

## 行业年度策略报告

## 蛰伏调整筑内功，春暖花开焕新颜

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】疫情对日本食品饮料行业影响分析：管控解封后消费需求呈N字型复苏 20221203

【平安证券】食品饮料复盘系列之十：2018-2019年小周期中白酒行业经历了什么？ 20221123

【平安证券】食品饮料行业2022年三季报总结：需求及成本压力犹在，板块间表现分化 20221104

【平安证券】食品饮料行业2022年中报总结：疫情成本双向扰动，龙头企业韧性十足 20220907

## 证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号  
S1060521030001  
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

王萌 投资咨询资格编号  
S1060522030001  
WANGMENG917@pingan.com.cn

## 研究助理

潘俊汝 一般证券从业资格编号  
S1060121120048  
PANJUNRU787@pingan.com.cn



## 平安观点：

- 展望2023年，消费回补下行业景气度有望将迎来回升，我们建议关注需求修复+成本下行两条主线，维持食品饮料“强于大市”评级。
- 白酒：关注边际变化，坚守需求韧性的价值主线。尽管在对疫情和宏观经济的双重担忧下，经销商及产业端情绪较为悲观，但白酒企业信心犹存，回款发货均在有序进行。未来随着白酒消费场景的恢复，基本面有望迎来边际修复。我们认为白酒具备穿越周期的能力，建议立足长期战略布局，推荐关注三条主线，一是需求坚挺的高端及次高端酒企，推荐贵州茅台、五粮液、舍得酒业、山西汾酒；二是受疫情冲击较小的苏皖区域龙头酒企，推荐古井贡酒、洋河股份，三是受益大众消费、光瓶酒扩容的白酒企业，建议关注金种子酒、顺鑫农业。
- 啤酒：高端化逻辑持续验证，有望实现量价齐升。展望2023年，疫情影响环比改善和成本下行趋势确立，啤酒行业有望迎来盈利明显提速。中长期在消费升级背景下，啤酒高端化趋势仍将延续，啤酒企业自身产品结构的改善和行业性提价行为能够有效抵消成本上涨对企业盈利能力的影响，行业盈利能力有望得到持续改善。看好板块性机会，推荐高端化+全国化的重庆啤酒，建议关注改革进程加速的燕京啤酒。
- 餐饮供应链：静待餐饮产业链复苏，业绩弹性可期。后续消费场景修复和成本压力缓解是大概率事件，而行业龙头能够通过产品结构优化和精细化费用管理改善盈利能力。结合同期低基数，业绩弹性较大。推荐菜肴领域渐入佳境的安井食品、直营客户有望加速恢复的千味央厨、门店持续拓展的绝味食品；建议关注高成长的冷冻烘焙行业龙头立高食品。
- 调味品：需求及成本压力犹存，期待餐饮渠道修复。我们预计明年大豆、豆粕价格有望回落，PET等包材成本价格有望随原油价格下行，成本压力将相对缓解。另外，近期舆论风波长期来看有望帮助提升消费者健康意识，加速零添加调味品赛道扩容，带动整个行业的产品结构提升。当前虽需求回暖和成本回落的程度不及预期，待行业复苏后龙头有望率先获益，推荐海天味业。
- 乳制品：结构升级受阻，看好未来盈利能力的提升。随着原奶价格持续回落，成本压力将持续释放；随着行业竞争趋缓，企业费用投放有望继续趋于理性，支撑行业盈利能力持续提升。尤其是具有规模优势的龙头乳企有望充分受益，挤压小企业份额，实现市占率的进一步提升。推荐基本盘稳固，业务多元化推进的乳业龙头伊利股份、成长性较高的奶酪龙头妙可蓝多。

- **风险提示：**1) 宏观经济波动影响：白酒等子行业受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；2) 疫情反复的影响：疫情如果反复发生将造成餐饮等消费场景的缺失，影响啤酒、白酒、调味品等行业需求，进而对公司业绩造成影响；3) 食品安全问题：食品安全关乎消费者人身安全，是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响，行业恢复或将需要较长时间；4) 原材料波动影响：食品行业能通过提价一定程度上缓解原材料上涨的影响，但原材料上涨过大将影响行业毛利率情况；5) 行业竞争加剧风险：竞争格局恶化会一定影响食品饮料行业的价体系，对行业造成不良影响。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS		P/E			评级
		2022/12/06	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
贵州茅台	600519.SH	1688.00	41.76	50.12	58.28	40.4	33.7	29.0	推荐
五粮液	000858.SZ	175.40	6.02	6.81	7.78	29.1	25.8	22.5	推荐
古井贡酒	000596.SZ	256.00	4.35	5.65	7.24	58.9	45.3	35.4	推荐
山西汾酒	600809.SH	274.00	4.36	6.12	7.94	62.8	44.8	34.5	推荐
今世缘	603369.SH	45.50	1.62	1.98	2.46	28.1	23.0	18.5	推荐
舍得酒业	600702.SH	165.43	3.75	4.51	5.41	44.1	36.7	30.6	推荐
洋河股份	002304.SZ	150.93	4.98	6.39	7.68	30.3	23.6	19.7	推荐
重庆啤酒	600132.SH	126.19	2.41	2.77	3.46	52.4	45.6	36.5	推荐
千味央厨	001215.SZ	65.15	1.02	1.21	1.57	63.9	53.8	41.5	推荐
海天味业	603288.SH	80.01	1.44	1.51	1.66	55.6	53.0	48.2	推荐
绝味食品	603517.SH	57.21	1.60	0.56	1.78	35.8	102.2	32.1	推荐
伊利股份	600887.SH	31.18	1.36	1.64	1.95	22.9	19.0	16.0	推荐
安井食品	603345.SH	162.99	2.33	3.43	4.33	70.0	47.5	37.6	推荐
妙可蓝多	600882.SH	32.30	0.30	0.87	1.51	107.7	37.1	21.4	推荐
金种子酒	600199.SH	27.80	-0.25	-0.05	0.30	-111.2	-556.0	92.7	/
泸州老窖	000568.SZ	203.51	5.43	6.91	8.60	37.5	29.5	23.7	/
燕京啤酒	000729.SZ	10.63	0.08	0.12	0.17	132.9	88.6	62.5	/
立高食品	300973.SZ	97.49	1.67	1.08	1.85	58.4	90.3	52.7	/

资料来源：Wind、平安证券研究所。未覆盖公司采用Wind一致预期。

# 正文目录

<b>一、 市场回顾：年初至今走势与大盘相近，季度间波动较大</b>	<b>9</b>
1.1 年初至今走势与大盘相近，季度间波动较大	9
1.2 基金持仓：食品饮料基金重仓持股比例回升	11
<b>二、 白酒：关注边际变化，坚守需求韧性的价值主线</b>	<b>12</b>
2.1 业绩表现：白酒业绩环比改善，营收利润增速提振	12
2.2 对比 13/18 年：需求底层逻辑不变，基本面表现更优	14
2.3 对比 20 年行情：高端酒确定性突出，引领复苏趋势初显	16
2.4 未来展望：23 年维持乐观预期，短期调整不改长期消费升级趋势	17
2.5 高端白酒：稳健增长韧性十足，需求刚性抗风险强	21
2.6 次高端白酒：疫后复苏首选板块，扩容确定弹性领先	23
2.7 区域龙头：苏酒徽酒消费升级延续，受益宴席场景回补	25
2.8 光瓶酒：国民消费新趋势，有望打造白酒新蓝海赛道	28
<b>三、 啤酒：高端化逻辑持续验证，有望实现量价齐升</b>	<b>30</b>
3.1 旺季产销量恢复，行业集中度持续提升	30
3.2 原材料价格高位回落，后续成本压力有望缓解	31
3.3 旺季销量贡献更大，吨价持续提升趋势不变	31
3.4 下半年业绩表现更佳，体现经营韧性	32
3.5 费投效率提升，盈利能力改善	33
<b>四、 餐饮供应链：静待餐饮产业链复苏，业绩弹性可期</b>	<b>34</b>
4.1 速冻食品行业千亿空间，人均消费量提升空间大	34
4.2 速冻火锅料增速稳定，速冻面米进入成熟期	34
4.3 预制菜行业正处高速增长期，发展空间广阔	35
4.4 餐饮需求弱复苏，成本压力有望缓解	38
4.5 盈利能力分化，静待产业链复苏	39
<b>五、 调味品：需求及成本压力犹存，期待餐饮渠道修复</b>	<b>40</b>
5.1 集中度加速提升，餐饮消费正在回升	40
5.2 复合调味品潜力大，渗透率快速提升	41
5.3 需求及成本压力犹存，静待复苏	41
5.4 当前盈利能力承压，关注餐饮修复与成本回落	42
<b>六、 乳制品：结构升级受阻，看好未来盈利能力的提升</b>	<b>43</b>
6.1 行业竞争趋缓，龙头优势稳固	43
6.2 原奶价格回落释放压力，乳制品高端化趋势延续	44
6.3 奶酪行业快速增长，成长空间可期	44
6.4 Q3 明显承压，结构升级受阻	45

---

6.5 竞争格局改善，23 年把握盈利能力回升的投资主线 .....	46
<b>七、 投资建议 .....</b>	<b>47</b>
<b>八、 风险提示 .....</b>	<b>47</b>

## 图表目录

图表 1	食品饮料年初至今板块下跌 20.7%，排名靠后 .....	9
图表 2	食品饮料及沪深 300 指数 1-11 月当月涨跌幅 .....	9
图表 3	食品饮料子板块年初至今涨跌幅 .....	10
图表 4	食品饮料上市公司年初至今涨跌幅 .....	10
图表 5	2022 年以来申万食品饮料指数 PE ( TTM ) 情况 .....	10
图表 6	食品饮料基金重仓持股比例持续上行 .....	11
图表 7	基金重仓板块前十标的占基金股票市值比例(%) .....	11
图表 8	食品饮料板块 21Q4-22Q3 基金持仓前五个股持仓环比变动比较 .....	11
图表 9	2022 年白酒月度产量与增速 .....	12
图表 10	2019-2022 前三季度主要上市白酒企业营业收入与归母净利润 .....	12
图表 11	2019-2022Q3 主要上市白酒企业营业收入与归母净利润 .....	12
图表 12	各价格带酒企 22 前三季度营收与归母净利润增速 .....	13
图表 13	高端酒及次高端酒 22Q1-3/Q3 营收及业绩表现 .....	13
图表 14	各价格带酒企 22 前三季度营收与归母净利润增速 .....	13
图表 15	地产酒及大众酒 22Q1-3/Q3 营收及业绩表现 .....	13
图表 16	对比 2013 年及 2018 年 GDP 同比增速 .....	14
图表 17	茅台批价走势 .....	14
图表 18	对比 2013 年及 2018 年社零同比增速 .....	14
图表 19	白酒指数估值走势 .....	14
图表 20	对比 2013 年及 2018 年各层面表现 .....	15
图表 21	对比 2013 年及 2018 年营收增速 .....	15
图表 22	对比 2013 年及 2018 年归母净利润增速 .....	15
图表 23	2017-2022 年 PE-TTM .....	16
图表 24	对比 2020 年各价位带营收增速 .....	16
图表 25	2020 年初下行市场股价表现 .....	16
图表 26	2022 年至今板块股价涨跌幅 .....	17
图表 27	2020 年疫后复苏板块股价表现 .....	17
图表 28	2020 年 PE-TTM 走势 .....	17
图表 29	2022 年飞天茅台批价走势 .....	18
图表 30	贵州茅台 2022 年各季度营业收入与同比变化 .....	18
图表 31	2019 年至今白酒板块显著跑赢沪深 300 指数 .....	19
图表 32	2019-2021 年主要上市酒企吨价情况 ( 百万元/吨 ) .....	20
图表 33	五粮液、泸州老窖批价走势 ( 元/瓶 ) .....	20

图表 34	千元价格带产品批价走势（元/瓶）	20
图表 35	500 元价格带产品批价走势（元/瓶）	21
图表 36	2019-2022 年普飞、普五、国窖 1573 批价	21
图表 37	2019 年-2022 年茅五泸前三季度营收增速	21
图表 38	高端白酒市场规模及占比	22
图表 39	i 茅台销售表现	22
图表 40	i 茅台平台产品矩阵	22
图表 41	2022 年前三季度茅五泸业绩表现	23
图表 42	次高端白酒市场空间及增速	23
图表 43	各价格带酒企 22Q3 营收与归母净利润增速	24
图表 44	次高端酒 22Q1-3 营业收入及业绩表现	24
图表 45	个股 22 前三季度业绩表现	25
图表 46	个股 22 前三季度营收及归母净利增速	25
图表 47	2022 年以来各板块股价表现	25
图表 48	2022 年以来苏酒徽酒相较其他板块股价表现	25
图表 49	2022 年以来各地区疫情确诊病例数量	26
图表 50	2022 年以来各地区疫情确诊病例数量	26
图表 51	苏酒市场空间及增速	26
图表 52	苏酒市场省内次高端龙头市场份额	26
图表 53	2019-2021 年洋河中高档酒营收及毛利率	27
图表 54	徽酒市场空间	27
图表 55	徽酒各价格带细分市场占比	27
图表 56	2021 年徽酒市场省内龙头市场份额	28
图表 57	2017-2021 年古井贡酒产品营收表现	28
图表 58	光瓶酒市场空间及增速	28
图表 59	光瓶酒主流价位变化	29
图表 60	顺鑫农业区域营收占比	29
图表 61	金种子酒营业收入与同比增速	30
图表 62	金种子酒分产品营收分布	30
图表 63	全国规模以上啤酒企业单月产量及增速	30
图表 64	2020 年啤酒行业 CR5 提升	30
图表 65	啤酒成本压力向下游传导	31
图表 66	2019 年-2022 年大麦进口单价（美元/吨）	31
图表 67	啤酒重点公司分季度量价拆分	32
图表 68	主要企业 2022Q3 营收及同比增速	32
图表 69	主要企业 2022Q3 归母净利润及同比增速	32

图表 70	主要企业分季度营收、归母净利润及增速	33
图表 71	2021 年分地区毛利率水平	33
图表 72	我国速冻食品市场规模及增速	34
图表 73	我国人均速冻食品消费量与发达国家对比	34
图表 74	我国速冻火锅料市场规模及增速	35
图表 75	我国速冻火锅料市场竞争格局	35
图表 76	我国速冻面米市场规模及增速	35
图表 77	我国速冻面米市场竞争格局	35
图表 78	预制菜的分类及主要代表产品	36
图表 79	我国预制菜市场规模及增速	36
图表 80	中式餐饮市场规模及增速	36
图表 81	我国餐饮连锁化率	36
图表 82	我国外卖市场规模及增速	37
图表 83	我国团餐市场规模及增速	37
图表 84	我国家庭规模（人/户）	37
图表 85	新中产月平均下厨次数（次）	37
图表 86	预制菜消费者画像	38
图表 87	主要企业 2022Q3 营收及同比增速	38
图表 88	主要企业 2022Q3 归母净利润及同比增速	38
图表 89	2020-2022 棕榈油价格走势	39
图表 90	主要餐饮供应链企业单季度利润率及费用率拆解	39
图表 91	调味品下游主要为餐饮、家庭场景	40
图表 92	我国调味品行业竞争格局较为分散	40
图表 93	我国社会消费品零售总额餐饮收入（亿元）	40
图表 94	我国复合调味料长期保持双位数增长趋势	41
图表 95	2020 年我国复合调味料行业市占率	41
图表 96	2020 年各国复合调味品渗透率	41
图表 97	2020-2022 大豆价格趋势	42
图表 98	主要企业 2022Q3 营收及同比增速	42
图表 99	2020 年各国复合调味品渗透率	42
图表 100	调味品主要企业单季度利润率及费用率拆解	43
图表 101	2021 年乳制品行业需求坚挺	43
图表 102	近年乳制品行业集中度整体呈提升态势	43
图表 103	常温奶处于产业生命周期的成熟期	44
图表 104	我国生鲜乳主产区平均价格及同比增速	44
图表 105	高端品牌占比持续提升	44

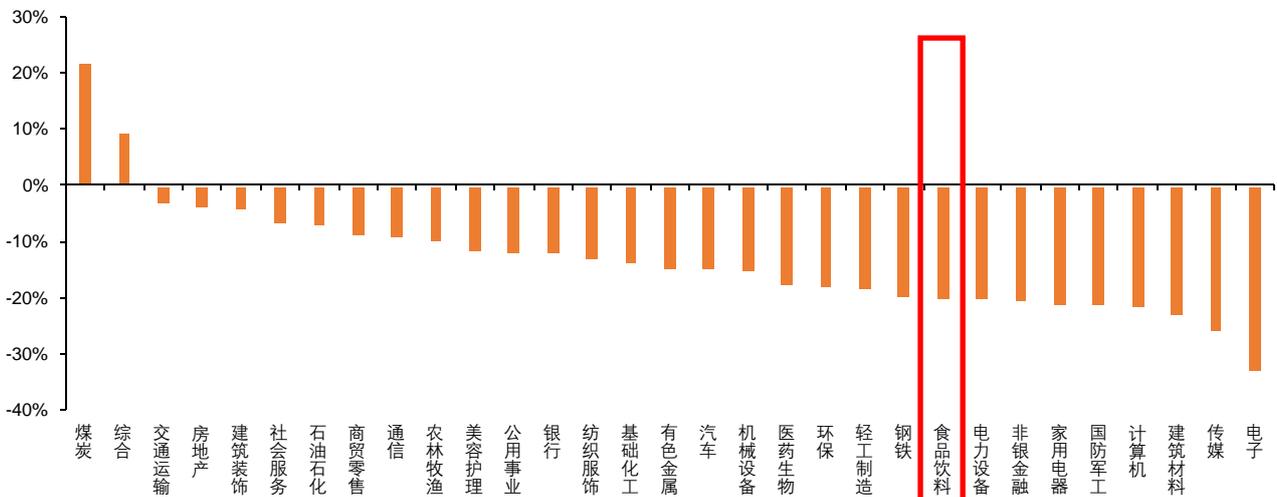
图表 106	我国奶酪零售端市场规模及增速 .....	45
图表 107	我国奶酪市场规模增速为乳制品第一 .....	45
图表 108	2021 年世界各国人均奶酪消费量 ( kg/年 ) .....	45
图表 109	主要企业 2022Q3 营收及增速 .....	46
图表 110	主要企业 2022Q3 归母净利润及增速 .....	46
图表 111	乳制品主要企业单季度利润率及费用率拆解 .....	46

# 一、 市场回顾：年初至今走势与大盘相近，季度间波动较大

## 1.1 年初至今走势与大盘相近，季度间波动较大

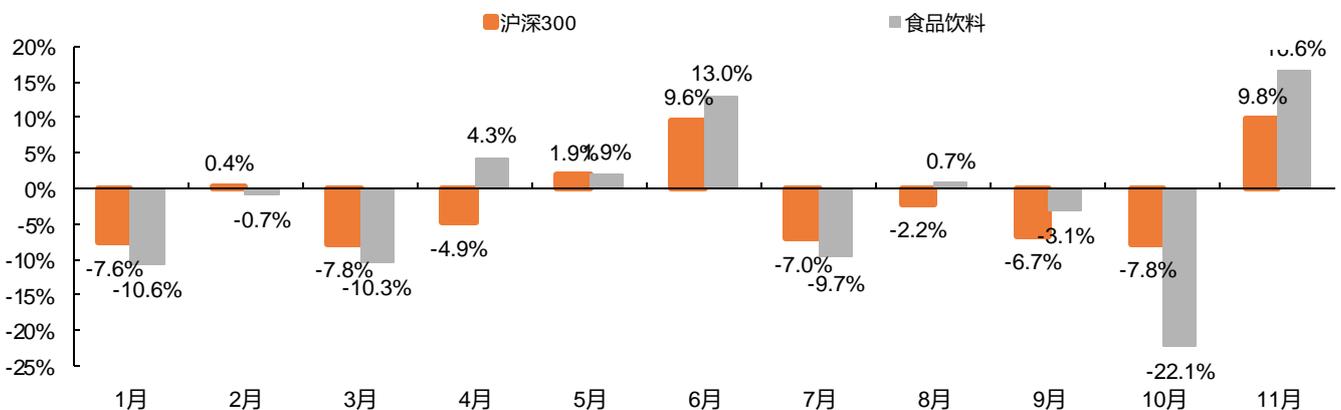
食品饮料板块年初至今走势与大盘相近，季度间波动较大：自年初以来（截止至 12 月 02 日），食品饮料板块下跌 20.7%，跑赢沪深 300 指数 0.9pct，在申万一级子行业中排名第 23 名。一季度，受国内疫情、俄乌战争及资金外流影响，市场情绪较为悲观，食品饮料板块出现回调，申万食品饮料指数 Q1 下跌 20.4%，跑输沪深 300 指数 5.8pct。进入二季度，随着年报以及一季报的陆续发布，食品饮料公司业绩增速稳健，库存加速出清，受到市场关注，股价出现反弹，申万食品饮料指数 Q2 上涨 20.2%，跑赢沪深 300 指数 14pct。三季度以来各地疫情反复，板块再次出现回调，申万食品饮料指数 Q3 下跌 11.8%，跑赢沪深 300 指数 3.3pct，10 月叠加悲观情绪影响，申万食品饮料指数下跌 22.1%，跑输沪深 300 指数 14.4pct，11 月各板块表现均有所回暖，申万食品饮料指数上涨 16.6%，跑赢沪深 300 指数 6.8pct。

图表1 食品饮料年初至今板块下跌 20.7%，排名靠后



资料来源：Wind，平安证券研究所（注：行情数据截止至 22 年 12 月 02 日，涨幅选用申万一级行业指标的总市值加权平均）

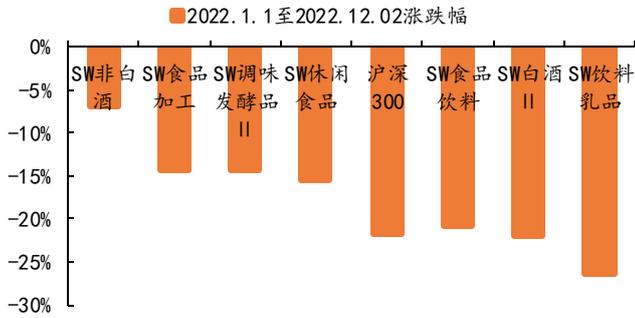
图表2 食品饮料及沪深 300 指数 1-11 月当月涨跌幅



资料来源：Wind，平安证券研究所（注：行情数据截止至 22 年 11 月 30 日，涨幅选用申万一级行业指标的总市值加权平均）

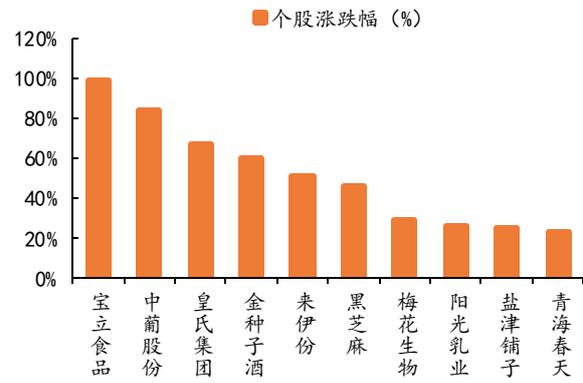
**食品饮料年初至今显著回调，各子行业均出现回撤：**年初以来（截止至 12 月 02 日），SW 食品饮料指数下跌 20.7%，跑赢沪深 300 指数 0.9pct，各子行业都有一定程度的回撤，其中 SW 非白酒板块下跌 7%、SW 食品加工板块下跌 14.4%、SW 调味发酵品板块下跌 14.3%、SW 休闲食品板块下跌 15.4%、SW 白酒板块下跌 22%、SW 饮料乳品板块下跌 26.3%。食品饮料个股中，宝立食品（99%）、中葡股份（84.5%）、皇氏集团（67%）涨幅较大。

图表3 食品饮料子板块年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，平安证券研究所

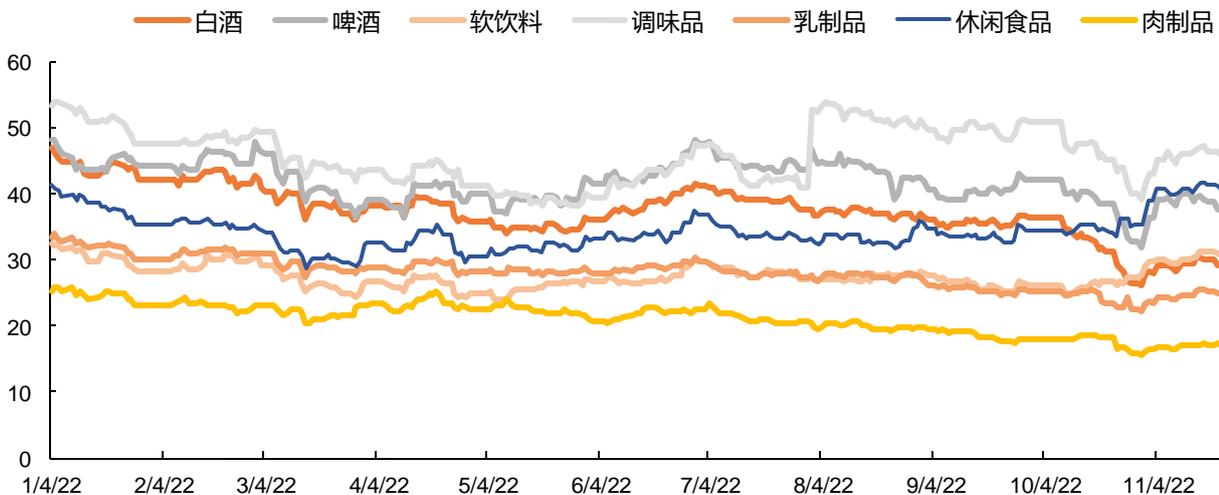
图表4 食品饮料上市公司年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，平安证券研究所

**子板块估值 (PE ttm) 表现有分化，整体低于年初水平。**食品饮料作为能够穿越周期的行业，具有持续的收入及盈利增长能力，因而市场给予其一定的估值溢价。据 Wind 一致预期，食品饮料板块（申万）22 年预测归母净利润增速为 15.74%，未来三年预测的复合增速为 18.56%。得益于基本面的强劲支撑，食品饮料板块估值中枢较高，21 年板块市盈率为 50.0x。年初食品饮料板块估值处于高位，疫情影响下，年报和一季报后，整体估值有所消化，截止 12 月 2 日，除休闲食品 PE ttm 由年初的 39x 上升至 44x，白酒、啤酒、软饮料、调味发酵品、乳品和肉制品 PE (TTM) 均较年初有所下降。横向对比来看，截止 12 月 2 日，调味品行业估值为 49x，高于休闲食品的 44x 和啤酒的 40x，白酒、软饮料、肉制品和乳制品相对估值水平较低，分别为 31x/32x/18x/26x。

图表5 2022 年以来申万食品饮料指数 PE (TTM) 情况

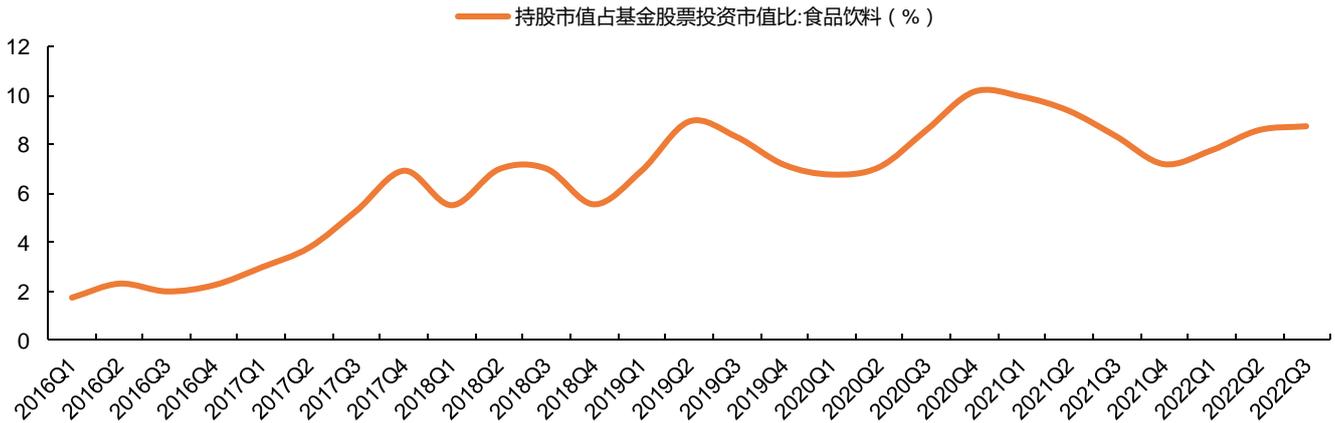


资料来源：Wind，平安证券研究所（注：市盈率数据截至 22 年 12 月 2 日，选用申万行业指数市盈率指标，预测净利润采用申万行业类指标）

## 1.2 基金持仓：食品饮料基金重仓持股比例回升

**食品饮料基金重仓持股比例回升，维持领先水平：**2022Q3 基金食品饮料重仓持股比例 8.8%，基金重仓比例保持全行业第二(按申万行业分类)，环比提升 0.2pcts，同比提升 0.4pcts。2022Q2-2022Q3 基金重仓比例持续回升。分板块来看，2022Q3 白酒重仓持股比例为 7.4%，食品重仓持股比例为 1.4%。展望未来，随着消费场景恢复，白酒稳健增长及食品提价顺畅传导，食品饮料基金重仓比例有望依旧保持领先水平。

图表6 食品饮料基金重仓持股比例持续上行



资料来源：Wind，平安证券研究所

**四家食品饮料公司稳居基金重仓板块前十，且位序上升：**22Q3 前十大基金重仓股中的食品饮料公司标的保持稳定不变，依旧是贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒四家白酒公司。其中贵州茅台稳居基金重仓股第一，22Q3 占基金投资股票市值比例为 3.04%，环比提升 0.12pcts，已经连续四个季度提升。泸州老窖、五粮液、山西汾酒占基金股票市值比例分别为 1.16%、1.15%、0.85%，环比+0.10pcts、-0.12pcts、+0.03pcts，位序分别提升至行业第 3、4、6 名。

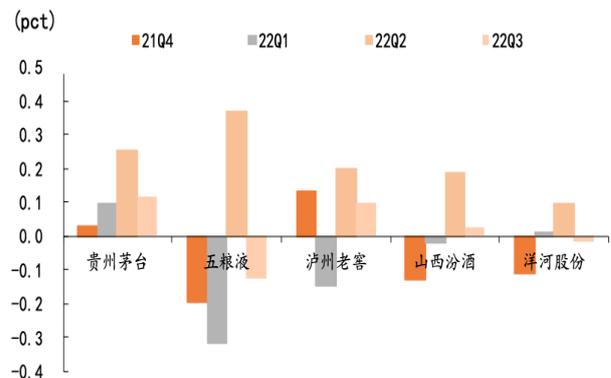
**食品饮料前五大基金重仓股均为白酒标的，老窖取代五粮液成为第二：**22Q3 食品饮料基金重仓板块前四标的保持稳定且稳居行业前十。泸州老窖取代五粮液成为食品饮料第二大基金重仓股，白酒企业成功占据前五大食品饮料重仓标的，疫情反复下头部白酒企业具备经营韧性，受到市场认可。

图表7 基金重仓板块前十标的占基金股票市值比例(%)

	22Q2	22Q3	环比
1	贵州茅台 2.92%	贵州茅台 3.04%	+0.12%
2	宁德时代 2.24%	宁德时代 1.88%	-0.36%
3	隆基绿能 1.30%	泸州老窖 1.16%	+0.10%
4	五粮液 1.27%	五粮液 1.15%	-0.12%
5	泸州老窖 1.06%	隆基绿能 0.86%	-0.20%
6	药明康德 0.84%	山西汾酒 0.85%	+0.03%
7	山西汾酒 0.82%	迈瑞医疗 0.68%	-0.14%
8	东方财富 0.80%	亿纬锂能 0.59%	-0.21%
9	比亚迪 0.72%	比亚迪 0.57%	-0.15%
10	招商银行 0.64%	招商银行 0.57%	-0.07%

资料来源：Wind，平安证券研究所

图表8 食品饮料板块 21Q4-22Q3 基金持仓前五个股持仓环比变动比较



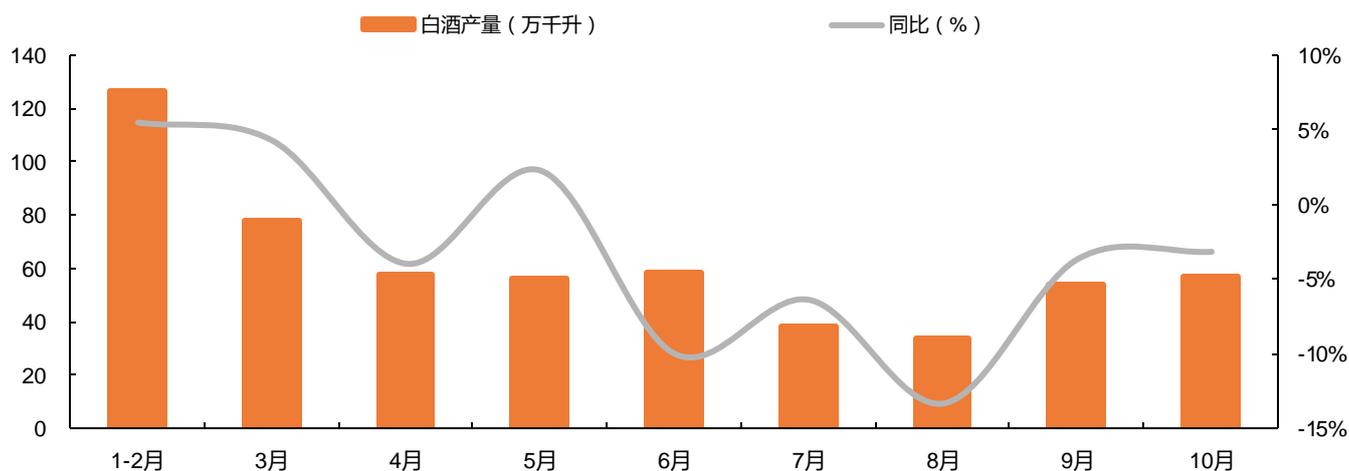
资料来源：Wind，平安证券研究所

## 二、白酒：关注边际变化，坚守需求韧性的价值主线

### 2.1 业绩表现：白酒业绩环比改善，营收利润增速提振

白酒板块业绩整体增长，盈利能力稳中有升。根据中国酒业协会数据，2022年1-10月，全国白酒产量达542.6万吨，同比-2.5%。22年前三季度，主要酒企延续了增长态势，营收与归母净利润均创新高，白酒板块主要企业共实现营收2641.4亿元，同比上涨16.1%；实现归母净利润999亿元，同比上涨21.2%。

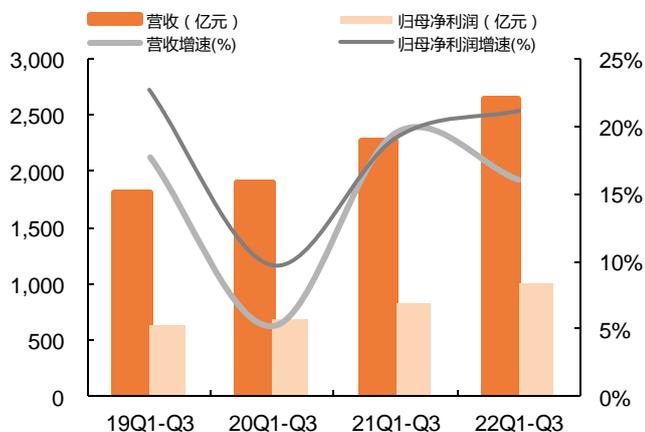
图表9 2022年白酒月度产量与增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

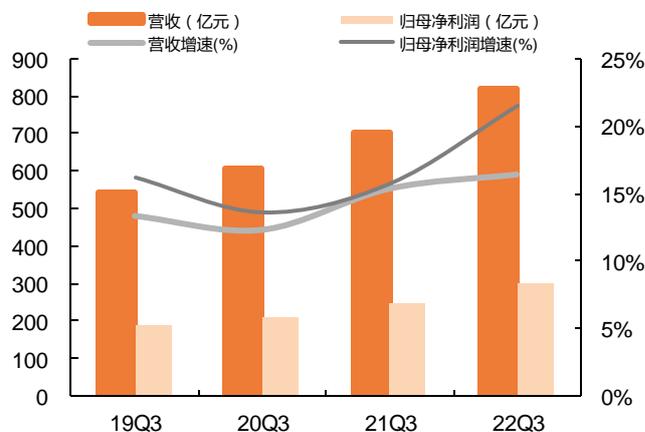
**Q3 双节消费拉动销售回暖，双位数稳增长势头延续。**22Q3 尽管全国范围内依旧点状疫情不断，但在双节消费需求拉动销售回暖的背景下，白酒板块环比改善趋势显著，主要上市公司Q3总营业收入环比Q2上升16.8%，总归母净利润环比上升18.8%。22Q3白酒板块主要上市公司共取得营收817.8亿元，同比增速为+16.5%；实现归母净利润299亿元，同比增速为+21.5%，持续双位数增长。板块净利润增速高于营收增速，体现了行业结构升级的趋势仍在演绎，未来价增仍将是白酒板块持续增长的重要贡献点。

图表10 2019-2022年前三季度主要上市白酒企业营业收入与归母净利润



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表11 2019-2022Q3 主要上市白酒企业营业收入与归母净利润

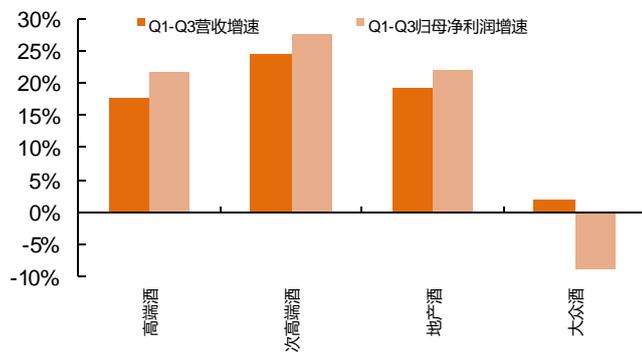


资料来源：Wind，平安证券研究所

**高端白酒增长稳健，需求坚挺彰显韧性。** 高端白酒整体需求坚挺，业绩实现稳定增长，22 年前三季度营收/归母净利润平均同比增长 17.7%/21.8%，营收增速稳健，归母净利润增速环比提升，在外部大环境不确定的背景下彰显其经营韧性。其中，茅台增速稳健，前三季度营收/归母净利润分别同比+16.8%/19.1%，收入结构持续优化，Q3 直销渠道收入同比大增 111%，占比达 37.2%；五粮液环比显著回暖，利润表现超市场预期，前三季度归母净利润同比+15.4%，整体动销态势良好，核心大单品普五需求稳固；泸州老窖增速领先，前三季度归母净利润同比+30.9%，结构升级+费用率优化支撑利润端释放。

**次高端酒展现高弹性，业绩表现领先板块。** 次高端白酒展现高弹性，22 年前三季度营收/归母净利润平均同比增长+24.6%/27.5%，营收与归母净利润增速均领先板块，且多家酒企利润表现超业绩预告。其中山西汾酒与酒鬼酒利润端表现亮眼，前三季度归母净利润分别同比+45.7%/+35.0%，得益于二季度的主动控量和产品结构的持续升级。酒鬼酒营收端增速平稳，利润端因费用优化表现超预期，水井坊高档产品受疫情影响增速有所放缓。

图表12 各价格带酒企 22 年前三季度营收与归母净利润增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 高端酒及次高端酒 22Q1-3/Q3 营收及业绩表现

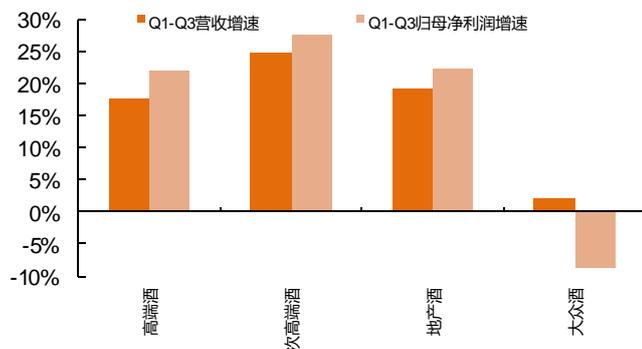
	证券简称	营业收入: 亿元				归母净利润: 亿元			
		Q1-Q3 营收	同比	Q3 营收	同比	Q1-Q3 归母净利润	同比	Q3 归母净利润	同比
高端酒	贵州茅台	871.6	16.8%	295.4	15.6%	444.0	19.1%	146.1	15.8%
	五粮液	557.8	12.2%	145.6	12.2%	199.9	15.4%	48.9	18.5%
	泸州老窖	175.2	24.2%	58.6	22.3%	82.2	30.9%	26.9	31.0%
	平均		17.7%		16.7%		21.8%		21.8%
次高端酒	山西汾酒	221.4	28.3%	68.1	32.5%	71.1	45.7%	21.0	57.0%
	舍得酒业	46.2	28.0%	15.9	30.9%	12.0	23.8%	3.6	55.7%
	酒鬼酒	34.9	32.1%	9.5	2.1%	9.7	35.0%	2.5	21.1%
	水井坊	37.7	10.2%	17.0	7.0%	10.6	5.5%	6.9	10.0%
	平均		24.6%		18.1%		27.5%		35.9%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

**地产酒龙头景气延续，苏皖地区表现领先。** 地产酒景气度延续，22 年前三季度营收/归母净利润平均同比增长 19.2%/22.1%，省内龙头酒企大本营市场受疫情影响相对较小，叠加白酒结构升级趋势不改，业绩稳定释放。其中苏皖地区得益于精细化防控政策，宴席等消费场景受疫情影响较小，动销表现优异，延续了年初以来的行业阿尔法。其中今世缘依托上半年的渠道库存调整，22 年前三季度营收/归母净利润同比增长 22.2%/22.5%，结构升级带动利润率提升。古井贡酒省内龙头地位稳固，增速领先地产酒板块，22 年前三季度营收/归母净利润同比增长 26.4%/33.2%。

**大众酒内部分化显著，老白干延续高增。** 大众酒表现分化，其中老白干酒持续高增态势，22 年前三季度营收/归母净利润同比增长 24.8%/113.8%，公司深耕基地市场的战略颇有成效，且持续发力中高档产品，带动产品结构优化。顺鑫农业 22Q3 营收增速环比转增，同比增长 6.9%，主要得益于双节旺季促进光瓶酒消费及猪价回暖。其余大众酒则表现相对较弱，单 Q3 营收及归母净利润均呈现下滑趋势。

图表14 各价格带酒企 22 前三季度营收与归母净利润增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 地产酒及大众酒 22Q1-3/Q3 营收及业绩表现

	证券简称	营业收入: 亿元				归母净利润: 亿元			
		Q1-Q3 营收	同比	Q3 营收	同比	Q1-Q3 归母净利润	同比	Q3 归母净利润	同比
地产酒	洋河股份	264.8	20.7%	75.7	18.4%	90.7	25.8%	21.8	40.4%
	今世缘	65.2	22.2%	18.7	25.9%	20.8	22.5%	4.6	27.3%
	古井贡酒	127.6	26.4%	37.6	21.6%	26.2	33.2%	7.0	19.3%
	迎驾贡酒	38.9	23.0%	13.6	26.3%	12.0	24.7%	4.2	13.6%
	口子窖	37.6	3.7%	14.6	5.7%	12.0	4.5%	4.6	-0.2%
	平均		19.2%		19.6%		22.1%		20.1%
大众酒	顺鑫农业	91.1	-21.6%	25.9	6.9%	0.3	-92.6%	-0.1	-88.1%
	老白干酒	34.6	24.8%	14.3	27.9%	5.3	113.8%	1.7	36.6%
	金徽酒	15.6	16.4%	3.4	-9.1%	2.1	-12.1%	0.0	-96.7%
	伊力特	13.1	-10.8%	1.7	-60.0%	1.4	-47.6%	0.1	-79.2%
	金种子酒	8.1	1.0%	2.1	-18.0%	-1.4	-5.9%	-0.8	73.2%
平均		2.0%		-10.5%		-8.9%		-30.8%	

资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 2.2 对比 13/18 年：需求底层逻辑不变，基本面表现更优

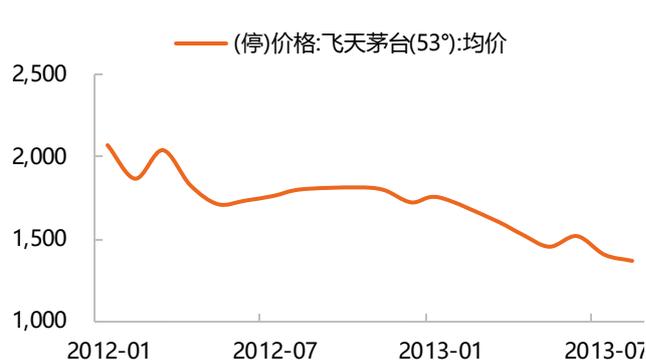
**2013-2014 年：**该轮回调主要受行业政策影响，板块底层需求逻辑改变。2012 年底国家发布政策整治三公消费，高端餐饮消费受到重创，需求大幅萎缩。从宏观层面看，GDP 与社零增速均较平稳，主要因素为行业相关政策变动；从渠道和基本面看，三公消费限制下茅台批价由高位大幅回落，各酒企收入及利润增速均显著受抑制；从估值中枢看，行业估值自 2012 年受挫后低位缓增，2013 年底为 28 倍。

图表16 对比 2013 年及 2018 年 GDP 同比增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

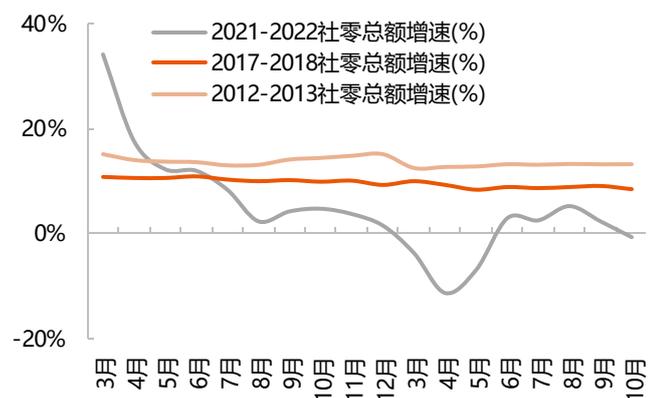
图表17 茅台批价走势



资料来源：Wind，平安证券研究所

**2018-2019 年：**白酒行业经历先行回调而后领涨的小周期，是自 2015 年行业复苏后的第一次调整。从宏观层面看，18-19 年下行周期中，国内经济下行压力加大伴随社零总额增速下滑，从渠道看，茅五批价上涨趋势停滞压缩经销商利润，部分酒企库存增加动销受阻。从行业基本面看，18 年全年各线白酒收入与利润增速并无明显放缓，季度间的业绩波动与股价波动基本同频。从估值中枢看，2018 年行业估值高位回调，至年底估值仅为 20 倍。

图表18 对比 2013 年及 2018 年社零同比增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表19 白酒指数估值走势



资料来源：Wind，平安证券研究所

本轮调整与 2018 年变动底层需求逻辑相同，但基本面表现更优，板块表现受宏观经济影响。本轮调整中宏观下行压力较大，社零总额与 GDP 同比增速在去年高基数下显著回落，但行业基本面并未出现不可控的大幅向下趋势，需求逻辑依旧为消费升级驱动下的大众消费，但渠道与业绩表现较 2018 年更优。

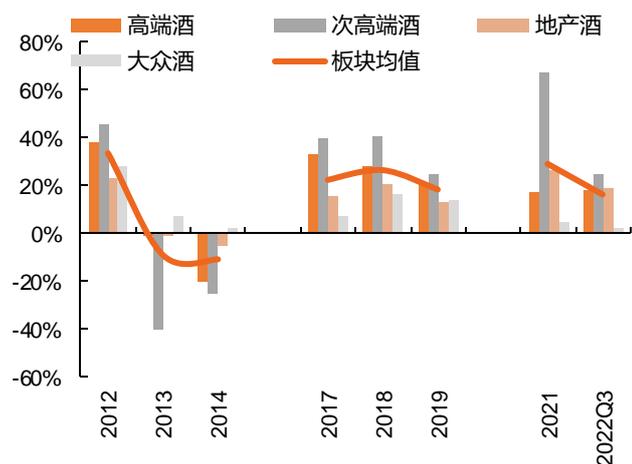
图表20 对比 2013 年及 2018 年各层面表现

	2013	2018	2022
宏观	GDP 全年增速 7.8%，社零增速较平稳	GDP 全年增速 6.8%，社零总额增速下滑	GDP 季度同比波动显著，GDP 与社零总额压力均较大
渠道	批价由高位迅速下行，回落幅度较大	茅五批价上涨趋势停滞，库存水平增加，动销受阻	批价小幅波动且波幅可控，行业内动销表现分化，整体结构性向好
基本面	受三公消费限制显著影响	无重大变化	增速稳健
估值水平	估值低位缓增，13 年底为 28 倍	高位回调见底后回升，18 年底仅为 20 倍	估值高位回落，目前板块平均仅为 16 倍

资料来源：Wind，平安证券研究所

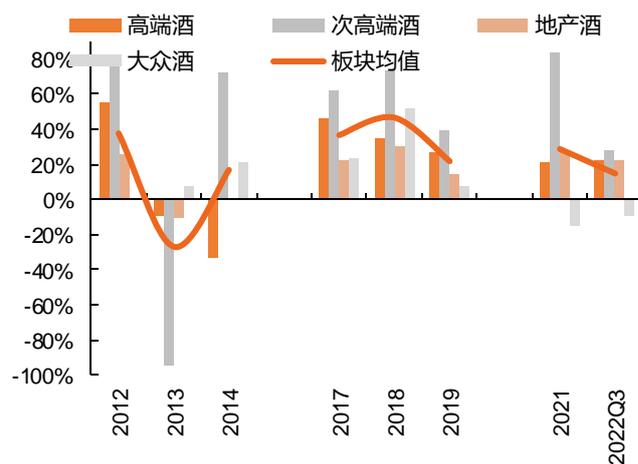
本轮调整的基本面表现稳健，渠道管控较 2018 年更为优化。今年板块业绩延续了增长态势，营收与归母净利均表现稳定。从渠道看，该轮调整中各酒企的管理能力及渠道管控力均有所提升，茅五批价小幅波动且波幅可控。二季度淡季叠加疫情影响，动销明显放缓，三季度疫情好转后叠加双节需求回补，各酒企库存水平改善，各厂商通过渠道控货，保证终端价格坚挺且库存水平良好。分价位带看，高端酒整体抗压性更强，动销库存均表现优异，次高端酒分化明显，在需求场景受损下业绩表现更取决于其渠道管控能力。

图表21 对比 2013 年及 2018 年营收增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

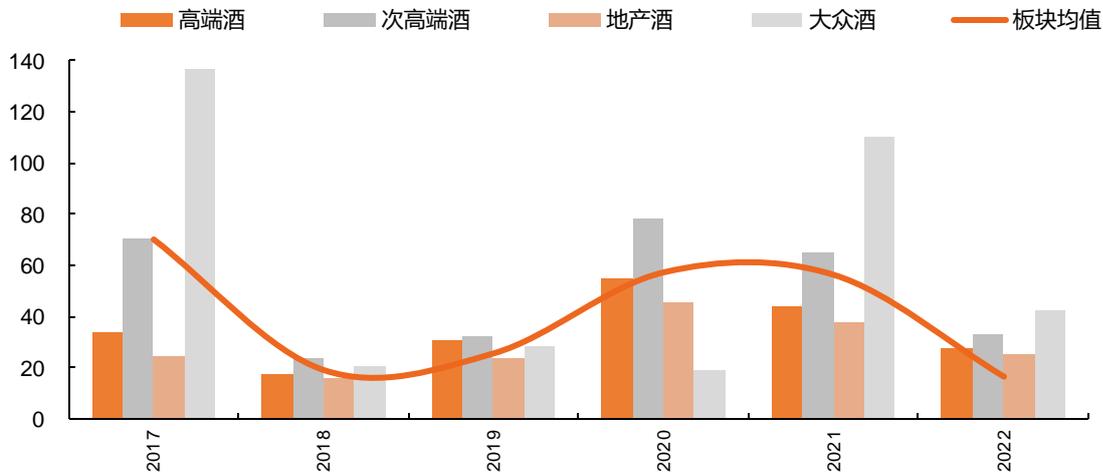
图表22 对比 2013 年及 2018 年归母净利润增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

基本面稳中向好，展望 23 年宏观改善后的行业回弹。本轮调整中需求逻辑并未发生改变，仅因受疫情影响下需求场景暂时缺失，且各厂商渠道管控能力均有所提升，库存、动销和价格均并未显著受扰动。目前市场悲观预期已逐步消化见底，板块估值处于低位，展望 23 年，我们预计，随着疫情对需求场景的冲击进一步缩小，且宏观经济逐步温和复苏，板块表现有望在需求场景和消费信心双回暖的背景下逐步显现弹性。

图表23 2017-2022年 PE-TTM

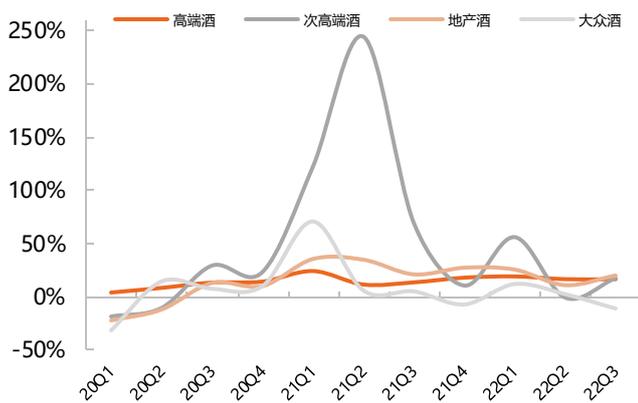


资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 2.3 对比 20 年行情：高端酒确定性突出，引领复苏趋势初显

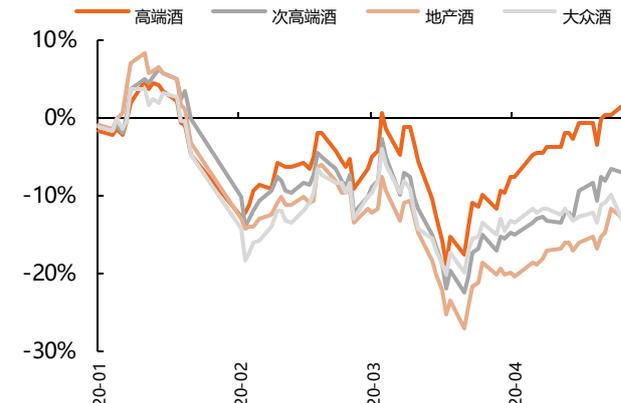
2020年初疫情爆发拉动板块下行，高端酒业绩稳健引领疫后复苏。从行业基本面看，2020年初疫情导致聚会、社交等需求大幅下降，一季度行业营收增速大幅受损，且各价位带业绩分化明显，除高端酒展现强韧性外，其余酒企业绩增速均至下半年才回正。从渠道看，春节后茅五泸批价受疫情影响下行至低点，二季度起随着厂商控货挺价及宏观宽松流动性支撑，茅五泸白酒价格景气度向上，高端酒渠道韧性与终端需求均更为坚挺，动销在疫情影响下最快恢复。从市场表现看，疫情爆发后板块跌幅显著，二月小幅回升后再次回落，直至4月底高端白酒涨幅率先回暖，带领板块进入上行行情。该轮调整中高端酒业绩、渠道与股价表现受疫情影响程度最低，展现出行业不确定性背景下的稳定韧性。

图表24 对比 2020 年各价位带营收增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表25 2020年初下行市场股价表现

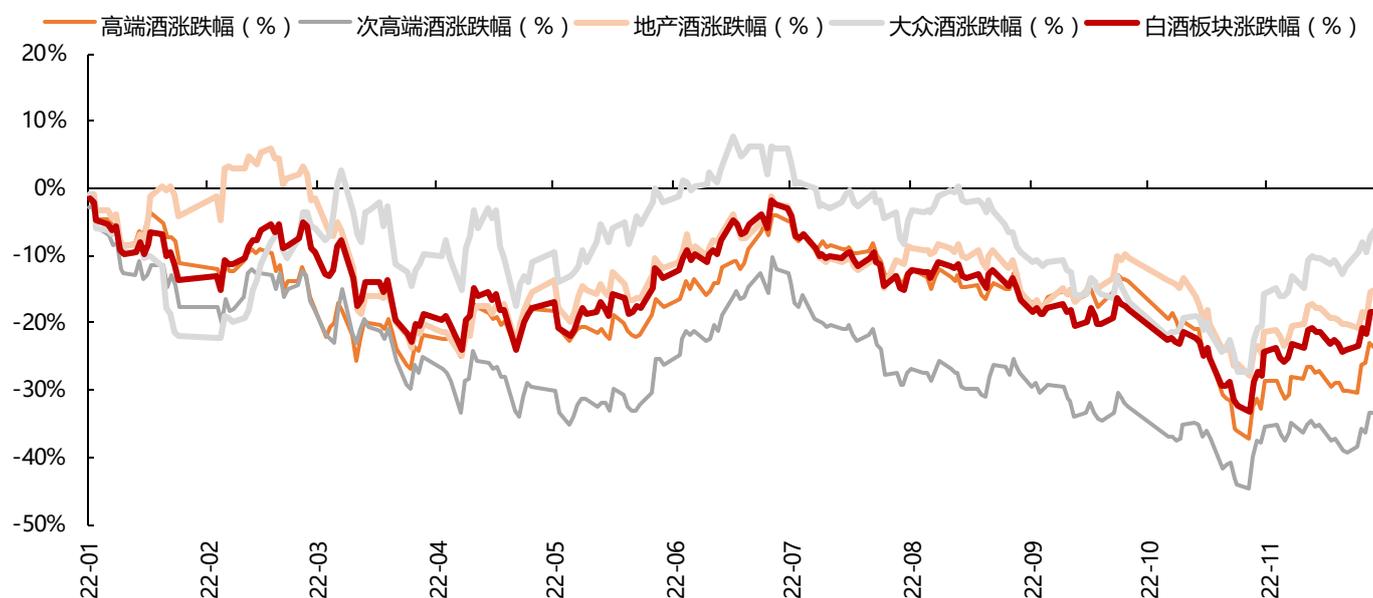


资料来源: Wind, 平安证券研究所

板块表现与 20 年相似，高端酒有望复制疫后复苏趋势。今年 3 月起疫情散发带来消费需求受损，GDP 与社零数据均表现疲软，除高端酒外，众多酒企二季度业绩表现不佳；7 月起社零数据呈恢复势头，叠加双节消费需求回补，Q3 各价位带业绩

表现回暖。分价位带看，今年高端酒业绩坚挺增速稳定，次高端酒业绩 Q3 实现反弹，增速重回板块第一，与 20 年疫后复苏的市场表现相似。

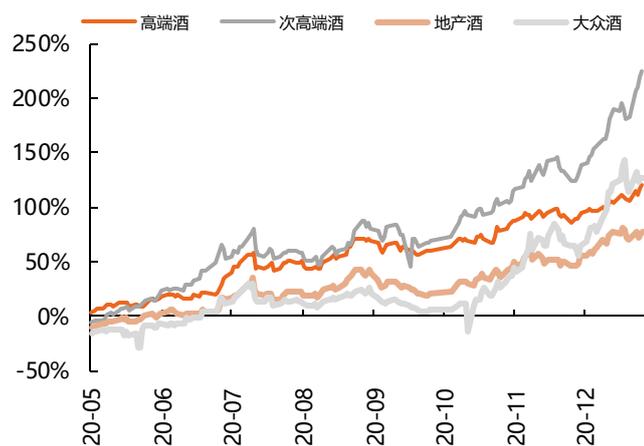
图表26 2022 年至今板块股价涨跌幅



资料来源: Wind, 平安证券研究所

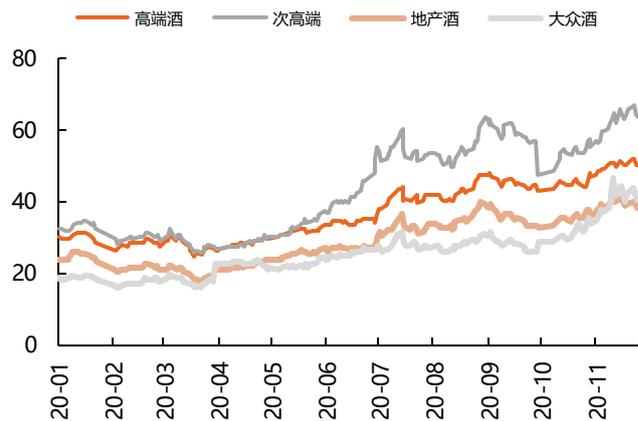
估值水平较低，次高端或显高弹性。回顾 2020 年，板块估值水平与股价表现走势同步，于一季度末触底，在市场需求与信心回暖后出现回升，其中次高端板块呈现高弹性，估值水平领先板块平均。当前板块股价表现前期受损明显，修复弹性大，板块估值水平较低，自 22 年初的 60x 回落，排除大众酒影响，目前估值中枢仅为 30x。

图表27 2020 年疫后复苏板块股价表现



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表28 2020 年 PE-TTM 走势



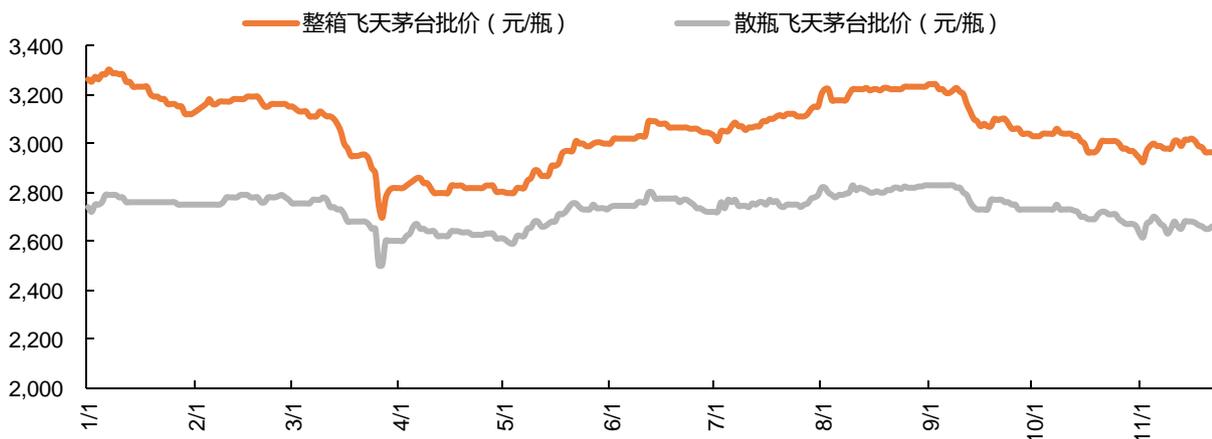
资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 2.4 未来展望：23 年维持乐观预期，短期调整不改长期消费升级趋势

### 2.4.1 茅台短期批价承压，长期确定性高

经历两轮短期回调，全年价盘相对稳定。2022年，飞天茅台批价经历了两轮短期回调，整体价盘相对稳定。第一轮回调为3月份，全国疫情多发下消费场景缺失影响，叠加“i茅台”平台上线引发市场对于茅台供给增加的担忧，飞天茅台批价短期下滑至散瓶2,550元，整箱2,750元，但5月起市场信息逐步回升带动茅台批价攀升，散瓶回升至2,700-2,800元之间，整箱回升至3,000-3,200元区间。第二轮回调为中秋国庆双节期间，由于发货量加大，批价短期下调，公司主动调整发货节奏稳定批价。短期看，受整体经济环境影响，茅台批价有下行压力；但长期来看，批价下探幅度有限，主要得益于茅台的高品牌壁垒和强抗风险能力，终端需求仍具有较强支撑力。

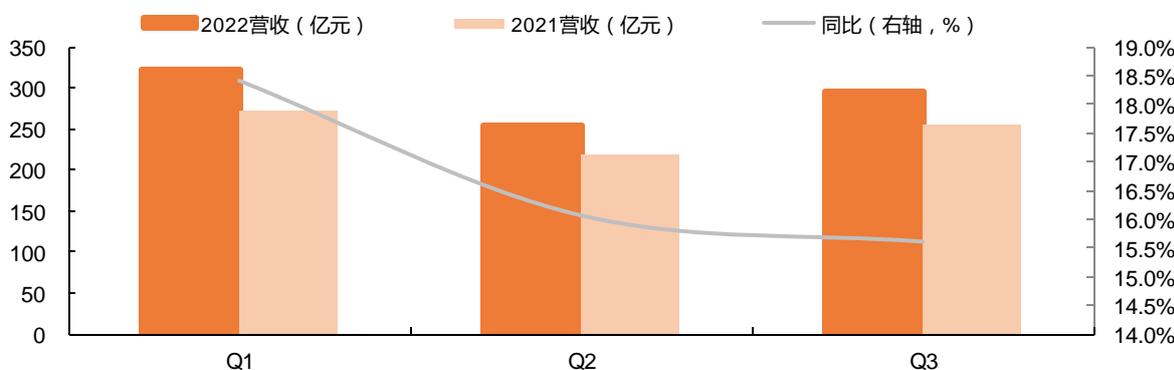
图表29 2022年飞天茅台批价走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

逆周期增长稳健，行业景气度不改。2022年Q1-Q3，茅台分别实现营收322.96/253.21/295.43亿元，同比增长18.4%/16.1%/15.6%，在疫情扰动叠加经济下行的背景下依旧维持了15%以上的增速，凸显了行业龙头的经营韧性。根据公司公告，截至2022年11月21日，2022年度公司茅台酒含税销售收入突破千亿元，高达1005.69亿元，对应营业收入894.08亿元。产品端，普茅需求坚挺、系列酒发展加速、非标产品投放增加，带动整体吨价进一步上涨；渠道端，直营占比持续上升，专卖店建设日趋完善，12月底前预计全国范围内第三代专卖店升级换新，三代专卖店将接入公司数字化系统，提升渠道管控水平，同时，“i茅台”平台自上线以来表现亮眼，持续释放积极信号。作为行业景气度标识，茅台长期发展确定现性较高。

图表30 贵州茅台2022年各季度营业收入与同比变化

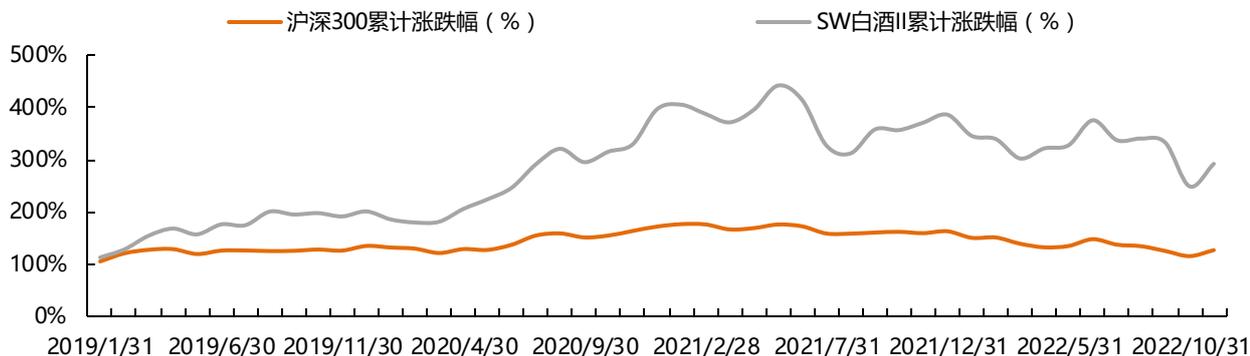


资料来源: Wind, 平安证券研究所

#### 2.4.2 23 年维持乐观预期，短期调整不改长期消费升级趋势

**短期行业波动，23 年乐观预期。**受多地疫情反复、经济下行影响，短期内白酒动销承压，渠道信心下滑，市场调整；但在强品牌力和蓄水池的支撑下，厂家全年信心犹存，尤其回顾历史周期，白酒具备穿越周期的能力。展望 2023 年，我们维持乐观预期。影响此轮白酒周期的主要因素为需求侧消费场景缺失，随着疫情防控边际好转，终端需求或有所恢复。其中高端白酒确定性高，受疫情扰动影响最小，预计率先走出困境；次高端价格带极具弹性，历轮周期中反弹增速领先，重点关注疫后修复；地产酒有望受益“返乡潮”与宴席回补，且今年苏皖地区受疫情影响小，有望延续良性增长态势；中端及大众酒受益餐饮场景复苏，关注光瓶酒的结构升级机会。从行业周期来看，市场景气度下滑，渠道与终端消费信心不足，行业洗牌或加快，品牌与渠道将进一步向头部集中，加速行业分化局面。

图表31 2019 年至今白酒板块显著跑赢沪深 300 指数



资料来源: Wind, 平安证券研究所

**吨价稳步提升，长期消费升级。**2019 年至今，白酒行业在新冠疫情与经济增长压力双重冲击下，主流酒企吨价仍呈现逐年上涨趋势，彰显了白酒极具韧性的终端需求与消费者持续提升的消费能力。分价格带来看，高端白酒吨价涨幅最大，19-21 年增长 17%/14%/13%，持续打开行业天花板，带动行业整体价格上行；次高端白酒近两年增速较快，分别增长 15%和 10%，主要得益于各酒企纷纷布局千元价格带产品，拉升了平均吨价；地产酒以徽酒、苏酒为代表，受益于地方经济景气度提升，价格稳中有升，19-21 年增长 10%/6%/11%；中端及大众酒近两年增速有所放缓，未来在高线光瓶酒渗透提升的带动下，有望延续升级趋势。展望未来，白酒作为消费品兼具社交、收藏、标品三重属性，终端需求相对稳定。随着疫情管控措施进一步优化、经济逐步复苏，居民消费能力恢复，白酒消费升级趋势有望持续。

图表32 2019-2021年主要上市酒企吨价情况(百万元/吨)

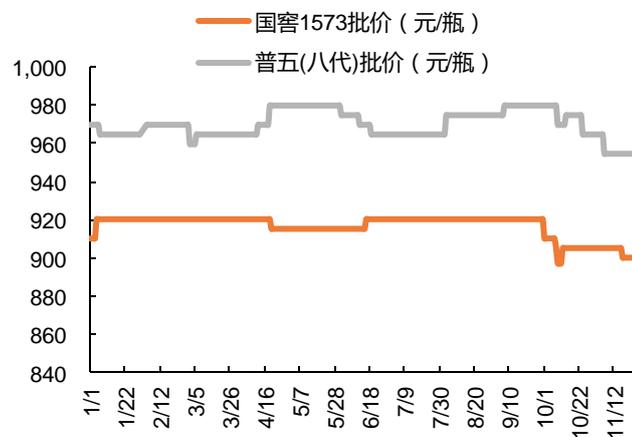
	证券简称	2019	2019同比	2020	2020同比	2021	2021同比
高端	贵州茅台	13,201.98	12%	14,803.01	12%	15,963.48	8%
	五粮液	3,014.16	45%	3,539.33	17%	3,617.27	2%
	泸州老窖	1,094.42	25%	1,360.29	24%	2,623.37	93%
	平均值	5,770.19	17%	6,567.54	14%	7,401.37	13%
次高端	山西汾酒	934.14	-27%	1,136.97	22%	1,309.52	15%
	舍得酒业	2,075.17	14%	1,712.56	-17%	1,260.67	-26%
	酒鬼酒	1,914.67	11%	1,999.50	4%	2,739.20	37%
	水井坊	2,619.35	-14%	3,821.78	45%	4,188.83	10%
	平均值	1,885.83	4%	2,167.70	15%	2,374.56	10%
地产酒	迎驾贡酒	744.47	12%	794.34	7%	900.09	13%
	古井贡酒	1,146.99	10%	1,177.59	3%	1,304.31	11%
	洋河股份	1,191.32	10%	1,305.51	10%	1,339.05	3%
	今世缘	1,537.14	11%	1,604.94	4%	1,993.95	24%
	口子窖	1,345.90	7%	1,428.17	6%	1,440.41	1%
	平均值	1,193.16	10%	1,262.11	6%	1,395.56	11%
中端及大众酒	顺鑫农业	206.91	7%	223.89	8%	226.17	1%
	老白干	934.90	24%	1,078.59	15%	1,152.65	7%
	伊力特	816.69	11%	915.48	12%	1,012.84	11%
	金徽酒	2,275.39	5%	2,881.22	27%	2,591.19	-10%
	金种子酒	1,514.40	32%	991.32	-35%	1,340.00	35%
	平均值	1,149.66	16%	1,218.10	6%	1,264.57	4%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 2.4.3 千元价格带扩容, 次高端价格带或成未来最大机会点

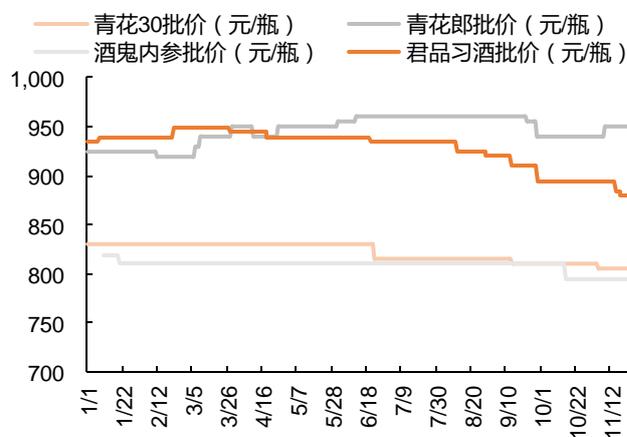
千元价格带短期降速, 长期依旧维持扩容态势。受经济下行因素影响, 持续扩容的千元价格带今年呈现出量价齐平甚至发展降速局面。从批价来看, 除五粮液和老窖价格相对坚挺外, 其余次高端产品价格均有所回落。五粮液 2022 年以来坚决贯彻挺价战略, 八代普五价格维持在 970 元左右, 国窖 1573 同样坚持控货挺价, 批价维持在 920 元左右, 但近期受厂商开门红打款、经销商去库存回款影响, 其批价分别回落至 955 元和 900 元。五粮液作为千元价格带标杆产品未能实现批价破千, 使得其余产品提价受阻, 800-1000 元价格带主力产品青花 30、习酒、酒鬼内参、青花郎年内批价都有所下行。但长期来看, 我们认为消费升级趋势仍将延续, 未来千元价格带仍将进一步扩容, 打开次高端天花板。

图表33 五粮液、泸州老窖批价走势(元/瓶)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

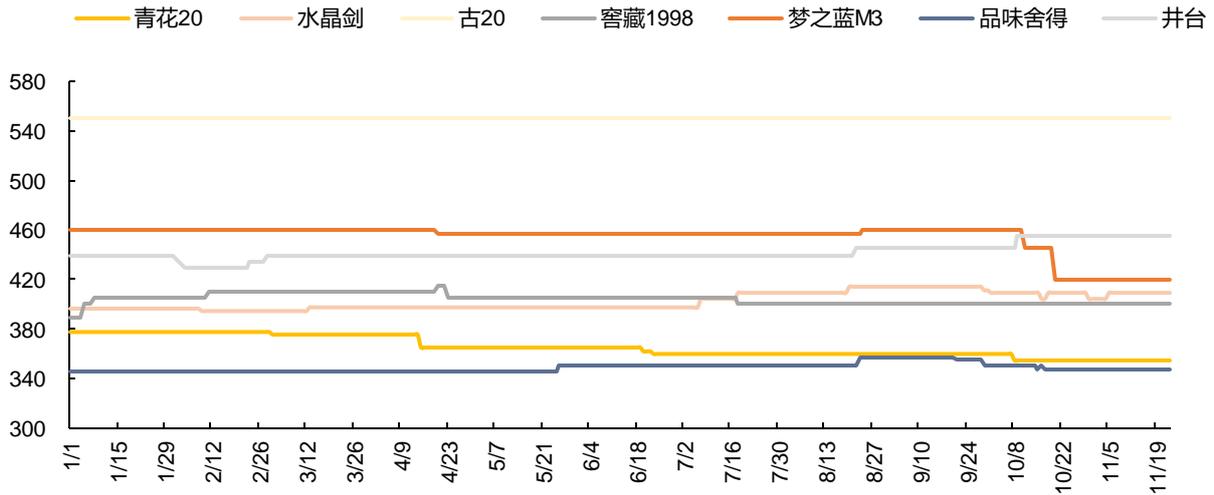
图表34 千元价格带产品批价走势(元/瓶)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

次高端价位带潜力足。300-600 元的次高端价格带主要玩家为次高端酒企与地产酒企，消费场景以个人消费及宴席为主，承接了中端及大众酒向上升级的需求和部分高端价位带消费降级的需求，因此次高端价格带具有相对扎实的消费基础。2022 年内，该价格带批价整体稳定。古 20 批价稳定在 545 元，井台批价上涨 15 元，青花 20、水晶剑、习酒 1988 批价小幅回落。我们认为次高端价格带单品将持续受益于行业集中度提升、中端酒消费升级以及短期消费下探需求，有望成为未来最大机会点。

图表35 500 元价格带产品批价走势 (元/瓶)

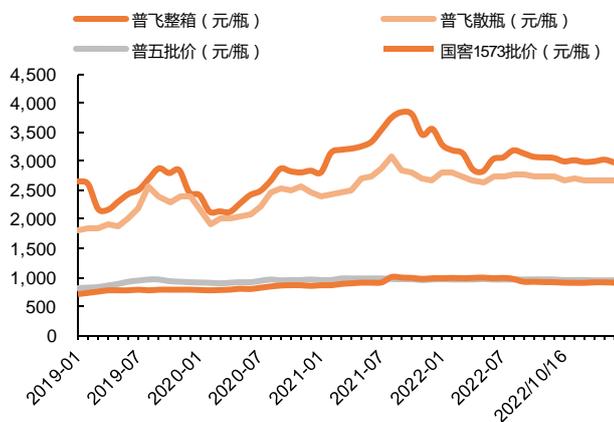


资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 2.5 高端白酒：稳健增长韧性十足，需求刚性抗风险强

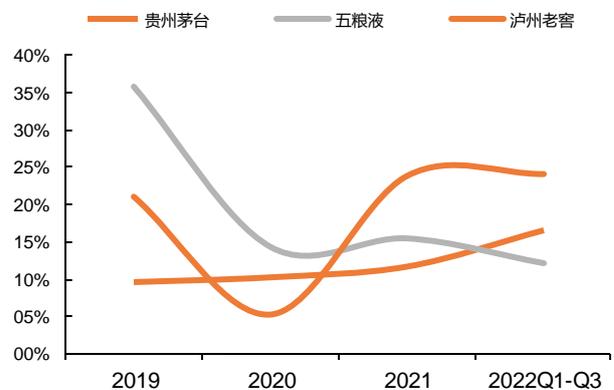
高端白酒受疫情影响较小，刚性需求彰显价格韧性。茅台一批价在中秋国庆前后有所上升，后续又呈现下跌趋势，但未跌破 2500-2600 元支撑位。普五和国窖 1573 批价趋于平稳，整体波动较小。2022 年前三季度高端白酒板块实现总营收 1630.90 亿元，同比增长 15.8%，实现归母净利润 726.06 亿元，同比增长 19.3%。其中贵州茅台/五粮液/泸州老窖 Q1-Q3 营收分别同比增长 16.5%/12.2%/24.2%，归母净利润分别同比增长 19.1%/15.4%/30.94%，维持稳健增长态势。

图表36 2019-2022 年普飞、普五、国窖 1573 批价



资料来源: Wind, 平安证券研究所

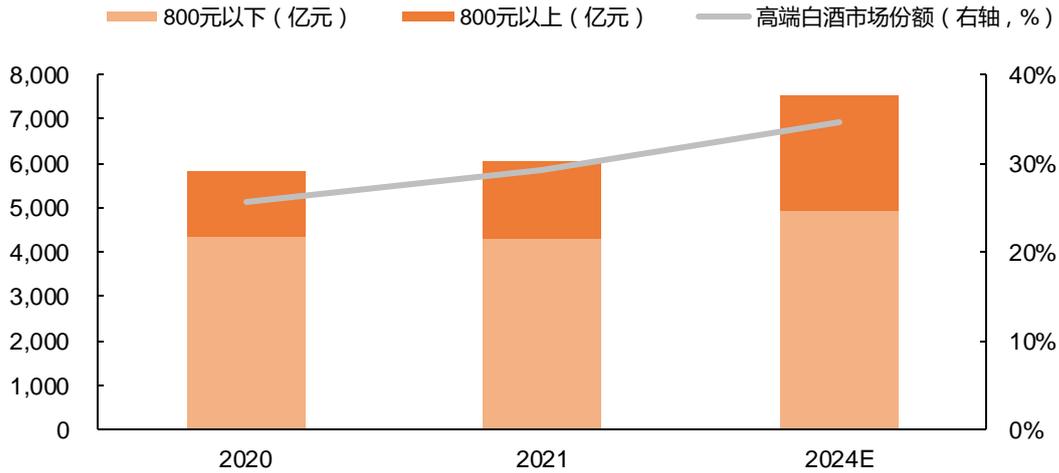
图表37 2019 年-2022 年茅五泸前三季度营收增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

经销商优先打款名优酒企，行业马太效应加剧。在疫情以及宏观经济的双重压力下，与前些年经销商青睐高利润的小品牌白酒不同，当前经销商更倾向于优先打款具备强品牌力支撑的名优酒企，高流通、高周转的特质保障了经销商的经营现金流。同时，头部酒企具有更加成熟的运营能力及抗风险能力，能够通过及时高效的运营策略调整，将短期波动对企业的冲击降到最低。头部企业品牌力、产品力、渠道力全面领先，亦能够为企业业绩提供保障，在不确定性的市场环境下提供增长确定性。因此，我们认为高端白酒的长期向好趋势不改。

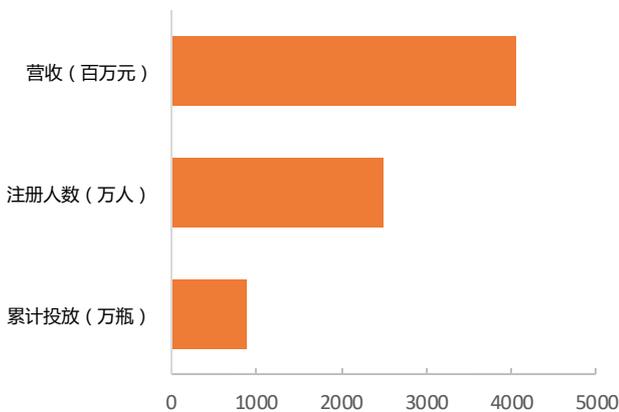
图表38 高端白酒市场规模及占比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

**茅台: 产品、营销渠道推动, 营收平稳增长。**随着公司多项改革持续推进, 营销体系日渐完善, 产品结构延续升级, 在品牌力的支撑下公司有望释放新的增长动能。疫情扰动下, 公司主要产品需求稳健, 需求端依然强劲, 彰显出行业龙头的韧性。公司 Q3 营收/归母净利润同比+15.6%/+15.8%, 延续了年初以来的持续增长, 全年计划稳步推行。从渠道角度来看, 22Q3 茅台直销渠道收入同比+111.0%至 109.3 亿, 得益于“i 茅台”的亮眼表现。截止 22Q3 公司合同负债 118.4 亿, 同比环比均显著增加, 经营业绩稳健。三季度经销商飞天配额保持平稳, 精品、年份酒等非标产品投放力度加大, 产品结构叠加渠道改革下利润继续快于收入, 回款有序进行。

图表39 i 茅台销售表现



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表40 i 茅台平台产品矩阵

销售方式	产品	零售价 (元/瓶)
线上销售	飞天 53%vol 100ml 茅台酒	399
	飞天 43%vol 500ml 茅台酒	1099
	43%vol 500ml 茅台酒(喜宴·红)	1099
	茅台王子酒(金王子)	338
	茅台迎宾酒(紫)	218
申购	500ml 茅台酒(彩釉珍品)	4599
	500ml 茅台酒(壬寅虎年)	2499
	375ml * 2 茅台酒(壬寅虎年)	3599
	500ml 茅台 1935	1188

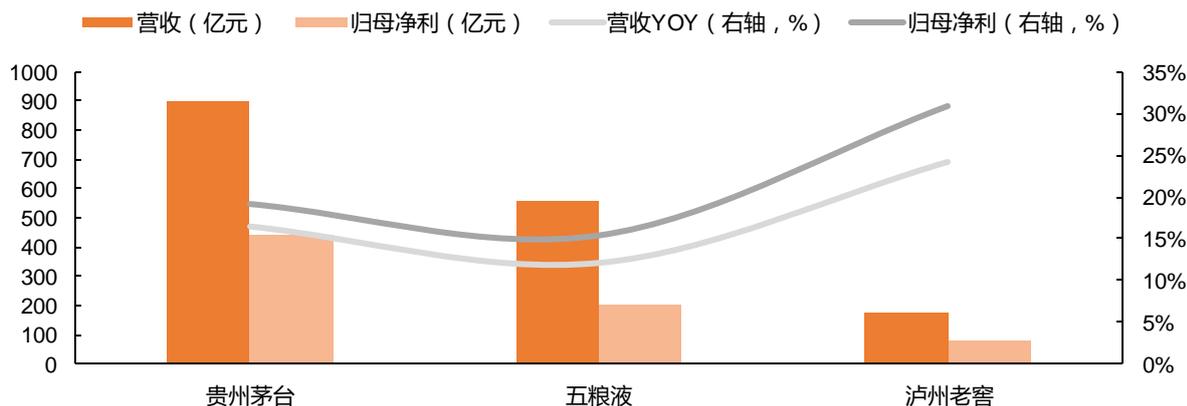
资料来源: Wind, 平安证券研究所

**五粮液: 结构优化效果持续释放, 继续推进渠道升级。**公司持续优化产品体系。五粮液产品上, 第八代五粮液千元价格带核心地位持续巩固, 经典五粮液发力 2000 元+白酒市场, 其文化定制产品研发渐成体系, 持续以高品质美酒满足消费者的品

质需求。公司渠道布局显著优化，传统经销模式与直销模式相结合。目前，公司传统经销渠道、直销团购渠道、创新渠道分工明确、互为补充，渠道布局显著优化，直销渠道占比持续提升，数字化进程持续推进。

**泸州老窖：核心产品同步发力，“百城融合”推动高速增长。**泸州老窖 22 前三季度实现较高的增长，实现收入 175.25 亿元，同比增长 30.9%。分产品看，黑盖明年起或开始放量，低度国窖产品起势，在品牌及市场口碑方面均有较强优势，或将成为公司业绩新的助推力。在渠道上，公司积极探索布局新零售赛道，公司持续推进“百城融合计划”为 Q3 的增长奠定了良好的渠道基础，有效化解疫情对动销的影响。

图表41 2022 年前三季度茅五泸业绩表现

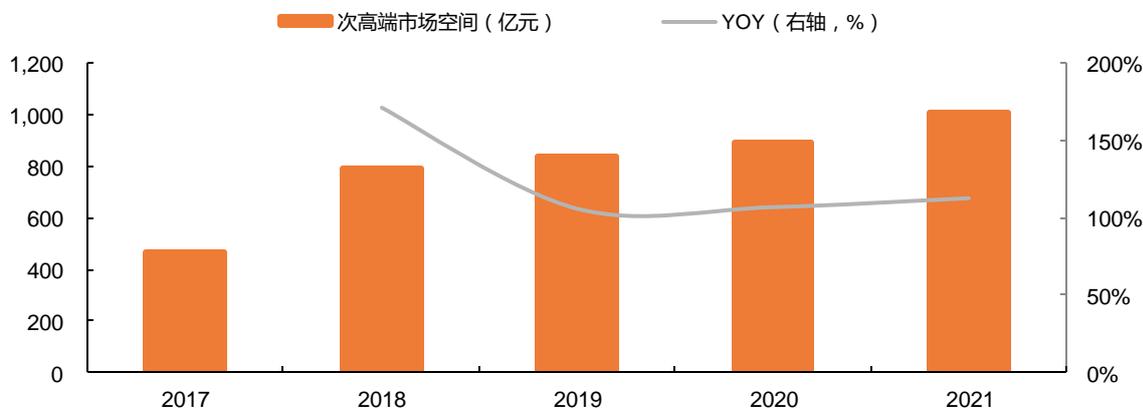


资料来源：Wind，平安证券研究所

## 2.6 次高端白酒：疫后复苏首选板块，扩容确定弹性领先

行业 beta 显著，兼具成长性与确定性。次高端白酒于 21 年实现高速增长，22Q1 在高基数下依旧达成亮眼业绩，收入同比增长 47.7%，远高于其他细分市场增速。在消费升级趋势的推动下，未来 3 年次高端依旧是扩容最为确定的价格带，具备高弹性与可观的发展潜力。目前我国次高端市场逐渐形成了全国性区域龙头和地产名酒抗衡的局面，消费升级带来的价格带上移成为次高端市场发展的主要推动力，具有核心竞争力的次高端龙头将在行业集中度进一步提升中享受升级红利。

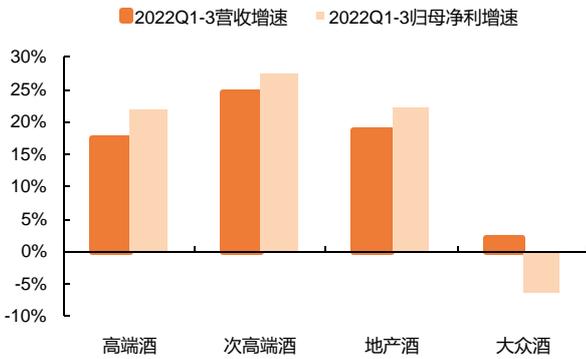
图表42 次高端白酒市场空间及增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

次高端疫后复苏弹性领先于其他价位带。22Q2 受疫情扰动影响，次高端酒营收平均同比下降 0.1%，消费场景恢复后展现高弹性，22Q3 营收/归母净利润平均同比增长 18.1%/35.9%，营收与归母净利润增速均领先板块，且多家酒企利润表现超业绩预告。其中山西汾酒与舍得酒业利润端表现亮眼，归母净利润分别同比+57.0%/+55.7%，得益于二季度的主动控量和产品结构持续升级。酒鬼酒营收端增速平稳，利润端因费用优化表现超预期，水井坊高档产品受疫情影响增速有所放缓。

图表43 各价格带酒企 22Q3 营收与归母净利润增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表44 次高端酒 22Q1-3 营业收入及业绩表现

证券简称	2022Q1		2022Q2		2022Q3	
	营收 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	营收 (亿元)	同比 (%)
山西汾酒	105.3	43.6%	37.1	70.0%	48.0	0.4%
舍得酒业	18.8	30.9%	5.3	75.8%	11.4	-16.3%
酒鬼酒	16.9	86.0%	5.2	94.5%	8.5	5.3%
水井坊	14.2	14.1%	3.6	-13.5%	6.6	10.4%
平均		43.7%		56.7%		-0.1%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

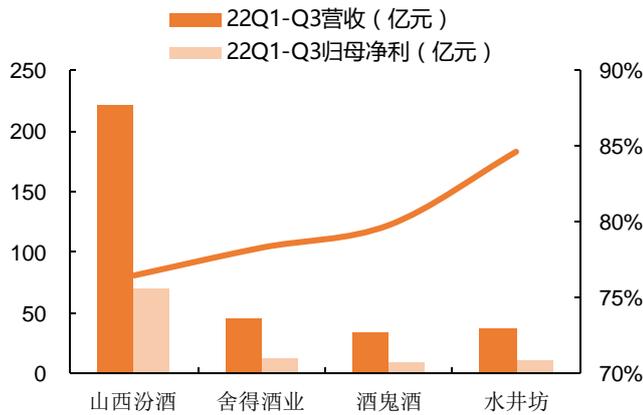
**汾酒：高增长+高确定性的优质标的。**22 年前三季度汾酒实现营收 221.4 亿元，同比增长 28.3%，成功超越老窖成为行业营收第四。汾酒作为清香龙头，在一众酱香浓香酒企中实现了差异化突围，在“汾老大”品牌力的加持下相较其他酒企招商难度更小。公司“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略效果显著，21 年营收规模已近 200 亿，产品高端化策略有助于品牌地位提升及圈层拓展，跟随行业发展享受扩容红利。

**舍得：业绩提振叠加渠道优化，全年增长确定性高。**22 年前三季度舍得表现亮眼，实现营收 46.2 亿元，同比增长 28%。其中中高档酒增速显著，前三季度营收达 7.5 亿元，同比增长 32.4%，带动毛利率明显改善。在渠道上，公司加强经销商评估，对回款能力或经营能力较弱经销商实施协商退出，截至 Q3 共有经销商 2312 家，Q3 净退出 142 家。在控货挺价的渠道战略下，公司业绩环比提振明显，回款进度有序推进，全年有望延续健康增长态势。

**酒鬼酒：全国化进程加快，渠道管控精细化。**22 年前三季度酒鬼酒增速领先次高端板块，实现营收 34.86 亿元，同比增长 32.05%；实现归母净利润 9.72 亿元，同比增长 34.98%。公司于九月低发布管理层增持计划，彰显管理层对公司未来长期稳健发展的信心。在市场布局上，酒鬼酒进一步加快全国化进程，省内采取“一区一商，一品一商”推进扁平化，省外市场通过优商计划，以点带面实现突破。截至 2022H1，公司总客户数达 1479 家，较 2021 年末增长 17.75%，全国核心终端网点达到 2.5 万家，全国地级市覆盖率达 72%，湖南县级市场覆盖率为 99%，渠道基本盘稳定，终端管控进一步精细化。

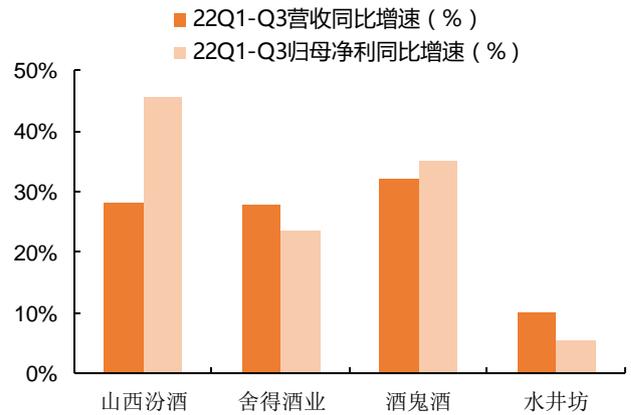
**水井坊：主力市场受疫情影响动销承压，渠道管控加强维持价盘稳定。**22 年前三季度公司实现营收 37.71 亿元，同比+10.15%，归母净利润 10.6 亿元，同比+5.5%，其中营收的增量主要来源于新井台推出及高价位典藏对整体产品组合吨价的拉升。公司主力市场受疫情扰动较为明显，宴席聚饮场景屡屡受限，使得公司终端动销推进受阻，但八大市场中六大市场依旧实现持续增长，部分增速达到两位数。在终端动销受阻与库存水平较高的压力下，公司加强对渠道顺货，目前各产品价盘均表现稳定。因此，我们认为高端白酒的长期向好趋势不改。

图表45 个股 22 年前三季度业绩表现



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表46 个股 2 年前三季度营收及归母净利润增速

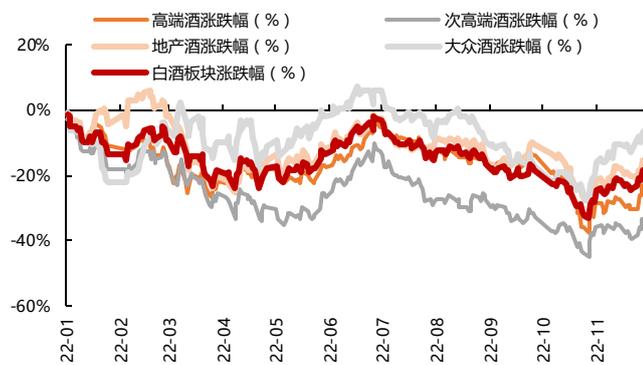


资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 2.7 区域龙头：苏酒徽酒消费升级延续，受益宴席场景回补

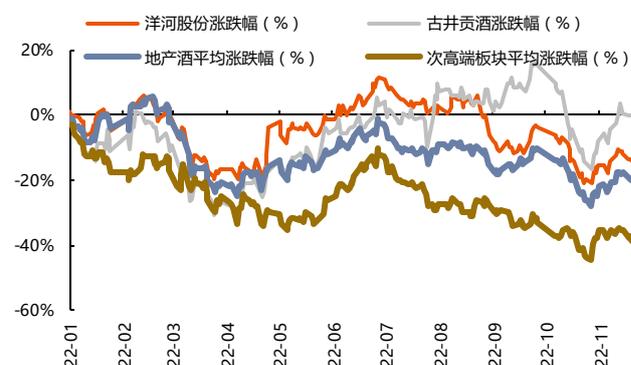
今年以来苏皖地区受疫情影响较小。国家卫健委数据显示，今年 1-10 月安徽、江苏本土新增新冠疫情确诊病例累计数量分别为 1058 和 2201 例，显著低于其余白酒主流消费省份。从细分板块的股价表现看，次高端酒企受疫情影响较大，主力市场动销及招商进程受阻，高端酒受经济下行担忧影响，因而股价表现均落后于板块平均，以自饮为主要需求场景的大众酒受疫情扰动较小，股价表现最优，地产酒股价表现紧随其后。从个股表现看，苏酒徽酒主力市场受疫情影响较小，基本面更稳健，因而苏酒及徽酒龙头洋河与古井贡酒股价表现也更为优异，自二季度起股价表现领先地产酒板块平均水平。

图表47 2022 年以来各板块股价表现



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表48 2022 年以来苏酒徽酒相较其他板块股价表现



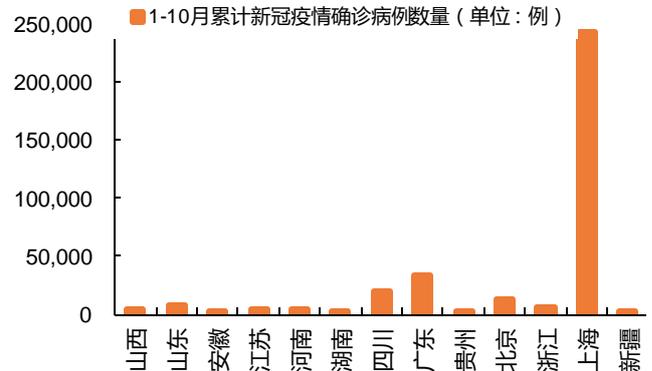
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表49 2022年以来各地区疫情确诊病例数量

2022年1-10月主要白酒省份单月本土新增新冠确诊病例数量(单位:例)													
	山西	山东	安徽	江苏	河南	湖南	四川	广东	贵州	北京	浙江	上海	新疆
2022年1月	2	32	0	5	1014	9	53	304	1	137	202	662	15
2022年2月	16	57	3	149	11	3	88	924	1	130	47	585	0
2022年3月	26	1447	27	241	166	94	290	1907	12	289	432	2102	1
2022年4月	108	137	26	183	74	58	297	462	5	387	412	51887	8
2022年5月	2	18	0	32	276	8	285	249	6	1228	28	4668	3
2022年6月	3	20	10	18	1	8	43	145	0	301	20	247	0
2022年7月	6	95	429	66	41	9	295	681	1	72	41	345	0
2022年8月	40	89	2	35	58	27	1017	892	8	227	183	238	123
2022年9月	13	167	0	57	48	20	1961	1034	727	245	44	337	39
2022年10月	845	77	32	317	193	231	639	2042	27	504	141	115	635
1-10月累计	2120	4246	1058	2201	2750	925	9883	16976	1575	6903	2898	121710	1633

资料来源: Wind, 平安证券研究所

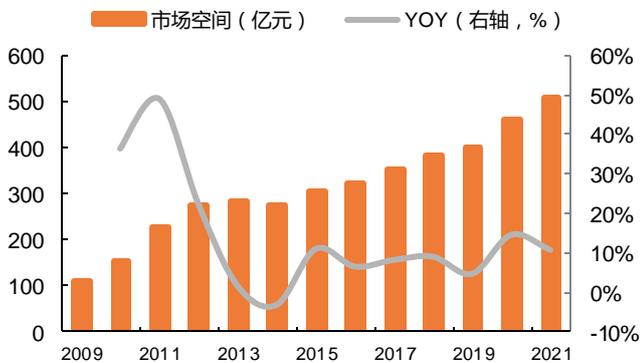
图表50 2022年以来各地区疫情确诊病例数量



资料来源: Wind, 平安证券研究所

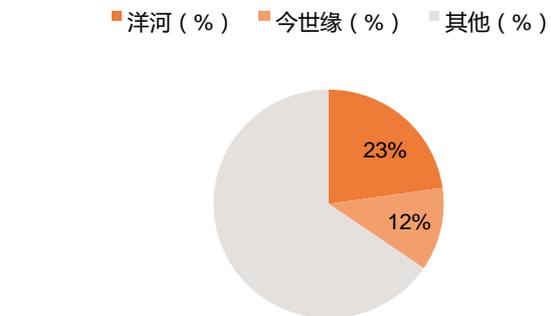
**苏酒:消费升级助力扩容,消费基础坚实。**江苏省经济发展位居全国前列,2021年常住人口达8505.4万人,全省GDP达11.6万亿元,排名全国第二,强劲经济实力与人口总量为白酒市场奠定坚实消费基础。2021年,江苏白酒产量21.32万千升,位居全国第九,市场空间超500亿,仅次于河南省。作为白酒产销大省,省内白酒消费氛围浓厚且宴请场景较多,人群消费偏好以次高端低度酒为主,市场主流价格带领先全国平均水平,300-600元次高端价格带销售占比超40%。省内高端价位由全国化高端白酒主导,次高端价位由省内龙头洋河与今世缘主导。2021年洋河省内收入116亿元,今世缘省内收入60亿元,两强合计已占据21年省内白酒市场35%的市场份额。

图表51 苏酒市场空间及增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

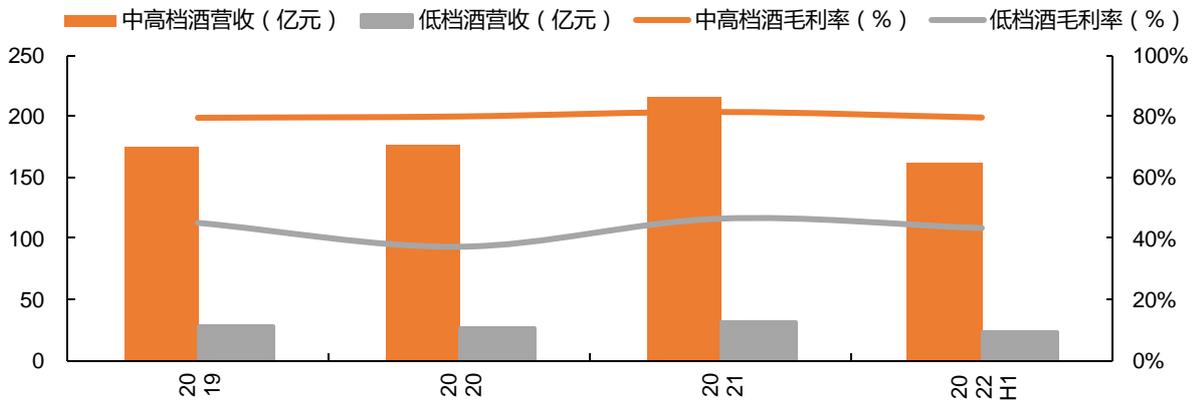
图表52 苏酒市场省内次高端龙头市场份额



资料来源: Wind, 平安证券研究所

**洋河股份:改革红利持续释放,盈利能力稳步提升。**受益于企业改革,22年前三季度公司实现营收264.5亿元,同比增长20.7%,归母净利润90.7亿元,同比增长25.8%;从营收结构看,22H1公司中高档酒营收占比进一步提升至87.5%,目前梦6+省内布局基本完成,重点布局省外市场,享受次高端改革红利;在营销渠道上,公司持续推动数字化改革,通过线上线下结合推动品牌力塑造,多平台拓宽消费者群体,目前公司直播抖音首秀观看人次超千万,“大干70天”回款进度优秀;在疫情合理管控叠加江苏消费的持续升级的背景下,公司目前已基本完成全年回款任务,全年业绩确定性高。

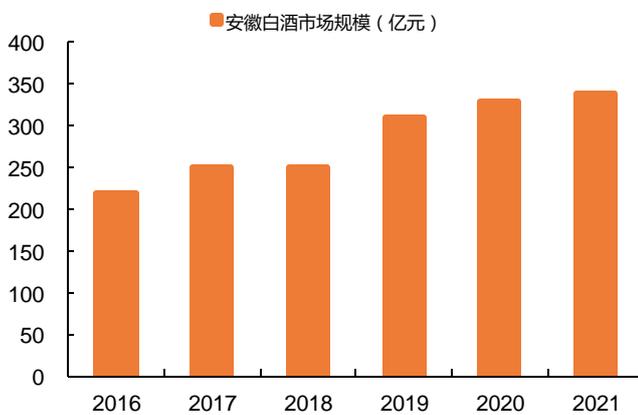
图表53 2019-2021年洋河中高档酒营收及毛利率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

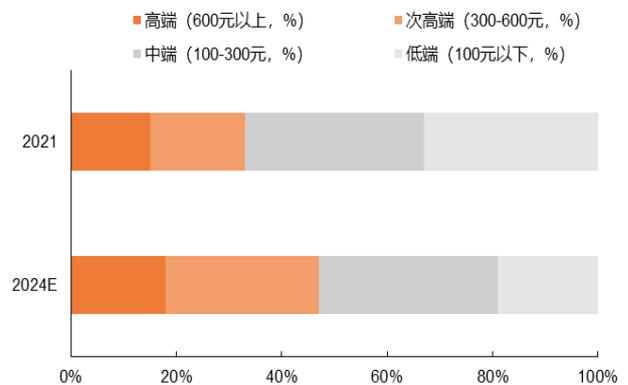
**徽酒：受疫情影响小，全省动销强劲。**安徽作为历史白酒强省，人均饮酒量位居全国第三，21年徽酒市场空间达340亿，消费需求以中端价位带（100-300元）为主，占比约34%，次高端与高端价位带（300元以上）合计占比33%，在消费升级驱动下，预计2024年省内次高端与高端价位带市场占比将达47%。安徽省内白酒行业壁垒较高，形成了由古井贡为首、迎驾贡酒和口子窖随后的一超二强局面，三者市场份额合计占比过半，且增速均表现强劲。本轮疫情中徽酒受影响较小，且得益于返乡热宴席消费扩容，全价位动销强劲，各价格带均实现稳健业绩。

图表54 徽酒市场空间



资料来源: Wind, 平安证券研究所

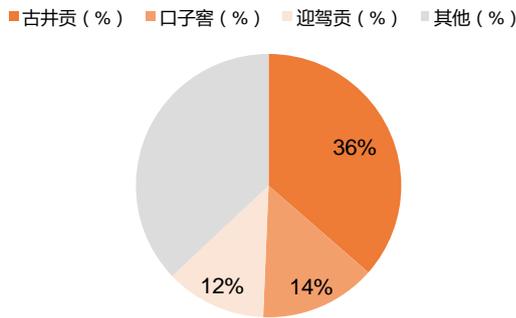
图表55 徽酒各价格带细分市场占比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

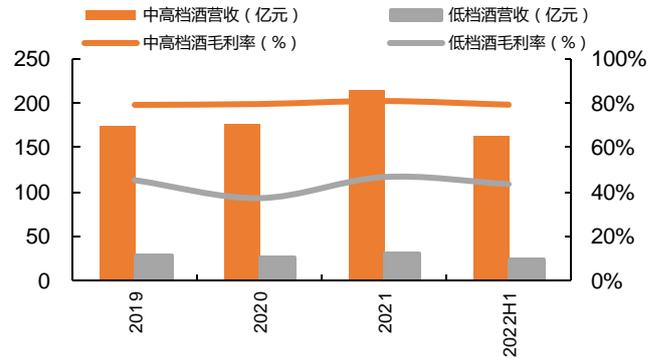
**古井贡酒：徽酒龙头步步高，引领省内消费升级。**22年前三季度，公司实现营收127.6亿元，同比增长26.4%，归母净利润实现26.2亿元，同比增长33.2%。除7月短期疫情扰动外，全年省内市场受疫情影响较小，动销旺盛，华中地区22H1实现营收78.8亿元，同比增长30.8%，目前公司省内市场稳扎稳打，双节动销表现优秀，全年回款几乎完成，并维持良性库存，各项指标优秀行业领先，产品结构持续提升。

图表56 2021年徽酒市场省内龙头市场份额



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表57 2017-2021年古井贡酒产品营收表现

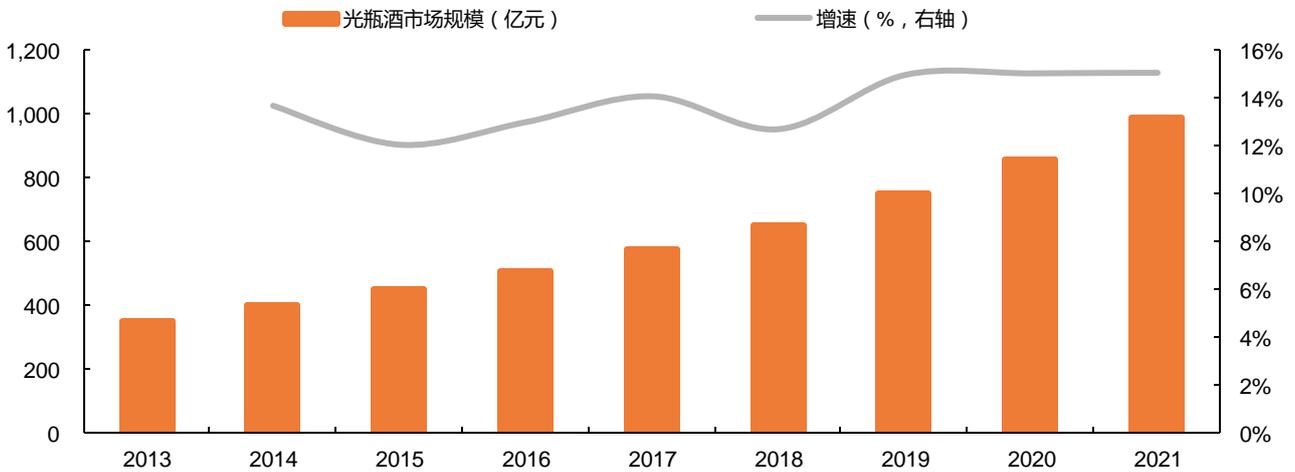


资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 2.7 光瓶酒：国民消费新趋势，有望打造白酒新蓝海赛道

性价比优势凸显，规模持续扩容。在整体经济下行的背景下，消费者逐渐回归理性，更加注重产品性价比，光瓶酒凭借较高性价比成为了新的消费趋势。相比于低端盒装酒，光瓶酒省去了外包装，且大单品均具有品牌背书，顺应了当下大众人群的白酒消费趋势。2019年起，光瓶酒市场规模加速扩张，根据中国酒业协会数据，截至2021年光瓶酒市场规模为988亿元，2019年-2021年CAGR为15%，未来光瓶酒千亿市场值得期待。

图表58 光瓶酒市场空间及增速

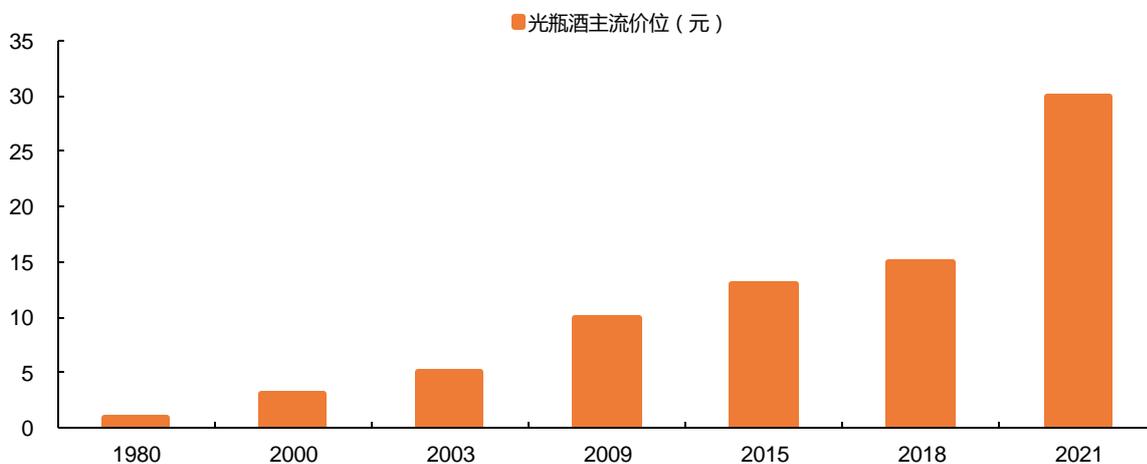


资料来源: Wind, 中国酒业协会, 平安证券研究所

白酒“新国标”落地，光瓶酒顺势升级。2022年6月1日，白酒“新国标”正式实施，对白酒原料界定进行了更新。新国标提升了液态法白酒原料门槛，明确限制原料范围为“粮谷”；同时，添加食品添加剂的酒被单独列为调香白酒，属于配制酒而不再属于白酒。根据“新国标”分类，低线光瓶酒多为调香白酒，酒企为顺应新规定，纷纷对光瓶酒升级换代，推出纯粮发酵白酒，产品品质与价格同步提升，光瓶酒厂家盈利能力有望随之提升。光瓶酒发展持续向好，吸引了诸多名酒加入。山西汾酒大单品“玻汾”势头正盛，成为推广“清香型”光瓶酒新名片；舍得“沱牌”二度归来，致力于打造浓香高线光瓶酒大单品；泸州老窖推出“黑盖”系列，战略布局中高线光瓶酒市场。从主流光瓶酒产品价位来看，已经从20元/瓶以下上升至30元/瓶。我们预计在光瓶酒重回消费者视线的背景之下，光瓶酒有望持续升级，高线光瓶酒或将成为未来最具潜力的

子赛道。

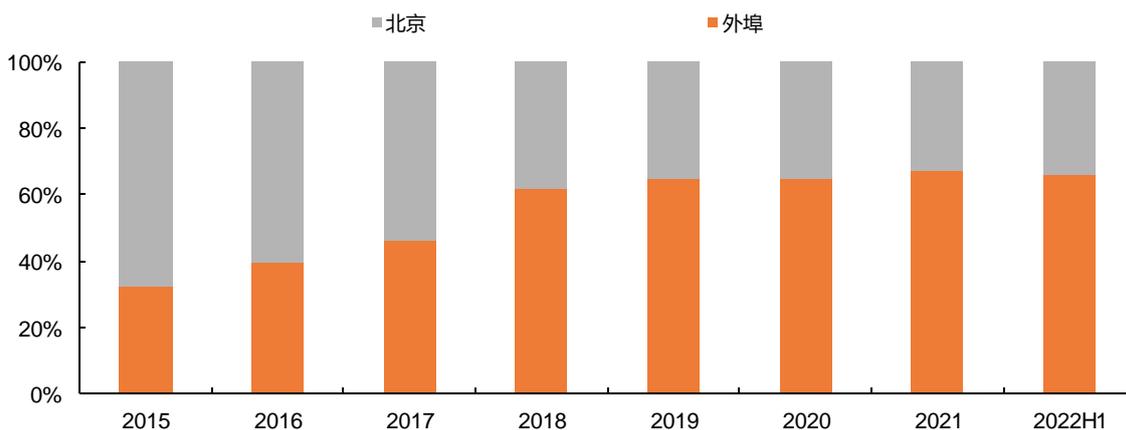
图表59 光瓶酒主流价位变化



资料来源: Wind, 立鼎产业研究中心, 平安证券研究所

**顺鑫农业: 新旧产品齐发力, 京内京外同推进。**产品端, 公司核心大单品“白牛二”前期受新国标影响, 渠道动销有所放缓, 目前随着政策落地, 负面情绪已经充分消化。新国标重新界定了白酒分类, 并未对白牛二产生实质性影响, 凭借高品质与高性价比, 白牛二消费者粘性不减, 终端动销企稳回升, 渠道信心已逐步恢复。同时, 牛栏山推出了基于新国标精心研制的纯粮固态产品“金标陈酿”, 卡位 30-40 元光瓶酒目前核心价格带, 有望成为公司第二增长极。据公司 11 月 11 日公告, 自 2023 年 1 月 1 日起, 拟对包括“白牛二”在内的 5 款产品提价, 有望进一步提升渠道推力, 拉动公司业绩增长。渠道端, 公司坚持全国化战略不动摇, 积极开拓京外市场, 外埠收入占比持续提升, 初步实现泛全国化布局。

图表60 顺鑫农业区域营收占比

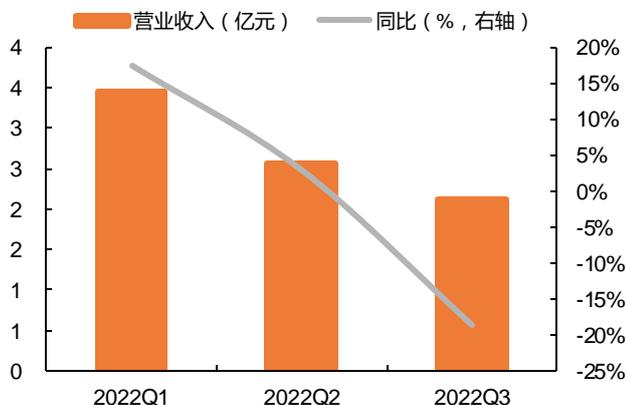


资料来源: Wind, 平安证券研究所

**金种子酒: 华润赋能谋求突破, 馥合香型成长可期。**金种子酒作为“徽酒四杰”之一, 历经多年波折, 于 2020 年业绩重新实现正增长。2022 年 Q1-Q3, 分别实现营收 3.45/2.57/2.13 亿元, Q1、Q2 分别同比增长 17.3%/2.8%, Q3 受疫情与渠道去库存影响, 同比下降 18.7%。公司柔和系列产品主打百元以内中低端市场, 快消品属性相对更强, 较为依赖渠道铺货。随着华润集团战略入股, 有望借助于华润啤酒广泛的渠道网络实现进一步扩张。随着安徽省经济景气度提升, 徽酒背靠省内市场

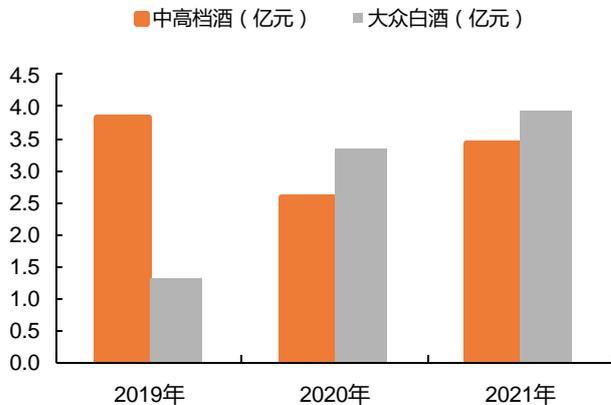
实现了产品升级。金种子酒随之开发特色“馥香型”白酒，定位于300元以上次高端价格带，围绕阜阳核心市场逐步推广，补齐了公司在次高端价格带的空白，未来公司中高端产品规模有望持续扩充，改善整体盈利水平。

图表61 金种子酒营业收入与同比增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表62 金种子酒分产品营收分布



资料来源: Wind, 平安证券研究所

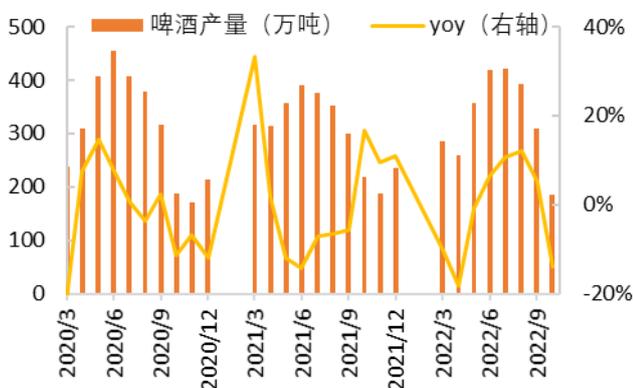
### 三、啤酒：高端化逻辑持续验证，有望实现量价齐升

#### 3.1 旺季产销量恢复，行业集中度持续提升

旺季产量同比恢复，10月受疫情影响产量同比下降。2022年1-10月中国啤酒累计产量达到3130.3万吨，累计同比上升0.6%。从当月产量来看，6月开始同比回正，7/8/9月产量分别同比提升10.8%/12%/5.1%，10月产量同比降低14.1%。从2022年5月以来，随着疫情好转现饮场景逐渐复苏，同时啤酒消费旺季来临叠加各地高温天气频发，啤酒产量和龙头企业销量明显恢复；10月受制于部分地区疫情反复和物流管控，产量同比减少。

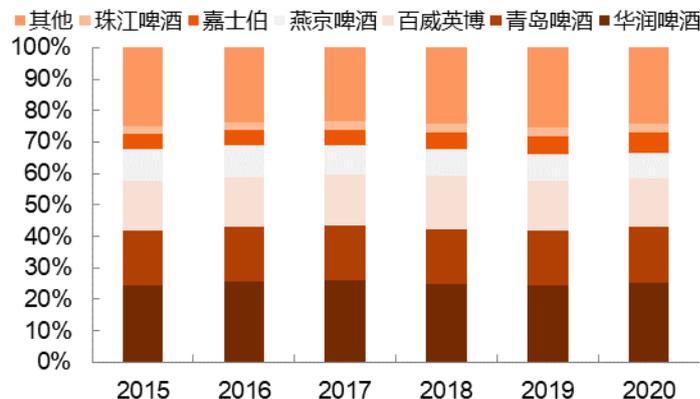
竞争格局稳定，行业集中度进一步提升。根据欧睿数据，2020年行业CR5为73.0%，较2019年提升1.2pct，华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒和嘉士伯继续引领啤酒行业，2020年市占率分别为25.1%、18.0%、15.2%、8.3%、6.4%，较2019年+0.7pct、+0.6pct、-0.7pct、+0.0pct、+0.6pct。

图表63 全国规模以上啤酒企业单月产量及增速



资料来源: ifind, 平安证券研究所

图表64 2020年啤酒行业CR5提升



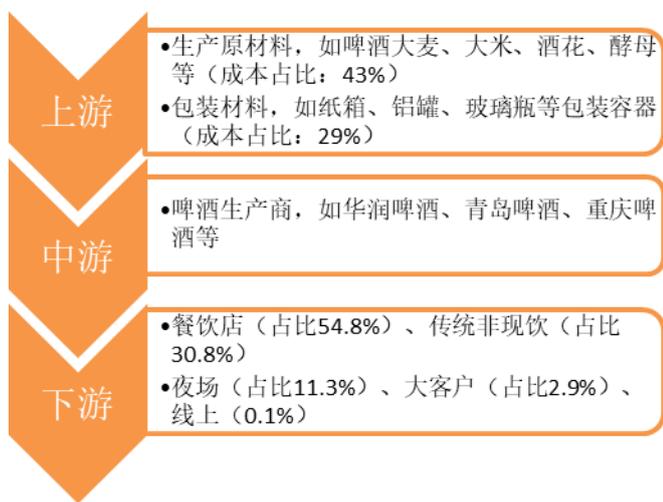
资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

### 3.2 原材料价格高位回落，后续成本压力有望缓解

原材料价格同比回落，Q4及明年业绩有望改善。啤酒包材（浮法玻璃、瓦楞纸、铝合金等）已于上半年开始回落，2022年8月大麦进口单价到达阶段性高点406.46美元/吨，9月出现拐点，下滑至376.85美元/吨，10月略微上升至381.93美元/吨。成本价格下行虽未明显体现在Q3报表，但预计Q4及明年行业吨成本将得到显著改善。

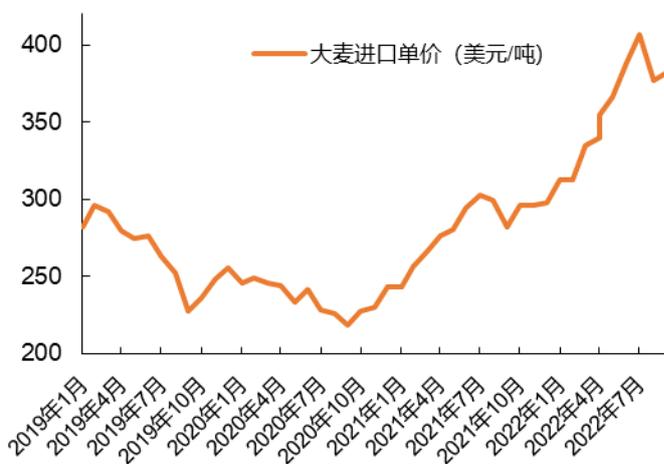
提价对冲，原材料锁价，缓解成本压力。成本驱动下，21年9月起啤酒行业进入新一轮提价周期。主流厂商如重啤21年9月起对疆内外部分产品提价4%-8%，22年2月起逐步对疆外乌苏提价，华润啤酒21年9月起对勇闯天涯出厂箱价提升10%左右。由于本轮提价未能覆盖原材料上涨的幅度，主要企业毛利率端暂未体现出明显改善。另外，企业积极通过长单、套期保值等方式完成对原材料的锁价，在多元化措施下，年内成本上行对企业盈利影响有限，后续成本压力将持续缓解。

图表65 啤酒成本压力向下游传导



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表66 2019年-2022年大麦进口单价（美元/吨）



资料来源：Wind，平安证券研究所

### 3.3 旺季销量贡献更大，吨价持续提升趋势不变

啤酒高端化延续，Q3销量贡献高于吨价提升。2022Q3青岛啤酒/重庆啤酒销量分别为255.90/87.81万吨，同比提升10.64%/1.29%。青岛啤酒销量维持较快增速，而重庆啤酒销量增速放缓主要是西北市场受到疫情管控影响，以及西南市场的部分疫情和高温限电的影响。整体来看，啤酒高端化逻辑不变，但Q3受益于需求恢复和旺季来临，销量贡献显著高于吨价提升。

产品结构升级，吨价持续提升。啤酒行业高端化趋势不改，叠加前期提价逐步兑现，带动行业吨价持续提升，2022Q2青岛啤酒/重庆啤酒吨价分别提升4.85%/3.59%。前三季度青岛啤酒中高档及以上产品销量249.8万千升，同比增长8.2%；重庆啤酒高档类产品实现营收43.09亿元，同比+8.71%，乌苏受疫情影响增速放缓，而重庆和乐堡实现较快增长。

图表67 啤酒重点公司分季度量价拆分

2022Q1	销量 (万吨)	yoy	吨价 (元/吨)	yoy	吨成本 (元/吨)	yoy
青岛啤酒	212.90	-2.79%	4325.10	6.10%	2688.24	6.91%
燕京啤酒	85.38	3.58%	3631.09	7.80%	2376.74	7.13%
重庆啤酒	79.42	11.69%	4825.63	4.86%	2524.73	5.22%
珠江啤酒	23.48	5.24%	3712.99	7.15%	2213.32	10.73%
2022Q2	销量 (万吨)	yoy	吨价 (元/吨)	yoy	吨成本 (元/吨)	yoy
青岛啤酒	259.10	0.47%	3884.42	6.99%	2395.74	5.56%
燕京啤酒	129.80	-0.71%	2933.21	8.30%	1635.12	10.16%
重庆啤酒	85.42	1.84%	4803.60	4.21%	2420.95	4.82%
珠江啤酒	40.60	1.42%	3843.24	6.50%	2124.76	18.82%
2022Q3	销量 (万吨)	yoy	吨价 (元/吨)	yoy	吨成本 (元/吨)	yoy
青岛啤酒	255.90	10.64%	3844.15	4.85%	2383.23	5.25%
燕京啤酒	-	-	-	-	-	-
重庆啤酒	87.81	1.29%	4836.99	3.59%	2340.31	4.52%
珠江啤酒	45.50	-	3689.48	-	2031.65	-

资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 3.4 下半年业绩表现更佳，体现经营韧性

旺季销量提升贡献收入，经营效率改善带来利润增长。2022 下半年虽局部地区疫情反复，但旺季销量显著提升贡献收入，同时啤酒高端化逻辑延续，产品结构持续提升，板块仍表现出较强的经营韧性，成本缓慢下行和费用管控进一步精细化也带动了盈利能力的提升。2022Q3 申万啤酒板块合计营收为 205.16 亿元，同比增长 10.90%，合计归母净利润为 24.14 亿元，同比增加 7.76%，其中青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒实现营收 98.37/44.12/42.47/16.79 亿元，同比增加 16.00%/8.50%/4.93%/11.86%；实现归母净利润 14.15/3.22/4.55/2.57 亿元，同比增加 18.37%/17.06%/7.88%/-9.64%。Q3 啤酒消费场景边际复苏叠加高温旺季，主要企业紧抓补库存和终端动销，主要企业 Q3 收入和业绩表现普遍高于 H1。

图表68 主要企业 2022Q3 营收及同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表69 主要企业 2022Q3 归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表70 主要企业分季度营收、归母净利润及增速

2022Q1	营业收入(亿元)	yoy	归母净利润(亿元)	yoy
青岛啤酒	92.08	3.14%	11.26	10.20%
燕京啤酒	31.00	11.66%	0.01	-100.80%
重庆啤酒	38.33	17.12%	3.41	15.33%
珠江啤酒	8.72	12.77%	0.71	1.45%
2022Q2	营业收入(亿元)	yoy	归母净利润(亿元)	yoy
青岛啤酒	100.65	7.49%	17.26	23.85%
燕京啤酒	38.07	7.53%	3.50	-11.90%
重庆啤酒	41.03	6.13%	3.87	18.38%
珠江啤酒	15.60	8.02%	2.43	0.94%
2022Q3	营业收入(亿元)	yoy	归母净利润(亿元)	yoy
青岛啤酒	98.37	16.00%	14.15	18.37%
燕京啤酒	44.14	8.50%	3.22	17.06%
重庆啤酒	42.47	4.93%	4.55	7.88%
珠江啤酒	16.79	11.86%	2.57	-9.64%

来源：公司公告，平安证券研究所

### 3.5 费投效率提升，盈利能力改善

成本下行尚未体现在报表端，期待 Q4 改善。2022Q3 青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒实现毛利率 38%/47.74%/51.62%/44.93%，同比变动-0.23pct/2.34pct/-0.43pct/-6.47pct。虽主要原材料成本环比下行，但尚未明确体现在报表端，主要企业毛利率普遍下行。其中燕京啤酒由于 U8 放量带来的产品结构显著改善，毛利率改善明显。

费投效率提升，带动利润增长。在外部环境压力下，各公司着力提升费投效率。2022Q3 青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒销售费用率为 11.62%/15.97%/15.24%/13.38%，同比变动 1.27pct/1.88pct/-1.37pct/-3.38pct。管理费用率为 3.90%/10.73%/3.48%/5.39%，同比变动-1.07pct/-0.71pct/-0.62pct/-0.95pct。

降本增效带来盈利改善，净利率整体稳中有升。2022Q3 青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒实现净利率 14.82%/9.13%/21.72%/15.34%，同比变动 0.31%/1.34%/0.37%/-3.82%，除珠江啤酒外净利率均有提升。

图表71 2021 年分地区毛利率水平

		毛利率	变动	净利率	变动	销售费用率	变动	管理费用率	变动
2022Q1	青岛啤酒	37.85%	-0.47%	12.52%	0.70%	14.20%	-1.25%	3.86%	0.06%
	燕京啤酒	34.54%	0.41%	1.02%	5.03%	11.91%	-1.84%	13.30%	-1.10%
	重庆啤酒	47.68%	-0.18%	17.87%	-0.96%	13.71%	0.61%	3.40%	-0.79%
	珠江啤酒	40.39%	-1.92%	8.74%	-1.00%	16.07%	-1.82%	7.82%	-0.93%
2022Q2		毛利率	变动	净利率	变动	销售费用率	变动	管理费用率	变动
	青岛啤酒	38.32%	0.84%	17.45%	2.15%	8.14%	-0.16%	3.49%	-0.49%
	燕京啤酒	44.26%	-0.94%	10.02%	-3.30%	11.10%	2.31%	10.90%	1.24%
	重庆啤酒	49.60%	-0.29%	19.34%	1.74%	15.35%	-1.24%	3.25%	0.46%
	珠江啤酒	44.71%	-5.73%	15.82%	-1.08%	12.42%	-4.45%	5.81%	-0.25%
2022Q3		毛利率	变动	净利率	变动	销售费用率	变动	管理费用率	变动
	青岛啤酒	38.00%	-0.23%	14.82%	0.31%	11.62%	1.27%	3.90%	-1.07%
	燕京啤酒	47.74%	2.34%	9.13%	1.34%	15.97%	1.88%	10.73%	-0.71

重庆啤酒	51.62%	-0.43%	21.72%	0.37%	15.24%	-1.37%	3.48%	-0.62%
珠江啤酒	44.93%	-6.47%	15.34%	-3.82%	13.38%	-3.38%	5.39%	-0.95%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 四、 餐饮供应链：静待餐饮产业链复苏，业绩弹性可期

### 4.1 速冻食品行业千亿空间，人均消费量提升空间大

速冻食品市场持续扩容，速冻面米为第一大品类。我国速冻食品行业受益冷链运输能力的改善与消费结构升级转型，市场规模高速扩张。据 Frost & Sullivan 数据，2021 年我国速冻食品市场规模达到 1755 亿元，16-21 年市场规模 CAGR 为 10.71%。根据中商产业研究院预测，至 2025 年国内速冻食品市场规模将达到 3300 亿元。从市场结构占比情况来看，2020 年速冻食品第一大类为速冻面米制品（占比 52.4%），速冻火锅料其次（占比 33.3%），其他速冻食品占比正逐步扩大。

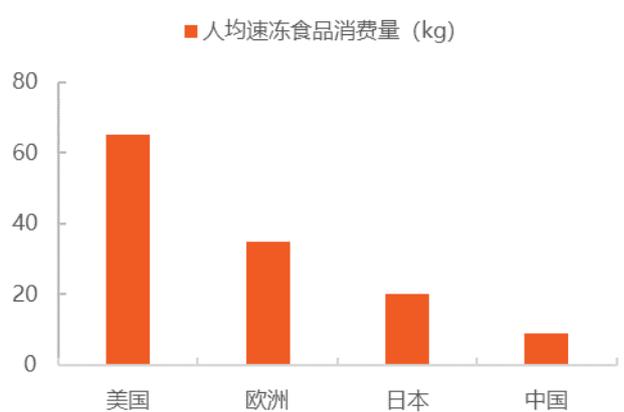
对比成熟市场，我国速冻食品人均消费量提升空间大。根据艾媒咨询，2019 年我国人均速冻食品消费量为 9kg，远低于美国 65kg、欧洲 35kg、日本 20kg 的人均水平。相比发达国家，我国速冻食品行业起步较晚，人均消费量提升空间较大。随着我国人均可支配收入不断提高、城镇化进程不断推进、物流企业大力布局冷链物流，国内速冻食品的产品结构将不断优化，以适应各地区饮食习惯与发展情况，人均消费量将不断提升，向发达地区的消费结构收敛。

图表72 我国速冻食品市场规模及增速



资料来源：Frost & Sullivan，平安证券研究所

图表73 我国人均速冻食品消费量与发达国家对比

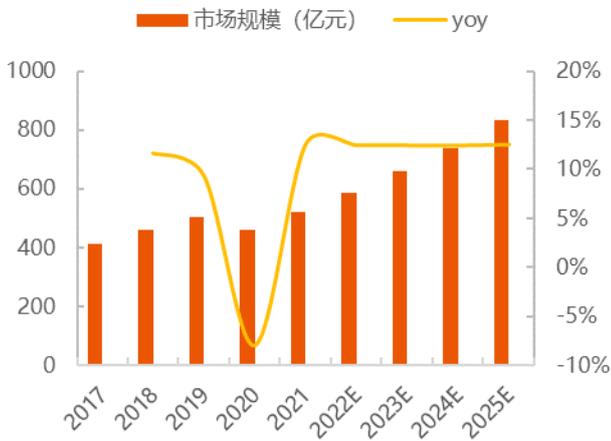


资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

### 4.2 速冻火锅料增速稳定，速冻面米进入成熟期

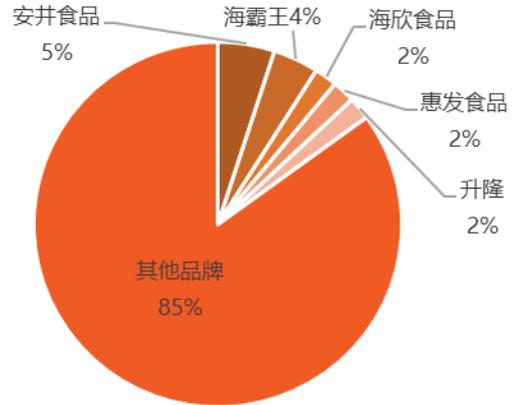
速冻火锅料行业稳定增长，龙头集中度有望提升。根据 Frost & Sullivan 数据，2021 年我国速冻火锅料市场规模约 520 亿元。中国火锅餐饮市场规模 2021-2025 年 CAGR 为 13.0%，速冻火锅料作为餐饮市场原料，其渗透率有望进一步提升，2021-2025 年增速为 10%-15%，预计速冻火锅料市场 2025 年规模或达到 744 亿元-929 亿元。另外，火锅料制品进入门槛较低，大量竞争者涌入导致竞争激烈。火锅料行业素有“南福建，北山东”的格局，市场主要品牌有安井、海欣、惠发、海霸王等。当前市场集中度仍较低，行业 CR5 为 15%，市场空间亟待进一步整合，龙头企业市占率有望提高。

图表74 我国速冻火锅料市场规模及增速



资料来源: Frost & Sullivan, 平安证券研究所

图表75 我国速冻火锅料市场竞争格局



资料来源: 前瞻产业研究院, 平安证券研究所

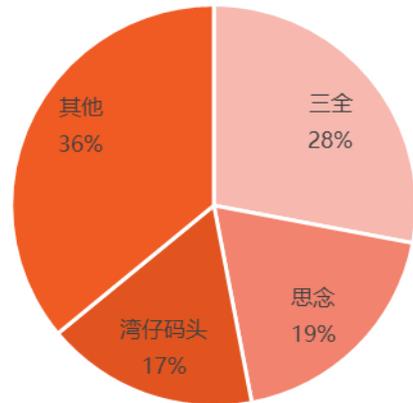
速冻面米制品行业发展成熟，市场集中度较高。速冻面米市场在中国发展时间较长，当前已处于行业成熟阶段。2021 年我国速冻面米市场规模已稳步增长到 782 亿元，预计到 2025 年市场规模将突破千亿。从竞争格局角度看，速冻面米市场集中度较高，已形成三全食品、思念、湾仔码头“三足鼎立”的局面，行业 CR3 达到 64%。C 端市场壁垒较高，龙头消费者认知已建立且商超渠道进入门槛高，小企业难进入；B 端需通过渠道开拓打开市场，依靠产品的差异化开拓新的增长点。

图表76 我国速冻面米市场规模及增速



资料来源: 华经产业研究院, 平安证券研究所

图表77 我国速冻面米市场竞争格局



资料来源: 欧睿咨询, 平安证券研究所

### 4.3 预制菜行业正处高速增长期，发展空间广阔

预制菜概念广泛，主要分为四类。预制菜是指以农、畜、禽、水产品为原料，配以各种辅料或食品添加剂，经过分切、搅拌、腌制、滚揉、成型、调味等工艺加工后可直接进行烹饪或食用的菜品，一般需要在冷链条件下进行储存、运输及销售。依据对原料加工的深浅程度以及食用的方便性，预制菜可分为四类：即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品。

行业发展万亿级空间,人均消费量亟待提升。艾媒咨询数据显示,2021年中国预制菜市场规模为3459亿元,同比增长19.8%,艾媒咨询预计未来中国预制菜市场保持较高的增长速度,2026年预制菜市场规模将达10720亿。从人均消费量角度,2021年我国人均预制菜消费量仅为8.9KG,远低于日本23.59KG,提升空间较大。

图表78 预制菜的分类及主要代表产品



资料来源:艾媒咨询,平安证券研究所

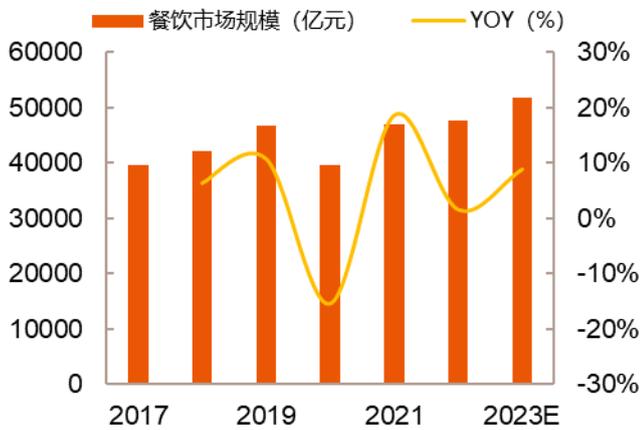
图表79 我国预制菜市场规模及增速



资料来源:艾媒咨询,平安证券研究所

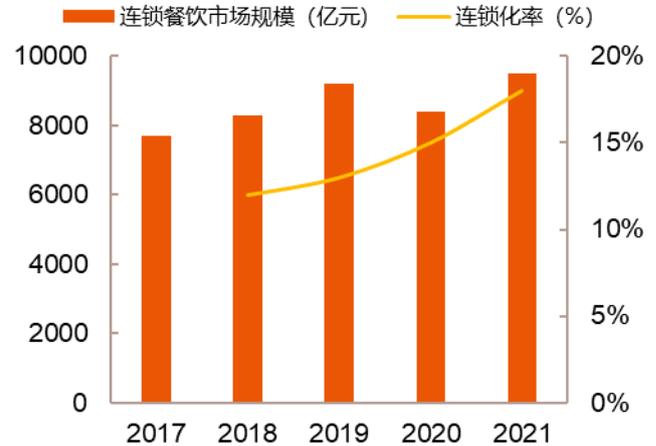
中式餐饮市场规模大,连锁化进程加快。根据艾媒咨询,2017年中式餐饮业市场规模为39644亿元,2021年则达到了4.69万亿元,CAGR为3.42%,预计2023年场规模将达到5.19万亿元。根据《2021年中国连锁餐饮行业报告》,2018年国内餐饮市场连锁化率为12.8%,2021年提升至18%。连锁店的标准化对出菜速度、菜品品质稳定性需求将显著促进预制菜渗透率提升。

图表80 中式餐饮市场规模及增速



资料来源:艾媒咨询,平安证券研究所

图表81 我国餐饮连锁化率



资料来源:中国连锁经营协会,平安证券研究所

外卖和团餐市场发展迅速,B端降本增效需求大。庞大的用户需求带动中国外卖市场飞速发展,根据艾媒咨询,2021年我国在线外卖行业市场规模达9340亿元,同比增长41%,预计未来将继续保持增长趋势。中国团餐具备稳定的客户群体,2020年在校人数和城镇就业人数总计约7.5亿人。2021年中国团餐市场规模为1.77万亿元,随着团餐多样化发展和行业服务、技术的升级,预估保持10%的增速,2023年将达2.25万亿元。随着预制菜降本增效优势凸显,外卖和团餐市场巨大的需求将带动预制菜规模加速增长。

图表82 我国外卖市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

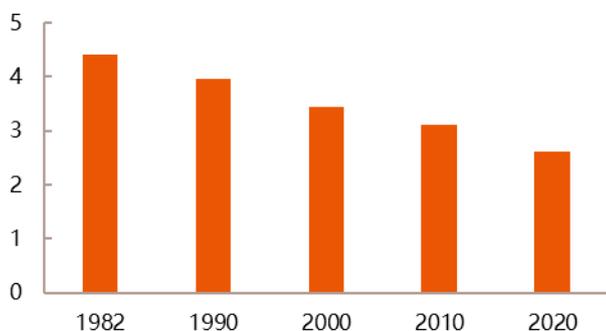
图表83 我国团餐市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

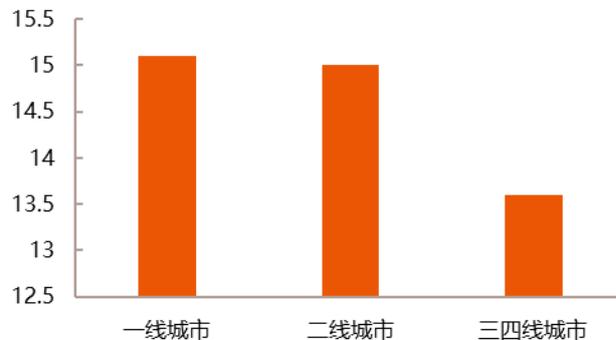
社会结构变化驱动 C 端市场快速扩容，疫情加速渗透率提升。1982 年我国家庭规模为 4.41 人/户，至 2020 年下降到 2.82 人/户，一家三口的结构被打破。一线城市的新中产群体每个月下厨的次数仅为 15.1 次，平均每 2 天才下厨一次，年轻人没有足够的时间，也没有足够的精力准备复杂的食材进行备菜、烹饪。预制菜或成为小型化家庭消费者对简单化、便捷化一日三餐需求的绝佳解决方案。另外，疫情影响堂食消费场景，速冻食品健康、卫生、便捷的特点被快速普及，加速 C 端预制菜渗透率提升。

图表84 我国家庭规模 (人/户)



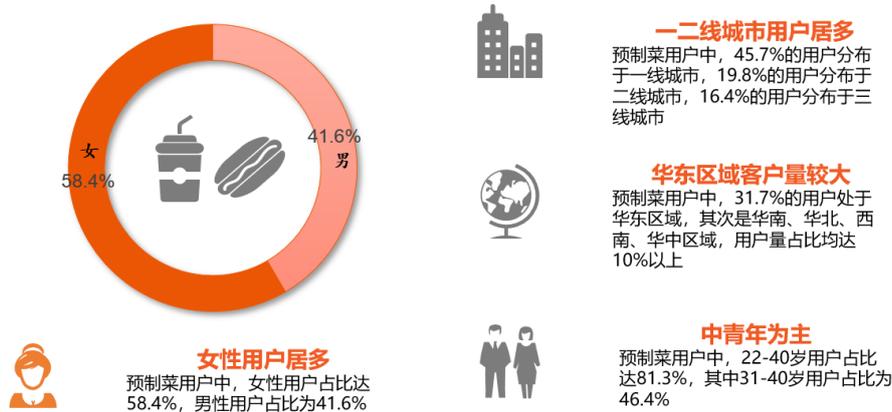
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表85 新中产月平均下厨次数 (次)



资料来源：2017 中国厨房消费趋势调查报告，平安证券研究所

图表86 预制菜消费者画像

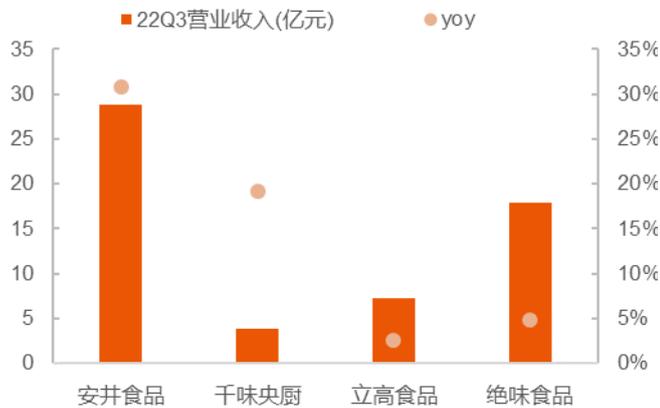


资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

#### 4.4 餐饮需求弱复苏，成本压力有望缓解

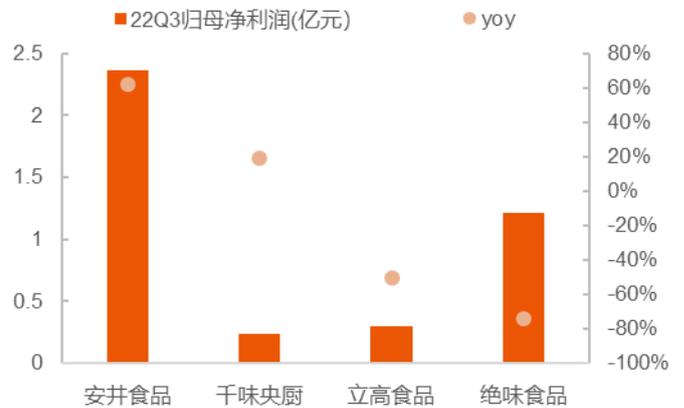
需求弱复苏，营收环比改善。餐饮供应链主要企业得益于餐饮渠道需求弱复苏和成本震荡回落，2022Q3 营收环比有所改善，但也因所处细分赛道或产业链环节的不同而展现出分化。22Q3 安井食品/千味央厨/立高食品/绝味食品营收同比增长30.79%/19.21%/2.51%/4.77%。安井食品受益于火锅料制品增速稳健，预制菜的高速增长和子公司并表，营收增速亮眼。千味央厨直营端 Q3 压力放缓，百胜中国上新速度加快和华莱士增量推动直营端增长，加上大单品持续发力，收入增速表现不俗，展现经营韧性。

图表87 主要企业 2022Q3 营收及同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表88 主要企业 2022Q3 归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

利润端分化明显，Q4 成本压力有望缓解。2022Q3 餐饮供应链企业利润端分化明显，安井食品/千味央厨/立高食品/绝味食品归母净利润同比变动 61.73%/18.95%/-50.53%/-73.85%。原材料端，棕榈油价格 6 月上涨至阶段性高点，之后大幅回调，9 月底出现阶段性最低值为 7526 元/吨，同比下降 20.36%；10 月略有回升，10 月底价格为 8295 元/吨，同比上升 10.22%。除油脂油料显著下行外，包材、猪肉、鸡肉、鱼糜和小麦等主要原材料价格增速有所放缓，我们判断未来板块利润率有望改善。

图表89 2020-2022 棕榈油价格走势



资料来源: ifind, 平安证券研究所

### 4.5 盈利能力分化，静待产业链复苏

成本下行尚未体现至报表端，毛利率由于所处产业链环节的不同产生分化。2022Q3，安井食品虽并表的预制菜公司毛利率低于原主营业务，但主业的稳健增长带动毛利率提升 1.28pct 至 19.60%；千味央厨受益于产品结构改善及成本边际下行，毛利率提升 0.70pct 至 23.11%；立高食品由于原材料期货价格回落尚未完全传导至报表端，加上华北基地尚处于产能释放阶段，影响毛利率同比下滑 1.54pct 至 31.10%，但环比 Q2 有所恢复；绝味食品主要受原材料鸭副等价格高位的影响，导致毛利率同比下降 8.02pct 至 23.58%。

销售费用收缩，盈利能力分化。疫情期间地推活动受限，主要企业减少促销，缩减广告宣传费用，22Q3 安井食品/千味央厨/立高食品/绝味食品销售费用同比变动-2.75pct/0.69pct/-0.38/-0.51pct，除千味央厨外均呈现下降趋势。22Q3 主要企业盈利能力展现出分化，安井食品/千味央厨/立高食品/绝味食品净利率变动 1.51pct/0.02pct/-4.45pct/-20.83%，绝味净利率大幅下滑与 Q3 确认投资收益有关，剔除影响后净利率约下滑 7-8pct。

图表90 主要餐饮供应链企业单季度利润率及费用率拆解

		毛利率	变动	净利率	变动	销售费用率	变动	管理费用率	变动
2022Q1	安井食品	24.20%	-2.28%	8.96%	-0.26%	10.31%	-0.69%	3.04%	-0.34%
	千味央厨	22.56%	0.41%	8.10%	1.35%	3.20%	0.08%	8.75%	0.31%
	立高食品	33.09%	-3.40%	6.36%	-6.29%	12.99%	-0.14%	8.87%	4.74%
	绝味食品	30.31%	-4.18%	4.99%	-10.43%	14.00%	7.33%	6.51%	0.80%
2022Q2		毛利率	变动	净利率	变动	销售费用率	变动	管理费用率	变动
	安井食品	19.99%	-1.78%	8.52%	-0.14%	5.68%	-1.71%	3.97%	0.92%
	千味央厨	22.36%	1.50%	5.70%	-0.13%	3.07%	-0.48%	10.73%	2.62%
	立高食品	29.37%	-6.04%	4.38%	-5.07%	11.68%	-2.88%	8.31%	2.75%
	绝味食品	25.68%	-9.04%	-0.33%	-16.13%	9.69%	2.72%	10.24%	3.42%
2022Q3		毛利率	变动	净利率	变动	销售费用率	变动	管理费用率	变动
	安井食品	19.60%	1.28%	8.23%	1.51%	6.27%	-2.75%	2.32%	-1.36%
	千味央厨	23.11%	0.70%	6.20%	0.02%	4.32%	0.69%	8.81%	0.09%

立高食品	32.10%	-1.54%	4.12%	-4.45%	11.95%	-0.38%	8.39%	2.71%
绝味食品	23.58%	-8.02%	6.05%	-20.83%	6.54%	-0.51%	6.45%	0.75%

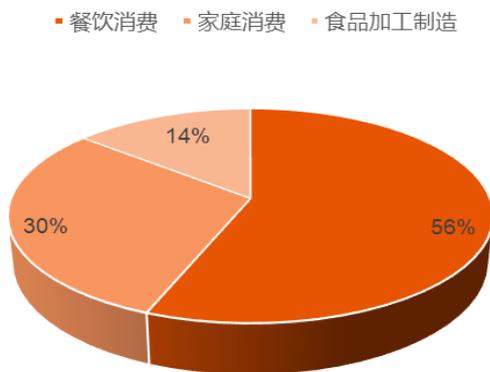
资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 五、调味品：需求及成本压力犹存，期待餐饮渠道修复

### 5.1 集中度加速提升，餐饮消费正在回升

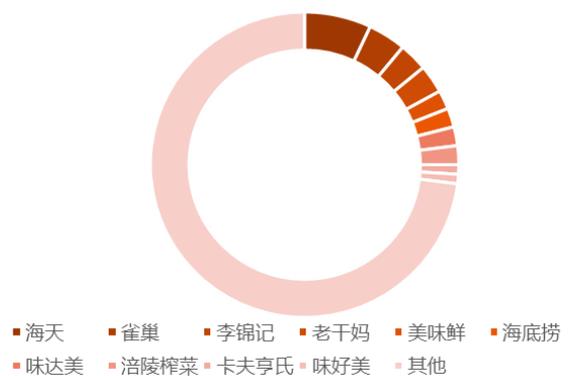
行业竞争格局分散，集中度加速提升。目前我国调味品市场竞争格局较为分散，尚未出现垄断性龙头企业。根据欧睿数据，按 2020 年零售额划分，排名前三的为海天味业（7%）、雀巢（4%）和李锦记（3%）。我国调味品行业市场集中度不断提升，CR10 从 2010 年的 25% 上升至 2020 年的 28%。厂商、经销商、餐饮店均承受较大经营压力，餐饮全产业链加快洗牌，具备强竞争力的龙头有望实现集中度快速提升，建议把握优质龙头的长线布局时机。

图91 调味品下游主要为餐饮、家庭场景



资料来源：前瞻产业研究院，平安证券研究所

图92 我国调味品行业竞争格局较为分散



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

终端销售待恢复，关注库存水平。从消费场景看，受疫情反复影响，上半年社零餐饮收入同比呈下滑态势。6 月起单月社零餐饮总收入出现增长，达 3765.70 亿元，环比上升 25.01%；10 月单月社零餐饮总收入为 4099.40 亿元，环比上升 8.82%，第三季度居民消费意愿基本恢复到去年同期水平。从渠道库存看，疫情影响下调味品行业当前库存水平仍较高，处于 2-3 个月左右水平。展望 2023 年，餐饮消费场景将逐步恢复，成本压力边际改善，加上 21Q4 的提价对于业绩的贡献开始显现，企业收入利润情况有望逐渐好转。

图93 我国社会消费品零售总额餐饮收入（亿元）

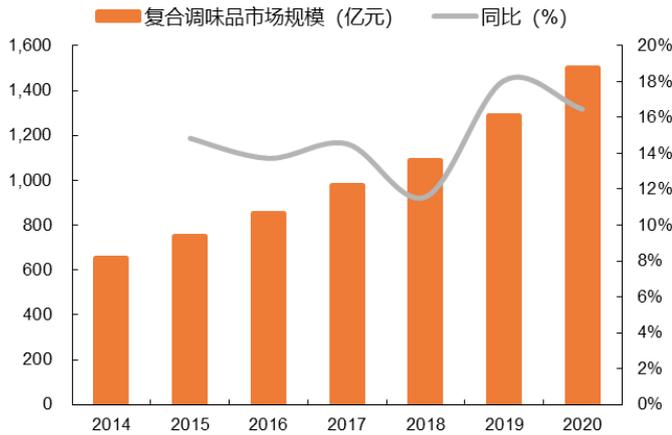


资料来源：Wind，平安证券研究所

## 5.2 复合调味品潜力大，渗透率快速提升

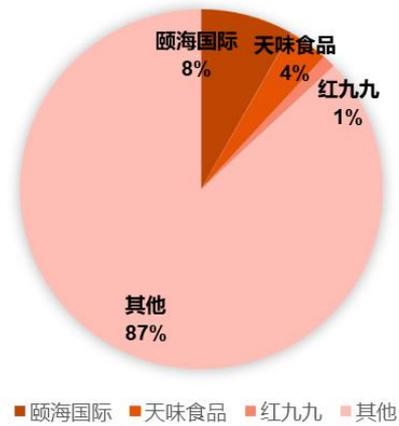
复合调味料行业增速快，集中度提升空间大。餐饮未来走向连锁化、外卖化，连锁餐饮要求口味一致性及降本提效，外卖较强的时效性要求提升烹饪效率，产生复合调味料的使用需求。生活节奏加快下，家庭消费者具备简单便捷的烹饪诉求，复合调味料较好满足消费者的需要。复合调味料成长潜力大、增速快、集中度低，行业龙头纷纷布局抢占先发优势。复合调味料当前竞争格局分散，2020年CR3仅13.02%，对比日本当前复合调味料行业CR2已达57%，我国复合调味料行业集中度提升空间大。

图表94 我国复合调味料长期保持双位数增长趋势



资料来源：前瞻经济学人，平安证券研究所

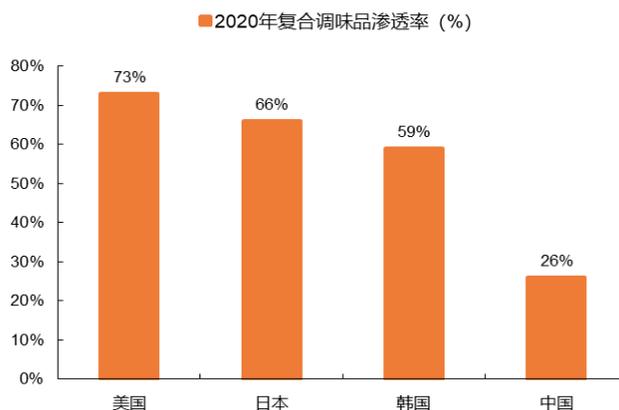
图表95 2020年我国复合调味料行业市占率



资料来源：华经产业研究院，平安证券研究所

渗透率加速提升，较发达国家仍有较大空间。疫情有利于复合调味料扩大用户群体。家庭用餐频率大幅增加为培育消费者复合调味料使用习惯提供有利机遇，餐饮承压客观上加速了餐饮连锁化的进程，复合调味料渗透率正加速提升。据艾媒咨询统计，2020年我国复合调味品渗透率仅为26%，显著低于美国（73%）、日本（66%）、韩国（59%），有较大提升空间。

图表96 2020年各国复合调味品渗透率



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

## 5.3 需求及成本压力犹存，静待复苏

主要原材料价格出现下行趋势，企业盈利能力有望好转。成本方面，9月底大豆价格上涨至5889.47元/吨，为阶段性最高点；10月大豆价格开始下降，11月底降至5477.37元/吨，环比下降2.07%。另外，油脂价格涨幅放缓，包材价格出现边际下行

趋势，但整体来看，成本压力依然较大。我们预计明年大豆、豆粕价格有望回落，PET等包材成本价格有望随原油价格下行，成本压力将相对缓解。

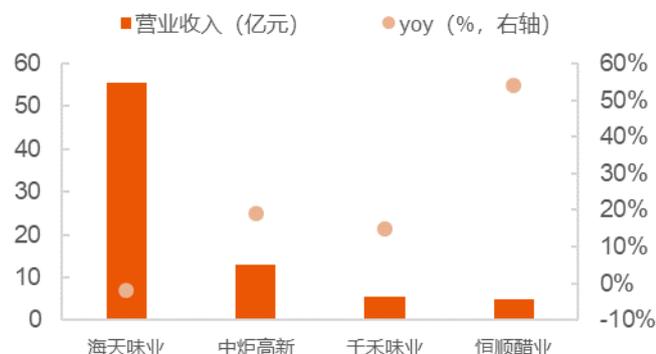
图表97 2020-2022 大豆价格趋势



资料来源: ifind, 平安证券研究所

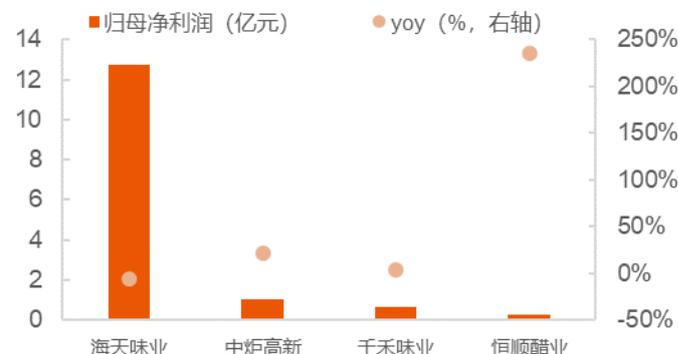
需求疲软，板块普遍业绩承压。需求端来看，虽餐饮行业弱复苏，但传导至调味品并不显著，加上成本延续高位震荡，板块普遍业绩压力较大。2022Q3 海天味业/中炬高新/千禾味业/恒顺醋业营收同比变动-1.77%/18.98%/14.75%/53.93%；归母净利润同比变动-5.99%/21.51%/3.70%/236.08%。

图表98 主要企业 2022Q3 营收及同比增速



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表99 2020 年各国复合调味品渗透率



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

### 5.4 当前盈利能力承压，关注餐饮修复与成本回落

原材料压力和产品结构变化同步影响毛利率。除原材料压力较大的影响外，消费升级放缓亦影响了零售端的产品结构升级步伐，22Q3 海天味业/中炬高新/千禾味业/恒顺醋业毛利率同比变动-2.62pct/0.56pct/-6.41pct/-8.72pct。

费用收缩，盈利能力继续承压。经营压力下，调味品企业普遍采取控费措施以改善盈利能力，22Q3 海天味业/中炬高新/千禾味业/恒顺醋业销售费用率均出现下行，分别同比下滑 0.84/0.46/3.11/6.15pct。22Q3 海天味业/中炬高新/千禾味业/恒顺醋业净利率分别变动-0.96pct/0.05pct/-1.35/2.81pct，仅恒顺醋业盈利能力有小幅提升。

图表100 调味品主要企业单季度利润率及费用率拆解

		毛利率	变动	净利率	变动	销售费用率	变动	管理费用率	变动
		<b>2022Q1</b>	海天味业	38.17%	-2.77%	25.39%	-1.93%	5.43%	-0.27%
	中炬高新	32.30%	-3.19%	12.54%	-2.25%	8.79%	0.13%	5.04%	-0.83%
	千禾味业	34.98%	-8.37%	11.46%	3.11%	15.06%	-10.63%	3.25%	0.03%
	恒顺醋业	37.90%	-1.40%	12.99%	-2.18%	12.07%	-0.57%	5.33%	-0.19%
		毛利率	变动	净利率	变动	销售费用率	变动	管理费用率	变动
<b>2022Q2</b>	海天味业	34.87%	-2.19%	24.73%	-2.31%	4.68%	-0.48%	1.62%	-0.32%
	中炬高新	31.68%	-1.07%	12.63%	1.73%	7.49%	-0.62%	5.73%	-0.31%
	千禾味业	35.72%	-5.16%	11.94%	5.59%	13.56%	-13.83%	3.19%	-0.67%
	恒顺醋业	33.21%	-3.78%	8.01%	-1.27%	15.56%	0.44%	4.33%	-2.05%
		毛利率	变动	净利率	变动	销售费用率	变动	管理费用率	变动
<b>2022Q3</b>	海天味业	35.29%	-2.62%	22.97%	-0.96%	5.87%	-0.84%	2.25%	0.46%
	中炬高新	31.15%	0.56%	8.69%	0.05%	9.13%	-0.46%	8.21%	0.96%
	千禾味业	33.55%	-6.41%	12.71%	-1.35%	14.12%	-3.11%	2.77%	-0.15%
	恒顺醋业	33.91%	-8.72%	5.05%	2.81%	17.28%	-6.15%	5.54%	-2.99%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 六、乳制品：结构升级受阻，看好未来盈利能力的提升

### 6.1 行业竞争趋缓，龙头优势稳固

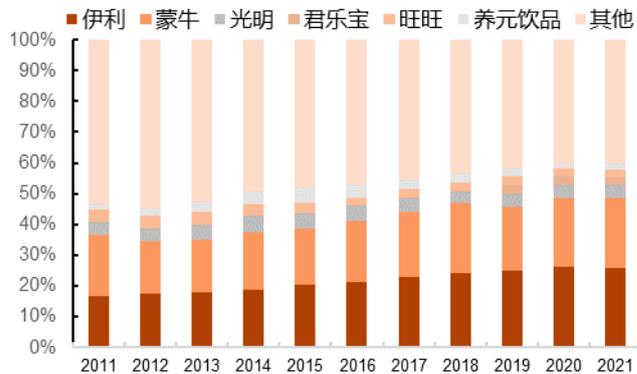
乳制品表现稳健，行业竞争趋缓。受益于乳制品的健康属性，疫情下行业需求坚挺，2021 年行业规模 4425 亿元，同比 8.4%；竞争格局来看，龙头份额保持基本稳定，2021 年行业 CR5 达 57.8%，同比-0.2pcts，其中伊利 25.8%（同比-0.5pcts），蒙牛 22.8%（同比+0.6pcts），双寡头格局稳固。

图表101 2021 年乳制品行业需求坚挺



资料来源：ifind，平安证券研究所

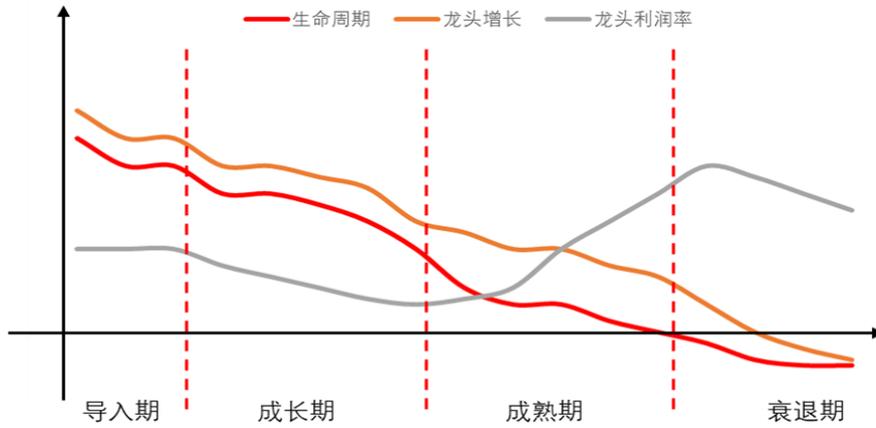
图表102 近年乳制品行业集中度整体呈提升态势



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

常温奶进入成熟期，龙头优势稳固。常温奶当前处于产业发展的成熟期：行业增速降至低速，存量竞争特点更明显，有竞争力的企业通过抢占更多份额延续较快增长，且竞争格局优化使得利润率逐步提升。展望未来，我们认为成本压力下具有规模优势的乳企有望充分受益，挤压小企份额，实现市占率的进一步提升。

图表103 常温奶处于产业生命周期的成熟期



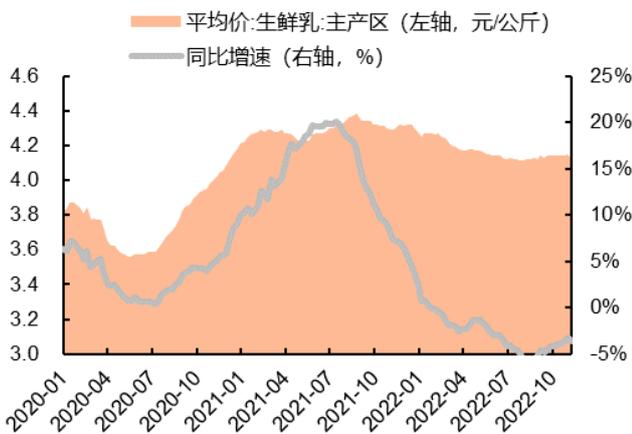
资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

## 6.2 原奶价格回落释放压力，乳制品高端化趋势延续

我国原奶供需紧平衡，明年成本压力有望缓解。本轮原奶上行周期于21年8月底达到峰值4.38元/公斤，此后至今呈回落态势。2022年Q3，原奶价格小幅回落，11月下降至4.13元/公斤，释放部分成本压力。我们判断23年原奶供需持续紧平衡，全年奶价将维持高位的同时稳中略降，企业成本端的压力将有所缓解。

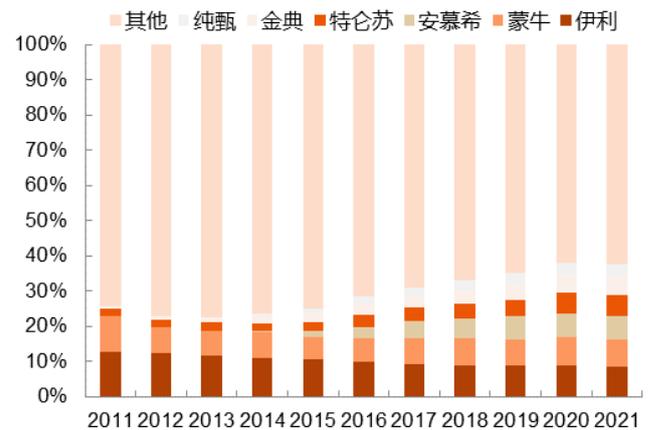
乳品高端化趋势明显，高端品牌占比持续提升。受益于人均收入水平提升，各大乳品品牌通过产品创新和品牌升级，给消费者带来高端有机奶、传递有机生活理念，2021年高端白奶如金典（+0.2pcts）、特仑苏（+0.1pcts）等品牌占比持续提升。

图表104 我国生鲜乳主产区平均价格及同比增速



资料来源：ifind，平安证券研究所

图表105 高端品牌占比持续提升

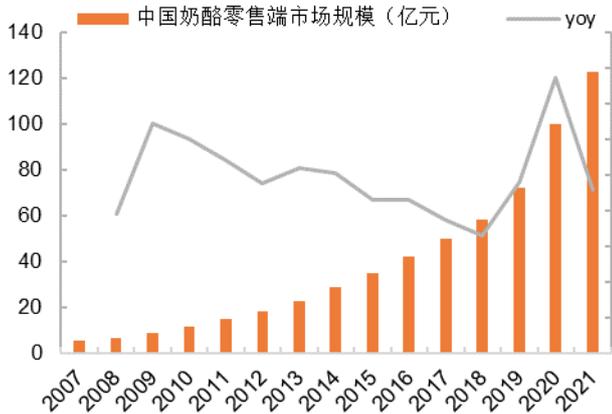


资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

## 6.3 奶酪行业快速增长，成长空间可期

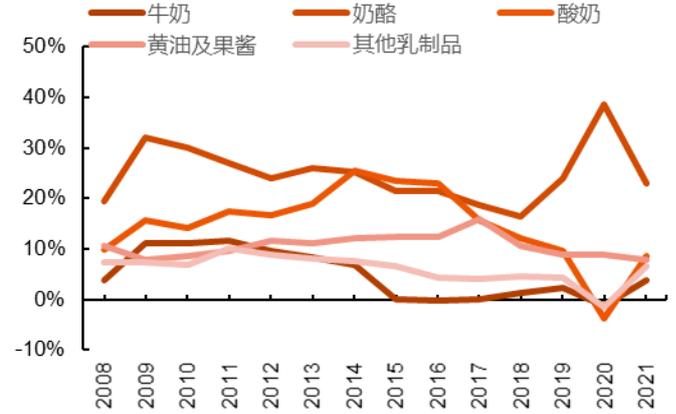
奶酪市场规模快速增长，增速为乳制品行业第一。我国乳制品行业目前已进入低速增长的成熟期，目前主要的常温液态奶消费已稳定在 3300 万吨/年，随着居民收入的增加，消费结构正在从液态奶升级为更营养健康的酸奶和奶酪等。欧睿数据显示，我国奶酪零售端市场规模已经由 2007 年的 5.60 亿元增长至 2021 年的 122.73 亿元，CAGR 高达 24.68%。与其他乳制品行业细分市场相比，奶酪的增速最高，为乳制品行业第一。

图表106 我国奶酪零售端市场规模及增速



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

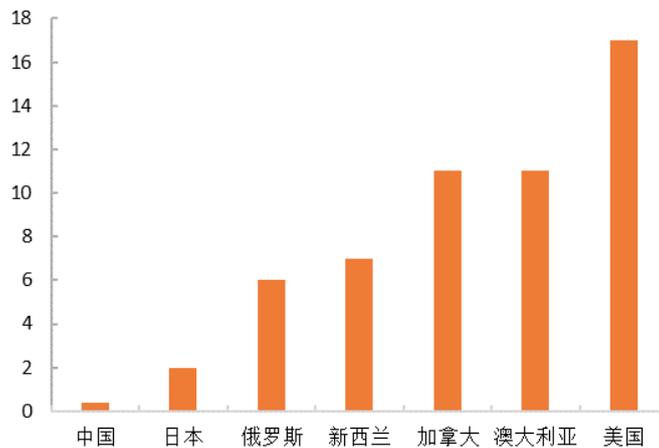
图表107 我国奶酪市场规模增速为乳制品第一



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

与饮食习惯相似的日韩相比，我国奶酪行业仍有巨大增长空间。(1) 2021 年我国乳制品行业市场规模 4687.38 亿元，按日本当前 18% 的奶酪占比粗略估算，待国内奶酪消费习惯形成后，市场规模有望达到 844 亿元；(2) 2021 年我国人均消费量约为 0.4kg，与日本存在 5 倍的差距。未来随着国民奶酪消费习惯的逐步培养，人均奶酪消费量有望向日韩水平看齐。

图表108 2021 年世界各国人均奶酪消费量 (kg/年)

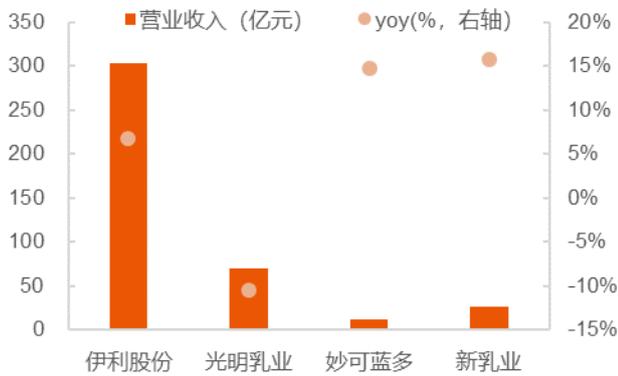


资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

### 6.4 Q3 明显承压，结构升级受阻

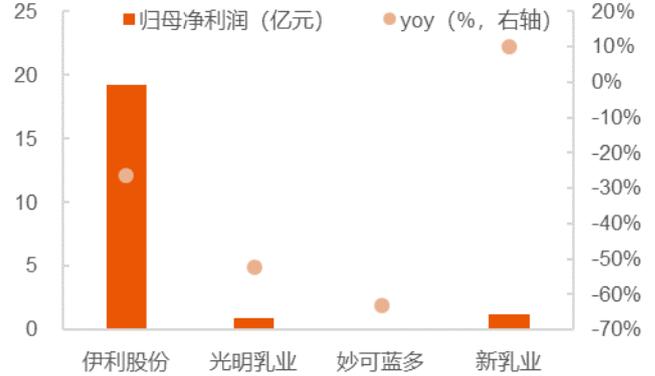
营收增速放缓，利润显著承压。22Q3 申万乳制品板块合计营收 493.74 亿元，同比增加 22.26%，合计归母净利润 4.12 亿元，同比减少 33.30%。三季度收入增速放缓，利润端显著承压，主要是疫情下餐饮、团餐、学校等消费场景需求疲软，以及消费升级趋势放缓导致高毛利产品增速放缓的影响。22Q3 伊利股份/光明乳业/妙可蓝多/新乳业营收同比变动 6.72%/-10.50%/14.68%/15.68%；归母净利润同比变动-26.50%/-52.18%/-63.03%/10.19%，仅新乳业录得净利润正增长，主要受益于鲜奶销量表现稳定，及新品放量的影响。

图表109 主要企业 2022Q3 营收及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表110 主要企业 2022Q3 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 6.5 竞争格局改善，23 年把握盈利能力回升的投资主线

原奶价格回落释放压力，高毛利产品增速下滑影响盈利能力。从成本角度看，原奶价格 Q3 小幅回落，释放部分成本压力，但消费需求疲软导致高毛利产品增速下滑影响了产品结构提升的速度，主要企业毛利率增速放缓，Q3 伊利股份/光明乳业/妙可蓝多/新乳业毛利率同比变动 0.63pct/0.62pct/-3.84/-0.28pct。

竞争趋于理性，费用投放收缩。2022Q3 各乳企控制费用投放，费用率收缩，光明乳业/妙可蓝多/新乳业销售费用率同比变动 1pct/0.07pct/0.21pct，管理费用率同比变动 0.66pct/-1.18pct/-0.41pct。而伊利股份销售费用率同比提升 3.30pct，主要是受会计计提时点和澳优并表的影响。

图表111 乳制品主要企业单季度利润率及费用率拆解

		毛利率	变动	净利率	变动	销售费用率	变动	管理费用率	变动
2022Q1	伊利股份	34.44%	2.10%	11.35%	0.98%	18.14%	1.12%	3.33%	-0.21%
	光明乳业	19.78%	2.03%	2.58%	1.34%	13.31%	0.78%	2.64%	0.05%
	妙可蓝多	38.82%	0.14%	6.31%	2.07%	24.81%	-1.18%	6.72%	-0.11%
	新乳业	24.00%	-1.30%	1.97%	0.25%	14.60%	-0.64%	5.28%	-0.96%
2022Q2		毛利率	变动	净利率	变动	销售费用率	变动	管理费用率	变动
	伊利股份	32.56%	1.05%	8.15%	-0.44%	18.53%	0.61%	4.37%	0.83%
	光明乳业	18.43%	-2.75%	2.62%	0.79%	11.04%	-3.85%	2.80%	-0.24%
	妙可蓝多	33.86%	-6.71%	5.17%	-2.47%	21.98%	-1.04%	6.25%	-1.38%
	新乳业	26.20%	-0.18%	6.00%	0.37%	14.08%	0.59%	5.14%	-0.48%
2022Q3		毛利率	变动	净利率	变动	销售费用率	变动	管理费用率	变动
	伊利股份	30.77%	0.63%	6.32%	-3.01%	18.75%	3.30%	4.58%	1.10%
	光明乳业	16.94%	0.62%	0.34%	-1.34%	11.97%	1.00%	3.39%	0.66%
	妙可蓝多	30.31%	-3.84%	1.63%	-1.27%	24.49%	0.07%	6.51%	-1.18%
	新乳业	24.26%	-0.28%	4.54%	-0.47%	13.56%	0.21%	4.04%	-0.41%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 七、投资建议

展望 2023 年，消费回补下行业景气度有望将迎来回升，我们建议关注需求修复+成本下行两条主线，维持食品饮料“强于大市”评级。

**1) 白酒：关注边际变化，坚守需求韧性的价值主线。**尽管在对疫情和宏观经济的双重担忧下，经销商及产业端情绪较为悲观，但白酒企业信心犹存，回款发货均在有序进行。未来随着白酒消费场景的恢复，基本面有望迎来边际修复。我们认为白酒具备穿越周期的能力，建议立足长期战略布局，推荐关注三条主线，一是需求坚挺的高端及次高端酒企，推荐贵州茅台、五粮液、舍得酒业、山西汾酒；二是受疫情冲击较小的苏皖区域龙头酒企，推荐古井贡酒、洋河股份，三是受益大众消费、光瓶酒扩容的白酒企业，建议关注金种子酒、顺鑫农业。

**2) 啤酒：高端化逻辑持续验证，有望实现量价齐升。**展望 2023 年，疫情影响环比改善和成本下行趋势确立，啤酒行业有望迎来盈利明显提速。中长期在消费升级背景下，啤酒高端化趋势仍将延续，啤酒企业自身产品结构的改善和行业性提价行为能够有效抵消成本上涨对企业盈利能力的影响，行业盈利能力有望得到持续改善。看好板块性机会，推荐高端化+全国化的重庆啤酒，建议关注改革进程加速的燕京啤酒。

**3) 餐饮供应链：静待餐饮产业链复苏，业绩弹性可期。**后续消费场景修复和成本压力缓解是大概率事件，而行业龙头能够通过产品结构优化和精细化费用管理改善盈利能力。结合同期低基数，业绩弹性较大。推荐菜肴领域渐入佳境的安井食品、直营客户有望加速恢复的千味央厨、门店持续拓展的绝味食品；建议关注高成长的冷冻烘焙行业龙头立高食品。

**4) 调味品：需求及成本压力犹存，期待餐饮渠道修复。**我们预计明年大豆、豆粕价格有望回落，PET 等包材成本价格有望随原油价格下行，成本压力将相对缓解。另外，近期舆论风波长期来看有望帮助提升消费者健康意识，加速零添加调味品赛道扩容，带动整个行业的产品结构提升。当前虽需求回暖和成本回落的程度不及预期，待行业复苏后龙头有望率先获益，推荐海天味业。

**5) 乳制品：结构升级受阻，看好未来盈利能力的提升。**随着原奶价格持续回落，成本压力将持续释放；随着行业竞争趋缓，企业费用投放有望继续趋于理性，支撑行业盈利能力持续提升。尤其是具有规模优势的龙头乳企有望充分受益，挤压小企业份额，实现市占率的进一步提升。推荐基本盘稳固，业务多元化推进的乳业龙头伊利股份、成长性较高的奶酪龙头妙可蓝多。

## 八、风险提示

- 1) 宏观经济波动影响：白酒等子行业受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；
- 2) 疫情反复的影响：疫情如果反复发生将造成餐饮等消费场景的缺失，影响啤酒、白酒、调味品等行业需求，进而对公司业绩造成影响；
- 3) 食品安全问题：食品安全关乎消费者人身安全，是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响，行业恢复或将需要较长时间；
- 4) 原材料波动影响：食品行业能通过提价一定程度上缓解原材料上涨的影响，但原材料上涨过大将影响行业毛利率情况；
- 5) 行业竞争加剧风险：竞争格局恶化会一定影响食品饮料行业的价体系，对行业造成不良影响。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

# 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033