万联证券 WANLIAN SECURITIES

扬帆但信风

——2023 年食品饮料行业投资策略报告

强于大市（维持）

2023 年 01 月 19 日

行业核心观点：

回顾 2022 年，新冠疫情接连在多个一线城市集中爆发，国内消费者信心受到较大打击，消费市场疲弱，社零数据走低。在这个背景下，食品饮料板块依然展现了较强的韧性，粮油食品类、饮料类社零同比稳健增长，白酒、啤酒、速冻食品、调味品等主要子板块实现营收利润双增。展望 2023 年，随着政府防控政策逐渐放松以及居民对于新冠病毒的了解日益增加，疫情对市场的扰动已边际减弱，消费场景逐步恢复，消费者信心重新构建。前期由投资者恐慌情绪主导的估值杀跌已经结束，市场逐渐回归理性，具备业绩稳定性的食饮细分龙头以及具备成长高弹性的新兴消费企业将更受青睐。**建议关注：** 1）基本面长期向好，业绩稳定性与成长性兼具的**白酒龙头**；2）生产成本缓解、全产业链扩张布局的**乳制品龙头**；3）高端化趋势延续、盈利空间逐步释放的**啤酒龙头**；4）受益于餐饮供应链逐渐恢复、业绩成长性高的**速冻食品企业**；5）受益于疫情防控边际放松、B 端需求回暖的**调味品企业。**

投资要点：

白酒板块： 高端白酒的需求刚性使其短期受经济周期和疫情状况的影响较小，预期未来高端白酒依旧维持稳定的高增速，高端价格带提价为次高端市场打开价格空间，次高端白酒增长速度快。消费升级驱动行业结构性繁荣，白酒行业寡头垄断格局较为稳固，业绩稳健性强。

乳制品板块： 随着国民健康意识的不断提升，乳制品人均消费量有待提升，市场空间广阔。后疫情时代乳制品需求较为稳定，乳制品企业能够较好地将成本转移给消费者，乳企后续有望打开盈利空间。

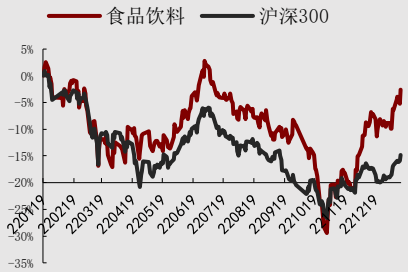
啤酒板块： 啤酒板块在疫情反复期间展现出强劲的韧性。近年来，啤酒头部企业积极采取并购等方式抢占国内优质市场，啤酒行业集中度高，市场进入寡头竞争时代。行业总产能持续下降，啤酒进入存量竞争时代，国内高端啤酒未来消费量占比将持续提升。

速冻食品板块： 疫情催化下板块 2022 年前三季度业绩亮眼，利润成长性高。B 端餐饮业对速冻食品的依赖性显著提升，上游速冻食品重要性凸显；疫情加速消费者市场培育，社会结构变化将对 C 端市场形成有力支撑，长期需求不改。

调味品板块： 预计随着疫情防控边际优化，年内餐饮渠道需求回暖具有较高确定性，调味品行业将受益于 B 端需求复苏。复合调味品切中 B/C 端多种痛点，市场增速高于行业增速。调味品复合化是行业发展重要趋势，国内复调渗透率有待持续提升。

风险因素： 政策风险、食品安全风险、疫情风险、经济增速不及预期风险。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源： 聚源，万联证券研究所

相关研究

白酒增长韧性强劲，居家场景赛道受益

贵州投资百亿部署重点白酒项目，顺丰控股入局预制菜行业

茅台品牌价值 1085 亿美元位列酒类第一，泸州老窖维持良性发展态势

分析师： 陈雯
执业证书编号：S0270519060001
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn
研究助理： 叶柏良
电话：18125933783
邮箱：yebl@wlzq.com.cn

正文目录

1 2022 年回顾.....5
1.1 宏观经济回顾：国内消费疲弱，Q3 居民可支配收入增速回升.....5
1.2 行情回顾：食饮指数表现平淡，白酒估值大幅回落.....6
1.3 业绩回顾：前三季度营收稳健增长，白酒与预加工食品表现亮眼.....7
2 2023 年展望.....9
2.1 常态化疫情防控政策落地，消费者信心将重建.....9
2.2 成本压力逐步缓解，行业景气修复.....11
2.3 板块估值处于低位，扬帆远航静待风起.....12
3 精选赛道.....14
3.1 白酒.....14
3.1.1 短期：上市酒企业绩与估值表现背离，估值修复行情可期.....14
3.1.2 中期：高端&次高端品牌业绩增长更具优势.....14
3.1.3 长期：结构性繁荣持续演进，业绩成长性与稳健性并存.....15
3.2 乳制品.....17
3.2.1 健康需求推动产量增长，未来空间广阔.....17
3.2.2 乳制品产业链“中间强、两端弱”，品牌商影响力显著.....19
3.2.3 成本压力缓解，高端化&全面化布局带来新增长.....21
3.3 啤酒.....24
3.3.1 业绩表现亮眼，行业集中度高.....24
3.3.2 高端化进程持续，利润率有望继续提升.....25
3.3.3 原料成本压力改善，未来盈利可期.....28
3.4 速冻食品.....29
3.4.1 疫情催化下速冻食品业绩亮眼，市场持续扩容.....29
3.4.2 B 端餐饮供应链恢复，上游速冻食品重要性提升.....30
3.4.3 疫情加速消费者市场培育，C 端长期需求不改.....31
3.5 调味品.....31
3.5.1 线下餐饮消费场景恢复带动需求回暖.....32
3.5.2 复合调味品持续高景气，有望引领行业复苏.....32
4 投资建议及风险因素.....34
4.1 投资建议.....34
4.2 风险因素.....34

图表 1： 下半年社零总额同比增速维持低位（%）.....5
图表 2： 粮油、食品类/饮料类表现稳健（%）.....5
图表 3： 全国居民人均可支配收入增速回升.....5
图表 4： 申万一级行业 2022 年涨跌幅（%）.....6
图表 5： 食品饮料申万三级行业 2022 年涨跌幅（%）.....6
图表 6： 食品饮料申万三级行业 2022 年股价驱动因素.....6
图表 7： 申万一级子行业营业收入增长率（按 2022Q1 同比增速排序，%）.....7
图表 8： 申万一级子行业利润增长率（2022Q1-Q3 同比增速排序，%）.....7
图表 9： 2017-2022Q3 食品饮料板块毛利率&净利率.....8
图表 10： 2017-2022Q3 食品饮料板块费用率.....8
图表 11： 2022 年前三季度食品饮料申万三级行业营收与归母净利同比增速.....8

图表 12: 我国每日新增新冠确诊及治愈比例情况 9
图表 13: 消费者信心指数 10
图表 14: 三大需求 GDP 当季同比贡献率（%） 10
图表 15: 各地相继响应稳增长促消费政策 10
图表 16: 我国 CPI 和 PPI 当月同比(%) 11
图表 17: 我国生产资料和生活资料 PPI 当月同比(%) 11
图表 18: 相关原材料价格同比变化情况（%） 12
图表 19: 相关包装耗材价格同比变化情况（%） 12
图表 20: 申万一级行业五年估值区间（按 PE-TTM 排序） 12
图表 21: 食品饮料申万三级行业五年估值区间（按 PE-TTM 排序） 13
图表 22: 主要上市酒企业绩与估值对比（按前三季度归母净利润增速排序） 14
图表 23: 近三年不同价格带白酒上市企业营业收入增速 15
图表 24: 头部高端白酒品牌净利率（%） 15
图表 25: 高端白酒品牌销量 15
图表 26: 2017 年以来行业进入结构性繁荣阶段 16
图表 27: 本轮景气周期，利润增长高于营收增长 16
图表 28: 规模以上白酒企业整体盈利能力提升 16
图表 29: 上市龙头拉动行业整体营收 16
图表 30: 规模以上白酒企业数量持续下降（家） 17
图表 31: 我国白酒市场集中度进一步提高 17
图表 32: 茅台数字营销平台 17
图表 33: 五粮液数字营销平台 17
图表 34: 中国乳制品年产量与同比增速 18
图表 35: 液体奶产量与同比增速 18
图表 36: 中国酸奶市场规模与同比增速 18
图表 37: 中国奶酪市场规模与同比增速 18
图表 38: 中国居民平衡膳食宝塔新旧版对比 19
图表 39: 我国居民人均奶类消费量与增速 19
图表 40: 中美日人均乳制品消费量（千克/年） 19
图表 41: 我国乳制品企业数量与亏损数量 20
图表 42: 2021 年乳制品企业市场占有率 20
图表 43: 乳企上游奶源控制情况 20
图表 44: 伊利与奥运会合作事件表 21
图表 45: 伊利部分主要品牌赞助节目 21
图表 46: 主产区生鲜乳均价（元/公斤） 22
图表 47: 主要乳企近年毛利率（%） 22
图表 48: 乳制品零售价格持续走高 22
图表 49: 伊利高端产品市场占有率 23
图表 50: 高端液态奶零售收入（单位：十亿元）占比不断提升 23
图表 51: 伊利股份奶粉业务营收及同比增速 23
图表 52: 妙可蓝多规划产能与市占率 23
图表 53: 部分啤酒企业 21Q2-22Q3 归母净利同比增速 24
图表 54: 啤酒企业 21Q2-22Q3 营收同比增速 24
图表 55: 2020 年中国啤酒行业企业市场份额占比 24
图表 56: 中国啤酒行业销售额 CR5 变化 24
图表 57: 近年啤酒行业重大收购事件 25
图表 58: 全国啤酒年产量（万吨） 26

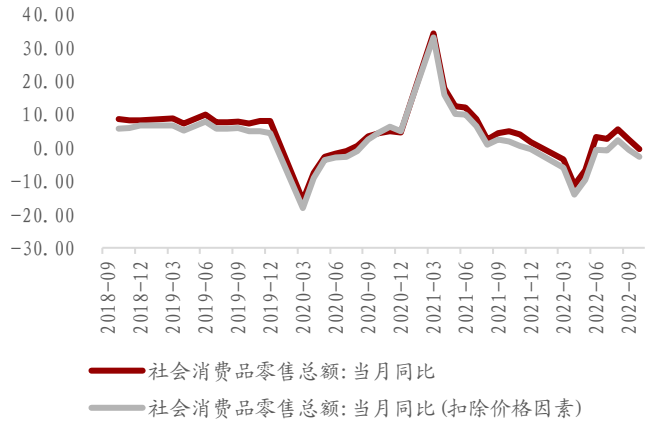
图表 59：中国啤酒类型市场规模销售额占比 27
图表 60：高端啤酒年销量与同比增速 27
图表 61：我国人均可支配收入逐年提升 27
图表 62：精酿啤酒消费者年龄占比 27
图表 63：部分啤酒上市企业产品价格布局 28
图表 64：部分啤酒上市企业提价情况 28
图表 65：小麦现货均价 29
图表 66：玻璃现货价 29
图表 67：预加工食品板块 2020-2022Q3 营收及同比 29
图表 68：预加工食品板块 2020-22Q3 归母净利润及同比 29
图表 69：中国速冻食品规模及增速 30
图表 70：2019 年世界主要国家和地区人均速冻食品食用量对比（kg） 30
图表 71：中国团餐市场规模及增速 31
图表 72：2018-2020 年中国餐饮连锁化率 31
图表 73：2020 年中国网民各渠道餐饮消费频率变动 31
图表 74：我国家庭规模变化（人/户） 31
图表 75：限额以上企业餐饮收入及增速（当月，亿元，%） 32
图表 76：我国复合调味品市场增速高于行业整体增速 33
图表 77：复合调味品市场细分品类（亿元） 33
图表 78：2020 年中外复合调味品渗透率对比 33
图表 79：复合调味品切中 B/C 端多种痛点 33

1 2022 年回顾

1.1 宏观经济回顾：国内消费疲弱，Q3居民可支配收入增速回升

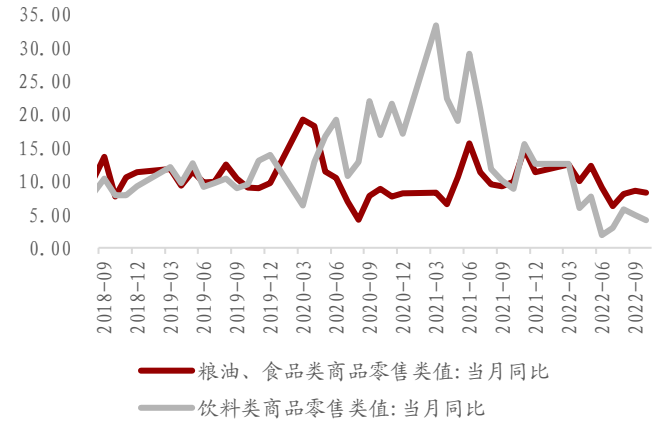
社零增速走低，食品饮料韧性较足。2022年上半年疫情集中爆发，新冠新增确诊数在5月迎来高峰，国内消费疲弱，线下实体经济受到严重影响，社零增速跌入负值。下半年随着疫情防控动态清零机制逐渐完善，疫情传播得到一定控制，社零数据有所回升，但仍维持低位，10月再次跌入负增长。细分品类中，粮油、食品类/饮料类等必选品表现优于行业，全年保持同比正增长，展现出食品饮料板块的强劲韧性。

图表1：下半年社零总额同比增速维持低位（%）



资料来源：同花顺iFinD，国家统计局，万联证券研究所

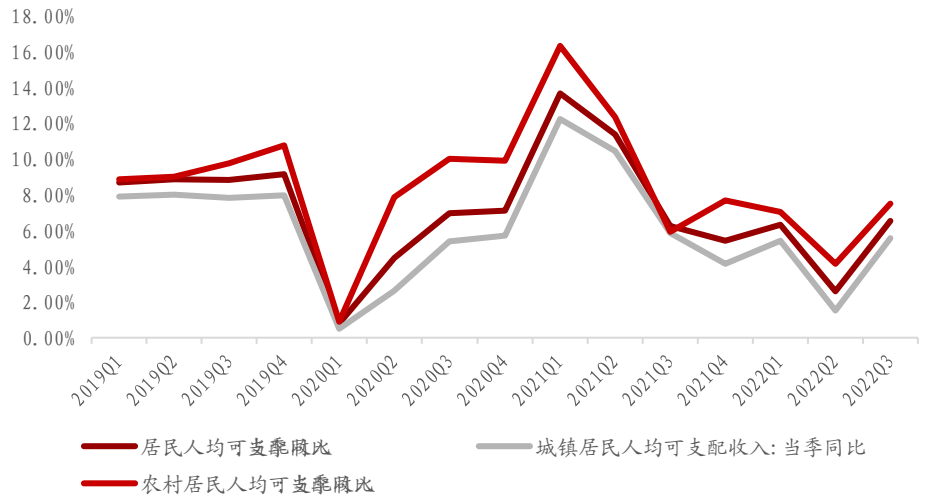
图表2：粮油、食品类/饮料类表现稳健（%）



资料来源：同花顺iFinD，国家统计局，万联证券研究所

22Q3人均可支配收入增速触底回升。受疫情影响，居民人均可支配收入增速自21Q1高位后一路下滑，至22Q2达到最低点。Q3经济逐渐回暖，居民人均可支配收入同比增速较22Q2提升3.94pct至6.54%，其中城镇居民人均可支配收入同比增速提升4.06pct至5.57%，农村居民人均可支配收入同比增速提升3.35pct至7.48%。

图表3：全国居民人均可支配收入增速回升

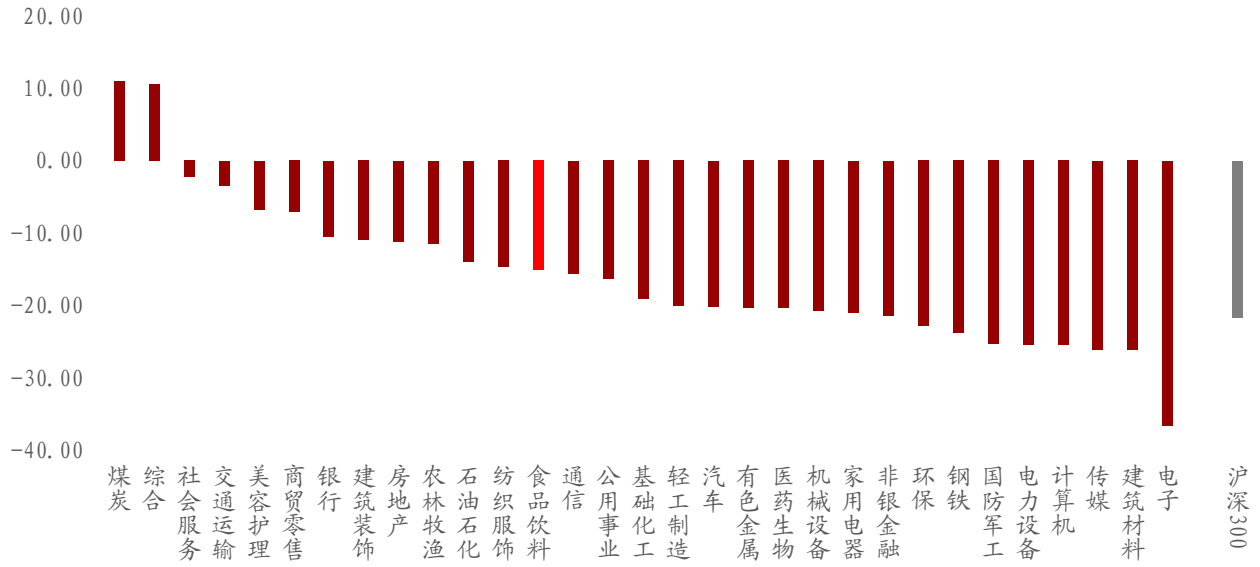


资料来源：同花顺iFinD，国家统计局，万联证券研究所

1.2 行情回顾：食饮指数表现平淡，白酒估值大幅回落

22年股市整体表现不佳，食品饮料板块涨幅靠后。2022年A股股市整体表现欠佳，31个申万一级行业中29个行业指数走势下跌，仅煤炭指数与综合指数上涨。食品饮料行业2022年全年下跌15.12%，跑赢沪深300指数6.52个百分点，在31个申万一级行业中排名第13，涨跌幅排名中上。尽管22年多地疫情爆发影响，餐饮、送礼等消费场景受到影响导致食饮板块股价表现平淡，但仍展现出一定的韧性。

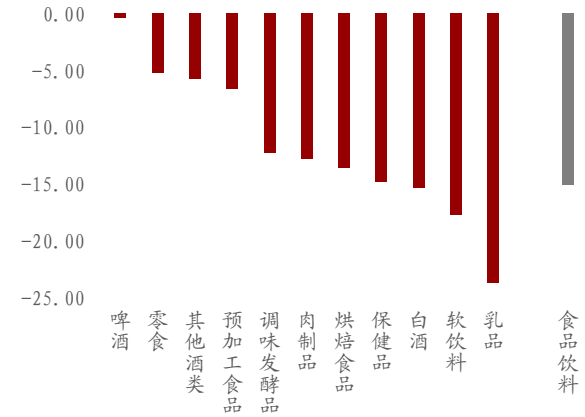
图表4：申万一级行业2022年涨跌幅（%）



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

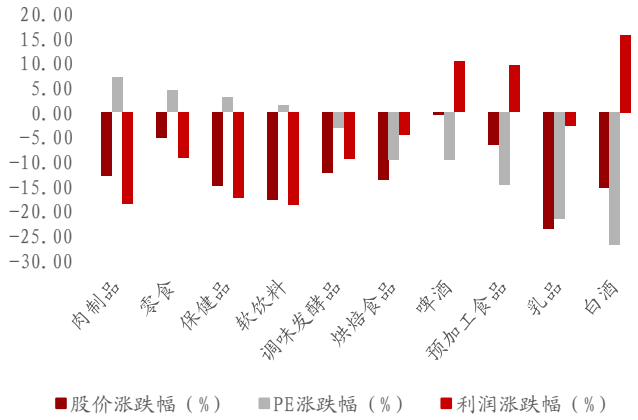
食饮子板块指数全部下行，白酒估值回落。2022年全年食品饮料申万子行业指数全部下跌，除啤酒较为坚挺外其余子板块指数均下跌超5%，乳品指数下跌超20%。分解来看，白酒、乳品、预加工食品及烘焙食品指数回落主要源于非基本面因素导致的估值收缩，其中白酒板块预计净利润增长15.62%，但估值大幅下降26.80%导致股价下滑15.37%；肉制品、零食、保健品与软饮料则由于业绩表现欠佳导致行情走低。

图表5：食品饮料申万三级行业2022年涨跌幅（%）



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

图表6：食品饮料申万三级行业2022年股价驱动因素

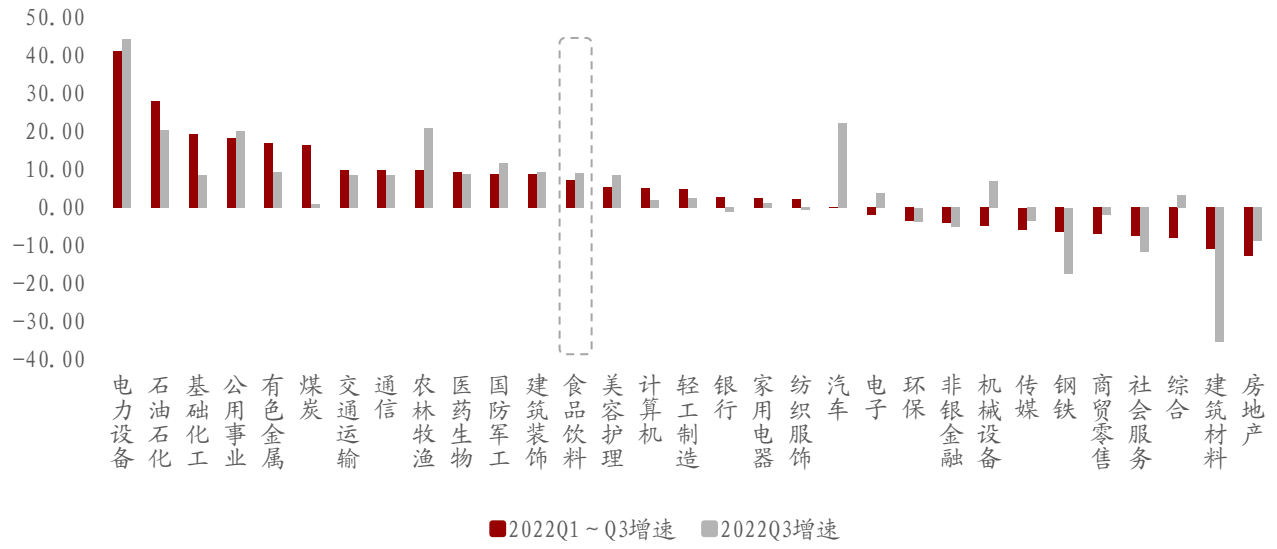


资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

1.3 业绩回顾：前三季度营收稳健增长，白酒与预加工食品表现亮眼

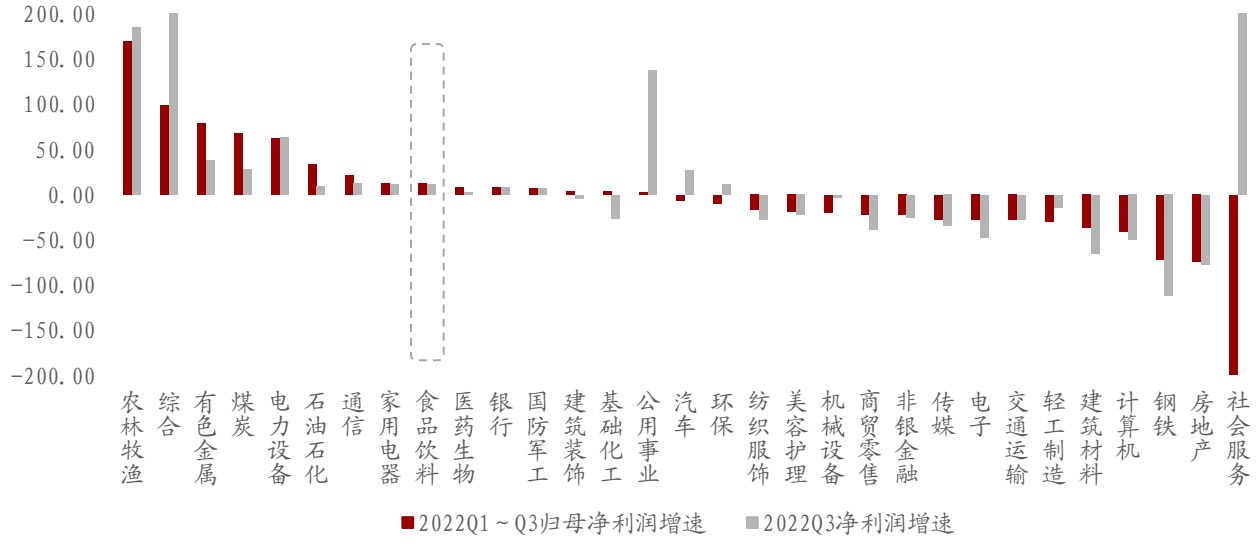
食品饮料板块22Q1~Q3营收稳健增长，归母净利增速居前。2022年前三季度食品饮料板块维持稳健增长，营收同比增长7.32%，在31个申万一级行业中第13；归母净利润同比增长12.56%，在申万一级行业中排名居前，位列第9。单三季度来看，食品饮料行业营收回暖，同比增长9.02%，排名上升至第9；净利润同比增长11.96%，排名不变。整体来看，在疫情多点爆发的影响下，食品饮料行业业绩表现仍然优于市场，业绩确定性较强。

图表7：申万一级子行业营业收入增长率（按2022Q1同比增速排序，%）



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

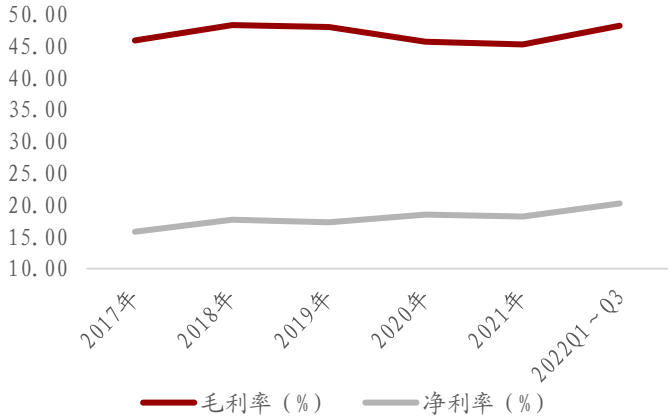
图表8：申万一级子行业利润增长率（按2022Q1-Q3同比增速排序，%）



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

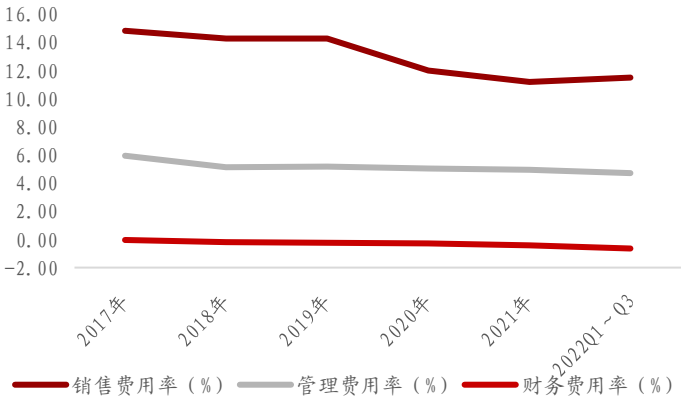
前三季度盈利能力有所改善，白酒与预加工食品板块表现出色。22年前三季度食品饮料板块盈利能力有所改善，毛利率、净利率明显反弹，费用率稳步下行。申万三级子板块中白酒与预加工食品板块表现出色，营收增速与归母净增速排名均占据前二。除此之外，啤酒、肉制品和调味发酵品的归母净利也维持同比正增速。单三季度来看，白酒与预加工食品业绩表现稳健，肉制品净利润增速亮眼，软饮料、乳品与烘焙食品则增收不增利。

图表9：2017-2022Q3食品饮料板块毛利率&净利率



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

图表10：2017-2022Q3食品饮料板块费用率



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

图表11：2022年前三季度食品饮料申万三级行业营收与归母净利同比增速

2022Q1~Q3 营收增速			2022Q3 营收增速		
排名	名称	增速(%)	排名	名称	增速(%)
1	白酒Ⅲ	16.04	1	白酒Ⅲ	16.38
2	预加工食品	12.33	2	预加工食品	14.92
3	调味发酵品Ⅲ	11.31	3	啤酒	10.90
4	啤酒	8.56	4	调味发酵品Ⅲ	10.63
5	乳品	7.72	5	乳品	4.71
6	烘焙食品	5.98	6	肉制品	4.46
7	软饮料	-0.61	7	烘焙食品	4.00
8	保健品	-1.14	8	保健品	1.59
9	零食	-2.09	9	软饮料	1.00
10	其他酒类	-3.07	10	其他酒类	-1.48
11	肉制品	-11.08	11	零食	-3.52
2022Q1~Q3 归母净利润增速			**2022Q3 净利润增速**		
排名	名称	增速(%)	排名	名称	增速(%)
1	白酒Ⅲ	21.17	1	肉制品	131.16
2	预加工食品	21.08	2	预加工食品	43.65
3	啤酒	13.60	3	白酒Ⅲ	20.08
4	肉制品	10.79	4	保健品	15.54
5	调味发酵品Ⅲ	3.65	5	调味发酵品Ⅲ	7.66
6	乳品	-7.30	6	啤酒	6.57
7	零食	-14.56	7	零食	0.81

8	软饮料	-18.41	8	软饮料	-12.89
9	烘焙食品	-20.02	9	烘焙食品	-17.64
10	保健品	-20.51	10	乳品	-34.68
11	其他酒类	-24.74	11	其他酒类	-37.52

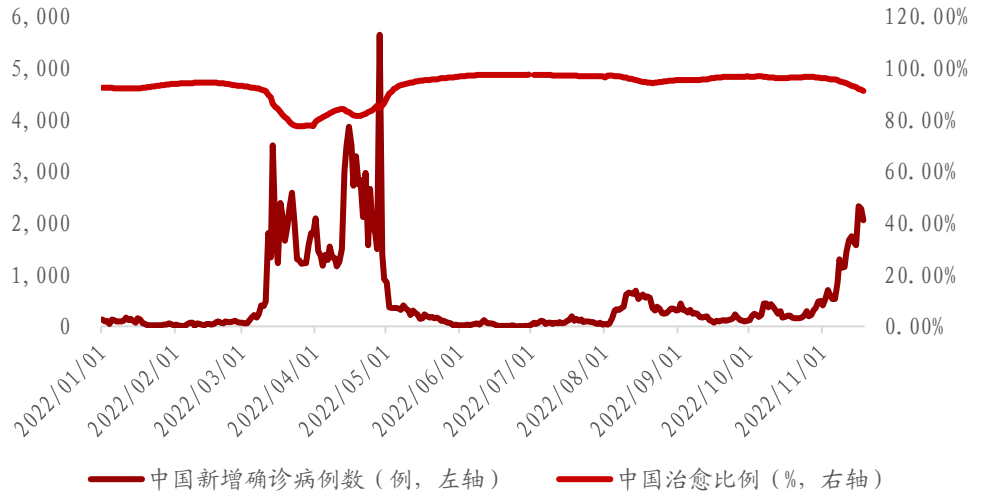
资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

2 2023 年展望

2.1 常态化疫情防控政策落地，消费者信心将重建

散点疫情反复扰动，疫情防控边际优化。新冠疫情持续将近三年的时间，尽管国内疫情控制良好，但国外形势严峻难挡输入压力。2022年国内疫情呈现散点式爆发，但大多能在较短时间内实现有效控制，治愈比例维持在高水平。随着疫情防控措施逐渐放开，居民基本生活恢复与经济逐渐复苏是趋势所向，尽管短期内仍将面临阳性病例高峰期的冲击，但长期来看，疫情对国内消费市场的影响预期边际减弱。生产与生活秩序将更加平稳，食品饮料消费场景逐渐恢复，消费的增长动能有望在2023年逐步修复。

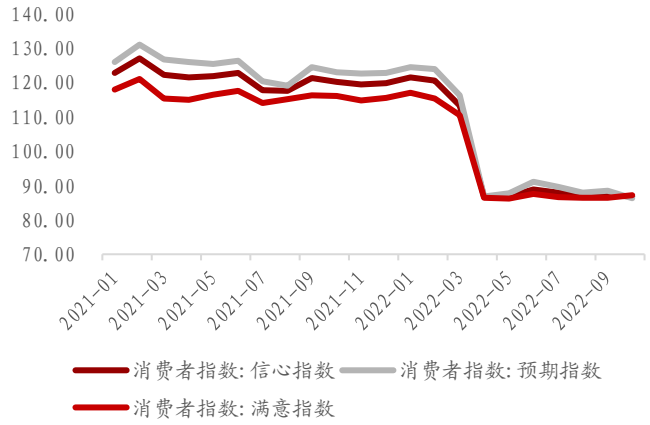
图表12：我国每日新增新冠确诊及治愈比例情况



资料来源：同花顺iFinD，国家统计局，万联证券研究所

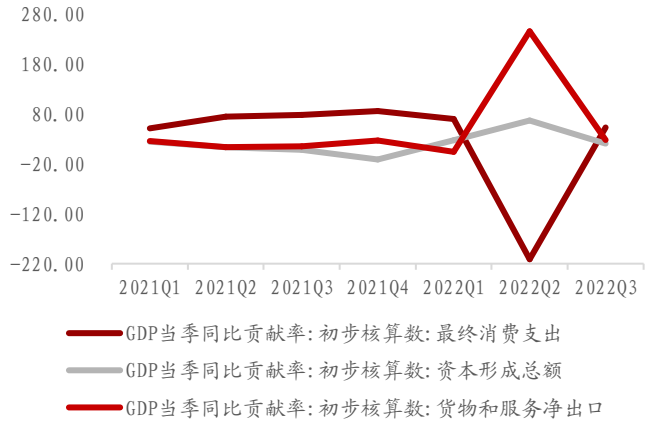
经济恢复确定性增强，促消费拉动经济增长大局。2022年上半年受上海疫情及静默、“封城”等较严格的防疫措施冲击，国内消费者信心指数严重受挫。尽管目前疫情发展仍具不确定性，但中长期看疫情对经济的扰动减弱是大趋势，2023年国内经济有望进入弱复苏通道，消费者信心预计将随疫情防控边际优化与国内经济复苏逐渐重建。2022年4月25日，国务院印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》后，各地相继落地稳增长促消费相关政策，释放了鼓励和促进消费的积极信号，短期有利于对冲疫情反复影响，充分修复因疫情被抑制、冻结的消费品类，培养壮大新型消费、升级消费，去年三季度最终消费支出对GDP当季同比增速的贡献率为52.4%，回升至2021年一季度水平。长期来看，经济复苏确定性增强与促消费政策不断加码将重振消费行情，为经济增长提供充足动力。

图表13：消费者信心指数



资料来源：同花顺iFinD，国家统计局，万联证券研究所

图表14：三大需求GDP当季同比贡献率（%）



资料来源：同花顺iFinD，国家统计局，万联证券研究所

注：季度数据为初步核算数。

图表15：各地相继响应稳增长促消费政策

时间	政策文件	具体内容
2022/4/25	《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	应对疫情影响，促进消费有序恢复发展；全面创新提质，着力稳住消费基本盘；完善支撑体系，不断增强消费发展综合能力；持续深化改革，全力营造安全放心诚信消费环境。
2022/7/4	《北京市关于助企纾困促进消费加快恢复的具体措施》	助力消费领域企业恢复发展；稳定增加汽车消费；壮大数字消费；扩大服务消费。
2022/7/15	《河南省进一步释放消费潜力促进消费持续恢复实施方案》	多点发力，促进消费有序恢复;加强消费品供需对接。打造高质量消费载体。着力打造消费市场新地标。
2022/8/18	《云南省促消费稳增长三年行动计划（2022—2024年）》	进一步优化提升消费环境，提振消费信心、释放消费潜力、促进消费回补，实现消费环境、消费品质显著提升，城乡消费、新型消费蓬勃发展，高质量商品和服务供给能力持续增强。
2022/8/31	《广东省加大力度持续促进消费若干措施》	拓展文化旅游消费，大力发展夜间文旅经济，打造提升一批夜间文旅消费集聚区，

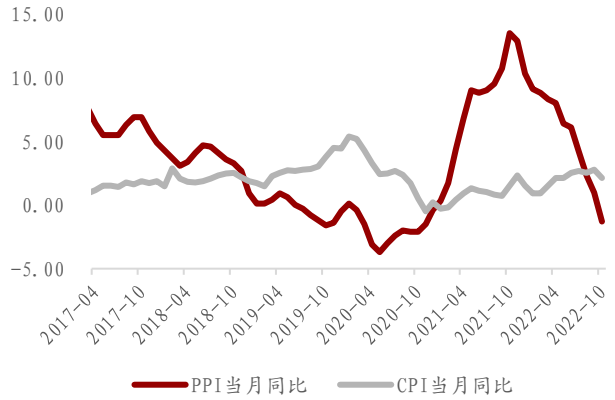
		鼓励各地丰富夜间文旅消费形式、内容和业态。
2022/9/16	《甘肃省进一步释放消费潜力促进消费增长的若干措施》	推进实物消费提档;促进服务消费扩容;挖掘新型消费潜力;完善消费支撑体系。
2022/10/22	《江西省人民政府办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的实施意见》	加大对餐饮消费的支持。对企业防疫、消杀支出给予补贴支持。鼓励各地开展形式多样的餐饮促消费活动，进一步促进餐饮消费市场复苏回暖。

资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

2.2 成本压力逐步缓解，行业景气修复

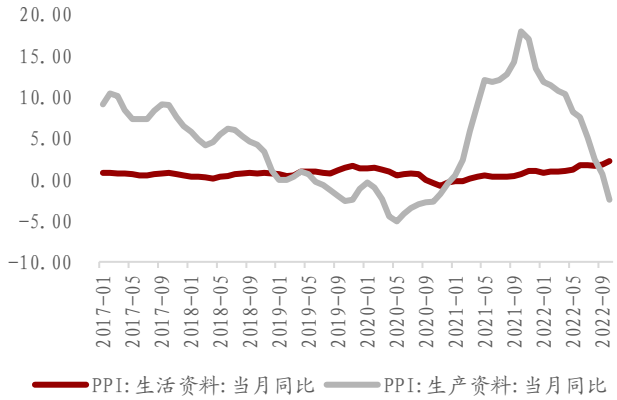
CPI-PPI剪刀差转正，包材价格大幅回落。2022年初起，CPI-PPI剪刀差持续收窄，并在8月后由负转正。2021年10月起主要由生产资料驱动的PPI同比增速持续下降，至2022年10月PPI同比增速为-1.30%，较22年1月大幅回落10.4 pct。同期CPI同比增速维持温和上行趋势，10月CPI同比增速2.10%，较22年1月提升1.2个pct。原材料：2022年粮食食品原料如大豆、玉米等价格相对平稳，前期极端天气等因素得到缓解，食品原料供给端得到一定缓和，玉米、生鲜乳等原料价格同比有所下降。包装材料：玻璃、铝、瓦楞纸等食饮企业主要包装原材料价格同比增速持续回落，并在去年下半年开始同比负增长。随着营业利润由上游向下游传导，食品饮料企业成本压力逐渐缓解，预计今年板块毛利率将有所回升，盈利空间打开，啤酒、乳制品等中下游消费行业的业绩表现值得期待。

图表16：我国CPI和PPI当月同比(%)



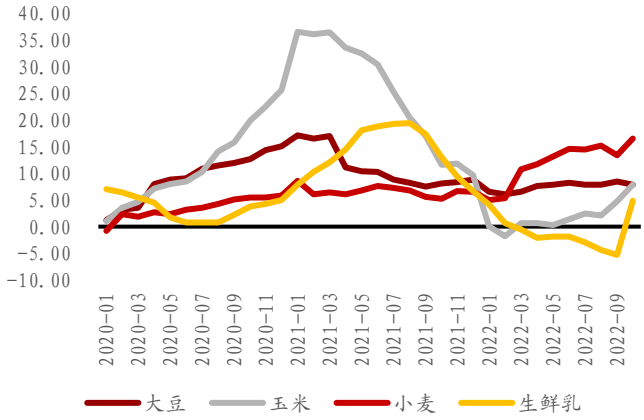
资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

图表17：我国生产资料和生活资料PPI当月同比(%)



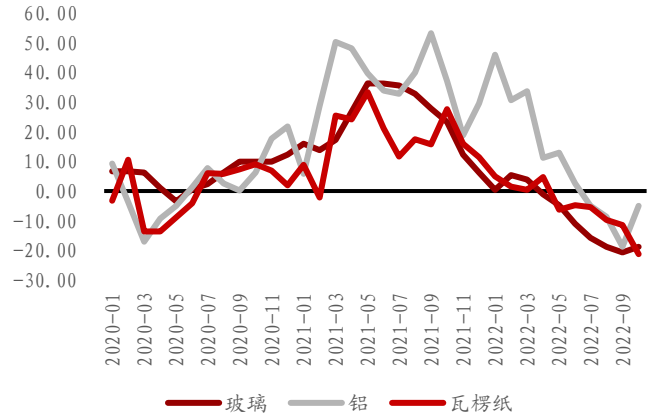
源：同花顺iFinD，万联证券研究所

图表18：相关原材料价格同比变化情况（%）



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

图表19：相关包装耗材价格同比变化情况（%）

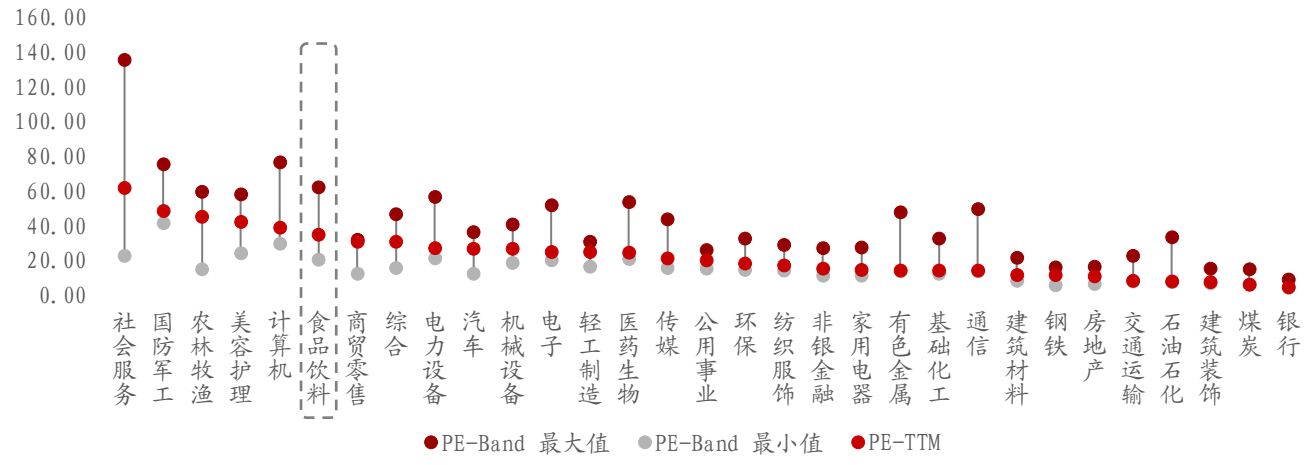


资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

2.3 板块估值处于低位，扬帆远航静待风起

食品饮料板块处于历史估值低位，多个子板块明显低估。去年新冠疫情多点爆发，居民收入受到影响，消费相对疲软，餐饮、聚会等常见消费场景也受到冲击，食饮板块估值处于历史低位。从五年跨度的区间估值来看，当前板块的估值百分位为34.23%。**细分赛道来看**，多个子板块估值较低，调味品五年内最高估值为103.05倍，最低估值为35.69倍，当前估值仅为50.37倍；啤酒五年内最高估值为74.44倍，最低估值为31.58倍，当前估值仅为42.55倍。乳品、保健品及肉制品板块当前估值百分位均低于20%。

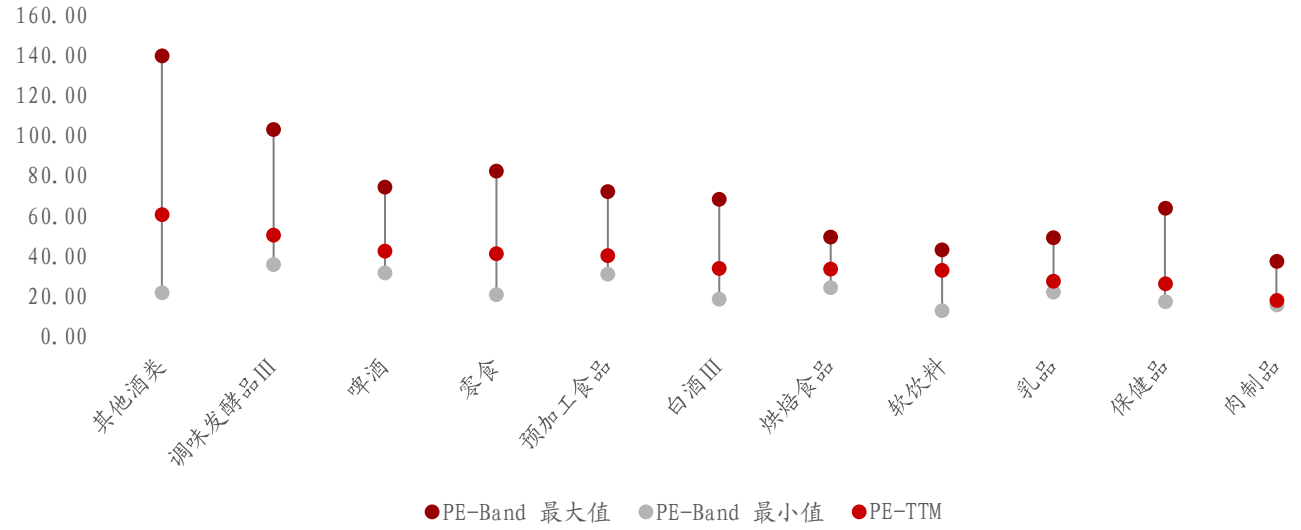
图表20：申万一级行业五年估值区间（按PE-TTM排序）



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

注：数据截至2022年12月31日，时间跨度为5年，周期为日

图表21：食品饮料申万三级行业五年估值区间（按PE-TTM排序）



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

注：数据截至2022年12月31日，时间跨度为5年，周期为日

扬帆起航等风来。新冠疫情已历三年，随着政府防控政策逐渐放松以及居民对于新冠病毒的了解日益增加，疫情对市场的扰动已边际减弱，消费场景逐步恢复，消费者信心重新构建。前期由投资者恐慌情绪主导的估值杀跌已经结束，市场逐渐回归理性，具备业绩稳定性的食饮细分龙头以及具备成长高弹性的新兴消费企业将更受青睐。基于此，我们重点推荐以下三条主线：1）基本面长期向好，业绩稳定性与成长性兼具的**白酒赛道**；2）受益于生产成本回落、盈利空间逐步释放的**啤酒、乳制品赛道**；3）受益于疫情影响边际减弱、餐饮供应链逐渐恢复的**速冻食品、调味品赛道**。

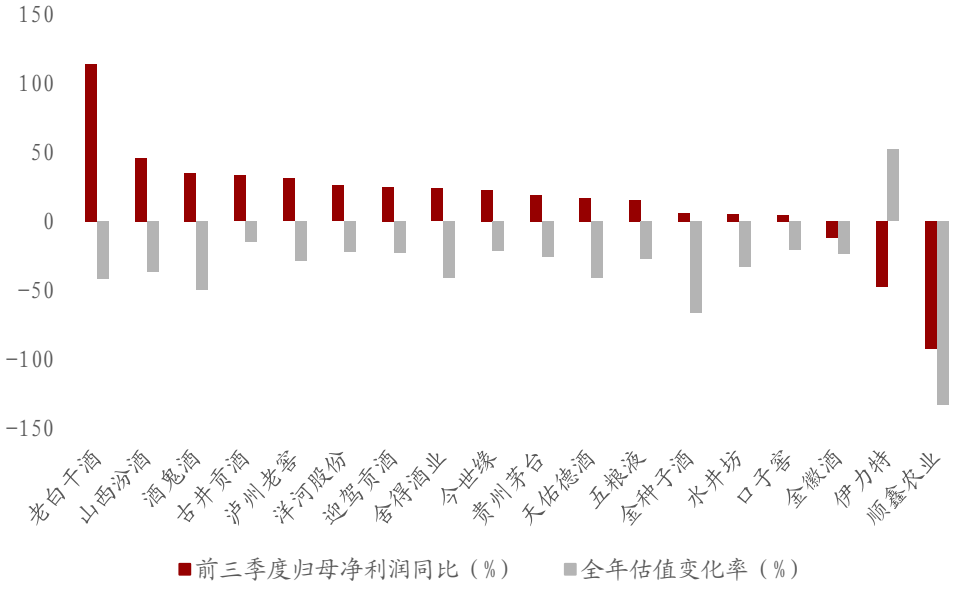
3 精选赛道

3.1 白酒

3.1.1短期：上市酒企业绩与估值表现背离，估值修复行情可期

2022年酒企业绩增长稳健，估值修复逻辑引领短期普涨行情。疫情之下，主要上市酒企前三季度业绩保持稳健增长，19家企业中仅3家利润同比下滑。但受宏观消费市场不振、主力资金大幅外流、投资者恐慌情绪等负面因素冲击，除伊力特外其余上市酒企均有不同程度的估值杀跌，大部分酒企出现了业绩与估值相背离的情况。其中，老白干酒前三季度归母净利润大涨113.83%，但全年估值下跌41.92%；酒鬼酒前三季度利润增长34.98%，全年估值下跌49.36%。高端白酒龙头贵州茅台、五粮液、泸州老窖前三季度归母净利润同比分别增长19.14%/15.36%/30.94%，全年估值分别下跌25.84%/27.15%/28.64%。**随着疫情防控基本面向好，投资者逐渐回归理性，短期内前期遭遇估值杀跌但基本面依然良好的白酒企业有望率先迎来估值修复普涨行情。**

图表22：主要上市酒企业绩与估值对比（按前三季度归母净利润增速排序）



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

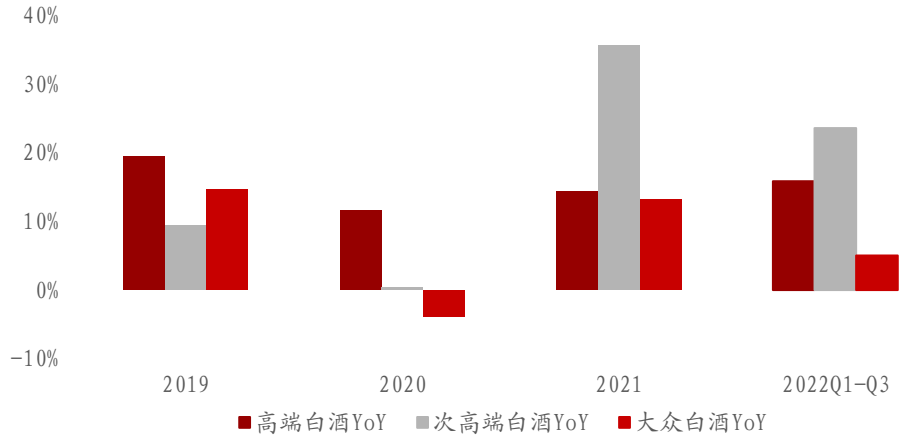
*注：*ST皇台数据未列入；全年估值变化率为2022年12月31日PE-TTM相较于2022年1月1日PE-TTM的变化率。*

3.1.2中期：高端&次高端品牌业绩增长更具优势

高端白酒业绩表现稳健，次高端白酒增长速度快。拉长时间至半年左右看，继估值修复的行业普涨行情后，盈利能力更强、业绩表现更佳的酒企将更具上涨空间。从2019年-2022年前三季度的营收对比来看，疫情前高端白酒的增速高于其他价格带，且疫情期间始终保持正增速，抗风险能力强。**高端白酒的社交属性、投资属性较强，需求刚性使其短期受经济周期和疫情状况的影响较小，预期未来高端白酒依旧维持稳定的高增速。**次高端白酒在疫情好转后增速显著回升，抗压能力经得起检验。高端价格带提价为次高端市场打开价格空间，多样化的大众消费场景也为次高端市场扩容打下基础。

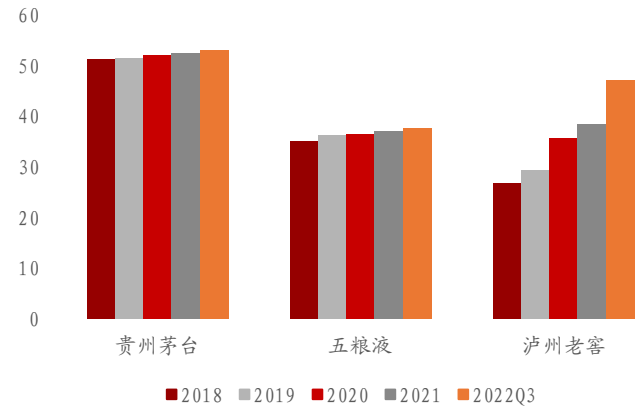
从复苏的确定性角度看，高端、次高端白酒更具优势。1）根据近年来对白酒行业良性竞争和市场化定价的引导，我们预计白酒行业政策将保持一定的连贯性，有利于行业持续健康发展，优质企业具有更大竞争优势。2022年6月起实施的白酒新国标使得受冲击的部分低端白酒向中高端转型，高端白酒仍是未来市场增速较高的板块，发展潜力大，或将在竞争中受益。**2）新春佳节将至，以送礼、聚餐为主要消费场景的高端、次高端白酒将率先迎来复苏良机。**

图表23：近三年不同价格带白酒上市企业营业收入增速



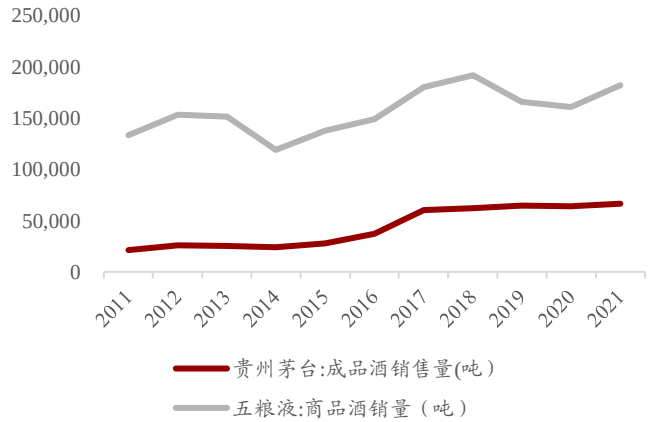
资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

图表24：头部高端白酒品牌净利率（%）



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

图表25：高端白酒品牌销量



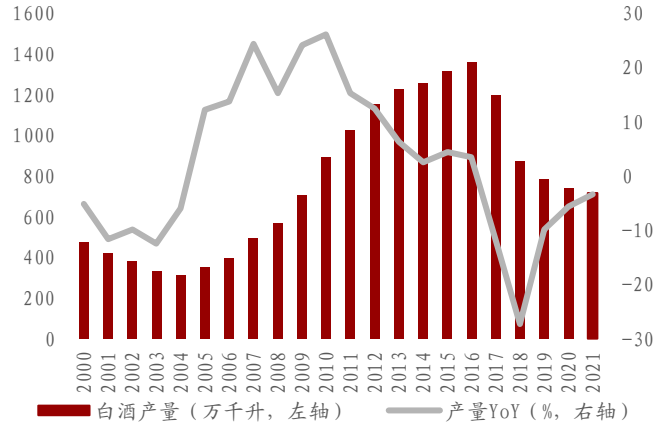
资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

3.1.3长期：结构性繁荣持续演进，业绩成长性与稳健性并存

消费升级驱动行业结构性繁荣，业绩成长空间大。自2017年起，我国白酒产量逐渐回落，但营收与利润增速仍然保持稳健增长，行业进入结构性繁荣阶段。消费升级带来行业高端化、品牌化，头部品牌企业对行业整体的拉动作用显著，上市龙头企业近年销售收入增速明显高于行业整体，行业整体获利能力在龙头提价及集中度提升的驱动下提升，行业利润增速高于行业收入增速。品牌酒企全方位市场下沉挤压中小酒企的生存空间，劣质产能在本轮周期中逐渐遭到淘汰，市场呈挤压式增长的特点。**行业**

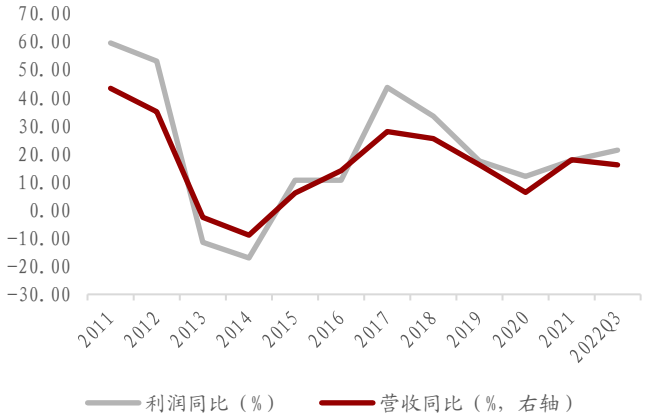
整体盈利能力持续提升，业绩成长空间较大，长期基本面依旧向好。

图表26：2017年以来行业进入结构性繁荣阶段



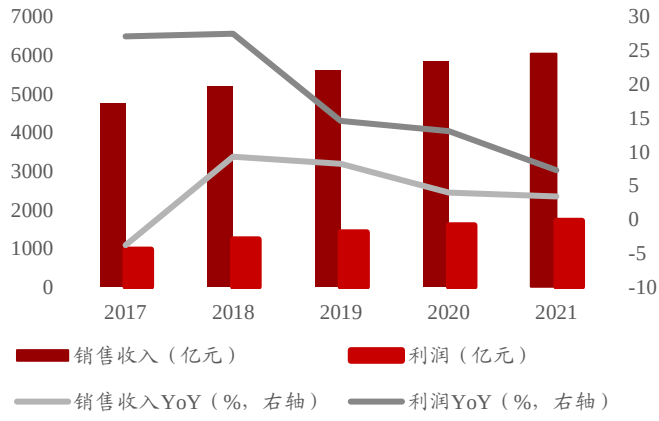
资料来源：同花顺iFinD，国家统计局，万联证券研究所

图表27：本轮景气周期，利润增长高于营收增长



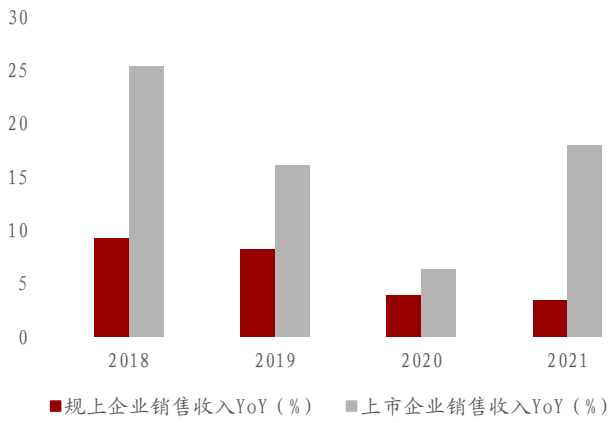
资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

图表28：规模以上白酒企业整体盈利能力提升



资料来源：中国酒业协会，同花顺iFinD，万联证券研究所

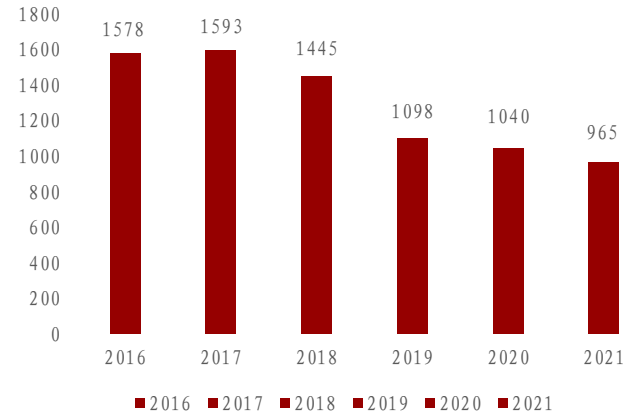
图表29：上市龙头拉动行业整体营收



资料来源：同花顺iFinD，国家统计局，万联证券研究所

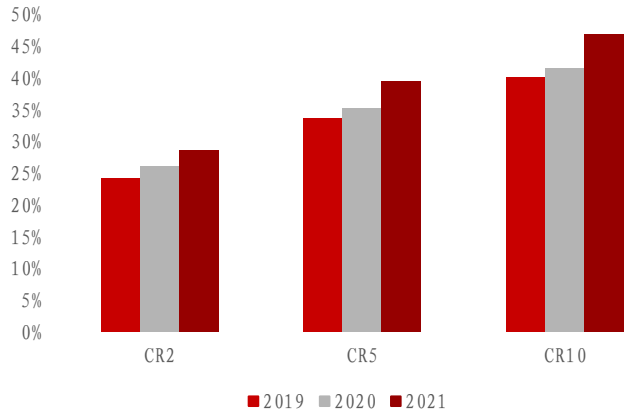
白酒头部企业寡头垄断格局稳固，业绩稳健性强。优质的白酒品牌不仅代表着白酒酿造的高品质，更是消费者心里对品牌的历史、地位、以及其自身价格定位等多要素的认同感。消费升级以及消费者品牌意识的提升，进一步强化了知名酒企的品牌价值，消费者更倾向为有品质保证的品牌产品支付更高的溢价，同时优质品牌酒企通过提升营销能力以及管理能力，主导行业价格升级，导致白酒行业分化加剧，头部白酒企业市场销售份额不断攀升，行业中小企业受挤压，白酒企业数量不断减少。数据显示，规模以上白酒企业从2017年的1593家降至2021年的965家，降幅达39%。以销售收入数据看，茅台、五粮液近三年营收持续大幅上升，市场份额占比持续扩大，白酒行业集中度进一步提升。**我们认为，短期内其他品牌跻身高端酒之列的难度很大，白酒行业寡头垄断格局较为稳固，业绩稳健性强。**

图表30：规模以上白酒企业数量持续下降（家）



资料来源：中国酒业协会，万联证券研究所

图表31：我国白酒市场集中度进一步提高



资料来源：中国酒业协会，同花顺iFinD，万联证券研究所

白酒行业“云时代”加速，数字化转型促发展。随着白酒市场集中化趋势凸显，线上线下渠道融合性发展，日趋激烈的竞争带动传统酒企纷纷转型，加速数字化进程。以茅台、五粮液为代表的头部企业率先布局，加码产品数字化以及渠道数字化。近些年来，随着互联网的快速发展，消费者的消费习惯更加趋向个性化和多元化，而通过数字化创新去匹配用户的个性化的需求，已经成为白酒行业发展的主流方向。**在数字化转型过程中，白酒企业也在逐渐打造出属于自己的数字化营销体系，而这也将推动企业自身竞争力的提高。**

图表32：茅台数字营销平台



资料来源：贵州茅台官网，万联证券研究所

图表33：五粮液数字营销平台



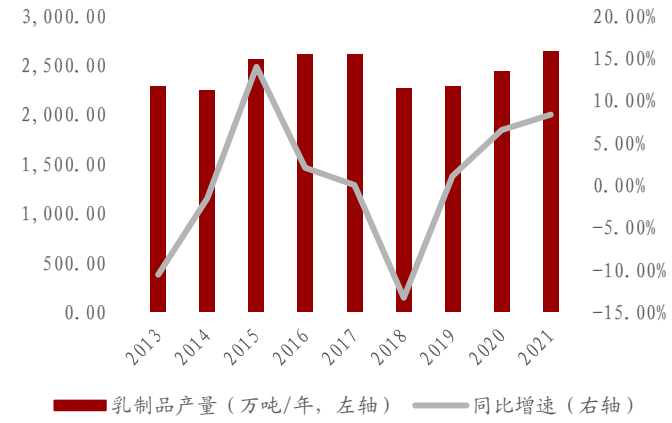
资料来源：五粮液官网，万联证券研究所

3.2 乳制品

3.2.1健康需求推动产量增长，未来空间广阔

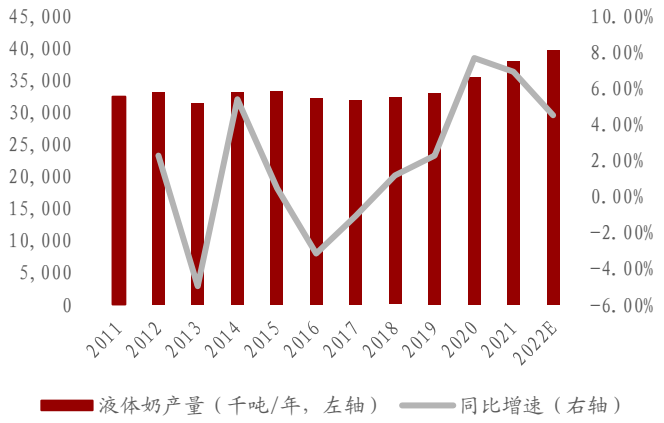
乳制品产量稳中有升，细分行业均有所增长。根据国家统计局数据，我国乳制品产量自2018年以来稳健增长。2018-2021年，我国乳制品产量从2260.90万吨增加至2635.40万吨，年复合增长率5.24%。**分赛道来看，**液态奶作为乳制品的主要产品，近年来产量增速有所放缓，但依然保持增长态势；酸奶市场规模从2018年的684.56亿元增长至2021年的1759.66亿元，年复合增长率达14.44%；奶酪品市场近年来发展迅猛，市场规模以每年10%以上速度增长，行业景气度较高，未来发展总体向好。

图表34：中国乳制品年产量与同比增速



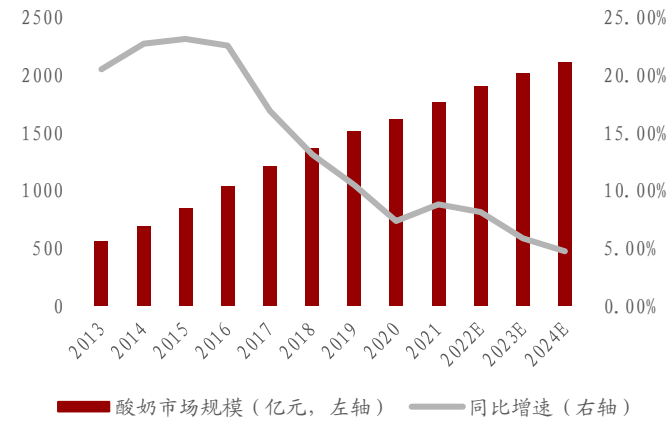
资料来源：国家统计局，万联证券研究所

图表35：液体奶产量与同比增速



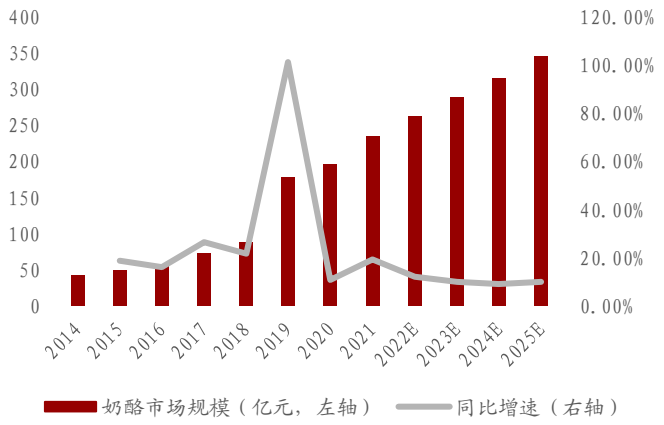
资料来源：国家统计局，万联证券研究所

图表36：中国酸奶市场规模与同比增速



资料来源：萝卜投资，万联证券研究所

图表37：中国奶酪市场规模与同比增速



资料来源：萝卜投资，万联证券研究所

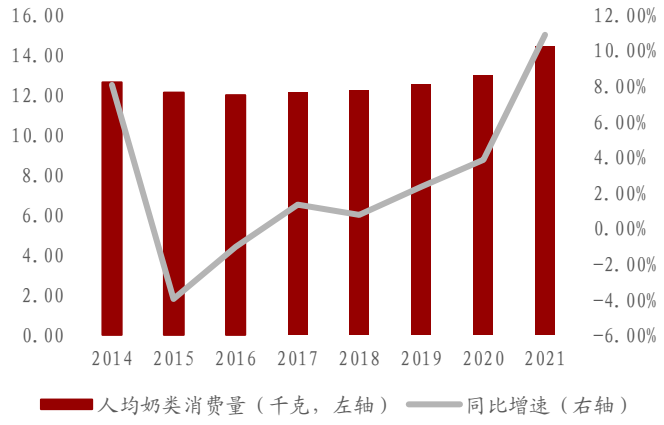
人均消费量有待提升，市场空间广阔。从行业空间看，我国乳制品人均消费量距离发达国家仍有一定距离，长期行业前景广阔。2022年4月26日，中国营养学会发布《中国居民膳食指南（2022）》。相较《中国居民膳食指南（2016）》，新版指南将奶及奶制品的推荐摄入量从每人每天不少于300克，更加明确为每人每天300—500克，建议人们多食用奶及奶制品。尽管近年来，我国居民乳制品消费潜力有所提升，但在全球范围内，中国人的饮奶量仍然偏低。2020年，我国人均乳制品年消费量不足25kg，远低于美国的91kg，与饮食结构相似的日本人均年消费量36kg相比也有着一定的差距。乳制品是平衡膳食、增强体质不可或缺的营养食品，适合全人群食用。**随着国民健康意识的不断提升，城乡居民对于乳制品的消费需求将进一步提升。在疫情广泛影响居民生活的当下，乳制品作为营养与健康膳食的重要组成部分受到消费者更多的关注。**

图表38：中国居民平衡膳食宝塔新旧版对比



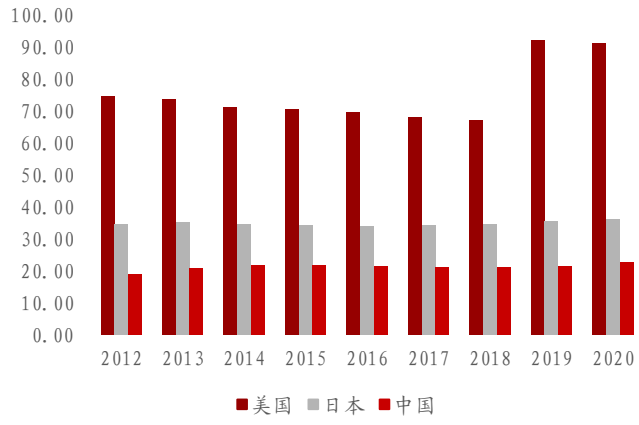
资料来源：人民网，中国营养协会，万联证券研究所

图表39：我国居民人均奶类消费量与增速



资料来源：国家统计局，万联证券研究所

图表40：中美日人均乳制品消费量（千克/年）

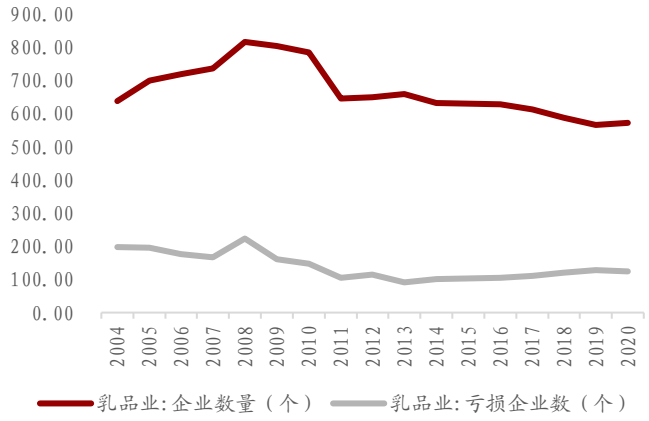


资料来源：萝卜投资，万联证券研究所

3.2.2乳制品产业链“中间强、两端弱”，品牌商影响力显著

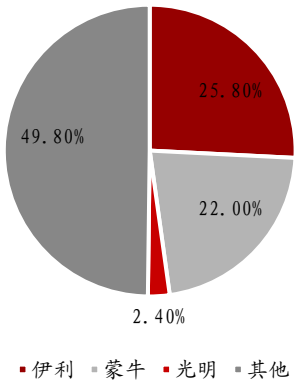
中游：行业趋于集中，伊利蒙牛占据半数份额。近年来随着行业亏损公司的逐渐出清，行业集中度持续提升，行业内竞争趋缓，截至2020年，中国乳制品企业共572家，相较于2008年的815家减少29.82%。2021年我国乳制品市场份额前三的公司分别为伊利股份、蒙牛乳业与光明乳业，市占率分别为25.80%、22.00%与2.40%，伊利和蒙牛作为乳制品行业的龙头企业占据了近50%的市场份额。

图表41：我国乳制品企业数量与亏损数量



资料来源：中国奶业年鉴，万联证券研究所

图表42：2021年乳制品企业市场占有率



资料来源：中国奶业年鉴，万联证券研究所

上游：大型乳企与牧场深度合作，奶源重要性凸显。中游乳制品生产企业对上游牧场的原奶供应有较高的依赖性，在“三聚氰胺”事件之后，许多乳企积极开展与大型牧场的深度合作，以维持原奶的供应与品质稳定。作为中国乳制品行业的重点企业，伊利、蒙牛、光明均通过设立子公司、持有股权或战略合作的方式控制上游奶源。其中，伊利自有奶源中包含中国第一大奶牛养殖企业优然牧业，并通过优然牧业不断落地新建大型牧场；蒙牛与现代牧业开展深度合作，由现代牧业为蒙牛的高端液态奶和高端酸奶线供应原奶，并与原生态牧业等牧场企业达成战略合作关系。

图表43：乳企上游奶源控制情况

	牧场	持股比例	产能(万吨)	存栏量(万头)	牧场数量	牧场分布
伊利	优然牧业	40%	199	41.6	73	河北、山西、内蒙古等16个省份
	赛科星	58.36%	76.6	13.9		
	中地乳业	98.47%	43	6.9	9	北京、内蒙古、宁夏等多个省份
	Westland Dairy	100%	87			新西兰南岛西海岸和 Christchurch 附近地区
蒙牛	现代牧业	56.36%	230	38	38	内蒙古、河北、山东等多个省份
	富源牧业	43.35%	40.2	6	14	
	原生态牧业	战略合作	41.6	8.5	9	黑龙江、吉林、陕西
光明	光明牧业	100%	43.3	8.2	22	黑龙江、浙江、湖北等6个省份
	原生态牧业	战略合作	41.6	8.5	9	黑龙江、吉林、陕西

资料来源：公司公告，万联证券研究所

下游：综艺赞助助力品牌传播，IP联名提升品牌热度。重视品牌建设与宣传是乳制品企业的一大特色。以龙头伊利股份为例，从2005年与北京奥组委签约开始，伊利逐渐成为奥运会、残奥会等运动赛事的忠实合作伙伴。此外，伊利积极扩展营销范围，近年来加大了综艺营销宣传的费用投入。2022年，伊利子品牌已赞助超15家综艺节目，独家冠名10家节目以上，奔跑吧兄弟、中国好声音等一系列综艺节目的火爆为伊利品牌的推广起到了巨大的推进作用。通过赛事、综艺等品牌宣传活动，品牌商进一步提升了品牌形象与知名度，培育终端消费者心智，助力品牌传播。

图表44：伊利与奥运会合作事件表

年份	合作事件
2005	伊利正式签约北京奥组委，成为中国唯一一家符合奥运标准，并为奥运会提供乳制品的企业
2008	北京奥运会期间，伊利为来自全球200多个国家和地区的运动员、教练员和随队官员提供营养保障
2012	伊利携手中国奥运军团出征伦敦，并在全球范围内发起“平凡人的奥林匹克”活动
2013	伊利续约中国奥委会
2014	伊利与中国冬奥军团亮相索契冬奥会
2015	伊利与国家体育总局冬季运动管理中心达成七年战略合作
2016	伊利携手中国奥委会，在里约的“中国之家”发布了国人“活力进化史”
2017	伊利集团成为北京2022年冬奥会和冬残奥会官方唯一乳制品合作伙伴
2022	伊利参与冬奥会相关组织活动

资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表45：伊利部分主要品牌赞助节目

时间	子品牌	赞助节目	赞助方式
2020	金典	天赐的声音	联合赞助
		乘风破浪的姐姐	独家冠名
		漫游记	独家冠名
	安慕希	爆款来了 2	联合赞助
	金领冠	妻子的浪漫旅行 3	联合赞助
2021	金典	歌手	独家冠名
		脱口秀大会 4	独家冠名
		披荆斩棘的哥哥	独家冠名
	安慕希	中国好声音	独家冠名
	谷粒多	德云斗笑社	联合赞助
2022	金典	乘风破浪 3	独家冠名
		五十里桃花坞 2	独家冠名
	安慕希	奔跑吧 6	独家冠名
		大侦探 7	首席侦探官
		新游记	独家冠名
	QQ 星	最强大脑 9	独家冠名

资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

3.2.3成本压力缓解，高端化&全面化布局带来新增长

原奶成本提升毛利率下降，奶企提价趋势明显。2020年5月起，疫情影响之下国内生鲜乳价格快速上涨，最高涨幅近30%，原料成本上涨导致乳企毛利承压，2020-2021年伊利、蒙牛、光明等主要乳企毛利率均有不同程度下滑。在面临原材料、物流等成本持续上升的压力加大的背景下，乳企纷纷选择提价，乳制品零售价格随之持续走高。

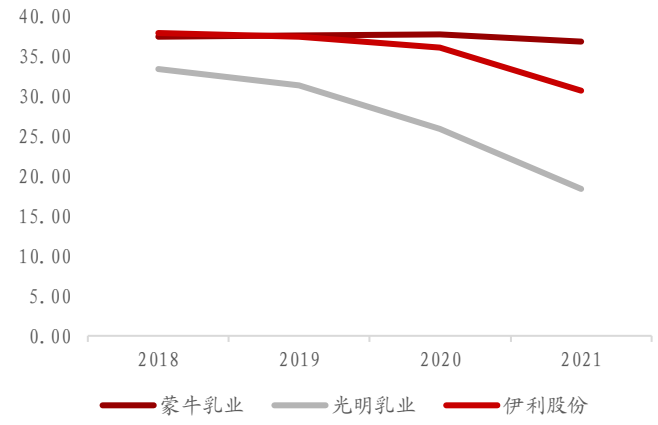
除了对基础产品的直接提价之外，通过产品结构升级进行的间接提价也为乳企维持利润作出了较大贡献。**后疫情时代乳制品需求较为稳定，同时得益于居民消费水平的不断提升和消费观念的改变，消费者对乳制品的价格敏感度普遍降低，因而乳制品企业能够较好地将成本转移给消费者。随着原料价格从高位逐渐回落以及终端零售价温和提升，乳企后续有望打开盈利空间。**

图表46：主产区生鲜乳均价（元/公斤）



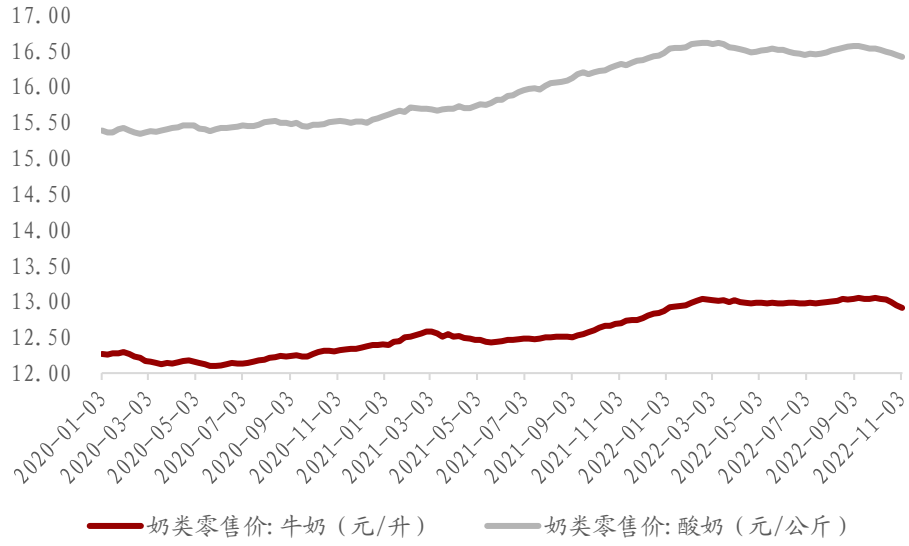
资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

图表47：主要乳企近年毛利率（%）



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

图表48：乳制品零售价格持续走高

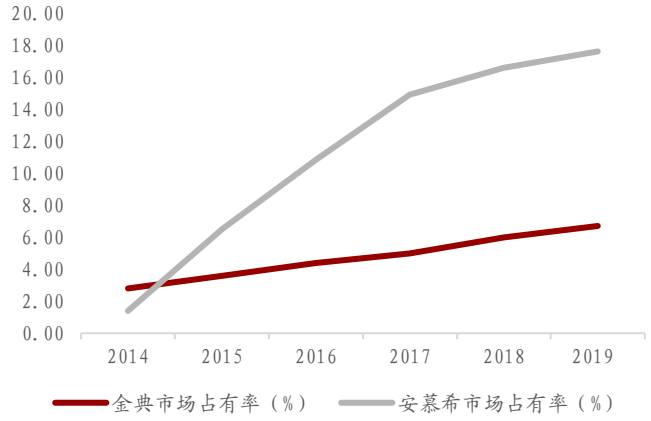


资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

高端品牌市占率持续提升，需求增速领先。健康消费的背景下高端营养需求的提升也为高端产品打开市场空间，行业竞争重点向高端产品市场转移。传统产品的竞争多集中于促销、价格战的方式，而高端产品系列的竞争以口味、功能和工艺等方面的升级为主。金典与安慕希作为伊利在常温液态奶与酸奶市场的主打高端品牌，近年来在饮用奶市场的占有率持续上升：2014-2019年，金典与安慕希市占率分别提升由2.8%、1.4%提升至6.7%、17.6%。高端液态奶在液态奶零售收入占比也不断提升，高端液态

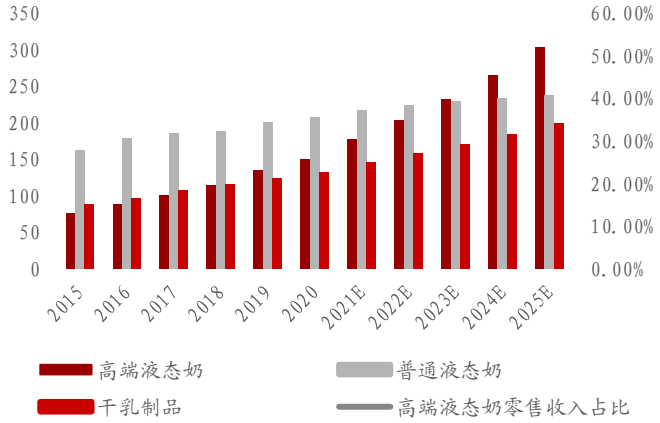
奶在全部液态奶中的销售额占比自2015年的31.9%增至2020年的42.0%，且有望进一步增长并于2025年超过55.0%。**拉长时间来看，奶价温和上涨趋势仍有望持续，龙头乳企在奶价上升期有能力通过产品结构升级、减少促销等方式维持保持盈利能力，奶价企稳回落后释放盈利能力。**

图表49：伊利高端产品市场占有率



资料来源：萝卜投资，万联证券研究所

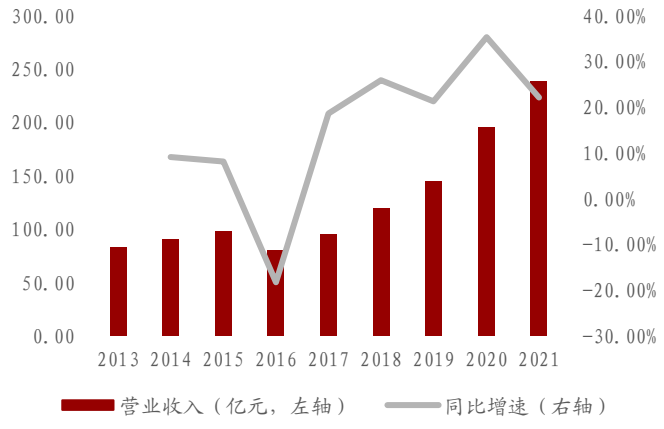
图表50：高端液态奶零售收入（单位：十亿元）占比不断提升



资料来源：优然牧业招股说明书，万联证券研究所

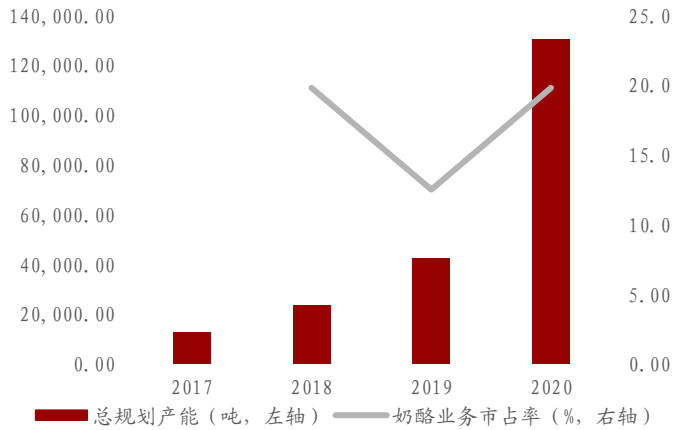
龙头全线布局细分品类，未来有望带来新增长。除了常温奶业务外，伊利、蒙牛近年来着力发力低温奶、奶粉和奶酪业务，并获得了良好成效。伊利在奶粉板块依靠内生增长叠加收购澳优等优质海外标的，在获得位于荷兰、澳大利亚、新西兰等高端海外特色丰富奶源的同时弥补了在进口高端奶粉的品类缺失，未来奶粉业务有望迎来持续增长。蒙牛通过收购妙可蓝多，在奶酪板块中市占率超过20%，占据先发优势，未来有望成为蒙牛业务的新增长点。**相较于市场较为成熟的常温奶，龙头企业全面布局新兴乳制品市场并占据有利市场生态位，未来增长可期。**

图表51：伊利股份奶粉业务营收及同比增速



资料来源：萝卜投资，万联证券研究所

图表52：妙可蓝多规划产能与市占率



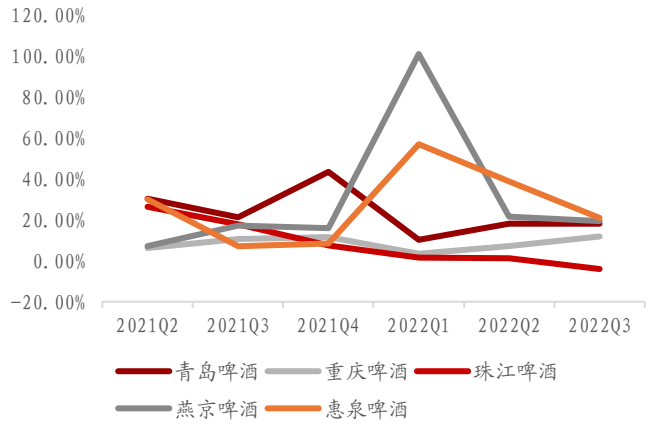
资料来源：萝卜投资，万联证券研究所

3.3 啤酒

3.3.1业绩表现亮眼，行业集中度高

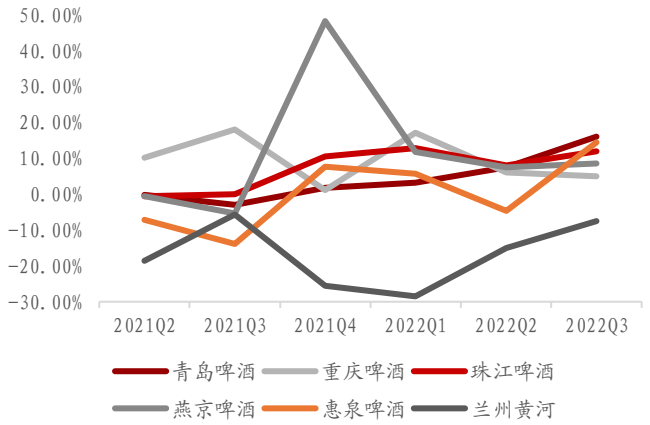
整体来看，22Q3啤酒板块业绩表现良好。2022年前三季度，啤酒板块在疫情反复期间展现出强劲的韧性，营业总收入同比增长8.56%，归母净利润同比增长13.6%。单季度看，受益于季节因素，2022Q3啤酒上市公司营收与归母净利均普遍实现增长，除兰州黄河作为区域性品牌，在疫情等影响下营收同比下降之外，其他啤酒企业均实现营收正增长，其中青岛啤酒与惠泉啤酒实现营收与归母净利双位数增长。

图表53：部分啤酒企业21Q2-22Q3归母净利同比增速



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

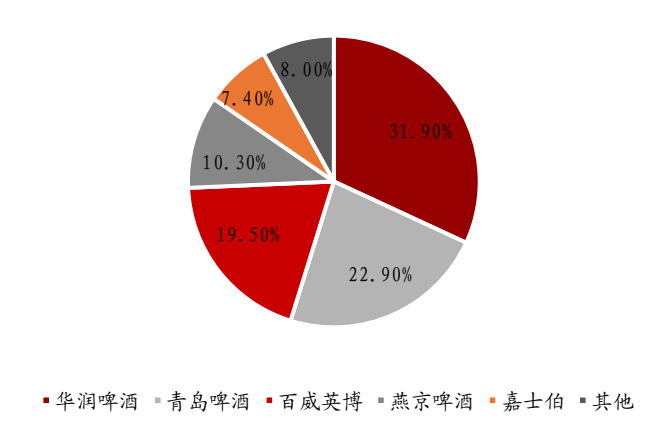
图表54：啤酒企业21Q2-22Q3营收同比增速



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

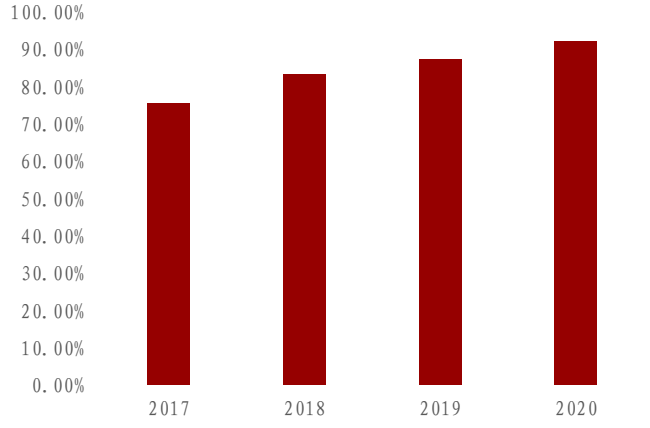
啤酒行业集中度高，市场进入寡头竞争时代。近年来，啤酒头部企业积极采取并购等方式抢占国内优质市场。百威英博分别于2014年和2017年收购金士百、大富豪啤酒以及精酿品牌拳击猫；华润啤酒近三年接连收购喜力中国及金沙酒业。随着啤酒行业的出清以及行业高端化进程不断发展，行业集中度稳中有升，板块已形成寡头竞争的市场格局。根据中国酒业协会数据，啤酒行业 CR5 五大集团：华润雪花、青岛啤酒、燕京啤酒、百威英博、嘉士伯合计在市场中的份额占比从2017年的75.30%大幅提升至2020年的92.0%。

图表55：2020年中国啤酒行业企业市场份额占比



资料来源：中国酒业协会，万联证券研究所

图表56：中国啤酒行业销售额CR5变化



资料来源：萝卜投资，万联证券研究所

图表57：近年啤酒行业重大收购事件

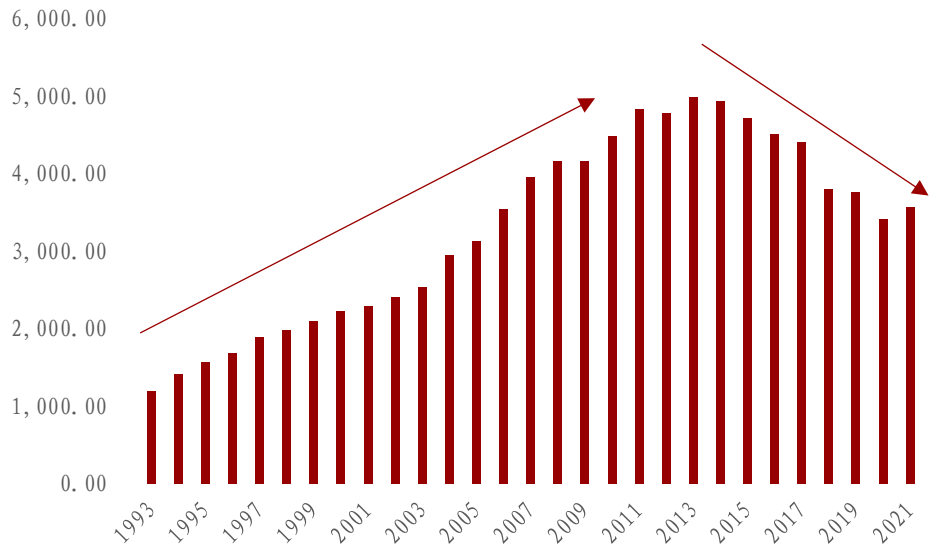
年份	企业	收购事件
2014	青岛啤酒	收购嘉禾啤酒 50%股权
		收购绿兰莎 55%的股权
	百威英博	收购金士百、大富豪啤酒
2015	青岛啤酒	收购绿兰莎啤酒 55%股权
		收购三得利中国业务
	嘉士伯	收购乌苏啤酒
2016	华润啤酒	收购华润雪花啤酒 49%已发行股本总额
2017	百威英博	收购精酿啤酒拳击猫
2019	华润啤酒	收购喜力中国业务
2022	华润啤酒	收购金沙酒业 55.19%股权

资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

3.3.2高端化进程持续，利润率有望继续提升

行业总产能持续下降，啤酒进入存量竞争时代。我国啤酒行业近三十年来经历了由产量竞争到存量竞争的发展过程：1993-2013年，随着我国经济开放以及市场化的推进，多个啤酒品牌纷纷建立并开展国内啤酒市场的探索发展。其中本土啤酒企业如青岛啤酒与华润啤酒通过厂房建设以及并购等不断扩展业务范围与市场布局，而一部分的外资企业如百威英博及嘉士伯通过收购乌苏啤酒、哈尔滨啤酒等方式入局国内市场。该阶段各企业主要以扩展市场为主要目标，产量上体现为啤酒总产量从1993年的1,192万吨增长至2013年的4,982.79万吨，年复合增长率为7.41%。2014年开始，随着人民生活水平、健康意识的提升，越来越多消费者开始秉承喝好酒的理念，转向优质啤酒的消费，以产量谋市场的扩展理念逐渐被各大啤酒厂商放弃。与此同时，国内啤酒市场竞争愈加激烈，规模啤酒企业开始逐渐关停或改造低效酒厂，以提高营运效率及产能利用率，并逐渐在市场运营上也采取了高端化的策略。因此，啤酒产量从2014年后开始逐渐下降，至2021年产量为3562.43万吨，年复合增长率为-4.55%。

图表58：全国啤酒年产量（万吨）



资料来源：同花顺iFinD，国家统计局，万联证券研究所

国内高端啤酒未来消费量占比将持续提升。近年来我国高端啤酒（10元以上/550ML）销售额占比逐渐提升，而大众型啤酒（6元以下/550ML）市场份额占比逐渐下降。截止2021年，高端啤酒销售额已占市场总额的35.90%，且呈现持续增长态势。高端啤酒销量从2015年的336.6万吨提升至2021年的507.9万吨，年复合增长率7.10%。

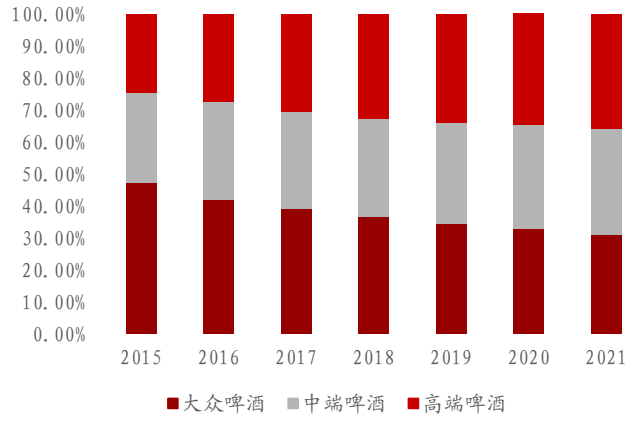
我们认为，中高端啤酒未来消费将持续提升的逻辑在于：

1）随着人们生活水平的提高，国民饮酒消费习惯逐渐发生改变，更加重视食品安全健康以及酒品品质，中高端啤酒因其在原料、制作工艺、口味丰富度等方面相较于经济型啤酒具有一定的提升，逐渐受到大众的青睐，市场份额持续提升。

2）啤酒主力消费人群正在发生变化，Z世代逐渐成为中高端啤酒行业未来的主流消费者。根据酒花儿统计，精酿啤酒消费者中年龄在35以下的占比约78%，呈现明显的年轻化特征。

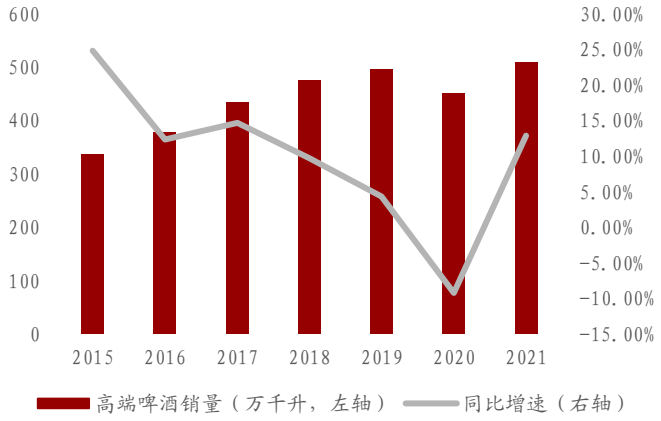
3）随着疫情常态化防控的完善，娱乐场所中的酒吧、KTV以及高端餐饮等中高端啤酒消费场所陆续开放，同时也将带动啤酒中高端产品的需求增加。与此相对应，多家啤酒企业已公布面向高端啤酒市场的产品战略布局，通过对高端啤酒产品的研发与宣传，开拓潜在啤酒消费市场。

图表59：中国啤酒类型市场规模销售额占比



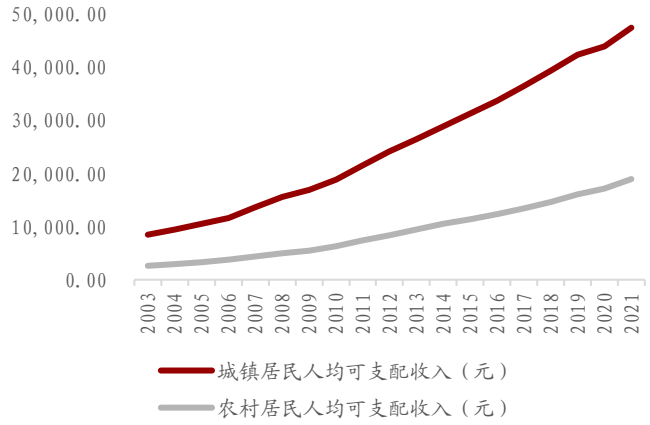
资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

图表60：高端啤酒年销量与同比增速



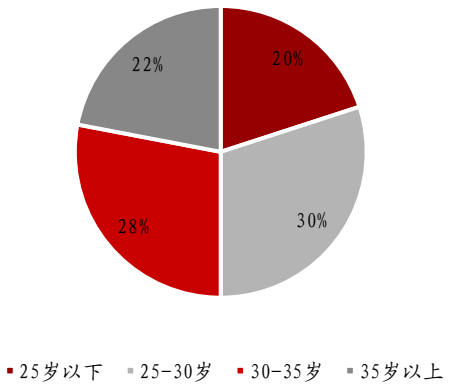
资料来源：欧睿咨询，万联证券研究所

图表61：我国人均可支配收入逐年提升



资料来源：国家统计局，万联证券研究所

图表62：精酿啤酒消费者年龄占比



资料来源：酒花儿，万联证券研究所

啤酒产品升级持续，头部企业打造多品类产品布局。近年来，头部啤酒企业响应市场的变化进而积极布局高端产品领域，打造多产品矩阵，满足市场不同消费者的消费需求，驱动高质量发展。在保持原有产品的基础上，酒企积极布局中高端酒市场，在啤酒存量竞争的情况下，精酿啤酒、预调酒等多元化的低度酒饮逐渐获得企业的重视与开发。如华润啤酒在高端酒布局方面打造“4+4”高端品牌矩阵，包括雪花旗下的勇闯天涯 SuperX、马尔斯绿、匠心营造、脸谱以及喜力旗下的喜力星银、虎牌、红爵、苏尔。燕京啤酒发展以燕京为主品牌，打造漓泉、惠泉、雪鹿3个区域优势的高端品牌的“1+3”战略。

图表63：部分啤酒上市企业产品价格布局

啤酒类型	经济型	中档	高档
价位端	6 元及以下/550ML	6-10 元/550ML	10 元及以上/550ML
华润雪花	勇闯天涯、冰酷、清爽	雪花纯生、勇闯天涯 Super X、马尔斯绿	沈阳老雪花、喜力、脸谱
青岛啤酒	崂山、青岛欢动	全麦白啤、经典 1903、纯生	原浆、青岛黑啤、皮尔森、鸿运当头、奥古特
百威英博	哈尔滨、雪津	百威啤酒	科罗娜、福佳白啤、鹅岛 IPA
燕京啤酒	鲜啤、精品、特色系列	燕京黑啤、纯生	漓泉、惠泉、雪鹿
嘉士伯、重庆啤酒	山城、重庆 66 系列	嘉士伯乐堡、大红色乌苏	国产凯旋 1664 白啤、格林堡艾尔白啤、布鲁克林

资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

3.3.3原料成本压力改善，未来盈利可期

21年原材料成本上行，啤酒板块开启提价浪潮。啤酒企业的原材料成本主要来自麦芽、大米、酵母、啤酒花等原料和玻璃瓶、铝罐、纸箱等包材。2021年以来大麦、玻璃等原材料与包装材料价格维持上涨态势，2022年初俄乌冲突以及持续的疫情风险进一步推高了大麦等原材料价格，啤酒企业面临较大的成本压力。2021年以来，多家啤酒企业实施提价措施。百威亚太分别于21与22年对全系列产品进行5%-10%的提价；青岛啤酒对部分啤酒进行价格上调；重庆啤酒提高乌苏品牌的出厂价。

图表64：部分啤酒上市企业提价情况

企业	提价时间	提价产品及幅度
青岛啤酒	2021 年 8 月	纯生终端箱价提 4 元左右，涨幅约为 5%
	2021 年 12 月	对经典、白啤等主力产品出厂价提升 8-10%
	2022 年 4 月	瓶装纯生流动渠道提价 10%
重庆啤酒	2021 年 10 月	疆内大乌苏出厂价每瓶提升 0.8 元，330ML 乌苏酒液升级提价
	2022 年 2 月	疆外乌苏提价 4%-8%
百威亚太	2021 年 4 月	多品牌提价 0.6-1.8%
	2021 年 12 月	全系列产品出产价上调 5-10%
	2022 年 3 月	对全国范围内产品提价
华润啤酒	2021 年 9 月	勇闯天涯出厂价提升 10%

资料来源：公司公告，公开资料整理，万联证券研究所

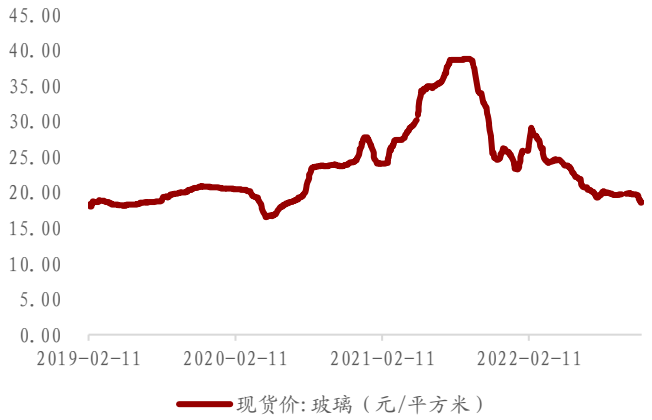
近期成本走势平稳，利润端表现有望改善。2022年下半年以来，随着疫情逐渐得到控制，经济发展稳中求进，啤酒原材料价格上升趋势得到抑制，近期表现平稳，部分价格高位回落。啤酒企业成本压力的缓解有利于释放提价带来的利润空间，提升企业的盈利能力。**展望2023年，消费者对于啤酒的需求将有所提升。随着疫情防控政策不断优化以及经济活力的修复，居民的消费信心将有所提升，对啤酒的消费需求将进一步增长。此外，在去年底卡塔尔世界杯足球赛的催化下，啤酒销量有望在淡季贡献一定的增量。随着啤酒厂商不断布局高端啤酒市场，中高档产品有望呈现加速增长，高端化红利持续释放，企业盈利能力有望进一步提升。**

图表65：小麦现货均价



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

图表66：玻璃现货价



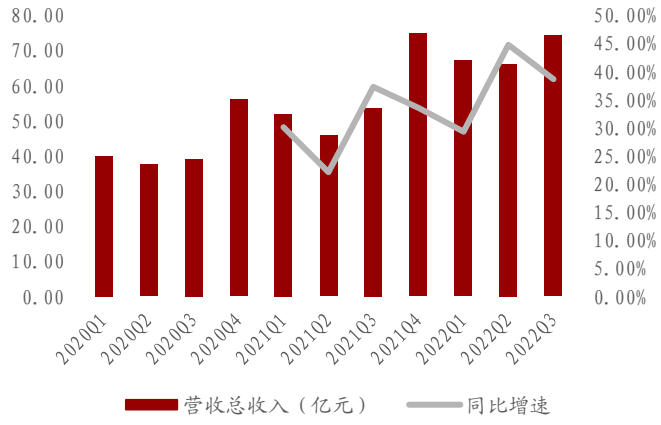
资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

3.4 速冻食品

3.4.1疫情催化下速冻食品业绩亮眼，市场持续扩容

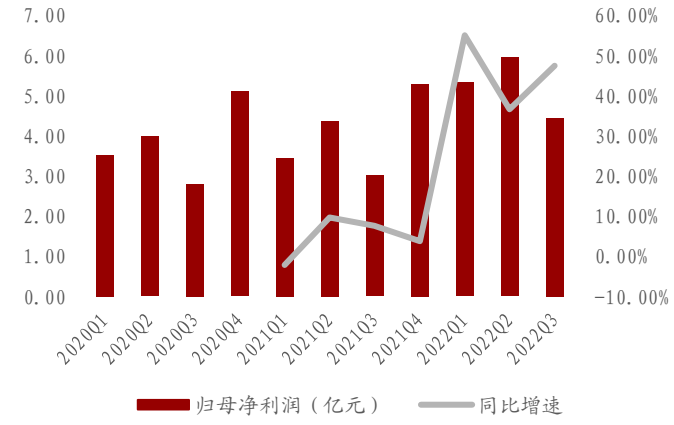
板块营收稳中有进，利润维持高位。在2022年全年新冠疫情多点爆发、居家场景增多的背景下，速冻食品板块进入业绩爆发期，22Q1-Q3营收稳中有进，同比分别增长29%/45%/39%。利润方面，继22Q1归母净利润同比突破50%新高后，Q2-Q3同比增速维持高位，分别增长36%/47%。疫情催化下板块前三季度业绩亮眼，利润成长性高。

图表67：预加工食品板块2020-2022Q3营收及同比



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

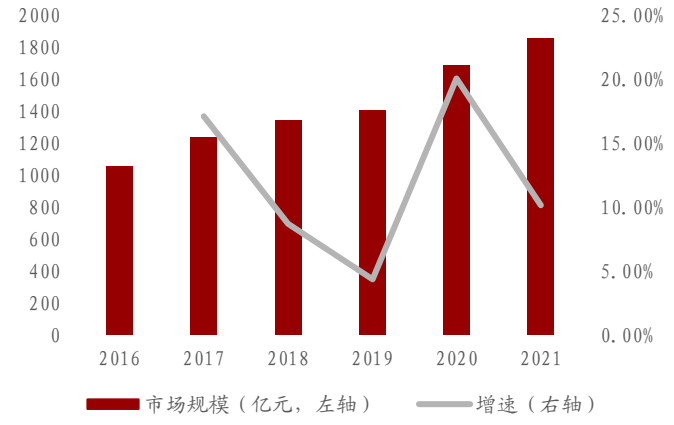
图表68：预加工食品板块2020-22Q3归母净利润及同比



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

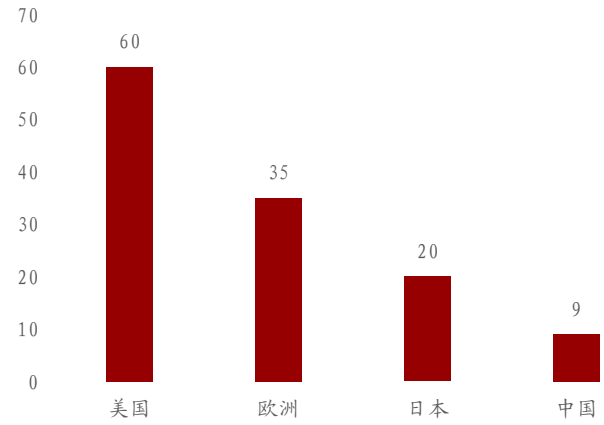
我国速冻食品市场规模超千亿，对标海外人均食用量仍有较大提升空间。我国速冻食品市场规模从2016年1055亿元增长至2021年的1850亿元，CAGR为11.89%。2020年疫情爆发后速冻食品市场发展走俏，同比2019年疫前水平增速达20%。从人均食用量角度，国内水平远低于发达国家，仍有较大提升空间。据艾媒咨询统计，2019年世界主要国家和地区人均速冻食品食用量中，美国人均速冻食品食用量最多，达到60kg；欧洲/日本速冻食品人均食用量为35/20kg，而我国人均食用量仅为9kg，是美国/欧洲/日本的15%/26%/45%，发展潜力较大。

图表69：中国速冻食品规模及增速



资料来源：中商产业研究院，万联证券研究所

图表70：2019年世界主要国家和地区人均速冻食品食用量对比（kg）

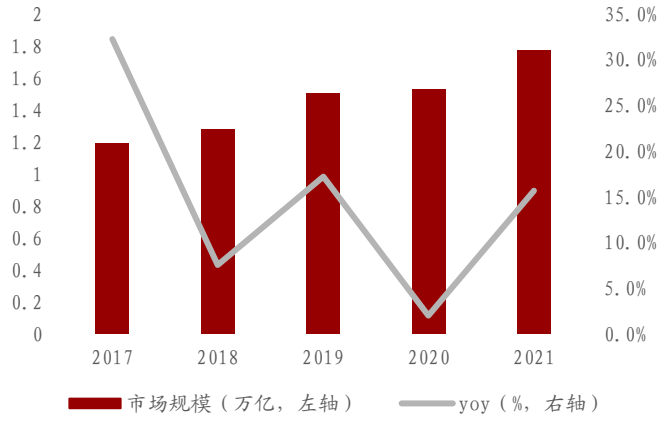


资料来源：艾媒咨询，万联证券研究所

3.4.2 B 端餐饮供应链恢复，上游速冻食品重要性提升

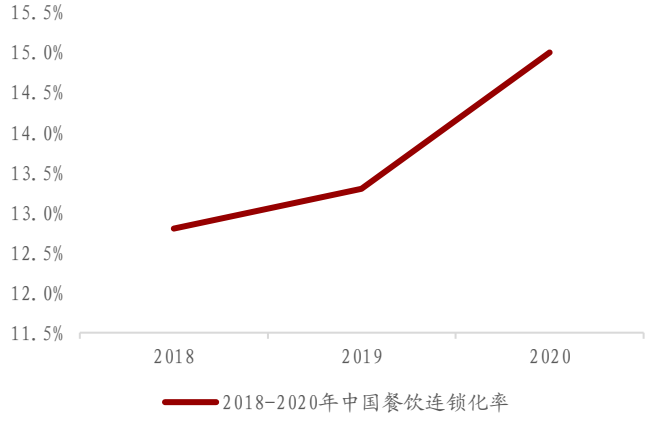
B端餐饮业对速冻食品的依赖性显著提升。一方面，团餐行业进入红利期，速冻食品占据出餐速度优势与成本优势。2021年中国团餐市场规模为1.7万亿元，随着团餐多样化发展和行业服务、技术的升级，预估保持10%的增速，2023年或达到2.25万亿元。团餐的单次餐量要求餐厅加快制作菜品的速度，叠加各项成本压力的上升倒逼餐饮企业选择标准化程度较高的速冻食品。**另一方面，餐饮行业连锁化趋势日益明显，对于食材标准的要求进一步提升。**消费者对于食品安全的重视使餐饮企业采购原材料选择高品质供应商，规模化程度较高的速冻食品企业优先受益。此外，疫情防控政策基本放开预计将大幅度减少疫情对于社会发展的影响，包括餐饮业在内的线下各类消费场景有望得到修复。如果疫情不再长期影响居民生活，年内餐饮渠道需求回暖具有较高确定性，考虑到餐饮供应链条弹性，底部显现。

图表71：中国团餐市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，中国餐饮协会，万联证券研究所

图表72：2018-2020年中国餐饮连锁化率

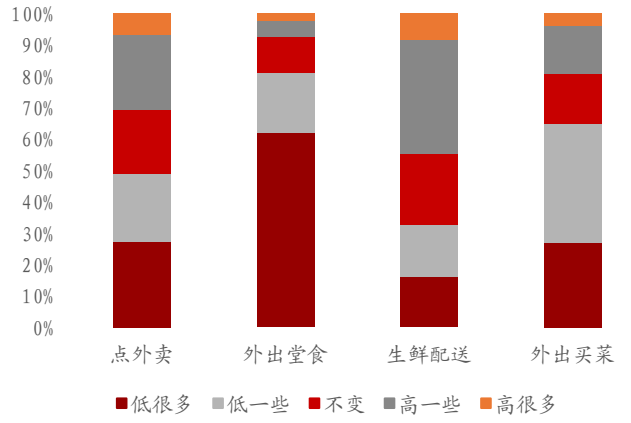


资料来源：中国连锁经营协会，万联证券研究所

3.4.3疫情加速消费者市场培育，C端长期需求不改

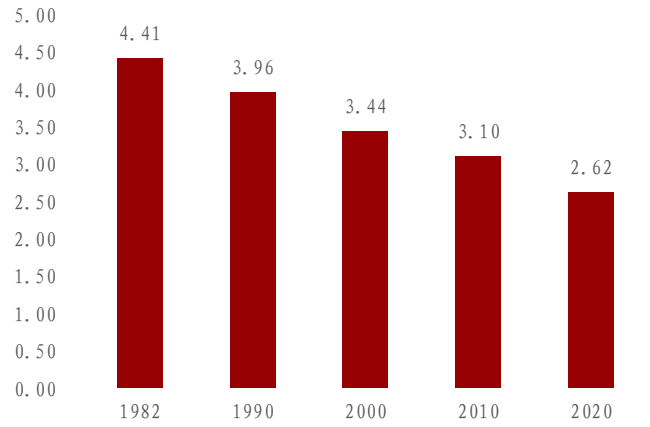
快节奏的生活和繁忙的工作使得“懒人经济”应运而生，催生只需简单烹饪即可享用的速冻食品，满足消费者在忙碌的工作之余也可享受美食的需求。2020年在新冠疫情冲击下，国内居民外出堂食频率大幅减少，生鲜配送频率显著提升，安全营养、方便烹饪的速冻食品成为人们的主要选择。2022年疫情影响持续而广泛，餐饮、夜场消费场景冻结为“懒人经济”按下加速键，外卖、生鲜电商的崛起也为速冻食品打开了新的渠道空间。**进入“后新冠时代”，尽管短期利好因素逐渐消退，但长期来看，社会结构变化仍将对C端市场增长形成有力支撑。**1982年我国家庭规模为4.41人/户，至2020年下降到2.62人/户，家庭结构由多代同堂为主转变为三口或两口之家为主。由年轻人组成的小型化家庭没有足够的时间与精力准备复杂的食材进行备菜、烹饪。预制菜或成为小型化家庭消费者对简单化、便捷化一日三餐需求的绝佳解决方案。

图表73：2020年中国网民各渠道餐饮消费频率变动



资料来源：艾媒咨询，万联证券研究所

图表74：我国家庭规模变化（人/户）



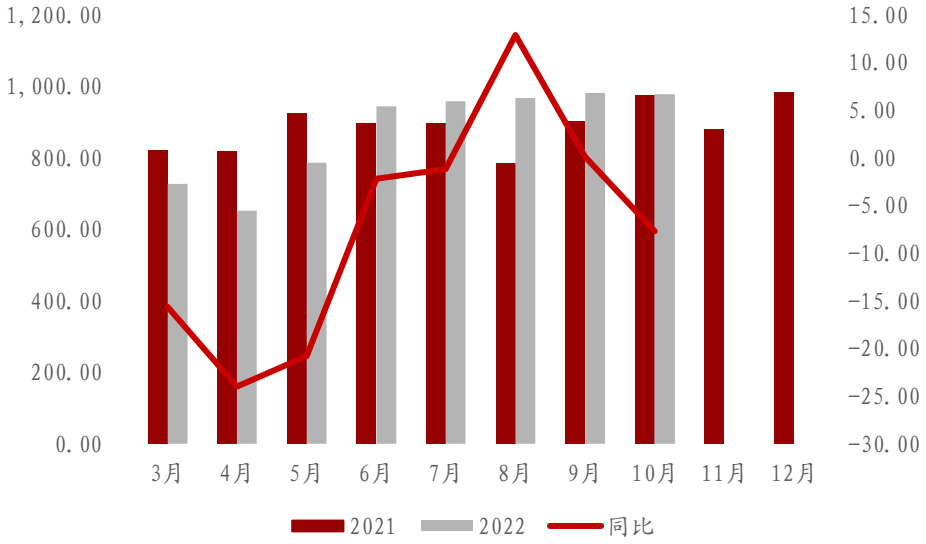
资料来源：同花顺iFinD，国家统计局，万联证券研究所

3.5 调味品

3.5.1线下餐饮消费场景恢复带动需求回暖

调味品行业受益于B端需求复苏。由于餐饮渠道使用调味品的量普遍比家庭端多30%-40%，且90、00后相比上一代人更愿意就外用餐，对于调味品行业而言B端需求复苏相较C端更为重要。2022年餐饮行业收入与疫情影响密切相关，根据国家统计局，三季度由于疫情影响减弱，限额以上企业收入恢复状况良好，连续三个月同比增速恢复正增长。进入四季度，由于10月受新一轮疫情多点爆发影响，限额以上企业餐饮收入同比下降7.7%。**预计随疫情防控边际优化，疫情对于社会发展的影响将逐渐减弱，包括餐饮业在内的线下各类消费场景有望得到修复，年内餐饮渠道需求回暖具有较高确定性，包括上游调味品行业在内的餐饮产业链也将随之受益。**

图表75：限额以上企业餐饮收入及增速（当月，亿元，%）



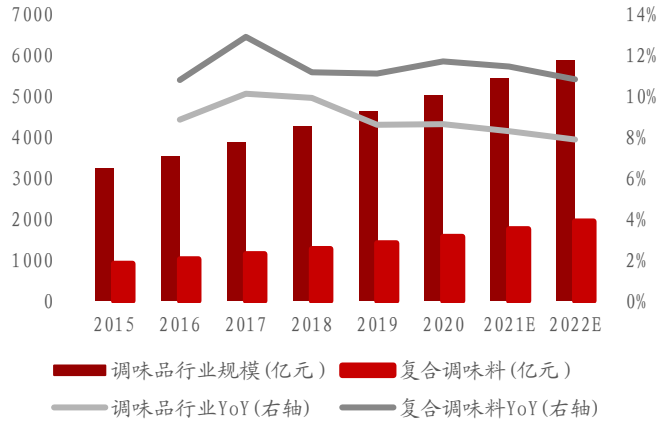
资料来源：同花顺iFinD，国家统计局，万联证券研究所

注：不同年份限额以上企业统计口径不一致，图表中营收同比为2022年的限额以上企业同比增速。

3.5.2复合调味品持续高景气，有望引领行业复苏

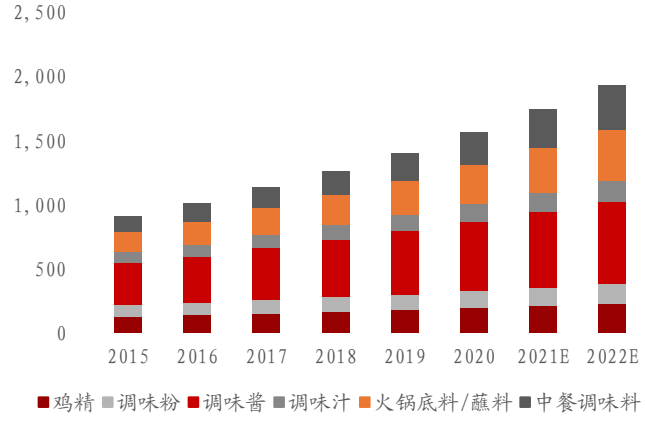
复调市场增速高于行业增速，企业积极抢占份额。当前复合调味品的行业增速在10%以上，高于行业整体增速，仍有较大成长空间。就市场格局来看，通过全行业持续共同教育、不断扩大市场需求，头部企业有望凭借品牌和渠道优势收割市场，龙头优势更为明显。但在品类细化发展的过程中，复合调味品的种类相较于传统调味品更加多元化、需求差异大，爆款菜核心调料初步形成一定规模，拉动需求增长，如小龙虾、黄焖鸡米饭、新奥尔良烤翅等爆品带动相应调味品市场激增，部分企业或可通过大单品策略实现突围。

图表76：我国复合调味品市场增速高于行业整体增速



资料来源：Frost&Sullivan，万联证券研究所

图表77：复合调味品市场细分品类（亿元）

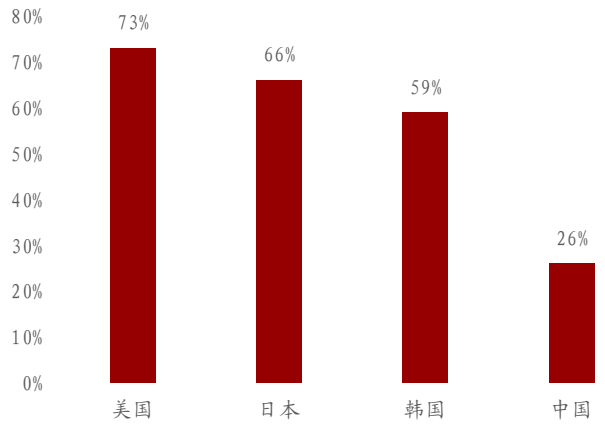


资料来源：Frost&Sullivan，万联证券研究所

复合调味品切中B/C端多种痛点，调味品复合化是行业发展重要趋势。我国复合调味品仍处于成长期，除了老牌复合调味品企业颐海、天味等之外，如海天、恒顺等传统单一调味品龙头也纷纷入局，未来有望共同发力将市场做大，B端餐饮扩容以及向C端渗透的进程都将加快。**B端：**互联网的普及带动外卖行业的发展，外卖的便捷性和配送时间的重要性要求餐厅加快制作菜品的速度，复合调味品的使用大大节约了烹饪的时间，提高了烹饪效率；同时餐饮行业连锁化趋势对于口味和用料内部标准化以及用料安全性的要求进一步提高，进而驱动复合调味品的需求增长。**C端：**80/90后逐渐成为厨房的主力军，相比上一代，较快的工作节奏、较大的工作压力导致80/90后烹饪时对简易性和便捷性的要求较高，“一菜一料”的便捷化需求逐渐凸显。复合调味品可有效简化烹饪过程，缩短做饭时间，消费者也愿意为了便捷性支付溢价。

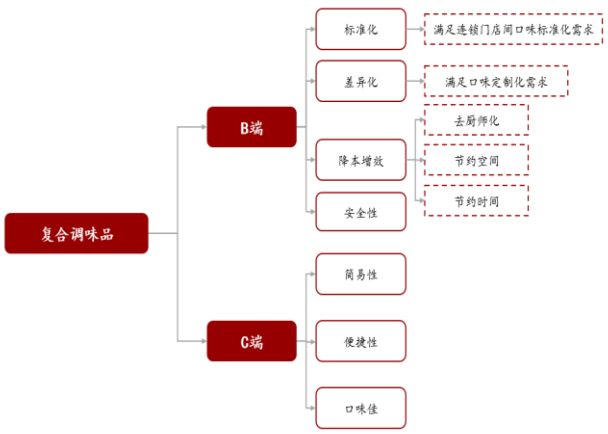
对标海外，国内复调渗透率有待持续提升。海外发达国家如美国、日本、韩国等早于我国经历过餐饮连锁化和家庭便捷化的需求觉醒，在此带动下的复合调味品渗透率均高于50%。据艾媒咨询数据，2020年我国复合调料的渗透率仅为26%，提升空间广阔，复合调味品赛道有望率先引领调味品行业基本面复苏。

图表78：2020年中外复合调味品渗透率对比



资料来源：艾媒咨询，万联证券研究所

图表79：复合调味品切中B/C端多种痛点



资料来源：万联证券研究所

4 投资建议及风险因素

4.1 投资建议

回顾2022年，新冠疫情接连在多个一线城市集中爆发，国内消费者信心受到较大打击，消费市场疲弱，社零数据走低。在这个背景下，食品饮料板块依然展现了较强的韧性，粮油食品类、饮料类社零同比稳健增长，白酒、啤酒、速冻食品、调味品等主要子板块实现营收利润双增。展望2023年，随着政府防控政策逐渐放松以及居民对于新冠病毒的了解日益增加，疫情对市场的扰动已边际减弱，消费场景逐步恢复，消费者信心重新构建。前期由投资者恐慌情绪主导的估值杀跌已经结束，市场逐渐回归理性，具备业绩稳定性的食饮细分龙头以及具备成长高弹性的新兴消费企业将更受青睐。**建议关注：** 1）基本面长期向好，业绩稳定性与成长性兼具的**白酒龙头**；2）生产成本缓解、全产业链扩张布局的**乳制品龙头**；3）高端化趋势延续、盈利空间逐步释放的**啤酒龙头**；4）受益于餐饮供应链逐渐恢复、业绩成长性高的**速冻食品企业**；5）受益于疫情防控边际放松、B端需求回暖的**调味品企业**。

4.2 风险因素

1.政策风险：食品饮料中的诸多板块，如白酒等，与政策关联度较大，限制或管控相应产品于某些消费场景的消费将会带来较大的行业调整。

2.食品安全风险：食品安全是消费者关注的重中之重，消费者对出现食品安全问题的产品及公司甚至行业的信任度及消费意愿将大幅下降。

3.疫情风险：虽然目前我国疫情防控政策已基本放开，但疫情后续演进仍有较大不确定性，如果出现多轮疫情感染高峰或防疫政策重新收紧，将影响经济修复进程和食品饮料供需。

4.经济增速不及预期风险：白酒等子板块仍有一定的周期性，提示经济增速不及预期的风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场