



复苏在途，蓄势待发

——食品饮料行业 2023 年年度投资策略

核心观点

展望 2023 年，疫情防控措施进一步优化，经济发展秩序逐步回归正轨，消费板块有望迎来复苏。在此背景下，我们建议关注 1) 竞争格局较好的企业，有望率先受益于需求回暖；2) 目前渗透率低，终端需求高，行业景气度高的企业。在食品饮料板块中，白酒商业模式最好，行业持续升级，白酒维持较高增长，我们建议加大对白酒板块的关注。

白酒：高端酒压力下态势稳定，2023 年或迎来快速修复，次高端价格带持续扩容，头部企业高端化+全国化弹性有望释放。高端酒双节动销显示其需求端持续旺盛，库存则保持正常或低位水平。疫情散点多发下高端酒企控量挺价，批价得到较好管控，同时加强渠道管控，打击囤货窜货行为。随线下消费场景及人员流动恢复，高端酒需求旺盛下有望迎来较快修复。次高端方面，板块动销受到较大冲击，内部亦呈现明显分化，龙头企业仍展现较好增长态势，预计 2023 年头部企业产品结构持续升级+全国化推进支撑下延续高增。

啤酒：存量竞争下，产品高端化为主要发展旋律，成本趋缓助业绩弹性释放。啤酒行业存量竞争下，竞争格局基本定型，吨价提升及高端化发展为行业主要发展逻辑。年内疫情冲击加剧，高端啤酒所需的线下即饮场景显著缺失，头部啤酒企业依靠发力非即饮渠道、内部控费等措施，展现出较好的业绩韧性。防控措施优化后，啤酒行业短期动销有望回到正常水平，中期成本端或趋缓，利好利润端改善，高端化长期趋势随居民消费力不断修复，有望得到较好兑现。

调味品：餐饮端恢复、成本趋势下行、产品结构升级有望驱动调味品市场复苏。疫情期间餐饮端需求下降，致使调味品企业业绩承压。前三季度主要调味品公司营收延续增长，韧性有所显现；利润端受主要原材料价格上涨影响，企业间呈现分化。2023 年餐饮端消费恢复，上游调味品板块业绩有望提振，叠加原材料成本或高位下调，利润端有望改善。长期来看，消费升级下消费者品牌与品质意识提升，零添加等高端健康产品预计放量，龙头企业产品结构进一步提升，带动业绩稳步上行。

乳制品：原奶价格与终端需求承压，疫后需求修复及多元化布局支撑业绩上行。2022 年乳制品上游原奶价格由于供给过剩叠加成本上涨，价格与盈利均承压。中游乳制品加工企业受制于终端需求减退，产品结构出现降级，利润水平有所下降。社会面活动恢复后，终端消费力的修复与礼赠场景回归有望推动乳制品加工企业业绩回暖。此外，以伊利、蒙牛为代表的乳制品加工企业多元化布局初见成效，奶粉、低温鲜奶等产品收入加速成长，第二增长曲线成功打造。

休闲食品：卤制品龙头逆势开店，休闲零食细分化与全渠道化支撑发展。疫情期间卤制品龙头逆势开店，为疫后恢复积蓄势能；小企业加速出清，优化行业格局。随线下客流恢复，卤制品龙头在门店总数扩张+单店店效修复双重利好下，有望展现较大业绩弹性。休闲零食前三季度以原料成本上涨及传统 KA 商超流量下滑为主要压制因素，后续居民消费力预计回升，行业回归品类细分化与多元化大方向。单一渠道业绩支撑力减退下，行业加快全渠道布局，利好综合实力占优的龙头企业。

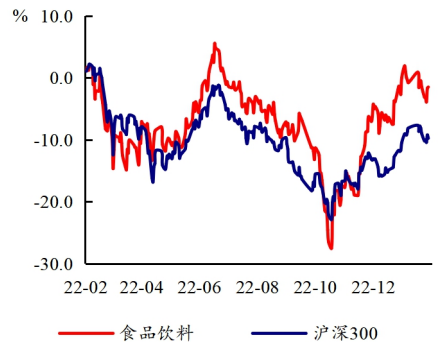
速冻品：疫情期间渗透加速，赛道后续有望维持高景气。随 B 端餐饮连锁化率提升，对速冻品及预制菜需求上升。疫情防控下居家场景增多，速冻与预制菜品 C 端加速渗透，需求量及品类均有所增长。疫情防控进入新阶段后，B 端餐速冻品与预制菜赛道有望维持高景气。

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



相关研究

《【食品饮料】春节消费不断回暖，复苏牛持续演绎_20230130》2023.01.30
《【食品饮料】2023 年春节消费数据点评_20230129》2023.01.29
《【食品饮料】拨云见日，消费迎向阳新生_20230116》2023.01.16
《【食品饮料】消费“复苏牛”值得期待_20230109》2023.01.09
《【食品饮料】节假日消费场景强劲复苏，行业整体需求回暖_20230103》2023.01.03

投资建议

板块配置：白酒>啤酒>调味品/速冻品>乳制品>休闲食品。

白酒：高端酒企方面，建议持续关注五粮液、贵州茅台和泸州老窖。全国性次高端酒企方面，相关标的有受益复苏弹性较大的舍得酒业、酒鬼酒、水井坊及山西汾酒。区域性次高端酒企方面，相关标的有徽酒及苏酒龙头企业，包括迎驾贡酒、古井贡酒、今世缘、洋河股份等。

啤酒：相关标的有产品矩阵丰富、高端化前景可期的华润啤酒，与产品结构不断优化的青岛啤酒，以及手握国内国际丰富啤酒资产，大单品渠道推力充足的重庆啤酒。

调味品：相关标的有具备深厚品牌、研发及渠道优势的海天味业，与锚定高端零添加赛道的千禾味业。

乳制品：相关标的有需求改善、多元化发展成效初现的伊利股份。

休闲食品：卤制品赛道相关标的有门店数占优、产业链投资稳步推进的绝味食品，与拥有“经销商-终端加盟门店”两级销售网络的紫燕食品。休闲零食赛道相关标的有聚焦核心单品、重点发展新兴渠道的盐津铺子，与积极拥抱零食专营的甘源食品。

速冻品：相关标的有传统速冻品业务稳健、预制菜第二曲线放量的安井食品，与 B、C 端需求全面覆盖的专业预制菜生产企业味知香。

风险提示

宏观经济放缓风险；国内疫情反复风险；食品安全风险。

正文目录

1. 食品饮料市场回顾.....	6
2. 白酒板块.....	8
2.1. 整体逻辑：高端企稳有望快速修复，次高端有望成胜负分水岭.....	8
2.2. 板块前三季度回顾.....	9
2.2.1. 白酒板块业绩稳健增长，后续有望迎来亮眼表现.....	9
2.2.2. 白酒企业基金持仓依然占据最大份额.....	11
2.3. 白酒行业分析.....	12
2.3.1. 高端白酒：业绩确定性高，优势明显.....	12
2.3.2. 次高端白酒：规模高速扩容，全国化布局助力持续成长.....	13
2.4. 投资建议.....	16
3. 啤酒板块.....	16
3.1. 整体逻辑：高端化势不可挡，即饮恢复迎业绩释放.....	16
3.2. 板块前三季度回顾.....	16
3.3. 啤酒板块行业分析.....	19
3.3.1. 存量竞争下，集中度持续提升.....	19
3.3.2. 高端化开启新征程，成本改善促弹性释放.....	20
3.4. 投资建议.....	23
4. 调味品板块.....	23
4.1. 整体逻辑：餐饮加速修复，边际改善在途.....	23
4.2. 板块前三季度回顾.....	24
4.3. 调味品行业分析.....	25
4.4. 投资建议.....	27
5. 乳制品板块.....	27
5.1. 整体逻辑：关注终端需求改善，多元化发展前途可期.....	27
5.2. 板块前三季度回顾.....	27
5.3. 乳制品行业分析.....	28
5.4. 投资建议.....	30
6. 休闲食品板块.....	30
6.1. 整体逻辑：线下客流回暖恢复，渠道扩张厚积薄发.....	30
6.2. 卤制品板块前三季度回顾.....	31
6.3. 卤制品行业分析.....	32
6.4. 休闲零食板块前三季度回顾.....	33
6.5. 休闲零食行业分析.....	34
6.6. 投资建议.....	36
7. 速冻食品板块.....	37
7.1. 整体逻辑：疫情期间需求稳健，疫后有望加速成长.....	37
7.2. 板块前三季度回顾.....	37
7.3. 速冻食品行业分析.....	38
7.4. 投资建议.....	41
8. 风险提示.....	41

图表目录

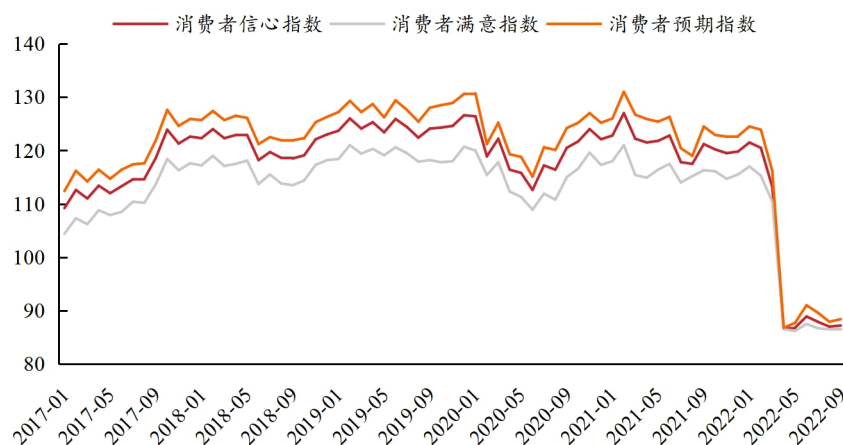
图表 1. 年内消费者信心受到较大冲击.....	6
图表 2. 2022 年全国城镇居民人均食品烟酒消费支出增速放缓.....	6
图表 3. 食品饮料板块 2022 年跑赢沪深 300.....	7
图表 4. 食品饮料 2022 年涨跌幅居于 28 个行业第 11 位.....	7
图表 5. 2022 年食品饮料跌幅前三的子板块分别为乳制品、软饮料、白酒.....	7
图表 6. 食品饮料板块 2022 年营收呈现增长.....	8
图表 7. 食品饮料板块 2022 年归母净利润增速稳定.....	8
图表 8. 食品饮料板块 2022 年毛利率增长显著.....	8
图表 9. 食品饮料板块 2022 年净利率维持上行.....	8
图表 10. 2022 年前三季度白酒板块营收增长稳健.....	10
图表 11. 2022 年前三季度白酒板块归母净利以增长为主.....	10
图表 12. 2022 年前三季度白酒企业销售费用率增速持平为主.....	10
图表 13. 2022 年前三季度白酒板块毛利率小幅上升为主.....	11
图表 14. 2022 年前三季度白酒板块净利率维持上行.....	11
图表 15. 2022 年前三季度基金配置前十大食品饮料个股中，白酒企业占据六席.....	12
图表 16. 白酒行业主流价格带基本定型.....	12
图表 17. 2015 年后高端白酒历年春节期间一批价呈上涨趋势（元/瓶）.....	12
图表 18. 2015 年次高端主要上市酒企营收端市占率.....	14
图表 19. 2021 年次高端主要上市酒企营收端市占率.....	14
图表 20. 次高端扩容速度领先行业均值.....	14
图表 21. 头部酒企前三季度营收增速平稳.....	17
图表 22. 头部酒企前三季度归母净利表现较好.....	17
图表 23. 2022 年前三季度啤酒企业毛利率多数下降.....	17
图表 24. 2022 年前三季度主要酒企净利率基本持平.....	17
图表 25. 7 家境内外上市啤酒企业前三季度销售费用率下滑为主.....	18
图表 26. 2022 年前三季度境内上市头部啤酒企业 ROE 持平为主.....	18
图表 27. 我国啤酒产量近年呈下降趋势，行业进入存量竞争时代.....	19
图表 28. 我国啤酒行业集中度不断提升（销量口径）.....	20
图表 29. 2016 年我国啤酒行业 CR5 约 74.7%.....	20
图表 30. 2020 年我国啤酒行业 CR5 约 92.0%.....	20
图表 31. 头部酒企纷纷推出高端啤酒产品.....	21
图表 32. 我国市场主要啤酒企业吨价呈现上升趋势（元/千升）.....	22
图表 33. 2021 年主要啤酒企业吨价增速修复至行业平均水平.....	22
图表 34. 进口大麦价格维持上涨势头.....	22
图表 35. 瓦楞纸出厂价边际改善.....	22
图表 36. LME 铝场内现货价有所下调.....	23
图表 37. 浮法玻璃市场价格呈现下行.....	23
图表 38. 2022 年前三季度调味品板块营收增长为主.....	24
图表 39. 2022 年前三季度调味品板块归母净利润增速有所分化.....	24
图表 40. 近年豆粕现货价格总体呈现上涨.....	24
图表 41. 油脂类价格当前处于高位回调阶段.....	24
图表 42. 餐饮为我国调味品销售主要渠道（2019 年）.....	25
图表 43. 疫情期间餐饮社零总额受到较大程度扰动.....	25
图表 44. 2022 年餐饮社零总额再度承压.....	25
图表 45. 直接材料占海天味业调味品成本 84.75%（2021 年）.....	26
图表 46. 海天酱油产品呈现升级趋势.....	26
图表 47. 前三季度主要乳制品企业营收增长为主.....	28
图表 48. 前三季度主要乳制品企业归母净利润多数企稳.....	28
图表 49. 我国乳制品市场稳步扩张.....	28
图表 50. 乳制品加工产业链上游呈周期性，下游连接消费终端.....	29
图表 51. 当前我国原奶价格处于高位.....	29

图表 52. 伊利奶制品业务 2017 年后加速发展.....	30
图表 53. 伊利冷饮产品近年逐渐发力.....	30
图表 54. 卤制品龙头企业 2022 年前三季度营收承压.....	31
图表 55. 卤制品龙头企业 2022 年前三季度归母净利润均同比下滑.....	31
图表 56. 疫情期间卤制品龙头门店总数上升为主（家）.....	32
图表 57. 2022H1 卤制品龙头单店净利润明显下跌（万元/家）.....	32
图表 58. 我国卤制品市场稳步扩张.....	32
图表 59. 我国休闲卤制品行业集中度尚低（2020 年）.....	33
图表 60. 我国佐餐卤制品行业集中度较低（2020 年）.....	33
图表 61. 疫情期间卤制品龙头企业每年净开店数量大多维持正向（家）.....	33
图表 62. 2022 年前三季度营收增速前三的企业分别为劲仔食品、好想你、盐津铺子.....	34
图表 63. 2022 年前三季度归母净利润涨幅前三的企业分别为来伊份、盐津铺子、甘源食品.....	34
图表 64. 我国休闲零食市场规模逐年上升.....	34
图表 65. 糖果及巧克力、坚果炒货类占据休闲零食市场规模的 42.5%（2021 年）.....	34
图表 66. 休闲零食呈现需求细分化、多元化发展.....	35
图表 67. 渠道迭代，休闲食品行业呈现全渠道布局.....	36
图表 68. 前三季度主要速冻品企业营收稳健为主.....	37
图表 69. 2022 年前三季度主要速冻品企业归母净利润呈现增长.....	37
图表 70. 我国速冻品市场处于成长期.....	38
图表 71. 速冻米面制品与火锅料为速冻品主要品类（2020 年）.....	38
图表 72. 我国速冻面米行业市场竞争格局较集中（2020 年）.....	38
图表 73. 我国速冻火锅料制品市场格局较分散（2020 年）.....	38
图表 74. 疫情爆发后速冻品行业景气高企.....	39
图表 75. 时间不足为挤占居民早餐时间首要原因（2018 年）.....	39
图表 76. 我国预制菜市场规模预计加速扩张.....	40
图表 77. 安井食品预制菜业务实现高增.....	41
图表 78. 味知香营收保持增长.....	41

1. 食品饮料市场回顾

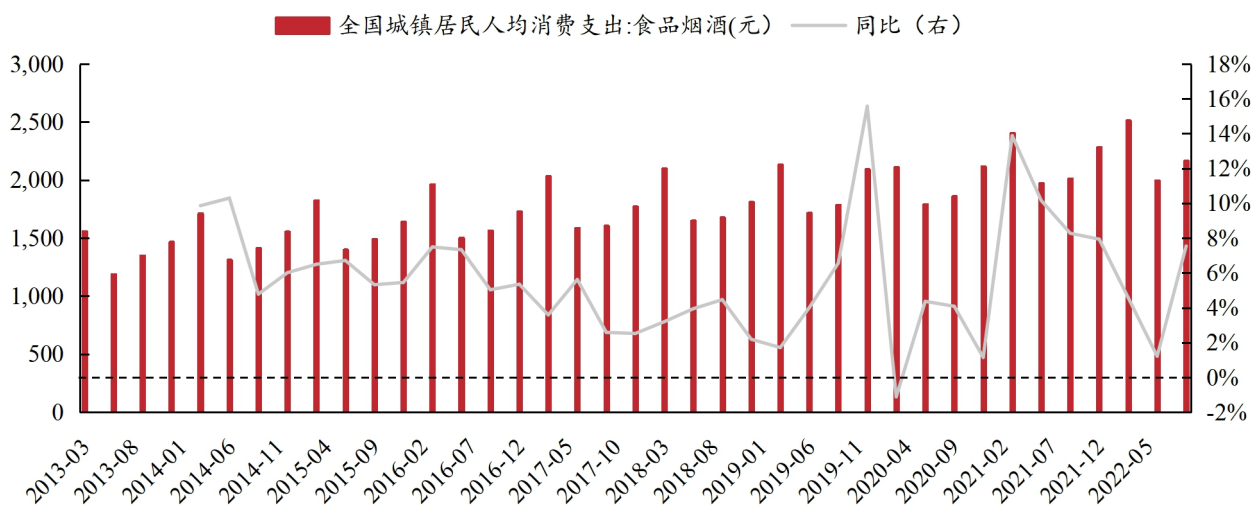
居民消费信心受较大冲击，疫控政策优化下有望反弹修复。根据国家统计局数据，2022 年前三季度 GDP 同比+3.0%，增速较 2021 年同期-6.8pct，主要系二季度以来疫情防控趋紧，对线下消费产生明显抑制，消费者信心指数自 3 月 113.20 点跌至 4 月 86.70 点，此后维持较低位置。前三季度全国城镇居民人均食品烟酒消费支出依次为 2514 元、1998 元及 2167 元，食品烟酒消费二季度显著承压，三季度有所恢复。随疫情防控不断优化，消费者信心有望迎来反弹修复。

图表 1. 年内消费者信心受到较大冲击



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所
注：数据频率为月度

图表 2. 2022 年全国城镇居民人均食品烟酒消费支出增速放缓

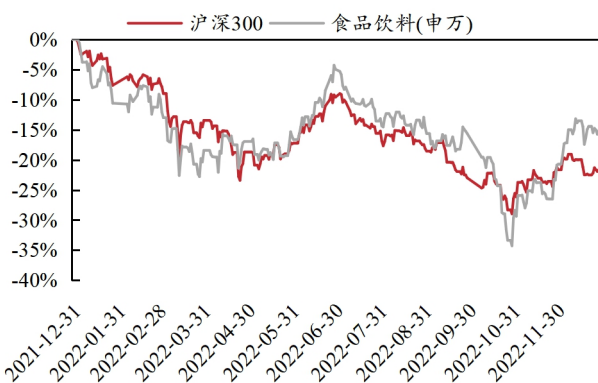


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

截至 2022 年 12 月 31 日，申万食品饮料指数跌幅为 15.1%，跑赢沪深 300 指数。横向对比，食品饮料行业年内涨跌幅在 28 个行业中居于第 11 位。

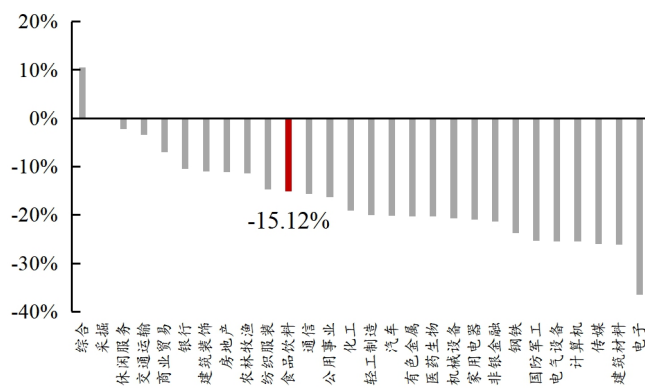
细分行业方面呈现全线下跌，其中跌幅前三的子板块分别为乳制品、软饮料、白酒，年内跌幅分别为 23.7%、17.7%、15.4%。估值方面，2022/12/31 食品饮料行业 PE (TTM) 为 34.36x，处于 2016 年来历史分位数的 59.73%。

图表 3. 食品饮料板块 2022 年跑赢沪深 300



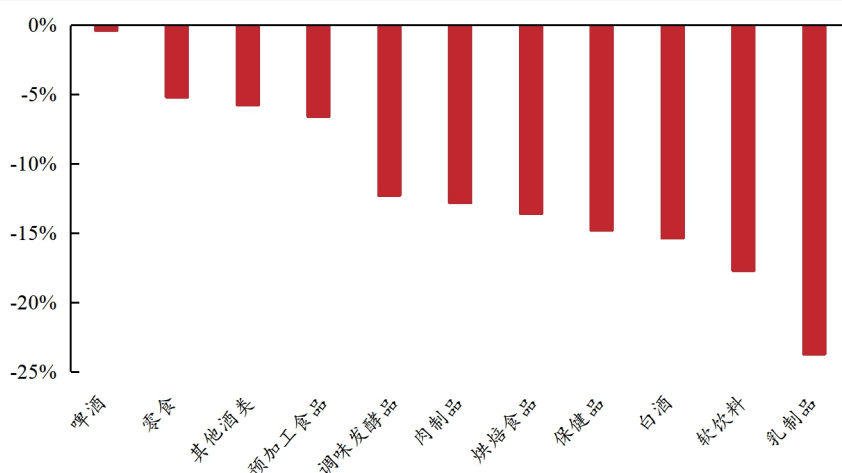
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 4. 食品饮料 2022 年涨跌幅居于 28 个行业第 11 位



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

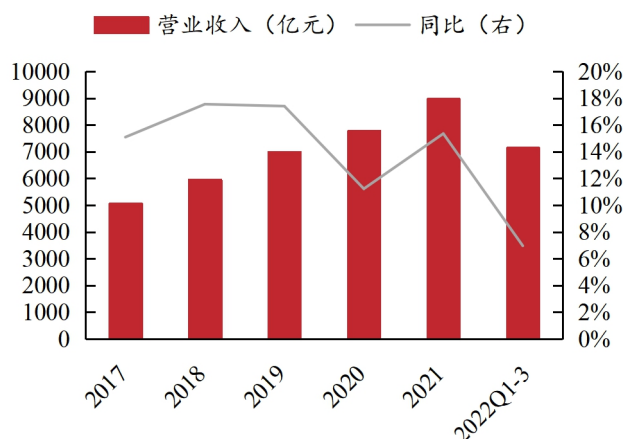
图表 5. 2022 年食品饮料跌幅前三的子板块分别为乳制品、软饮料、白酒



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

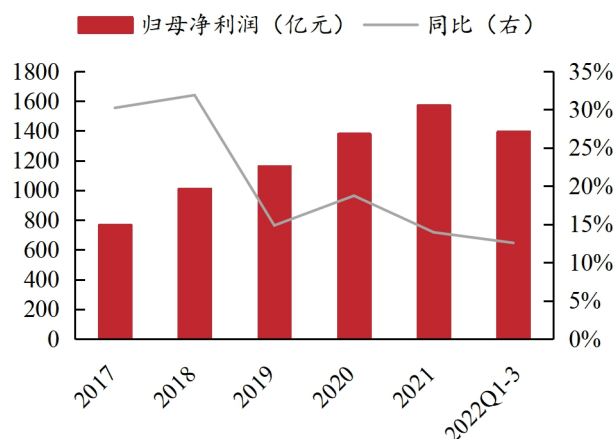
食品饮料板块营收及盈利能力均呈现上涨，随线下消费进一步修复，业绩有望爆发。2022 年前三季度食品饮料板块营收实现 7141.2 亿元，同比 +7.0%；归母净利润实现 1395.9 亿元，同比 +12.6%；毛利率为 48.2%，同比 +1.0pct；净利率为 20.2%，同比 +1.0pct。各项财务数据较 2021 年均展现出不同程度的上涨趋势，预计随 2023 年线下消费场景进一步修复，食品饮料板块有望迎来业绩爆发。

图表 6. 食品饮料板块 2022 年营收呈现增长



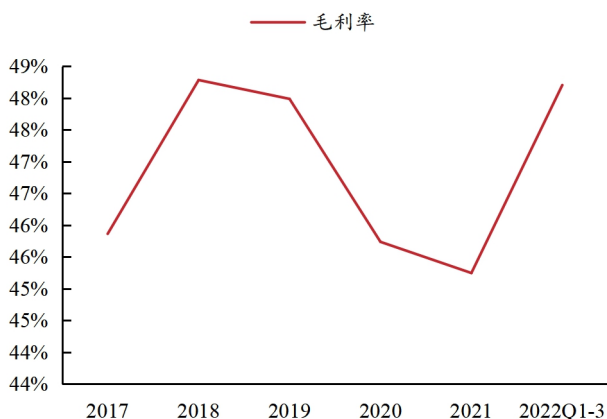
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 7. 食品饮料板块 2022 年归母净利润增速稳定



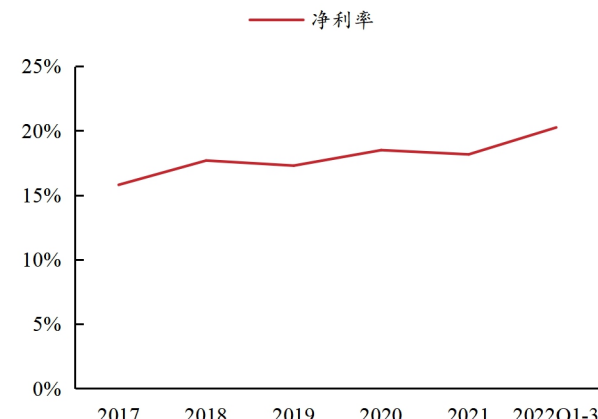
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 8. 食品饮料板块 2022 年毛利率增长显著



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 9. 食品饮料板块 2022 年净利率维持上行



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2. 白酒板块

2.1. 整体逻辑: 高端企稳有望快速修复, 次高端有望成胜负分水岭

2022 年内高端酒态势稳定, 估值性价比凸显, 2023 年将迎来快速修复与发展。高端酒方面, 中秋国庆“双节”期间动销以稳定为主, 较往年近乎持平, 其中飞天批价由于供给端投放及疫情影响在二季度与四季度有所下滑, 但总体控制在合理水平。库存方面, 以茅五泸为代表的高端酒企均保持较低或正常库存水平, 高端白酒表现相对较好。量价方面保持理性谨慎, 控量挺价, 同时推进渠道管控。估值方面, 年内高端酒企估值在消费形势承压下进一步下探, 估值性价比凸显。展望 2023 年, 随疫情防控政策迎来历史性优化, 高端白酒在良好基本面情况下有望快速修复, 推动业绩回归正常增长轨道。茅台在基酒充足及市场化改革叠加直销渠道下业绩持

续向好；五粮液方面产品结构升级与渠道改革不断深化，增长势能稳健，未来可期；泸州老窖方面，低度增长良好，高度稳健，渠道策略灵活有效，长远看公司整体有望迎来业绩改善。

次高端价格带持续扩容，伴随经济周期上行，次高端有望成胜负分水岭。2022 年次高端白酒板块在消费场景缺失与消费信心受损下，动销受到较大冲击，板块内部亦呈现明显分化。其中头部酒企如山西汾酒前三季度营收规模超 2021 年全年，且实现 28.3% 的营收同比增速，酱酒头部企业（习酒等）在品牌加持下同样保持增长态势。我们认为消费升级与次高端价格带扩容趋势具备长期性，其中品牌力充足、产品结构优化升级且渠道力深厚的酒企将受益次高端价格带升级扩容，展现较大业绩弹性。展望 2023 年，疫情防控进一步优化下经济周期开启上行趋势，线下消费场景得到较大程度恢复，前期主要业绩压制因素弱化，全国性及区域性次高端白酒龙头企业产品结构升级+全国化进程有望恢复。其中洋河近年内部改革成效逐步显现，渠道改革接近尾声；汾酒产品升级进程顺畅、全国化成效明显、经销商积极性高涨，增长势头正盛；水井坊增长平稳，渠道趋于良性；古井贡酒薪酬考核管理办法落地，省内外扩张有望加速。我们看好山西汾酒、洋河股份、古井贡酒、舍得酒业等次高端酒企在高端化、全国化方面的持续布局，2023 年有望释放较大业绩弹性。

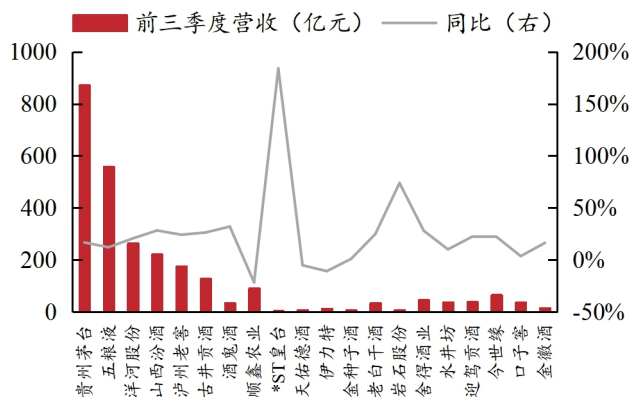
2.2. 板块前三季度回顾

2.2.1. 白酒板块业绩稳健增长，后续有望迎来亮眼表现

前三季度白酒板块业绩稳健增长，后续随消费场景恢复有望迎来亮眼表现。营收方面，2022 年前三季度白酒板块 20 家酒企实现 2658.3 亿元，同比+16.1%。20 家上市酒企中 17 家实现营收同比增长，仅天佑德酒、伊力特、顺鑫农业同比下降。营收增速前五依次为 ST 皇台、岩石股份、酒鬼酒、山西汾酒、舍得酒业，分别同比+184.0%/+73.9%/+32.1%/+28.3%/+28.0%。归母净利润方面，2022 年前三季度 20 家酒企实现 1000.5 亿元，同比+21.2%。其中 14 家实现归母净利同比增长，顺鑫农业、ST 皇台、伊力特、金种子酒、岩石股份、金徽酒呈现同比下降。归母净利涨幅前五的企业分别为老白干酒、山西汾酒、酒鬼酒、古井贡酒、泸州老窖，分别同比+113.8%/+45.7%/+35.0%/+33.2%/+30.9%。年内白酒板块虽受疫情管控致线下消费场景缺失，业绩方面依然维持稳健增长，展现出较好韧性，同时渠道动销情况良好，库存水平较为良性，预计随 2023 年线下消费场景不断恢

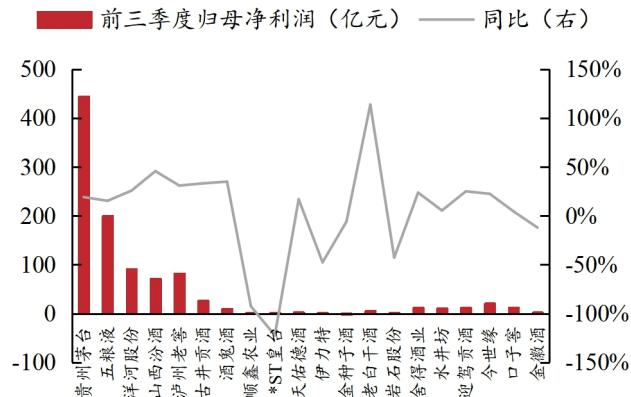
复，白酒板块业绩有望迎来亮眼表现。

图表 10. 2022 年前三季度白酒板块营收增长稳健



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

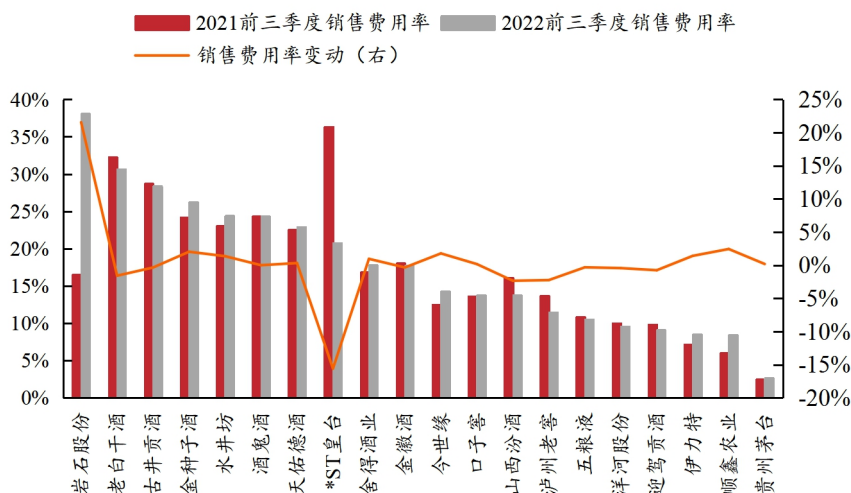
图表 11. 2022 年前三季度白酒板块归母净利润以增长为主



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

前三季度白酒企业销售费用率增速持平为主，酒企广告及费用投放有所收缩。销售费用率方面，2022 年前三季度板块内企业基本呈现持平态势，仅岩石股份、ST 皇台实现较大波动，销售费用率分别同比+21.5pct/-15.6pct，推测系年内广告宣传、销售人员薪酬等费用投放力度不一所致。2022 年前三季度销售费用率排名前五的企业依次为岩石股份、老白干酒、古井贡酒、金种子酒、水井坊，销售费用率分别为 38.1%/30.7%/28.4%/26.2%/24.4%。20 家企业中，10 家销售费用率较 2021 年同期提升，提升幅度由大到小排序依次为岩石股份、顺鑫农业、金种子酒、今世缘、伊力特，提升幅度分别为+21.5pct/+2.4pct/+2.0pct/+1.8pct/+1.4pct。

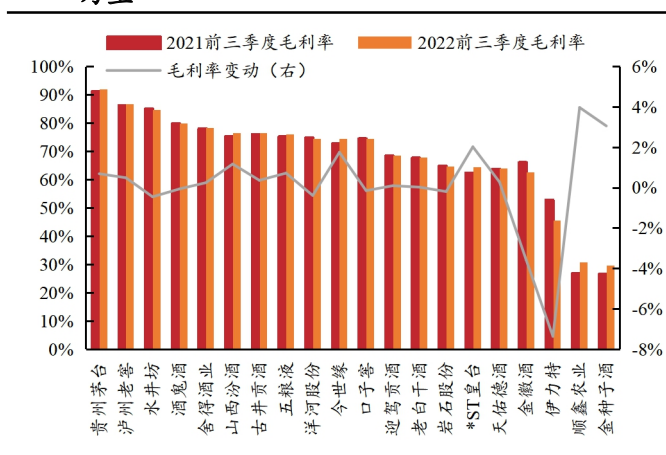
图表 12. 2022 年前三季度白酒企业销售费用率增速持平为主



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

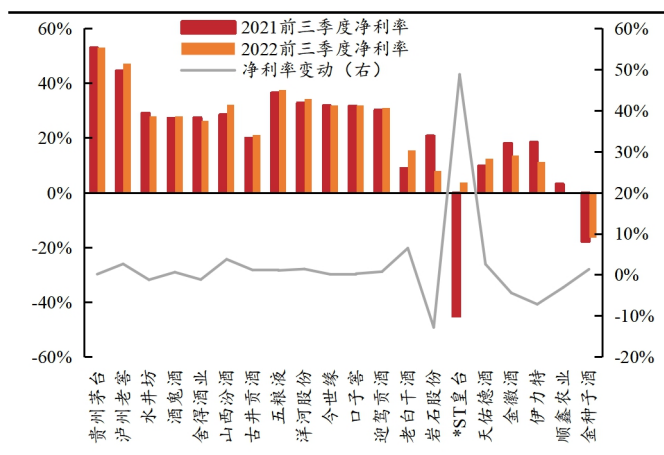
毛利率、净利率小幅上行为主，行业高端化发展下预计酒企盈利能力持续提升。消费升级下，各酒企高端化持续发力，推动价格水平不断上移，毛利率、净利率小幅上行为主。毛利率方面，前三季度提升幅度排名前五的酒企依次为顺鑫农业、金种子酒、ST 皇台、今世缘、山西汾酒，同比分别+4.0pct/+3.1pct/+2.0pct/+1.7pct/+1.2pct。净利率方面，前三季度涨幅前五的企业依次为 ST 皇台、老白干酒、山西汾酒、泸州老窖、天佑德酒，同比涨幅分别为+48.8pct/+6.5pct/+3.8pct/+2.6pct/+2.6pct。行业消费升级、高端化长期演绎下，酒企高端化战略不断推进，白酒板块盈利能力有望持续提升。

图表 13. 2022 年前三季度白酒板块毛利率小幅上升为主



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 14. 2022 年前三季度白酒板块净利率维持上行



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.2.2. 白酒企业基金持仓依然占据最大份额

白酒依旧为基金持仓热点。基金持仓方面，白酒板块热度依旧。2022 年前三季度，前 20 大重仓股中，食品饮料企业占据 5 家，分别为贵州茅台、泸州老窖、五粮液、山西汾酒、伊利股份。食品饮料主要公司持股市值约 5081.77 亿元，持股市值占基金股票投资市值比为 8.73%，同比+0.41pct。白酒企业持股总市值为 4308.07 亿元，持股市值占基金股票投资市值比为 7.40%，同比+0.47pct。基金配置前十大食品饮料个股分别为：贵州茅台、泸州老窖、五粮液、山西汾酒、伊利股份、洋河股份、古井贡酒、青岛啤酒、安井食品、紫燕食品。其中，白酒企业占据 6 席。

图表 15. 2022 年前三季度基金配置前十大食品饮料个股中，白酒企业占据六席

名称	持股总市值(亿元)	持股市值占基金净值比(%)	持股市值占基金股票投资市值比(%)
贵州茅台	1768.81	0.67	3.04
泸州老窖	677.62	0.26	1.16
五粮液	668.67	0.25	1.15
山西汾酒	497.57	0.19	0.85
伊利股份	233.51	0.09	0.40
洋河股份	287.67	0.11	0.49
古井贡酒	224.72	0.09	0.39
青岛啤酒	103.86	0.04	0.18
安井食品	74.72	0.03	0.13
紫燕食品	0.27	0.00	0.00

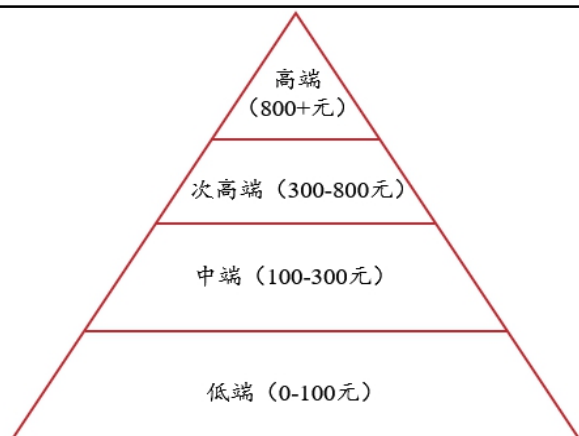
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.3. 白酒行业分析

2.3.1. 高端白酒：业绩确定性高，优势明显

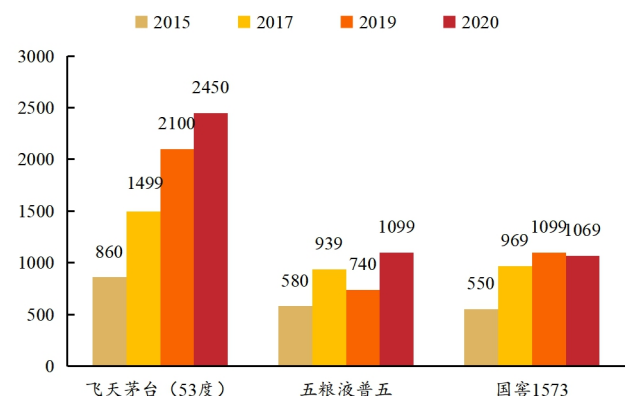
存量竞争下，高端白酒主要受益价格上涨。2013 年行业深度调整前夕，我国白酒市场总量扩张时代基本结束，行业进入存量竞争阶段，主流价格带基本定型，可大致分为高端（800 元+）、次高端（300-800 元）、中端（100-300 元）与低端（100 元以下）。2015 年后，在消费升级与白酒消费高端化趋势下，以茅台为代表的高端白酒供不应求，价格快速提涨，以飞天茅台（53 度）为例，其 2015-2020 年春节期间一批价由 860 元升至 2450 元，CAGR 为 23.3%。因此，高端白酒主要受益于价格上涨，据前瞻产业研究院，2019 年高端白酒的市场规模约 1011 亿元，至 2025 年有望达到 2469 亿元。

图表 16. 白酒行业主流价格带基本定型



资料来源：酒食新消费，东亚前海证券研究所

图表 17. 2015 年后高端白酒历年春节期间一批价呈上涨趋势（元/瓶）



资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

具体到高端酒企自身来看，高端酒企稳健发展，业绩确定性高，具备明显优势。

茅台方面，2022 年直销渠道潜力释放，产品结构持续优化。公司推出虎年生肖、珍品、茅台 1935、100ml 飞天茅台等新品，持续优化茅台酒和系列酒的价格结构，并推出“i”茅台改革渠道，新平台+新产品顺利拉动业绩增长。数字营销平台“i”茅台于 2022Q2 正式上线，2022Q1~Q3 累计实现收入 84.61 亿元，2022Q3 的收入为 40.45 亿元，成为直销渠道收入大幅增长的主因。根据公司披露的经营数据，2022 年预计公司实现营业总收入 1272 亿元（同比+16.20%），实现归母净利润 626 亿元（同比+19.33%），全年业绩目标超额完成，尽显公司龙头地位。

五粮液方面，2022 年公司核心产品第八代五粮液依然保持良好的动销态势，根据机构调研交流，公司前三季度全国 21 个营销战区有 14 个战区实现动销正增长。长期来看，公司围绕产品、渠道及产能持续稳固龙头企业地位。在产品上，聚焦大单品第八代五粮液，同时坚持经典五粮液为新的核心增长点；不断优化产品体系，坚持打造文化酒和低度酒系列，持续提升品牌力。在渠道上，公司将持续扩大直营渠道占比，并优化传统渠道、积极拓展创新渠道，加强消费者触达和消费培育。在产能上，正式启用 8 万吨陶坛酒库，进一步提升五粮液优质原酒储备能力，为高端产品做好产能准备。

泸州老窖方面，公司中高档白酒收入持续上升，国窖 1573 于 2021 年年底进行提价，带动公司业绩高增。公司坚定聚焦双品牌战略，国窖 1573 占据高端品牌市场；泸州老窖品牌历史积淀深厚，公司以特曲为核心产品拓展市场。2022 年 3 月 7 日，刘淼先生任集团党委书记及董事长，同时继续兼任股份公司党委书记及董事长，人事调整也有利于公司整合资源，全年来看公司成长势能充足。春节期间，高端白酒受益于礼赠场景恢复，公司优势得以展现，终端动销良好。

2.3.2. 次高端白酒：规模高速扩容，全国化布局助力持续成长

次高端白酒处于高速扩容阶段，多重因素助力次高端规模持续增长。次高端白酒在“十四五”时期的增速将高于行业平均增速，次高端快速扩容受到自上而下和自下而上两方面因素的影响：自上而下指的是高端白酒企业积极提价，为次高端打开提价空间，并且使得次高端白酒性价比相对提升，成为次高端扩容的有力推手。同时，茅台、五粮液、泸州老窖等名酒实施多元化战略，顺势推出全国化次高端单品；各区域品牌通过积极布局次高端加速自身全国化布局，成为推动次高端市场扩容的核心力量。自下而上指的是需求端受益于居民收入增长、中产崛起带来的消费升级，过去的中低端消费者转为次高端消费群体，形成次高端需求规模的不断扩张。

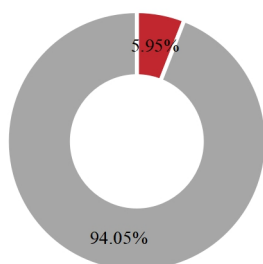
从批价情况来看，2022 年由于疫情扰动影响，次高端白酒企业产品批价普遍出现微跌。2023 年 2 月 10 日洋河 M9 批价为 1125 元，较 2022 年同期下滑 3.85%；M6+批价为 615 元，较 2022 年同期下滑约 5.38%；古井贡

酒古 20 批价达到 540 元，较 2022 年同期下滑约 1.82%；汾酒青花 30 批价达到 805 元，较 2022 年同期下滑约 3.01%。当前社会面全面放开，白酒板块估值性价比比较高，随着社会经济回归常态运行，需求将逐步释放，次高端白酒弹性大有望迎来业绩反转。

次高端目前呈现了量价齐升的良好态势。量的角度来看，次高端主要上市酒企（山西汾酒、洋河股份、古井贡酒、酒鬼酒、水井坊、今世缘、舍得酒业、口子窖）在全国规模以上白酒企业总营收端的占比自 2015 年以来大幅增长。价的角度来看，受益于消费升级及高端酒打开提价空间，次高端各产品整体呈现持续攀升的显著上涨趋势，目前宏观经济仍实现良好的持续发展，未来消费升级的趋势将长期延续，次高端白酒量价的扩容速度或将呈现高速亮眼的发展。

图表 18. 2015 年次高端主要上市酒企营收端市占率

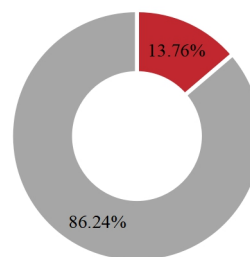
■ 2015 年次高端主要上市白酒企业在全国规模以上白酒企业总营收中的占比



资料来源：同花顺 iFinD，前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

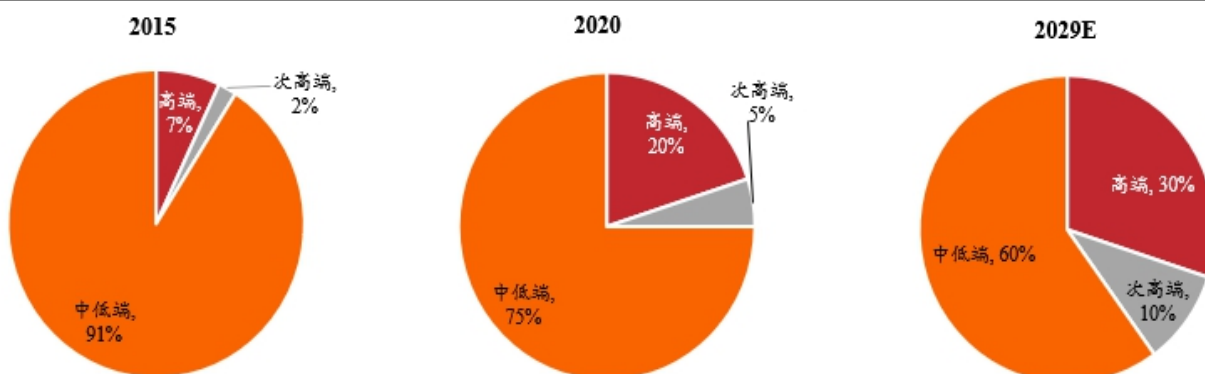
图表 19. 2021 年次高端主要上市酒企营收端市占率

■ 2021 年次高端主要上市白酒企业在全国规模以上白酒企业总营收中的占比



资料来源：同花顺 iFinD，前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 20. 次高端扩容速度领先行业均值



资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所
注：份额占比按销售收入计算

全国化已成为次高端酒企的必要布局，是助推次高端酒企持续成长的重要举措。次高端重点酒企来看，山西汾酒方面，公司加速全国化市场布局，省内省外齐头并进。当前，以青花系列为引领的高端化进展顺利，公司产品结构和盈利能力有望持续优化。得益于省内支柱型产业煤炭的繁荣，在波汾市场份额稳固的情形下，省内消费升级拉动中高端产品的销量。省外市场践行“1357+10”策略，重点布局经济繁荣的长江以南市场，长三角、

珠三角核心市场。同时，层级明确的营销策略，以及不断扁平化的经销体系，有助于推动全国化的进一步深化。2022 年三季度末，经销商数量共计为 3729 家，净增加 205 家，渠道布局不断深化，省外市场布局发展速度较快。2022Q3 省内/省外市场收入分别为 28.67（同比+34.14%）/39.15（同比+31.52%）亿元，省内受益于消费升级，省外市场得益于在疫情散点扩散下灵活有效的市场开拓和布局。

洋河股份方面，公司注重对渠道结构的调整和渠道沟通，厂商关系不断优化。公司全面推进“双名酒、多品牌、多品类”，产品力与全国扩张双轮驱动。M6+发力 600-800 元价位带，战略性占位成功，省内布局基本完成，且省外扩张进展顺利，对于营收以及产品结构优化的拉动作用或将逐步体现。公司渠道改革不断推进，成长势头良好。

舍得酒业方面，复星入主以来，不断调整优化渠道结构，省内外营收均实现高速增长。分渠道看，2022 年前三季度批发代理/电商销售分别实现营收 40.38/2.71 亿元，同比增长 31.92%/7.54%，批发代理仍为主要渠道。分区域看，2022 年前三季度省内/省外/电商分别实现营收 10.19/30.19/2.71 亿元，由于 2022 年各地散发疫情影响，同比增速相较往年有所放缓，但仍有良好表现，2022 年前三季度省内/省外/电商营收同比分别增长 25.34%/34.30%/7.54%，省内品牌及渠道优势较强，省外核心市场增速亮眼，电商渠道维持平稳增速。

古井贡酒方面，公司省内基本盘稳固，省外有望加速拓展。安徽省以及周边的江苏、河南、山东省拥有庞大的白酒消费人群，均为白酒产销大省；在消费升级趋势下，高端和次高端白酒有望迎来机遇期。公司围绕“全国化、次高端”的战略，重点布局苏鲁豫浙冀等市场，并逐步向全国其他市场推进。伴随公司精益营销，长期公司费用率有望下降。当前公司稳居安徽省内龙头，省内基本盘稳固，省外有望加速拓展。

酒鬼酒方面，全国化和高端化进程加快，配合产能扩张，为业绩增长蓄势。省内市场持续推进渠道扁平化，采取“一区一商，一品一商”的策略，省外市场聚焦核心市场，并以点带面实现周边突破。截至 2022H1，酒鬼酒全国核心终端网点达到 2.5 万家，全国地级市覆盖率达 72%，湖南县级市场覆盖率为 99%。同时，公司加快技改升级、产能恢复和扩充等项目，以保证产能和产品品质。品牌营销方面，公司借助新媒体精准营销，同时拓展圈层营销，培育核心消费者。产品方面，公司坚持以内参+酒鬼为双轮驱动，不断与渠道商合作推出新品。在渠道+品牌+产品等多维蓄力下，公司业绩增长势能不断蓄积。

2.4. 投资建议

高端酒企方面，建议关注春节动销良好的五粮液、业绩确定性较高的贵州茅台和复苏背景下业绩有望持续改善的泸州老窖。**全国性次高端酒企方面**，相关标的包括受益复苏弹性较大的舍得酒业、酒鬼酒、水井坊及山西汾酒。**区域性次高端酒企方面**，相关标的包括徽酒及苏酒龙头企业，如迎驾贡酒、古井贡酒、今世缘、洋河股份等。

3. 啤酒板块

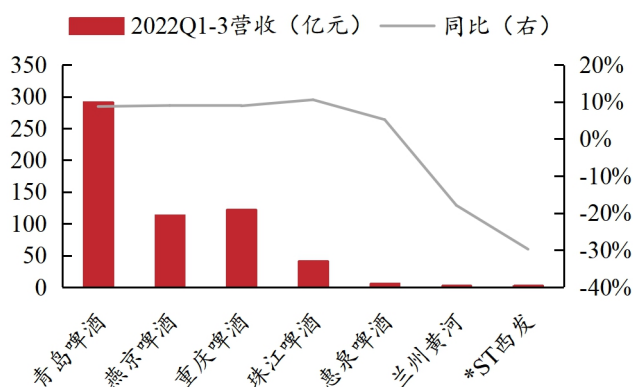
3.1. 整体逻辑：高端化势不可挡，即饮恢复迎业绩释放

存量竞争下，产品高端化为主要发展旋律，成本趋缓助业绩弹性释放。我国啤酒行业已进入存量竞争时代，头部酒企已完成市场占有，竞争格局基本定型，吨价提升及高端化发展为行业主要发展逻辑。年内疫情冲击加剧，高端啤酒所需的线下即饮场景显著缺失，头部啤酒企业依靠发力非即饮渠道、内部控费等措施，展现出较好的业绩韧性。同时，原材料成本高位亦导致利润端承压加大。防控措施优化后，啤酒行业短期动销有望回到正常水平，中期成本端或趋缓，助推业绩弹性释放，高端化长期趋势随居民消费力不断修复，有望得到较好兑现。建议关注品牌力、渠道力充足、提价能力较强的头部酒企。

3.2. 板块前三季度回顾

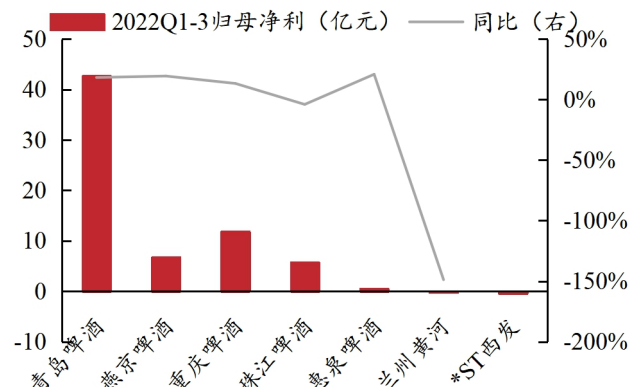
整体来看，前三季度啤酒板块头部企业增长较为平稳。前三季度啤酒行业在高端化、提价、成本上涨及疫情管控等因素共同作用下，头部酒企业绩增长态势平稳，与其他企业呈现分化。其中，青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒前三季度营收分别同比+8.7%/+9.0%/+8.9%，归母净利润分别同比+18.2%/+19.4%/+13.3%。头部酒企持续发力产品高端化与细分化、渠道全国化，叠加提价传导较为顺畅，其业绩展现较好韧性。

图表 21. 头部酒企前三季度营收增速平稳



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

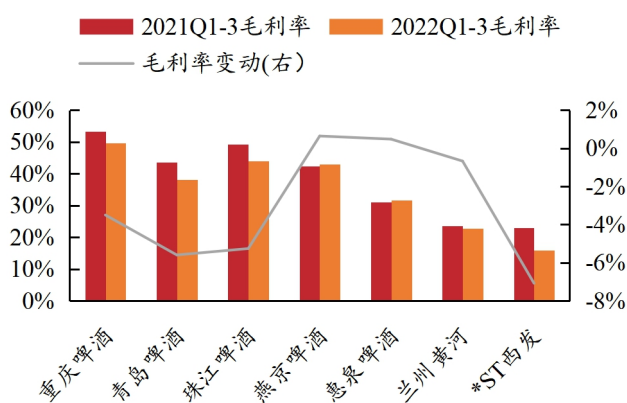
图表 22. 头部酒企前三季度归母净利表现较好



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

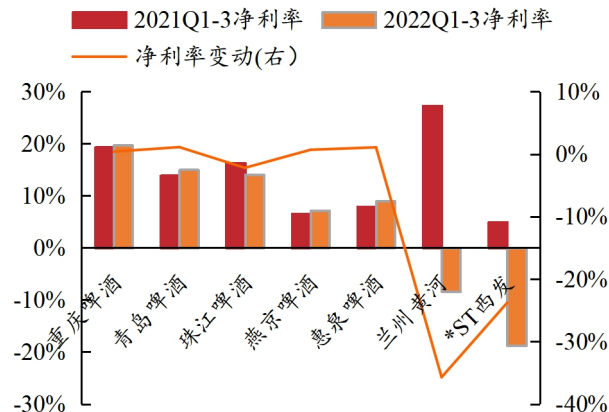
前三季度主要酒企毛利率、净利率承压，防疫政策优化后有望迎来修复。毛利率方面，2022 年前三季度 7 家境内上市啤酒企业中 5 家呈现同比下降，下降幅度前三的依次为 ST 西发 (-7.1pct)、青岛啤酒 (-5.6pct)、珠江啤酒 (-5.3pct)，同期仅燕京啤酒与惠泉啤酒实现同比增长，涨幅分别为 0.6pct/0.5pct。净利率方面，前三季度主要酒企增速基本持平，排名前三的依次为青岛啤酒、惠泉啤酒、燕京啤酒，分别同比 +1.11pct/+1.08pct/+0.69pct，同期兰州黄河、ST 西发净利率同比下降幅度较大，分别同比 -35.7pct/-23.8pct。疫情影响下啤酒销量承压，叠加成本高位，啤酒企业盈利受到一定程度压制，随防疫政策优化调整，啤酒企业利润端有望迎来修复。

图表 23. 2022 年前三季度啤酒企业毛利率多数下降



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 24. 2022 年前三季度主要酒企净利率基本持平

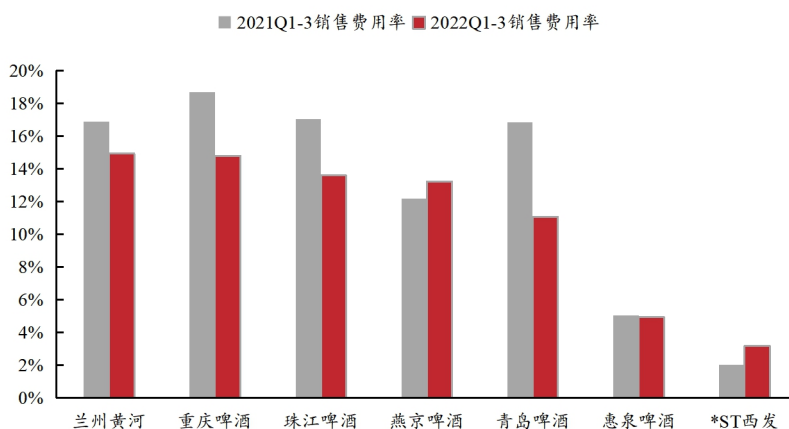


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

前三季度主要酒企销售费用率同比下滑为主，推测主因疫情防控抑制线下推广。销售费用率方面，2022 年前三季度排名前三的酒企依次为兰州黄河、重庆啤酒、珠江啤酒，销售费用率分别为 14.9%/14.8%/13.6%，同比 -1.9pct/-3.9pct/-3.4pct。前三季度主要酒企销售费用率呈现同比下滑，降幅前三依次为青岛啤酒 (-5.8pct)、重庆啤酒 (-3.9pct)、珠江啤酒 (-3.4pct)，

板块内仅燕京啤酒、ST 西发销售费用率有所上涨, 分别同比+1.0pct/+1.1pct, 推测主因疫情防控抑制线下推广活动所致。

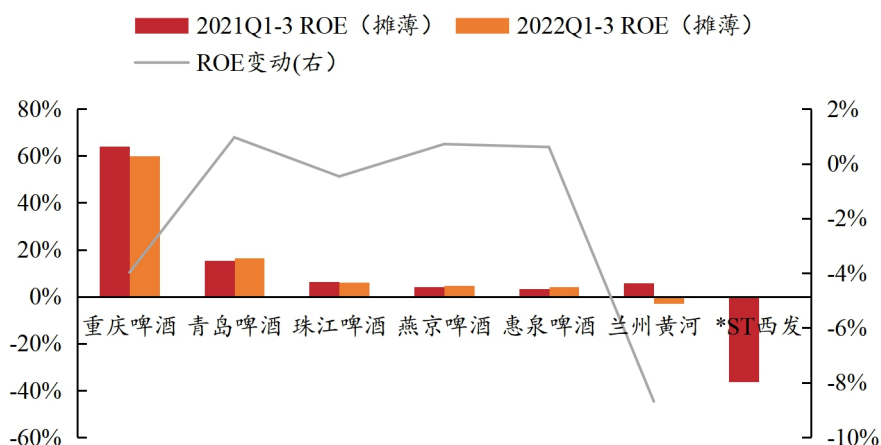
图表 25. 7 家境内上市啤酒企业前三季度销售费用率下滑为主



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

前三季度境内上市头部啤酒企业 ROE 持平为主。2022 年前三季度, 啤酒板块头部企业 ROE (摊薄) 以持平为主, 仅重庆啤酒出现明显下滑, 同比-4.0pct。同期 ROE 排名前三的酒企依次为重庆啤酒 (60.0%)、青岛啤酒 (16.4%)、珠江啤酒 (6.0%), 涨幅分别为-4pct/+1.0pct/-0.5pct, 同期兰州黄河 ROE 降幅较大, 同比-8.7pct。

图表 26. 2022 年前三季度境内上市头部啤酒企业 ROE 持平为主



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

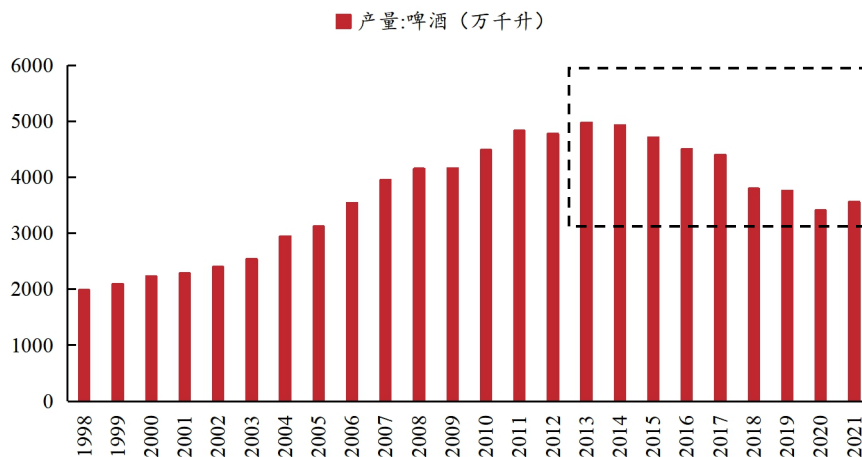
基金持仓方面, 啤酒板块基金持仓有所上升。2022 年前三季度啤酒企业持股总市值为 226.80 亿元, 持股市值占基金股票投资市值比为 0.39%, 同比+0.11pct。

3.3. 啤酒板块行业分析

3.3.1. 存量竞争下，集中度持续提升

啤酒行业进入存量竞争，提价为主要增长动力。我国啤酒年产量于2013年达峰，至4982.8万千升，此后年产量呈下降趋势，2021年我国啤酒产量为3562.4万千升，2013-2021年CAGR为-4.1%，啤酒行业进入存量时代，行业竞争策略亦从前期低价走量向高端高溢价产品转向。消费升级催化下，头部品牌积极布局高端产品，以均价提升推动产品及利润结构优化。

图表 27. 我国啤酒产量近年呈下降趋势，行业进入存量竞争时代

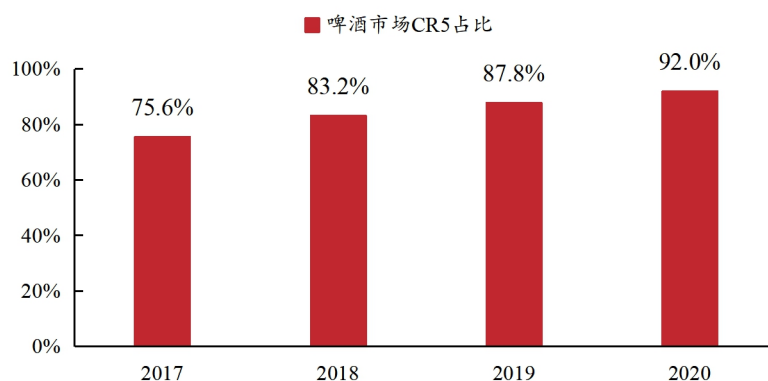


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

存量竞争下，头部酒企通过并购快速抢占市场并丰富产品布局。伴随啤酒行业进入存量竞争，头部企业积极通过业内并购以快速抢占市场。其中，百威英博分别于2002年和2017年购入珠江啤酒股份，至今持股29.99%；2013年嘉士伯集团控股重庆啤酒，2020年底重庆啤酒通过重组控股嘉士伯中国（持股51.42%）；2019年华润啤酒收购喜力中国业务，完善高端啤酒市场布局。整合并购不断推进下，龙头企业在实现市场份额扩张，同时亦通过引入其他公司高端品牌助推其产品高端化进程。

啤酒行业集中度持续提升，头部企业市场份额或进一步扩大。随着啤酒行业并购潮达收尾阶段，行业集中度持续攀升。根据中国酒业协会，近年啤酒行业CR5（销量口径）自2017年约75.6%升至2020年92.0%，以华润雪花、青岛啤酒、百威英博、嘉士伯、燕京啤酒为主的酒企占据绝大部分市场份额。存量市场下，具备强大品牌力、产品结构升级能力及渠道掌控力的头部企业有望继续成长，进一步扩大市场份额，啤酒行业集中度预计持续提升。

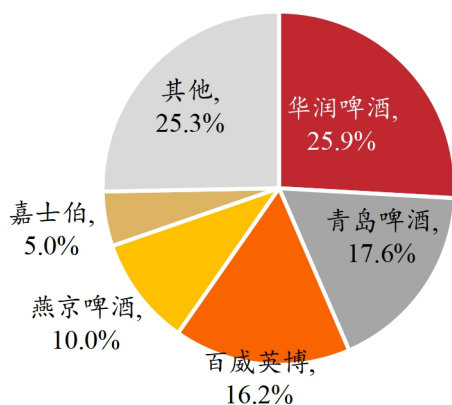
图表 28. 我国啤酒行业集中度不断提升（销量口径）



资料来源：中国酒业协会，东亚前海证券研究所
注：数据来源采用销量口径

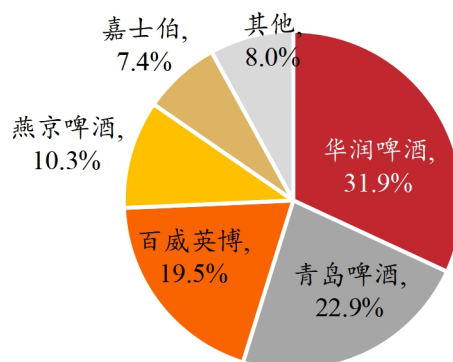
龙头企业竞争格局预计维持，其他企业市场份额逐步缩窄。2020 年前五大酒企中，市占率排名依次为华润啤酒（31.9%）、青岛啤酒（22.9%）、百威英博（19.5%）、燕京啤酒（10.3%）、嘉士伯（7.4%），其中华润啤酒市占率提升幅度最大，其次为青岛啤酒、百威英博、嘉士伯、燕京啤酒，较 2016 年市占率分别+6.0pct/+5.3pct/+3.3pct/+2.4pct/+0.3pct，行业龙头企业竞争格局预计维持，非头部企业市场份额逐步缩窄。

图表 29. 2016 年我国啤酒行业 CR5 约 74.7%



资料来源：中国酒业协会，东亚前海证券研究所
注：数据来源采用销量口径

图表 30. 2020 年我国啤酒行业 CR5 约 92.0%



资料来源：中国酒业协会，东亚前海证券研究所
注：数据来源采用销量口径

3.3.2. 高端化开启新征程，成本改善促弹性释放

量：主要酒企发力高端价格带产品，疫后现饮场景恢复有望放量。消费升级与存量价增发展逻辑下，主要酒企发力产品高端化，纷纷推出更高价位带产品。2022 年内，燕京啤酒旗下高端精酿“狮王”推出“狮王酒花酸小麦”，定价约 16 元/330ml；青岛啤酒发布“一世传奇”，定价 1399 元/1.5L；百威啤酒推出“大师传奇”虎年限量版啤酒，售价 1588 元/798ml。高端啤酒以夜场、即饮渠道为主要消费场景，疫情时期销售受阻显著，防

控措施科学化调整后，高端啤酒消费场景回归，叠加居民消费力逐步改善，有望迎来放量。

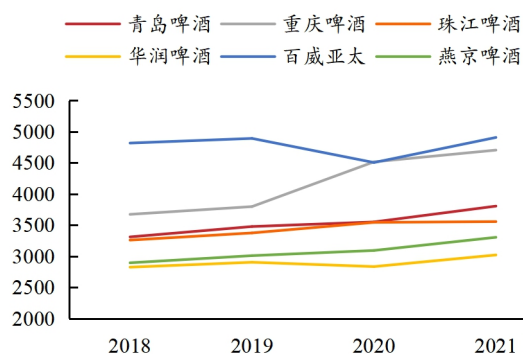
图表 31. 头部酒企纷纷推出高端啤酒产品

	华润啤酒	百威中国	青岛啤酒	嘉士伯中国
100元以上	醴 (2021)	百威大师传奇 虎年限量版	百年之旅 (2020) 一世传奇 (2022)	-
12元以上	脸谱 匠心营造 (2018) 悠世 (2021)	科罗娜 蓝妹 福佳	鸿运当头 奥古特 逸品纯生 皮尔 IPA (2018) 金麦白啤 琥珀拉格 (2020)	凯旋1664 风花雪月 格林堡 布鲁克林 夏日纷 京A
10-12元	雪花纯生 喜力经典 喜力星银 (2019) 马尔斯绿 (2019) 红爵 (2021)	百威经典	青岛纯生	嘉士伯 红乌苏 重庆纯生
8-10元	超级勇闯 (2018)	哈啤冰纯 哈啤冰萃	经典1903 (2020)	乐堡 醇麦系列 (2019)
6-8元	勇闯天涯	哈啤冰爽 哈啤冰畅	青岛经典	重庆国宾 大理 西夏
5元以下	雪花金标 雪花银标 金威	雪津 金龙泉	崂山 汉斯 银麦 山水	向家坝 天目湖

资料来源：云酒头条，东亚前海证券研究所

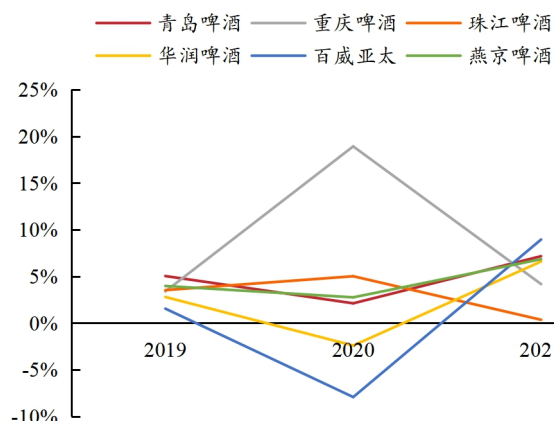
价：主要酒企吨价趋势上升，高端化战略推进下有望进一步上行。高端化战略下，我国市场主要啤酒企业吨价呈现上升趋势。2021 年青島啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、华润啤酒、百威亚太、燕京啤酒吨价分别为同比 +7.2%/+4.2%/+0.4% /+6.6%/+8.9%/+6.8%，百威亚太吨价及增速均排名第一。增速变化方面，2021 年上述企业吨价增速分别同比 +5.0pct/-14.7pct/-4.7pct/+9.0pct/+16.9pct/+4.1pct，其中重庆啤酒/百威亚太分别在低/高基数下增速回归至行业平均水平附近。2022 年疫情超预期爆发，线下啤酒消费场景缺失，啤酒高端化进程扰动加剧。预计在防控措施较大优化后，啤酒行业高端化节奏恢复正常，其吨价预计进一步上行，带动盈利能力提升。

图表 32. 我国市场主要啤酒企业吨价呈现上升趋势
(元/千升)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

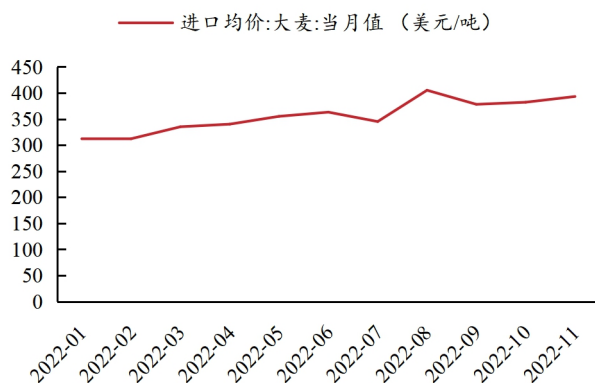
图表 33. 2021 年主要啤酒企业吨价增速修复至行业平均水平



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

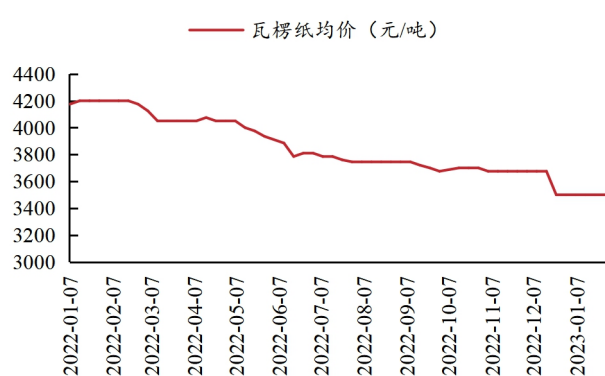
成本端边际改善，主要啤酒企业业绩弹性有望释放。2022 年啤酒生产成本较 2021 年出现边际改善，主要包材价格有所下调，仅进口大麦价格维持上涨。具体来看，进口大麦均价自 2022 年 1 月 312 美元/吨，涨至 12 月 410 美元/吨，月平均涨幅约 2.69%；瓦楞纸出厂均价自 1 月 4193.8 元/吨降至 3605.0 元/吨，月平均降幅为-1.4%，回到 2019 年同期水平；LME 铝现货价自 1 月 3006.0 美元/吨降至 12 月 2401.7 美元/吨，月平均降幅约-1.8%，依旧处于相对高位；浮法玻璃市场均价自 1 月 2082.9 元/吨降至 12 月 1621.0 元/吨，月平均降幅约-2.0%，恢复至 2019 年同期水平。成本端边际改善下，2023 年主要啤酒企业业绩弹性有望释放。

图表 34. 进口大麦价格维持上涨势头



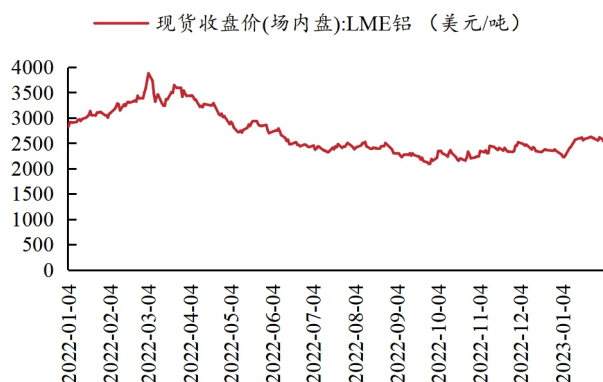
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 35. 瓦楞纸出厂价边际改善



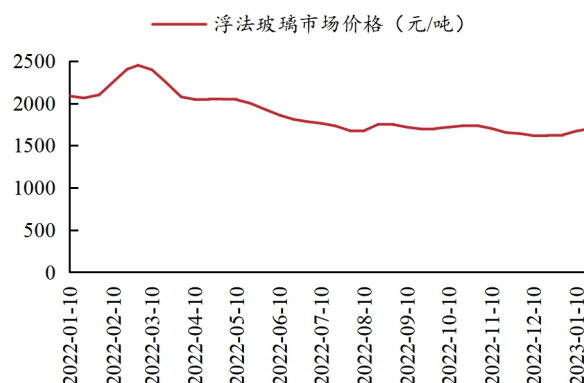
资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表 36. LME 铝场内现货价有所下调



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 37. 浮法玻璃市场价格呈现下行



资料来源: 同花顺 iFinD, 东亚前海证券研究所

3.4. 投资建议

短期随啤酒线下消费场景逐步恢复, 主要啤酒企业产量与动销有望回升, 中期上游原材料成本或进一步下行, 利润端弹性有望释放, 长期在啤酒高端化发展逻辑下, 龙头企业凭借较强的品牌及渠道优势, 进一步提升市场份额。**相关标的:** 1) **华润啤酒:** 公司 2017 年提出“3+3+3”战略, 已构建 1+1 基本盘 (雪花纯生、勇闯天涯)、4+4 品牌组合拳 (Super X、马尔斯绿、匠心营造、脸谱+红爵啤酒、喜力经典&星银、苏尔啤酒、亡命之徒) 以及雪花啤酒西南、华东、东北支柱市场。2023 年进入“3+3+3”战略最后三年, 公司提出“决胜高端”, 聚焦高端市场, 同时发展“啤酒+白酒”双赋能模式, 有望带动业绩实现爆发; 2) **青岛啤酒:** 2015 年起聚焦“青岛+崂山”双品牌战略, 产品组合上加快“1 (青岛经典)+1 (青岛纯生)+N (新特产品)”整合优化, 中高档产品规模逐渐壮大, 产品结构不断优化, 未来业绩持续向好; 3) **重庆啤酒:** 作为嘉士伯在中国啤酒运营唯一平台, 公司手握国产+国际丰富啤酒资产, 各品牌定调差异化, 大单品乌苏渠道利润具备优势, 渠道推力充足。随“大城市”计划推进, 公司增长势能预计持续。

4. 调味品板块

4.1. 整体逻辑: 餐饮加速修复, 边际改善在途

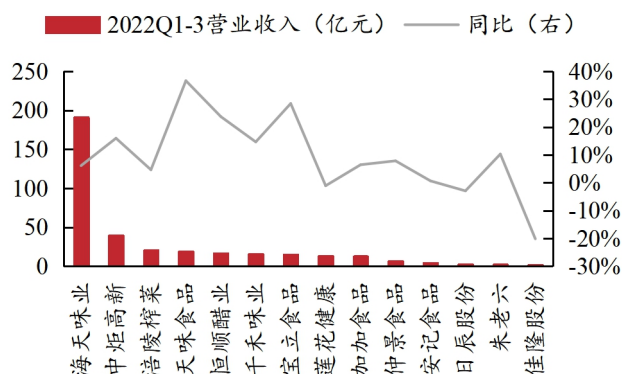
餐饮端恢复、成本趋势下行、产品结构升级有望驱动调味品市场复苏。B 端餐饮为调味品市场主要下游, 疫情期间餐饮端需求下降, 致使调味品企业业绩承压。2022 年前三季度调味品板块主要公司营收延续增长态势, 收入端韧性有所显现; 利润端受主要原材料价格上涨影响, 主要调味品企业呈现分化。2023 年餐饮端消费恢复, 上游调味品板块业绩有望提振, 叠加原材料成本或高位下调, 企业利润端有望改善。长期来看, 消费升级下

消费者品牌与品质意识提升，零添加等高端健康产品预计迎来放量，龙头企业产品结构进一步优化，带动业绩稳步上行。

4.2. 板块前三季度回顾

调味品板块业绩整体稳健，内部分化。2022年前三季度调味品板块业绩整体稳健增长，内部呈现分化。营收方面，板块内企业合计实现359.8亿元，同比+9.7%，总体维持增长。其中同比涨幅前三的企业依次为天味食品（+36.6%）、宝立食品（+28.4%）、恒顺醋业（+23.7%）；跌幅前三的企业分别为佳隆股份（-20.1%）、日辰股份（-2.9%）、莲花健康（-1.1%）。归母净利润方面，板块内企业合计实现67.7亿元，同比+6.2%。其中同比涨幅前三的企业依次为天味食品（+204.8%）、千禾味业（+42.1%）、涪陵榨菜（+38.3%），跌幅前三的企业依次为加加食品（-800.4%）、佳隆股份（-109.9%）、安记食品（-55.0%），利润端企业分化有所加剧，推测系大豆等原材料价格上涨及不同企业主要原材料存在差异等影响。

图表 38. 2022 年前三季度调味品板块营收增长为主



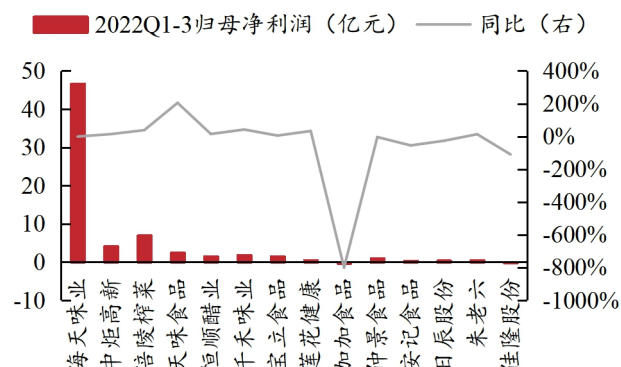
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 40. 近年豆粕现货价格总体呈现上涨



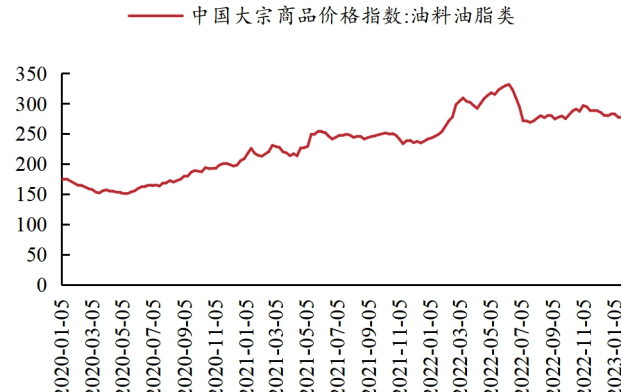
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 39. 2022 年前三季度调味品板块归母净利润增速有所分化



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 41. 油脂类价格当前处于高位回调阶段

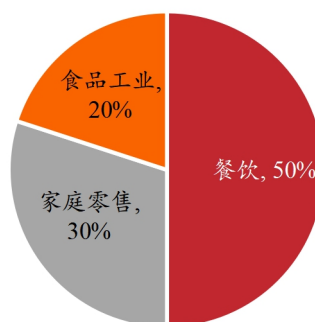


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

4.3. 调味品行业分析

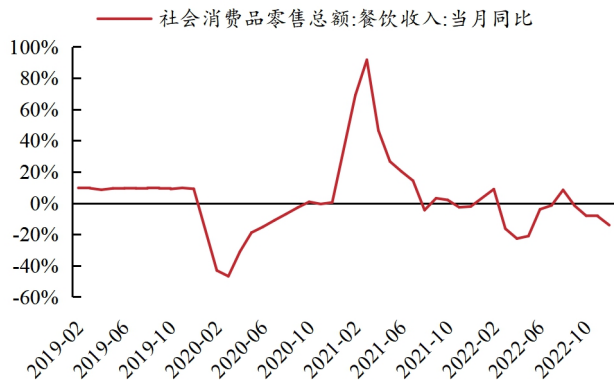
B 端餐饮为调味品最大下游，疫后压制因素解除，需求有望回暖。我国调味品市场 B 端餐饮销售占比较高，约占 50%，为调味品市场最重要下游，其它渠道包括家庭零售、食品工业，分别占比约 30%、20%。疫情期间我国餐饮端需求受到较大压制。截至 2022 年 12 月，我国餐饮社零总额累计同比-6.3%，对上游调味品需求支撑力有所减弱。随 B 端餐饮经营恢复正常，调味品企业下游需求有望迎来较大改善，业绩弹性有望释放。

图表 42. 餐饮为我国调味品销售主要渠道（2019 年）



资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 43. 疫情期间餐饮社零总额受到较大程度扰动



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 44. 2022 年餐饮社零总额再度承压

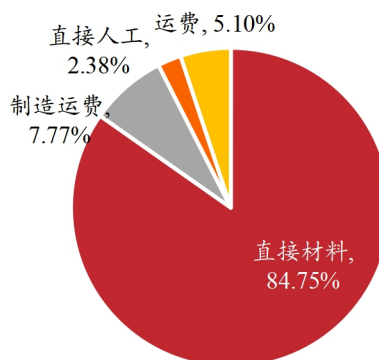


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

调味品直接材料占比较高，成本趋势性下调或带动业绩边际改善。调味品公司的主要产品为酱油、食醋、耗油等，其成本包括直接原材料、制造费、人力成本、运费等，其中包装材料和农产品为调味品主要成本来源。根据海天味业 2021 年报，直接材料构成了 80%以上的成本，主要分为两大类，包括大豆、白砂糖、小麦等农产品原材料，剩余为纸箱、玻璃瓶、塑料瓶等包装材料。当前以豆粕为代表的大宗原材料已经显现高位回调趋势，

2022 年 12 月 30 日豆粕现货价为 4756.00 元/吨，较 11 月高点价格降幅为 16.6%。成本高位下，2023 年大宗商品价格或出现趋势性回落，调味品企业盈利端有望改善。

图表 45. 直接材料占海天味业调味品成本 84.75%（2021 年）



资料来源：海天味业公司公告，东亚前海证券研究所

多企业布局零添加，驱动行业高端化发展进程。随着居民消费升级以及健康化市场需求涌现，在千禾味业差异化竞争首推“零添加”概念后，以海天味业、中炬高新为代表的头部企业纷纷向无添加、有机等健康化方向升级。海天“双标”事件亦助推“零添加”概念进入公众视野。2022 年 4 月，中炬高新厨邦推出小蛮腰系列高端新品—厨邦零添加原汁黑豆特级生抽、零添加原汁特级生抽，丰富零添加产品矩阵。海天酱油则推出有机系列、零添加头道酱油，赋予产品健康化标签。我们认为消费者食品品质意识的提升将驱动调味品行业高端化进程，2023 年调味品行业景气度预计提升。

图表 46. 海天酱油产品呈现升级趋势



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4.4. 投资建议

2023 年餐饮端需求恢复，调味品企业关键业绩压制因素弱化，需求有望边际改善，龙头企业凭借渠道与品牌优势率先复苏。调味品产品高端化发展与成本趋势下行有望带动主要调味品企业利润增厚，释放业绩弹性。相关标的：1) **海天味业**：公司为调味品行业龙头企业，拥有深厚品牌、产品研发及渠道优势，经销商网络优化调整后或将释放销售活力。公司亦同步加快新产品推出，成长迅速。餐饮端修复确定性下公司业绩有望边际改善，高端新品放量带动盈利长期改善；2) **千禾味业**：公司锚定高端零添加产品赛道，产品矩阵丰富。随消费者健康意识崛起及零添加赛道持续扩容，公司高激励机制及品牌渠道差异化红利将持续释放，有望保持高速增长。

5. 乳制品板块

5.1. 整体逻辑：关注终端需求改善，多元化发展前途可期

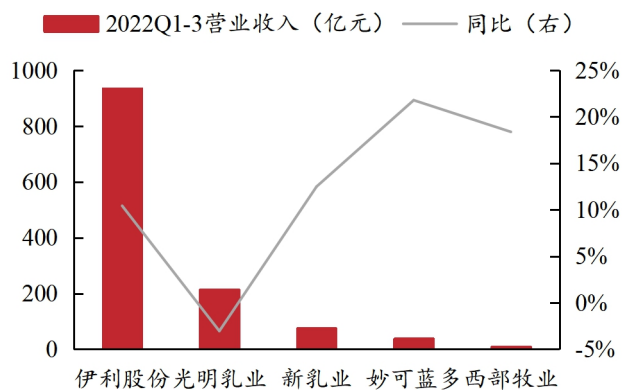
原奶价格与终端需求承压，疫后需求修复及多元化布局支撑业绩上行。2022 年乳制品上游原奶价格由于供给过剩叠加成本上涨，价格与盈利均承压。中游乳制品加工企业主要受制于疫情防控下终端消费需求减退，产品结构出现降级，利润水平有所下降，板块内主要企业经营状况企稳。2023 年社会面活动恢复后，终端消费力的修复与礼赠场景回归有望推动乳制品加工企业业绩回暖，对上游原奶价格亦将起到一定支撑，缓解上游养殖企业压力。此外，以伊利、蒙牛为代表的乳制品加工企业多元化布局初见成效，奶粉、低温鲜奶等产品收入加速成长，第二增长曲线成功打造。

5.2. 板块前三季度回顾

乳制品板块营收企稳，利润端稍有承压。2022 年前三季度申万乳品板块营收合计约 1500.0 亿元，同比+8.4%，归母净利润合计 93.6 亿元，同比-6.7%，主因疫情扰动下终端需求减弱，高端产品礼赠场景缺失导致产品结构恶化，叠加上游原料成本增加，对利润端产生拖累。主要企业伊利股份/光明乳业/新乳业/妙可蓝多/西部牧业营收分别同比+10.4%/-3.0%/+12.5%/+21.8%/+18.4%，归母净利润分别同比+1.5%/-17%/+21.2%/+0.2%/+0.9%，其中光明乳业业绩出现下跌，推测主因二季度上海疫情影响；妙可蓝多收入端增长较高，凸显奶酪制品成长性；

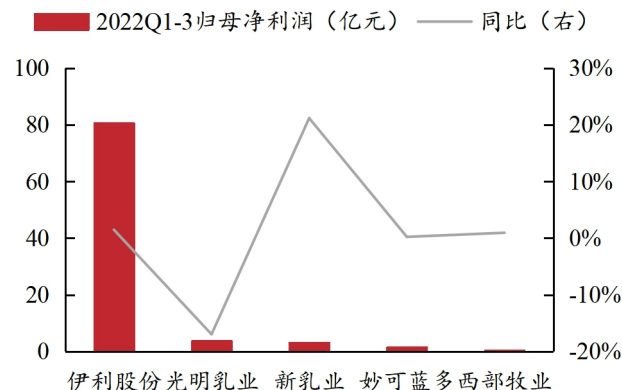
新乳业归母净利润增速亮眼，可归结于公司新品营销实现突破。主要企业收入端同比增速稳健为主，利润端增速大多低于收入端，盈利方面稍有承压。

图表 47. 前三季度主要乳制品企业营收增长为主



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 48. 前三季度主要乳制品企业归母净利润多数企稳

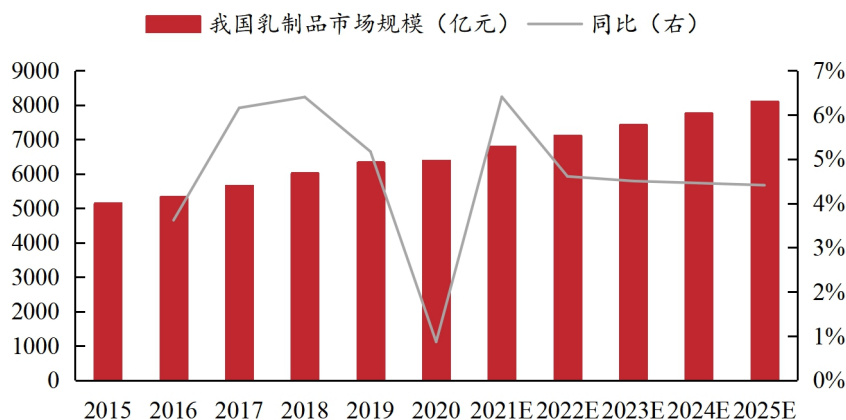


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

5.3. 乳制品行业分析

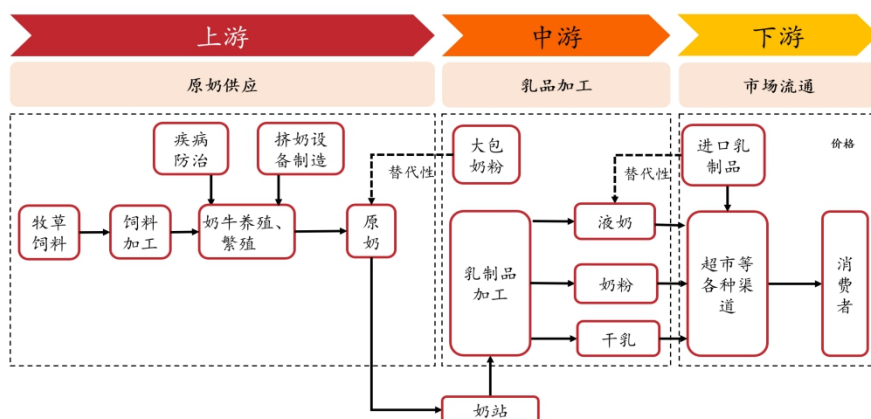
我国乳制品市场整体处于成熟期，行业上游呈周期性。根据欧睿数据，2022 年我国乳制品市场规模推测约 7107 亿元，2015-2022 年 CAGR 为 4.7%，2022-2025 年 CAGR 约为 4.5%，整体处于成熟期。乳制品产业链可以分为上游原奶供应、中游乳制品加工、下游市场流通三个部分。其中上游原奶（生鲜乳）呈现一定的周期性，主要表现为“奶价上涨-供给端扩产-奶价下跌-供给出清-奶价上涨”的循环演绎，与下游消费市场消费品特性存在一定差别。

图表 49. 我国乳制品市场稳步扩张



资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

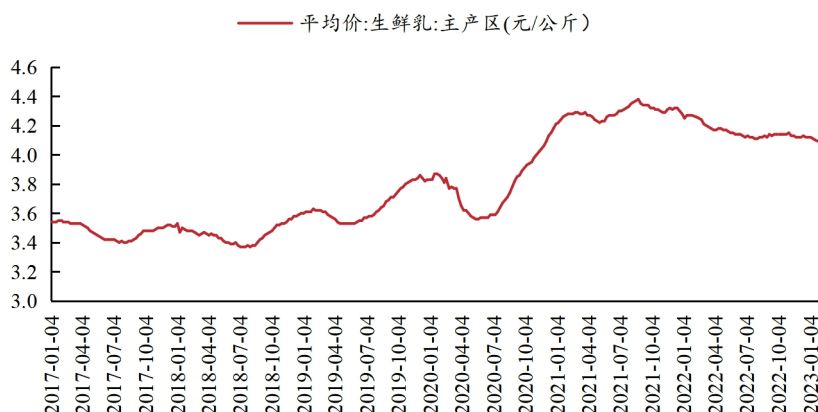
图表 50. 乳制品加工产业链上游呈周期性，下游连接消费终端



资料来源：泡腾 VCer，东亚前海证券研究所

原奶价格整体趋稳，下游需求有望回暖。供给端，2020 年下半年起，原奶的价格进入新一轮上升周期，叠加疫情期间乳制品对于健康作用的宣传，推高上游原奶价格。原奶价格 2021 年 8 月达历史新高 4.38 元/kg，后续处于小幅下滑趋势，而上游大宗原料涨至高位，原奶价格预计跌幅有限，乳制品加工企业成本端整体趋稳。需求端，2023 年疫情防控大幅优化后，下游消费力预计反弹回升，礼赠及高端产品需求修复，以伊利为代表的乳制品企业业绩有望回暖。

图表 51. 当前我国原奶价格处于高位

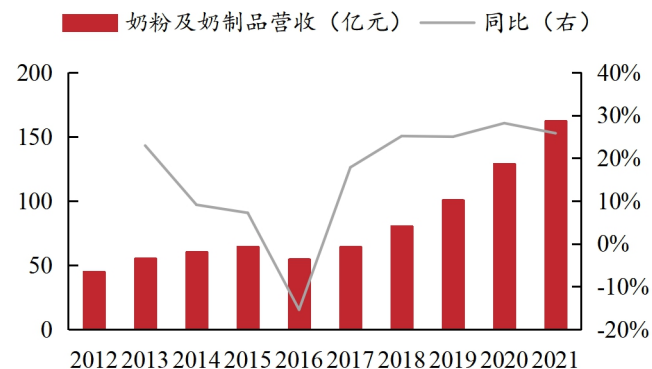


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

乳制品龙头发力多元产品，打造第二增长曲线。长期来看，伊利、蒙牛等乳制品企业在液态奶基本盘稳固情况下，积极发力多元化业务。其中，伊利 2017 年起发力奶粉业务，营收至 2021 年实现 162.1 亿元，期间 CAGR 约 26.0%；其冷饮业务近年同样进入增长期，2021 年营收约 71.6 亿元，2019-2021 年 CAGR 约 12.8%。另一方面，蒙牛近年发力低温鲜奶，2020 年营收达 30 亿元左右，同比+11%，市场份额扩张约 1.7 倍。2022 年蒙牛入

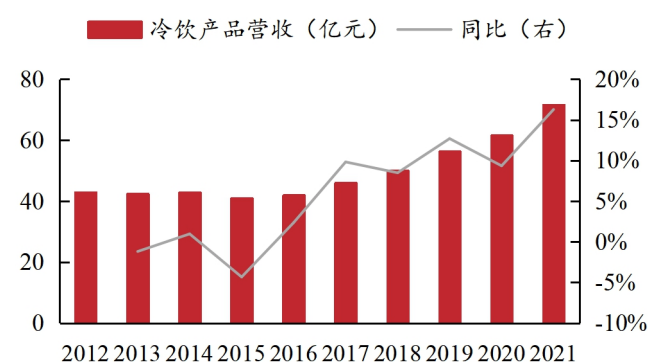
股奶酪龙头妙可蓝多（持股 35.01%），布局奶酪赛道。

图表 52. 伊利奶制品业务 2017 年后加速发展



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 53. 伊利冷饮产品近年逐渐发力



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

5.4. 投资建议

疫控措施优化后居民消费力提升叠加社会面活动正常化，乳制品下游需求有望提振，礼赠场景回归与消费升级下高端乳制品消费预计增加，乳企产品结构有望改善，带动盈利能力上行。相关标的：**伊利股份**：上游原奶价格稳定叠加下游需求回暖，公司收入及利润端均有望改善。近年公司持续推出白奶高端新品及发力奶粉、冷饮等多元化业务，第二增长曲线初步显现。消费升级持续演绎下，公司业绩有望加速成长。

6. 休闲食品板块

6.1. 整体逻辑：线下客流回暖恢复，渠道扩张厚积薄发

疫情期间卤制品行业客流缩小，逆势开店，2023 年有望展现较高业绩弹性。年内主要卤制品企业整体及单店业绩均承压，主要系疫情超预期爆发，压制线下客流，叠加原材料成本及物流等成本增加影响。疫情期间卤制品龙头逆势开店，市场覆盖率进一步提升，为疫后恢复积蓄势能；卤制品行业分散背景下，疫情期间小企业出清，行业格局得到优化。预计随 2023 年线下客流恢复，主要卤制品企业在近年门店总数扩张叠加单店店效修复双重利好下，有望展现较大业绩弹性，同时原材料成本或延续高位回落，有助于企业利润端回暖修复。

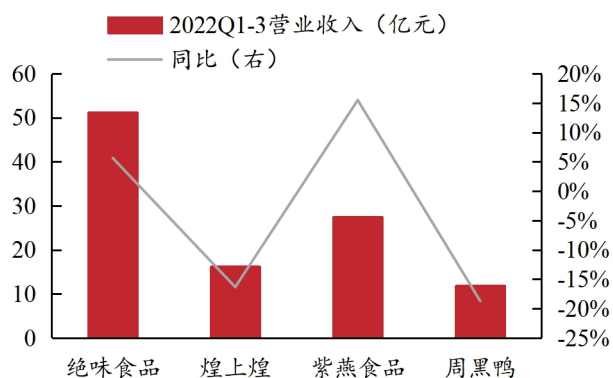
休闲零食板块年内业绩分化，疫后需求细分多元化与全渠道发展利好行业龙头。休闲零食板块企业 2022 年前三季度业绩表现呈现分化，营收方面以增长为主，净利率则多数下跌，原料成本上涨及传统 KA 商超渠道流

量下滑为主要压制因素，而洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、来伊份营收及归母净利润实现双增，营收分别同比+12.9%/+21.0%/+13.3%/+34.6%/+6.5%，归母净利润分别同比+5.4%/+182.9%/+15.8%/+41.2%/+453.0%，展现较好业绩韧性。疫情防控进入新时期后，居民消费力预计回升，休闲零食行业回归品类细分与多元化发展大方向，同时单一渠道对业绩支撑力减退下，行业加快全渠道布局，利好研发、供应链及渠道综合实力占优的龙头企业。

6.2. 卤制品板块前三季度回顾

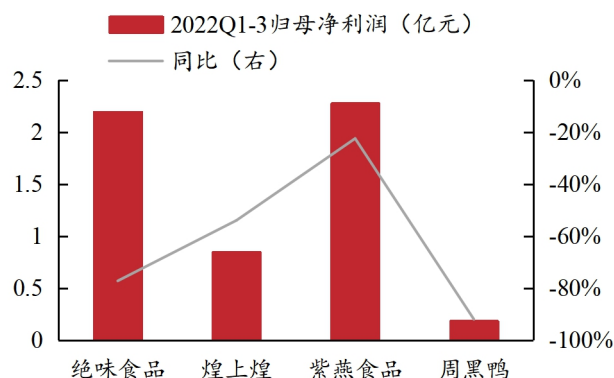
卤制品龙头企业业绩承压，2023 年修复确定性较强。A 股方面，2022Q1-3 板块内龙头企业绝味食品、煌上煌、紫燕食品营收分别为 51.2/16.2/27.4 亿元，同比+5.6/-16.3%/+15.5%；归母净利润分别为 2.2/0.8/2.3 亿元，同比-77.2%/-54.0%/-22.5%。港股方面，周黑鸭 2022H1 营收及归母净利润分别为 11.8/0.2 亿元，同比分别-18.7%/-92.0%。头部企业中，营收仅绝味食品与紫燕食品维持正增长，归母净利润均出现较大程度下滑，主因防控措施限制门店客流、原材料成本上涨以及能耗、人工、物流等费用增加影响。随疫后线下客流恢复，相关上游原材料价格高位回落，卤制品龙头企业业绩修复确定性较强。

图表 54. 卤制品龙头企业 2022 年前三季度营收承压



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所
注：周黑鸭为半年度数据

图表 55. 卤制品龙头企业 2022 年前三季度归母净利润均同比下滑

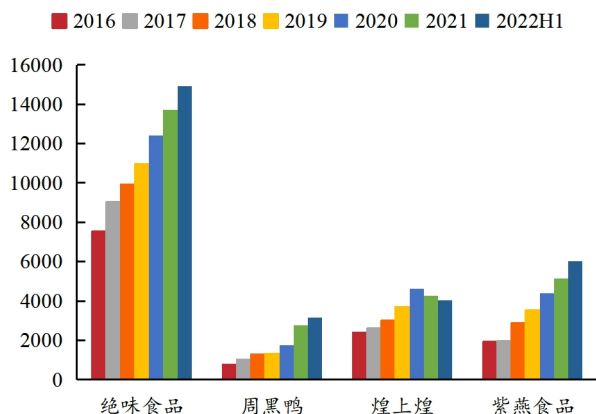


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所
注：周黑鸭为半年度数据

疫情期间门店逆势拓张，积蓄疫后业绩弹性。2020 年疫情爆发以来，主要卤制品企业逆势推进门店扩张，2022H1 绝味食品、煌上煌、紫燕食品、周黑鸭门店总数分别达 14921/4024/6030/3160 家，较 2021 年末分别+1207/-257/+870/+379 家，门店数以上升为主，仅煌上煌开店数有所下降。单店方面，2022H1 绝味食品、煌上煌、紫燕食品单店净利润较 2021 年底

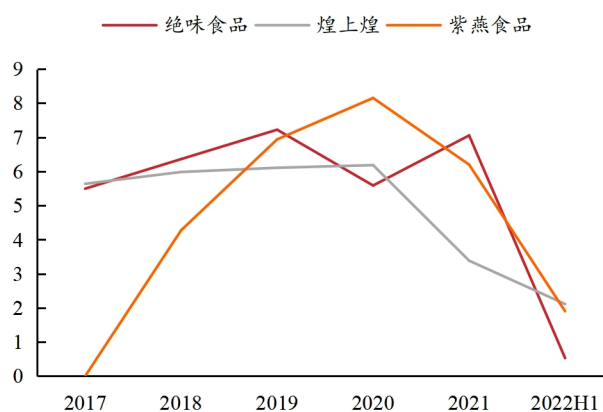
分别-92.5%/-37.6%/-69.3%，主要系疫情超预期爆发影响。

图表 56. 疫情期间卤制品龙头门店总数上升为主 (家)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 57. 2022H1 卤制品龙头单店净利润明显下跌 (万元/家)

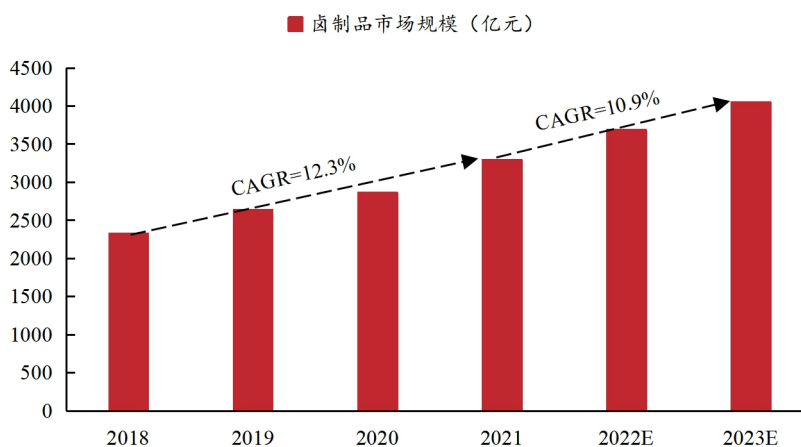


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

6.3. 卤制品行业分析

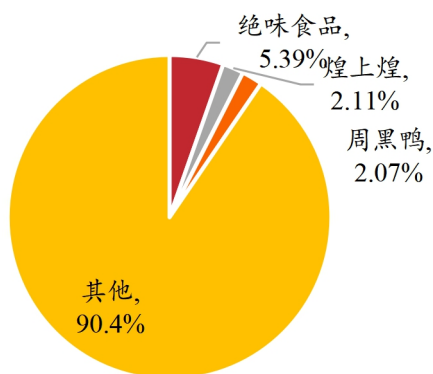
卤制品行业规模稳步扩张，疫情期间行业洗牌助推集中度提升。根据艾媒咨询，2021 年中国卤制品市场规模约 3296 亿元，2018-2021 年 CAGR 约 12.3%，且 2021-2023 年 CAGR 预计在 10.9% 左右。随着疫后我国经济建设回归正轨、居民消费升级持续演进、新零售模式不断发展，我国卤制品市场预计稳步扩张。另一方面，我国卤制品市场集中度仍较低，2020 年佐餐/休闲卤制品行业 CR3 分别约 2.84%/9.57%。疫情期间行业洗牌与出清加快，且龙头企业在品牌、渠道、供应链整合力等方面具备相对优势，预计消费升级和供给格局改善下，卤制品行业集中度进一步提升。

图表 58. 我国卤制品市场稳步扩张



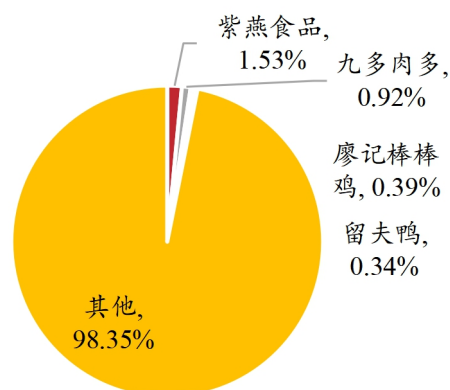
资料来源：艾媒网，东亚前海证券研究所整理

图表 59. 我国休闲卤制品行业集中度尚低（2020 年）



资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

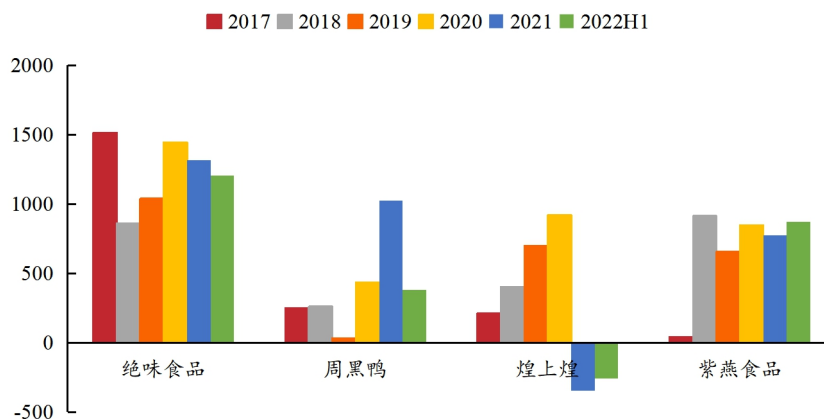
图表 60. 我国佐餐卤制品行业集中度较低（2020 年）



资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

单店店效回升叠加门店总量扩张，卤制品板块或展现较大修复弹性。卤制品销售以线下门店为主，2023 年防控政策优化后，线下客流的恢复下预计带动卤味企业单店店效回升，企业整体业绩有望修复。同时，疫情期间主要卤制品企业逆势扩张门店数量，单店修复预期叠加门店总量扩张的双重利好下，卤制品板块业绩或将展现较大弹性。

图表 61. 疫情期间卤制品龙头企业每年净开店数量大多维持正向（家）



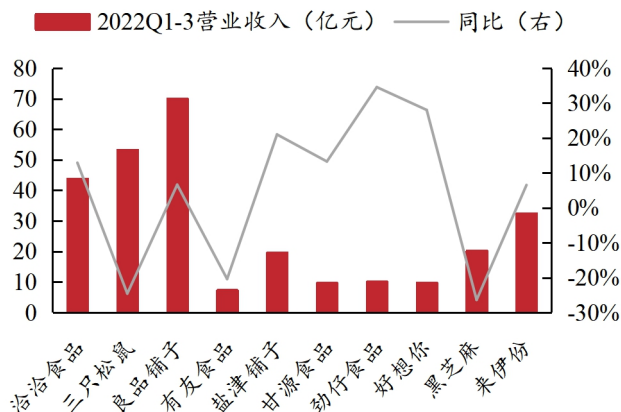
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所整理

6.4. 休闲零食板块前三季度回顾

前三季度板块内业绩呈现分化，部分个股呈现高增。营收方面，2022Q1-3 零食板块 10 家企业实现 276.6 亿元，同比-2.1%。其中 7 家实现同比增长，仅三只松鼠、有友食品、黑芝麻同比下降。营收增速前三的企业依次为劲仔食品、好想你、盐津铺子，分别同比+34.6%/+28.0%/+21.0%。归母净利润方面，2022Q1-3 板块实现 15.4 亿元，同比-14.6%。其中 5 家实现同比增长，分别为洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、来伊份。归母净利润涨幅前三的企业分别为来伊份、盐津铺子、劲仔食品，分别同比+453.0%/+182.9%/+41.2%。板块内部业绩分化较为明显，营收、归母净

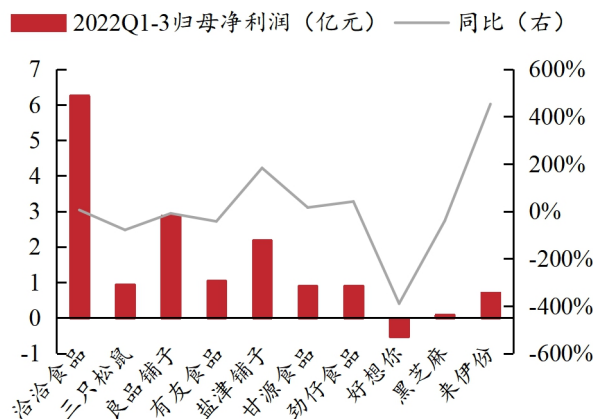
利润实现双增的企业包括洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、来伊份。

图表 62. 2022 年前三季度营收增速前三的企业分别为劲仔食品、好想你、盐津铺子



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 63. 2022 年前三季度归母净利润涨幅前三的企业分别为来伊份、盐津铺子、甘源食品

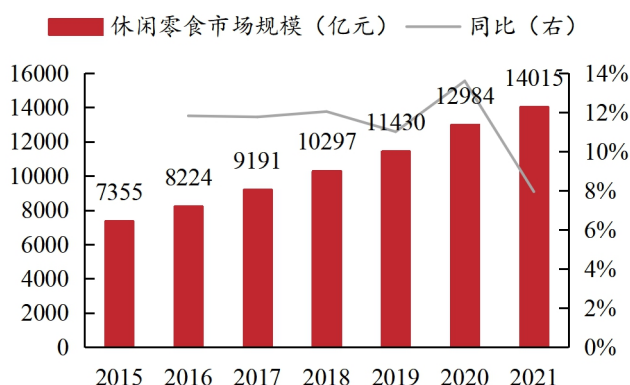


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

6.5. 休闲零食行业分析

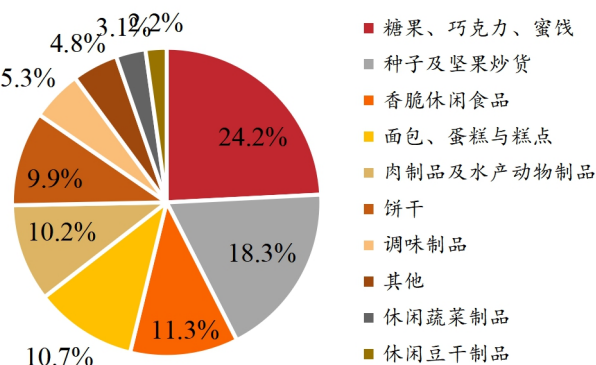
我国休闲零食市场规模逐年上升，传统特色零食发展空间广阔。随着我国居民人均收入水平提升与消费升级趋势演进，我国休闲零食规模逐年上升，自 2015 年 7355 亿元升至 2021 年 14015 亿元，CAGR 达 11.3%。分类型看，糖果及巧克力类市场份额占比最高，约为 24.2%，其次为种子及坚果炒货、香脆休闲食品，分别占比 18.3%、11.3%。其中，糖果、巧克力等西式休闲食品市场竞争激烈，且大部分市场由国际食品巨头把持；相比之下，中国传统特色小品类休闲食品（坚果炒货，熟制豆制品，肉干肉脯，果脯蜜饯等）市场技术水平较低、行业集中度不高，为国际巨头尚未占领的蓝海市场，发展空间广阔。

图表 64. 我国休闲零食市场规模逐年上升



资料来源: 华经产业研究院, 东亚前海证券研究所

图表 65. 糖果及巧克力、坚果炒货类占据休闲零食市场规模的 42.5% (2021 年)



资料来源: 华经产业研究院, 东亚前海证券研究所

需求细分化、多元化发展，利好聚焦高成长赛道的行业龙头。近年我国休闲零食消费需求展现出细分化、多元化的发展趋势，需求分层下各消费人群增长潜力各异。根据 Nint 任拓数据，以健康化细分人群为例，2022 年 5 月 MAT 孕妇/妈妈类相关产品销售额同比+256%、健身/减脂/增肌类同比+43%、易敏感人群类同比+82%、乳糖不耐受人群类同比+90%。另一方面，休闲零食食用场景同样呈现细分化发展，其中针对早餐/正餐/夜宵已分别存在糕点饼干/燕麦卷/睡眠软糖等对应零食品类。消费升级与品类多元化趋势下，对企业品牌力、研发、供应链整合能力提出更高要求，利好综合实力较强、聚焦高成长赛道的行业龙头企业。

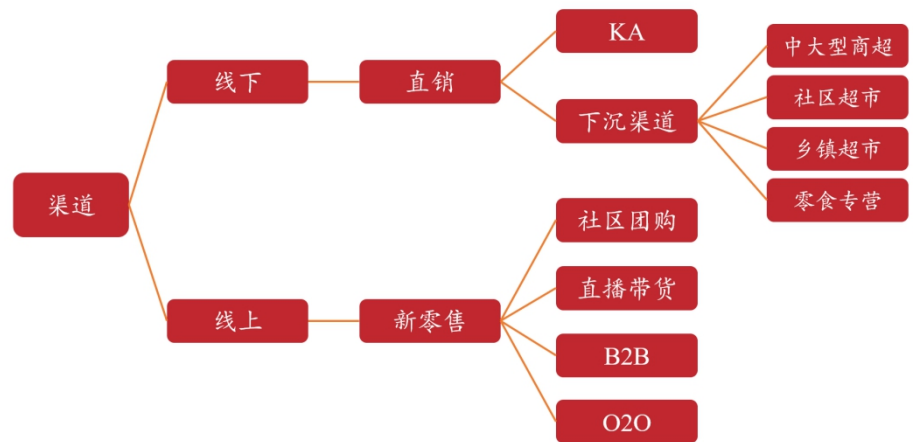
图表 66. 休闲零食呈现需求细分化、多元化发展



资料来源：NINT 任拓，东亚前海证券研究所

单一渠道业绩支撑已显疲态，全渠道发展已成趋势。渠道方面，单一渠道对业绩增长的支撑已略显疲态，休闲零食企业全渠道建设已为大势所趋。具体来看，劲仔食品依靠传统线下渠道，2022H1 营收占比为 80.5%，近年发力线上渠道，2022Q1-3 其线上营收同比+54%，高于公司整体增速 35%；三只松鼠 2022 年 4 月公告其“以电商为核心的创业时代结束”与“全渠道、多品牌布局的壮年时代开启”，加码线下渠道，当前业务处于转型期。同时，以“零食很忙”为代表的零食专营店新渠道兴起，相对传统商超与便利店在定价、品类集中和丰富程度具备优势。全渠道发展已成趋势，率先实现渠道结构性优化的企业有望实现稳健增长。

图表 67. 渠道迭代，休闲食品行业呈现全渠道布局



资料来源：东亚前海证券研究所

6.6. 投资建议

线下客流恢复下，卤制品行业业绩主要压制因素逐渐减退，近年维持开店扩张的企业有望在单店及整体业绩方面显著回升，龙头企业在品牌、研发及供应链方面优势则将助推其市场份额进一步增加。相关标的：**1) 绝味食品**：公司门店数业内第一，疫情期间门店扩张与渠道下沉持续推进，疫后恢复弹性较大。公司深耕鸭脖主业同时，“美食生态”投资战略初见成效，双引擎下业绩发展前途可期；**2) 紫燕食品**：公司为佐餐卤制品龙头，构建“经销商-终端加盟门店”两级销售网络，渠道成本优势凸显，万店规模可期。居民生活节奏加快下，佐餐卤味迅速发展，公司产品、供应链能力领先行业，业绩有望持续增长。

休闲零食市场品类细分化、多元化趋势下，消费者需求频繁变化，对于企业市场敏感度、研发能力及供应链响应速度有所提高，同时全渠道发展趋势要求企业积极拥抱新渠道以实现业绩增长，拥有高效研发能力与供应链体系，并积极开拓多元渠道的企业有望脱颖而出。相关标的：**1) 盐津铺子**：公司聚焦核心大单品，实验工厂模式下快速响应市场需求，同时在KA、AB类超市优势渠道外，重点发展电商、CVS、零食专卖店、校园店等新兴渠道，业绩有望持续增长；**2) 甘源食品**：公司持续投入新品研发，产品储备充足，产品规格积极调整。渠道方面新电商团队已到位，并与多家零食专营连锁合作密切，2023年有望放量，业绩向上动力充足。

7. 速冻食品板块

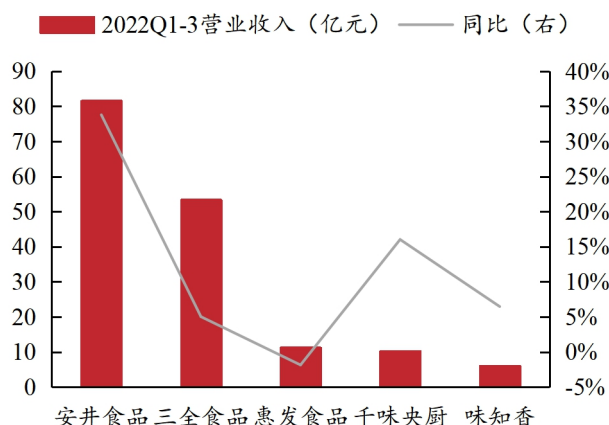
7.1. 整体逻辑：疫情期间需求稳健，疫后有望加速成长

疫情期间渗透加速，赛道后续有望维持高景气。近年我国 B 端餐饮企业连锁化率不断提升，出于降本增效、品质把控及提高出餐效率考虑，对半成品速冻品及预制菜品需求呈现上升，疫情期间此逻辑得到进一步验证。另一方面，疫情防控下居家场景增多，速冻与预制菜品 C 端加速渗透，需求量及品类均有所增长。2022 年前三季度主要上市企业业绩偏稳健发展，展现速冻与预制产品需求景气。疫情防控进入新阶段后，B 端餐饮需求修复及连锁化率上升，叠加 C 端消费习惯完成再度培育，以及居民生活节奏加快下对美食需求不改，速冻品与预制菜赛道有望维持高景气，龙头及专业企业业绩预计迎来加速增长。

7.2. 板块前三季度回顾

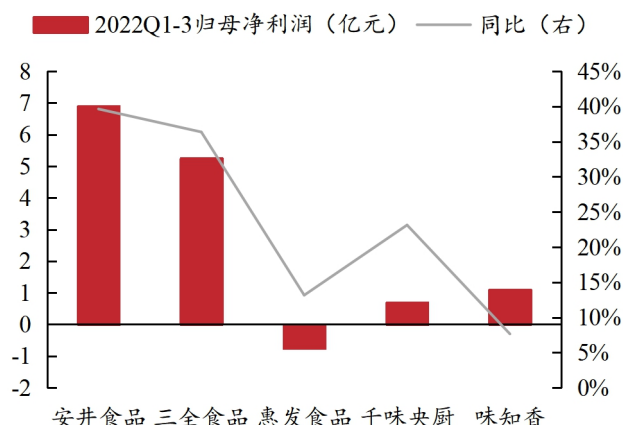
板块整体表现偏稳健，安井食品与三全食品保持增长。2022 年前三季度速冻品板块主要企业营收与归母净利润以增长为主，整体表现偏稳健。板块龙头安井食品、三全食品营收分别为 81.6/53.4 亿元，同比+33.8%/+5.0%，归母净利润分别为 6.9/5.3 亿元，同比+39.6%/+36.3%。其中安井食品 B 端业务受到疫情冲击，C 端业务居家场景下消费频次有所上升，叠加并表后子公司冻品先生和新宏业稳步增长，整体维持较高增速；三全食品持续加大新品类开发与拓展渠道布局，营收增速平稳，而新品对利润端贡献明显，产品结构得到改善。

图表 68. 前三季度主要速冻品企业营收稳健为主



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 69. 2022 年前三季度主要速冻品企业归母净利润呈现增长

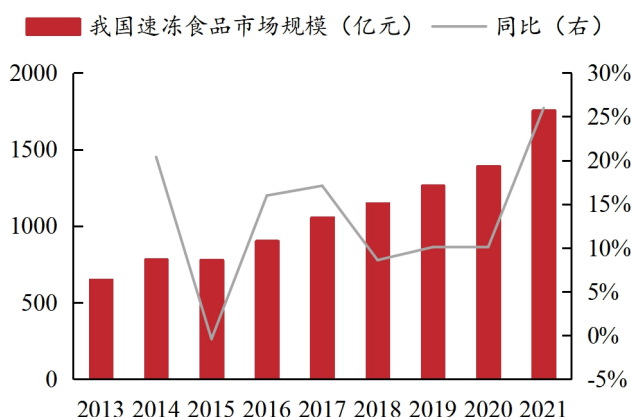


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

7.3. 速冻食品行业分析

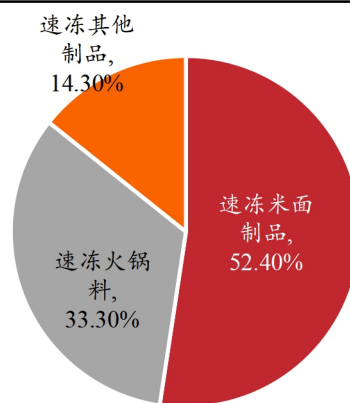
我国速冻品市场整体处于成长期，速冻火锅料为高增赛道。当前我国速冻食品行业仍处于成长期，据 Frost&Sullivan 数据，2013-2021 年我国速冻食品行业规模由 650 亿元增长至 1755 亿元，CAGR 达 13.2%。分类来看，速冻米面制品及火锅制品为主要品类，2020 年市场规模占比分别为 52.4% 及 33.3%。其中速冻米面处于成熟期，预计 2022-2025 年市场规模 CAGR 为 5-10%，2020 年行业 CR3 为 47%；速冻火锅料受益火锅餐饮市场增长，2022-2025 年市场规模 CAGR 有望达到 10-15%，处于成长阶段，2020 年行业 CR3 约 16%，安井食品以 9% 市占率占据第一。

图表 70. 我国速冻品市场处于成长期



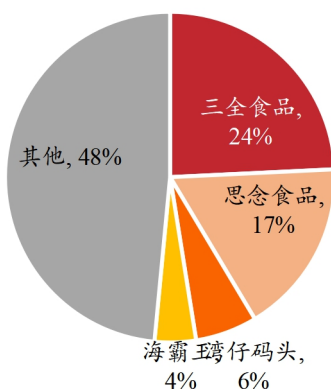
资料来源: Frost&Sullivan, 东亚前海证券研究所

图表 71. 速冻米面制品与火锅料为速冻品主要品类 (2020 年)



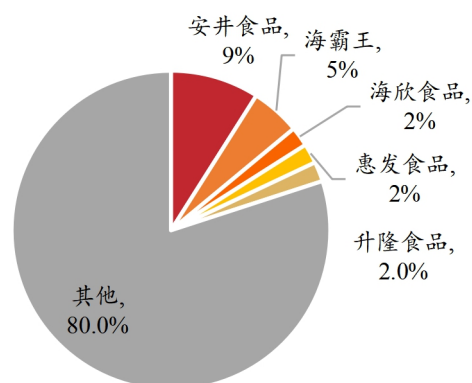
资料来源: 华经产业研究院, 东亚前海证券研究所

图表 72. 我国速冻面米行业市场竞争格局较集中 (2020 年)



资料来源: 观研天下, 东亚前海证券研究所

图表 73. 我国速冻火锅料制品市场格局较分散 (2020 年)



资料来源: 前瞻经济学人, 东亚前海证券研究所

疫情期间居民速冻品消费习惯加深，疫后行业有望延续高景气。2020 年疫情爆发以来，消费者居家场景增多，速冻食品因其方便储存、易烹制等特性，需求迅速走高，消费习惯亦进一步加深。后疫情时代，消费者对速冻品接受度及需求均有所提高，开始主动探索主流外品类（面条、手抓

饼、披萨等），需求呈现多样化。另一方面，消费者对品牌及品质意识觉醒，以小包装、正规渠道、营养价值为核心关注点，促进速冻品消费升级与中高端产品市场扩容，2023 年速冻品市场有望延续景气。

图表 74. 疫情爆发后速冻品行业景气高企

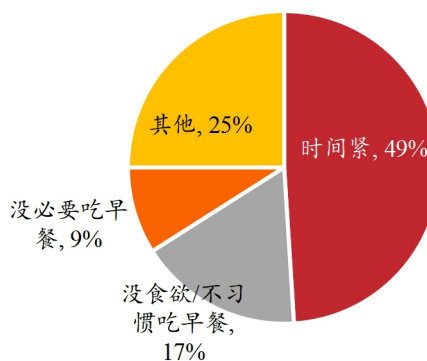


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

C 端居民生活节奏加快，驱动速冻品需求成长。我国速冻米面制品以 C 端为主要销售渠道，2020 年销售额占比约 84%。随我国经济不断发展，居民生活节奏日益加快，居民用餐时间被进一步挤占。根据 2018 年《中国居民早餐饮食状况调查报告》，35%的受访者无法每日吃早餐，55%早餐食物种类小于三种，42% 10 分钟内结束早餐，而“时间紧”为主要原因，选项占比 49%。不断压缩的烹饪时间叠加速冻品品类进一步丰富，有望驱动速冻品需求持续成长。

B 端餐饮连锁化率持续提升，速冻品需求向好。B 端方面，近年我国餐饮连锁化趋势加强，对相关速冻产品的标准化及品质稳定性提供更高要求。B 端餐饮企业通过采购半成品，帮助提高质量管控、出餐效率及降低成本，疫情期间其优势进一步体现，疫后速冻品 B 端发展趋势仍然向好。

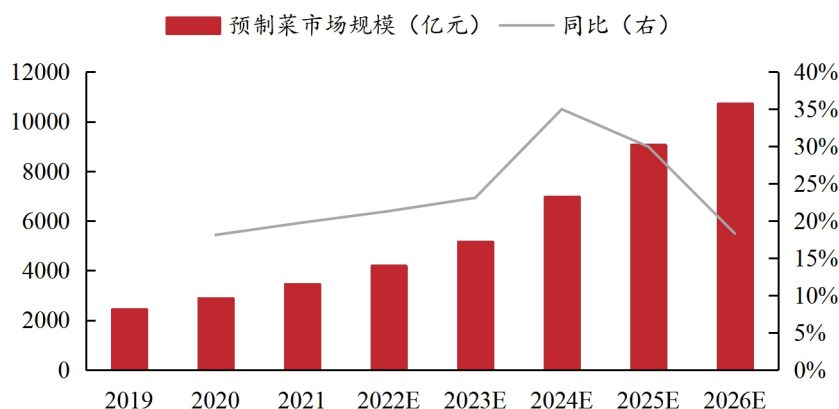
图表 75. 时间不足为挤占居民早餐时间首要原因（2018 年）



资料来源：《中国居民早餐饮食状况调查报告》，东亚前海证券研究所

我国预制菜 B、C 端需求均完成初步挖掘，行业进入高速成长期。伴随冷链物流技术不断发展，预制菜品新鲜度与销售半径均得到改善，行业拓展先发条件逐渐成熟。2010 年后，我国 B 端餐饮大幅推进连锁化，渗透率不断提升，疫情期间居家烹饪需求则推进预制菜在 C 端快速发展。据艾媒咨询数据，2021 年我国预制菜行业规模为 3459 亿元，2019-2021 年 CAGR 为 18.9%，而 2022-2026 年 CAGR 有望升至 26.4%，预制菜赛道进入高速成长期。

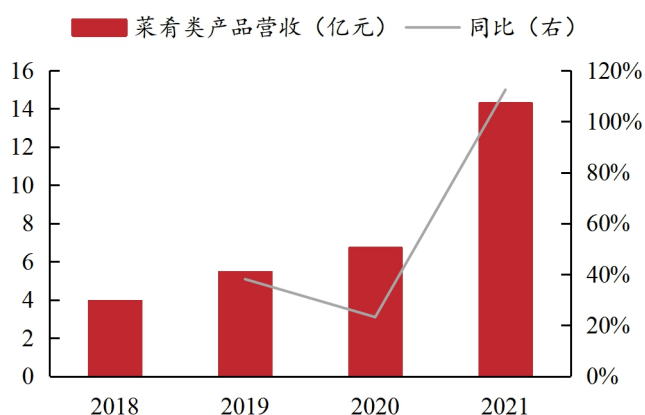
图表 76. 我国预制菜市场规模预计加速扩张



资料来源：艾媒咨询，东亚前海证券研究所

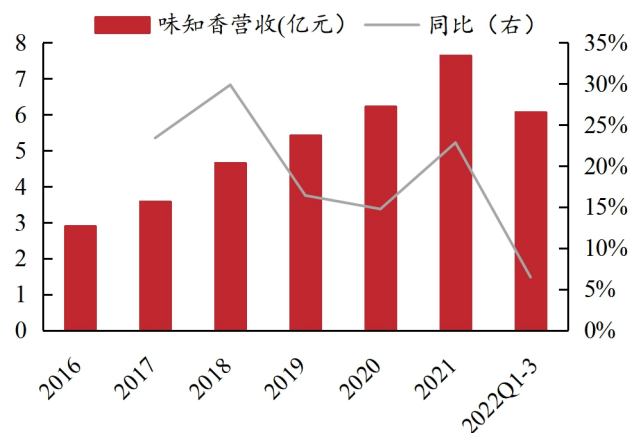
预制菜市场竞争格局尚未稳定，专业化、规模化及供应链能力或为竞争核心。我国预制菜市场高度分散，参与者众多，尚未形成稳定竞争格局。消费升级趋势下，消费者及餐饮企业对预制菜口味还原度、品类丰富度与产品品质均提出更高要求，利好专业化、规模化及在供应链条具备核心竞争力的企业，最终有望形成品牌壁垒。当前安井食品、味知香为预制菜代表性上市企业，前者在经营传统火锅料及面米制品主业外，近年切入预制菜肴市场，2021 年预制菜营收 14.3 亿元，同比+112.4%；后者为专业预制菜企业，2021 年营收 7.6 亿元，2016-2021 年 CAGR 约 21.3%，2022 年由于疫情影响 B 端业务开拓，业绩短暂承压，疫后有望回归高增。

图表 77. 安井食品预制菜业务实现高增



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 78. 味知香营收保持增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

7.4. 投资建议

疫情期间速冻品与预制菜 C 端消费习惯进一步强化，B 端出于成本及效率考虑仍有望加大相关产品采购，同时 B、C 端对产品品质日益关注，具备品牌力、研发力、渠道力及供应链整合力的龙头及专业企业有望持续增长。相关标的：1) **安井食品**：公司传统速冻火锅料制品和速冻面米制品营收增长稳健，预制菜业务第二曲线实现放量，疫后餐饮端恢复及 C 端需求持续向好下，业绩有望延续高增；2) **味知香**：公司为行业领先预制菜生产企业之一，“味知香”、“饕玉”两大品牌，B、C 端需求均实现覆盖，防疫优化后双渠道回暖放量有望推动业绩实现高弹性增长。

8. 风险提示

宏观经济放缓风险：若宏观经济增速放缓，将影响居民收入，进而影响整体消费环境，或对食品饮料行业景气度产生不利影响。

国内疫情反复风险：若疫情反复，感染人数众多，企业生产及物流可能连带受阻，影响企业业绩释放。

食品安全风险：随着居民对于食品安全越来越重视，若行业发生食品安全风险，或将对企业所在的板块造成负面影响。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>