

行业深度

食品饮料

云开雾渐散，水暖食先知

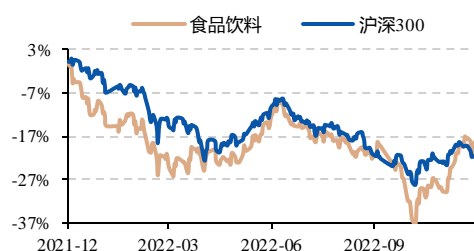
食品饮料行业 2023 年年度投资策略

2022 年 12 月 24 日

评级 同步大市

评级变动：维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
食品饮料	14.69	5.04	-15.30
沪深 300	1.56	-1.06	-22.10

邹建军

分析师

执业证书编号:S0530521080001
zoujianjun@hncasing.com

蔡凌寒

研究助理

cailinghan@hncasing.com

0731-88954628

相关报告

1 食品饮料行业 10 月月报：三季报落地，静待消费复苏 2022-11-07

2 财信证券湘股食品饮料行业专题报告：疫情扰动下食品饮料板块稳健增长，湖南省消费动力领先全国 2022-09-16

3 食品饮料行业 8 月月报：白酒备战中秋旺季，大众品关注 H2 业绩修复 2022-08-31

重点股票	2021A		2022E		2023E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
青岛啤酒	2.33	47.08	2.55	42.98	3.06	35.82	增持
重庆啤酒	2.41	52.37	2.88	44.16	3.43	37.13	增持
盐津铺子	1.21	90.44	2.36	45.69	3.29	32.77	增持
安琪酵母	1.59	28.57	1.54	29.45	1.94	23.38	买入
山西汾酒	4.37	64.91	6.19	45.87	7.77	36.55	买入

资料来源：iFinD，财信证券

投资要点：

➤ **疫情到底影响和改变了什么？** 1) **消费场景**：今年以来疫情在全国多点开花，虽然防控政策趋于精准化管理，但由于变异毒株的传播速度快、感染范围广，多地的人群密集场所关闭、堂食受限、部分人群受封控影响进行居家隔离，造成线下消费场景的缺失并且客流量下滑严重，其中有部分线下消费转向线上，但整体消费略显平淡，消费者信心指数从今年 4 月以来显著下降。2) **渠道变迁**：线上渠道方面，电商流量分流，天猫、淘宝等传统电商增速放缓，抖音、快手等新兴电商异军突起。线下渠道方面，电商的快速发展、社区团购的出现、便利店数量的增加等因素导致商超流量持续下滑，此外，零食很忙、赵一鸣等零食折扣连锁渠道、山姆等仓储式会员超市发展迅速。

➤ **投资策略：紧抓消费复苏和确定性两条主线。** 1) **场景修复**：疫情转向常态化防控，消费场景预计从 2023Q2 开始显著修复，带动需求回暖。近期随着疫情的放开全国各地迎来第一波感染高峰，对线下消费修复有一定冲击，我们觉得这是实现全民免疫的重要调整阶段。我们预计经过三波感染高峰的过渡，外部环境有望明显改善，消费场景、消费者信心的修复有望从 2023Q2 开始加快，主要是对量的修复。2) **成本改善**：部分原材料价格 2022Q2 登高回落，明年成本有望改善。今年受国际局势和疫情导致的国际间供需错配影响，玉米等粮食作物和铝、玻璃、瓦楞纸等包材等主要原材料价格在今年 Q2 达到新高，随后部分原材料价格登高回落，预计明年大众品行业成本有望改善。3) **确定性**：基本面短期承压，优选确定性。短期由于感染高峰的到来且不同区域节奏不一，部分地区出现暂时性运力短缺现象，物流时效有所延迟，当前消费整体仍然偏弱，消费者的需求恢复节奏有一定不确定性，预计 2022Q4 和 2023Q1 基本面有所承压，建议优选基本面稳健行业。

➤ **投资建议**：行业基本面逐步筑底，随着疫情的全面放开和消费场景的逐步修复，经营压力有望释放，同时估值经过回调也步入合理区间，部分行业估值水平低于十年来估值均值，迎来重要布局窗口，优选确

定性，把握消费复苏主线。1) 优选确定性：建议关注山西汾酒；2) 把握消费复苏下的需求弹性，关注成本改善标的：建议关注青岛啤酒、重庆啤酒、盐津铺子、安琪酵母。

- **风险提示：**原材料价格大幅上行，行业竞争加剧，消费场景恢复不及预期。

内容目录

1 2022 年复盘：环境波动，经营承压	5
1.1 市场表现：疫情影响下经营压力较大，估值有所回调	5
1.2 疫情反复消费场景受损，防控政策优化带来修复	7
2 2023 年投资策略：紧抓消费复苏和确定性两条主线	9
2.1 寻找疫后消费复苏机会，把握确定性标的	9
2.2 啤酒：产品结构持续升级，关注疫后现饮渠道修复	10
2.3 休闲食品：抓住线下业态变迁机遇，关注成本改善带来的利润弹性	15
2.4 调味品：消费场景逐步恢复，关注 B 端需求回暖	19
2.5 白酒：高端酒增长稳健，次高端和地产酒有较大修复空间	22
3 重点公司	25
3.1 青岛啤酒：百年青啤韧性强，高端化持续推进	25
3.2 重庆啤酒：经营拐点即将到来，乌苏增速有望恢复	26
3.3 盐津铺子：产品+渠道双轮驱动，增长动能强	26
3.4 安琪酵母：成本下降，需求回暖	26
3.5 山西汾酒：场景修复带动次高端产品需求弹性，业绩确定性强	27
4 风险提示	27

图表目录

图 1：2022 年申万一级子行业涨跌幅（总市值加权平均）	5
图 2：2022 年申万食品饮料行业子板块涨跌幅（总市值加权平均）	5
图 3：食品饮料行业 PE 以及相对全部 A 股的估值溢价	6
图 4：食品饮料子行业 PE 及其与历史平均相对比情况	7
图 5：2019-2022 年社零总额及餐饮收入当月同比	7
图 6：2022 年新冠肺炎新增确诊数量	7
图 7：2022 年消费者信心指数明显下滑	8
图 8：2020-2022 年传统电商销售额同比增速	8
图 9：2022 年抖音销售额及同比增速	8
图 10：2022 年 1-11 月主要大众品原材料涨跌幅	10
图 11：2000-2021 年啤酒行业销售收入及同比	11
图 12：2000-2021 年啤酒行业产量及同比	11
图 13：2000-2021 年啤酒行业吨价及同比	11
图 14：15-59 岁人口占比从 2010 年开始登顶回落	11
图 15：中国啤酒行业市场份额（按销售量）	11
图 16：中国啤酒行业市场份额（按销售额）	11
图 17：2021-2022 年啤酒行业产量当月和累计同比	12
图 18：2022 年现饮场所开店率	14
图 19：2020 年中美啤酒销量结构对比	14
图 20：大麦现货价：全国均价（元/吨）	14
图 21：玻璃现货价（元/平方米）	14
图 22：铝现货价（元/吨）	15
图 23：瓦楞原纸现货价（元/吨）	15

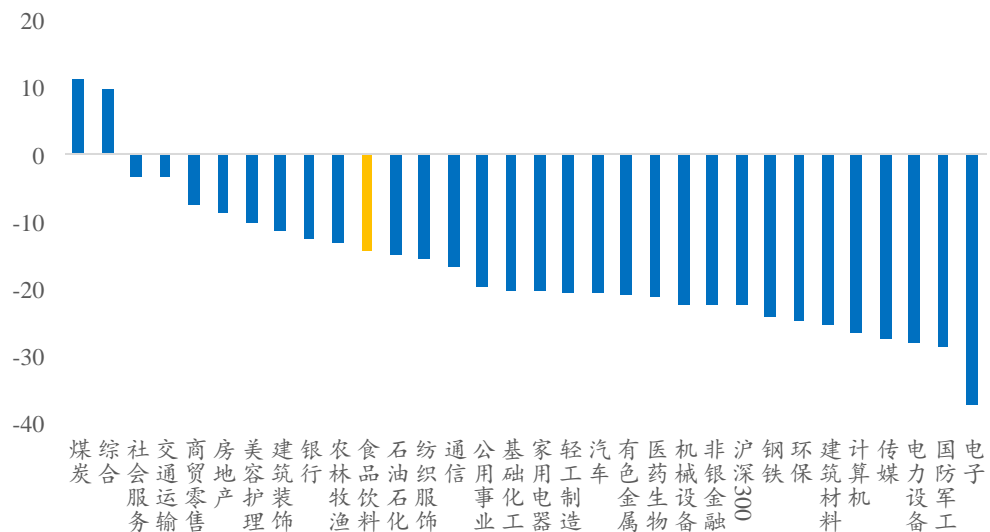
图 24: 2016-2022E 中国休闲食品市场规模及增速	15
图 25: 中国休闲食品各品类市场占有率	15
图 26: 2021 年中国消费者休闲食品消费场景分析	16
图 27: 2019 年各国休闲零食人均消费额	16
图 28: 2019 年各国休闲零食人均消费量	16
图 29: 2015-2021 年我国便利店门店数量及增速	17
图 30: 2021 中国仓储会员超市品牌的知名度	17
图 31: 葵花籽现货价: 全国均价 (元/吨)	18
图 32: 棕榈油现货价 (元/吨)	18
图 33: PET 切片现货价 (元/吨)	19
图 34: 大豆市场价 (元/吨)	19
图 35: 2014-2027E 中国调味品市场规模及增速	19
图 36: 2020 年中国调味品行业市场份额 (按零售额)	20
图 37: 2010-2020 年中国调味品行业市场集中度	20
图 38: 2009-2021 年中国新增调味品企业注册数量	20
图 39: 2021 年中国调味品需求结构分析	21
图 40: 不同就餐方式调味品人均摄入量	21
图 41: 住宿和餐饮业企业景气指数 (%)	22
图 42: 飞天茅台批价变化	23
图 43: 普五和国窖 1573 批价变化	23
表 1: 2022 年个股涨跌幅前十位	6
表 2: 2022 年防控政策逐渐优化	9
表 3: 通信行程卡下线	9
表 4: 2022Q1-Q3 啤酒行业主要上市公司业绩情况	12
表 5: 2022Q1-Q3 啤酒行业主要上市公司毛利率情况	13
表 6: 啤酒行业主要上市公司销量及吨价情况	13
表 7: 2022Q1-Q3 啤酒行业主要上市公司毛销差情况	13
表 8: 2022Q1-Q3 啤酒行业主要上市公司净利率情况	13
表 9: 2022 年主要休闲食品公司业绩情况	17
表 10: 2021-2022 前三季度主要休闲食品公司毛利率和净利率 (%)	17
表 11: 2021-2022 前三季度主要休闲食品公司毛销差	18
表 12: 2021-2022 前三季度主要调味品公司业绩情况	21
表 13: 2021-2022 前三季度主要调味品公司毛利率和净利率 (%)	22
表 14: 2022Q1-Q3 高端白酒业绩情况	23
表 15: 2022Q1-Q3 高端白酒毛利率和净利率	23
表 16: 2022Q1-Q3 次高端白酒业绩情况	24
表 17: 2022Q1-Q3 高端白酒毛利率和净利率	24
表 18: 2022Q1-Q3 地产酒业绩情况	24
表 19: 2022Q1-Q3 地产酒毛利率和净利率	25

1 2022 年复盘：环境波动，经营承压

1.1 市场表现：疫情影响下经营压力较大，估值有所回调

今年以来，截至 2022 年 12 月 23 日，沪深 300 指数下跌 22.51%，食品饮料板块（总市值加权平均）下跌 14.44%，跑赢沪深 300 指数 8.07 个百分点，在申万 31 个一级子行业中排名第 11 位。

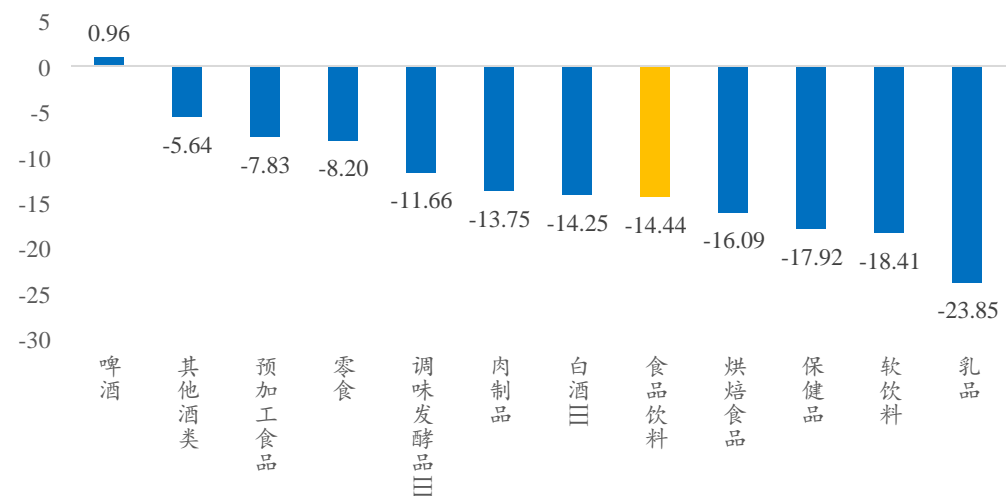
图 1：2022 年申万一级子行业涨跌幅（总市值加权平均）



资料来源：wind，财信证券

食品饮料子版块多数下跌，其中啤酒(+0.96%)涨幅最大，其次是其他酒类(-5.64%)、预加工食品(-7.83%)。

图 2：2022 年申万食品饮料行业子板块涨跌幅（总市值加权平均）



资料来源：wind，财信证券

个股表现方面，2022 年涨幅最大的 5 只股票分别为宝立食品、黑芝麻、中葡股份、皇氏集团和金种子酒；跌幅最大的 5 只股票为三只松鼠、妙可蓝多、金达威、朱老六和*ST 皇台。

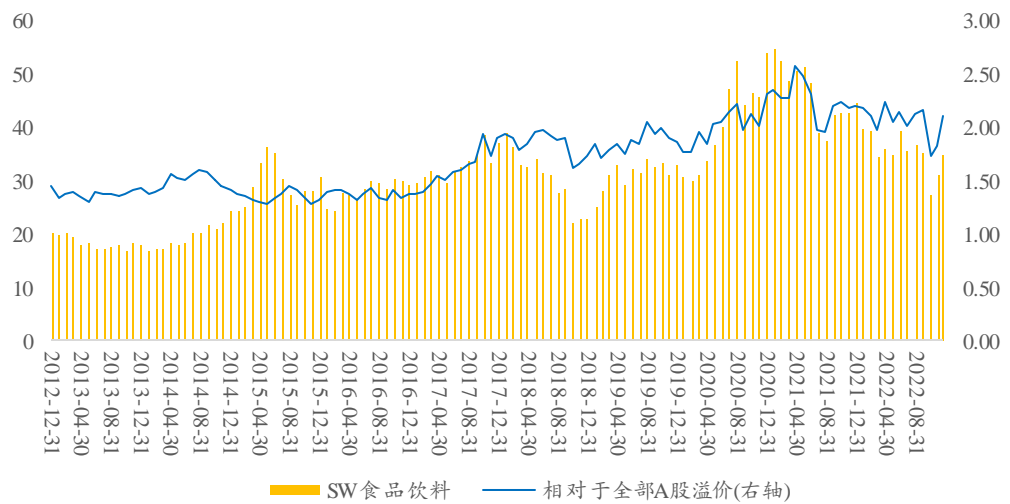
表 1：2022 年个股涨跌幅前十位

证券代码	证券简称	涨幅 (%)	证券代码	证券简称	跌幅 (%)
603170.SH	宝立食品	90.12	300783.SZ	三只松鼠	-43.02
000716.SZ	黑芝麻	86.26	600882.SH	妙可蓝多	-41.98
600084.SH	中葡股份	82.00	002626.SZ	金达威	-40.12
002329.SZ	皇氏集团	72.05	831726.BJ	朱老六	-37.66
600199.SH	金种子酒	58.60	000995.SZ	*ST 皇台	-35.09
603057.SH	紫燕食品	43.22	836826.BJ	盖世食品	-34.66
603777.SH	来伊份	42.66	002650.SZ	加加食品	-34.29
600381.SH	青海春天	37.84	605339.SH	南侨食品	-33.59
000729.SZ	燕京啤酒	32.23	605337.SH	李子园	-33.52
601579.SH	会稽山	30.89	000799.SZ	酒鬼酒	-31.52

资料来源：wind，财信证券

截至 2022 年 12 月 23 日，食品饮料板块 PE（历史 TTM_整体法）为 35 倍，处于历史 72.26%分位（十年区间），板块 PE 为全部 A 股的 2.10 倍。近十年食品饮料板块平均 PE 为 31 倍，相对全部 A 股的估值溢价为 72%。

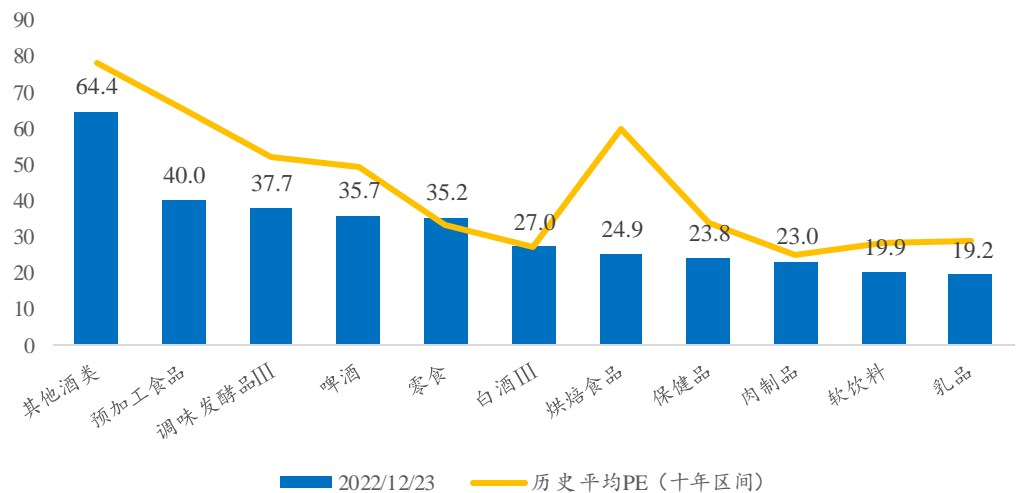
图 3：食品饮料行业 PE 以及相对全部 A 股的估值溢价



资料来源：wind，财信证券

截至 2022 年 12 月 23 日，三级子板块中其他酒类板块 PE 最高，为 64.4 倍；预加工食品、调味发酵品Ⅲ、啤酒板块的 PE 分别为 40.0/37.7/35.7 倍；软饮料板块 PE 最低，为 19.9 倍。

图 4：食品饮料子行业 PE 及其与历史平均相对比情况



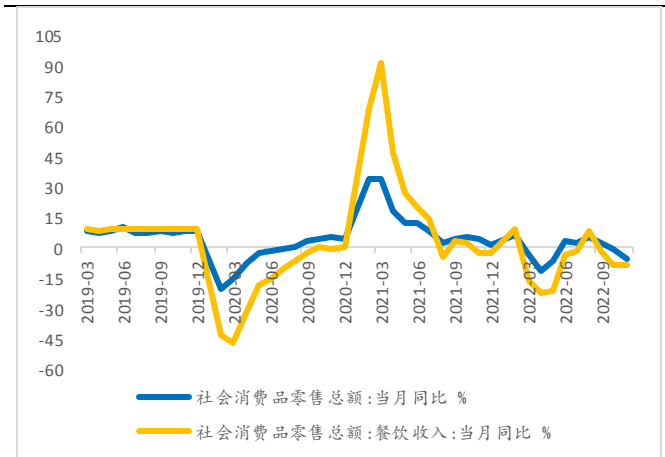
资料来源：wind，财信证券

1.2 疫情反复消费场景受损，防控政策优化带来修复

疫情到底影响和改变了什么？我们觉得主要体现在两个方面：

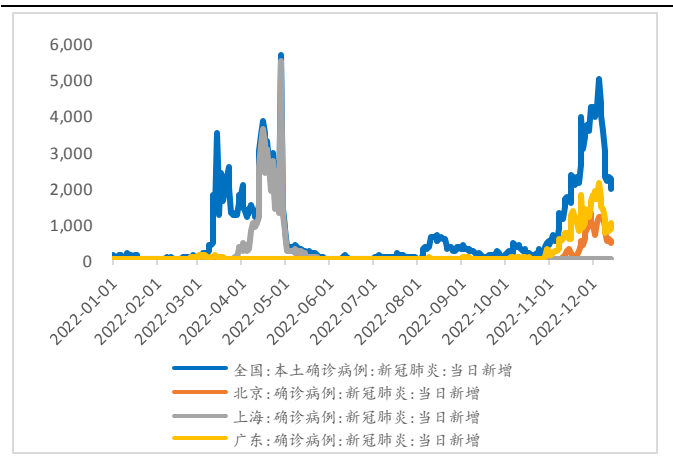
1) 消费场景。今年以来疫情在全国多点开花，虽然防控政策趋于精准化管理，但由于变异毒株的传播速度快、感染范围广，多地的人群密集场所关闭、堂食受限、部分人群受封控影响进行居家隔离，造成线下消费场景的缺失并且客流量下滑严重，其中有一部分线下消费转向线上，但整体消费略显平淡，消费者信心指数从今年 4 月以来显著下降。对比今年社会消费品零售总额及餐饮收入当月同比增速和全国新冠肺炎新增本土确诊病例数量，可以看到两者呈现负相关关系，在新增确诊显著增加时期社零同比增速明显放缓或者呈负增长。其中 3-5 月的社零同比增速分别为-3.53%/-11.10%/-6.70%，主要系上海疫情影响；10-11 月的社零同比增速分别为-0.50%/-5.90%，主要系全国疫情多点开花叠加防控政策短期略有收紧影响。

图 5：2019-2022 年社零总额及餐饮收入当月同比



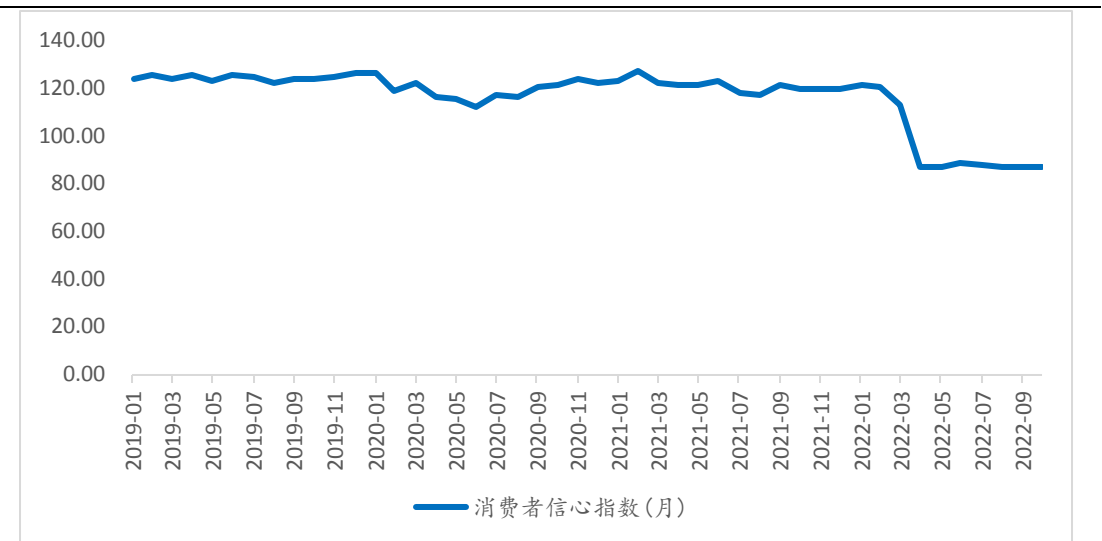
资料来源：wind，财信证券

图 6：2022 年新冠肺炎新增确诊数量



资料来源：wind，财信证券

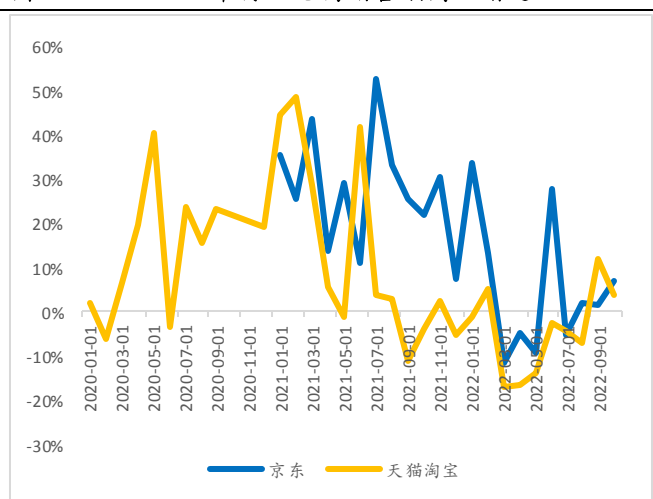
图 7：2022 年消费者信心指数明显下滑



资料来源：wind，财信证券

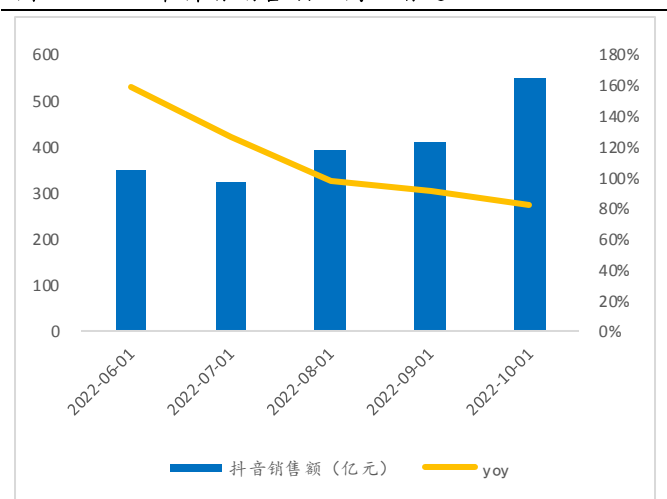
2) 渠道变迁。在疫情和宏观经济影响下，消费者的消费习惯发生较大变化，近年来零售渠道变革速度加快。线上渠道方面，电商流量分流，天猫、淘宝等传统电商增速放缓，抖音、快手等新兴电商异军突起。线下渠道方面，电商的快速发展、社区团购的出现、便利店数量的增加等因素导致商超流量持续下滑，此外，零食很忙、赵一鸣等零食折扣连锁渠道、山姆等仓储式会员超市发展迅速，盐津铺子、甘源食品等头部休闲零食品牌积极与这类新兴零售渠道合作，进行全渠道布局，在疫情之下获得较高成长。

图 8：2020-2022 年传统电商销售额同比增速



资料来源：通联数据，财信证券

图 9：2022 年抖音销售额及同比增速



资料来源：通联数据，财信证券

2 2023 年投资策略：紧抓消费复苏和确定性两条主线

2.1 寻找疫后消费复苏机会，把握确定性标的

场景修复：疫情转向常态化防控，消费场景预计从 2023Q2 开始显著修复，带动需求回暖。今年下半年以来，防控政策逐渐优化，随着 12 月 7 日《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知（新十条）》的出台、12 月 12 日通信行程卡的下线，疫情转向常态化防控。近期随着疫情的放开全国各地迎来第一波感染高峰，对线下消费修复有一定冲击，我们觉得这是实现全民免疫的重要调整阶段。据南方日报报道：“中国疾病预防控制中心流行病学首席专家吴尊友于 12 月 17 日在财经年会 2023 上研判今冬疫情形势时指出，今冬疫情可以概括为‘一峰三波’。第三波是明年 2 月下旬到明年 3 月中旬，春节后返岗返工。这三波疫情构成了今冬的新冠流行峰，持续大概三个月左右。”我们预计经过这三波高峰的过渡，外部环境有望明显改善，消费场景、消费者信心的修复有望从 2023Q2 开始加快，主要是对量的修复。

表 2：2022 年防控政策逐渐优化

时间	相关文件
2022 年 6 月 28 日	新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）
2022 年 7 月 29 日	关于进一步推动新冠病毒核酸检测结果全国互认的通知
2022 年 11 月 11 日	关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知（二十条）
2022 年 11 月 21 日	关于印发《新冠肺炎疫情防控核酸检测实施办法》等 4 个文件的通知
2022 年 12 月 7 日	关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知（新十条）
2022 年 12 月 8 日	关于印发新冠病毒感染者居家治疗指南的通知
2022 年 12 月 9 日	关于印发新冠重点人群健康服务工作方案的通知

资料来源：中华人民共和国中央人民政府官网，财信证券

表 3：通信行程卡下线

时间	通知
2022 年 7 月 8 日	关于调整“通信行程卡”查询结果覆盖时间范围的公告
2022 年 12 月 12 日	关于下线“通信行程卡”服务的公告

资料来源：通信行程卡公众号，财信证券

成本改善：部分原材料价格 2022Q2 登高回落，明年成本有望改善。今年受国际局势和疫情导致的国际间供需错配影响，玉米等粮食作物和铝、玻璃、瓦楞纸等包材等主要原材料价格在今年 Q2 达到新高，随后部分原材料价格登高回落，其中铝、瓦楞纸等包材价格跌幅较大，粮食价格略有回落但相对坚挺，预计明年大众品行业成本有望改善。

图 10：2022 年 1-11 月主要大众品原材料涨跌幅

板块	啤酒板块				调味品板块						休闲食品板块			
日期	玻璃	铝	瓦楞纸	大麦	大豆	小麦	玉米	白砂糖	食盐	糖蜜	棕榈油	面粉	夏威夷果	肉鸭
2022年1月	7.5%	4.5%	9.8%	6.1%	10.4%	11.2%	-5.6%	3.1%	1.4%	1.2%	30.4%	-0.7%	13.5%	20.9%
2022年2月	12.1%	31.6%	2.6%	12.9%	6.7%	17.9%	-6.7%	4.5%	1.8%	4.3%	41.7%	-1.0%	1.3%	25.1%
2022年3月	11.5%	32.5%	4.5%	27.3%	7.3%	26.5%	-2.3%	3.6%	2.6%	4.6%	66.1%	3.9%	40.7%	28.2%
2022年4月	16.7%	10.5%	10.8%	29.8%	13.5%	28.2%	-1.0%	3.4%	3.8%	9.5%	92.4%	3.2%	20.6%	26.5%
2022年5月	33.9%	10.6%	-0.5%	30.8%	13.7%	21.1%	0.1%	7.7%	3.8%	10.4%	76.9%	4.2%	62.1%	37.4%
2022年6月	41.2%	2.4%	-3.5%	33.4%	11.1%	21.1%	1.8%	5.7%	4.8%	3.6%	37.7%	5.4%	3.1%	31.4%
2022年7月	49.9%	6.0%	-5.8%	29.2%	13.6%	20.5%	2.0%	3.6%	4.0%	9.1%	12.2%	5.4%	63.4%	26.0%
2022年8月	48.5%	13.1%	12.6%	25.1%	12.4%	19.0%	0.6%	-0.7%	4.7%	3.8%	2.6%	5.7%	29.7%	24.3%
2022年9月	46.4%	18.9%	13.3%	20.0%	12.2%	18.7%	7.1%	-0.6%	4.0%	1.5%	23.2%	5.6%	5.0%	49.7%
2022年10月	36.4%	10.7%	21.4%	25.8%	5.0%	16.1%	6.5%	-2.5%	3.8%	1.5%	20.2%	5.4%	13.5%	53.7%
2022年11月	25.3%	0.7%	-20.6%	20.3%	1.4%	15.1%	7.1%	-3.5%	3.4%	-7.4%	11.3%	3.8%		42.4%

资料来源：iFind，财信证券

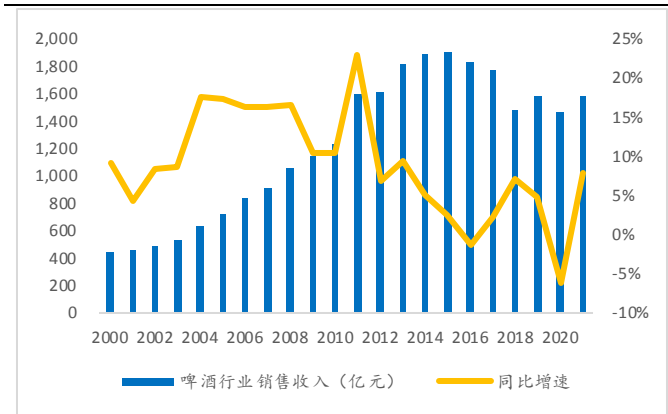
确定性：基本面短期承压，优选确定性。短期由于感染高峰的到来且不同区域节奏不一，部分地区出现暂时性运力短缺现象，物流时效有所延迟，当前消费整体仍然偏弱，消费者的需求恢复节奏有一定不确定性，预计 2022Q4 和 2023Q1 基本面有所承压，建议优选基本面稳健行业。

投资建议：行业基本面逐步筑底，随着疫情的全面放开和消费场景的逐步修复，经营压力有望释放，同时估值经过回调也步入合理区间，部分行业估值水平低于十年来估值均值，迎来重要布局窗口，优选确定性，把握消费复苏主线。1) 优选确定性：建议关注山西汾酒；2) 把握消费复苏下的需求弹性，关注成本改善标的：建议关注青岛啤酒、重庆啤酒、盐津铺子、安琪酵母。

2.2 啤酒：产品结构持续升级，关注疫后现饮渠道修复

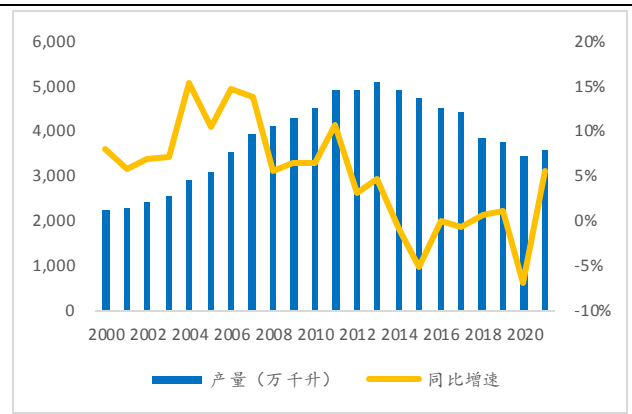
啤酒行业进入存量竞争阶段，增长动能由量价齐升转为价增为主。经历过初期的本地啤酒厂家的高速扩张和中外大型酒企在全国的收购兼并，啤酒行业得到快速发展，其后由于人均啤酒消费量见顶、主要饮酒人群人口占比的逐渐下降，啤酒行业产量于 2013 年到达顶峰，行业从增量竞争阶段步入存量竞争阶段。2017 年开始，随着经济的发展和人均可支配收入的提升，行业迎来结构化增长机遇，积极推进产品结构升级，行业增长的主要驱动力变为吨价提升。目前中国啤酒行业形成了以百威英博、华润啤酒、青岛啤酒、嘉士伯和燕京啤酒为主的竞争格局，CR5 为 63.5%（按销售额算），竞争格局较为稳定。

图 11：2000-2021 年啤酒行业销售收入及同比



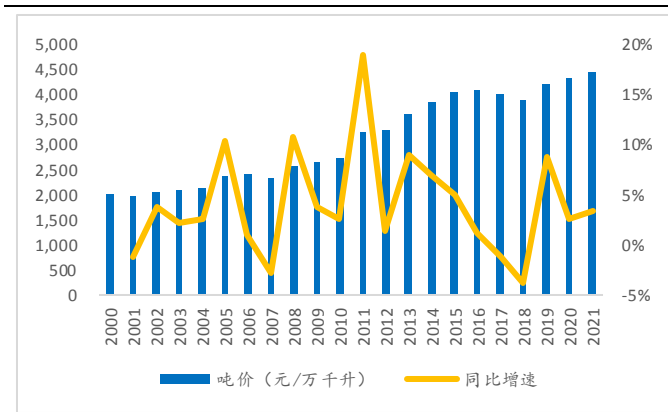
资料来源：国家统计局，中国酒业协会，财信证券

图 12：2000-2021 年啤酒行业产量及同比



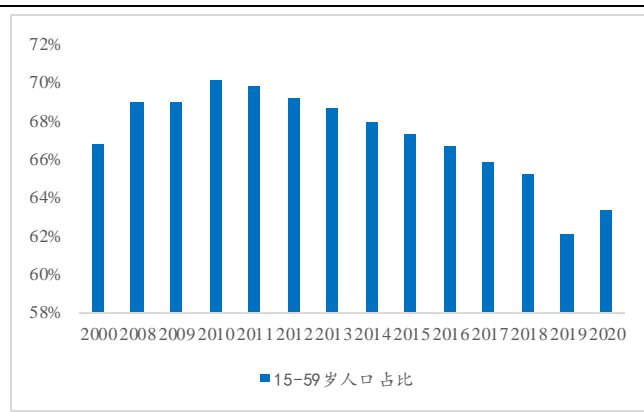
资料来源：国家统计局，中国酒业协会，财信证券

图 13：2000-2021 年啤酒行业吨价及同比



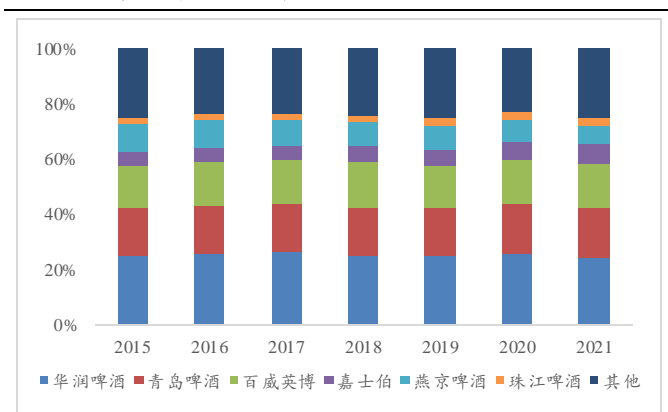
资料来源：国家统计局，中国酒业协会，财信证券

图 14：15-59 岁人口占比从 2010 年开始登顶回落



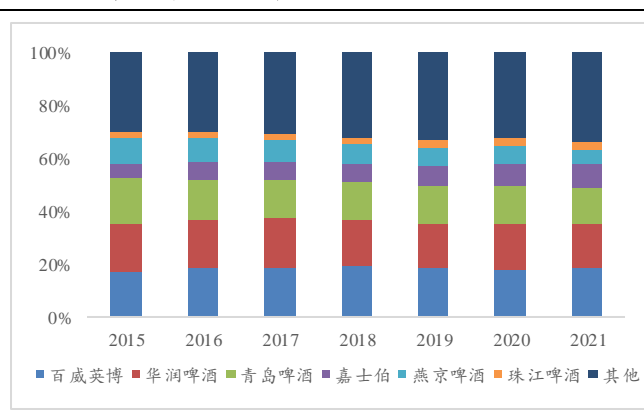
资料来源：国家统计局，财信证券

图 15：中国啤酒行业市场份额（按销售量）



资料来源：Euromonitor，财信证券

图 16：中国啤酒行业市场份额（按销售额）

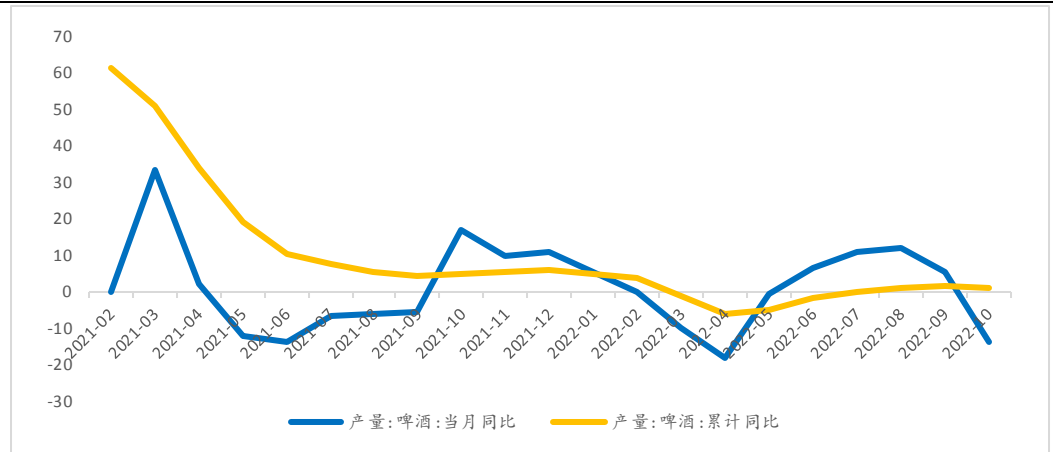


资料来源：Euromonitor，财信证券

疫情扰动影响啤酒终端消费需求，Q3 受益于高温天气需求较好。整体来看，今年以来疫情反复，夜场等现饮渠道受到较大影响，得益于便利店等流通渠道、电商渠道、O2O 渠道等的非现饮渠道的销量回补，今年 1-10 月啤酒累计产量同比增长 0.6%，与去年基本持平。具体来看，Q2 受上海疫情影响啤酒产量同比大幅下降，3-5 月啤酒产量同比分别

-10.3%/-18.3%/-0.7%；6月开始受益于疫后短期的报复性消费和夏天高温天气影响需求大幅回升，6-9月啤酒产量同比分别增长6.4%/10.8%/12.0%/5.1%；10月由于全国的疫情的多点散发和防控政策的略微收紧，线下消费较为平淡，10月啤酒产量同比减少14.10%。

图 17：2021-2022 年啤酒行业产量当月和累计同比



资料来源：国家统计局，财信证券

基本面表现较为稳健，龙头企业经营韧性较强。今年啤酒行业主要上市公司整体表现较为稳健，2022Q1-Q3 燕京啤酒/重庆啤酒/青岛啤酒营业收入分别同比增长 9.01%/8.91%/8.73%，归母净利润分别同比增长 19.37%/13.27%/18.17%。Q2 受上海疫情等外部因素影响部分酒企销量有所下滑，2022Q2 燕京啤酒/重庆啤酒/青岛啤酒营业收入分别同比+7.53%/+6.13%/+7.49%，归母净利润分别同比-11.90%/+18.38%/+23.85%。Q3 受益于高温天气和疫后消费回补，燕京啤酒、重庆啤酒、青岛啤酒等龙头率先受益，2022Q3 营业收入分别同比增长 8.50%/4.93%/16.00%，归母净利润分别同比增长 17.60%/7.88%/18.37%。

表 4：2022Q1-Q3 啤酒行业主要上市公司业绩情况

证券代码	证券简称	营业收入同比增速			归母净利润同比增速		
		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3
000729.SZ	燕京啤酒	11.66	7.53	8.50	100.80	-11.90	17.06
002461.SZ	珠江啤酒	12.77	8.02	11.86	1.45	0.94	-9.64
600132.SH	重庆啤酒	17.12	6.13	4.93	15.33	18.38	7.88
600573.SH	惠泉啤酒	5.56	-4.66	14.38	56.80	14.32	13.69
600600.SH	青岛啤酒	3.14	7.49	16.00	10.20	23.85	18.37

资料来源：wind，财信证券

主要原材料成本大幅上行导致毛利率承压。受全球政治局势和通胀影响，今年年初大麦和玻璃、铝等包材的采购价格大幅上行，同时油价上涨导致运输费用增加，毛利率有所承压，重庆啤酒前三季度毛利率分别下滑 3.32/3.48/3.45pcts，青岛啤酒前三季度毛利率分别下滑 7.28/5.37/4.05pcts。

表 5：2022Q1-Q3 啤酒行业主要上市公司毛利率情况

证券代码	证券简称	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3
000729.SZ	燕京啤酒	34.13	45.19	45.40	34.54	44.26	47.74
002461.SZ	珠江啤酒	42.31	50.45	51.41	40.39	44.71	44.93
600132.SH	重庆啤酒	51.00	53.08	55.07	47.68	49.60	51.62
600573.SH	惠泉啤酒	26.68	30.39	34.54	27.29	31.94	33.75
600600.SH	青岛啤酒	45.13	43.70	42.06	37.85	38.32	38.00

资料来源：wind，财信证券

直接提价叠加产品结构升级对冲成本压力。龙头公司积极进行产品结构升级，高端化进程持续推进，叠加直接提价从而对冲成本压力，2022H1 燕京啤酒吨价同比增长 8.32%，2022Q1-Q3 重庆啤酒/青岛啤酒吨价分别-4.34%/-2.71%，毛销差分别-0.27/+0.40/+0.17pct，重庆啤酒和青岛啤酒吨价小幅下滑主要系疫情导致餐饮和夜场渠道的部分缺失。

表 6：啤酒行业主要上市公司销量及吨价情况

证券代码	证券简称	报告期	销量（万千升）	销量 yoy	吨价（元/千升）	吨价 yoy
000729.SZ	燕京啤酒	2022H1	215.18	0.95%	3210.11	8.32%
002461.SZ	珠江啤酒	2022Q1-Q3	109.6	4.5%	3751.5	5.8%
600132.SH	重庆啤酒	2022Q1-Q3	252.65	4.54%	4822.13	-4.34%
600573.SH	惠泉啤酒	2022Q1-Q3	19.1	2.53%	2873.64	2.60%
600600.SH	青岛啤酒	2022Q1-Q3	727.9	2.78%	3999.15	-2.71%
0291.HK	华润啤酒	2022H1	629.5	-0.70%	3338.00	7.70%
1876.HK	百威亚太	2022H1	727.15	1.35%	730.66	-2.18%

资料来源：公司公告，财信证券

表 7：2022Q1-Q3 啤酒行业主要上市公司毛销差情况

证券代码	证券简称	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3
000729.SZ	燕京啤酒	20.38	36.41	31.32	22.63	33.16	31.77
002461.SZ	珠江啤酒	24.43	33.57	34.65	24.32	32.29	31.55
600132.SH	重庆啤酒	34.76	33.30	35.44	33.97	34.25	36.37
600573.SH	惠泉啤酒	19.91	24.42	31.44	19.96	26.81	30.20
600600.SH	青岛啤酒	22.88	29.19	28.35	23.65	30.19	26.85

资料来源：wind，财信证券

内部管理优化、经营效率提高带动盈利能力持续提升。在成本上升的情况下，龙头公司积极进行内部管理的优化、提质增效，带动盈利能力持续提升，2022Q1-Q3 燕京啤酒/重庆啤酒/青岛啤酒分别同比提升 0.69/0/39/1.11pcts。

表 8：2022Q1-Q3 啤酒行业主要上市公司净利率情况

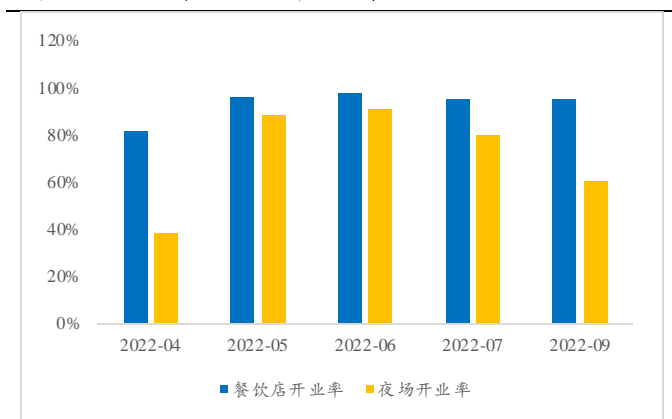
证券代码	证券简称	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3
000729.SZ	燕京啤酒	-4.02	13.32	7.79	1.02	10.02	9.13
002461.SZ	珠江啤酒	9.74	16.90	19.16	8.74	15.82	15.34

600132.SH	重庆啤酒	18.83	17.60	21.35	17.87	19.34	21.72
600573.SH	惠泉啤酒	-3.36	8.16	14.35	-1.63	9.61	14.30
600600.SH	青岛啤酒	11.81	15.30	14.51	12.52	17.45	14.82

资料来源: wind, 财信证券

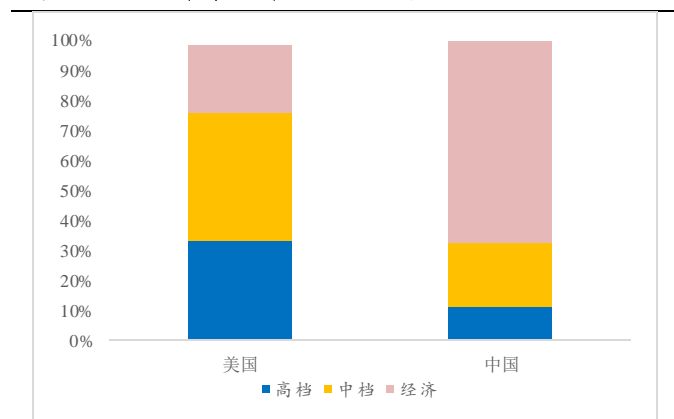
展望一：看好明年现饮场景恢复和长期提价常态化，高端化行稳致远。短期来看，由于疫情的放开带来感染人数的大幅增加导致线下消费仍然偏弱，但是我们觉得在 2-4 个月的感染高峰过去之后居民生活有望逐步回归正常，预计明年随着餐饮和夜场等现饮场景的恢复，中高端啤酒销量有较大提升空间。此外，我国经济型价格带啤酒销量占比仍然较高，对比美国啤酒销量结构有较大提升空间，看好啤酒行业中长期在淡季的常态化提价带动价格带的持续上行，中长期来看我国啤酒高端化有望持续演绎。

图 18：2022 年现饮场所开店率



资料来源: 百威亚太业绩说明会, 财信证券

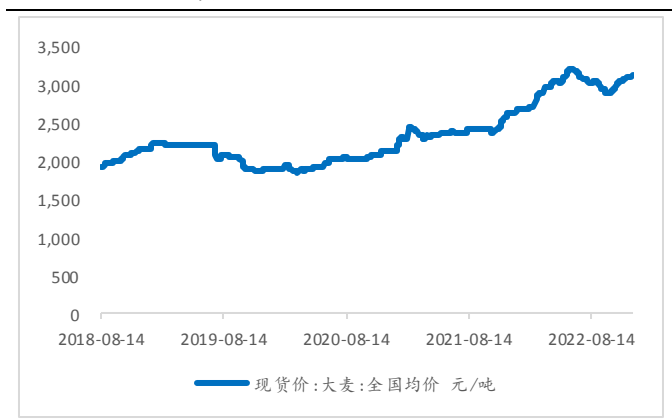
图 19：2020 年中美啤酒销量结构对比



资料来源: Euromonitor, 财信证券

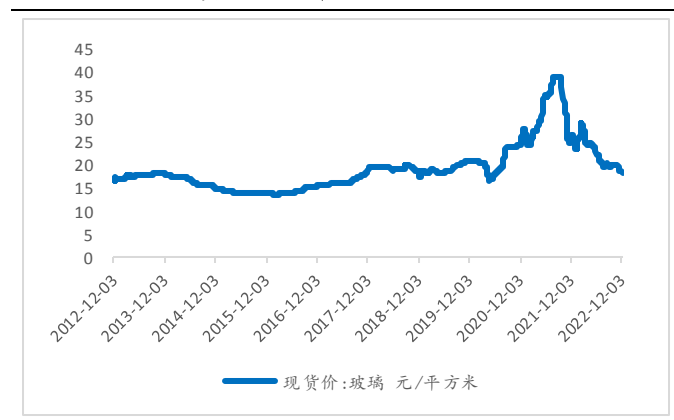
展望二：包材价格下行，明年成本端有望小幅改善。当前大麦价格仍处于较高位置，但玻璃、铝、瓦楞纸等包材价格有较大幅度回落，预计啤酒行业明年成本上升幅度有望收窄，明年有望释放一定业绩弹性。

图 20：大麦现货价：全国均价（元/吨）



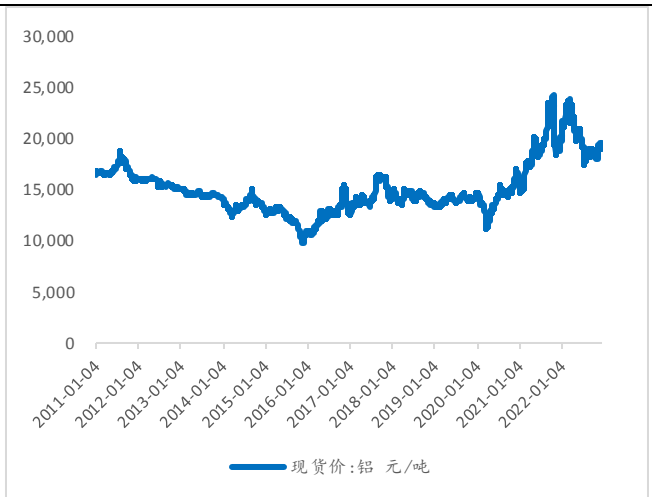
资料来源: iFind, 财信证券

图 21：玻璃现货价（元/平方米）



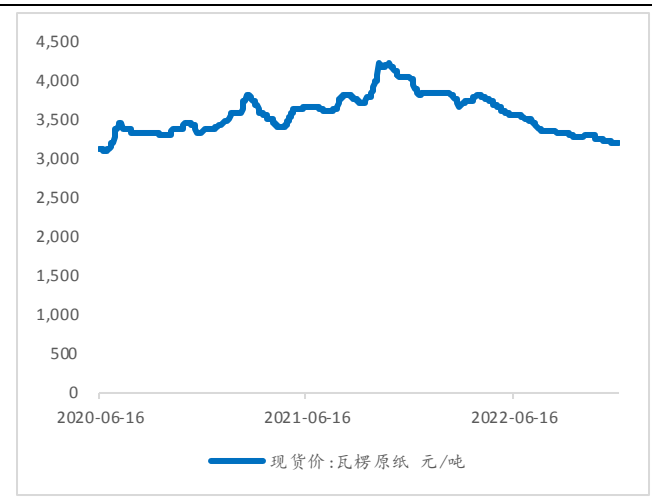
资料来源: iFind, 财信证券

图 22：铝现货价（元/吨）



资料来源：iFind，财信证券

图 23：瓦楞原纸现货价（元/吨）

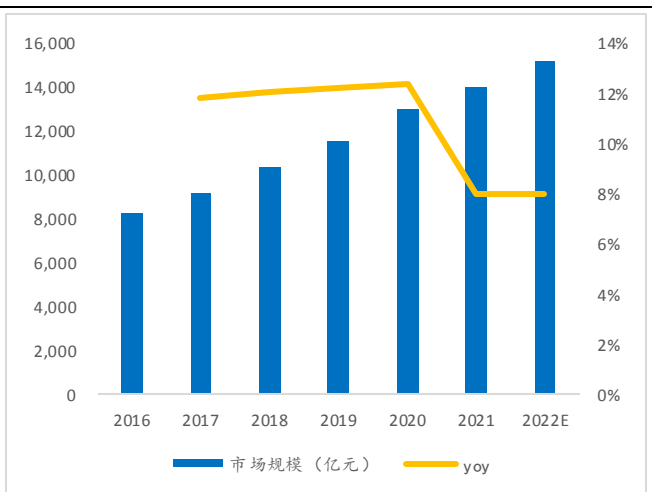


资料来源：iFind，财信证券

2.3 休闲食品：抓住线下业态变迁机遇，关注成本改善带来的利润弹性

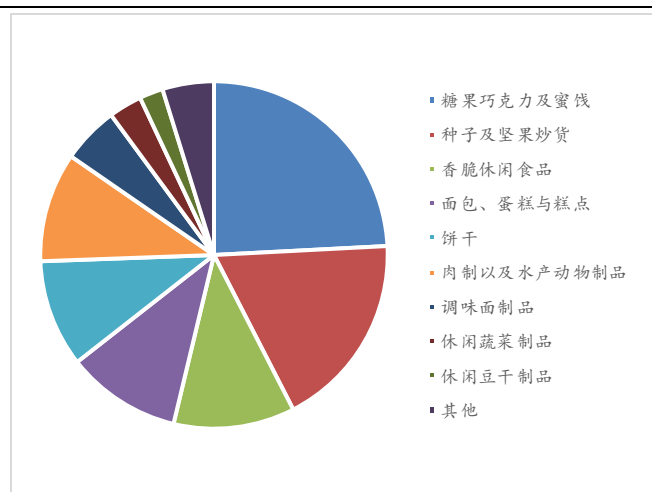
品类不断细分，规模稳步扩张。随着经济的发展和消费水平的提升，消费者对休闲食品的数量和品质需求不断增强，休闲食品品类不断细分，逐渐渗透到居家、外出旅游、休闲聚会等多个消费场景，根据中商情报网数据，2021 年中国休闲食品市场规模达到 14015 亿元，同比增长 7.94%，2016-2021 年复合增长率为 11.25%，预计 2022 年有望突破 1.5 万亿元。

图 24：2016-2022E 中国休闲食品市场规模及增速



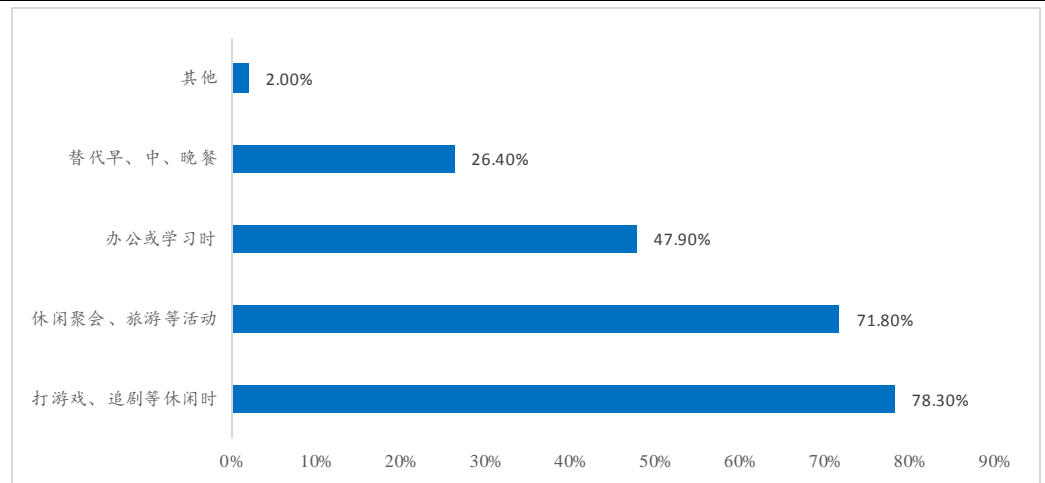
资料来源：Frost&Sullivan，中商情报网，财信证券

图 25：中国休闲食品各品类市场占有率



资料来源：中商情报网，财信证券

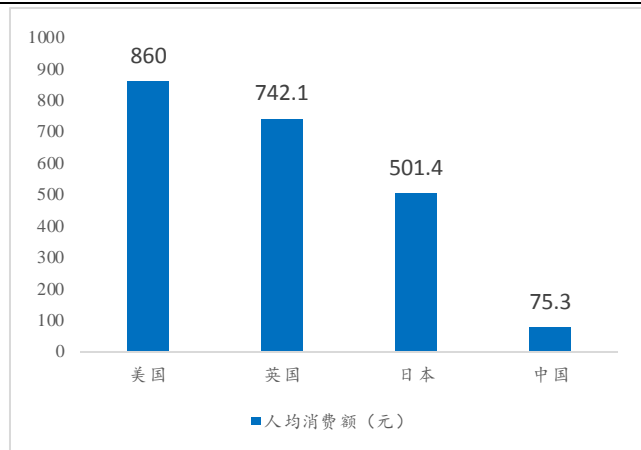
图 26：2021 年中国消费者休闲食品消费场景分析



资料来源：艾媒咨询，财信证券

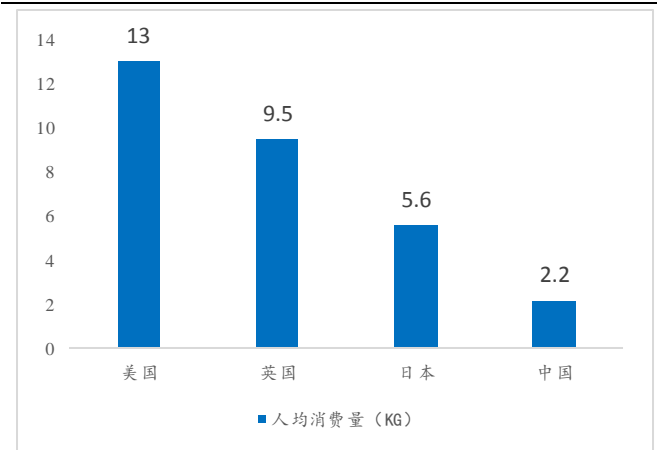
对标海外，我国休闲零食人均消费额和人均消费量均有较大成长空间。2019 年我国休闲零食人均消费额和消费量分别为 75.3 元/2.2kg，参考饮食习惯相近的日本（501.4 元/5.6kg）有较大差距，具备较大成长空间。

图 27：2019 年各国休闲零食人均消费额



资料来源：华经情报网，财信证券

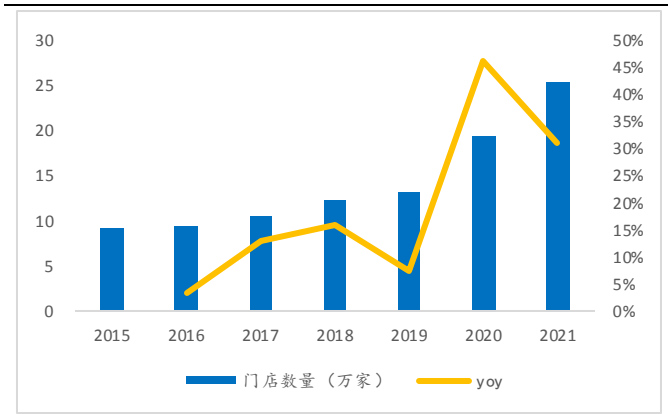
图 28：2019 年各国休闲零食人均消费量



资料来源：华经情报网，财信证券

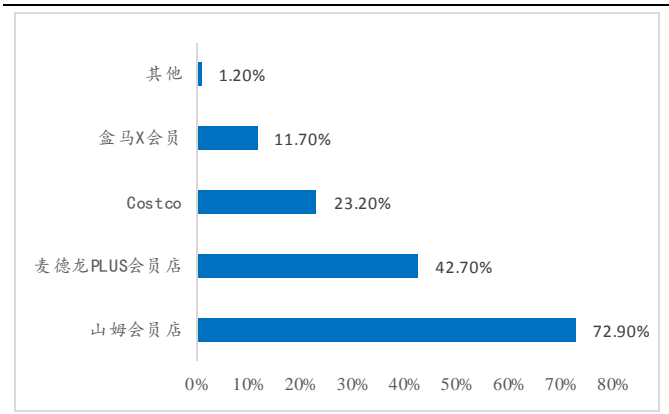
传统商超流量下滑，新兴渠道崛起。近年来在疫情的催化之下电商加速发展，同时社区团购、仓储式会员店、便利店、零食折扣连锁店等新兴渠道快速扩张，在便捷性和性价比等方面具备较大优势，导致传统商超流量下滑严重。商超渠道作为休闲食品企业的重要销售渠道，其流量下滑对公司业绩有影响较大，盐津铺子等龙头企业从去年开始进行渠道改革，积极拥抱新兴渠道，进行全渠道布局。

图 29：2015-2021 年我国便利店门店数量及增速



资料来源：CCFA，华经产业研究院，财信证券

图 30：2021 中国仓储会员超市品牌的知名度



资料来源：艾媒咨询，财信证券

渠道改革初见成效，业绩同比改善。休闲食品行业 2021 年由于商超流量下滑、社区团购分流和原材料价格上涨等影响导致业绩基数较低，各公司积极进行渠道改革，今年业绩同比明显改善。2022 前三季度盐津铺子/甘源食品/洽洽食品营业收入同比分别增长 21.01%/13.26%/12.91%，归母净利润分别同比增长 182.85%/15.83%/5.45%。

表 9：2022 年主要休闲食品公司业绩情况

	营业收入同比增速				归母净利润同比增速			
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3
盐津铺子	-2.91	34.60	34.73	21.01	-25.15	301.83	213.19	182.85
甘源食品	-5.19	42.67	13.86	13.26	-45.30	549.88	20.26	15.83
洽洽食品	3.86	24.38	13.56	12.91	5.15	10.46	3.24	5.45
良品铺子	14.30	5.73	-1.84	6.61	-8.86	11.50	-23.64	-8.84
劲仔食品	15.53	45.60	40.11	34.57	-5.79	84.72	47.15	41.17
来伊份	8.27	12.65	-1.40	6.53	15.24	-35.85	58.33	452.96

资料来源：wind，财信证券

上半年成本上升导致毛利率略有下降，经营效率提高带动毛销差同比提升。今年上半年葵花籽、棕榈油、夏威夷果等原材料价格有所上涨，毛利率小幅下滑，2022 前三季度盐津铺子/甘源食品/洽洽食品毛利率同比分别下滑 2.24/0.90/0.39pct。同时积极布局新兴渠道，销售费用减少，经营效率提高，2022 前三季度盐津铺子/甘源食品/洽洽食品毛销差同比分别+8.55/+2.78/-0.79pcts，净利率同比分别+6.11/+0.20/-1.02pcts。

表 10：2021-2022 前三季度主要休闲食品公司毛利率和净利率 (%)

	毛利率				净利率			
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3
盐津铺子	38.59	36.52	34.52	36.35	10.67	10.61	11.80	11.09
甘源食品	34.85	29.11	37.14	33.95	7.03	6.33	13.64	9.24
洽洽食品	30.86	27.48	32.32	30.47	14.51	11.58	16.17	14.32
良品铺子	26.30	29.23	29.80	28.17	3.22	5.14	4.38	4.10
劲仔食品	26.56	28.32	23.58	26.04	7.46	9.94	8.59	8.78

来伊份	45.10	43.31	42.66	43.85	7.04	1.80	-4.25	2.18
-----	-------	-------	-------	-------	------	------	-------	------

资料来源: wind, 财信证券

表 11: 2021-2022 前三季度主要休闲食品公司毛销差

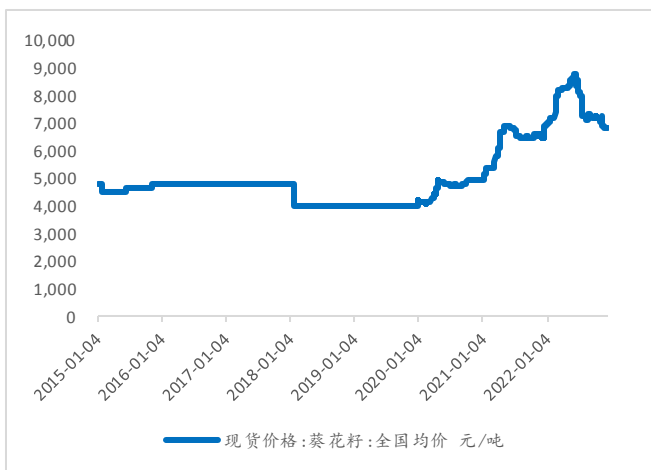
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1-Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3
盐津铺子	22.05	0.89	10.12	10.57	16.46	16.80	25.12	19.12
甘源食品	18.71	3.85	21.94	16.61	11.90	21.11	23.60	19.39
洽洽食品	21.31	21.31	23.92	22.03	18.25	23.78	21.41	21.23
良品铺子	10.05	9.87	11.44	7.24	10.95	11.23	11.12	9.77
劲仔食品	17.02	13.74	16.29	15.72	16.32	12.34	17.59	15.50
来伊份	18.78	10.02	1.36	11.20	16.51	17.95	13.24	16.34

资料来源: wind, 财信证券

展望一：新兴渠道快速发展，加速全渠道布局。由于休闲食品具备即食性的特点，线下渠道仍是休闲食品行业最主要的销售渠道。近两年零食折扣连锁渠道发展迅速，为消费者提供极致性价比，与传统商超渠道相比无需扫码费、陈列费等额外销售费用，并且是总部与总部对接，去掉经销商环节，提高经营效率的同时将利润留在内部，头部休闲食品公司有望借助供应链和品质优势加速布局。

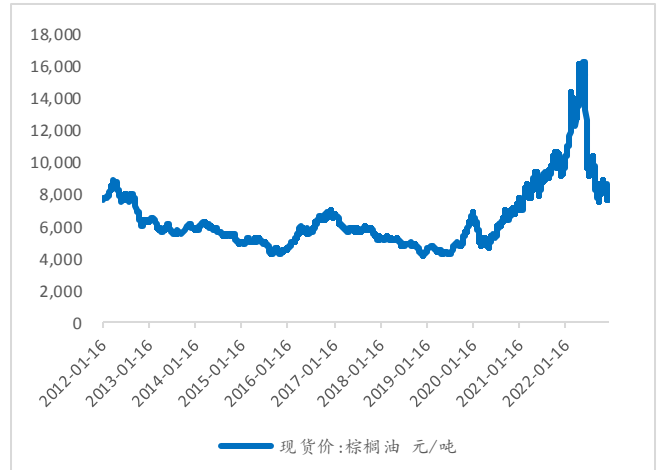
展望二：成本下行，带来业绩弹性。从 2022 年下半年开始，部分原材料如棕榈油、葵花籽等价格有所下降，同时随着明年 Q2 开始消费场景的逐步恢复有望带动需求回暖，有望为明年业绩带来一定弹性。

图 31: 葵花籽现货价：全国均价（元/吨）



资料来源: iFind, 财信证券

图 32: 棕榈油现货价（元/吨）



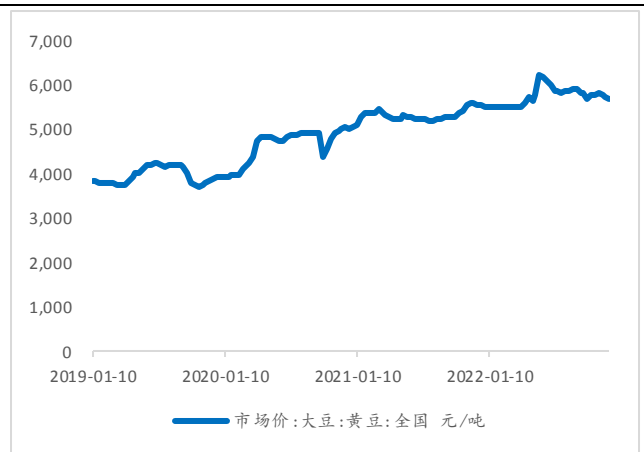
资料来源: iFind, 财信证券

图 33: PET 切片现货价 (元/吨)



资料来源: iFind, 财信证券

图 34: 大豆市场价 (元/吨)

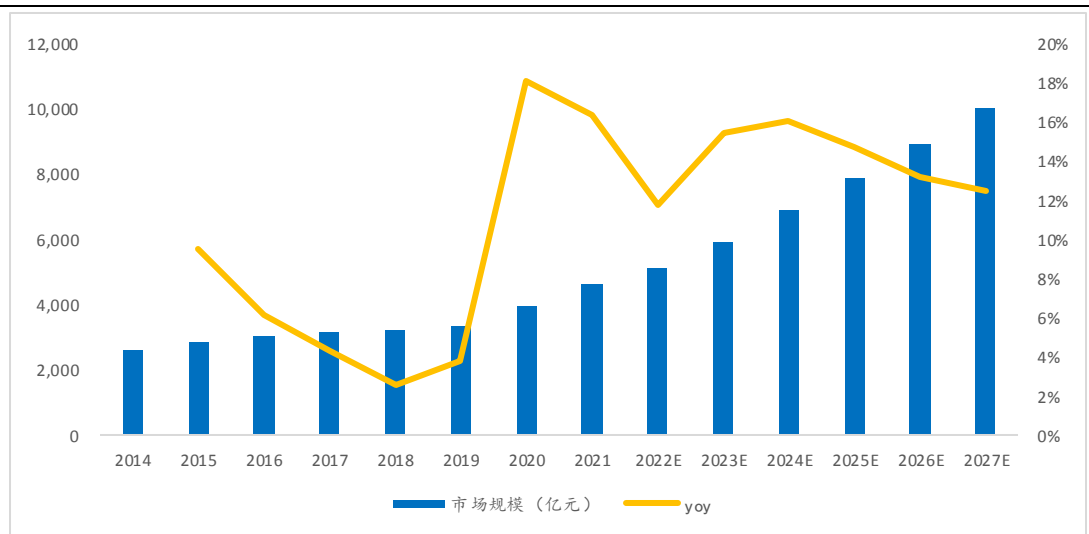


资料来源: iFind, 财信证券

2.4 调味品: 消费场景逐步恢复, 关注 B 端需求回暖

我国幅员辽阔导致东西南北的饮食文化各有不同, 中国菜品类丰富、流派众多, 在深厚的饮食文化背景下, 调味品成为了日常饮食中不可或缺的一部分。随着调味品企业的技术改造和创新、消费者生活水平的不断提高, 调味品品类不断细分且更注重饮食健康, 单味调味品稳健发展, 在酱油、食醋、蚝油、料酒等基础大类下有多种细分产品, 复合调味品近年来发展迅速, 以满足消费者多样化的消费需求和消费习惯。根据艾媒咨询数据显示, 2021 年我国调味品行业市场规模为 4594 亿元, 2014-2021 年复合增长率为 8.50%。疫情使部分餐饮堂食消费场景转向家庭烹饪场景, 带动 C 端调味品增长, 预计 2022 年市场规模为 5133 亿元。

图 35: 2014-2027E 中国调味品市场规模及增速

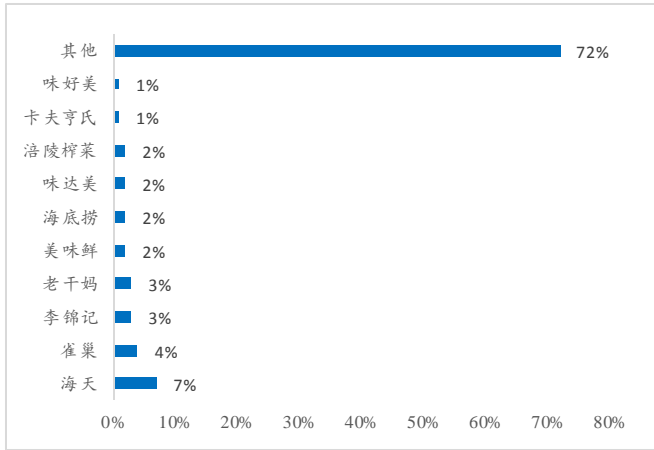


资料来源: 艾媒咨询, 财信证券

中小落后产能出清, 市场集中度有望加速提升。由于调味品行业发展历史悠久、生

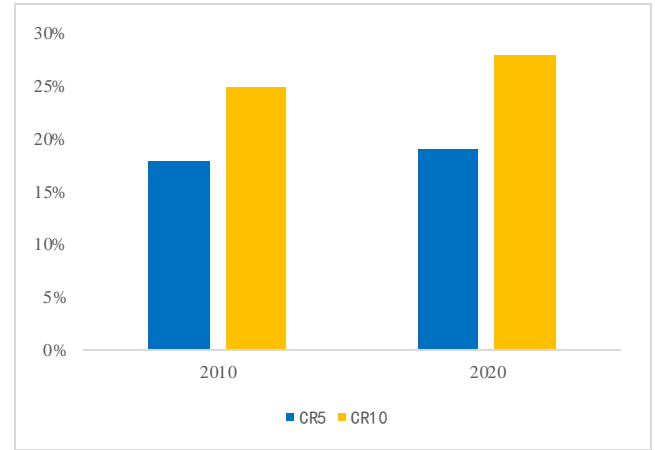
产壁垒较低,且产品品类较多,行业集中度较低,2020 年龙头企业海天味业市占率仅 7%,CR5 为 19%。同时疫情之下大宗商品价格上涨带动成本压力提升且餐饮端需求疲软加速中小落后产能出清,2021 年新增调味品企业注册数量显著减少。

图 36: 2020 年中国调味品行业市场份额 (按零售额)



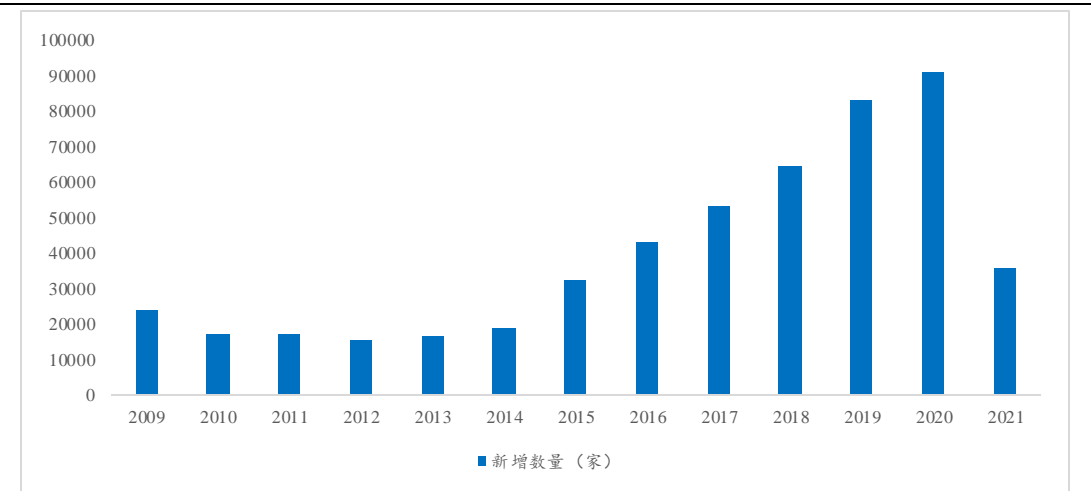
资料来源: 欧睿, 前瞻产业研究院, 财信证券
注: 欧睿统计口径中不包括醋类生产企业

图 37: 2010-2020 年中国调味品行业市场集中度



资料来源: 欧睿, 前瞻产业研究院, 财信证券
注: 欧睿统计口径中不包括醋类生产企业

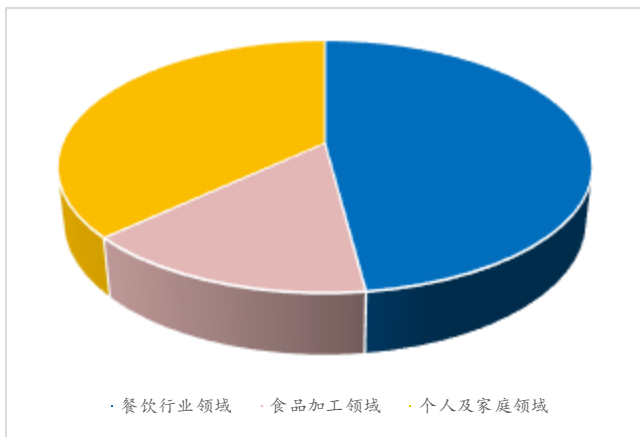
图 38: 2009-2021 年中国新增调味品企业注册数量



资料来源: 艾媒咨询, 财信证券

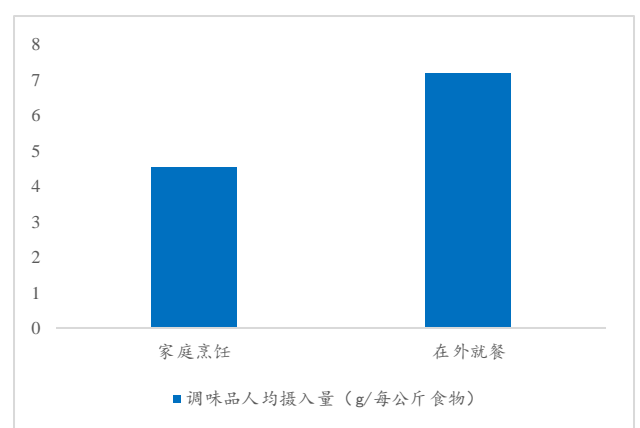
餐饮领域为调味品最主要的需求来源。调味品需求主要来自于餐饮、食品加工和家庭三大领域, 占比分别为 47.97%、15.15%、36.88%, 餐饮作为调味品最大的需求领域, 为了达到“色香味俱全”的效果, 调味品的人均摄入量也高于家庭烹饪, 大约是家庭烹饪的 1.6 倍左右。

图 39：2021 年中国调味品需求结构分析



资料来源：智研咨询，财信证券

图 40：不同就餐方式调味品人均摄入量



资料来源：智研咨询，财信证券

餐饮端受损严重导致需求疲软，业绩承压。餐饮渠道作为调味品企业最主要的消费渠道，受疫情影响全年有较长时间无法正常经营堂食，导致调味品行业 B 端需求受损严重，2022 年前三季度海天味业/恒顺醋业/中炬高新/安琪酵母营业收入分别同比增长 6.11%/23.71%/15.95%/18.29%，主要系 2021Q4 的行业性提价支撑，海天味业/安琪酵母归母净利润同比分别-0.86%/-11.87%，恒顺醋业、中炬高新均扭亏为盈。

表 12：2021-2022 前三季度主要调味品公司业绩情况

	营业收入同比增速				归母净利润同比增速			
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3
海天味业	0.72	22.19	-1.77	6.11	-6.36	11.79	-5.99	-0.86
千禾味业	0.93	30.51	14.75	14.63	38.47	扭亏为盈	扭亏为盈	扭亏为盈
恒顺醋业	10.43	18.09	53.93	23.71	-0.75	扭亏为盈	扭亏为盈	扭亏为盈
中炬高新	6.63	23.98	18.98	15.95	-9.46	扭亏为盈	扭亏为盈	扭亏为盈
天味食品	20.60	18.22	82.33	36.58	25.27	扭亏为盈	1,629.31	扭亏为盈
日辰股份	7.11	-7.22	-6.89	-2.94	-7.51	-38.07	-29.49	-26.71
安琪酵母	14.14	18.66	22.55	18.29	-29.30	-7.91	20.59	-11.87

资料来源：wind，财信证券

行业性提价对冲部分成本压力，部分原材料价格仍处高位。全球通胀背景下大宗商品涨价幅度较大，调味品行业的主要原材料玉米、小麦、大豆等价格都有较高涨幅。龙头公司于 2021Q4 引领新一轮行业性提价以对冲部分成本压力，但当下小麦、大豆等价格小幅回落但仍处在较高位置，大部分公司利润率承压，2022 年前三季度海天味业/恒顺醋业/中炬高新/安琪酵母毛利率分别下滑 2.63/4.20/1.36/4.41pcts，净利率分别下滑 1.71/1.02/0.31/3.40pcts。

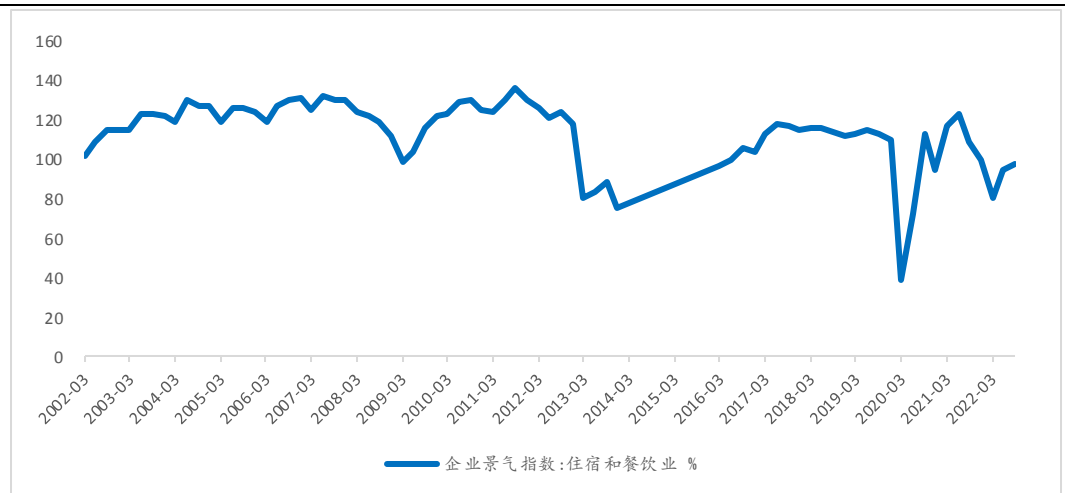
表 13：2021-2022 前三季度主要调味品公司毛利率和净利率（%）

	毛利率				净利率			
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3
海天味业	38.17	34.87	35.29	36.24	25.39	24.73	22.97	24.47
千禾味业	34.98	35.72	33.55	34.74	11.46	11.94	12.71	12.06
恒顺醋业	37.90	33.21	33.91	35.01	12.99	8.01	5.05	8.83
中炬高新	32.30	31.68	31.15	31.72	12.54	12.63	8.69	11.30
天味食品	35.95	34.51	32.67	34.32	15.93	11.19	11.22	12.77
日辰股份	39.43	39.06	40.70	39.80	18.21	16.99	18.06	17.79
安琪酵母	26.68	26.75	21.94	25.18	10.45	11.90	8.16	10.21

资料来源：wind，财信证券

展望：消费场景逐步恢复，有望带动餐饮端需求回暖。根据国家统计局数据，在二季度上海疫情过后，三季度的住宿和餐饮业企业景气指数显著回升。随着疫情的全面开放，消费场景有望从 2023Q2 开始加速恢复，餐饮业景气度有望提升，从而带来餐饮端人流量回升和需求回暖。

图 41：住宿和餐饮业企业景气指数（%）



资料来源：国家统计局，财信证券

2.5 白酒：高端酒增长稳健，次高端和地产酒有较大修复空间

疫情影响下需求波动较大，品牌表现分化。白酒的主要消费场景为送礼、宴请、个人消费等，疫情对商务宴请、大众宴请等消费场景造成较大影响导致需求波动，整体来看高端酒表现稳健，次高端酒由于消费场景的缺失波动最大，地产酒受地区防控政策和经济发展影响表现各有不同。分季节来看，Q1 由于全国疫情比较稳定，酒企顺利布局开门红，需求端表现较好；进入 Q2，由于上海疫情蔓延导致全国部分地区物流受限，酒企增速有所放缓；Q3 以来由于全国疫情在国庆之后多点爆发，对中秋国庆旺季影响相对较小，但整体来看需求较为平淡。

高端酒：近年来高端白酒与宏观经济关联度有所弱化，高端白酒的消费场景以送礼、高端商务宴请为主，整体需求相对稳定，但在疫情严重时期对高端商务宴请等消费场景仍有一定影响，导致批价波动较大。茅五泸三家高端白酒企业 2022 前三季度营业收入和归母净利润均实现双位数增长，营业收入分别同比增长 16.52%/12.19%/24.20%，归母净利润分别同比增长 19.14%/15.36%/30.94%，毛利率同比分别提升 0.68/0.71/0.48pct，净利率同比分别提升 0.12/1.03/2.61pcts。

表 14：2022Q1-Q3 高端白酒业绩情况

	营业收入同比增速				归母净利润同比增速			
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3
贵州茅台	18.25%	15.89%	15.23%	16.52%	23.58%	17.29%	15.81%	19.14%
五粮液	13.25%	10.04%	12.24%	12.19%	16.08%	10.30%	18.50%	15.36%
泸州老窖	26.15%	24.09%	22.28%	24.20%	32.72%	28.97%	31.05%	30.94%
高端酒	16.82%	14.94%	15.12%	15.76%	21.61%	17.10%	18.06%	19.28%

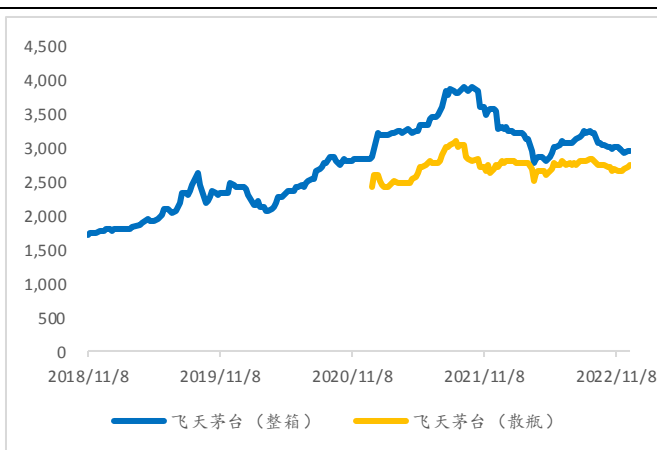
资料来源：wind，财信证券

表 15：2022Q1-Q3 高端白酒毛利率和净利率

	毛利率				净利率			
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3
贵州茅台	92.37%	91.78%	91.42%	91.87%	55.59%	51.95%	51.48%	53.14%
五粮液	78.41%	73.92%	73.29%	75.97%	41.28%	32.75%	35.10%	37.58%
泸州老窖	86.43%	85.32%	88.49%	86.78%	45.81%	50.13%	45.98%	47.19%

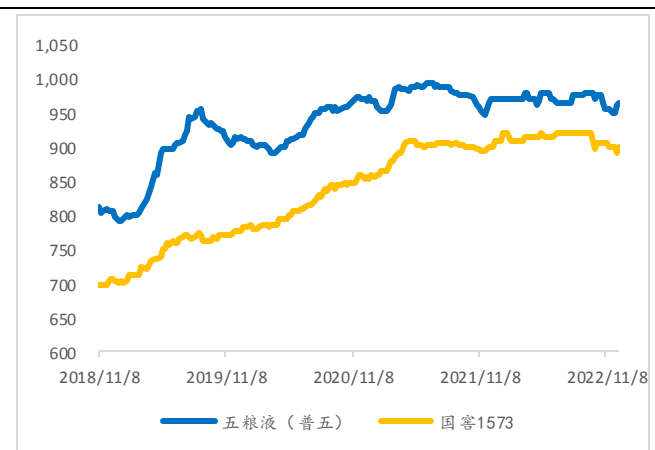
资料来源：wind，财信证券

图 42：飞天茅台批价变化



资料来源：今日酒价，财信证券

图 43：普五和国窖 1573 批价变化



资料来源：今日酒价，财信证券

次高端酒：次高端白酒的消费场景以大众宴请、商务宴请为主，与宏观经济关联度较高，在疫情影响下宴席场景的部分缺失和物流受阻导致二季度动销有所下滑，虽然疫情好转之后在中秋国庆旺季时宴席场景部分回补，但三季度的疫情反复对消费场景仍有

较大影响，整体来看全年需求波动较大。2022 前三季度山西汾酒/舍得酒业/水井坊/酒鬼酒的营业收入同比分别增长 28.32%/28.00%/10.15%/32.05%，归母净利润分别同比增长 45.70%/23.76%/5.46%/34.98%，毛利率同比分别+1.16/+0.24/-0.46/-0.07pct，净利率同比分别+3.75/-1.19/-1.24/+0.61pcts。

表 16：2022Q1-Q3 次高端白酒业绩情况

	营业收入同比增速				归母净利润同比增速			
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3
山西汾酒	43.62%	0.35%	32.54%	28.32%	70.03%	-4.33%	56.96%	45.70%
舍得酒业	83.25%	-16.27%	30.91%	28.00%	75.75%	-29.67%	55.66%	23.76%
水井坊	14.10%	10.36%	6.99%	10.15%	-13.54%	116.88%	9.98%	5.46%
酒鬼酒	86.04%	5.25%	2.47%	32.05%	94.46%	-18.74%	21.12%	34.98%
次高端酒	47.68%	-1.34%	24.61%	26.33%	61.58%	-9.21%	41.52%	36.55%

资料来源：wind，财信证券

表 17：2022Q1-Q3 高端白酒毛利率和净利率

	毛利率				净利率			
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3
山西汾酒	74.75%	78.40%	77.91%	76.52%	35.40%	27.62%	30.80%	32.30%
舍得酒业	80.83%	73.79%	78.65%	78.34%	28.39%	27.12%	23.13%	26.26%
水井坊	84.92%	84.60%	84.44%	84.65%	25.63%	1.08%	40.38%	27.98%
酒鬼酒	79.77%	77.80%	81.73%	79.82%	30.85%	23.22%	26.77%	27.88%

资料来源：wind，财信证券

地产酒：地产酒以苏酒和徽酒为主，充分受益于基地市场的经济发展，基本盘稳定，2022 年前三季度江苏省和安徽省 GDP 增速分别为 2.3%/3.3%，充分带动省内产品结构稳步升级。苏酒中洋河股份/今世缘在 2022 前三季度的营业收入同比分别增长 20.69%/22.18%，归母净利润分别同比增长 25.78%/22.53%，徽酒中古井贡酒/迎驾贡酒/口子窖在 2022 前三季度的营业收入分别同比增长 26.35%/21.42%/3.67%，归母净利润同比分别增长 33.20%/24.92%/4.47%，口子窖增长较慢主要系今年厂家与经销商关系梳理和调整导致。

表 18：2022Q1-Q3 地产酒业绩情况

	营业收入同比增速				归母净利润同比增速			
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3
洋河股份	23.82%	17.10%	18.37%	20.69%	29.07%	6.07%	40.45%	25.78%
今世缘	24.69%	14.00%	26.13%	22.18%	24.46%	16.30%	27.32%	22.53%
古井贡酒	27.71%	29.55%	21.58%	26.35%	34.90%	45.32%	19.27%	33.20%
迎驾贡酒	37.23%	0.09%	23.39%	21.42%	49.07%	4.13%	13.30%	24.92%
口子窖	11.80%	-7.87%	5.69%	3.67%	15.53%	-4.92%	-0.16%	4.47%
金徽酒	38.79%	12.23%	-9.12%	16.42%	42.78%	-34.50%	-96.68%	-12.08%
金种子酒	17.05%	2.57%	-18.59%	0.99%	74.21%	13.32%	-73.21%	5.95%
老白干酒	20.36%	24.57%	27.93%	24.78%	373.72%	41.60%	36.56%	113.83%

伊力特	14.67%	4.70%	-60.04%	-10.77%	-17.55%	-75.18%	-79.18%	-47.57%
地产酒	24.63%	15.99%	16.29%	19.75%	32.53%	11.09%	22.90%	24.43%

资料来源：wind，财信证券

表 19：2022Q1-Q3 地产酒毛利率和净利率

	毛利率				净利率			
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3
洋河股份	77.30%	66.51%	76.03%	74.54%	38.29%	32.52%	28.76%	34.28%
今世缘	74.30%	69.20%	79.61%	74.52%	33.55%	37.11%	24.78%	31.94%
古井贡酒	77.90%	77.01%	73.72%	76.40%	21.46%	22.56%	19.57%	21.22%
迎驾贡酒	71.37%	63.16%	69.10%	68.56%	35.05%	24.17%	31.28%	31.07%
口子窖	78.03%	72.06%	72.80%	74.43%	37.00%	25.79%	31.55%	31.94%
金徽酒	66.35%	58.77%	60.59%	62.58%	23.33%	9.11%	0.47%	13.68%
金种子酒	34.60%	31.43%	19.85%	29.74%	-3.55%	-16.25%	-37.72%	-16.50%
老白干酒	70.23%	66.55%	67.22%	67.79%	29.29%	8.66%	11.94%	15.44%
伊力特	51.02%	40.44%	41.02%	45.57%	17.42%	4.99%	7.74%	11.29%

资料来源：wind，财信证券

展望：企业增长分化持续，高端酒增长稳健，次高端和地产酒将充分受益于消费场景修复带来的业绩弹性。短期来看，春节临近，全国各地感染人数高峰的逐步到来或对春节期间动销有一定影响，但是我们预计从 4-5 月开始商务消费有望逐步恢复，从而带动动销恢复正常，其中高端酒将持续稳定增长，地产酒有望充分受益于省内经济的快速发展和产品结构的持续升级，次高端有望充分受益于全国各地消费场景的修复带来的需求回升。

3 重点公司

3.1 青岛啤酒：百年青啤韧性强，高端化持续推进

产品矩阵完善，高端化进程稳步推进，消费。公司是国内历史最为悠久的啤酒企业，品牌历史沉淀深厚，坚持“青岛主品牌+崂山第二品牌”的品牌战略，并不断丰富产品品类、完善产品矩阵，领先行业推出纯生、奥古特、IPA 精酿、一世传奇等中高端和超高端价格带产品，创新能力强。2022 年前三季度公司累计实现产品销量 727.9 万千升，同比增长 2.8%，其中：主品牌青岛啤酒实现产品销量 395.3 万千升，同比增长 4.5%；中高档及以上产品销量 249.8 万千升，同比增长 8.2%。2022 年前三季度公司每千升酒价格为 3999.18 元/千升，同比增长 5.79%，2022Q3 每千升酒价格为 3844.08 元/千升，整体来看公司产品结构持续升级，高端化持续推进。

盈利预测与投资建议：今年疫情影响下公司中高档产品和青岛主品牌销量仍取得了不错的增长，短期来看预计明年随着消费场景修复有望带动现饮场景需求的回暖，中长期来看公司产品结构持续升级和罐化率的提升，叠加常态化提价，公司吨价和盈利能力

有望持续提升。预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 327.08/348.22/368.83 亿元，同比增长 8.42%/6.46%/5.92%，归母净利润分别为 34.83/41.81/48.85 亿元，同比增长 10.39%/20.02%/16.84%，EPS 分别为 2.55/3.06/3.58 元，维持公司“增持”评级。

3.2 重庆啤酒：经营拐点即将到来，乌苏增速有望恢复

渠道改革进行中，乌苏势能有望释放。公司优势市场集中在西部地区，但今年四川、重庆、尤其是新疆地区疫情较为严重，新疆疫情带来的较长时间封控对疆内乌苏提价和动销影响较大，同时疆外渠道调整带来的管理团队和经销商的磨合对销量有一定影响，今年前三季度疆外乌苏前三季度销量仅增长 3.4%。公司于 11 月中旬对渠道进行了进一步的优化，预计改革效果将从 2023Q2 开始显现，从而带动乌苏全国化势能的逐步释放。

盈利预测与投资建议：短期疫情扰动下，乌苏等大单品销量有所承压，但不改产品结构持续升级趋势，同时成本回落有望从明年开始有一定业绩贡献，业绩弹性有望释放；中长期来看随着疫情影响的弱化、渠道调整逐步到位、大城市计划的持续推进，全国化有望稳步推进。预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 142.74/164.50/184.44 亿元，同比增长 8.80%/15.24%/12.12%，归母净利润分别为 13.94/16.58/19.81 亿元，同比增长 19.53%/19.92%/19.51%，EPS 分别为 2.88/3.43/4.09 元，维持公司“增持”评级。

3.3 盐津铺子：产品+渠道双轮驱动，增长动能强

产品+渠道齐发力，成长确定性强。产品方面，公司聚焦大单品策略转型，烘焙和休闲深海零食作为两大核心产品已占领部分消费者心智，高效供应链及规模优势强化竞争优势，持续维持快速增长。此外，公司加大定量装及流通装产品投放，发力烘焙、深海零食、辣卤零食、薯片以及果干五大潜力赛道，未来发展空间大。渠道方面，公司积极进行全渠道布局，加大零食连锁渠道和电商渠道布局，成为拉动公司增长的新动力。

盈利预测与投资建议：公司聚焦五大品类进行战略布局，取得初步成效，同时加大全渠道布局，实现“产品+渠道”双轮驱动，看好公司未来发展，预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 27.55/33.30/39.38 亿元，同比分别增长 20.74%/20.87%/18.26%；预计实现归母净利润 3.04/4.24/5.47 亿元，同比分别增长 101.32%/39.47%/29.01%，EPS 分别为 2.36/3.29/4.24 元，维持公司“增持”评级。

3.4 安琪酵母：成本下降，需求回暖

国内需求平淡，海外市场高增。今年由于国内疫情反复，导致线下消费需求较为疲软，国内酵母销量预计去去年基本持平，海外市场受益于竞争对手供应链出现问题+俄乌冲突下欧洲能源价格大涨带来的机会，公司抢占部分竞争对手市场份额并积极寻求新的增量，带动海外市场保持 20% 以上的高增长。成本端，公司三条水解糖产线有望于今年年底全面投产，减少对糖蜜的需求，加大对原材料的控制能力，随着新的榨季到来，糖蜜价格出现显著回落，对明年业绩有一定修复作用。

盈利预测与投资建议：随着疫情的全面放开，线下消费有望逐步恢复，需求端有望边际改善，同时随着新榨季的到来，糖蜜供给的增加和需求的平淡有望带动糖蜜价格继续下降，预计公司明年国内糖蜜成本下降 10% 左右。预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 127.30/147.98/170.50 亿元，实现归母净利润分别为 13.38/16.86/20.04 亿元，对应 EPS 分别为 1.54/1.94/2.31 元，给予公司 2023 年 30-35 倍 PE，维持公司“买入”评级。

3.5 山西汾酒：场景修复带动次高端产品需求弹性，业绩确定性强

青花系列发力，省内外市场保持高增。公司把控产品投放节奏，Q1 开门红投放了较大份额的青花系列，但 Q2 受疫情影响省外动销较弱，Q2 减少青花 30 复兴版投放以维护价盘稳定，我们估计 Q3 复兴版投放量为全年配额的 20-25%，从而有效带动 Q3 业绩增长和盈利能力抬升。当下公司 2022 年年度任务已基本结束，进入 2023 年开门红备货期，我们预计公司会制定一个合理的开门红备货计划，明年预计会加大巴拿马、青花 20 等产品在省外的投放。

盈利预测与投资建议：公司精准把控产品投放节奏，青花系列带动公司业绩快速增长，山西市场作为公司大本营市场稳扎稳打，省外市场积极拓展，全国化进程稳步推进。预计公司 2022-2024 年营业收入为 251.63/312.05/388.62 亿元，增速分别为 26.00%/24.02%/24.54%，归母净利润为 75.48/94.75/118.49 亿元，增速分别为 42.04%/25.53%/25.06%，EPS 分别为 6.19/7.77/9.71 元。公司持续完善产品矩阵，青花系列带动产品结构持续升级和盈利能力的持续提升，省内外保持快速增长，公司发展具有较强确定性，给予公司 2023 年 35-40 倍 PE，维持公司“买入”评级。

4 风险提示

原材料价格大幅上行，行业竞争加剧，消费场景恢复不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438