

推荐（维持）

坚守价值，静待复苏

风险评级：中风险

食品饮料行业 2023 年上半年投资策略

2022 年 11 月 18 日

投资要点：

分析师：魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119462
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：黄冬祎
SAC 执业证书编号：
S0340121020013
电话：0769-22119410
邮箱：
huangdongyi@dgzq.com.cn

食品饮料（申万）指数走势



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

相关报告

- **2022年1-11月食品饮料行业市场走势：**2022年1-11月份（截至2022年11月15日），SW食品饮料行业指数整体下跌23.45%，跑输同期沪深300指数约1.71个百分点。细分板块中，啤酒板块下跌8.65%，跌幅在细分板块中最小；乳品板块下跌28.82%，跌幅在细分板块中最大。年初至今，行业估值回落。截至2022年11月15日，SW食品饮料行业整体PE约32.71倍，低于行业近五年均值水平。
- **行业投资策略：维持对行业的推荐评级。白酒板块：**白酒短期受疫情反复、北向资金流出、市场流传的限酒令、消费税等因素扰动，市场情绪较为低迷，10月板块下滑幅度较大。从三季度业绩来看，大部分白酒公司Q3业绩实现稳健增长。近期白酒悲观情绪逐步释放，市场情绪有所回升。今年糖酒会受疫情反复、地点分流等影响，热度相对有限，白酒经销商信心有所下降。但整体来看，行业库存整体维持在相对良性水平。11月底12月初白酒将进入打款窗口期，为明年开门红做准备。考虑到疫情严重地区白酒消费场景受损较为严重，预计白酒开门红打款或出现一定分化。后续还需要重点结合疫情情况，对白酒的需求复苏进程进行判断。标的方面，建议关注确定性强的高端白酒贵州茅台（600519）、五粮液（000858）与泸州老窖（000568）；次高端酒中，可关注山西汾酒（600809）、酒鬼酒（000799）、舍得酒业（600702）、洋河股份（002304）、水井坊（600779）等；区域酒可以重点关注古井贡酒（000596）、口子窖（603589）、今世缘（603369）等复苏弹性较大的公司。**大众品板块：**受疫情影响，终端消费需求仍乏力，三季度大众品板块业绩表现有所分化。从消费复苏进程来看，考虑到目前疫情仍存在反复，预计后续需求或以缓慢复苏为主。与此同时，由于各子板块的影响因素不同，修复节奏亦有所差异。市场可持续关注产品提价、成本、需求等边际改善机会，把握行业中确定性高的优质板块。标的方面，可重点关注青岛啤酒（600600）、重庆啤酒（600132）、伊利股份（600887）、海天味业（603288）、中炬高新（600872）、千禾味业（603027）、洽洽食品（002557）、味知香（605089）、安井食品（603345）、千味央厨（001215）等。
- **风险提示：**原材料价格波动，产品提价不及预期，渠道开展不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险，宏观经济下行风险等。

目 录

1. 2022 年 1-11 月食品饮料行业市场走势.....	4
1.1 食品饮料行业今年以来跑输沪深 300 指数.....	4
1.2 行业估值回落.....	4
1.3 食品饮料行业持仓.....	5
2. 白酒板块：高端白酒确定性高，关注疫后需求复苏.....	6
2.1 白酒市场马太效应或进一步凸显.....	6
2.2 我国白酒消费以大众消费为主，终端消费具有一定支撑.....	7
2.3 糖酒会反馈稳健，渠道库存相对良性.....	9
2.4 高端白酒确定性高，关注疫后需求复苏.....	10
3. 大众品之调味品板块：成本压力仍存，关注边际改善.....	16
3.1 市场规模稳步扩张，集中度有望提升.....	16
3.2 预计调味品需求以缓慢复苏为主.....	17
3.3 调味品企业成本压力仍存.....	18
3.4 把握疫情、需求、成本等边际拐点.....	19
4. 大众品之啤酒板块：高端化进程稳步推进.....	21
4.1 寡头垄断竞争格局，龙头企业市场份额有望进一步增加.....	21
4.2 行业高端化进程稳步推进.....	21
4.3 原材料价格上涨压力趋缓.....	22
4.4 啤酒 Q3 需求回暖，关注后续相关因素催化.....	24
5. 大众品之乳品板块：Q3 业绩承压，静待需求复苏.....	26
5.1 乳制品产量稳中有升，龙头企业竞争优势明显.....	26
5.2 我国居民人均奶类消费量增加.....	27
5.3 乳品企业成本压力趋缓.....	27
5.4 疫情影响乳品需求，期待边际改善.....	28
6. 投资策略.....	29
7. 风险提示.....	31

插图目录

图 1：2022 年 1 月 1 日-11 月 15 日 SW 一级行业涨幅（%）.....	4
图 2：2022 年 1 月 1 日-11 月 15 日 SW 食品饮料行业子行业涨幅（%）.....	4
图 3：SW 食品饮料行业 PE（TTM，剔除负值，倍）.....	4
图 4：SW 食品饮料行业相对沪深 300PE（TTM，剔除负值，倍）.....	4
图 5：2022 年 1 月 1 日-11 月 15 日申万一级行业陆股通净买入额（亿元）.....	5
图 6：2018-2022Q3 食品饮料行业基金持股比例（%）.....	5
图 7：2016-2022H1 我国白酒产量（万千升）.....	6
图 8：2015-2022H1 我国规模以上白酒企业销售收入与增速（亿元，%）.....	7
图 9：2015-2022H1 我国规模以上白酒企业利润与增速（亿元，%）.....	7
图 10：我国白酒消费结构（%）.....	7
图 11：2017-2021 年我国居民人均可支配收入（元）.....	8
图 12：飞天茅台 2022 散装批价（元/瓶）.....	9
图 13：八代普五批价（元/瓶）.....	9

图 14: 国窖 1573 批价 (元/瓶)	9
图 15: 我国调味品行业市场规模与增速 (亿元, %)	16
图 16: 2020 年中美日调味品行业 CR5 对比 (%)	16
图 17: 2020 年我国酱油竞争格局 (零售口径)	17
图 18: 2020 年日本酱油竞争格局 (零售口径)	17
图 19: 2020 年我国调味品需求结构 (%)	17
图 20: 我国社会消费品零售总额同比增速 (%)	18
图 21: 我国社会消费品零售按消费类型同比增速 (%)	18
图 22: 全国黄豆市场价 (元/吨)	18
图 23: 全国豆粕市场价 (元/吨)	18
图 24: 2017-2022 年前三季度 SW 调味品板块毛利率与净利率 (%)	19
图 25: 2017-2022 年前三季度 SW 调味品板块期间费用率 (%)	19
图 26: 2020 年我国啤酒板块 CR5 (%)	21
图 27: 2018 年部分国家啤酒 CR5 (%)	21
图 28: 2006-2021 年我国啤酒产量与增速 (万千升, %)	21
图 29: 2006-2021 年我国啤酒销量与增速 (万千升, %)	21
图 30: 大麦现货均价 (元/吨)	23
图 31: 玻璃现货价 (元/平方米)	23
图 32: 铝锭现货均价 (元/吨)	24
图 33: 2021 年-2022 年 9 月啤酒产量当月值 (万千升)	25
图 34: 2015-2020 年我国啤酒现饮与非现饮销售额占比变化 (%)	25
图 35: 2004-2018 年我国啤酒现饮与非现饮均价变化 (元/升)	25
图 36: 2016-2021 年我国乳制品产量与增速 (万吨, %)	26
图 37: 2021 年我国乳制品行业市场竞争格局 (%)	26
图 38: 2016-2021 年我国人均奶类消费量与增速 (万吨, %)	27
图 39: 我国生鲜乳均价 (元/公斤)	27

表格目录

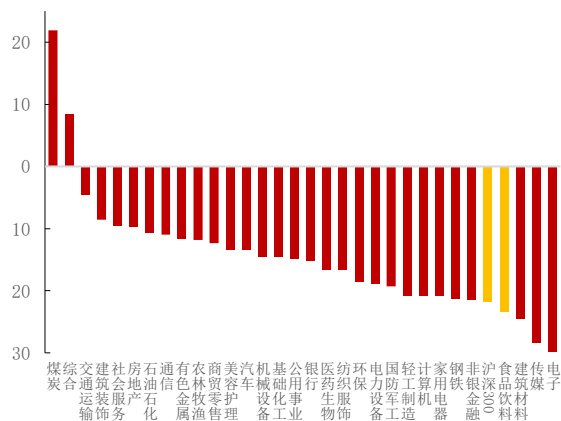
表 1: 2022 年前三季度高端白酒业绩 (亿元, %)	11
表 2: 2022 年前三季度次高端白酒业绩 (亿元, %)	11
表 3: 2021 年以来次高端白酒提价情况	12
表 4: 次高端白酒公司现有产能与扩建情况 (万吨)	13
表 5: 次高端白酒企业激励计划汇总	14
表 6: 2022 年前三季度区域白酒业绩 (亿元, %)	15
表 7: 2021 年以来区域白酒提价情况	15
表 8: 调味品板块部分公司提价情况	18
表 9: 2022 年前三季度调味品板块营业总收入与增速 (亿元, %)	20
表 10: 2022 年前三季度调味品板块归母净利润与增速 (亿元, %)	20
表 11: 啤酒板块重点公司高端品牌发展战略	22
表 12: 2022 年前三季度啤酒板块营业总收入与增速 (亿元, %)	24
表 13: 2022 年前三季度啤酒板块归母净利润与增速 (亿元, %)	24
表 14: 2022 年前三季度乳品板块营业总收入与增速 (亿元, %)	28
表 15: 2022 年前三季度乳品板块归母净利润与增速 (亿元, %)	29
表 16: 重点公司盈利预测及投资评级 (2022/11/16)	30

1. 2022 年 1-11 月食品饮料行业市场走势

1.1 食品饮料行业今年以来跑输沪深 300 指数

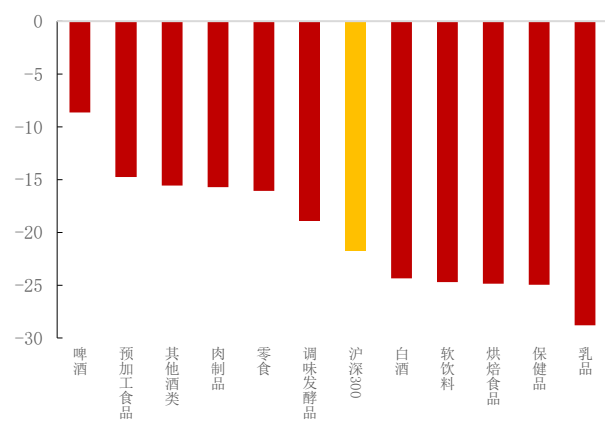
食品饮料行业今年以来跑输沪深 300 指数。2022 年 1-11 月份（截至 2022 年 11 月 15 日），SW 食品饮料行业指数整体下跌 23.45%，跌幅在所有申万一级行业指数中居第四位，跑输同期沪深 300 指数约 1.71 个百分点。细分板块中，啤酒、预加工食品、其他酒类、肉制品、零食与调味品板块跑赢同期沪深 300 指数，其余板块均跑输同期沪深 300 指数。其中，啤酒板块下跌 8.65%，跌幅在细分板块中最小；乳品板块下跌 28.82%，跌幅在细分板块中最大。

图 1：2022 年 1 月 1 日-11 月 15 日 SW 一级行业涨幅（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 2：2022 年 1 月 1 日-11 月 15 日 SW 食品饮料行业子行业涨幅（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

1.2 行业估值回落

年初至今行业估值回落，低于近五年估值中枢。截至 2022 年 11 月 15 日，SW 食品饮料行业整体 PE（TTM，整体法）约 32.71 倍，低于行业近五年均值水平（37.62 倍）；相对沪深 300 PE（TTM，整体法）为 3.12 倍，高于行业近五年相对估值中枢（2.99 倍）。

图 3：SW 食品饮料行业 PE（TTM，剔除负值，倍）

图 4：SW 食品饮料行业相对沪深 300PE（TTM，剔除负值，倍）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

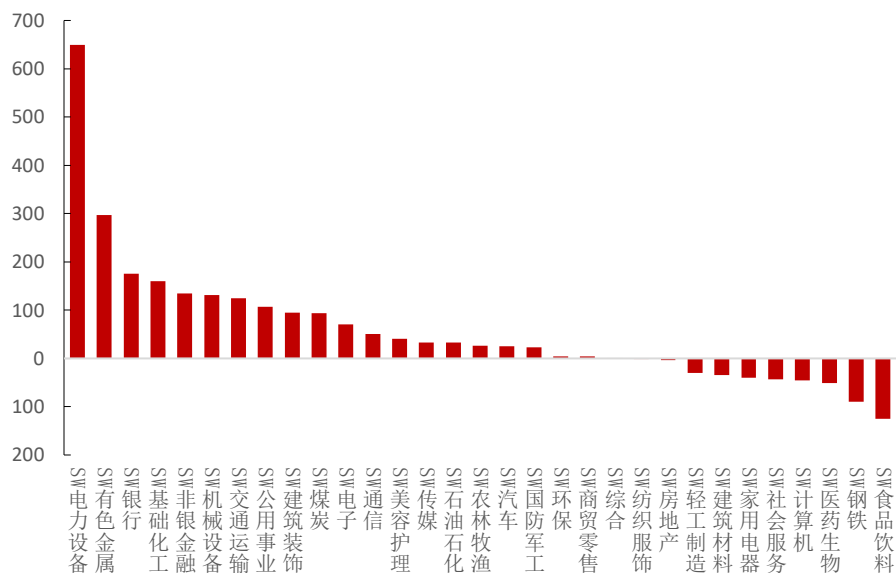


数据来源：同花顺，东莞证券研究所

1.3 食品饮料行业持仓

食品饮料行业年初至今陆股通资金净流出位居申万一级行业首位。2022 年 1 月 1 日-11 月 15 日，陆股通共净流入 290.68 亿元。电力设备、有色金属与银行板块净流入居前，食品饮料、钢铁与医药生物板块净流出居前。其中，食品饮料板块净流出 125.52 亿元，净流出金额位居申万一级行业首位。

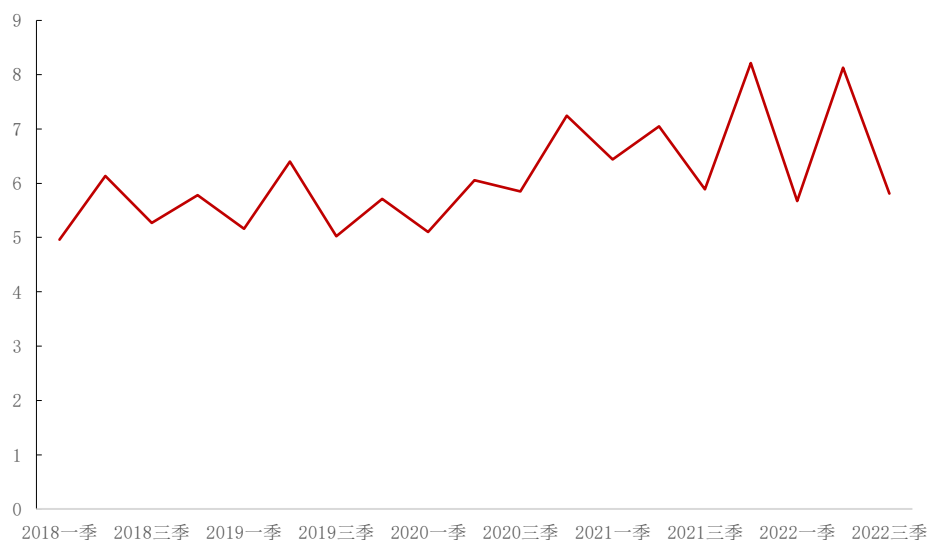
图 5：2022 年 1 月 1 日-11 月 15 日申万一级行业陆股通净买入额（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

2022Q3 基金持仓比例环比下降。受疫情反复、终端消费低迷、外围市场等因素影响，食品饮料行业三季度走势相对低迷，基金持仓比例环比下降。根据 Wind 数据显示，SW 食品饮料行业基金持仓比例从 2022 年二季度的 8.13% 下降至 2022 年三季度的 5.81%。

图 6：2018-2022Q3 食品饮料行业基金持股比例（%）



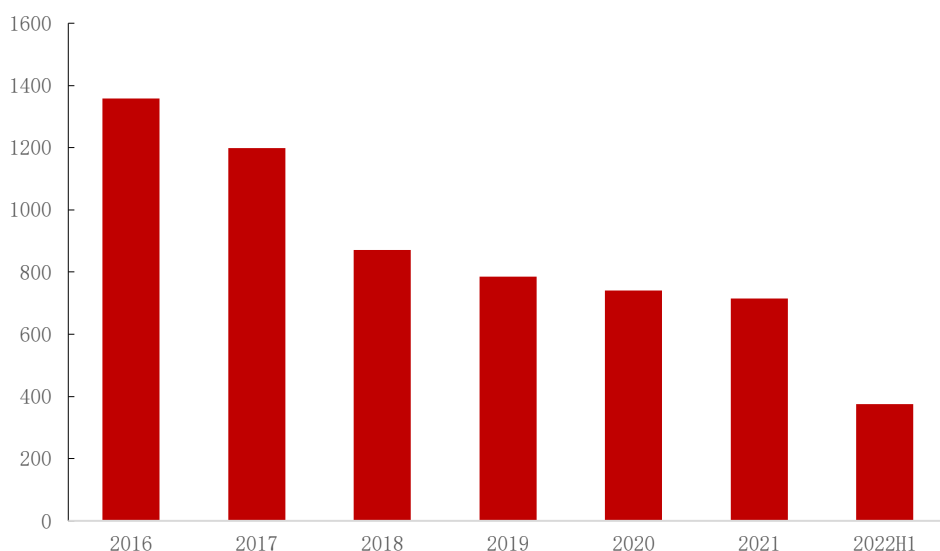
数据来源：Wind，东莞证券研究所

2. 白酒板块：高端白酒确定性高，关注疫后需求复苏

2.1 白酒市场马太效应或进一步凸显

白酒市场马太效应或进一步凸显。从产量来看，根据国家统计局数据，我国白酒产量在 2016 年达到 1358.40 万千升的高点后逐年下降。2021 年我国白酒产量为 715.60 万千升，同比下降 3.39%。基于疫情低基数，2022 年上半年我国白酒产量为 375.1 万千升，同比增长 0.40%。近几年我国白酒产量出现下滑一方面由于 2012 年政府出台“禁使酒令”，严控“三公”消费，全行业进入深度调整阶段；另一方面在居民生活水平提高、消费结构升级以及消费者健康观念不断增强的背景下，“少喝酒，喝好酒”逐步成为消费者的共识，一些低端白酒企业退出市场。在此背景下，酒企纷纷升级产品结构以提高自身的利润水平。从统计局公布的数据来看，虽然我国近几年白酒产量总体下降，但我国规模以上白酒企业的销售收入与利润整体呈增长态势，行业马太效应凸显。2015-2021 年，我国规模以上白酒企业累计销售收入从 5558.86 亿元增加至 6033 亿元，年均复合增速为 1.37%；我国规模以上白酒企业累计利润总额从 727.04 亿元增加至 1702 亿元，年均复合增速为 15.23%。2022 年上半年，我国规模以上白酒企业累计销售收入与累计利润总额分别是 3436.57 亿元与 1366.70 亿元，同比分别增长 16.51% 与 34.64%。目前我国白酒企业的竞争愈发市场化、专业化与细分化。与此同时，随着消费水平的提高，居民对白酒企业的品牌与产品的质量要求亦同步增加，名优白酒企业强者恒强，行业马太效应或进一步凸显。

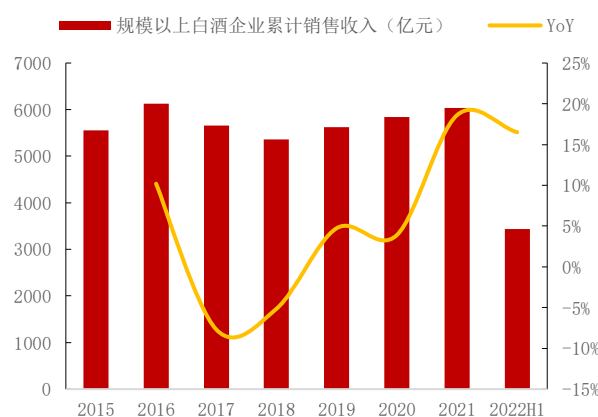
图 7：2016-2022H1 我国白酒产量（万千升）



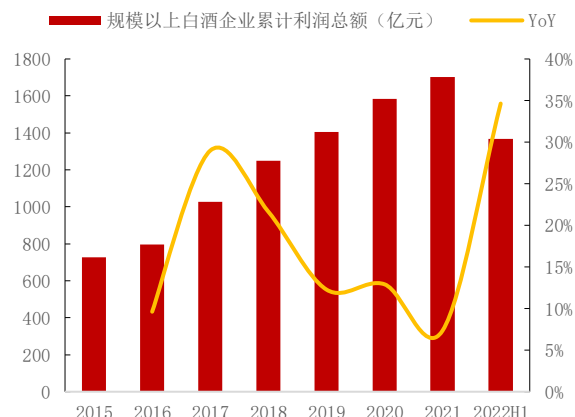
数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

图 8: 2015-2022H1 我国规模以上白酒企业销售收入与增速 (亿元, %)

图 9: 2015-2022H1 我国规模以上白酒企业利润与增速 (亿元, %)



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

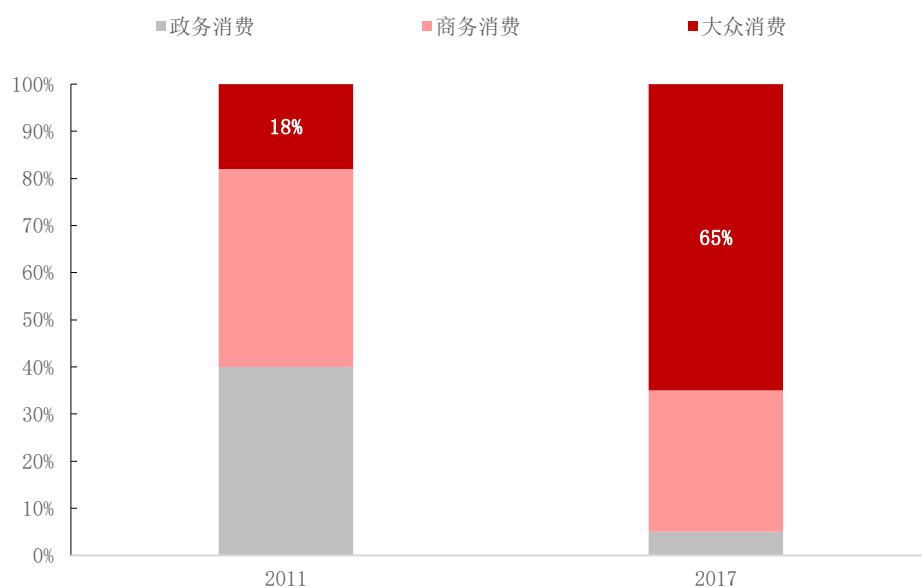


数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

2.2 我国白酒消费以大众消费为主，终端消费具有一定支撑

我国白酒消费以大众消费为主。政府出台三公政策前，我国白酒消费以政务消费与商务消费为主。在白酒行业经历了深度调整期后，我国白酒消费结构发生改变，政务消费比例严重压缩，商务消费比例大幅下降，转为以大众消费为主，大众消费成为白酒行业中的坚实消费群体。2011-2017 年，我国白酒政务消费占比从 40% 降至 5%，商务消费占比从 42% 降至 30%，大众消费占比从 18% 升至 65%。

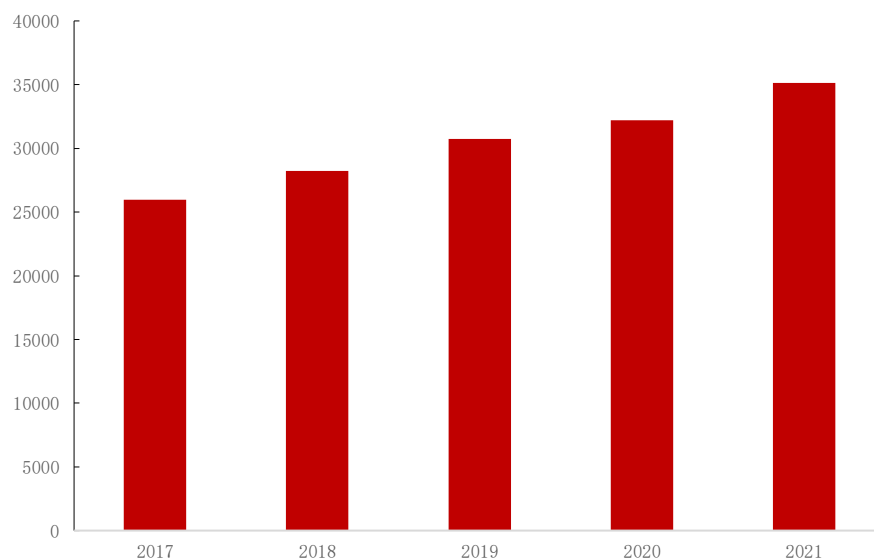
图 10: 我国白酒消费结构 (%)



数据来源：Wind，东莞证券研究所

我国居民人均可支配收入增加带动白酒消费结构升级，白酒终端消费具有一定支撑。随着我国经济发展，我国人均可支配收入稳中有升。2020 年在疫情影响下，我国人均可支配收入仍保持 4.74% 的增长。2021 年随着疫情恢复常态化，我国人均可支配收入为 35128 元，同比增长 9.13%。在我国人均可支配收入水平提高的背景下，消费者健康意识不断增强，对白酒品质愈发重视，越来越多的消费者以“少喝酒、喝好酒”作为白酒消费标准，进而带动白酒企业消费结构升级。由于消费升级具有不可逆性，叠加我国白酒消费群体以大众消费为主，预计我国白酒终端消费具有一定支撑。

图 11：2017-2021 年我国居民人均可支配收入（元）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

限酒令预计不会对我国白酒终端消费产生实质性冲击。近期市场传言白酒限酒令，对市场情绪产生了一定扰动。针对市场流传的白酒限酒令，目前没有相关政策文件正式下发。即便后续有所落实，预计主要影响政务消费群体。但考虑到 2012 年三公消费之后，我国白酒消费群体中政务消费比例大幅下降，主要以商务和大众消费为主，因此预计不会对白酒的终端消费产生实质性冲击，短期受市场情绪扰动更大。

2.3 糖酒会反馈稳健，渠道库存相对良性

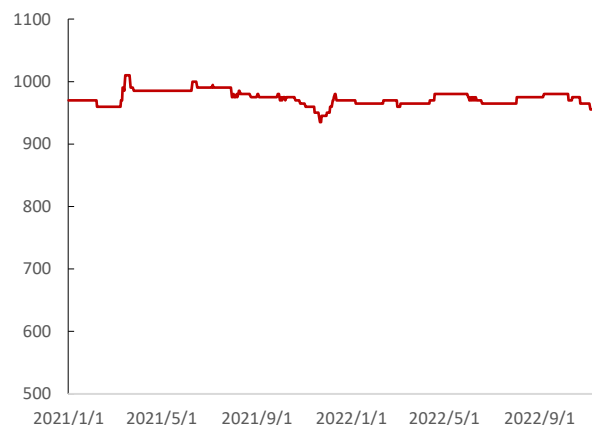
糖酒会反馈稳健，渠道库存相对良性。今年糖酒会受疫情反复、地点分流等影响，热度相对有限，白酒经销商信心有所下降。但总体而言，行业库存整体维持在相对良性水平。其中，高端白酒确定性强，受疫情影响较小，渠道库存处于良性水平。部分次高端与区域白酒受宴席等消费场景缺失等因素影响，动销受到一定程度冲击，疫情严重的地区部分产品库存有所增加。整体来看，多数酒企已按照计划基本完成全年任务，渠道库存整体维持良性。从批价来看，双节过后茅五泸等核心产品批价有所下降，但整体波动相对可控。截至 2022 年 11 月 15 日，2022 年散飞批价为 2670 元/瓶，较 10 月 1 日下降 60 元/瓶。八代普五与国窖 1573 批价分别为 955 元/瓶与 905 元/瓶，较 10 月 1 日分别下降 25 元/瓶与 5 元/瓶。11 月底 12 月初白酒将进入打款窗口期，为明年开门红做准备。考虑到疫情严重地区白酒消费场景受损较为严重，预计白酒开门红打款或出现一定分化。

图 12：飞天茅台 2022 散装批价（元/瓶）



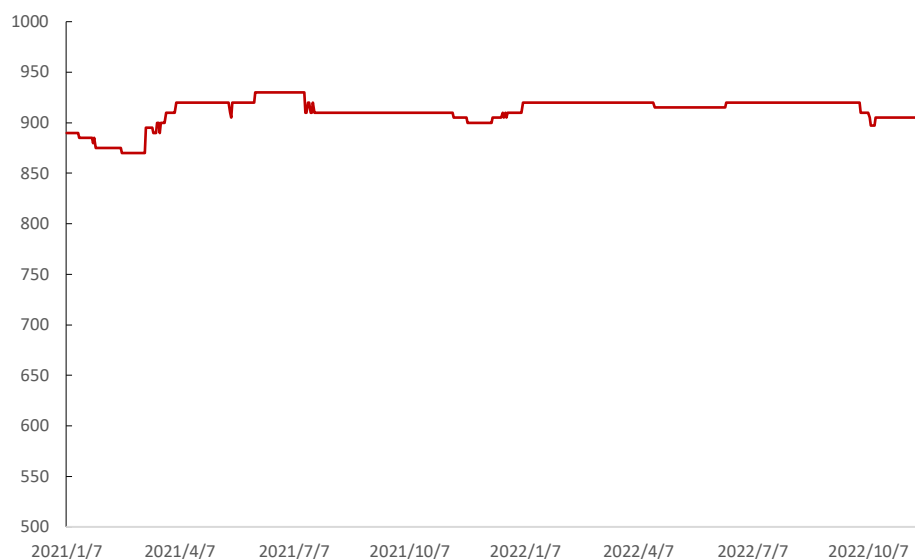
数据来源：今日酒价，东莞证券研究所

图 13：八代普五批价（元/瓶）



数据来源：今日酒价，东莞证券研究所

图 14：国窖 1573 批价（元/瓶）



数据来源：今日酒价，东莞证券研究所

2.4 高端白酒确定性高，关注疫后需求复苏

(1) 高端白酒：业绩稳健增长，确定性高

高端白酒历史悠久，文化底蕴深厚，其品牌与产品均具有稀缺性，赛道最优。展望 2023 年上半年，高端白酒有几点看点：

(1) **业绩有望维持稳健增长，确定性最强。**虽然疫情一定程度上影响了白酒需求，但高端白酒由于其强大的品牌影响力，受疫情影响较小，业绩确定性高。2022 年前三季度，高端白酒实现营业总收入 1630.90 亿元，同比增长 15.76%；实现归母净利润 726.06 亿元，同比增长 19.28%。单三季度高端白酒的营业总收入与归母净利润分别同比增长 15.12%与 18.06%，增速较二季度环比有所增加。在高品牌力的带动下，预计高端白酒 2023 年上半年业绩有望延续景气增长。

(2) **高端白酒量价仍有提升空间。**1) **贵州茅台：**量方面，得益于“十三五”茅台酒技改项目全面完成投产与系列酒技改项目有序推进，公司基酒产能稳步释放。若后续扩产项目全部落地，公司茅台酒与系列酒产能有望均达到 5.6 万吨。价方面，2022 年以来，公司对茅台珍品等产品直接提价，并推出新品优化产品结构。同时，公司在夯实经销商渠道的基础上，直营渠道持续推进。截至 7 月 8 日，“i 茅台”上线试运营达到 100 天，注册用户数已达到 1900 万，酒类产品实现营收 46 亿元。此外，10 月 2 日 i 茅台官微发布推文表示，半年时间 i 茅台 APP 预约申购范围已覆盖全国 31 个省级行政区、提供线下取货服务的门店达 1700 余家，线下销售门店累计接待达 570 余万人。预计 i 茅台的顺利推出将进一步带动公司直营渠道业务的发展。2) **五粮液：**量方面：公司目前整体陶坛储存能力已达到 30 万吨。在酿酒厂建设方面，公司预计 10 万吨一期建设 2023 年底投产使用。酿酒扩能项目完成后，预计将为公司新增 2 万吨原酒产能。同时，公司规划建设 10 万吨生态二期项目，计划 2023 年底启动建设，2024 年建成投用，届时将新增 6 万吨酿酒产能。价方面：公司于 2021 年 11 月提高了

普五的经销商进货价格, 计划外价格从 999 元/瓶提升为 1089 元/瓶, 计划内价格 889 元/瓶不变, 计划内外的合同量为 3: 2, 综合成本 969 元/瓶对标飞天茅台。与此同时, 公司持续加大直营渠道的占比, 推出新品优化产品结构, 价格体系不断优化。3) **泸州老窖**: 公司于 2021 年 12 月提高了国窖 1573 的计划内供货价至 960 元/瓶。在产品提价的同时, 公司相继发布国窖 1952、特曲 60 版(红 60)等新品, 以提高市场竞争力。为进行精细化管理提高盈利水平, 2021 年以来公司深入贯彻“精细管理增效益, 精准营销拓市场”的发展方针。此外, 为进一步激发内部增长动力, 公司于 2021 年 9 月发布了限制性股票激励计划, 对 2021-2023 年三个会计年度的相关指标进行了设定, 为公司发展注入了活力。

表 1: 2022 年前三季度高端白酒业绩 (亿元, %)

白酒层级	公司名称	2022 年前三季度营业总收入	YoY	2022Q1 YoY	2022Q2 YoY	2022Q3 YoY
高端白酒	贵州茅台	897.86	16.52	18.25	15.89	15.23
	五粮液	557.80	12.19	13.25	10.04	12.24
	泸州老窖	175.25	24.20	26.15	24.09	22.28
高端白酒合计		1630.90	15.76	16.82	14.94	15.12
白酒层级	公司名称	2022 年前三季度归母净利润	YoY	2022Q1 YoY	2022Q2 YoY	2022Q3 YoY
高端白酒	贵州茅台	444.00	19.14	23.58	17.29	15.81
	五粮液	199.89	15.36	16.08	10.30	18.50
	泸州老窖	82.17	30.94	32.72	28.97	31.05
高端白酒合计		726.06	19.28	21.61	17.10	18.06

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

(2) 次高端白酒: 结构升级、区域扩张等因素或成为增长的主要逻辑

与高端白酒相比, 次高端白酒具有竞争相对激烈、业绩弹性高、区域性强等特点, 抗冲击能力不如高端白酒强。展望明年上半年, 除了重点关注疫情边际改善之外, 产品结构升级、产品提价、区域扩张等因素或成为次高端白酒增长的主要逻辑。

1) **次高端白酒 2022Q3 业绩增速季环比改善**。二季度疫情反复对次高端白酒的消费场景产生一定冲击, 叠加去年同期业绩高基数的影响, 2022Q2 次高端白酒业绩增速放缓。步入三季度, 疫情逐步恢复常态化, 叠加中秋国庆双节备货, 白酒宴席等消费场景陆续恢复。同时, 考虑到三季度次高端白酒高基数因素影响减弱, 2022Q3 次高端白酒业绩增速季环比改善。2022Q3, 次高端白酒营业总收入与归母净利润增速同比分别增长 21.99%与 41.10%。

表 2: 2022 年前三季度次高端白酒业绩 (亿元, %)

白酒层级	公司名称	2022 年前三季度营业总收入	YoY	2022Q1 YoY	2022Q2 YoY	2022Q3 YoY
次高端白酒	山西汾酒	221.44	28.32	43.62	0.35	32.54
	洋河股份	264.83	20.69	23.82	17.10	18.37

	水井坊	37.71	10.15	14.10	10.36	6.99
	酒鬼酒	34.86	32.05	86.04	5.25	2.47
	舍得酒业	46.17	28.00	83.25	-16.27	30.91
次高端白酒合计		605.00	23.80	35.74	6.03	21.99
白酒层级	公司名称	2022 年前三季度归母净利润	YoY	2022Q1 YoY	2022Q2 YoY	2022Q3 YoY
次高端白酒	山西汾酒	71.08	45.70	70.03	-4.33	56.96
	洋河股份	90.72	25.78	29.07	6.07	40.45
	水井坊	10.55	5.46	-13.54	116.88	9.98
	酒鬼酒	9.72	34.98	94.46	-18.74	21.12
	舍得酒业	12.00	23.76	75.75	-29.67	55.66
次高端白酒合计		194.07	31.29	43.73	-1.97	41.10

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2) 产品提价与结构升级推动次高端白酒发展。伴随着高端白酒价格上移与次高端酒企产品结构的升级，次高端白酒价格天花板逐步打开，价格区间从 300-500 元拓宽至 300-800 元，行业扩容态势明显。2020 年 12 月，剑南春旗下的核心产品水晶剑出厂价上调 30 元/瓶，此后洋河股份、水井坊、酒鬼酒、舍得酒业等多家公司宣布对部分产品进行提价，2021 年次高端白酒迎来提价潮。今年下半年受疫情影响，次高端白酒企业提价进程有所放缓。2022 年 9 月，舍得酒业在疫情反复背景下，上调品味舍得开票价格 20 元/瓶，彰显价格韧性。次高端白酒企业在对产品进行提价之外，纷纷推出新品或对原有产品进行结构升级，以进一步提高市场竞争力。产品提价与结构升级有利于夯实次高端品牌定位，为次高端酒企长期发展提供了一定的市场和销量支撑。

表 3：2021 年以来次高端白酒提价情况

公司名称	提价产品	提价时间	具体内容
洋河股份	梦之蓝 M6+	2021 年 2 月 6 日	出厂价统一上调 30 元/瓶
水井坊	井台	2021 年 4 月 1 日	井台（52 度、38 度）上调 35 元/瓶
	臻酿八号	2021 年 4 月 1 日	臻酿八号（52 度、38 度）上调 25 元/瓶
	禧庆八号	2021 年 4 月 1 日	上调 15 元/瓶
	井台	2021 年 9 月 30 日	零售价上调 30 元/瓶
	臻酿八号	2021 年 9 月 30 日	零售价上调 20 元/瓶
	典藏大师 52 度/38 度	2021 年 11 月 1 日	52 度零售价上调 200 元/瓶, 38 度零售价上调 100 元/瓶
	52 度新一代井台	2022 年 4 月 11 日	零售价上调 70 元/瓶
酒鬼酒	内参大师	2021 年 1 月 18 日	战略价上调 100 元/瓶，团购价调整为 2580 元/瓶，零售价调整为 2899 元/瓶
	酒鬼酒（透明装） （鉴赏）	2021 年 5 月 7 日	战略价上调 10 元/瓶，零售指导价上调 20 元/瓶
		2022 年 5 月 15 日	42/52 度 500ml 终端供货指导价上调 20 元/瓶
	酒鬼酒（红坛）	2022 年 5 月 15 日	42/45/52 度 500ml 终端供货指导价上调 20 元/瓶
	酒鬼酒（馥郁经典）	2021 年 7 月 1 日	团购指导价上调 70 元/瓶，零售指导价上调 110 元/瓶

	内参	2021 年 7 月 1 日	战略价上调 80 元/瓶
	传承	2021 年 7 月 15 日	传承（52 度、39 度、42 度）战略价上调 10 元/瓶，零售指导价上调 20 元/瓶
		2022 年 5 月 15 日	传承（52 度、39 度）终端供货指导价上调 20 元/瓶
		2022 年 9 月 1 日	52 度 500ml 传承战略价上调 30 元/瓶； 39 度/42 度 500ml 传承（1987）战略价各上调 10 元/瓶
	内参	2022 年 1 月 1 日	52 度 1L 内参酒、52 度 500ml*2 内参酒礼盒战略价分别上调 100 元/瓶，52 度 750ml 内参酒战略价上调 50 元/瓶；52 度 500ml 内参酒（大师）战略价上调 100 元/瓶，建议零售价 3098 元/瓶
	湘泉	2022 年 3 月 1 日	54 度 500ml 提升湘泉酒（盒优）（2020 版）战略价上调 3 元/瓶，52 度 500ml 湘泉酒（乡恋）战略价上调 8 元/瓶，52 度 500ml 湘泉酒（城事）战略价上调 5 元/瓶
舍得酒业	舍之道	2021 年 3 月 22 日	终端供货价和零售价上调 10 元/瓶
	水晶舍得	2021 年 10 月 15 日	供货价格上调 20 元/瓶
	品味舍得	2021 年 10 月 15 日	供货价格上调 20 元/瓶
	舍之道	2021 年 10 月 15 日	供货价格上调 10 元/瓶
	品味舍得	2022 年 1 月 1 日	38 度/42 度/52 度出厂价上调 30 元/瓶，终端建议零售价调整为 819 元/瓶
	智慧舍得	2022 年 1 月 1 日	出厂价上调 50 元/瓶，终端建议零售价调整为 1199 元/瓶
	品味舍得	2022 年 9 月 22 日	开票价格上调 20 元/瓶

资料来源：微酒，酒业快讯，公司公告，东莞证券研究所

3）次高端白酒产能具有增长空间，纷纷加大业务区域布局以提高市场竞争力。近几年伴随着次高端白酒销售区域的扩张，次高端白酒企业纷纷启动扩产扩建项目以满足自身发展需要。与此同时，为进一步扩大市场业务区域覆盖范围，次高端白酒公司在核心区域的基础上，加大其他市场的开拓。伴随着产能与业务区域的稳步扩张，次高端白酒企业的竞争力有望进一步提高。

表 4：次高端白酒公司现有产能与扩建情况（万吨）

公司名称	实际产能	在建产能	预计新增产能	预计投产后总产能
山西汾酒	18.0	汾酒 2030 技改原酒产能改扩建项目（一期）	2.7	20.7
舍得酒业	4.3	酿酒配套工程技术改造项目	6.0	10.3
酒鬼酒	1.0	关于建设公司三区一期工程的公告	0.3	2.3
		关于改扩建生产二区酿酒车间一期工程的议案	0.2	
		关于建设公司生产三区二期工程的公告	0.8	

水井坊	1.3	邛崃全产业链基地	2.0	3.3
洋河股份	16.0	双沟新区酿酒工程	16.0	32.0
		智慧酿造（绵柔型 125 车间）项目		

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

4) **多数次高端白酒企业公布激励计划，为企业发展注入动力。**为激发员工积极性，促进企业长期健康发展，多数次高端白酒企业纷纷公布激励计划。具体情况来看，洋河股份与水井坊分别在 2021 年 7 月与 9 月发布了第一期核心骨干持股计划（草案）与 2021 年员工持股计划，山西汾酒与舍得酒业分别在 2019 年 1 月与 2022 年 10 月发布了限制性股票激励计划（草案）。次高端白酒公司根据自身的实际情况，在激励计划中规定了激励对象、考核年度与业绩考核标准。激励计划的出台，有利于健全公司的长期激励约束机制，有效的绑定了核心工作人员与公司的利益，为企业未来发展战略与经营目标的实现注入了新动力。

表 5：次高端白酒企业激励计划汇总

公司名称	公告时间	方案名称	激励对象	考核年度	业绩考核标准
洋河股份	2021.7.15	第一期核心骨干持股计划（草案）	董事、监事、高级管理人员等在内的不超过 5100 名员工	2021-2022 年	2021 年营业收入较 2020 年增长不低于 15%，且 2022 年营业收入较 2021 年增长不低于 15%
水井坊	2021.9.30	2021 年员工持股计划	高管及核心骨干不超过 66 人	2021-2023 年	2021 与 2022 年营业收入增长率的平均值，在 9 家对标企业中排名前 5；2021、2022 与 2023 年营业收入增长率的平均值，在 9 家对标企业中排名前 5
舍得酒业	2022.10.15	2022 年限制性股票激励计划（草案）	公司及子公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干员工等在内的不超过 284 人	2022-2024 年	2022 年营业收入不低于 59.4 亿元或 2022 年归母净利润不低于 14.0 亿元；2023 年营业收入不低于 74.1 亿元或 2023 年归母净利润不低于 15.7 亿元；2024 年营业收入不低于 100.2 亿元或 2024 年归母净利润不低于 20.5 亿元
山西汾酒	2019.1.3	限制性股票激励计划（草案）	公司高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）人员等在内的不超过 397 人	2019-2021 年	2019/2020/2021 年净资产收益率不低于 22%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；以 2017 年业绩为基数，2019/2020/2021 年营业收入增长率不低于 90%/120%/150%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2019/2020/2021 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 90%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

（3）区域白酒：表现有所分化，静待疫后边际改善

区域白酒由于省内业务占比较高，疫情严重地区使区域白酒需求受到较大冲击，内部表现有所分。2022 年单三季度，区域白酒实现营业总收入 70.98 亿元，同比增长 19.02%；

实现归母净利润 16.29 亿元，同比增长 14.99%。其中，古井贡酒、今世缘 Q3 业绩表现较好，口子窖 Q3 业绩虽环比改善，但考虑到部分地区渠道处于调整期，公司三季度业绩仍存在一定压力。对于区域白酒来说，产品提价是业绩增长的重要催化因素之一。在次高端白酒价格带扩容的带动下，2021 年以来古井贡酒、今世缘与口子窖相继公布产品提价公告。今年下半年受疫情影响，区域白酒提价进程亦相应放缓。由于区域白酒区域性的特点更强，为进一步扩大市场份额，区域白酒在夯实现有业务区域的基础上，持续加大省外市场的扩张。若后续疫情边际好转，预计区域白酒需求将有所回暖，进而带动业绩增长。

表 6：2022 年前三季度区域白酒业绩（亿元，%）

白酒层级	公司名称	2022 年前三季度营业总收入	YoY	2022Q1 YoY	2022Q2 YoY	2022Q3 YoY
区域白酒	今世缘	65.18	22.18	24.69	14.00	26.13
	古井贡酒	127.65	26.35	27.71	29.55	21.58
	口子窖	37.62	3.67	11.80	-7.87	5.69
区域白酒合计		230.45	20.87	24.34	17.95	19.02
白酒层级	公司名称	2022 年前三季度归母净利润	YoY	2022Q1 YoY	2022Q2 YoY	2022Q3 YoY
区域白酒	今世缘	20.81	22.53	24.46	16.30	27.32
	古井贡酒	26.23	33.20	34.90	45.32	19.27
	口子窖	12.02	4.47	15.53	-4.92	-0.16
区域白酒合计		59.06	22.58	26.79	24.17	14.99

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 7：2021 年以来区域白酒提价情况

公司名称	提价产品	提价时间	具体内容
古井贡酒	原浆古 20	2021/3/26	古 20（42 度、38 度）经销价上调 40 元/瓶；古 20（52 度）经销价上调 60 元/瓶
	古井贡酒第六代	2021/9/9	55 度古井贡酒第六代结算价上调 90 元/瓶
	原浆年三十	2021/12/23	常规装 52 度团购成交价调整为 1600 元/瓶，42 度团购成交价调整为 1400 元/瓶
口子窖	5 年/6 年口子窖	2021 年 5 月下旬	5 年与 6 年口子窖分别提价 10 元/瓶与 15 元/瓶
今世缘	国缘四开	2021/1/1	42 度出厂价上调 10 元/瓶
		2021/2/1	42 度出厂价上调 10 元/瓶
		2021/3/1	42 度出厂价上调 10 元/瓶
		2021/6/1	42 度国缘四开开票价上调 60 元/瓶；52 度国缘四开开票价上调 50 元/瓶
		2022/6/25	42 度国缘出厂价上调 10 元/瓶，并同步上调终端供货价、团购价
	国缘对开	2022/6/25	国缘对开上调 5 元/瓶

资料来源：微酒，酒业快讯，东莞证券研究所

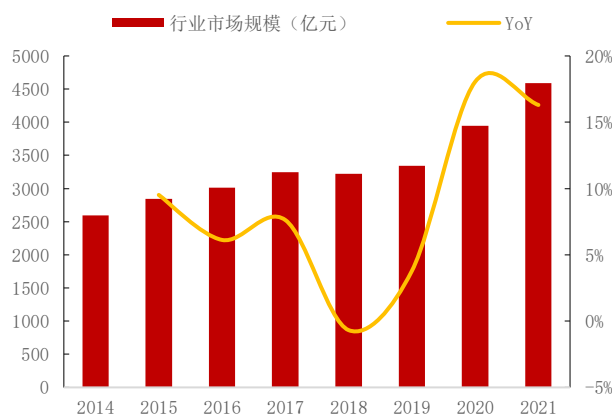
小结：白酒短期受疫情反复、北向资金流出、市场流传的限酒令、消费税等因素扰动，市场情绪较为低迷，10 月板块下滑幅度较大。针对市场流传的白酒限酒令，目前没有相关政策文件正式下发。考虑到我国目前的白酒消费群体以商务和大众消费为主，即便后续有所落实，主要影响的是政务消费群体，预计不会对白酒的终端消费产生实质性冲击。从三季度业绩来看，大部分白酒公司 Q3 业绩实现稳健增长，高端白酒确定性强，部分区域龙头弹性增长，基本面表现出一定的韧性。近期白酒悲观情绪逐步释放，市场情绪有所回升。今年糖酒会受疫情反复、地点分流等影响，热度相对有限，白酒经销商信心有所下降。但整体来看，行业库存整体维持在相对良性水平。11 月底 12 月初白酒将进入打款窗口期，为明年开门红做准备。考虑到疫情严重地区白酒消费场景受损较为严重，预计白酒开门红打款或出现一定分化。后续还需要重点结合疫情情况，对白酒的需求复苏进程进行判断。

3. 大众品之调味品板块：成本压力仍存，关注边际改善

3.1 市场规模稳步扩张，集中度有望提升

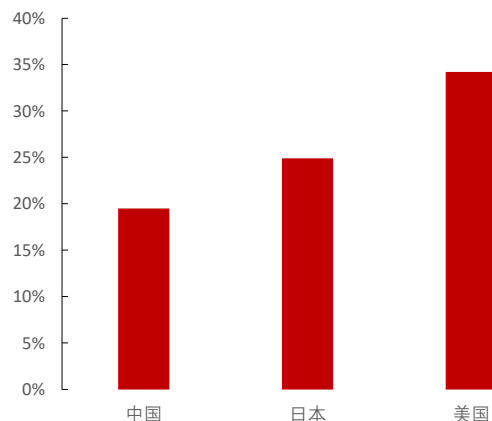
调味品行业市场规模稳步扩张，集中度有望提升。作为生活必需品，疫情发生后，我国调味品行业市场规模仍实现稳步扩张，行业持续扩容。2021 年，我国调味品行业的市场规模为 4595 亿元，同比增长 16.30%。2014-2021 年，我国调味品行业的市场规模从 2595 亿元增加至 4594 亿元，年均复合增速为 8.50%。从竞争格局来看，目前我国调味品行业形成了以海天味业为首的一超多强的竞争局面，行业集中度近几年有所提升。与发达国家相比，我国调味品行业的集中度仍具有提升空间。根据 Euromonitor 数据显示，2020 年我国调味品行业的 CR5 为 19.50%，日本和美国的 CR5 分别为 24.90% 与 34.20%。在行业不断优化整合的背景下，我国调味品行业的市场份额未来有望进一步向龙头企业靠拢。

图 15：我国调味品行业市场规模与增速（亿元，%）



数据来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

图 16：2020 年中美日调味品行业 CR5 对比（%）



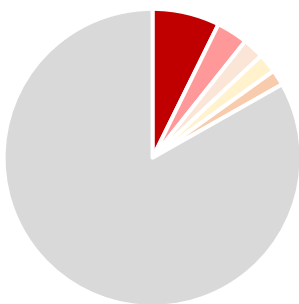
数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

细分板块来看，我国酱油板块集中度较低，未来有望进一步提升。作为调味品第一大子板块，我国酱油市场集中度较低。根据 Euromonitor 数据显示，2020 年我国酱油板块的 CR5 为 16.80%。其中，海天味业仅占 7.30%。对标与我国饮食文化相似的日本酱

油市场，2020 年日本酱油板块的 CR5 为 74.30%，而作为日本酱油龙头的龟甲万占比已达到 39.30%。随着我国调味品龙头品牌影响力的提升与业务的发展，预计我国酱油行业的集中度有较大的提升空间。

图 17：2020 年我国酱油竞争格局（零售口径）

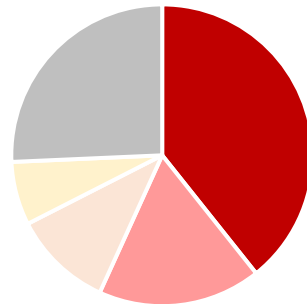
■ 海天味业 ■ 美味鲜 ■ 味达美 ■ 李锦记 ■ 卡夫亨氏 ■ 其他



数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

图 18：2020 年日本酱油竞争格局（零售口径）

■ 龟甲万 ■ Yamaki ■ Yamasa ■ Mizkan ■ 其他



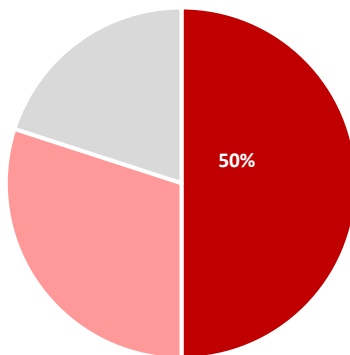
数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

3.2 预计调味品需求以缓慢复苏为主

我国调味品需求结构以餐饮为主，零售为辅。目前，我国调味品的消费渠道包括餐饮、家庭与食品加工。其中，餐饮端的消费占比最大，其次为家庭端消费。2020 年，我国餐饮端的调味品消费占比为 50%，家庭端与食品加工渠道占比分别为 30%与 20%。

图 19：2020 年我国调味品需求结构（%）

■ 餐饮 ■ 家庭 ■ 食品加工

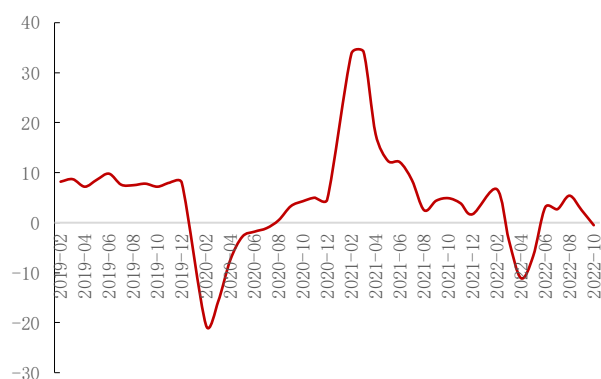


数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

疫情对调味品需求产生一定冲击，预计调味品需求以弱复苏为主。疫情发生后，国内经济增速放缓，消费亦同步下滑。2022 年以来疫情在多地反复，对国内经济再次产生冲击，消费延续疲软态势。由于在调味品的需求结构中，餐饮端的消费占比较高，因此对于在餐饮布局较多的调味品公司来说，疫情对其销量产生的冲击相对较大。根据国家统计局数据显示，2022 年 10 月我国社零总额为 4.03 万亿元，同比下降 0.50%。

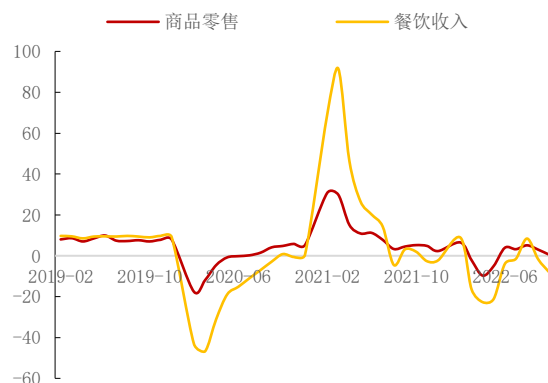
其中，零售收入同比增长 0.5%，餐饮收入同比下降 8.1%。从公布的数据来看，我国消费尚未出现明显的提振迹象，预计调味品消费后续以弱复苏为主。

图 20：我国社会消费品零售总额同比增速（%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

图 21：我国社会消费品零售按消费类型同比增速（%）

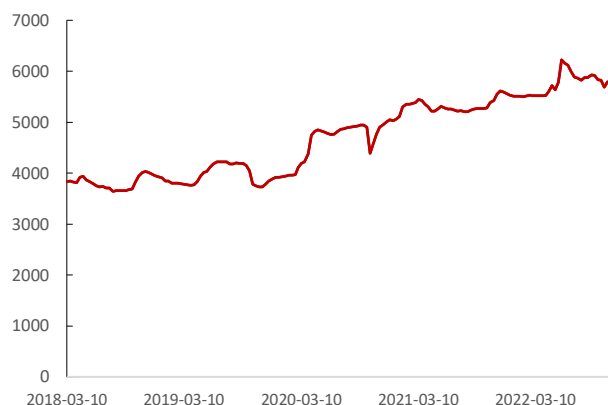


数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

3.3 调味品企业成本压力仍存

上游原材料价格仍处于相对高位水平，调味品公司面临一定的成本压力。2022 年以来受南美旱情、俄乌冲突等因素影响，我国大豆、豆粕价格走高。目前豆粕等原材料价格仍处于较高水平，调味品公司面临较大的成本压力。

图 22：全国黄豆市场价（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 23：全国豆粕市场价（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

为应对成本上涨，调味品公司相继发布产品提价公告。在原材料成本上行的压力下，调味品龙头海天味业于 2021 年 10 月 13 日发布了部分产品价格调整的公告，对酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格进行调整，调整幅度在 3%-7% 不等。此后，恒顺醋业、加加食品、千禾味业、李锦记等公司相继发布提价公告，对部分产品的价格进行不同幅度上调，板块迎来新一轮提价周期。

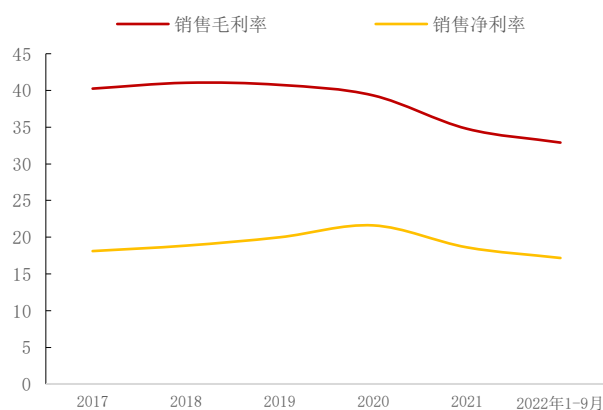
表 8：调味品板块部分公司提价情况

公司	提价时间	提价内容
海天味业	2021 年 10 月 13 日	对酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格上调 3%-7%不等
恒顺醋业	2021 年 11 月 3 日	对部分产品价格上调 5%-15%不等
加加食品	2021 年 11 月 4 日	对酱油、蚝油、料酒、鸡精和醋系列产品的出厂价格上调 3%-7%不等
千禾味业	2021 年 11 月 17 日	对部分低毛利产品出厂价上调 3%-7%不等
中炬高新	2021 年 11 月 27 日	提价品类超过全部产品的 70%，平均提价幅度为 3%-10%
李锦记	2021 年 12 月 16 日	对部分产品的出厂价格上调 6%-10%不等

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

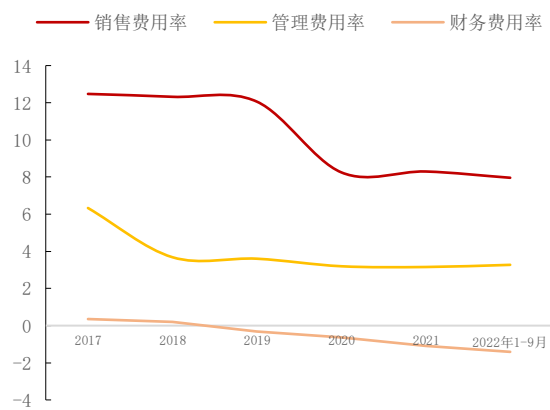
产品提价尚未完全覆盖成本上涨压力，调味品盈利能力有所下降。虽然为应对成本上涨的压力，调味品公司对部分产品进行了不同程度的提价。但由于大豆、豆粕等原材料价格上涨幅度较大，提价尚未完全覆盖成本上涨，叠加疫情反复与需求疲软等因素扰动，调味品板块 2022 年前三季度的盈利能力有所下降。2022 年前三季度，调味品板块的毛利率为 32.89%，同比下降 2.83 个百分点；净利率为 17.17%，同比下降 1.24 个百分点。单三季度看，2022Q3 调味品板块的毛利率为 31.42%，同比下降 1.96 个百分点；净利率为 15.11%，同比下降 0.37 个百分点。

图 24：2017-2022 年前三季度 SW 调味品板块毛利率与净利率（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 25：2017-2022 年前三季度 SW 调味品板块期间费用率（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

3.4 把握疫情、需求、成本等边际拐点

2022Q3 调味品业绩表现有所分化。2022 年前三季度，调味品板块实现营业总收入 332.23 亿元，同比增长 9.43%；实现归属于母公司股东的净利润 59.83 亿元，同比增长 4.33%。单季度看，2022Q3 调味品板块实现营业总收入 104.85 亿元，同比增长 3.48%；实现归母净利润 17.13 亿元，同比下降 4.14%。分子板块看，调味品板块 Q3 业绩表现有所分化。受疫情反复、终端需求尚未完全恢复以及成本处于高位等因素扰动，以酱油为主业的调味品公司 2022Q3 业绩承压。海天味业、中炬高新、加加食品 Q3 业绩表现相对弱势。以复合调味品为主的天味食品 Q3 底料、冬调等核心产品业绩实现较快增长，基于低基数 Q3 收入超市场预期。恒顺醋业 Q3 业绩有所改善，醋系列增速较高；而安琪酵母 Q3 业绩整体符合预期，酵母主业增速有所放缓，受益于人民币贬值，海外销售实现较快增长。

表 9：2022 年前三季度调味品板块营业总收入与增速（亿元，%）

公司名称	2022 年前三季度营业总收入	YoY	2022Q1 YoY	2022Q2 YoY	2022Q3 YoY
海天味业	190.94	6.11	0.72	22.19	-1.77
中炬高新	39.56	15.95	6.63	23.98	18.98
千禾味业	15.54	14.63	0.93	30.51	14.75
恒顺醋业	16.82	23.71	10.43	18.09	53.93
天味食品	19.09	36.58	20.60	18.22	82.33
佳隆股份	1.68	-20.14	-12.70	-47.37	12.94
加加食品	12.73	6.44	1.11	28.77	-6.86
仲景食品	6.54	7.84	-3.96	17.35	10.99
莲花健康	13.15	-1.09	0.72	1.57	-5.09
星湖科技	9.83	14.32	-8.68	20.21	34.43
安记食品	4.03	0.64	-16.46	3.19	13.78
日辰股份	2.33	-2.94	7.11	-7.22	-6.89

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

表 10：2022 年前三季度调味品板块归母净利润与增速（亿元，%）

公司名称	2022 年前三季度归母净利润	YoY	2022Q1 YoY	2022Q2 YoY	2022Q3 YoY
海天味业	46.67	-0.86	-6.36	11.79	-5.99
中炬高新	4.19	14.18	-9.46	47.58	21.51
千禾味业	1.87	42.05	38.47	145.32	3.70
恒顺醋业	1.54	14.70	-0.75	3.55	236.08
天味食品	2.44	204.76	25.27	—	1629.31
佳隆股份	-0.02	-109.91	-171.04	-119.15	617.68
加加食品	-0.13	-800.37	-97.79	—	6.16
仲景食品	1.02	-3.92	-58.46	61.86	4.75
莲花健康	0.49	32.98	32.80	-1.62	107.80
星湖科技	1.17	104.50	-33.82	84.97	631.78
安记食品	0.16	-55.00	-78.52	-47.70	-30.57
日辰股份	0.41	-26.71	-7.51	-38.07	-29.49

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

海天“双标”事件对公司基本面影响有限，长期来看有利于行业产品结构升级。近期部分媒体指责海天国内外销售的产品标准不同。考虑到不同国家添加剂的使用标准有所差异，海天味业在产品的生产过程中或根据标准对配方进行微调。但从目前情况来看，海天味业在各国均有销售零添加及非零添加产品，不存在“双标”问题。短期来看，该事件对调味品板块产生一定扰动，长期来看有利于行业中的产品向零添加趋势发展，进而推动产品结构升级。

把握疫情、需求、成本等边际拐点。在成本上涨的压力下，调味品板块进入新一轮的提价周期。但今年受俄乌冲突、南美旱情等因素扰动，大豆、豆粕等原材料价格 2022 年延续上涨态势，调味品企业仍面临较大的成本压力。同时，叠加疫情反复、

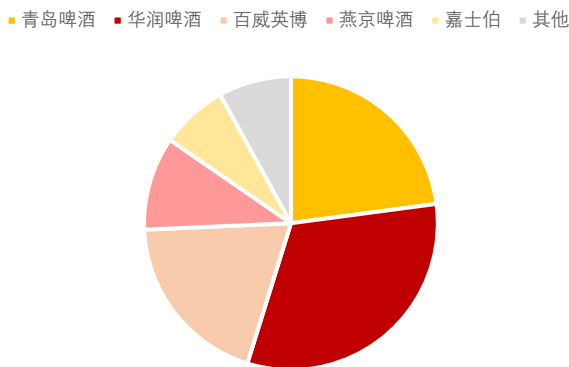
终端需求尚未完全恢复等因素扰动，调味品公司业绩压力犹存。展望 2023 年上半年，考虑到疫情仍存在反复的可能，预计调味品需求以缓慢复苏为主要逻辑。市场可持续关注调味品渠道去库存的进程，把握疫情、需求、成本等边际拐点。

4. 大众品之啤酒板块：高端化进程稳步推进

4.1 寡头垄断竞争格局，龙头企业市场份额有望进一步增加

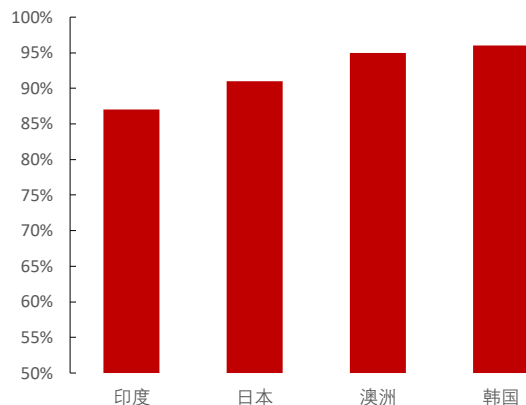
我国啤酒板块目前形成了寡头垄断的竞争格局，龙头企业市场份额有望进一步增加。我国啤酒行业经过不断发展，目前形成了寡头垄断的竞争格局。2020 年我国啤酒行业的 CR5（华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒与嘉士伯）为 92.00%。其中，华润啤酒的市场份额最高，为 31.90%。青岛啤酒市场份额为 22.90%，位居行业第二。近几年，伴随着行业出清与高端化进程稳步推进，我国啤酒行业的集中度稳中有升。2017-2020 年，我国啤酒行业的 CR5 从 75.60%增加至 92.00%。与其他国家相比，我国啤酒行业的集中度还有进一步提升的空间。根据 GlobalData 数据显示，2018 年澳洲、韩国啤酒行业的 CR5 已经分别达到 95.00%和 96.00%。在行业优化整合的背景下，预计啤酒龙头企业的市场份额将进一步增加，龙头品牌影响力有望提升。

图 26：2020 年我国啤酒板块 CR5（%）



数据来源：中国酒业协会，东莞证券研究所

图 27：2018 年部分国家啤酒 CR5（%）



数据来源：GlobalData，东莞证券研究所

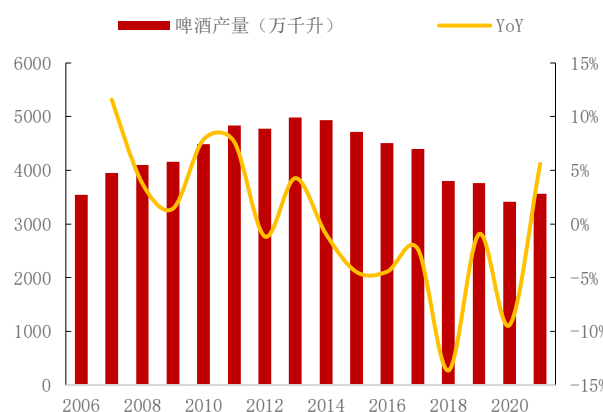
4.2 行业高端化进程稳步推进

我国啤酒板块传统的量增逻辑遭遇瓶颈。在居民生活水平提高、消费结构升级以及消费者的健康观念不断增强的背景下，我国啤酒行业的销量自 2013 年见顶后有所下滑。2020 年，受疫情影响，餐饮、酒吧等线下消费场景受到巨大冲击，我国啤酒销量进一步减少。2020 年，我国规模以上企业的啤酒销量为 4048 万千升，同比下降 10.04%。在啤酒销量整体缩量的背景下，啤酒的产量亦同步趋缓。2020 年，我国规模以上企业的啤酒产量为 3411 万千升，同比下降 9.41%。基于 2020 年的低基数，2021 年我国啤酒产量为 3562.40 万千升，同比增长 5.60%，与 2019 年相比降幅为 5.40%。在我国啤酒行业产销量持续下滑的背景下，仅依靠增产获取利润与市场份额的逻辑难以为继。

图 28：2006-2021 年我国啤酒产量与增速（万千升）

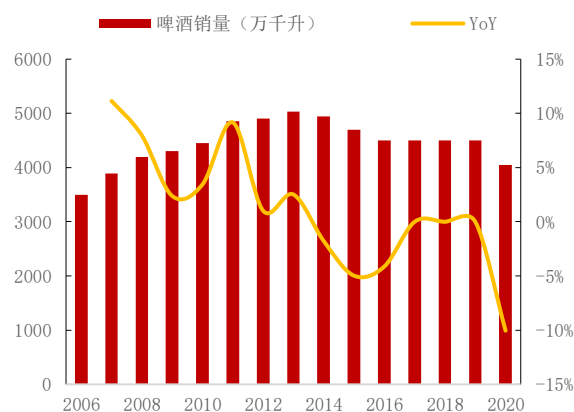
图 29：2006-2021 年我国啤酒销量与增速（万千升）

升，%)



数据来源：中国酒业协会，东莞证券研究所

升，%)



数据来源：中国酒业协会，东莞证券研究所

产品结构升级，高端化进程持续推进。随着居民可支配收入的增加以及健康意识的增强，“少喝酒、喝好酒”的消费观念逐渐被越来越多的消费者接受认可。与此同时，消费者亦倾向于为高质量、高颜值的啤酒付出较高的溢价。啤酒企业根据市场实际情况，积极致力于产品结构升级，高端化进程稳步推进。从具体公司看，啤酒公司根据实际情况制定符合自身发展的高端品牌战略。华润啤酒实行“4+4”的高端品牌战略；青岛啤酒加快实施“1（青岛经典）+1（青岛纯生）+N（新特产品）”的产品矩阵策略；重庆啤酒完成资产重组后，实行“本土强势品牌+国际高端品牌”的发展战略。

中长期来看，啤酒板块高端化趋势维持不变。一方面，在消费升级与居民消费水平提高的背景下，板块内部公司通过高端化战略提升产品层级以迎合市场需求。另一方面，随着疫情逐步恢复常态化，啤酒餐饮、夜场的消费场景有望复苏回暖。而啤酒在餐饮、夜场中的高端产品占比较多，产品高端化可以一定程度上满足相关消费场景的需要，进而带动啤酒板块盈利能力上行。

表 11：啤酒板块重点公司高端品牌发展战略

公司名称	高端品牌发展战略
华润啤酒	“4+4” 高端品牌矩阵。雪花旗下的勇闯天涯 SuperX、马尔斯绿、匠心营造、脸谱；加喜力旗下的喜力星银、虎牌、红爵、苏尔
青岛啤酒	加快实施 “1（青岛经典）+1（青岛纯生）+N（新特产品）” 的产品矩阵策略
重庆啤酒	嘉士伯与公司完成重组后，实行“本土强势品牌+国际高端品牌”的发展战略。即嘉士伯、乐堡、1664 等国际品牌与乌苏、重庆、山城等本地强势品牌
燕京啤酒	“1+3” 品牌发展战略。以燕京为主品牌，发展漓泉、惠泉、雪鹿 3 个极具区域优势的品牌，助推啤酒高端化发展

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

4.3 原材料价格上涨压力趋缓

原材料成本上行，2021 年啤酒板块迎来新一轮提价周期。从板块近几年的提价历程来看，产品提价很大程度与上游原材料成本上涨有关。2007-2008 年、2011-2012 年

与 2016-2018 年，大麦等原材料价格均出现不同幅度的上涨。2021 年以来大麦、玻璃等价格维持上涨态势，2022 年初俄乌冲突进一步推高了大麦等原材料价格，啤酒企业面临较大的成本压力。面对原材料成本上涨压力，青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒、百威亚太等公司相继对产品进行提价，2021 年 4 月以来啤酒板块迎来了新一轮提价周期。今年二季度以来，受疫情反复扰动，餐饮、夜场等终端渠道需求受到一定程度冲击，啤酒公司提价进程有所放缓。2022 年 11 月，百威亚太率先在中国市场上调高端和超高端产品的价格。在百威亚太提价后，其他啤酒公司或存在在淡季提价的可能。

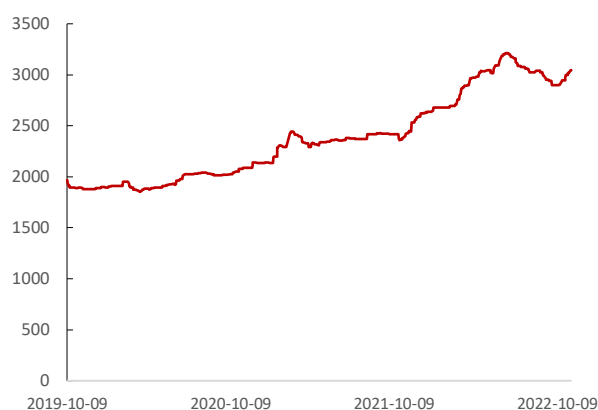
表：2021 年以来啤酒板块部分公司提价情况

公司	提价时间	提价内容
百威亚太	2021 年 4-5 月	4 月对百威、哈尔滨等多品牌进行提价；5 月主要针对百威等高端产品提价
	2021 年 12 月	对全系列产品的出厂价上调 5%-10%
	2022 年 3-4 月	对全国范围内产品提价中个位数
	2022 年 11 月	在中国市场上调高端和超高端产品的价格
青岛啤酒	2021 年 8 月	山东地区纯生供货价上调 5%
	2021 年 12 月	华东华南等主力产品提价幅度为 5%-10%
	2022 年 1 月	瓶装白啤提价 4%；大瓶经典部分地区提价 7%；皮尔森提升至 86 元
	2022 年 4 月	瓶装纯生流通渠道提价 10%，餐饮渠道提价 6%
华润啤酒	2021 年 9 月	勇闯天涯出厂箱价提升 4 元/箱
重庆啤酒	2021 年 9 月	对疆外乌苏出厂箱价提升 6 元；330ml 小瓶装乌苏进行酒液升级
	2022 年 2 月	疆外乌苏提价幅度 4%-8%

资料来源：公开资料整理，东莞证券研究所

近期原材料价格上涨压力趋缓，关注成本放缓后的利润改善。从成本走势来看，近期大麦、玻璃、铝锭等原材料价格上涨压力趋缓，部分价格高位回落，啤酒公司成本压力或有所缓解。若后续啤酒公司对产品进行提价，预计啤酒企业业绩有一定的释放增长空间。

图 30：大麦现货均价（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 31：玻璃现货价（元/平方米）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 32：铝锭现货均价（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

4.4 啤酒 Q3 需求回暖，关注后续相关因素催化

啤酒 Q3 业绩表现相对良性。2022 年前三季度，啤酒板块实现营业总收入 577.08 亿元，同比增长 8.57%；实现归属于母公司股东的净利润 66.79 亿元，同比增长 13.61%。单季度看，三季度疫情逐步趋于常态化，餐饮、夜场等消费场景陆续恢复，同时受益于啤酒消费旺季期间高温天气的催化，叠加去年同期低基数，啤酒板块 Q3 业绩同比实现稳健增长。2022Q3 啤酒板块实现营业总收入 205.16 亿元，同比增长 10.90%；实现归母净利润 24.14 亿元，同比增长 7.76%。

表 12：2022 年前三季度啤酒板块营业总收入与增速（亿元，%）

公司名称	2022 年前三季度营业总收入	YoY	2022Q1 YoY	2022Q2 YoY	2022Q3 YoY
青岛啤酒	291.10	8.73	3.14	7.49	16.00
重庆啤酒	121.83	8.91	17.12	6.13	4.93
燕京啤酒	113.22	9.01	11.66	7.53	8.50
珠江啤酒	41.11	10.56	12.77	8.02	11.86
惠泉啤酒	5.49	5.19	5.56	-4.66	14.38
兰州黄河	2.18	-17.92	-28.45	-15.04	-7.61
*ST 西发	2.15	-29.75	16.73	-21.95	-74.26

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

表 13：2022 年前三季度啤酒板块归母净利润与增速（亿元，%）

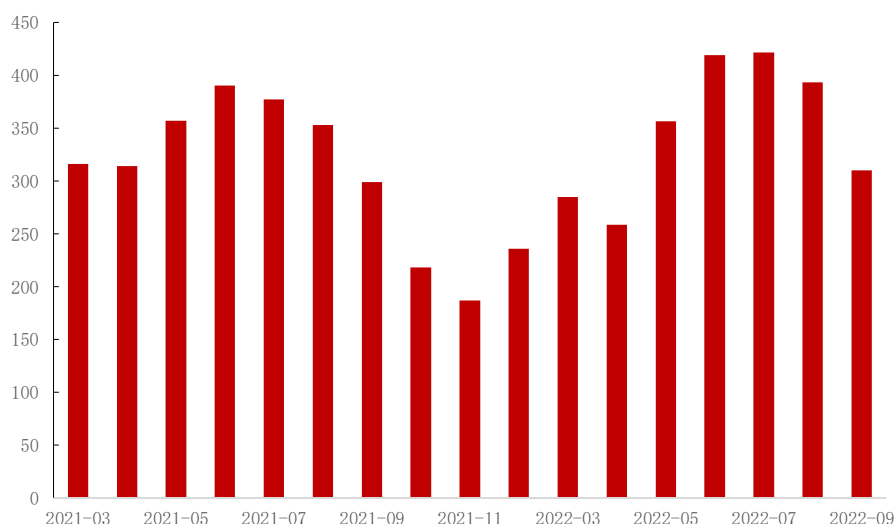
公司名称	2022 年前三季度归母净利润	YoY	2022Q1 YoY	2022Q2 YoY	2022Q3 YoY
青岛啤酒	42.67	18.17	10.20	23.85	18.37
重庆啤酒	11.82	13.27	15.33	18.38	7.88

燕京啤酒	6.73	19.37	—	-11.90	17.06
珠江啤酒	5.71	-4.05	1.45	0.94	-9.64
惠泉啤酒	0.49	20.83	56.80	14.32	13.69
兰州黄河	-0.19	-148.79	-139.46	—	-209.98
*ST 西发	-0.43	-224.33	-29.74	-145.44	-731.44

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

啤酒三季度迎来回补性消费，关注世界杯等因素催化。今年三季度受高温天气影响，叠加餐饮等渠道陆续恢复，啤酒迎来回补性消费，带动啤酒产量同比增加。2022 年 1-9 月，我国规模以上企业的啤酒产量为 2947.90 万千升，同比增长 0.81%。其中，2022 年 7 月/8 月/9 月，我国规模以上企业的啤酒产量分别为 421.60 万千升/393.30 万千升/310.20 万千升，同比分别增长 11.80%/11.45%/3.78%。目前啤酒已经过了旺季消费阶段，在即将迎来的卡塔尔世界杯足球赛的催化下，预计啤酒需求有望在淡季贡献一定的增量。

图 33：2021 年-2022 年 9 月啤酒产量当月值（万千升）

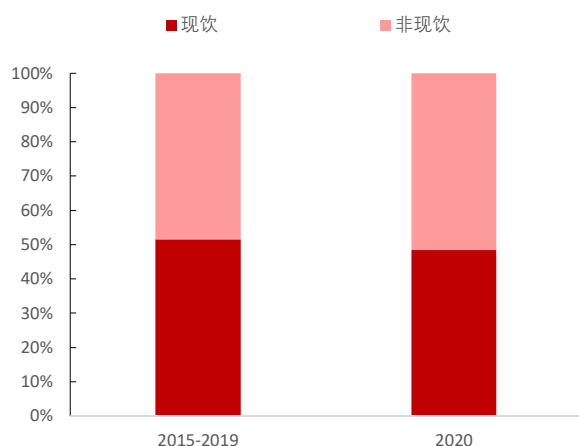


数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

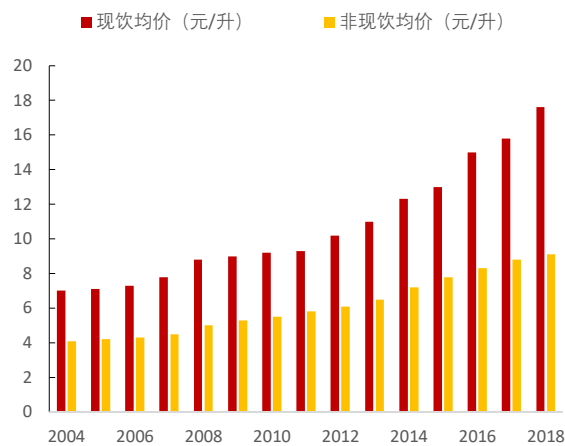
关注啤酒现饮消费场景的复苏进程。啤酒的现饮消费场景主要包括餐饮、酒吧、夜场等，其中餐饮是现饮的主要消费场景。近几年，多样化的现饮消费场景愈发受到年轻一代欢迎，啤酒的现饮消费市场持续扩容。2015-2019 年，我国啤酒现饮消费占比约 51.5%，非现饮消费占比约 48.5%。2020 年疫情对餐饮、夜场等消费场景产生了巨大冲击，我国啤酒非现饮渠道占比反超现饮渠道，非现饮与现饮渠道占比分别为 51.5% 与 48.5%。从价格来看，受消费习惯、产品新鲜度等多因素影响，目前现饮啤酒的均价普遍高于非现饮产品，且价格增速明显快于非现饮产品。若后续疫情逐步恢复常态化，餐饮、酒吧等现饮消费场景有望复苏回暖，啤酒现饮需求或将增加，进而带动啤酒企业业绩提升。

图 34：2015-2020 年我国啤酒现饮与非现饮销售额占比变化（%）

图 35：2004-2018 年我国啤酒现饮与非现饮均价变化（元/升）



数据来源: Euromonitor, 东莞证券研究所



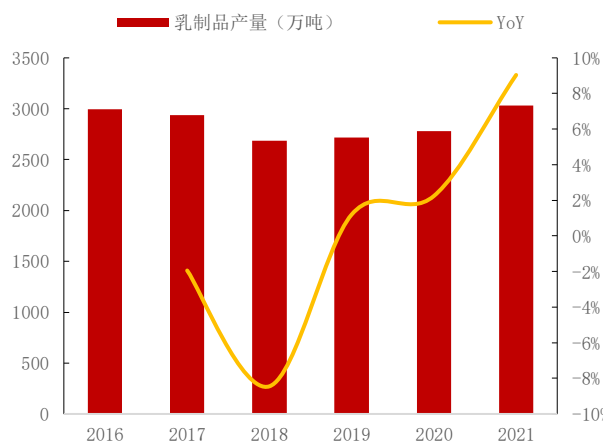
数据来源: Euromonitor, 东莞证券研究所

5. 大众品之乳品板块: Q3 业绩承压, 静待需求复苏

5.1 乳制品产量稳中有升, 龙头企业竞争优势明显

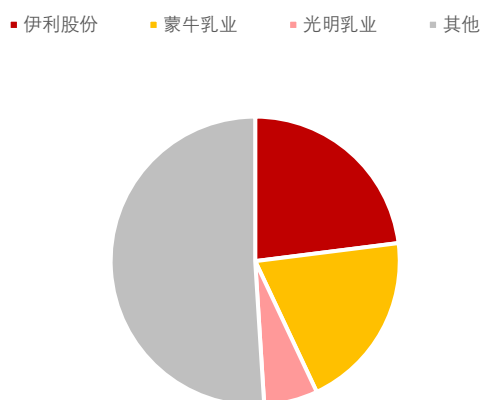
乳制品产量稳中有升, 龙头企业竞争优势明显。根据国家统计局数据显示, 我国乳制品产量自 2018 年以来稳健增长。2018-2021 年, 我国乳制品产量从 2687.1 万吨增加至 3031.7 万吨。2021 我国乳制品产量为 3031.7 万吨, 同比增长 9.04%, 产量创近几年新高。从竞争格局来看, 我国乳制品市场龙头企业竞争优势明显。2021 年我国乳制品市场份额前三的公司分别为伊利股份、蒙牛乳业与光明乳业, 市占率分别为 23%、20%与 6%。其中, 伊利与蒙牛二者的市占率达到 43%, 在市场中形成了一定的品牌壁垒。

图 36: 2016-2021 年我国乳制品产量与增速 (万吨, %)



数据来源: 国家统计局, 东莞证券研究所

图 37: 2021 年我国乳制品行业市场竞争格局 (%)

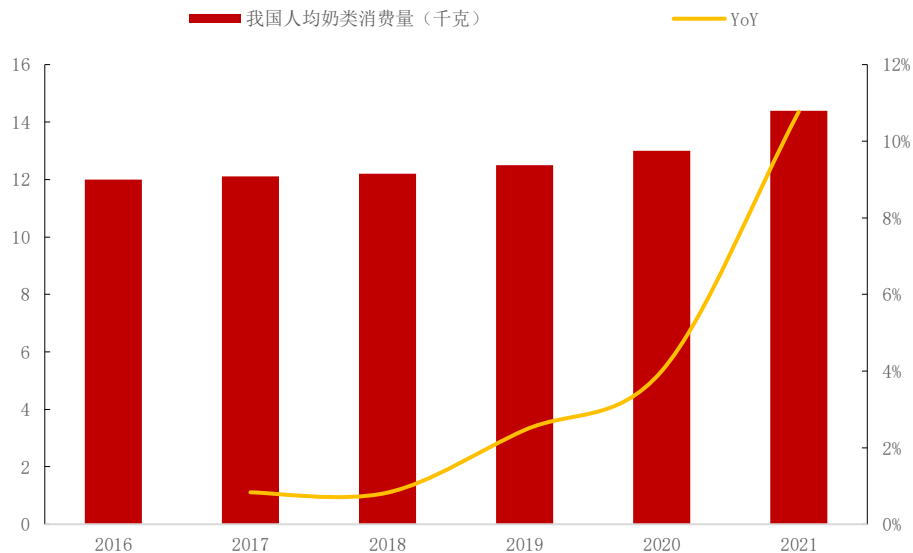


数据来源: 国家统计局, 公司公告, 东莞证券研究所

5.2 我国居民人均奶类消费量增加

我国居民人均奶类消费量增加。近几年随着居民健康意识的提高，我国人均奶类消费量稳中有升。2016-2021 年，我国人均奶类消费量从 12.0 千克增加至 14.4 千克，年均复合增速为 3.71%。

图 38：2016-2021 年我国人均奶类消费量与增速（万吨，%）

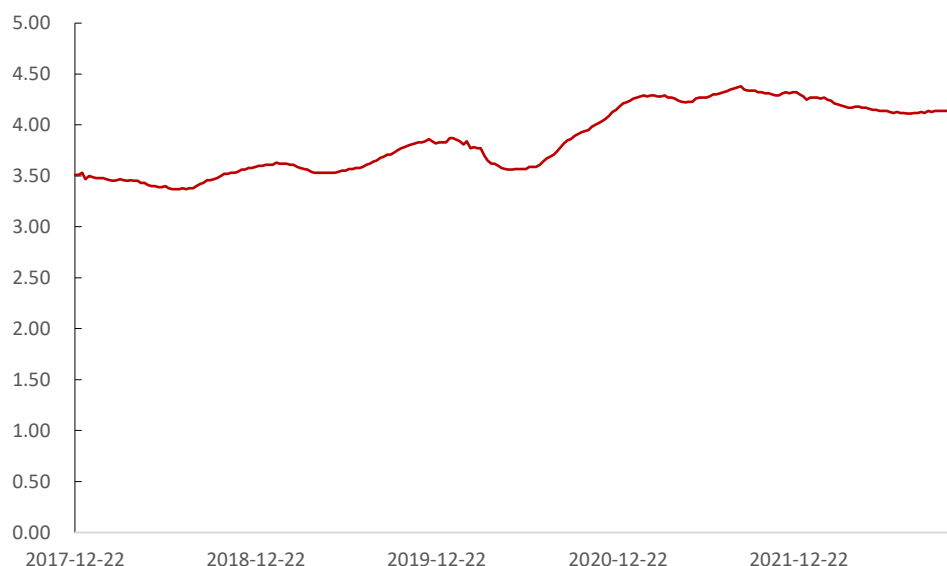


数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

5.3 乳品企业成本压力趋缓

生鲜乳价格下降，乳制品公司成本压力趋缓。2020 年下半年在牛奶价格大幅上涨的背景下，奶牛养殖的补栏积极性有所提高。伴随着奶牛存栏量的回升，生鲜乳价格 2022 年以来呈下降态势，乳品企业的成本压力趋缓。

图 39：我国生鲜乳均价（元/公斤）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

5.4 疫情影响乳品需求，期待边际改善

疫情影响乳品需求，2022Q3 板块业绩有所承压。2022 年前三季度，乳品板块实现营业收入 1503.60 亿元，同比增长 7.72%；实现归属于母公司股东的净利润 93.64 亿元，同比下降 7.30%。单季度看，疫情使消费者对高端液态奶的需求有所放缓，奶酪、冰淇淋等终端动销表现较为疲软，叠加疫情反复一定程度上影响了发货节奏，2022Q3 乳品板块业绩有所承压。2022Q3 乳品板块实现营业收入 494.86 亿元，同比增长 4.09%；实现归母净利润 22.26 亿元，同比下降 33.30%。

期待需求边际改善。近期防疫政策出现一定松动。若后续疫情逐步趋于常态化，在防疫政策优化的背景下，预计乳品需求有望复苏回暖，进而带动乳品企业业绩增长。

表 14：2022 年前三季度乳品板块营业总收入与增速（亿元，%）

公司名称	2022 年前三季度营业总收入	YoY	2022Q1 YoY	2022Q2 YoY	2022Q3 YoY
伊利股份	938.61	10.42	13.47	11.23	6.66
妙可蓝多	38.29	21.78	35.24	17.17	14.68
光明乳业	213.85	-3.05	3.68	-1.52	-10.50
三元股份	63.02	-6.81	1.29	-13.56	-7.18
新乳业	74.80	12.48	15.02	7.02	15.68
天润乳业	18.51	17.78	17.33	16.50	19.67
贝因美	24.17	45.79	43.68	44.23	49.62
皇氏集团	20.56	6.37	-6.09	6.88	17.77
燕塘乳业	14.09	-5.92	-2.99	-6.74	-7.23
庄园牧场	7.77	5.63	4.16	2.39	10.12

熊猫乳品	6.45	4.28	-1.76	-4.46	16.94
一鸣食品	18.06	7.15	12.95	-0.16	9.85

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

表 15：2022 年前三季度乳品板块归母净利润与增速（亿元，%）

公司名称	2022 年前三季度归母净利润	YoY	2022Q1 YoY	2022Q2 YoY	2022Q3 YoY
伊利股份	80.61	1.47	24.32	4.91	-26.46
妙可蓝多	1.44	0.21	129.55	-26.72	-63.03
光明乳业	3.69	-16.98	65.93	-28.21	-52.18
三元股份	1.08	-60.60	-42.72	-56.41	-82.15
新乳业	3.10	21.16	48.70	24.60	10.19
天润乳业	1.54	36.41	5.69	51.99	45.33
贝因美	0.44	14.19	38.45	20.02	-74.46
皇氏集团	0.58	220.24	1387.70	264.17	-611.21
燕塘乳业	0.84	-46.82	-41.49	-51.15	-43.51
庄园牧场	0.30	-6.05	-45.50	-207.69	125.46
熊猫乳品	0.40	-33.86	-19.21	-49.37	-28.67
一鸣食品	-0.64	-203.98	-497.66	-152.58	47.79

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

中长期看，乳品市场份额有望向龙头企业集中。目前我国乳品市场龙头企业的竞争优势较为明显。在发展过程中，龙头企业可以通过优化产品结构、推出新品、扩大业务范围等方式提高产品竞争力，同时龙头企业的成本控制力度相对较好，可以为业绩增长奠定良好基础。在疫情趋于常态化的背景下，随着消费升级与居民对健康的重视度不断提高，龙头乳品公司有望进入量价齐升阶段，市场份额有望进一步向龙头企业集中。

6. 投资策略

维持对行业的推荐评级。白酒板块：白酒短期受疫情反复、北向资金流出、市场流传的限酒令、消费税等因素扰动，市场情绪较为低迷，10 月板块下滑幅度较大。从三季度业绩来看，大部分白酒公司 Q3 业绩实现稳健增长。近期白酒悲观情绪逐步释放，市场情绪有所回升。今年糖酒会受疫情反复、地点分流等影响，热度相对有限，白酒经销商信心有所下降。但整体来看，行业库存整体维持在相对良性水平。11 月底 12 月初白酒将进入打款窗口期，为明年开门红做准备。考虑到疫情严重地区白酒消费场景受损较为严重，预计白酒开门红打款或出现一定分化。后续还需要重点结合疫情情况，对白酒的需求复苏进程进行判断。标的方面，建议关注确定性强的高端白酒贵州茅台（600519）、五粮液（000858）与泸州老窖（000568）；次高端酒中，可关注山西汾酒（600809）、酒鬼酒（000799）、舍得酒业（600702）、洋河股份（002304）、水井坊（600779）等；区域酒可以重点关注古井贡酒（000596）、口子窖（603589）、

今世缘（603369）等复苏弹性较大的公司。**大众品板块：**受疫情影响，终端消费需求仍乏力，三季度大众品板块业绩表现有所分化。从消费复苏进程来看，考虑到目前疫情仍存在反复，预计后续需求或以缓慢复苏为主。与此同时，由于各子板块的影响因素不同，修复节奏亦有所差异。市场可持续关注产品提价、成本、需求等边际改善机会，把握行业中确定性高的优质板块。标的方面，可重点关注青岛啤酒（600600）、重庆啤酒（600132）、伊利股份（600887）、海天味业（603288）、中炬高新（600872）、千禾味业（603027）、洽洽食品（002557）、味知香（605089）、安井食品（603345）、千味央厨（001215）等。

表 16：重点公司盈利预测及投资评级（2022/11/16）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS（元）			PE			评级	评级变动
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E		
600519	贵州茅台	1,585.25	41.76	50.11	58.03	37.96	31.64	27.32	推荐	维持
000858	五粮液	154.21	6.02	6.96	8.12	25.62	22.16	18.99	推荐	维持
000568	泸州老窖	186.17	5.41	6.84	8.53	34.41	27.22	21.83	推荐	维持
600809	山西汾酒	266.11	4.36	6.24	8.2	61.03	42.65	32.45	推荐	维持
002304	洋河股份	146.23	4.98	6.4	7.73	29.36	22.85	18.92	推荐	维持
600702	舍得酒业	144.84	3.75	4.68	5.98	38.62	30.95	24.22	推荐	维持
000799	酒鬼酒	123.58	2.75	3.77	4.98	44.94	32.78	24.82	推荐	维持
600779	水井坊	65.17	2.46	2.74	3.35	26.49	23.78	19.45	推荐	维持
603369	今世缘	43.41	1.62	1.98	2.45	26.80	21.92	17.72	推荐	维持
000596	古井贡酒	244.95	4.35	5.7	7.22	56.31	42.97	33.93	推荐	维持
603589	口子窖	46.20	2.88	3.02	3.49	16.04	15.30	13.24	推荐	维持
603288	海天味业	73.28	1.44	1.41	1.71	50.89	51.97	42.85	推荐	维持
600872	中炬高新	34.47	0.93	0.91	1.1	37.06	37.88	31.34	推荐	维持
603027	千禾味业	18.59	0.28	0.3	0.39	66.39	61.97	47.67	推荐	维持
600600	青岛啤酒	101.11	2.31	2.56	3.06	43.77	39.50	33.04	推荐	维持
600132	重庆啤酒	111.22	2.41	2.79	3.42	46.15	39.86	32.52	推荐	维持
600887	伊利股份	29.20	1.36	1.42	1.73	21.47	20.56	16.88	推荐	维持
002557	洽洽食品	46.66	1.83	2.05	2.44	25.50	22.76	19.12	推荐	维持
603345	安井食品	154.50	2.79	3.59	4.61	55.38	43.04	33.51	推荐	维持
605089	味知香	59.11	1.33	1.51	1.94	44.44	39.15	30.47	推荐	维持
001215	千味央厨	62.04	1.02	1.18	1.55	60.82	52.58	40.03	推荐	维持

资料来源：Wind，东莞证券研究所

7. 风险提示

（1）**原材料价格波动风险**。调味品、啤酒等大众品板块原材料价格存在波动的风险，若原材料价格上涨幅度较大，将增加大众品企业的成本压力，进而对行业业绩产生一定影响

（2）**产品提价不及预期**。我国高端、次高端白酒企业价格带呈现扩容态势。后续若受疫情反复、终端需求不景气等因素扰动，白酒企业提价节奏或将受到影响。

（3）**渠道开展不及预期**。为扩大市场竞争力，行业中的公司积极进行渠道布局，扩张全国业务区域。若后续受疫情、经销商等因素影响而不能顺利开拓销售市场，将一定程度上影响公司渠道扩张进展。

（4）**行业竞争加剧**。目前我国食品饮料行业中的部分子板块市场竞争格局相对分散，市场竞争较为激烈。市场竞争加剧或一定程度上影响市场竞争格局，进而影响行业盈利水平。

（5）**食品安全风险**。食品安全问题是社会普遍关注的重要问题之一。若板块发生食品安全及品质问题，将对行业产生一定的负面影响。

（6）**宏观经济下行风险**。若后续疫情反复扰动，消费场景、渠道扩展等或将受到一定冲击，进而影响产品需求。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn