

## 风雨兼程，未来可期

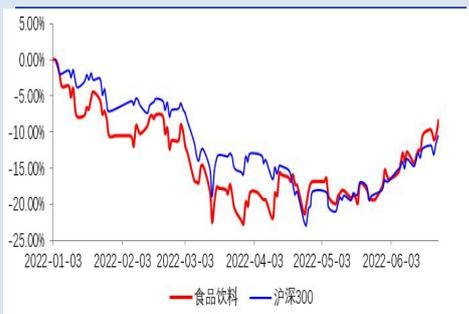
### ——食品饮料行业 2022 年中期策略报告

## 华龙证券研究所

### 投资评级

行业评级：推荐（维持）

### 行业走势图



### 研究员

研究员：王芳

执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzqgs.com

### 相关报告

《深耕大消费，尽享花盛开——大消费行业研究报告》 2022年1月6日

请认真阅读文后免责条款

### 摘要（核心观点）：

- **行情回顾：2022 年上半年（1 月 1 日-6 月 26 日），申万食品饮料指数跑赢沪深 300。**在申万 31 个行业板块中，排名第 14 位，申万食品饮料指数 PE (TTM) 由 45X 回调至 40X，高估值压力进一步释放。食品饮料板块机构持仓比例为 13.43%，环比下降 4.91%。
- **白酒：白酒行业延续“量跌价升”的结构性景气发展趋势。**2022Q1 白酒上市公司表现较好，3-5 月疫情对白酒的负面影响有限。一季度 19 家白酒上市公司营业收入 1136.87 亿元，同比增长 19.42%，扣非后归母净利润 445.81 亿元，同比增长 25.74%。2021 年，全国白酒产量 715.60 万千升，同比下滑 3.39%。
- **乳品：乳品作为必选消费品，受疫情影响较小。**一季度 18 家乳品上市公司营业收入 436.03 亿元，同比增长 12.30%，扣非后归母净利润 30.55 亿元，同比增长 20.65%。乳品行业毛利率下滑，控本降费是乳企共识。2021 年，我国牛奶产量 3683 万吨，同比增长 7.06%。2021Q4 以来原奶价格小幅回落，乳企成本端压力有所缓解。
- **啤酒：啤酒总产量下降，产品结构升级高端化是啤酒行业增长的主要驱动因素。**2021 年以来，啤酒行业运输、原材料等成本增加，行业面临增长压力，龙头企业在产业链具有强势地位，通过签订长期订单等方式锁定价格，进一步凸显龙头企业优势地位。伴随夏季旺季来临，疫情得以有效控制，预计线下消费场景得以修复，即饮部分场景如餐饮、夜场等复苏有望带来啤酒板块业绩弹性。
- **调味品：调味品营业收入和净利润正增长，增速有所放缓。**2022Q1，调味品上市公司营业收入 221.01 亿元，同比增长 10.05%，环比增速下降 11.32%。上半年调味品板块受消费疲软、原材料价格上涨、社区团购恶性竞争等因素影响，行业整体承压。作为必选消费品，调味品具备刚性需求属性，下半年，若疫情影响因素减弱，消费复苏，原材料价格涨幅趋缓，调味品板块有望迎来边际改善。
- **投资建议：**上半年疫情对食品饮料各子板块均造成不同程度的短期扰动，悲观情绪在股价方面已得到充分反映。下半年，随着稳增长，促销费政策的持续发力，我们认为消费需求复苏可期。结合当前公司成长性和估值水平，我们重点推荐全国化扩张进展顺利的山西汾酒；积极布局加速控制上游牧场，成本端优势明显，竞争力强的乳品龙头伊利股份；产品结构升级顺利，在中高端市场具备竞争优势的青岛啤酒、重庆啤酒；渠道方面加速转型、在行业内具有定价权的龙头海天味业。
- **风险提示：**原材料成本上行风险；疫情多点复发风险；消费复苏不及预期风险；食品安全风险等。

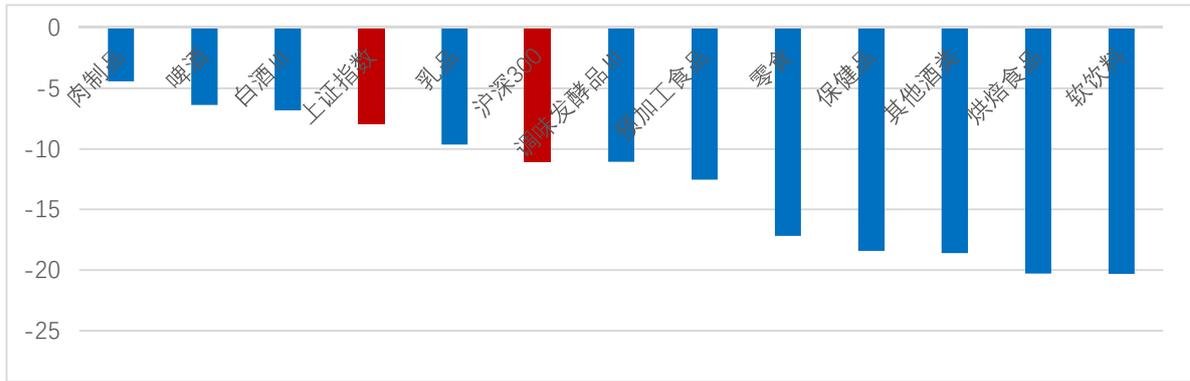
# 目 录

<b>1. 行情回顾</b>	<b>3</b>
1.1 食品饮料指数：跑赢沪深 300 指数	3
1.2 食品饮料估值：高估值压力进一步释放	4
1.3 机构持仓水平：机构持仓比例下调至 13.43%	5
<b>2. 投资主线</b>	<b>6</b>
2.1 白酒：短期疫情扰动影响有限，长期行业景气度延续	6
2.1.1 行业基本面：一季度如期开门红，二季度受疫情短期扰动	6
2.1.2 供需情况：需求端消费升级，供给端分化加剧	11
2.1.3 投资策略：布局高端确定性和次高端业绩高增长	12
2.2 乳品：乳品消费持续刚性增长	13
2.2.1 行业基本面：报表端表现稳健，降本控费是乳企共识	13
2.2.2 供需情况：原奶价格涨幅趋缓，消费者需求持续攀升	15
2.2.3 投资策略：龙头地位稳固，竞争力占优	17
2.3 啤酒：疫后旺季来临，消费复苏可期	18
2.3.1 行业基本面：营收净利润稳步增长，增速有所回落	18
2.3.2 供需情况：产品结构升级高端化趋势延续，成本端压力仍存	20
2.3.3 投资策略：优选产品结构升级顺利的龙头企业	22
2.4 调味品：短期成本端消费端双重承压，中长期向好趋势不变	22
2.4.1 行业基本面：营业收入净利润正增长，增速放缓	22
2.4.2 供需情况：下半年需求端有望边际改善	24
2.4.3 投资策略：关注需求修复边际好转的行业龙头	25
<b>3. 重点推荐个股</b>	<b>25</b>
3.1 山西汾酒	25
3.2 伊利股份	26
3.3 青岛啤酒	27
3.4 重庆啤酒	28
3.5 海天味业	29
<b>4. 风险提示</b>	<b>30</b>



17.18%) 跑输沪深 300 指数, 相差-6.13%, 保健品 (-18.41%) 跑输沪深 300 指数, 相差-7.37%, 其他酒类 (-18.59%) 跑输沪深 300 指数, 相差-7.55%, 烘焙 (-20.28%) 跑输沪深 300 指数, 相差-9.24%, 软饮料 (-20.32%) 跑输沪深 300 指数, 相差-9.27%。

图表 3: 食品饮料子板块指数涨跌幅 (1 月 1 日-6 月 26 日)

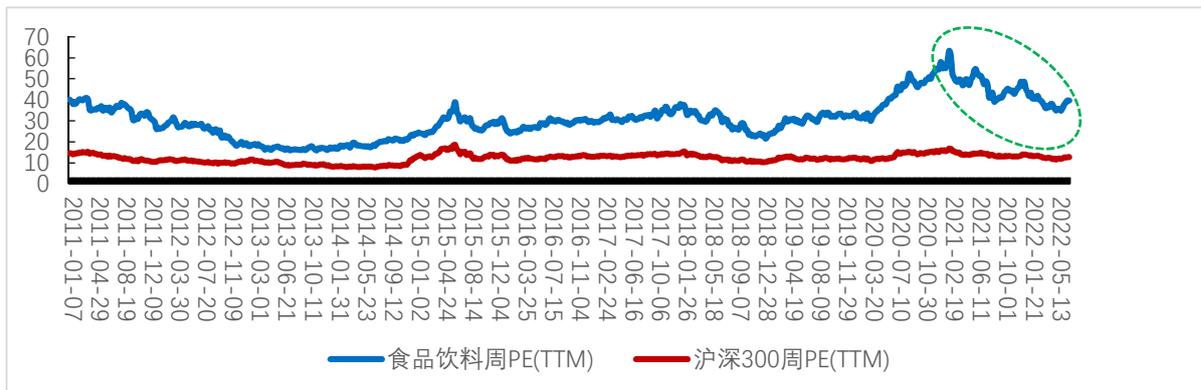


数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

## 1.2 食品饮料估值: 高估值压力进一步释放

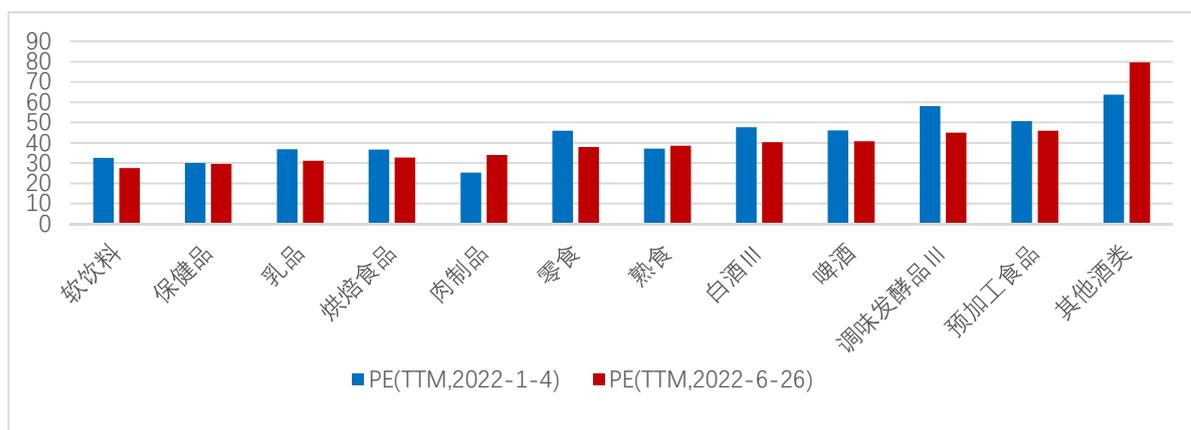
年初至今(1 月 1 日-6 月 26 日), 申万食品饮料指数 PE(TTM) 由 45X 回调至 40X, 高估值压力进一步释放。板块回调主要因素包括今年以来, 疫情散点爆发导致国内需求疲软, 外加俄乌战争推高国际大宗商品价格, 食品饮料行业生产所需的上游原材料价格均有所上涨或处于高位状态。

图表 4: 食品饮料板块估值回调



数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

图表 5：食品饮料各子板块年初 PE 与当前 PE 对比（整体法）

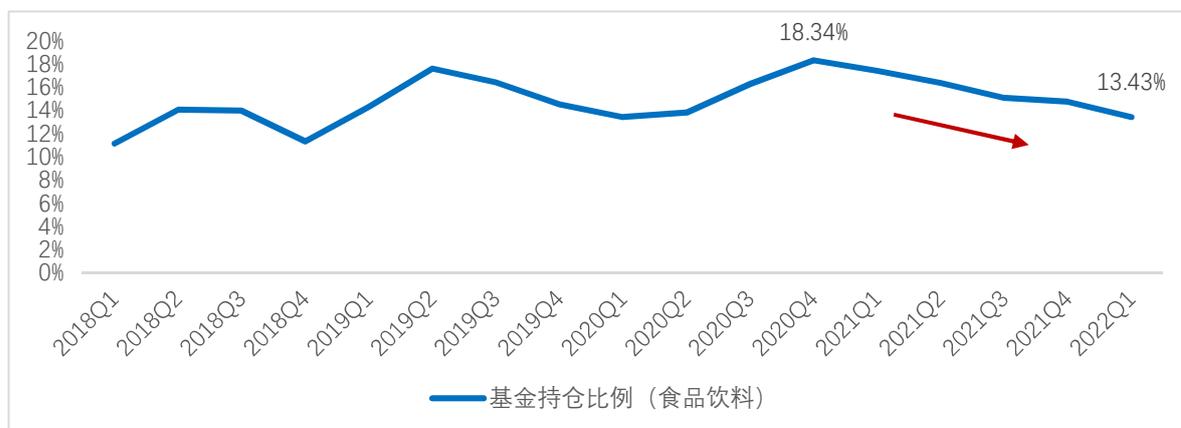


数据来源：iFinD，华龙证券研究所

### 1.3 机构持仓水平：机构持仓比例下调至 13.43%

从机构重仓的比例来看，2020Q4 食品饮料板块机构持仓比例达到最大值 18.34%，2022Q1 持仓比例下调至 13.43%，环比下降 4.89%。

图表 6：食品饮料板块基金持仓比例下降

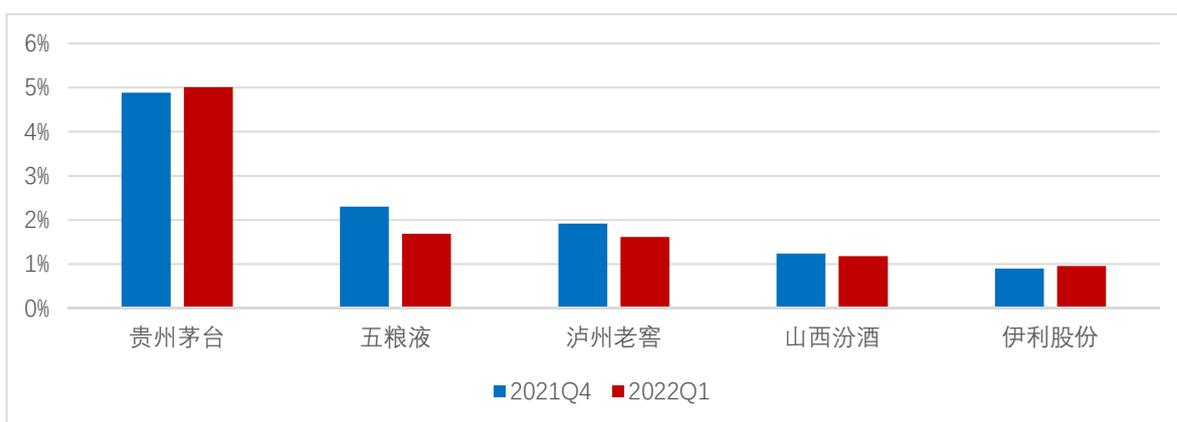


数据来源：iFinD，华龙证券研究所

(注：基金持仓比例以基金持股总市值口径计算所得，包含 A 股和 H 股所有基金重仓股票。)

2022Q1，按照持股总市值排序，机构重仓的食品饮料个股排名前五分别为贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒和伊利股份，其中，贵州茅台、伊利股份基金重仓比例环比上升 0.13%、0.06%；五粮液、泸州老窖、山西汾酒持仓比例环比小幅下降，比例分别为 -0.62%、-0.30%、-0.06%。

图表 7：机构重仓个股持股比例变化



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

## 2. 投资主线

### 2.1 白酒：短期疫情扰动影响有限，长期行业景气度延续

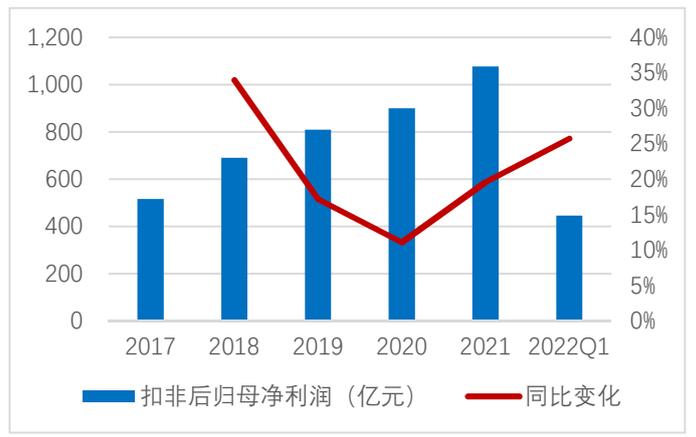
#### 2.1.1 行业基本面：一季度如期开门红，二季度受疫情短期扰动

**2022Q1 白酒行业上市公司表现较好，3-5 月疫情的负面影响有限。**一季度 19 家白酒上市公司营业收入 1136.87 亿元，同比增长 19.42%，扣非后归母净利润 445.81 亿元，同比增长 25.74%，一季度迎来开门红。3-5 月深圳、上海、北京等一线城市相继经历一波疫情复发，5 月底情况好转，北京上海社会面新增病例连日下降迎来转折点，短期来看，封城提及管控等措施导致部分地区白酒消费场景缺失，动销存在一定压力，但由于二季度销售收入占比相对较低，加之 5 月底逐渐开始复工复产消费复苏。下半年伴随着国家稳增长，促销费政策的不断发力，我们预计，疫情的短期扰动对白酒企业 2022 年全年报表端的影响程度有限。

图表 8：白酒上市公司营业收入及同比变化



图表 9：白酒上市公司扣非后归母净利润及同比变化



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

表格 1：营业收入同比增长率 (%)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2021 全年	
高端	贵州茅台	11.74	11.61	9.86	13.89	18.43	11.88
	五粮液	20.19	18.02	10.61	11.19	13.25	15.51
	泸州老窖	40.85	5.67	20.89	29.26	26.15	23.96
次高端	舍得酒业	154.21	119.34	64.84	44.89	83.25	83.80
	酒鬼酒	190.36	96.82	128.66	10.81	86.04	86.97
	山西汾酒	77.03	73.23	47.88	-24.79	43.62	42.75
	水井坊	70.17	691.49	38.93	14.05	14.10	54.10
区域龙头	古井贡酒	25.86	28.56	21.37	42.51	27.71	28.93
	今世缘	35.35	27.32	15.76	15.81	24.70	25.12
	洋河股份	13.51	20.74	16.66	55.80	23.82	20.14
	迎驾贡酒	48.90	57.07	27.00	14.27	37.23	32.58
	口子窖	50.90	35.05	24.02	5.72	11.80	25.37
地产酒	金徽酒	48.43	25.60	10.65	-34.74	38.79	3.34
	伊力特	255.33	-24.07	19.00	-26.47	14.67	7.53
	天佑德酒	86.91	32.34	32.05	1.61	11.49	38.00
	顺鑫农业	-0.70	-7.26	-16.54	5.38	-28.78	-4.14
	老白干酒	-0.26	21.77	11.34	14.27	20.36	11.93
	皇台酒业	41.62	-56.95	-24.40	15.12	183.15	-10.42
	金种子酒	52.11	15.85	3.18	8.05	17.05	16.70

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

**表格 2: 扣非后归母净利润同比增长率 (%)**

		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2021 全年
高端	贵州茅台	6.19	12.21	13.17	16.09	23.43	11.84
	五粮液	20.58	21.71	11.61	11.65	16.35	16.67
	泸州老窖	25.93	34.89	30.83	36.69	32.75	31.61
次高端	舍得酒业	788.44	277.79	64.23	-3.51	72.45	120.89
	酒鬼酒	181.32	167.43	131.63	2.51	94.84	101.50
	山西汾酒	77.53	272.22	53.84	-34.00	70.03	72.81
	水井坊	106.25	83.80	58.09	-14.77	-12.19	67.51
区域龙头	古井贡酒	26.13	44.13	14.24	4.64	35.92	23.31
	今世缘	38.03	22.17	28.72	29.45	24.02	30.50
	洋河股份	19.01	27.50	22.95	2860.17	28.53	30.44
	迎驾贡酒	55.73	162.16	96.69	-4.99	50.41	45.81
	口子窖	68.77	10.33	20.21	-5.48	17.46	19.45
地产酒	金徽酒	95.31	30.37	-1.41	-47.84	41.86	-2.58
	伊力特	938.70	-43.98	4.41	-63.08	-16.17	-7.83
	天佑德酒	2417.63	85.41	120.06	61.55	52.70	137.77
	顺鑫农业	2.89	-47.45	6.47	-1691.84	-72.00	-75.65
	老白干酒	-20.61	31.08	2.50	133.20	41.20	27.27
	皇台酒业	20.30	-200.88	-32901.24	-124.36	131.39	-460.06
	金种子酒	-67.58	-74.65	2.77	-735.68	60.46	-72.14

数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

**2021 年度, 全国白酒产量 715.60 万千升, 同比下滑 3.39%, 当前白酒行业整体延续“量跌价升”的结构性景气发展态势。**复盘近二十年来我国白酒行业的发展, 2003-2012 年, 伴随着我国 GDP 的高速增长, 商务消费、政务消费带动下, 白酒迎来十年黄金发展期。2012 年底, 国家相继出台“八项规定”、“六项禁令”等一系列“三公禁令”, 政商消费场景受限, 白酒企业调整策略, 推出中低价位大众消费品, 使白酒产量维持稳定增长, 行业进入深度调整期。2017 年底, 高端白酒茅台、五粮液提价, 价格带上移为次高端白酒预留出提价空间, 行业内纷纷跟随提价, 白酒行业开始“量跌价升”复苏回暖。当前, 健康饮酒理念深入人心, 大家更愿意“少喝酒、

喝好酒”，消费观念的转变推动消费需求向高端化发展，白酒行业进入消费升级的中高端结构性繁荣期。

图表 10：2016 年以来白酒产量逐年降低（万千升）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

**2022Q1 高端白酒基本稳健，次高端和区域龙头弹性较大。**一  
 季度 19 家白酒上市公司业绩增速分化，分价格带来看，营业收入  
 增速次高端 (50.35%) > 区域龙头 (25.00%) > 高端 (16.94%) >  
 地产酒 (-5.83%)；扣非后净利润增速次高端 (67.05%) > 区域龙  
 头 (29.79%) > 高端 (21.81%) > 地产酒 (9.23%)。高端白酒茅/  
 五/泸拥有强大的品牌护城河，表现出较强的抗风险性，延续稳健  
 增长；次高端受益于全国化进程的加速推进和产品逐渐高端化布局，  
 表现最为亮眼，酒鬼酒和舍得酒业收入增速均超过 80%，酒鬼酒扣  
 非后净利润增速达到 94.84%；受安徽省、江苏省经济增速较快，疫  
 情防控较好，宴席聚餐等部分场景恢复，区域龙头酒保持较高速的  
 增长；地产酒体量较小，竞争优势不明显，表现相对较弱。

白酒行业毛利率同比小幅提升，盈利能力增强。近年来，白酒消费升级，产品结构优化，高端次高端价格带上移，整体带动白酒行业毛利率提升，盈利能力增强。2021 年白酒上市公司整体毛利率为 78.90%，2022Q1 毛利率为 80.29%，同比上升 2.97%。一季度高端/次高端/区域龙头/地产酒毛利率分别为 86.07% /76.96%/76.71%/45.17%，同比变动 1.59%/1.54%/1.45%/16.87 %，各价格带白酒上市公司毛利率均有一定幅度的上行，其中地产酒基数低，同比变动幅度最大。

表格 3：分价格带白酒毛利率（%）

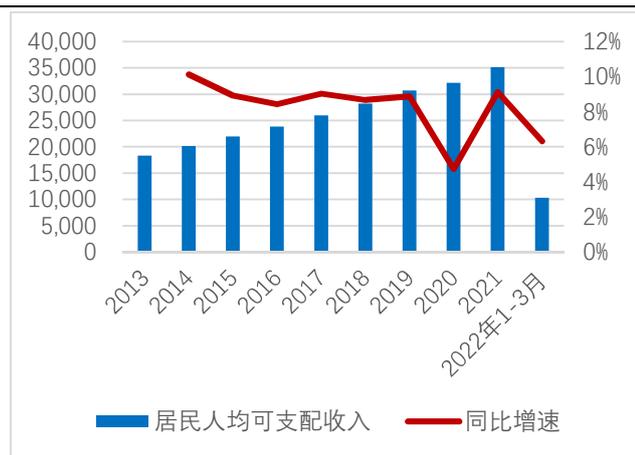
		2021Q1	2021	2022Q1	2022Q1 均值
高端	贵州茅台	91.68	91.54	92.37	
	五粮液	76.43	75.35	78.41	86.07
	泸州老窖	86.04	85.70	86.43	
次高端	舍得酒业	77.60	77.81	80.83	
	酒鬼酒	79.40	79.97	79.77	76.96
	山西汾酒	73.54	74.91	74.75	
	水井坊	85.05	84.51	84.92	
区域龙头	古井贡酒	76.99	75.10	77.90	
	今世缘	73.26	74.61	74.30	
	洋河股份	76.16	75.32	77.30	76.71
	迎驾贡酒	69.68	67.54	71.37	
	口子窖	76.58	73.90	78.03	
地产酒	金徽酒	65.50	63.74	66.35	
	伊力特	61.04	51.45	51.02	
	天佑德酒	63.61	63.07	68.08	
	顺鑫农业	28.91	27.91	32.85	45.17
	老白干酒	67.75	67.32	70.23	
	皇台酒业	66.80	59.04	66.37	
	金种子酒	24.37	28.80	34.60	

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

## 2.1.2 供需情况：需求端消费升级，供给端分化加剧

消费需求方面，我国人均可支配收入稳步增长，消费者对“少喝酒，喝好酒”的需求不断提升，是白酒消费升级结构性繁荣的主要驱动力。根据国家统计局数据，2021 年我国居民人均可支配收入已达 3.51 万元，同比增长 9.13%，较 2013 年增长 91.84%，其中最具消费潜力的中等收入群体约为 4 亿人次，约占我国总人口的 30%以上；居民人均食品烟酒支出 7178 元，同比增长 12.21%，较 2013 年增长 73.94%。2022Q1 我国居民人均可支配收入 1.03 万元，同比增长 6.32%，居民人均食品烟酒支出 2084 元，同比增长 4.93%，增速较上年同期（13.65%/16.28%）有一定程度放缓，但显著高于疫情第一年 2020 年一季度水平（0.80%/2.09%）。

图表 11：居民人均可支配收入（元）



图表 12：居民人均食品烟酒消费支出（元）



数据来源：国家统计局，华龙证券研究所

数据来源：国家统计局，华龙证券研究所

消费结构方面，商务宴请和个人消费升级是本轮高端、次高端白酒增长的底层逻辑。2012 年，高端白酒公务消费占比高达 40%，随着“八项规定”、“禁酒令”等一系列政府招待用酒的限制出台，政务消费急剧下降，目前占比不到白酒消费量的 5%。商务宴请和个人消费升级需求与宏观经济发展密切相关，上半年，国内经济增速放缓，局部地区受疫情复发扰动，经济形势复杂严峻，国际形势方面，地缘冲突不断，逆全球化加剧，不稳定性、不确定性增大，在此背景下，促进我国经济发展重心从外循环转移到内循环。发展

内循环，就一定要促进国内消费，面对当前国内稳增长、稳就业、稳物价等一系列新挑战，近期已有深圳、四川、浙江等十余个省市、地区通过直接发放消费券的方式，提振居民消费复苏，激活市场需求，2022年5月31日，国务院印发《扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》，积极部署，保持经济运行在合理区间，预计下半年，各省市地区会继续出台和落实各项政策措施惠企利民，促进宏观经济向稳向好发展。

供给方面，分化明显，高端白酒毛利率明显优于其他价格带上市公司，盈利能力较强，龙头集中度较高。2021年我国规模以上酒企销售收入6033亿元，19家白酒上市公司销售收入合计3056亿元，占比51%，其中，高端白酒茅/五/泸销售收入合计1930亿元，占比达到32%。这主要得益于高端白酒凭借其多年的品牌积累，消费者认可度高，同时，不断通过股权激励等方式，提升管理效率，加强渠道话语权，引导行业良性发展。

### 2.1.3 投资策略：布局高端确定性和次高端业绩高增长

短期来看，2022Q1白酒上市公司业绩增速较高，为全年业绩目标的完成奠定较好的基础。2022Q2，我国经历疫情多点复发，本土新增病例增多，涉及北京、上海、深圳、内蒙古等二十几个省份地区，波及范围广，影响力大，引起市场对白酒动销的担忧，就2021年数据来看，分季度白酒上市公司营业收入对全年的业绩贡献占比均值为二季度（21%）<三季度（24%）<四季度（27%）<一季度（28%），再加上2022Q1增长亮眼，我们预计二季度疫情扰动对白酒上市公司全年的业绩有一定负面影响，但程度不大。展望全年，当前主要上市公司公告的全年经营目标并未进行调整，我们认为若下半年疫情转好，外加政策刺激下，消费复苏，商务接待和婚宴消费需求有一定程度的回补，高端白酒业绩增速确定性强，次高端和区域龙头业绩增速弹性较大。

中长期来看，高端白酒凭借其百年知名品牌、独特的工艺和地

理位置、产品的稀缺性，建立了宽阔的护城河，拥有产品定价权，例如贵州茅台，是酱酒的风向标，兼具消费属性和投资属性，5月19日，茅台推出直销平台“i茅台”，开启新一轮渠道和营销改革，引领白酒行业健康发展，高端品类竞争格局稳定，不可替代性强。次高端消费场景多，竞争激烈，各品牌聚焦大单品战略，积极向省外拓张，加速推进全国化，例如山西汾酒中高端产品青花系列青30，酒鬼酒的内参、酒鬼红毯、紫坛、传承等大单品，量价齐升，销售势能向上，具有高业绩弹性。

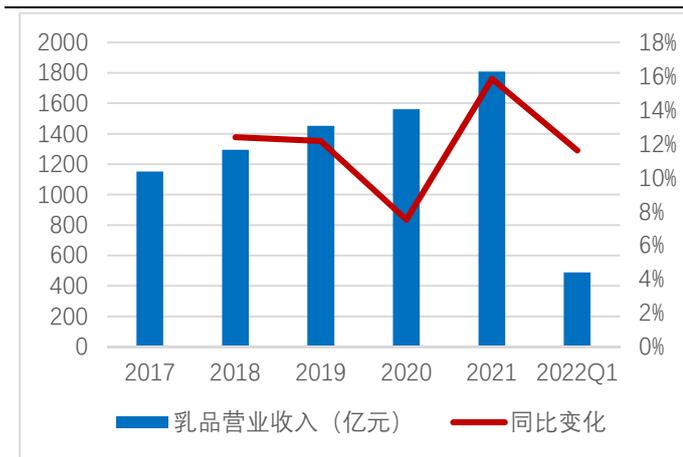
综上，结合当前公司成长性和估值水平，我们重点推荐全国化扩张进展顺利的次高端白酒**山西汾酒**，建议关注确定性强的高端白酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖，业绩增速亮眼的次高端白酒酒鬼酒。

## 2.2 乳品：乳品消费持续刚性增长

### 2.2.1 行业基本面：报表端表现稳健，降本控费是乳企共识

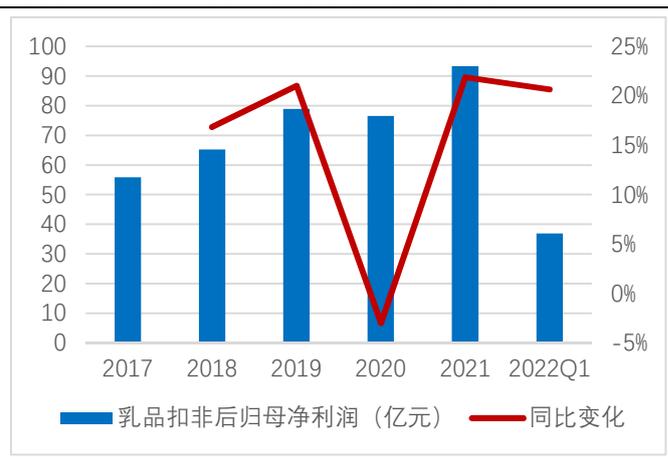
**2022Q1 乳品行业上市公司表现稳健，乳品作为必选消费品，受疫情影响较小。**一季度乳品板块整体增长稳健，18家乳品上市公司营业收入合计436.03亿元，同比增长12.30%，扣非后归母净利润30.55亿元，同比增长20.65%。在疫情背景下，人们对健康和提高免疫力的重视程度更高，对乳品的需求增加，乳品板块营业收入、扣非后归母净利润总体保持刚性增长。2020年2月，我国发布《中国居民奶及奶制品消费指导》中指出，奶及奶制品是优质蛋白质来源之一，还可提供维生素B2、维生素A、钙等多种人体必需的营养素，多摄入奶及奶制品对于蛋白质不足的人群，特别是面对新型冠状病毒急需提高抵抗力的人群是非常有利的。

图表 13: 乳品行业营业收入



数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

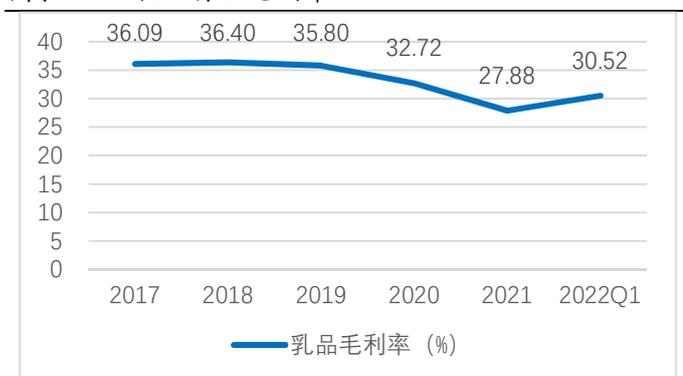
图表 14: 乳品行业扣非后归母净利润



数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

乳品行业毛利率有所下滑, 控本降费是当前乳品企业的普遍共识。2022Q1, 18 家乳品上市公司毛利率为 30.52%, 同比降低 3.04%, 2021 年度毛利率为 27.88%, 同比下降 4.84%, 这主要是因为当前上游原奶价格涨幅虽有一定程度的回落, 但仍处于近五年来的高位水平, 此外, 包材、运费等成本均有大幅上涨。费用端, 以前年度由于产品同质化, 竞争激烈, 各乳品企业均加大费用投放和产品促销力度, 提高或维持市场占有率, 2020 年以来, 原奶成本不断上涨, 涨幅超过 20%, “控成本, 降费用”成为乳企的统一共识, 在此背景下, 行业竞争趋缓, 2022Q1, 18 家上市乳企的销售费用为 83.43 亿元, 同比下降 3.97%, 管理费用为 18.01 亿元, 同比下降 4.75%, 2021 年度销售费用、管理费用分别为 291.25 亿元、74.08 亿元, 同比下降 7.34%、2.42%。

图表 15: 乳品行业毛利率



数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

图表 16: 乳品行业销售费用率和管理费用率



数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

我国乳品行业呈双寡头垄断的竞争格局，细分品类包含液态乳、奶粉和奶酪。液态乳市场规模较大，伊利、蒙牛是全国化的主要液态乳企业，位列第一梯队，体量大，市占率高，其次，光明乳业、三元乳业、新乳业等区域龙头，位列第二梯队。奶粉板块，当前中国飞鹤市占率排名第一，去年 10 月底，伊利完成对澳优乳业的收购，澳优乳业旗下拥有全球知名的多个奶粉品牌，例如佳贝艾特、能力多等，伊利正在加速布局奶粉板块。奶酪产品属于西方舶来品，营养价值高，但我国人均消费量较低，未来潜力巨大，妙可蓝多较早发力奶酪棒细分赛道，推出了儿童零食奶酪棒大单品，兼具了健康营养和休闲趣味。

表格 4：主要 A 股乳品上市公司一季度财务指标

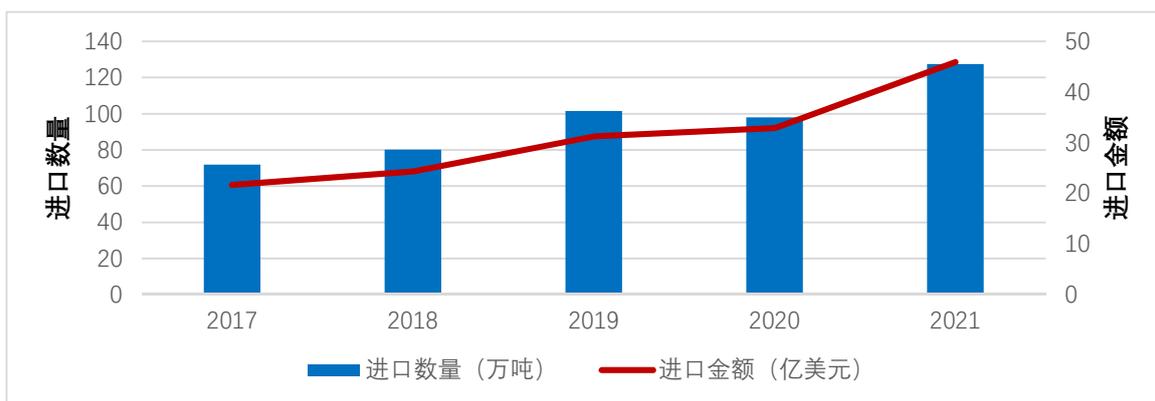
	营业收入（亿元）		扣非后归母净利润（亿元）		销售费用率		管理费用率	
	22Q1	21Q1	22Q1	21Q1	22Q1	21Q1	22Q1	21Q1
伊利股份	309.13	272.59	32.90	26.28	18.22%	21.63%	3.33%	4.32%
光明乳业	72.46	69.86	1.40	0.68	13.31%	17.27%	2.64%	2.56%
三元乳业	21.56	18.68	0.38	0.42	17.86%	19.15%	4.53%	5.02%
新乳业	23.17	20.14	0.35	0.21	14.60%	15.24%	5.28%	6.24%
妙可蓝多	12.86	9.51	0.69	0.32	24.81%	25.99%	6.72%	6.83%

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

### 2.2.2 供需情况：原奶价格涨幅趋缓，消费者需求持续攀升

供给端，乳品加工企业生产所需的核心原料为原奶，我国原奶供应总体不足，依赖进口大包粉补足缺口。根据中国奶业协会数据，我国大包粉进口数量持续攀升，仅 2022 年一季度，我国进口大包粉 45.81 万吨，进口金额达 18.24 亿美元。大包粉是生鲜乳的替代物，由生鲜乳经消毒、脱水、喷雾干燥后制成，使用时按重量比 1:8，容量比 1:4 还原为鲜奶，保存期限可达 2 年左右，便于储存和长途运输。

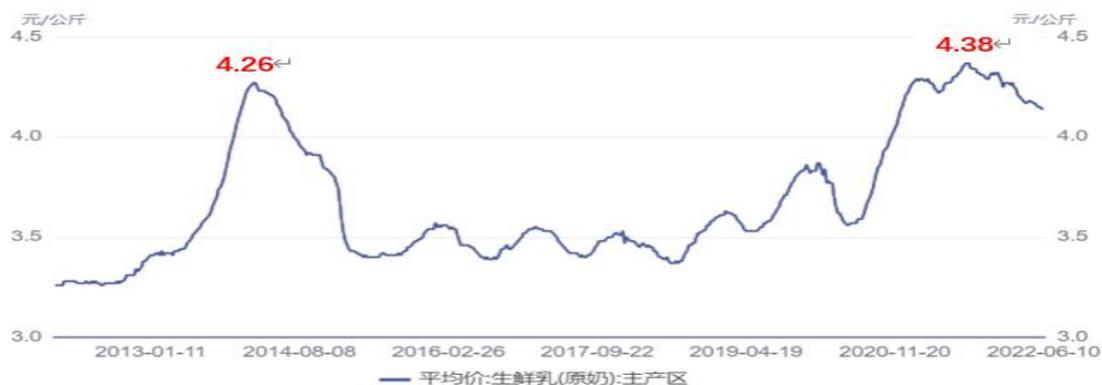
图表 17: 我国大包粉进口数量和金额逐年上升



数据来源: 中国奶业协会, 华龙证券研究所

原奶价格呈周期性波动, 一般 3-4 年为一个周期。2021 年, 原奶价格持续上涨, 最高达到 4.38 元/公斤, 是近十年以来的最高价, 乳企采购成本大幅提升, 2021Q4 原奶价格小幅回落, 价格增幅出现负值, 乳企成本端压力有所缓解, 预计短期需求稳步增长的情况下, 原奶价格涨跌幅趋稳, 不会出现大涨大跌的行情。

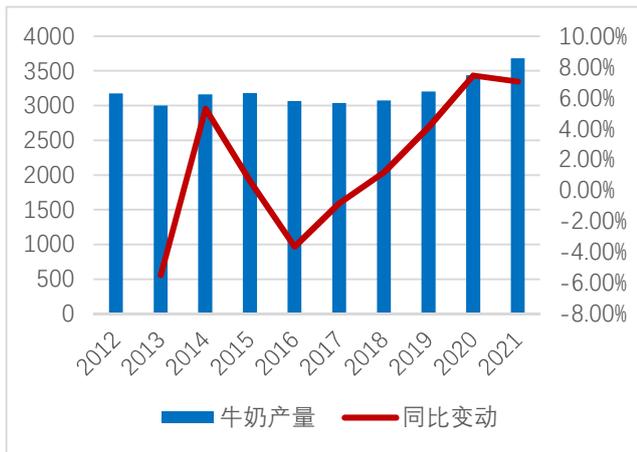
图表 18: 原奶价格回落但仍在较高位置



数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

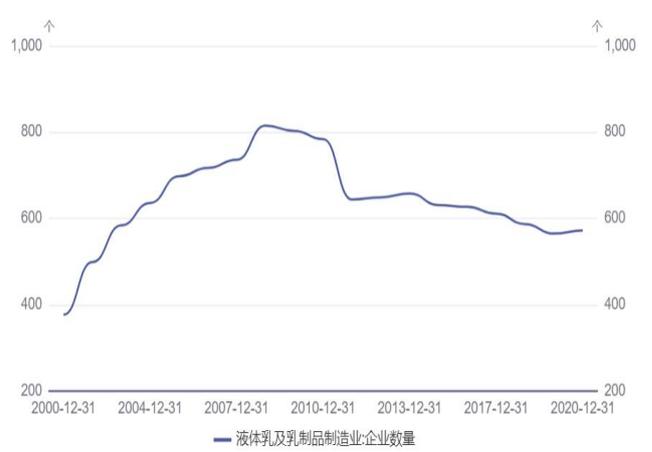
我国乳制品产量稳步提升, 规模以上企业数量小幅上升。根据国家统计局数据, 2020 年, 我国牛奶产量 3683 万吨, 同比增长 7.06%, 规模以上乳品企业数量 572 家, 同比上升 1.24%。

图表 19：我国牛奶产量及同比变化



数据来源：Wind、华龙证券研究所

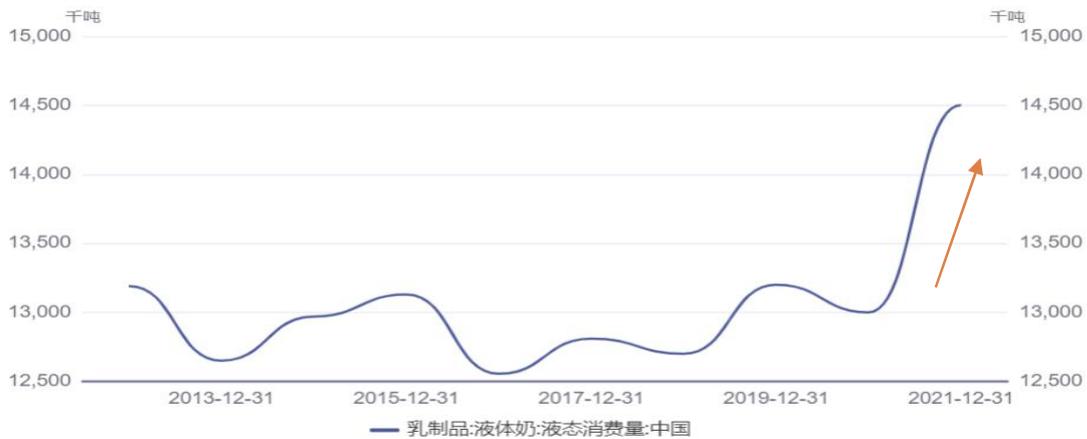
图表 20：乳品企业家数小幅上升



数据来源：Wind、华龙证券研究所

需求端，我国居民乳品消费需求持续攀升。2020 年，我国液态乳及乳制品销售收入达 4195.58 亿元，同比增长 6.30%。根据 USDA 供需报告，2021 年我国液态奶消费量达到 1450 万吨，同比增长 11.55%。

图表 21：我国液体奶消费量持续攀升



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

### 2.2.3 投资策略：龙头地位稳固，竞争力占优

短期来看，虽然原奶价格涨幅略有下降，但是，根据供需关系，我们预计下半年原奶价格将维持现有的高位震荡行情，对上游牧场掌控力强、原奶议价能力强的公司，在成本和费用控制方面更具竞争优势，能更好的转嫁成本压力，降低费用，提升公司盈利能力。

长期来看，疫情驱动下，消费者对健康更加重视，乳品的消费

量提升的趋势不会改变。

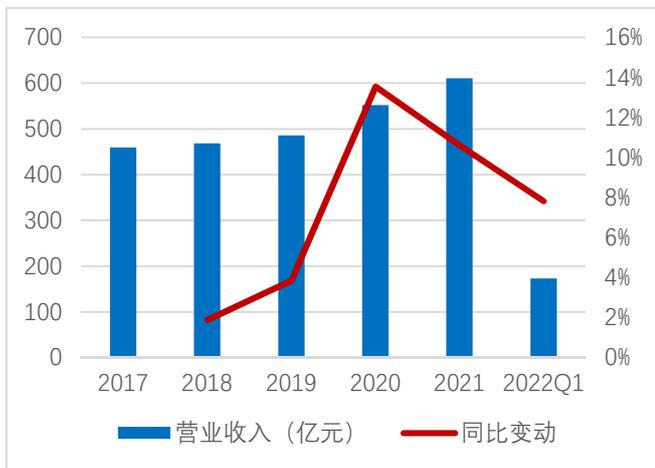
综上，我们重点推荐近年来积极布局加速控制上游牧场，成本控制优势明显，竞争力强的乳品行业龙头伊利股份，建议关注蒙牛乳业。

### 2.3 啤酒：疫后旺季来临，消费复苏可期

#### 2.3.1 行业基本面：营业收入净利润稳步增长，增速有所回落

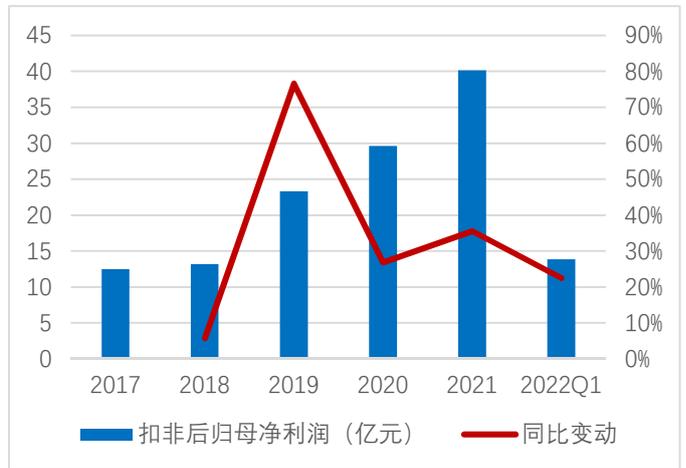
啤酒行业上市公司营业收入和扣非后归母净利润逐年稳步抬升，2021年以来增速有所回落。2022Q1，啤酒板块上市公司营业收入173.25亿元，同比变动7.82%；扣非后归母净利润13.87亿元，同比变动22.56%，增速有所回落。主要是因为疫情反复的情况下，消费尚未完全恢复，叠加大麦、包材等成本上涨带来双重压力，伴随夏季旺季来临，疫情得以有效控制，预计线下消费场景得以修复，即饮部分场景如餐饮、夜场复苏有望带来业绩弹性。

图表 22：啤酒上市公司营业收入



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图表 23：啤酒上市公司扣非后归母净利润



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

毛利率方面，2022Q1啤酒行业上市公司毛利率39.29%，同比下降1.17%，净利率11.18%，同比上升0.31%。2021年行业毛利率40.45%，同比下降2.07%，净利率10.87%，同比上升1.86%。2021年以来，毛利率下降主要是因为大麦、玻璃、瓦楞纸等原材料成本上行所致，目前主要的啤酒企业均通过锁价，直接提价，产品高端

化升级等方式应对成本上涨压力。净利率上升主要是因为疫情背景下，啤酒企业降低费用投放，缩减渠道费用，提升生产运营效率，降低运营成本所致，2021年度和2022Q1，啤酒行业销售费用率分别为14.19%、13.66%，同比下降4.87%、5.40%；管理费用率分别为6.72%、5.74%，同比下降0.68%、0.31%。

图表 24：啤酒行业毛利率和净利率



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

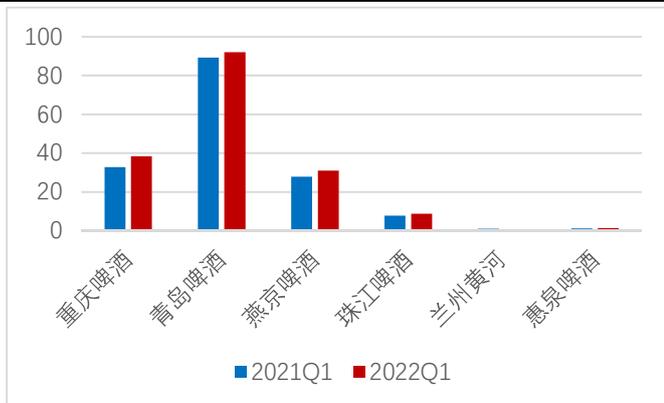
图表 25：啤酒行业销售费用率和管理费用率



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

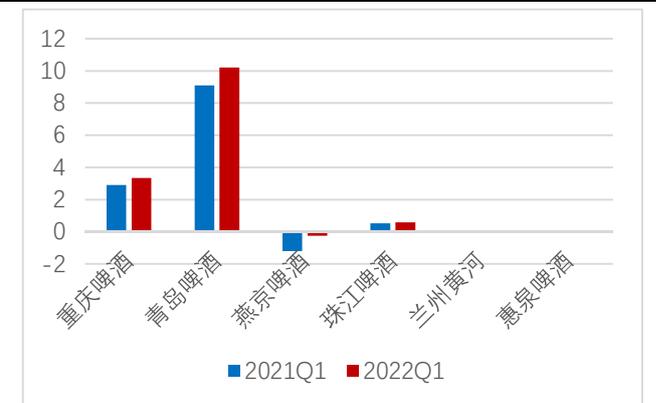
我国啤酒行业已进入平稳发展阶段，五大龙头华润啤酒(00291.HK)、百威亚太(01876.HK)、青岛啤酒(600600.SH)、重庆啤酒(600132.SH)、燕京啤酒(000729.SZ)市占率超过80%。2021年以来，受疫情多点爆发和国内消费疲软的影响，啤酒市场的复苏面临较大挑战，从2022Q1的数据来看，青岛啤酒和重庆啤酒扣非后归母净利润均保持两位数的增长，其中，青岛啤酒体量大，扣非后归母净利润为10.22亿元，是重庆啤酒(3.35亿元)的三倍左右，重庆啤酒增速(15.47%)大于青岛啤酒(12.24%)，相差3.23%。

图表 26：啤酒公司营业收入(亿元)



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图表 27：啤酒公司扣非后归母净利润(亿元)

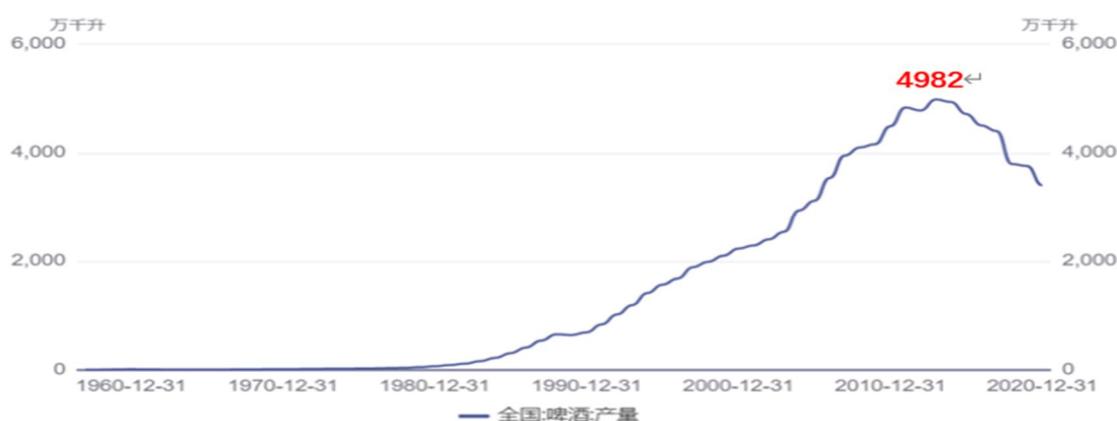


数据来源：iFinD，华龙证券研究所

### 2.3.2 供需情况：产品结构升级高端化趋势延续，成本端压力仍存

我国啤酒总产量下降，主流啤酒企业高端品类产量上升。2021年，啤酒总产量为3562万吨，自2013年达到最大值4982.79万吨后呈逐年下降趋势。主流A股啤酒上市公司中高端啤酒产量和销量呈上升趋势，2021年，重庆啤酒高档品类乌苏、嘉士伯和1664产量为65万吨，同比增长38.47%；销量为66万吨，同比增长40.48%；青岛啤酒高档以上产品实现销量52万吨，同比增长14.2%。

图表 28：啤酒产量自 2013 年开始逐年下降



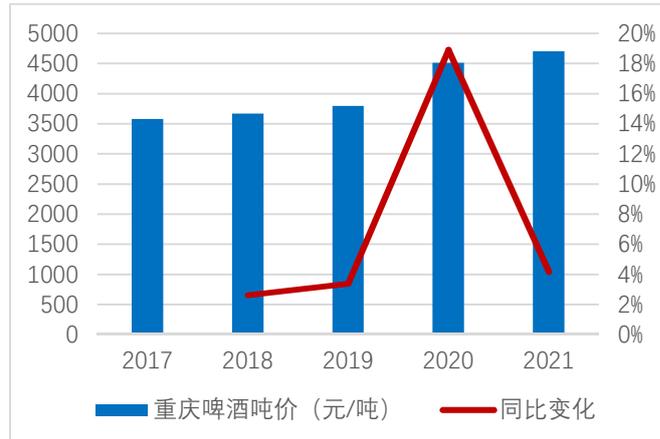
数据来源：iFinD，华龙证券研究所

产品结构升级高端化是啤酒行业增长的主要驱动因素，国内啤酒市场呈现出多元化、高端化、个性化趋势，听装啤酒、精酿啤酒、生鲜啤酒等高端产品发展势头良好。价格方面，2021Q3，华润啤酒、青岛啤酒和重庆啤酒对部分系列产品提价，幅度在10%左右，在啤酒企业积极推进产品高端化的趋势下，近五年来啤酒吨价稳步抬升。2017-2021年，青岛啤酒吨价从3296元/吨提升至3804元/吨，复合增长率为2.90%；重庆啤酒吨价从3578元/吨提升至4703元/吨，复合增长率为5.62%。

图表 29：青岛啤酒吨价及同比变化



图表 30：重庆啤酒吨价及同比变化

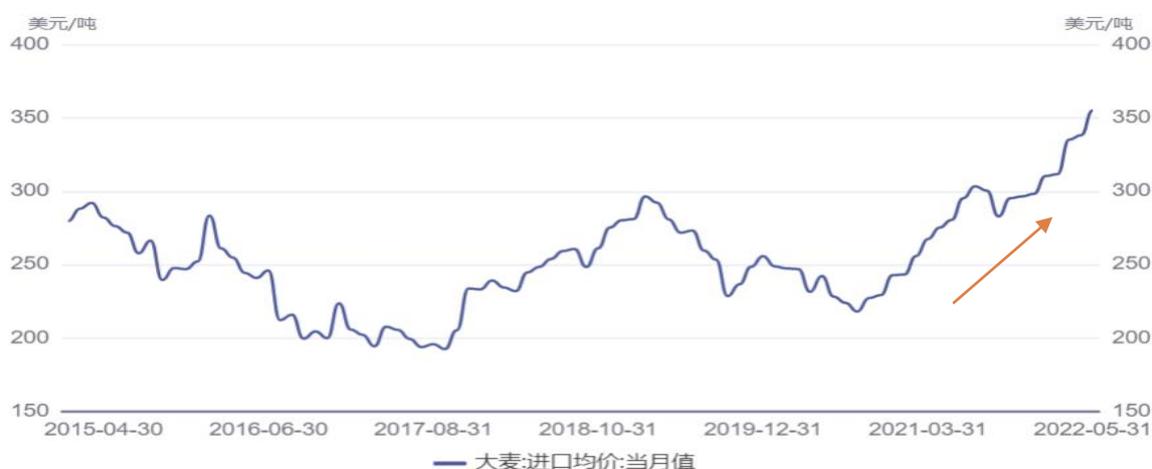


数据来源：iFinD，华龙证券研究所

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

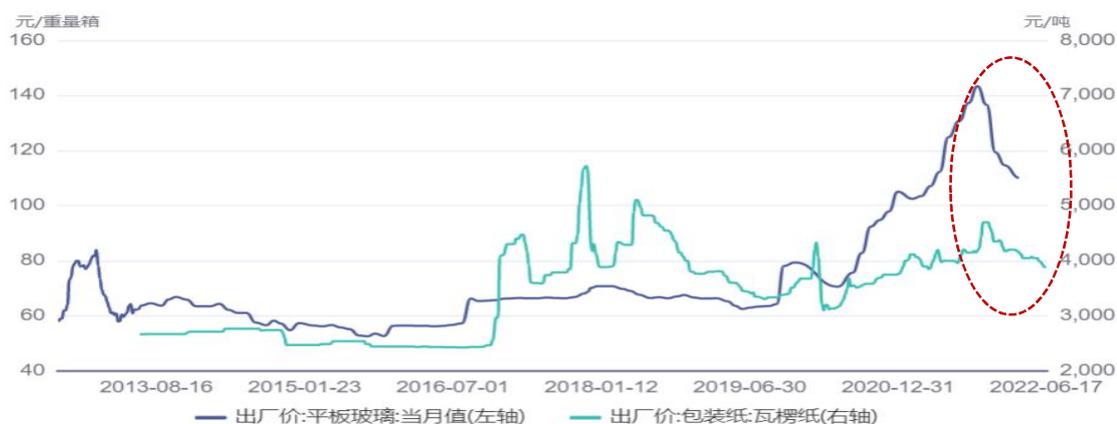
2021 年，啤酒行业运输成本、原材料成本、人工成本等增加，国内啤酒行业面临较大的增长压力。大部分龙头企业在产业链具备强势地位，通过签订长期订单等方式锁定采购价格，转嫁一部分上涨的采购成本，这将进一步凸显龙头企业在市场竞争中的优势地位，加剧份额向龙头集中。根据青岛啤酒 2021 年年报，公司采购成本中，酿酒原材料、包装材料、能源占比分别为 30.53%、68.82%、0.65%，其中酿酒原材料主要系进口的大麦，包装材料主要有玻璃瓶、瓦楞纸、铝合金等。自 2021 年 1 月以来，我国大麦进口吨价震荡上浮，涨幅已超过 30%，玻璃和瓦楞纸价格自 2021Q4 以来有所回落，但仍处于近五年的较高位置。

图表 31：大麦进口价格持续走高



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图表 32：平板玻璃和瓦楞纸价格持续高位



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

### 2.3.3 投资策略：优选产品结构升级顺利的龙头企业

2022H2 销售旺季已经来临，啤酒消费有望复苏回暖。2022 年 3 月，受疫情扰动，餐饮、酒吧等消费场景缺失的情况下，一季度主流啤酒上市公司业绩稳定增长，下半年，受益于提价和高端化趋势，叠加啤酒消费旺季来临，消费场景恢复带来业绩弹性增长。

2022 年是体育赛事大年，但是受疫情反复影响，杭州亚运会、成都大运会均延期举办，11 月份，第 22 届世界杯将在卡塔尔举行，历来体育赛事期间，啤酒销量有一定幅度增长。

综上，我们重点推荐产品结构升级顺利，在中高端市场具备较强竞争优势，渠道方面国内国际市场全面布局的青岛啤酒、重庆啤酒。

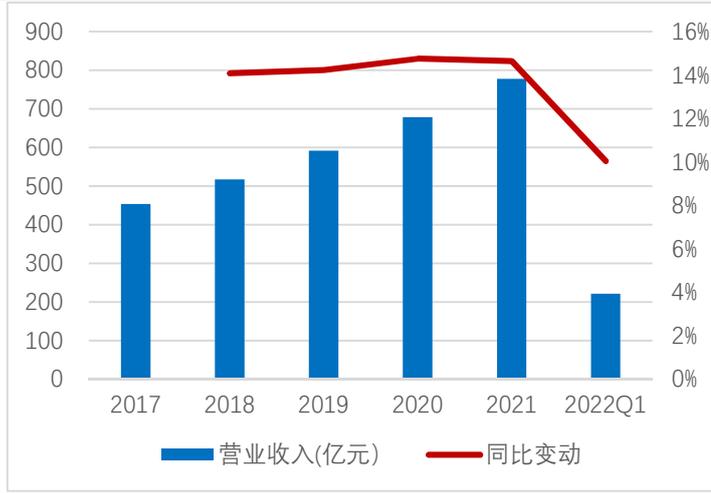
## 2.4. 调味品：短期成本端消费端双重承压，中长期向好趋势不变

### 2.4.1 行业基本面：营业收入净利润正增长，增速放缓

调味品板块营业收入正增长，增速放缓。2022Q1，调味品上市公司营业收入 221.01 亿元，同比增长 10.05%，环比增速下降 11.31%。2021 年，受消费疲软、原材料物料价格上涨、社区团购恶性竞争等

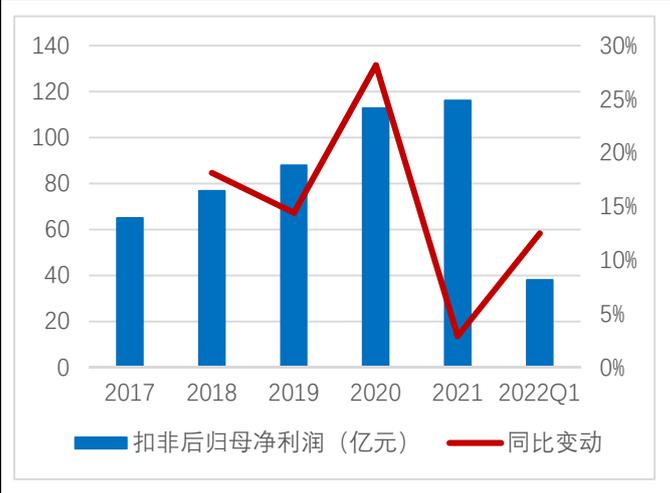
因素影响,调味品行业整体承压。调味品的消费主要以餐饮端为主,上半年主要城市上海、北京、深圳等地受疫情影响,严格限制堂食,对餐饮板块负面影响较大,下半年,伴随着疫情防控转好,餐饮端恢复性改善,调味品板块需求端有望迎来拐点。

图表 33: 调味品行业营业收入



数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

图表 34: 调味品行业扣非后归母净利润



数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

表格 5: 调味品主要上市公司营收增速 (%)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1
海天味业	17.06	16.80	16.22	15.13	9.71	0.72
中炬高新	14.29	15.43	12.20	9.59	-0.15	6.63
千禾味业	23.00	12.37	27.19	24.95	13.70	0.93
天味食品	8.33	32.56	22.26	36.90	-14.34	20.60
恒顺醋业	6.52	9.87	7.51	9.94	-6.45	10.43
安记食品	-1.92	33.58	24.27	-0.21	30.58	-16.46
日辰股份	32.79	13.77	20.27	-7.83	28.57	7.11
佳隆股份	-3.76	11.12	-7.01	-17.96	14.99	-12.70
涪陵榨菜	35.64	25.92	3.93	14.23	10.82	-2.88
加加食品	0.24	-5.44	14.05	1.61	-15.34	1.11
仲景食品	8.37	2.49	18.61	15.68	10.95	-3.96
安琪酵母	18.83	15.75	14.47	16.73	19.50	14.14

数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

一季度调味品板块扣非后归母净利润增速有所回升。2022Q1, 调味品扣非后归母净利润 38.16 亿元, 同比增长 12.52%, 较 2021 年度增速 2.93% 有较大改善, 但较疫情前仍存在一定差距。

表格 6：调味品主要上市公司扣非后归母净利润增速（%）

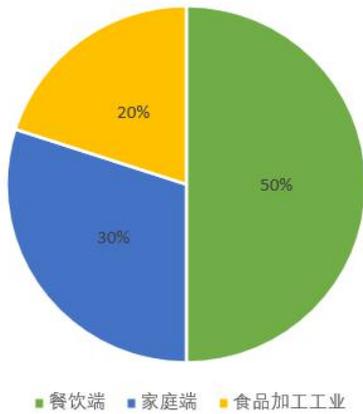
	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1
海天味业	22.24	21.88	23.27	21.51	4.09	-5.49
中炬高新	23.11	37.85	20.59	30.07	-19.98	-8.59
千禾味业	47.35	19.39	17.85	9.91	8.26	27.12
天味食品	10.91	29.99	7.58	18.68	-60.53	27.26
恒顺醋业	15.69	21.06	15.77	12.20	-62.01	1.16
安记食品	-9.85	-10.58	2.01	20.29	1.11	-57.21
日辰股份	74.16	21.30	21.73	-6.47	-10.11	-4.48
佳隆股份	-24.12	45.10	-11.08	-69.95	89.73	-175.50
涪陵榨菜	69.85	62.26	-11.75	34.72	-8.49	-3.08
加加食品	10.01	-30.95	-19.89	90.64	-159.25	-97.68
仲景食品	3.48	3.09	16.90	37.48	-19.86	-66.89
安琪酵母	61.40	2.72	2.26	45.81	-13.14	-36.09

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

#### 2.4.2 供需情况：下半年需求端有望边际改善

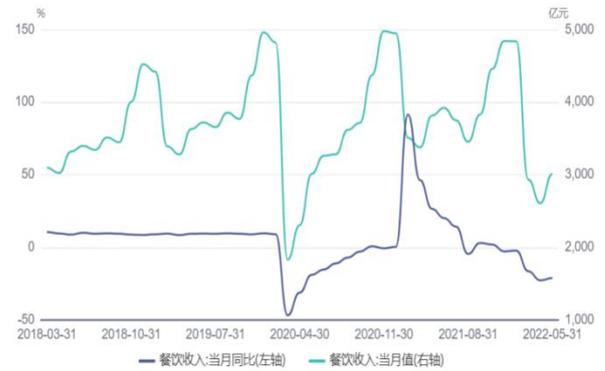
需求端，调味品行业主要产品酱油、食醋、耗油、料酒等是老百姓“衣食住行”的刚性需求，根据中国调味品协会统计，我国调味品需求主要分为餐饮端、家庭端、食品加工工业端，分别占比达到 50%、30%、20%，餐饮端消费占比最大。短期来段，餐饮端消费场景受疫情扰动，出现一定的下滑，今年 4 月、5 月，我国餐饮收入为 2608.90 亿元、3012.30 亿元，同比下滑 22.70%、21.10%，中长期来看，疫情的影响因素正在减弱，我国餐饮市场尚未恢复至疫情以前的规模，未来消费复苏背景下，叠加年轻人生活节奏加快，生活习惯变化，更倾向于线上外卖消费，我们认为，我国的餐饮市场仍然存在很大空间。

图表 35: 调味品需求端餐饮占比高



数据来源: 中国调味品协会、华龙证券研究所

图表 36: 餐饮收入受疫情影响较大



数据来源: iFind, 华龙证券研究所

供给端, 原材料价格不断上涨。根据海天味业的年报数据, 公司生产调味品所需的直接材料占比达到 80% 以上, 主要原材料有黄豆、盐、白砂糖等。2022 年 5 月底, 黄豆价格为 6224 元/吨, 较 2019 年底涨幅超过 50%, 调味品企业原材料端承压, 2021Q4 主要调味品企业均完成了新一轮的产品提价工作, 传导顺利, 基本可以覆盖成本上涨带来的压力。

### 2.4.3 投资策略: 关注需求修复边际好转的行业龙头

长期来看, 考虑到调味品属于必选消费, 具备刚性需求属性, 下半年消费需求回暖, 疫情影响因素减弱, 若原材料成本端涨幅趋缓, 调味品板块有望边际改善。

综上, 长期来看, 我们重点推荐积极应对危机, 加速销售转型, 不断拓展居民端销售渠道, 同时在行业内具备定价权的龙头海天味业。建议关注剥离房地产聚焦主业, 持续产品创新, 大股东问题有望改善, 进行股权激励提升员工积极性的中炬高新。

## 3. 重点推荐个股

### 3.1 山西汾酒

2022Q1 公司营业收入 105.30 亿元, 同比增长 43.62%, 扣非后

归母净利润 37.07 亿元，同比增长 70.03%。按产品品类划分，汾酒/系列酒营业收入分别为 98.73 亿元/2.60 亿元；按销售渠道划分，直销/代销/电商平台营业收入分别为 1.61 亿元/97.53 亿元/5.66 亿元；按销售区域划分，省内/省外营业收入分别为 38.54 亿元/66.27 亿元。2022Q1 经销商数增加 93 户至 3617 户。

产品力方面，进一步调整产品结构，落实汾酒“抓青花、强腰部、稳波汾”的产品策略，推进产品高端化策略实施，青花系列中高端产品占比持续提升。渠道力方面，线下提高管理水平，培育优质经销商，线上发力电商平台，整体提升渠道和终端的掌控能力。品牌力方面，公司通过参加大型展览活动，密集宣传品牌高端形象，通过与海外公司合作推出新品等方式实现中西方文化融合。

公司全国化扩张顺利，在稳定发展大基地市场基础上，积极向长三角、珠三角深度拓展和突破，根据公司年报披露，2021 年公司南方市场销售平均增幅达 60%以上。海外市场扩张方面，公司大力推广“一带一路”国际化系列产品，开拓亚太市场，在新加坡、泰国曼谷、德国科隆开设体验店，在东欧市场实现历史性突破。

盈利预测方面，06 月 26 日山西汾酒 PE(TTM)为 54X，根据 iFinD 盈利预测一致预期，2022 年/2023 年/2024 年公司营业总收入预计达到 268.14 亿元/339.46 亿元/417.95 亿元，增长率分别为 34.26%/26.60%/23.12%；归母净利润预计达到 78.24 亿元/103.73 亿元/132.64 亿元，增长率分别为 47.25%/32.58%/27.87%；PE 分别为 44.60X/33.64X/26.31X。给予“增持（维持）”评级。

### 3.2 伊利股份

作为全国排名第一的乳品龙头，在行业普遍受到原奶成本高企，毛利率下降的市场环境下，依然保持双位数的稳健增长。2022Q1 公司实现营业收入 309.13 亿元，同比增长 13.41%，扣非后归母净利润 32.90 亿元，同比增长 25.18%。2021 年，公司营业收入 1,101 亿元，同比增长 14.11%，扣非后归母净利润 79.44 亿元，同比增长 19.90%。分产品来说，公司的液体乳/奶粉/冷饮营业收入分别

同比增长 11.54%/25.80%/16.28%；分地区来说，华北/华南/华中/华东/其他地区营业收入分别同比增长 11.84% /14.25% /18.03%/12.93%/12.27%；分销售模式来说，经销/直营营业收入同比增长 13.81%/12.18%。

产品力方面，公司持续布局高增速的奶酪、黄油、配方奶粉等业务，2021 年，公司的大单品金典纯牛奶、安慕希酸奶、金领冠婴幼儿奶粉、巧乐兹冰淇淋、QQ 星儿童牛奶、奶酪棒等产品销售收入均保持 15%左右的增长，市占率进一步提升。渠道力方面，公司不断下沉至地级市和县级市，提升渗透率，同时，积极探索构建新零售模式，通过数字化系统整合线上线下资源。品牌力方面，“2021 年最具价值中国品牌 100 强”榜单中，伊利连续 9 年蝉联食品和乳制品行业第一。

盈利预测方面，6月26日伊利股份PE（TTM）为26X，根据iFinD盈利预测一致预期，2022年/2023年/2024年公司营业总收入预计达到1282.82亿元/1441.20亿元/1613.340亿元，增长率分别为15.99%/12.35%/11.95%；归母净利润预计达到107.70亿元/127.33亿元/149.01亿元，增长率分别为23.72%/18.23%/17.02%；PE分别为23X/19X/16X。首次覆盖。给予“增持”评级。

### 3.3 青岛啤酒

2022Q1，青岛啤酒实现营业收入92.08亿元，同比增长3.14%，扣非后归母净利润10.22亿元，同比增长17.14%，2021年，青岛啤酒实现营业收入301.67亿元，同比增长8.67%，扣非后归母净利润22.07亿元，同比增长21.54%。分地区来看，公司在山东和华北市场营业收入占比较高，分别实现收入197.47亿元、72.75亿元，合计占比超过2/3。

在啤酒产量持续下滑的趋势下，产品中高端化结构升级是关键。产品力方面，公司持续丰富产品矩阵，优化产品结构，加快布局高端和超高端市场，2021年，青岛啤酒高档以上产品销售量为52万吨，同比增长14.2%，2022年初公司推出超高端新品——青岛啤酒“一

世传奇”，引领国内啤酒产业消费升级新高度；渠道力方面，作为中国历史最悠久的啤酒生产企业，公司在国内拥有58家全资和控股的啤酒生产企业，分布在20个省、直辖市、自治区，有很强的渠道优势；品牌力方面，长期以来，公司采取“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略，2022年，作为北京冬奥会的官方赞助商，公司围绕体育盛会主题推出一系列产品，进一步提升品牌形象。

盈利预测方面，6月26日青岛啤酒PE（TTM）为40X，根据iFinD盈利预测一致预期，2022年/2023年/2024年公司营业总收入预计达到325.65亿元/347.45亿元/368.62亿元，增长率分别为7.95%/6.69%/6.09%；归母净利润预计达到34.10亿元/40.82亿元/48.05亿元，增长率分别为8.07%/19.69%/17.73%；PE分别为37X/31X/26X。给予“增持（维持）”评级。

### 3.4 重庆啤酒

2022Q1，重庆啤酒营业收入38.33亿元，同比增长17.12%，扣非后归母净利润3.35亿元，同比增长15.47%。2021年，公司实现营业收入131.19亿元，同比增长19.90%，扣非后归母净利润11.43亿元，同比增长141.30%。2022Q1，分产品档次来看，公司高端产品增速较高，高档产品（10元以上）/主流产品（6-9元）/经济型产品（6元以下）主营业务收入为13.74亿元/19.91亿元/3.95亿元，同比增长24.04%/13.17%/12.84%；分区域来看，西北区/中区/南区营业收入分别为11.96亿元/16.61亿元/9.04亿元，同比增长13.96%/20.68%/14.13%。

重庆啤酒是国际知名啤酒公司嘉士伯在国内运营啤酒资产的唯一平台，公司实施“国际高端品牌+本地强势品牌”的品牌组合策略，高端品牌有嘉士伯、乐堡、1664等，本地强势品牌有乌苏、重庆、山城等，产品结构丰富，满足消费者不同价格带的不同需求。公司是一家全国性的啤酒企业，在全国各地拥有稳定的销售渠道。

盈利预测方面，6月26日重庆啤酒市盈率（TTM）53X，根据iFinD盈利预测一致预期，2022年/2023年/2024年公司营业总收入预计达

到153.64亿元/176.55亿元/200.38亿元，增长率分别为17.11%/14.91%/13.50%；归母净利润预计达到14.36亿元/17.85亿元/21.40亿元，增长率分别为23.09%/24.36%/19.88%；PE分别为43X/35X/29X。首次覆盖，给予“增持”评级。

### 3.5 海天味业

海天味业的产销量二十五年来稳居行业第一，主要产品包括酱油、调味酱、耗油等。2022Q1，海天味业营业收入72.10亿元，同比增长0.72%，扣非后归母净利润17.91亿元，同比下降5.49%。2021年，公司营业收入250.04亿元，同比增长9.71%，扣非后归母净利润64.30亿元，同比增长4.09%。分产品来看，酱油/调味酱/耗油营业收入增速分别为8.78%/5.61%/10.18%，毛利率分别为42.91%/39.52%/34.61%；分渠道来看，线下/线上渠道营业收入增速分别为7.73%/85.20%。

面对消费疲软、原材料涨价、社区团购恶性竞争等一系列外部不利因素，海天味业加快渠道端转型，积极布局新零售渠道，与社区团购、时达到家平台、各大电商平台加深合作，保障主要品类收入的稳健增长。同时，公司通过集约化管理提高效率，利用规模优势，与合作商一起整合资源，降低成本。

盈利预测方面，6月26日海天味业PE(TTM)60X，根据iFinD一致预期，2022年/2023年/2024年公司营业总收入预计达到280.47亿元/320.51亿元/366.16亿元，增长率分别为12.17%/14.28%/14.24%；归母净利润预计达到74.91亿元/88.64亿元/102.84亿元，增长率分别为12.30%/18.33%/16.02%；PE分别为53X/45X/39X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表格 7：重点推荐个股盈利预测（1月1日-6月26日）

证券代码	证券简称	评级	总市值（亿元）	PB	PE				EPS摊薄（元）			
					2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600809.SH	山西汾酒	增持	3,694.38	19.50	72.51	49.85	37.59	29.41	4.36	6.41	8.50	10.87
600887.SH	伊利股份	增持	2,432.05	4.76	30.48	23.06	19.43	16.60	1.36	1.68	1.99	2.33
600600.SH	青岛啤酒	增持	1,085.05	5.40	42.81	40.00	33.45	28.45	2.31	2.49	2.98	3.50
600132.SH	重庆啤酒	增持	643.20	30.69	62.80	46.87	37.50	31.30	2.41	2.95	3.69	4.42
603288.SH	海天味业	增持	3,900.76	15.46	59.59	53.51	45.22	38.87	1.58	1.62	1.91	2.22

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

（注：以上盈利预测来自iFinD一致预期。）

#### 4. 风险提示

原材料成本上行风险；疫情多点复发风险；消费复苏不及预期风险；食品安全风险等。

## 图表目录

图表 1: 食品饮料指数涨跌幅 (1月1日-6月26日)	3
图表 2: 申万一级行业各板块表现 (1月1日-6月26日)	3
图表 3: 食品饮料子板块指数涨跌幅 (1月1日-6月26日)	4
图表 4: 食品饮料板块估值回调	4
图表 5: 食品饮料各子板块年初 PE 与当前 PE 对比 (整体法)	5
图表 6: 食品饮料板块基金持仓比例下降	5
图表 7: 机构重仓个股持股比例变化	6
图表 8: 白酒上市公司营业收入及同比变化	7
图表 9: 白酒上市公司扣非后归母净利润及同比变化	7
图表 10: 2016 年以来白酒产量逐年降低 (万千升)	9
图表 11: 居民人均可支配收入 (元)	11
图表 12: 居民人均食品烟酒消费支出 (元)	11
图表 13: 乳品行业营业收入	14
图表 14: 乳品行业扣非后归母净利润	14
图表 15: 乳品行业毛利率	14
图表 16: 乳品行业销售费用率和管理费用率	14
图表 17: 我国大包粉进口数量和金额逐年上升	16
图表 18: 原奶价格回落但仍在较高位置	16
图表 19: 我国牛奶产量及同比变化	17
图表 20: 乳品企业家数小幅上升	17
图表 21: 我国液体奶消费量持续攀升	17
图表 22: 啤酒上市公司营业收入	18
图表 23: 啤酒上市公司扣非后归母净利润	18
图表 24: 啤酒行业毛利率和净利率	19
图表 25: 啤酒行业销售费用率和管理费用率	19
图表 26: 啤酒公司营业收入 (亿元)	19
图表 27: 啤酒公司扣非后归母净利润 (亿元)	19
图表 28: 啤酒产量自 2013 年开始逐年下降	20
图表 29: 青岛啤酒吨价及同比变化	21
图表 30: 重庆啤酒吨价及同比变化	21
图表 31: 大麦进口价格持续走高	21
图表 32: 平板玻璃和瓦楞纸价格持续高位	22
图表 33: 调味品行业营业收入	23
图表 34: 调味品行业扣非后归母净利润	23
图表 35: 调味品需求渠道	25
图表 36: 餐饮收入受疫情影响较大	25

## 表格目录

表格 1: 营业收入同比增长率 (%) .....	7
表格 2: 扣非后归母净利润同比增长率 (%) .....	8
表格 3: 分价格带白酒毛利率 (%) .....	10
表格 4: 主要 A 股乳品上市公司一季度财务指标 .....	15
表格 5: 调味品主要上市公司营收增速 .....	23
表格 6: 调味品主要上市公司扣非后归母净利润增速 .....	24
表格 7: 重点推荐个股盈利预测 (1 月 1 日-6 月 26 日) .....	30

# 免责及评级说明部分

## 分析师声明：

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为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

## 公司声明：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。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价格的建议或询价。我公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

## 投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

兰州

北京

上海

地址：兰州市城关区东岗西路638号甘肃

地址：北京市西城区金融大街33号

地址：上海市普陀区大渡河路168

文化大厦21楼

通泰大厦B座6层

弄31号703室

邮编：730030

邮编：100033

邮编：200000

电话：0931-4635761

邮箱：hlzqyjs2021@163.com