民生证券
MINSHENG SECURITIES

食品饮料行业2023年度策略报告

时代变革，乘势而上

民生食饮·王言海团队



证券研究报告

2023年01月04日

* 请务必阅读最后一页免责声明

观点 β过渡至成长α，短期疫后估值随预期快速修复至合理水位，海外疫后复苏周期拉长与春节的悲观消费预期压制现阶段板块估值

- **企业追求“定价权”与“规模化优势”驱动行业成长，消费升级与消费分层共存，行业保持结构性繁荣；**
- **短期出行链、餐饮链估值领先于基本面率先修复：**
  - 差旅等出行约束减少、消费场景恢复，使得渠道库存逐步去化，进入“元旦、春节、元宵节”等节日密集消费“脉冲”期，终端备货也更加积极，白酒、啤酒、餐饮链（调味品、预制菜、休闲卤味等）、乳制品等景气度提升，“达峰”区域消费信心逐步修复，居家场景减少，餐饮链消费有望持续爬升；

- **中长期关注“慢变量”与行业“人货场”重构革新带来的新机遇：“安全”与“发展”成为宏观重要议题，海外“风高浪急”，国内需求转弱，“内外双循环”背景下，房地产行业直接带动其他经济部门加速扩张的阶段逐步过去，依靠内部补短板、拉长板发展的重要性不言而喻。**

- **消费供给侧改革，把握消费总量与消费结构“高质量”发展期的“三大时代红利”：**
  - **区域消费升级红利：消费升级依靠产业支撑与收入增长，看好区域纵深与“二元”体制深化改革红利释放，**后工业化时代的跨区域技术扩散加速，长三角、珠三角及北上广深超大城市工业实力雄厚，具备了“第四消费”时代特征，山东、福建、安徽（合肥）、河北（石家庄）、湖北（武汉）、成渝、陕西（西安）、东北等区域/节点城市已处于工业化中期，具备中心城市辐射能力，将成为拉动区域产业崛起的重要节点，贵州、江西、陕西、内蒙等中西部区域工业化水平快速成长；
  - **人口的结构化红利：**除了“老龄少子化”现象逐步显现，也要关注高学历、年轻人口逐步掌控消费话语权，Z世代等的父母完成财富积累的比例相较“婴儿潮”大大提升，其消费能力更强、理念更新，文化自信催生“国潮”消费；另外，相较于美日，我国居民商品消费、服务类消费比重仍较低。
  - **“人货场”重构红利：①从“人找货”到“货找人”，**疫情三年多种业态蓬勃发展，**技术成熟是保障，办公在线化、分工专业化（零售渠道：便利店、药妆店、水果店、零食连锁店）、管理数字化等等，**如预制菜、零食连锁、露营、低卡0糖、益生菌、咖啡+、“围炉煮茶”、同城生活（外卖/明日达超市）等，传统电商渗透率提升、内容兴趣电商、社交电商、直播电商和跨境电商兴起；**②从经营产品到经营“人”，**从白酒盘中盘模式借助经销商、团购商聚焦KOC、KOL，到自建渠道、BC联动（i茅台、产品“三码合一”导流、会员体系建设）用户数据积累与挖掘；③**以白酒为例，数字化将深度革新白酒行业的营销管理方式，精准营销、精准控费，拉长产品生命周期。**

观点 长周期“慢变量”主导板块成长趋势，疫后主要矛盾将转移至“消费者”信心、能力与偏好，把握区域、人口、“人货场”重构红利

- **白酒行业最宽的护城河源于“品牌的有限供给”与“社交货币”，以贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等龙头品牌为代表，只要维护好品牌的文化与产品价值链条，“不犯错”，品牌高度被超越的概率已非常低，其风险更多在于战略方向与产业政策相关的系统性风险，而非源于“竞争”。**

- **龙头估值、买点问题：**行业地位与增速兼顾，茅台估值锚定，基本面拐点判断“自上而下”与“自下而上”相结合，**关注M1、M2等宏观指标印证，M1增速变化反映了居民与企业资金松紧度，一定程度反映企业经营信心，其拐点向上大概率白酒开始需求转好，板块有望提前启动；**自下而上关注，批价、库存、草根动销等，尤其是管理改革举措；关于行业“量价”“集中度”红利，需要强调的一点是：行业已处于价格驱动成长期，2020年茅台引领下的次高端、区域品牌“提价潮”对冲了当年的销量损失，行业再次提速扩容有赖于普五价格的抬升（千元“玻璃板”）。

- **次高端品牌与区域龙头品牌着眼“量价”成长性：**
  - **次高端是行业成长价位，主要与企业接待等社交频次相关，一般也是重要的百姓宴席用酒，品牌具备一定稀缺性，剑南春、习酒、舍得、水井坊、酒鬼、汾酒等积累较深，具备很强的全国化扩张与承接高价场景需求能力；**
  - **区域品牌林立，但龙一地位大多确立，竞争格局已步入稳态区间，未能引领区域价位300+升级的品牌未来由于行业集中度提升将承压，川酒、徽酒、苏酒三支力量突出，着力市场板块化、全国化。罗列如安徽**古井、口子、迎驾、金种子、文王、宣酒，**山东**景芝、趵突泉、古贝春、扳倒井、琅琊台、花冠、兰陵，**河南**仰韶、赊店、宝丰，**湖北**稻花香、白云边、黄鹤楼、枝江，**江苏**洋河、今世缘、汤沟，**河北**老白干、板城、丛台，**甘肃**金徽、滨河、红川、皇台，**陕西**西凤、太白、白水杜康，**新疆伊力特，内蒙古**河套王、蒙古王、宁城老窖、金骆驼**等。**
  - **年度行业“黑马”有高概率出现于内/外部有显著正向变化的品牌：①把握区域升级红利期：**外部看区域经济贝塔，工业化扩散下收入增长有支撑，升级有动力，增速有保障；**②内部看管理变革，**如股权变更、管理层股权激励、掌舵人变更、品牌运营模式革新，**2016年（自然年度交易日股价涨幅，下同）**金徽酒（+160.59%）贵州茅台（+122.39%）水井坊（91.51%）、**2017年**水井坊（+208.7%）五粮液（203.28%）贵州茅台（166.78%）、**2018年**顺鑫农业（+69.16%）、**2019年**五粮液（+202.6%）山西汾酒（+180.57%）、**2020年**酒鬼酒（+359.14%）山西汾酒（+332.82%）、**2021年**舍得酒业（+168.4%）迎驾贡酒（+105.84%）、**2022年**金种子（+58.01%）古井贡酒（+10.38%）。

- **光瓶酒市场扩容、集中度加速提升，消费者价格敏感度高、品牌忠诚度较低，百元以下逐步让渡给光瓶酒：**盒装酒因税收、包材等成本影响及品牌升级需要逐步退出或减少投放资源，在千亿左右的盘子里，格局上一般由名酒【汾酒玻汾（献礼版）、西凤老绿瓶、五粮尖庄、泸州老窖头曲二曲、黑盖等】、京派二锅头【牛栏山（金标、牛白二）、红星二锅头、北京二锅头】、新派【江小白、光良】、东北流派【老村长、龙江家园】及区域品牌【古井老玻贡、洋河蓝优】分食，15/30/50/80元左右是4个较为核心价位段。

观点 白酒强者恒强、“重在求变”，啤酒红利期“量价齐升”，大众品关注发展阶段与需求创造，兼顾成本下降释放业绩弹性。

- **啤酒板块处于发展红利期，“新世界”内在要求依然是“高端化”，管理与绩效牵引下净利高增**
  - 我国高端啤酒市场长期由海外品牌占据，百威亚太啤酒吨价近5000元，而国内企业普遍处于3000+，相较发达国家成熟市场6000-7000元仍有较大提升空间；重庆啤酒完成与嘉士伯资产重组后，2021年啤酒吨价提升至4601元/吨，国内吨价领先，吨价提升边际放缓，市场愿意给治理结构与吨价净利率提升的溢价，未来仍有修复
  - 低度、低碳水、低热量等对“品质、渠道创新”提出了新要求，“精酿酒体”以丰富口感、感官差异化等加速消费端渗透，除传统夜场、餐饮消费外，便捷性电商、“打酒站”，体验性“小酒馆”“啤酒馆”也迎合了新兴消费群“好喝好玩儿”社交需求。

- **大众品关注发展阶段与需求创造能力，从营销创新、模式创新到产品技术创新，优秀产品内研能力是品牌“试金石”，行业定价权和具备规模化优势的品牌诞生于拥有“好产品”的公司。**
  - **供应链优势与连锁下沉：**依靠供应链优势做加盟下沉的连锁化品牌值得重视，下沉市场≠低端市场，是供给侧的高品质替代，从日本如无印良品、优衣库等品牌经验看，以极致性价比提供较高品质产品的错位竞争能够本土胜出；
  - **做品牌的生意：**不要期待仅会依靠“价格战”获取销量扩张的品牌能在未来制胜，背后是人口增长的红利，结构性机会更值得拥有；
  - **发展红利阶段：处于行业发展较初期，以差异化营销、模式、产品相对于龙头公司取得渠道扩张红利、规模单品增长红利的公司；**
  - **兼顾成本业绩弹性：**阶段性包材、原料等成本端边际下降而释放弹性需要关注。

- **投资建议：白酒、啤酒、餐饮链条（调味品、速冻食品、预制菜等）、乳制品、休闲食品等。**
  - **白酒推荐：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、古井贡酒、洋河股份、迎驾贡酒、口子窖，关注酒鬼酒、水井坊，金种子、老白干、金徽酒、伊力特等具备预期基数效应与区域消费升级叠加下带来变化的公司。**
  - **啤酒板块性推荐：青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒，关注华润啤酒。**
  - **大众品推荐：（1）连锁业态：**绝味食品、紫燕食品、良品铺子、盐津铺子、巴比食品、煌上煌，关注来伊份、周黑鸭；**（2）品牌生意：**洽洽食品、安井食品、海天味业、千味央厨、桃李面包、伊利股份，关注甘源食品、颐海国际、农夫山泉、味知香；**（3）发展红利期：**天润乳业、新乳业、立高食品、东鹏饮料、李子园、关注天味食品等；**（4）成本弹性：安琪酵母**等。关注如香飘飘、日辰股份、养元饮品、有友食品、千禾味业等细分特色。
- **风险提示：**疫情导致消费场景及出行受限，影响社交消费升频；经济刺激政策效果不达预期；大宗原材料价格高位震荡或大幅上行，加重大众品企业成本负担；提价传导不畅导致销量受损；食品安全问题及限制性产业政策出台。



目录

CONTENTS

01 复盘2022，走势“W”

02 趋势：“高质量”发展期的“三大时代红利”

03 白酒：强者恒强，重在求变

04 啤酒：量价齐升，笃定高端

05 大众品：关注内研能力，把握四个方向

06 盈利预测

07 风险提示



01. 复盘2022，走势“W”

1.0 复盘2022：行业估值深度调整，行业比较投资收益排名靠后

- **截至12月31日，食品饮料（申万）行业指数下跌15.12%，**分子版块来看，零食、啤酒、其他酒类分别实现13.06%、3.05%、1.38%正收益，软饮料-15.86%、调味发酵品-14.26%，熟食-11.98%、白酒-11.57%等拖累板块。

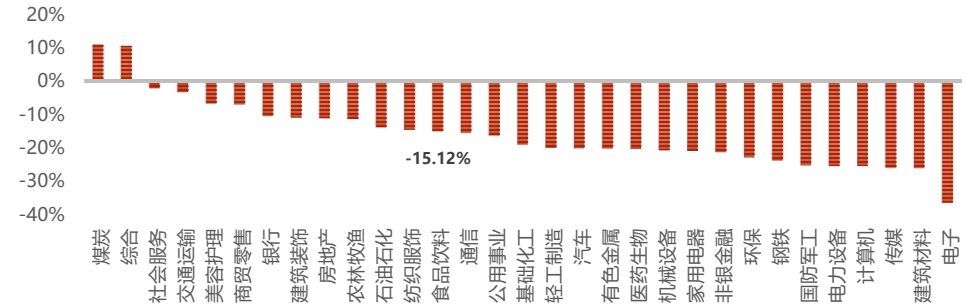
图表：2022年食品饮料(申万）行业年度收益率列第13位，年度涨跌幅-15.12%

年涨幅排名	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	**食品饮料 +7.43%**	**食品饮料 +53.85%**	银行	**食品饮料 +72.87%**	休闲服务	电力设备	煤炭
2	建筑材料	家用电器	休闲服务	电子	电气设备	有色金属	综合
3	家用电器	银行	**食品饮料 -21.95%**	建筑材料	**食品饮料 +84.97%**	煤炭	社会服务
4	银行	电子	采掘	家用电器	汽车	基础化工	交通运输
5	建筑装饰	钢铁	农林牧渔	农林牧渔	国防军工	钢铁	美容护理
			/			**食品饮料 -6.01%**	**食品饮料 -15.12%**

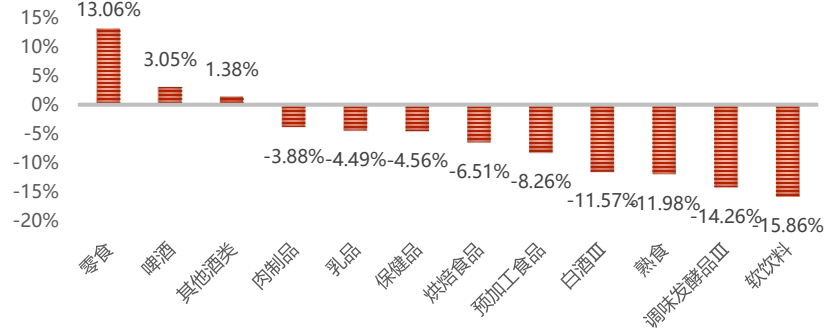
图表：食品饮料行业个股涨跌幅前十

名称	年初至今涨幅（%）	名称	年初至今涨幅（%）
黑芝麻	+133.92%	三只松鼠	-44.37%
中葡股份	+82.00%	妙可蓝多	-43.14%
皇氏集团	+73.41%	酒鬼酒	-34.54%
麦趣尔	+59.70%	李子园	-33.15%
金种子酒	+58.01%	金达威	-32.20%
青海春天	+46.03%	加加食品	-31.16%
来伊份	+44.26%	涪陵榨菜	-31.12%
桂发祥	+36.80%	南侨食品	-30.72%
庄园牧场	+31.30%	金徽酒	-30.26%
盐津铺子	+28.29%	舍得酒业	-29.67%

图表：2022年食品饮料(申万）行业消化估值为主，指数下跌15.12%



图表：2022年食品饮料子板块整体受疫情与估值双重压力

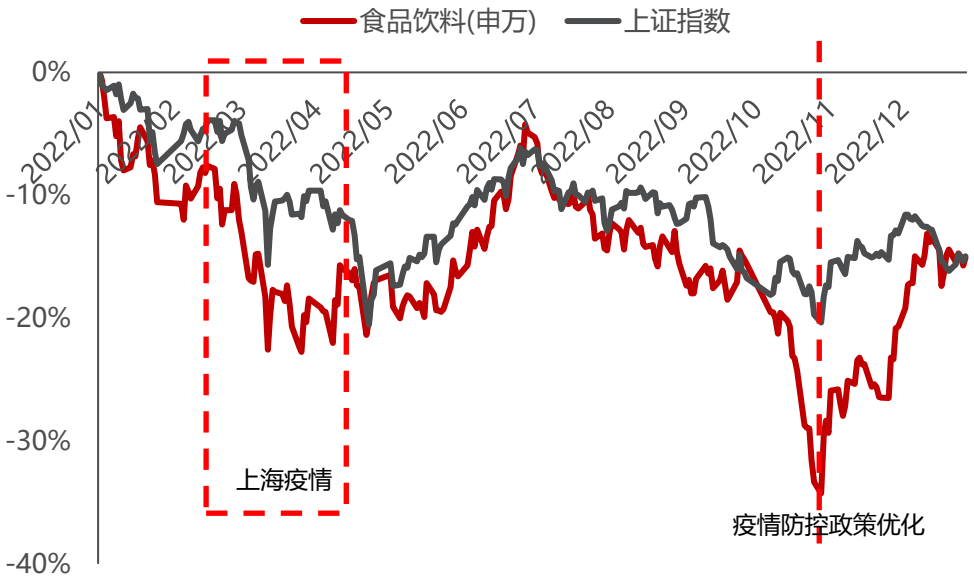


资料来源：wind，民生证券研究院，数据截至2022.12.31

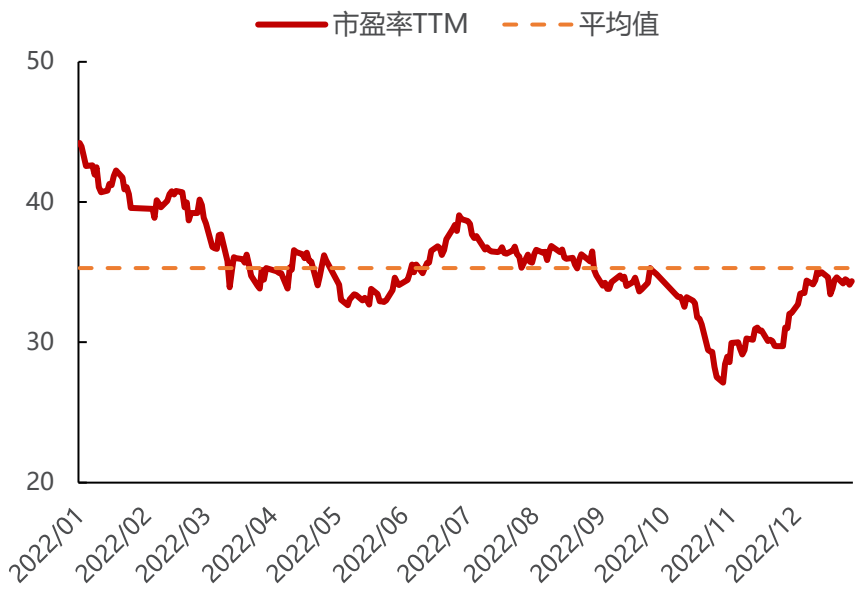
1.1 2022年食品饮料行业指数走势呈“W”型

2022年，食品饮料板块波动较大，上半年受上海疫情影响，消费场景受损较为明显，食品饮料板块率先调整，后续随着场景修复，行业反弹。10月市场悲观情绪蔓延，食品饮料板块估值大幅下降，随着防疫政策的调整，行业迎来估值修复。当前行业估值水平回归至近年来平均水平。

图表：2022年食品饮料行业指数呈“W”型



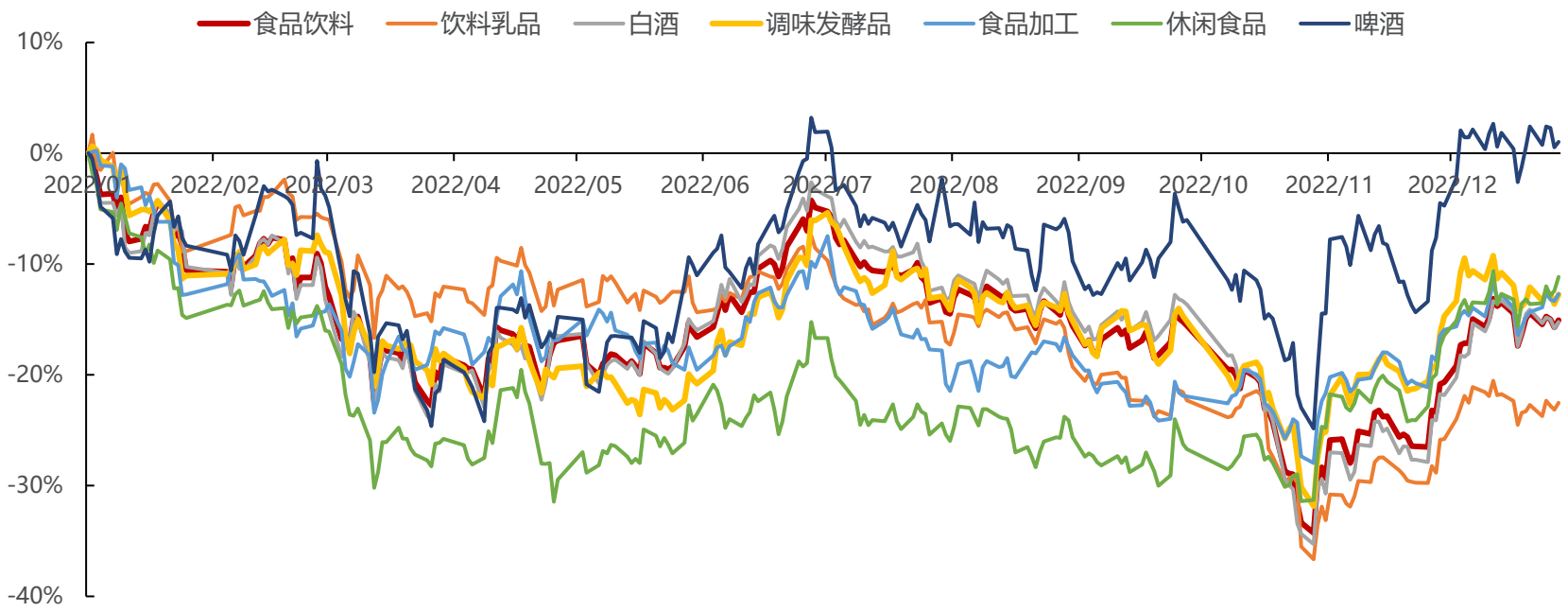
图表：行业估值修复至平均水平，PE（TTM）约35倍



资料来源： wind，民生证券研究院

1.2 子板块中，啤酒表现较优，饮料乳品调整较为明显

图表：啤酒表现较优，饮料乳品调整较为明显

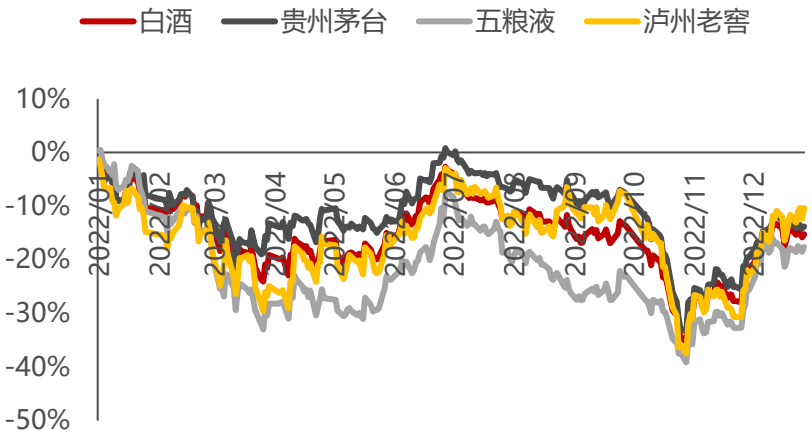


资料来源： wind，民生证券研究院

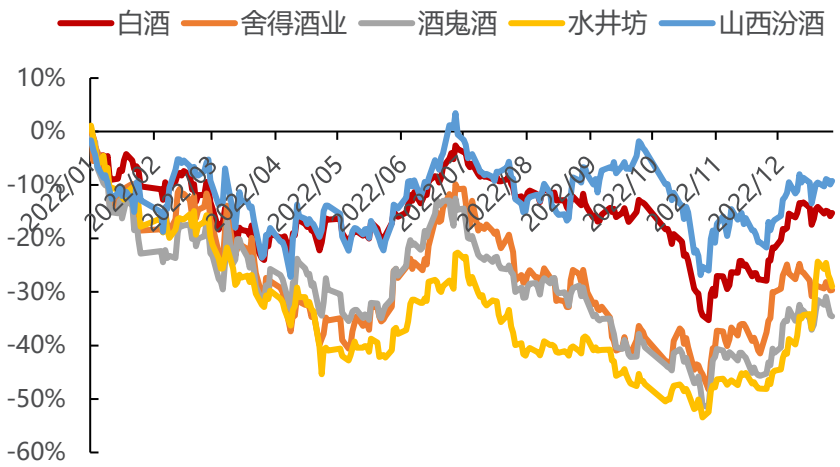
1.3 白酒：高端稳健，次高端调整，地产酒分化

- 尽管宏观环境有明显压力，但高端白酒需求展现韧性，茅五泸业绩/股价整体表现稳健。次高端白酒受经济环境影响较大，舍得/水井/酒鬼酒均出现明显调整，汾酒在名酒品牌加持下更有韧性。

图表：高端白酒整体表现稳健



图表：次高端白酒中汾酒更有韧性

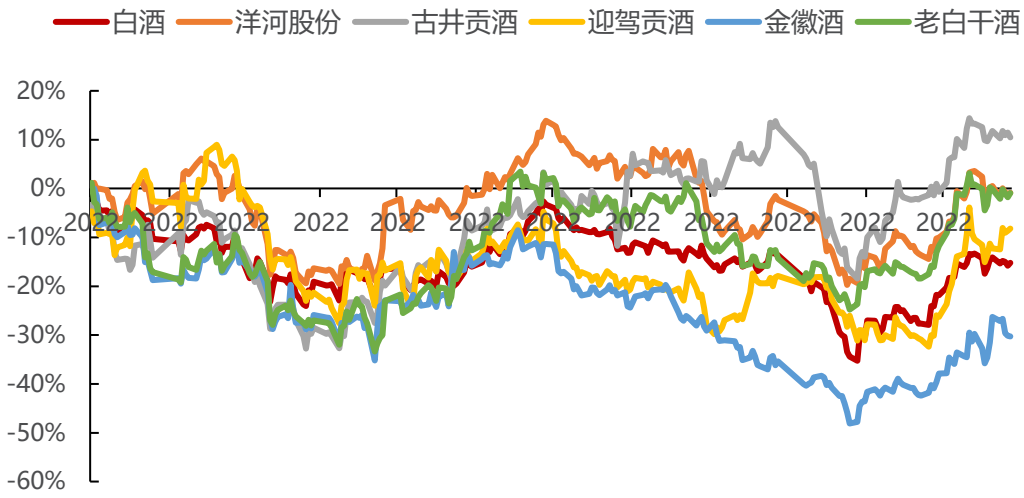


资料来源： wind，民生证券研究院

1.4 白酒：高端稳健，次高端调整，地产酒分化

- 地产酒受各地防疫政策影响，表现分化，徽酒、苏酒整体表现较好，西北地区受损较为明显。同时行业集中度进一步集中下，龙头企业增长更好。

图表：地产白酒表现分化，徽酒龙头相对表现较优



资料来源： wind，民生证券研究院

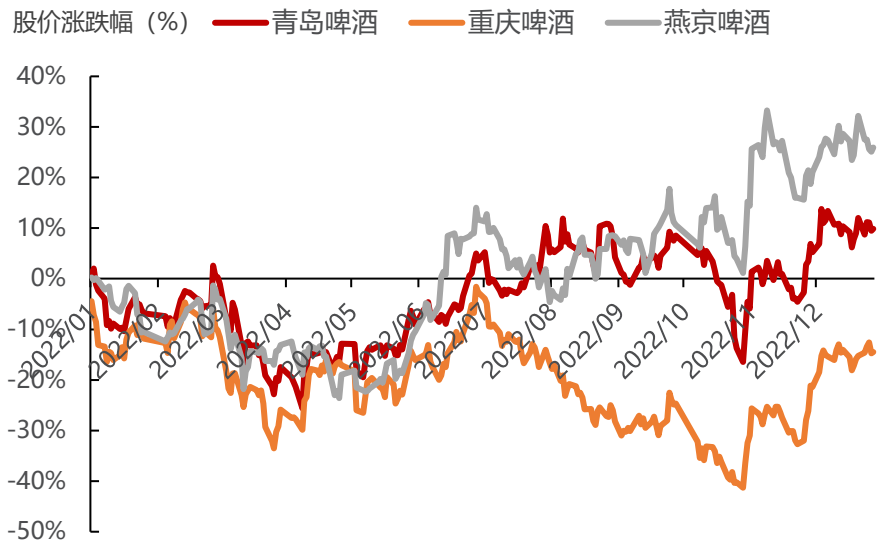
图表：名优酒企业绩增长韧性十足

代码	简称	前三季度收入同比增速	前三季度扣非利润同比增速
600519.SH	贵州茅台	16.52%	18.84%
000858.SZ	五粮液	12.19%	15.81%
000568.SZ	泸州老窖	24.20%	30.12%
600809.SH	山西汾酒	28.32%	45.69%
002304.SZ	洋河股份	20.69%	29.10%
000596.SZ	古井贡酒	26.35%	35.57%
603369.SH	今世缘	22.18%	21.72%
600702.SH	舍得酒业	28.00%	20.72%
000799.SZ	酒鬼酒	32.05%	35.14%
603589.SH	口子窖	3.67%	6.84%
600559.SH	老白干酒	24.78%	41.83%
600779.SH	水井坊	10.15%	0.72%
600199.SH	金种子酒	0.99%	5.92%
603198.SH	迎驾贡酒	21.42%	28.60%
600197.SH	伊力特	-10.77%	-46.05%

1.5 啤酒：燕京改革预期支撑，疫情防控调整后快速恢复

- 啤酒行业受消费场景影响较大，疫情防控调整后率先修复，延续量价齐升；同时燕京自身改革以及青啤股股权激励下，展现更高α。

图表：燕京啤酒、青岛啤酒股价涨跌幅表现更优



资料来源： wind，民生证券研究院

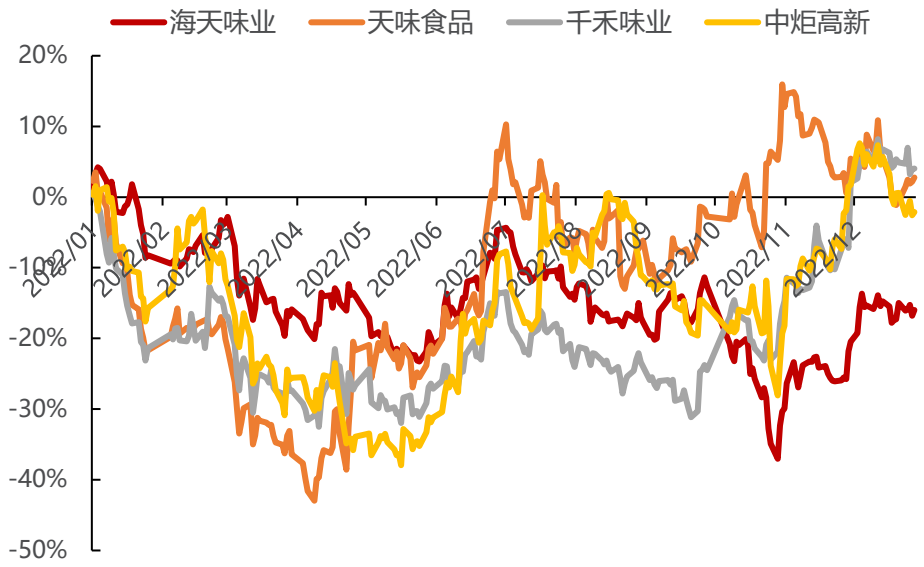
图表：2022年前三季度啤酒企业量价齐升

公司简称	销量（万吨）			销量YOY		
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3
重庆啤酒	79.42	85.42	87.81	11.7%	1.8%	1.3%
青岛啤酒	212.9	259.1	255.9	-2.8%	0.5%	10.6%
燕京啤酒	85.4	129.8	-	3.6%	-0.7%	-
珠江啤酒	23.48	40.60	45.50	5.3%	1.4%	7.0%
公司简称	吨价（元/吨）			吨价YOY		
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3
重庆啤酒	4826	4804	4837	4.9%	4.2%	3.6%
青岛啤酒	4325	3884	3844	6.1%	7.0%	4.9%
燕京啤酒	3631	2933	-	7.8%	8.3%	-
珠江啤酒	3713	3843	3689	7.1%	6.5%	4.5%

1.6 调味品：面向C端企业业绩/股价表现均更优

- 由于餐饮端受疫情影响较大，主要面向餐饮的调味品企业复苏进度较慢，而针对家庭端的基础调味品及复合调味品企业业绩/股价表现均更优，10月添加剂事件也促进了“0添加”在C端的渗透。

图表：面向C端企业业绩/股价表现均更优



图表：面向C端企业业绩/股价表现均更优

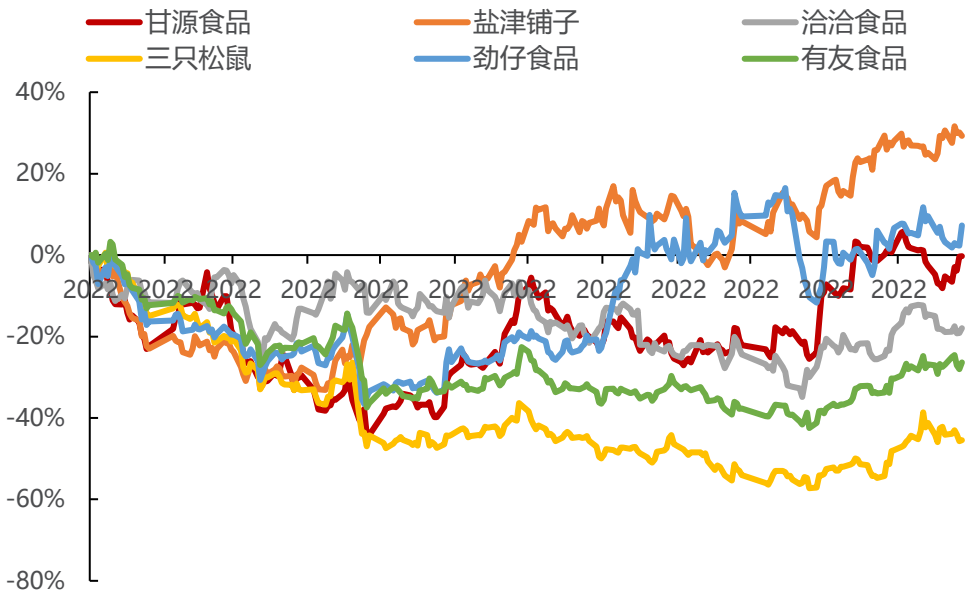
公司简称	单季度营业总收入YOY						
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
天味食品	56.2%	-15.4%	-37.1%	-25.2%	20.6%	18.2%	82.3%
恒顺醋业	11.0%	6.3%	-35.0%	-6.6%	10.4%	18.1%	53.9%
安琪酵母	29.6%	12.5%	13.2%	22.9%	14.1%	18.7%	22.5%
中炬高新	9.5%	-24.9%	-12.7%	29.7%	6.6%	24.0%	19.0%
千禾味业	32.9%	-7.2%	11.1%	21.0%	0.9%	30.5%	14.8%
海天味业	21.7%	-9.4%	3.1%	22.9%	0.7%	22.2%	-1.8%
涪陵榨菜	46.9%	-10.8%	1.3%	18.7%	-2.9%	15.0%	2.5%
日辰股份	51.5%	23.9%	23.0%	24.3%	7.1%	-7.2%	-6.9%

公司简称	单季度归母净利润YOY						
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
天味食品	4.1%	-103.7%	-96.2%	136.8%	25.3%	1554.3%	1629.3%
恒顺醋业	3.9%	-33.8%	-91.2%	-118.7%	-0.8%	3.6%	236.1%
安琪酵母	45.7%	-7.2%	-35.2%	-19.1%	-29.3%	-7.9%	20.6%
中炬高新	-15.2%	-57.9%	-59.2%	68.9%	-9.5%	47.6%	21.5%
千禾味业	-43.3%	-70.1%	-1.2%	594.2%	38.5%	145.3%	3.7%
海天味业	21.1%	-14.7%	2.8%	7.2%	-6.4%	11.8%	-6.0%
涪陵榨菜	22.7%	-27.6%	-39.1%	45.7%	5.4%	74.7%	41.4%
日辰股份	-0.3%	-8.8%	-4.2%	13.5%	-7.5%	-38.1%	-29.5%

资料来源： wind，民生证券研究院

1.7 休闲零食：分化明显，积极拥抱行业渠道变化的企业逆势增长

图表：积极拥抱行业渠道变化的企业逆势增长



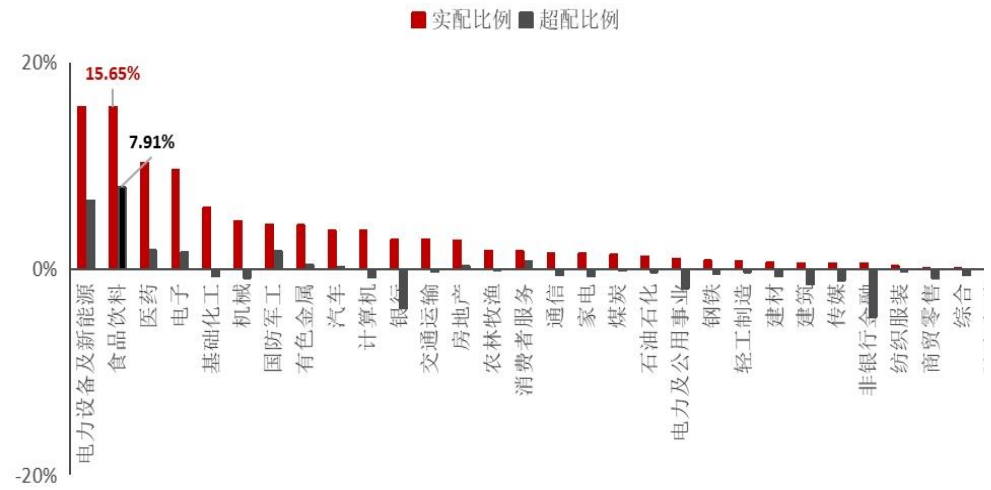
资料来源： wind，民生证券研究院

图表：休闲零食业绩分化明显

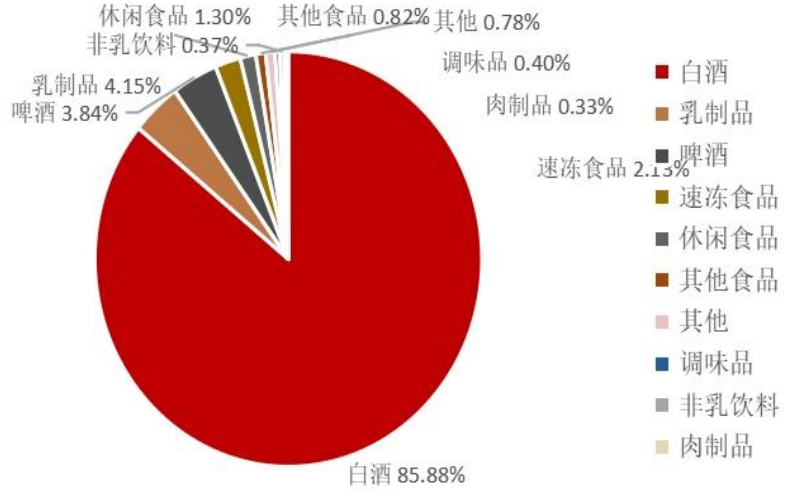
代码	简称	前三季度收入同比增速	前三季度扣非利润同比增速
002557.SZ	洽洽食品	12.91%	6.99%
603866.SH	桃李面包	7.81%	-7.29%
002847.SZ	盐津铺子	21.01%	656.19%
603777.SH	来伊份	6.53%	179.73%
603719.SH	良品铺子	6.61%	-10.69%
002991.SZ	甘源食品	13.26%	18.57%
300783.SZ	三只松鼠	-24.57%	-91.88%
003000.SZ	劲仔食品	34.57%	56.22%
603697.SH	有友食品	-20.40%	-42.84%

1.8 从基金持仓结构看，食饮板块22Q3实配15.65%，超配7.91%，板块内白酒、乳品、啤酒持仓分别为85.88%、4.15%、3.84%

图表：食品饮料板块在中信一级各行业中实配第二、超配第一



图表：22Q3重仓持股占比：白酒、乳品、啤酒居前三



资料来源：wind，民生证券研究院注释：板块均为中信一级行业，统计口径为主动权益型基金（普通股票型、偏股混合型、平衡混合型及偏股混合型）

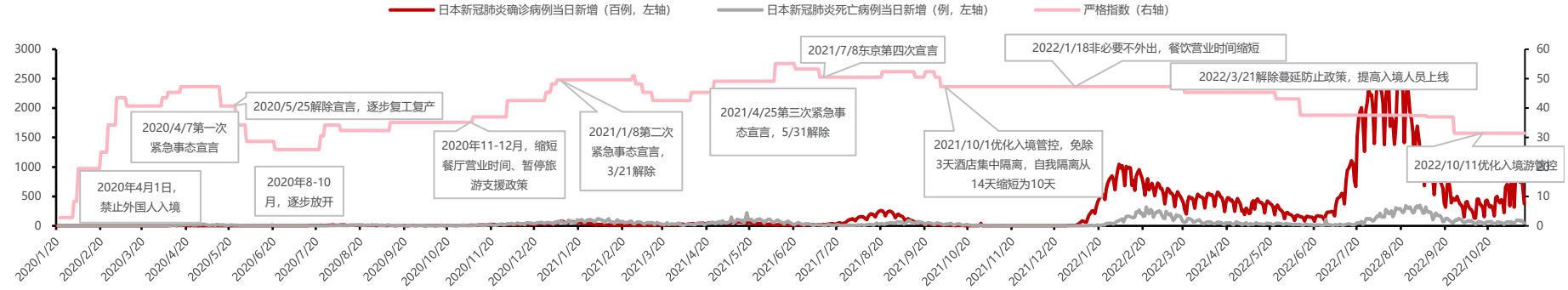


02. 趋势：“高质量”发展期的“三大时代红利”

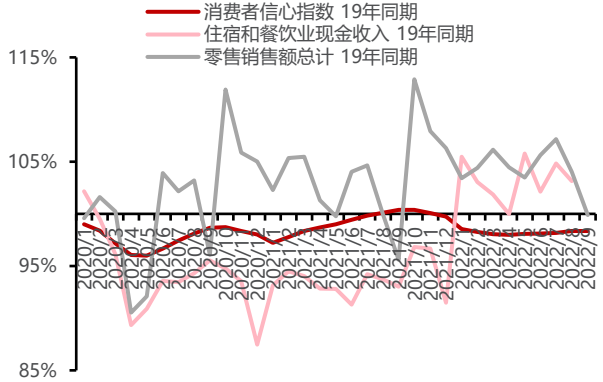
2.0 复苏趋势已定，估值率先修复：短期出行、餐饮场景标的估值已率先修复，海外经验看，消费者信心与消费倾向将受到多轮感染高峰影响，业绩基本面修复需6个月时间或更长。

民生证券 MINSHENG SECURITIES

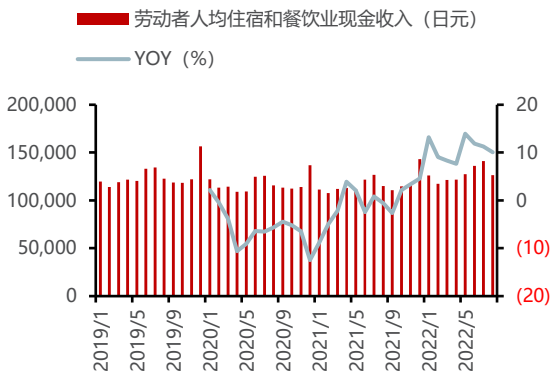
图表：日本新冠肺炎当日确诊/死亡人数与日本防疫政策



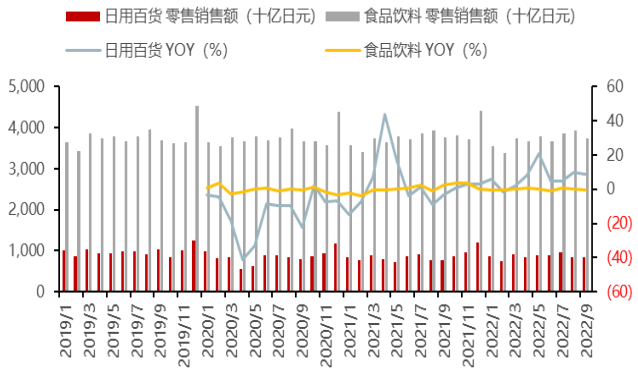
图表：日本消费者信心指数与住宿零售额



图表：住宿和餐饮人均收入及增速



图表：日本日用百货及食品饮料销售额及增速

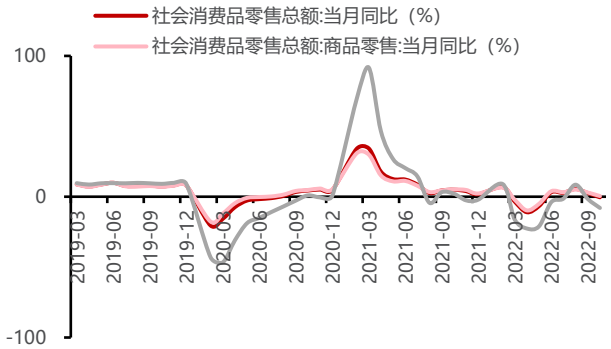


资料来源：国家统计局，wind，同花顺iFinD，民生证券研究院

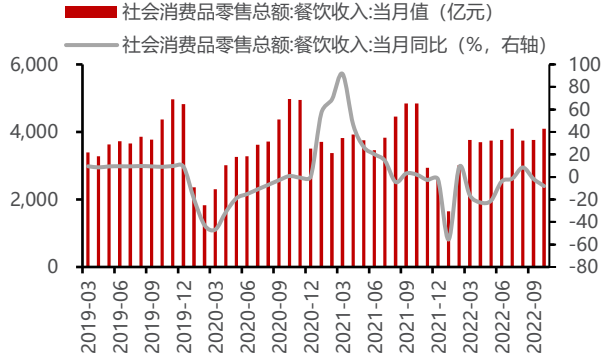
2.1 国内社零与信心指数承压，“达峰”后出行、餐饮修复，春节等节日消费脉冲下，修复或有加速

2022年10月，疫情影响下社会消费品零售总额同比-0.5%（环比-3.0pcts）。其中商品零售总额同比+0.5%（环比-2.5pcts），餐饮收入总额同比-8.1%（环比-6.4pcts）。22年1-10月社零餐饮收入实现3.53万亿元；截至22年10月，过去12个月社零餐饮收入总额4.1万亿元，恢复至2019年的88%。

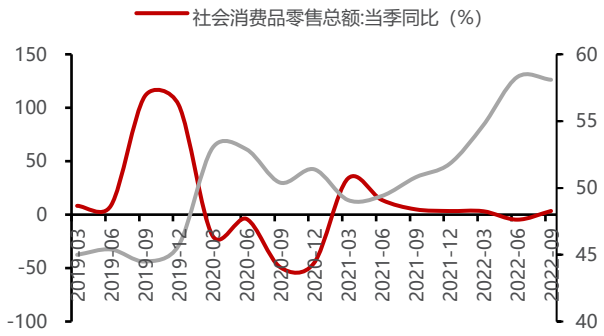
图表：社零消费同比增长情况



图表：社零餐饮当月收入及增速



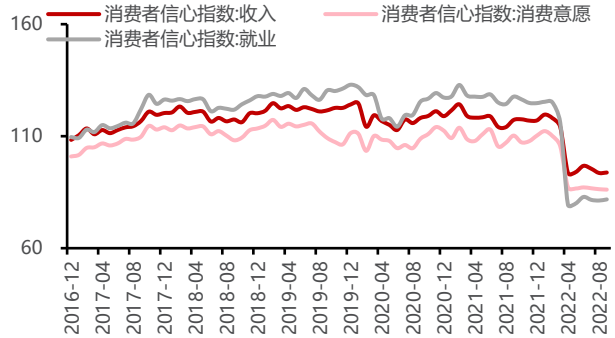
图表：社零增速及倾向“更多储蓄”占比



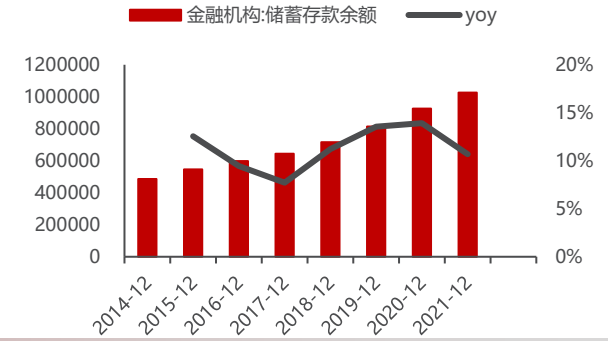
图表：GDP与人均可支配收入增速



图表：我国消费者信心指数



图表：我国金融机构储蓄存款余额持续上升（亿元）



(10)

资料来源：国家统计局，wind，民生证券研究院

2.2 趋势：关注“慢变量”，把握行业“人货场”重构革新带来的新机遇

- **中长期关注“慢变量”与行业“人货场”重构革新带来的新机遇：“安全”与“发展”成为宏观重要议题，海外“风高浪急”，国内需求转弱，“内外双循环”背景下，房地产行业直接带动其他经济部门加速扩张的阶段逐步过去，依靠内部补短板、拉长板发展的重要性不言而喻。**

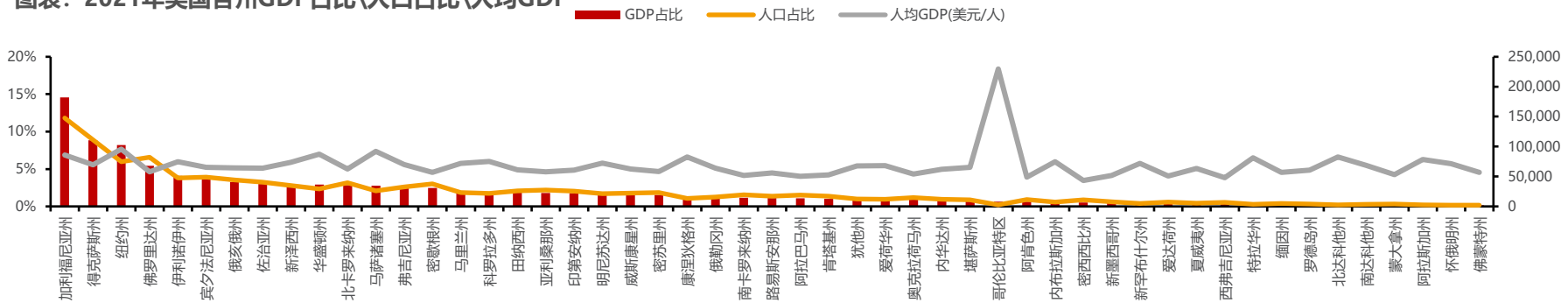


区域消费升级	消费升级依靠产业支撑与收入增长，看好区域纵深与“二元”体制深化改革红利释放
人口的结构化	关注高学历、年轻人口逐步掌控消费话语权，Z世代等的父母完成财富积累的比例相较“婴儿潮”大大提升的
“人货场”重构	①从“人找货”到“货找人”；②从经营产品到经营“人”；③数字化将深度革新白酒行业的营销管理方式，精准营销、精准控费，拉长产品生命周期。

资料来源：民生证券研究院绘制

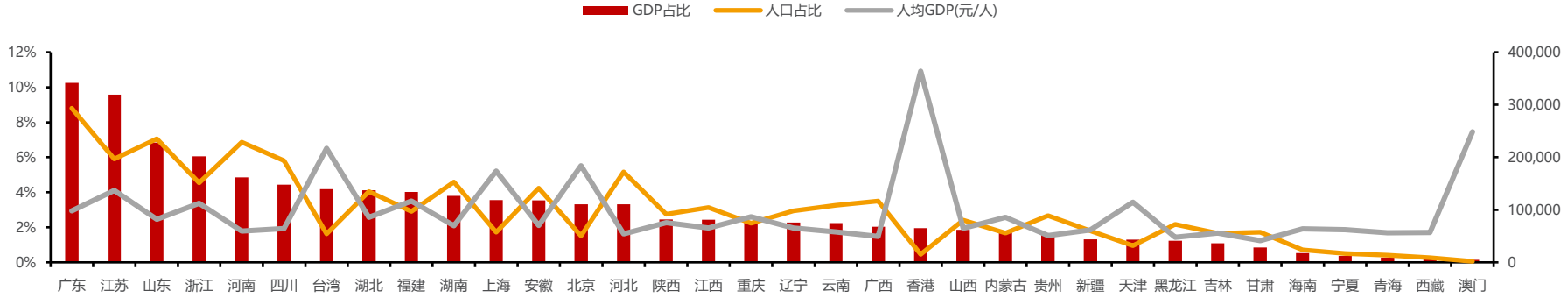
2.3 区域红利：对比中美区域GDP规模与人均GDP，美国人均平衡度高于中国，即平均生活水平相对均衡，我国区域生活水平差距较为明显

图表：2021年美国各州GDP占比\人口占比\人均GDP



资料来源：美国商务部，民生证券研究院

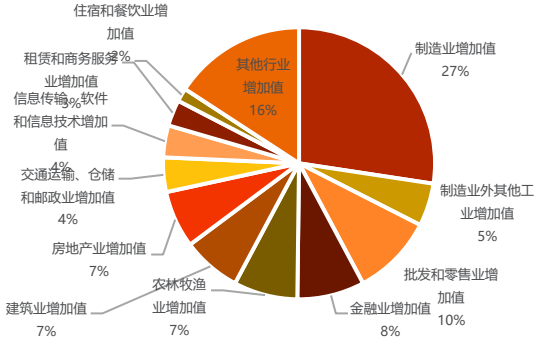
图表：2021年中国各省GDP占比\人口占比\人均GDP



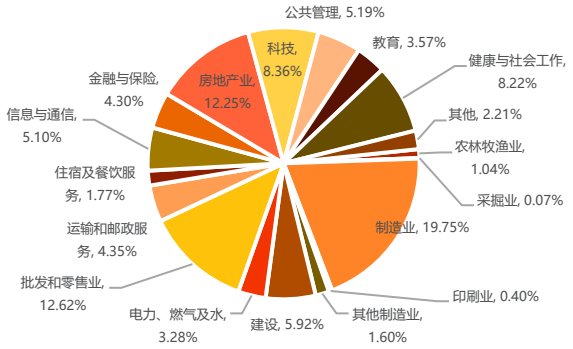
资料来源：Wind，民生证券研究院

2.4 拆解中美日GDP，我国制造业大国地位凸显，但附加值较高的专业与商业服务相形见绌，居民服务消费较美国差距明显。

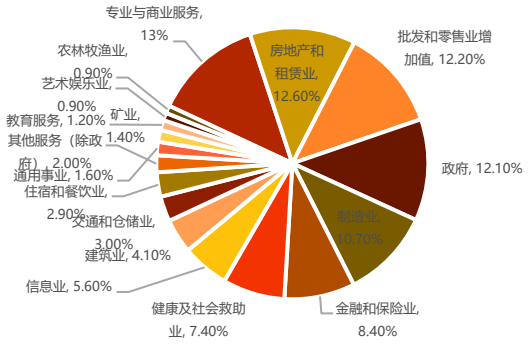
图表：2021年中国分行业GDP（100%=17.7万亿美元）



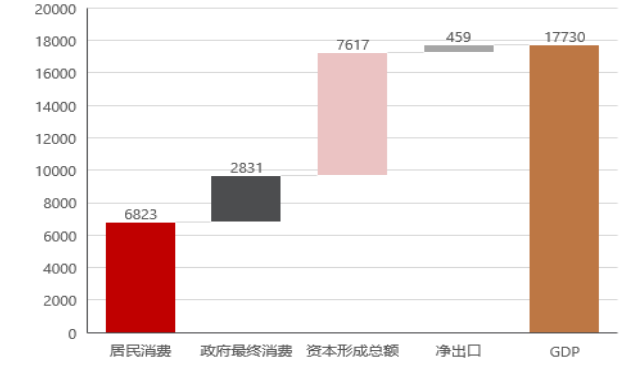
图表：2021日本分行业GDP（10亿美元）



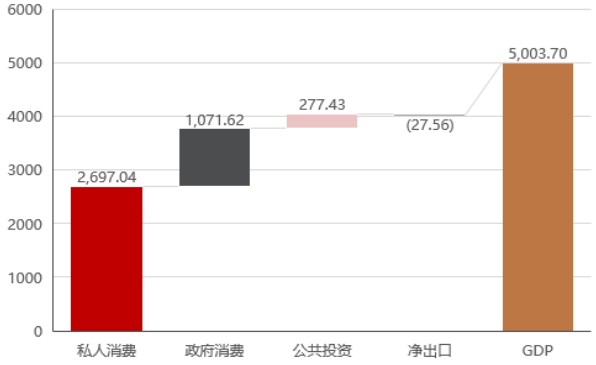
图表：2021年美国分行业GDP（100%=23.3万亿美元）



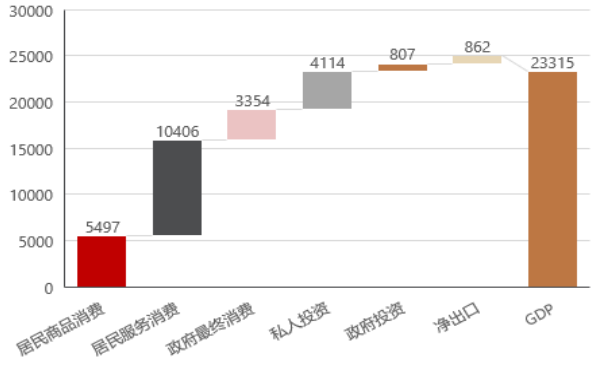
图表：2021中国GDP拆解（支出法）（10亿美元）



图表：2020年日本分行业GDP（100%=5.04万亿美元）



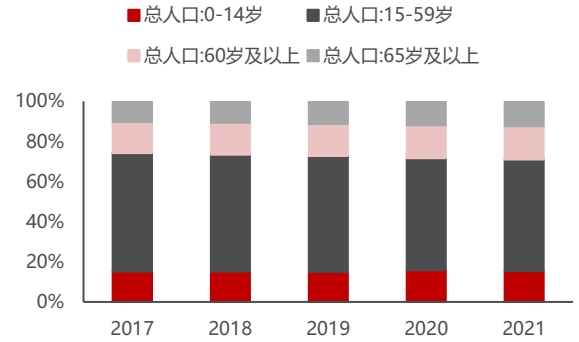
图表：2021美国GDP拆解（支出法）（10亿美元）



2.5 人口的结构化红利：除了“老龄少子化”现象逐步显现，也要关注高学历、年轻人口逐步掌控消费话语权

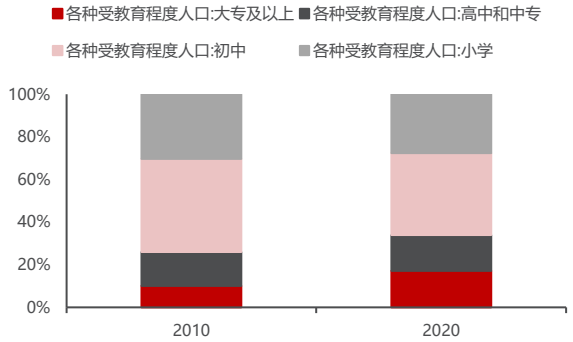
2021年60岁以上人口占比18.9%，较2017年上升1.6pcts；66岁以上人口占比14.2%，较2017年上升2.8pcts。

图表：我国逐步跨入中度老龄化社会

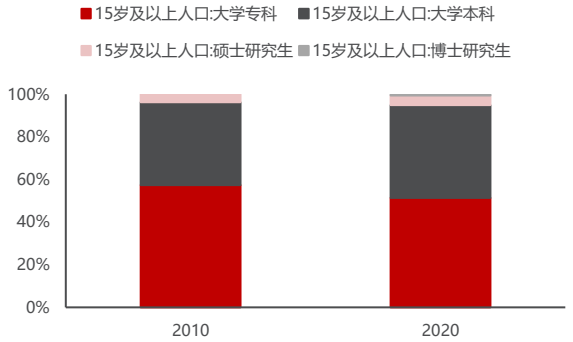


资料来源：wind，中国青年报，民生证券研究院

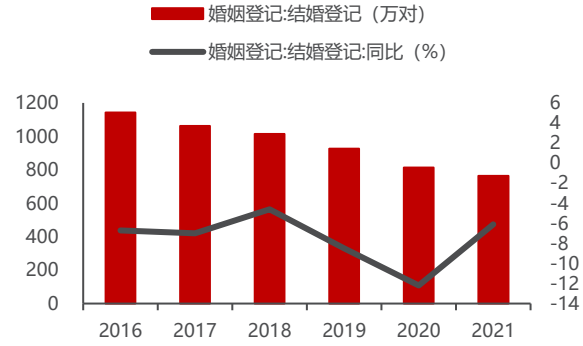
图表：高等教育人口比重不断提升



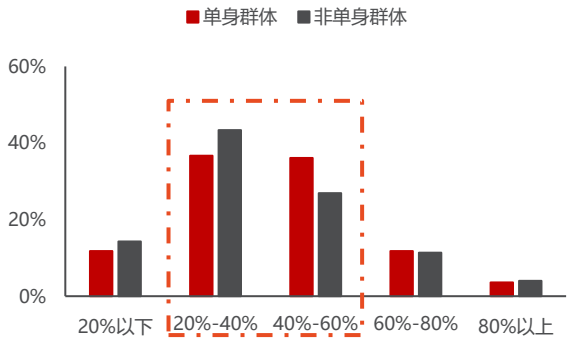
图表：我国15岁以上人口受教育水平不断提升



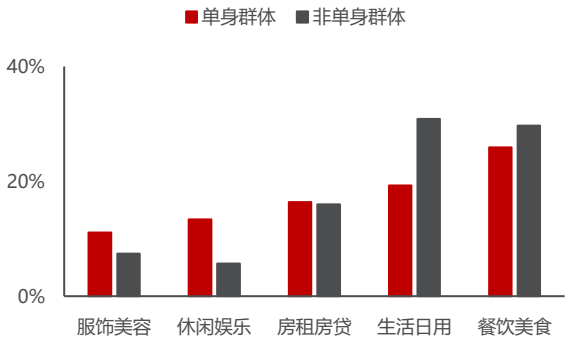
图表：我国结婚登记率不断下降



图表：2021我国单身群体和非单身群体月均花费占收入比重



图表：2021我国单身群体和非单身群体主要消费领域



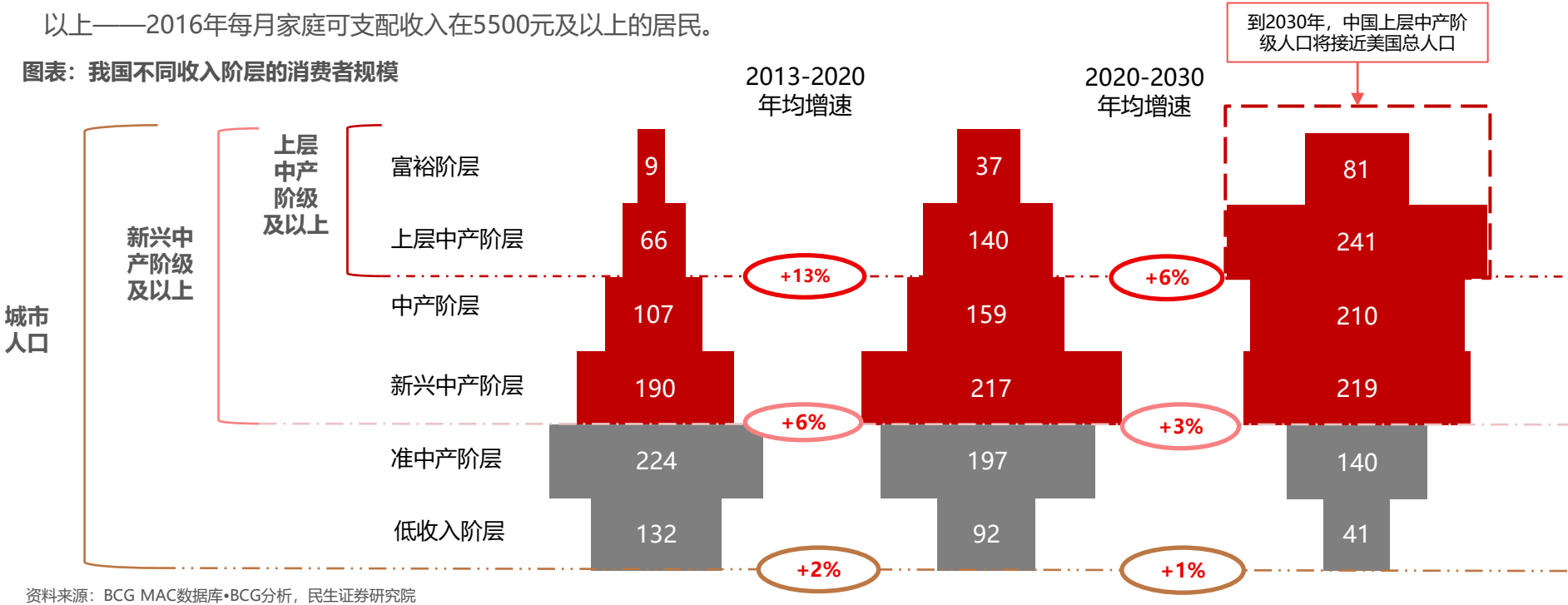
资料来源：wind，iiMedia Research，民生证券研究院

* 请务必阅读最后一页免责声明

2.6 消费升级仍是主要矛盾，表现为品质需求的提升与价格档次的提高

- **从未来我国人口收入结构性变化趋势看，消费升级仍是主要矛盾，表现为品质需求的提升与价格档次的提高，或许过程中看到消费分层特征逐步凸显。**收入阶层划分标准：上层中产阶级及以上——2016年每年家庭可支配收入在1.3万元以上的居民；新兴中产阶级及以上——2016年每月家庭可支配收入在5500元及以上的居民。

图表：我国不同收入阶层的消费者规模

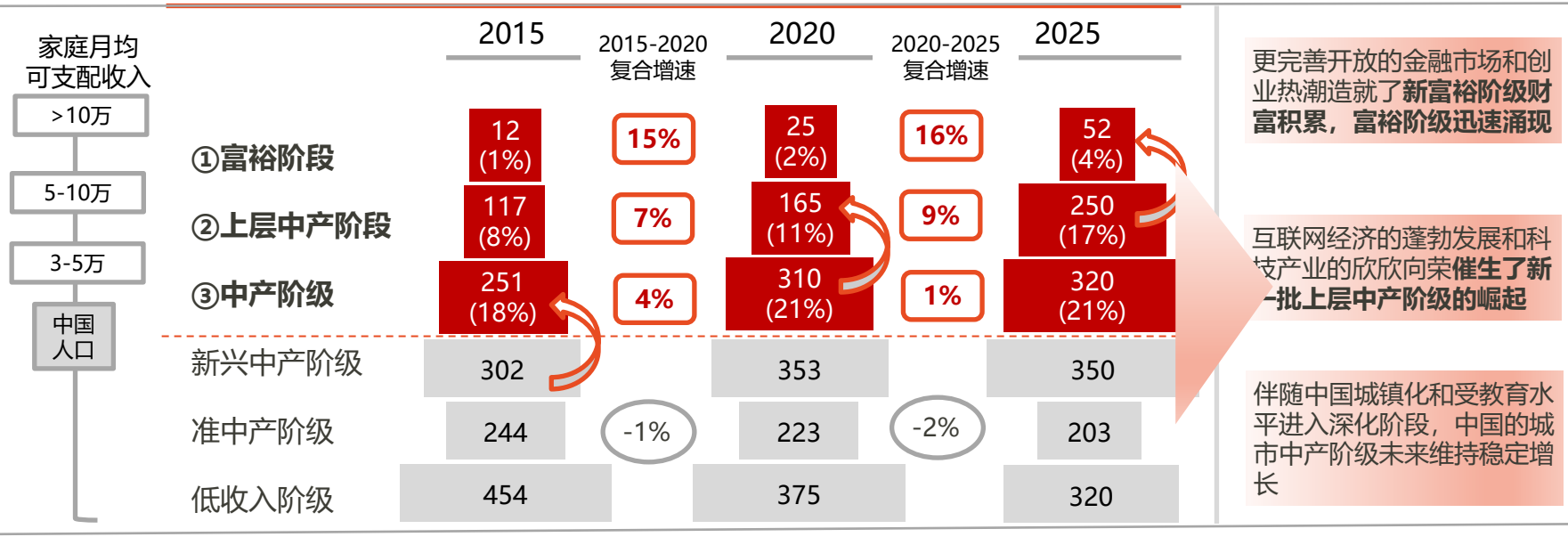


资料来源：BCG MAC数据库•BCG分析，民生证券研究院

2.7 中产阶级及富裕阶层不断壮大，消费信心基础扎实

- 消费行业长期的信心所在：中产阶级及富裕阶层的壮大，增量和阶级细分，中国中产以上三大核心——中产阶级规模维持稳定、上层中产占比扩大、富裕阶级涌现。

图表：中国城市人口收入阶级规模变化



资料来源：BCG MAC数据库•BCG分析，民生证券研究院；注意：收入定义为家庭月均可支配收入

2.8 Z世代的父母完成财富积累的比例相较“婴儿潮”大大提升，其消费能力更强、理念更新，文化自信催生“国潮”消费

- **Y世代 VS Z世代：**根据《中国统计年鉴2021》显示，截至2020年，全国约有14.2亿人口。
  - **Y世代人群数量达到3.15亿，约占总人口22.31%；Y世代的年消费规模达到6.68万亿元**
  - **Z世代人群数量为2.33亿，约占总人口16.5%。Z世代达到4.94万亿元。**
  - Y世代需要在汽车、育儿等方面承担更多的压力，消费更多追求提升生活的品质；
  - Z世代的消费相对更加自由，更多为获得自我满足，追求消费带来的幸福感和仪式感。

图表：中国Y世代、Z世代消费特征、社交场景、消费意愿差距

Y世代

消费特征

- 承担更多生活压力
- 消费为提升生活**品质**
- 对**儿童**特制食品饮料需求更强
- 注重产品**实用**性
- 注重产品**质量**和**品牌**
- 喜欢营养均衡的**代餐轻食**

社交场景

- **聚餐、KTV、夜场**
- **礼赠、旅行、带娃**
- **麻将、扑克牌**

消费意愿

- **传统品牌**接受度高，偏好白酒、啤酒，苏威日威，乳制品、调味品等**龙头**

X世代

消费特征

- 生活压力小，娱乐至上
- 消费更为**自我满足**
- 对**速食、同城配送**需求更强
- 注重**性价比，**对**价格**更敏感
- 注重产品**颜值**和**联名**
- 喜欢**健康美味**的食品饮料

社交场景

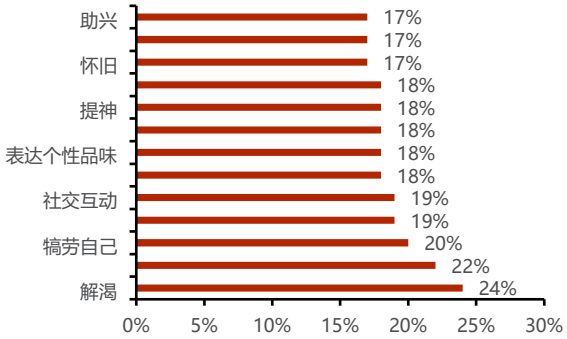
- **露营、飞盘**
- **健身、电竞**
- **密室逃脱、剧本杀**

消费意愿

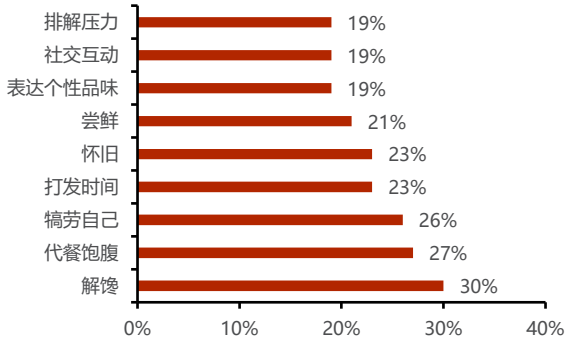
- 对**国货、小众品牌**认同度高，偏好低度酒精饮料

2.9 Z世代偏好小众独特，拥抱国潮国风，消费关键词“悦己、健康、速食、社交”。

图表：Z世代消费饮料的需求



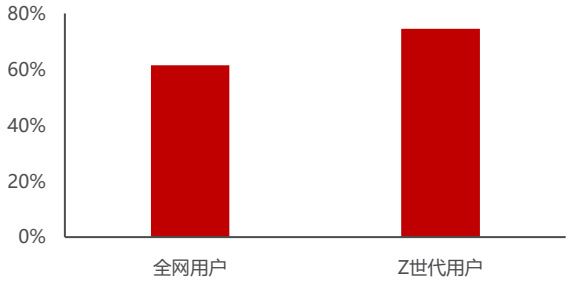
图表：Z世代消费零食的需求



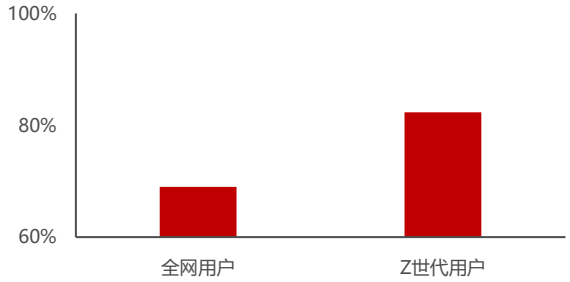


资料来源：尼尔森IQ在线定量调研，民生证券研究院

线上消费能力（200元以上）人群占比



线上消费意愿（中高层）人群占比



图表：健康饮食的“加”与“减”

销售额增幅|全国线上&线下

低糖、低脂、低卡		高纤维、高营养	
无糖&低糖即饮咖啡	213.70%	麦麸饼干*	52.20%
无糖有汽饮品	52.30%	维生素	37.40%
薄盐酱油*	45.10%	新鲜液体奶	24.40%
脱脂少儿/成人奶粉*	36.80%	含谷物酸奶	8.50%

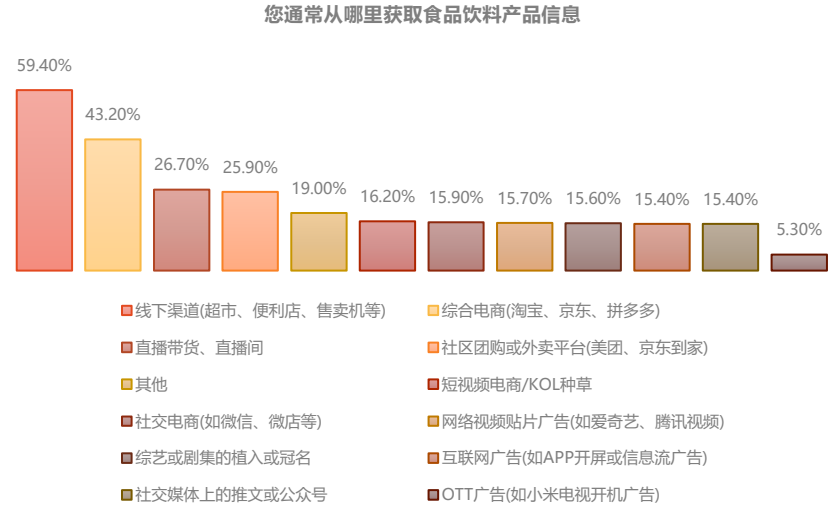
数据来源：巨量算数X尼尔森《2020十大消费新机遇》备注：*代表仅包含全国线下数据

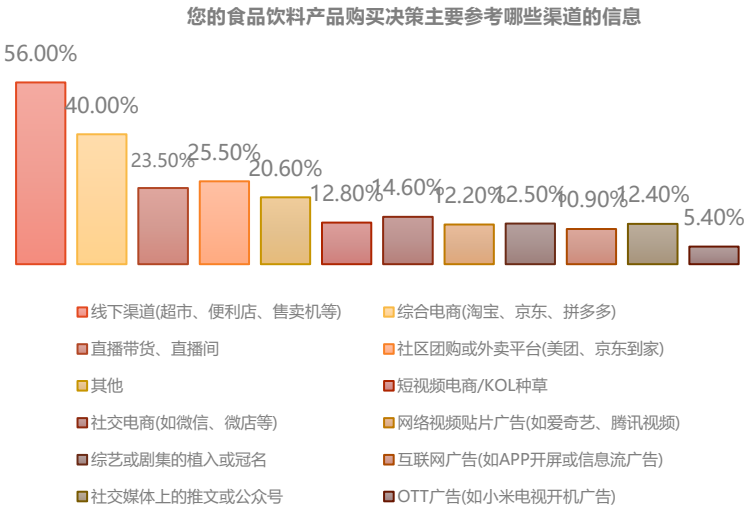
* 请务必阅读最后一页免责声明

2.10 “人货场”重构红利：从“人找货”到“货找人”、从经营产品到经营“人”、数字化将深度革新白酒行业的营销管理方式

- **从“人找货”到“货找人”，消费者触达方式爆发式增长**：选择渠道更多，传统“大而全”KA商超逐步被分流，多业态专业店林立，如快餐店、粥店卖食材的跨界竞争层出。
- 疫情三年多种业态蓬勃发展，技术成熟是保障，办公在线化、分工专业化（零售渠道：便利店、药妆店、水果店、零食连锁店）、管理数字化等等，如预制菜、零食连锁、露营、低卡0糖、益生菌、咖啡+、“围炉煮茶”、同城生活（外卖/明日达超市）等。

图表：消费者食品饮料信息触点和劝购渠道

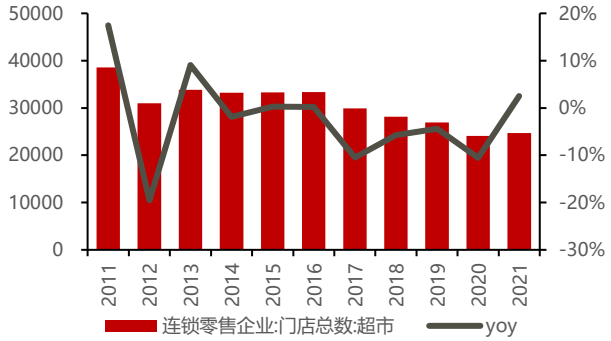




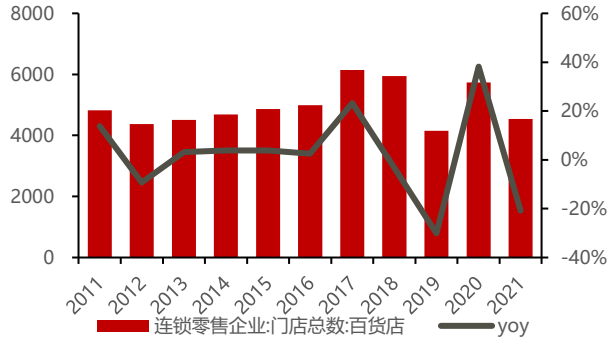
资料来源：巨量算数，CTR 联合进行的食品饮料消费调研，《巨量引擎2021食品饮料行业白皮书》

2.11 从“人找货”到“货找人”：技术成熟是保障，传统电商渗透率提升、内容兴趣电商、社交电商、直播电商和跨境电商兴起

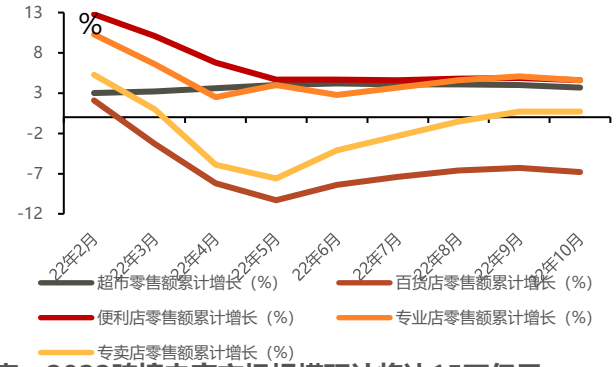
图表：超市门店数量过去10年CAGR为-4.36%



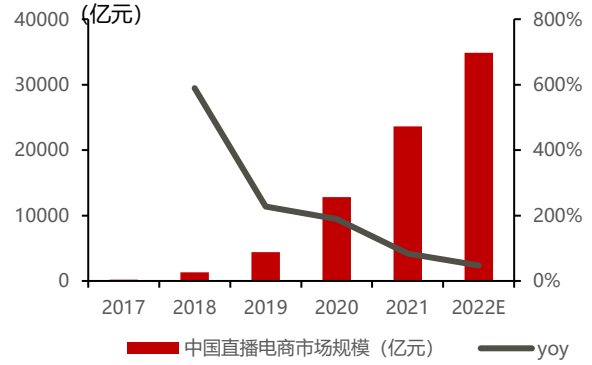
图表：百货门店数量过去10年CAGR为-0.61%



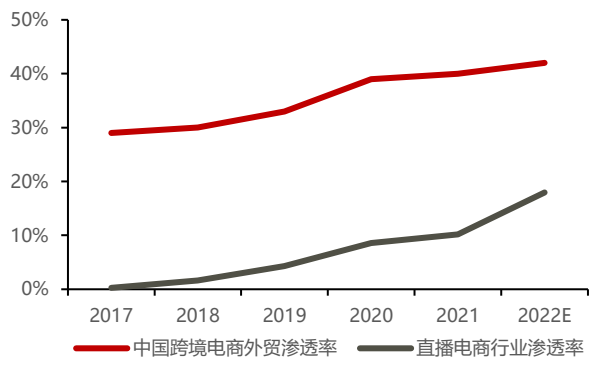
图表：百货、专卖店受疫情影响降幅较大



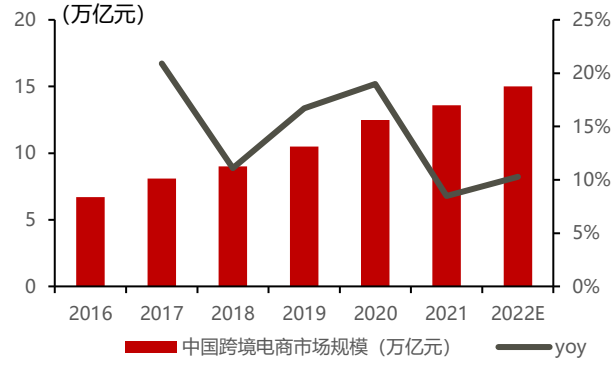
图表：2022直播电商市场规模预计将达3.48万亿元



图表：直播、跨境电商渗透率明显提升



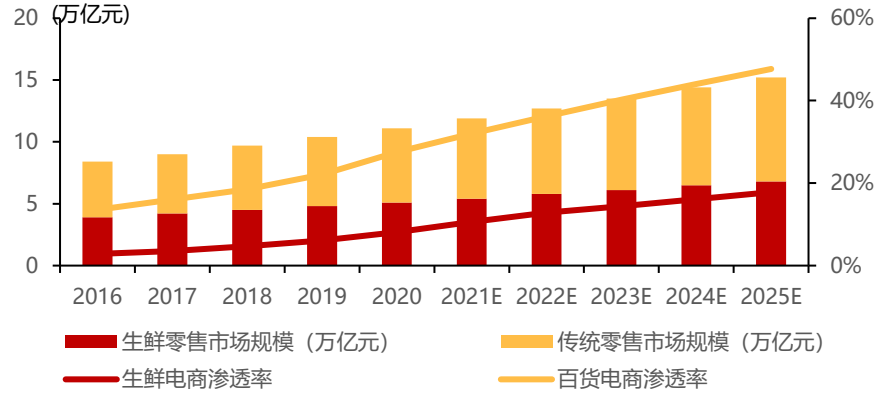
图表：2022跨境电商市场规模预计将达15万亿元



2.12 超市百货业态式微，直播、跨境、生鲜同城蓬勃

- **传统零售分化：**2022年仅超市、便利店、专业店保持正增长，而百货、专卖店受疫情影响表现表现较为疲软，其中百货店受冲击最为严重，从今年3月开始始终保持负增长。截至2022年10月，业态限额以上零售额累计同比超市+3.7%、百货店-6.8%、便利店+4.6%、专业店+4.6%、专卖店+0.7%。总体来看，超市/百货门店数量过去十年CAGR均为负增长，分别为-4.36%/-0.61%。
- **直播电商兴起：2021年中国直播电商市场交易规模达到了23615.1亿元，**相较2017年的196.4亿元增长了近120倍。中商产业研究院预计2022年仍将实现47.69%的增长，市场规模将达到34879亿元。从渗透率来看，直播电商行业渗透率从2017年的0.27%增长至2021年的10.2%，中商产业研究院预计2022年将达到17.97%。
- **跨境电商步入加速发展期：**受新冠肺炎疫情影响，2020年以来，境外民众的消费渠道进一步向线上转移，中国的跨境电商市场规模加速增长，由2016年的6.7万亿增长至2021年14.2万亿。随着我国跨境电商市场规模的快速发展，跨境电商在我国进出口贸易总额中的渗透率提升，由2016年的28%增长到2020年的39%。未来跨境电商在我国进出口贸易中还将发挥越来越大的作用，2022年跨境电商外贸渗透率预计将达42%。

图表：2016-2025年生鲜零售市场规模及电商渗透率（单位：万亿元）



资料来源： 叮咚买菜招股说明书，民生证券研究院

图表：前置仓、社区团购、社区生鲜业态对比

类型	社区生鲜（仓店一体）	前置仓	社区团购
业务模式	到店消费+线上购物+即时配送；提供线上线下一体化消费体验	线上购物+即时配送；在离用户最近的地方布局集仓储、分拣、配送于一体的仓储点，缩短配送链条，降低电商配送成本	线上购物+供应商配送+团长运营；团购平台提供产品供应链物流及售后支持，团长负责社区运营，用户在社区自提商品
布局城市	一二线城市为主	一二线城市为主	二三四五线城市
覆盖范围	1000-3000m	500-1000m	1000-3000m
配送时长	30分钟-1小时	1-2天	30分钟-1小时
是否到家	配送到家	配送到家	小区站点自取
主要企业	盒马鲜生、7Fresh、小象生鲜、永辉生活	每日优鲜、叮咚买菜、朴朴、美团买菜	兴盛优选、美团优选、多多买菜、橙心优选、十荟团

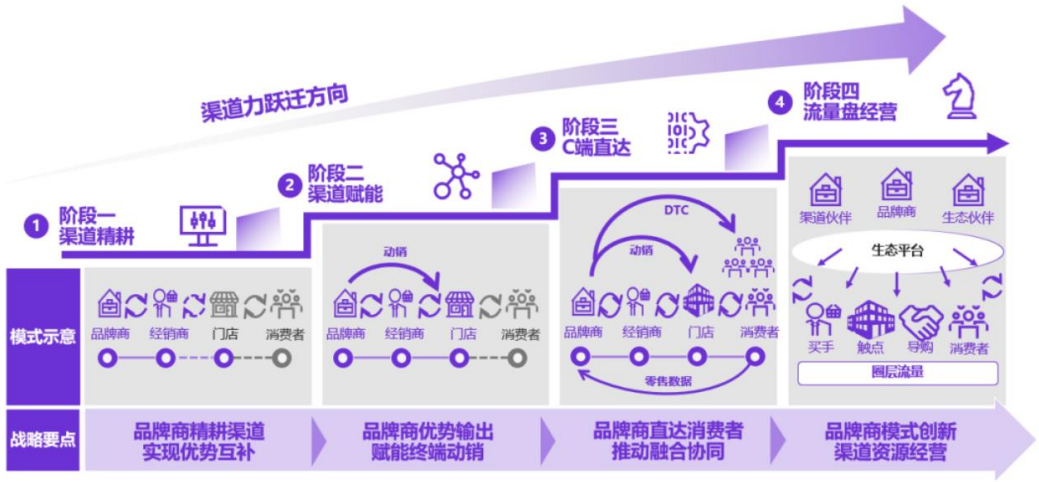
资料来源： 艾媒咨询，民生证券研究院

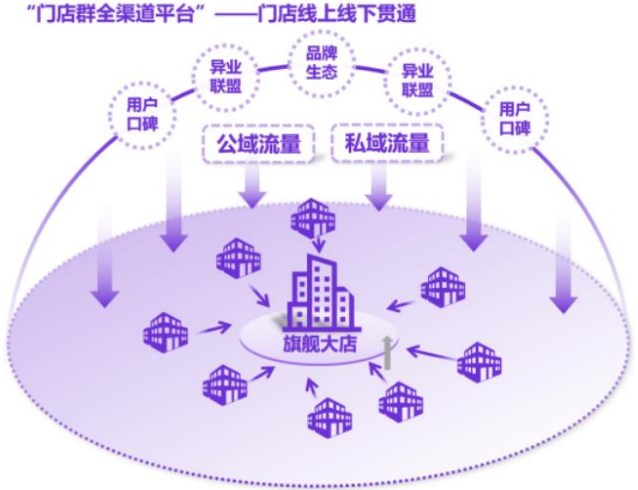
* 请务必阅读最后一页免责声明

2.13 从经营产品到经营“人”：从白酒盘中盘模式借助渠道商聚焦KOC、KOL，到自建渠道、B&C联动，积累与挖掘用户数据，数字化赋能

- **渠道模式深刻变革，价值链条在上下游重新分配**：从最传统的经销商代理模式演进，中国消费品企业的渠道模式历经了**渠道精耕、渠道赋能、C端直达与流量盘经营**四个阶段，逐渐更加强调品牌与终端消费者的触达与交互。同时，渠道转型也在随商业模式演进，推动链条上下游的价值重新分配，实现渠道效能释放与商业模式创新。
- **数字化的运用**还将帮助企业打通线上线下门店，实现全域联动，将所有线上线下触点串联为一整套用户触达与服务体系。此外，门店本身也可以通过搭建数字化“云店”平台等工具，将消费者线上线下消费数据通过云端储存数据库，使营销活动更加精准的触达顾客。**白酒企业的数字化在消费者促销、渠道秩序管理与价值链维护应用，将拉长产品生命周期。**

图表：数字化渠道模式变革





资料来源：科尔尼，民生证券研究院

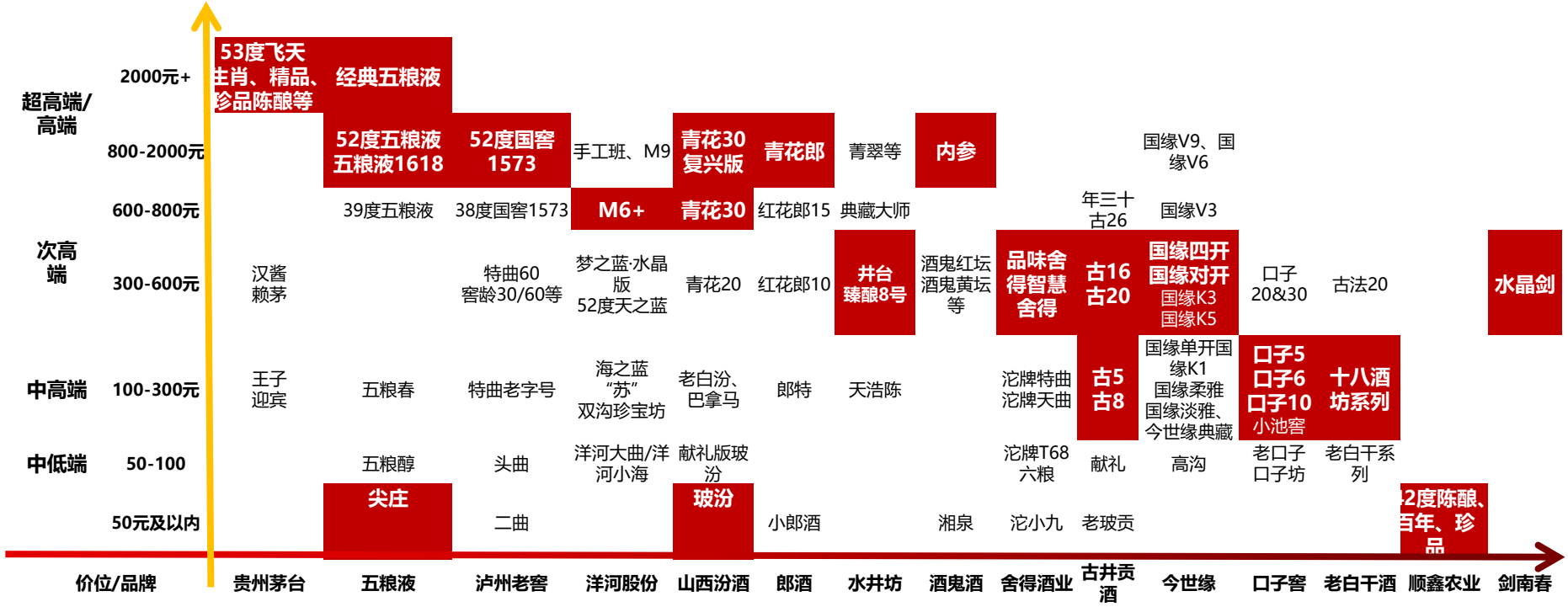


03. 白酒：强者恒强，重在求变

3.0 白酒行业最宽的护城河源于“品牌的有限供给”与“社交货币”，龙头品牌风险更多在于战略方向与产业政策相关的系统性风险，而非源于“竞争”

民生证券 MINSHENG SECURITIES

图表：主流品牌、主导产品价格带分布示意图

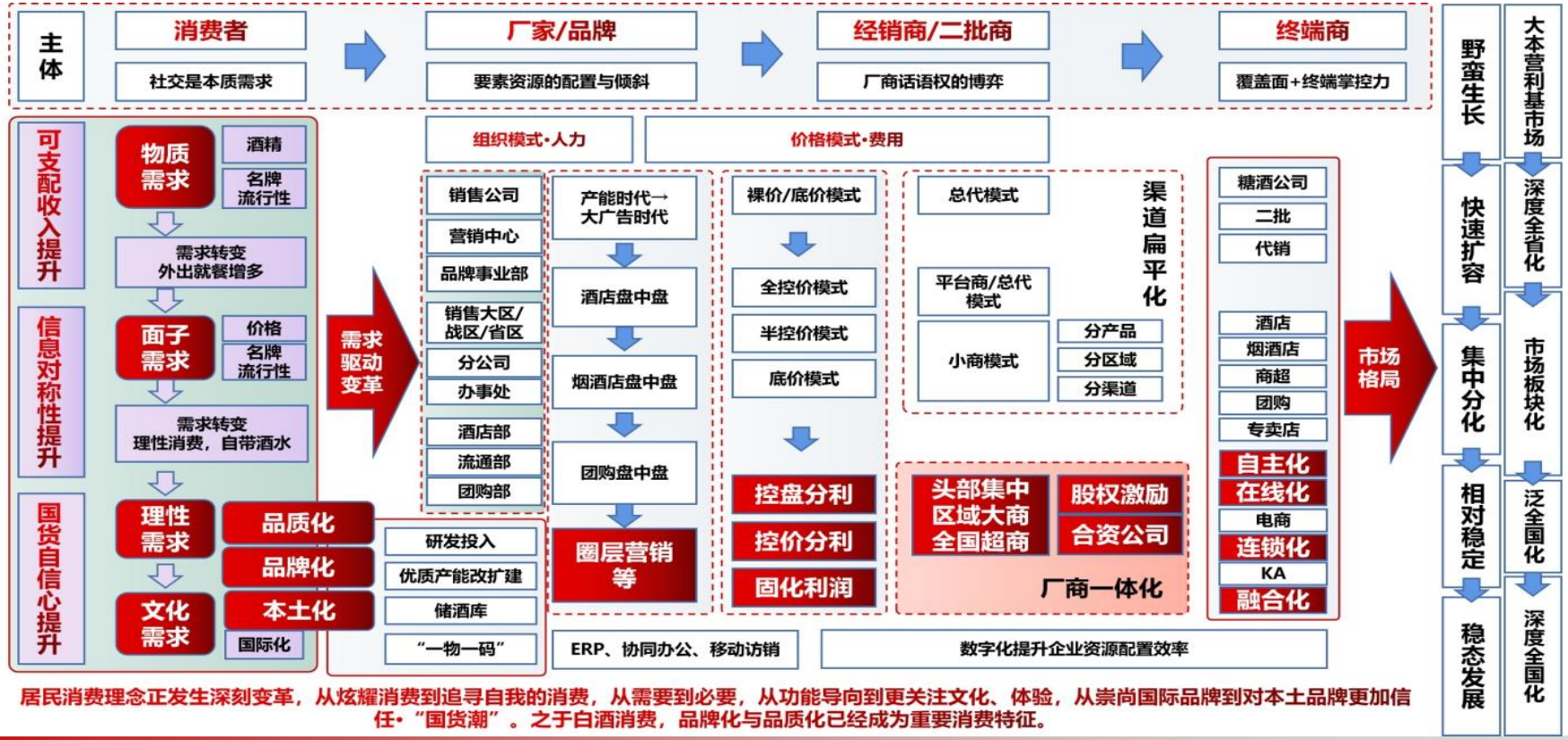


资料来源：民生证券研究院整理

* 请务必阅读最后一页免责声明

3.1 白酒营销模式变革演进图

图表：白酒行业营销朝着品牌化与品质化行进

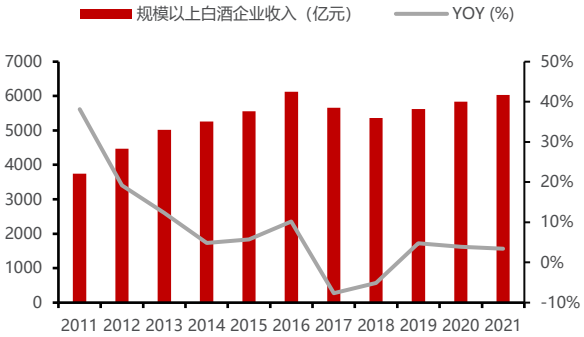


居民消费理念正发生深刻变革，从炫耀消费到追寻自我的消费，从需要到必要，从功能导向到更关注文化、体验，从崇尚国际品牌到对本土品牌更加信任·“国货潮”。之于白酒消费，品牌化与品质化已经成为重要消费特征。

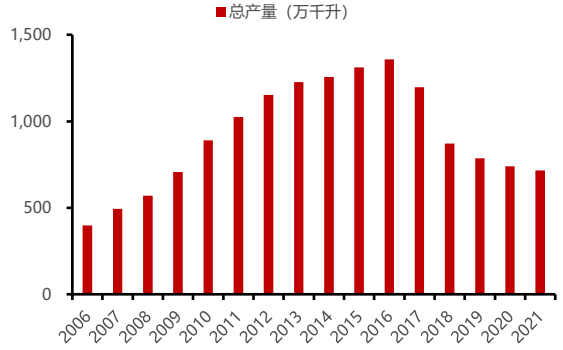
3.2 白酒：强者恒强，结构性繁荣，抓住“中西部升级+次高端结构扩容”两个红利

- 2021年，我国白酒市场规模约**6033亿元**，规上白酒企业利润达1701.9亿元，截至2021年6月，白酒行业规上企业957家。2021年前五大名酒企业贵州茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖、山西汾酒以全行业不到10%的产量实现了约39%的收入以及近80%的利润，其中茅台一家利润占全行业约达44%，龙头企业优势明显。

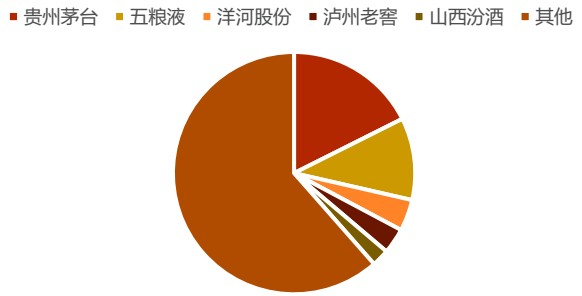
图表：白酒规模企业收入（亿元）



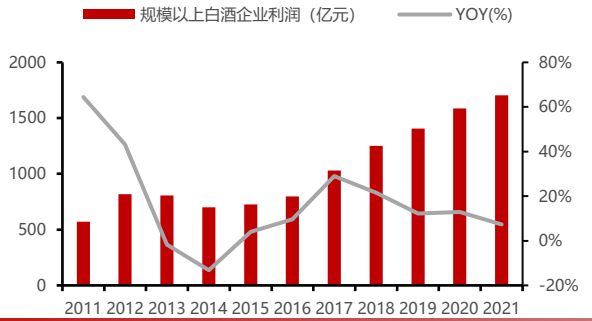
图表：白酒规模企业产量稳中有降



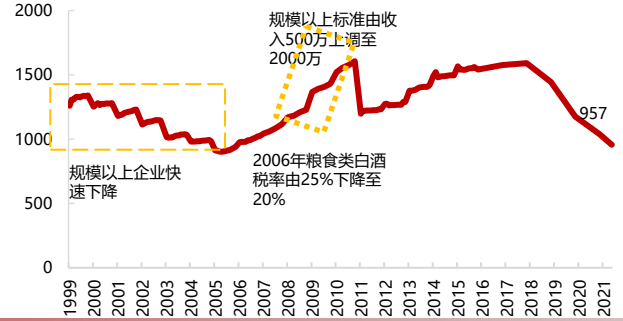
图表：2021年前五大名酒企业营收占比约39%



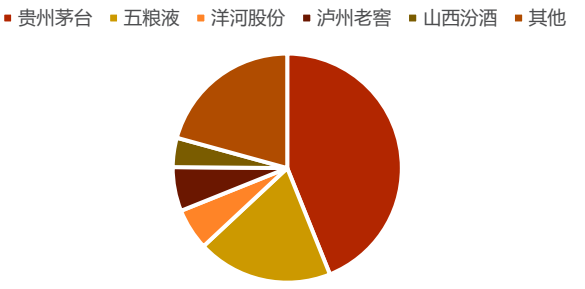
图表：白酒规模企业利润总额走势



图表：截至2021年6月，规模以上企业持续减少至957家



图表：2021年前五大名酒企业利润占比近80%

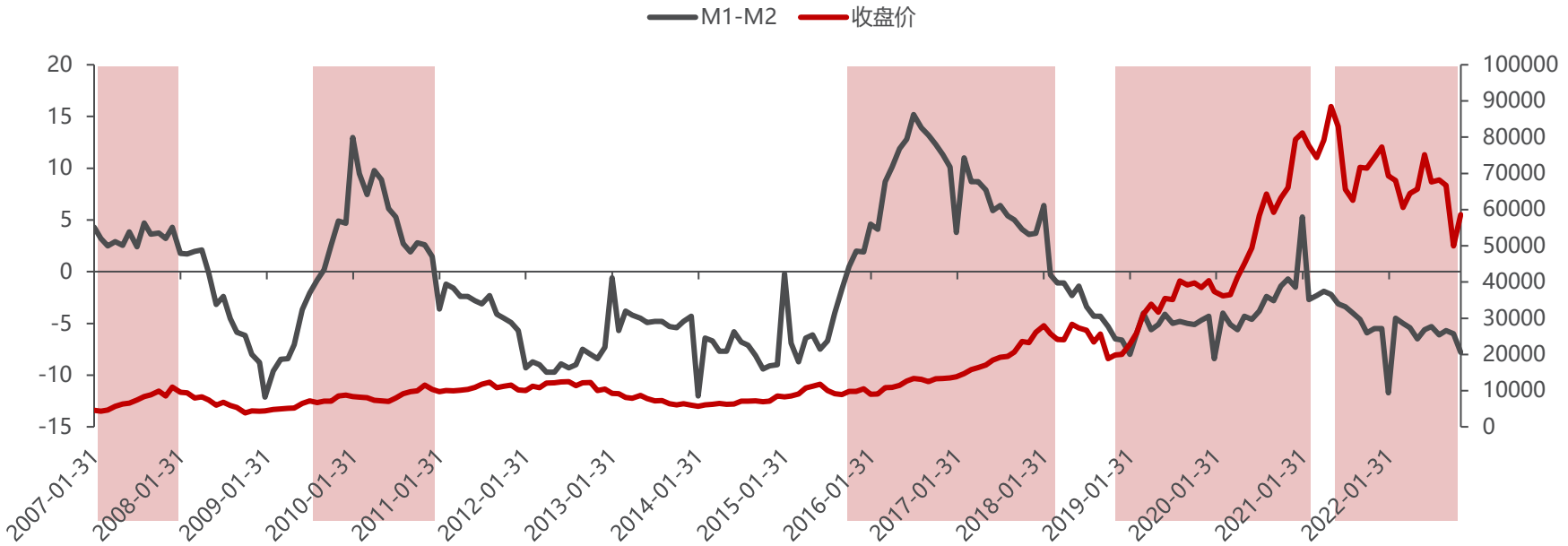


注：忽略上市公司统计口径与行业口径差异

3.3 龙头估值、买点问题：行业地位与增速兼顾，茅台估值锚定，基本面拐点判断“自上而下”与“自下而上”相结合

- 关注M1、M2等宏观指标印证，其增速变化反映了居民与企业资金松紧度，一定程度反映企业经营信心，其拐点向上大概率白酒开始需求转好，板块有望提前启动。

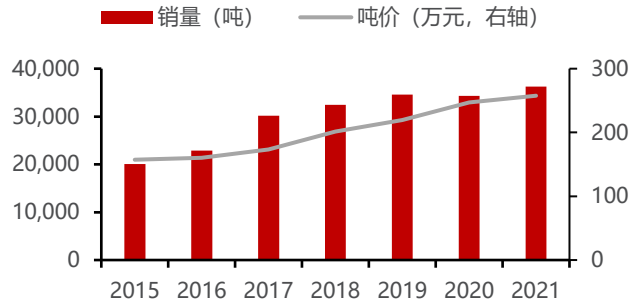
图表：M1、M2同比剪刀差表现及白酒收益表现拟合情况（单位：%；元）



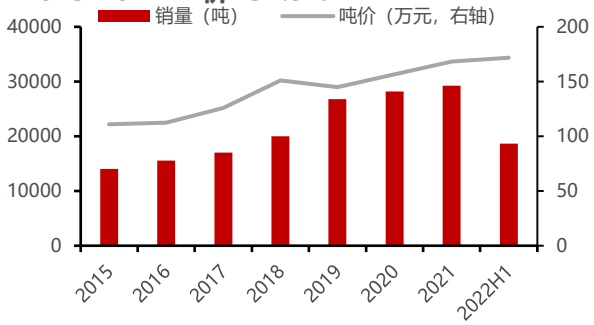
资料来源：Wind，民生证券研究院

3.4 以茅五泸为代表，只要维护好品牌的文化与产品价值链条，“不犯错”，品牌高度被超越的概率已非常低，行业已处于价格驱动成长期，2020年茅台引领下的“提价潮”对冲了当年的销量损失，行业再次提速有赖于普五价格的抬升

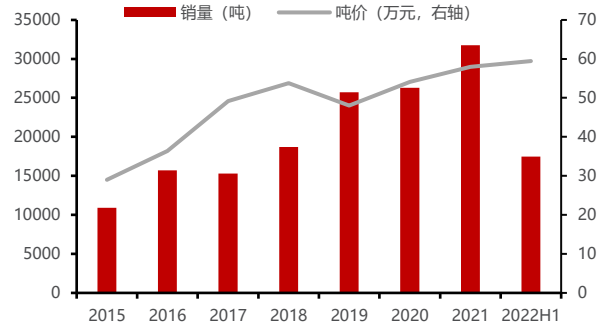
图表：茅台酒2015-2021量+80.7%，价+64%



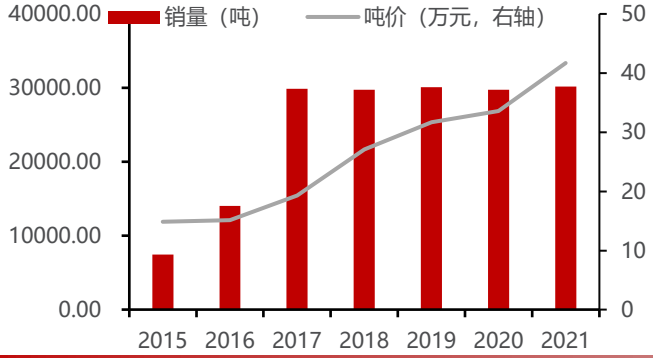
图表：五粮液2015-2022H1量+108.6%，2015-2022H1价+54.9%



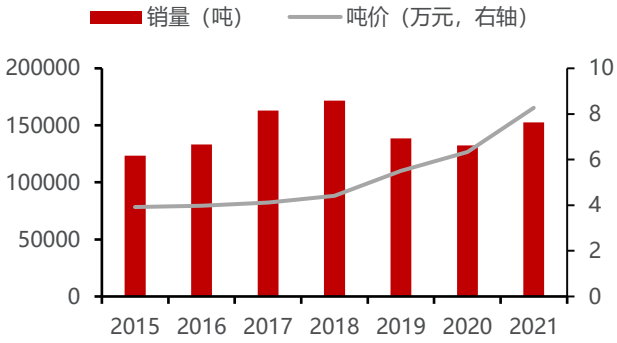
图表：泸州老窖中高档酒2015-2022H1量+191.4%，2015-2022H1价+104.9%



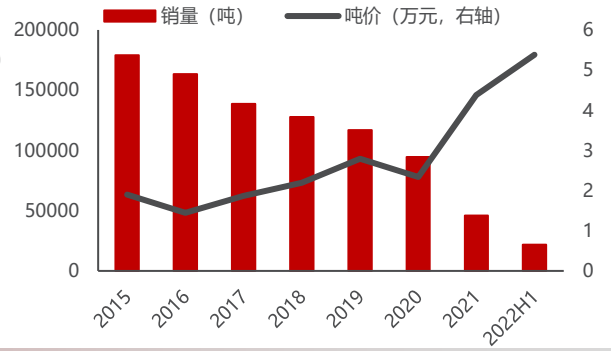
图表：茅台系列酒2015-2021量+304.9%，价+180.7%



图表：五粮液系列酒2015-2022H1量+23.7%，2015-2022H1价+26.1%

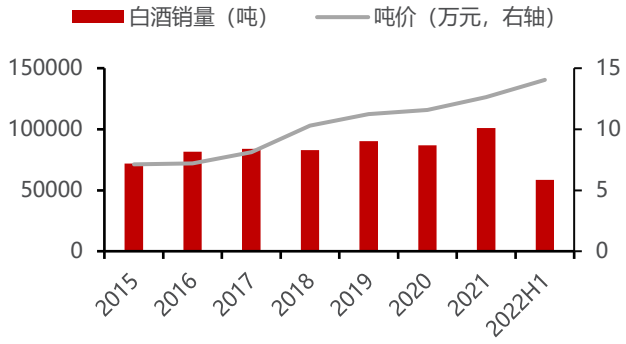


图表：泸州老窖低档酒2015-2022H1量-74.3%，2015-2022H1价+183.0%

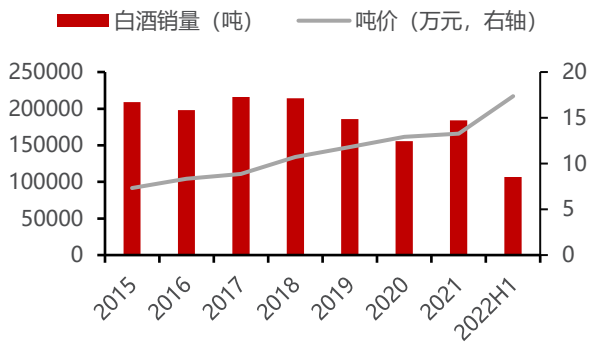


3.5 次高端品牌与区域龙头品牌着眼“量价”成长性：次高端价格带是行业中的成长价位，主要与企业接待等社交频次相关，也是重要的百姓宴席用酒

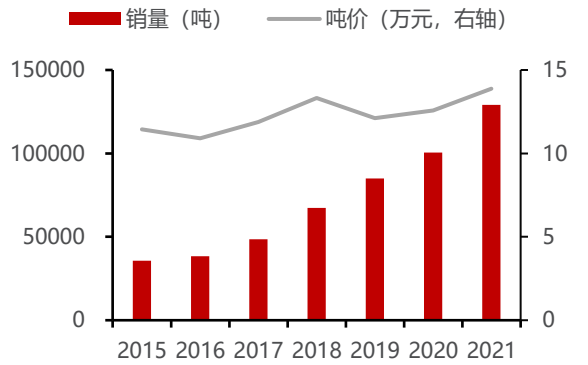
图表：古井贡酒2015-2022H1量+40.7%，2015-2022H1价+97.3%



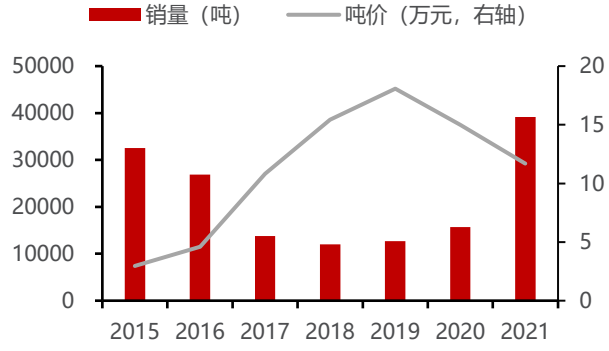
图表：洋河股份2015-2022H1量-12%，2015-2022H1价+137%



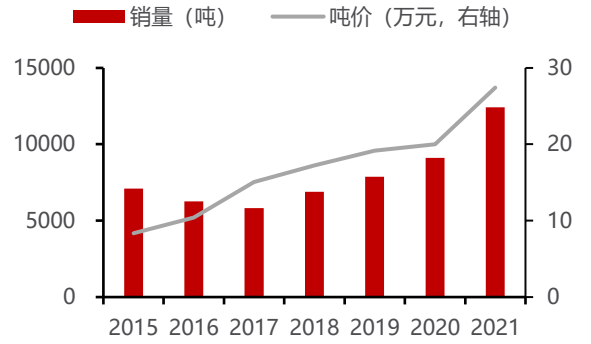
图表：山西汾酒2015-2021量+261.9%，价+21.3%



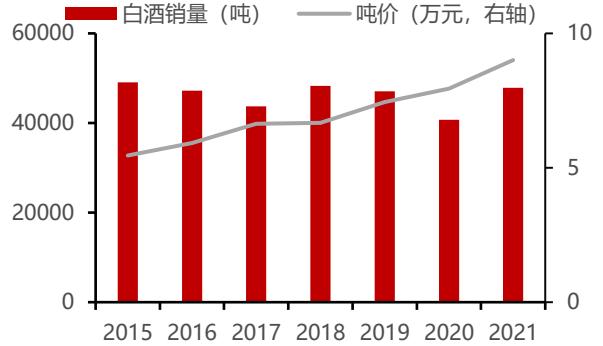
图表：舍得2015-2021量+20.2%，价+296.2%



图表：酒鬼酒2015-2021量+175.2%，价+327.4%



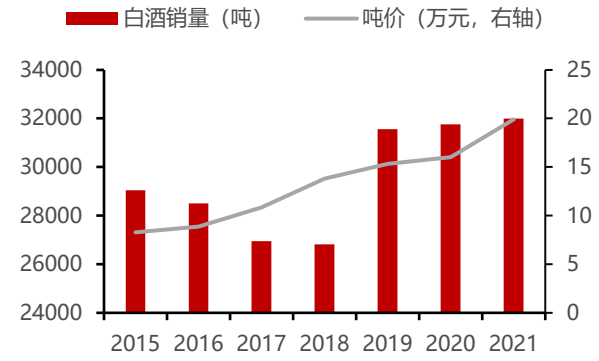
图表：迎驾贡酒2015-2021量-2.5%，价+65.1%



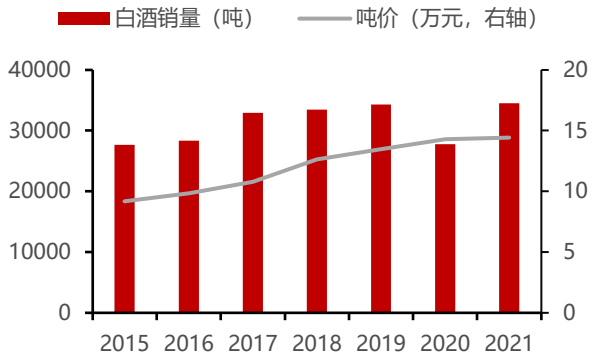
3.6 区域品牌林立，但龙一地位大多确立，竞争格局已步入稳态区间，未能引领区域价位300+升级的品牌将承压没落，川酒、徽酒、苏酒三支力量突出，着力市场板块化、全国化

民生证券 MINSHENG SECURITIES

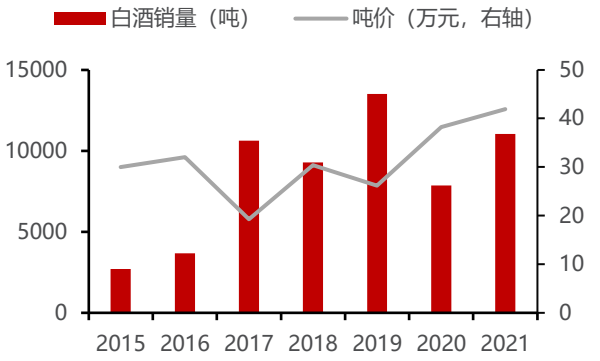
图表：今世缘2015-2021量+10.2%，价+140.5%



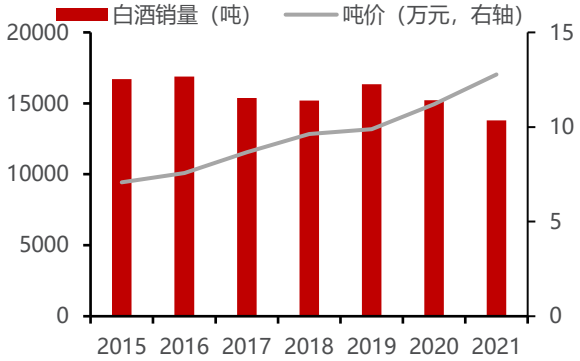
图表：口子窖2015-2021量+24.6%，价+56.9%



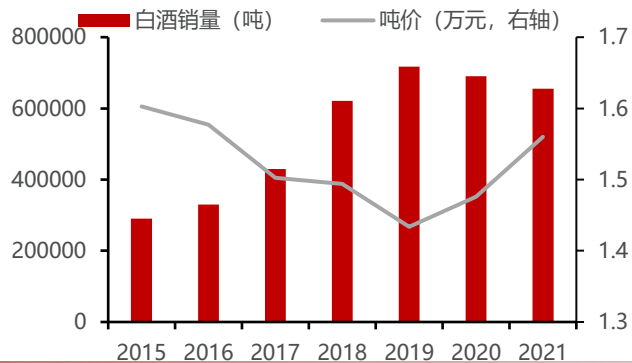
图表：水井坊2015-2021量+308.3%，价+39.6%



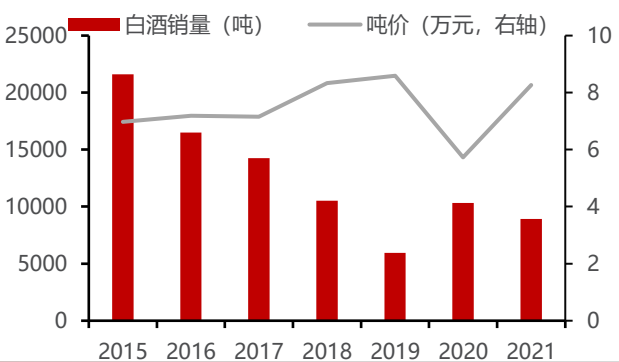
图表：金徽酒2015-2021量-17.5%，价+80.9%



图表：顺鑫农业2015-2021量+126%，价-2.7%



图表：金种子酒2015-2021量+58.7%，价+18.5%

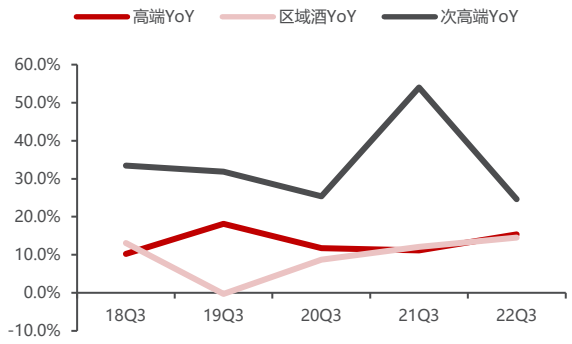


资料来源：wind，民生证券研究院

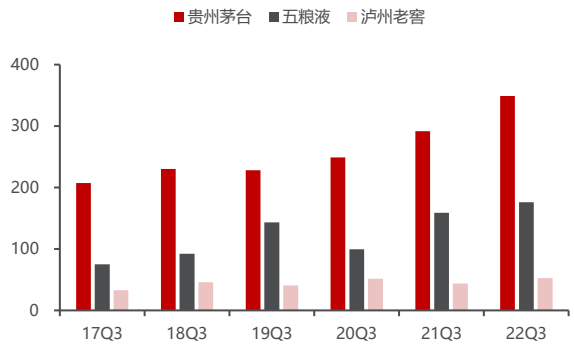
* 请务必阅读最后一页免责声明

3.7 高端白酒有更强市场议价能力，现金回款、合同负债凸显韧性

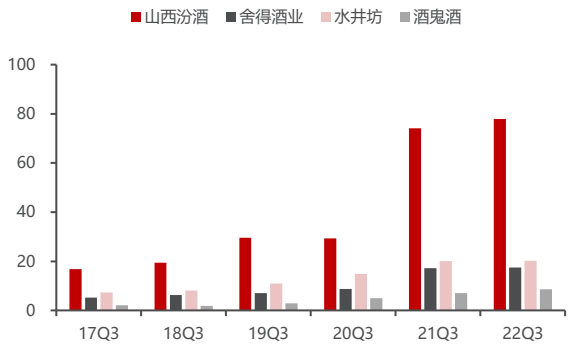
图表： 白酒酒企22Q3单季度营收增速（%）



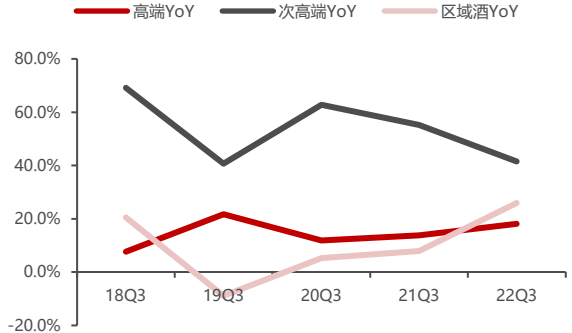
图表： 17Q3-22Q3高端酒企现金回款情况（亿元）



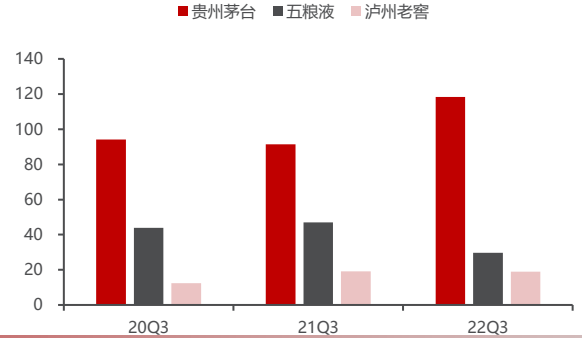
图表： 17Q3-22Q3次高端酒企现金回款情况(亿元)



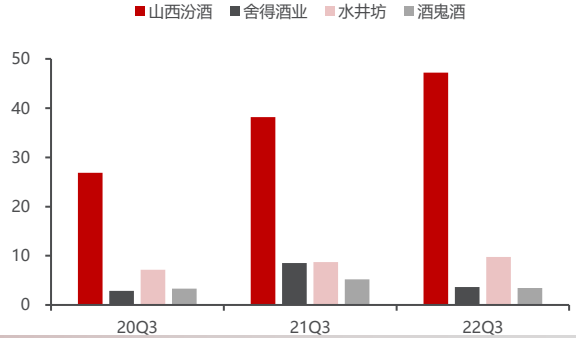
图表： 白酒酒企22Q3单季度归母净利润增速（%）



图表： 20Q3-22Q3高端酒企合同负债情况（亿元）



图表： 20Q3-22Q3次高端酒企合同负债情况(亿元)

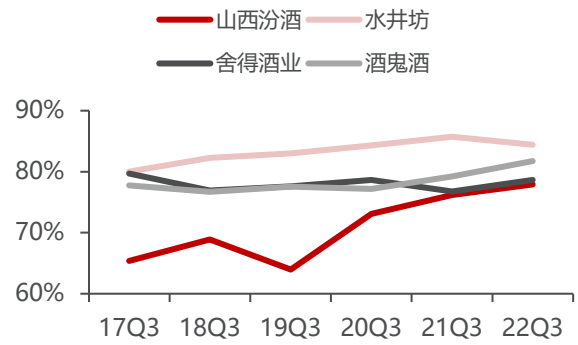


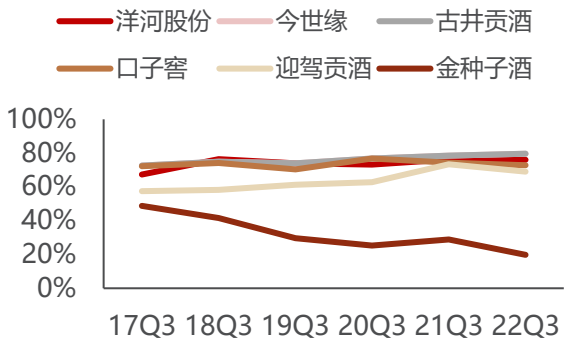
资料来源：Wind，民生证券研究院

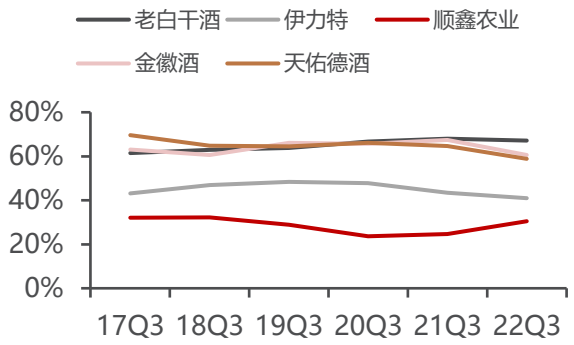
* 请务必阅读最后一页免责声明

3.8 次高端毛利率与净利率稳步攀升

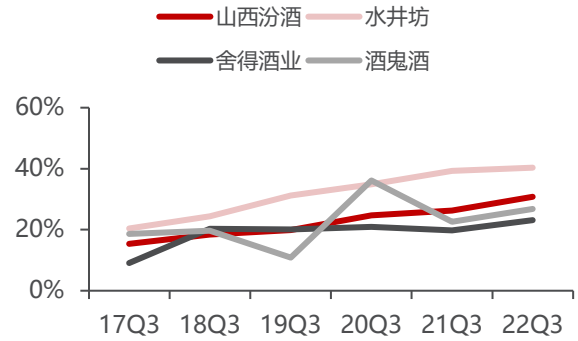
图表:17Q2-22Q2次高端、区域酒等品牌毛利率情况（%）

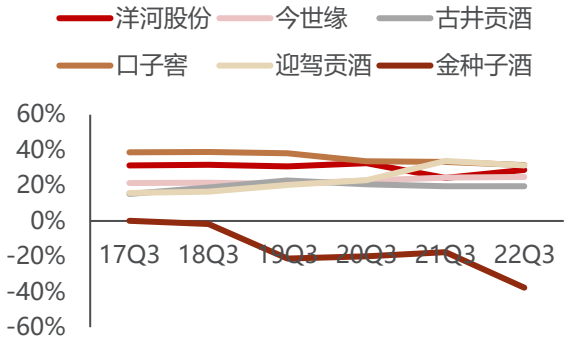


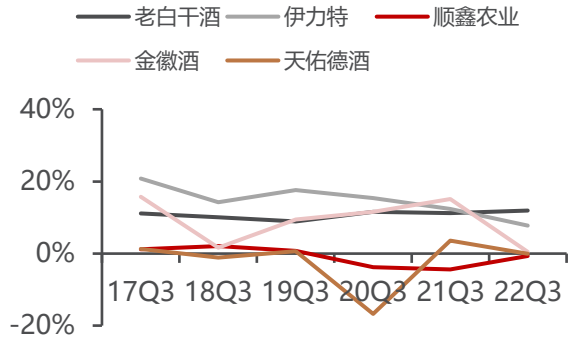




图表： 17Q3-22Q3次高端、区域酒等品牌净利率情况（%）

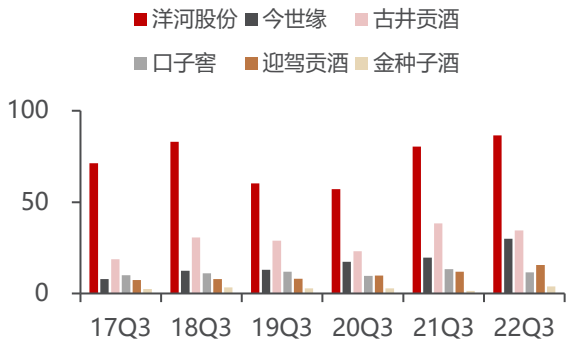




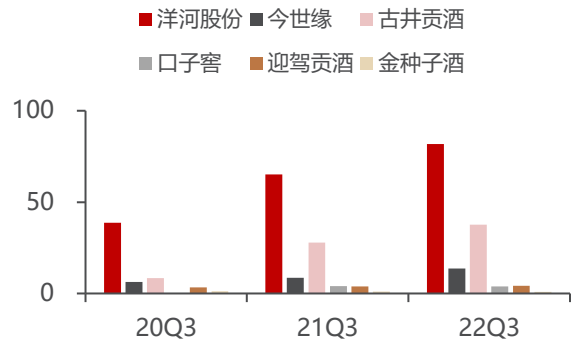


3.9 区域酒企多依靠渠道驱动，结构提升速度更多依赖本地经济红利

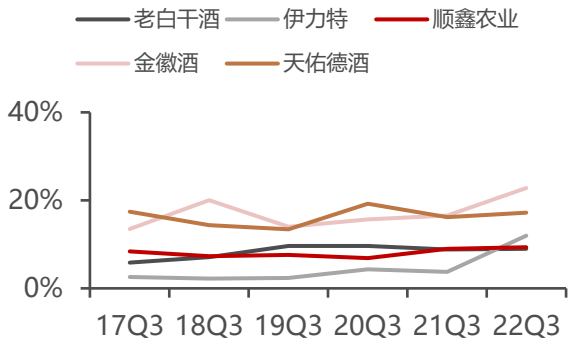
图表： 17Q3-22Q3区域酒企现金回款情况（亿元）



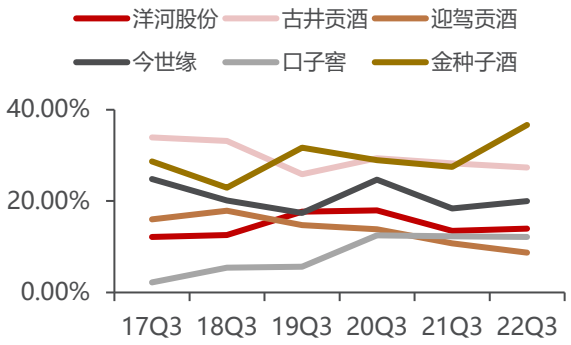
图表： 20Q3-22Q3区域酒企合同负债情况（亿元）



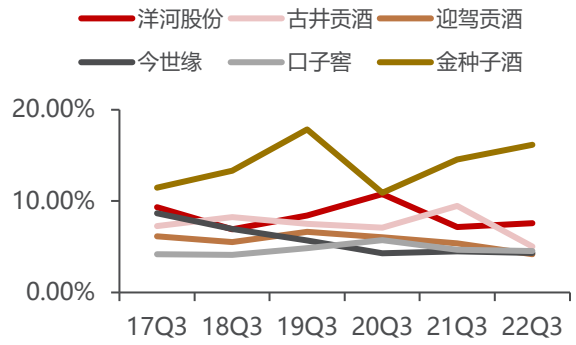
图表：17Q3-22Q3其他酒企管理费用率



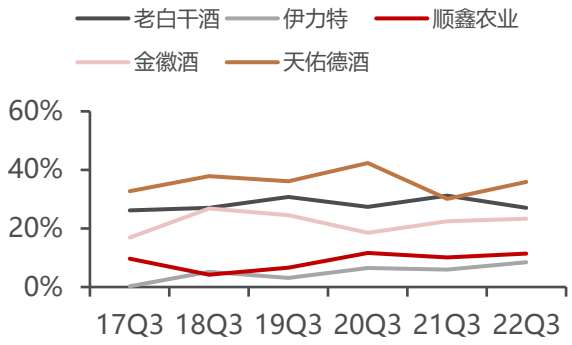
图表： 17Q3-22Q3区域酒企销售费用率



图表：17Q3-22Q3区域酒企管理费用率



图表： 17Q3-22Q3其他酒企销售费用率



3.10 重在求变：年度行业“黑马”有高概率出现于内/外部有显著正向变化的品牌之中

- 2021年至今，洋河股份、水井坊、泸州老窖、舍得陆续发布股权激励计划。体制机制变革及薪酬市场化制度的确立，利于管理效能的提升，基于股权激励对酒企经营效率改善的潜在预期，各家酒企有望开启新一轮经营周期。
- **2022年华润入主金种子，“啤白”模式下，23年进入首年验证期；**
- **伴随中西部地区产业迭代，居民消费有望上台阶。**

图表：近两年酒企股权激励/员工持股计划一览

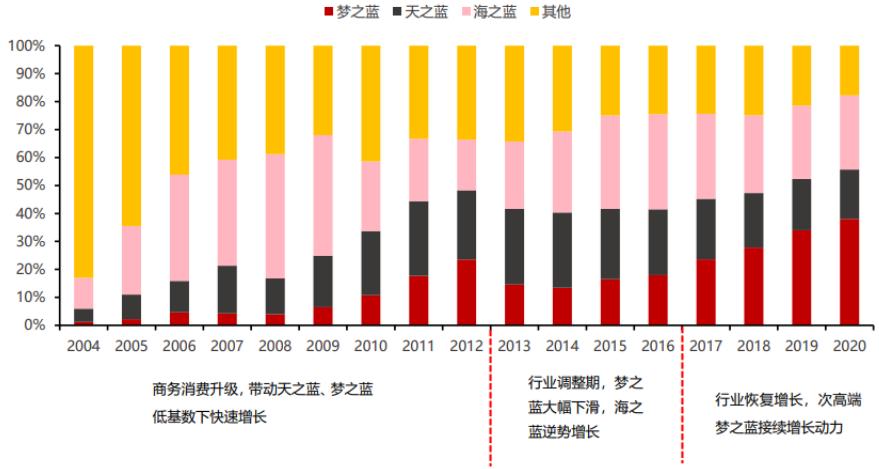
品牌	洋河股份	水井坊	泸州老窖	舍得
方式	员工持股计划（股票回购）	员工持股计划（股票回购）	限制性股票激励计划	限制性股票激励计划
公告时间	2021年8月2日	2021年9月30日	2021年9月27日	2022年10月15日
考核周期	24个月	3年	36个月	2022年-2024年
授予价格	103.73元/股	55.00元/股	92.71元/股	69.04元/股
授予数量	≤966.13万股	723,700股	≤883.46万股	≤116.91万股
授予人数	≤5100人	≤66人	512人	284人
核心高管	张联东/钟雨/刘化霜等15人	范祥福/朱镇豪/蒋磊峰共3人	刘淼/林锋/王洪波等9人	张树平/蒲吉洲/魏炜等9人
考核目标	2021年营业收入较2020年增长不低于15%，2022年营业收入较2021年增长不低于15%	21-23年的营收增长率的平均值，在9家对标企业中排名前5	21-23年： 净资产收益率≥22%，且≤对标企业75分位值； 净利润增长率≥对标企业75分位值； 成本费用占营业收入比例≤65%。	22年营收≥59.4亿元，或22年归母净利润≥14.0亿元 23年营收≥74.1亿元，或23年归母净利润≥15.7亿元 24年营收≥100.2亿元，或24年归母净利润≥20.5亿元

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

3.11 洋河股份：储备“老酒”的品质红利+“数字化”用户价值经营+梦之蓝的全国化与结构升级

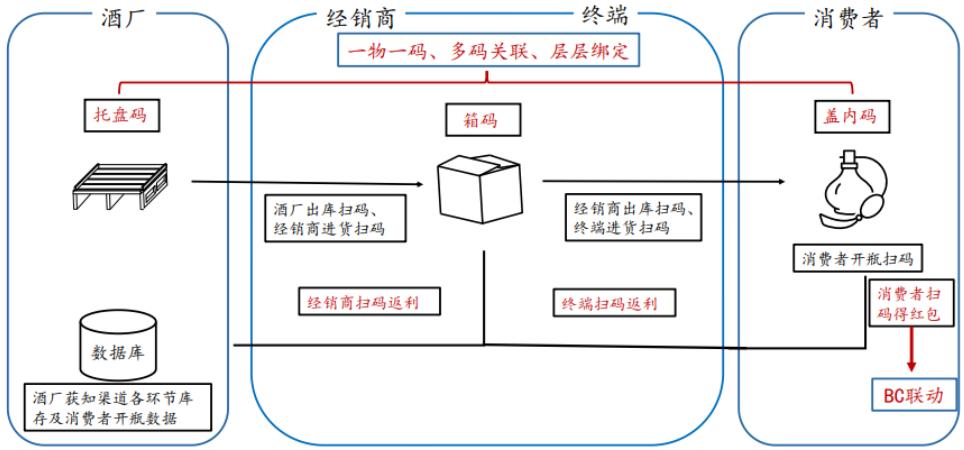
- 洋河现有洋河、泗阳、双沟三大产酒基地，酒窖7万多口，规划年产基酒31.96万吨，2021年实际产酒20.21万吨；洋河目前储酒能力100万吨，实际储酒70万吨。

图表：梦之蓝产品定位重构，结构向上升级



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图表：洋河M6+数字化营销运作模式



资料来源：民生证券研究院绘制

3.12 古井贡酒：省内结构拉升+省外板块化布局江苏、河南、浙江、山东、河北、内蒙等，受益安徽经济高增，市场主流价格带快速跃升，古8、古20快速成长

- **产能：**公司目前成品酒设计产能11.5万吨，在建产能13万吨，2021年实际产能11.0万吨；2021年成品酒库存19618.7吨，半成品酒（含基酒）库存183264.2吨。
- **聚焦“次高端、全国化”战略：**产品布局方面，古20与古16是古井贡酒次高端战略核心单品，分别定为500元/300元价格带，是公司推进全国化的利器，根据公司股东大会反馈，古20与古16近两年保持同比50%以上增长，公司明确打造次高端新百亿，目前进展顺利；品牌建设方面，打造年轻化、时尚化、国际化品牌形象，以古20作为全国化抓手，省内延续与主流媒体互动，省外用央媒进行覆盖；费用投放方面，未来古井贡酒将根据公司战略、市场成长性、产品成长情况更加精确化进行费用投入，优化费用率，以费用有效性为导向，近年公司费用率随着市场的逐步建设呈现下降趋势。
- **疫情扰动不改升级趋势，长期净利率有望增强。**前期安徽疫情反复，5月以来安徽省内主要白酒消费场景基本恢复，公司渠道库存良性，预计端午有望实现较好增长。公司于2021年报中披露，2022年公司计划实现营收153亿元，同增15.3%，计划实现利润总额35.50亿元，同增11.94%，我们认为，安徽近年经济快速发展，白酒消费延续升级，古井作为安徽地产酒龙头，有望充分受益于省内消费升级红利。此外，随着公司产品结构持续升级、费用投放效率进一步提升，公司中长期净利率存在较大提升空间。



04. 啤酒：量价齐升，笃定高端

4.0 啤酒：处于发展红利期，“新世界”内在要求依然是“高端化”，管理与绩效牵引下净利高增

- 我国高端啤酒市场长期由海外品牌占据，百威亚太啤酒吨价近5000元，而国内企业普遍处于3000+，相较发达国家成熟市场6000-7000元仍有较大提升空间；重庆啤酒完成与嘉士伯资产重组后，2021年啤酒吨价提升至4601元/吨，国内吨价领先，吨价提升边际放缓，市场愿意给治理结构与吨价净利率提升的溢价，未来仍有修复。
- 低度、低碳水、低热量等对“品质、渠道创新”提出了新要求，“精酿酒体”以丰富口感、感官差异化等加速消费端渗透，除传统夜场、餐饮消费外，便捷性电商、“打酒站”，体验性“小酒馆”“啤酒馆”也迎合了新兴消费群“好喝好玩儿”社交需求。







产品名	酒精度(V/%)	麦汁浓度(P)	苦度(IBU)	风味
德式小麦	≥ 4.1	11.5	9	麦香浓郁
美式IPA	≥ 5.2	14.5	35	苦香兼具
社交皮尔森	≥ 3.7	10.5	10	清爽爽口
牛奶世涛	≥ 4.5	14	19	丝滑可可
精酿白桃艾尔	≥ 2.5	11.5	6	桃香清新
精酿草莓小麦	≥ 2.8	12	13	草莓醇甜

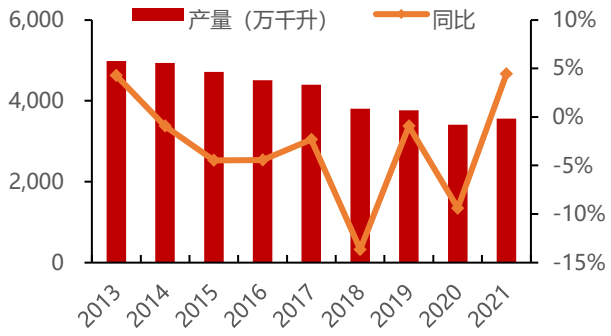




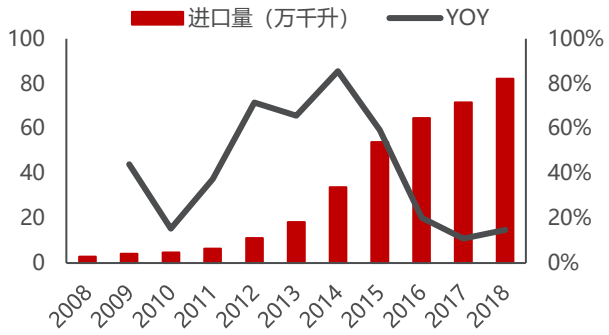
资料来源： 海伦斯官网，30公里鲜啤官网，青岛啤酒官网，民生证券研究院

4.1 2021年回升至3562万千升，产量相对稳定，啤酒行业竞争由“规模量”转向“利润价”，吨价提升将是长期趋势

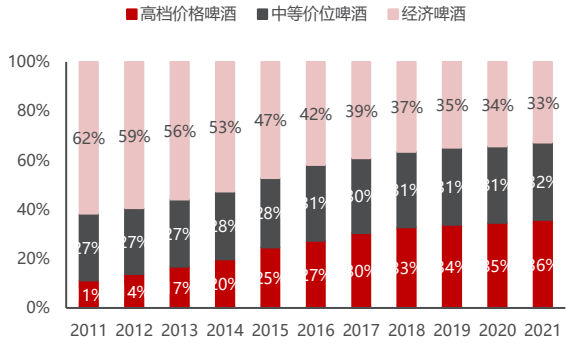
图表：2021年中国啤酒产量企稳回升



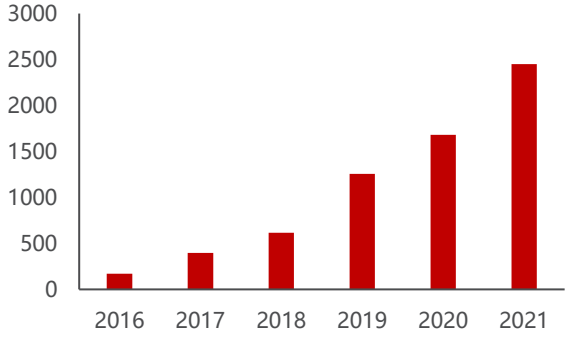
图表：2008-2018年进口啤酒快速增长



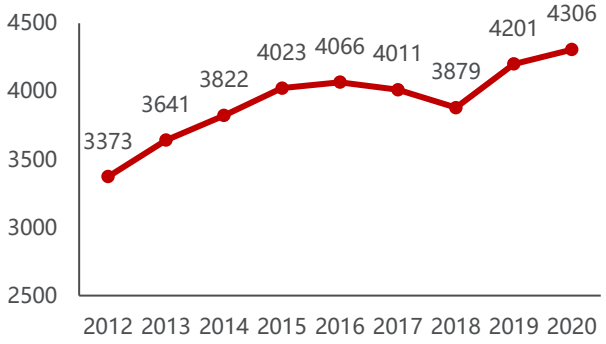
图表：中国高档啤酒市场份额提升（以销售额计）



图表：精酿企业数量快速增长（单位：家）



图表：中国啤酒吨价持续提升（单位：元/千升）



资料来源： 国家统计局，啤酒版，各公司年报，海关总署，民生证券研究院

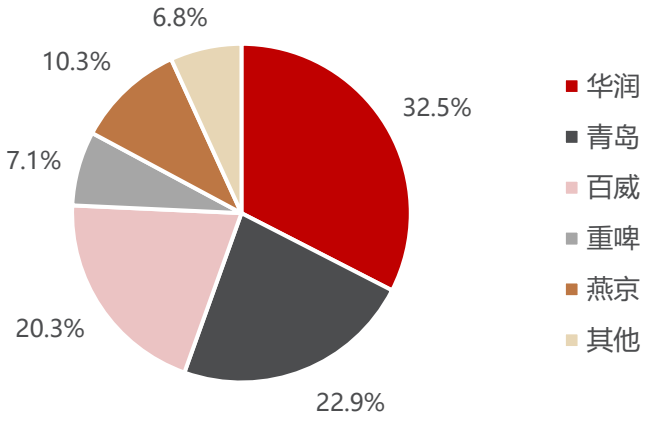
4.2 啤酒“寡头”格局

图表：21世纪以来中国啤酒行业并购整合基本完成

时间	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒/嘉士伯
2000~2005	收购安徽圣泉啤酒，辽宁棒槌岛啤酒、四川蓝剑啤酒、澳洲狮王啤酒中国区业务，安徽龙津啤酒	收购徐州、河北、山东、浙江、哈尔滨、甘肃、北京、上海、福州等各地，合计约19个啤酒厂	收购重庆第二啤酒厂 收购华狮啤酒、大理啤酒
2006~2010	收购四川蓝剑剩余股权 收购泉州清源啤酒、安徽相王啤酒等4家啤酒厂	收购烟台朝日啤酒 收购趵突泉啤酒 收购太原嘉禾、山东银麦啤酒	收购银川西夏啤酒
2011~2015	收购杭州西湖啤酒、湖州啤酒 收购金威啤酒	收购杭州紫金滩啤酒、广东韶关活力啤酒 收购三得利中国区业务	嘉士伯控股重啤60%
2016~2020	收购喜力啤酒中国区业务		全资新疆乌苏啤酒 嘉士伯与重啤完成重大资产重组

资料来源：国家统计局，公司公告，民生证券研究院

图表：2020年中国啤酒CR5超90%



- 由于啤酒销售有运输半径限制，而国内啤酒厂遍布，巨头跨区域扩张时，倾向于收购当地企业，同时在资本推动下，啤酒行业并购整合不断，巨头不断收购各城市地产啤酒企业
- 至2021年，啤酒行业整合基本完成，前5大企业占据全行业超90%产量，行业呈现“寡头”格局

4.3 高端产品的培育优势区域

图表：啤酒品牌的优势市场分布

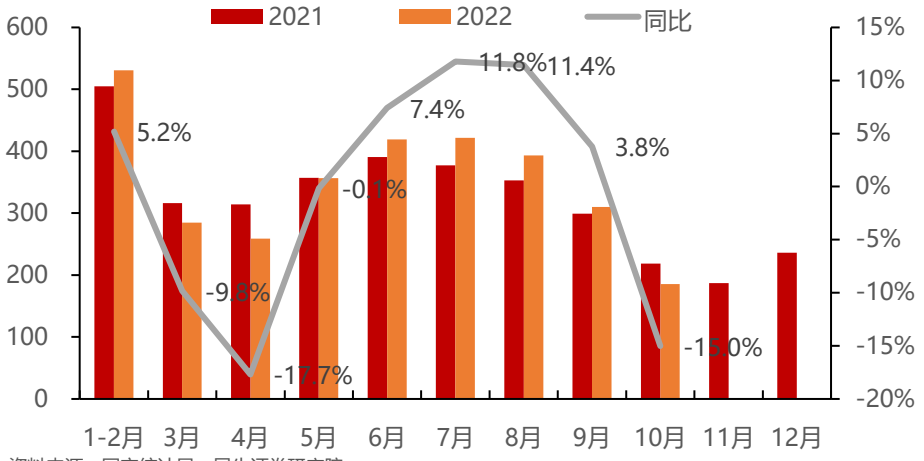


资料来源：快消，公司公告，民生证券研究院

4.3 回顾2022，场景受限下高端产品逆势增长

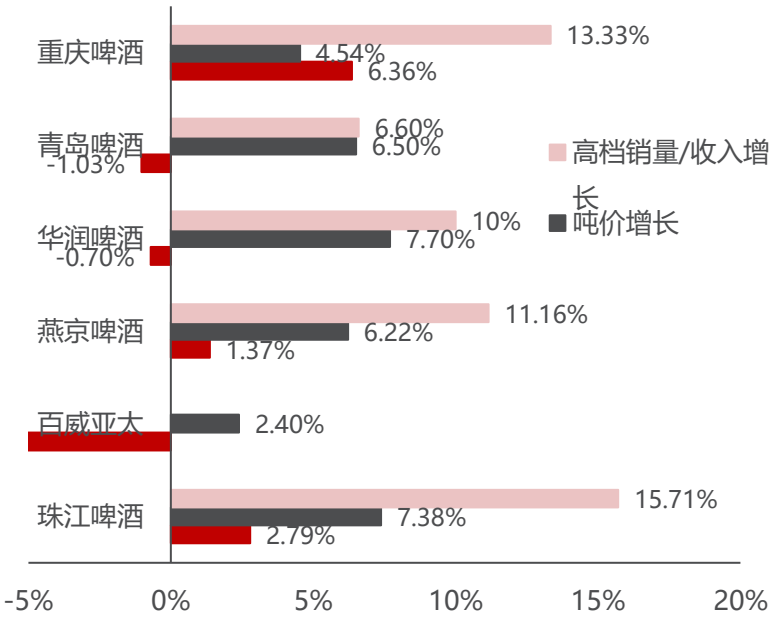
2022年上半年，受华东等地疫情影响，3-4月啤酒产量大幅下滑，但随着天气变暖，啤酒迎来消费旺季，啤酒消费量快速回暖。全年来看，1-10月行业规模以上啤酒企业产量3130.3万千升，同增0.6%，预计全年行业总量基本持平。**行业高端化趋势不减，各家啤酒企业高端产品均实现了逆势增长。**

图表： 2022年啤酒行业产量受疫情影响后快速恢复



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

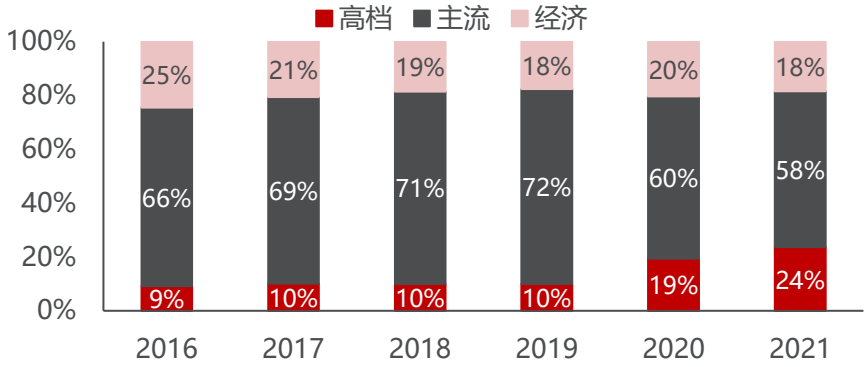
图表： 啤酒企业高档产品逆势增长（截至2022年H1）



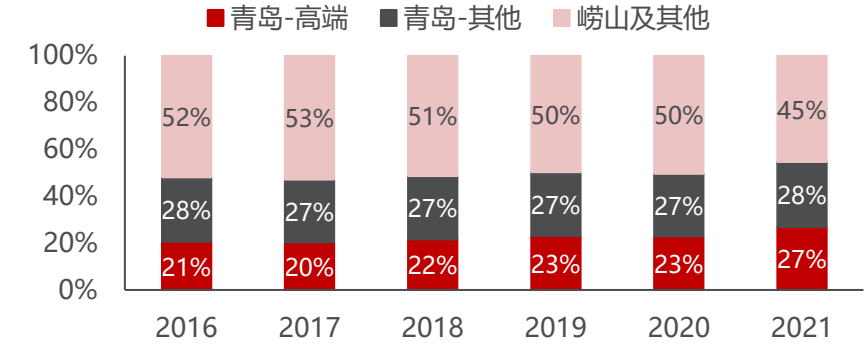
资料来源：公司公告，民生证券研究院，注：高档产品按各家公司自主定义

4.4 高端产品引领的结构升级是“新世界”的主旋律

图表：重庆啤酒完成重组后，结构升级明显



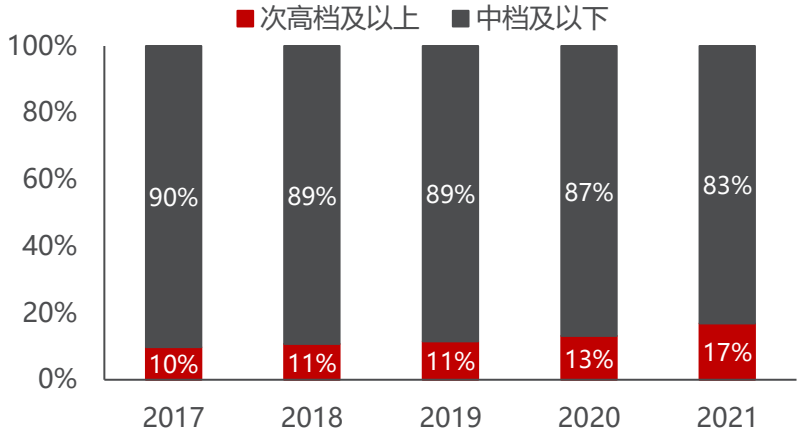
图表：青岛啤酒高端占比超20%



资料来源：wind，民生证券研究院

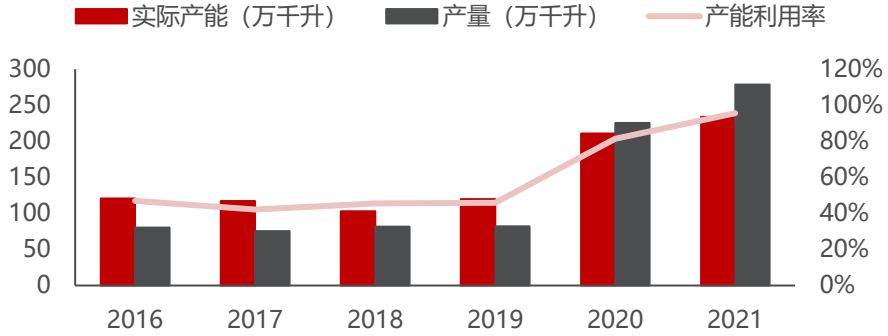
- **乌苏引领重啤高端产品线，乐堡有望强化腰部**
- **青啤**主品牌下“1（经典）+1（青纯生）+N（新特产品）”产品组合的优化升级
- **华润**超级勇闯、superX带动雪花向上，携手喜力进军高端，啤白模式开辟全新增长点

图表：华润啤酒中档及以下产品为主

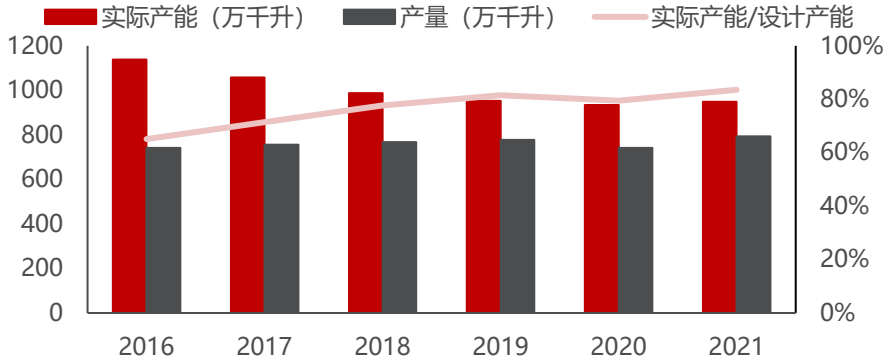


4.5 修炼内功、提效降本亦有空间

图表：重庆啤酒重组后产能利用率大幅提升



图表：青岛啤酒产能利用率相对稳定

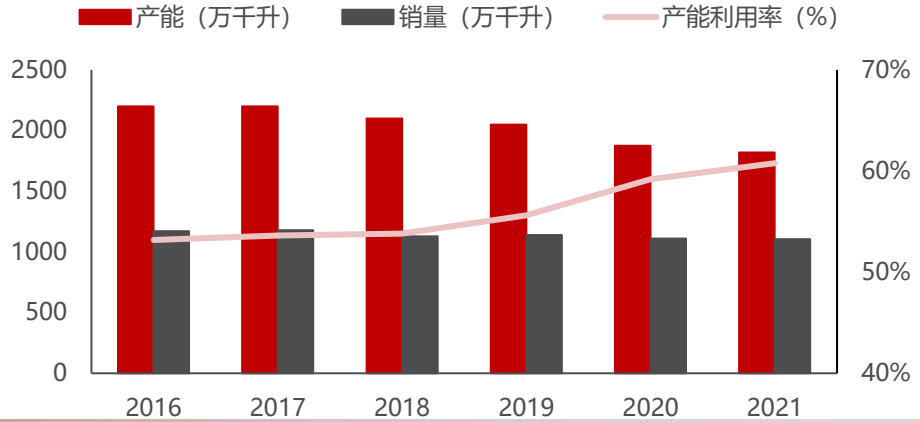


资料来源：wind，民生证券研究院

图表：近年来酒企关厂不断

时间	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒/嘉士伯
2017	关闭7家工厂		
2018	关闭13家工厂	关闭芜湖、杨浦分公司	关闭湖南常德酒厂
2019	关闭4家工厂	关闭台州等2家子公司 计划3-5年内关闭10家工厂	
2020	关闭4家工厂		

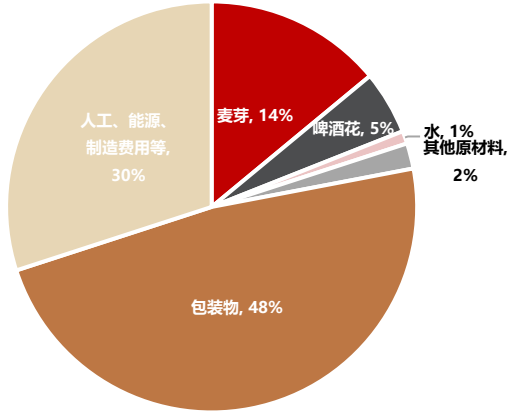
图表：华润啤酒产能利用率偏低



4.6 成本压力可控，22年行业吨成本预计上涨约5~9%

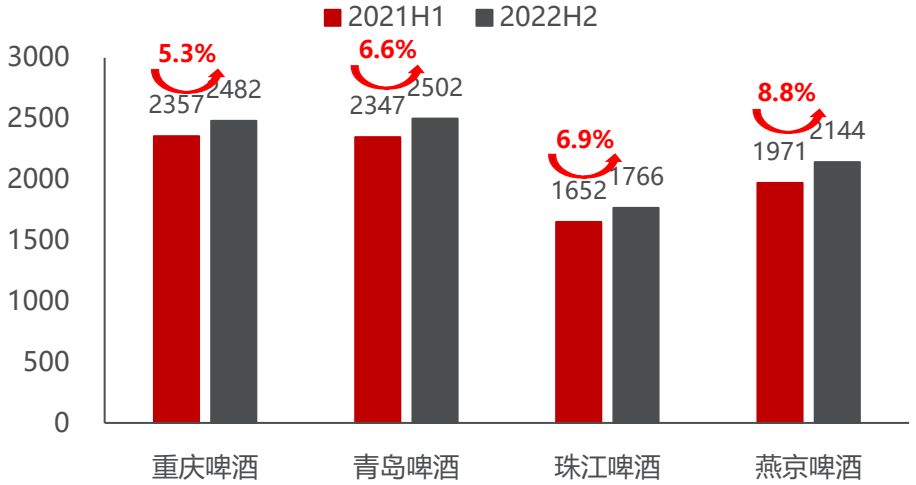
- **成本端**，啤酒主要原材料大麦、包材（玻璃、铝罐）等价格2022年上半年均出现不同程度上涨，各家酒企通过提前锁价，优化供应链等方式，有效控制成本上涨幅度，行业吨成本上涨约5~9%，考虑2021年下半年，行业整体提价约3~5%（行业毛利率水平约50%），提价基本覆盖成本上涨，压力可控。展望未来，玻璃、铝等大宗商品价格已从高位回落，啤酒行业成本压力将持续减缓。

图表： 大麦与包材为啤酒主要成本



资料来源： 产业信息网，民生证券研究院

图表： 上半年啤酒行业吨成本上涨约5~9%



资料来源：公司公告，民生证券研究院，注：运输费用计入成本

4.7 啤酒板块：强社交场景依赖品种，延续高端化趋势，“量价齐升”是主要特征，净利率的提升是确定性事件，未来2年或趋向于15%

- 啤酒行业格局稳定：寡头垄断格局，前五家企业占比超90%，加之啤酒有运输半径限制，在区域市场上，形成了“双寡头”或“三寡头”格局。
- **巨头间竞争由“量”转向“价”，行业向高端化方向发展**，同时2021年下半年行业性提价，2022年一季度主要啤酒企业吨价上升4~8个百分点，始终保持上升态势。长期高端化方向不变，复苏中亦有区域提价的预期。

图表：重点啤酒公司量价、吨成本明细

公司简称	销量（万吨）							销量YOY		
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3
重庆啤酒	71.11	83.88	86.69	37.26	79.42	85.42	87.81	11.7%	1.8%	1.3%
青岛啤酒	219.0	257.9	231.3	84.8	212.9	259.1	255.9	-2.8%	0.5%	10.6%
燕京啤酒	82.4	130.7	-	-	85.4	129.8	-	3.6%	-0.7%	-
珠江啤酒	22.31	40.03	42.52	22.77	23.48	40.60	45.50	5.3%	1.4%	7.0%
公司简称	吨价（元/吨）							吨价YOY		
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3
重庆啤酒	4602	4609	4669	5187	4826	4804	4837	4.9%	4.2%	3.6%
青岛啤酒	4077	3631	3666	4004	4325	3884	3844	6.1%	7.0%	4.9%
燕京啤酒	3368	2708	-	-	3631	2933	-	7.8%	8.3%	-
珠江啤酒	3466	3608	3529	3599	3713	3843	3689	7.1%	6.5%	4.5%
公司简称	吨成本（元/吨）							吨成本YOY		
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3
重庆啤酒	2255	2163	2098	3221	2525	2421	2340	12.0%	11.9%	11.5%
青岛啤酒	2237	2044	2124	4725	2688	2396	2383	20.2%	17.2%	12.2%
燕京啤酒	2219	1484	-	-	2377	1635	-	7.1%	10.2%	-
珠江啤酒	1999	1788	1715	2666	2213	2125	2032	10.7%	18.8%	18.5%

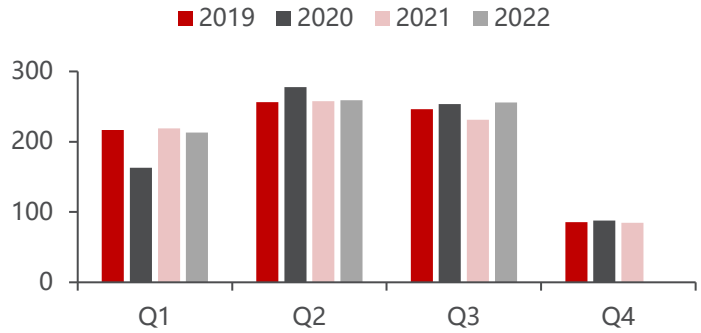
资料来源：欧睿，各公司公告，民生证券研究院

4.8 青岛啤酒：疫情中成长较稳健，享受行业β

图表：2021年青岛啤酒吨价约3742元



图表：青岛啤酒季度销量（万吨）



资料来源：公司公告、 wind，民生证券研究院

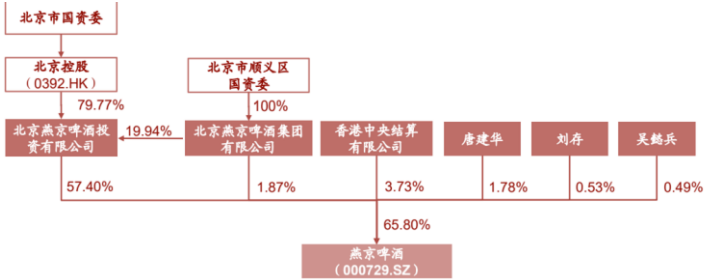
图表：青岛啤酒股权激励以利润为导向

时期	业绩考核目标
授予期	2018年净利润增长率不低于10% 2018年加权平均净资产收益率不低于7.5%，且不低于对标企业50分位值 2018年主营业务收入占营收比重不低于90%
第一个解除限售期	以2016-2018年净利润均值为基数，2020年净利润增长率不低于50%，且当年度净利润较2016-2018净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和 2020年加权平均净资产收益率不低于8.1%，且不低于对标企业75分位值 2020年主营业务收入占营收比重不低于90%
第二个解除限售期	以2016-2018年净利润均值为基数，2021年净利润增长率不低于70%，且当年度净利润较2016-2018净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和 2021年加权平均净资产收益率不低于8.3%，且不低于对标企业75分位值 2021年主营业务收入占营收比重不低于90%
第三个解除限售期	以2016-2018年净利润均值为基数，2022年净利润增长率不低于90%，且当年度净利润较2016-2018净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和 2022年加权平均净资产收益率不低于8.5%，且不低于对标企业75分位值 2022年主营业务收入占营收比重不低于90%

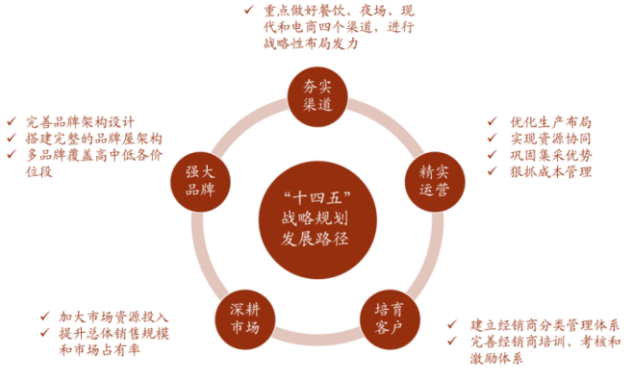
- 公司坚持“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略，通过直营酒吧等渠道提升消费者品牌认知，以白啤、纯生等多品类丰富产品矩阵，推动高质量发展
- 公司主销区沿黄及东北地区近年多次受疫情冲击，具有复苏潜力，同时公司股权激励以利润为导向，利润端仍有向上弹性

4.9 燕京啤酒：改革预期叠加利润率低基数，期待弹性释放

图表：燕京啤酒股权结构（截至2022年6月30日）



图表：公司“十四五”战略规划发展路径



资料来源：公司关于十四五战略规划的公告、Wind，民生证券研究院

图表：燕京啤酒22Q1、Q2吨价增速领先

公司简称	吨价（元/吨）			吨价YOY		
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3
重庆啤酒	4826	4804	4837	4.9%	4.2%	3.6%
青岛啤酒	4325	3884	3844	6.1%	7.0%	4.9%
燕京啤酒	3631	2933	-	7.8%	8.3%	-
珠江啤酒	3713	3843	3689	7.1%	6.5%	4.5%

图表：近五年燕京啤酒销售净利率较同行偏低

公司简称	销售净利率（%）					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1-Q3
重庆啤酒	10.27	12.15	20.34	16.02	18.29	19.71
青岛啤酒	5.26	5.87	6.89	8.38	10.79	15.00
燕京啤酒	1.54	1.98	2.30	2.61	2.45	7.21
珠江啤酒	5.26	9.39	12.06	13.78	13.83	14.12

产品矩阵日益完善，中高档占比提升。公司目前已形成以燕京U8、燕京V10、新雪鹿为代表的大单品与特色产品组合的产品矩阵；创立了“狮王精酿”独立高端品牌，推出世涛、酒花酸小麦等多款新产品。2022年，新品“鲜 啤2022”、U8plus及高端拉格Super12皮尔森等陆续推出，进一步丰富了公司中高端产品矩阵。22H1公司中高档产品营收40.58亿元（yoy+9.38%），占比62.9%（+1.24pcts），高端化占比提升。



05. 大众品：关注内研能力，把握四个方向

5.0 大众品关注发展阶段与需求创造能力，从营销创新、模式创新到产品技术创新，优秀产品内研能力是品牌“试金石”，行业定价权和具备规模化优势的品牌诞生于拥有“好产品”的公司

图表：大众品重点关注方向



资料来源： 民生证券研究院绘制

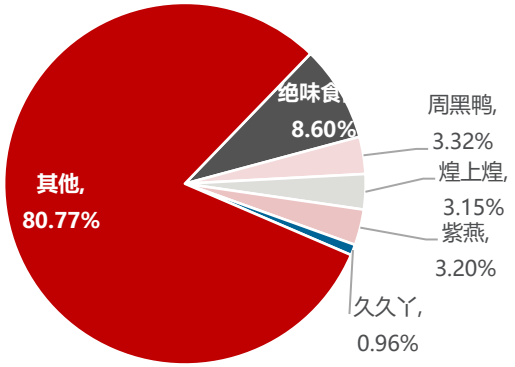
- 依靠供应链优势做加盟下沉的连锁化品牌值得重视，下沉市场≠低端市场，是供给侧的高品质替代，从日本如无印良品、优衣库等品牌经验看，以极致性价比提供较高品质产品的错位竞争能够本土胜出；**推荐：绝味食品、紫燕食品、良品铺子、盐津铺子、巴比食品、煌上煌。**
- 不要期待仅会依靠“价格战”获取销量扩张的品牌能在未来致胜，背后是人口增长的红利，结构性机会更值得拥有。**推荐：洽洽食品、甘源食品、安井食品、海天味业、千味央厨、桃李面包、伊利股份、关注农夫山泉、颐海国际；**
- 处于行业发展较初期，以差异化营销、模式、产品相对于龙头公司取得渠道扩张红利、规模单品增长红利的公司。**推荐：天润乳业、新乳业、立高食品、东鹏饮料、李子园、天味食品、关注妙可蓝多等**；
- 阶段性包材、原料等成本端边际下降而释放弹性需要关注。**推荐：安琪酵母等。关注如香飘飘、日辰股份、养元饮品、千禾味业**等细分特色。

5.1 方向1：供应链优势与连锁业态，加盟连锁逆势扩张，消费复苏释放业绩高弹性

- **依靠供应链优势做加盟下沉的连锁化品牌值得重视，下沉市场≠低端市场，是供给侧的高品质替代，从日本如无印良品、优衣库等品牌经验看，以极致性价比提供较高品质产品的错位竞争能够本土胜出；**

- **如休闲卤制品：休闲卤制品行业增速快空间大，龙头逆势扩张加速提升市场份额。**2018-2021年中国卤制品行业CAGR达12.3%，其中休闲卤制品行业规模于2021年达1500亿，同比增长15%。2021年，休闲卤制品行业集中度低，CR3为15%。在食品安全监管政策趋严、消费者品牌意识提升、疫情加速中小企业出清的背景下，龙头企业逆势扩张抢占市场份额，经营韧性凸显，疫后需求复苏低基数下高速反弹，行业集中度将继续提升。

图表：2021年卤制品行业竞争格局



资料来源： 煌上煌公司年报，民生证券研究院

图表：休闲卤味头部品牌2016-2022H1门店数量及净增量（单位：家）

门店数量（家）	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
绝味食品	7758	9053	9915	10954	12399	13714	14921
周黑鸭	778	1027	1288	1320	1755	2781	3160
紫燕食品	1348	1638	2402	3539	4387	5160	5779
门店净增量（家）	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022H1**
绝味食品	586	1295	862	1039	1445	1315	1207
周黑鸭	137	249	261	32	435	1026	379
紫燕食品	463	290	764	1137	1471	1317	619

资料来源： 公司公告、窄门餐眼，民生证券研究院

5.2 绝味食品：供应链壁垒深厚，逆势扩张带动份额提升

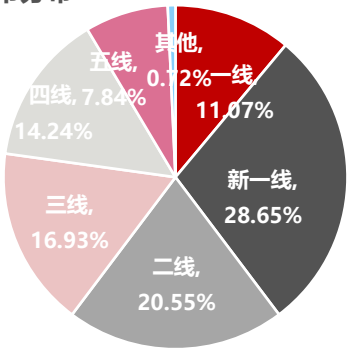
- **完善的加盟商体系和强大的供应链能力构筑坚实护城河，逆势扩张门店彰显规模效应，业绩修复弹性可期。**绝味门店模型具有较强加盟吸引力、工厂全国化布局支撑产品日配到店，数字化、自动化系统提升运行效率，“海纳百川”计划打开下沉市场空间，采购端规模优势进一步显现。我们预计未来随着疫情防控精细化、线下客流逐步恢复、单店营收逐步修复，同时门店拓展较快带动收入端持续改善。此外原材料成本压力环比改善、加盟商补贴收缩有效降低成本费用，明年有望在低基数下释放较大业绩弹性。

图表：2021年绝味食品全国生产网络



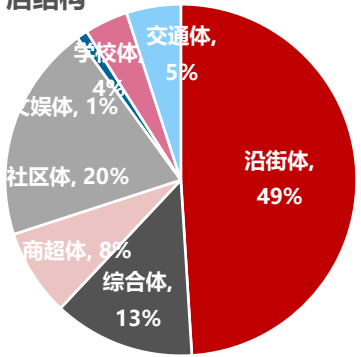
资料来源： 绝味食品公司公告，民生证券研究院

图表：2021年绝味门店城市分布



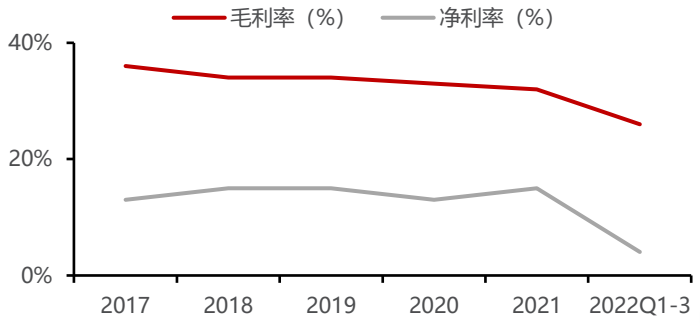
资料来源： 窄门餐眼，民生证券研究院

图表： 2021年绝味鸭脖门店结构



资料来源： 绝味食品公司公告，民生证券研究院

图表：绝味食品2017-2022Q1-3毛利率和净利率（%）



资料来源： wind，民生证券研究院

图表：绝味构建了四级加盟商委员会体系

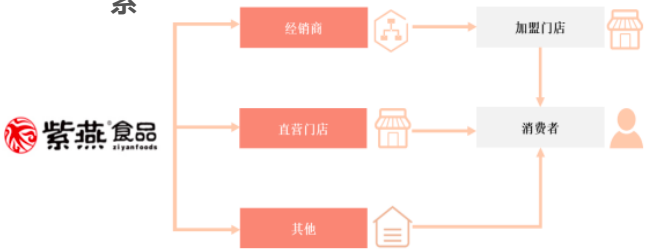


资料来源： 绝味食品公司公告，民生证券研究院

5.3 紫燕食品：佐餐卤味第一股，剑指万店可期

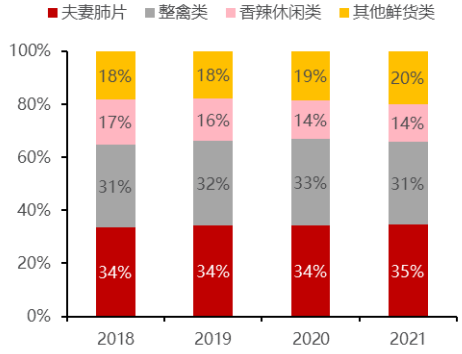
专注卤味30年，渠道改革促进门店全国扩张，“产能优化+供应链优势+信息化”助力万店目标落地。公司以鲜货产品为主、预包装产品为辅，核心单品为“夫妻肺片”及“百味鸡”。大单品稳固基本盘，“1+N”产品矩阵满足多元需求。自2016年起引入外部资本并积极进行渠道变革，经销模式调整为“公司—经销商—终端加盟门店”的两级销售网络，门店扩张迎来快速增长。截至2021年末，公司已拥有140多家经销商主体、门店5160家，计划到2025年开店1万家。未来随着市场品牌集中化程度的提升、食品卫生安全标准的提高、冷链物流的发展，中国佐餐卤制食品市场将朝着连锁化、品牌化、规模化、规范化的方向进一步发展。

图表：公司采用多样化立体营销体系



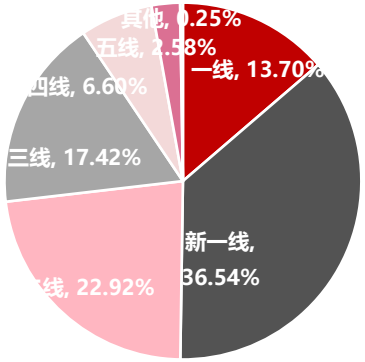
资料来源： 紫燕食品招股说明书，民生证券研究院

图表：2021年公司夫妻肺片和整禽类营收占鲜货营收超六成



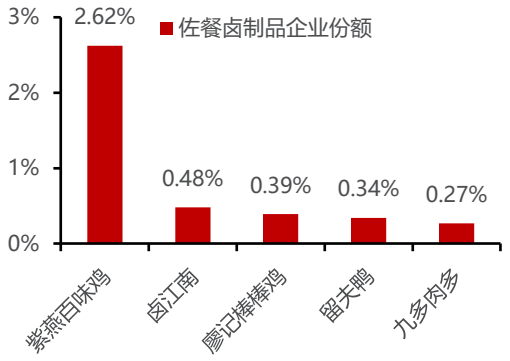
资料来源： 紫燕食品招股说明书，民生证券研究院

图表：2021年紫燕食品门店城市分布



资料来源： 窄门餐眼，民生证券研究院

图表：2019年佐餐卤制品CR5（零售额口径）

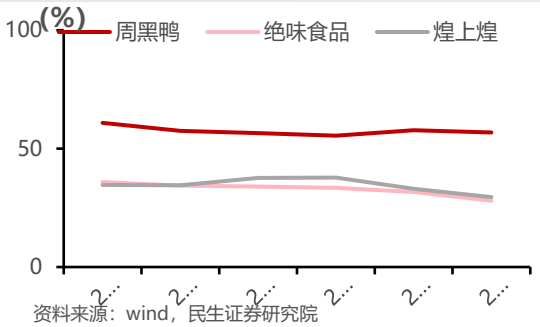


资料来源：《中国卤制食品行业独立市场研究》，Frost&Sullivan，民生证券研究院

5.4 周黑鸭：模式转型加速扩张，多元布局享渠道红利

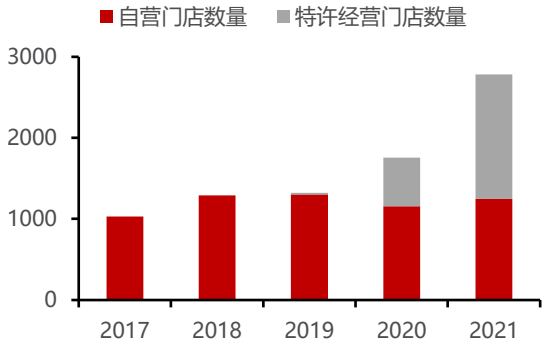
定位高端，“直营+特许经营” 商业模式实现优势互补。周黑鸭产品口味独特，广受消费者喜爱，定价能力强，用户忠诚度高，2022H1周黑鸭毛利率为56.86%。公司利用特许经营方的本地资源与周黑鸭的品牌势能及零售经验，实现优势互补，门店实现从重资产向轻资产转变。2021年公司直营+特许经营门店达到2781家，已基本完成全国布局，公司计划 2023 年底全国直营+特许经营门店总数量达 4000-5000 家。

图表：2017-2022H1周黑鸭毛利率对比



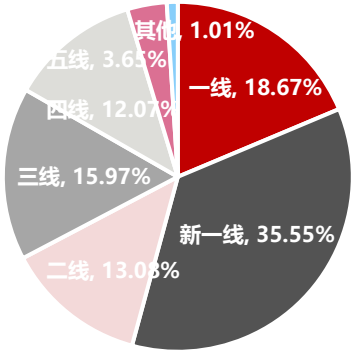
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：2017-2021年周黑鸭门店结构



资料来源： 公司公告，民生证券研究院

图表：2021年周黑鸭门店城市分布



资料来源： 窄门餐眼，民生证券研究院

图表：周黑鸭基本完成全国布局



资料来源： 公司公告，民生证券研究院

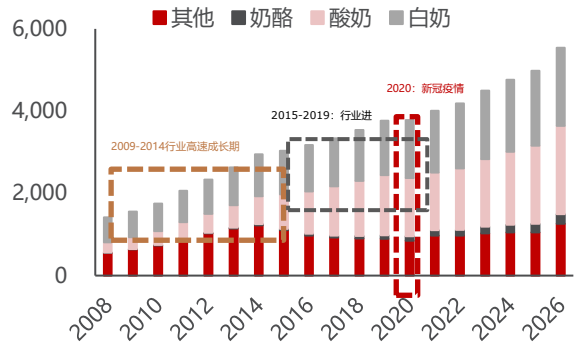
图表：2022十大最受欢迎卤味熟食品牌位列榜首



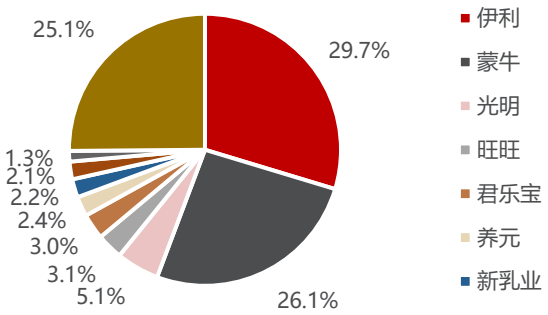
资料来源：NCBD，民生证券研究院

5.5 方向2：做品牌的生意，不要期待仅会依靠“价格战”获取销量扩张的品牌能在未来致胜，背后是人口增长的红利，结构性机会更值得

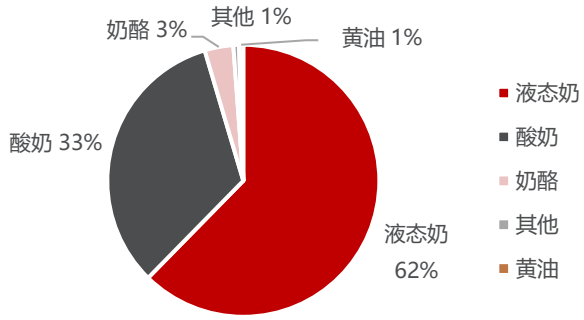
图表：中国乳制品行业零售规模五年后或突破5500亿（亿元）



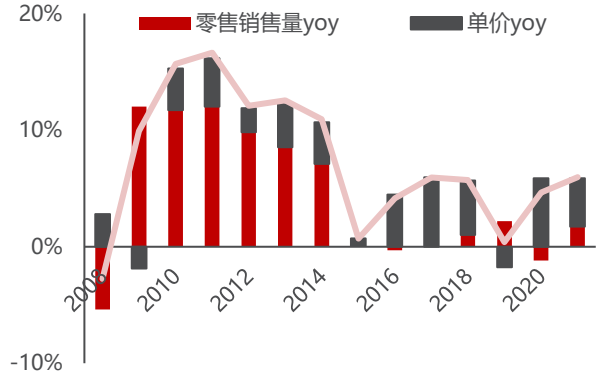
图表：2021年伊利、蒙牛市占近55%



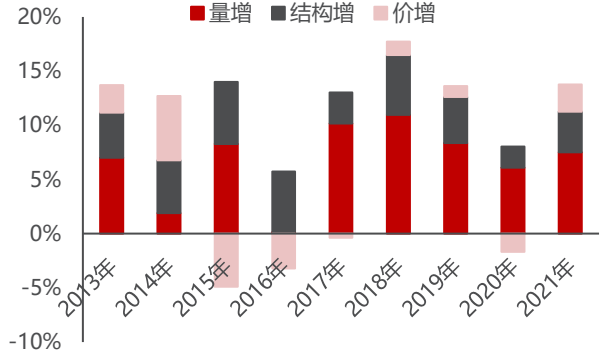
图表：2021年液奶、酸奶占比95%



图表：乳制品量价拆分，量增疲软价增显著



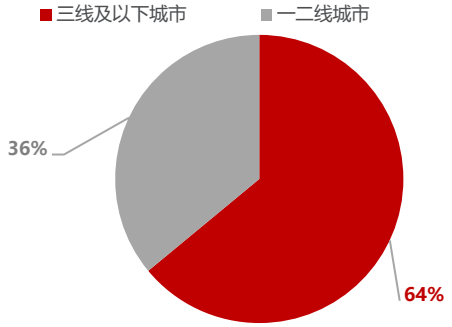
图表：伊利收入增长拆分,每年结构贡献4%的增长



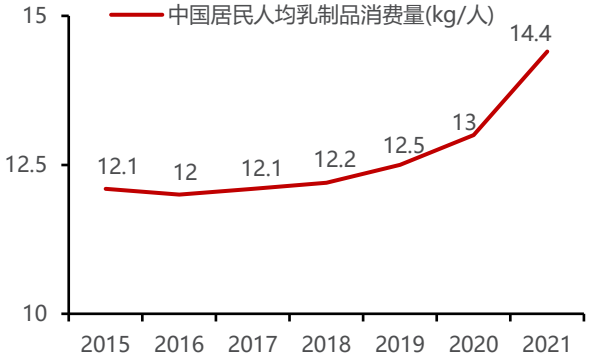
- **看总量：2021年中国乳制品市场零售额达约4011.9亿元，2016年至2021年，中国乳制品市场销售规模的年均复合增长率达到4.8%。**
- **看结构：依靠价格驱动成长，拆分量价来看，过去五年量增CAGR为0.7%，价增CAGR为3.7%。**据欧睿预计，未来行业整体将维持高的单位数的增长，于2026年达到5543.8亿元。

5.6 龙头品牌“功能性”产品创新引领行业“高质量”发展，如成熟期的乳制品行业，低温奶、奶酪制品、益生菌奶等有望持续驱动业绩增长

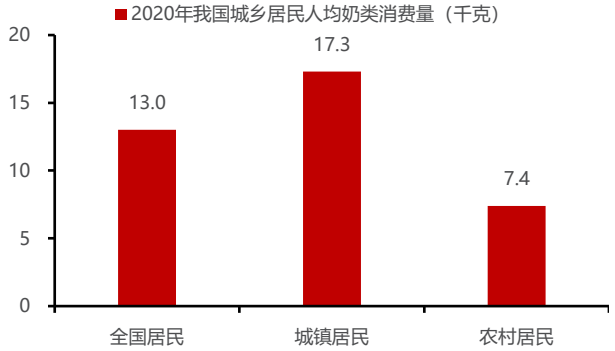
图表：低线城市相较一二线城市人口规模占比具备优势



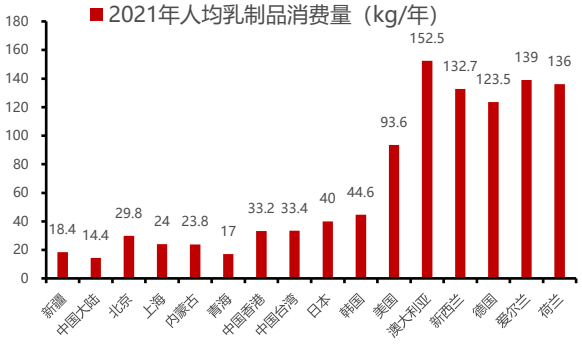
图表：2015-2021年中国居民人均奶类消费量情况



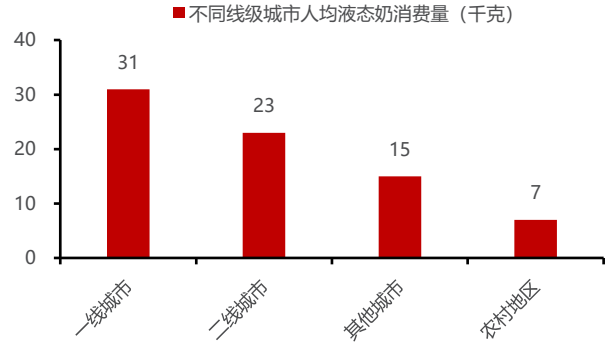
图表：2020年我国城乡居民人均奶类消费量



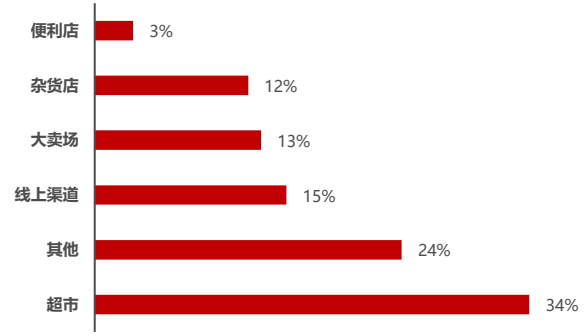
图表：2021年人均乳制品消费量



图表：不同线级城市人均液态奶消费量对比



图表：2021中国乳制品渠道零售额占比



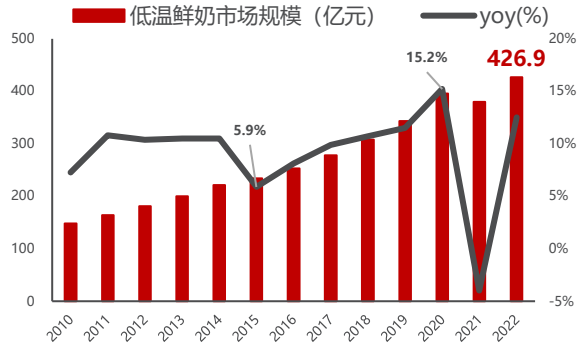
资料来源：wind，尼尔森，欧睿，中国奶业协会，《2022乳制品行业蓝皮书》民生证券研究院

注：其他销售渠道包括各类综合集合店等。

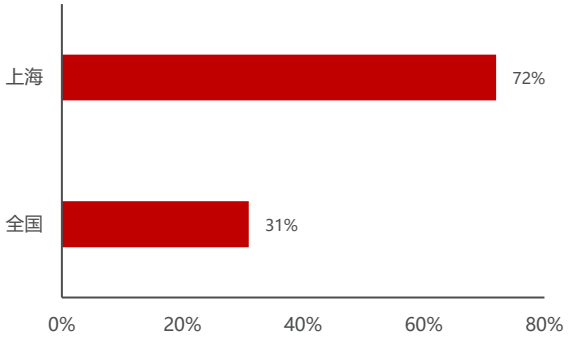
* 请务必阅读最后一页免责声明

5.7 冷链设施的完善，低温奶渗透率有望进一步提升

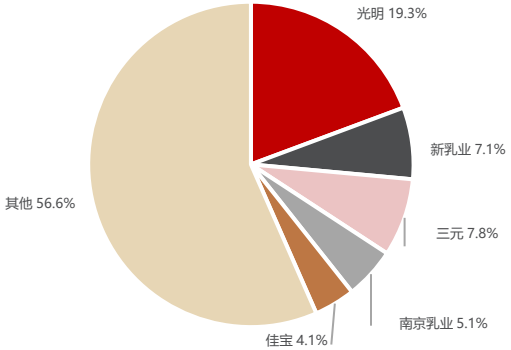
图表：2010-2022年低温鲜奶市场规模及增速



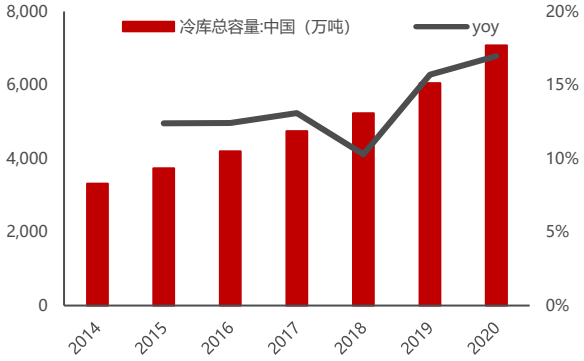
图表：2020年中国低温奶渗透率

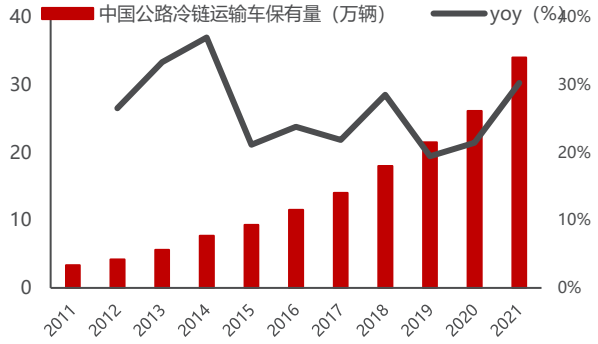


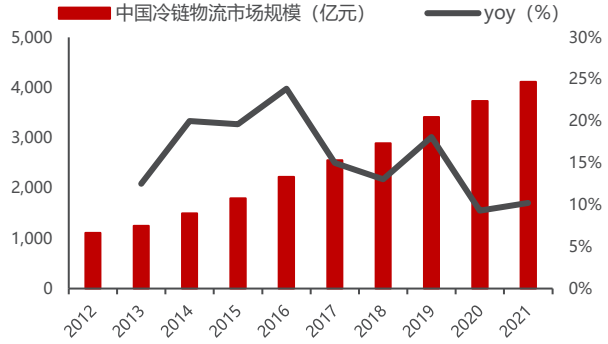
图表：2021年低温鲜奶市场主要品牌市占率



图表：近年冷链车、冷库、物流快速发展







资料来源：欧睿，民生证券研究院

资料来源：头豹，民生证券研究院

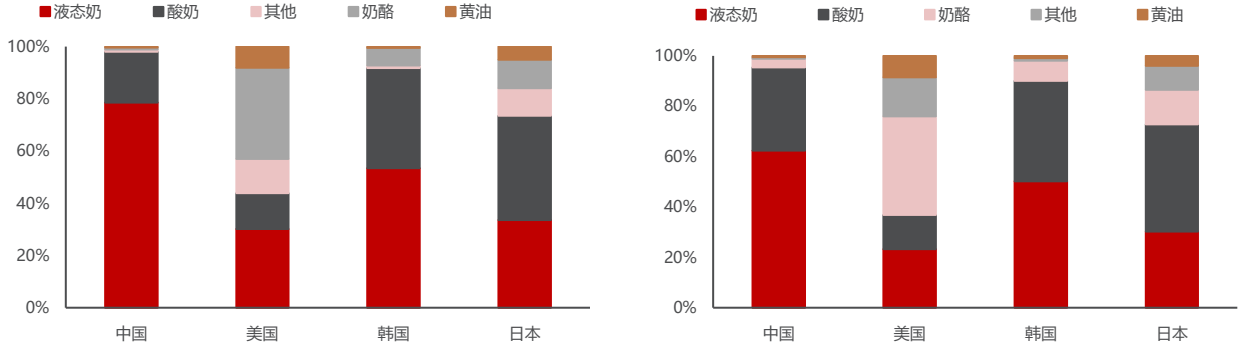
资料来源：wind，民生证券研究院

* 请务必阅读最后一页免责声明

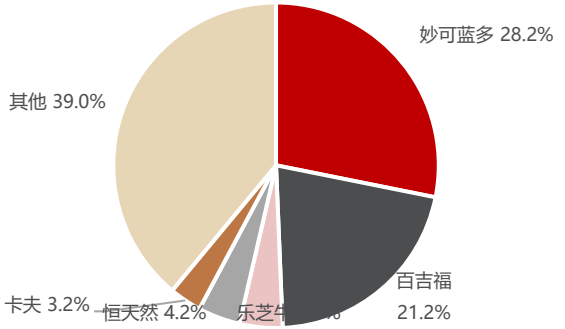
5.8 奶酪类制品渗透率有望加速提升，2021年我国奶酪市场规模达131.2亿元，同增34%

民生证券 MINSHENG SECURITIES

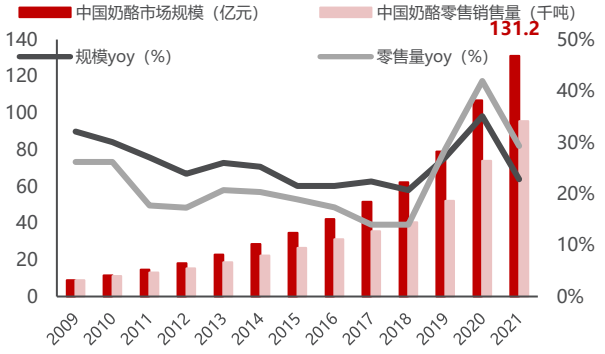
图表：酸奶、奶酪等新品类的渗透率持续提升(2012vs2021)



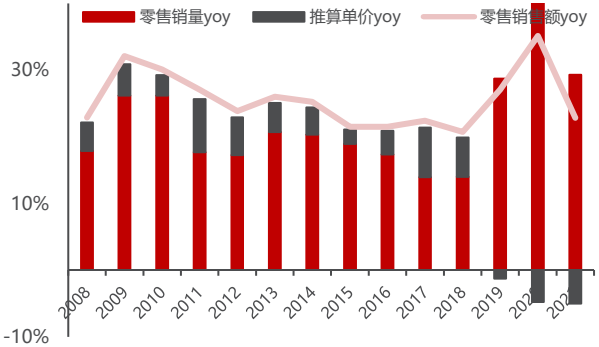
图表：2021年奶酪市场主要品牌市占率



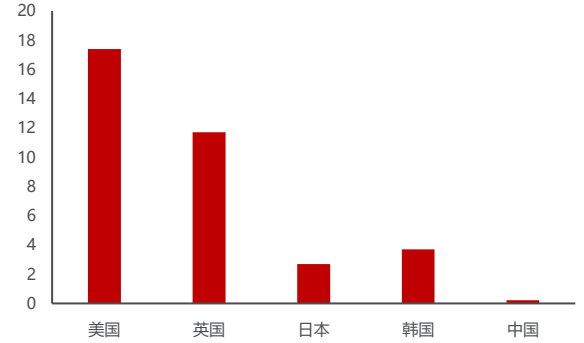
图表：中国奶酪市场2009-2021年市场规模及同比增速



图表：奶酪行业量价拆分



图表：2020年主要国家人均奶酪消费量（kg/年）



资料来源：欧睿、民生证券研究院

资料来源：欧睿，民生证券研究院

资料来源：欧睿，中国奶业年鉴，民生证券研究院

5.8 伊利等龙头公司渠道下沉与产品创新仍将持续领先，天润、新乳业等区域乳企差异化竞争成长

- 短期看，乳制品行业受益于疫后修复，未来产品创新及新品类成长红利将提升行业净利率水平。当下，春节礼赠备货需求叠加疫后“营养”消费，渠道备货及动销反馈积极。
- **推荐标的：优选行业综合性龙头乳企：伊利股份（具备规模效应、抗扰动能力强、高毛利奶粉业务提升利润水平）；高景气细分龙头：推荐新乳业（小而美区域乳企联合体、过去三年内生外延高速扩张，未来重点关注利润率水平的提升）、天润乳业（空白市场加速扩张红利），关注妙可蓝多（高成长性的奶酪赛道龙头）、飞鹤（海外疫后生育需求确定性回补）。**

图表：三轮奶价上行周期，下游乳企都有一波涨价潮

2010年	
伊利	酸奶3-4%、高端白奶金典8%，奶粉10%，整体平均约10%。普通产品没有提价。
蒙牛	高端产品提价7%-8%，整体提价5%。
光明	产品涨价幅度在5%-10%，整体加权平均涨2%。
2013年	
伊利	基础白奶5-7%、高端白奶金典5-10%、成人、金装奶粉10%、整体提价幅度为5-13%；
蒙牛	4月对高端白奶特仑苏提价5%，9月对基础白奶提价5%；
光明	牛奶和酸奶价格加权平均上调幅度约为8%-9%；
三元	低温鲜奶、低温酸均有提价，加权平均5%
2021年	
伊利	1月基础白奶等产品提价约5%；
蒙牛	1月、7月分别对基础白奶产品提价5%；
光明	对基础白奶、低温白奶分批次提价。
新乳业	部分区域低温鲜奶提价5-8%

图表：伊利“金典”持续升级提价

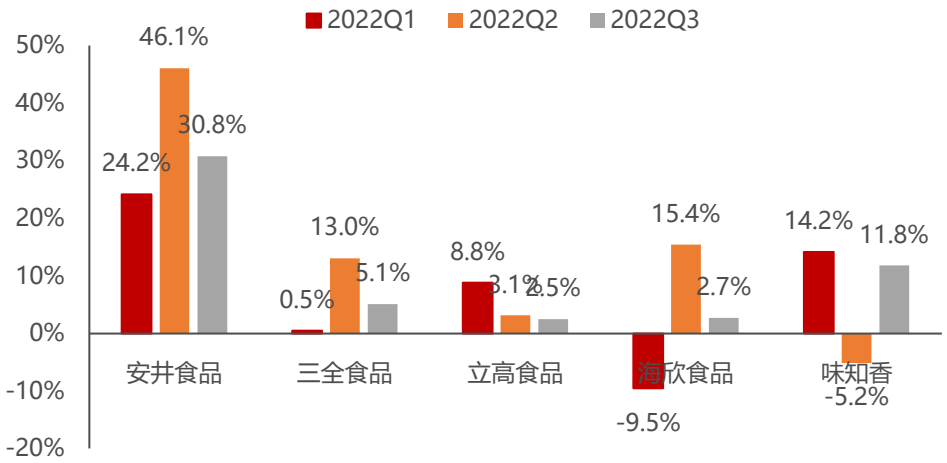
金典系列	纯牛奶	有机纯牛奶	低脂纯牛奶	新西兰进口	进口娟姗有机	有机纯牛奶(梦幻盖)	有机+A2β-酪蛋白	超滤高端牛奶
价格（元/箱）	65	76	68	80	99	78	88	96
每瓶均价（元）	5.42	7.60	5.67	6.67	9.90	7.80	8.80	12.00
上市时间	2006年	2007年	2008年	2018年	2018年	2019年	2021年	2022年
规格	250ml*12	250ml*10	250ml*12	250ml*12	250ml*10	250ml*10	250ml*10	250ml*8
产品样式								
蛋白质含量	3.6g/100ml	3.6g/100ml	3.6g/100ml	4.0g/100ml	4.0g/100ml	4.0g/100ml	3.8g/100ml	6.0g/100ml
产品特色	高端白奶	有机生牛乳	脂肪减少50%	国内首款蛋白含量4.0克的牛奶	有机生牛乳 珍惜娟姗奶牛	黄金奶源 有机生牛乳 梦幻盖包装	有机生牛乳 0.9g/100mlA2β-酪蛋白	主打“超滤” 180mg/100ml原生高钙+ 低脂

资料来源：公司官网、京东、民生证券研究院

5.9 方向3：发展红利期，处于行业发展较初期，以差异化营销、模式、产品相对于龙头公司取得渠道扩张红利、规模单品增长红利的公司

- **预制菜板块：预制菜类仍处于行业发展初期，BC端渗透率持续提升，如味知香、安井、三全、立高等等；**
- **安井食品**凭借其渠道、产品上的优势，内生外延并举， Q1-Q3实现了高速增长，同时规模效应下净利润水平同比亦有所改善。三全食品上半年渠道改革下，费用投放减少，盈利能力大幅提升，但进入Q3，一方面原材料面粉、猪肉价格上涨，另一方面销售费用投入加大，盈利能力下滑。速冻行业强者恒强，合理估值下优先配置龙头企业，**推荐安井食品。**

图表：速冻企业2022Q1-Q3营收增速



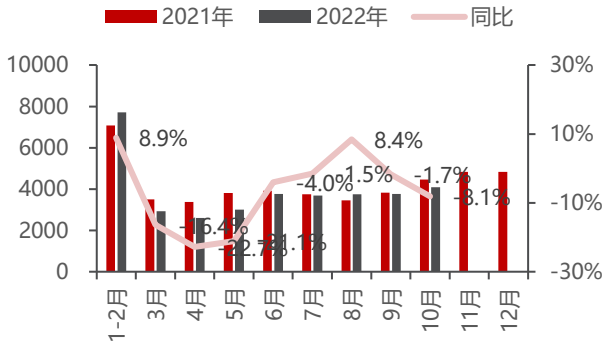
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：速冻企业2022Q1-Q3净利率

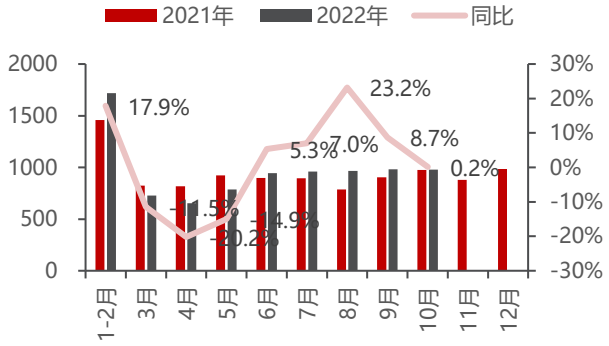
企业名称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	Q3同比(pcts)
安井食品	8.96%	8.52%	8.23%	+1.51
三全食品	11.14%	11.52%	6.25%	(1.19)
立高食品	6.36%	4.38%	4.12%	(4.45)
海欣食品	5.10%	1.08%	8.13%	+9.91
味知香	19.17%	18.08%	17.46%	(2.61)

5.10 消费场景：家庭端受疫情催化，餐饮端迎来曙光

图表：社零餐饮收入及增速（当月，亿元）

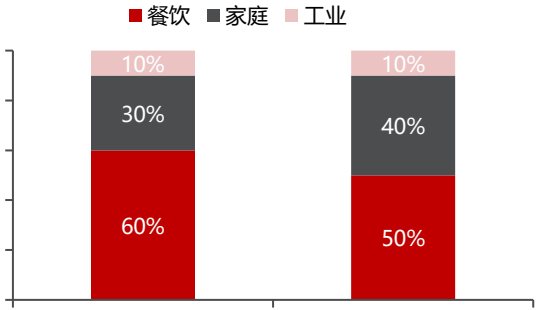


图表：限额以上企业餐饮收入及增速（当月，亿元）

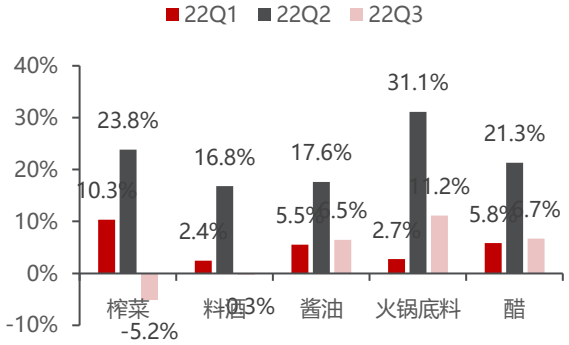


- **整体：预计随餐饮连锁化、外卖渗透率提升，未来下游餐饮渠道仍占主导。**调味品主要下游需求分为**餐饮（B端）、家庭（C端）、工业需求。**
- **B端：至暗时刻已过，预计增速回归。**根据国家统计局社零数据，3/4/5月餐饮同比数据持续探底，9/10月增速仍承压，整体餐饮数据与疫情呈现出较高的相关性。我们认为餐饮端至暗时刻已过，餐饮渠道预计带来较大弹性。
- **C端：需求整体弱复苏，各品类表现分化。**以Q3线下商超数据为例，火锅底料、醋、酱油需求恢复相对较强。

图表：疫情中2021年家庭端渠道占比提升



图表：商超调味品增速分化



资料来源：国家统计局、 萝卜投研，木丁数据，民生证券研究院

5.11 基础调味品：结构升级进阶，渠道多点开花

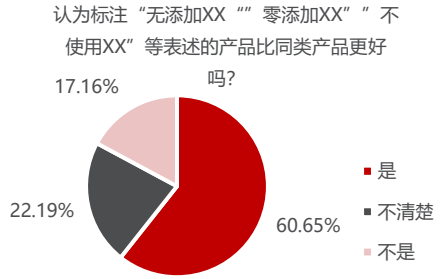
- **结构升级进阶：**国庆期间“调味品添加剂事件“舆论发酵，消费者对健康饮食的意识进一步觉醒，“零添加“、”有机”、“减盐” 短期动销加快，预计高端线产品渗透率提升，长期调味品行业的消费升级趋势延续。

图表：头部酱油品牌零添加产品对比（截至2022年12月14日）

品牌	产品	终端价	氨基酸态氮含量	配料
千禾	御藏本酿180天	16.2元/500ml	≥1g/100ml	水，大豆，黄豆，小麦，食盐，白糖
	头道原香180天	17.3元/500ml	≥1g/100ml	水，黄豆，小麦，食盐，白糖
	纯酿红烧酱油	18.3元/500ml	≥0.8g/100ml	水，黄豆，小麦，食盐，白糖，红糖
	头道原香280天	23.9元/500ml	≥1.1g/100ml	水，黄豆，小麦，食盐
	头道原香380天	27.3元/500ml	≥1.2g/100ml	水，黄豆，小麦，食盐
	御藏本酿380天	28.5元/500ml	≥1.2g/100ml	水，黄豆，小麦，食盐
	有机酱油	49.8元/500ml	≥1.2g/100ml	水，黄豆，小麦，食盐
海天	0金标生抽	9.9元/500ml	≥1g/100ml	水，黄豆，小麦，食盐，白糖，酵母提取物
	黑豆0金标生抽	11.9元/500ml	≥1g/100ml	水，黑豆，小麦，食盐，白糖，酵母提取物
	0添加草菇老抽	13.9元/500ml	≥0.7g/100ml	水，黄豆，小麦，食盐，白糖，草菇
	老字号零添加	17.0元/480ml	≥1g/100ml	水，黄豆，小麦，食盐，白糖，酵母提取物
	清简酱油	26.9元/460ml	≥1g/100ml	水，黄豆，小麦，食盐，白糖，酵母提取物
	即简裸酱油	29.9元/460ml	≥1g/100ml	水，黄豆，小麦，食盐，白糖
李锦记	零添加醇味鲜	21.6元/500ml	≥0.9g/100ml	水，大豆，小麦，食盐，酵母提取物
	原酿本味鲜	21.6元/200ml	≥0.9g/100ml	水，大豆，小麦，食盐，酵母提取物
太太乐	0添加原味鲜	17元/450ml	≥0.8g/100ml	水，大豆，小麦，食盐，白糖，玉米发酵酱
加加	零添加特级生抽	25.9元/500ml	≥1g/100ml	水，黄豆，小麦，食盐
厨邦	零添加原汁生抽	17.9元/500ml	≥1g/100ml	水，大豆，小麦，食盐，白糖，酵母提取物
	零添加原汁黑豆生抽	19.9元/500ml	≥0.9g/100ml	水，黑豆，小麦，食盐，白糖，酵母提取物

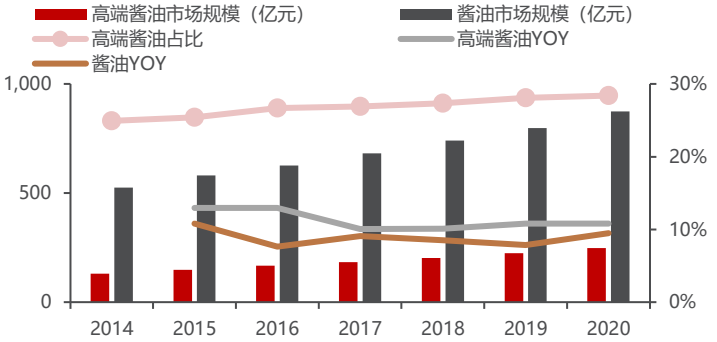
资料来源： 天猫，民生证券研究院

图表：消费者目前更偏好无添加剂产品



资料来源： 科信食品与健康信息交流中心发布的《中国消费者食品标签认知及使用状况调研报告 2020》，民生证券研究院

图表：高端酱油占比逐年提升，增速高于整体酱油行业

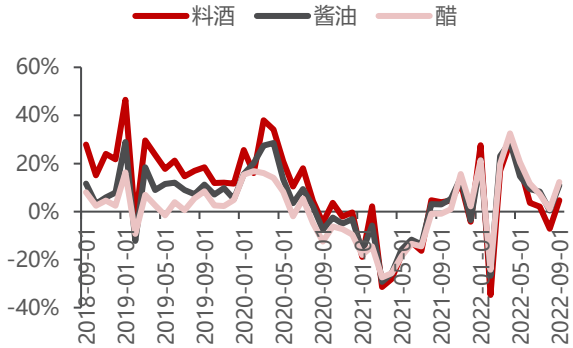


资料来源： 通联数据，民生证券研究院

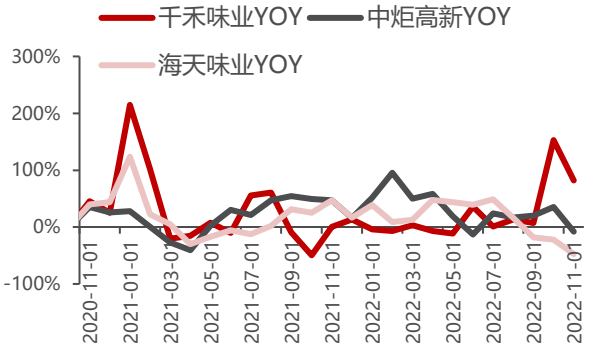
5.12 基础调味品：结构升级进阶，渠道多点开花

- **渠道多点开花**：疫情中消费者居家场景增多，商超等传统线下渠道受损，而社区团购、线上等直接触达消费者的渠道加速成长。
- **社区团购**：以生鲜为主，调味品顺势成为生鲜产品的最佳搭配产品。根据调料家数据，当前社区团购渠道占调味品总销售额的比重已高于10%。
- **线上渠道**：根据各公司年报，2017-2021年海天/天味/中炬线上渠道CAGR分别为36.9%/76.4%/42.6%，线上增速显著高于线下。根据天猫淘宝平台数据，近两年线上增速较快。

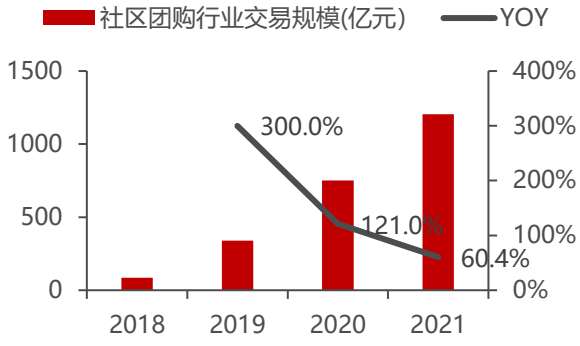
图表：疫情中线下商超销售额增速承压



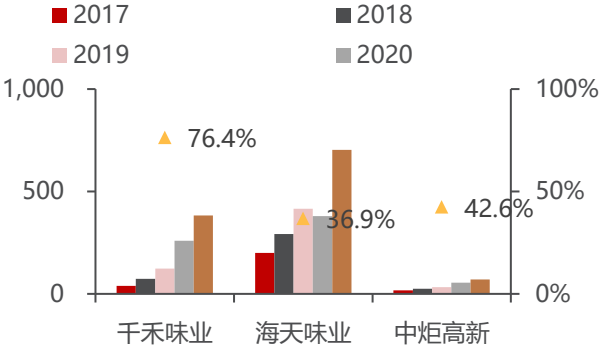
图表：天猫淘宝平台各调味品企业收入增速



图表：疫情中社区团购高速成长



图表：各调味品品牌线上收入及增速（百万元）

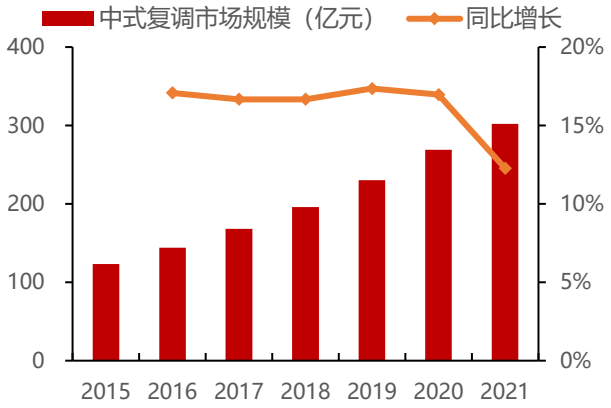


资料来源： 各公司年报、通联数据、调料家，民生证券研究院

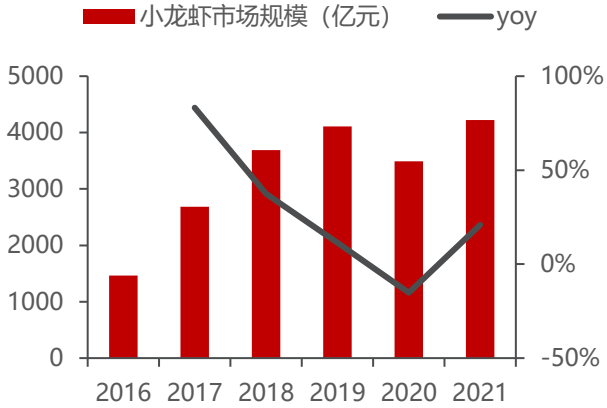
5.13 复合调味品：B端培育C端跟进，创新带来新增量

- **B端培育**：从供给端来看，参考海外餐饮高连锁化率，国内连锁餐饮处于低渗透&持续成长阶段，餐饮对供应链的稳定、高效、成本控制要求逐渐提高，倒逼餐饮上游标准化，复合调味品在B端渠道不断创新优化，大单品不断涌现，如酸菜鱼、小龙虾、干锅、冬调等；同时基于全国不同地区消费者口味多样性，非辣火锅底料应运而生。
- **C端跟进**：疫情下餐饮消费场景受限，B端复合调味品需求疲软，而C端成长迎来催化。以商超渠道为例，火锅底料增速高于酱油、料酒、醋等基础调味品。

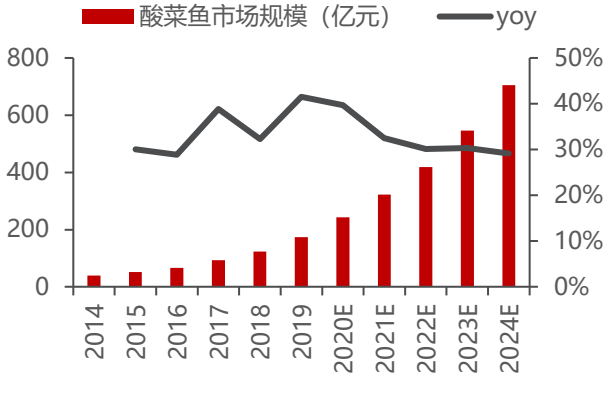
图表：中式复调规模保持双位数增长（亿元）



图表：小龙虾市场规模



图表：酸菜鱼市场规模

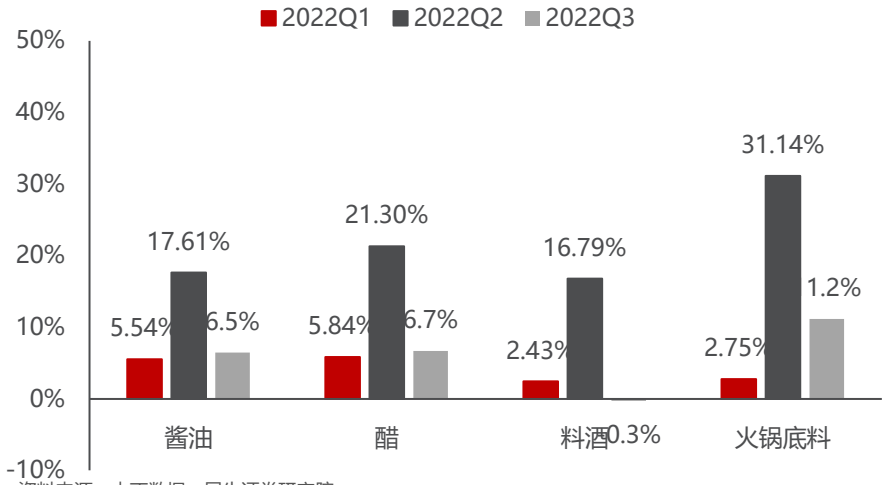


资料来源：中国水产协会、前瞻产业研究院、通联数据，民生证券研究院

5.14 调味品：家庭端需求恢复，餐饮端至暗时刻已过

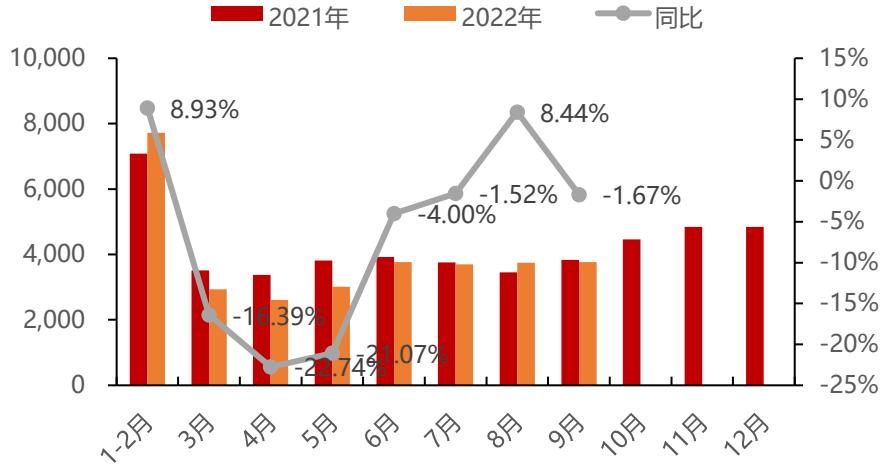
- 调味品主要下游可分为餐饮、家庭以及工业需求，其中餐饮与家庭消费占据主要地位，工业需求量相对稳定。
- 在居家场景增多下，家庭端需求恢复逐步恢复，以商超渠道为例，2022Q1-3调味品品类均实现稳步增长，Q2在疫情囤货需求下增速较高；餐饮端，3-5月因华东疫情大幅下滑约20%，8月管控放松下实现增长，随着天气转凉，疫情反复，随着管控措施更加精准高效，餐饮降幅大幅收窄，餐饮端需求至暗时刻已过。

图表：商超渠道主要调味品Q3增长放缓（同比增速：%）



资料来源：木丁数据，民生证券研究院

图表：社零餐饮收入受疫情扰动，至暗时刻已过（单位：亿元）

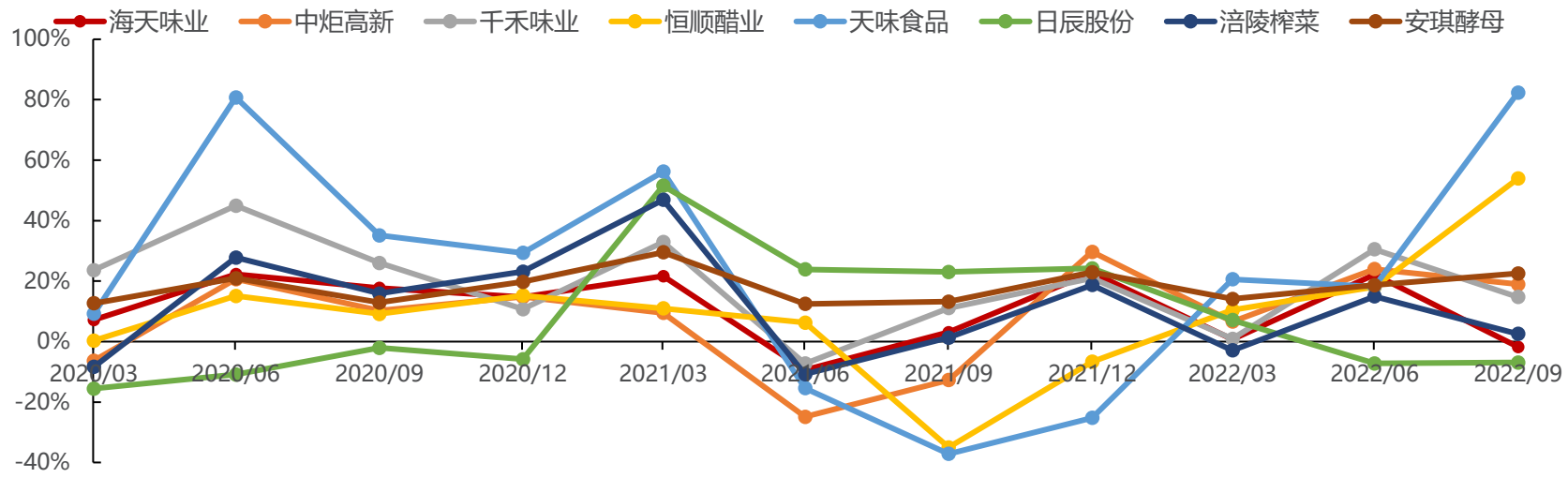


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

5.15 调味品：弱复苏下企业收入端表现分化

- 受益需求复苏，C端占比较高的调味品企业Q3营收增长均有所提速，低基数下部分企业实现高增，如天味食品、恒顺醋业（收入同比增速分别为+82.3%/+53.9% ）等；而B端占比较高的基础调味品企业、以及餐饮端定制餐调为主的企业，Q3仍承压下滑，**如海天味业、日辰股份等。**

图表：调味品企业2022Q3营收增长分化



资料来源：wind，民生证券研究院

5.16 弱复苏下企业收入端表现分化

图表：重点调味品公司收入及增速

公司简称	单季度收入（亿元）						
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
天味食品	5.22	4.95	3.81	6.28	6.29	5.85	6.95
恒顺醋业	5.17	5.18	3.24	5.34	5.72	6.11	4.98
安琪酵母	26.56	25.78	23.60	30.81	30.32	30.59	28.92
中炬高新	12.63	10.53	10.96	17.04	13.47	13.05	13.04
千禾味业	4.78	4.08	4.70	5.70	4.82	5.33	5.39
海天味业	71.58	51.74	56.62	70.10	72.10	63.22	55.62
涪陵榨菜	7.09	6.38	6.09	5.63	6.89	7.33	6.24
日辰股份	0.70	0.76	0.95	0.98	0.75	0.70	0.88

公司简称	单季度收入YOY						
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
天味食品	56.2%	-15.4%	-37.1%	-25.2%	20.6%	18.2%	82.3%
恒顺醋业	11.0%	6.3%	-35.0%	-6.6%	10.4%	18.1%	53.9%
安琪酵母	29.6%	12.5%	13.2%	22.9%	14.1%	18.7%	22.5%
中炬高新	9.5%	-24.9%	-12.7%	29.7%	6.6%	24.0%	19.0%
千禾味业	32.9%	-7.2%	11.1%	21.0%	0.9%	30.5%	14.8%
海天味业	21.7%	-9.4%	3.1%	22.9%	0.7%	22.2%	-1.8%
涪陵榨菜	46.9%	-10.8%	1.3%	18.7%	-2.9%	15.0%	2.5%
日辰股份	51.5%	23.9%	23.0%	24.3%	7.1%	-7.2%	-6.9%

图表：重点调味品公司利润及增速

公司简称	单季度归母净利润（亿元）						
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
天味食品	0.80	(0.05)	0.05	1.04	1.00	0.66	0.78
恒顺醋业	0.79	0.49	0.07	(0.16)	0.77	0.51	0.27
安琪酵母	4.42	3.86	1.90	2.91	3.13	3.55	2.29
中炬高新	1.75	1.05	0.87	3.75	1.58	1.55	1.06
千禾味业	0.40	0.26	0.66	0.89	0.55	0.64	0.69
海天味业	19.53	13.99	13.55	19.63	18.29	15.64	12.74
涪陵榨菜	2.03	1.73	1.27	2.38	2.14	3.02	1.80
日辰股份	0.15	0.19	0.23	0.25	0.14	0.12	0.16

公司简称	单季度归母净利润YOY						
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
天味食品	4.1%	-103.7%	-96.2%	136.8%	25.3%	1554.3%	1629.3%
恒顺醋业	3.9%	-33.8%	-91.2%	-118.7%	-0.8%	3.6%	236.1%
安琪酵母	45.7%	-7.2%	-35.2%	-19.1%	-29.3%	-7.9%	20.6%
中炬高新	-15.2%	-57.9%	-59.2%	68.9%	-9.5%	47.6%	21.5%
千禾味业	-43.3%	-70.1%	-1.2%	594.2%	38.5%	145.3%	3.7%
海天味业	21.1%	-14.7%	2.8%	7.2%	-6.4%	11.8%	-6.0%
涪陵榨菜	22.7%	-27.6%	-39.1%	45.7%	5.4%	74.7%	41.4%
日辰股份	-0.3%	-8.8%	-4.2%	13.5%	-7.5%	-38.1%	-29.5%

资料来源：Wind，民生证券研究院

5.16 方向4：兼顾成本业绩弹性，阶段性包材、原料等成本端边际下降而释放弹性需要关注

图表：大众品主要原材料同比、环比增速（季度）

原料		21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
同比	原奶	12.1%	18.7%	16.5%	6.3%	-0.9%	-2.5%	-4.9%
	白砂糖	-8.1%	0.3%	4.0%	7.2%	7.5%	7.1%	2.4%
	大麦	3.6%	2.5%	19.0%	20.3%	25.2%	24.3%	27.6%
	大米	5.0%	-1.5%	-3.1%	-4.7%	-7.4%	-6.3%	-3.8%
	豆粕	28.0%	21.7%	23.8%	9.2%	15.6%	23.0%	20.6%
	麦麸	39.0%	38.7%	24.9%	12.8%	8.1%	13.2%	2.8%
	小麦粉	1.3%	1.8%	2.1%	2.3%	3.6%	6.3%	6.1%
	糯米粉	1.8%	-12.6%	-18.1%	-15.6%	-12.7%	-8.8%	-3.9%
	大豆油	47.7%	64.9%	42.6%	25.5%	17.0%	24.9%	8.3%
	棕榈油	35.7%	69.4%	50.7%	45.6%	53.9%	70.2%	1.9%
	大豆	31.2%	9.6%	6.8%	13.1%	3.3%	11.4%	12.0%
	鱼糜	12.6%	29.1%	36.5%	22.5%	10.1%	-8.4%	-13.0%
	猪肉	-11.9%	-34.5%	-55.8%	-44.8%	-52.4%	26.8%	46.2%
	淀粉	46.1%	36.8%	17.8%	11.9%	-7.4%	-1.2%	-0.5%
环比	原奶	5.4%	-0.3%	1.9%	-0.8%	-1.7%	-1.9%	-0.7%
	白砂糖	0.0%	3.4%	2.0%	1.7%	0.2%	3.0%	-2.5%
	大麦	3.6%	11.1%	3.8%	0.6%	7.8%	10.3%	6.6%
	大米	1.6%	-1.9%	-2.7%	-1.7%	-1.3%	-0.7%	-0.1%
	豆粕	14.1%	-5.1%	5.2%	-4.2%	20.8%	1.0%	3.1%
	麦麸	10.8%	0.6%	5.6%	-4.2%	6.2%	5.3%	-4.0%
	小麦粉	3.6%	-0.8%	1.5%	7.6%	7.8%	6.0%	-2.9%
	糯米粉	-5.5%	-5.4%	-4.4%	-1.3%	-2.2%	-1.1%	0.7%
	大豆油	14.8%	1.8%	0.9%	6.5%	7.0%	8.7%	-12.5%
	棕榈油	12.3%	10.0%	7.2%	9.9%	18.7%	21.6%	-35.8%
	大豆	10.0%	-1.5%	-0.4%	4.8%	0.4%	6.3%	0.2%
	鱼糜	9.1%	20.7%	1.4%	-8.3%	-2.0%	0.5%	-3.7%
	猪肉	1.8%	-34.3%	-23.6%	8.0%	-12.1%	0.9%	46.4%
	淀粉	16.3%	-4.4%	-5.8%	6.8%	-3.7%	2.0%	-5.2%

图表：大众品主要包料同比、环比增速（季度）

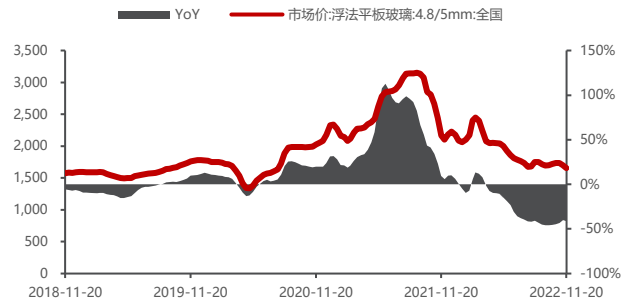
包材		21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
同比	瓦楞纸	11.1%	22.0%	13.3%	23.2%	-5.2%	-6.6%	17.4%
	PET	-2.7%	9.9%	26.5%	49.6%	28.7%	32.9%	23.2%
	玻璃	28.3%	78.8%	69.3%	16.2%	0.6%	-25.0%	-44.2%
	铝	23.0%	57.9%	52.4%	43.4%	55.0%	20.1%	-11.2%
环比	瓦楞纸	9.3%	-2.0%	5.0%	9.6%	-15.9%	-3.5%	-7.1%
	PET	23.0%	3.4%	5.0%	12.0%	5.8%	6.7%	-2.6%
	玻璃	6.9%	17.8%	18.3%	-21.9%	-7.5%	-12.2%	-12.0%
	铝	9.1%	14.5%	10.0%	4.3%	18.0%	-11.2%	-18.7%

- **原料价格表现分化。**从21Q1-22Q2区间表现来看，**大豆油、棕榈油**价格同比持续高涨，而单22Q3棕榈油/大豆油价格环比-35.8%/-12.5%，已出现明显的回落。猪肉价格从22Q2开始趋势上行，22Q3猪肉价格环比+46.4%，涨幅显著。
- **包材价格显著回落。**瓦楞纸价格从22Q1开始持续同比、环比回落，玻璃价格在21Q4开始进入下行通道。22年前三季度PET价格同比提升，而环比已从22Q3开始回落。铝价在22Q2开始显著下滑。

资料来源： Wind，民生证券研究院

5.17 包材：价格显著回落，预计今年Q4和明年包材成本压力有所缓解

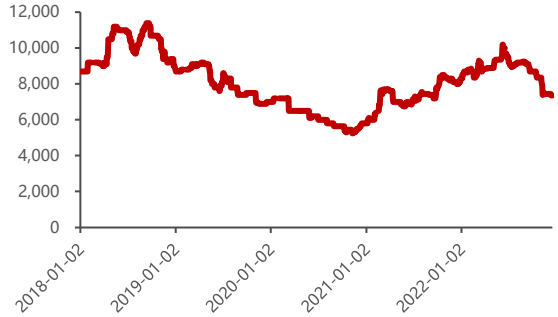
图表：玻璃价格从21Q4开始下行（元/吨）



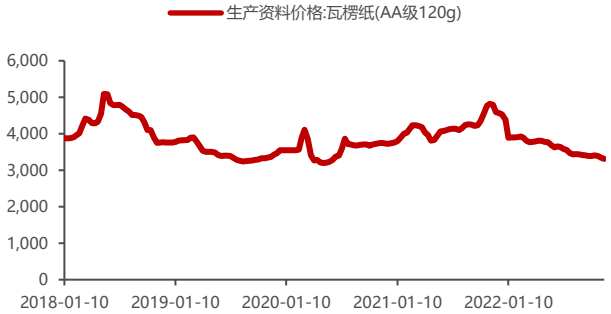
图表：国内铝价近期有所下行（美元/吨）



图表：PET价格趋势（元/吨）



图表：瓦楞纸价格（元/吨）



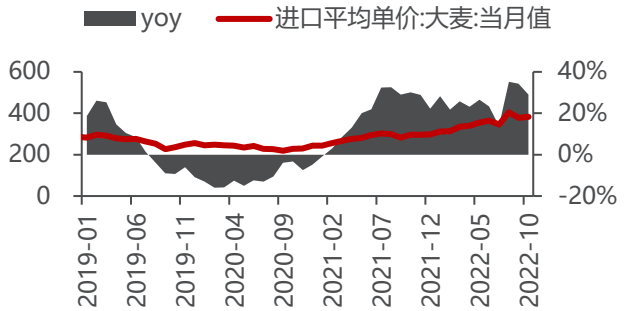
资料来源： 中塑在线、国家统计局、LME，民生证券研究院

- **包材：大众品核心包材的价格均从22Q2开始环比显著下降，预计大众品企业今年Q4和明年包材成本压力有所缓解。**根据国家统计局数据，瓦楞纸价格从22Q1开始持续同比、环比回落，玻璃价格在21Q4开始进入下行通道。根据中塑在线数据，22年前三季度PET价格同比提升，而环比已从22Q3开始回落。根据LME数据，铝价在22Q2开始显著下滑。

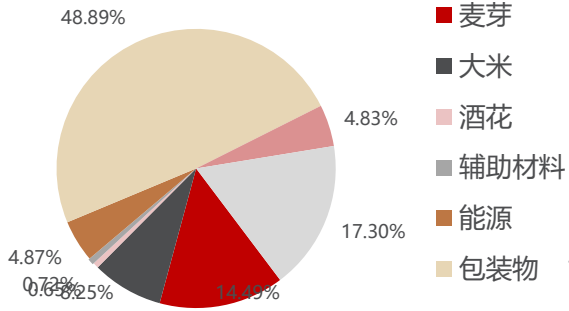
5.18 啤酒：大麦价格高位企稳，综合成本涨幅有望收窄

- **啤酒成本以包装物、麦芽、大麦为主，22Q3麦芽价格同比持续走高。**根据青岛啤酒公告，2013年青岛啤酒的制造成本中，占比前三的为包装物、麦芽、大米，占比分别为50.62%、13.48%、8.26%。从2022年季度平均价格走势来看，麦芽价格同比持续走高，22Q1/Q2/Q3分别同比+25%/+24%/+28%；而包装物（主要包括玻璃、铝、瓦楞纸）价格已呈现回落趋势，22Q1/Q2/Q3分别同比+13%/-1%/-20%。

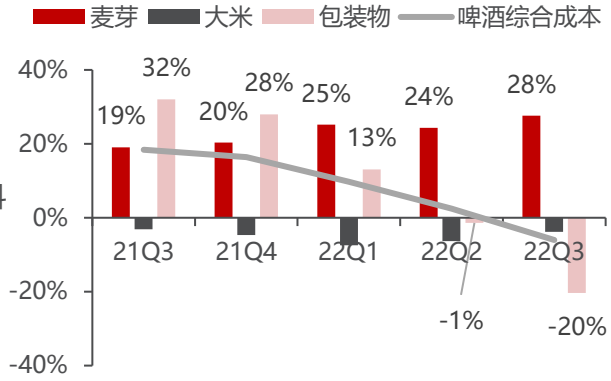
图表：大麦价格走势



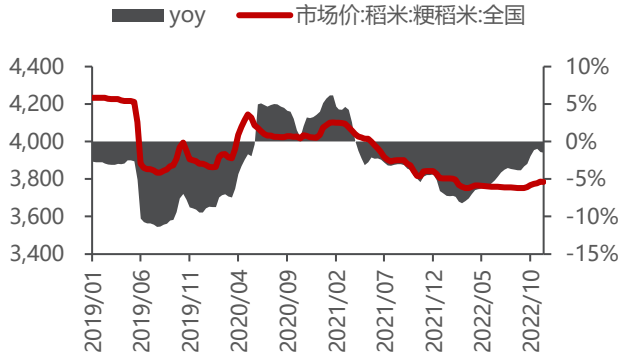
图表：啤酒行业成本拆分



图表：青岛啤酒成本拆分



图表：稻米（大米）价格走势

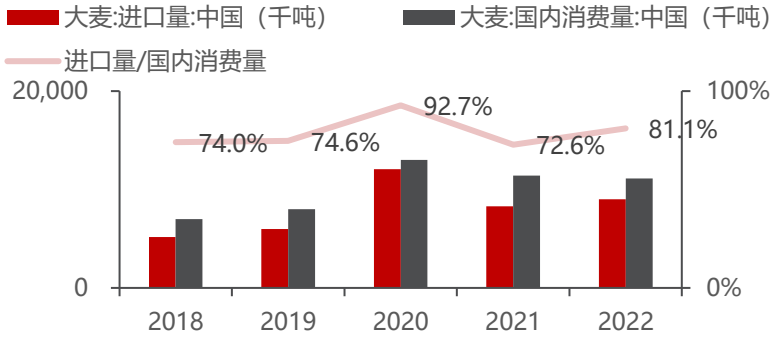


资料来源：青岛啤酒2013年年报、Wind，民生证券研究院

5.19 啤酒：大麦价格高位企稳，啤酒综合成本涨幅有望收窄

- **展望Q4和明年，啤酒综合成本涨幅有望收窄。**基于啤酒企业一般会提前采购包材和原料，22Q3玻璃、铝、瓦楞纸等包材价格下降预计在22Q4和23H1传导至报表端。大麦价格方面，根据美国农业部数据，近五年大麦进口量/国内消费量平均约为79%，国内大麦进口依存度较高。从国内大麦供需和库存来看，目前为止国内大麦供应略小于需求，我们预计22Q4开始大麦价格持平或略有上升。综上，随着包材价格下行、大麦价格高位企稳，啤酒综合成本涨幅有望收窄。

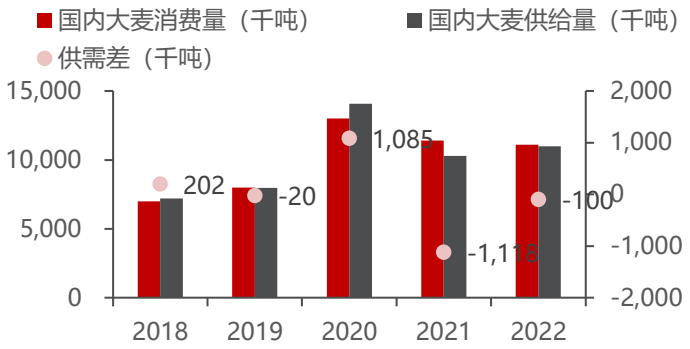
图表：大麦进口依存度近五年平均为79%



图表：全球大麦供需结构（千吨）

年份	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23E	23E/24E
消费量	140781	155562	162126	151775	154688	156261
其中：食品、种子、工业用途	45515	46081	47497	45041	46526	46881
其中：饲料用途	95266	109481	114629	106734	108162	109380
产量	139425	157818	160545	147988	155043	156437
消费量-产量（需求缺口）	1356	-2256	1581	3787	-355	-176
期初库存	21427	20071	22327	20746	16959	17314
期末库存	20071	22327	20746	16959	17314	17490
库存变动	-1356	2256	-1581	-3787	355	176

图表：国内大麦供需

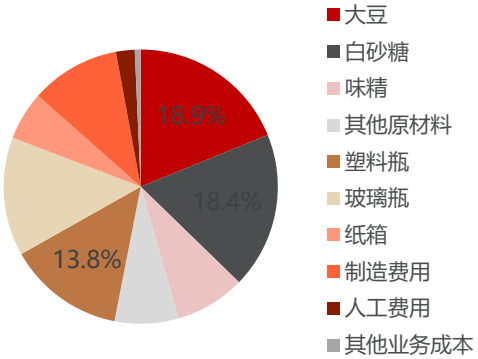


资料来源：USDA、Wind，民生证券研究院

5.20 调味品：大豆价格高点回落，调味品成本已经入下行通道

- **调味品中，酱油成本主要以大豆、豆粕、白砂糖和包材为主，大豆、白砂糖价格持续上涨。**以海天味业为例，根据海天味业招股书，2012年营业成本中大豆/白砂糖/塑料瓶/玻璃瓶/味精/纸箱占比分别为18.9%/18.4%/13.8%/14.0%/8.3%/5.7%，原材料中大豆、白砂糖占比最高。从2022年前三季度价格走势来看，大豆22Q1/22Q2/22Q3分别同比+3%/+11%/+12%，白砂糖分别同比+8%/+7%/+2%，大豆和白砂糖价格持续走高，给调味品成本造成一定压力。

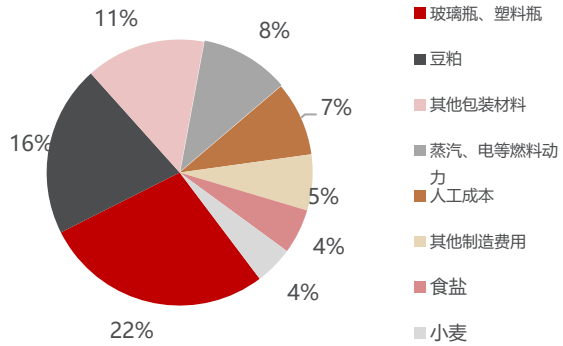
图表：海天味业成本拆分



资料来源：海天味业招股说明书，民生证券研究院

注：采用2012年数据

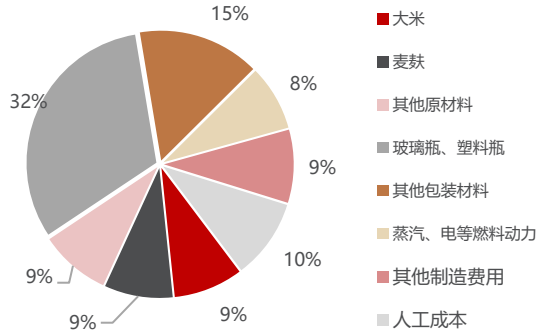
图表：千禾味业-酱油成本拆分



资料来源：千禾味业招股说明书，民生证券研究院

注：采用2015年数据

图表：千禾味业-醋成本拆分



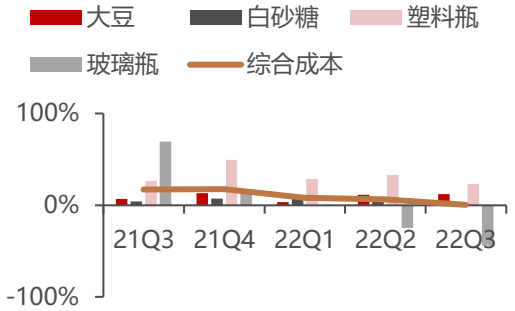
资料来源：千禾味业招股说明书，民生证券研究院

注：采用2015年数据

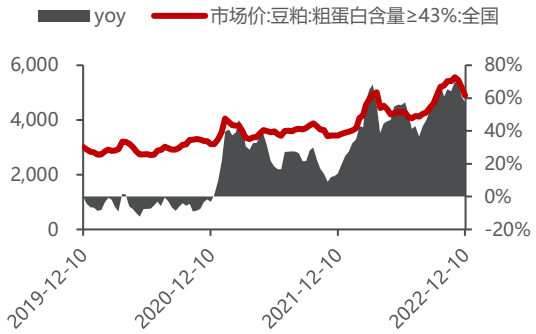
5.21 调味品：大豆价格高点回落，调味品成本已经步入下行通道

- **展望23年，调味品成本已经入下行通道。**大豆方面，从供给来看根据农业农村部发布的《2022年11月中国农产品供需形势分析》，国内方面大豆增产已成定局，国产大豆供应充足；海外方面，北美大豆收获进展顺利，南美大豆增产预期较强，全球大豆供应预计宽松，而大豆需求相对稳定，目前大豆价格拐点已现。包材方面，22Q3玻璃、PET、瓦楞纸等包材价格均已显著回落。整体来看，调味品行业成本调整已进入拐点，有望驱动调味品企业盈利能力加强。

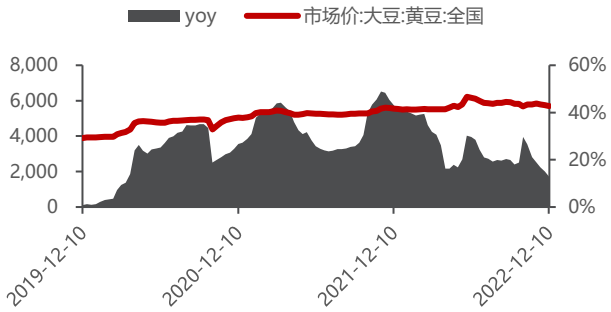
图表：调味品核心成本价格走势（季度）



图表：豆粕价格走势（单位：元/吨）



图表：大豆价格走势（单位：元/吨）



图表：白砂糖价格走势（单位：元/吨）

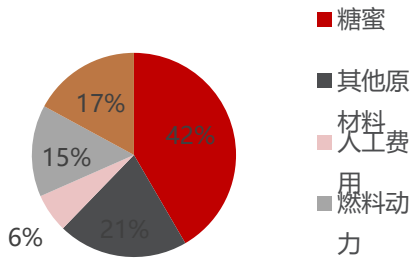


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

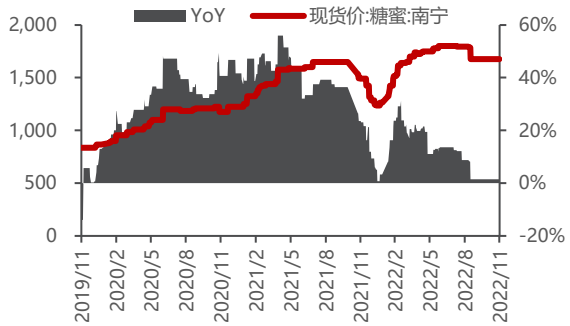
5.22 酵母：短期价格下行趋势已现，中长期受制于水解糖、木薯&玉米等的替代效应

- **酵母成本以酵母为主，糖蜜价格较年初涨幅较大，现已高位企稳。**根据安琪酵母2021年年报，制造成本中糖蜜占比约42%。从糖蜜价格走势来看，以南宁糖蜜为代表的糖蜜价格近几年持续走高，而从同比增幅来看，糖蜜价格同比涨幅收窄、高位企稳。
- **需求：预计2022/23年我国糖蜜市场需求有望持续增长。**（1）疫情中酒精消毒需求增加（酒精原料包括玉米、小麦淀粉、糖蜜等），去年玉米价格涨幅高，酒精企业转而采用糖蜜生产酒精；（2）以安琪酵母为代表的酵母企业需求快速增长（3）糖蜜在饲料中的应用愈发广泛等。
- **供给： 预计2022/23榨季国内糖蜜供应量为284万吨左右。**根据泛糖科技数据，预计2022/23榨季全国糖蜜入榨量为7823万吨（yoy-1.4%），糖蜜产量为273万吨（yoy-0.7%），糖蜜入榨量、糖蜜产量都基本与上榨季持平。此外，加工糖厂方面，根据年加工原糖数量500万吨，废蜜产出率约为2%-2.5%（取中间值2.25%）计算，加工糖厂的糖蜜的年产量约为11.25万吨。综上，2022/23榨季国内糖蜜供应量约为284万吨。

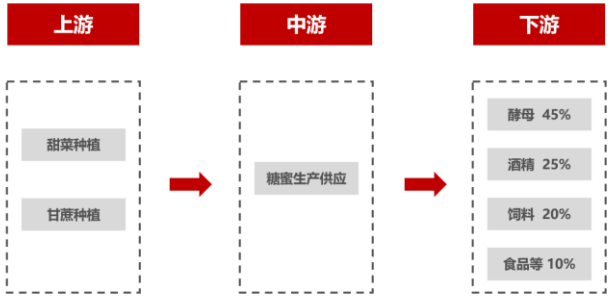
图表：酵母成本结构中，糖蜜为主



图表：糖蜜价格走势（单位：元/吨）



图表：糖蜜产业链示意图



资料来源：安琪酵母2021年年报、泛糖科技，民生证券研究院

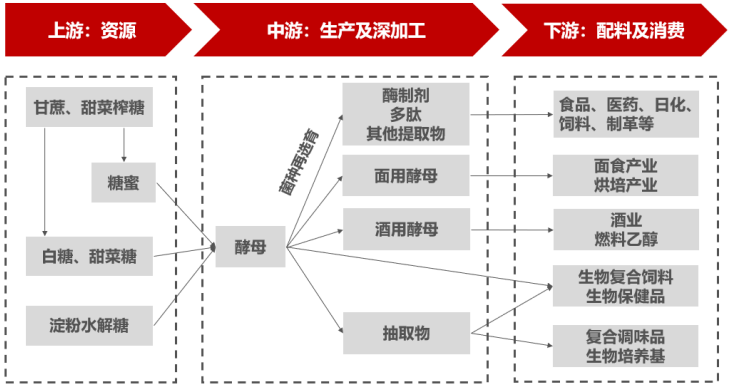
5.23 酵母：短期价格下行趋势已现，中长期受制于水解糖、木薯&玉米等的替代效应

- **价格展望：阶段性价格下跌趋势已现，中长期受制于水解糖、木薯&玉米等的替代效应。**短期来看，参考往年糖蜜价格的周期性波动，随着糖厂陆续开榨进入生产高峰，糖蜜供应量迅速增加，糖蜜价格均会表现出一定程度的下滑。而中长期来看，糖蜜价格受制于水解糖、木薯和玉米等的替代效应。（1）水解糖：以安琪酵母为代表的酵母企业正在使用水解糖替代糖蜜，从而缓解糖蜜价格上涨带来的成本压力。现阶段酵母企业的水解糖产能尚未规模投产，糖蜜采购需求仍然较大， 但水解糖替代部分糖蜜需求势在必行，糖蜜中长期价格预计承压。（2）木薯&玉米：当糖蜜价格持续高位，生产糖蜜酒精的厂商将长期亏损， 开机企业逐年减少，与此同时木薯酒精、玉米酒精的替代效应增强，糖蜜价格有望小幅走低。

图表：2020/21-2022/23榨季全国糖

类别	主产区	2020/21榨季		2021/22榨季		2022/23榨季*	
		入榨量（万吨）	糖蜜产量（万吨）	入榨量（万吨）	糖蜜产量（万吨）	入榨量（万吨）	糖蜜产量（万吨）
甘蔗糖蜜	广西	4921	165	5019	168	4768	160
	云南	1696	57	1555	52	1450	49
	广东	541	18	563	19	587	20
	海南	69	2	66	2	70	2
	小计	**7277**	**243**	**7253**	**243**	**6925**	**232**
甜菜糖蜜	内蒙	697	33	390	19	470	22
	新疆	461	22	260	12	398	19
	小计	**1188**	**55**	**680**	**32**	**898**	**41**
全国合计		**8465**	**298**	**7933**	**275**	**7823**	**273**

图表：酵母上下游产业链



资料来源：泛糖科技，民生证券研究院

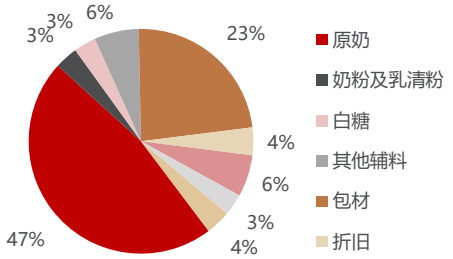
5.24 乳制品：“紧平衡”到“紧宽松”，23年奶价有望高位下行

- **乳制品中，成本主要以原奶为主。**21年原奶价格突破历史高位后，22年饲料价格上涨推高上游养殖成本，原奶高位小幅回落。国内原奶供需关系从2021年的“**紧平衡**”走向2022年的“**紧宽松**”。未来随着国内奶牛存栏量增加，新建牧场产能释放，供给端快速增长，预计2023全年原奶价格进入温和下行通道，长期以来成本端对行业利润弹性的压制得以解除。

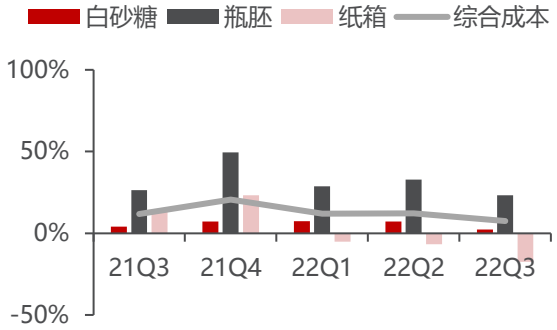
图表：中国原奶价格周期复盘



图表：乳制品成本结构中，原奶为主



图表：乳制品核心成本价格走势（季度）

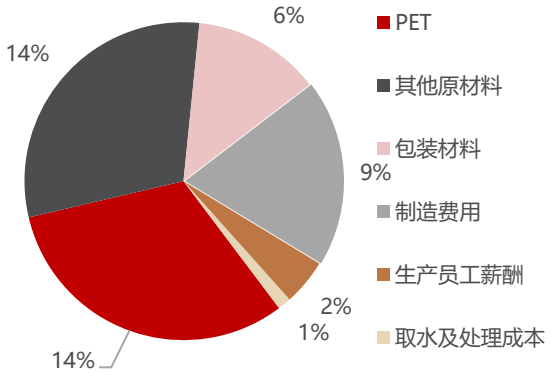


资料来源：新乳业招股说明书、Wind，民生证券研究院

5.25 软饮料：Q4白砂糖、PET价格企稳，成本压力有望释放

- 饮料行业中，根据细分产品不同，成本结构有所差异。以农夫山泉和东鹏特饮为例，农夫山泉原材料大头为PET及其他原材料，占比各自为14.10%/13.50%；东鹏特饮则为白砂糖和瓶坯，占比分别为30.81%/18.94%。
- 以东鹏特饮为例，我们根据主要原材料、包材的价格走势和成本结构，测算逐季度综合成本。我们预计22Q4以及23年，**随白砂糖和PET价格略回落，软饮料的成本压力有望释放。**

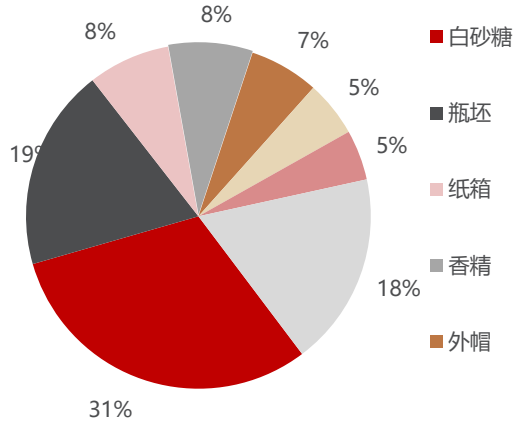
图表：农夫山泉成本拆分



资料来源：农夫山泉招股说明书，民生证券研究院

注：采用2019年数据

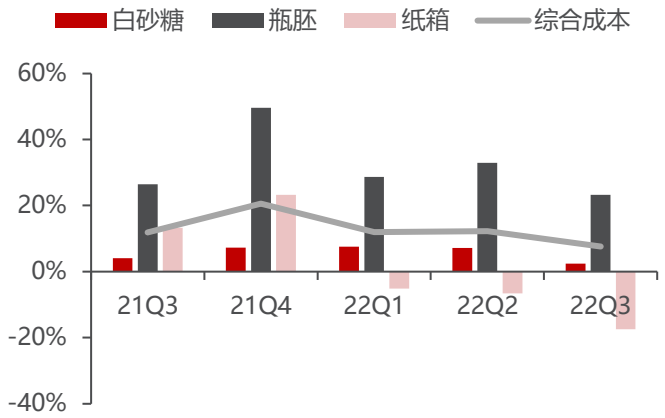
图表：东鹏特饮成本拆分



资料来源：东鹏特饮招股说明书，民生证券研究院

注：采用2020年数据

图表：软饮料核心成本价格走势（季度）

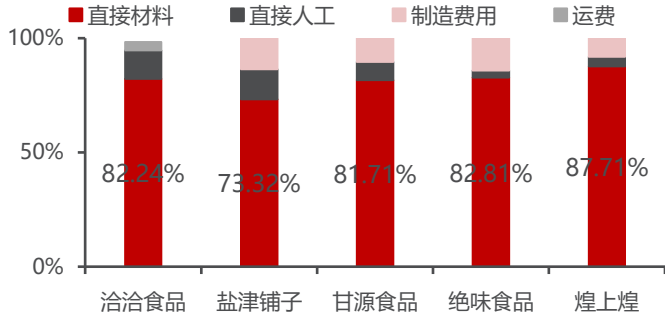


资料来源：Wind，民生证券研究院

5.26 休闲零食： 棕榈油价格同比回调，期待利润弹性释放

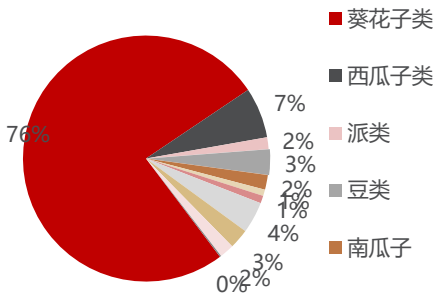
- 对于洽洽食品，成本的76%为葵花籽类；对于甘源食品，除去包材，主要原材料为棕榈油和青豌豆，分别占9.64%/7.54%。
- **休闲食品各企业成本中直接材料占比多处于80%以上，原材料成本的上涨将大幅影响企业的成本情况。**但原材料价格表现有所分化，部分原材料价格相对平稳，部分原材料如油料、油葵等价格自21年初持续上涨，目前油料价格同比下滑，利好油料使用量大的企业成本压力边际缓解。

图表：各企业直接材料占比均为70%以上



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

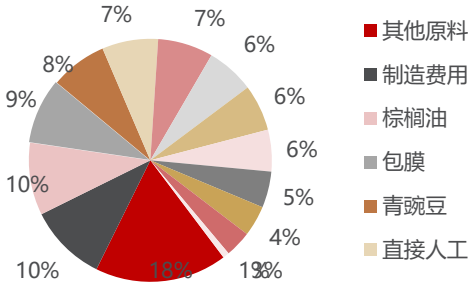
图表：洽洽食品成本拆分



资料来源：洽洽食品招股说明书，民生证券研究院

注：采用2019年数据

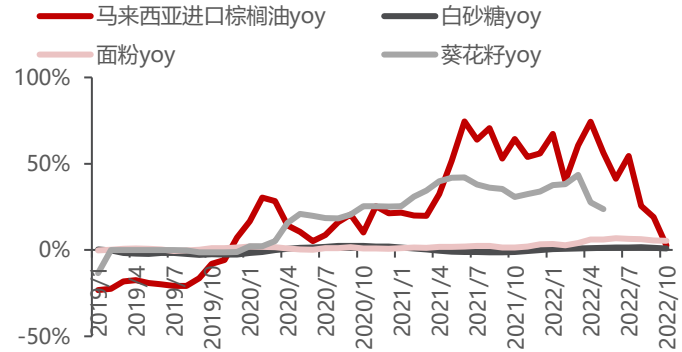
图表：甘源食品成本拆分



资料来源：甘源食品招股说明书，民生证券研究院

注：采用2010年数据

图表：棕榈油价格同比涨幅显著收窄



资料来源：Wind，民生证券研究院

5.27 总结：22Q3啤酒、乳制品板块成本回落，调味品、休闲食品成本上涨边际趋缓

图表：子行业成本变动情况测算

	啤酒	速冻食材	乳制品	速冻米面	调味品	软饮料	休闲零食
21Q2	19.91%	1.94%	15.79%	1.94%	14.82%	7.12%	11.66%
21Q3	18.36%	-6.60%	14.09%	-6.60%	14.98%	11.89%	14.06%
21Q4	16.37%	-5.10%	10.21%	-5.10%	15.51%	20.53%	16.52%
22Q1	9.76%	-11.84%	1.63%	-11.84%	7.44%	11.93%	14.64%
22Q2	2.45%	-7.65%	-0.22%	-7.65%	6.06%	12.20%	18.11%
22Q3	-5.99%	8.73%	-2.75%	8.73%	1.13%	7.61%	4.22%
变动趋势							

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

- **啤酒**：伴随包材价格下行、大麦价格高位企稳，综合成本涨幅有望收窄。
- **乳制品**：未来随着国内奶牛存栏量增加，新建牧场产能释放，供给端快速增长，预计2023全年原奶价格进入温和下行通道，长期以来成本端对行业利润弹性的压制得以解除。
- **调味品**：大豆价格高点回落，调味品成本已经入下行通道。
- **休闲零食**：洽洽成本核心取决于瓜子及坚果采购价格，甘源受棕榈油价格影响较大，22Q3伴随棕榈油价格环比回落，有望明显缓解成本压力。全品类零食企业成本受油料、肉类、坚果等诸多品类影响。



06. 盈利预测

6.0 行业重点公司盈利预测

图表：食品饮料行业重点关注个股

	代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
			2023/12/30	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
高端白酒	600519.SH	贵州茅台	1727.00	41.76	49.85	58.16	41	35	30	推荐
	000858.SZ	五粮液	180.69	6.02	7.08	8.20	30	26	22	推荐
	000568.SZ	泸州老窖	224.28	5.43	7.01	8.58	41	32	26	推荐
次高端白酒	600809.SH	山西汾酒	284.99	4.37	6.23	8.39	65	46	34	推荐
	002304.SZ	洋河股份	160.5	5.01	6.53	8.05	32	25	20	推荐
	600702.SH	舍得酒业	159.18	3.78	5.02	6.48	42	32	25	推荐
区域性白酒	000596.SZ	古井贡酒	266.90	4.45	5.69	7.05	60	47	38	推荐
	603369.SH	今世缘	50.90	1.62	2.03	2.50	31	25	20	推荐
	603198.SH	迎驾贡酒	62.78	1.73	2.27	2.75	36	28	23	推荐
	603589.SH	口子窖	57.67	2.88	2.98	3.40	20	19	17	推荐
啤酒	600600.SH	青岛啤酒	107.5	2.33	2.58	2.96	46	42	36	推荐
	600132.SH	重庆啤酒	127.38	2.41	2.86	3.36	53	45	38	推荐
	002461.SZ	珠江啤酒	8.01	0.26	0.33	0.36	31	24	22	推荐
调味发酵品	603288.SH	海天味业	79.60	1.58	1.55	1.81	50	51	44	推荐
	002507.SZ	涪陵榨菜	25.77	0.87	1.02	1.15	30	25	22	推荐
	600872.SH	中炬高新	36.87	0.94	1.01	1.20	39	37	31	谨慎推荐
	603027.SH	千禾味业	20.78	0.28	0.28	0.38	74	74	55	推荐
	600305.SH	恒顺醋业	12.31	0.12	0.19	0.26	103	65	47	推荐

图表：食品饮料行业重点关注个股

	代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
			2022/12/30	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
食品加工	603345.SH	安井食品	161.88	2.84	3.50	4.46	57	46	36	推荐
	300973.SZ	立高食品	96.18	1.82	1.12	1.84	53	86	52	推荐
	001215.SZ	千味央厨	65.56	1.25	1.16	1.54	52	57	43	推荐
乳制品	600887.SH	伊利股份	31.00	1.43	1.39	1.49	22	22	21	推荐
	600597.SH	光明乳业	10.76	0.48	0.49	0.55	22	22	20	推荐
传统消费	605499.SH	东鹏饮料	177.90	3.11	3.32	4.46	57	54	40	推荐
	600298.SH	安琪酵母	45.22	1.59	1.52	2.08	28	30	22	推荐
	300146.SZ	汤臣倍健	22.82	1.06	1.30	1.54	22	18	15	推荐
	002557.SZ	洽洽食品	50.00	1.84	2.17	2.54	27	23	20	推荐
	603866.SH	桃李面包	15.40	0.80	0.90	1.01	19	17	15	推荐
	002847.SZ	盐津铺子	108.29	1.21	1.97	2.99	89	55	36	推荐
	605337.SH	李子园	23.43	1.24	1.53	1.96	19	15	12	推荐
	002695.SZ	煌上煌	13.88	0.28	0.36	0.47	50	39	30	推荐

资料来源：wind，民生证券研究院预测

注：股价数据截至2022年12月30日



07. 风险提示

7.0 风险提示

1. 疫情导致消费场景及出行受限，影响社交消费升频；

- 如出现疫情二次冲击，将加大渠道库存周转压力，从而影响白酒、啤酒价格体系，导致利益价值链条的受损；
- 出行受限将导致社交频次下降，直接影响销量；
- 失业率升高或将导致居民消费意愿下降，影响消费升级速度，消费分层特征将更加凸显；

2. 经济刺激政策效果不达预期；

- 白酒行业需求、税率等受经济刺激政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润产生影响；

3. 大宗原材料价格高位震荡或大幅上行，加重大众品企业成本负担；

- 原材料价格持续上涨，或致食品饮料企业利润端表现不及预期；

4. 提价传导不畅导致销量受损负担；

- 提价是把双刃剑，龙头公司具备一定提价能力，行业其他公司因成本上行被动提价或将导致销量阶段性受损；

5.食品安全问题及限制性产业政策出台；

- 食品加工流程环节较多，若发生产品质量安全问题，可能造成一定影响。



THANKS 致谢

民生食品饮料研究团队：



分析师 王言海
执业证号：S0100521090002
邮箱：wangyanhai@mszq.com



分析师 李啸
执业证号：S0100521100002
邮箱：lixiao@mszq.com



分析师 张玲玉
执业证号：S0100522090002
邮箱：zhanglingyu@mszq.com



分析师 孙冉
执业证号：S0100522110004
邮箱：sunran@mszq.com



研究助理 杜山
执业证号：S0100122100005
邮箱:dushan@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120
北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005
深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

* 请务必阅读最后一页免责声明

分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明：

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。