

本报告的主要看点:

- 1.总结食品饮料各子板块年度情况。
- 2.展望明年板块投资逻辑。

拨云见日，复苏可期

基本结论

- 年初至今，食品饮料板块在外部疫情冲击、资金和情绪面扰动、成本端持续承压等背景下，在“震荡”中消化估值。回顾板块在22年内出现两轮较为明显的回弹，均与阶段性市场对疫后复苏预期的交易相关。分子板块而言，1)白酒板块年内市场对于动销预期几多反复，叠加外资对于政策风险考量，年内波动较大。2)非白酒板块政策风险小，且高端化逻辑明确，各企业业绩兑现度高，年内超额收益最明显。3)大众品板块，上半年俄乌冲突导致大宗原材料上涨，但具备去年的提价基础，必选属性支撑下调味品和食品加工表现相对稳健。
- 从需求端的角度看，年内各板块受疫情冲击多集中在消费场景缺失。白酒方面，传统次高端受规模性聚会宴请和社交聚饮场景管控较多，动销明显受损。啤酒方面，疫情对夜场、高端餐饮场景限制较多，一方面销量受损，另一方面高端化放缓。食品综合方面，卤味依托线下连锁门店，与出行人流关联度较高；乳制品、餐饮供应链、调味品均受制于场景缺失和消费力疲软，对疫情防控政策敏感。
- 从成本的角度看，年内由于产业周期、俄乌冲突、贸易政策等因素，啤酒和大众品受损更严重，但下半年多见缓和趋势。啤酒方面，上半年铝材、石油等大宗价格飙升。进入下半年，包材价格已回落，低价成本从Q3末开始投入使用。大众品方面，今年油脂、养殖饲料、鸭副、大豆、糖蜜价格明显上涨至历史高位。但Q3以来，棕榈油出口量恢复，价格已经出现回落。美豆、糖蜜步入产季，缓解前期价格紧张态势。
- 展望23年，我们认为有三个维度值得重点关注：1)短期消费需求恢复节奏 2)成本变化情况 3)中长期消费形式变化。持续看好：白酒（量价逻辑兑现），啤酒+调味品（餐饮恢复）、餐饮供应链及零食龙头（改革红利）。
- 白酒：我们认为在复苏的大逻辑之下，市场层面弹性/需求边际回暖的偏好预计会有所提升，渠道亦有望从去杠杆阶段步入加杠杆时期。在确定性的基础上，季度间基数节奏带来的弹性节奏亦不容忽视。因此，23年白酒板块核心为“需求恢复”+“经济修复”主线，伴随市场偏好的节奏去进行确定性&弹性的配置。1)对于确定性维度，我们首推高端酒及子赛道的高势能标的。2)对于弹性维度，我们首推需求恢复逻辑下的次高端及区域酒。
- 啤酒：我们重申疫情放开带来餐饮、夜场等消费修复，啤酒现饮需求有望改善，高端化进度加快可期（产业趋势确立，23年华润次高及以上增速正常或在20%多、疆外乌苏加速）。后续重视提价+毛利率改善（华润包材成本确定预计在春节附近），关注重啤、燕京等自身改革成效兑现。
- 食品综合：1)具备良好成长性，23年存在较强疫后修复、成本改善逻辑的标的，重点推荐餐饮相关的标的。2)与疫情关联度较低，具备较强阿尔法的标的，比如甘源食品，重点关注其在新渠道的放量。3)存在一定的疫后修复逻辑，同时估值仍具备性价比的标的，关注乳制品细分龙头公司，建议把握底部布局的机会。
- 调味品：1)围绕疫后修复的餐饮供应链主线，关注餐饮占比较高的公司；2)关注行业出清过程中竞争优势凸显，具备市占率提升逻辑、事件催化的标的。3)估值具备性价比/修复空间的个股，把握其走出估值洼地的可能。

风险提示

- 宏观经济下行风险/疫情持续反复风险/区域市场竞争风险

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

李茵琦 分析师 SAC 执业编号: S1130522100002
liyinqi@gjzq.com.cn

李本媛 联系人
libenyuan@gjzq.com.cn

叶韬 联系人
yetao@gjzq.com.cn

内容目录

一、食品饮料板块复盘：年内波动承压，来年弹性可期	5
二、白酒板块：蜿蜒路中寻，东风何时至？	6
2.1 需求端：守望复苏的方向，步伐稳步踏前	7
2.2 供给端：酒企八仙过海，行业出清式集中加速	9
2.3 预期端：底部已夯实，于分化中权衡确定性与弹性的情绪节奏	11
三、啤酒板块：23 年关注复苏+成本改善，中长期看好高端化+提效兑现	15
四、食品综合板块：阴霾逐步消退，赛道龙头不改优秀本色	22
4.1 复盘食品综合表现：行情走势与业绩关联度较高，速冻表现较优	22
4.2 23 年消费场景恢复带动经营改善，龙头中长期成长逻辑并未变化	23
4.3 部分领域出现新趋势：零食折扣连锁店方兴未艾，小零食品牌有望享受渠道红利	25
4.4 今年部分大众品成本达到历史高位，明年回落确定性较强	26
4.5 投资主线	28
五、调味品板块：穿越长夜，终迎破晓	28
六、板块投资逻辑	33
七、风险提示	34

图表目录

图表 1：2022 年初至今申万一级板块收益率表现	5
图表 2：2021 年初至今食品饮料板块与沪深 300 指数 PE-TTM 走势	5
图表 3：2022 年初至今食品饮料板块与大盘收益走势比较	6
图表 4：2022 年初至今申万食品饮料二级板块收益表现	6
图表 5：2022 年初至今白酒板块两轮反弹同疫后改善逻辑强相关	7
图表 6：相较 2019 年同期，北上广深地铁客流仍有缺口	7
图表 7：相较 2019 年同期，公路货运量仍有缺口	7
图表 8：目前疫情扰动区域覆盖面处于高位	8
图表 9：今年疫情严重地区 GDP 受扰动程度相对更强	8
图表 10：居民端收入复苏节奏优于消费支出复苏节奏	8
图表 11：22 年前三季度居民端储蓄偏好明显提升	8
图表 12：我国商品零售韧性会优于餐饮消费	8
图表 13：新加坡食品饮料指数尚未恢复至疫前同期水平	8
图表 14：社融受居民端拖累，M2 增速仍处高位	9
图表 15：房地产销售及开发投资仍承压	9
图表 16：煤价相对仍处于较高位	9
图表 17：土拍热度仍较为承压	9
图表 18：规模以上酒企收入延续稳步增长	10
图表 19：规模以上酒企利润弹性更凸显	10

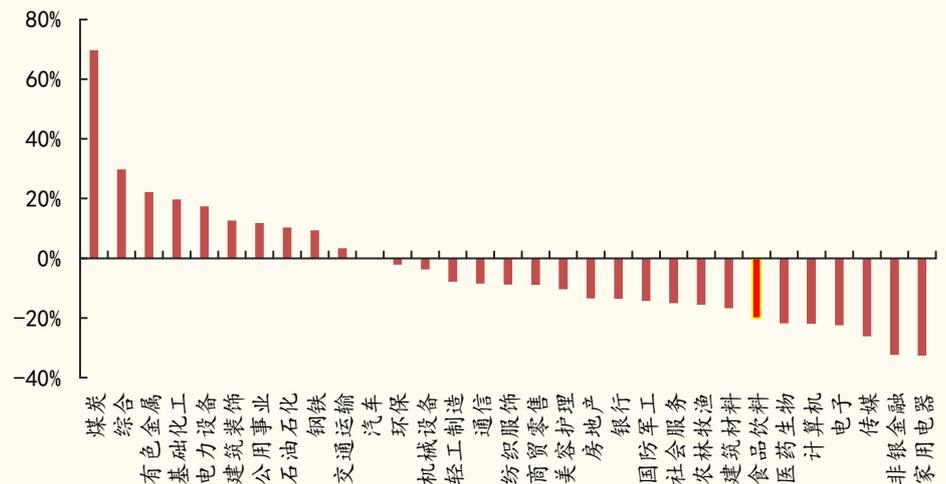
图表 20: 头部酒企营收集中度提升, 利润集中略有下滑.....	10
图表 21: 规模以上酒企数量递减的同时亏损企业增多.....	10
图表 22: 规上白酒产量仍处于收缩状态.....	10
图表 23: 飞天茅台批价阶段性有所下行 (元/瓶).....	10
图表 24: 普五及高度国窖批价短期内企稳回升 (元/瓶).....	11
图表 25: 次高端单品批价走势有所分化 (元/瓶).....	11
图表 26: 茅台直销渠道营收占比明显持续提升.....	11
图表 27: 近几年上市酒企的产量变动有所分化.....	11
图表 28: 当前白酒板块重点标的 Wind 一致预期较年初变动明显分化.....	12
图表 29: 当前板块 PE-TTM 处于约 51th 分位.....	12
图表 30: 白酒板块标的 22Q1-Q3 业绩节奏呈现明显分化.....	13
图表 31: 白酒子板块的毛销差波动也有所分化.....	13
图表 32: 白酒板块重点标的基金重仓持股变化分化.....	14
图表 33: 白酒板块重点标的北上持股占比环比有所提升.....	14
图表 34: 白酒板块重点标的盈利预测.....	15
图表 35: 啤酒 (中信) 指数 22 年累计收益率演绎.....	16
图表 36: A 股啤酒龙头 22 年累计收益率演绎.....	17
图表 37: 港股啤酒龙头 22 年累计收益率演绎.....	17
图表 38: 啤酒各公司渠道结构对比 (21 年).....	18
图表 39: 全国规模以上企业啤酒单月产量增速.....	18
图表 40: 青岛啤酒 1-2 月、7-8 月经典快速增长.....	18
图表 41: 华润啤酒销量复苏伴随高端化加快.....	18
图表 42: 啤酒公司 21 年各档次销量占比.....	19
图表 43: 啤酒公司 21 年吨价对比.....	19
图表 44: 啤酒龙头高端化进度梳理.....	19
图表 45: 啤酒近期提价梳理.....	20
图表 46: 啤酒企业估值表.....	22
图表 47: 食品综合子板块行情走势.....	22
图表 48: 食品综合估值 (TTM) 走势.....	23
图表 49: 食品综合子版块营收增速.....	23
图表 50: 食品综合子版块归母净利增速.....	23
图表 51: 2020 年后绝味开店速度提升.....	24
图表 52: 22 年绝味单店营收为 19 年的 8 成左右.....	24
图表 53: 休闲卤味赛道市占率 (2020 年).....	24
图表 54: 我国烘焙行业零售额走势.....	25
图表 55: 我国乳制品产量走势.....	25
图表 56: 我国液态奶消费量走势.....	25
图表 57: 零食很忙门店拓展情况.....	26
图表 58: 立高食品营业成本构成.....	26

图表 59: 千味央厨营业成本构成.....	26
图表 60: 甘源食品营业成本构成.....	27
图表 61: 棕榈油价格走势 (单位: 元/吨)	27
图表 62: 生鲜乳价格走势 (单位: 元/公斤)	27
图表 63: 主要养殖饲料价格走势 (单位: 元/吨)	27
图表 64: 2011-2018Q1-3 公司主要原材料采购价 (元/公斤)	28
图表 65: 2018 年至今主要鸭副价格走势 (单位: 元/公斤)	28
图表 66: 重点公司盈利预测及估值.....	28
图表 67: 2020 年初至今调味品板块估值复盘.....	29
图表 68: 调味品行业 20Q1-22Q3 营收单季增速.....	30
图表 69: 调味品行业 20Q1-22Q3 归母净利单季增速.....	30
图表 70: 调味品 2020 年表现卓越, 2021 年深度调整, 2022 年末行情再起.....	30
图表 71: 2022 年餐饮同比并无修复.....	31
图表 72: 2022 年初以来国内疫情反复.....	31
图表 73: 2020 年调味品下游餐饮占比较高.....	32
图表 74: 海天向 C 端倾斜资源, 主动改变 B/C 结构.....	32
图表 75: 农产品价格高位震荡 (2020M1=100)	32
图表 76: 工业品价格边际下行 (2020M1=100)	32
图表 77: 农产品价格同比增幅边际收窄.....	33
图表 78: 工业品价格同比压力逐渐释放.....	33
图表 79: 调味品公司 22-24 年估值预测.....	33

一、 餐饮板块复盘：年内波动承压，来年弹性可期

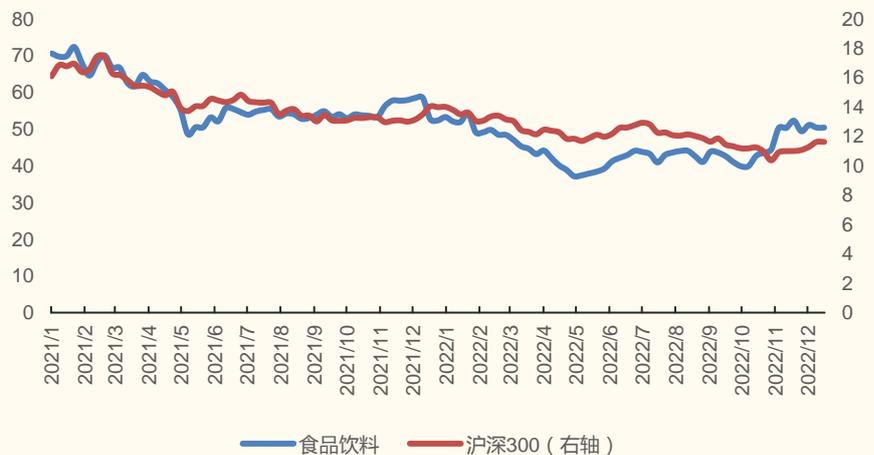
2022 年至今，餐饮板块在外部疫情冲击、资金和情绪面扰动、成本端持续承压等背景下，在“震荡”中消化估值，收益表现较为普通，略跑赢大盘。2022 年初至今，餐饮板块涨跌幅为-20.11%，在 31 个申万一级行业中居 25 位。从估值层面来看，今年上半年板块持续消化高估值，PE-TTM 自年初约 52X，至 5 月底探到 39X，而后震荡波动至 11 月初，疫情防控边际放松信号频出，催化板块估值回弹至 50x。

图表 1: 2022 年初至今申万一级板块收益率表现



来源：Wind，国金证券研究所（注：收益率区间为 2022/1/1-2022/12/19）

图表 2: 2021 年初至今食品饮料与沪深 300 指数 PE-TTM 走势



来源：Wind，国金证券研究所（注：PE-TTM 区间为 2021/1/1-2022/12/19）

■ 复盘收益率，2022 年至今板块走出“W”曲线

1) 年初至 5 月，估值和股价持续回落。疫情处于反复期，大众消费力疲软、消费信心减弱，且疫情对全国经济尤其是餐饮业场景开放造成显著冲击，市场情绪普遍悲观，板块估值持续回调至低点，期间板块回调幅度超 20%。

2) 6 月至 9 月，股价短暂修复后震荡。上海疫情放开带来的短暂修复窗口期，6 月内板块回弹幅度超 13%。尽管预期较为乐观，但经济环境仍处于承压态势，终端动销仍然偏弱，实际经销商库存较高，叠加市场对于半年报业绩兑现存在担忧，7 月行业股价维持震荡走势。8 月底进入半年报密集披露期，由于去年存在低基数，且表现普遍优于预期，基本“利空尽出”，板块情绪回暖。

3) 10月-11月中旬, 国庆期间疫情点状频发, 引发市场对于经济的再度担忧, 白酒献礼预期逐步落空, 且部分“禁酒令”谣言对情绪面造成扰动, 外资持续撤离造成白酒估值松动, 行业再度承压。

4) 11月底-至今, 多项疫情优化政策推出, 至12月初疫情放开基本确认, 预期先行, 市场情绪逐步回升, 低估值修复和餐饮场景修复两条主线尤为明显。但放开后感染人数增加, 市场转为调整期, 白酒受益于春节开门红“需求恢复”催化, 带动板块修复更为明显。

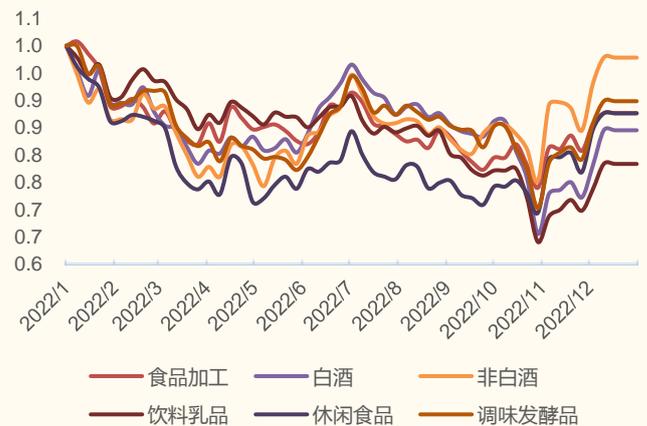
分子板块而言, 1) 白酒板块年内市场对于动销预期几多反复, 叠加外资对于政策风险考量, 年内波动较大。2) 非白酒板块政策风险小, 且高端化逻辑明确, 各企业业绩兑现度高, 年内超额收益最明显。3) 大众品板块, 上半年俄乌冲突导致大宗原材料上涨, 但具备去年的提价基础, 必选属性支撑下调味品和食品加工表现相对稳健。

图表 3: 2022 年初至今食品饮料板块与大盘收益走势比较



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 收益率区间为 2022/1/1-2022/12/19, 以 2022 年初为基准)

图表 4: 2022 年初至今申万食品饮料二级板块收益表现

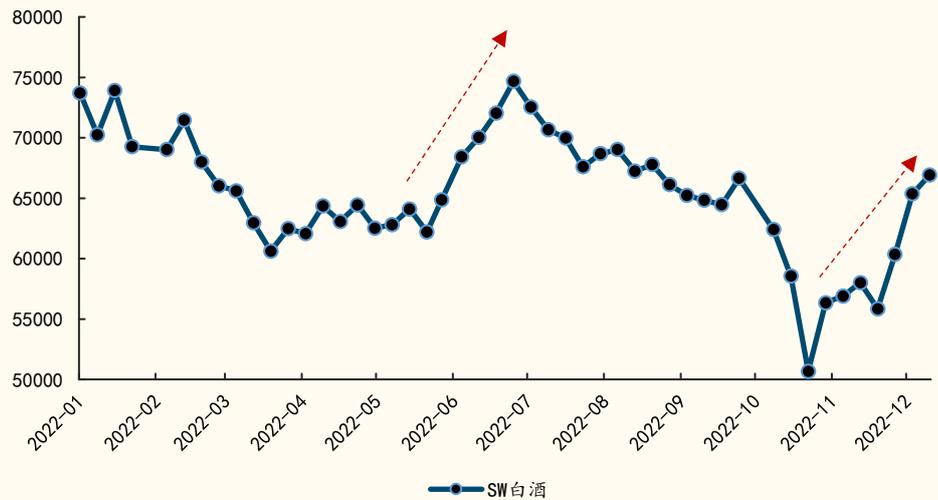


来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 收益率区间为 2022/1/1-2022/12/19, 以 2022 年初为基准)

二、白酒板块: 蜿蜒路中寻, 东风何时至?

复盘 22 年白酒板块走势, 在外部风险扰动下蜿蜒反复。主要包括: 1) 需求侧上疫情阶段性反复; 2) 政策端上消费税、禁酒令等传闻; 3) 资金端上北上资金阶段性密集性流出。归根到底, 市场情绪的担忧仍在于消费力与消费情绪, 因为间歇性的管控对于人流、物流、货流均有扰动。管控的核心在于慢下来, 而当前硬管控措施正加速优化, 但参考海外经验, 短期内基本面消费仍会受到冲击, 对情绪面预计仍会有扰动。回顾板块在 22 年内两轮较为明显的回弹, 均与阶段性市场对疫后复苏预期的交易相关 (例如 5 月中旬起上海逐渐放松管控措施, 以及 10 月下旬起市场对全面放松管控的交易)。

图表 5: 2022 年初至今白酒板块两轮反弹同疫后改善逻辑强相关

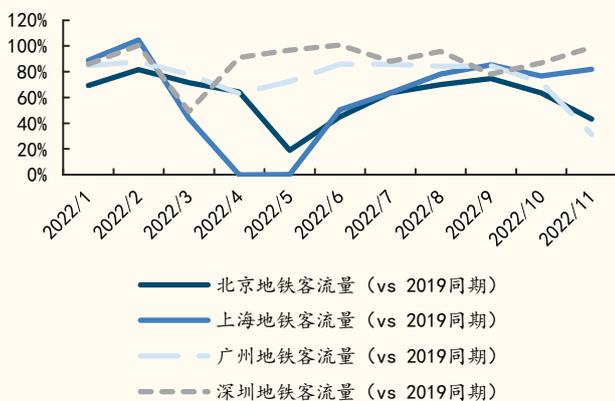


来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年 12 月 19 日)

2.1 需求端: 守望复苏的方向, 步伐稳步踏前

白酒需求端可以大体分为居民端与企业端, 分别对应白酒消费中的个人消费与商务消费。22 年需求侧的扰动主要源于疫情管控下经济活动的相对静态, 物流、货流的阈值约束会限制企业经营活动的开展, 从而间接影响居民端的收入预期及消费情绪。

图表 6: 相较 2019 年同期, 北上广深地铁客流仍有缺口



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年 11 月)

图表 7: 相较 2019 年同期, 公路货运量仍有缺口



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年 10 月)

从月度的维度看, 截至 11 月末存在疫情反复的直辖市/地级市的 GDP 占比达 80%+, 处于阶段性高位。从 22 年前三季度的各省市实际 GDP 增速&累计新增确诊情况来看, 新增确诊人数居前的上海、吉林等地前三季度实际 GDP 增速为负。考虑到各地实际封控力度的差异, 协同渠道反馈来看, 山西、安徽等地仍在疫情扰动影响相对较小的环境下呈现出区域 alpha 属性。

图表 8: 目前疫情扰动区域覆盖面处于高位



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年 11 月)

图表 9: 今年疫情严重地区 GDP 受扰动程度相对更强

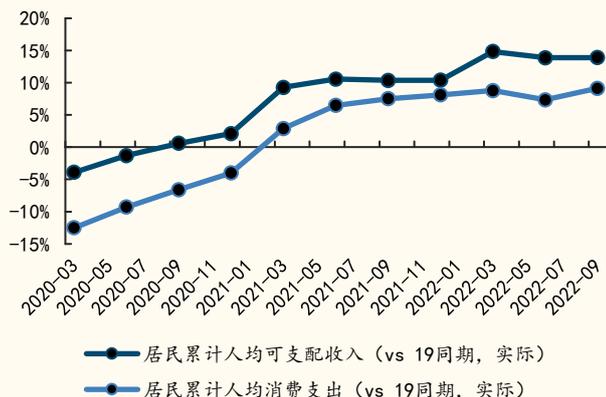


来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年 11 月)

反馈至居民端, 我们认为消费力释放情绪仍处于修复的节奏中。相较于 19 年同期, 居民人均可支配收入的提升幅度明显高于人均消费支出的提升幅度, 对应超额储蓄偏好的延续 (从新增人民币存款/贷款趋势中可见一斑)。

从消费恢复的节奏中看, 相对而言商品类消费的受损韧性及复苏强度会优于服务类消费 (例如餐饮消费), 因为服务类消费对于消费场景的依赖程度相对更高。对白酒板块来说, 次高价位产品动销受挫明显, 需求回补预期亦明确。

图表 10: 居民端收入复苏节奏优于消费支出复苏节奏



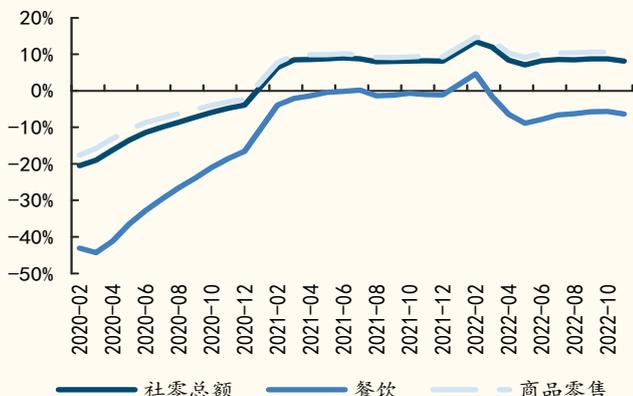
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年三季度)

图表 11: 22 年前三季度居民端储蓄偏好明显提升



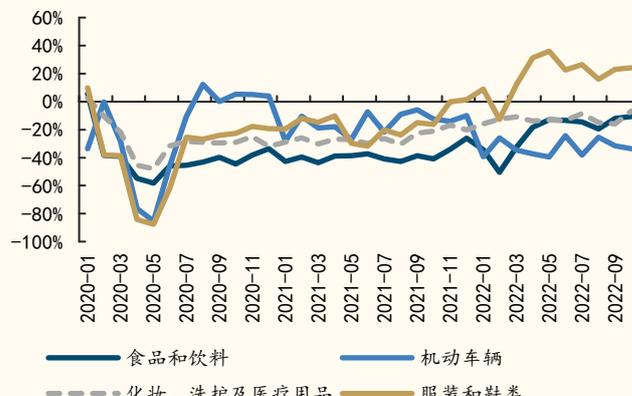
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年三季度)

图表 12: 我国商品零售韧性会优于餐饮消费



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年 11 月, 口径为相较于 2019 年同期的累计变幅)

图表 13: 新加坡食品饮料指数尚未恢复至疫前同期水平



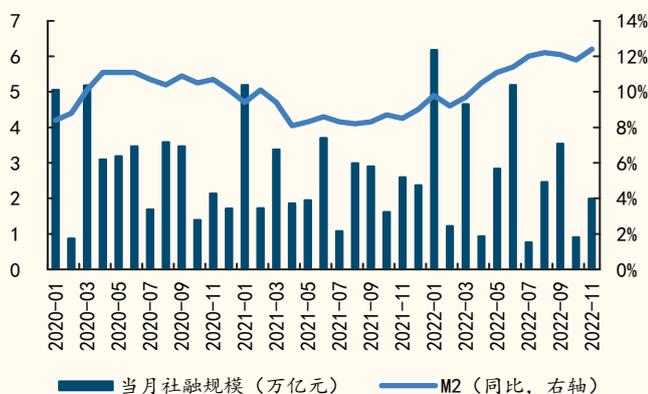
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年 10 月, 口径为相较于 2019 年同期的累计变幅)

从企业端看，商务活动的景气度对应次高及以上价位产品的需求预期。地产链是传统白酒消费的需求中心，其上下游覆盖链长，且商务应酬场景较为密集。目前来看，地产端保交付等政策逐渐落地，供给侧的压力逐渐释放，对于产业链上的信用修复大有裨益，从而驱动相关需求回暖（M2 增速今年整体处于较高水平）。

但对于销售端而言，目前看 22 年截至 11 月商品房销售面积仍较 19 年同期缺口为 18.6%；22 年 1~11 月 100 大中城市土拍溢价率月度均值为 3.37%（20/21 年全年月均溢价率均值为 13.58%/10.84%），整体而言销售侧的恢复往后改善的方向明确，空间亦充足，我们对于地产端商务消费的恢复仍乐观。

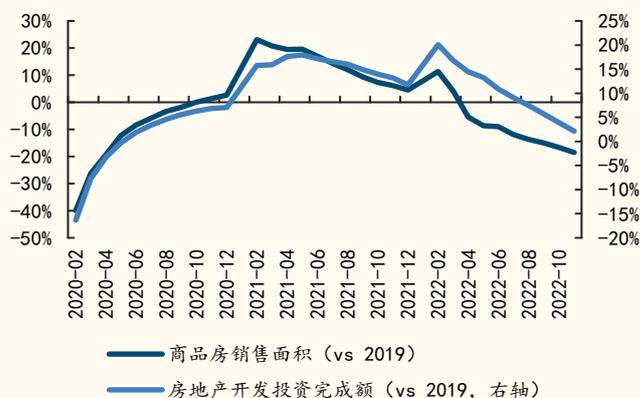
除地产链外，地区间的白酒动销分化也体现在当地核心产业的景气度分化上。例如受益于煤价提升，山西省内经济景气度相对较好，反映至汾酒青花系列及巴拿马系列动销向好；以及安徽地区经济 alpha 超预期表现，对于徽酒整体 beta 的提振。此外，商务消费的行业分布较为泛化，相对于消费场景的管控，客流及货流的约束对于商业经营的影响预计也会逐渐趋缓，整体提升动销。

图表 14：社融受居民端拖累，M2 增速仍处高位



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 22 年 11 月）

图表 15：房地产销售及开发投资仍承压



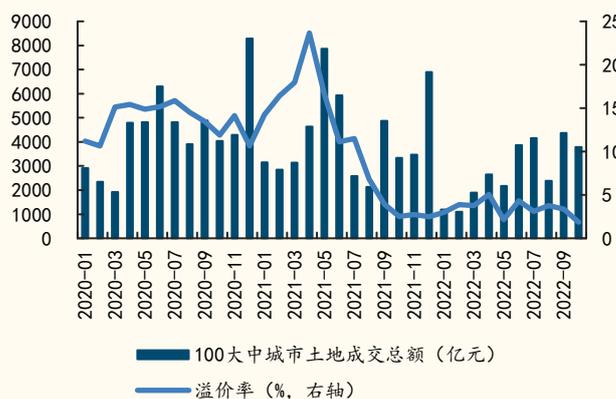
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 22 年 11 月）

图表 16：煤价相对仍处于较高位



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 22 年 12 月 19 日）

图表 17：土拍热度仍较为承压



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 22 年 11 月）

2.2 供给端：酒企八仙过海，行业出清式集中加速

白酒产业集中度持续提升的态势已经一目了然，在产业规模提升红利增速迟滞的外部环境下，产业出清的节奏有所加速，不仅是规模以上酒企对于小酒企的挤出效应，亦存在规模酒企内部的马太效应。例如，规模以上酒企数量从疫前 19 年末的 1176 家减少至 22Q3 末的 962 家，其中亏损企业数量反而从 170 家提升至 194 家（亏损面从 14.5% 提升至 20.2%）。但是在亏损面提升的背景下，22 年前三季度规模以上酒企收入增速为 14.9%，利润增速为 39.6%，仍释放出明显的利润弹性。

图表 18: 规模以上酒企收入延续稳步增长



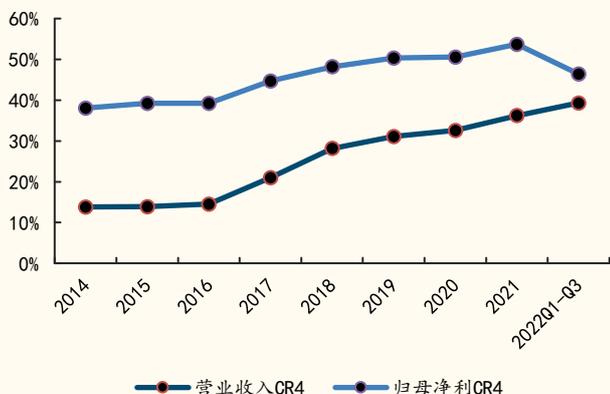
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 规模以上酒企利润弹性更凸显



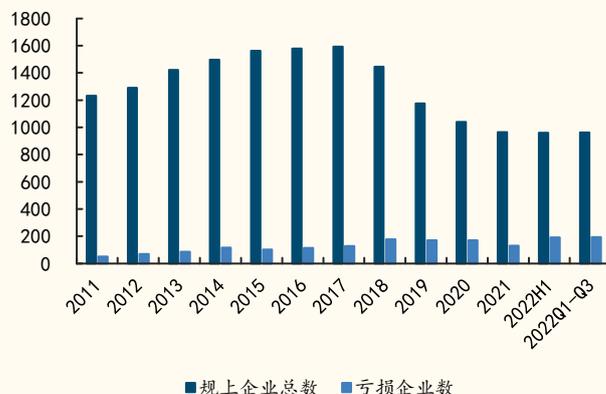
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 头部酒企营收集中度提升, 利润集中略有下滑



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: CR4 计算为上市酒企中营收、归母净利润规模最高的 4 个头部酒企的指标合计值同规模以上酒企对应指标的比值)

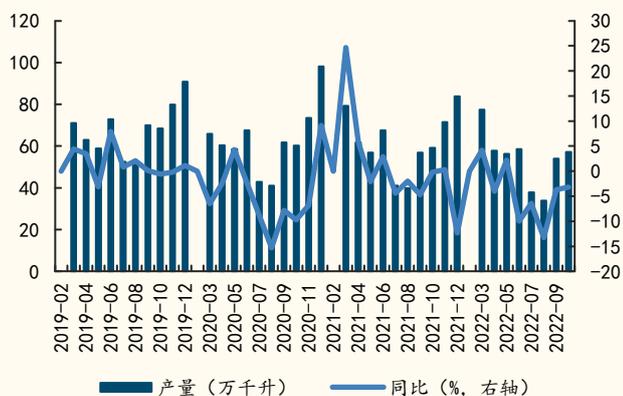
图表 21: 规模以上酒企数量递减的同时亏损企业增多



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 单位为个)

拆分规模提升背后的量价逻辑, 目前规模以上白酒产量仍处于收缩的态势 (截至 22 年 10 月, 规上白酒产量累计同比-2.5%, 19~21 年全年产量同比增速亦为负), 因此预计规模提升仍核心由价驱动。但从批价的角度来看, 较去年年末而言, 目前主流单品的批价仍有不同程度的下滑, 因此对于渠道价值链而言会有明显影响, 这与渠道反馈赚钱效应下滑、谨慎程度上移相一致。对于酒企而言, 维护价值链是中长期发展的要务, 提价&挺价也需要择时, 当前渠道精细化水平的差异也在批价的波动性中彰明较著。

图表 22: 规上白酒产量仍处于收缩状态



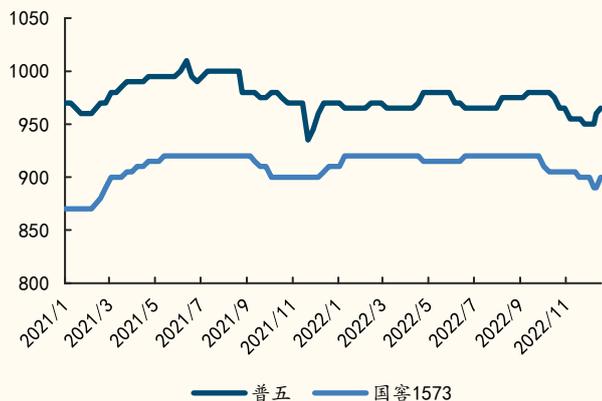
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年 10 月)

图表 23: 飞天茅台批价阶段性有所下行 (元/瓶)



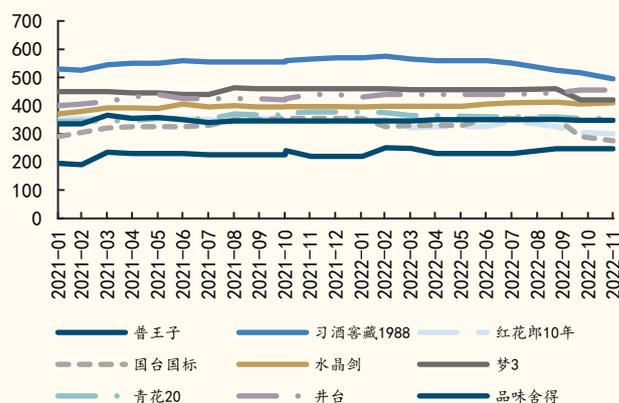
来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年 12 月 19 日)

图表 24: 普五及高度国窖批价短期内企稳回升 (元/瓶)



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年 12 月 19 日)

图表 25: 次高端单品批价走势有所分化 (元/瓶)

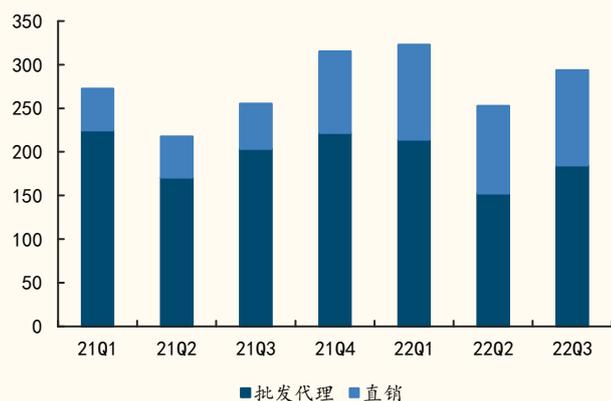


来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年 11 月)

对于 23 年量价逻辑上, 我们判断板块量缩价增的态势仍将延续, 背后是: 1) 人口红利逐渐消退, 并无消费端饮用量明显提升的迹象; 2) 行业监管规范化背景下, 落后产品产能的逐渐出清, 优质产能的再集中; 3) 复苏态势下消费升级的主逻辑, 我们始终认为在外部风险扰动下, 对白酒消费的冲击量在价先, 并未出现规模化消费降级的趋势, 影响点只是在于消费升级的斜率。其实从渠道及终端的反馈来看, 低线城市特别是疫情扰动较小的区域内, 高端光瓶及中档酒价位带升级的态势仍比较明确。

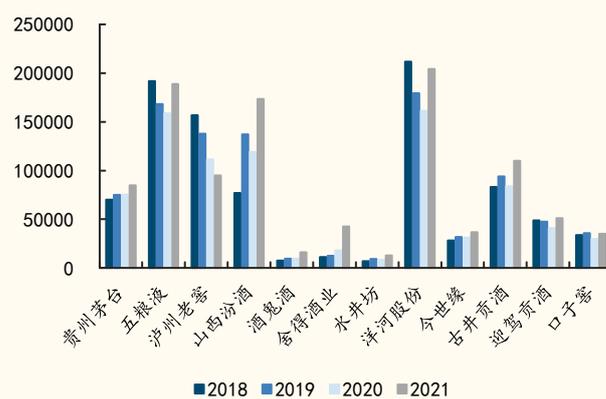
而对于板块内上市的名优酒企而言, 我们认为核心单品的量增逻辑也有望延续, 对于产品 sku 相对完备的酒企而言“多点开花”的趋势也明确。例如茅台今年非标、茅台 1935 的放量, 五粮液文创品的放量, 国窖低度、特曲的放量等等。而对于价增逻辑的判断, 我们认为出厂价提升带动价增逻辑需要参考渠道价值链的维护, 在批价尚未向上修复从而带动渠道情绪回暖的背景下, 对于提升出厂价的预期相对较弱, 价增更多或来自渠道结构优化&产品结构的优化 (例如茅台直营渠道的建设、老窖对于低端二曲的优化等等)。

图表 26: 茅台直销渠道营收占比明显持续提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 单位为亿元)

图表 27: 近几年上市酒企的产量变动有所分化



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 茅台、老窖、酒鬼、洋河、古井单位为吨, 其余酒企单位为千升)

2.3 预期端: 底部已夯实, 于分化中权衡确定性与弹性的情绪节奏

站在当下的时点去回看年内市场预期变化, 呈现明显的标的 alpha、区域 beta 的分化。例如对于次高端标的而言, 整体的营收/归母净利的预期均较年初有不同程度的下修, 利润端除汾酒外下修幅度均在 10% 以上, 汾酒凭借产品力优势、渠道力优势等实现了相对的 alpha。同理, 安徽地区古井、迎驾的预期有明显上移, 对应区域的 alpha 能力。整体而言, 业绩预期的波动, 呈现

至市场维度看会影响情绪面上对确定性和弹性的相对定价，即对于风格的相对定价。

图表 28：当前白酒板块重点标的 Wind 一致预期较年初变动明显分化

	营业总收入 22E (当前)	营业总收入 22E (年初)	Δ	归母净利润 22E (当前)	归母净利润 22E (年初)	Δ
贵州茅台	1271.8	1250.3	1.7%	623.3	612.8	1.7%
五粮液	748.3	780.6	-4.1%	269.6	284.4	-5.2%
泸州老窖	254.3	248.0	2.5%	101.8	96.7	5.3%
山西汾酒	259.9	272.7	-4.7%	76.3	76.4	-0.2%
酒鬼酒	44.9	46.5	-3.3%	12.1	14.1	-14.1%
舍得酒业	62.0	66.0	-6.0%	15.5	18.9	-18.1%
水井坊	52.0	57.8	-10.0%	13.3	15.3	-13.5%
洋河股份	304.2	288.0	5.6%	96.0	97.1	-1.2%
今世缘	78.7	78.6	0.1%	24.9	24.6	1.1%
古井贡酒	163.9	149.1	10.0%	30.3	30.0	0.9%
迎驾贡酒	56.1	54.1	3.8%	17.5	16.7	5.1%
口子窖	54.3	60.4	-10.1%	18.0	20.2	-10.7%
伊力特	18.7	27.5	-32.0%	2.9	5.6	-47.9%
金种子酒	14.1	18.7	-24.7%	-0.3	2.0	-117.7%
老白干酒	47.6	45.5	4.6%	7.0	6.9	1.8%
金徽酒	21.9	25.7	-14.8%	3.6	5.2	-31.8%
顺鑫农业	128.6	182.1	-29.4%	1.7	8.8	-80.9%

来源：Wind，国金证券研究所（注：当前数据截至 22 年 12 月 19 日，指标为 Wind 一致预期，单位为亿元）

图表 29：当前板块 PE-TTM 处于约 51th 分位



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 22 年 12 月 19 日）

业绩兑现是夯实预期的主要手段，在外部风险波动的环境中存在明显的确定性溢价：高端酒茅五泸的确定性在板块内首屈一指，收入/利润端增速始终维持在双位数及以上。旱涝保收，对于 23 年复苏的主旋律下，我们认为高端酒的量价策略会更从容，渠道价值链的修复也会顺畅。

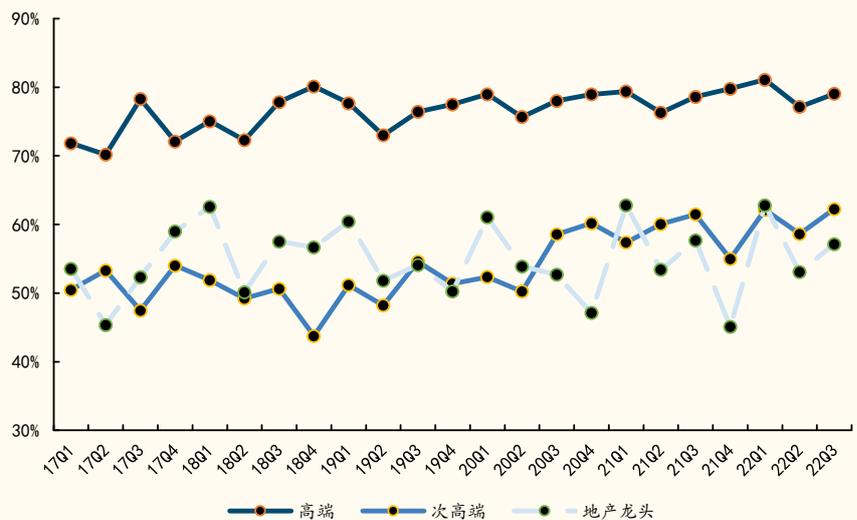
而思考对于后续市场预期交易节奏的考量时，在复苏的大逻辑之下，弹性/需求边际回暖的偏好预计会有所提升（核心以次高端及区域酒为主，例如 22Q2 次高端汾酒、酒鬼、舍得均录得负的利润增速。而受封控影响的区域酒如伊力特、金徽酒影响更甚，22Q2-Q3 录得大幅的负增）。对于 23 年节奏的把握，在确定性的基础上，季度间基数节奏带来的弹性节奏也需重视，阶段性业绩承压或会反馈至渠道端的回款/发货节奏之上。

图表 30：白酒板块标的 22Q1-Q3 业绩节奏呈现明显分化

标的	营业总收入增速			归母净利增速			归母净利率		
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3
贵州茅台	18.3%	15.9%	15.2%	23.6%	17.3%	15.8%	52.0%	47.8%	48.1%
五粮液	13.3%	10.0%	12.2%	16.1%	10.3%	18.5%	39.3%	31.3%	33.6%
泸州老窖	26.1%	24.1%	22.3%	32.7%	29.0%	31.0%	45.6%	49.6%	45.8%
山西汾酒	43.6%	0.4%	32.5%	70.0%	-4.3%	57.0%	35.2%	27.1%	30.8%
酒鬼酒	86.0%	5.3%	2.5%	94.5%	-18.7%	21.1%	30.9%	23.2%	26.8%
舍得酒业	83.3%	-16.3%	30.9%	75.7%	-29.7%	55.7%	28.2%	26.7%	22.9%
水井坊	14.1%	10.4%	7.0%	-13.5%	扭亏	10.0%	25.6%	1.1%	40.4%
洋河股份	23.8%	17.1%	18.4%	29.1%	6.1%	40.4%	38.3%	32.4%	28.8%
今世缘	24.7%	14.0%	26.1%	24.5%	16.3%	27.3%	33.5%	37.1%	24.8%
古井贡酒	27.7%	29.5%	21.6%	34.9%	45.3%	19.3%	20.8%	22.0%	18.7%
迎驾贡酒	37.2%	1.8%	24.5%	49.1%	3.0%	14.4%	34.9%	24.0%	31.1%
口子窖	11.8%	-7.9%	5.7%	15.5%	-4.9%	-0.2%	37.0%	25.8%	31.5%
伊力特	14.7%	4.7%	-60.0%	-17.5%	-75.2%	-79.2%	17.4%	3.9%	6.5%
金种子酒	17.0%	2.6%	-18.6%	亏损	亏损	亏损	-3.6%	-16.6%	-37.8%
老白干酒	20.4%	24.6%	27.9%	373.7%	41.6%	36.6%	29.3%	8.7%	11.9%
金徽酒	38.8%	12.2%	-9.1%	42.8%	-34.5%	-96.7%	23.3%	9.1%	0.6%
顺鑫农业	-28.8%	-29.5%	6.9%	-72.1%	亏损	亏损	2.7%	-2.5%	-0.5%

来源：Wind，国金证券研究所

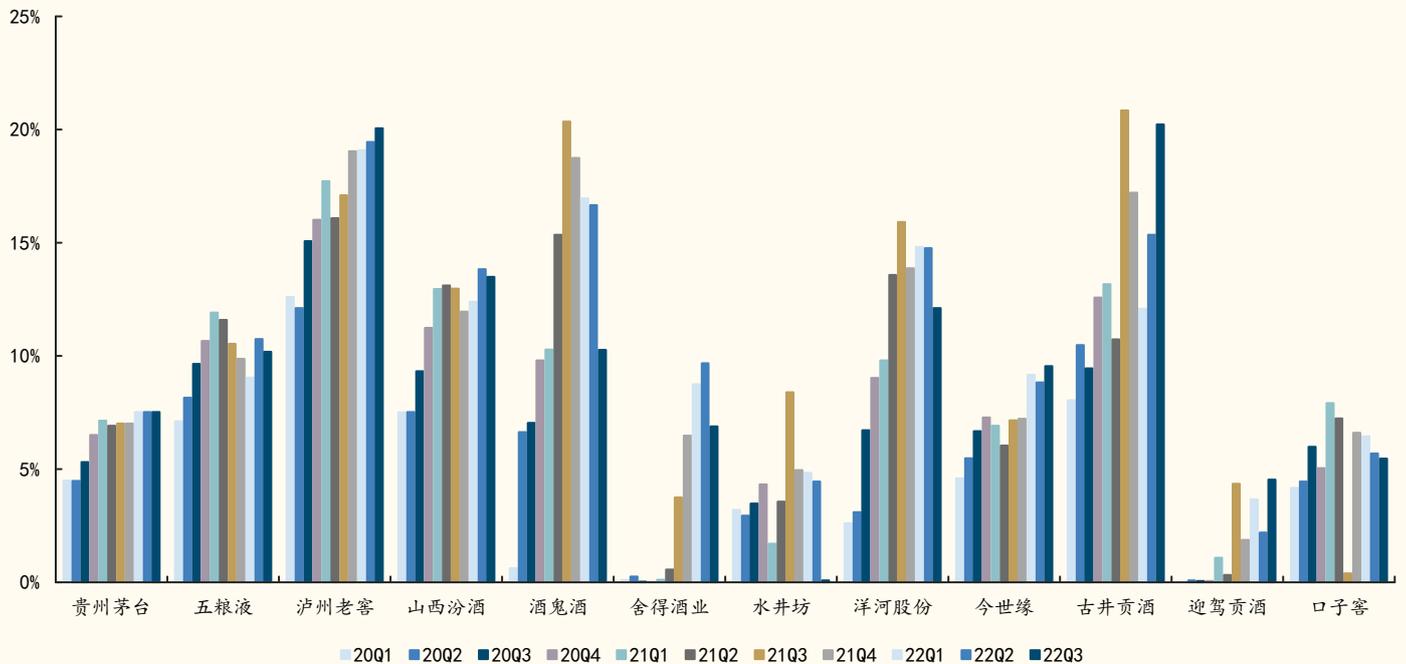
图表 31：白酒子板块的毛销差波动也有所分化



来源：Wind，国金证券研究所

整体而言，预期的波动最终会呈现于资金的波动之中。22Q3 末环比 22Q2 末而言，重点标的中仅老窖、今世缘、古井、迎驾的重仓持股环比提升，次高端板块环比减持明显（汾酒、酒鬼、舍得、水井坊分别环比-0.3pct/-6.4pct/-2.8pct/-4.4pct），阶段性呈现弹性受扰动下对于相对高势能、高质地标的的追逐（例如古井、迎驾重仓持股环比分别+4.9pct/+2.3pct），对于高势能、高成长的景气标的的估值容忍度也相对较高（汾酒、古井估值水平处于板块前列）。

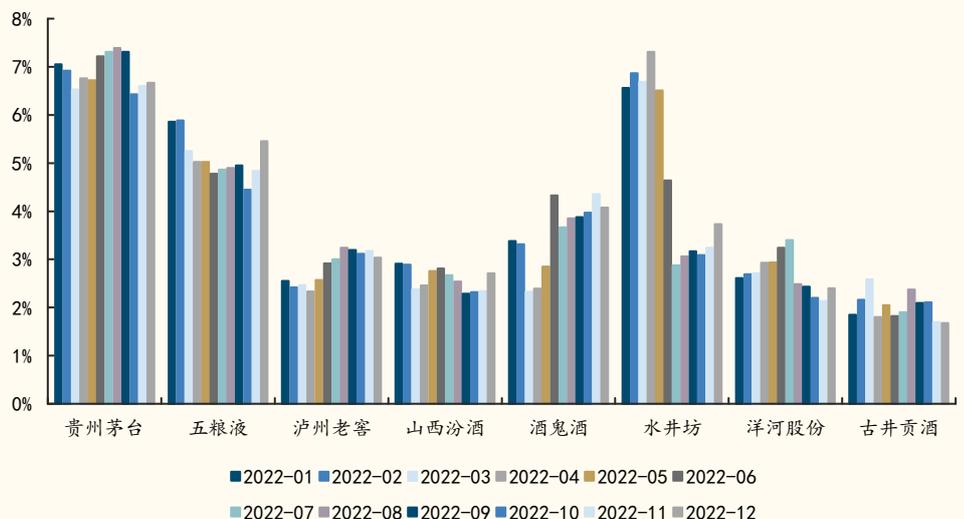
图表 32：白酒板块重点标的基金重仓持股变化分化



来源：Wind，国金证券研究所

步入 10 月后，由于旺季不旺的动销表现、消费税/禁酒令等行业性传闻、以及对于防控前景的预期波动等因素的扰动，北上资金在 10 月对于白酒核心资产集中性流出（茅台、五粮液 10 月末北上持股占比环比分别-0.9pct/-0.5pct）。在极端悲观预期演绎后，板块自 11 月起迎来估值修复，北上资金亦有所回流（茅台、五粮液 11 月末北上持股占比环比分别+0.2pct/+0.4pct）。

图表 33：白酒板块重点标的北上持股占比环比有所提升



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 22 年 12 月 19 日）

对于 23 年白酒板块的投资节奏，我们认为核心仍是“需求恢复”+“经济修复”主线，伴随市场偏好的节奏去进行确定性&弹性的配置。目前北上广深多地对于管控措施的节奏有所优化，对于复苏的节奏预期也有所前移。因此，我们始终强调对于场景放开、消费情绪回暖、消费力恢复逻辑链的重视，目前需求侧、渠道侧的恢复弹性仍较为充足。

对于确定性维度，我们首推高端酒（茅五泸）及子赛道的高势能标的（洋河、古井、汾酒）。对于高端酒而言，其高价位决定了品牌力/品牌认知是驱动消费者去选购的主要因素，大部分千元附近参与者通过局部圈层消费群体汇量式形成一定规模，但并未形成广泛地群体认知。特别是在景气度承压时，品牌的优势更凸显。

展望 23 年，高端酒的确定性仍是板块内首屈一指，茅台三代专卖店逐渐落地后 i 茅台的枢纽作用会更凸显，改革动能持续释放仍是主逻辑；五粮液双位数低预期，文化酒、系列酒等或贡献相对增量；老窖 sku 完备，梯度化产品放量，渠道精细化管理能力突出。且在复苏逻辑下，23 年环比 22 年量价策略会更游刃有余，确定性+环比改善+增速板块内并不低+估值性价比凸显。

对于子赛道高势能标的而言，省内的竞争优势+区域经济 alpha 能力+对于渠道的议价能力的元素都比较占优。对于洋河、古井而言，短期内或仍有返乡催化，23 年古井费用模式优化+集团股权激励，洋河换代完成提升渠道推力；汾酒清香复兴正当时，各价位 sku 的势能都比较强，省内牢固的基础是底线保障，省外渠道精耕+香型差异化+库存相对低，韧性也较好。

对于弹性维度，我们首推需求恢复逻辑下的次高端及区域酒，如舍得、酒鬼、伊力特等。对于传统次高端价位而言，无论是规模性聚会宴请，还是小范围的社交聚饮，多少都受到场景管控的影响，动销明显有受损，对应 23 年修复的主逻辑，特别是对于疆内持续封控影响下的伊力特而言（需留心标的季度间基数差异下酒厂对发货节奏的考量）。此外，在需求回暖的逻辑下，次高端价位的利润弹性亦有望凸显（措施包括产品结构向上催化，亦或费用精确化管控等）。

图表 34：白酒板块重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入（亿元）			YOY			归母净利（亿元）			YOY			PE		
		22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
高端酒	贵州茅台	1267	1462	1673	16%	15%	14%	618	721	834	18%	17%	16%	36	31	27
	五粮液	744	846	958	12%	14%	13%	266	305	348	14%	14%	14%	27	23	20
	泸州老窖	255	300	356	23%	18%	19%	101	123	148	27%	22%	21%	32	27	22
次高端	山西汾酒	257	314	382	29%	22%	22%	76	97	122	43%	28%	26%	46	36	29
	酒鬼酒	42	50	64	24%	19%	27%	11	14	18	26%	21%	30%	40	33	26
	舍得酒业	62	76	100	24%	23%	32%	15	19	26	24%	24%	35%	36	29	22
地产酒	洋河股份	304	356	420	20%	17%	18%	97	118	141	30%	21%	20%	26	21	18
	古井贡酒	164	201	241	24%	22%	20%	30	40	52	32%	33%	30%	48	36	28
	今世缘	79	98	122	23%	25%	25%	25	30	37	23%	20%	23%	25	21	17
	迎驾贡酒	56	67	79	21%	20%	19%	17	21	26	26%	23%	22%	28	23	19

来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 22 年 12 月 19 日）

三、啤酒板块：23 年关注复苏+成本改善，中长期看好高端化+提效兑现

■ 复盘 22 年：β 性机会，疫情政策、成本变动驱动股价

行业：疫情、成本波动为驱动股价的核心。我们梳理了 22 年行业股价演绎的过程，1 月受 21 年业绩下修影响而下跌；2 月因春节动销、高端化超预期

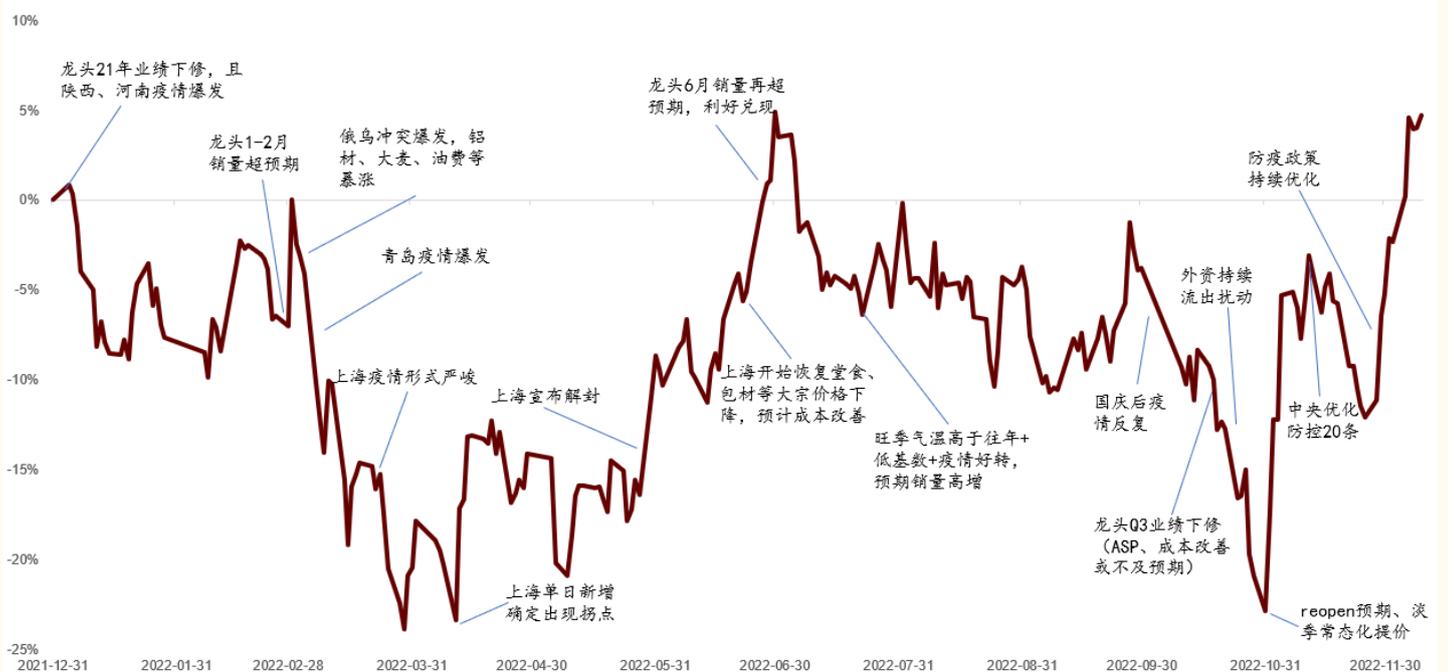
而上涨；3-4 月山东、上海等地疫情严重+俄乌冲突下大宗超预期涨价，股价大幅调整；4 月上旬上海单日新增病例出现好转而形成拐点；4-6 月上海解封、堂食恢复等放开措施形成催化；6-8 月气温高于往年+低基数+疫情好转影响，销量持续超预期，助推股价上行，且包材步入下行区间，成本预期改善；9-10 月受防疫政策收紧、外资流出、Q3 业绩下修等因素致使股价大幅调整；11-12 月 reopen 预期再起、防疫政策持续优化，叠加淡季常态化提价，形成新一轮上涨行情。

对比其余子板块，啤酒 22 年跑出超额收益，具备 β 效应，主要系：1) 非现饮需求对现饮有一定补充，降低疫情受损程度；2) 去年旺季基数低（天气差+疫情+疫苗接种后无法喝酒），今年旺季为难得一遇的高温天气，刺激需求景气；3) 业绩韧性强，通过集体提价、缩费率抵抗疫情、成本扰动（青啤、华润前几个季度利润保持双位数增长）；4) 高端化是产业大趋势，只要疫情形势向好，高端产品能较快恢复良好增速，市场认可度提升。

对比 22 年个股表现，燕京彰显出最强 α ，主要系：1) 新管理层正式上任；2) 疫情之下 U8 全年仍维持 50% 左右高增，数据持续验证；3) 效率优化、子公司减亏逻辑兑现，Q1 扭亏为盈，Q3 吨成本逆势下降 1%，所得税率也持续下行。青啤 5-8 月销量增速行业领先，主要系：1) 今年北方天气热开始的时间比南方早；2) 较早开启旺季备货活动（5 月底开启夏日风暴行动，其余多在 6 月）；3) 北方竞争环境相对好，流通恢复快。重啤疆外乌苏表现低预期（Q1-3 增速仅 4%），全年目标下修，主要系：1) 本身现饮占比高（70%），新疆、重庆、华东和华南等主市场受疫情影响更重；2) BU 调整伴随着人员流失、经销商不配合等问题，福建出现电商价盘紊乱，部分渠道拓展受竞品阻碍。这引发了市场对乌苏生命周期、中长期空间的担忧，导致估值下杀。

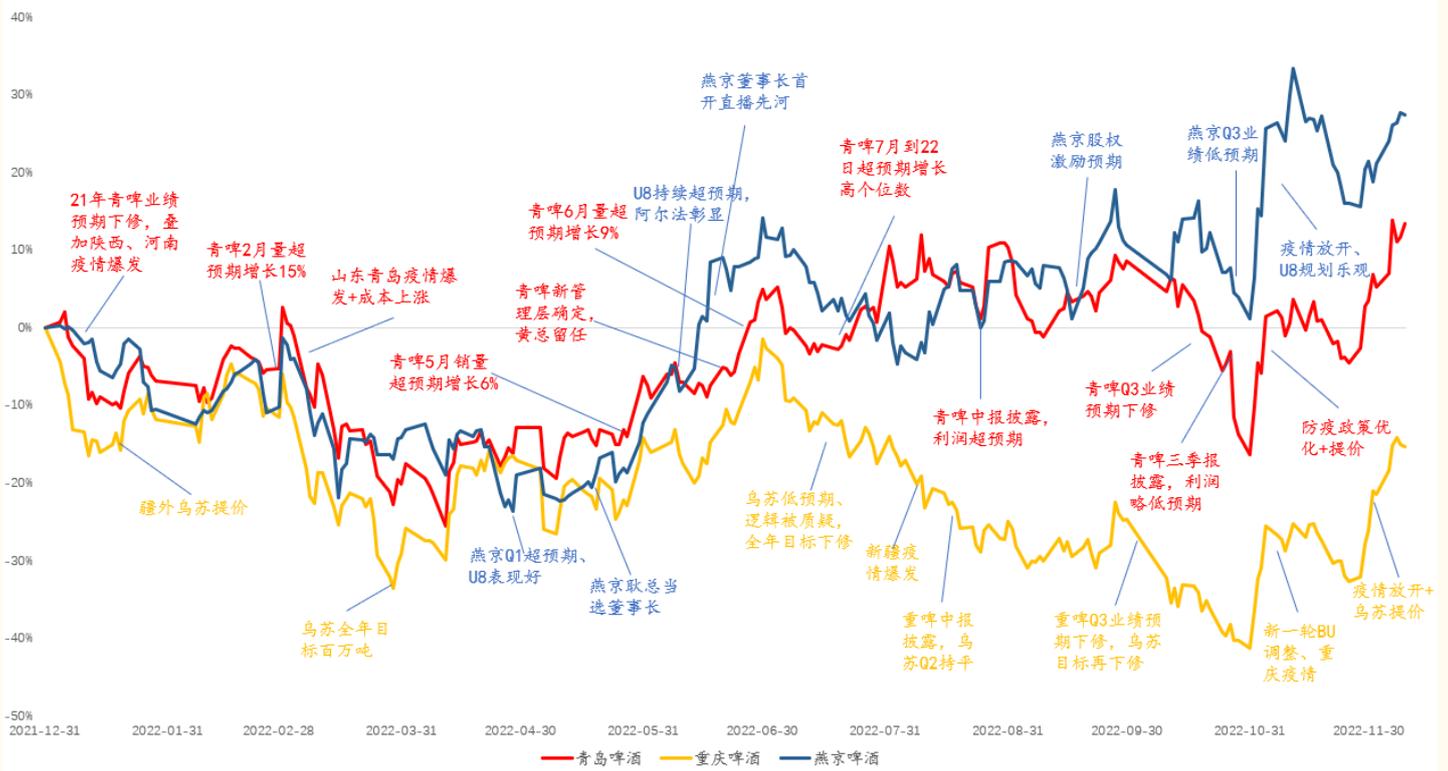
回顾 22 年，啤酒板块的挑战与机遇并存，疫情的严重性、反复性始料未及，俄乌冲突导致大宗价格飙升，美联储加息扰动资金，这些都造成了股价下挫，但也带来了合适的布局时点；气温高于往年、防疫超预期优化则是机遇。截止 12 月 9 日，个股股价涨幅均小于经营性利润涨幅，PE 进一步消化。

图表 35：啤酒（中信）指数 22 年累计收益率演绎



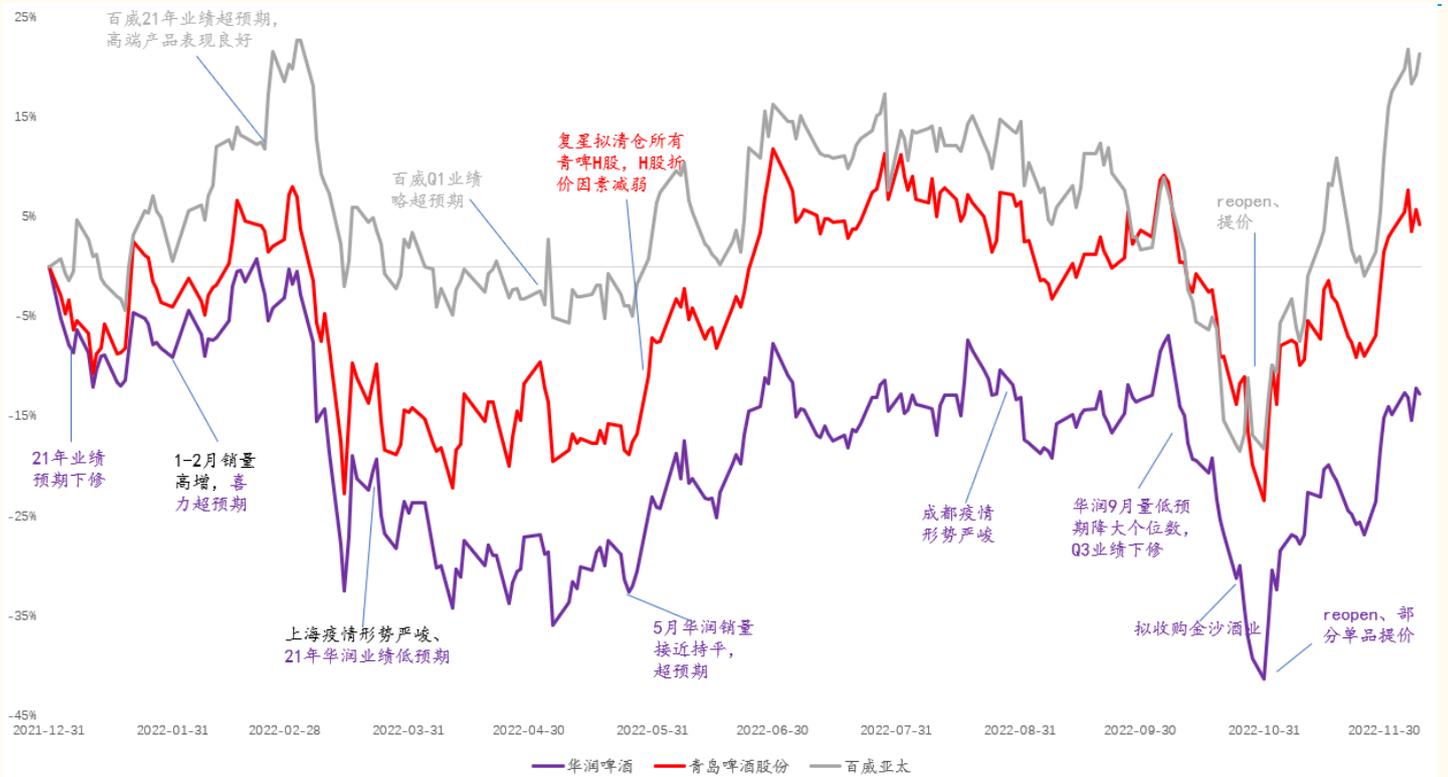
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 22 年 12 月 19 日）

图表 36: A 股啤酒龙头 22 年累计收益率演绎



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 行业共性因素见上图, 本图仅标注个股差异化的原因, 数据截至 22 年 12 月 19 日)

图表 37: 港股啤酒龙头 22 年累计收益率演绎

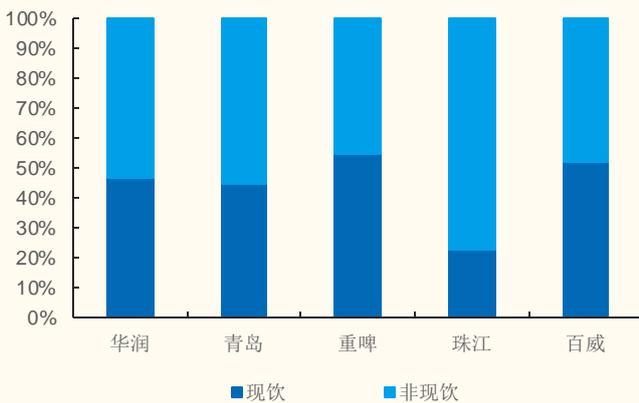


来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 行业共性因素见上图, 本图仅标注个股差异化的原因, 数据截至 22 年 12 月 19 日)

- 23 年把握疫情修复+成本改善双主线，仍然有 β 机会
疫情政策放开主要带来两方面影响：

1) 餐饮、夜场等场景修复, 带动现饮需求改善, 进而拉动销量提升。从个股看, 疫情对消费场景的限制排序为: 夜场>高端餐饮>一般餐饮>流通, 故从受损程度上看, 百威(夜场占比百威品牌 38%、科罗娜和福佳白 62%)>重啤(乌苏、1664 现饮占比 70%, 整体 21 年现饮占比 55%)>华润>青啤>珠江(流通占比 70%多, 餐饮仅 20%)。复盘历史, 疫情较严重、出现多地封控时, 对单月销量影响程度在 20%甚至以上(比如: 20Q1、22 年 3-4 月); 疫情影响相对严重时, 对单月销量影响在大个位数到小双位数(比如: 21 年 7-8 月、22 年 10-11 月)。若当地出现封控, 当地销量下滑或在 50%(比如: 22 年 3 月的山东)。从节奏上看, 明年 3 月起都是低基数, 至少持续至 5 月(今年 3、4 月下滑双位数, 5 月基本持平)。从幅度看, 假设恢复到 19 年销量, 对应 23 年青啤、华润、燕京销量增速为持平、2-3%、2%+。

图表 38: 啤酒各公司渠道结构对比 (21 年)



图表 39: 全国规模以上企业啤酒单月产量增速

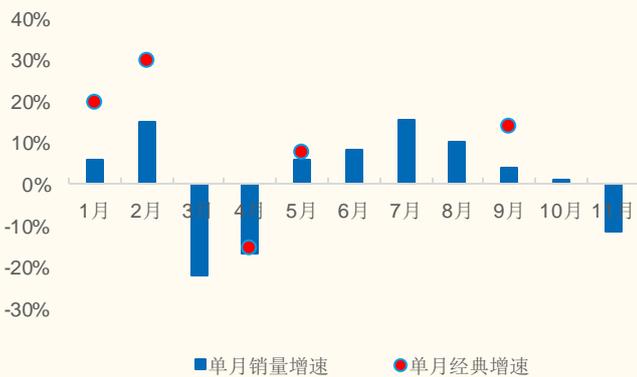


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

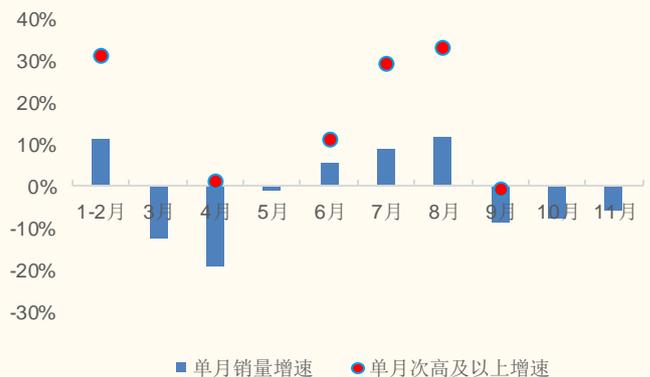
2) 高端产品在夜场、高档餐饮中占比高, 放开有望加快结构升级进程, 进而加速提升吨价、利润率。啤酒作为大众品, 本身与经济的相关性偏弱, 且从产业发展周期上看, 高端化起步时间晚、空间大(行业高端销量占比不足百威中国的一半, 华润、青啤吨价仅百威亚太的 50-70%), 并由供给端共同推动, 高端化具备韧劲。22 年 1-2 月、7-8 月均证明只要疫情形势有所好转, 高端增速便能迅速恢复到疫情前水平。23 年华润规划正常情况下次高及以上增速可恢复至 20%多(喜力维持高增、纯生&superX 双位数增长、黑狮&老雪发力), 乌苏疆外目标增速 30%, 结构升级可带动 ASP 提升中个位数左右。

图表 40: 青岛啤酒 1-2 月、7-8 月经典快速增长



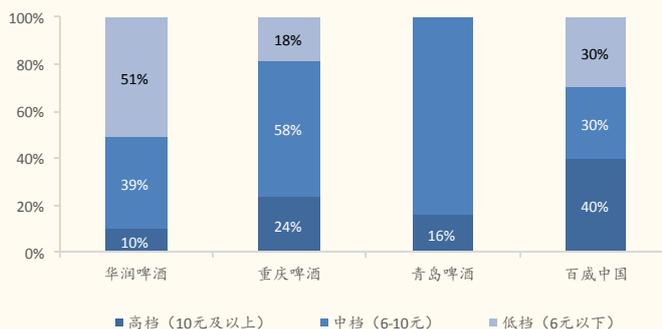
来源: 公司公告, 国金证券研究所(注: 经典 6、7 月两位数增长)

图表 41: 华润啤酒销量复苏伴随高端化加快



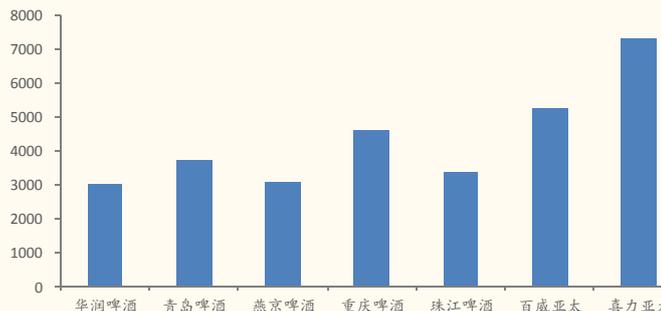
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 42: 啤酒公司 21 年各档次销量占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 青啤占比数据为中档和低档合计)

图表 43: 啤酒公司 21 年吨价对比



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表 44: 啤酒龙头高端化进度梳理

	21H1	21 年	22Q1	22H1	22Q1-3
华润啤酒	1) 次高及以上销量达 100 万千升, 同比+50.9%, 占比提至 15.8% (20 年为 13.1%) 2) SuperX 翻倍以上增长, 喜力增速约 40-50%, 纯生实现 20% 以上的高双位数增长, 马尔斯绿增速达 50-70%	1) 21 年次高及以上销量同比+28%, 占比提升至 17% 2) SuperX 增速及 50% 左右 (不到 40 万千升)、喜力增速 30-40% (不到 30 万吨), 纯生增速 10-20% (60-70 万吨)	1-2 月次高及以上销量增速超 30%, 喜力增速创下新高; Q1 次高及以上双位数增长	1) 次高及以上销量 114.2 万千升, 同比+10% (占比 18%, 同比+2pct) 2) 喜力增速 30% 左右 (福建星银表现亮眼, 华东经典大罐推动迅速); 纯生、superX 低到中位数增长; 马尔斯绿增速快, 老雪翻倍	1) 次高及以上销量同比+10-15% 2) Q3 次高及以上增长双位数 (7-8 月 30% 左右), 喜力、纯生、superX 均快于 H1。Q1-3 次高及以上增速 10-15%, 中档下滑略大, 低档有增长, 喜力 30% 多、纯生 & superX 为个位数
青岛啤酒	1) 高档以上销量同比+41.4% 2) 主品牌同比+20.9%, 超高端增速 45-60% (白啤翻倍), 纯生、1903 表现亮眼	1) 21 年超高端增速接近 30%、纯生增速 13%、1903 增速 26%、经典增速 20% 2) 高档以上产品 52 万吨, 同比+14.2%	青岛品牌销量同比+5.1%, 占比提升 5pct 至 61%; 中高档增速 10% 以上	青岛品牌同比+2.9%, 占比+2.1pct; 中高档及以上销量 166 万千升, 同比+6.6%, 预计经典增速 8%、白啤同比+60% 以上, 纯生、1903 下滑	Q1-3 青岛同比+4.5%, 占比+0.9pct; 中高档以上量同比+8.2%, 预计 1-9 月经典、1903 增小双位数, 纯生微增, 白啤+40% 多, 超高端 (奥古特、鸿运当头) 增速 10-20%。Q3 青岛/中高档以上量同比+7.7%/11.5%, 白啤增速环比放缓
重庆啤酒	1) 高档收入同比+62.3%, 占比提升 8pct 至 36% 2) 乌苏疆外同比+89% (整体+35% 以上), 乐堡同比+20% 多, 1664 同比+50% 以上	1) 高档收入同比+43.5%, 占比提升 6pct 至 36.5% 2) 乌苏增速 34% (83 万吨)、疆外乌苏 60%、1664 增速 36% (5 万吨)、嘉士伯 10%、夏日纷 10% (几千吨)、重庆品牌两位数 (超 60 万吨)、乐堡品牌 10% 多 (50 多万吨)	1) 高档收入同比+24%, 占比提升 2pct 至 37%; 2) 乌苏实现 22 万吨 (整体增速 17%、疆外 19%), 1664 增速 18%, 重庆双位数增长, 乐堡等均有增长	1) 高档收入同比+13.3%, 占比同比+0.8pct 至 37.1%; 2) 乌苏销量同比+6.4% (疆外增速 6.3%); 乐堡正增长, 重庆品牌增速 10%, 1664 个位数增长	1) 高档收入 Q1-3 同比+8.7%, Q3 同比+0.5%; 2) Q1-3 乌苏销量同比+1%, 疆外乌苏增速 3.4% (疆内下滑), 1664 下滑, 重庆品牌 & 乐堡品牌高个位数增长, 嘉士伯增速较好, 夏日纷在几千吨的低基数下实现高增。
燕京啤酒	1) 中高档收入同比+29.9%, 占比提升 6.5pct 至 61.7% 2) 燕京 U8 实现约 15 万吨, 白啤、纯生、V10 等释放潜力	21 年燕京 U8 为 26 万吨	U8 大单品销量同增 70%+	预计 U8 增速 70%	7-8 月 U8 延续高增, 9 月降至 30-40%
珠江啤酒	高档收入同比+20%、销量同比+23%, 收入占比提升 5.7pct 至 56.7%	21 年高端纯生/97 黑金纯生销量同比+17%/103.2%	纯生销量占比 49.14%, 同比+5.37pct; 97 纯生销量 3.75 万吨, 同比+50.37%	H1 纯生销量同比+15.7%, 占比+6.6pct 至 59%, 97 纯生销量同比+51.6% 至 10.3 万千升	Q1-3 高档销量同比+16.41%, 97 纯生增速 45.3%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

■ 关注后续提价和成本预算, 23 年毛利率有望向上

受俄乌冲突等影响, 前期铝材、石油等大宗价格飙升。当前, 包材价格已回落 (占营业成本比重在 40-50%, 现货价同降双位数), 低价成本从 Q3 末开始投入使用。年底采购推进, 结构升级意味着使用更优质的原料, 大麦锁价明年全年 (占比 10-20%, 对应单价涨幅在 20% 多), 包材采购库存周期为 1-2 个季度, 成本预算仍在进行 (春节或更明朗), 预计不如前期乐观, 但 23 年吨成本增幅收窄趋势确立, 23H1 收窄趋势或更明显。

年末步入常态化提价阶段, 我们测算当前已发生的提价对 ASP 的贡献青啤、华润、重啤分别为 0.5-1%、1-2%、不到 1%, 后续青啤、重啤的有些产品 (部分纯生、乐堡、重庆品牌) 仍存在提价预期。初步假设 23 年吨成本涨幅 2%,

考虑提价和升级带来 ASP 更快上涨（分别为低个位数、中低个位数，合计为中个位数左右），对应毛利率提升幅度为 2pct 左右。

图表 45：啤酒近期提价梳理

品牌	提价时间	提价区域	提价产品	提价幅度
青岛	2021 年 8 月	山东	纯生	终端箱价提 6 元左右，幅度 5%
	2021 年 11-12 月	全国	夜猫子、1903（听）、白啤（听）、青岛小瓶	出厂提 9-13%
	2022 年 1 月	全国大部分区域	白啤（瓶）、经典大瓶（山东省外）、纯生小瓶、崂山优品	出厂提 4-7%
	2022 年 4-5 月	全国	纯生 8 度（新版）	出厂提 6%
	2022 年 8 月	全国	超高端 8-10 个产品（听装）	8-10%
	2022 年 10 月底	全国	低档崂山、上海光明纯生	6%
华润	2022 年 12 月	全国	1903 听、经典听（330ml）	5-8%
	2021 年 9 月	全国	勇闯天涯（瓶）	换装升级，终端瓶价提 1 元，出厂箱价提 3-4 元，幅度高个位数
	2021 年 11 月	四川	勇闯（听）、精制、清爽、9° 等	开票价提 3-4 元/箱，幅度 10-15%
	2022 年 3-4 月	四川	勇闯（瓶）、纯生听、superX	提价 2 元，出厂价预计提中个位数左右
	2022 年 11 月	全国	勇闯（听）	中个位数
重庆	2022 年 11 月	部分区域（武汉、四川等）	餐饮渠道纯生	费用收缩 10%
	2021 年 9 月	新疆	乌苏全系列	出厂箱价提 5 元（高个位数）
	2022 年 2 月	疆内、疆外	红乌苏	出厂价提 3 元（5%）
	21 年 9 月到 22 年初	全国部分区域	110-120 万吨（乌苏、乐堡、重庆品牌等）	4-8%
百威	2022 年 12 月	疆外	红乌苏	出厂价提 2 元左右（幅度为 3-5%）
	2021 年 4 月	全国	百威、核心和实惠品牌	0.6-1.8%
	2021 年 11 月起	部分区域	核心+的品牌（哈尔滨冰纯等）	3-10%
	2021 年 12 月中下旬	北京、重庆、广西	经典大瓶、纯生、福佳白、科罗娜、哈尔滨冰纯等	进店价提升 6-17%
	2022 年 3-4 月	全国范围内	--	中单位数
2022 年 11 月	全国范围内	百威经典、超高端	百威经典 6%、超高端 3%	

来源：国金证券研究所

■ 持续推进产能、人员效率提升

不同于从前简单的关厂、裁员，当前优化举措更多样化。1) 产能：国企需要平衡好自身社会责任，故产能优化的方式可能是产销分离，工厂关停但并不注销。此外，更多集约化工厂、高端单品生产工厂出现，比如：青啤西安、枣庄 60 万吨工厂已投产出酒，三厂 120 万吨智慧产业园启动扩建；华润啤酒 9 月开工 100 万吨山东生产基地项目，喜力计划到 25 年达到 100 万吨产能（厦门、杭州将陆续投产）；重啤佛山 50 万吨工厂有望于 24 年投产（重点生产乌苏、1664、嘉士伯等产品）；燕京耿总计划在大华北、大西南、长三角、珠三角和中原地区集中整合几个百万吨级别、装备先进、辐射范围广泛的智能化大生产基地，4 月山东邹城一期 50 万吨工厂开工。2) 人员：积极推进组织二次再造，生产、销售边界进一步打开，未来总部统筹将各区域后台职能集中在一个地区，进一步提升后台效益。目前华润已在挑选 2 个地区做第一批试点，明年 6-7 月结束后将全面启动第二批，预计到 24 年年底大部分地区会变为事业部制；重啤重新划分 5 大 BU 管理相邻区域也有利于产销分离；燕京目前正在进行 1+5+n 的模式设立（1：党建；5：生产、营销、供应链、核算评估、技术研发中心；n：其他），明年效果有望更明显。

■ 23 年重点关注：成本压力、高端化检验、个股边际变化

行业层面：1) 成本还不确定，包材价格持续向下，包材还未完成锁价，Q1 或为重要观察的时间窗口。假设 23 年吨成本增幅只有 0-1%，对应利润弹性有望达到 30%+。2) 高端化进一步走入检验期，前期铺货红利进入尾声，后续是对各家品牌能力、渠道运作管理、产品特点的综合性考验，否则想成为百万吨级别大单品都会有一定难度。我们认为，明年餐饮、夜场场景恢复的背景下，喜力、乌苏、U8、superX 将会进入一个更为重要的观察期。3) 明年如果需求、成本环境变好，各家费用投放能否仍然延续前几年相对理性的状态？

个股层面：

1) 重庆啤酒：BU 改革成效有待观察。BU 本身调整伴随人员融合、经销商对接问题，未来做通路精耕难免面临经销商反抗，未来做进一步渠道下沉难免需要抵抗竞品在渠道端的封锁。我们认为，23 年会是重要观察期，假如经营情况能很好的回应上述质疑，那么重啤未来的空间将进一步被打开，甚至估值也将进一步修复。乌苏已走过了消费者自然动销拉动的网红高增阶段，品牌定

位深入人心，明年可能会面临更多竞品的竞争（华润老雪会发力），后续打开天花板的核心变量在于渠道管理能力、产品复购率。

2) 华润啤酒：23 年的变化在于提出 3+2 产品组合，关注 superX 在场景恢复后，能否实现较好增长，价格定位能否做好梳理；黑狮白啤、老雪特色单品是否能起势；喜力在全国更多区域发力后的反馈（目前福建、浙江占比过半）。

3) 燕京啤酒：关注股权激励进度，关注 U8 经过前期铺货阶段后，后续成长的可持续性。

4) 青岛啤酒：关注在东北市场产品矩阵的延伸进度（向上是皮尔森、白啤等超高端，向下是崂山），市场份额能否持续提升；关注白啤培育进度，关注新一轮股权激励的进度。

■ 推荐青啤（H 股性价比高）、华润，关注重啤、燕京

11 月底世界杯开赛，但预计淡季对销量影响有限，叠加疫情仍有反复，短期数据略有承压（青啤单月销量下滑 10%+、华润下滑个位数），建议弱化对短期销量波动，22 年青啤、华润、重啤销量增速预计在 2-3%、0-1%、中个位数；经营性利润弹性预计在 20-25%、20%左右、小双位数；预计 23 年销量增速青啤、华润、燕京在低个位数，重啤接近小双位数（乌苏、乐堡为主要拉动）。短期关注提价和成本确认，中长期重视行业结构升级+提效逻辑兑现（未来几年利润增速在 20%+），推荐青啤（H 股性价比高）、华润，关注重啤、燕京。

青岛啤酒：公司作为百年国产品牌，切入高端化的时间较早、品牌形象好，是国产中高端领头羊。作为山东老国企，执行效率已边际向好，先是通过股权激励提升员工积极性，后是持续推进产能优化（每年关闭 2 家工厂），红利有望继续释放。区域上，长江流域亏损收窄，沿黄基地市场影响力在加强，东北通过纯生、经典切入后已占据当地中高端核心份额，并逐步向下延伸价格带。未来重点关注大单品经典、白啤培育（经典替换类经典产品、白啤赛道好+性价比高），23 年估值水平 A 股 35X、H 股 22X。

华润啤酒：公司执行力行业领先，前期通过快速关厂、裁员实现了经营效率的优化，后期联姻喜力补足品牌力短板，逆势做品牌营销打下基础。公司产品结构基础差、空间广，本身拥有较多基地市场，渠道优势明显，基地市场内升级逻辑较顺畅。22 年大单品喜力已起势，疫情之下逆势实现 30% 多增长，23 年会在全国更多区域、更多渠道发力做喜力（包括华北、东北、西南等区域），中长期目标已从 80 万吨上修到 100 万吨。23 年重点发力 3+2 产品组合（superX、纯生、喜力、黑狮白啤、老雪），大客户模式持续推进，未来 3-5 年内次高及以上销量有望看齐 400 万吨（复合增速为 15-25%），净利率水平有望加速向百威看齐，23 年估值水平 30X（不含金沙并表）。

重庆啤酒：产品型公司，渠道相对薄弱。乌苏今年受疫情扰动、渠道调整等多因素影响，表现不及预期。但乌苏具备差异化、自点率高，渠道利润有优势，品牌调性深入人心，从网点下沉的角度仍未达到天花板（疆外不足 50 万吨、终端覆盖 100 多万个，空间为 300-400 万个）。今年年底重新进行 BU 调整后，相邻区域由同一个 BU 管理，且 CIB 精细化的操作模式或更适合乌苏发展阶段，重点关注后续改革成效。12 月起疆外乌苏提价后，价盘趋于统一，减少窜货的发生。23 年大城市计划拓展 10 多个（中长期看到 150 个），需求复苏弹性较大，且为扬帆 27 第一年，有开门红动机，乐堡也有望借助乌苏渠道赋能加速全国化，23 年估值水平为 39X。

燕京啤酒：21 年净利率仅 2%，优化空间广阔。U8 是第一款举全力打造的全国化大单品，具备一定战略意义，近几年势能良好（22 年增速 50% 左右、体量在 40 万吨），持续推进百县工程，未来 U8 有望凭借产品差异化、高渠道推力、错位价格带持续放量。子公司减亏已有兑现（所得税率下降），人员和产销分离也持续推进（21 年大幅计提辞退福利，Q3 吨成本逆势下降 1%），23 年关注生产中心成立、员工市场化考核（任期制、业绩考核承诺书、定岗定编定责）后带来的效率改善，23 年估值水平为 56X。

图表 46: 啤酒企业估值表

公司名称	收入 (亿元)			收入增速			归母净利润 (亿元)			归母净利润增速			估值水平	
	21A	22E	23E	21	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E	22E	23E
青岛啤酒	305	329	350	10%	8%	7%	27	34	42	24%	23%	24%	43	35
青岛啤酒股份	305	329	350	10%	8%	7%	27	34	42	24%	23%	24%	27	22
华润啤酒	334	361	389	6%	8%	8%	36	43	54	35%	20%	26%	37	30
重庆啤酒	131	140	163	20%	7%	16%	12	13	15	39%	9%	21%	48	39
燕京啤酒	120	131	141	9%	10%	8%	2	3	5	16%	49%	58%	89	56

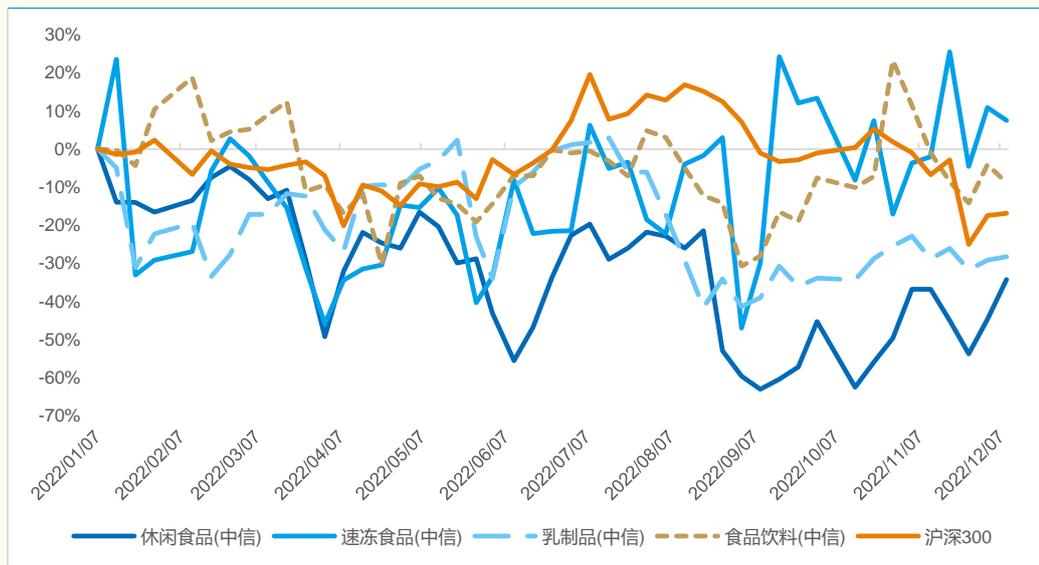
来源: 国金证券研究所 (注: 股价截止至 2022 年 12 月 19 日, 华润剔除土地补偿款、关厂裁员费用, 不含金沙并表; 青啤剔除土地补偿款, 汇率为 1HKD=0.8957RMB)

四、食品综合板块: 阴霾逐步消退, 赛道龙头不改优秀本色

4.1 复盘食品综合表现: 行情走势与业绩关联度较高, 速冻表现较优

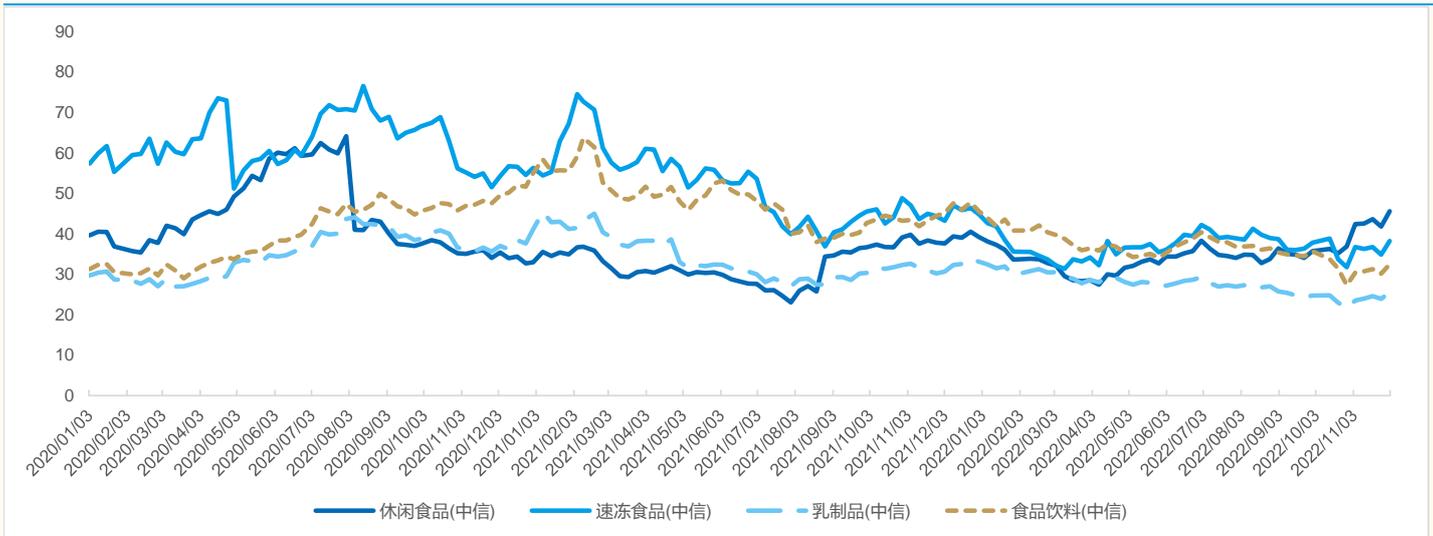
- 食品饮料整体跑输沪深 300, 细分板块来看, 休闲食品、乳制品在全年的表现都弱于食品饮料, 速冻板块进入 9 月后好于行业。
- 食品饮料估值在 22 年整体仍呈现向下调整的态势, 期间在 5-6 月有短期回升阶段, 主要是华东疫情逐步修复使得情绪向好。分板块来看, 休闲食品和速冻食品板块估值都在 Q4 有明显提升; 乳制品上半年表现平稳, 但是进入 8 月后整体估值水平向下。

图表 47: 食品综合子板块行情走势



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 截至 2022 年 12 月 19 日)

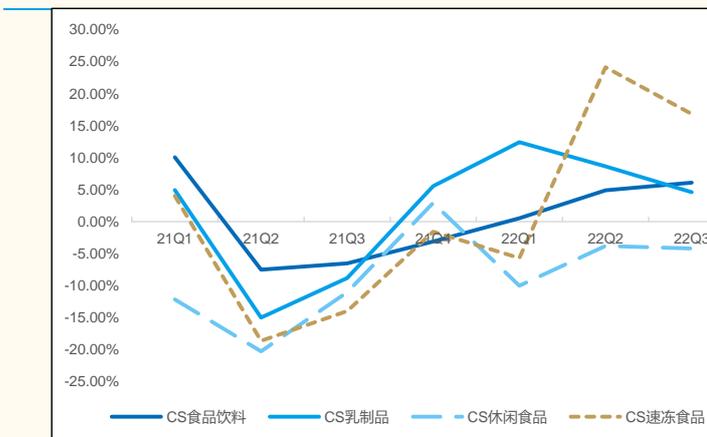
图表 48: 食品综合估值 (TTM) 走势



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 截至 2022 年 12 月 19 日)

- 从基本面来看, 乳制品在 Q1-2 整体经营韧性较强, 速冻食品 Q1-3 均有相对不错的基本面基础; 休闲食品的营收、利润表现并未好于行业餐饮整体。
- 结合业绩和估值来看, 我们认为今年速冻食品板块在下半年的相对收益与基本面表现较好和估值抬升都有关系, 乳制品下半年走弱主要是业绩和估值都有回落。

图表 49: 食品综合子版块营收增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 50: 食品综合子版块归母净利润增速

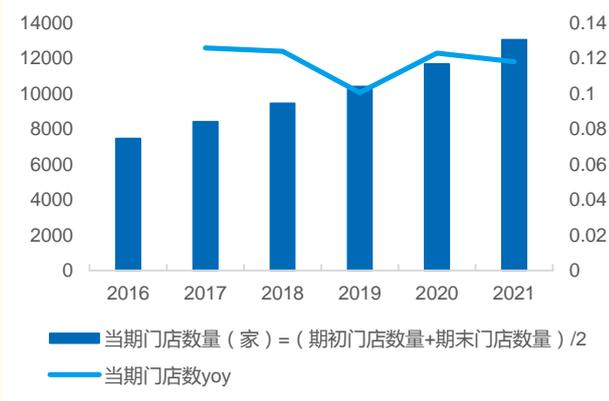


来源: Wind, 国金证券研究所

4.2 23 年消费场景恢复带动经营改善, 龙头中长期成长逻辑并未变化

- 卤味: 消费场景受损严重, 头部品牌逆势提升市场份额。1) 卤味赛道主要依托线下连锁门店, 与出行人流关联度较高, 因为对疫情防控政策非常敏感。整体来看今年承压更加明显, 以龙头绝味为例, 目前的单店营收仅为 19 年的 8 成左右, 同比 21 年也有个位数的缺口。2) 在行业承压期间, 龙头现金流更加充沛, 整体抗风险能力更强, 在压力下仍能做到逆势扩张提升市场份额, 比如绝味在 20 年之前门店增量从之前的 800-1200 家/年提升至 1000-1500 家/年, 并且拿出自有资金补贴加盟商亏损、调整策略减少疫情的影响 (转向开下沉市场的门店) 等等, 整体加盟商依旧保持较好的开店热情。3) 未来 3-5 年, 我们认为仍是龙头市占率提升的阶段, 目前绝味作为龙头市占率仅 10%, CR3 市占率在 15% 左右, 经测算绝味未来的门店数量还有翻倍的空间; 而且在疫情承压期间, 更加加速了小品牌的出清。

图表 51: 2020 年后绝味开店速度提升



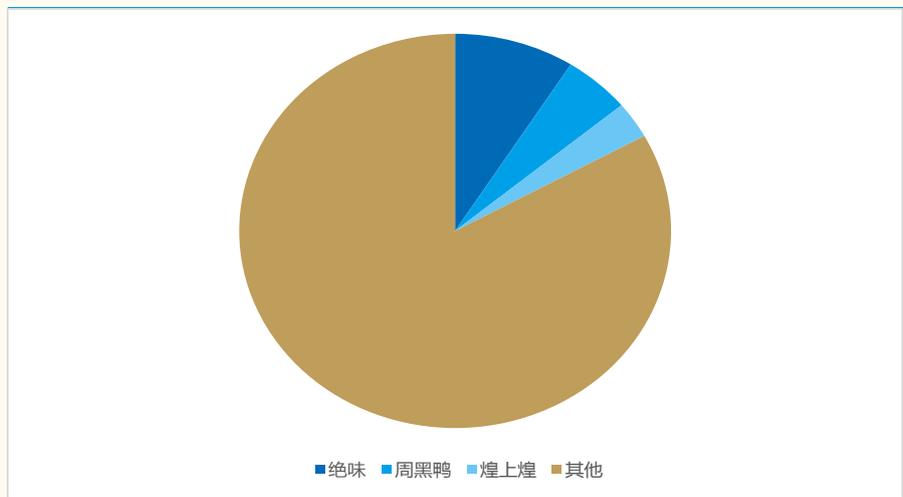
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 52: 22 年绝味单店营收为 19 年的 8 成左右



来源: 公司公告, 国金证券研究所

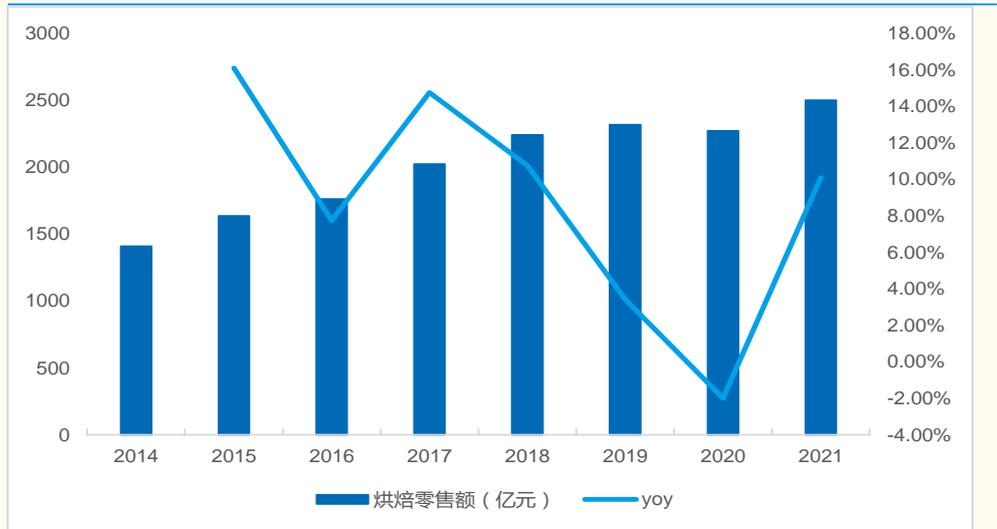
图表 53: 休闲卤味赛道市占率 (2020 年)



来源: Frost&Sullivan, 国金证券研究所

- 冷冻烘焙: 22 行业出现下滑, 但中长期来看烘焙依旧是成长性赛道。1) 预计 22 年以来整体烘焙行业 (终端门店) 下滑 10% 以上, 以头部品牌元祖为例, 22H1 其单店营收也出现小幅下滑。主要是疫情防控下出行场景受损以及消费力疲软的因素。2) 立高作为冷冻烘焙头部品牌, 饼店渠道仍保持正增长, 主要来自于渠道数量的增长, 此外公司积极应对外部压力, 加快了餐饮渠道的开发, 今年以来餐饮渠道实现高速增长, 占比已经达到 15%。3) 烘焙行业在 22 年之前都保持双位数增长, 属于成长赛道; 而且我国冷冻烘焙产品的渗透率还不到 10%, 随着人工、租金成本的提升, 下游门店对效率要求的提升, 未来渗透率仍有大幅提升的空间。

图表 54: 我国烘焙行业零售额走势



来源: 欧睿, 国金证券研究所

- 乳制品: 需求相对稳健, 但是 22 年结构升级短期受阻。1) 2022 年 1-10 月份国内乳制品产量同比增长 2.6%, 2021 年 1-10 月为 2.9%; 根据美国农业部数据, 预计 22 年国内液态奶需求量同比+4.4%。整体来看乳制品行业整体的供给和需求都相对稳定。2) 但是消费结构发生一些变化, 今年根据龙头伊利、蒙牛的表现来看, 低端产品的增速好于中高端产品, 我们认为背后的原因包括①出行场景受限, 导致礼赠的场景缺失 (主要对应中高端产品); ②自饮需求方面也收到消费力疲软的影响, 出现一定程度的消费降级。3) 从中长期来看, 我国人均饮奶量相比发达国家仍有差距, 随着消费力的复苏, 预计仍将保持稳健增长, 而且内部消费结构仍存在较大的升级空间, 尤其新兴的奶酪、低温鲜奶细分领域, 仍处于消费者教育初期。

图表 55: 我国乳制品产量走势



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 56: 我国液态奶消费量走势



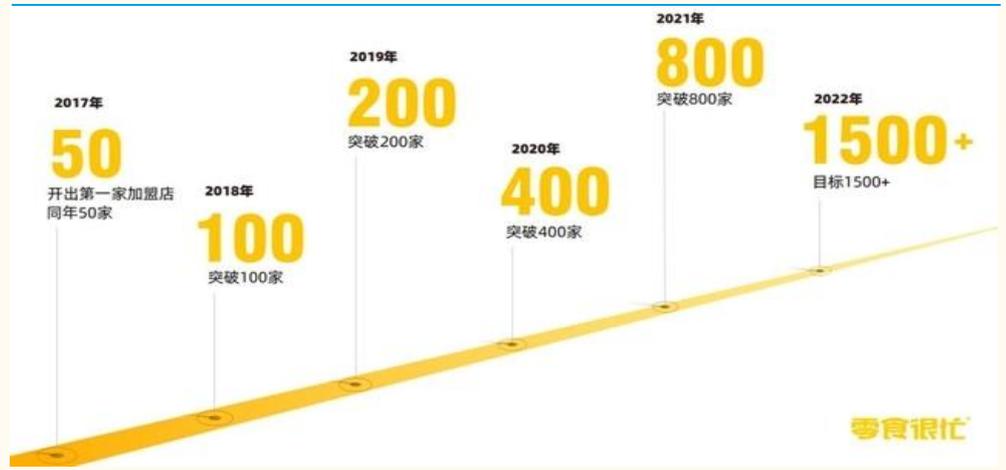
来源: USDA, 国金证券研究所

4.3 部分领域出现新趋势: 零食折扣连锁店方兴未艾, 小零食品牌有望享受渠道红利

- 近期以零食很忙为代表的新兴零食连锁模式发展迅速, 根据调研反馈, 目前零食很忙作为该类新兴渠道的头部品牌, 门店数量接近 2000 家, 相比 21 年实现翻倍以上的增长, 预计明年仍会保持较快的开店速度。
- 甘源、盐津已经与类似渠道开展合作, 有望享受该渠道扩张的红利。1) 从发展空间来看, 零食连锁模式中高端定位的良品铺子、来伊份目前门店数量分别达到 3000 多家, 零食很忙这类新兴渠道主打性价比路线, 理论上开店空间远在良品铺子和来伊份之上。2) 从盈利模式来看, 终端门店以加

盟为主，加盟投资回报期在 1 年左右，净利率在高位数，加盟商开店意愿较高。3) 符合未来 2-3 年的品类和渠道趋势。相比传统 KA，零食很忙通过效率提升，节省了成本费用，得以提供实惠的产品，符合当下的消费趋势；在渠道上主要是分流了传统 KA 的人流，KA 的人流下滑一方面是其生命周期的问题，疫情也加速了其人流下滑的趋势。

图表 57: 零食很忙门店拓展情况

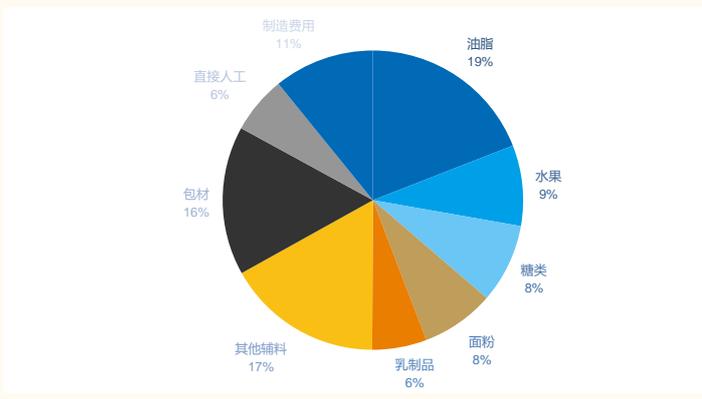


来源：公司官网，国金证券研究所

4.4 今年部分大众品成本达到历史高位，明年回落确定性较强

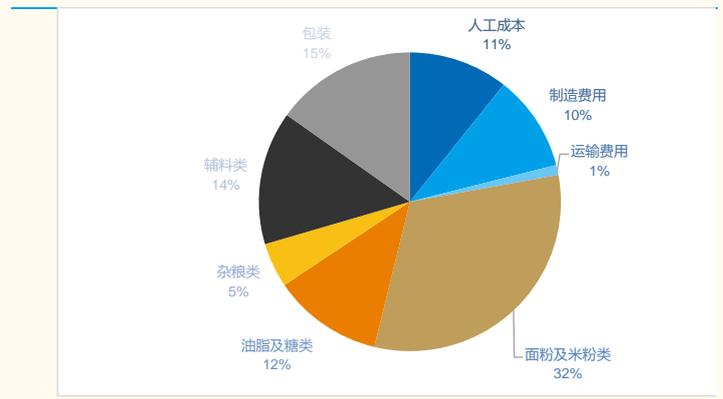
- 今年由于产业周期、俄乌冲突、外部环境、疫情等因素，油脂、养殖饲料、鸭副都有明显上涨，很多甚至达到历史高位，考虑到以上影响因素在 23 年都会得到缓解，我们预计大部分原材料都会从高位回落，而且部分在今年 Q3 以来已经有明显回落，因为明年大部分食品综合公司存在成本改善的逻辑。
- 具体来看，棕榈油前期高涨主要与印尼限制出口有关，近期随着印尼释放库存，出口量恢复正常水平，棕榈油价格已经出现回落，Q3 整体回落到万元每吨左右，近期回落到 8000 元/吨左右。23 年相比今年，油脂同比预计回落，立高、千味和甘源都会有明显受益。立高食品的直接材料占比为 83%，其中油脂占 19%；千味的直接材料成本占比为 78%，其中油脂及糖类占 12%；甘源食品的直接材料成本占比为 82%，其中棕榈油占 18%。

图表 58: 立高食品营业成本构成



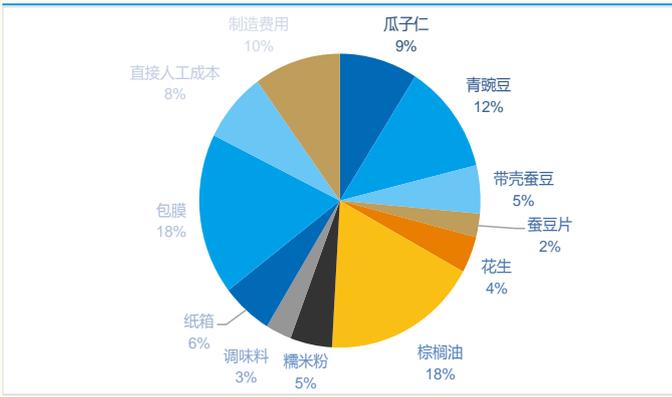
来源：公司公告，国金证券研究所（取 17-21H1 均值）

图表 59: 千味央厨营业成本构成



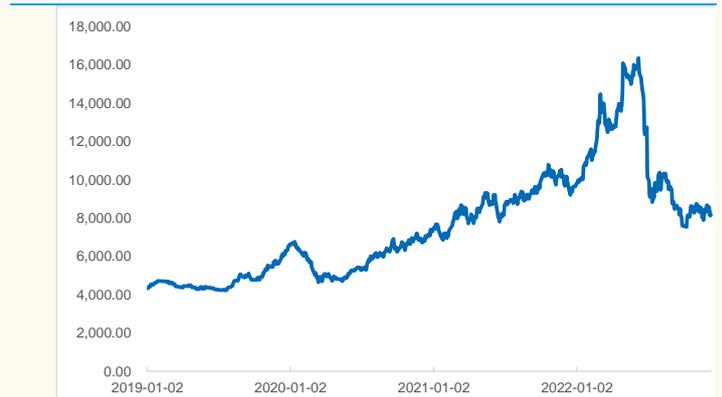
来源：公司公告，国金证券研究所（注：取 18-20 年均值）

图表 60: 甘源食品营业成本构成



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 取 17-21 年均值)

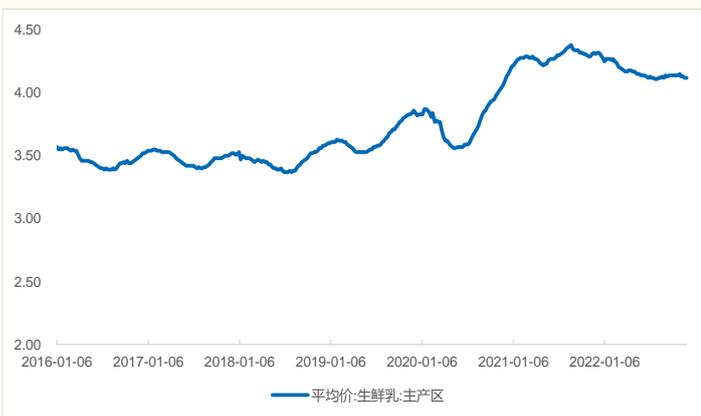
图表 61: 棕榈油价格走势 (单位: 元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 原奶方面, 从供给端来看, 我国奶牛数量自 2016 年起持续下行, 在 2019 年达到最低点, 之后开始逐步补栏, 考虑到奶牛养殖周期, 22 年及以后供给端产能可以逐步释放。其实 22 年奶价整体也是稳中有降, 但是养殖端饲料成本一直居高不下, 如果 23 年饲料成本可以进一步回落, 预计奶价仍有下行空间。

图表 62: 生鲜乳价格走势 (单位: 元/公斤)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 63: 主要养殖饲料价格走势 (单位: 元/吨)

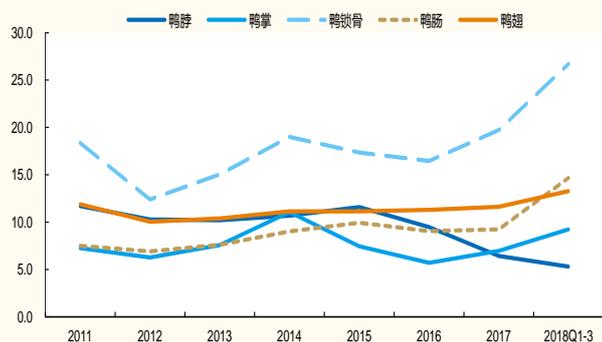


来源: Wind, 国金证券研究所

注: 奶牛饲料成本占养殖成本 70%左右, 其中精饲料占饲料成本的 65%-70% (包括玉米、麸皮、豆粕、菜粕等), 青粗饲料占饲料成本的 30%-35% (包括苜蓿、牧草、甘草、青贮、嫩枝叶类、玉米秸秆等), 数据截至 22 年 7 月

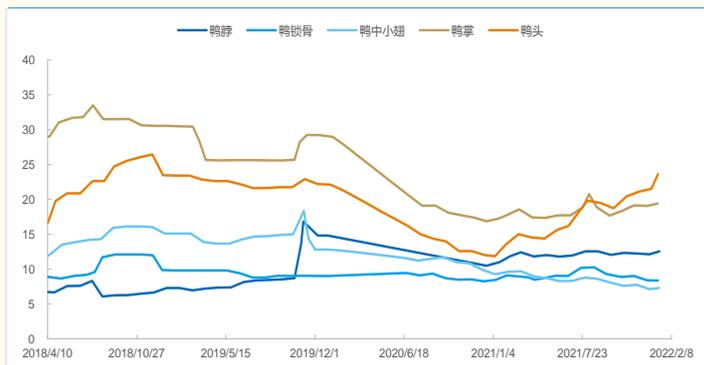
- 历史上鸭副的价格走势基本和肉鸭的价格基本是一致的, 目前肉鸭和鸭副的价格出现背离, 21 年至今肉鸭的价格相对平稳, 但是鸭副价格有明显提升。我们认为原因是: 疫情下餐饮需求不景气导致对肉鸭的需求较差, 因为上游的养殖、屠宰意愿都比较低落, 肉鸭市场整体的供需都偏弱, 但下游卤制品企业对鸭副需求反而偏刚性, 需求大于供给。因此我们判断后续鸭副成本的走势与肉鸭行业的供需改善有关, 如果餐饮端修复较好, 带动肉鸭的供需都恢复较好的景气度, 我们预计鸭副的价格也会回落到正常水平。

图表 64: 2011-2018Q1-3 公司主要原材料采购价 (元/公斤)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 65: 2018 年至今主要鸭副价格走势 (单位: 元/公斤)



来源: 水禽行情网, 国金证券研究所

4.5 投资主线

- 结合消费场景的修复、成本回落受益情况, 我们认为可以从三条主线去把握: 1) 本身具备良好成长性, 23 年存在较强疫后修复、成本改善逻辑的标的, 重点推荐餐饮相关的标的, 包括立高食品、千味央厨和绝味食品, 但是考虑到短期情绪修复, 估值较高, 可以把握回调机会。2) 与疫情关联度较低, 自己具备较强阿尔法的标的, 比如甘源食品, 重点关注其在新渠道的放量。3) 存在一定的疫后修复逻辑, 同时估值仍具备性价比的标的, 包括伊利股份、妙可蓝多, 建议把握底部布局的机会。

图表 66: 重点公司盈利预测及估值

公司	营收 (亿元)			营收增速			归母净利 (亿元)			归母净利增速			估值		
	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
伊利股份	1,228.6	1,363.15	1,495.8	11.09%	10.95%	9.73%	94.7	112.0	128.8	8.7%	18.4%	14.9%	21.24	17.94	15.61
妙可蓝多	54.5	69.65	85.8	21.71%	27.78%	23.26%	2.0	4.28	6.7	31.3%	110.9%	56.8%	87.43	41.45	26.44
洽洽食品	68.8	78.91	88.6	15.01%	14.63%	12.29%	10.4	12.4	14.6	11.9%	19.1%	18.1%	25.38	21.32	18.05
甘源食品	14.9	20.18	26.3	15.48%	35.07%	30.17%	1.8	2.4	3.1	14.1%	34.6%	31.1%	39.61	29.42	22.44
盐津铺子	27.3	34.05	41.4	19.48%	24.92%	21.72%	3.1	4.5	6.2	102.4%	49.0%	35.8%	44.20	29.66	21.84
绝味食品	68.7	82.79	96.5	4.85%	20.57%	16.54%	3.6	11.0	13.3	-64%	209.3%	21.1%	97.83	31.63	26.12
立高食品	30.4	39.49	48.9	8.02%	29.79%	23.75%	1.6	3.08	4.52	-44.0%	94.5%	46.6%	99.50	51.16	34.91
千味央厨	15.0	19.01	22.9	17.97%	26.48%	20.26%	0.9	1.3	1.7	-1.0%	44.1%	31.9%	66.23	45.97	34.87

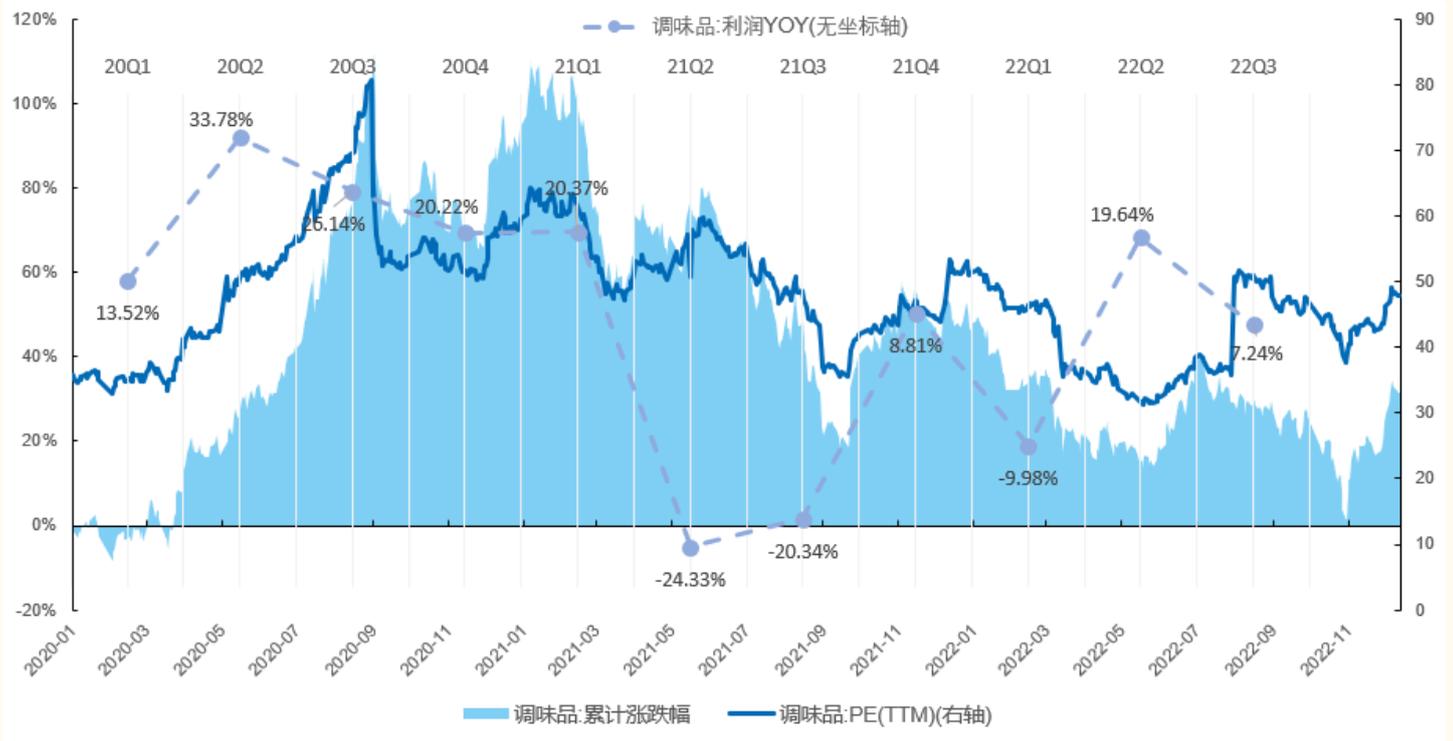
来源: 国金证券研究所 (注: 估值取值时间为 2022 年 12 月 19 日)

五、调味品板块: 穿越长夜, 终迎破晓

复盘专题: 调整充分, 蕴藏机遇

复盘行业可知, 疫情于 2019 年末爆发后, 2020 年调味品板块业绩表现稳健, 尽显刚需属性之下的消费韧性, 全年板块估值显著拔升, 迎戴维斯双击行情。从 PE (TTM) 来看, 2020 年行情来临后, 估值区间抬升至 50-60X; 直至 21Q2, 板块中报暴雷后, 回落至 40-50X 区间; 而在 21Q3 业绩发布期和 22Q2 则调整至 30-40X 估值低位区间。目前板块估值水位适中, 或预示补涨空间有限, 但在疫后修复趋势下仍存在行业红利, 在板块 β 驱动后续行情的同时, 着重把握由个股 α 带来的结构性机遇。

图表 67: 2020 年初至今调味品板块估值复盘



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 所取时间区间为 2020.12-2022.12.19; 季度归母净利润 YOY 未设坐标轴, 通过数字标签标出具体数额)

细分时间节点来看:

回顾 21Q2, 业绩承压, 主要系五大因素。(1) 库存高企: 2020 年高库存结转, 渠道压货空间有限; (2) 需求疲软: 疫情为主导的餐饮消费疲软和零售端消费力减弱, 致使行业步入存量竞争; (3) 渠道变革: 社区团购+生鲜电商兴起, 分流 KA 渠道, 原有渠道通路萎缩且品牌方仍处于观望状态; (4) 成本上涨: 大豆、包材、运费等上涨明显, 带来直接盈利压力; (5) 高基数: 20Q2 疫情缓解后需求反弹, 奠定板块高基数。

行至 21H2, 平稳过渡, 板块内出现分化。龙头海天冲刺全年双位数收入增长, 库存维持较高水位, 而中炬、千禾、天味等部分公司则选择主动控制库存, 至 Q3 末库存均位于良性水平, 为未来增长蓄力。21Q4, 海天引领的提价潮为板块带来短暂行情, 市场形成 2022 年提价加持+后续成本回落预期, 存在可观利润弹性。五大压制因素出现不同变化: (1) 库存分化; (2) 疫情边际反复, 需求走弱; (3) 团购冲击减弱; (4) 提价颁布对冲成本上行; (5) 基数效应退散。

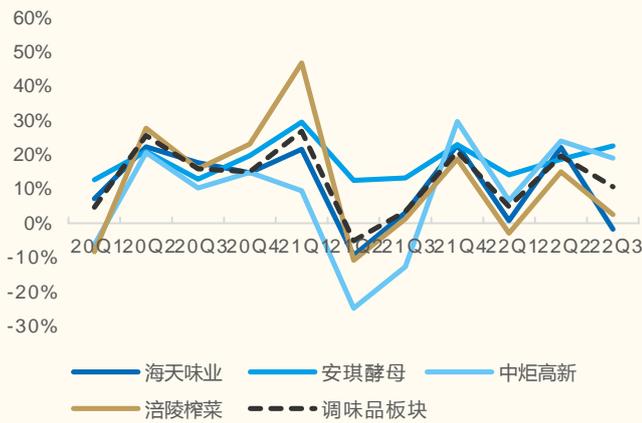
步入 22H1, 行业仍面临疫情扰动和成本高位影响, 双压之下呈现弱复苏。受益低基数, Q2 板块业绩增速环比改善显著, 释放修复信号。其中龙头海天 Q2 冲刺, 收入端录得 22Q2 单季 22.2% 增速, 对应 22H1 增速达 9.7%, 但库存处于高位。

截至 22Q3, 下半年的修复预期被击落, 三季报传递出需求和成本高压的延续, (基数和团购渠道基本无影响, 库存维持分化趋势), 疫情和原材料价格高位依然是核心矛盾。

展望 22Q4 和 2023 年, 疫情防控已边际放松, 大豆、包材等原材料价格边际下行, 且大豆价格存在 23 年持续回落预期。龙头海天不再冲刺业绩选择于 Q4 消化库存, 板块内不同公司在季度基数上有所差异, 预计 22 年板块总体平稳收官, 2023 年势能犹在, 复苏可期。

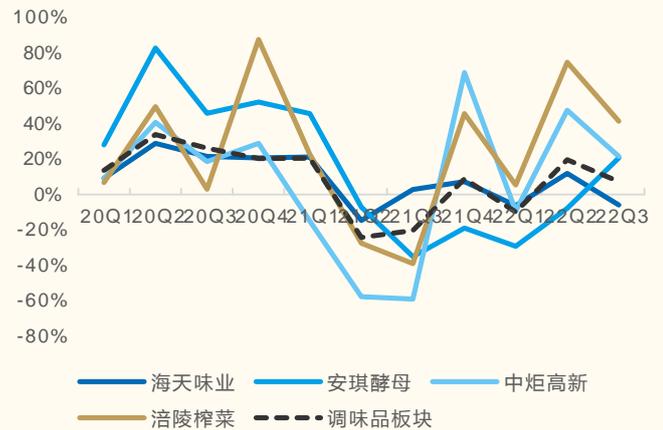
凡是过往, 皆为序章。站在目前时点, 库存消化, 社区团购的影响已淡出 (成为调味品的常态化销售渠道), 基数效应偏向于短期季度波动; 展望 2023 年, 行业将迎来需求和成本两端的回暖, 前期受损的缺口即是未来弹性的空间。

图表 68: 调味品行业 20Q1-22Q3 营收单季增速



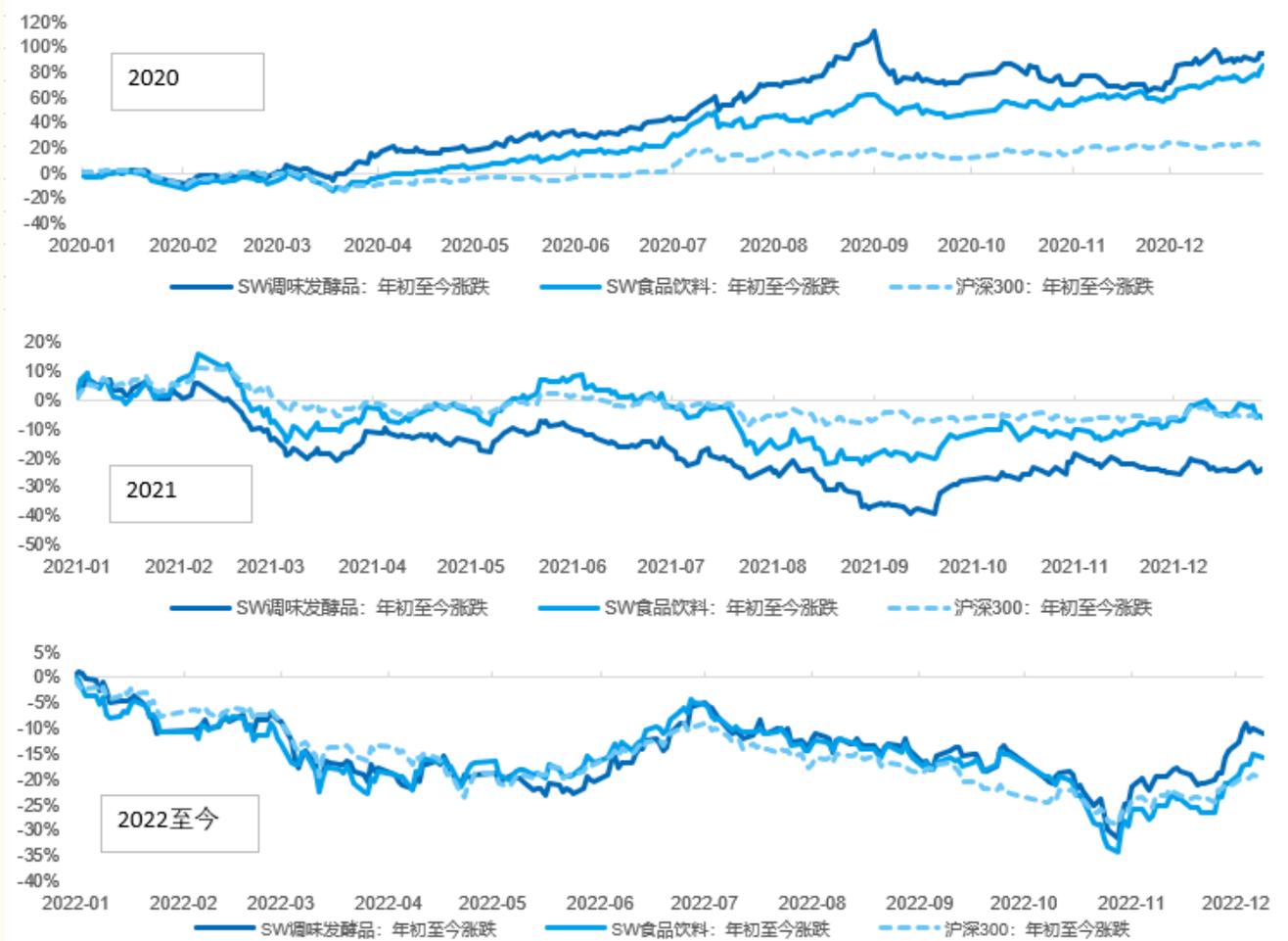
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 69: 调味品行业 20Q1-22Q3 归母净利单季增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 70: 调味品 2020 年表现卓越, 2021 年深度调整, 2022 年末行情再起



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 所取时间区间为 2020.1.1-2022.12.19)

■ 需求展望: 餐饮修复, 竞争趋缓

2022 年疫情复发餐饮受损, 2023 年谨慎展望疫后复苏。综合一线城市和全国的疫情表现来看, 2022 年疫情仍在国内多点复发, 而深圳、上海、北京、广州历经依次爆发, 此前上海疫情对调味品消费带来了较大影响, 而两广地区更是酱油、蚝油等调味品的消费大省, 11 月以来广东省内爆发的新一轮疫情, 料将对以酱油、蚝油业务为首的调味品企业带来新的挑战。社零数据来看,

22M1-10 下游餐饮业收入累计下滑 5.0%。12 月以来疫情明显边际放松，2023 年出行和餐饮有望在场景上迎来修复，但由于大规模感染潮或将来临，实际修复可能滞后，在消费力减弱且恢复速度未知的基础上，实际餐饮营业额的修复有待跟踪。

图表 71: 2022 年餐饮同比并无修复



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2022 年 10 月)

图表 72: 2022 年初以来国内疫情反复



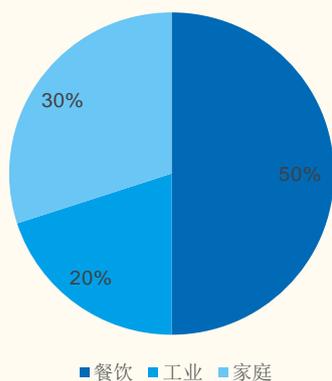
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2022 年 12 月 19 日)

回顾 2020-2022 年，我们预计行业量减，价增有限，规模同比持平（或微增/微减）。（1）量的角度来看，疫情期间餐饮端需求转向家庭消费，B 端的量减换来 C 端量增，但由于调味品在餐饮业存在“过度消费”，餐饮场景下的人均调味品消费额远大于家庭场景，行业维度来看总消费量呈现收缩。对于板块内企业而言，C 端居家囤货需求随着疫情发展可能阶段性增加和回落，叠加 B 端餐饮受到不同时期和不同地域的疫中出行限制影响，可能带来企业发货端的销量短期波动。（2）价的角度来看，消费力疲软有所体现，最终落实到龙头企业产品结构的变化，消费降级有迹可循。

判断 2022 年持平微增，2023 年量价齐升。单 2022 年，我们判断：1) 量的角度，在疫情防控加码背景下，餐饮行业景气度并无回升，需求压力犹在。2) 价的角度，由于行业龙头 21Q4 集体提价对冲成本上涨，应当有所体现。3) 规模角度，综合量价来看，预计今年行业销售额持平或略有提升。2023 年在餐饮修复背景下行业量增确定性高，刚需属性、消费力修复、零添加及健康概念渗透加深有望支撑价增，或为调味品量价齐升之年。

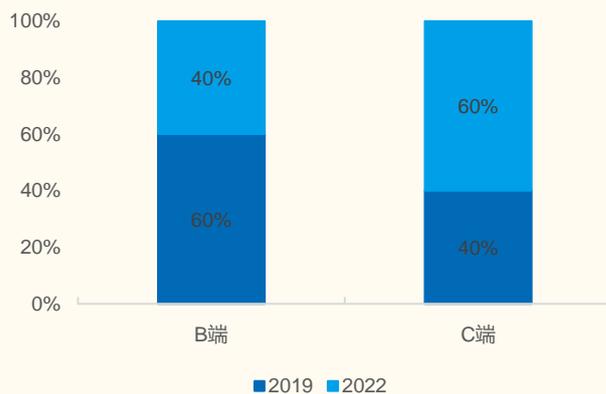
结构来看，B 端存量市场逻辑，C 端内卷竞争加剧，2023 年料将改善。疫情对调味品需求的影响可拆分为餐饮端和居民消费端两方面，餐饮端主要系消费场景的缺失带来销量下滑，存量市场下竞争趋于白热化；居民端承接餐饮应有量增，但消费力疲软导致消费升级放缓，价增引擎熄火，市场总体有所扩容，主因龙头竞争策略从 B 向 C 倾斜，带动 C 端市场内卷竞争和费投低效。存量竞争和内卷竞争之下，企业凭借竞争优势和资源投入提升市占率，在此过程中势必面临收入和利润的两端压力，伴随疫后餐饮修复和竞争趋缓，料将改善。

图表 73: 2020 年调味品下游餐饮占比较高



来源: 中国调味品协会, 国金证券研究所

图表 74: 海天向 C 端倾斜资源, 主动改变 B/C 结构



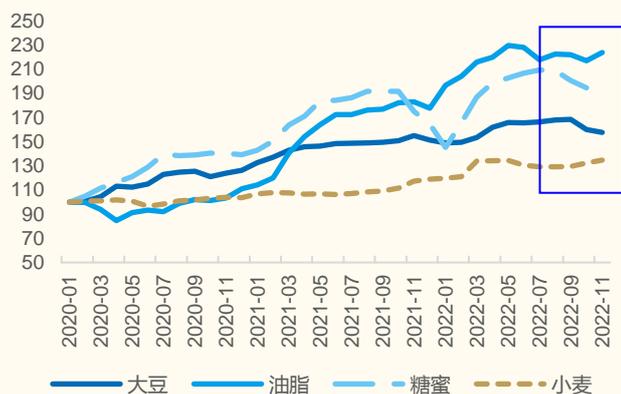
来源: 中国调味品协会, 国金证券研究所

■ 成本展望: 趋势回落, 把握弹性

2022 年成本高位震荡。2022 年初以来, 原材料、包材、运费等成本端仍有较大幅度上涨, 2021 年末的提价幅度较小, 难以对冲。以大豆、油脂、糖蜜、小麦价格为例, 2022M1-11 期间均价同比分别+9.9%/+36.5%/+9.2%/+19.5%; PET、玻璃、纸箱、原油则 (在 2022M1-11 期间均价) 同比分别+23.3%/-25.4%/+0.4%/+46.8%。酱油酿造企业的核心原材料大豆、小麦均出现较大涨幅, 糖蜜和油脂则将影响到酵母和复调企业原材料成本; 玻璃年内价格回落显著, 纸箱价格企稳, PET 和油价则仍有较大上涨, 但边际已出现回落迹象, 后续来自包材和运费的成本压力有望缓慢释放。

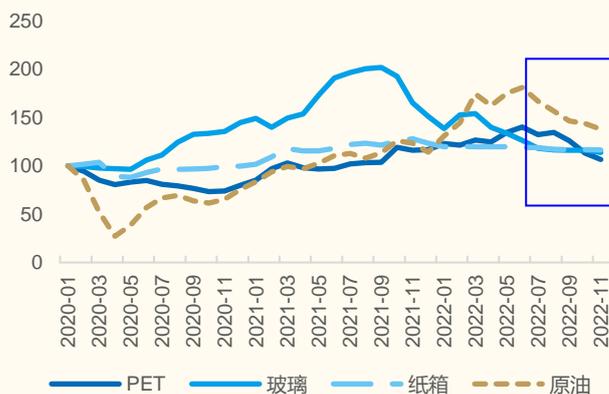
展望 2023 年, 酱油酿造企业 23H2 有望受益于 23H1 的大豆价格下降。对于酱油酿造企业而言, 考虑到生产周期较长, 23H1 或难以出现充分的毛利率修复, 彼时更多受益于包材和运费价格的回落。但基于目前北美大豆的良好供给及 23 年新一轮南美大豆的丰产预期, 23H1 大豆价格仍有下降空间, 有望充分反应到 23H2 的企业报表端, 带来企业盈利能力的显著改善。

图表 75: 农产品价格高位震荡 (2020M1=100)



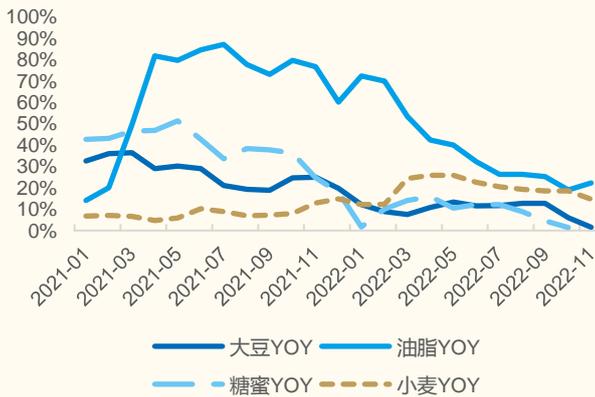
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2022 年 11 月)

图表 76: 工业品价格边际下行 (2020M1=100)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2022 年 11 月)

图表 77: 农产品价格同比增幅边际收窄



图表 78: 工业品价格同比压力逐渐释放



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2022 年 11 月)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2022 年 11 月)

考虑被隐藏的提价红利, 利润的弹性可观。2022 年板块内企业普遍面临毛利率同比下降的窘境, 小幅提价难以对冲成本的上涨以及内卷化竞争下费投对均价的侵蚀, 在此基础之上, 21Q4 提价潮并未能兑现为利润弹性。但值得注意的是, 当毛利率伴随成本回落和竞争趋缓修复后, 提价的红利犹在, 企业有望表现出更高的利润弹性。

■ 投资主线: 立足 beta, 探寻 alpha

从投资视角来看, 我们认为需兼顾内部、外部的改善, 集合估值性价比和修复空间遴选个股。

1) 疫后修复的餐饮供应链主线: 海天味业 (B 端占比 40%)、中炬高新 (B 端占比 30%)、日辰股份 (B 端占比 80%)、颐海国际 (关联方占比 30%) 等。

2) 企业自身价值显著、具备事件催化的个股: 如疫情之下行业洗牌期 C 端市占率显著提升、竞争优势强劲的海天味业; 股权纷争落幕、主业困境反转, 经营、管理双改善的中炬高新; 成长空间和利润弹性兼具的龙头安琪酵母; 股权激励给出高指引、零添加事件催化下具备品牌优势的千禾味业; 修炼内功、改革见效的天味食品等。

3) 估值具备性价比/存在修复空间的个股: 如提价传导受阻的涪陵榨菜, 尚被低估的中炬高新, 受港股流动性影响的颐海国际等。

图表 79: 调味品公司 22-24 年估值预测

公司	收入(亿元)			YOY			净利润(亿元)			YOY			PE		
	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
海天味业	258	292	323	3%	13%	11%	64	74	87	-4%	15%	17%	58	51	43
中炬高新	54	58	65	5%	8%	11%	6	8	10	-16%	29%	21%	50	39	32
宝立食品	20	25	31	29%	24%	24%	2	3	3	9%	35%	26%	57	42	34
天味食品	26	30	36	26%	19%	19%	3	4	5	74%	29%	29%	67	52	41
安琪酵母	126	148	172	18%	17%	17%	14	17	21	5%	26%	24%	29	23	19
千禾味业	24	31	37	27%	26%	19%	3	4	5	45%	33%	19%	64	48	40

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: PE 选取 2022 年 12 月 19 日收盘价计算)

六、板块投资逻辑

1、白酒: 蜿蜒路中寻, 东风何时至? 回望 22 年, 板块在外部风险扰动下蜿蜒反复, 包括: 1) 需求侧疫情阶段性反复; 2) 政策端传闻反复; 3) 资金端北上阶段性密集流出。当前硬管控措施正加速优化, 市场情绪的担忧仍在于软性的消费力与消费情绪释放。当思考后续市场预期交易节奏时, 我们认为在复苏的大逻辑之下, 弹性/需求边际回暖的偏好预计会有所提升。即在确定性的基础上, 季度间基数节奏带来的弹性节奏需重视。因此, 23 年白酒板块核心为“需求恢复”+“经济修复”主线, 伴随市场偏好的节奏去进行确定性&弹性的配置。1) 对于确定性维度, 我们首推高端酒及子赛道的高势能标的。2) 对于弹

性维度，我们首推需求恢复逻辑下的次高端及区域酒。

2、啤酒：11 月青啤销量下滑 10%+、华润下滑单位数（环比 10 月向好），重啤受新疆、重庆疫情影响，但淡季销量扰动弱化。我们重申，疫情放开带来餐饮、夜场等消费修复，啤酒现饮需求有望改善（明年 3-5 月是低基数），高端化进度加快可期（产业趋势确立，23 年华润次高及以上增速正常或在 20%多、疆外乌苏加速）。后续重视提价+毛利率改善（华润包材成本确定预计在春节附近），关注重啤、燕京等自身改革成效兑现。

3、食品综合：1) 22 年在疫情影响下很多板块消费场景严重受损，比如烘焙、卤味门店等等，预计 23 年场景恢复可带动经营改善，优质头部公司中长期成长逻辑并未变化，甚至部分龙头逆势提升了市占率。此外也需要重视近两年新兴的消费趋势，比如快速发展的零食折扣连锁店，甘源、盐津等小零食品牌有望享受渠道红利。2) 今年由于产业周期、俄乌冲突、外部环境、疫情等因素，油脂、养殖饲料、鸭副都有明显上涨，我们预计以上影响因素在 23 年都会得到缓解，大部分公司存在成本改善的逻辑。3) 结合消费场景的修复、成本回落受益情况，我们认为可以从三条主线去把握：① 具备良好成长性，23 年存在较强疫后修复、成本改善逻辑的标的，重点推荐餐饮相关的标的，包括立高、千味、绝味，把握回调机会。② 与疫情关联度较低，自己具备较强阿尔法的标的，比如甘源食品，重点关注其在新渠道的放量。③ 存在一定的疫后修复逻辑，同时估值仍具备性价比的标的，包括伊利股份、妙可蓝多，建议把握底部布局的机会。

4、调味品：展望 2023 年，行业将迎来需求和成本两端的回暖，前期受损的缺口即是未来弹性的空间。当前板块估值水位适中，疫后修复、成本回落带来行业行情的同时，需探寻更多个股结构性机会。从投资视角来看，我们认为需兼顾内部、外部的改善，集合估值性价比和修复空间遴选个股。1) 围绕疫后修复的餐饮供应链主线，关注餐饮占比较高的公司；2) 企业自身价值显著、具备事件催化的个股，如关注行业出清过程中竞争优势强劲，具备市占率提升逻辑的，又如经营势能向上、内功修炼、激励到位、具备事件催化的。3) 估值具备性价比/存在修复空间的个股，把握其走出估值洼地的可能。

七、风险提示

宏观经济下行风险——经济增长降速将显著影响整体消费情况；

疫情持续反复风险——若国内外疫情不可控将影响经济修复进度；

区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,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国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402