

静坐听雨无畏：回归产业逻辑，拥抱确定性的改善

——食品饮料行业2022年中期策略报告

民生食饮团队：王言海/李啸/孙冉/王玲瑶

核心观点

- **板块回顾：** 食品饮料22Q1食品饮料板块在主动权益基金持仓中持股市值占比12.6%左右，仍属超配。22H1板块收益-4.28%，位列11位，疫情冲击了白酒、啤酒等社交品需求预期，引发消费场景限制及居民端消费能力与信心受损的担忧，大宗原材料成本上涨则压制了大众品2022年盈利预期。
- **虽然外部环境存在不确定性，但随着相关稳增长政策落地和效果的显现，经济金融数据已出现逐步好转，疫情导致的场景限制及就业压力将逐步缓解，我们认为更应重视行业长期发展的趋势和规律。**
 - **第一，消费升级仍是主要矛盾，与消费分层特征并不冲突。** 消费市场是多层次、不均衡的，疫情扰动与经济承压使得消费分层特征更加凸显，但消费升级仍是主要矛盾，且呈现区域梯次升级特征，大众品或出现一定“平替”现象，但美好生活追求下的品质升级将持续。
 - **第二，以白酒为代表的社交品商业模式优秀，好品牌、好生意、好管理仍是优选公司的三条主要标准，飞天茅台3000元价格天花板是高端确定性、次高端高成长、地产品牌的结构升级的重要支撑点，短期内行业存在22Q1收现比下降及22H1动销放缓、库存累加及酱酒品类量价承压现象，但主流品牌主销产品价格链条稳定，相较于2013年周期企业具备更强的抗风险能力，且5月以来渠道货物周转率逐步提升，虽22Q2业绩承压（淡季销售占比15-20%），预计对品牌全年销售的影响可控，另外，我们测算基建投资周期相对于白酒消费有3-5个月的传导期，预计三季度白酒需求将逐步提振。** 长期来看，我们需要关注年轻一代社交场景和社交行为的变化对白酒消费的影响。

核心观点

- 第三，成本转嫁能力与成本控制能力是大众品公司重要的判断标准，优选具备行业定价权和有规模化优势的企业。大众品公司多采用成本定价方式，大宗原材料的上涨压制公司业绩，阶段性关注对包材类、油脂类、大豆及糖类等成本端边际下降品种，当然定价锚定在于国际煤炭与原油价格。
- 基于以上，22H2推荐关注4条关键线索：**场景修复与吨价提升、国企改革、成本下降、供给改善与渗透率提升的品种。**
 - 板块推荐上社交品优先，白酒、啤酒、餐饮链条（调味品、速冻食品、预制菜等）、乳制品、休闲食品等。
 - 白酒推荐：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、古井贡酒、洋河股份、迎驾贡酒，关注酒鬼酒、水井坊，老白干、金徽酒。
 - 啤酒推荐：青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒，关注华润啤酒。
 - 大众品推荐：安井食品、海天味业、千味央厨、绝味食品、天味食品、立高食品、安琪酵母、东鹏饮料、甘源食品等。

风险提示：疫情导致消费场景及出行受限，影响社交消费升频；经济刺激政策效果不达预期；大宗原材料价格高位震荡或大幅上行，加重大众品企业成本负担；提价传导不畅导致销量受损；食品安全问题及限制性产业政策出台。



01

场景压制与成本上行，板块22H1
涨幅-4.28%

02

静坐听雨，无问西东：专注长期趋势，
把握确定性改善

03

“看一时，更看一世”，锚定“4
条”关键线索

04

相关公司盈利预测

05

风险提示

CONTENTS

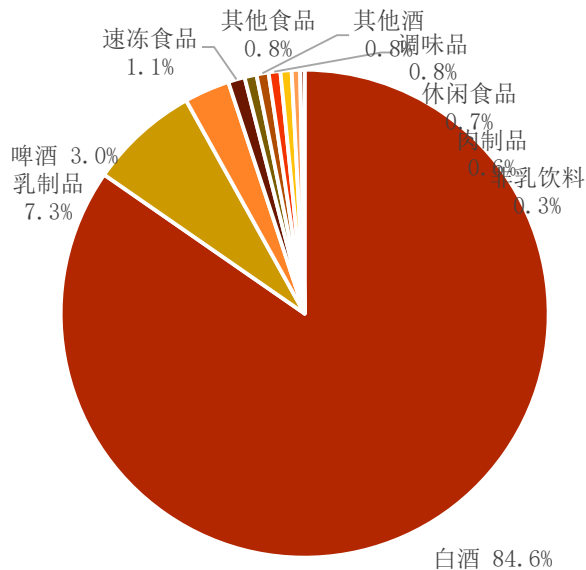
目录



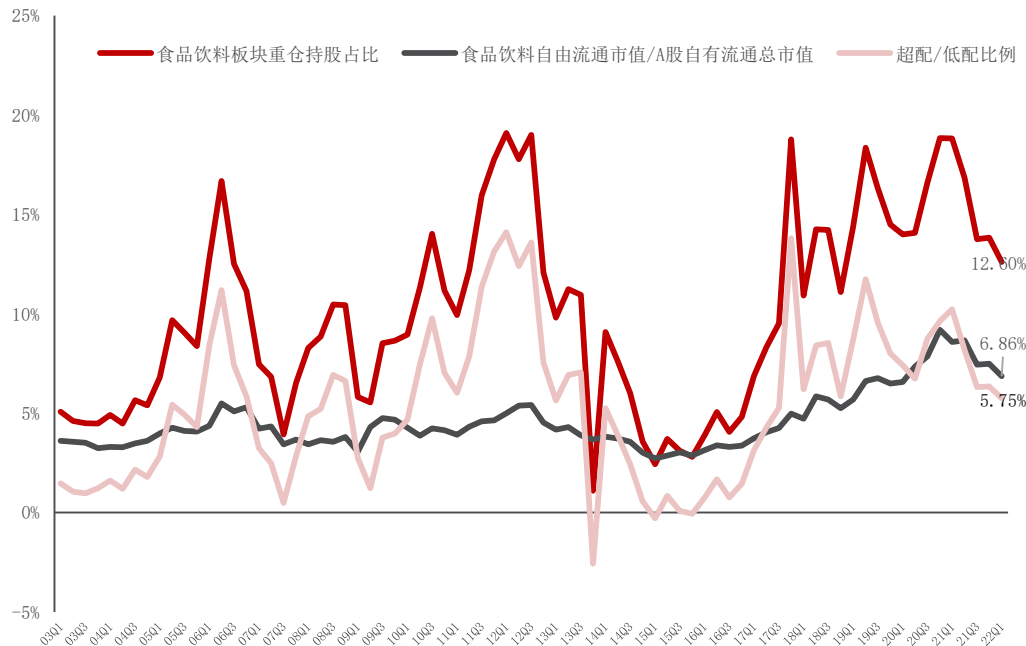
01.场景压制与成本上行，板块22H1涨幅-4.28%

1.1 22Q1食品饮料板块在主动权益基金持仓中持股市值占比12.6%左右，仍属于超配5.75%，22H1或将保持较高持仓

图表：食品饮料各子板块（中信三级）22Q1重仓持股占比：白酒、乳品、啤酒居前三



图表：2003年至今食品饮料板块（中信一级）在主动权益基金重仓持股占比及超/低配比例



资料来源：wind，民生证券研究院

资料来源：wind，民生证券研究院

1.2

22H1板块收益-4.28%，位列11位：疫情冲击了白酒、啤酒等社交品需求预期，引发消费场景限制及居民端消费能力与信心受损的担忧，大宗原材料成本上涨则压制了大众品盈利预期

图表：2022H1食品饮料(申万) PE-ttm回调至合理估值区间

行业板块 (SW)	市值(亿)	2022H1 AVE	PE-TTM WIND一致预测PE		
			2022	2023	2024
沪深300	501,743.38	13	12	10	9
食品饮料	69,080.60	39	36	30	25
白酒Ⅱ	49,353.21	40	38	32	26
非白酒	3,296.38	47	44	39	30
啤酒	2,418.78	43	42	36	31
其他酒类	877.6	64	50	48	26
饮料乳品	5,046.70	32	28	24	17
软饮料	1,376.69	27	29	24	18
乳品	3,670.01	34	28	23	17
休闲食品	2,055.29	33	31	25	19
调味发酵品Ⅱ	6,290.75	46	43	36	30
食品加工	3,038.28	30	21	18	14
肉制品	1,387.04	27	17	15	12
预加工食品	852.87	42	37	30	25
保健品	704.71	28	20	17	13

资料来源：wind，民生证券研究院，数据截至2022.06.30

图表：2022H1食品饮料(申万) 行业年度收益率列第11位

年涨幅排名	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
1	食品饮料 +53.85%	银行	食品饮料 +72.87%	休闲服务	电力设备	煤炭
2	家用电器	休闲服务	电子	电气设备	有色金属	交通运输
3	银行	食品饮料 -21.95%	建筑材料	食品饮料 +84.97%	煤炭	综合
4	电子	采掘	家用电器	汽车	基础化工	美容护理
5	钢铁	农林牧渔	农林牧渔	国防军工	钢铁	房地产
					食品饮料 (27) -6.01%	食品饮料 (11) -4.28%

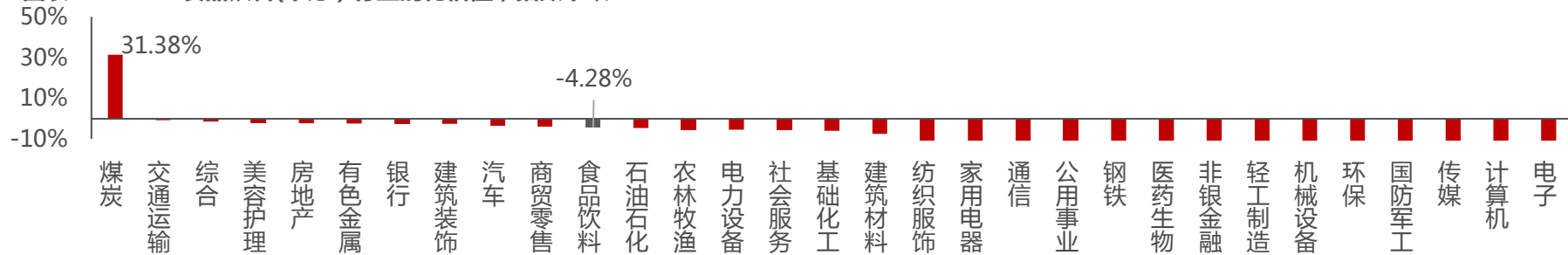
资料来源：wind，民生证券研究院，数据截至2022.06.30

截至6月30日，食品饮料（申万）行业指数下跌4.28%，收益率居第十一名；分子版块来看：肉制品板块（+2.12%）领涨、熟食（-19.05%）、软饮料（-15.41%）、零食（-15.16%）等跌幅较大。

1.3

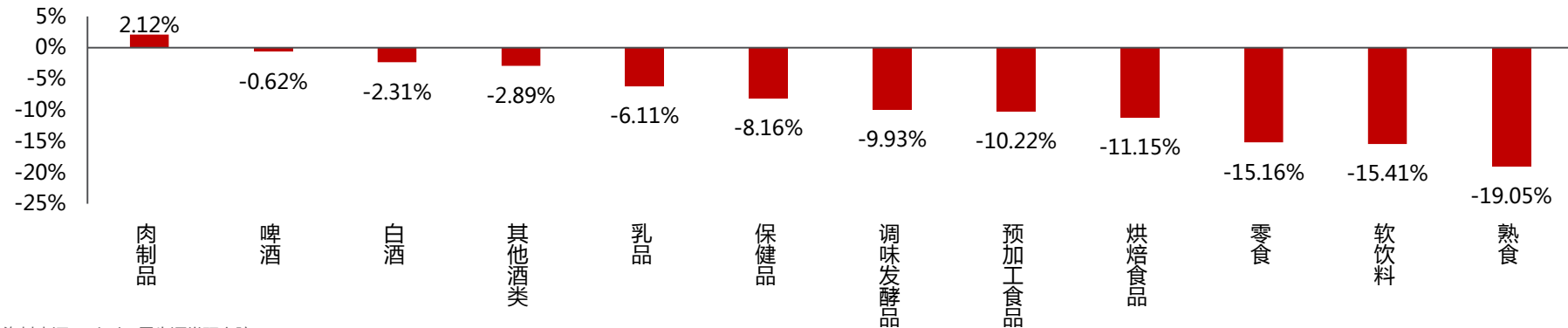
22H1子行业看：肉制品+2.12%、啤酒-0.62%、白酒-2.31%韧性凸显，场景限制及成本上升导致餐饮链及软饮零食受损较为明显，调味品-9.93%、零食-15.16%、软饮-15.41%、熟食-19.05%

图表：2022H1食品饮料(申万)行业消化估值，指数下跌4.28%



资料来源：wind，民生证券研究院

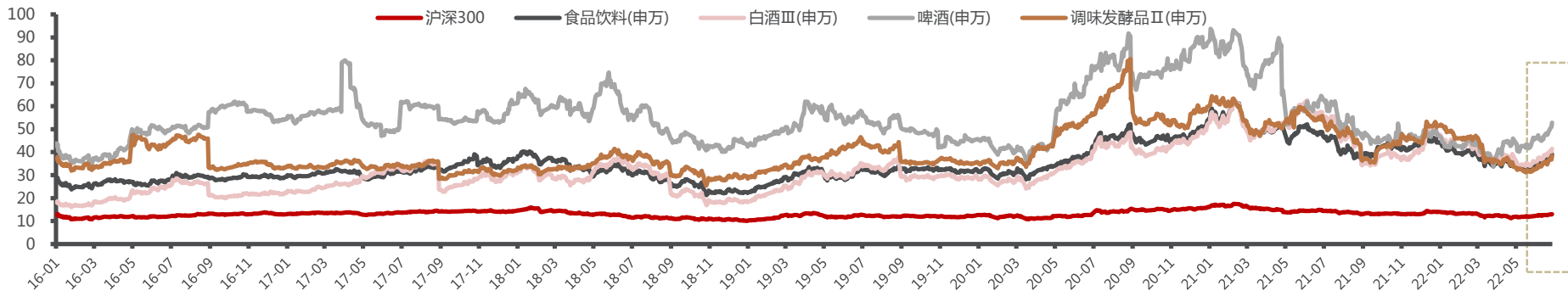
图表：2022H1场景限制及成本上升导致餐饮链及软饮零食调整幅度较大



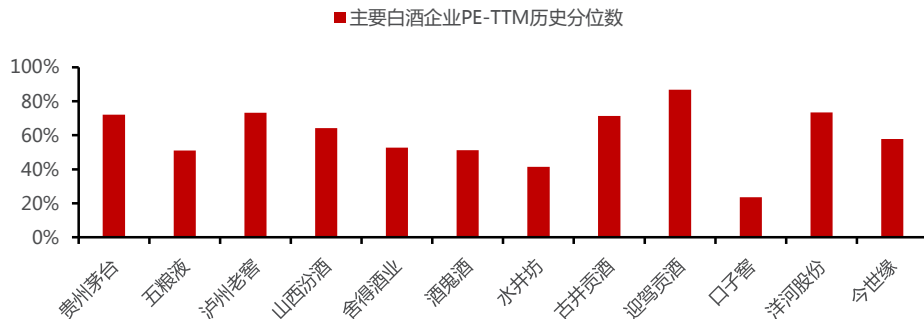
资料来源：wind，民生证券研究院

1.4 估值层面：22H1板块估值水位回落，白酒为5年来60%分位数，啤酒接近中位数，5月以来疫情对场景压制逐步减弱，板块迎来估值修复

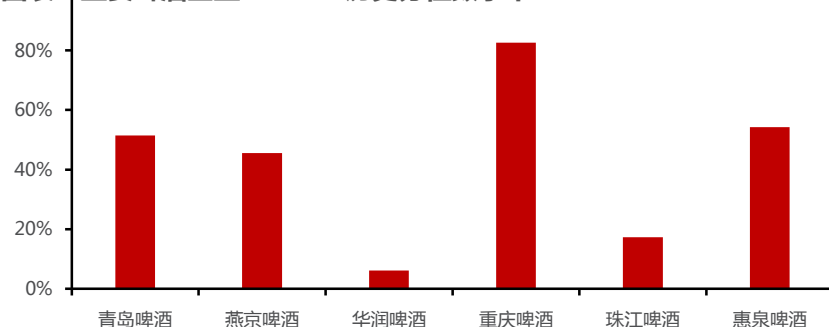
图表：2016年以来食品饮料(SW)及白酒、啤酒板块PE-TTM估值



图表：主要酒企2022.06.30PE-TTM近五年历史分位数水平



图表：主要啤酒企业PE-TTM历史分位数水平



1.5

个股层面：22H1金种子、梅花生物、燕京啤酒、洋河股份、古井贡B、伊力特等涨幅居前，三只松鼠、良品铺子、顺鑫农业、百润股份回撤幅度较大

图表：2022H1食品饮料板块涨幅TOP10

证券代码	证券简称	SW行业	区间涨跌幅
600199.SH	金种子酒	白酒	67.65%
600873.SH	梅花生物	调味发酵品	47.07%
000729.SZ	燕京啤酒	啤酒	14.05%
002304.SZ	洋河股份	白酒	13.13%
200596.SZ	古井贡B	白酒	12.75%
600197.SH	伊力特	白酒	10.99%
603043.SH	广州酒家	休闲食品	6.68%
603317.SH	天味食品	调味发酵品	6.45%
600600.SH	青岛啤酒	非白酒	4.97%
002847.SZ	盐津铺子	休闲食品	4.18%

资料来源：wind，民生证券研究院，数据截至2022.06.30

图表：2022H1食品饮料板块跌幅TOP10

证券代码	证券简称	SW行业	区间涨跌幅
300783.SZ	三只松鼠	休闲食品	-35.10%
603719.SH	良品铺子	休闲食品	-32.00%
000860.SZ	顺鑫农业	白酒	-29.70%
002568.SZ	百润股份	非白酒	-28.90%
605339.SH	南侨食品	休闲食品	-23.86%
600779.SH	水井坊	白酒	-22.88%
002626.SZ	金达威	食品加工	-22.00%
300973.SZ	立高食品	休闲食品	-20.83%
600305.SH	恒顺醋业	调味发酵品	-19.12%
600298.SH	安琪酵母	调味发酵品	-18.27%

资料来源：wind，民生证券研究院，数据截至2022.06.30



02.静坐听雨，无问西东 专注长期趋势，把握确定性改善

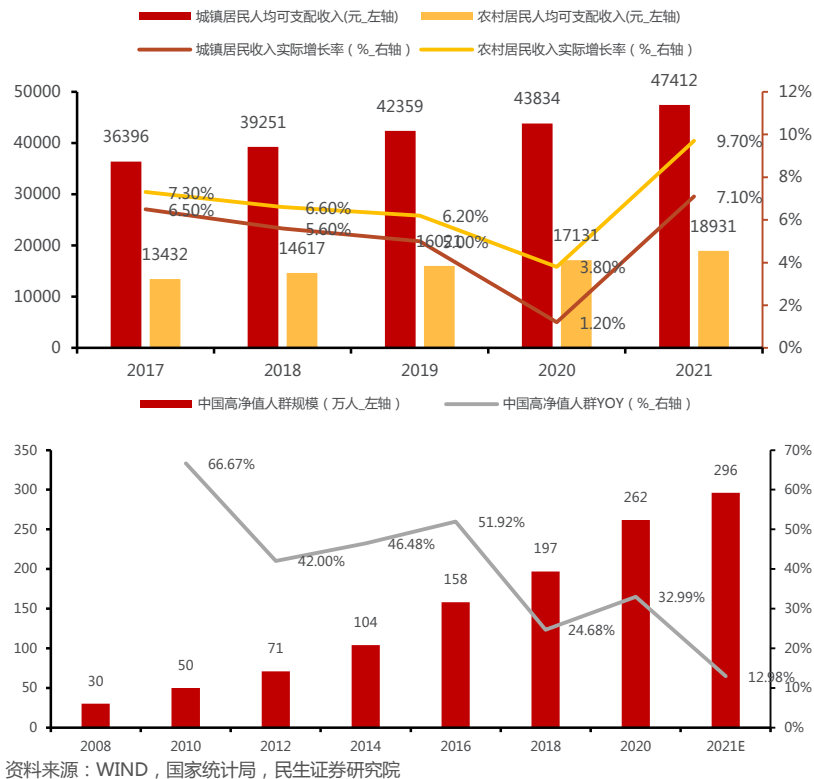
消费升级是长期趋势：消费市场是多层次、不均衡的，呈现区域梯次升级特征，大众品或出现一定“平替”现象，但美好生活追求下的品质升级将持续

图表：《第四消费时代》对日本消费时代的划分

时代划分	第一消费社会 1912-1941	第二消费社会 1945-1974	第三消费社会 1975-2004	第四消费社会 2005-2034
社会背景	从日俄战争胜利开始至中日战争以东京、大阪等大城市为中心的中等阶级诞生	从战败、复兴、从石油危机开经济高度增长长期开始至石油危机大量生产、大量消费全国一亿人口中产阶级化	始到低增长、泡沫经济、金融破产、小泉改革 差距拉大	雷曼危机、两次大地震、经济长期不景气、不稳定等导致收入减少、人口减少导致消费市场缩小
人口	人口增加	人口增加	人口微增	人口减少
自然增长率	5‰	5‰→2‰	2‰→1.3‰~1.4‰	1.3‰~1.4‰
老年人比率	5%	5%—6%	6%—20%	20%—30%
国民价值观	national 消费属于私有主义，整体来讲重视国家	family 消费属于私有主义，重视家庭、社会	individual 私有主义、重视个人	social 趋于共享、重视社会
消费取向	西洋化 大城市倾向	大量消费、大的就是好、大城市倾向、美式倾向	个性化、多样化、差别化 品牌倾向、大城市倾向、欧式倾向	无品牌倾向、朴素倾向、休闲倾向、日本倾向、本土倾向
消费主题	文化时尚	每家一辆私家车、私人住宅、三大神器、3C	从量变到质变 每家数辆、每人一辆、每人数辆	联系几人一辆、汽车分享、住宅分享
消费承担者	中等阶级家庭 时尚男女	小家庭 家庭主妇	单身者 啃老单身	所有年龄层里 单一化的个人

资料来源：三浦展《第四消费时代》，民生证券研究院

图表：居民人均可支配收入与中国高净值人群数量保持稳定增长趋势



资料来源：WIND，国家统计局，民生证券研究院

2.2

消费分层现象凸显：经济承压，市场担忧疫情导致失业率上升，社会主体消费能力与信心受损，我们看到消费分层的特征现阶段更加凸显,但对于社交品而言，消费升级仍是主要矛盾

- 场景受限与消费能力受损降低了社交频次，短期影响销量，随着行程码摘星、交运等解封场景逐步恢复，后期稳增长政策带动下，消费能力与信心有望逐步恢复，消费升级仍是主要矛盾。
- 根据欧睿数据显示：中国中高收入家庭占比逐步提升，酒类、汽车、奢侈品等高端商品、品质消费品类在2015-2020年保持了较快增长。2020年疫情以来居民可支配收入保持稳定增长，2021年城镇居民可支配收入47412元/+7.1%、农村居民18931元/+9.7%。预计我国高净值人群2021年296万人，是2008年30万人近10倍，且仍保持10%+左右增速。

图表：中国更多城市家庭将步入中等收入阶层（单位：%）

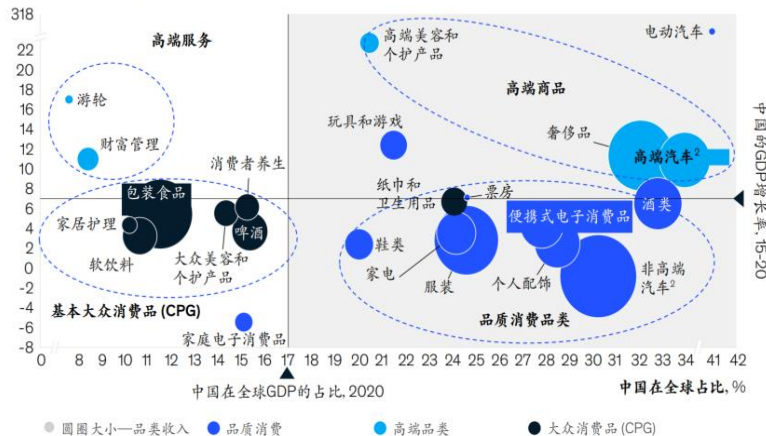
XX城市家庭数量百分比

家庭年收入 人民币, 2020年实际价值		城市消费按收入分组 %		2000		2020		2030 E		Delta方法 2030 vs. 20	
高收入	富裕 (≥345,000)	1	<1	10	3	20	8	+2x			
	大众富裕 (230,000-345,000)	1	<1	5	3	31	26	+1.8x			
中高收入	宽裕小康 (160,000-230,000)	1	<1	29	23	29	30				
	小康 (85,000-160,000)	3	1	45	48	15	23	-65%			
中低收入	新晋小康 (55,000-85,000)	6	4	7	12	3	6				
	温饱 (≤55,000)		88	94	4	10	1	-60%			

资料来源：《未来十年塑造中国消费增长的五大趋势》，麦肯锡咨询，民生证券研究院

图表：在很多品类里，中国消费者愿意超前消费

中国的品类增长率, CAGR 2015-20 %¹



¹考虑到新冠疫情的影响，2015-19年票房和游轮的CAGR（年复合增长率）。

²“高端”或“非高端”的分类是基于所销售的具体车型的价格（而不是汽车厂商）。

注：以价值而非数量表示的世界消费份额和增长率。

资料来源：Euromonitor International；麦肯锡奢侈品报告；IHS Markit；世界银行；麦肯锡全球研究院分析

资料来源：《未来十年塑造中国消费增长的五大趋势》，麦肯锡咨询，民生证券研究院

2.3

白酒的本质是社交，行业增长动力已然从量增过渡到价格驱动，长期的趋势仍然是品牌高集中与强分化，未来需要关注年轻消费群体社交形态与场景的变化

图表：白酒行业进入强分化、高集中的“第三成长阶段”

1949-1988年 白酒产业奠基阶段：

- 1) 满足人民“喝酒”需求；
- 2) 粮食生产与追求高出酒率等工艺基础；
- 3) 泸州老窖的浓香鼻祖酿酒工艺培训与“汾老大”
- 4) 生产至上、营销萌芽

第一成长阶段

第二成长阶段

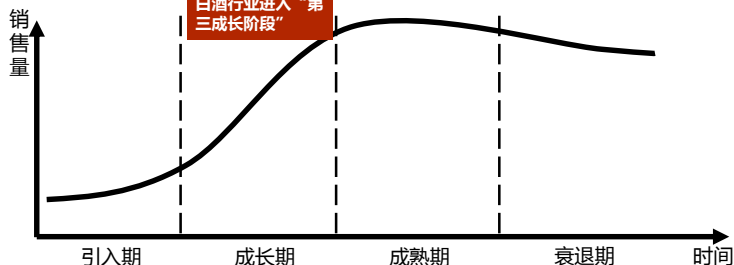
1988-2008-2012年：产业量价齐升

- 1) 经济高速发展，产业政策松绑
 - 1988年开启自主定价，以五粮液为代表的白酒品牌逐步提升价格天花板，成就“中国白酒大王”；
 - 90年代也出台过抑制经济过热相关信贷政策，行业企业或降度降价、或主动出击开放ODM、OEM应对
- 2) 2008年茅台价格超越五粮液，座次轮替，而行业对政务团购消费依存度高
- 3) 2012年行业黄金十年结束，三公消费限制，行业承压2013年进入下行周期
- 4) 价格决定地位，从打广告时代快速过渡到KOC、KOL的“盘中盘”营销

第三成长阶段

2013-2016-2021年以来：从挤压增长的修复到结构化长期繁荣阶段

- 1) 集中化趋势加速—优势产区、优势品牌、优势经销商
- 2) 品牌格局相对稳定，结构性长周期繁荣
- 3) 商务消费与中产阶级扩容驱动行业结构性扩容
 - 城镇化率提升带来的消费频次提高会持续
 - 消费贡献占比在GDP比重中持续提升，第二产业的巩固与创新，助力突破“中等收入陷阱”
 - 酱酒加速了行业300+价位的成熟，风险大于挑战
- 4) 圈层营销更近核心消费群，竞争壁垒从渠道前移至消费者心智，即品牌内涵的丰富与共鸣。



资料来源：民生证券研究院

2.4

短期内白酒行业出现票据打款增多、收现比、合同负债下降及22H1动销放缓、库存累加及酱酒品类量价承压现象，但主流品牌主销产品价格链条稳定

图表：2018-2022Q1白酒企业预收款项、合同负债、票据、收现比情况（亿元）

品牌/时间			2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
高端白酒	贵州茅台	预收账款（合同负债）	131.72	99.40	111.68	135.77	113.85	122.57	112.55	137.40	69.09	94.64	94.11	133.22	53.41	92.44	91.37	127.18	83.22
		应收票据	7.99	6.90	6.21	5.64	5.20	7.10	8.59	14.63	13.45	11.78	19.36	15.33	11.86	12.33	5.40	-	-
		收现比(%)	78.79	111.57	156.40	200.87	67.12	111.15	122.51	211.44	57.04	111.86	135.98	187.26	88.44	130.76	132.14	240.14	85.79
	五粮液	预收账款（合同负债）	57.72	44.19	24.40	67.07	48.53	43.54	58.65	125.31	47.69	36.19	43.85	86.19	49.86	63.28	46.91	130.59	36.07
		应收票据	171.96	169.78	143.20	161.35	158.91	150.59	123.39	146.43	146.12	121.85	150.92	185.68	185.19	182.34	171.15	238.59	282.93
		收现比(%)	74.93	90.33	117.87	181.75	100.61	107.39	144.31	159.70	62.69	151.26	84.97	162.46	86.60	120.86	122.44	175.81	49.86
	泸州老窖	预收账款（合同负债）	13.88	10.94	14.12	16.04	12.86	13.92	15.92	22.44	6.26	5.88	12.31	16.79	16.92	14.08	19.05	35.10	17.63
		应收票据	22.84	29.58	19.95	23.88	27.48	24.60	18.89	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		收现比(%)	106.19	84.93	161.96	106.93	99.74	103.90	118.39	143.55	76.28	87.52	130.22	113.52	128.85	102.14	91.76	111.69	118.79
次高端白酒	山西汾酒	预收账款（合同负债）	7.19	8.20	7.87	16.53	12.03	14.81	18.41	28.40	16.11	21.44	26.87	31.07	29.30	32.59	38.21	73.76	38.81
		应收票据	32.65	36.03	32.59	36.95	19.37	26.19	27.39	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		收现比(%)	66.40	92.20	103.50	119.30	139.56	78.00	107.63	110.11	91.40	130.86	84.41	90.35	70.37	131.01	144.10	228.91	84.25
	舍得酒业	预收账款（合同负债）	3.84	1.32	1.79	2.47	1.50	1.26	2.35	2.53	1.71	1.54	2.89	3.68	4.41	3.70	8.52	6.58	3.91
		应收票据	1.65	1.06	1.32	1.46	1.19	0.70	2.51	-	-	-	-	-	-	-	-	0.52	0.67
		收现比(%)	169.20	107.65	111.43	108.42	115.41	117.88	112.83	100.46	119.89	102.35	119.71	124.54	121.64	99.53	141.78	122.68	96.52
	酒鬼酒	预收账款（合同负债）	1.37	0.91	0.57	1.54	1.20	0.74	1.34	2.07	1.62	2.14	3.32	7.19	5.81	8.72	5.21	13.82	6.75
		应收票据	1.23	0.97	1.04	2.39	2.10	1.13	1.30	1.98	1.55	0.66	1.25	3.88	4.08	4.22	3.13	5.00	6.46
		收现比(%)	103.47	101.50	80.99	99.19	104.45	108.39	111.10	87.31	95.23	138.67	123.30	126.13	88.40	140.57	77.14	184.94	55.78
	水井坊	预收账款（合同负债）	0.69	0.33	0.37	1.60	0.41	0.59	0.81	3.71	0.30	5.04	7.13	7.36	7.24	6.39	8.71	9.59	8.39
		应收票据	0.07	0.10	0.04	0.00	0.04	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		收现比(%)	102.55	118.86	101.51	130.05	108.54	118.27	113.87	117.87	105.78	161.87	130.71	114.71	109.16	91.05	127.03	118.11	97.98

资料来源：Wind 民生证券研究院

图表：2018-2022Q1白酒企业预收款项、合同负债、票据、收现比情况（亿元）

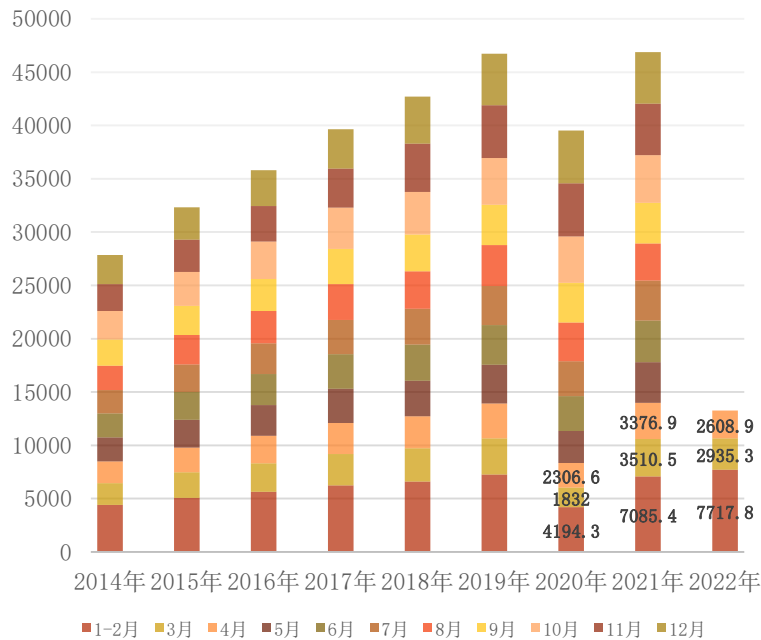
品牌/时间		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	
区域酒等	古井贡酒	预收账款（合同负债）	12.86	8.03	11.14	11.49	11.15	5.17	8.90	5.30	15.33	7.27	8.47	12.07	19.44	22.14	27.93	18.25	46.92
		应收票据	18.13	18.99	13.58	13.47	18.02	13.17	12.05	10.04	15.71	10.36	17.12	0.00	-	-	-	-	-
		收现比(%)	90.55	83.25	154.91	99.99	89.49	89.22	130.94	112.66	134.58	85.81	90.64	97.17	96.41	141.89	124.18	114.46	116.93
	迎驾贡酒	预收账款（合同负债）	3.05	2.99	3.00	4.83	2.87	2.13	1.88	4.06	3.00	3.23	3.40	4.66	4.11	3.99	3.87	5.97	4.68
		应收票据	0.33	0.16	0.15	0.80	0.14	0.14	0.10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		收现比(%)	91.85	119.39	112.64	128.80	87.46	109.49	106.23	137.18	66.40	121.92	113.64	114.00	103.43	113.29	110.05	127.35	102.50
	口子窖	预收账款（合同负债）	4.84	5.86	5.72	9.18	4.89	5.15	5.79	8.00	4.54	4.33	4.87	7.70	3.71	4.96	4.09	6.77	3.77
		应收票据	4.22	5.37	4.89	8.34	5.85	5.56	3.84	6.43	1.54	2.41	3.76	7.03	3.08	4.90	4.13	6.09	3.82
		收现比(%)	99.39	94.70	105.57	105.97	89.64	106.46	114.73	95.81	111.53	81.33	86.05	100.77	93.98	89.36	96.87	105.43	86.58
	洋河股份	预收账款（合同负债）	14.68	20.58	27.72	44.68	19.74	17.79	19.79	67.54	64.32	39.48	38.69	88.01	61.29	55.17	65.10	158.05	97.66
		应收票据	2.42	1.89	1.18	2.43	6.93	4.49	0.96	6.59	0.16	0.28	4.70	6.13	0.24	0.41	0.48	6.64	5.38
		收现比(%)	89.04	110.04	129.07	182.05	75.58	95.03	118.05	446.25	64.64	48.23	104.12	357.47	89.66	106.51	125.51	410.67	61.46
	今世缘	预收账款（合同负债）	2.45	2.37	5.98	11.68	2.92	3.07	4.74	13.04	2.92	3.52	6.34	10.96	4.82	6.48	8.61	20.67	11.36
		应收票据	0.17	0.32	0.54	0.08	0.25	0.41	0.44	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		收现比(%)	78.79	111.57	156.40	200.87	67.12	111.15	122.51	211.44	57.04	111.86	135.98	187.26	88.44	130.76	132.14	240.14	85.79
	顺鑫农业	预收账款（合同负债）	37.01	34.41	30.96	56.54	51.66	49.55	48.26	61.91	42.54	35.62	34.94	50.88	36.92	29.45	28.28	25.70	13.35
		应收票据	3.50	2.51	0.87	2.24	2.37	3.73	2.79	5.19	4.31	2.01	1.98	3.79	7.62	4.42	0.92	4.08	5.71
		收现比(%)	120.49	114.67	111.73	197.03	109.59	104.93	116.41	138.53	81.45	103.21	110.65	187.67	78.29	103.75	125.14	83.71	75.92
	老白干酒	预收账款（合同负债）	6.48	6.33	8.08	4.29	5.69	3.30	4.95	8.02	8.89	6.19	9.65	7.07	12.87	12.86	17.48	13.58	20.80
		应收票据	2.97	1.20	2.26	1.12	2.73	0.68	1.43	4.64	6.01	3.22	2.79	3.32	3.58	1.73	3.21	2.17	2.95
		收现比(%)	107.14	126.92	117.77	83.29	101.48	110.00	120.55	106.97	103.99	117.42	149.19	87.40	193.67	127.50	146.49	79.59	185.44
伊力特	预收账款/合同负债	3.80	1.53	1.72	1.17	1.19	0.71	1.22	0.84	0.42	0.24	0.52	0.89	0.37	1.12	0.56	0.84	1.25	
	应收票据	1.42	0.83	1.49	2.71	1.96	1.08	1.34	2.52	1.89	0.34	0.76	1.05	0.95	0.60	0.52	1.24	1.22	
	收现比(%)	141.09	86.11	121.70	92.43	131.34	121.08	132.77	84.07	120.59	126.74	83.32	162.73	82.26	128.44	54.99	178.72	102.92	
金徽酒	预收账款（合同负债）	1.55	1.60	1.62	1.26	1.74	1.40	2.26	2.28	1.35	1.46	1.41	2.01	1.98	1.94	1.72	3.58	4.00	
	收现比(%)	116.99	117.59	114.29	108.65	119.37	113.55	142.76	104.43	89.84	123.32	112.58	123.83	105.88	108.60	134.79	142.45	119.89	
金种子酒	预收账款（合同负债）	1.13	0.96	0.91	0.83	1.01	1.17	1.28	1.12	0.76	0.96	1.31	1.29	1.26	1.36	1.16	0.98	0.71	
	应收票据	1.87	1.33	0.71	1.59	1.12	0.44	0.28	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	收现比(%)	98.63	135.46	132.90	98.42	111.26	128.65	155.98	200.40	69.20	119.97	116.34	135.99	123.55	43.99	57.21	173.58	95.17	
天佑德酒	预收账款（合同负债）	0.13	0.23	0.35	0.43	0.33	0.64	0.75	0.36	0.27	0.22	0.40	0.31	0.48	0.48	0.48	0.62	0.42	
	收现比(%)	115.40	117.04	118.76	121.07	122.35	178.36	86.59	101.74	105.46	108.30	125.71	115.39	116.81	112.98	112.83	95.36	106.45	

资料来源：Wind，民生证券研究院

2.5

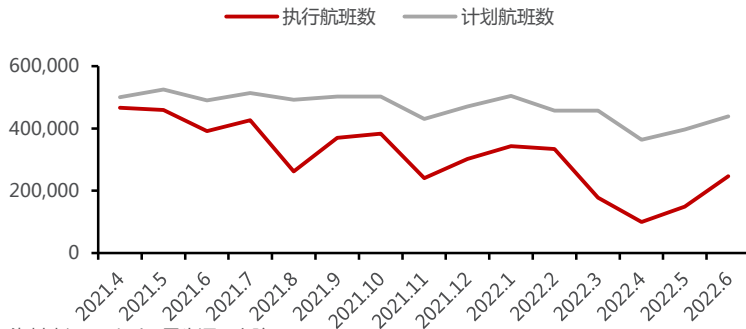
白酒动销恢复速度与餐饮基本同频，目前在8成左右，5月以来呈加速恢复趋势：聚饮是白酒消费的主要场景，疫情环境下，差旅出行和餐饮堂食的限制导致社交频次的下降

图表：疫情对全国餐饮收入冲击明显，2020年收入不足4万亿，2021年恢复至疫前水平，2022年3、4月同比下降（单位：亿元）



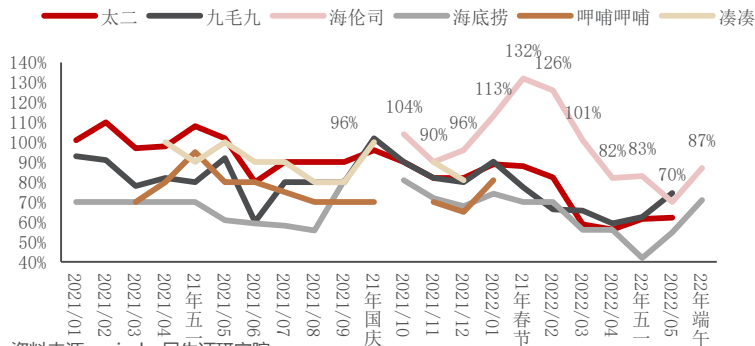
资料来源：国家统计局，wind，同花顺，民生证券研究院

图表：2021年4月以来航班数呈波动下降趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：餐饮行业龙头公司较2019年恢复率

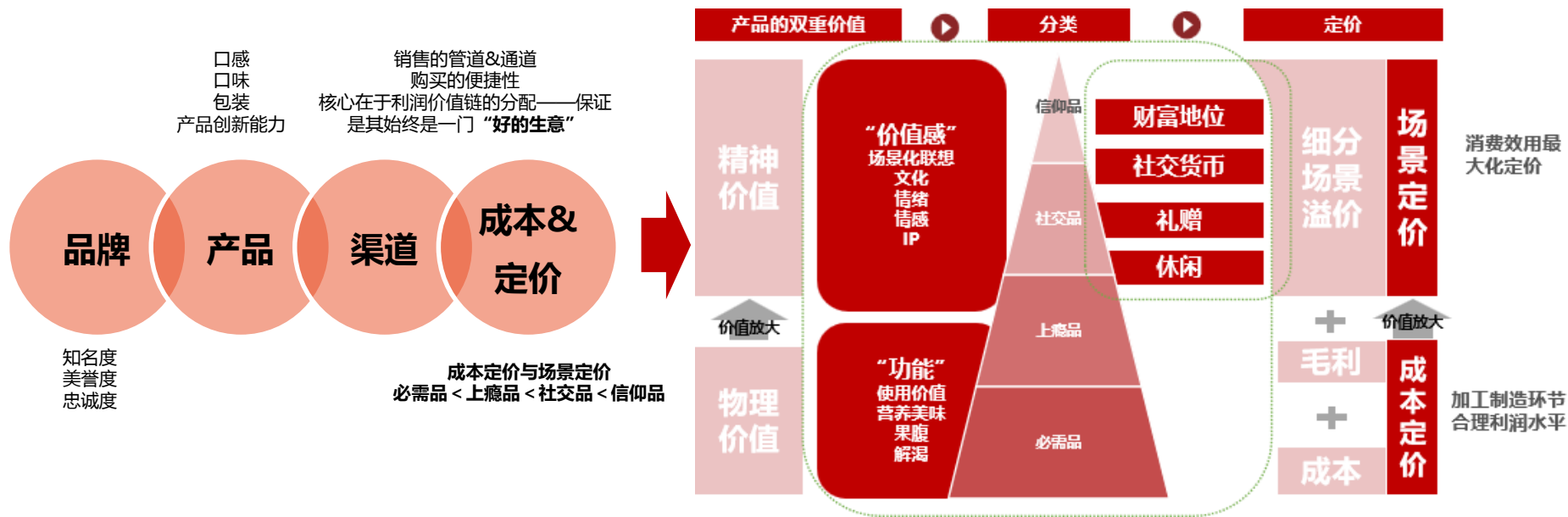


资料来源：wind，民生证券研究院

2.6 回归产业逻辑，成本转嫁能力与成本控制能力是大众品公司重要的判断标准，优选具备行业定价权和有规模化优势的企业

- **定价权**：以产品创新切入细分市场，创造或者满足消费新需求，从而掌控行业/品类的定价权；
- **规模化**：以规模化对冲/控制成本压力，而规模化的前提是产能利用率与品牌渠道能力的协同。

图表：满足消费场景特定需求的产品往往更具备定价权与溢价能力



资料来源：民生证券研究院绘制

2.7

外部的成本回落不可控，更应选择供给格局改善与渗透率提升的赛道，拥有产品创新能力、探索场景定价的公司更具吸引力

图表：2010-2021年各子行业毛利率变化情况

子行业	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	趋势	变动趋势
白酒	70%	71%	74%	74%	74%	70%	71%	74%	77%	77%	78%	79%		70%+, 稳步向上
啤酒	42%	41%	40%	40%	39%	38%	36%	39%	38%	40%	43%	40%		40%中枢, 基本稳定
调味品	25%	19%	19%	18%	28%	32%	33%	34%	37%	42%	41%	37%		35%+, 稳步提升
乳制品	30%	33%	33%	32%	34%	37%	38%	36%	36%	36%	33%	28%		30%中枢, 基本稳定
其他酒					-					52%	47%	49%		50%左右, 基本稳定
肉制品					-					15%	13%	11%		10%+, 有下滑趋势
速冻食品					-					29%	27%	23%		20%+, 有下滑
休闲食品					-					34%	32%	31%		30%左右, 基本稳定
其他食品					-					39%	37%	33%		35%中枢, 基本稳定

图表：2010-2021年各子行业净利率变化情况

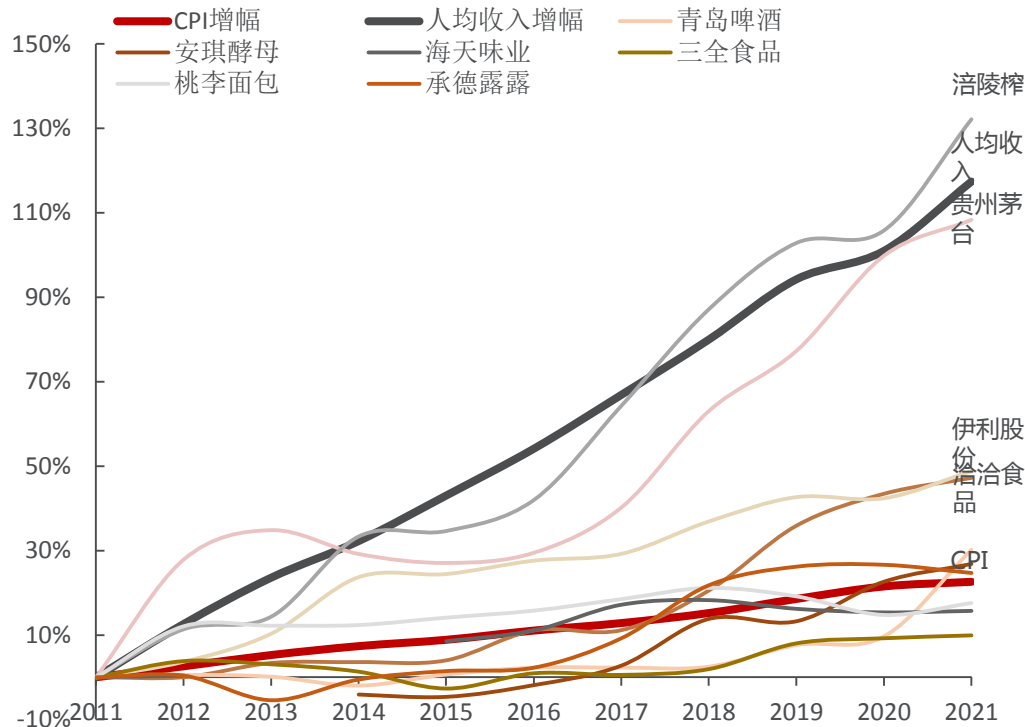
子行业	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	趋势	变动情况
白酒	31%	34%	38%	35%	32%	30%	29%	33%	35%	35%	37%	37%		30%+, 稳步向上
啤酒	8%	7%	6%	6%	6%	5%	4%	5%	5%	6%	9%	11%		稳步提升至 10%+
调味品	12%	4%	4%	2%	9%	9%	13%	13%	15%	22%	24%	20%		快速提升至 20%左右
乳制品	3%	5%	4%	6%	6%	6%	7%	6%	6%	6%	5%	6%		5%中枢, 基本稳定
其他酒					-					12%	11%	9%		10%中枢, 有下滑
肉制品					-					6%	6%	3%		下滑
速冻食品					-					4%	9%	7%		基本稳定
休闲食品					-					7%	12%	8%		10%左右, 基本稳定
其他食品					-					6%	16%	13%		基本稳定

资料来源：wind，民生证券研究院

注：1.由于会计准则调整，2020-2021年部分企业将运输费用调整至成本端列示，导致毛利率下滑；2.调味品板块由于海天味业2014年纳入指数，大幅拉升行业整体毛利率水平

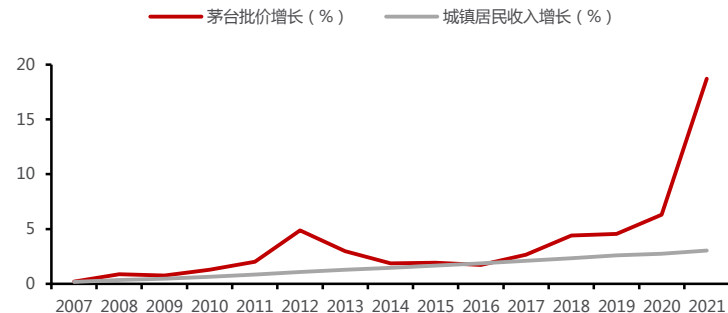
2.8 优选具备持续提价能力的行业与公司

图表：2011-2021年居民收入、CPI以及主要消费品企业产品出厂均价增长对比



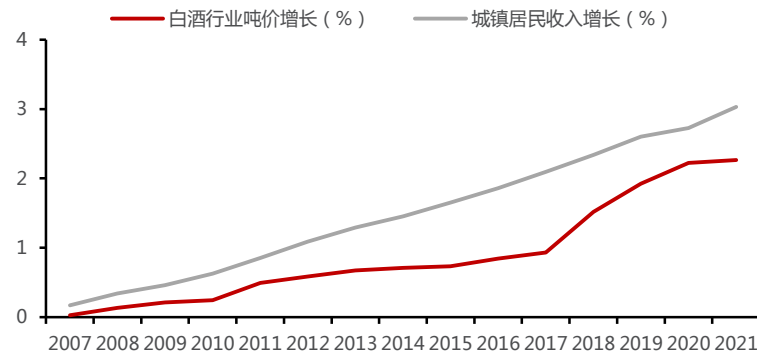
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：茅台批价2020年后加速上升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：白酒吨价的提升与城镇居民收入增长基本同频



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.9

成本边际下降利好大众品：22Q2猪肉、原奶、瓦楞纸、玻璃等延续跌势，受原油价格波动及供给改善，以棕榈油为代表的油脂类品质价格6月下旬开始下降

- 复盘原材料及包材价格涨幅，进入2022年之后，原奶、瓦楞纸价格边际回落，猪肉价格延续下滑趋势。油料、小麦粉、大豆、PET等仍延续上涨趋势，但上涨幅度有所趋缓。
- 整体来看，原奶价格边际下滑利好乳制品行业，玻璃价格下滑利好啤酒行业，油料价格下滑利好油料使用量较多的企业，如甘源食品、立高食品。

图表：重点原材料季度均价涨幅

		21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
原材料	原奶	12.1%	18.7%	16.5%	6.3%	-0.9%	-2.5%
	奶粉	22.5%	48.0%	2.8%	26.2%	17.7%	3.5%
	白砂糖	-8.2%	-3.8%	-0.7%	4.2%	5.6%	5.4%
	小麦	6.8%	6.9%	7.8%	12.3%	16.9%	24.9%
	食盐	-1.7%	-2.1%	-2.6%	-1.6%	1.7%	3.7%
	小麦粉	1.3%	1.8%	2.1%	2.3%	3.6%	5.8%
	大豆油	48.3%	65.4%	43.7%	25.1%	15.8%	24.9%
	棕榈油	35.4%	67.6%	50.5%	46.0%	55.0%	71.9%
	大豆	31.1%	9.6%	6.8%	11.9%	3.3%	11.1%
	猪肉	-11.9%	-34.5%	-55.8%	-44.8%	-52.4%	-26.9%
包材	瓦楞纸	11.1%	22.0%	15.7%	23.2%	-5.3%	-6.0%
	PET	-2.7%	9.9%	26.5%	49.6%	28.7%	32.9%
	玻璃	28.3%	78.8%	69.3%	16.2%	0.2%	-25.0%

资料来源：wind、同花顺金融，民生证券研究院

图表：2021年大众消费品公司提价梳理

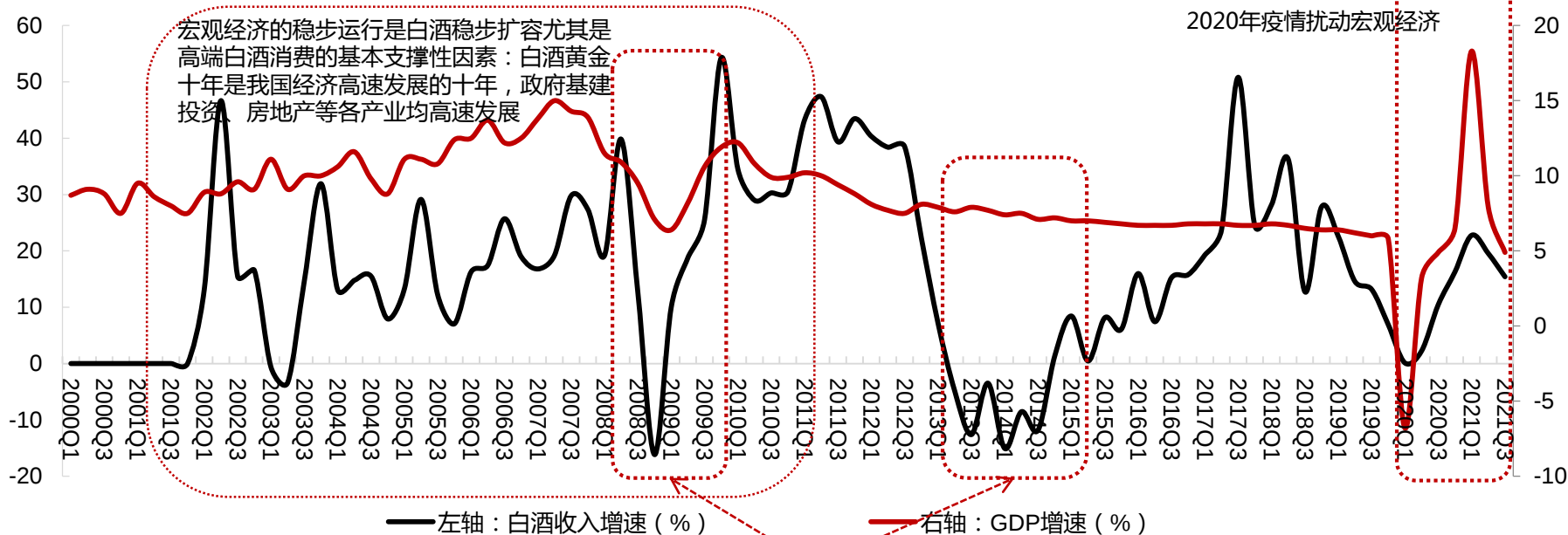
所属行业	公司名称	提价时间	提价产品	提价幅度
啤酒	百威亚太	2021.04 2021.12	百威及全国范围内的核心和实惠品牌 部分地区和品牌	应地区通胀水平加价 3%-10%
	青岛啤酒	2021.08 2021.11	山东区域青岛纯生 1903听装、白啤听装	终端供货价上调4元/箱，提价5% 最高为13%
	华润啤酒	2021.09	勇闯天涯	出厂价上调约4元/箱，提价10%
	重庆啤酒	2021.09	疆内乌苏全系列：疆外大乌苏和小瓶装乌苏酒液	大乌苏出厂箱价提升6元左右，提价幅度超10%，小瓶装乌苏酒液升级同时箱价提升
	安琪酵母	2021.09 2021.11	大包装干酵母、半干酵母、鲜酵母 无铝害油条膨松剂系列、馒头、面包改良剂系列、面包、蛋糕乳 化剂系列、脱模油系列、鸡精系列产品	出厂价格分别上调6000-8000元/吨，6000-8000元/吨， 2000-2500元/吨 价格上调3000元/吨，1000-2000元/吨，1000-3000元/ 吨，2000元/吨2000-5000元/吨
调味品	海天味业	2021.10	酱油、蚝油、酱料等部分产品	3%-7%
	天味食品	2021.10	两款产品	-
	恒顺醋业	2021.11	部分产品	5%-15%
	加加食品	2021.11	酱油、蚝油、料酒、鸡精和醋系列产品	3%-7%
	涪陵榨菜	2021.11	部分产品	3%-19
	千禾味业	2021.11	部分中低端产品	5%
	中炬高新	2021.11	全部产品的70%	3-10%
	仲景食品	2021.11 2021.12	部分产品 牛肉酱系列产品	10% 13%
	李锦记	2021.12	部分产品	6%-10%
	太太乐	2022.01	部分产品	3%-5%
乳制品	蒙牛乳业	2021.12	低温产品	-
	伊利股份	2022.01	基础白奶产品	3-5%
速冻食品	安井食品	2021.11	部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品	3%-10%
	海欣食品	2021.11	部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品	3%-10%
	三全食品	2021.12	部分速冻米面制品及速冻鱼糜制品	3%-10%
	千味央厨	2021.12	部分速冻米面制品产品	2%-10%
	立高食品	2022.01	部分主要冷冻烘焙食品及烘焙原材料产品	3%-8%
休闲食品	洽洽食品	2021.10	葵花子系列、南瓜子、小而香西瓜子产品	8%-18%
	甘源食品	2021.04	经销商总体	10%
	有友食品	2021.12	有友全系列产	15%
豆制品	祖名股份	2021.11	部分植物蛋白饮品（主要为自立袋豆奶）	15%-20%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

03. “看一时，更看一世” 锚定“四条”关键线索

白酒周期弱化，与宏观经济保持同向，但通常因产业政策调整而陷入周期拐点，本轮基建投资等政策效果或将延续历史，经过3-6个月传导至白酒等消费需求侧，预计22Q3需求将有提振

图表：白酒行业周期与GDP增长同向，但往往受产业政策影响进入拐点

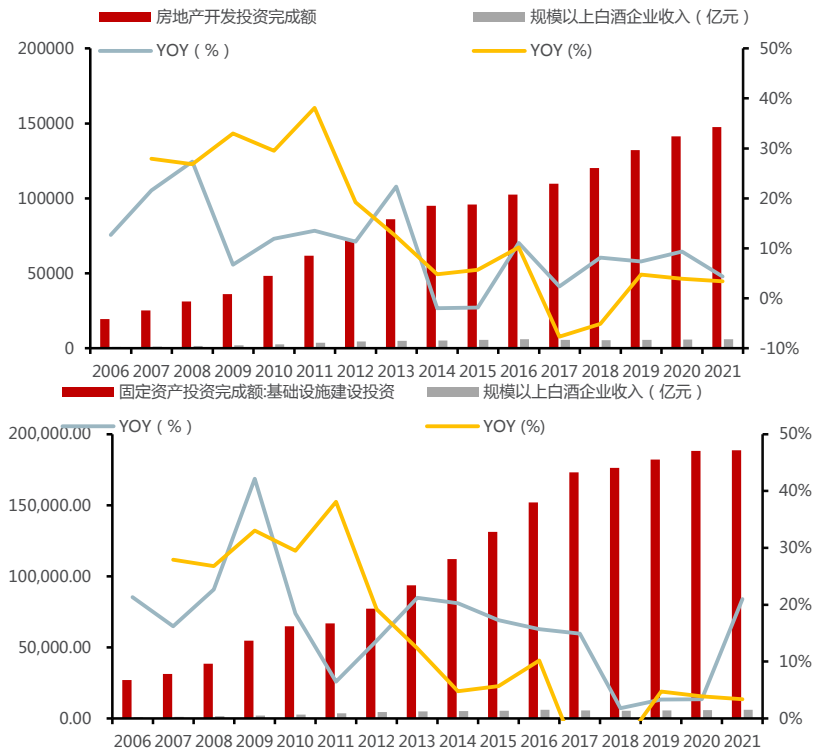


资料来源：国家统计局，酒业协会，民生证券研究院

3

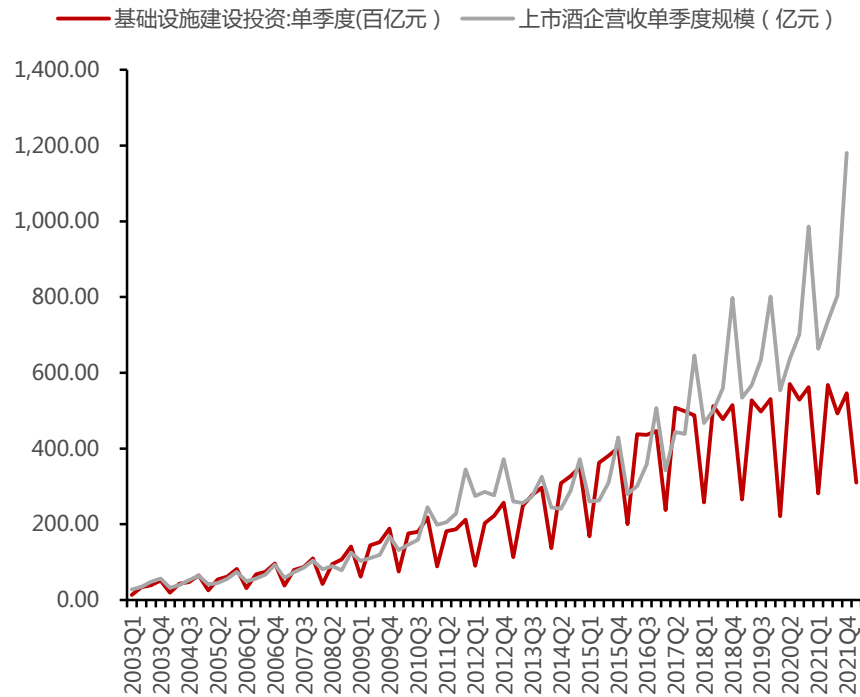
基建投资对白酒需求的拉动在2017年前强相关，且基本同频；2018年后逐步滞后3-5个月，且上市酒企营收对基建等单一依赖度明显降低

图表：房地产投资额增速、基建资产投资与白酒营收规模高度正相关



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：季度基建投资额与上市白酒企业营收季度营收基本同频



资料来源：wind，国家统计局，民生证券研究院

3

基于品牌、好的生意与管理效能“基本面三角”选股，品牌是底层逻辑、好的生意是直接驱动，管理效能提升的拐点判断支撑

图表：白酒竞争要素与“基本面三角”



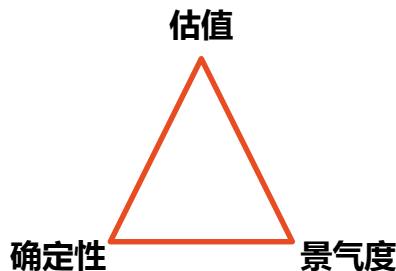
资料来源：民生证券研究院绘制

3

结合景气度、确定性与估值要素，优选高景气度次高端赛道、配置高端确定性与区域品牌低估值修复

- 立足企业“基本面三角”内部要素、做产业价值发现，结合“确定性”“景气度”“估值”三角与市场风格偏好做好投资决策。

- 白酒产业消费升级与集中度提升的趋势是确定的
- 白酒行业大周期与经济相关，更与政策周期相关，竞争格局呈现“周期弱化”特征
 - 关注PE、PEG低估值与业绩加速预期，疫情约束条件降低后消费场景修复
 - 推荐：洋河股份，关注：口子窖、水井坊



- 长线配置 **高质量** 发展龙头：高端品牌与区域龙头具备 **强品牌壁垒** 与阶段性具备较高区域 **渠道壁垒** 与“定价”能力。
 - 高端价位市场规模未来3年CAGR将达15%以上；
 - 100-300元价位预计目前市场存量1800亿（含税口径），未来仍将保持10%以内扩容速度，且集中度持续提升。
 - 可能的催化：
 - 国企改革三年行动计划（2020-2022）
 - 从本省市大本营市场走向周边板块化或全国市场
 - 推荐：贵州茅台、泸州老窖、五粮液、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘
 - 关注：口子窖

- 紧抓 **结构化的** 赛道投资 主线：白酒“第三成长”阶段，结构性扩容与强分化是显著特征，我们看好“千元价位段”与“300元-500元”次高端价位段的高速扩容逻辑——预计未来3年销售额CAGR将达到25%左右。
 - 经销商业绩的“稳定与向好”在大品牌配额量固定的背景下，存在存量与增量决策，加之龙头品牌渠道资源的外溢，在一定程度上会加速千元价格带的成长——之于行业企业贵州习酒、郎酒青花郎等，山西汾酒青花30复兴版、国窖1573等均有受益——千元价格带茅台1935的推出也将加速价格带竞争与成长。
 - 推荐：山西汾酒、泸州老窖、舍得酒业
 - 关注：酒鬼酒、武陵酱酒高景气带来的投资机会：老白干酒

资料来源：民生证券研究院绘制

关键线索（一）：场景修复 与吨价提升

- 场景修复利好消费板块，白酒、啤酒等强社交品更加受益
- 结构提升，有量增逻辑的行业与公司更值得关注

3.1 以广东为例看疫情冲击影响：22Q1广东社零增速低于全国，粮油食品5%、饮料6.8%、烟酒7.2%

- 社零分品类来看，广东省一季度纺织类、日用品、家用电器、家具类出现下滑，其中家具类主要与房地产行业相关；化妆品、珠宝类产品广东省依然保持增长，快于全国；其余品类虽有所增长但增速低于全国平均水平

图表：2022年一季度广东限额以上主要商品零售增速弱于全国

类别	广东 (%)	增速 全国 (%)	相差 (百分点)
1.粮油、食品类	5.0	9.3	-4.3
2.饮料类	6.8	11.8	-5.0
3.烟酒类	7.2	11.8	-4.6
4.服装鞋帽、针、纺织品类	-11.0	-0.9	-10.1
5.化妆品类	7.8	1.8	6.0
6.金银珠宝类	14.7	7.6	7.1
7.日用品类	-3.0	6.6	-9.6
8.家用电器和音像器材类	-8.0	5.9	-13.9
9.中西药品类	6.9	9.1	-2.2
10.文化办公用品类	2.9	10.6	-7.7
11.家具类	-8.6	-7.1	-1.5
12.通讯器材类	11.6	4.3	7.3
13.石油及制品类	19.9	19.7	0.2
14.建筑及装潢材料类	3.1	3.8	-0.7
15.汽车类	-0.6	-0.3	-0.3

资料来源：国家统计局，广东省统计局，民生证券研究院

图表：深圳GDP占全省约1/4，22Q1增速降至2%

2021全年		2022一季度	
深圳GDP (亿元)	30,664.85	深圳GDP (亿元)	7,064.61
深圳GDP增速 (%)	6.70%	深圳GDP增速 (%)	2.00%
广东全省GDP (亿元)	124,369.67	广东全省GDP (亿元)	28,498.79
广东全省GDP增速 (%)	8.00%	广东全省GDP增速 (%)	3.30%
深圳占全省比例 (%)	24.66%	深圳占全省比例 (%)	24.79%

图表：深圳社会零售总额占全省约1/5，22Q1社零增速下降1.6%

2021全年		2022一季度	
深圳社零 (亿元)	9,498.12	深圳社零 (亿元)	2,107.34
深圳社零增速 (%)	9.60%	深圳社零增速 (%)	-1.60%
广东全省社零 (亿元)	44,187.71	广东全省社零 (亿元)	11,195.33
广东全省社零增速 (%)	9.90%	广东全省社零增速 (%)	1.70%
深圳占全省比例 (%)	21.49%	深圳占全省比例 (%)	18.82%

3.1

场景修复利好消费板块，白酒、啤酒等强社交品更加受益：餐饮堂食是酒类“聚饮消费”关键场所，出行限制及社交风险的心理压力导致聚饮频次下降

- 受疫情影响，白酒库存相较往年偏高，主要在于消费场景的压制与差旅出行减少导致的降频，白酒聚饮场景占比较高，婚宴等消费可回补：
 - 政商务宴请、宴席（家宴、红白宴、生日宴、会议宴请等）、朋友聚饮、礼赠等四大核心场景在疫情冲击下基本缺失，以强刚需的53°飞天茅台为例，价格3月下旬走低至2500元左右，解封后价格逐步回升至2650元；
 - 库存偏高，落脚点在价格（价值链条的稳定性）：2022年行业库存偏高1个月左右，与商务场景强相关的次高端300元+动销流速下降，有2.5-3个月的压库现象（常态要求在1-1.5个月），但批发价格较为稳定（品味舍得355元、内参810元左右、水井坊臻酿八号310元左右）；
 - 以广深为例：疫情冲击时间较短，恢复速度快，与餐饮同步，端午恢复至8成：深圳2月底至3月底（3月13-20日静态管理）线下消费受疫情影响大，22Q1社零总额同比下降1.6%，白酒受益“先款后货、存货增值”特性，经过渠道库存和回款节奏的调节，主流酒企业绩未显波澜。
- 啤酒关联消费场景、季节（天气）和物流，铺货未受影响：
 - 封城期间对餐饮、夜场等即饮场景消费停滞，解封后恢复如常，3月为啤酒消费淡季，啤酒企业以铺货为主，深圳疫情期间物流畅通，啤酒铺货未受影响，广州啤酒月产量同比均有所提升，以广东为大本营市场对珠江啤酒22Q1销售也实现约5%增长，与全国平均水平相当。啤酒消费量环比提升主因天气变暖，进入正常消费旺季。

3.1

库存偏高，关注价格（价值链条的稳定性），3-4月价格承压

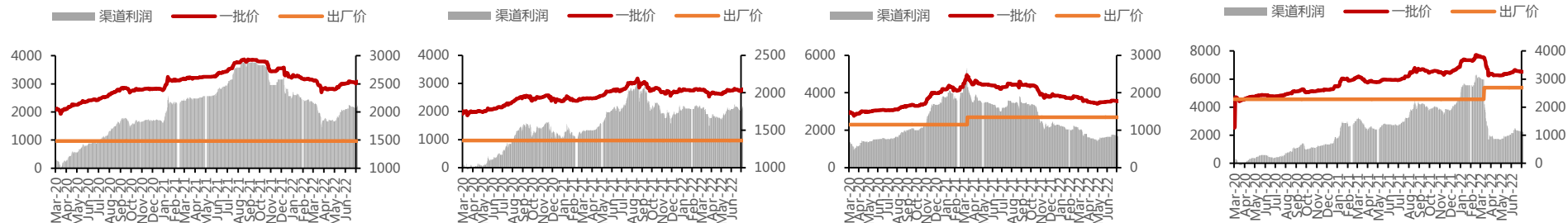
2022年行业库存偏高1个月左右，与商务场景强相关的次高端300元+动销流速下降，有2.5-3个月的压库现象（常态要求1-1.5个月），但批发价格较为稳定（品味舍得355元、内参810元左右、水井坊臻酿八号310元左右）

图表：飞天茅台（散瓶）一批价及渠道利润（元）

图表：飞天茅台（整箱）一批价及渠道利润（元）

图表：精品茅台一批价及渠道利润（元）

图表：茅台陈年15一批价及渠道利润（元）

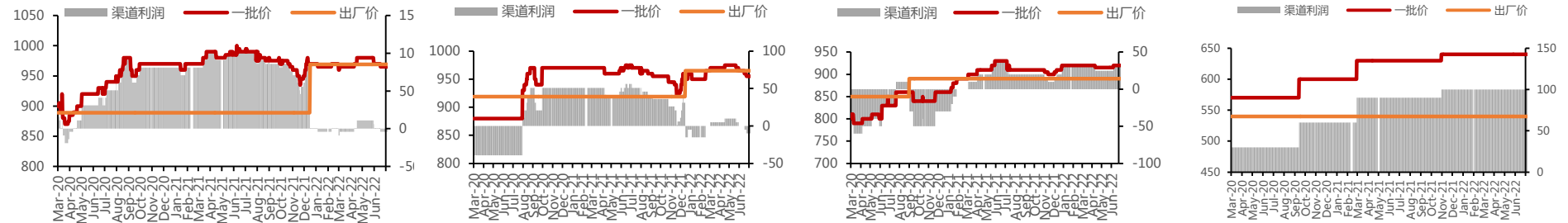


图表：普五一批价及渠道利润（元）

图表：五粮液1618一批价及渠道利润（元）

图表：国窖52度一批价及渠道利润（元）

图表：国窖38度一批价及渠道利润（元）



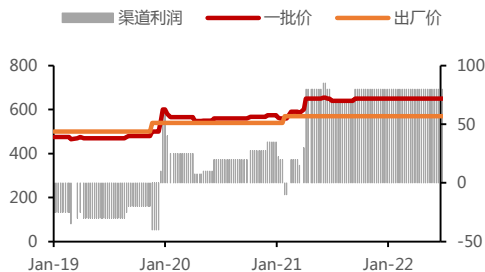
资料来源：今日酒价，民生证券研究院

3.1

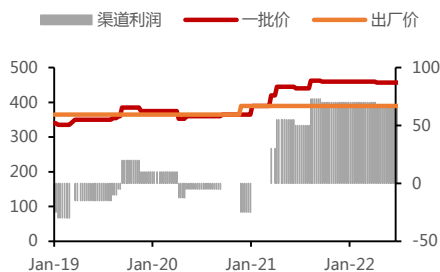
库存偏高，关注价格（价值链条的稳定性），3-4月价格承压

2022年行业库存偏高1个月左右，与商务场景强相关的次高端300元+动销流速下降，有2.5-3个月的压库现象（常态要求1-1.5个月），但批发价格较为稳定（品味舍得355元、内参810元左右、水井坊臻酿八号310元左右）

图表：洋河M6+一批价及渠道利润（元）



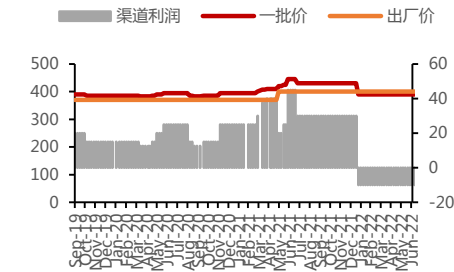
图表：洋河梦之蓝水晶版一批价及渠道利润（元）



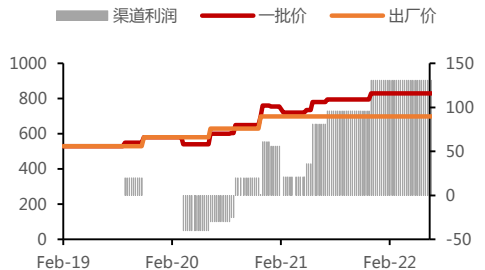
图表：洋河天之蓝一批价及渠道利润（元）



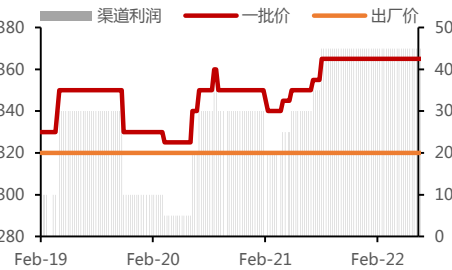
图表：今世缘四开一批价及渠道利润（元）



图表：汾酒青30一批价及渠道利润（元）



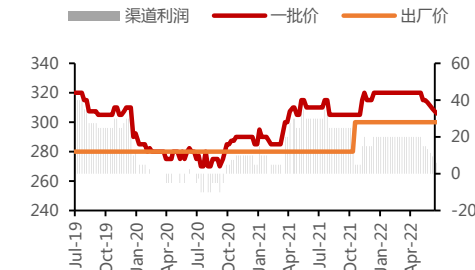
图表：汾酒青20一批价及渠道利润（元）



图表：水井坊井台一批价及渠道利润（元）



图表：水井坊臻酿八号一批价及渠道利润（元）



资料来源：今日酒价，民生证券研究院

3.1

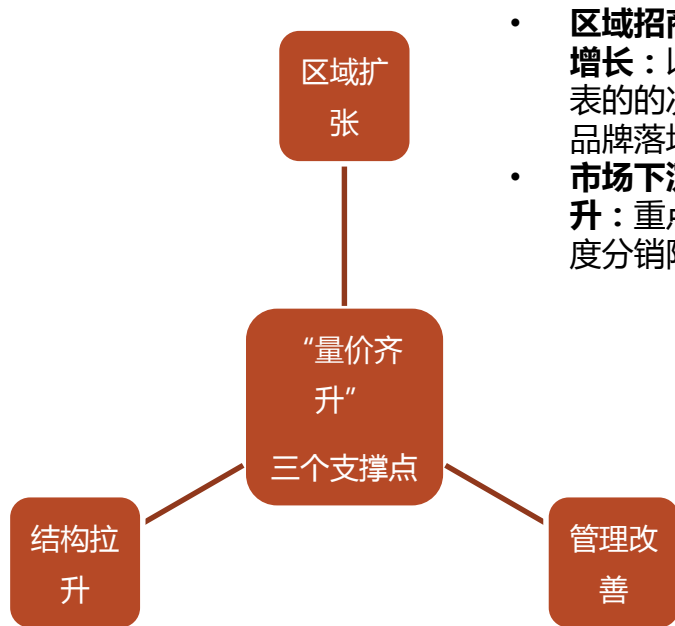
吨价提升：白酒的结构性繁荣与啤酒的高端化趋势不变，推荐高端、次高端白酒的“量价齐升”，有量增逻辑的公司更值得关注

- 飞天茅台3000元价格为行业撑起天花板，千元价格带与300-800元次高端延续扩容

- 1000元价格带扩容的外在动力在茅台的牵引与社会消费能力的提升，内在动力在品牌积淀，短期内第八代五粮液仍然较难逾越，对于新品我们通常以5年为周期观察，能够做好量价均衡，维持合理渠道利润是培育前提，期待青花汾酒30复兴版的突围。

- 次高端依然高成长：

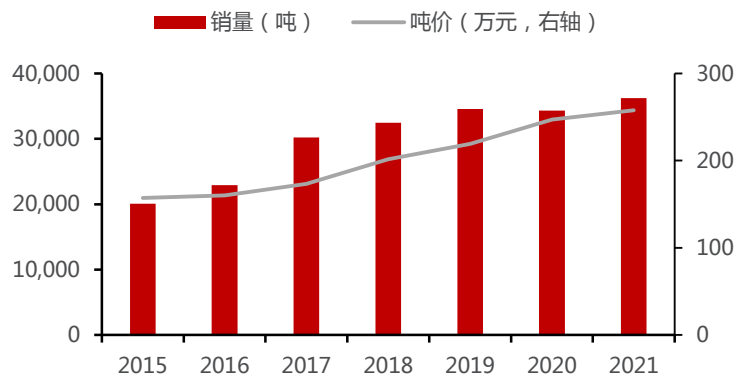
- ①将进一步细分为300-500元，高线500-800元（目前主销产品梦之蓝M6+、习酒窖藏1988、水井坊·井台、古井·古20等）
- 三足鼎立格局：以古井为代表的区域龙头，以习酒为代表的酱香，以剑南春、舍得、水井坊、酒鬼为代表的全国次高端



- 区域招商能够快速汇量，实现收入增长：以汾酒、舍得、酒鬼等为代表的次高端品牌，区域招商实现品牌落地
- 市场下沉，区域精耕，渗透率提升：重点省市布局完成后将进入深度分销阶段

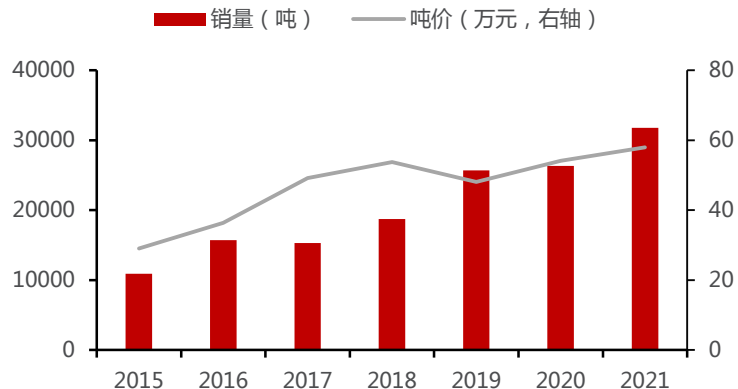
- 拐点判断前瞻指标：因商业模式与竞争格局稳定，相对于财务结果指标，以国企改革、核心管理层变动、管理层激励、员工持股等为代表政策将是基本拐点判断的前瞻指标

图表：2015-2021年茅台酒吨价突破250万元（不含系列酒）



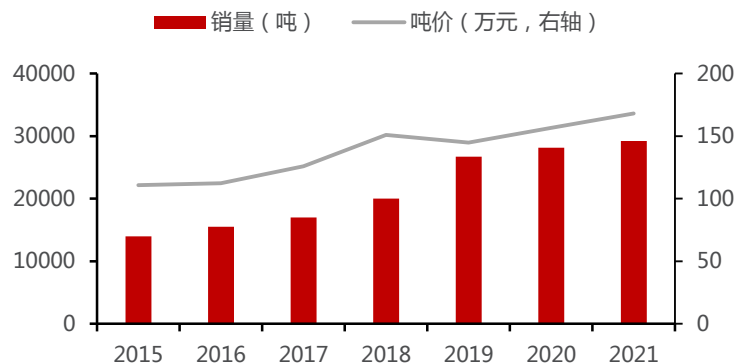
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：2015-2021年泸州老窖中高端吨价接近58万元



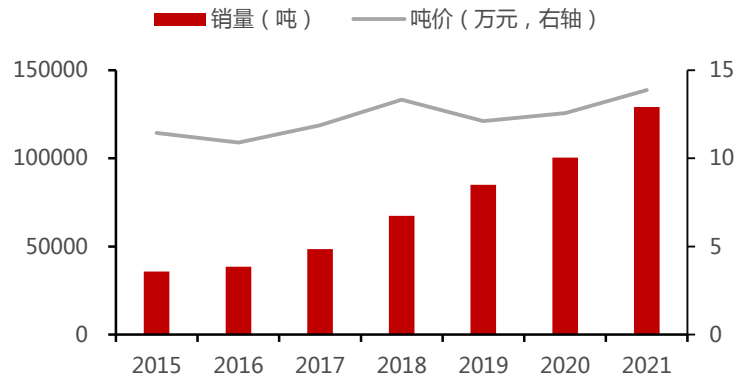
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：2015-2021年五粮液吨价突破165万元（不含系列酒）



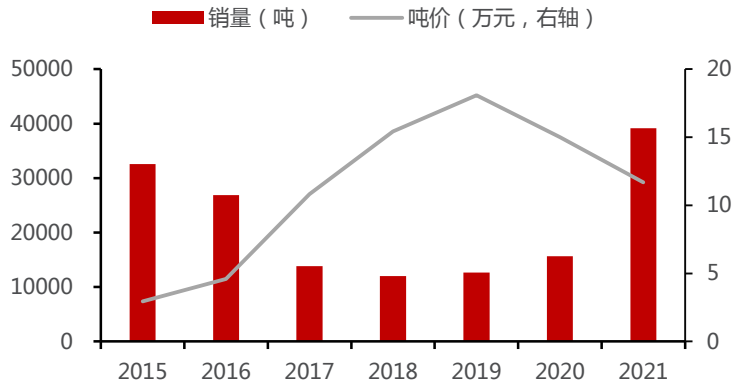
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：2015-2021年汾酒吨价接近14万元



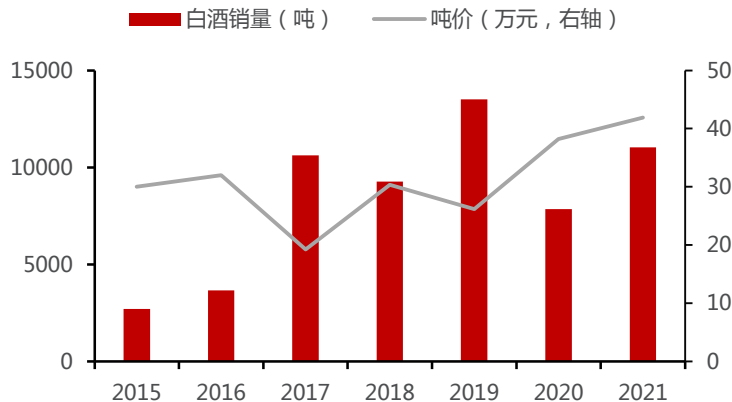
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：2015-2021年**舍得**吨价突破11万元



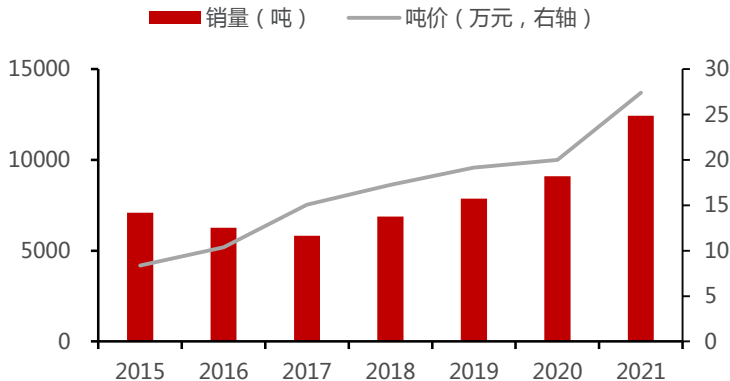
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：2015-2021年**水井坊**吨价突破41万元



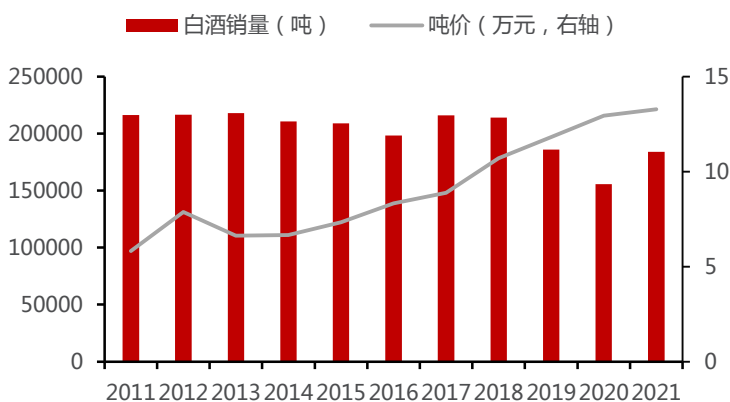
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：2015-2021年**酒鬼**吨价突破27万元



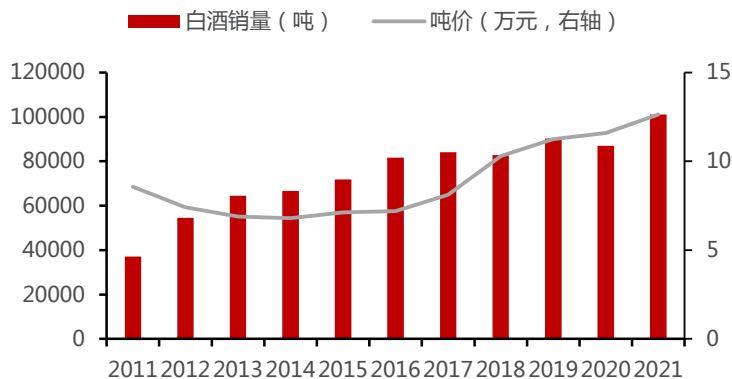
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：**洋河**2018年开始步入量跌价增阶段，吨价突破10万元



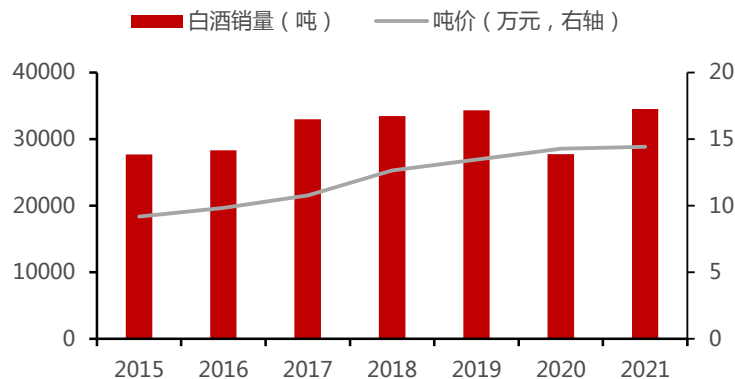
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：2011-2021年**古井贡酒**吨价突破12.6万元



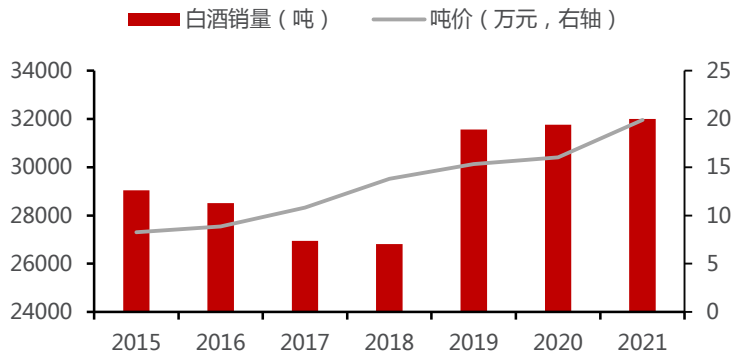
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：2011-2021年**口子窖**吨价达到14万元



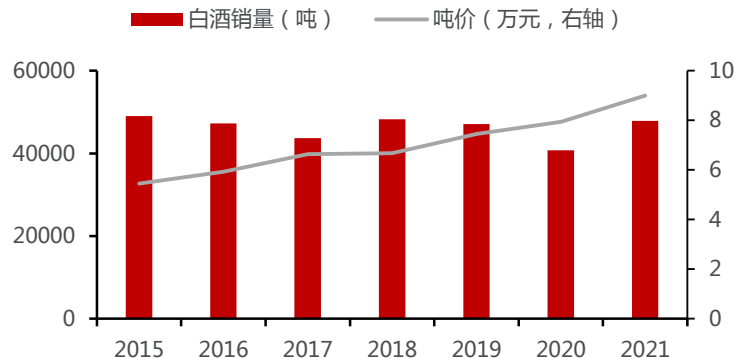
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：2015-2021年**今世缘**吨价接近20万元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：2015-2021年**迎驾**吨价突破9万元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.1 高端白酒量价齐升，业绩稳定成长

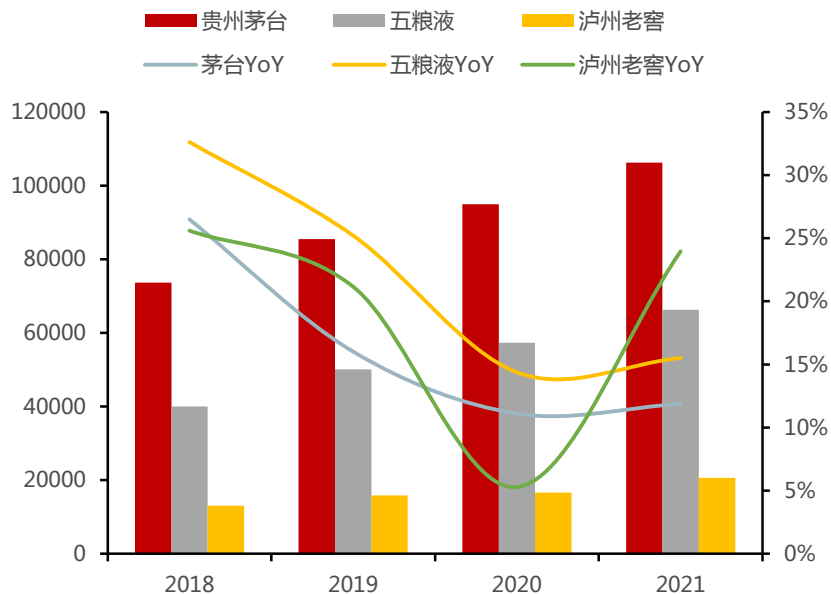
图表：2020-2022年高端白酒单季度营收、利润情况对比（亿元）

			2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
高端白酒	贵州茅台	营业收入	244.05	195.47	232.62	277.00	272.71	218.16	255.55	315.48	322.96
		YOY (%)	12.76	9.55	8.46	13.09	11.74	11.61	9.86	13.89	18.43
		归母净利润	130.94	95.08	112.25	128.70	139.54	107.00	126.12	151.94	172.45
		YOY (%)	16.69	8.92	6.87	19.70	6.57	12.53	12.35	18.06	23.58
		净利率 (%)	56.80	51.49	51.26	49.36	54.17	52.41	52.31	51.18	55.59
	五粮液	营业收入	202.38	105.29	117.25	148.28	243.25	124.27	129.69	164.88	275.48
		YOY (%)	15.05	10.13	17.83	13.92	20.19	18.02	10.61	11.19	13.25
		归母净利润	77.04	31.51	36.90	54.09	93.24	38.77	41.27	60.50	108.23
		YOY (%)	18.98	10.16	15.03	11.34	21.02	23.03	11.84	11.84	16.08
		净利率 (%)	39.83	31.44	32.89	38.35	40.22	32.67	33.37	38.43	41.28
	泸州老窖	营业收入	35.52	40.82	39.64	50.54	50.04	43.13	47.93	65.32	63.12
		YOY (%)	-14.79	6.20	14.45	16.45	40.85	5.67	20.89	29.26	26.15
		归母净利润	17.07	15.13	15.95	11.90	21.67	20.60	20.49	16.80	28.76
		YOY (%)	12.72	22.51	52.55	40.59	26.92	36.10	28.48	41.14	32.72
		净利率 (%)	48.59	36.70	39.48	23.13	43.56	48.37	42.21	25.23	45.81

资料来源：wind，民生证券研究院

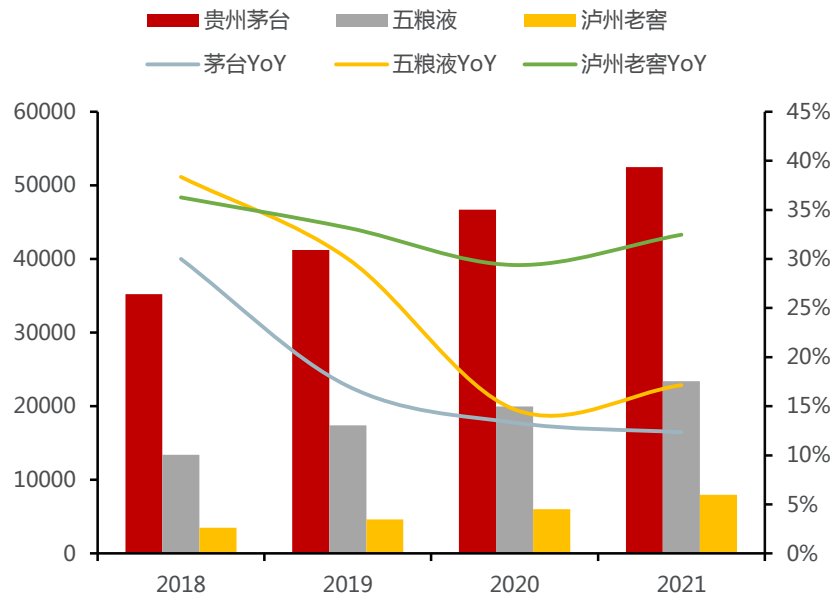
3.1 高端白酒：营收利润情况对比

图表：2018-2021年高端白酒营业收入情况对比（单位：百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：2018-2021年高端白酒归母净利润情况对比（单位：百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

3.1 次高端白酒具备高弹性

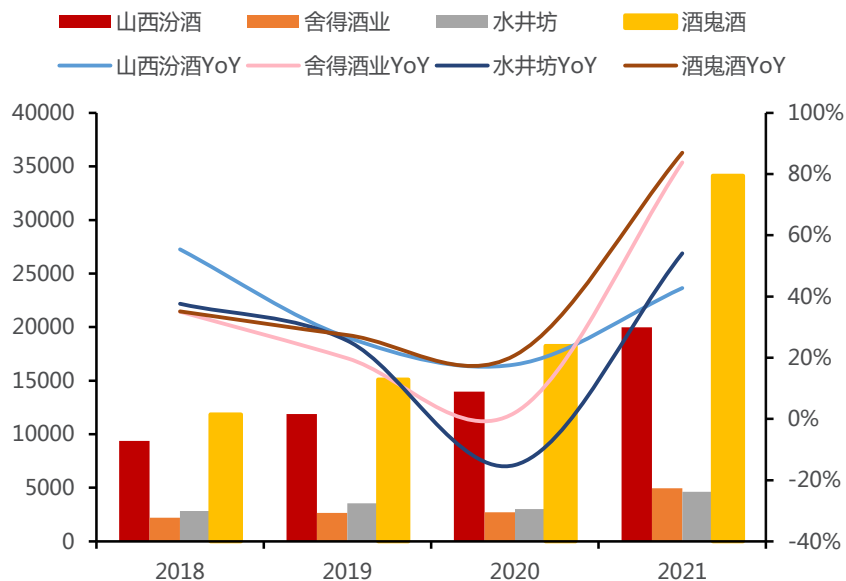
图表：2020-2022年次高端白酒单季度营收、利润情况对比（单位：亿元）

			2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
次高端白酒	山西汾酒	营业收入	41.40	27.60	34.75	36.15	73.32	47.87	51.38	27.14	105.30
		YOY (%)	1.71	18.44	25.15	33.12	77.03	73.23	47.81	-24.79	43.62
		归母净利润	12.25	3.80	8.56	6.18	21.82	13.62	13.35	4.35	37.10
		YOY (%)	39.36	16.11	69.36	140.38	77.72	239.43	53.24	-24.90	70.03
		净利率 (%)	29.83	13.81	24.75	17.70	29.80	29.13	26.23	17.06	35.40
	舍得酒业	营业收入	4.04	6.22	7.38	9.40	10.28	13.63	12.16	13.62	18.84
		YOY (%)	-42.02	18.83	18.40	16.56	154.21	119.34	64.84	44.89	83.25
		归母净利润	0.27	1.38	1.47	2.70	3.02	4.34	2.34	2.76	5.31
		YOY (%)	-73.46	62.02	24.86	31.83	1031.19	215.33	59.65	2.12	75.75
		净利率 (%)	7.72	22.76	20.93	29.80	30.06	32.33	19.79	20.58	28.39
	酒鬼酒	营业收入	3.13	4.10	4.05	6.99	9.08	8.06	9.26	7.75	16.88
		YOY (%)	-9.68	12.89	56.37	28.50	190.36	96.82	128.66	10.81	86.04
		归母净利润	0.96	0.88	1.46	1.61	2.68	2.42	2.10	1.73	5.21
		YOY (%)	32.24	6.35	419.02	39.26	178.85	174.05	43.43	7.82	94.46
		净利率 (%)	30.74	21.60	36.11	23.01	29.52	30.07	22.65	22.39	30.85
	水井坊	营业收入	7.29	0.75	11.42	10.60	12.40	5.97	15.86	12.09	14.15
		YOY (%)	-21.63	-90.08	18.86	19.32	70.17	691.49	38.93	14.05	14.10
		归母净利润	1.91	-0.88	3.99	2.30	4.19	-0.42	6.23	1.99	3.63
		YOY (%)	-12.64	-172.59	33.09	22.68	119.66	52.05	56.27	-13.43	-13.54
		净利率 (%)	26.20	-116.51	34.92	21.66	33.82	-7.06	39.28	16.44	25.63

资料来源：wind，民生证券研究院

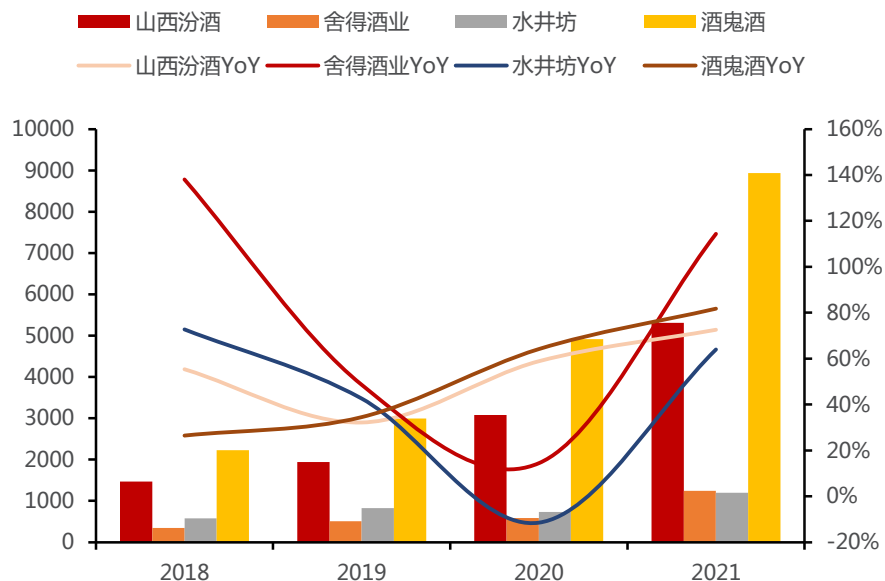
3.1 次高端白酒：营收利润情况对比

图表：2018-2021年次高端白酒营业收入情况对比（单位：百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：2018-2021年次高端白酒归母净利润情况对比（单位：百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

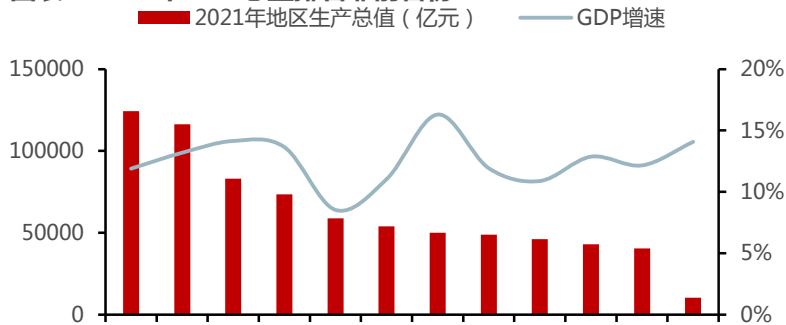
3.1 “经济势能”：地产酒龙头核心买入的是区域经济，市场总量扩容+公司治理

图表：2015-2021年全国及重点省份GDP（亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
全国	688,858.2	746,395.1	832,035.9	919,281.1	986,515.2	1,013,567.0	1,143,669.7
广东	74732.4	82163.2	91648.7	99945.2	107986.9	111151.63	124369.67
江苏	71255.9	77350.9	85869.8	93207.6	98656.82	102807.68	116364.2
山东	55288.8	58762.5	63012.1	66648.9	70540.48	72798.17	83095.9
浙江	43507.7	47254	52403.1	58002.8	62461.99	64689.06	73515.76
河南	37084.1	40249.3	44824.9	49935.9	53717.75	54259.43	58887.41
四川	30342	33138.5	37905.1	42902.1	46363.75	48501.64	53850.79
湖北	30344	33353	37235	42022	45428.96	43004.49	50012.94
福建	26819.5	29609.4	33842.4	38687.8	42326.58	43608.55	48810.36
湖南	28538.6	30853.5	33828.1	36329.7	39894.14	41542.57	46063.09
安徽	23831.2	26307.7	29676.2	34010.9	36845.49	38061.51	42959.18
河北	26398.4	28474.1	30640.8	32494.6	34978.55	36013.84	40391.27
甘肃	6556.6	6907.9	7336.7	8104.1	8718.3	8979.67	10243.31

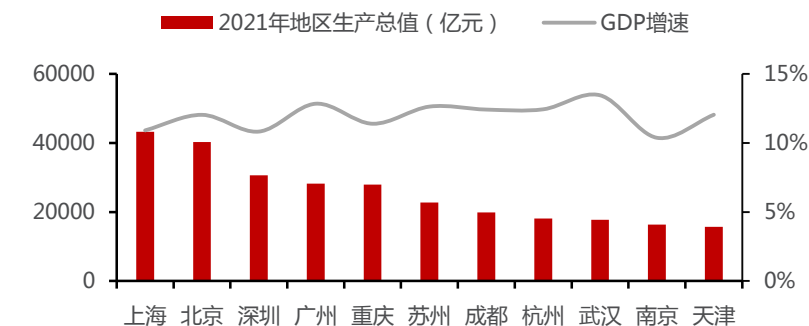
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：2021年GDP总量排名靠前省份



广东 江苏 山东 浙江 河南 四川 湖北 福建 湖南 安徽 河北 甘肃
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

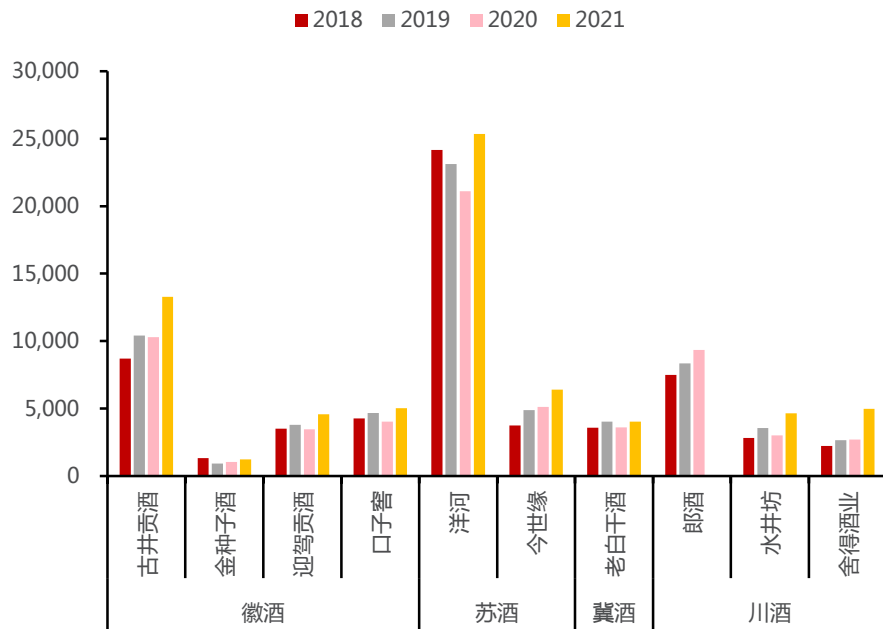
图表：2021年GDP总量排名靠前城市



上海 北京 深圳 广州 重庆 苏州 成都 杭州 武汉 南京 天津
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

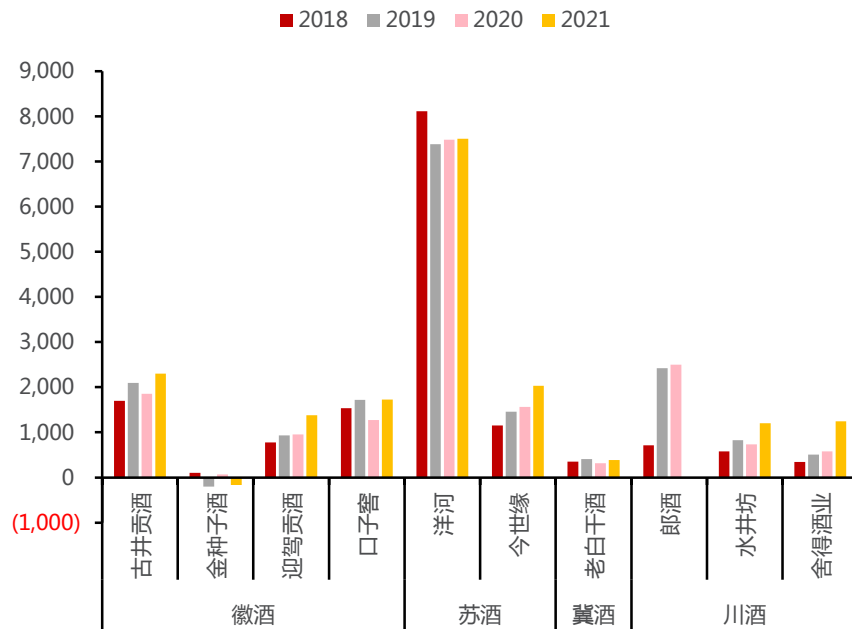
3.1 安徽经济增长快速、江苏经济总量居前，为徽酒、苏酒提供了增长动力与成长空间：古井贡酒、洋河股份

图表：2018-2021年区域白酒营业收入情况对比（单位：百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：2018-2021年区域白酒归母净利润情况对比（单位：百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

3.1 区域白酒：营收利润情况对比

图表：2020-2022Q1区域白酒单季度营收、利润情况对比（亿元）

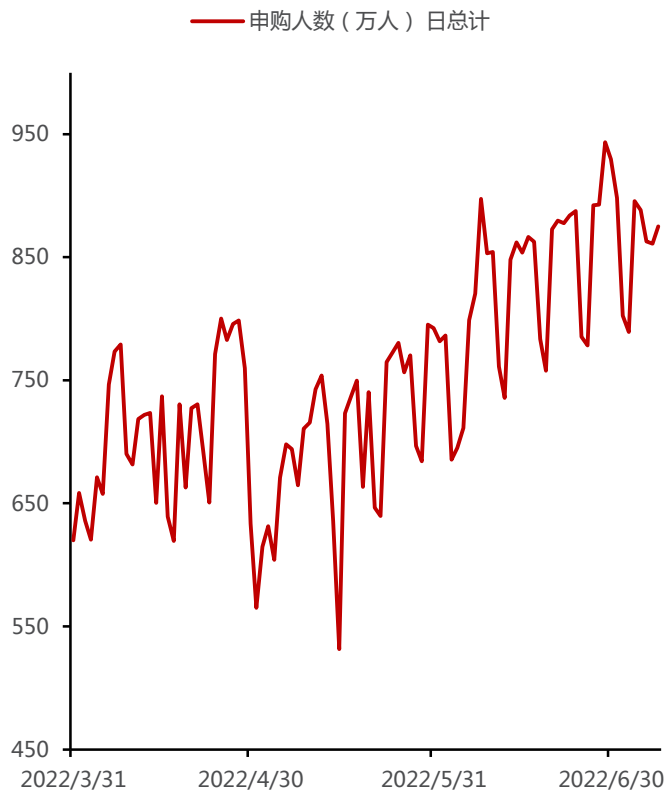
			2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
区域白酒	古井贡酒	营业收入	32.81	22.38	25.50	22.23	41.30	28.77	30.95	31.68	52.74
		YOY (%)	-10.55	-3.51	15.13	0.39	25.86	28.56	21.37	42.51	27.71
		归母净利润	6.37	3.88	5.13	3.17	8.14	5.64	5.90	3.29	10.99
		YOY (%)	-18.71	-16.51	3.94	-10.96	27.90	45.39	15.09	3.81	34.90
		净利率 (%)	19.23	16.78	20.63	14.19	20.32	20.20	19.64	10.92	21.46
	迎驾贡酒	营业收入	7.71	5.97	8.62	12.22	11.48	9.37	10.95	13.96	15.76
		YOY (%)	-33.55	-17.30	12.40	8.34	48.90	57.07	27.00	14.27	37.23
		归母净利润	2.33	1.00	1.99	4.21	3.69	2.22	3.70	4.20	5.50
		YOY (%)	-34.07	9.40	27.80	27.72	58.45	122.30	86.23	-0.33	49.07
		净利率 (%)	30.30	16.81	23.13	34.66	32.30	23.75	33.92	30.20	35.05
	口子窖	营业收入	7.77	7.92	11.17	13.24	11.73	10.70	13.86	14.00	13.12
		YOY (%)	-42.92	-25.07	6.75	9.77	50.90	35.05	24.02	5.72	11.80
		归母净利润	2.43	2.43	3.77	4.12	4.20	2.67	4.63	5.77	4.85
		YOY (%)	-55.36	-30.53	-5.86	-2.93	72.73	9.95	22.70	39.95	15.53
		净利率 (%)	31.28	30.70	33.76	31.13	35.81	24.99	33.40	41.21	37.00
	洋河股份	营业收入	92.68	41.60	54.85	21.87	105.20	50.23	63.99	34.08	130.26
		YOY (%)	-14.89	-18.57	7.57	7.82	13.51	20.74	16.66	55.80	23.82
		归母净利润	40.02	13.99	17.85	2.97	38.63	17.99	15.51	2.95	49.85
		YOY (%)	-0.46	-10.39	14.07	25.39	-3.49	28.61	-13.10	-0.46	29.07
		净利率 (%)	43.20	33.61	32.58	13.53	36.76	35.81	24.27	8.62	38.29
	今世缘	营业收入	17.70	11.43	12.80	9.26	23.96	14.55	14.82	10.73	29.88
		YOY (%)	-9.41	3.81	21.03	22.32	35.35	27.32	15.76	15.81	24.70
		归母净利润	5.80	4.39	2.94	2.53	8.05	5.29	3.64	3.30	10.02
		YOY (%)	-9.52	1.91	32.70	54.28	38.78	20.52	23.82	30.39	24.46
		净利率 (%)	32.79	38.43	22.96	27.36	33.62	36.38	24.56	30.81	33.55

资料来源：wind，民生证券研究院

3.1 贵州茅台：五合营销法+i茅台，行业价值锚定

- “五合营销法”推进渠道营销体制和价格市场化改革，上线i茅台：2022年5月19日，i茅台电商平台正式上线，承载新时期茅台营销重任，目前线上已投放虎年生肖酒500ml、茅台1935、茅台珍品、虎年生肖酒375ml*2、小飞天53%vol 100ml、飞天43%vol 500ml、43%vol 喜宴·红、金王子、紫迎宾等产品，截至6月底，收入超40亿元。
- 茅台酒产能扩建：2021年股东大会上，董事长披露目前已经使用8平方公里，还有7平方公里土地待开发，2021年产能 5.6万吨，实际基酒产量5.65万吨，同增12.55%。
- 系列酒产能扩建：系列酒2020年产能2.5万吨（2021年中报披露，习水县3万吨酱香系列酒技改工程进度50%），实际基酒产量2.82万吨，同增13.25%。董事会通过《关于投资实施“十四五”酱香酒习水同民坝一期建设项目的议案》，项目建设地点位于贵州省习水县同民镇，项目建成后形成系列酒制酒产能约1.2万吨、制曲产能约2.94万吨、贮酒能力约3.6万吨，建设周期为24个月。预计23年可形成约6.7万吨产能（2.5+3+1.2），为系列酒长期发展提供产能保障。

图表：i茅台试运行以来申购人数波动上升



资料来源：i茅台官微，茅台官网，民生证券研究院

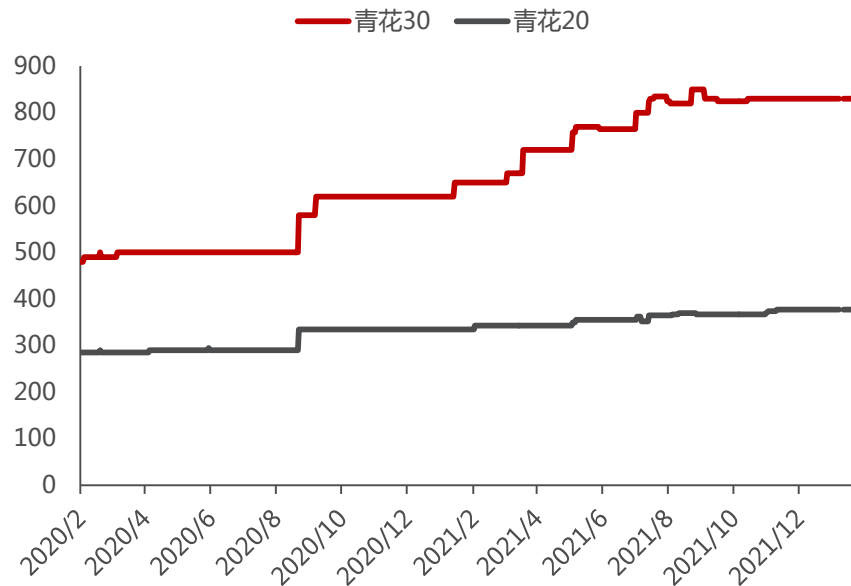
3.1 五粮液&泸州老窖：高端品牌、产能扩建保障远期发展，五粮液渠道大商自上而下释放品牌势能，国窖核心终端配额制直控核心终端

- **五粮液产能扩建计划：2020年公司拥有30万吨纯粮固态产能，其中普五产能3万吨。**
 - 2020年7月12日，五粮液公告称将启动12万吨生态酿酒项目（一期），总投资约12.68亿元，未来公司总产能将突破40万吨。
 - 2022年1月28日公司公告，根据“十四五”战略发展规划，公司将新增原酒产能，为满足产能增长需求，公司对制曲车间进行扩能改造，主要建设内容包括制曲车间及相关配套设施等，分两期进行建设。项目总投资估算为27.5亿元。
- **泸州老窖产能扩建计划：**
 - 2016年，公司规划酿酒技改工程项目建设，总投资约74亿元，后于2020年追加投资14.6亿元，在泸州市黄舣镇规划3,200余亩土地，项目分两期实施。
 - 一期工程于2016年7月开工，于2020年12月完成，形成优质基酒3.5万吨生产能力，以及储酒10万吨的储藏能力，建成初期新窖池优质酒率较低，仍需一定时间对窖池进行老熟；
 - 二期工程预计完成时间为 2025年12月，全部建成后将形成年产优质白酒10万吨、曲药10万吨和储酒38万吨的能力。

3.1 山西汾酒：青花与玻汾作为基本盘区域扩张期稳定增长，期待青花30复兴版产品的千元价格带的突围

- “抓青花、强腰部、稳玻汾”，复兴版进军千元价位：把握名酒复兴趋势，公司坚持拔高青花品牌占位，青花20由300价位提升至400价位，老版青花30批价由500提升至800+，2021年推出青花30复兴版，当前批价880-900元左右，终端价980-990元，进军千元价位段。腰部老白汾、巴拿马等产品逐步起势；玻汾严格控量下稳步发展。
- “1357+10”战略加速全国化，推动量增：稳住环山西基本盘，抢占长三角、珠三角，加大长江以南市场拓展力度，截止2021年底，公司全国范围内可控终端网点达100余万家，聚焦宴会团购渠道，经销商结构和渠道持续优化。

图表：青花20、30批价稳定（单元：元）

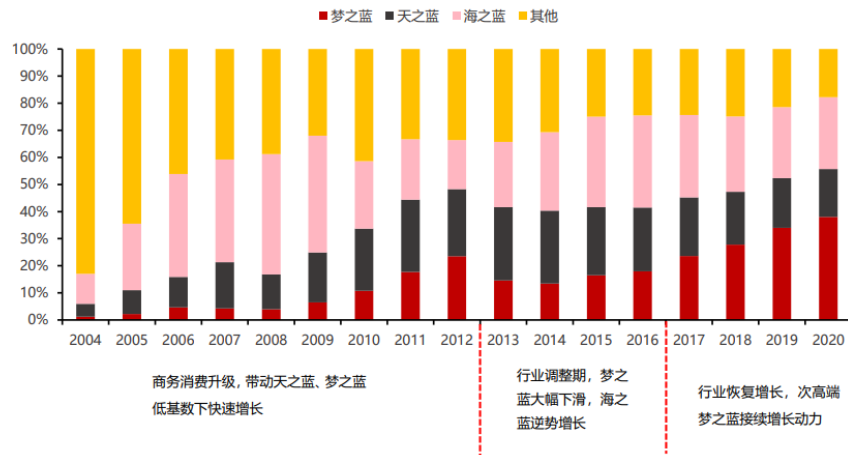


资料来源：今日酒价，民生证券研究院

3.1 洋河股份：百元价格带重拾快速增长，M6+加速全国化，数字化助推精准营销

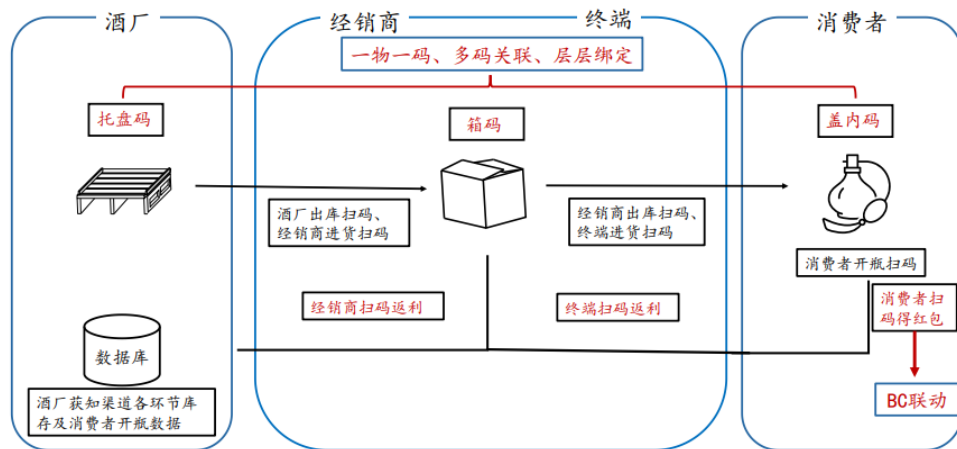
- 洋河现有洋河、泗阳、双沟三大产酒基地，酒窖7万多口，规划年产基酒20万吨，实际产酒16万吨；洋河目前储酒能力100万吨，实际储酒70万吨。

图表：梦之蓝产品定位重构，结构向上升级



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图表：洋河M6+数字化营销运作模式



资料来源：民生证券研究院

3.1

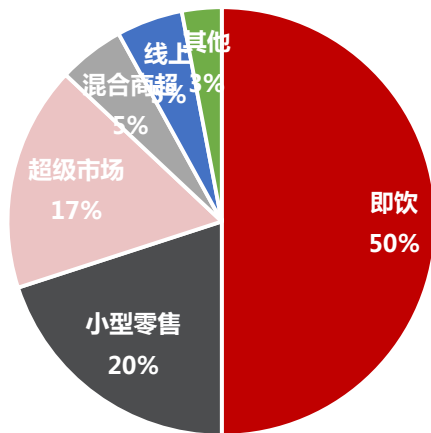
古井贡酒：省内结构拉升+省外板块化布局江苏、河南、浙江、山东、河北、内蒙等，受益安徽经济高增，市场主流价格带快速跃升，古8、古20快速成长

- **产能：**公司目前成品酒设计产能11.5万吨，在建产能13万吨，2020年实际产能8.4万吨；2020年成品酒库存10725.6吨，半成品酒（含基酒）库存151894.82吨。
- **聚焦“次高端、全国化”战略：**产品布局方面，古20与古16是古井贡酒次高端战略核心单品，分别定为500元/300元价格带，是公司推进全国化的利器，根据公司股东大会反馈，古20与古16近几年保持50%以上增长，公司明确打造次高端新百亿，目前进展顺利；品牌建设方面，打造年轻化、时尚化、国际化品牌形象，以古20作为全国化抓手，省内延续与主流媒体互动，省外用央媒进行覆盖；费用投放方面，未来古井贡酒将根据公司战略、市场成长性、产品成长情况更加精确化进行费用投入，优化费用率，以费用有效性为导向，近年公司费用率随着市场的逐步建设呈现下降趋势。
- **安徽返乡潮带动收现高增，Q1预收款“蓄水池”充足。**根据公司一季报披露，22年Q1实现营收52.74亿元，同增27.71%；实现归母净利润10.99亿元，同增34.9%。22年Q1现金回款61.7亿元，同增54.9%，公司收入及现金回款快速增长主要系2022年春节返乡政策放松，古井作为徽酒龙头动销较快。**期末合同负债余额46.9亿元，较2021年末增28.6亿元，积蓄势能、业绩“蓄水池”充分。**22年Q1，受益于公司产品结构持续改善，毛利率同增0.9pct；销售/管理费率同比分别增0.6/0.5pct，税金及附加占比同降1.2pct，净利率同增1.1pct，公司业绩呈现高质量增长。
- **疫情扰动不改升级趋势，长期净利率有望增强。**前期安徽疫情反复，5月以来安徽省内主要白酒消费场景基本恢复，公司渠道库存良性，预计端午有望实现较好增长。公司于2021年报中披露，2022年公司计划实现营收153亿元，同增15.3%，计划实现利润总额35.50亿元，同增11.94%，我们认为，安徽近年经济快速发展，白酒消费延续升级，古井作为安徽地产酒龙头，有望充分受益于省内消费升级红利。此外，随着公司产品结构持续升级、费用投放效率进一步提升，公司中长期净利率存在较大提升空间。

3.1 啤酒：即饮消费场景恢复，高端化趋势延续

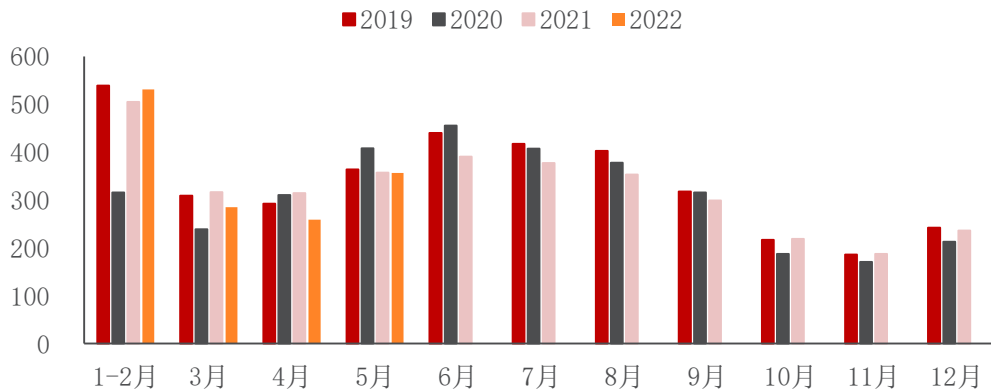
- 餐饮、夜场、酒吧等即饮消费占啤酒总消费量约50%，时间上5~8月的夏季为传统啤酒消费旺季，区域上看，山东、广东、浙江为啤酒消费大省，江浙沪地区总消费量约占全国12.3%
- 2022年1-2月，啤酒产量恢复性增长，但随着上海、山东等地疫情的出现，3-5月啤酒产量均出现下滑，1-5月啤酒行业产量累计下滑5.2%，5月降幅显著收窄，仅下滑0.7%，随着即饮消费场景的恢复，啤酒行业消费旺季复苏态势明显

图表：啤酒即饮消费占比约50%



资料来源：国家统计局，各公司年报，民生证券研究院

图表：2022年5月啤酒行业产量降幅收窄（单位：万千升）

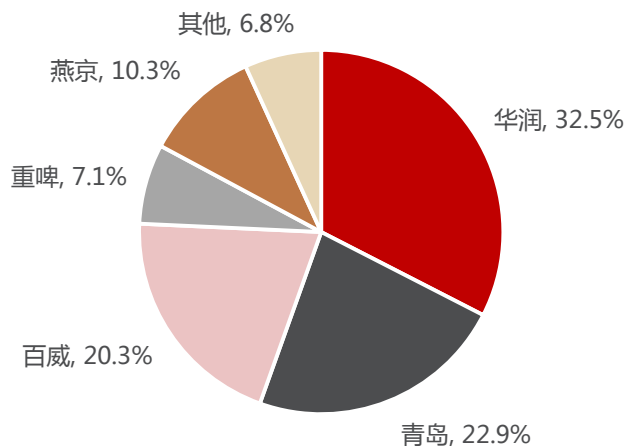


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

3.1 啤酒：即饮消费场景恢复，高端化趋势延续

- 啤酒行业格局稳定：寡头垄断格局，前五家企业占比超90%，加之啤酒有运输半径限制，在区域市场上，形成了“双寡头”或“三寡头”格局。
- 巨头间竞争由“量”转向“价”，行业向高端化方向发展，同时2021年下半年行业性提价，2022年一季度主要啤酒企业吨价上升4~8个百分点，始终保持上升态势。长期高端化方向不变，复苏中亦有区域提价的预期

图表：2021年中国啤酒CR5超90%（按销量计）



资料来源：国家统计局，各公司年报，民生证券研究院

图表：2022年一季度提价+高端化下，啤酒企业吨价持续提升

企业	总销量增速	吨价（元）	吨价增速	营收增速
重庆啤酒	+11.69%	4826	+4.86%	17.12%
青岛啤酒	-2.79%	4325	+6.10%	3.14%
珠江啤酒	+5.26%	3713	+7.14%	12.77%
燕京啤酒	+3.45%	3631	+7.94%	11.66%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：成本确有上升，但啤酒企业盈利能力稳健

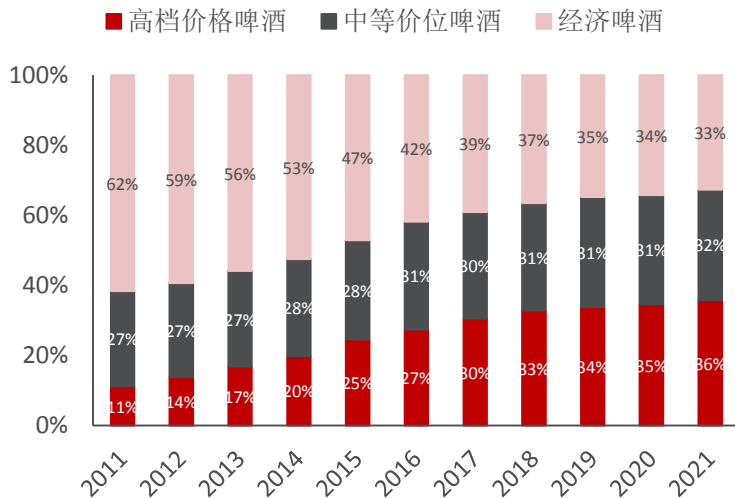
企业	吨成本（元）	吨成本增速	净利率	净利率同比变化
重庆啤酒	2525	11.97%	17.87%	-0.96pct
青岛啤酒	2688	20.18%	12.52%	+0.70pct
珠江啤酒	2213	10.71%	8.74%	-1.00pct
燕京啤酒	2377	7.26%	1.02%	+5.03pct

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.1 啤酒：即饮消费场景恢复，高端化趋势延续

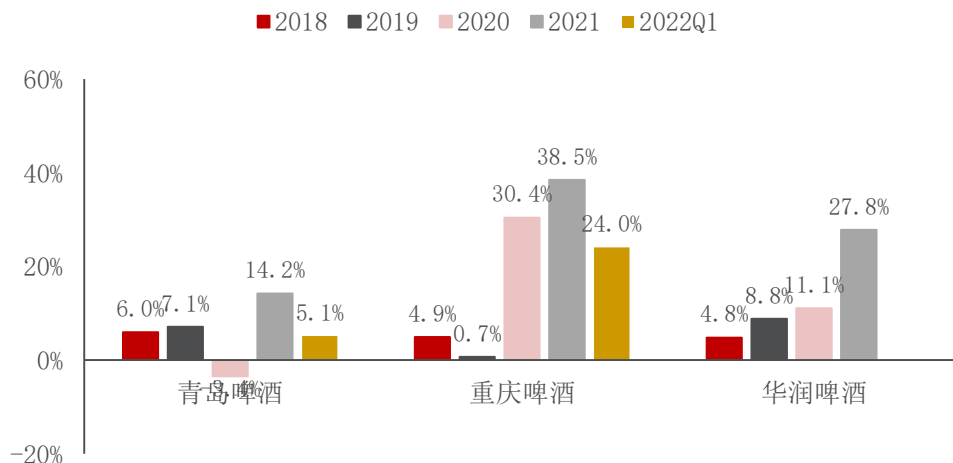
- 随着居民消费能力提升以及消费者对个性化、品质啤酒的追求，高档啤酒市场市场份额逐步由2011年仅11%提高至36%，相较美国等发达国家超50%的市占率仍有提升空间
- 随着主要酒企高端化战略稳步推进，各家高档产品销量增长显著提速，2021年疫情期间高端化趋势仍然延续

图表：中国高档啤酒市场份额提升（以销售额计）



资料来源：欧睿，各公司年报，民生证券研究院

图表：2018年以来啤酒企业高档产品增长提速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

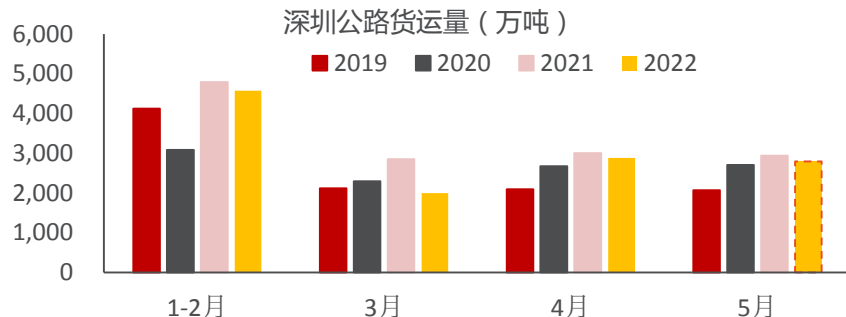
注：青岛啤酒指青岛品牌，重庆啤酒为高档产品；华润啤酒为公司定义的次高产品

啤酒关联消费场景、季节（天气）和物流，淡季铺货未受影响：

3.1

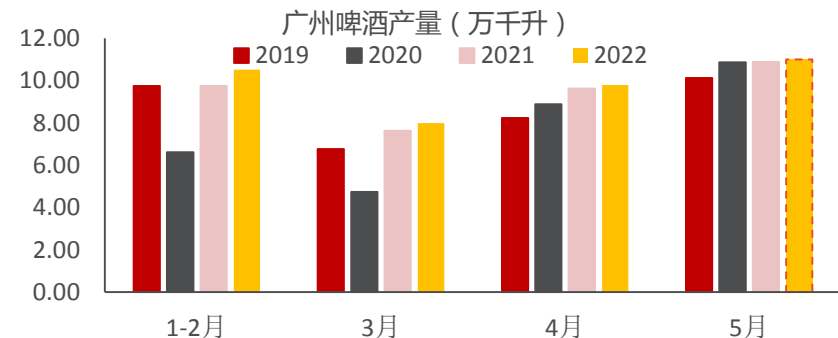
疫情期间餐饮、夜场等即饮场景消费停滞，解封后恢复如常，3月为啤酒消费淡季，啤酒企业以铺货为主，深圳疫情期间物流畅通，啤酒铺货未受影响，广州啤酒月产量同比均有所提升，以广东为大本营市场对珠江啤酒22Q1销售也实现约5%增长，与全国平均水平相当。啤酒消费量环比提升主因天气变暖，进入正常消费旺季。

图表：深圳公路运输受影响有限，食品企业供应链稳定



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：广州啤酒产量稳定，1-4月均保持个位数增长，预计5月平稳



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：珠江啤酒2022年一季度销量受影响较小

企业	销量增速
重庆啤酒	+11.69%
青岛啤酒	-2.79%
珠江啤酒	+5.26%
燕京啤酒	+3.45%
全行业	+5.60%

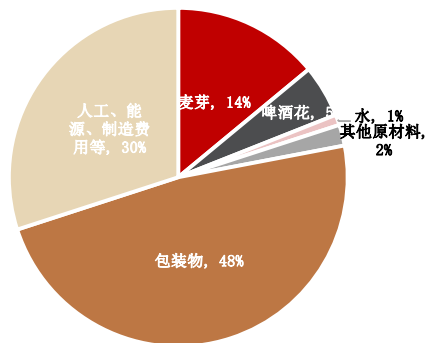
资料来源：公司公告，民生证券研究院

- 啤酒终端消费50%为餐饮即饮，50%为商超等零售非即饮，深圳疫情期间餐饮受损较大，零售平稳，但一季度天气较冷，是啤酒终端消费淡季，本身基数较低。
- 3月产量约占全年8%，啤酒企业在淡季主要做市场铺货工作，深圳本轮疫情冲击时间短，且物流顺畅，4月货运量已恢复至21年95%水平。
- 以广东为大本营市场的珠江啤酒为例，一季度销量实现了约5%的增长，与行业整体水平相当，而受物流发货影响较大的青岛啤酒，一季度销量出现了下滑；
- 5月4日起，全国临时关闭关停的高速公路收费站、服务区清零；到6月2日，全国范围内公路运输基本恢复至去年同期水平，全国物流已恢复。

3.1 啤酒：优势企业在成本端将有更好表现

- 成本端，啤酒主要成本大麦、包材（玻璃、铝罐等）价格在2022年均有所不同程度上涨，一季报各家吨成本也有显著上涨，但在提价控费下，啤酒企业净利率保持稳定。
- 展望下半年，玻璃、铝罐等价格已边际改善，同时啤酒固定成本占比较高，优势企业凭借较高的产能利用率以及管理人效，发挥规模效应，未来将在成本端有更好表现。

图表：啤酒主要成本包括啤酒花、包材



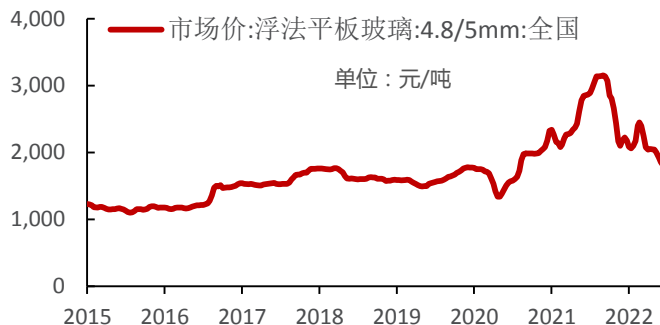
资料来源：产业信息网，民生证券研究院

图表：进口大麦价格维持高位



资料来源：海关总署，民生证券研究院

图表：玻璃价格显著降低



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

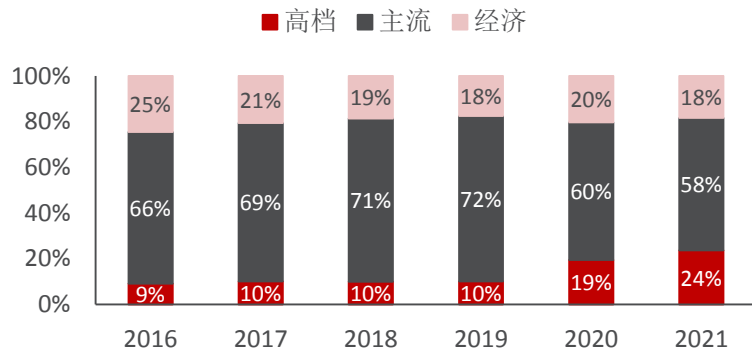
图表：金属铝价格高位回落



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

3.1 重庆啤酒：乌苏引领高端产品增长

图表：2020年完成重组后重庆啤酒产品结构提升明显（以销量计）



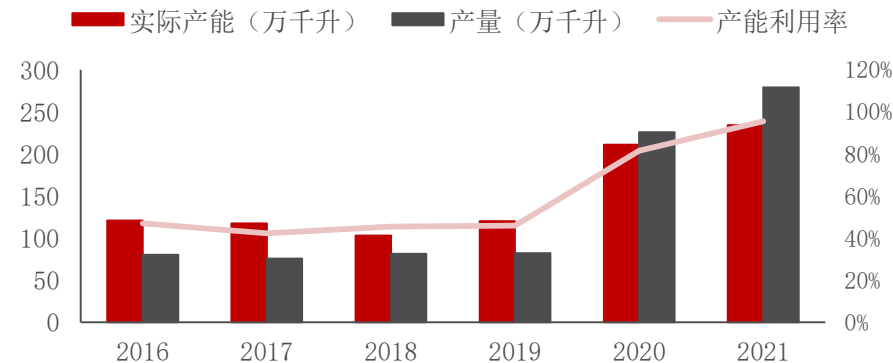
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：2021年重庆啤酒吨价达4601元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：2020年完成重组后重庆啤酒产能利用率大幅提升

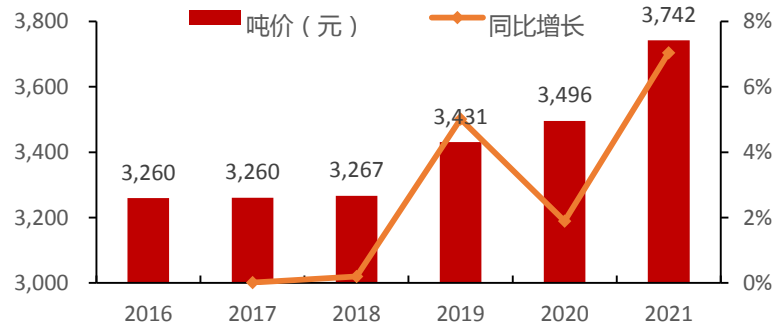


资料来源：公司公告，民生证券研究院

- 2020年嘉士伯完成资产重组，重庆啤酒产品结构以及出厂吨价均处行业领先地位，生产、经营效率亦大幅提升
- 品牌上，公司以“国际高端品牌+本地强势品牌”为依托，围绕乌苏、1664、乐堡等强势品牌，推动高端化
- 渠道上，持续推进“大城市”计划，拓展空白市场，通过代言人、艺术运动等活动加速渗透

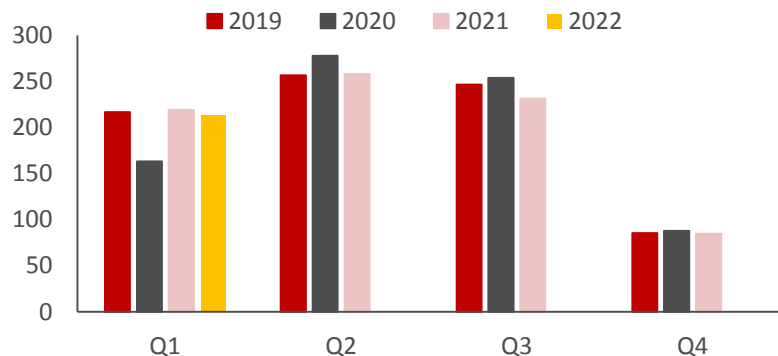
3.1 青岛啤酒：复苏高弹性，高端化空间大

图表：2021年青岛啤酒吨价约3742元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：2021年青岛啤酒吨价达4601元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：青岛啤酒股权激励以利润为导向

时期	业绩考核目标
授予期	2018年净利润增长率不低于10% 2018年加权平均净资产收益率不低于7.5%，且不低于对标企业50分位值 2018年主营业务收入占营收比重不低于90%
第一个解除限售期	以2016-2018年净利润均值为基数，2020年净利润增长率不低于50%，且当年度净利润较2016-2018年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和 2020年加权平均净资产收益率不低于8.1%，且不低于对标企业75分位值 2020年主营业务收入占营收比重不低于90%
第二个解除限售期	以2016-2018年净利润均值为基数，2021年净利润增长率不低于70%，且当年度净利润较2016-2018年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和 2021年加权平均净资产收益率不低于8.3%，且不低于对标企业75分位值 2021年主营业务收入占营收比重不低于90%
第三个解除限售期	以2016-2018年净利润均值为基数，2022年净利润增长率不低于90%，且当年度净利润较2016-2018年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和 2022年加权平均净资产收益率不低于8.5%，且不低于对标企业75分位值 2022年主营业务收入占营收比重不低于90%

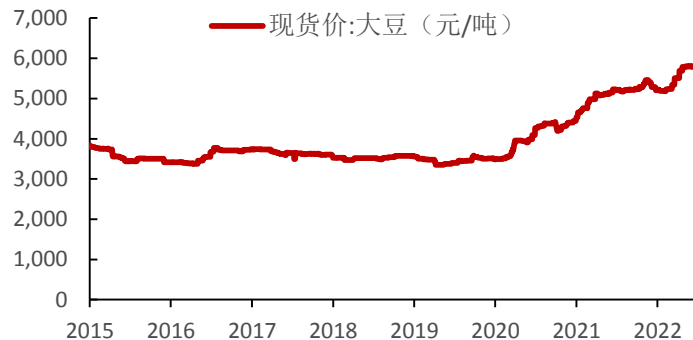
资料来源：公司公告，民生证券研究院

- 公司坚持“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略，通过直营酒吧等渠道提升消费者品牌认知，以白啤、纯生等多品类丰富产品矩阵，推动高质量发展
- 公司主销区沿黄及东北地区近年多次受疫情冲击，具有复苏潜力，同时公司股权激励以利润为导向，利润端仍有向上弹性

3.1 基础调味品需求改善，成本端压力仍存

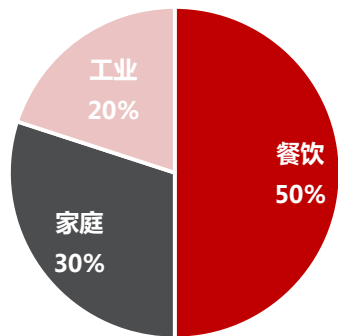
- 调味品下游主要分为餐饮、家庭及食品加工，餐饮受疫情影响较大，家庭端从商超数据看保持了复苏态势，工业需求相对稳定，在餐饮逐步恢复下，需求整体边际向好。成本端以酱油为代表，大豆占比约20%，当前价格仍处高位
- 复合调味品仍处于渗透率提升过程，行业保持双位数增长，但近几年随着龙头企业扩张以及大量中小企业进入，在传统火锅底料、鱼调等品类竞争加剧，后续需观察差异化新品贡献的增量

图表：大豆价格维持高位

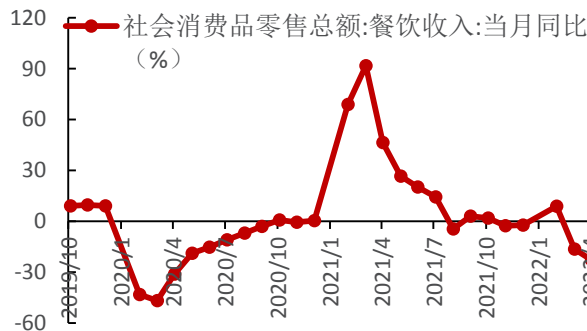


资料来源：wind，民生证券研究院

图表：调味品市场分为餐饮、家庭及工业

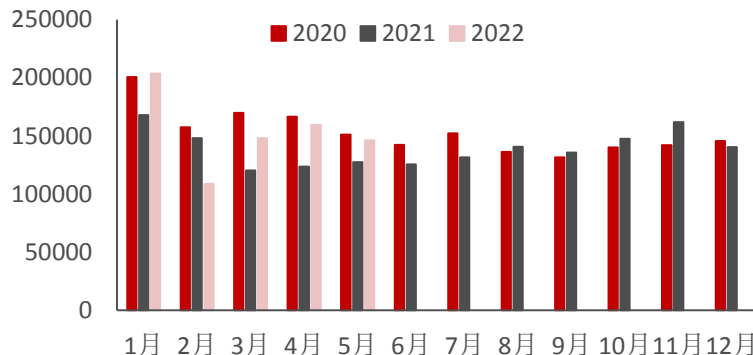


图表：线下餐饮受疫情影响较大（单位：%）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：2022年酱油商超销售额同比稳步增长（单位：万元）

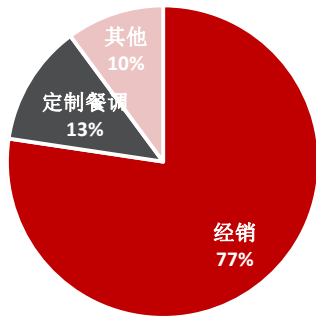


资料来源：萝卜投研，木丁数据，民生证券研究院

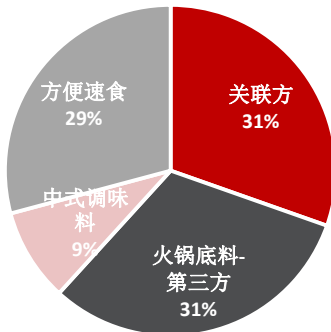
资料来源：中商情报网，民生证券研究院

3.1 复合调味品：复苏进行时，静候新品破局

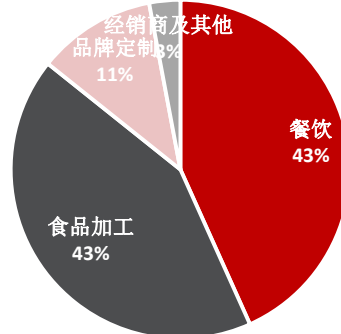
图表：天味食品C端为主



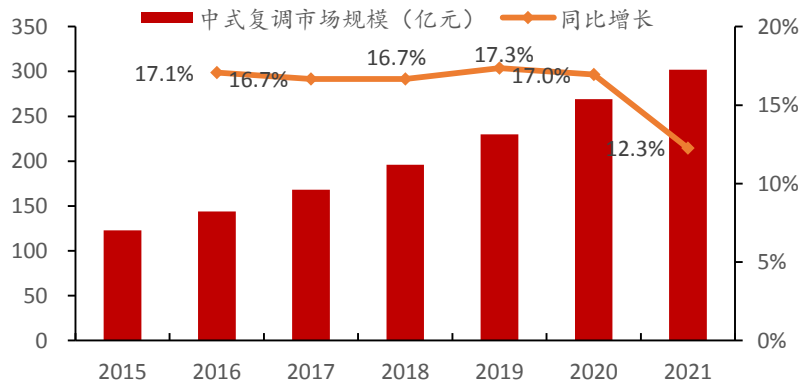
图表：颐海国际多品类，BC端均有布局



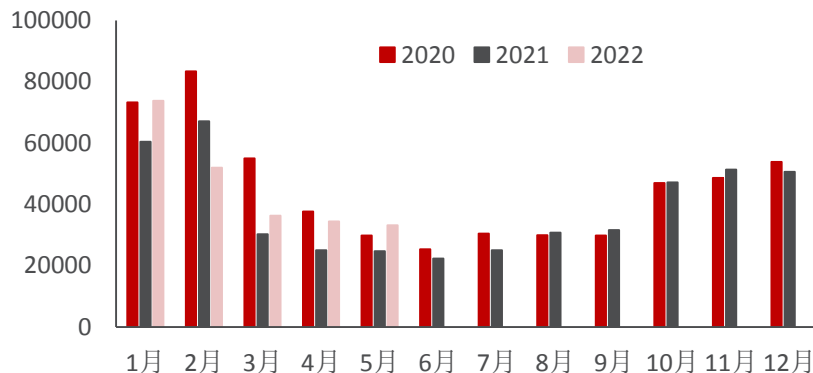
图表：日辰股份直营大客户为主



图表：中式复调行业保持双位数增长（单位：亿元）



图表：2022年商超渠道火锅底料销售额稳步增长（单位：万元）

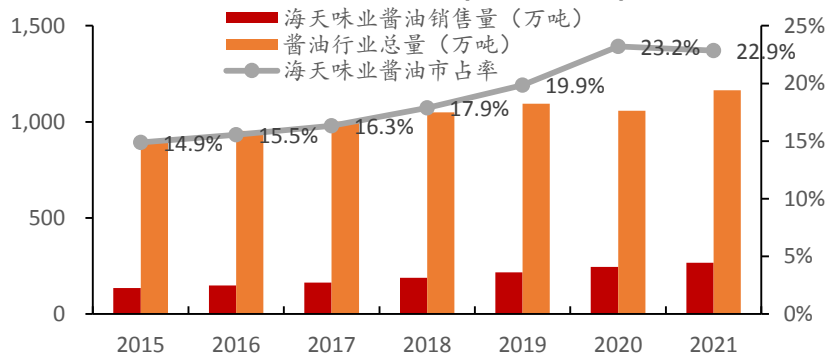


资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

资料来源：萝卜投研，木丁数据，民生证券研究院

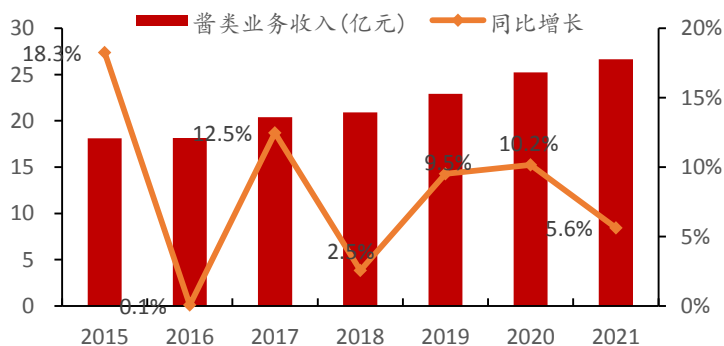
3.1 海天味业：酱油市占率提升，推动品类拓展

图表：海天味业酱油市占率持续提升（单位：万吨）



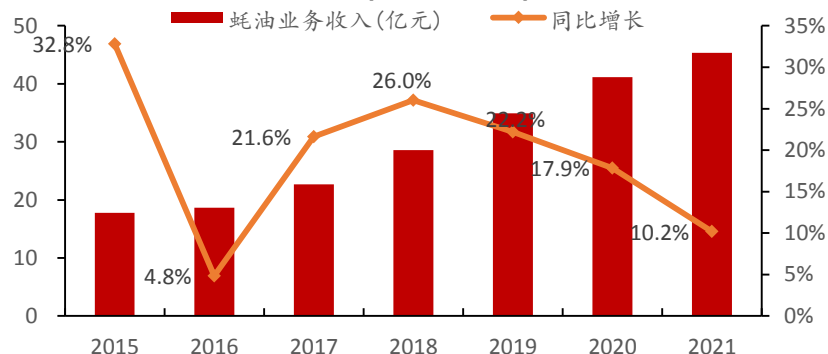
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：海天味业酱类业务稳步发展（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：海天味业拓展蚝油业务（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

- 依托自身强品牌及渠道力，在酱油行业总量相对稳定的背景下，公司市占率由15%逐步提高至23%，实现挤压式增长。类比龟甲万在日本市占率超30%，公司酱油业务仍有增长空间
- 品类方面，公司亦布局了蚝油、酱类、料酒等多种产品，渠道上，加速新零售，大客户渠道的拓展



关键线索（二）：国企改革 机制的优化是企业高质量发展的有力保障

3.2

体制机制变革及薪酬市场化制度的确立，利于管理效能的提升，基于“品牌”+“好生意”（盈利模式）+管理效能的基本框架，关注有改革势能释放的公司，老窖、汾酒具备稳定增长动能

图表：泸州老窖营收增长情况及股市表现

图表：老白干营收增长情况及股市表现



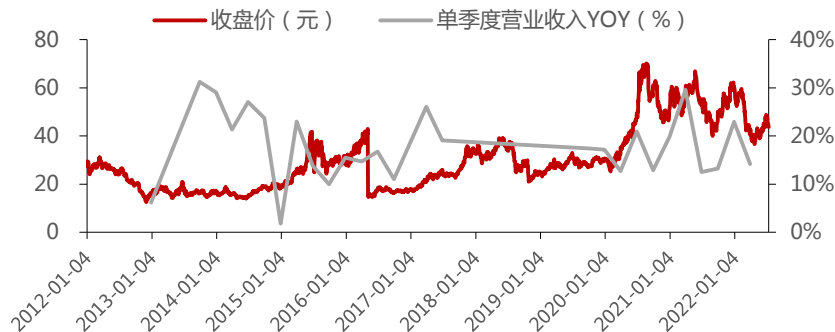
资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：安琪酵母营收增长情况及股市表现

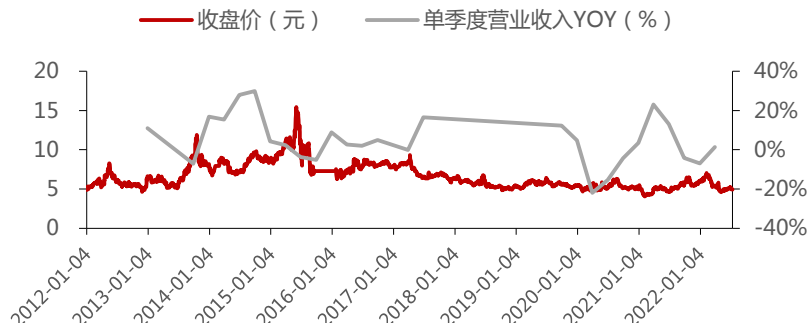


资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：三元股份营收增长情况及股市表现



资料来源：Wind，民生证券研究院



资料来源：Wind，民生证券研究院

3.2 板块股权激励考核信息梳理

图表：食品饮料行业股权激励计划考核情况

名称	考核期	考核指标	考核基准	第1个考核期	第2个考核期	第3个考核期	第4个考核期	持续期
日辰股份	2022-2025	营业收入增长率或净利润增长率	2021年	30%	69%	119%	185.61%	正在进行
ST通葡	2022-2024	主营业务收入增长率	2021年	5%	15%	25%		正在进行
		葡萄酒业务收入增长率	2021年	15%	30%	45%		正在进行
得利斯	2021-2024	营业收入增长率	2020年	30%	60%	100%	120%	正在进行
		净利润增长率	2020年		50%	80%	110%	正在进行
老白干酒	2022-2024	净资产收益率	固定值	10%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平	10%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平	10%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平		正在进行
		净利润复合增长率	2020年	15%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平	15%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平	15%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平		正在进行
		主营业务收入占比	固定值	不低于95%	不低于95%	不低于95%		正在进行
均瑶健康	2022-2024	营业收入增长率	2021年	50%	125%	238%		正在进行
天味食品	2022-2023	营业收入增长率	2021年	15%	32%			正在进行
千禾味业	2022-2024	营业收入增长率	2021年	18%	38%	60%		正在进行
		净利润增长率	2021年	50%	90%	130%		正在进行
三元股份	2023-2025	归母扣非后净资产收益率	固定值	4.2%	5.4%	6.9%		正在进行
		归母扣非后净利润增长率	2018-2020年归母扣非后净利润平均值	341%	501%	715%		正在进行
		营业收入增长率	2018-2020年营业收入平均值	59%	83%	121%		正在进行
		自营低温鲜奶收入增长率	2018-2020年自营低温鲜奶收入平均值	70%	100%	130%		正在进行
		自营高端产品收入占比	固定值	33%	38%	42%		正在进行
		新产品数量	固定值	20	20	20		正在进行
盐津铺子	2021-2023	营业收入增长率	2020年	28%	38%	66%		正在进行
		净利润增长率	2020年	42%	31%	101%		正在进行
西麦食品	2021-2023	营业收入增长率	2020年	21%	33%	60%		正在进行
		净利润增长率	2020年	15%	25%	37%		正在进行
百润股份	2022-2024	营业收入增长率	2021年	25%	53.75%	84.5%		正在进行
千味央厨	2022-2023	营业收入增长率	2020年	67%	101%			正在进行
三全食品	2022-2024	营业收入	固定值	76亿元	84亿元	92亿元		正在进行
熊猫乳品	2022-2025	营业收入	固定值	8.88亿元	12.5亿元	17.68亿元	25亿元	正在进行
加加食品	2021-2023	净利润	固定值	0.1亿元	2亿元	2.5亿元		正在进行
		营业收入	固定值	16亿元	20亿元	25亿元		正在进行
南侨食品	2021-2023	营业收入增长率	2020年	25%	45%	65%		正在进行
泸州老窖	2021-2023	净资产收益率	固定值	不低于22%	不低于22%	不低于22%		正在进行
		净利润增长率	2019年	不低于对标企业75分位值	不低于对标企业75分位值	不低于对标企业75分位值		正在进行
		成本费用占比	固定值	不高于65%	不高于65%	不高于65%		正在进行

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图表：食品饮料行业股权激励计划考核情况梳理

名称	考核期	考核指标	考核基准	第1个考核期	第2个考核期	第3个考核期	第4个考核期	第5个考核期	持续期
立高食品	2021-2025	营业收入增长率	2020年	40%	75%	118%	170%	240%	正在进行
天味食品	2021-2022	营业收入增长率	2020年	24%	55%				正在进行
三只松鼠	2021-2023	营业收入增长率	2020年	14%	28%	63%			正在进行
		净利润增长率	2020年	50%	80%	161%			正在进行
有友食品	2021-2023	营业收入增长率	2020年	15%	33%	55%			正在进行
海欣食品	2021-2023	营业收入	固定值	18.6亿元	21.8亿元	25.8亿元			正在进行
绝味食品	2021-2023	营业收入增长率	2020年	25%	50%	80%			正在进行
新乳业	2021-2023	营业收入增长率	固定值	25%	56%	95%			正在进行
		净利润增长率	固定值	25%	56%	95%			正在进行
安琪酵母	2020-2022	净资产现金回报率（EOE）	固定值	26%	27%	28%			正在进行
		净利润增长率	2017-2019年业绩均值	50%	55%	60%			正在进行
		主营业务收入占比	固定值	90%	90%	90%			正在进行
妙可蓝多	2021-2023	营业收入	固定值	40亿元	60亿元	80亿元			正在进行
惠发食品	2020-2021	营业收入增长率	2018、2019年营业收入平均值	10%	12%				已经完成
仙乐健康	2020-2022	营业收入增长率	2019年	20%	45%	70%			正在进行
天味食品	2020-2021	营业收入增长率	2019年	50%	125%				已经完成
今世缘	2020-2022	营业收入增长率	2018年营业收入为基数	45%&同行75%，且高于公司18年行业分位值	75%&同行75%，且高于公司18年行业分位值	115%&同行75%，且高于公司18年行业分位值			正在进行
		ROE	固定值	19.7%	20.5%	21.5%			正在进行
		主营业务收入占比	固定值	95%	95%	95%			正在进行
青岛啤酒	2020-2022	ROE	固定值	8.1%&同行75%	8.3%&同行75%	8.5%&同行75%			董事会预案
		净利润增长率	与2016-2018年净利润均值	50%	70%	90%			
		主营业务收入占比	固定值	90%	90%	90%			
汤臣倍健*	2020-2022	营业收入增长率	2018年	45%	60%	75%			正在进行
安井食品	2019-2021	营业收入	固定值	50.26亿元	107.75亿元	170.785亿元			已经完成
龙大肉食*	2019-2021	营业收入	固定值	130亿元	180亿元	270亿元			已经完成
		利润总额	固定值	2.7亿元	4.5亿元	7.2亿元			
来伊份*	2019-2021	营业收入增长率	2018年营业收入为基数	30%	69%	120%			已经完成
伊利股份	2019-2021	净利润增长率	2018年净利润为基数	8%	18%	28%			已经完成
		ROE	固定值	20%	20%	20%			
		分红比例	固定值	70%	70%	70%			

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图表：食品饮料行业股权激励计划考核情况梳理

名称	考核期	考核指标	考核基准	第1个考核期	第2个考核期	第3个考核期	持续期
水井坊	2019-2021	营业收入增长率	对标企业平均增长率	110%	110%		已经完成
盐津铺子	2019-2021	营业收入增长率	2018 年	15%	35%	60%	已经完成
		净利率增长率	2018 年	95%	160%	250%	
庄园牧场	2019-2021	营业收入增长率	经合理调整后2018 年	10%	20%	30%	已经完成
汤臣倍健*	2020-2022	营业收入增长率	2018 年	45%	60%	75%	正在进行
华统股份	2019-2022	净利率增长率	2018 年	25%	40%	50%	正在进行
山西汾酒	2019-2021	ROE	固定值	22%&同行75%	22%&同行75%	22%&同行75%	已经完成
		营业收入增长率	2017年	90%&同行75%	120%&同行75%	150%&同行75%	
		主营业务收入占比	固定值	90%	90%	90%	
舍得酒业	2019-2022	净利润增长率	扣除激励成本后，2017 年	260%	350%	460%	正在进行
香飘飘	2018-2021	营业收入增长率	2017 年	20%	50%	80%	已经完成
		净利润增长率	2017 年	10%	35%	75%	
克明面业*	2018-2020	净利润增长率	2017 年	40%	80%	130%	已经完成
煌上煌	2018-2021	净利润增长率	扣除激励成本，2017 年	25%	50%	100%	已经完成
广州酒家*	2019-2021	净利润增长率	同期	10%&同行75%	10%&同行75%	10%&同行75%	已经完成
		营业收入增长率	同期	10%&同行75%	10%&同行75%	10%&同行75%	
		ROE	固定值	16%&同行75%	16%&同行75%	16%&同行75%	
		现金分红比例	固定值	30%	30%	30%	
百润股份	2018-2020	净利润增长率	扣除激励成本后，2017 年	25%	50%	80%	已经完成
千禾味业	2017-2019	营业收入增长率	2016年	20%	40%	70%	已经完成
		净利润增长率	2016年	50%	80%	150%	
来伊份	2017-2019	营业收入增长率	2016年	12%	30%	55%	已经完成
黑芝麻*	2017-2020	净利润	固定值	2.5亿元	2.75亿元	3.0亿元	已经完成
妙可蓝多	2017-2019	主营业务收入	固定值	80000 万元	120000 万元	160000 万元	已经完成
伊利股份*	2017-2018	净利润增长率	2015年	30%	45%		已经完成
		ROE	固定值	12%	12%		
汤臣倍健	2017-2019	营业收入增长率	2016年	10%	21%	33%	已经完成
三全食品	2016-2018	营业收入增长率	2015年	5%	10%	16%	已经完成
海欣食品	2016-2018	营业收入	固定值	9亿元	9.5亿元	10亿元	已经完成
龙大肉食	2016-2018	利润增长率	2015年	20%	38%	59%	已经完成
加加食品*	2015-2017	净利润增长率	2014年	15%	30%	45%	已经完成
		营业收入增长率	2014年	25%	56%	95%	

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图表：食品饮料行业股权激励计划考核情况

名称	考核期	考核指标	考核基准	第1个考核期	第2个考核期	第3个考核期	第4个考核期	持续期
麦趣尔	2015-2017	净利润	固定值	6561万元	6846万元	7132万元		已经完成
黑芝麻	2015-2017	营业收入增长率	2014年	30%	69%	120%		停止实施
		净利润	固定值	1.5亿元	2亿元	2.5亿元		
海天味业	2014-2017	营业收入增长率	2013年	17%	34%	53%	73%	已经完成
		净利润增长率	2013年	24%	50%	77%	107%	
光明乳业	2015-2017	营业总收入增长率	同期	15%	15%	15%		已经完成 (未完成注销)
		净利润增长率	同期	12%	12%	12%		
		ROE	固定值	8%	8%	8%		
克明面业	2014-2018	营业收入增长率	2013年	25%	50%	116%	160%	已经完成
		净利润增长率	2013年	10%	20%	65%	100%	
贝因美*	2014-2016	营业收入增长率	2013年	23%	54%	100%		停止实施
		净利润增长率	2013年	12%	32%	65%		
三全食品*	2014-2016	营业收入增长率	2013年	30%	69%	120%		已经完成
上海梅林	2015-2017	ROE	扣非值	7%	7%	7%		已经完成
		净利润	2012年	1.4527亿元	1.6560亿元	1.8827亿元		
		肉制品比例	固定值	55%	58%	60%		
煌上煌	2013-2016	净利润增长率	2012年	15%	32%	52%		已经完成
		ROE	固定值	8%	9%	10%		
汤臣倍健*	2013-2015	净利润增长率	2012年	40%	82%	136%		已经完成
		ROE	固定值	16%	18%	20%		
佳隆股份	2012-2015	ROE	固定值	7%	8%	8%		已经完成
		净利润增长率	2011年	6%	16%	40%		
光明乳业	2010-2013	营业总收入	固定值	94.8亿元	113.76亿元	136.51亿元	158.42亿元	已经完成
		净利润	固定值	1.9亿元	2.28亿元	2.73亿元	3.17亿元	
		ROE	固定值	8%	8%	8%	8%	
		扣非净利润占比	固定值	85%	85%	85%	85%	
泸州老窖*	2011-2013	扣非净利润增长率	同比	12%	12%	12%		已经完成
		ROE	固定值	30%&同行75%	30%&同行75%	30%&同行75%		
伊利股份*		扣非净利润增长率	同比	17%				已经完成
		主营业务收入增长率	同比	20%	15%			

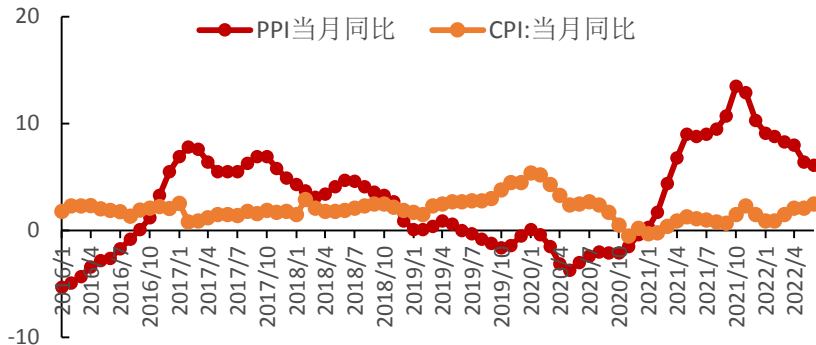
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

关键线索（三）：成本下降

大众品的原材料成本仍处高位，包材、
油脂等类价格走低利于业绩修复

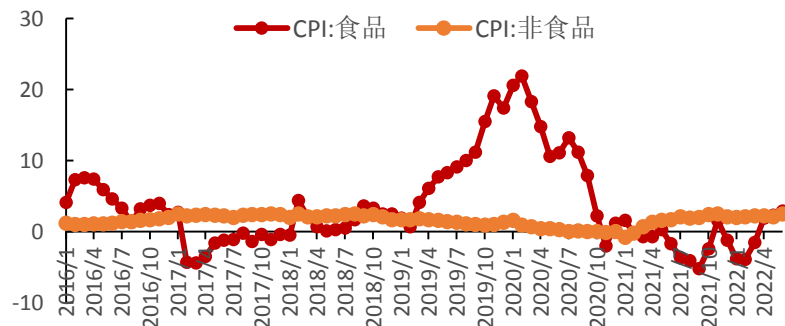
3.3 大众品的原材料成本仍处高位，包材、油脂等类价格走低利于相关大众品业绩修复，关注成本端的边际变化

图表：PPI增速放缓



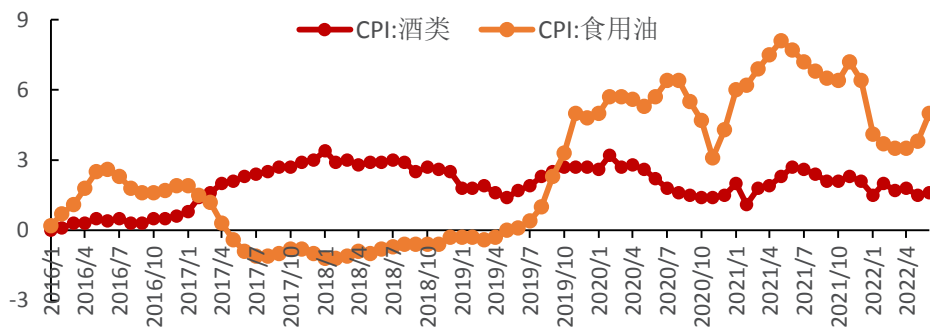
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：食品CPI受猪肉影响较大



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：酒类价格稳步提升，食用油价格显著上行



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

3.3 子行业成本敏感度

图表：重点原材料成本敏感性测算

行业	核心原材料	占比	原材料价格涨幅			
			20%	15%	10%	5%
啤酒	麦芽	14.0%	2.8%	2.1%	1.4%	0.7%
	包装物	49.0%	9.8%	7.4%	4.9%	2.5%
	大豆	17.6%	3.5%	2.6%	1.8%	0.9%
调味品	白砂糖	14.4%	2.9%	2.2%	1.4%	0.7%
	塑料瓶	11.8%	2.4%	1.8%	1.2%	0.6%
	玻璃瓶	12.2%	2.4%	1.8%	1.2%	0.6%
乳制品	原奶	47.0%	9.4%	7.1%	4.7%	2.4%
	包材	23.3%	4.7%	3.5%	2.3%	1.2%
软饮料	白砂糖	30.8%	6.2%	4.6%	3.1%	1.5%
	瓶坯	18.9%	3.8%	2.8%	1.9%	0.9%
包装饮用水	PET	14.1%	2.8%	2.1%	1.4%	0.7%
	小麦粉	10.1%	2.0%	1.5%	1.0%	0.5%
速冻米面	糯米粉	12.5%	2.5%	1.9%	1.3%	0.6%
	包材	36.3%	7.3%	5.4%	3.6%	1.8%
	鱼糜	16.3%	3.3%	2.4%	1.6%	0.8%
速冻食材	肉类	25.1%	5.0%	3.8%	2.5%	1.3%
	粉类	12.7%	2.5%	1.9%	1.3%	0.6%
休闲食品	棕榈油	9.6%	1.9%	1.4%	1.0%	0.5%
豆制品	黄豆	30.5%	6.1%	4.6%	3.1%	1.5%

资料来源：wind、同花顺金融、产业信息网，民生证券研究院测算

注：行业成本结构以代表性企业为例进行测算，如调味品-海天，乳制品-新乳业、软饮料-东鹏、包装饮用水-农夫山泉、

速冻米面-干味央厨、速冻食材-安井、休闲食品-甘源、豆制品-祖名，啤酒行业成本参考产业信息网

- 啤酒包材成本占比49%、基础调味品对大豆、白砂糖更加敏感，乳制品原奶成本47%、软饮料糖和瓶坯成本近50%。
- 我们测算了原材料价格波动对行业成本的影响幅度，如麦芽价格上涨20%，将导致啤酒行业成本上涨2.8%。
- 占比更大、价格波动幅度更明显的品类，对整体成本影响程度更大。但另一方面，由于原材料的多样性，单一成本变动对于整体成本的影响程度有限。

3.3 22Q2啤酒、速冻、乳制品等成本回落，豆制品、软饮、休闲食品原辅材料成本上涨边际趋缓

图表：子行业成本变动情况测算

	啤酒	速冻食材	乳制品	速冻面点	豆制品	调味品	软饮料	休闲食品
21Q1	11.6%	7.0%	9.7%	5.8%	11.2%	9.0%	-0.9%	7.6%
21Q2	29.2%	2.0%	16.3%	9.8%	5.9%	14.7%	3.8%	14.3%
21Q3	21.9%	-6.2%	12.8%	8.3%	4.1%	15.6%	7.4%	13.9%
21Q4	8.1%	-4.8%	9.5%	11.3%	5.4%	16.0%	13.9%	17.1%
22Q1	-2.9%	-12.1%	1.6%	2.9%	4.1%	7.9%	7.9%	11.0%
22Q2	-10.5%	-7.8%	0.6%	4.0%	6.0%	6.0%	7.4%	10.0%

变动趋势



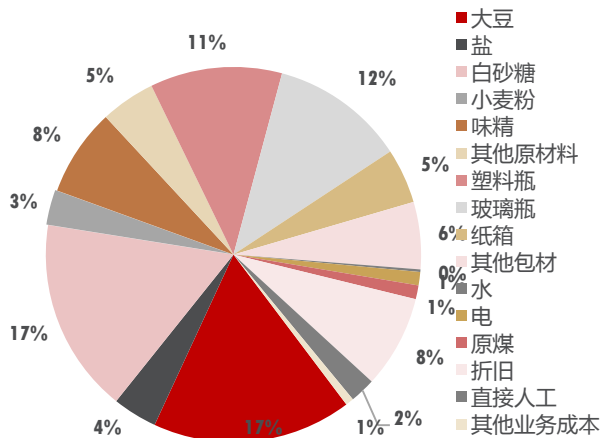
资料来源：wind、同花顺金融，民生证券研究院测算

- 22Q2啤酒伴随包材价格下降、速冻食材受益于猪价下行，成本已出现明显回落；乳制品受益于原奶价格边际回落，成本压力明显趋缓；
- 目前速冻面点由于油料、小麦粉等主要原材料价格仍处于高位，成本压力仍然存在；豆制品成本核心取决于上游黄豆价格，调味品核心受黄豆及白砂糖影响，目前仍有一定压力；软饮料受PET价格影响，目前成本压力依然存在，但已有所趋缓；
- 休闲食品品类丰富，各企业成本也伴随原材料构成而有所差异，洽洽成本核心取决于瓜子及坚果采购价格，甘源受棕榈油价格影响较大，目前伴随棕榈油价格快速下滑，有望明显缓解成本压力，全品类零食企业成本受油料、肉类、坚果等诸多品类影响。

3.3 调味品行业成本拆分

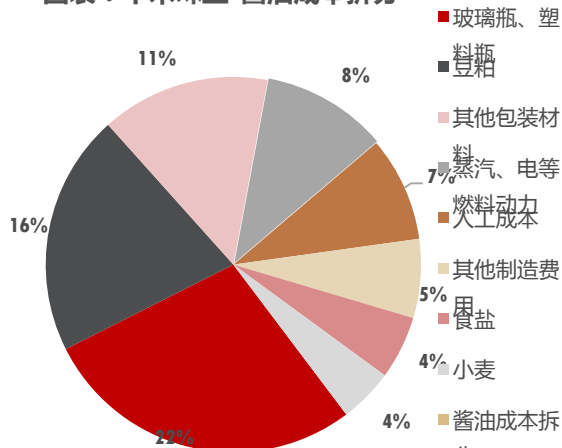
- 调味品行业最大原材料占比为大豆及白砂糖，以海天味业为例，其中大豆/白砂糖占比分别为17.18%/16.78%；包材中塑料瓶/玻璃瓶分别占比11.37%/11.57%。

图表：海天味业成本拆分



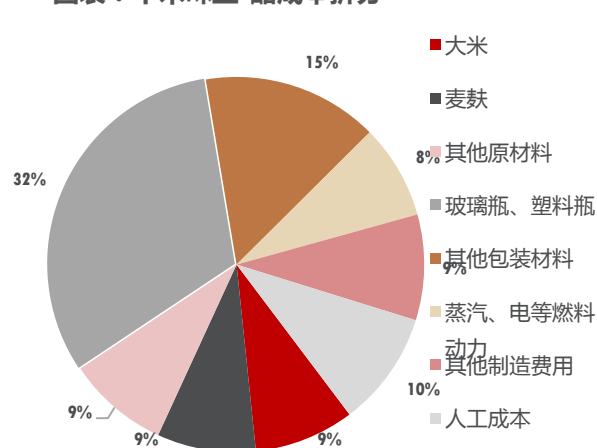
资料来源：海天味业招股说明书，民生证券研究院
注：采用2012年数据

图表：千禾味业-酱油成本拆分



资料来源：千禾味业招股说明书，民生证券研究院
注：采用2015年数据

图表：千禾味业-醋成本拆分

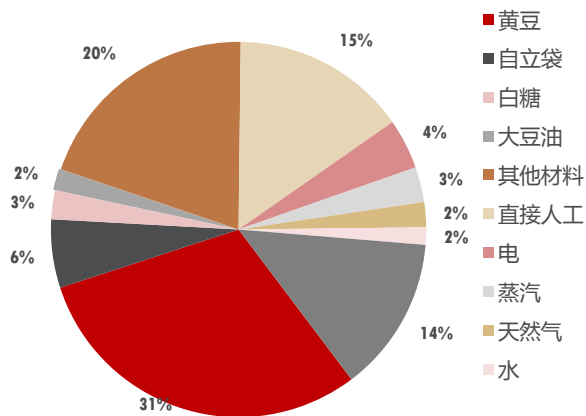


资料来源：千禾味业招股说明书，民生证券研究院
注：采用2015年数据

3.3 豆制品及榨菜成本拆分

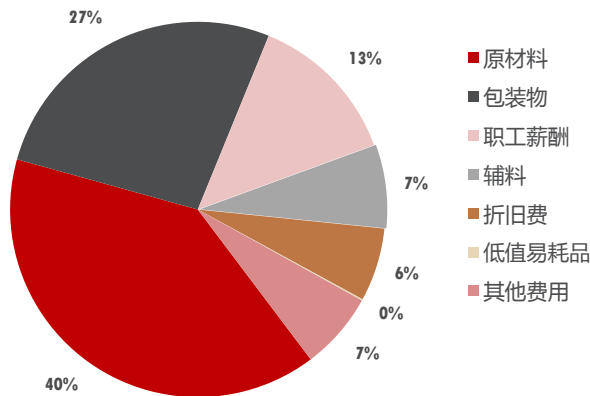
- 豆制品行业最大原材料占比为黄豆，以祖名股份为例，黄豆占比达30.54%；分品类看，豆腐/干张及素鸡/豆腐干/自立袋豆奶中黄豆占比分别为52.31%/52.18%/45.64%/15.53%。
- 调味品行业中，榨菜成本大头为原材料和包装物，以涪陵榨菜为例，原材料及包装物占比分别为39.59%/26.86%。

图表：祖名股份成本拆分



资料来源：祖名股份招股说明书，民生证券研究院
注：采用2019年数据

图表：涪陵榨菜成本拆分

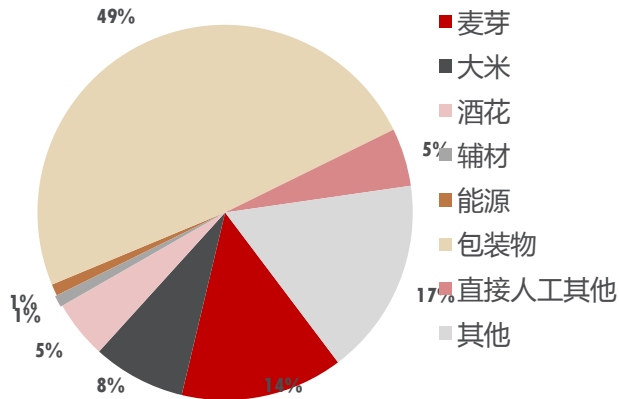


资料来源：涪陵榨菜招股说明书，民生证券研究院
注：采用2009年数据

3.3 啤酒行业成本拆分

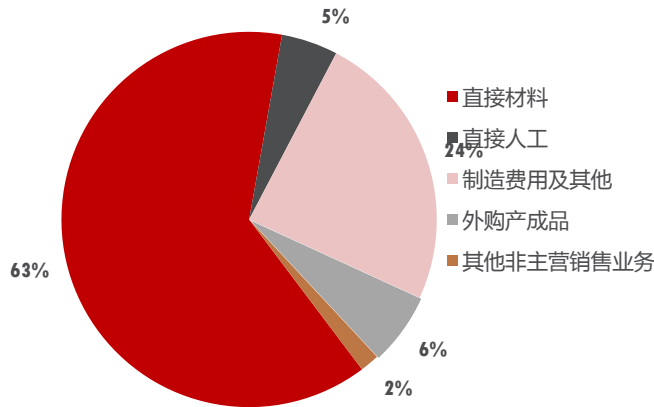
- 啤酒行业成本除包装物占49%外，麦芽及大米各自占14%/8%；根据青岛啤酒年报，直接材料占比达63.09%。

图表：啤酒行业成本拆分



资料来源：产业信息网，民生证券研究院
注：采用2018年数据

图表：青岛啤酒成本拆分

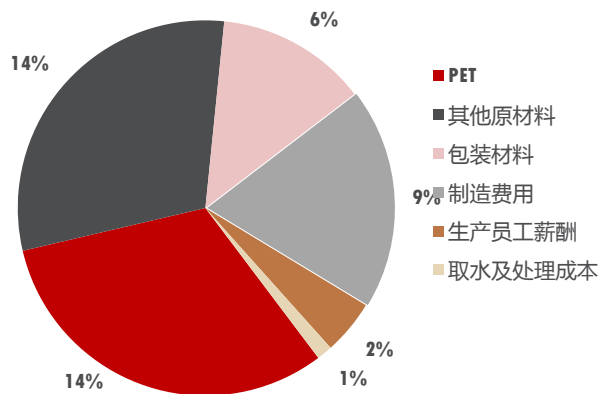


资料来源：青岛啤酒年报，民生证券研究院
注：采用2021年数据

3.3 饮料行业成本拆分

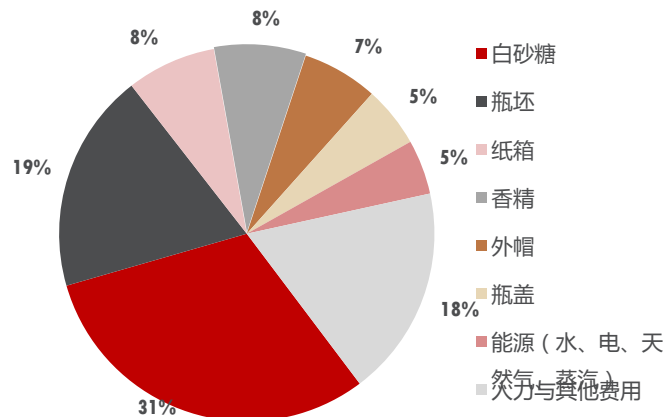
- 饮料行业中，根据细分产品不同，成本结构有所差异。以农夫山泉和东鹏特饮为例，农夫山泉原材料大头为PET及其他原材料，占比各自为14.10%/13.50%；东鹏特饮则为白砂糖和瓶坯，占比分别为30.81%/18.94%。

图表：农夫山泉成本拆分



资料来源：农夫山泉招股说明书，民生证券研究院
注：采用2019年数据

图表：东鹏特饮成本拆分

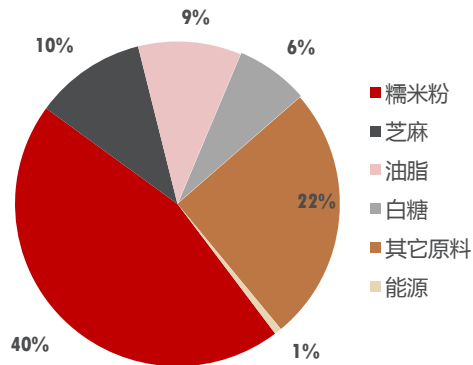


资料来源：东鹏特饮招股说明书，民生证券研究院
注：采用2020年数据

3.3 速冻行业成本拆分

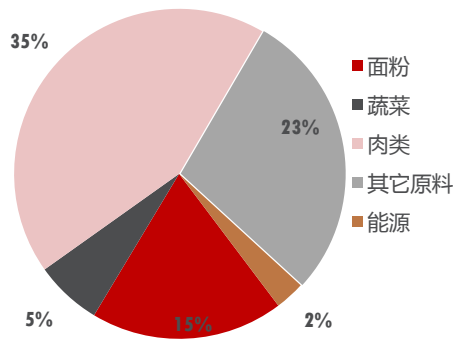
- 速冻食品行业中，产品品类的不同同样构成差异化成本结构。以三全食品为例，速冻汤圆、粽子的主要原材料为糯米，占比高达40%/29%；速冻水饺主要为肉类和面粉，占比分别为35%/15%；面点主要为面粉和白糖，各自占31%/9%。

图表：三全食品-速冻汤圆成本拆分



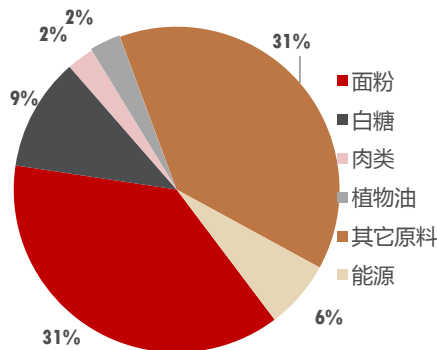
资料来源：三全食品招股说明书，民生证券研究院
注：采用2006年数据

图表：三全食品-速冻水饺成本拆分



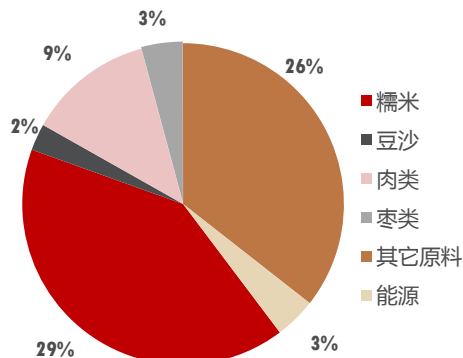
资料来源：三全食品招股说明书，民生证券研究院
注：采用2006年数据

图表：三全食品-面点成本拆分



资料来源：三全食品招股说明书，民生证券研究院
注：采用2006年数据

图表：三全食品-粽子成本拆分

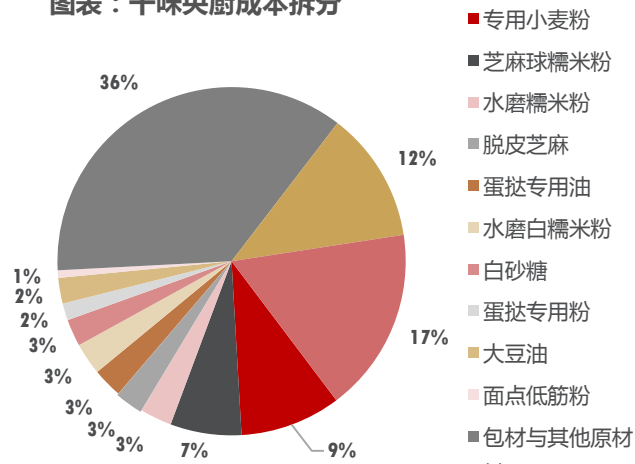


资料来源：三全食品招股说明书，民生证券研究院
注：采用2006年数据

3.3 速冻行业成本拆分

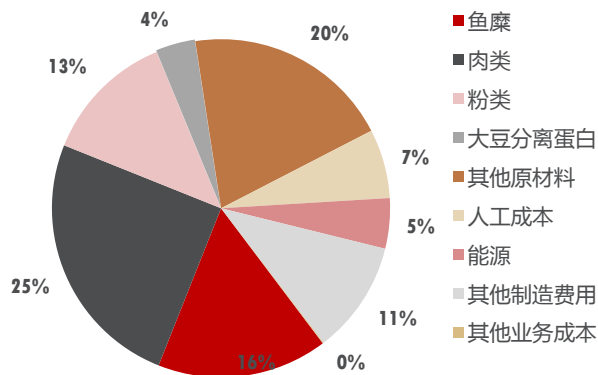
- 速冻食品行业中，对于主要生产油条、蒸煎饺、蛋挞、芝麻球、地瓜丸的干味央厨，主要原料专用小麦粉和芝麻球糯米粉，占比分别为9.36%/6.61%；对于生产火锅料制品和速冻面米制品的安井食品，主要为肉类和鱼糜，分别占25.05%/16.30%；对于主要生产烘焙食品原料和冷冻烘焙半成品的立高食品，主要为原材料为油脂、水果、糖分及面粉，分别占18%/9%/8%/8%。

图表：干味央厨成本拆分



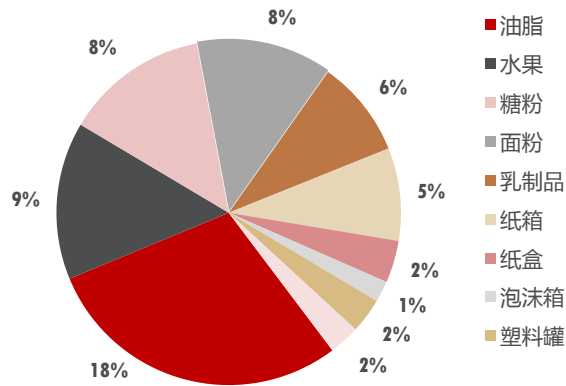
资料来源：干味央厨招股说明书，民生证券研究院
注：采用2020年数据

图表：安井食品成本拆分



资料来源：安井食品招股说明书，民生证券研究院
注：采用2015年数据

图表：立高食品成本拆分

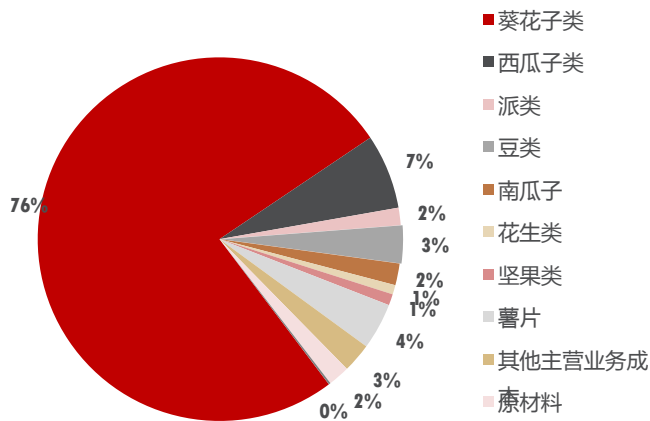


资料来源：立高食品招股说明书，民生证券研究院
注：采用2019年数据

3.3 休闲食品成本拆分

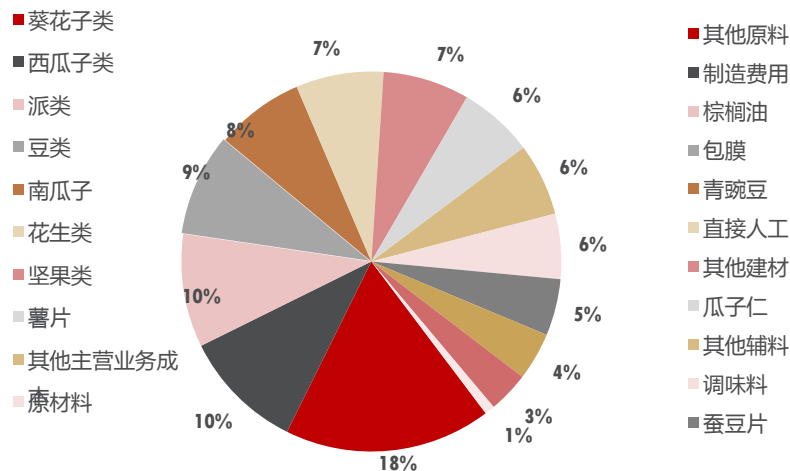
- 对于洽洽食品，成本的76%为葵花籽类；对于甘源食品，除去包材，主要原材料为棕榈油和青豌豆，分别占9.64%/7.54%；对于绝味食品，主要为鸭脖和鸭掌，分别占14.96%/10.76%。

图表：洽洽食品成本拆分



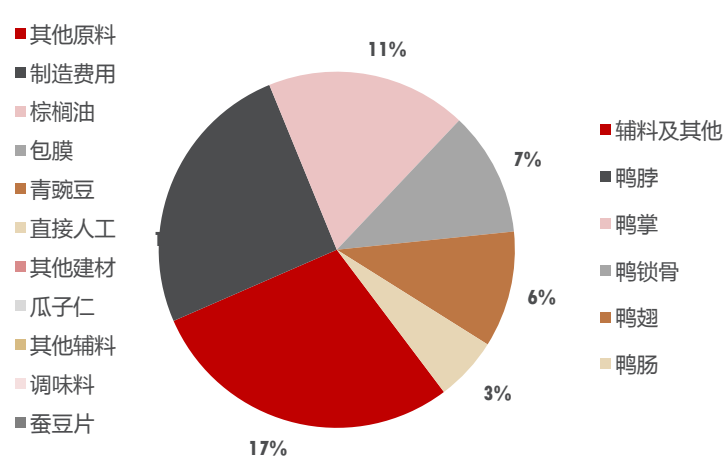
资料来源：洽洽食品招股说明书，民生证券研究院
注：采用2019年数据

图表：甘源食品成本拆分



资料来源：甘源食品招股说明书，民生证券研究院
注：采用2010年数据

图表：绝味食品成本拆分

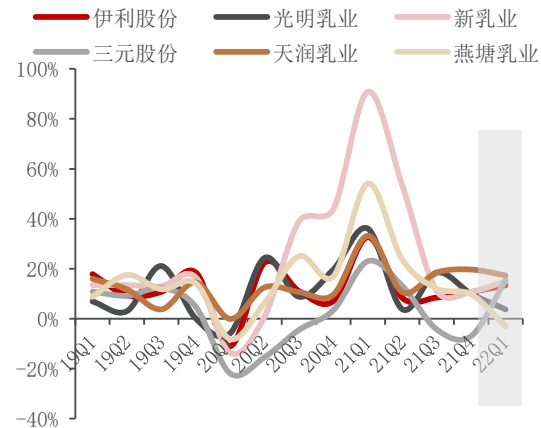


资料来源：绝味食品募集说明书，民生证券研究院
注：采用2017年数据

3.3 乳制品：需求稳步增长，长期确定性较强

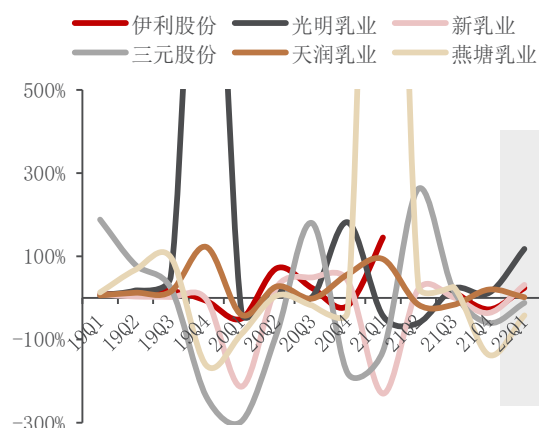
- 复盘乳制品H1市场表现，春节期间礼赠需求带动乳制品迎来需求旺季，2022年春节错期，高基数背景下，各乳企依然实现较快增长，验证乳制品需求稳定性。二季度疫情影响物流时效性，对乳制品供应链形成一定压力。
- 长期来看，中国人口基数庞大，伴随居民乳制品饮用习惯的进一步加深，乳制品需求正逐步提升。且消费升级趋势明显，推动行业向高端化方向持续发展。预计全年需求依然稳步提升，乳制品行业全年业绩确定性较强。

图表：乳制品季度收入增速



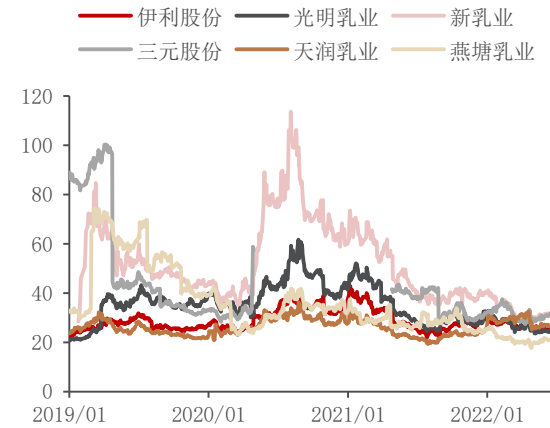
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图表：乳制品季度利润增速



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图表：乳制品重点公司估值（PE-TTM）

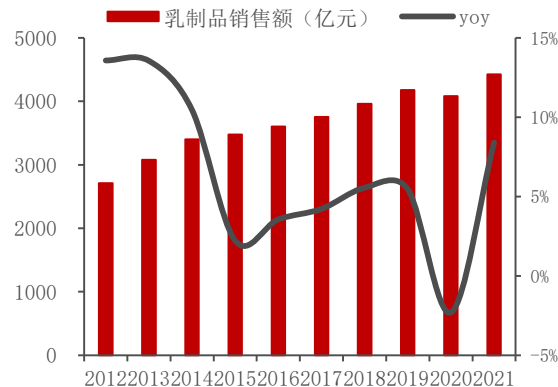


资料来源：wind，民生证券研究院

3.3 乳制品：量价同步提升，疫情之下液体奶增速明显增长

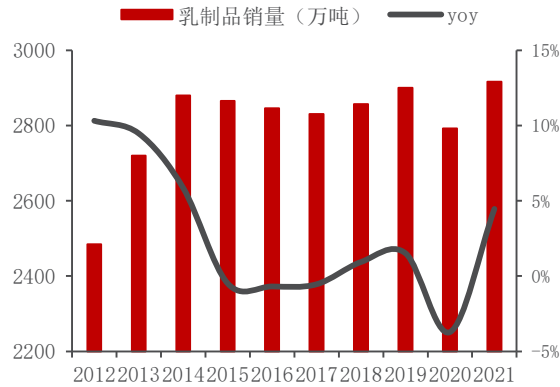
- 2021年中国乳制品行业达成销售额4425亿元，同比+8.4%，消费升级以及原奶紧缺，各乳企均加大对高端UHT奶、巴氏奶等高端化产品推广力度，2021年乳制品实现销量2917万吨，同比+4.5%，量增幅度小于整体销售额增幅，验证价增同样贡献一部分增量。
- 疫情后，国家卫健委、中国营养学会等倡导民众每日摄入300g奶及奶制品，引导乳制品需求进一步提升，也带动乳制品消费结构出现一定转变。2021年液体奶实现收入2719亿元，同比+7.7%，较过去10年CAGR+2.1%明显提升，酸奶实现收入1536亿元，同比+8.6%，较过去10年CAGR+12.9%出现一定下滑。此外，奶酪作为舶来品，国内渗透率持续提升，奶酪规模正持续扩容，2021年实现123亿元市场规模，过去10年实现21.1%复合增速。

图表：乳制品销售额10年CAGR为8.4%



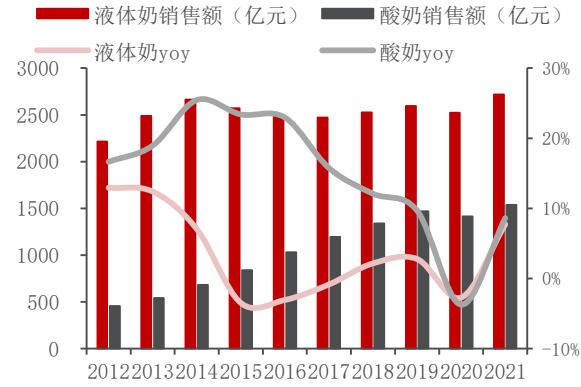
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图表：乳制品销售量10年CAGR为4.5%



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图表：疫情后液体奶增速明显提升



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

3.3 乳制品：原奶价格边际下滑，下游竞争趋缓利好行业整体发展

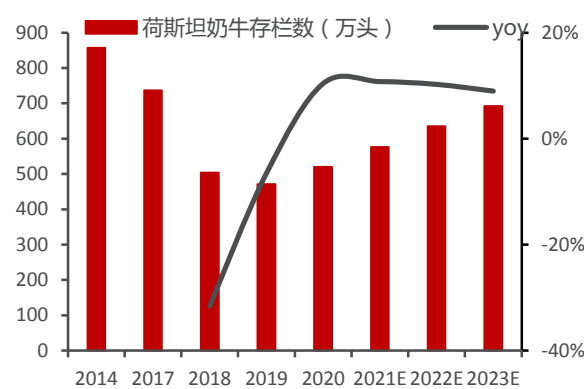
- 此轮原奶周期从2019年6月3.5元/kg持续上涨至2021年末4.3元/kg，涨幅达24%，进入2022年以后，原奶价格已在高位基础上边际回落，6月22日全国原奶均价为4.13元/kg，同比-3.5%，较此轮周期起点上涨17%。预计下半年奶价将维持下滑趋势。
- 从原奶供需结构来看，下游需求持续增加，上游奶牛存栏自2014年后持续下滑，19H2后全国大规模新建牛场，开启奶牛补栏周期。正常建设周期下，一个万头牛场需要1.5年建设周期，引进青年牛/自繁自养至泌乳期分别还有1/2年时间，预计22H2开始补充原奶供给。
- 乳企利润将受益于原奶上行周期，奶价上涨，乳企成本承压，推动下游竞争边际趋缓，毛销差扩大，释放利润空间。复盘此轮原奶上行周期，伊利毛销差由19Q2的11.8%提升至22Q1的16.2%，提升4.4pct。另一方面，原奶紧缺也推动产品结构升级，行业整体迈向高端化；乳企均加大上游牧场布局力度，保障原奶供给稳定性及品质化。

图表：全国原奶均价已边际下滑



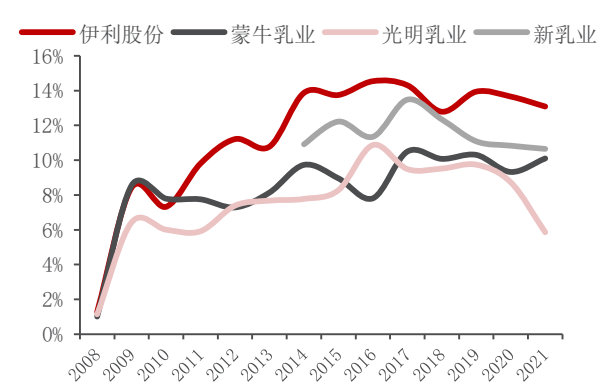
资料来源：农业农村部，民生证券研究院

图表：2020年奶牛存栏同比+10.40%



资料来源：全国畜牧总站，荷兰HOLSTEINFARMER，民生证券研究院

图表：乳企毛销差逐年提升



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

3.3

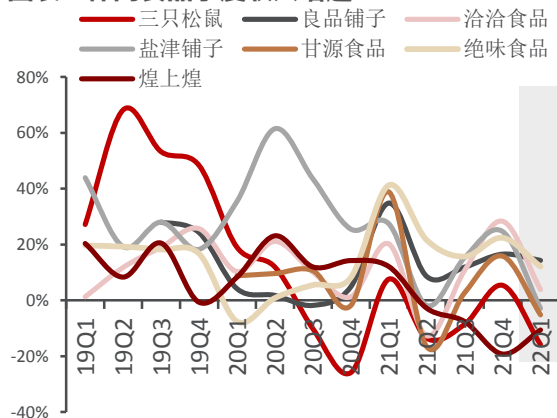
伊利股份：原奶成本边际下降，乳业龙头，开启奶粉第二增长曲线

- 伊利已顺利达成千亿目标，后千亿时代将把握产品结构升级、拓展第二增长曲线，实现收入、利润均衡增长。
- 高毛利业务占比不断提升，结构升级和高端化依旧是公司增长主线。
 - 液奶基本盘稳固，“金典”“安慕希”等产品的高端系列、“零碳酸奶”加速液奶高端化进程。
- 开拓奶粉第二增长曲线，以高毛利业务带动整体利润率提升。
 - 并购澳优，实现供应链、研发、渠道全面协同，达成市占率快速提升，加强奶粉业务优势，预计Q2并表贡献报表端业绩增长。
- 渠道层面，局部疫情干扰下，全国化终端韧性得以体现。
 - 传统渠道持续挖掘县乡村级市场空间，数字化转型稳步推进，发力电商、社区营销、O2O到家等新零售模式。
- 展望下半年，产品结构升级叠加奶粉业务拓展，奶价回落，两强竞争格局边际趋缓，业绩确定性较强。

3.3 休闲食品：Q2低基数叠加居家消费场景增加，企业基本面逐步改善

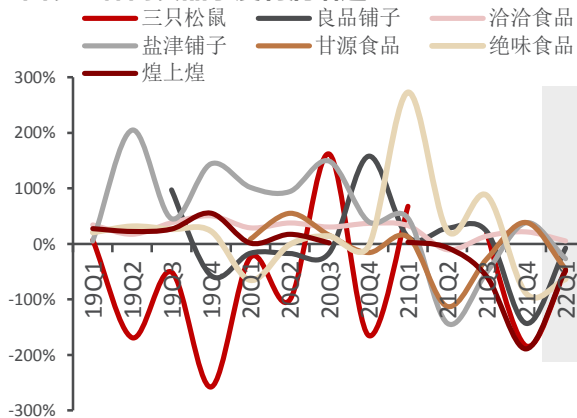
- 复盘休闲食品行业Q1表现，1-2月由于春节错期叠加同期高基数，行业收入增速普遍放缓。3月东北及华东疫情影响物流触达及时性，区域客流下滑，部分工厂停工、仓储暂停运营，业绩有所承压。
- 进入Q2之后，线下物流逐步恢复，同时居家消费场景增加，利好休闲食品消费，带动行业量增。头部企业提价顺利传导至终端，带动价增。成本端油料、面粉等原料价格持续上涨对企业成本形成一定压力，但目前部分原材料价格已边际下滑，同时包材价格也持续回落，利好后续利润空间的释放。

图表：休闲食品季度收入增速



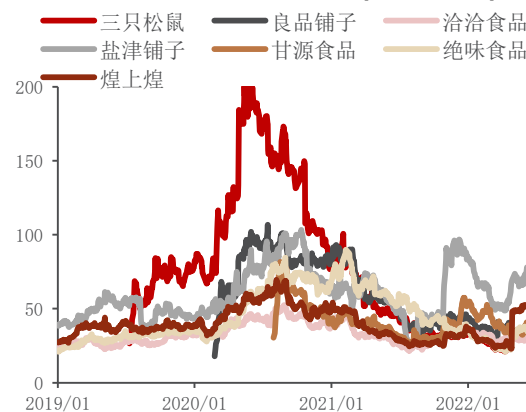
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图表：休闲食品季度利润增速



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图表：休闲食品重点公司估值（PE-TTM）



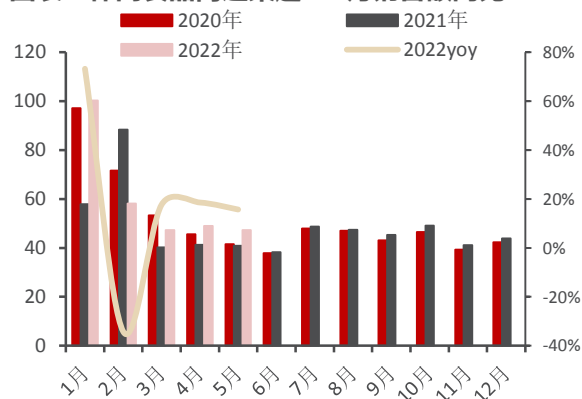
资料来源：wind，民生证券研究院

3.3

休闲食品：线下整体表现优于线上，疫情后线上渠道迎来修复

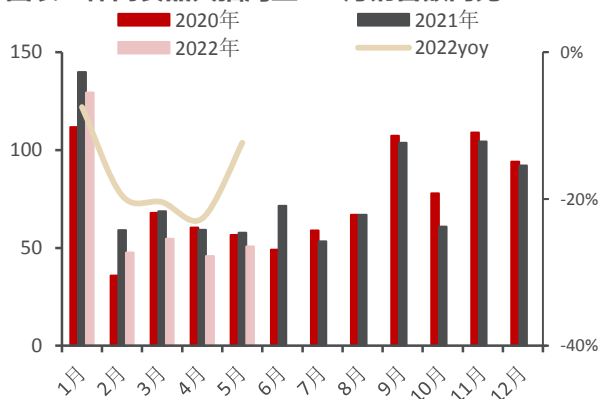
- 整体来看，上半年疫情影响及消费习惯改变，线下渠道整体表现好于线上，伴随疫情好转，线上渠道销售也逐步迎来修复。
- 线下渠道：疫情影响下，居家消费场景增加，同时消费习惯更加偏向于满足即时需求、终端触达的线下渠道，除2月春节错期短期影响外，线下渠道整体保持良好发展态势。
- 主流电商平台：疫情影响物流配送，以及消费习惯短期改变，休闲食品整体呈现下滑趋势。5月伴随全国疫情好转，线下客流回升、物流恢复，主流电商平台下滑幅度明显收窄。
- 社交电商平台：伴随直播带货等消费模式的快速发展，新兴社交电商渠道快速兴起，但目前规模基数依然较小，且流量成本较高。

图表：休闲食品商超渠道1-5月销售额同比+12.4%



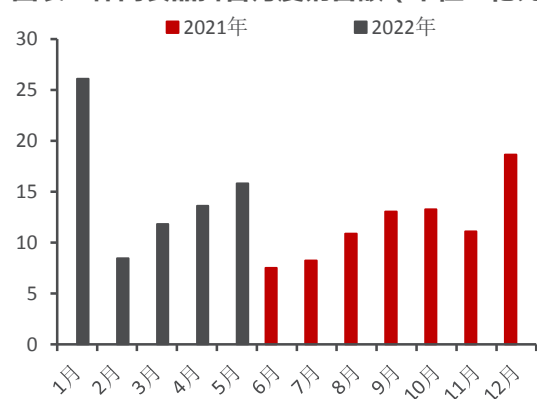
资料来源：萝卜投资，民生证券研究院

图表：休闲食品天猫淘宝1-5月销售额同比-14.7%



资料来源：萝卜投资，民生证券研究院

图表：休闲食品抖音月度销售额（单位：亿元）

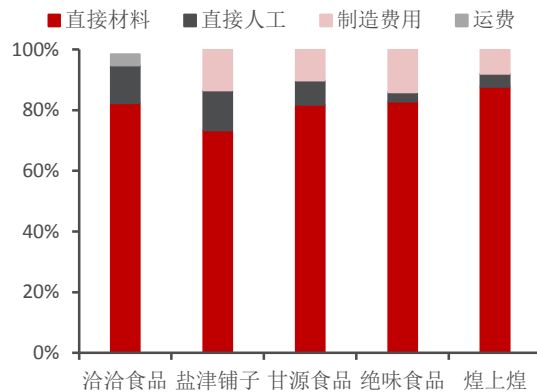


资料来源：萝卜投资，民生证券研究院

3.3 休闲食品：原材料价格边际回落，提价红利逐步释放

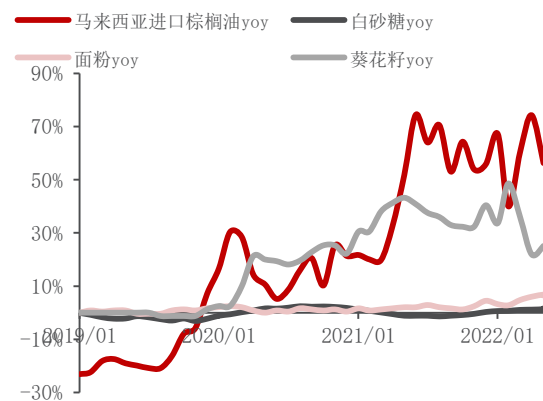
- 休闲食品各企业成本中直接材料占比多处于80%以上，原材料成本的上涨将大幅影响企业的成本情况。但原材料价格表现有所分化，部分原材料价格相对平稳，部分原材料如油料、油葵等价格自21年初持续上涨，目前油料价格边际下滑，利好油料用量大的企业成本压力边际缓解。同时包材价格也在21Q4逐渐回落，利好行业整体利润空间的释放。
- 2021年，成本压力推动行业普遍提价，甘源21年4月对老品提价12%，洽洽21年10月对瓜子系列提价8%-18%，有友22年1月提价15%，目前来看各企业提价均已顺利传导至终端，销售补贴也逐步退坡，预计Q2起提价红利将逐步释放，体现在报表端。

图表：各企业直接材料占比均为70%以上



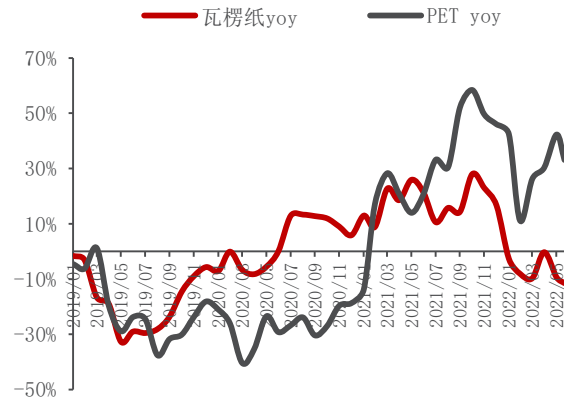
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：油料、油葵等产品价格快速上涨



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：瓦楞纸价格增速明显回落

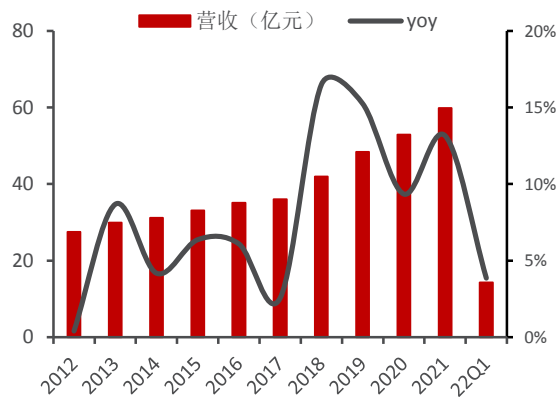


资料来源：wind，民生证券研究院

3.3 休闲食品：看好产品及渠道持续拓展，提价红利叠加成本改善的企业

- 洽洽食品：回顾Q2疫情带动居家消费场景增加，瓜子品类本身具备消费粘性，叠加同期低基数，瓜子品类实现快速增长。伴随消费需求恢复，消费升级趋势下，具备健康营养属性的坚果也将迎来快速增长，同时礼赠消费及节庆团购推动坚果礼盒快速放量。渠道层面，洽洽目前覆盖终端数量已超50万家，正通过事业合伙人模式与经销商共同推进终端覆盖数量提升，向百万终端目标靠近。洽洽作为行业龙头，具备明显品牌优势，21Q4引领行业提价，目前提价已顺利传导至终端，补贴政策逐渐退坡，预计22Q2提价红利将会在报表端体现。成本方面，食用瓜子价格波动幅度在个位数，坚果原料供需格局相对稳定，整体成本波动相对可控。展望下半年，瓜子及坚果品类同步发展，以及渠道开拓带来收入端确定性，提价红利释放叠加成本相对可控逐步释放利润空间，推荐洽洽食品。

图表：洽洽食品2021年收入同比+13.2%



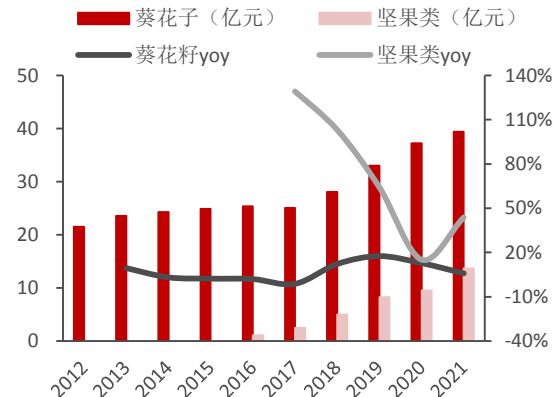
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：洽洽“坚果+”产品版图



资料来源：洽洽天猫旗舰店，民生证券研究院

图表：洽洽坚果增速持续跑赢瓜子

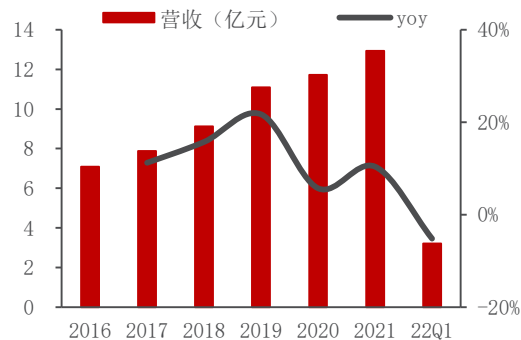


资料来源：wind，民生证券研究院

3.3 休闲食品：看好产品及渠道持续拓展，提价红利叠加成本改善的企业

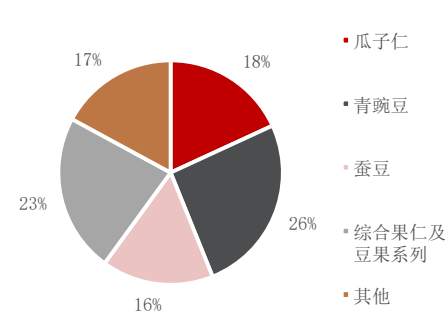
- 甘源食品：老三样（青豆、蚕豆、瓜子仁）已具备充分市场认知，21年4月老品提价12%，预计今年价增将带动老三样收入规模持续提升。新品方面，口味型坚果进驻多家全国大型KA和仓储会员店，并积极拓展经销商，代工模式合作顺畅，伴随新品持续进驻，进入H2坚果消费旺季，销售规模有望逐月提升。膨化/烘焙/酥类新品已拓展400余家经销商，进驻150余家KA，目前新品正处于爬坡期，伴随新品规模提升，有望通过规模效应带动整体毛利率上行。
- 渠道层面，目前重点拓展零食专营店、会员店及直营KA合作，下半年将加快经销商拓展力度及散装专柜铺设速度，带动整体量增。
- 成本方面，棕榈油价格下滑，有效释放公司利润空间。
- 展望下半年，在老品提价，新品铺货，进驻零食店及会员店，加快散装专柜铺设的基础上有望实现高速增长，推荐甘源食品。

图表：甘源2021年收入同比+10.4%



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：甘源2021年其他产品占比40%



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：甘源口味型坚果及膨化/酥类/烘焙新品



资料来源：甘源食品官方旗舰店，民生证券研究院

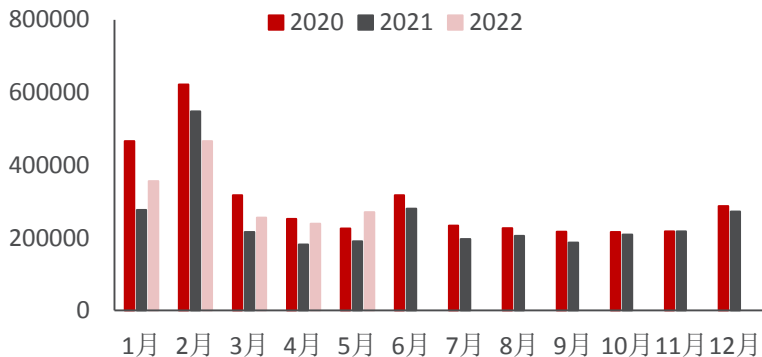


关键线索（四）：供给改善 与渗透率提升 格局优化与需求新增的始终是成长赛道

3.4 速冻：疫情加速品类升级，预制菜将成下一增长极

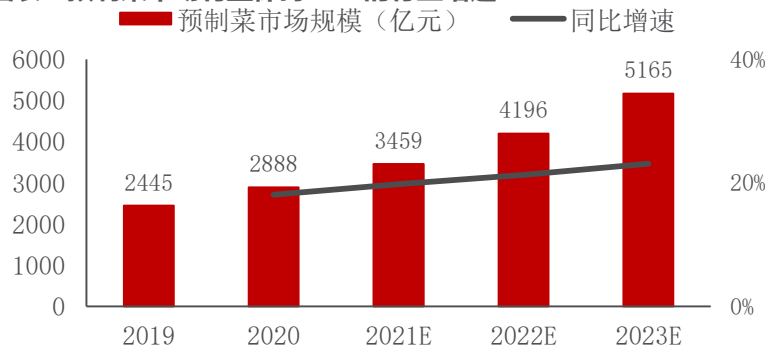
- 疫情使得餐饮行业降本诉求愈发强烈，借鉴火锅标准化经验，湘菜、鲁菜、广东菜等各大菜系中均涌现出大量预制菜企业，行业快速扩容，总量超2500亿元。
- 相较于2020年疫情，居民对传统速冻米面制品的囤货明显更加理性，转而追求更高品质的预制菜产品，加速了C端消费者培育
- 目前预制菜80%市场仍在B端，具有强产品力，B端渠道布局完善，生产自动化规模化水平高的速冻企业有望领跑。

图表：2022年1-5月商超速冻食品销售同比增长12.3%（单位：万元）



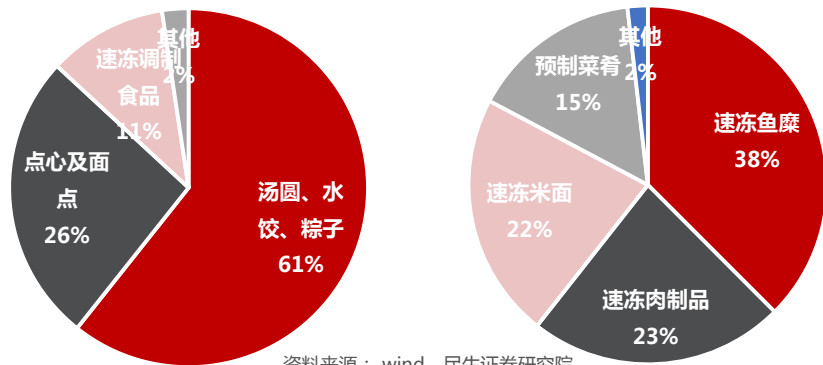
资料来源：萝卜投研，木丁数据，民生证券研究院

图表：预制菜市场有望保持20%的行业增速



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

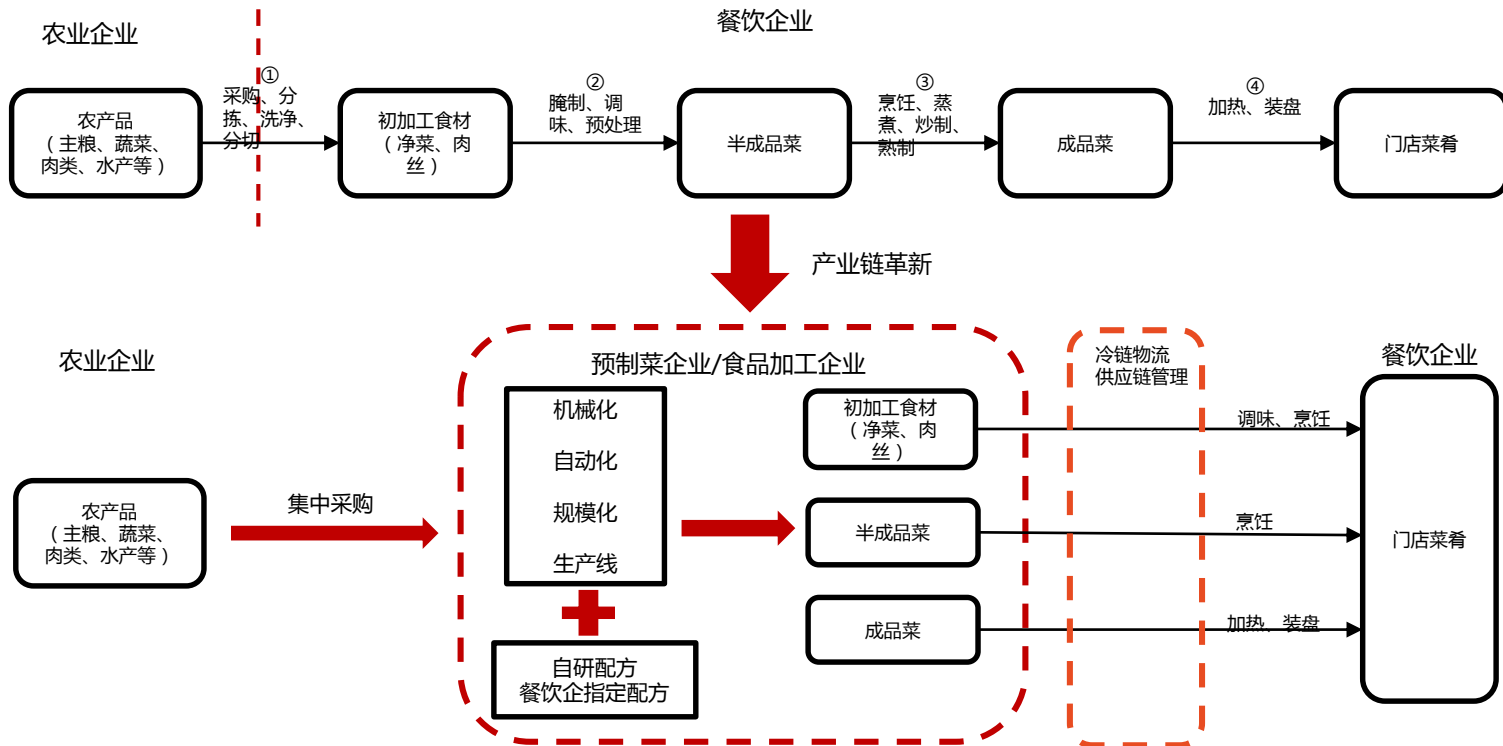
图表：三全食品米面制品为主 图表：安井食品拥有米面、鱼糜、菜肴等多品类



资料来源：wind，民生证券研究院

3.4 预制菜将餐饮行业重新分工

图表：预制菜实现了将全部、或部分生产环节前移，依靠机械化、自动化实现了菜品的标准化大规模生产



资料来源：民生证券研究院整理

3.4 连锁业态：加盟连锁逆势扩张，复苏高弹性

- 受线下人流量减少影响，特别是上海周边，疫情期间连锁门店单店营收下滑，甚至闭店，短期营收、利润均承压
- 龙头企业逆势扩张，绝味拓店抢占优势点位，开辟二三线城市下沉市场，上半年开店数已近2000家。巴比食品在加盟连锁外，布局团餐业务，一季报营收占比超20%，疫情期间进入保供企业。随着客流恢复，复苏后加盟连锁企业或有高弹性

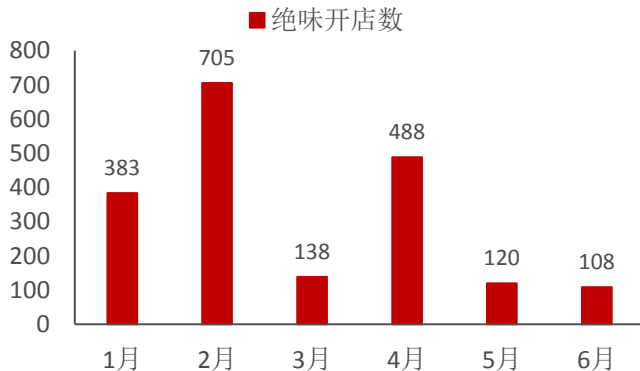
图表：巴比馒头门店集中在华东地区



图表：绝味食品门店全国布局

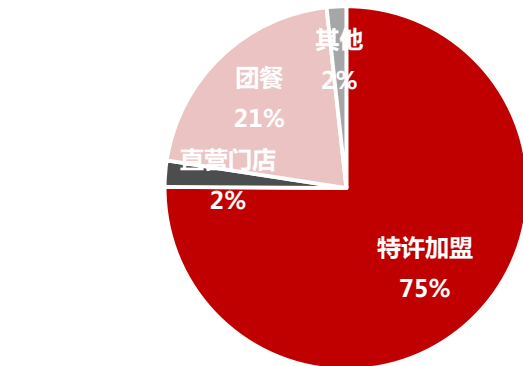


图表：2022年上半年绝味持续拓店（单位：家）



资料来源：窄门餐眼，民生证券研究院

图表：2022年一季度巴比食品团餐营收占比超20%



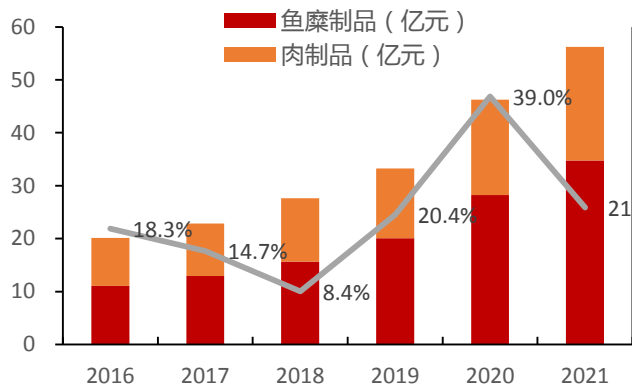
资料来源：wind，民生证券研究院

资料来源：窄门餐眼，民生证券研究院

资料来源：窄门餐眼，民生证券研究院

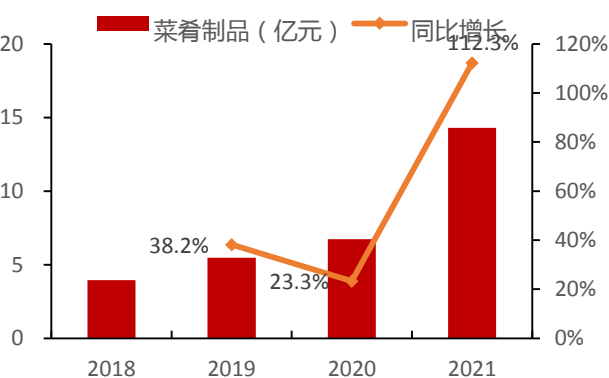
3.4 安井食品：BC兼顾，内生外延，切入预制菜赛道

图表：借经销渠道优势，安井火锅料业务持续高增



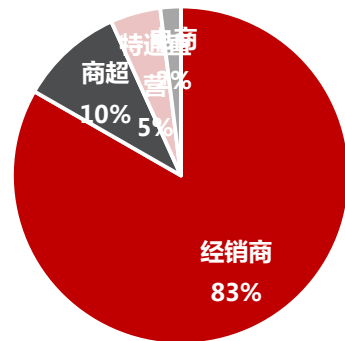
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：内生外延并举，安井菜肴制品高速发展



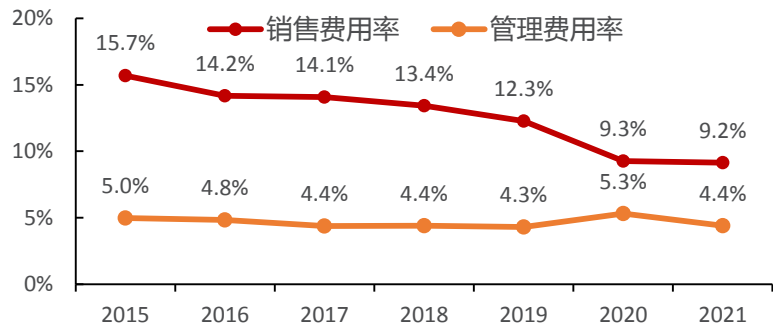
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：安井食品渠道以经销商为主



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：规模效应下，安井费用率下降



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司预制菜肴按照“自产+并购+贴牌”三路并进的策略：

- “安井小厨”成立独立事业部，通过现有厂房改造和新增产能，按照“B端为主，BC兼顾”模式自产调理类菜肴
- 并购路线上，以收购的新宏业、新柳伍为代表，开展水产类菜肴业务，充分利用到当地原料优势和行业经验
- OEM贴牌模式上，冻品先生继续依照整合上游供应链发展模式，深化渠道建设，产品以“C端为主，BC兼顾”

04.相关公司盈利预测

4 重点公司

图表：食品饮料行业重点关注个股

	代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
			2022/7/14	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
高端白酒	600519.SH	贵州茅台	1,953.00	41.76	49.56	58.40	47	39	33	推荐
	000858.SZ	五粮液	190.13	6.02	7.08	8.25	32	27	23	推荐
	000568.SZ	泸州老窖	234.28	5.41	6.82	8.09	43	34	29	推荐
次高端白酒	600809.SH	山西汾酒	288.42	4.36	6.29	8.50	66	46	34	推荐
	002304.SZ	洋河股份	173.01	4.98	6.65	8.32	35	26	21	推荐
	600702.SH	舍得酒业	185.15	3.75	5.33	7.10	49	35	26	推荐
区域性白酒	000596.SZ	古井贡酒	230.16	4.35	5.51	6.71	53	42	34	推荐
	603369.SH	今世缘	44.16	1.62	2.01	2.52	27	22	18	推荐
	603198.SH	迎驾贡酒	56.11	1.73	2.23	2.69	32	25	21	推荐
	603589.SH	口子窖	52.77	2.88	3.50	4.11	18	15	13	推荐
啤酒	600600.SH	青岛啤酒	96.00	2.32	2.41	2.66	41	40	36	推荐
	600132.SH	重庆啤酒	130.35	2.41	2.95	3.42	54	44	38	推荐
	002461.SZ	珠江啤酒	7.71	0.28	0.33	0.36	28	23	21	推荐
餐饮产业链	603288.SH	海天味业	84.65	1.58	1.98	2.31	54	43	37	推荐
	002507.SZ	涪陵榨菜	29.63	0.87	1.05	1.19	34	28	25	推荐
	600872.SH	中炬高新	31.18	0.94	1.05	1.42	33	30	22	推荐
	603027.SH	千禾味业	15.52	0.28	0.42	0.51	56	37	30	推荐

资料来源：wind, 民生证券研究院预测

注：股价数据截至2022年7月14日

图表：食品饮料行业重点关注个股

	代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
			2022/7/14	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
餐饮产业链	603317.SH	天味食品	25.96	0.24	0.47	0.65	106	55	40	推荐
	600305.SH	恒顺醋业	11.93	0.12	0.26	0.37	100	46	32	推荐
	603345.SH	安井食品	146.53	2.33	3.02	4.05	63	49	36	推荐
	300973.SZ	立高食品	92.02	1.67	1.91	2.35	55	48	39	推荐
	001215.SZ	千味央厨	53.21	1.02	1.26	1.58	52	42	34	推荐
乳制品	600887.SH	伊利股份	36.09	1.43	1.67	1.93	25	22	19	推荐
	600597.SH	光明乳业	11.72	0.43	0.49	0.55	27	24	21	推荐
	002946.SZ	新乳业	11.37	0.36	0.51	0.65	32	22	17	推荐
	002732.SZ	燕塘乳业	18.50	1.00	1.28	1.46	19	14	13	推荐
传统消费	000895.SZ	双汇发展	27.32	1.40	2.02	2.21	19	14	12	推荐
	605499.SH	东鹏饮料	159.34	3.11	3.70	4.55	51	43	35	推荐
	600298.SH	安琪酵母	44.94	1.59	2.10	2.37	28	21	19	推荐
	300146.SZ	汤臣倍健	19.32	1.06	1.30	1.54	18	15	13	推荐
	603517.SH	绝味食品	48.62	1.60	1.66	2.09	30	29	23	推荐
	002557.SZ	洽洽食品	50.66	1.83	2.24	2.61	28	23	19	推荐
	603866.SH	桃李面包	14.26	0.80	0.90	1.01	18	16	14	推荐
	603719.SH	良品铺子	24.25	0.70	0.92	1.11	35	26	22	推荐
	002847.SZ	盐津铺子	90.34	1.17	2.46	3.83	77	37	24	推荐
	605337.SH	李子园	24.83	1.21	1.53	1.96	21	16	13	推荐
	002695.SZ	煌上煌	11.32	0.28	0.36	0.47	40	31	24	推荐
	603711.SH	香飘飘	12.21	0.53	1.05	1.24	23	12	10	推荐
	002991.SZ	甘源食品	66.11	1.65	1.99	2.65	40	33	25	推荐

05.风险提示

1. 疫情导致消费场景及出行受限，影响社交消费升频；

- 如出现疫情二次冲击，将加大渠道库存周转压力，从而影响白酒、啤酒价格体系，导致利益价值链条的受损；
- 出行受限将导致社交频次下降，直接影响销量；
- 失业率升高或将导致居民消费意愿下降，影响消费升级速度，消费分层特征将更加凸显；

2. 经济刺激政策效果不达预期；

- 白酒行业需求、税率等受经济刺激政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润产生影响；

3. 大宗原材料价格高位震荡或大幅上行，加重大众品企业成本负担；

- 原材料价格持续上涨，或致食品饮料企业利润端表现不及预期；

4. 提价传导不畅导致销量受损负担；

- 提价是把双刃剑，龙头公司具备一定提价能力，行业其他公司因成本上行被动提价或将导致销量阶段性受损；

5. 食品安全问题及限制性产业政策出台；

- 食品加工流程环节较多，若发生产品质量安全问题，可能造成一定影响。

THANKS 致谢

食品饮料研究团队：



分析师 王言海

执业证号：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com



分析师 李啸

执业证号：S0100521100002

邮箱：lixiao@mszq.com



研究助理 孙冉

执业证号：S0100121100003

邮箱：sunran@mszq.com



研究助理 王玲瑶

执业证号：S0100121070022

邮箱：wanglingyao@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元；518001

分析师声明：

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

评级说明：

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐
		谨慎推荐
		中性
		回避
	行业评级	推荐
		中性
		回避

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。