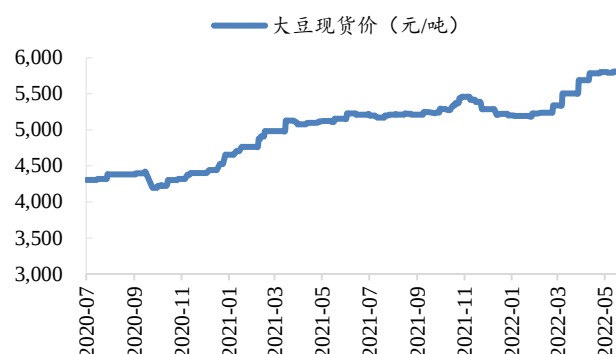
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2022年4月进口大麦数量同比-30.4%

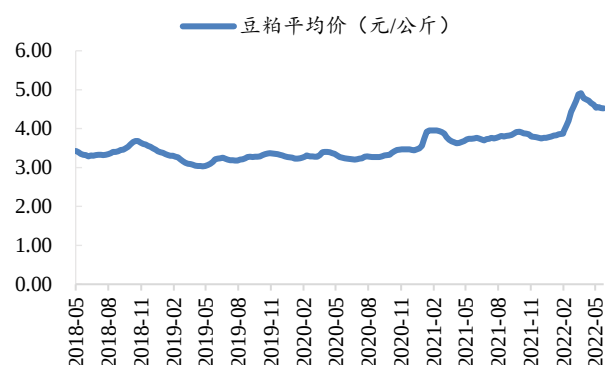


数据来源：Wind、开源证券研究所

6月1日，大豆现货价5808.4元/吨，同比+13.7%。6月8日，豆粕平均价格4.5元/公斤，同比+20.3%。预计2022年大豆价格可能走高。

图13：2022年6月1日大豆现货价同比+13.7%


数据来源：Wind、开源证券研究所

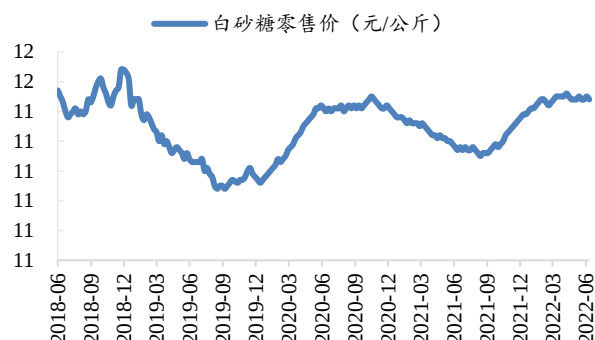
图14：2022年6月8日豆粕平均价同比+20.3%


数据来源：Wind、开源证券研究所

6月17日，柳糖价格6000元/吨，同比+7.1%；6月10日，白砂糖零售价格11.4元/公斤，同比+1.5%。长期看全球白糖进入增长期间，白糖价格可能在高位偏弱运行。

图15：2022年6月17日柳糖价格同比+7.1%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2022年6月10日白砂糖零售价同比+1.5%


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻：习酒 2022 上半年销售额突破百亿

6月17日，由中国酒业协会主办、泸州老窖承办的第十一届中国白酒T8峰会在泸州举办，本次峰会以“存敬畏 稳发展 扬文化”为主题，茅台、五粮液、洋河、泸州老窖、汾酒、古井贡酒、郎酒、牛栏山八大品牌企业领导齐聚峰会。2021年8家峰会企业营业收入占全国白酒营收45.89%，利润占比58.18%。2022年白酒行业集中度进一步升高，T8峰会成员一季度白酒营业收入占全国白酒营收51.74%，利润占比提升至76.71%（来源于微酒）。

2022年凯度BrandZ™最具价值全球品牌排行榜线上发布。茅台以1033.80亿美元的品牌价值位列第14位，在上榜的14个中国品牌中位列第三，仅次于腾讯和阿里巴巴，在全球酒类子榜单中蝉联冠军（来源于糖酒快讯）。

5、备忘录：关注 6 月 24 日嘉必优股东大会

下周（6 月 20 日-6 月 26 日）将有 6 家公司召开股东大会。

表1：最近重大事件备忘录：关注 6 月 24 日嘉必优股东大会

日期	公司名称	股东大会	限售解禁
6 月 20 日	品渥食品	上海市普陀区（14:30）	
6 月 20 日	星湖科技	广东省肇庆市（14:00）	
6 月 20 日	西麦食品		12624.38 万股
6 月 20 日	光明乳业		7440.98 万股
6 月 24 日	千味央厨	河南省郑州市（14:30）	
6 月 24 日	嘉必优	湖北省鄂州市（14:00）	
6 月 24 日	克明食品	湖南省长沙市（15:00）	
6 月 24 日	欢乐家	广东省湛江市（14:50）	

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注 6 月 12 日发布的行业周报

报告类型	报告名称	时间
公司报告	海天味业：业绩短期承压，长期发展稳健	4 月 29 日
公司报告	洋河股份：开门红如期而至，改革潜力释放	4 月 29 日
公司报告	五粮液：平稳开局，改善可期	4 月 29 日
公司报告	甘源食品：股权激励顺利落地，底部有望加速成长	4 月 29 日
公司报告	李子园：疫情扰动，短期业绩承压，全国化战略持续推进	4 月 29 日
公司报告	新乳业：业绩超预期，内生、外延并举下未来可期	4 月 30 日
公司报告	青岛啤酒：吨价持续提升，结构依然向好	4 月 30 日
公司报告	煌上煌：疫情反复扰动，静待经营反转	4 月 30 日
公司报告	味知香：业绩稳步增长，B 端、C 端双管齐下发展可期	4 月 30 日
公司报告	重庆啤酒：业绩略超预期，乌苏势头依然良好	4 月 30 日
行业周报	一季报业绩现分化，二季度板块正筑底	5 月 4 日
行业报告	行业投资策略：行业逐渐筑底，关注修复机会	5 月 7 日
行业周报	大众品短期现分化，白酒仍向头部集中	5 月 8 日
公司报告	金龙鱼：一季度成本承压，央厨有望贡献增量	5 月 8 日
公司报告	嘉必优：一季度短期承压，期待新国标订单落地	5 月 8 日
行业周报	白酒量价再平衡，乳制品环比应改善	5 月 15 日
行业报告	4 月电商数据分析：疫情影响，线上销售下滑	5 月 18 日
行业周报	4 月社零数据新低，白酒开启端午回款	5 月 22 日
行业周报	白酒乐观展望，期待消费复苏	5 月 29 日
行业周报	白酒端午表现平稳，关注大众品复苏	6 月 5 日
行业周报	需求渐回暖，复苏在途中	6 月 12 日

资料来源：Wind、开源证券研究所

表3：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
贵州茅台	买入	1951.0	49.38	57.86	66.9	39.5	33.7	29.2
五粮液	买入	181.2	6.02	6.89	8.13	30.1	26.3	22.3
洋河股份	增持	169.7	5.18	6.76	8.3	32.8	25.1	20.4
山西汾酒	买入	287.9	6.51	8.79	11.51	44.2	32.8	25.0
口子窖	增持	56.7	3.22	3.65	4.25	17.6	15.5	13.3
古井贡酒	增持	228.4	4.69	5.63	6.81	48.7	40.6	33.5
金徽酒	增持	33.8	0.9	1.18	1.52	37.5	28.6	22.2
水井坊	增持	86.3	2.9	3.63	4.5	29.8	23.8	19.2
伊利股份	买入	38.3	1.65	1.93	2.24	23.2	19.8	17.1
新乳业	增持	12.1	0.49	0.65	0.81	24.7	18.6	14.9
双汇发展	增持	29.9	1.8	2.03	2.24	16.6	14.7	13.3
中炬高新	增持	31.1	0.93	1.05	1.24	33.4	29.6	25.1
涪陵榨菜	买入	33.8	1.1	1.31	1.58	30.7	25.8	21.4
海天味业	买入	83.4	1.77	2.12	2.5	47.1	39.4	33.4
恒顺醋业	买入	12.1	0.12	0.15	0.19	100.4	80.3	63.4
西麦食品	增持	14.6	0.55	0.63	0.72	26.5	23.1	20.2
桃李面包	买入	15.7	0.9	1.01	1.15	17.4	15.5	13.7
嘉必优	买入	32.5	1.10	1.47	2.45	29.5	22.1	13.2
绝味食品	买入	48.8	1.7	2.16	2.55	28.7	22.6	19.1
煌上煌	增持	11.5	0.36	0.42	0.48	32.0	27.4	24.0
广州酒家	增持	22.6	1.12	1.32	1.52	20.2	17.1	14.9
甘源食品	增持	56.6	2.04	2.91	3.73	27.8	19.5	15.2

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2022 年 6 月 17 日）

6、风险提示

宏观经济下行风险、食品安全风险、原料价格波动风险、消费需求复苏低于预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn