



# 延续消费复苏主线，把握确定性原则

## 食品饮料行业2023年度投资策略

姓名 张宇光（分析师）

证书编号：S0790520030003

邮箱：zhangyuguang@kysec.cn

2022年11月13日

# 核心观点

## 1. 市场表现：食品饮料年初至今跑输大盘，主要源于估值回落

2022年1-11月食品饮料板块下跌22.8%，跑输沪深300约9.8pct，在一级子行业中排名靠后。分子行业看，葡萄酒一枝独秀（+11.6%），是唯一获得正收益的板块。啤酒（-3.6%）也跌幅较少。白酒（-24.9%）、乳品（-27.6%）跑输食品饮料板块。涨幅分解来看，股价下跌主要源于估值回落：食品饮料2022年1-11月PE较2021年底回落36.1%，预计2022年净利增长17.2%，两者共同作用，年初至今板块股价下跌22.8%。

## 2. 总量判断：经济仍受影响，需求曲较为平缓

从宏观层面来看，2021年开始疫情缓慢复苏，2022年疫情多地蔓延，给经济带来较大影响。并且疫情仍在持续，全年来看经济低速运行或已成为行业共识。2022年前三季度GDP增3.0%，是2021年以来的增速低点。同时9月社零数据仍延续低速运行（2.3%），1-9月累计增速0.7%，预计四季度也在偏低位置。整体来看由于疫情影响，宏观经济环境尚未表现出强劲增长，社零数据也在偏弱区间运行。

## 3. 2022年节奏回顾：疫情是最大变量，全年呈降速走势

（1）从需求端来看，一季度是白酒传统的消费旺季，春节期间全国疫情控制较好，白酒正常回款。二季度华东区域有疫情蔓延，白酒动销受到疫情扰动，从报表来看二季度也体现出压力。三季度中秋国庆旺季，虽也有疫情影响，但企业回款端正常进行，报表均有较好表现，更多压力体现在渠道端。

（2）年内多数大众品面临需求收缩问题，库存成为此时厂家平衡发货与动销的调节器。二季度在低基数效应下公司业绩普遍较好，年中企业考虑到完成季度任务目标，选择提高库存以完成出货任务；三季度部分企业降速增长。考虑到低基数效应，展望2023年大众品增速可能更优。

## 4. 投资主线：延续消费复苏主线，把握确定性原则

往2023年展望，食品饮料最大投资主线就是消费复苏。受疫情影响经济2022年仍在低位运行，消费走弱后，从基本面的角度来看，我们判断行业已经处于筑底过程。二季度以华东为主的多个市场不同程度受到疫情影响，主要体现在餐饮需求与物流供给受限。三季度疫情仍在多个区域蔓延，中秋国庆旺季受到疫情影响。在全国对疫情重视程度提升背景下，我们认为疫情对于消费的影响在年内达到最大化，多数子行业2023年应处于回暖改善过程；从估值角度来看，经过前期回调，食品饮料已步入合理布局区间，部分企业估值已低于近年平均水平。假定现有政策不发生明显变化，预计2023年行业估值稳定，板块仍需回归业绩增长主线，建议把握确定性原则。我们选取2023年食品饮料交易策略四条主线：一是选择基本面稳健向上品种，布局白酒龙头；二是关注企业由于自身业务周期向上，处于困境反转的投资机会；三是上游成本变化情况，布局成本回落品种。四是关注主题性投资机会，比如共同富裕背景下乡村振兴带来的投资机会。

## 5. 风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原料价格波动风险。

# 目录

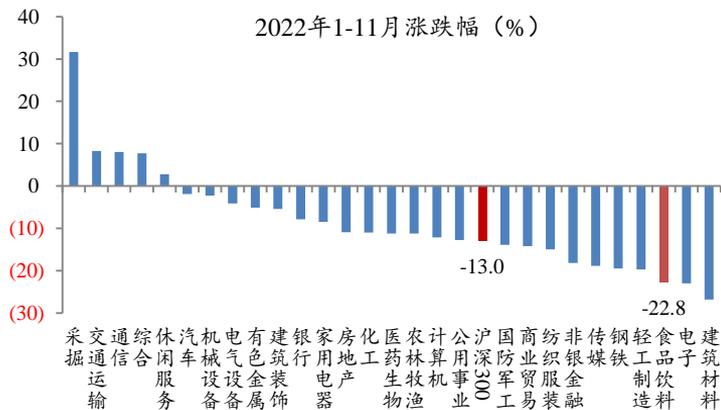
## CONTENTS

- 1 食品饮料跑输市场，葡萄酒板块表现较好
- 2 投资主线：把握复苏节奏，寻找底部修复及高增长标的
- 3 行业：白酒韧性仍强，大众品接近底部
- 4 风险提示

# 1.1 2022年1-11月食品饮料板块涨幅跑输市场

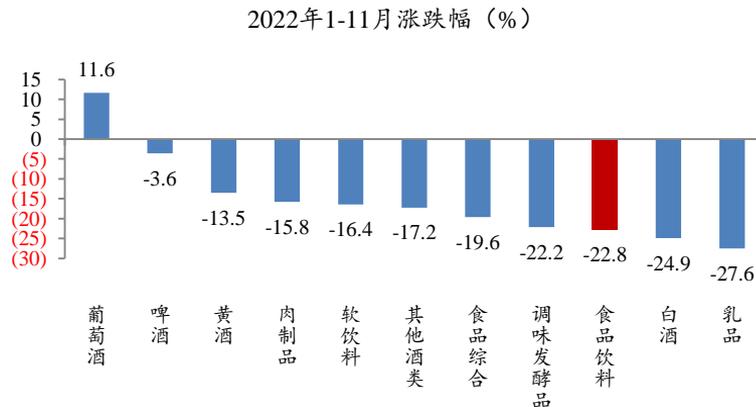
食品饮料涨幅跑输大盘，葡萄酒板块一枝独秀。2022年1-11月食品饮料板块下跌22.8%，跑输沪深300约9.8pct，在一级子行业中排名靠后（第二十六）。分子行业看，葡萄酒一枝独秀（+11.6%），是唯一获得正收益的板块。啤酒（-3.6%）也跌幅较少。白酒（-24.9%）、乳品（-27.6%）跑输食品饮料板块。葡萄酒板块表现较好，主要是中葡股份（+72.5%）摘帽后涨幅较多。啤酒主要是受益于三季度高温天气，销量改善较为明显。整体来看在疫情背景下食品饮料板块表现欠佳。

图1：2022年1-11月食品饮料涨跌幅市场排名26/28



数据来源：Wind、开源证券研究所  
备注：股价涨跌幅截至2022年11月4日

图2：2022年1-11月葡萄酒在食品饮料子行业中领涨

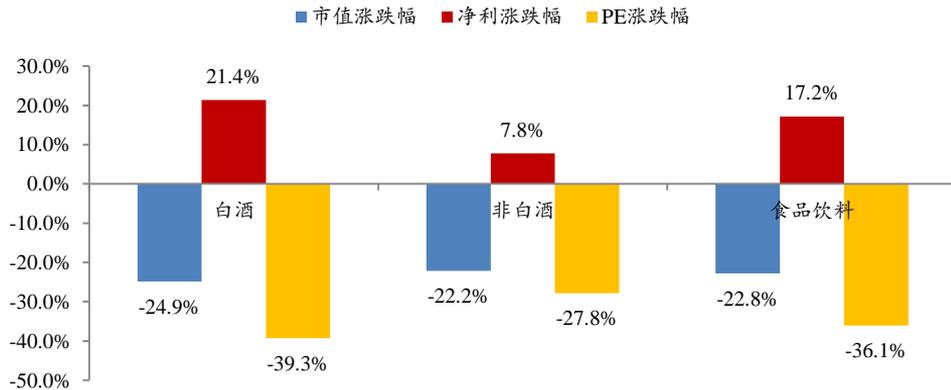


数据来源：Wind、开源证券研究所  
备注：股价涨跌幅截至2022年11月4日

# 1.1 2022年1-11月食品饮料板块涨幅跑输市场

2022年1-11月食品饮料板块股价回落，更多来自于估值收缩。食品饮料2022年1-11月PE较2021年底回落36.1%，预计2022年净利增长17.2%，两者共同作用，年初至今板块股价下跌22.8%。其中：白酒估值同比下降39.3%，预计2022年净利增长21.4%，白酒板块股价回落24.9%；非白酒估值下降27.8%，预计2022年净利增长7.8%，板块股价回落22.2%。整体来看2022年初以来食品饮料板块股价下降，估值回落是主要原因。

图3：2022年1-11月食品饮料板块股价回落，更多来自于估值收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所  
备注：股价涨跌幅截至2022年11月4日

# 1.1 2022年1-11月食品饮料板块涨幅跑输市场

食品饮料板块估值在28个行业中处于高位水平，但环比已有回落。食品饮料估值（TTM）约30.1倍，与其他子行业相比处于中高位置，但环比已从高位有所回落。

图4：2022年11月食品饮料估值处于行业高位



数据来源：Wind、开源证券研究所  
备注：股价涨跌幅截至2022年11月4日

图5：2022年11月食品饮料估值已有回落

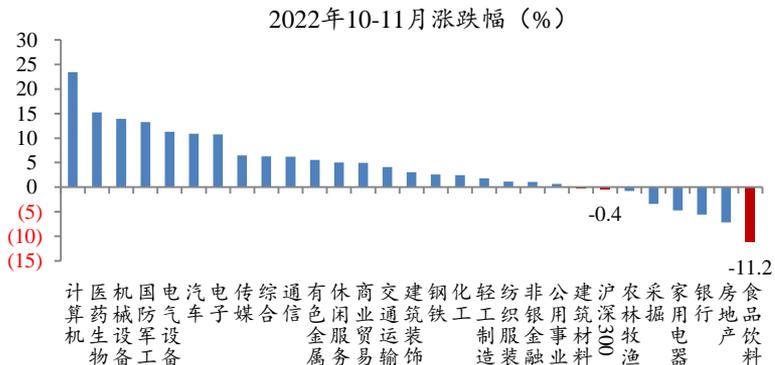


数据来源：Wind、开源证券研究所  
备注：股价涨跌幅截至2022年11月4日

# 1.1 2022年1-11月食品饮料板块涨幅跑输市场

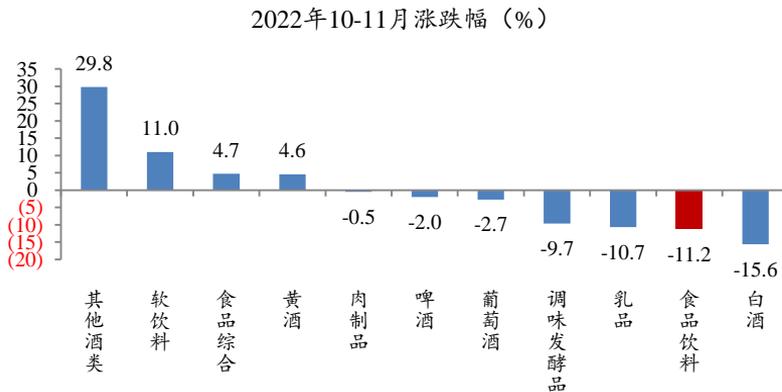
2022年10-11月食品饮料股价涨幅垫底。进入四季度以来，2022年10-11月食品饮料板块下跌11.2%，跑输沪深300约10.8pct，在一级子行业中排名垫底。分子行业看，其他饮料(+29.8%)表现最好，除白酒(-15.6%)以外的其他子行业均跑赢食品指数。10月白酒板块大幅回落，更多是非基本面原因导致，如禁酒令的市场传闻、外资外流等。从三季报角度来看，白酒反而是食品饮料中表现最佳的子行业。

图6：2022年10-11月食品饮料涨跌幅市场排名28/28



数据来源：Wind、开源证券研究所  
备注：股价涨跌幅截至2022年11月4日

图7：2022年10-11月其他酒类在食品饮料子行业中涨幅最高

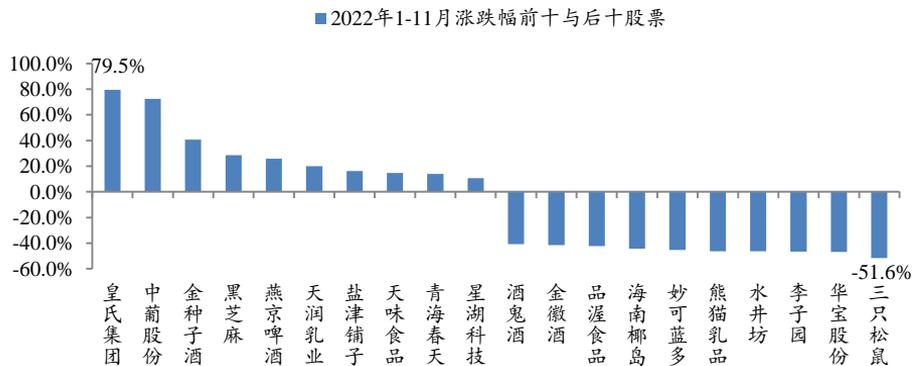


数据来源：Wind、开源证券研究所  
备注：股价涨跌幅截至2022年11月4日

## 1.2 个股涨跌幅：非基金重仓的概念股表现较好

非基金重仓的概念股表现较好。2022年市场受到疫情以及大宗原料价格上涨影响，出现整体性回落，受此影响基金重仓股均有不同程度下跌，相比之下非基金重仓概念股的股价表现突出。2022年1-11月板块涨幅前10股票中：皇氏股份（79.5%）、中葡股份（72.5%）、金种子酒（40.6%）涨幅位居第三，天润乳业（20.0%）、盐津铺子（16.1%）、天味食品（14.6%）是以业绩反转或较快增长的逻辑排名第六至八名。排名后十股票，部分是基金有部分持仓但业绩不及预期，导致利润与估值均有较大幅度回落，如酒鬼酒、妙可蓝多、水井坊等。

图8：2022年1-11月非基金重仓的概念股表现较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2022年11月4日

## 1.3 2022Q3基金重仓食品饮料比例连续两季度回升

2022Q3食品饮料配置比例回升，二季度板块涨幅跑输大盘。从基金重仓持股情况来看，2022Q3食品饮料配置比例（持股市值占基金股票投资市值比例）由2022Q2的8.4%略回升至8.6%水平，环比提升0.2pct，持仓连续两个月出现回升。三季度以来食品饮料股价表现较弱，原因应与疫情在多区域出现，旺季对需求产生负面影响有关。单从市场表现来看，2022Q3食品饮料板块整体下跌10.3%，市场排名第十四，跑输沪深300约0.7pct。我们预判受外资流出以及疫情影响，四季度消费可能仍然偏弱，预计年末食品饮料持仓情况可能会有回落。

图9：2022Q3基金重仓食品饮料比例环比回升至8.6%水平（单位：%）

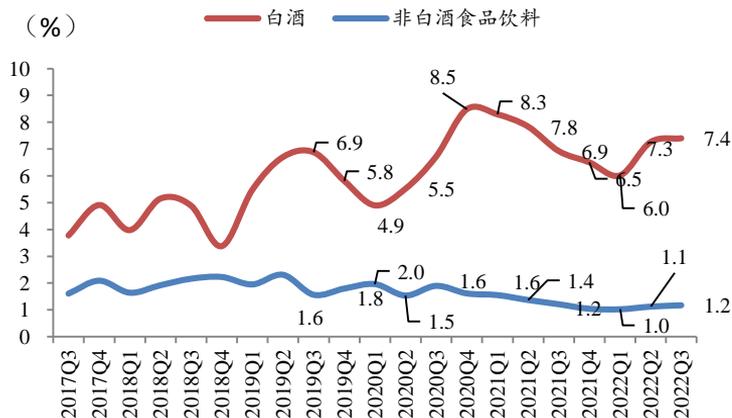


数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.3 2022Q3基金重仓食品饮料比例连续两季度回升

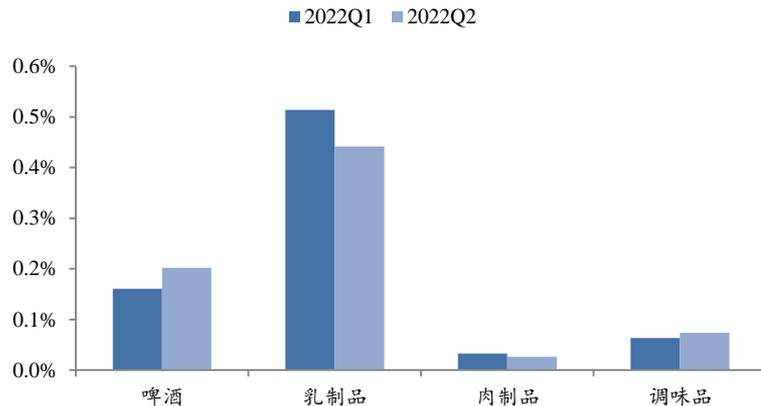
从子行业分解来看，基金持有白酒比例由2022Q2的7.3%回升至2022Q3的7.4%水平。从重仓基金数量来看，泸州老窖、古井贡酒、贵州茅台、老白干酒、山西汾酒、迎驾贡酒、今世缘的持有基金数量均有回升。从基金重仓股份数量变动来看：白酒公司中泸州老窖、古井贡酒、老白干酒、迎驾贡酒、今世缘被基金增持，其余白酒公司均不同程度被基金增持。其中贵州茅台与山西汾酒出现重仓基金数量增加，同时基金减仓的情况，表明有新基金进行加配，但老基金减仓。三季度白酒持仓呈现出特点：一是基金增持业绩较好品种，如泸州老窖、古井贡酒、迎驾贡酒等；二是持股出现持续分化，五粮液、酒鬼酒等持仓进一步缩减。由于基金持有白酒股票相对集中，整体看白酒重仓市值比例仍有回升。2022Q3整体非白酒食品饮料的基金重仓比例回升0.05pct至1.17%水平。

图10：2022Q3白酒重仓与非白酒重仓比例均有回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2022Q3啤酒配置比例回升

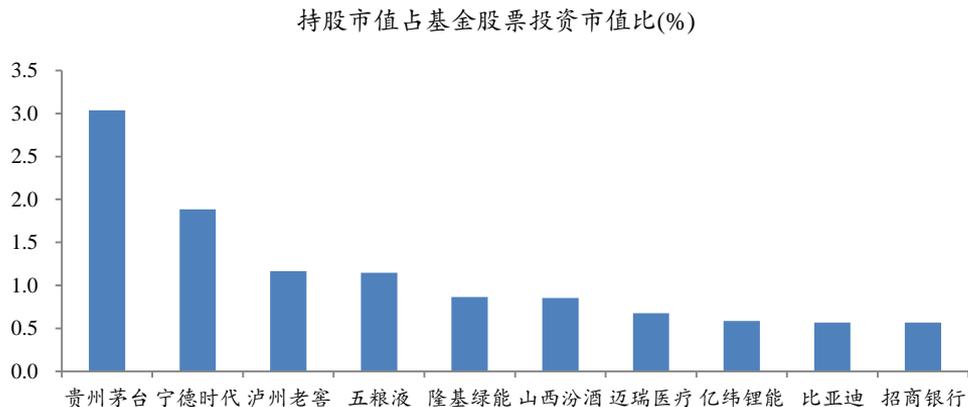


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.3 2022Q3基金重仓食品饮料比例连续两季度回升

基金十大重仓股中食品占有四席，新能源产业公司数量增加。观测2022Q3市场整体的基金前十大重仓股，食品饮料占有四席：贵州茅台、泸州老窖、五粮液、山西汾酒。十大重仓股中消费公司占有五席（除食品饮料公司外，还有医药行业的迈瑞医疗），仍是配置主流。但三季度基金十大重仓股中，新能源赛道公司增加，包括宁德时代、隆基绿能、亿纬锂能、比亚迪四家公司。

图12：2022Q3基金前十大重仓股中消费公司占有5席

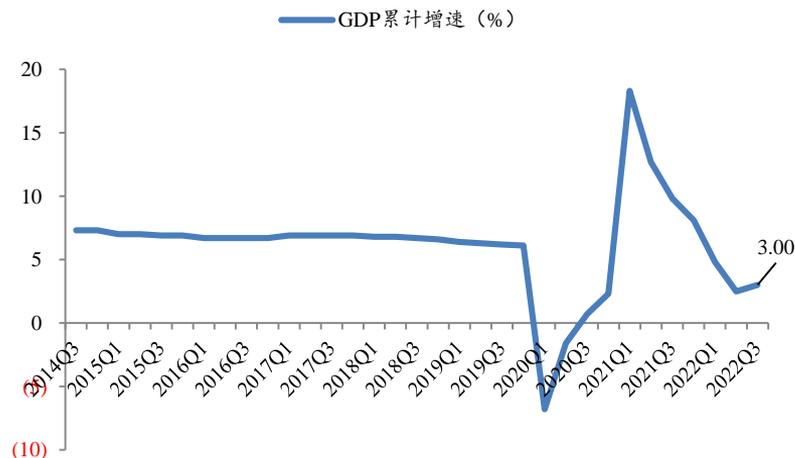


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.1 总量判断：经济仍受影响，需求曲线较为平缓

从宏观层面来看，2021年开始疫情缓慢复苏，2022年疫情多地蔓延，给经济带来较大影响。并且疫情仍在持续，全年来看经济低速运行或已成为行业共识。2022年前三季度GDP增3.0%，是2021年以来的增速低点。同时9月社零数据仍延续低速运行（2.3%），1-9月累计增速0.7%，预计四季度也在偏低位置。整体来看由于疫情影响，宏观经济环境尚未表现出强劲增长，社零数据也在偏弱区间运行。

图13：2022Q1-Q3 GDP增3.0%在低位运行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2022年9月社零增速2.5%

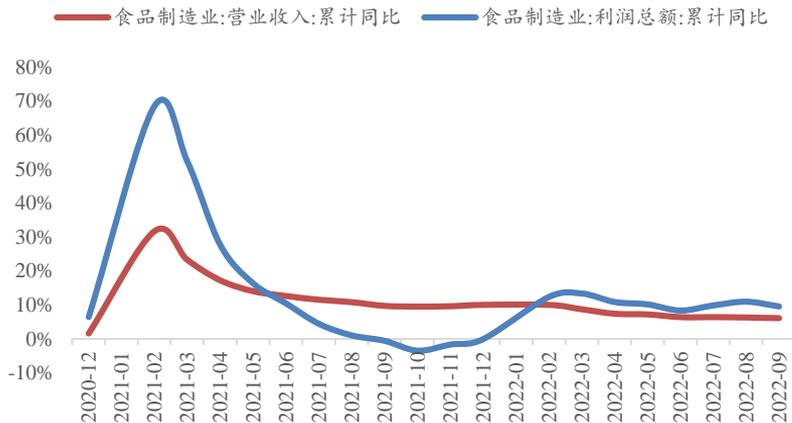


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.1 总量判断：经济仍受影响，需求曲线较为平缓

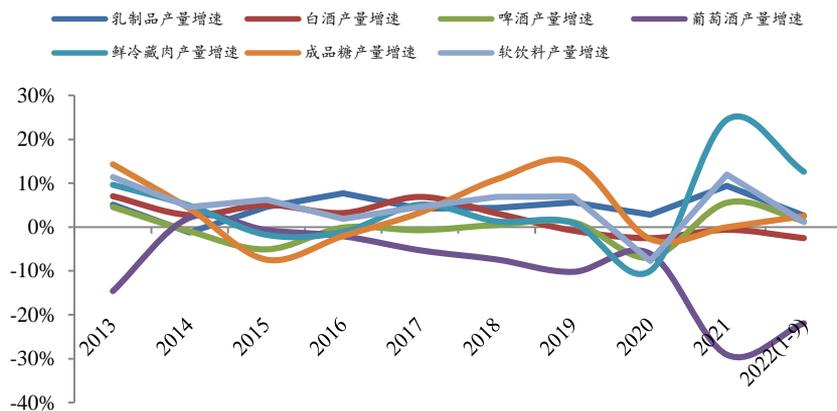
从微观层面来看产业表现：食品制造企业2022年1-9月营收增速6.1%，增速回落，应是受到基数与疫情的双重影响；利润总额同比增9.5%。观察行业数据，2022年1-9月多数行业产量增速回落。其中除了葡萄酒、鲜冷藏肉以外，其他行业产量在疫情期间影响较大。

图15：2022年1-9月食品制造企业营收增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2022年1-11月除葡萄酒、鲜冷藏肉外，其他行业增速环比回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2 2022年节奏回顾：疫情是最大变量，全年呈降速走势

**白酒：**全年波动较大，疫情扰动较多。从需求端来看，一季度是白酒传统的消费旺季，春节期间全国疫情控制较好，白酒正常回款，也可以从白酒一季报普遍较好的业绩上得到验证。二季度华东区域有疫情蔓延，白酒动销受到疫情扰动，从报表来看二季度也体现出压力，增速降至低点。三季度中秋国庆旺季，虽也有疫情影响，但企业回款端正常进行，报表均有较好表现，更多压力体现在渠道端。往2023年展望，春节备货在高基数背景下可能会有压力；二季度由于低基数体现，预计业绩应普遍较好。

**大众品：**疫情影响需求，当前行业接近底部，后续低基数效应下增长可能更优。疫情对于大众品的扰动在于：一方面通过消费场景的限制来影响大众品需求；另一方面通过物流的限制来影响消费品的供给。年内多数大众品面临需求收缩问题，库存成为此时厂家平衡发货与动销的调节器。二季度在低基数效应下公司业绩普遍较好，年中企业考虑到完成季度任务目标，选择提高库存以完成出货任务；三季度部分企业降速增长。考虑到春节备货时间提前，渠道通常不愿产品日期跨年销售，我们预判四季度多数企业会通过费用投放的方式加大终端促销以降低库存，实际效果与疫情防控程度、需求恢复速度以及渠道执行力度相关。我们判断当前行业需求接近底部。考虑到低基数效应，展望2023年大众品增速可能更优。

## 2.3 投资主线：延续消费复苏主线，把握确定性原则

年内企业压力主要来自于疫情导致需求下移以及成本原料价格上行。10月份伴随三季报披露，全年业绩已成定局，市场已重新审视并修正全年盈利预测。近年来市场对于企业盈利预测方差较大，核心原因在于市场对于外部经济环境以及疫情蔓延程度判断失真。而当下市场对于食品饮料板块的分歧，本质上也在于对于后续经济预期未能达成共识。我们对未来的判断，也是基于当前政策不变的条件下，对后续投资机会做出预判。

往2023年展望，食品饮料最大投资主线就是消费复苏。消费复苏分两个层面，首先是疫情得到有效控制后的消费场景恢复；其次经济上行带来的消费力提升。前者约束条件较少，只要疫情管控政策放松，消费者物理隔离限制减少，消费场景自然修复。受疫情影响经济2022年仍在低位运行，消费走弱后，从基本面的角度来看，我们判断行业已经处于筑底过程。行业最大不确定性在于疫情对需求影响的持续时间。二季度以华东为主的多个市场不同程度受到疫情影响，主要体现在餐饮需求与物流供给受限。三季度疫情仍在多个区域蔓延，中秋国庆旺季受到疫情影响。在全国对疫情重视程度提升背景下，我们认为疫情对于消费的影响在年内达到最大化，多数子行业2023年应处于回暖改善过程；从估值角度来看，经过前期回调，食品饮料已步入合理布局区间，部分企业估值已低于近年平均水平。假定现有政策不发生明显变化，预计2023年行业估值稳定，板块仍需回归业绩增长主线，建议把握确定性原则。我们选取2023年食品饮料交易策略四条主线：一是选择基本面稳健向上品种，布局白酒龙头；二是关注企业由于自身业务周期向上，处于困境反转的投资机会；三是上游成本变化情况，布局成本回落品种。四是关注主题性投资机会，比如共同富裕背景下乡村振兴带来的投资机会。具体来看：

## 2.3 投资主线：延续消费复苏主线，把握确定性原则

**策略一：选择基本面稳健向上品种，积极布局白酒。**白酒需求韧性较足，防疫政策优化后将缓解白酒消费场景压制现象。行业分化明显，高端白酒品牌力强，周转速度快，仍保持稳定增长；次高端白酒波动较大，剑南春与山西汾酒表现较好；区域名酒在基地市场集中度持续提升。我们建议积极布局稳健成长的高端白酒，以及持续快速增长的次高端白酒，推荐贵州茅台、五粮液、山西汾酒等酒企。同时关注地产酒龙头，如洋河股价、古井贡酒等。

**策略二：关注企业由于自身业务周期向上，处于困境反转的投资机会。**2022年部分行业由于受到基数、组织架构、渠道结构转变等自身因素影响，处于经营困境。2023年在企业自身调整后，有望出现反转局面，或可能加速增长。重点关注调味品以及休闲食品行业的机会。

**策略三：把握上游成本变化情况，布局成本回落品种。**2022年多数大宗商品以及农产品原料价格提升，给企业利润带来压力。年中虽有部分原料价格环比回落，同比仍有上涨。往2023年展望，部分上游成本价格可能回落，企业利润可能释放。建议关注成本回落品种，如啤酒等。

**策略四：关注共同富裕背景下的乡村振兴带来的投资机会。**共同富裕背景下乡村振兴是重要主题。国家重提供销社发展改革，意在乡镇市场发挥重要作用，加快农业社会化服务。如果政策得当，三四线城市以及县级市场人均收入水平提升，将对于低线城市的消费起到较大提升作用，礼品市场升级速度有望加快，具有乡镇礼品属性的产品可能会受益。

## 3.1 白酒：行业展现经营韧性，品牌之间分化明显

### 3.1.1、产品升级驱动行业结构性繁荣，龙头企业竞争优势不断提升

2015年白酒行业复苏以来，产品提价升级、企业管理改革、行业集中度提升、参与者强弱分化是本轮白酒行业的四个主要趋势。2021年行业从上半年资本持续入局延续酱酒热潮，下半年国家政策出台抑制酱酒乱象，行业回归品牌化和规范化竞争。2022年，在全国疫情点状复发下，存量挤压市场将加速行业分化，白酒将进入以品牌与品质为核心的价值消费时代，市场份额进一步向优势品牌、优势企业、优势产区集中。

本轮白酒增长本质是由消费升级带动，行业呈现结构性繁荣。2009-2012年期间，白酒行业普惠式扩容，各个价格带的白酒都有较好表现，但是自2015年开始，白酒消费者群体由过去政务消费引领转变为大众消费、商务消费为主，消费者对品牌、品质更加重视。2015年以来高端白酒引领行业结构性增长，高端、次高端价格带增速明显快于中低端价格带，产品升级成为2015年以来白酒行业增长的主要驱动力。因此聚焦产品升级、掌控渠道秩序，成为白酒公司近年来的重点工作。

图17：2009-2012年期间，白酒各价格带均有较快增长

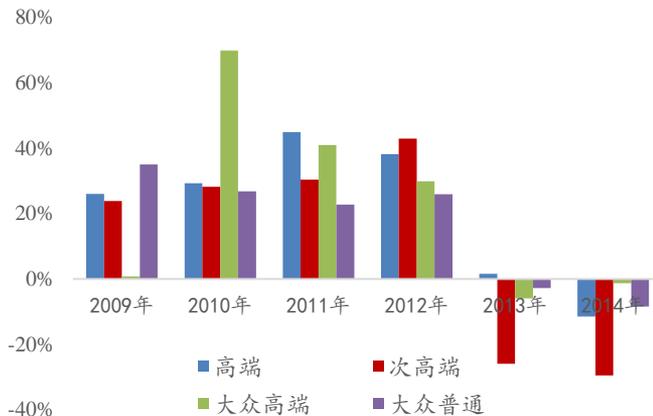
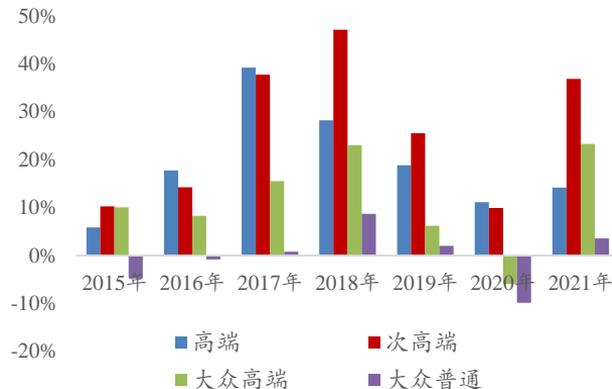


图18：2015年起次高端、高端价格带收入表现好于整体



数据来源：Wind、开源证券研究所

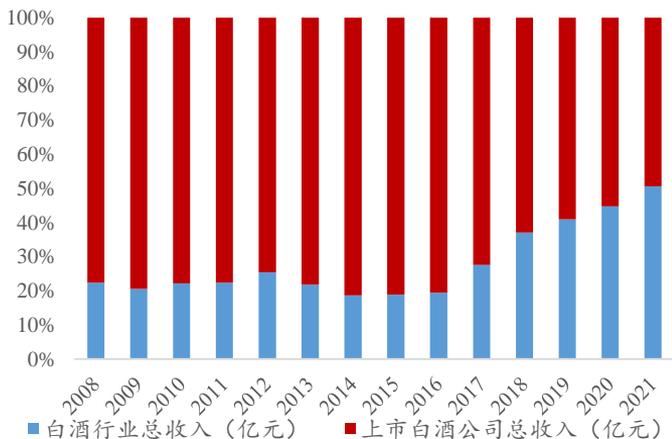
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.1 白酒：行业展现经营韧性，品牌之间分化明显

### 3.1.1、产品升级驱动行业结构性繁荣，龙头企业竞争优势不断提升

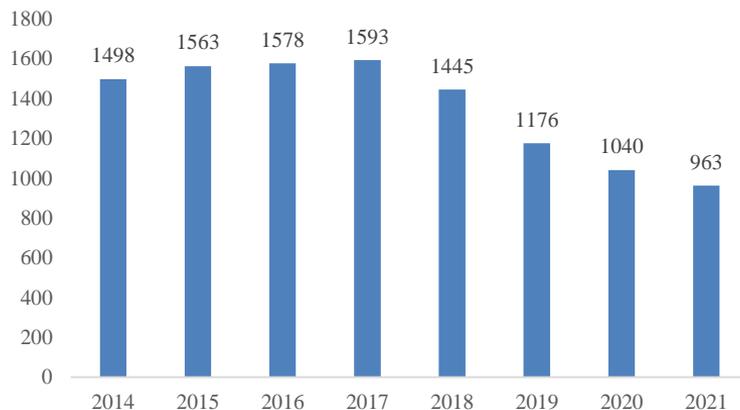
行业集中度持续提升，疫情常态化加剧品牌分化。2018年开始，随着消费升级的持续、快速演进，名优酒企之间也出现了明显的分化，提前在产品布局、渠道配合上做的较好的企业势能持续释放，而没有及时把握住升级时机的酒企发展遇到瓶颈。近两年在疫情常态化下，需要做一地一策的市场方案，也需要根据市场情况及时灵活的转变方向，更考验不同品牌的综合管理能力、应变灵活度、厂商利益建设水平和消费者服务能力，分化态势更加明显。

图21：上市白酒公司市场份额持续提升



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图22：规模以上白酒企业数量2018年以来下降明显



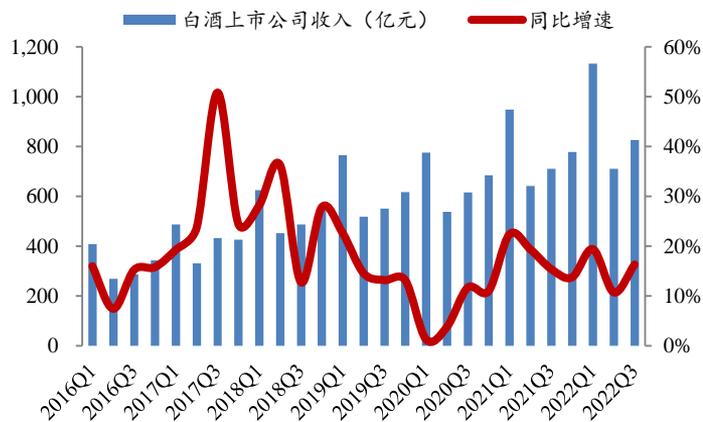
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

## 3.1 白酒：行业展现经营韧性，品牌之间分化明显

### 3.1.2、三季度白酒基本面环比改善，品牌之间分化明显

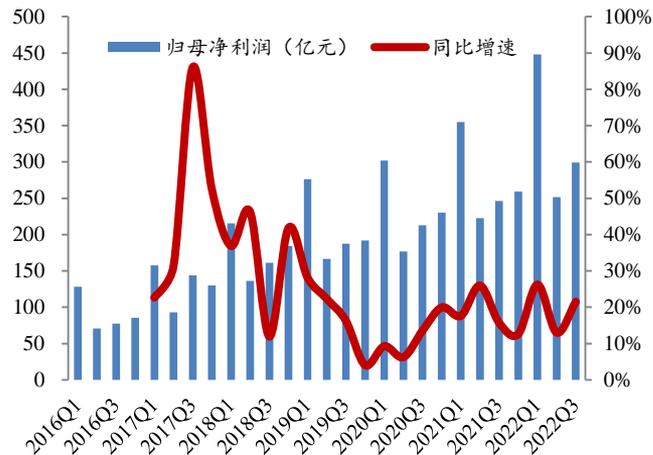
三季度上市公司整体收入和净利润同比实现较好增长，环比二季度改善更加明显。2022年4-5月全国局部地区疫情复发，白酒消费场景受到较大限制，影响渠道回款节奏。三季度是白酒消费旺季，期间全国疫情整体可控，白酒消费场景和消费意愿均有回暖，酒厂也积极进行回款冲刺。2022Q3上市白酒公司整体收入826.2亿元，同比增长16.3%，实现净利润299.0亿元，同比增长21.5%。

图23：2022Q3上市白酒企业收入同比增长16.3%



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图24：2022Q3上市白酒企业利润同比增长21.5%



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

## 3.1 白酒：行业展现经营韧性，品牌之间分化明显

### 3.1.2、三季度白酒基本面环比改善，品牌之间分化明显

2022年9月末预收款规模环比提升。三季度酒企和渠道积极追赶上半年因疫情耽误的回款进度，部分上市公司在9月底已完成2021年同期进度水平。2022年9月末上市白酒公司合同负债总额396.5亿元，环比Q2增加37.9亿元，同比2021年9月末增加47.9亿元。

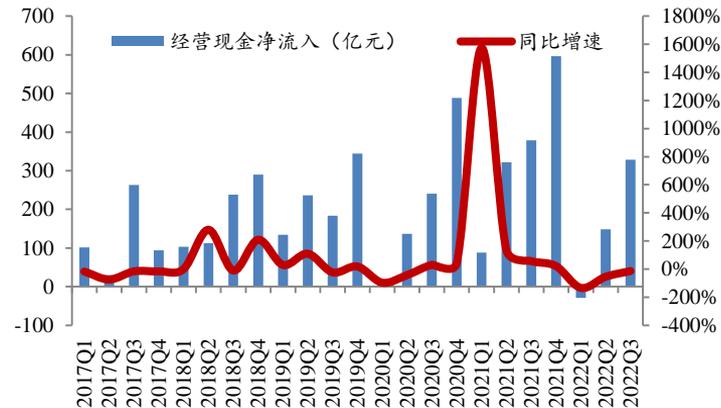
2022Q3上市公司经营现金流入同比下降，但环比改善明显。2022Q3经营现金流入增速同比下降，2021Q3-2022Q3上市公司整体经营性现金净流入额同比增速分别为+58%、+22%、-133%、-54%、-13%。由于行业动销有压力，酒企普遍给经销商提供了票据回款、授信背书等金融支持，减轻经销商资金压力，上市公司经营活动现金流入表现普遍不好，但环比二季度情况还是有明显好转。

图25：2022Q3预收账款规模同比增长14.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2022Q3白酒企业经营性现金净流入同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.1 白酒：行业展现经营韧性，品牌之间分化明显

### 3.1.2、三季度白酒基本面环比改善，品牌之间分化明显

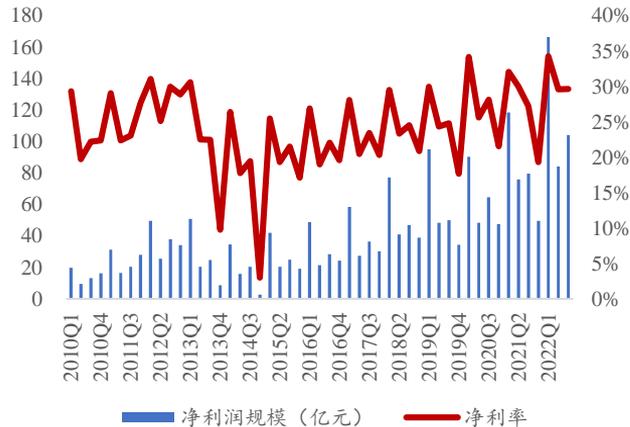
通过产品结构优化，上市酒企毛利率小幅提升，规模效应下，净利率弹性更大。在原材料、能源成本普遍上升的背景下，上市白酒企业通过引导产品结构升级，Q3整体毛利率仍然有小幅提升。2022Q3上市白酒公司（剔除茅五）毛利率为77.7%，同比2021Q3提升0.5pct。规模效应下，虽然酒企费用投放力度加大，但是费用聚焦更高端产品、费用方向精准优化等原因导致费效比更高，2022Q3上市公司整体（剔除茅五）净利率为29.7%，同比提升2.5pct。

图27：2022Q3白酒企业整体毛利率提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2022Q3上市白酒企业净利率提升



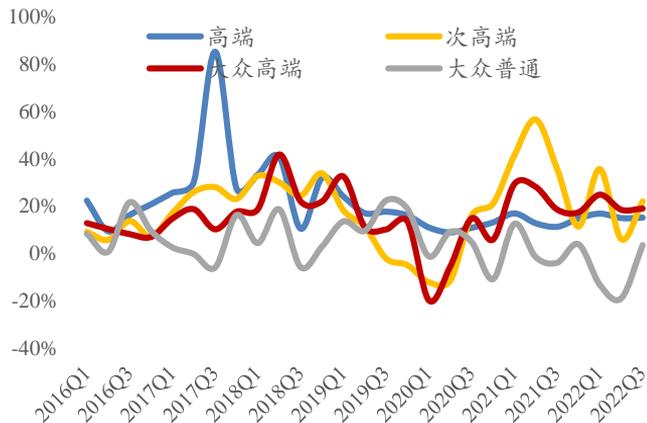
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.1 白酒：行业展现经营韧性，品牌之间分化明显

### 3.1.2、三季度白酒基本面环比改善，品牌之间分化明显

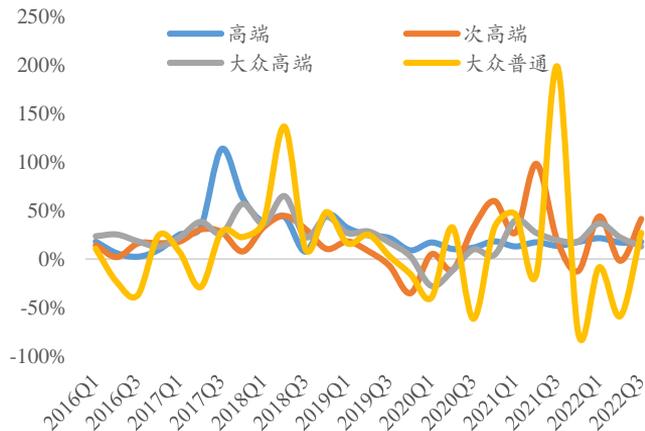
分价格带看：前三季度高端价格带收入增速，次高端波动较大，大众高端价格带表现最好。高端白酒需求具有一定刚性，整体动销保持平稳，而且渠道质量高，抗风险能力强。2022Q1-2022Q3高端酒收入同比增速分别为+17%、+15%、+15%。次高端消费大多集中在餐饮和宴席，二季度疫情导致消费场景缺失，三季度疫情影响减弱，动销环比改善，收入改善较为明显，2022Q1-2022Q3收入同比增速分别为+36%、+6%、+22%。大众高端酒主要为江苏和安徽龙头酒企，两省份疫情影响有限，省内经济稳定增长也为白酒消费升级提供良好环境，整体基本面表现处于行业前列，2022Q1-2022Q3收入增速分别为+25%、+18%、+19%。

图29：2022Q3次高端和大众高端收入增速表现更好



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2022Q3次高端利润增速最快



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.1 白酒：行业展现经营韧性，品牌之间分化明显

### 3.1.2、三季度白酒基本面环比改善，品牌之间分化明显

三季度高端白酒延续稳健发展，业绩、利润均实现双位数增长。贵州茅台三季度直营渠道贡献主要增量，单三季度i茅台酒类不含税营收40.5亿元，后续随着品类丰富以及线下配送网点增加，i茅台承载能力进一步释放，带动直营占比持续提升，此外茅台1935产品填补公司千元价格带空缺，打开系列酒向上成长空间，延续高增长趋势，整体看公司经营势能充分，市场化改革仍有空间。五粮液面对疫情不确定性风险，坚持将价盘稳定列为首要任务，核心大单品八代普五在双节期间动销良好，批价和渠道利润保持平稳，彰显千元价位龙头优势，公司内部动能充分，全年业绩有望高质量完成。泸州老窖三季度业绩延续高增长趋势，经营节奏调控有序，高度国窖控货挺价稳步增长，低度国窖放量高增分担业绩压力，中低档产品调整后渐入佳境，老字号特曲和特曲60逐步起量，公司内部管理势能提升，成长潜力有望延续。

表1：高端白酒2022Q3利润增速高于收入增速，毛利率、净利率相对平稳

简称	项目/时间	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
贵州茅台	营收增速	11.4%	10.0%	14.0%	18.3%	15.9%	15.2%
	净利润增速	12.5%	12.4%	18.1%	23.6%	17.3%	15.8%
	毛利率	91.3%	91.1%	92.6%	92.6%	92.1%	91.6%
	销售费用率	3.2%	2.4%	2.5%	1.6%	3.7%	3.0%
	净利率	47.2%	47.9%	46.9%	52.0%	47.8%	48.1%
五粮液	营收增速	18.0%	10.6%	11.2%	13.3%	10.0%	12.2%
	净利润增速	23.0%	11.8%	11.8%	16.1%	10.3%	18.5%
	毛利率	72.1%	76.1%	75.6%	78.4%	73.9%	73.3%
	销售费用率	14.7%	14.2%	6.7%	7.4%	15.9%	11.4%
	净利率	31.2%	31.8%	36.7%	39.3%	31.3%	33.6%
泸州老窖	营收增速	5.7%	20.9%	29.3%	26.1%	24.1%	22.3%
	净利润增速	36.1%	28.5%	41.1%	32.7%	29.0%	31.0%
	毛利率	85.2%	87.5%	84.4%	86.4%	85.3%	88.5%
	销售费用率	11.8%	15.7%	25.5%	10.7%	10.1%	13.6%
	净利率	47.7%	42.8%	25.7%	45.6%	49.6%	45.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.1 白酒：行业展现经营韧性，品牌之间分化明显

### 3.1.2、三季度白酒基本面环比改善，品牌之间分化明显

次高端三季度整体环比提速，同时内部分化明显。次高端产品由于消费场景多为宴席场合，客户群体主要是企业单位，其增长与经济相关性更高，在经济波动和疫情管控下，次高端白酒整体受到的冲击较为明显。2021年浓香次高端企业扩张较快，酱酒产品大热，整个社会库存较高，今年受宏观环境影响进入库存去化周期，导致2022年次高端整体降速比较明显。但部分单品如青花20和水晶剑表现的仍然较好，其共性是过去几年库存控制良好，品牌和渠道建设更加扎实牢固。全国化起步较晚的次高端品牌，面对行业变化，进一步加强了市场管理水平和组织建设，维护了核心单品的价格稳定，也为未来健康发展奠定了基础。

表2：2022Q3次高端品牌收入和净利润整体有所回暖

简称	项目/时间	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
水井坊	营收增速	691.5%	38.9%	14.0%	14.1%	10.4%	7.0%
	净利润增速	-52.0%	56.3%	-13.4%	-13.5%	-116.9%	10.0%
	毛利率	83.5%	85.8%	82.8%	84.9%	84.6%	84.4%
	销售费用率	52.7%	13.0%	36.2%	29.0%	43.3%	13.3%
	净利率	-7.1%	39.3%	16.4%	25.6%	1.1%	40.4%
舍得酒业	营收增速	119.3%	64.8%	44.9%	83.3%	-16.3%	30.9%
	净利润增速	215.3%	59.7%	2.1%	75.7%	-29.7%	55.7%
	毛利率	79.7%	76.7%	77.1%	80.8%	73.8%	78.7%
	销售费用率	14.5%	21.4%	19.7%	18.5%	15.6%	18.6%
	净利率	31.8%	19.3%	20.3%	28.2%	26.7%	22.9%
山西汾酒	营收增速	73.4%	47.9%	-24.9%	43.6%	0.4%	32.5%
	净利润增速	258.2%	55.9%	-29.6%	70.0%	-4.3%	57.0%
	毛利率	77.2%	76.2%	72.1%	74.8%	78.4%	77.9%
	销售费用率	14.9%	14.7%	13.8%	11.2%	15.9%	16.4%
	净利率	28.4%	26.0%	16.0%	35.2%	27.1%	30.8%
酒鬼酒	营收增速	96.8%	128.7%	10.8%	86.0%	5.3%	2.5%
	净利润增速	174.0%	43.4%	7.8%	94.5%	-18.7%	21.1%
	毛利率	81.2%	79.2%	80.2%	79.8%	77.8%	81.7%
	销售费用率	21.5%	29.0%	28.0%	21.8%	27.0%	26.5%
	净利率	30.1%	22.7%	22.4%	30.9%	23.2%	26.8%
洋河股份	营收增速	20.7%	16.7%	55.8%	23.8%	17.1%	18.4%
	净利润增速	28.6%	-13.1%	-0.5%	29.1%	6.1%	40.4%
	毛利率	70.8%	76.1%	77.8%	77.3%	66.5%	76.0%
	销售费用率	13.5%	13.5%	39.4%	6.6%	10.7%	14.0%
	净利率	35.8%	24.2%	8.7%	38.3%	32.4%	28.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.1 白酒：行业展现经营韧性，品牌之间分化明显

### 3.1.2、三季度白酒基本面环比改善，品牌之间分化明显

基地市场经济环境良好，酒企加强份额争夺，大众高端白酒表现超越行业平均水平。上市公司中，地产白酒主要集中在江苏省和安徽省，较好的经济环境下，产品结构升级趋势延续。分品牌看，今世缘业绩增速表现亮眼，核心单品国缘对开和四开充分受益江苏省内结构升级，收入增速提振，省内地位稳固下，公司在V系列培育和省外市场布局上将更加顺利。古井贡酒和迎驾贡酒增长良好，主要系三季度安徽白酒动销氛围浓厚，合肥市内大众和商务消费场景增加明显，带动200-500元价位产品快速增长，其中古8、古16、洞9、洞16等升级产品均实现较好增量。2022年，地产白酒强势品牌集中度提升速度加快。

表3：2022Q3次高端品牌收入和净利润整体有所回暖

简称	项目/时间	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
古井贡酒	营收增速	28.6%	21.4%	42.5%	27.7%	29.5%	21.6%
	净利润增速	45.4%	15.1%	3.8%	34.9%	45.3%	19.3%
	毛利率	75.6%	75.2%	72.1%	77.9%	77.0%	73.7%
	销售费用率	28.1%	28.3%	34.9%	30.2%	26.9%	27.3%
	净利率	19.6%	19.1%	10.4%	20.8%	22.0%	18.7%
口子窖	营收增速	35.0%	24.0%	5.7%	11.8%	-7.9%	5.7%
	净利润增速	10.0%	22.7%	39.9%	15.5%	-4.9%	-0.2%
	毛利率	72.8%	74.3%	72.1%	78.0%	72.1%	72.8%
	销售费用率	17.1%	12.3%	10.3%	14.9%	14.9%	12.1%
	净利率	25.0%	33.4%	41.2%	37.0%	25.8%	31.5%
今世缘	营收增速	27.3%	15.8%	15.8%	24.7%	14.0%	26.1%
	净利润增速	20.5%	23.8%	30.4%	24.5%	16.3%	27.3%
	毛利率	66.2%	78.5%	83.7%	74.3%	69.2%	79.6%
	销售费用率	7.6%	18.4%	28.0%	13.0%	10.1%	20.0%
	净利率	36.4%	24.5%	30.8%	33.5%	37.1%	24.8%
迎驾贡酒	营收增速	57.1%	27.0%	14.3%	37.2%	1.8%	24.5%
	净利润增速	122.3%	86.2%	-0.3%	49.1%	3.0%	14.4%
	毛利率	61.3%	73.4%	65.4%	71.4%	63.2%	69.1%
	销售费用率	10.8%	10.8%	9.4%	7.8%	11.9%	8.7%
	净利率	23.7%	33.8%	30.1%	34.9%	24.0%	31.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

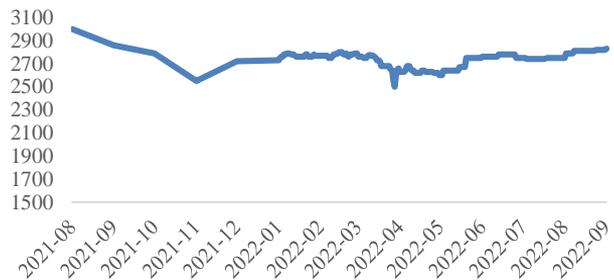
## 3.1 白酒：行业展现经营韧性，品牌之间分化明显

### 3.1.2、三季度白酒基本面环比改善，品牌之间分化明显

**挑战和机遇并存，企业之间分化将更加明显。**自2022年二季度开始，新冠病毒变异之后传染速度更快，疫情防控趋于严格，同时房地产、平台经济等宏观产业政策变化较大，居民长期消费信心不足，这些都对白酒行业形成挑战，我们也观察到各个价格带趋势有新的变化，企业之间出现明显分化，更考验企业管理水平和组织反应能力，同时我们展望长期，仍然对白酒行业需求充满信心。

**短期来看：贵州茅台主动控价、宏观经济压力下，高端白酒价格自2021年下半年开始承压。**背景之一是贵州茅台取消拆箱、成立电商平台，主动管控价格，尽量还原茅台消费属性，飞天价格快速回落后趋于平稳。背景之二是贵州茅台启动战略单品1935，终端定价1200-1400元价格带，投放量加大给千元价格带格局带来新变化。背景之三是千元价格带龙头五粮液价格自2021年三季度回落之后，渠道利润缩窄，虽然采取一系列控价措施，但又碰到疫情影响，价格拉升仍在途中。展望未来，第一，多维度改革下，飞天茅台价格逐步回归市场化，对高端价格带是带动作用。第二，疫情影响减弱之后，五粮液严格的的价格管控措施效果将明显生效，提振渠道和行业信心。

图31：飞天（散瓶）价格2021年下半年回落（单位：元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：五粮液价格2021年下半年回落（单位：元）



数据来源：今日酒价、开源证券研究所

## 3.1 白酒：行业展现经营韧性，品牌之间分化明显

### 3.1.2、三季度白酒基本面环比改善，品牌之间分化明显

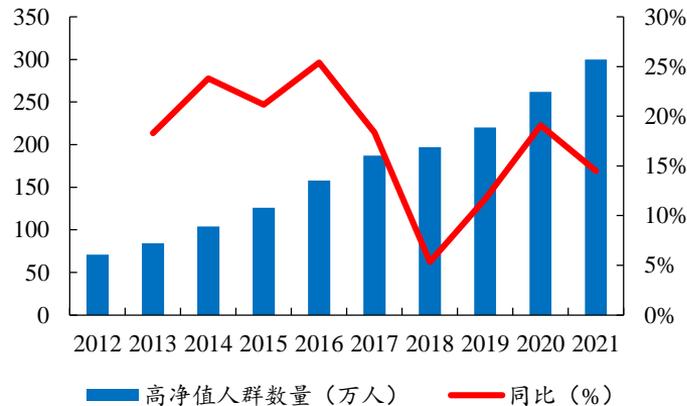
长期来看，高端酒确定性与成长性兼备。居民消费持续升级是高端白酒扩容的基础。2013年以来我国居民收入快速增长，平均财富水平不断增加。一方面中产阶级不断扩容，另一方面富裕阶层财富水平也持续提升。随着财富的提升，消费信心增加，消费者更多的追求高价格、高品质、能体现个人财富地位的商品。2015-2021年，高端白酒市场规模复合增速22.9%，随着高净值人群数量和资产量的提升，高端白酒市场仍将持续扩容。

图33：高端白酒规模持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：高净值人群数量持续增长（单位：万人）



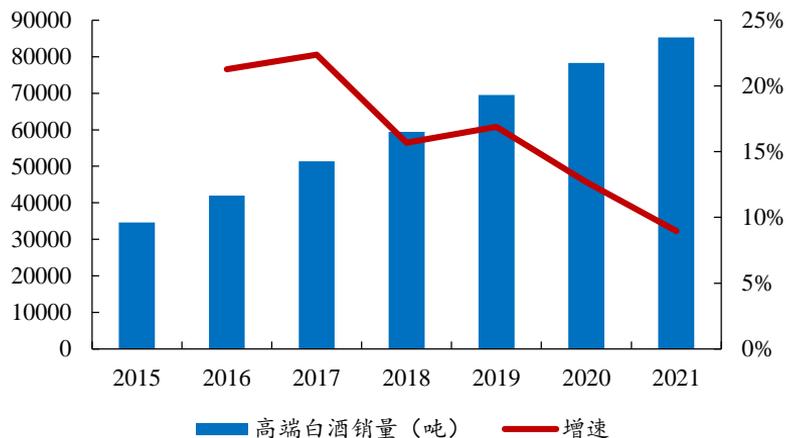
数据来源：招商银行私人财富报告、开源证券研究所

## 3.1 白酒：行业展现经营韧性，品牌之间分化明显

### 3.1.2、三季度白酒基本面环比改善，品牌之间分化明显

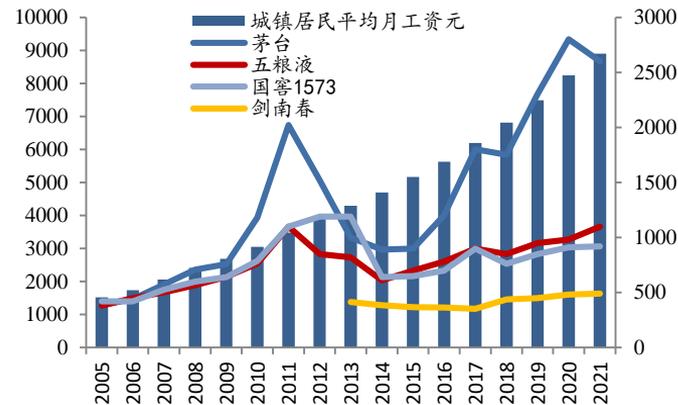
拆分来看，高端白酒量价均有提升空间。高端白酒2021年销量约8.5万吨，2015-2021年复合增速16.2%。2021年末城镇居民平均月工资水平较2011年已经翻倍，飞天茅台、五粮液、国窖1573终端价格刚达到2011年时最高点水平，因此考虑到居民消费水平提升幅度与高端白酒产能的稀缺性，目前高端白酒价格仍有提升空间。

图36：高端酒历史销量增长稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：高端酒价格仍在可接受范围内



左轴：城镇居民工资（元） 右轴：名酒产品批发价格

数据来源：Wind、开源证券研究所

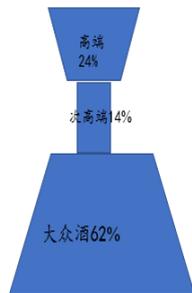
## 3.1 白酒：行业展现经营韧性，品牌之间分化明显

### 3.1.2、三季度白酒基本面环比改善，品牌之间分化明显

次高端产品动销对宏观经济变化更加敏感，经营状态波动较大。部分次高端企业仍处于渠道巩固、空白渠道建设阶段，产品使用场景以商宴为主，阶段性对疫情影响更加敏感。相较高端白酒家喻户晓的品牌知名度以及区域白酒多年完善的渠道建设，部分次高端企业自2015年-2020年才陆续重塑经销商体系，重点市场深耕程度仍有不足（山西汾酒大基地市场质量较好），仍有较多潜力市场等待开发：水井坊2015年开始重塑通路、酒鬼酒2019年正式开始以内参为先锋发力全国，舍得酒业2020年开始重新大规模招商。疫情管控令空白市场招商和销售人员异地拓展阶段性受阻，消费者培育活动开展难度加大。次高端产品主要使用场景是商务宴请、企业活动等，疫情常态化对该场景影响较大，次高端酒企阶段性面临的调整和压力会较高端和大众产品更大一些。

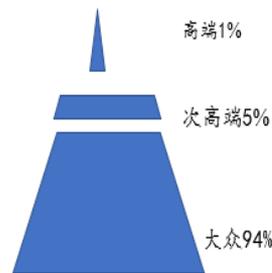
展望未来，次高端价格带销量和价格均有提升空间，属于成长潜力最大价格带。随着五粮液、国窖2019年提价之后逐步站稳，为次高端价格带上移提供外部环境，2020年开始400元以上价格带增势明显，例如剑南春、红花郎、红坛酒鬼酒等2020年初以来不断提升标杆价格，今世缘四开升级换代。600-800元价格带刚刚形成，次高端代表品牌积极占位，角逐未来：洋河推出梦6+、今世缘聚焦资源发力V系列、水井坊进行组织架构和渠道改革，发力典藏系列等。虽然疫情阶段性对次高端的结构提升造成干扰和压力，但后续随着疫情管控逐步优化，宏观经济逐步好转，酒企的结构升级以及全国化扩张仍将持续，预计次高端价格带仍将保持较高增速。

图37：销售额角度看次高端占比在三个价格带中最低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：销量角度看次高端销量仍有提升空间



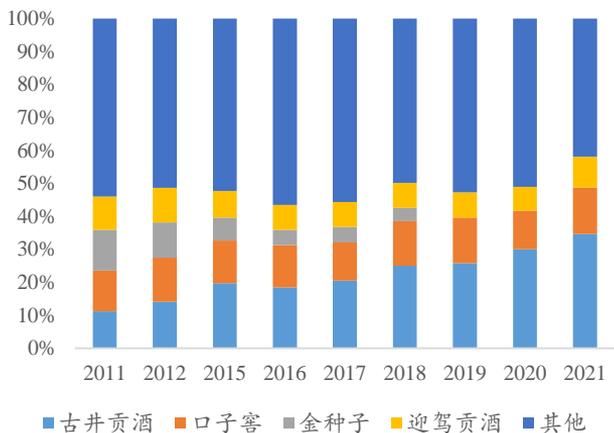
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.1 白酒：行业展现经营韧性，品牌之间分化明显

### 3.1.2、三季度白酒基本面环比改善，品牌之间分化明显

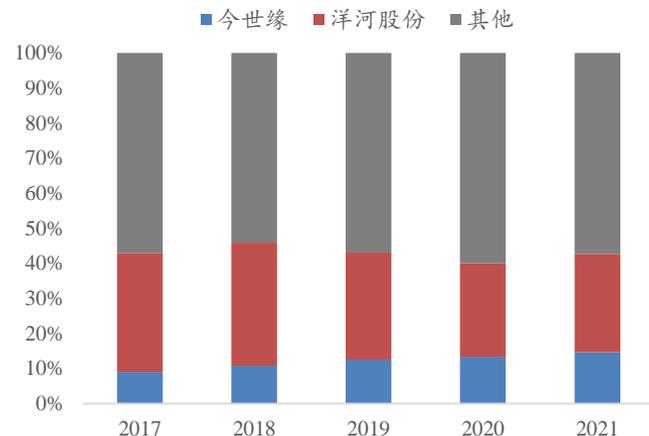
增量放缓背景下，区域酒企在基地市场集中度提升速度加快。面对严峻的行业环境，强势地产酒一方面通过强大的组织能力，进一步加大费用投入，咬定全年目标不放松。另一方面，渠道主动抛弃新兴品牌，加强与传统品牌的合作，区域强势市场份额进一步提升，从而实现了业绩的稳定增长。反观三四线弱势地产白酒，例如安徽的宣酒、金种子，山东的花冠、景芝等。在2022年，面对强势品牌的大力抢夺，弱势地产酒品牌营收普遍出现大幅下滑

图39：古井贡酒在安徽市场份额提升明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：洋河股份和今世缘在江苏市场市占率提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

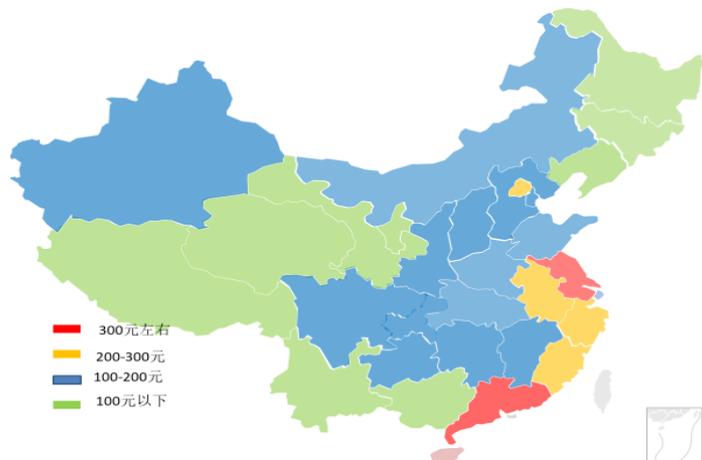
## 3.1 白酒：行业展现经营韧性，品牌之间分化明显

### 3.1.2、三季度白酒基本面环比改善，品牌之间分化明显

长期展望来看，区域白酒持续升级是主要增长动力。目前全国大部分地区大众宴席主流消费价格带区大部分在200元及以下，近年来区域强势酒企也在大本营市场积极推进产品升级，凭借坚实的渠道基础和消费者品牌忠诚度，近年来普遍在300-500元价格带布局上有了良好的成果，未来结构升级将是大众酒龙头业绩增长的主要驱动力之一。

**总结：**短期看疫情防疫政策逐步优化，疫情对消费场景压制有望缓解，展望长期白酒结构升级和集中度提升的行业逻辑依然演绎，龙头公司目前股价对应2022年估值回落至合理区间，我们继续看好白酒板块在2022年下半年表现，重点推荐：贵州茅台、五粮液、山西汾酒、洋河股份、古井贡酒。

图41：全国大部分地区宴席用白酒主流价格处在100-200元区间



资料来源：酒业家、糖酒季刊、开源证券研究所

## 3.2 啤酒：啤酒销量回升，结构持续升级

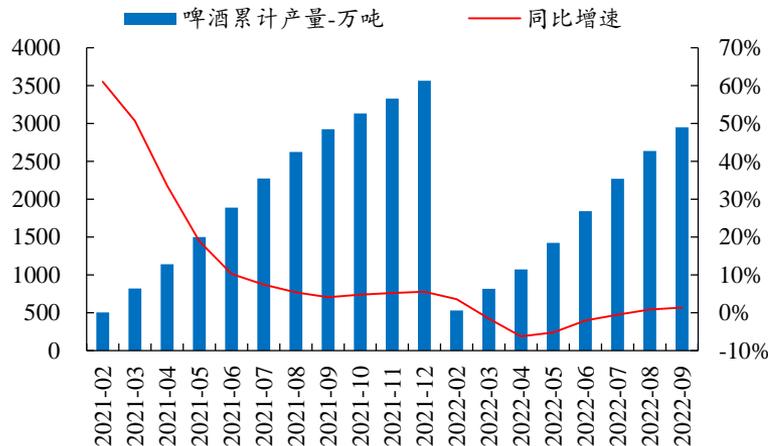
2022Q3啤酒需求回升，受益于高温天气。2022年H1国内啤酒累计产量同比降2.0%，1-9月啤酒累计产量同比上升1.4%，追平上半年疫情影响。单季度看，2022Q3啤酒产量同比升9.3%，主因高温天气下需求回暖。从单月看，2022年啤酒7月、8月单月产量同比分别升10.8%、12.0%，2022年9月产量增速略有放缓，同比升5.1%，基本延续高温下销量回升趋势。

图42：2022年7月啤酒产量同比上升10.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：2022年1-9月啤酒产量同比上升1.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.2 啤酒：啤酒销量回升，结构持续升级

2022Q3啤酒营收增速平稳增长，吨价持续向好。2022Q3啤酒上市公司营收普遍实现增长，除兰州黄河作为区域性品牌，在疫情等影响下营收同比下降之外，青岛啤酒、珠江啤酒、惠泉啤酒等实现双位数增长。其中，青岛啤酒2022Q3销量同比升10.6%，吨价同比增4.9%，主因省内市场贡献，其中主品牌吨价同比升7.7%，副品牌升14.1%；重庆啤酒2022Q3营收稍弱于其他上市公司，在2021Q3高基数前提下营收同比上升4.9%，单季度销量同比增1.29%，吨价同比增3.6%，增速微有放缓。总体来看，受益于高温天气，2022Q3啤酒行业销量普遍上升，基本追回上半年疫情影响，叠加结构升级及提价，吨价稳健上升。

表4：2022年Q3啤酒上市公司营收平稳增长

公司名称	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
青岛啤酒	-0.2%	-3.0%	1.7%	3.1%	7.5%	16.0%
重庆啤酒	10.1%	18.0%	1.1%	17.1%	6.1%	4.9%
珠江啤酒	-0.6%	0.0%	10.4%	12.8%	8.0%	11.9%
燕京啤酒	-0.6%	-5.4%	48.2%	11.7%	7.5%	8.5%
惠泉啤酒	-7.2%	-13.9%	7.7%	5.6%	-4.7%	14.4%
兰州黄河	-18.6%	-5.7%	-25.6%	-28.5%	-15.0%	-7.6%
*ST西发	29.4%	10.2%	-3.1%	16.7%	-2.4%	-74.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.2 啤酒：啤酒销量回升，结构持续升级

2022Q3成本压力延续，控费抵消部分成本上涨压力。从毛利率看，啤酒行业毛利率表现分化，整体呈下降趋势。其中，燕京啤酒、兰州黄河毛利率同比小幅提升，青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒毛利率均同比下降，主因今年以来原材料、包材成本的上涨。从销售费用率表现看，呈同比下降、环比增长趋势。在成本承压、疫情散发的环境下，啤酒企业采取控费措施。2022Q3青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、兰州黄河销售费用率同比分别降2.45pct、4.36pct、3.42pct、6.80pct。

2022Q3啤酒净利率表现平稳。青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒净利率同比小幅增长，得益于对费用的有效把控，通过减少费用投入，有效冲抵成本上涨导致的毛利率下行，带动啤酒企业盈利能力增长。同时，随着铝等大宗商品价格回落，后续成本压力可控，伴随产品结构升级带动的啤酒吨价提升，盈利能力有望恢复增长。

表5：2022Q3啤酒企业毛利率表现分化

证券简称	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
青岛啤酒	45.10%	43.70%	42.10%	-18.00%	37.80%	38.32%	38.00%
重庆啤酒	51.00%	53.10%	55.10%	37.90%	47.70%	49.60%	51.62%
珠江啤酒	42.30%	50.40%	51.40%	25.90%	40.40%	44.71%	44.93%
燕京啤酒	34.10%	45.20%	45.40%	12.90%	34.50%	44.26%	47.74%
惠泉啤酒	26.70%	30.40%	34.50%	-9.90%	27.30%	31.94%	33.75%
兰州黄河	27.10%	21.30%	21.30%	-12.20%	19.90%	23.83%	24.81%
*ST西发	23.20%	23.00%	23.00%	25.50%	19.30%	19.66%	-5.19%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表6：2022Q3销售费用率呈下降趋势

证券简称	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
青岛啤酒	22.30%	14.50%	13.70%	-12.09%	14.20%	8.14%	11.16%
重庆啤酒	16.20%	19.80%	19.60%	6.33%	13.70%	15.35%	15.24%
珠江啤酒	17.90%	16.90%	16.80%	8.49%	16.10%	12.42%	13.38%
燕京啤酒	13.80%	8.80%	14.10%	18.59%	11.90%	11.10%	15.97%
惠泉啤酒	6.80%	6.00%	3.10%	1.63%	7.30%	5.13%	3.55%
兰州黄河	14.00%	15.30%	22.10%	29.30%	17.20%	12.19%	15.30%
*ST西发	2.10%	2.00%	2.00%	3.83%	2.80%	3.05%	4.86%

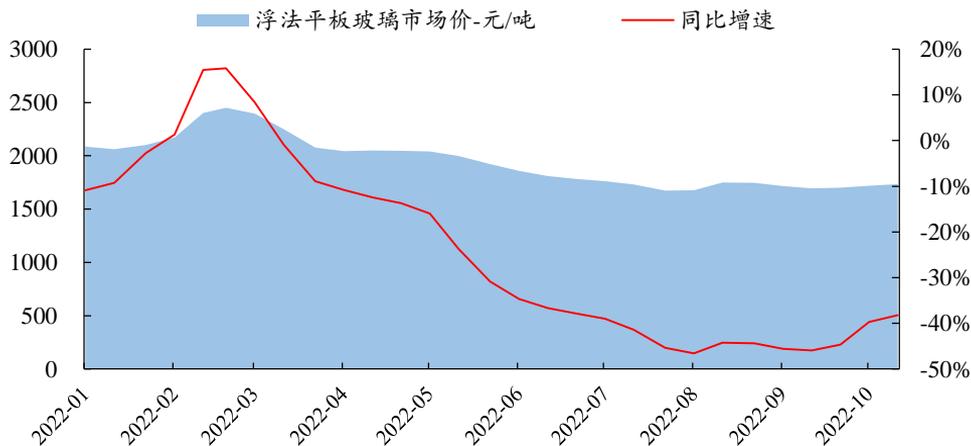
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.2 啤酒：啤酒销量回升，结构持续升级

啤酒高端化进程仍在推进，高端场景有望修复。啤酒市场结构升级逻辑不变，行业高端化进程持续推进。受益于今夏高温天气，在9月疫情反复的影响下，2022Q3啤酒行业韧性强，吨价持续向好，高端化红利持续释放。受制于啤酒市场格局和行业属性，啤酒行业区域性较强，高端啤酒格局尚未落定，积极关注龙头酒企推进高端化进程和核心产品表现。同时，9月起全国疫情虽反复，但较上半年相对平稳，积极关注餐饮端场景修复节奏。

积极关注淡季提价及成本下降。此外，展望2022年底及2023年，行业延续结构升级趋势，低端啤酒逐渐出清，行业提价已进入常态化阶段，积极关注淡季提价。同时2022Q4世界杯伴随春节备货，结构有望持续升级。展望2023年，我们预计大宗原材料价格有望走弱，包材、大麦等成本压力有望缓解，释放业绩弹性。

图44：包材价格同比降低，总体呈缓慢下降趋势

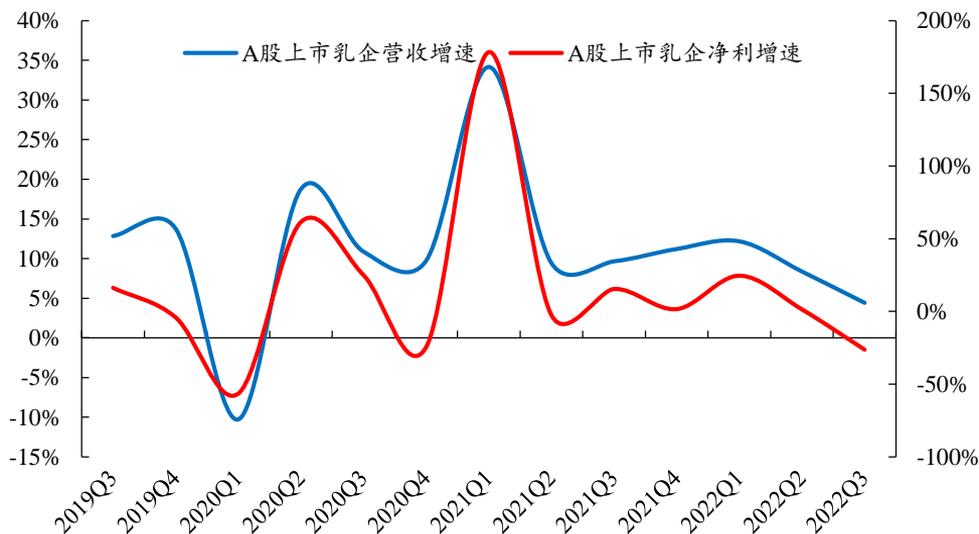


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.3 乳制品：疫情短期扰动，乳品需求弱复苏

疫情影响持续，乳制品企业营收微增、净利承压。2022Q3全国多区域疫情反复，部分区域仍实施封控措施，物流配送及送礼消费场景受限，使得2022Q3乳制品终端销售略受影响，乳制品需求呈现弱复苏态势。从上市公司层面来看，2022Q3A股上市乳制品企业营收同比增4.4%；费率提升下业绩承压，净利同比降26.2%。

图45：2022Q3A股上市乳企营收同比增4.4%，净利同比降26.2%



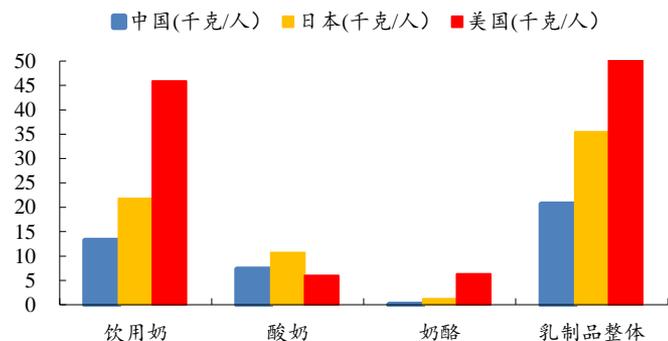
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.3 乳制品：疫情短期扰动，乳品需求弱复苏

**乳制品仍存量价提升空间：**全国人均乳制品消费量持续上升，但仍较低。从需求端来看，我国人均乳制品消费量不断提升，但远未达饱和状态，与欧美、日韩等差距明显。2021年我国乳制品人均消费量仅20.6kg，远低于经济发达的美国（66.4kg）和饮食习惯相近的日本（35.5kg）。具体品类来看，饮用奶、酸奶、奶酪的人均消费量均低于日本、美国，仍有较大提升空间。

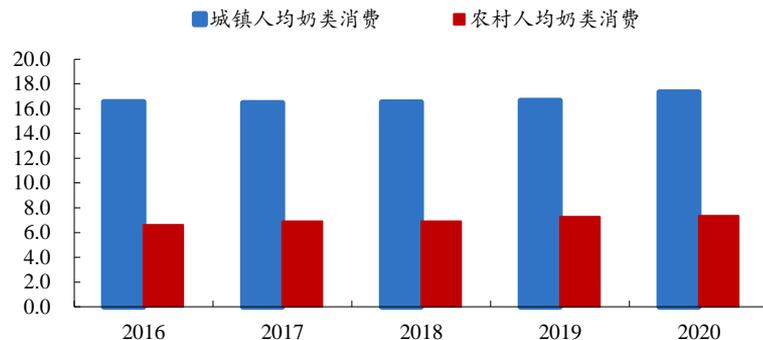
**乳制品消费呈分级现象，三四线城市和农村地区的人均乳制品消费量较低。**中国各层级城市发展程度不一，乳制品消费呈现分级现象：一二线城市居民人均收入较高，饮食习惯西化，乳制品人均消费量接近发达国家水平；三四线城市及农村居民人均乳制品消费量较低。2020年我国农村居民人均奶类消费量为7.35千克，城镇居民人均奶类消费量达17.35千克。目前一二线城市液奶渗透率高于90%，二三线城市液奶渗透率约70%，农村液奶渗透率仅20%。随着城镇化的推进、居民收入水平提升，乡镇、三四线城市的乳品渗透率可进一步提升，市场需求可继续释放。

图46：中国人均乳制品消费量仍较低



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图47：中国城镇与农村居民人均奶类消费较低



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

### 3.3 乳制品：疫情短期扰动，乳品需求弱复苏

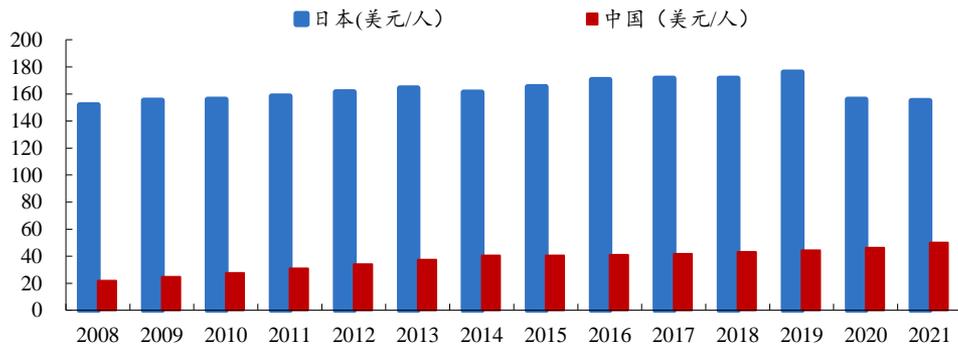
人均乳制品消费金额仍可持续提升。2008年以来我国人均乳制品消费金额持续提升，自2008年的21.9美元/人增长至2021年的50.1美元/人。但目前中国人均乳制品消费金额仍较低，仅为日本的三分之一。未来随着居民消费继续升级，中国人均乳制品消费金额仍可持续提升：

(1) 消费者对健康、绿色食品越发关注，越发重视食品的营养品质，对乳制品营养成分如蛋白质含量等指标关注度提高。乳制品的消费升级趋势明显，中高端产品增速领先于行业水平。乳企对于各类产品如常温酸奶等不断进行创新升级，持续研发新包装、新口味和提升产品品质，产品单价提升。

(2) 各乳企不断推进渠道下沉，增加低线城市产品品项，低线城市居民可以购买到更多样的高端乳制品。

(3) 单价较高的高端乳制品如金典、特仑苏、安慕希具有送礼属性。而另一方面，高端乳制品自饮属性增强，将进一步提升人均乳制品消费金额。

图48：中国人均乳制品消费金额仍较低

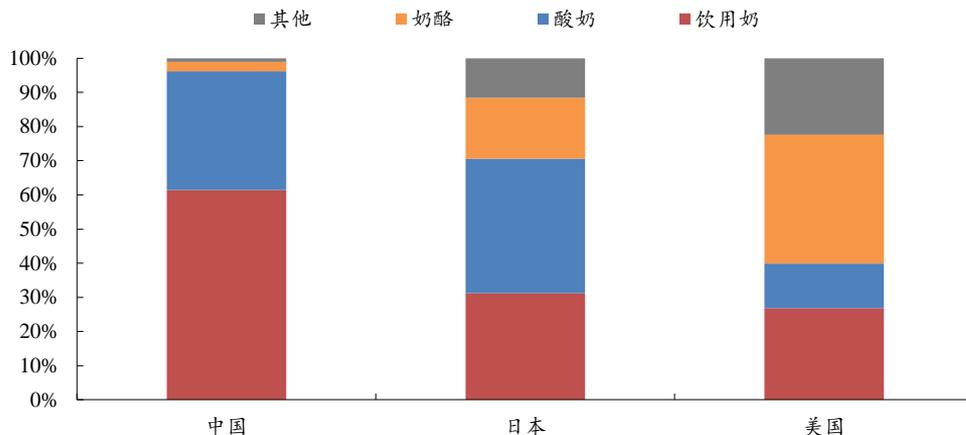


数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

### 3.3 乳制品：疫情短期扰动，乳品需求弱复苏

(4) 国内乳制品消费结构以饮用奶为主，消费结构仍有升级空间。中国乳制品消费结构以饮用奶为主，饮用奶占比达61.4%，酸奶占比为34.7%，而奶酪占比仅2.8%。日本市场消费结构以酸奶、饮用奶为主，占比分别达39.3%和31.2%，奶酪消费占比是中国的6倍。美国消费结构相对均匀，其中奶酪消费量占乳制品消费总量的37.8%。我国目前高端乳制品品类占比仍较小，乳制品消费结构仍有进一步优化空间。

图49：2021年中国乳制品消费结构以饮用奶为主

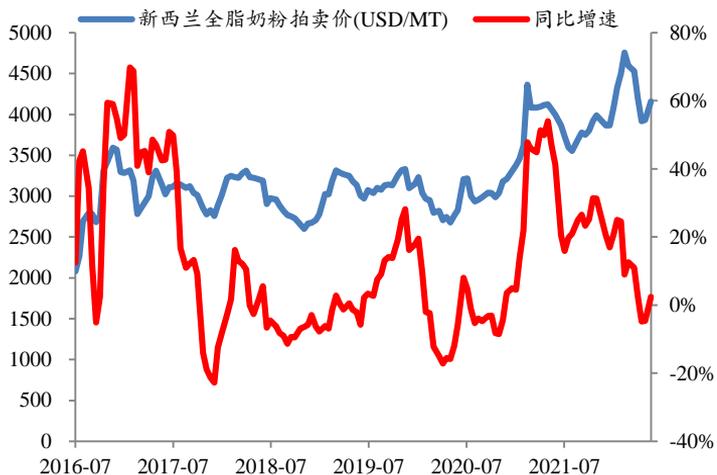


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.3 乳制品：疫情短期扰动，乳品需求弱复苏

2022Q3原奶价格小幅下降，长期看原奶供需较为匹配。2022Q3原奶价格小幅下降，2022年10月26日生鲜乳价格为4.1元/公斤，同比下降3.7%；2022年10月18日全脂奶粉中标价3421美元/吨，同比降10.0%。2023年预计饲料成本仍处高位，乳品需求逐渐回暖，奶价预计会较为稳定。长期看，乳制品具备必需消费品属性，长期看消费者健康饮食意识提升下需求仍可稳定增长。环保政策严格、土地资源紧缺下，上游牧业门槛仍在持续提升，故上游原奶供给较难快速大幅提升。随着上下游合作深化，长期看未来原奶供给和需求会更加匹配，原奶价格波动性会逐渐减弱，奶价会相对平稳。

图50：2022年10月18日全脂奶粉同比降10.0%



数据来源：GTD、开源证券研究所

图51：2022年10月26日生鲜乳价格同比降3.7%



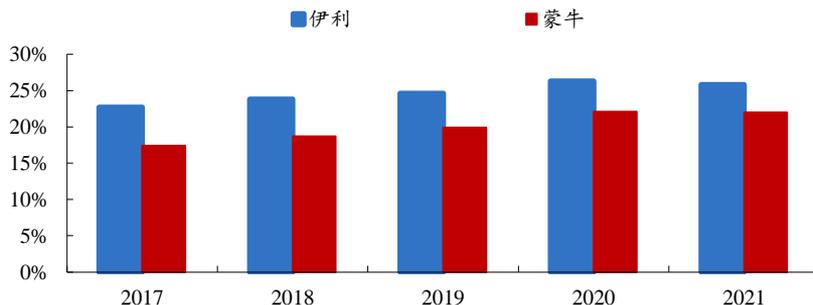
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.3 乳制品：疫情短期扰动，乳品需求弱复苏

各乳企更注重品牌建设，行业理性竞争。2022Q2疫情影响下，乳制品企业投入费用以维持渠道库存良性。2022Q3以来，乳制品企业减少线下市场费用投放，主动控制以维护渠道利润，保持渠道健康。乳企费用投放更多集中在品牌建设上。长期看，一方面，消费者进行乳制品消费时更加注重产品品质、品牌等，价格在消费者购买决策中占比越来越少；另一方面，龙头乳制品企业都希望通过品牌建设、差异化产品布局来提升品牌力，以增强自身的核心竞争力。因此乳制品企业费用投放的结构持续优化，乳制品行业竞争较为理性。

龙头乳企份额稳固，强者恒强。乳制品行业呈现双寡头格局，行业集中度持续提升。行业CR2自2012年的34.4%提升至2021年的48%。龙头乳企伊利股份领先地位稳固，市场份额持续稳居行业第一。根据尼尔森数据，安慕希、金典有机仍为细分品类第一品牌，安慕希份额持续扩大；冷饮市场份额持续行业第一。伊利股份、蒙牛乳业产品结构持续升级、业务结构持续优化、渠道进一步下沉，核心竞争力加强，领先优势稳固，乳制品行业集中度仍可持续提升。

图52：2021年乳制品行业CR2占比达48%

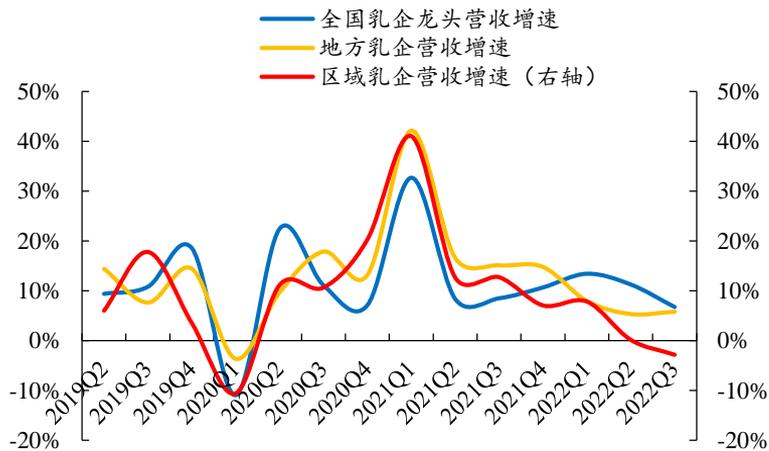


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.3 乳制品：疫情短期扰动，乳品需求弱复苏

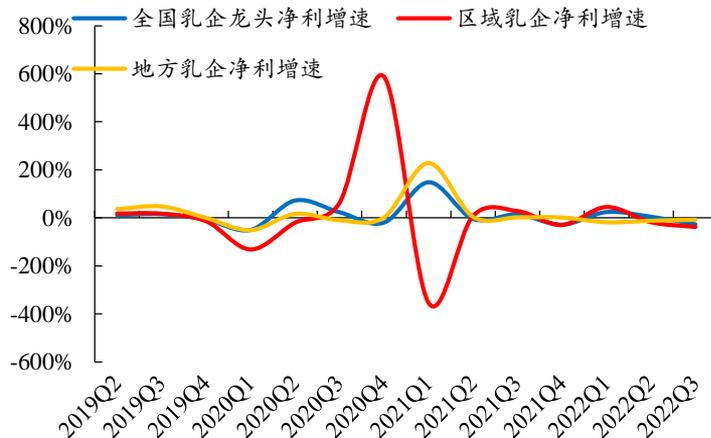
乳制品企业营收表现分化，业绩承压。根据乳企规模和经营地域大小分类来看，逆境之下，全国性乳企的公司领先优势稳固，受疫情影响相对可控，2022Q3总营收同比增6.72%，其中液态奶受疫情封控影响略下滑，奶粉、冷饮业务高速增长。业务结构优化，高毛利奶粉业务占比提升使得毛利率提升，但液奶动销放缓及综艺节目集中投放使得销售费用率同比增加，故公司净利承压，净利降26.46%，净利率为6.37%。区域乳企2022Q3总营收降2.84%，净利降37.80%，净利率为1.91%。区域性乳企面对疫情，积极调整生产配送策略。如新乳业唯品在成都疫情期间反应迅速，捕捉线下渠道机会，发动员工成为物流配送志愿者，快速调整生产至刚需品类，仍实现增长。地区乳企2022Q3营收增5.8%，净利降7.49%，净利率为6.4%。地方性乳企天润乳业疆外渠道扩张持续推进，低温奶、常温奶均实现较好增长。

图53：2022Q3全国性乳企营收增速最快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：2022Q3乳制品企业业绩承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.3 乳制品：疫情短期扰动，乳品需求弱复苏

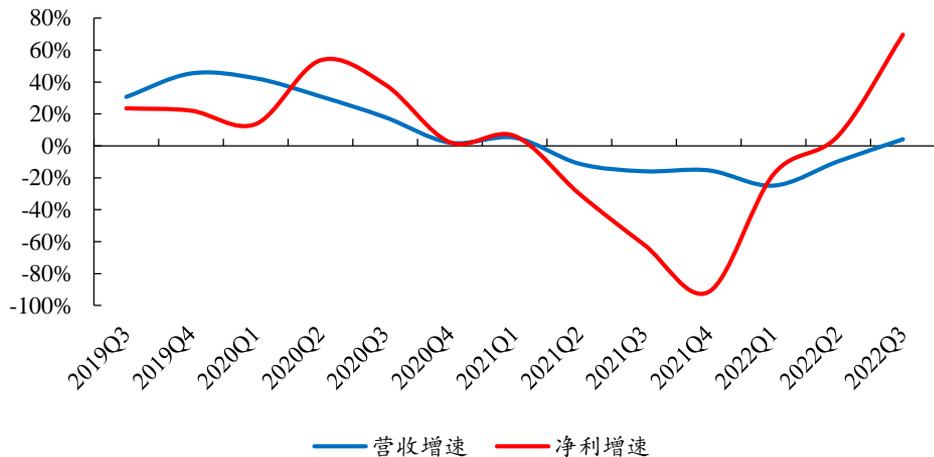
推荐关注壁垒稳固、边际改善的企业。随着疫情管控常态化，具备必需消费品属性及健康属性的乳制品需求仍可逐步回暖，我们建议关注护城河稳固的乳制品企业：

**护城河稳固，领先优势深化，多业务布局的龙头伊利股份。**伊利股份借助渠道优势、产品优势，疫情复发后灵活反应，市占率稳步提升。公司护城河稳固，未来将坚持多业务发力的战略布局：一方面以常温液奶为主，通过产品创新升级、渠道下沉，不断提升市场份额，巩固核心业务优势；另一方面积极布局低温奶、奶粉、奶酪等潜力业务，参与行业发展红利。随着原奶供需紧张程度缓解，行业竞争趋理性，公司毛销差或可持续提升；规模效应显现下费率持平略降。长期来看，伊利股份集中度可持续提升、多元化、全球化布局下业绩可稳步增长，仍具有配置价值。

## 3.4 肉制品：猪价处于上行周期，多措施缓解成本压力

2022Q3肉制品行业营收、净利双增。肉制品上市企业2022Q3实现营收302.0亿元，同比增长4.1%；实现净利15.4亿元，同比增长69.6%。其中双汇发展2022Q3纯屠宰业务持续增长，较2021Q3扭亏为盈。主要因为猪价处上行期，大量低价冻品肉出库增厚利润，冻品贡献大部分屠宰利润；其次 2021Q3 计提较大冻品减值，利润基数较低。2022Q3肉制品销量下滑，主因受疫情影响，礼品类、休闲类产品下降，餐饮渠道食材类产品下降，工地食堂受影响下低端产品销量下降。同时，猪价上行、市场促销力度加大和产品结构下降导致2022Q3肉制品吨利下滑。

图55：2022Q3A股上市肉企营收同比增长4.1%，净利同比增长69.6%



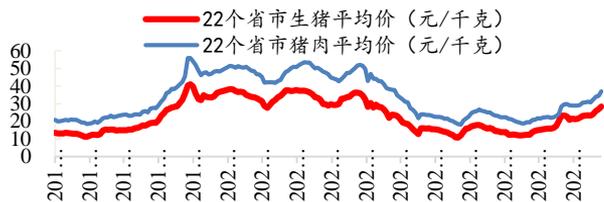
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.4 肉制品：猪价处于上行周期，多措施缓解成本压力

长期看，屠宰行业集中度有望提升。2022年8月生猪定点屠宰企业屠宰量为2167万头，同比降6.96%。2022年9月生猪存栏同比增1.4%至44394万头；2022年9月能繁母猪存栏4362万头，同比降2.2%。猪价上行下，双汇发展2022Q3纯屠宰量有所下滑。2022H2公司有大量低价冻品肉，贡献大部分屠宰利润。但预计2023年猪价呈现前高后低趋势，冻品利润贡献力度有限，鲜品可贡献利润，预计2023年屠宰业务承压。展望未来，随着环保政策趋严、政府加强对屠宰业的管控力度，长期看屠宰行业集中度可进一步提升。

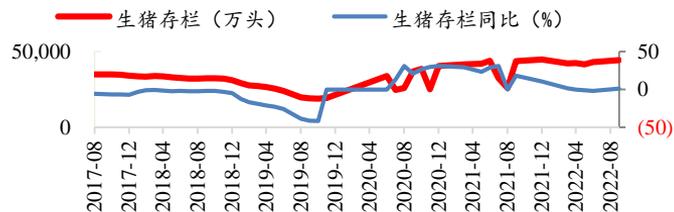
猪价持续上行。10月28日，生猪价格27.5元/公斤，同比+55.8%；猪肉价格37.2元/公斤，同比+46.6%，环比+0.6%。在整体供应偏紧、需求稳步增长的背景下，预计2023年猪价上行。

图56：2022年3月以来猪价、生猪价筑底回升



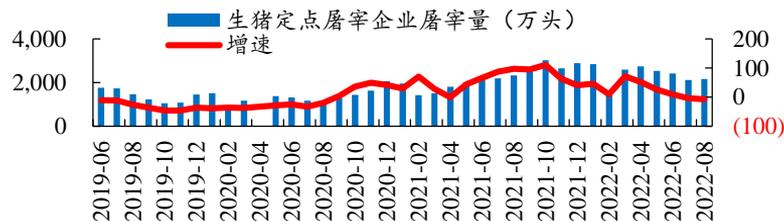
数据来源：Wind、开源证券研究所

图58：2022年9月生猪存栏同比增1.4%



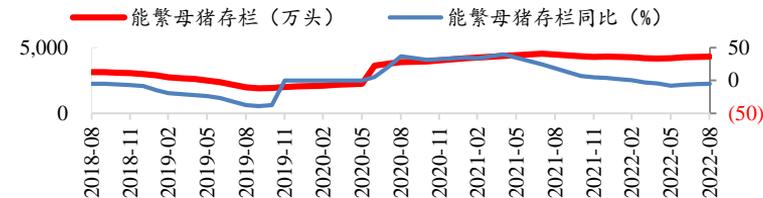
数据来源：Wind、开源证券研究所

图57：2022年8月生猪定点屠宰量同比降6.96%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图59：2022年9月能繁母猪存栏同比降2.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.4 肉制品：猪价处于上行周期，多措施缓解成本压力

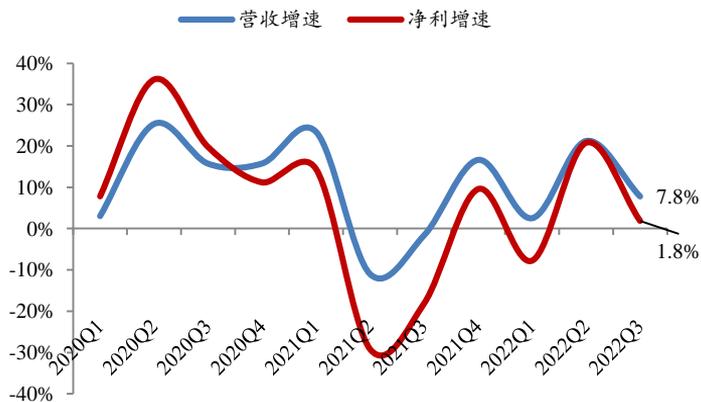
双汇发展肉制品吨利预计可维持高位。2022Q3龙头双汇发展肉制品业务营业利润约14.95亿元，同比下降9.9%。因猪价上行、市场促销力度加大、产品结构下降等影响，肉制品吨利下滑。

**推荐已形成产业闭环，布局新赛道，吨利长期稳中有升的龙头双汇发展。**双汇发展采用自繁自养方式布局养殖业，构建养殖、屠宰、肉制品加工和销售的产业闭环后，可进一步平滑成本波动，增强产业协同效应，提升屠宰及肉制品业务的盈利能力。展望 2023 年，随着疫情缓和、物流恢复、网点持续扩张、新品推广，预计肉制品销量中个位数增长。2022Q4 公司已开始采取多项措施缓解成本上行压力：（1）通过生产管理创新如节约化生产、合并车间等方式提高劳效，降低生产费用；（2）工艺持续优化；（3）产品结构持续调整；（4）通过新赛道建设等，提升产销规模；（5）选择性部分上调产品价格。预计 2023 年肉制品吨利可稳中有升。

## 3.5 调味品：疫情仍有扰动，期望外部环境改善

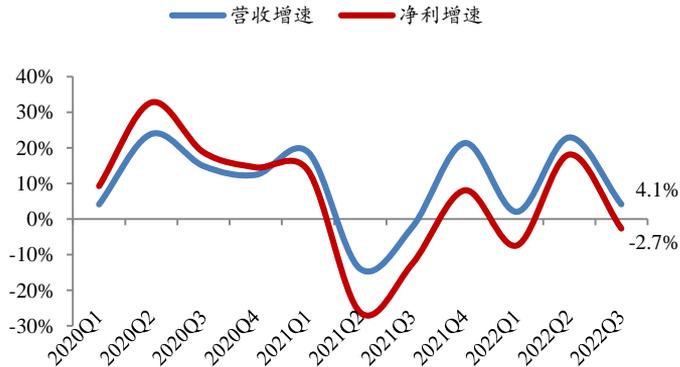
2022Q3调味品上市公司营收环比降速增长，成本压力增大利润下滑。2022Q3调味品上市公司（扣除莲花健康以及星湖科技）整体实现营业收入94.9亿元，同比增7.8%；整体归母净利润为16.1亿元，同比增长1.8%。我们观察酱醋公司，2022Q3营收增4.1%；净利下滑2.7%，环比均有回落态势。调味品三季度营收增速回落主因：一是2022Q2调味品低基数下增速较快；二是年中企业为完成半年度目标集中出货，导致三季度在消化库存；利润下滑主因在于成本压力。

图60：2022Q3调味品营收净利分别增7.8%与1.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图61：2022Q3酱醋公司营收净利分别增4.1%与-2.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.5 调味品：疫情仍有扰动，期望外部环境改善

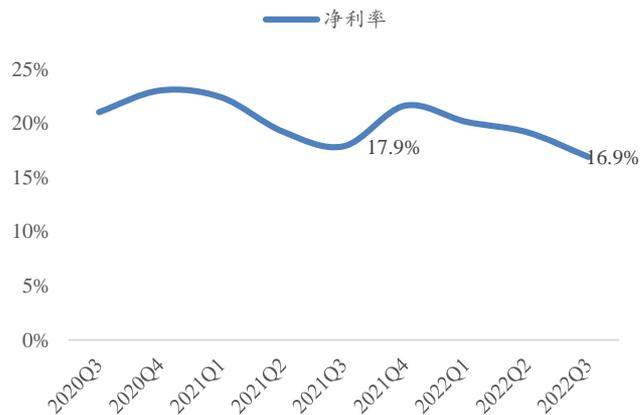
从盈利能力来看，2022Q3调味品上市公司（扣除莲花健康以及星湖科技）的毛利率为33.5%，同比下降1.6pct，主因在于原料价格上涨，成本压力普遍增加；此外也与产品结构调整，品类扩张时低毛利率产品占比增加有关。三季度上市公司整体销售费用率为8.4%，同比下降0.1pct，整体来看毛销差仍有回落，影响利润水平。我们观察2022Q3调味品上市公司净利率16.9%，同比下降1.0pct，企业利润承压。

图62：2022Q3调味品上市公司毛利率同比降1.6pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图63：2022Q3调味品上市公司净利率同比回落1.0pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.5 调味品：疫情仍有扰动，期望外部环境改善

2022Q3重点调味品公司净利率出现分化。就调味品五家重点公司（海天味业、中炬高新、恒顺醋业、千禾味业、天味食品）来看，海天味业、千禾味业2022Q3净利率回落；中炬高新、恒顺醋业、天味食品利润率回升。企业利润压力增大，主要源于一是疫情扰动导致营收增长乏力，二是成本压力上行。

疫情影响属于短期因素，成本具有周期属性，预计调味品2023年或趋势向上。我们观测到调味品行业压力已有体现：营收增速回落，渠道库存偏高，成本压力增大等。随着疫情得到有效控制，以及企业自身加快渠道建设与投放费用拉动需求，未来趋势应是边际向上。且成本具有周期属性，成本回落后企业利润大概率可以释放。展望2023年我们建议调味品两条布局思路：一是长期布局低估值成长稳健的行业龙头；二是关注季度业绩高增长或事件性催化的短期机会。

表9：调味品重点公司2022Q3净利率出现分化

		2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
营收增速	海天味业	21.7%	-9.4%	3.1%	22.9%	0.7%	22.2%
	中炬高新	9.5%	-24.9%	-12.7%	29.7%	6.6%	24.0%
	恒顺醋业	11.0%	6.3%	-34.2%	-6.0%	10.6%	18.0%
	千禾味业	32.9%	-7.2%	11.1%	21.0%	0.9%	30.5%
	天味食品	55.3%	-15.4%	-37.1%	-25.2%	20.6%	18.2%
毛利率	海天味业	40.9%	37.1%	37.9%	38.1%	38.2%	34.9%
	中炬高新	6.9%	7.4%	4.5%	9.3%	6.0%	6.5%
	恒顺醋业	39.4%	37.0%	42.6%	33.4%	37.9%	33.2%
	千禾味业	43.3%	40.9%	40.0%	37.9%	35.0%	35.7%
	天味食品	37.7%	30.7%	33.5%	28.1%	36.0%	34.5%
销售费用率	海天味业	5.7%	5.2%	6.7%	4.3%	5.4%	4.7%
	中炬高新	12.1%	11.6%	2.3%	6.6%	8.8%	7.5%
	恒顺醋业	12.5%	15.2%	23.5%	23.2%	12.1%	15.6%
	千禾味业	25.7%	27.4%	17.2%	12.7%	15.1%	13.6%
	天味食品	17.9%	28.7%	23.8%	10.8%	13.0%	18.0%
净利率	海天味业	27.3%	27.0%	23.9%	28.0%	25.4%	24.7%
	中炬高新	13.9%	10.0%	7.9%	22.0%	11.8%	11.9%
	恒顺醋业	15.2%	9.4%	2.2%	-2.9%	13.5%	8.3%
	千禾味业	8.4%	6.4%	14.1%	15.7%	11.5%	11.9%
	天味食品	15.4%	-0.9%	1.2%	16.6%	16.0%	11.2%
净利增速	海天味业	21.1%	-14.7%	2.8%	7.2%	-6.4%	11.8%
	中炬高新	-15.2%	-57.9%	-59.2%	68.9%	-9.5%	47.6%
	恒顺醋业	3.9%	-33.8%	-91.1%	-118.7%	-2.1%	4.3%
	千禾味业	-43.3%	-70.1%	-1.2%	-594.2%	38.5%	145.3%
	天味食品	4.1%	-103.7%	-96.2%	136.8%	25.3%	-1554.3%

# 重点公司盈利预测

表10：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价（元）	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
贵州茅台	买入	1516.6	49.4	58.56	68.51	30.7	25.9	22.1
五粮液	买入	150.0	7.03	8.09	9.27	21.3	18.5	16.2
洋河股份	增持	139.9	6.45	7.54	8.94	21.7	18.6	15.6
山西汾酒	买入	259.8	6.22	8.22	10.94	41.8	31.6	23.8
口子窖	增持	44.5	3.03	3.42	3.98	14.7	13.0	11.2
古井贡酒	增持	217.5	5.85	7.43	9.37	37.2	29.3	23.2
金徽酒	增持	22.4	0.82	1.09	1.4	27.3	20.6	16.0
水井坊	增持	63.8	2.9	3.63	4.5	22.0	17.6	14.2
伊利股份	买入	27.7	1.66	1.97	2.28	16.7	14.1	12.2
新乳业	增持	11.0	0.47	0.63	0.78	23.5	17.5	14.2
双汇发展	增持	24.4	1.73	1.93	2.11	14.1	12.7	11.6
中炬高新	增持	33.3	0.94	1.05	1.25	35.4	31.7	26.6
涪陵榨菜	买入	24.4	1.09	1.26	1.46	22.3	19.3	16.7
海天味业	买入	69.8	1.55	1.84	2.18	45.0	37.9	32.0
恒顺醋业	买入	11.3	0.17	0.2	0.24	66.4	56.5	47.0
西麦食品	增持	13.3	0.47	0.52	0.61	28.2	25.5	21.8
桃李面包	买入	12.2	0.9	1.01	1.15	13.5	12.0	10.6
嘉必优	买入	42.7	1.10	1.47	2.45	38.8	29.1	17.4
绝味食品	买入	58.5	1.06	1.74	2.12	55.2	33.6	27.6
煌上煌	增持	10.5	0.23	0.37	0.43	45.6	28.3	24.4
广州酒家	增持	23.3	1.12	1.32	1.52	20.8	17.6	15.3
甘源食品	增持	71.0	2.02	2.91	3.71	35.1	24.4	19.1

资料来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2022年11月11日）

宏观经济波动风险、消费复苏进度低于预期风险、原材料价格波动风险等。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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

## 股票投资评级说明

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

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

## 分析、估值方法的局限性说明

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

## 法律声明

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

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

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

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

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

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

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

## 开源证券研究所

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

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

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

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

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券