

## 澳麦放开将利好啤酒行业的成本回落

——食品饮料行业研究周报

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要：

## 每周一谈：澳麦放开将利好啤酒行业的成本回落

近日，中国宣布放开对澳麦进口的双反税率。我们判断澳麦的放开将向麦芽-啤酒产业链释放利润，主要因为澳麦较其他大麦具有显著优势。

**澳麦的运费较低。**世界主要大麦产区包括俄罗斯、乌克兰、法国、澳大利亚、加拿大、阿根廷等国家。其中，欧洲、南美多数国家至中国的海运航程长于澳新航线，澳新航线运价与欧洲航线对比也具有显著优势。

**澳麦产量高、出口量大、品质优，不仅是世界重要啤麦产区，更一度占据中国大麦进口的半壁江山。**

- ◆ 澳大利亚是全球排名前列的大麦产区，近年来其产量在全球的占比更是有所走高。截至 22 年，澳麦在全球大麦产量的占比已经达到 9.28%。
- ◆ 相较产量占比，澳麦的出口量占比更高。截至 22 年，澳麦在全球大麦出口量的占比已经高达 27.43%。澳大利亚用全球 9% 左右的大麦产量，贡献出高达 27% 左右的大麦出口，一方面是源于澳洲人口较少，国内市场需求量优先；另一方面更是源于澳麦优秀的质量获得全球认可。
- ◆ 相较澳麦在全球大麦市场的出口量来说，中国在历史上对澳麦的需求度更高。在 2020 年以前，澳麦基本占据了我国大麦进口量的半壁江山，部分年份甚至在中国大麦占比超过 80%。

如上所述，由于澳麦具有显著优势，且此前受到双反政策限制，在 20 年之后淡出了中国的大麦市场。本次澳麦放开，我们认为将显著利好国内大麦进口价格的回落，进而利好下游的麦芽制造、啤酒加工产业链。

在麦芽-啤酒产业链，涉及的获益上市公司包括麦芽环节的永顺泰，啤酒环节的国内主要啤酒集团等。其中，我们判断啤酒酿造是获益较多的环节，而麦芽生产或分得的利益较少。我们得出该判断的理由是：

## 澳麦放开对啤酒行业的利润率提升有多少？

对 23 年来说，我们判断对啤酒集团的毛利率不会有显著性影响。理由是：1. 啤酒集团在 22 年底基本已经签署了次年全年的长协，锁定了麦芽量价。2. 本轮澳洲大麦在 11 月方才成熟，而上一轮的大麦按照行业惯例，一般也都签署了相应的长协，匹配了买方，所以预计不会有很大的量可以供给中国。3. 即使有一部分澳麦的供给可以提供给中国市场，也需要与船公司协调船期、安排海运等，随后又要安排海关通关、海陆联运等，我们预计上述流程也需要 1-2 个月。4. 大麦即使按照最高效率运抵麦芽企业，麦芽企业也需要协调自身的大麦、麦芽库存，安排生产，而麦芽的生产流程我们预计又需要 1-2 个月的时间。综上所述，即使按照最高效率安排，本轮放开的大麦也很难在 23 年形成对啤酒集团的有效麦芽供给，进而无法对啤酒环节的毛利率形成显著影响。

对 24 年来说，我们判断受益于澳麦放开，啤酒环节的毛利率或将提升超过 1pct。我们判断的过程如下：

**1. 预测 23 年末大麦进口价回落 10-15%。**结合前文重点指标跟踪部分对大麦价格的跟踪，我们判断大麦进口价格本就处于高位回落的阶段，再叠加澳麦放开的利好，我们预测 23 年末大麦进口价将同比回落 10-15%。

**2. 预测麦芽长协价同比降 15%。**麦芽长协签订时间一般在 12 月，在签订时会综合考虑当时的大麦价格、次年全年的大麦价格预期等因素。考虑到 22、23 年连续两年麦芽价格上涨较多，而我们大麦价格在 23 年已经处于回落阶段（如前文数据跟踪所示），且我们预测 24 年大麦进口价同比继续回落，所以我们预测麦芽的长协价的回落幅度会等于或高于 23 年底的大麦进口价，据此预测麦芽长协

评级

增持（维持）

2023 年 08 月 14 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

张弛

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121120005

17621838100

## 行业基本资料

|         |       |
|---------|-------|
| 股票家数    | 121   |
| 行业平均市盈率 | 26.75 |
| 市场平均市盈率 | 11.76 |

注：行业平均市盈率采用申万食品饮料市盈率，市场平均市盈率采用沪深 300 指数市盈率

## 行业表现走势图



资料来源：ifind，申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《食品饮料行业研究周报：是时候重拾乐观了》2023-07-31
- 2、《食品饮料行业研究周报：调味油处于导入期 看好品牌崛起机会》2023-07-25
- 3、《食品饮料行业研究周报：关注北向资金流向 思考食品饮料估值走向》2023-07-17

价格回落 15%。

**3. 预测麦芽在啤酒收入的占比，并据此预测麦芽对毛利率提升的贡献在 1pct-1.8pct 之间。**参考主要啤酒公司近年来的水平，啤酒行业的毛利率一般在 40% 左右，即成本在营收的占比约 60%。而成本中，直接材料是最主要的部分，其中包材占比偏多，原材料占比略低，大麦是原材料中最主要的成本项。我们预计大麦在营收的占比约为 10%-12%。因此，以麦芽长协价回落幅度（10%-15%）乘以大麦在营收的占比（10%-12%），定量测算出毛利率的提升水平约在 1pct-1.8pct 之间。

## 市场回顾

本周，食品饮料指数涨跌幅-3.35%，在申万 31 个行业中排名第 16，跑赢沪深 300 指数 0.04pct。食品饮料各子行业中肉制品（-1.27%）、软饮料（-1.60%）、预加工食品（-2.11%）表现相对较好。分别跑赢沪深 300 指数 2.12pct、1.79pct、1.28pct。个股方面，本周交大昂立（+24.73%）、\*ST 西发（+23.63%）、百合股份（+7.95%）、熊猫饮品（+6.69%）、金字火腿（+5.81%）等涨幅居前。

## 投资策略

建议关注：建议紧跟高端白酒；同时重点关注整个啤酒板块，关注软饮料板块。

## 风险提示

食品质量及食品安全风险、市场竞争加剧、原材料价格变动等。

## 内容目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 1. 市场回顾.....                 | 4  |
| 2. 重点指标跟踪 .....              | 7  |
| 3. 板块估值.....                 | 14 |
| 4. 行业动态.....                 | 15 |
| 5. 每周谈：澳麦放开将利好啤酒行业的成本回落..... | 17 |
| 6. 风险提示.....                 | 20 |

## 图表目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 图 1：申万一级行业本周涨跌幅 .....      | 4  |
| 图 2：申万一级行业本月涨跌幅 .....      | 4  |
| 图 3：申万一级行业年初至今涨跌幅 .....    | 5  |
| 图 4：食品饮料子行业本周涨跌幅 .....     | 5  |
| 图 5：食品饮料子行业本月涨跌幅 .....     | 6  |
| 图 6：食品饮料子行业年初至今涨跌幅 .....   | 6  |
| 图 7：食品饮料行业本周涨幅前 10 名 ..... | 6  |
| 图 8：食品饮料行业本周跌幅后 10 名 ..... | 6  |
| 图 9：6 月白酒价格基本稳定 .....      | 8  |
| 图 10：高低档白酒价格趋势持续分化 .....   | 8  |
| 图 11：6 月啤酒价格平稳发展 .....     | 8  |
| 图 12：淡季挺价策略延续 .....        | 8  |
| 图 13：红酒均价情况 .....          | 8  |
| 图 14：红酒均价同比增速情况 .....      | 8  |
| 图 15：啤酒产量逐月对比 .....        | 9  |
| 图 16：啤酒产量累计值逐月对比 .....     | 9  |
| 图 17：啤酒进口量逐月对比（千升） .....   | 10 |
| 图 18：啤酒进口价格逐月对比（千升） .....  | 10 |
| 图 19：白酒批价情况 .....          | 11 |
| 图 20：白酒批价同比增速 .....        | 11 |
| 图 21：玻璃价格情况 .....          | 11 |
| 图 22：大麦进口价格情况 .....        | 12 |
| 图 23：瓦楞纸价格情况（元/吨） .....    | 12 |

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图 24: 水瓶 PET 价格情况 (元/吨) .....          | 13 |
| 图 25: 生猪及猪肉价格.....                     | 13 |
| 图 26: 玉米及豆粕价格.....                     | 13 |
| 图 27: 生猪与玉米价格增长率对比 .....               | 13 |
| 图 28: 生猪与豆粕价格增长率对比 .....               | 13 |
| 图 29: 生鲜乳价格情况.....                     | 14 |
| 图 30: 婴配粉价格情况.....                     | 14 |
| 图 31: 白酒估值情况 .....                     | 14 |
| 图 32: 非白酒估值情况.....                     | 14 |
| 图 33: 饮料乳品估值情况 .....                   | 15 |
| 图 34: 休闲食品估值情况 .....                   | 15 |
| 图 35: 食品加工业估值情况.....                   | 15 |
| 图 36: 调味发酵品估值情况.....                   | 15 |
| 图 37: 澳新航线运价较欧洲航线具有显著优势 .....          | 17 |
| 图 38: 澳麦产量和全球占比均有所提升 .....             | 18 |
| 图 39: 澳麦出口量在全球占据较大份额.....              | 18 |
| 图 40: 澳麦一度占据中国大麦进口的半壁江山 .....          | 19 |
| 表 1: 食品饮料行业部分公司沪（深）股通持股占自由流通股比例变化..... | 6  |
| 表 2: 食品饮料各版块估值情况 .....                 | 14 |

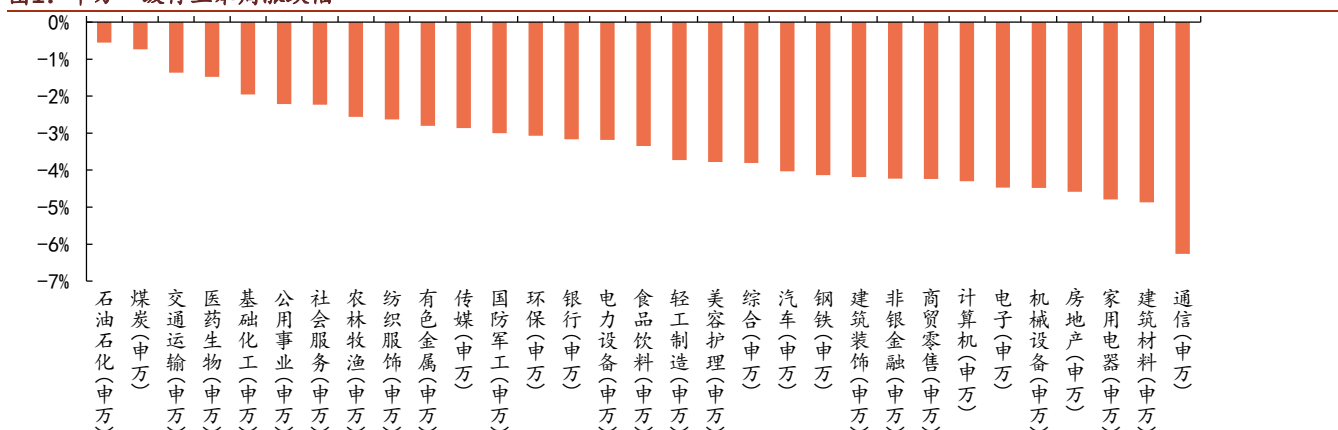
## 1. 市场回顾

本周，食品饮料指数涨跌幅-3.35%，在申万 31 个行业中排名第 16，跑赢沪深 300 指数 0.04pct。

本月以来，食品饮料涨跌幅-3.64%，在申万行业中排名第 15，跑输沪深 300 指数 0.39pct。

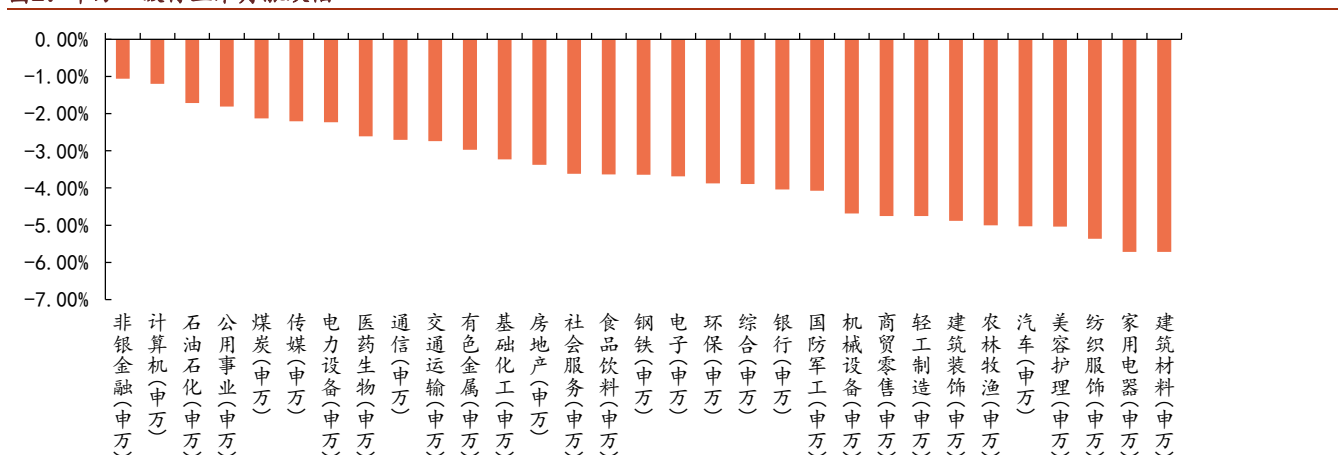
年初至今，食品饮料指数涨跌幅-4.28%，在申万行业中排名第 19，跑输沪深 300 指数 4.61pct。

图1：申万一级行业本周涨跌幅



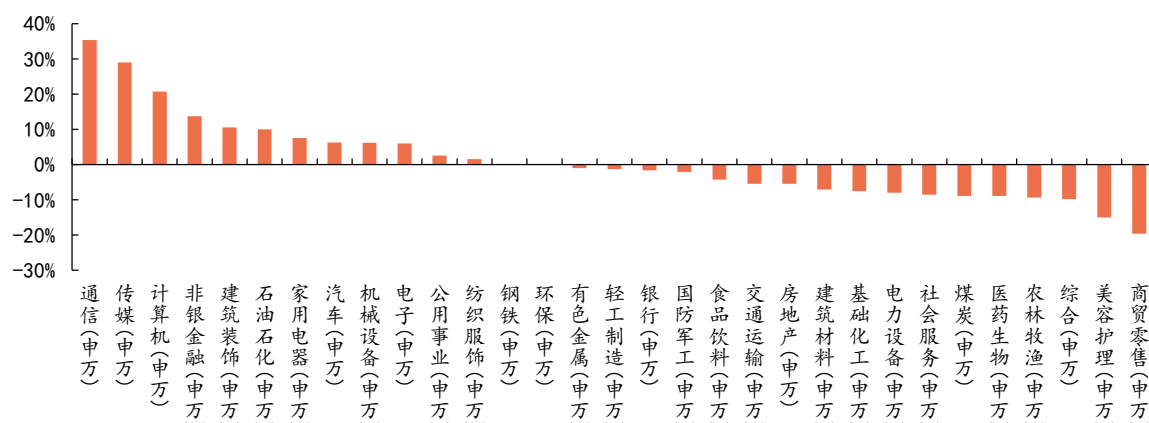
资料来源：Iifind，申港证券研究所

图2：申万一级行业本月涨跌幅



资料来源：Iifind，申港证券研究所

图3：申万一级行业年初至今涨跌幅



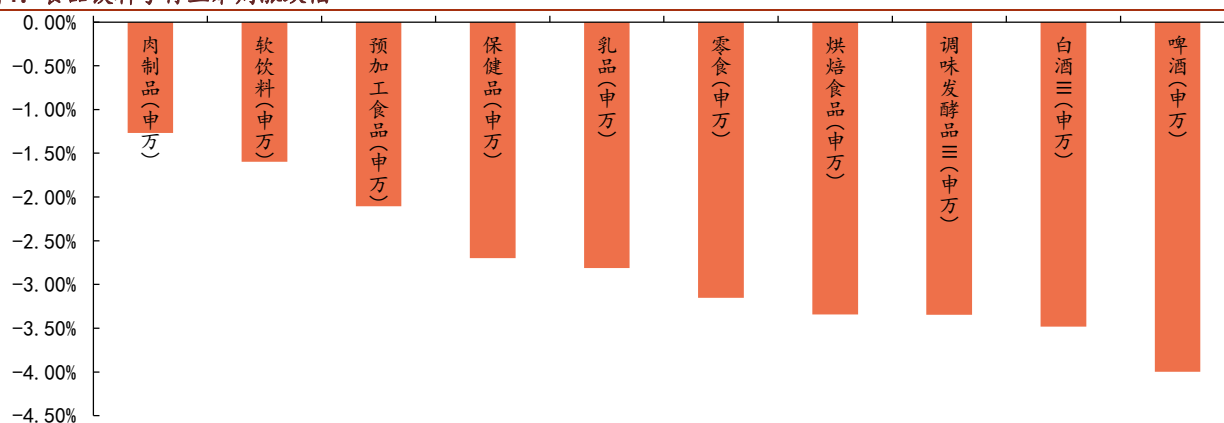
资料来源：Iifind，申港证券研究所

本周，食品饮料各子行业中肉制品（-1.27%）、软饮料（-1.60%）、预加工食品（-2.11%）表现相对较好。分别跑赢沪深 300 指数 2.12pct、1.79pct、1.28pct。

本月以来，食品饮料各子行业中肉制品（-1.67%）、保健品（-2.80%）、啤酒（-2.82%）表现相对较好。分别跑赢沪深 300 指数 1.58pct、0.45pct、0.43pct。

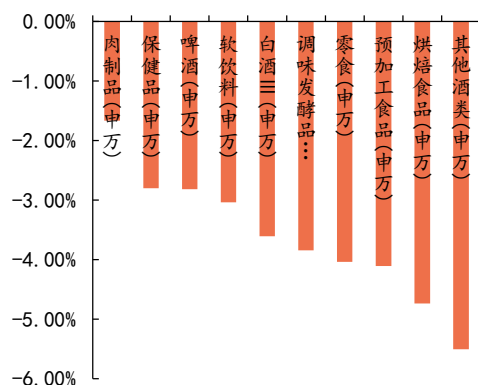
年初至今，食品饮料各子行业中软饮料（+6.31%）、白酒Ⅲ（-0.08%）、肉制品（-5.30%）表现相对较好。分别跑赢沪深 300 指数 5.98pct、-0.41pct、-5.63pct。

图4：食品饮料子行业本周涨跌幅

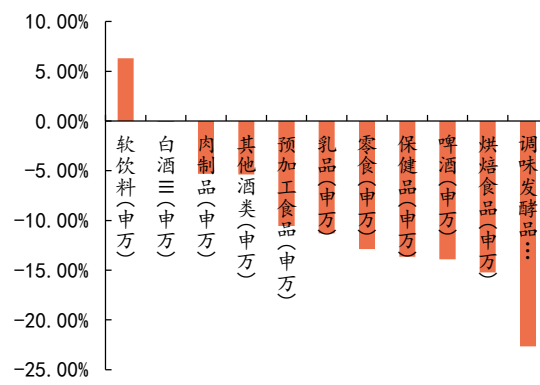


资料来源：Iifind，申港证券研究所

注：“其他食品（申万）”类暂无上市公司，因此不计入统计，下同。

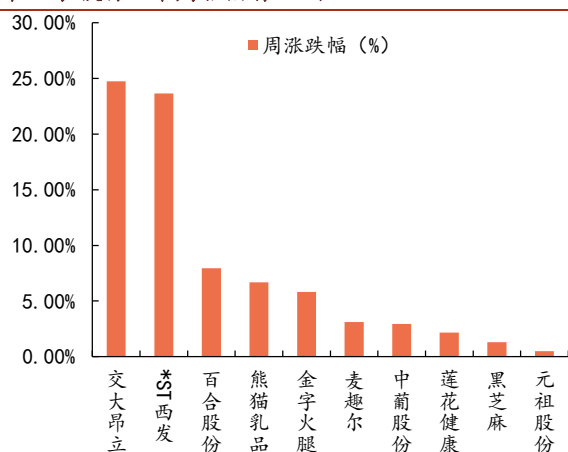
**图5：食品饮料子行业本月涨跌幅**


资料来源：Ifind，申港证券研究所

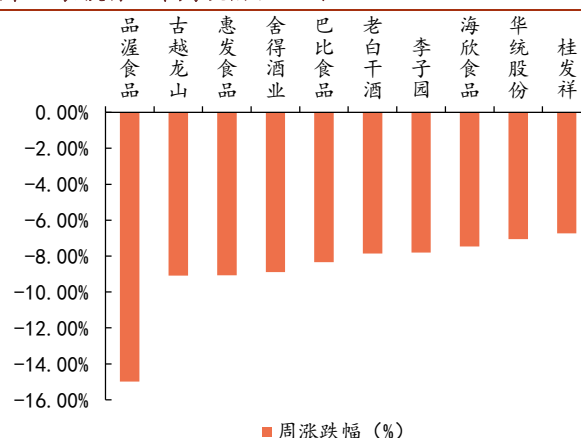
**图6：食品饮料子行业年初至今涨跌幅**


资料来源：Ifind，申港证券研究所

个股方面，本周交大昂立(+24.73%)、\*ST西发(+23.63%)、百合股份(+7.95%)、熊猫饮品(+6.69%)、金字火腿(+5.81%)等涨幅居前。

**图7：食品饮料行业本周涨幅前10名**


资料来源：Ifind，申港证券研究所

**图8：食品饮料行业本周跌幅后10名**


资料来源：Ifind，申港证券研究所

本周北上资金增持个股主要为金徽酒(+0.52pct)、黑芝麻(+0.52pct)、三只松鼠(+0.45pct)、盐津铺子(+0.37pct)、顺鑫农业(+0.31pct)。本周北上资金减持个股主要为良品铺子(-0.58pct)、汤臣倍健(-0.54pct)、酒鬼酒(-0.48pct)、李子园(-0.37pct)、南侨食品(-0.36pct)。

(括号内为沪(深)股通持股占自由流通股比例较前一周增减的百分点幅度)

**表1：食品饮料行业部分公司沪(深)股通持股占自由流通股比例变化**

| 证券代码      | 证券简称 | 本周末    | 上周末    | 本周变动   |
|-----------|------|--------|--------|--------|
| 600519.SH | 贵州茅台 | 7.38%  | 7.35%  | 0.03%  |
| 000858.SZ | 五粮液  | 6.57%  | 6.66%  | -0.09% |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 3.75%  | 3.80%  | -0.05% |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 2.78%  | 2.89%  | -0.11% |
| 603288.SH | 海天味业 | 4.85%  | 4.91%  | -0.06% |
| 002304.SZ | 洋河股份 | 2.67%  | 2.71%  | -0.04% |
| 600887.SH | 伊利股份 | 15.84% | 16.07% | -0.23% |
| 000596.SZ | 古井贡酒 | 1.82%  | 1.98%  | -0.16% |
| 600600.SH | 青岛啤酒 | 3.47%  | 3.39%  | 0.08%  |

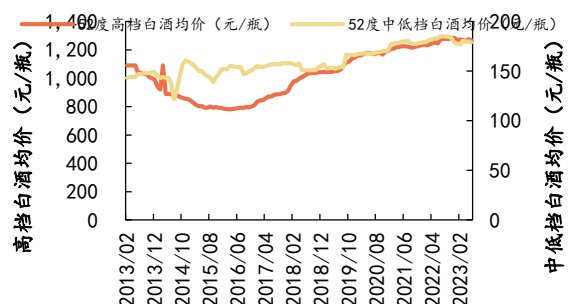
| 证券代码       | 证券简称 | 本周末    | 上周末    | 本周变动   |
|------------|------|--------|--------|--------|
| 000895. SZ | 双汇发展 | 3.55%  | 3.52%  | 0.03%  |
| 603369. SH | 今世缘  | 3.38%  | 3.38%  | 0.00%  |
| 605499. SH | 东鹏饮料 | 5.04%  | 5.07%  | -0.03% |
| 603198. SH | 迎驾贡酒 | 1.08%  | 1.02%  | 0.06%  |
| 600702. SH | 舍得酒业 | 1.64%  | 1.69%  | -0.05% |
| 603345. SH | 安井食品 | 9.10%  | 8.97%  | 0.13%  |
| 600132. SH | 重庆啤酒 | 5.90%  | 5.89%  | 0.01%  |
| 002568. SZ | 百润股份 | 1.54%  | 1.56%  | -0.02% |
| 603589. SH | 口子窖  | 3.60%  | 3.51%  | 0.09%  |
| 300146. SZ | 汤臣倍健 | 4.09%  | 4.63%  | -0.54% |
| 600779. SH | 水井坊  | 3.63%  | 3.65%  | -0.02% |
| 603156. SH | 养元饮品 | 1.13%  | 1.11%  | 0.02%  |
| 000799. SZ | 酒鬼酒  | 2.71%  | 3.19%  | -0.48% |
| 600298. SH | 安琪酵母 | 3.79%  | 3.58%  | 0.21%  |
| 000729. SZ | 燕京啤酒 | 3.76%  | 3.65%  | 0.11%  |
| 600872. SH | 中炬高新 | 4.26%  | 4.36%  | -0.10% |
| 600559. SH | 老白干酒 | 1.62%  | 1.36%  | 0.26%  |
| 603517. SH | 绝味食品 | 2.85%  | 2.95%  | -0.10% |
| 002507. SZ | 涪陵榨菜 | 7.36%  | 7.41%  | -0.05% |
| 002557. SZ | 洽洽食品 | 20.33% | 20.30% | 0.03%  |
| 000860. SZ | 顺鑫农业 | 1.26%  | 0.95%  | 0.31%  |
| 002461. SZ | 珠江啤酒 | 0.59%  | 0.60%  | -0.01% |
| 603027. SH | 千禾味业 | 5.86%  | 6.09%  | -0.23% |
| 600199. SH | 金种子酒 | 0.62%  | 0.49%  | 0.13%  |
| 000869. SZ | 张裕 A | 1.20%  | 1.24%  | -0.04% |
| 603866. SH | 桃李面包 | 6.66%  | 6.80%  | -0.14% |
| 603317. SH | 天味食品 | 0.70%  | 0.83%  | -0.13% |
| 002847. SZ | 盐津铺子 | 2.50%  | 2.13%  | 0.37%  |
| 600597. SH | 光明乳业 | 1.52%  | 1.50%  | 0.02%  |
| 603043. SH | 广州酒家 | 2.60%  | 2.61%  | -0.01% |
| 002216. SZ | 三全食品 | 1.39%  | 1.39%  | 0.00%  |
| 603919. SH | 金徽酒  | 1.65%  | 1.13%  | 0.52%  |
| 002946. SZ | 新乳业  | 0.47%  | 0.48%  | -0.01% |
| 600305. SH | 恒顺醋业 | 0.65%  | 0.74%  | -0.09% |
| 600197. SH | 伊力特  | 0.74%  | 0.65%  | 0.09%  |
| 002626. SZ | 金达威  | 0.79%  | 0.90%  | -0.11% |
| 600882. SH | 妙可蓝多 | 1.06%  | 1.20%  | -0.14% |
| 300973. SZ | 立高食品 | 1.01%  | 1.02%  | -0.01% |
| 603057. SH | 紫燕食品 | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
| 603719. SH | 良品铺子 | 0.21%  | 0.79%  | -0.58% |
| 002840. SZ | 华统股份 | 0.19%  | 0.13%  | 0.06%  |

资料来源: ifind, 申港证券研究所

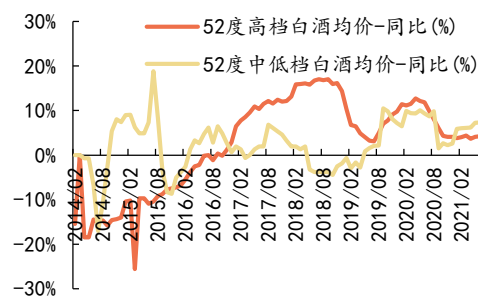
上表非食品饮料行业全部上市公司, 仅统计市值较高的公司

## 2. 重点指标跟踪

**6 月高低档白酒走势继续分化。**36 城高档白酒均价同比增 1.8%至 1269.03 元, 环比较 5 月 (均价 1274.22 元) 微降 0.4%。中低档白酒价格同比-2.5%至 179.04 元, 环比较 5 月微降 0.5%。自 2017 年以来, 中低档白酒价格同比增速多数时候无法跑赢高档白酒。

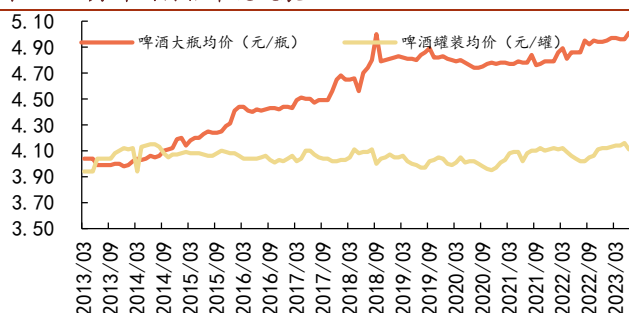
**图9：6月白酒价格基本稳定**


资料来源：Iifind，申港证券研究所

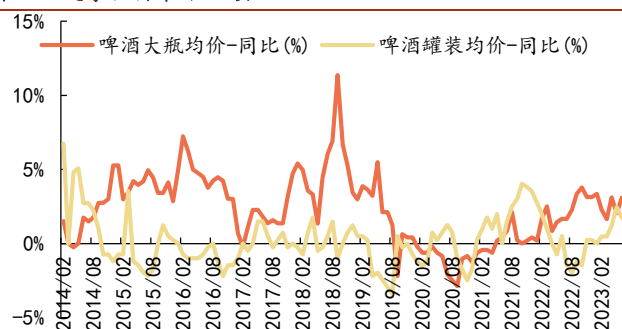
**图10：高低档白酒价格趋势持续分化**


资料来源：Iifind，申港证券研究所

**6月啤酒价格维持增长，行业利润率有望复苏。**6月份36城瓶装啤酒均价同比增3.1%至5.01元，罐装啤酒均价同比增1.7%至4.11元，均显著高于22年夏季旺季时的价格，6月逐渐进入啤酒销售旺季，仍延续的价格同比增长有利于全行业利润率的提升。

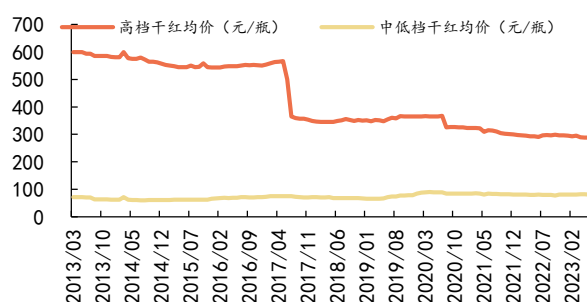
**图11：6月啤酒价格平稳发展**


资料来源：Iifind，申港证券研究所

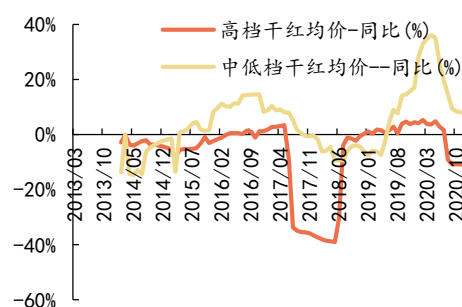
**图12：淡季挺价策略延续**


资料来源：Iifind，申港证券研究所

**高档红酒和中低档红酒价格企稳。**6月份36城高档红酒均价同比下滑0.8%至288.56元，环比较5月（均价288.34元）微升0.1%；中低档红酒均价同比+0.2%至81.32元，价格增速维持23年2月以来的正增长。

**图13：红酒均价情况**


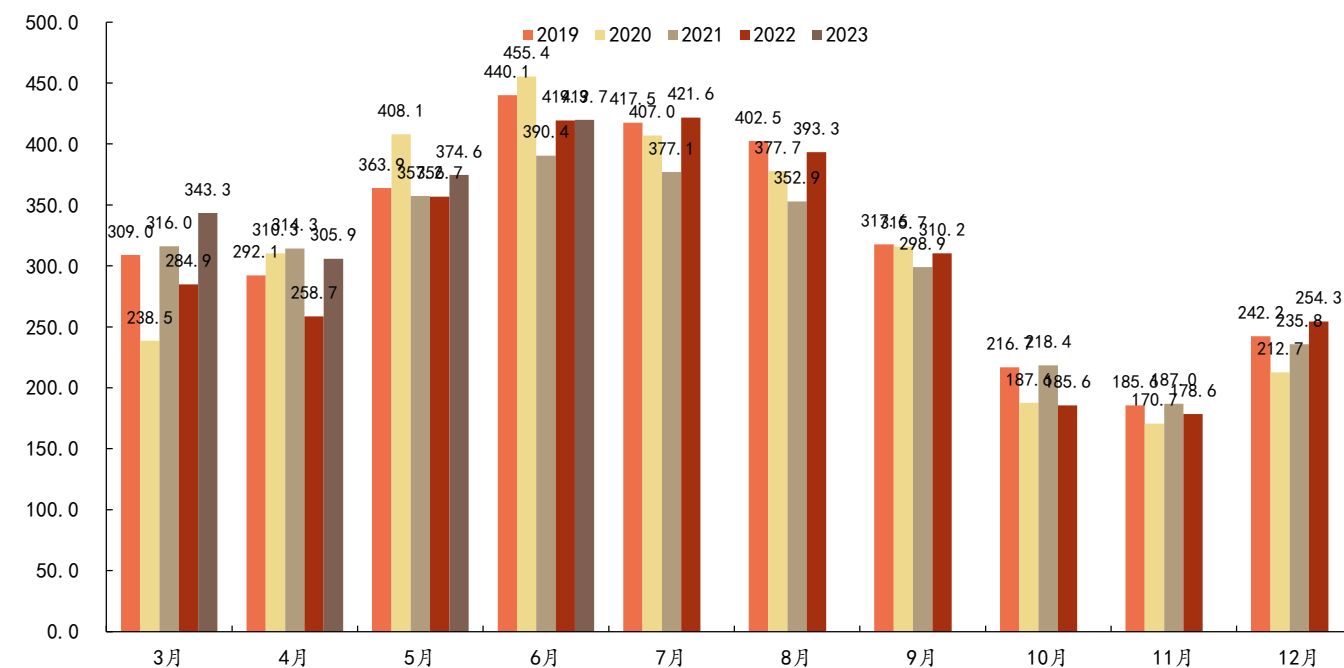
资料来源：Iifind，申港证券研究所

**图14：红酒均价同比增速情况**


资料来源：Iifind，申港证券研究所

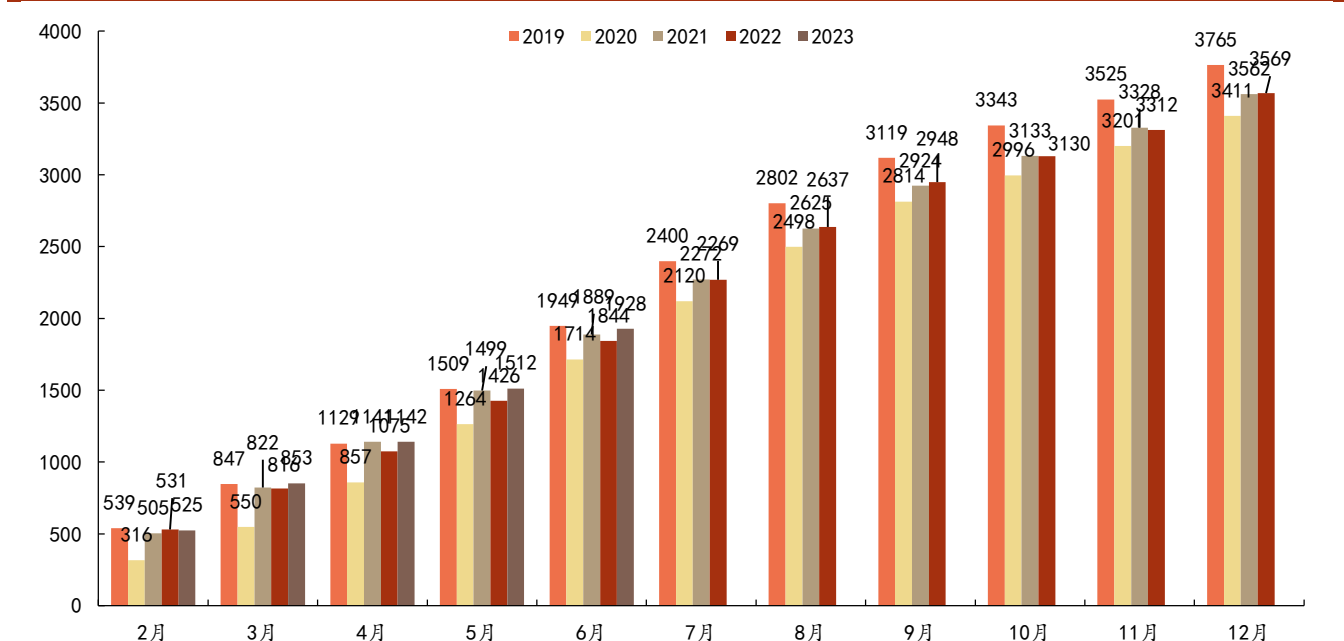
**啤酒产量同比增长。**23年6月我国规上企业啤酒单月产量419.7万千升，同比+1.6%。1-6月我国啤酒企业累计产量1928.0万千升，同比+7.0%，在4月份的基础上持续增长。

图15：啤酒产量逐月对比



资料来源：iFind，国家统计局，申港证券研究所

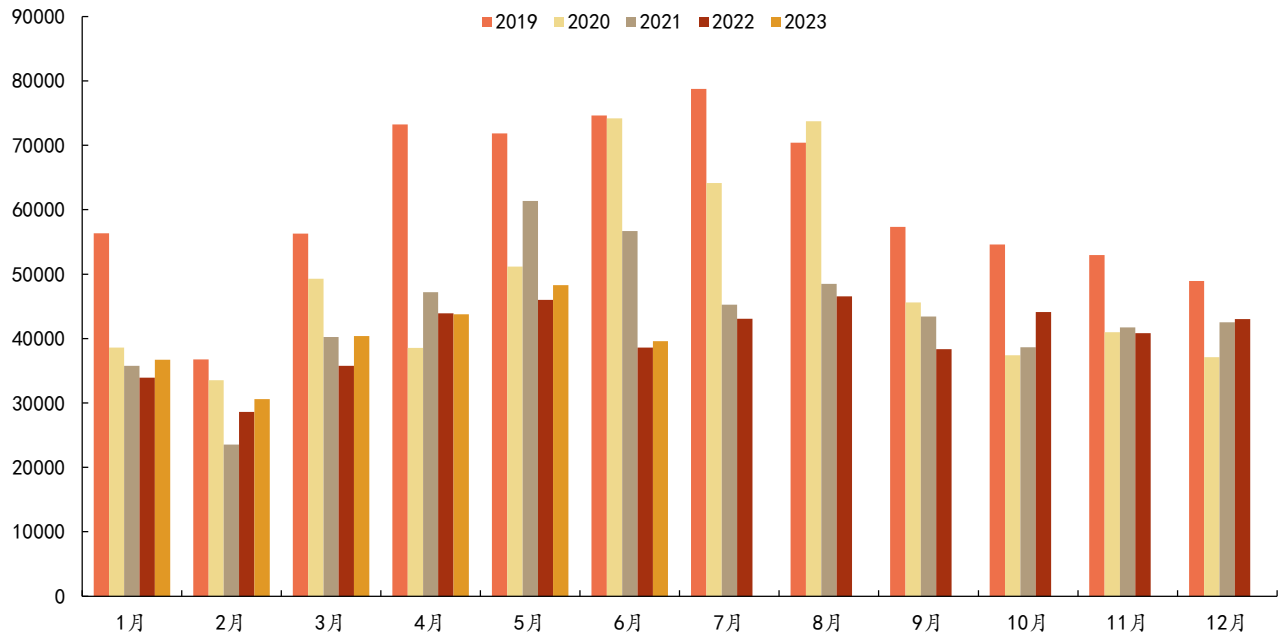
图16：啤酒产量累计值逐月对比



资料来源：iFind，国家统计局，申港证券研究所

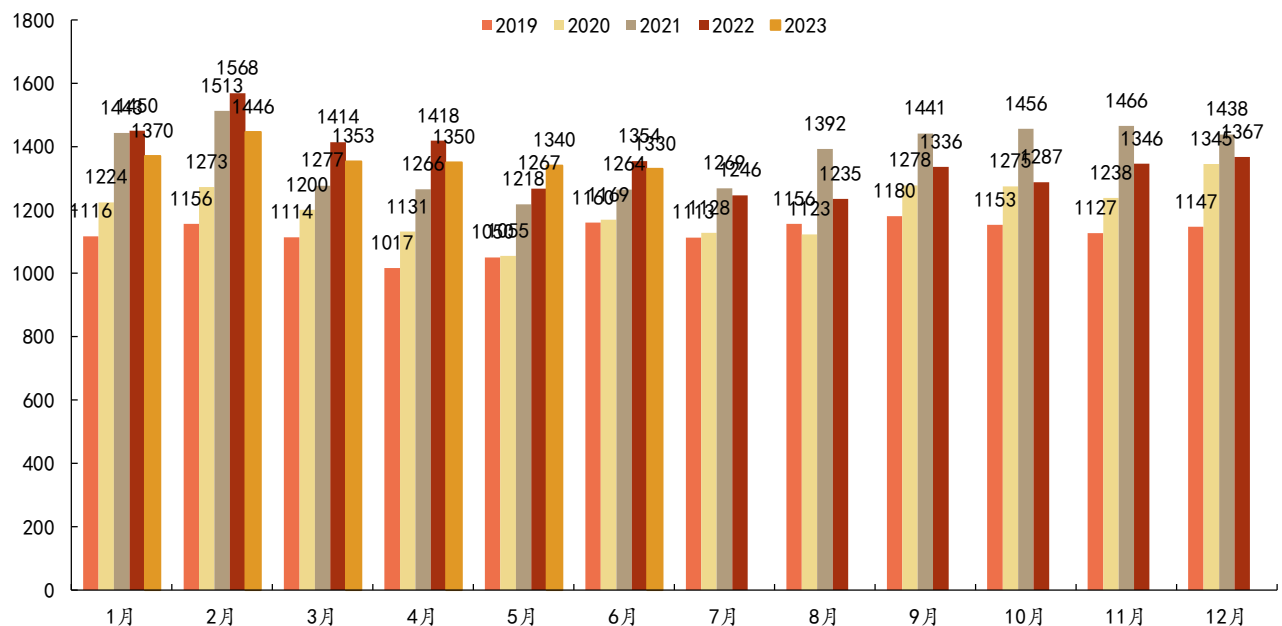
2023 年啤酒进口量高于去年，前 6 月进口量分别同比+8.9%/+7.1%/+13.1%/-0.1%/+5%/+2.6%；进口价格呈现下降趋势，前 6 月进口价格分别-5.5%/-7.8%/-4.27%/-4.85%/+5.73%/-1.74%。

图17：啤酒进口量逐月对比（千升）



资料来源：iFind，申港证券研究所

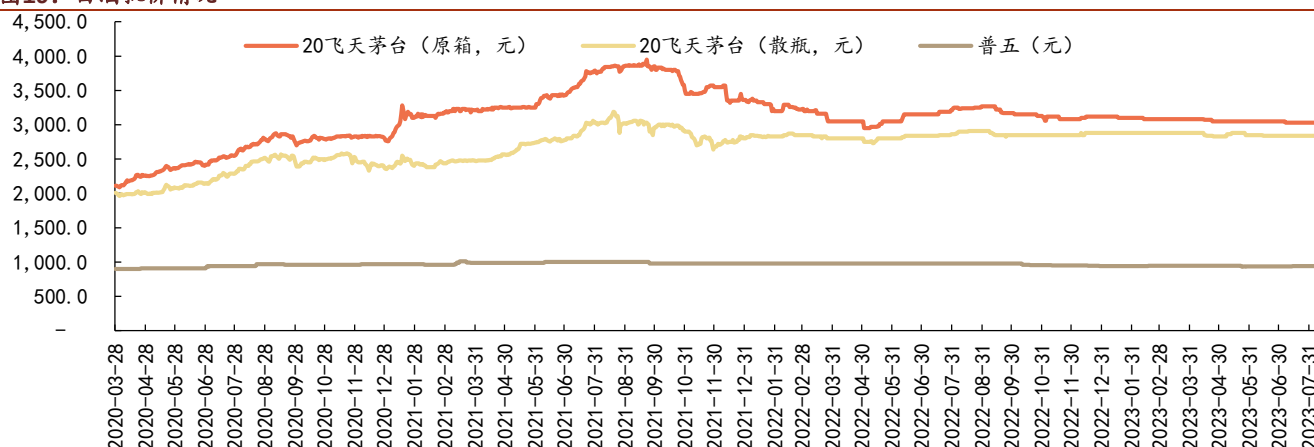
图18：啤酒进口价格逐月对比（千升）



资料来源：iFind，申港证券研究所

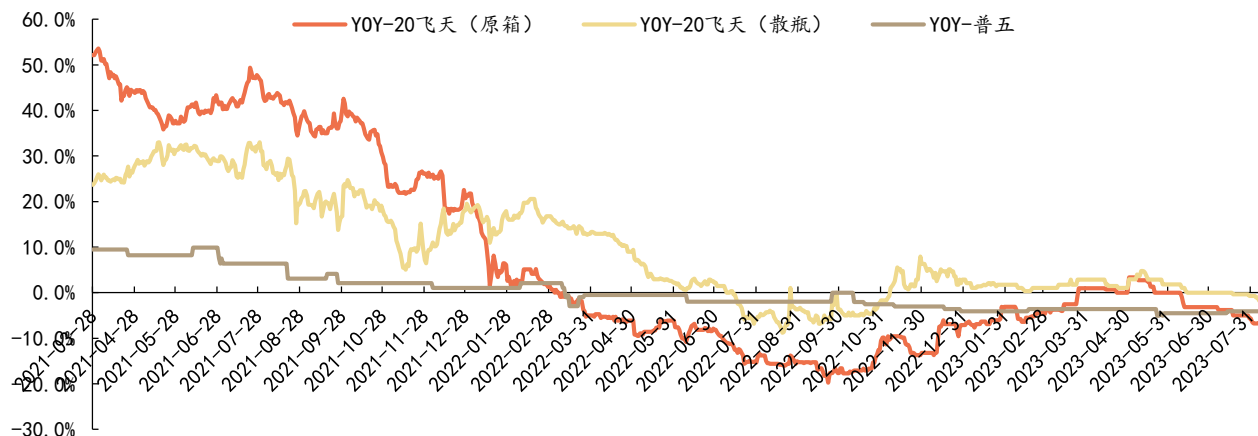
散瓶茅台价格回升，高端酒整体价格略降。20 飞天原箱价 3030 元，同比去年-6.5%，较上周不变；散瓶飞天价 2860 元，同比去年-1.4%，较上周上涨 20 元。普五批价 940 元，同比去年-4.1%，较上周无变化。（数据截止日均为 8 月 12 日）

图19：白酒批价情况



资料来源：iFind，申港证券研究所

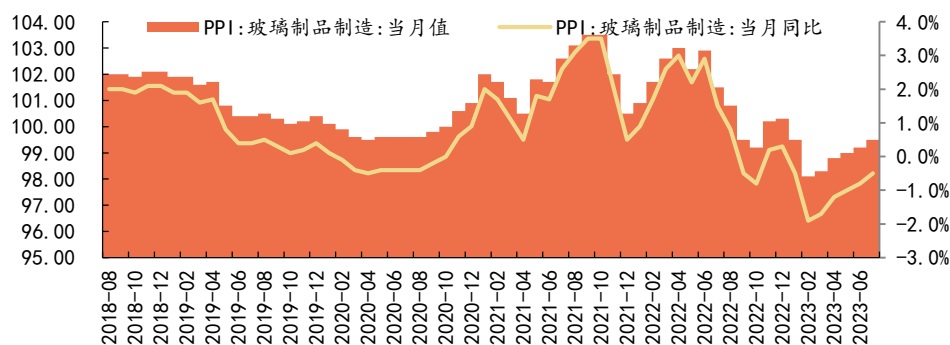
图20：白酒批价同比增速



资料来源：iFind，申港证券研究所

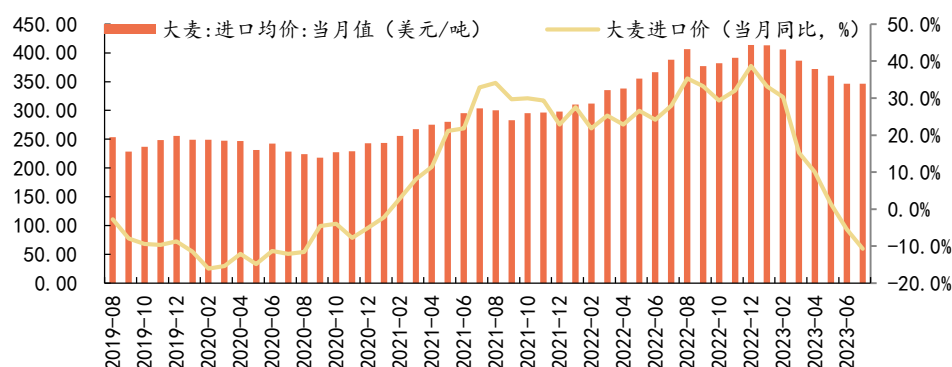
2023 年 7 月，PPI 玻璃制造指数同比减少-0.5%。2023 年 7 月，大麦进口均价为 346.67 美元/吨，同比减少-10.7%。（截至 2023 年 8 月 11 日）

图21：玻璃价格情况



资料来源：iFind，申港证券研究所

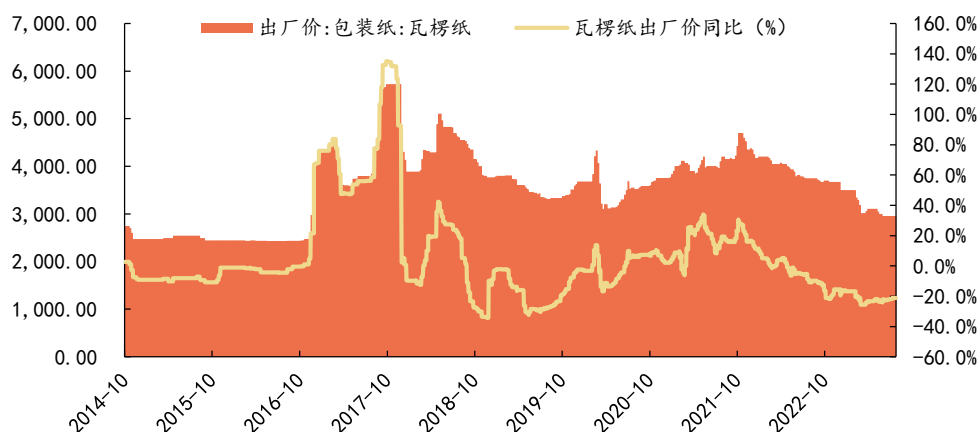
图22：大麦进口价格情况



资料来源：iFind，申港证券研究所

本周瓦楞纸出厂价为 2950 元/吨，同比降低 21.2%。上周瓦楞纸出厂价为 2950 元/吨，较上周无变化。（数据截至 2023 年 8 月 11 日）

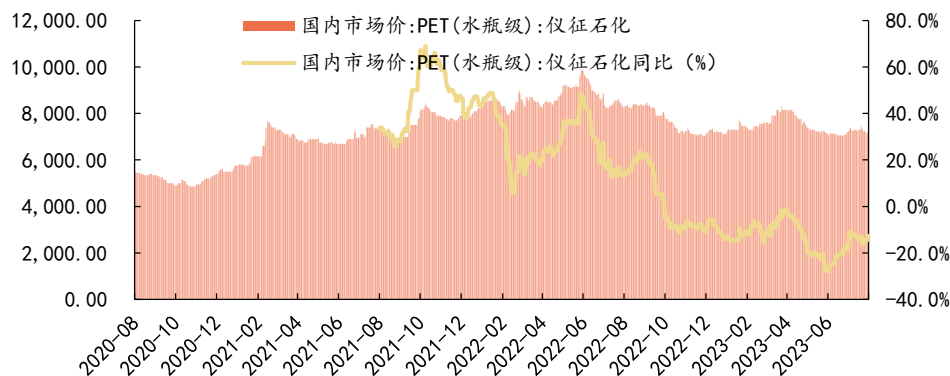
图23：瓦楞纸价格情况（元/吨）



资料来源：iFind，申港证券研究所

本周 PET（水瓶级）：仪征石化国内市场价为 7200 元/吨，8 月 11 日当日同比下降 12.7%。自 2022 年中以来国内 PET 价格回落，至年底触底，23 年初小幅反弹后再次回落。（数据截至 2023 年 8 月 11 日）

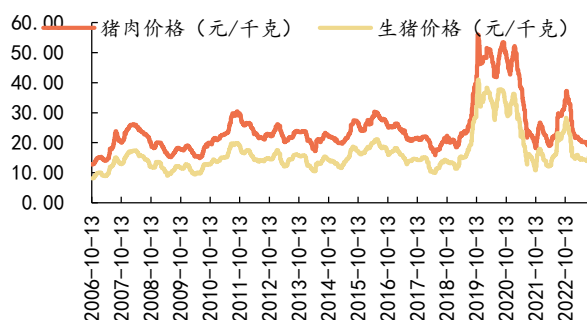
图24：水瓶PET价格情况（元/吨）



资料来源：iFind，申港证券研究所

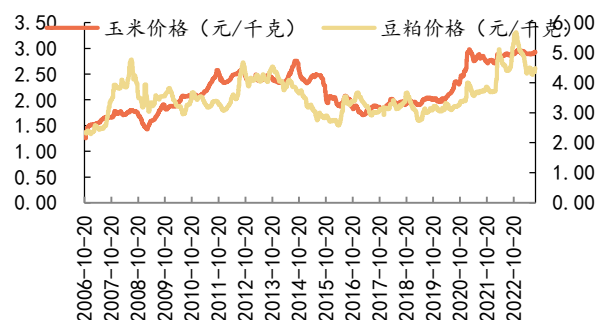
猪肉价格维持低位。截至2023年8月11日，猪肉价格为21.76元/千克，同比下降24.8%；生猪价格17.25元/千克，同比下降20.1%；玉米价格为2.93元/千克，同比增长2.1%；豆粕价格为4.48元/千克，同比增加1.4%。

图25：生猪及猪肉价格



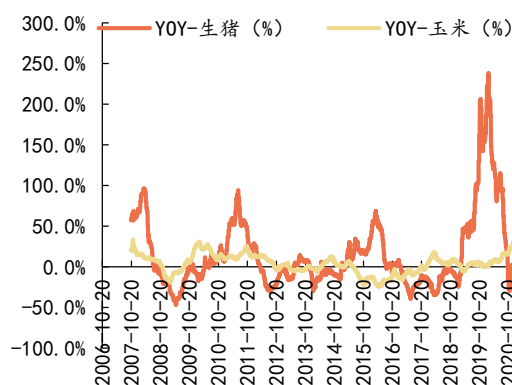
资料来源：iFind，申港证券研究所

图26：玉米及豆粕价格



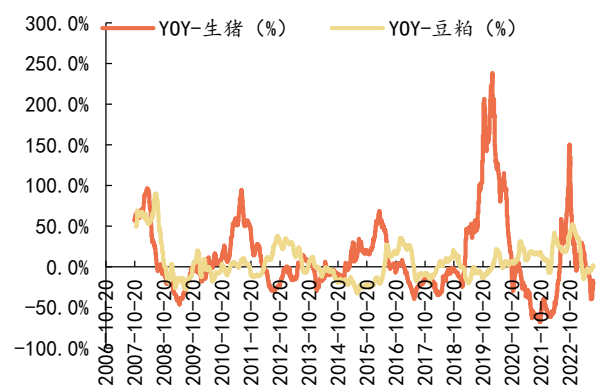
资料来源：iFind，申港证券研究所

图27：生猪与玉米价格增长率对比



资料来源：iFind，申港证券研究所

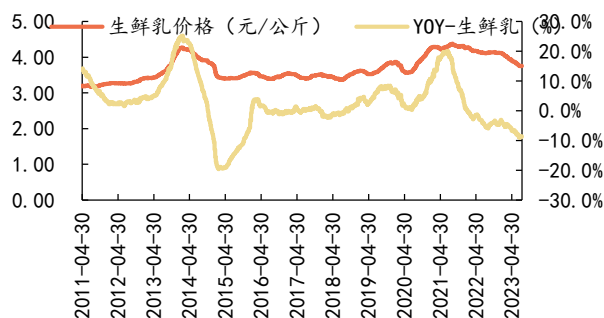
图28：生猪与豆粕价格增长率对比



资料来源：iFind，申港证券研究所

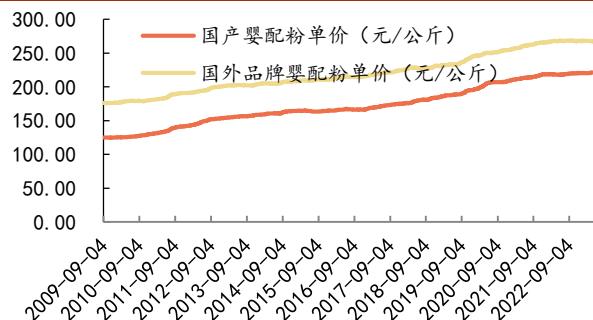
生鲜乳价格持续走低，截至2023年8月11日，生鲜乳价格为3.76元/公斤，同比下降8.5%；国产婴配粉单价为223元/公斤，国外品牌婴配粉单价为267.43元/公斤。

图29：生鲜乳价格情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

图30：婴配粉价格情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

### 3. 板块估值

截至最近1个交易日，食品饮料行业PE-TTM约30.5倍，以近5年为统计区间，估值处27.65分位数。当前行业内其他酒类、软饮料、零食等子行业估值的分位数较高，预加工食品、乳品、啤酒的分位数较低。

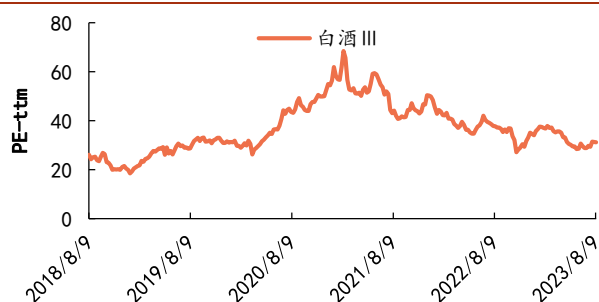
表2：食品饮料各版块估值情况

| 代码               | 行业名称            | PE-TTM       | PE分位数(%)     |
|------------------|-----------------|--------------|--------------|
| 851233.SL        | 其他酒类(申万)        | 49.06        | 76.21        |
| 851271.SL        | 软饮料(申万)         | 29.38        | 56.38        |
| 851281.SL        | 零食(申万)          | 29.92        | 54.57        |
| 851282.SL        | 烘焙食品(申万)        | 32.43        | 40.16        |
| 851251.SL        | 白酒III(申万)       | 30.76        | 33.58        |
| <b>801120.SL</b> | <b>食品饮料(申万)</b> | <b>30.50</b> | <b>27.65</b> |
| 851242.SL        | 调味发酵品III(申万)    | 38.63        | 14.65        |
| 851247.SL        | 保健品(申万)         | 22.14        | 12.10        |
| 851241.SL        | 肉制品(申万)         | 17.49        | 7.74         |
| 851232.SL        | 啤酒(申万)          | 35.75        | 4.36         |
| 851243.SL        | 乳品(申万)          | 23.40        | 2.55         |
| 851246.SL        | 预加工食品(申万)       | 29.15        | 1.65         |

资料来源：Iifind，申港证券研究所

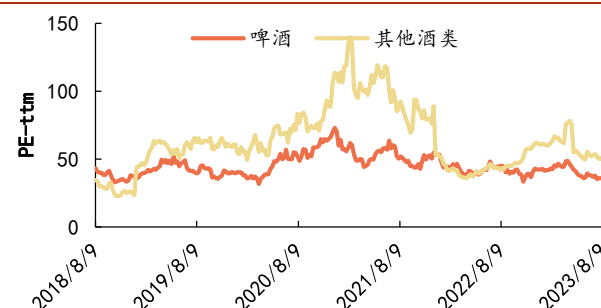
注：统计PE-TTM时已剔除利润为负的成分股。“其他食品”板块暂无成分股。

图31：白酒估值情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

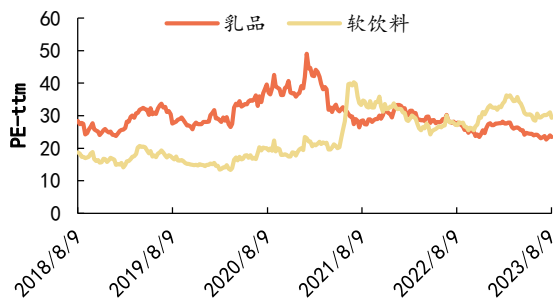
图32：非白酒估值情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

注：其他酒类在21年12月-22年1月PE大幅下滑，主要因为成分股百润股份的权重由67%下调至45%。

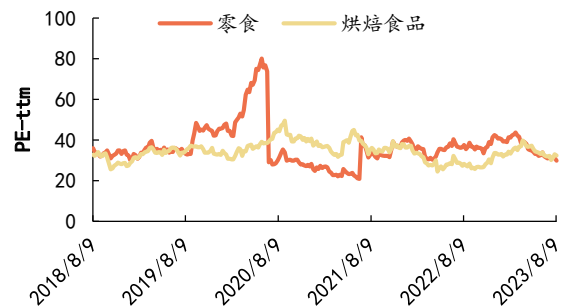
图33：饮料乳品估值情况



资料来源：Ifind，申港证券研究所

注：21年5-6月软饮料PE大幅增长，主要因为成分股东鹏饮料21Q1归母净利润大增123%，同时，东鹏在该指数权重由6月4日的10%提高至6月18日的20%。

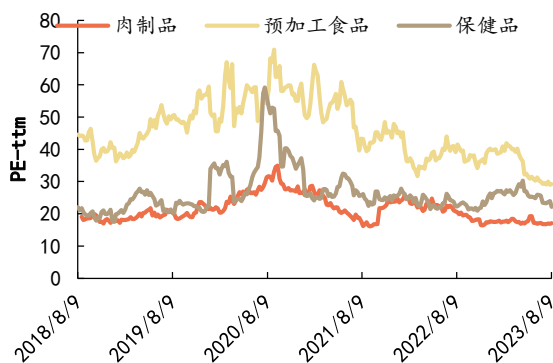
图34：休闲食品估值情况



资料来源：Ifind，申港证券研究所

注：零食PE在20年6-7月大幅下滑，主要因为成分股洽洽食品权重由44.6%下调至39.4%；零食PE在21年6-7月大幅提升，主要因为成分股盐津铺子权重由21.56%下调至15.26%

图35：食品加工工业估值情况



资料来源：Ifind，申港证券研究所

注：保健品PE在20年7月-8月大幅提升，主要因为成分股汤臣倍健权重由61.51%下调至47.80%；盐津铺子权重由22.71%上调至37.89%

图36：调味发酵品估值情况



资料来源：Ifind，申港证券研究所

## 4. 行业动态

### 贝因美：发布公司第四期员工持股计划管理办法

据公司8月12日发布的公告，公司第四期员工持股计划为：与公司及各子公司签订劳动合同的骨干员工为参与对象。参与总人数不超过1,000人，其中董事（不含独立董事）、高级管理人员为4人，具体参加人数根据员工实际缴款情况确定；持股计划股票来源为公司回购专用账户已回购的股份，股票规模不超过900万股，约占公司总股本比例0.83%。

### 三元股份：2022年年度权益分派实施公告

据公司8月4日发布的公告，三元股份2022年度权益分派方案为：以方案实施前的公司总股本1,518,450,426股为基数，每股派发现金红利0.008元（含税），共计派发现金红利12,147,603.41元，分派对象为全体股东。

### 贵州茅台：2023年半年度报告

据公司 8 月 3 日发布的公告，报告期公司实现营业收入 695.76 亿元，同比增长 20.76%；实现归属于上市公司股东的净利润 359.80 亿元，同比增长 20.76%；报告期完成茅台酒基酒产量 4.46 万吨，系列酒基酒产量 2.40 万吨；加快推进茅台酒“十四五”技改、3 万吨酱香系列酒技改、习水同民坝一期等项目建设。

#### **煌上煌：关于向 2023 年股票期权激励计划的激励对象首次授予股票期权的公告**

据公司 8 月 1 日发布的公告，2023 年股权激励计划授予条件已经成就，确定以 2023 年 7 月 31 日为授予日，向符合授予条件的 222 名激励对象首次授予 1,300.00 万份股票期权。

#### **酒鬼酒：2022 年度利润分配实施公告**

据公司 8 月 4 日发布的公告，2022 年度利润分配方案为：以公司现有股份总额 324,928,980 股为基数，每 10 股派发现金红利人民币 13.00 元（含税），分配总额固定，共分配利润 422,407,674.00 元。

#### **人事变动：安琪酵母股份有限公司副总经理辞职**

据公司 8 月 3 日发布的公告，副总经理杨子忠因工作变动原因辞去安琪酵母副总经理职务。

#### **古越龙山：2023 年半年度报告**

据公司 8 月 11 日发布的半年度报告，报告期内，公司实现营业收入 78,855.64 万元，比上年同期增加 0.52%，实现净利润 8,996.16 万元，比上年同期增加 0.09%；报告期内黄酒产业园（一期）工程一期建设用地约 416 亩全部到位，已完成生产区域 16 个建筑单体建设，其中南区 11.6 万平方米完成竣工初验，主要酿酒设备安装就位，公用配套设施基本建成。

#### **莲花健康：莲花健康 2023 年股票期权与限制性股票激励计划考核管理办法**

据公司 8 月 11 日公告，业绩考核公司层面业绩考核和个人层面业绩考核，分别分为股票期权业绩考核和限制性股票业绩考核；考核对象包括公司董事、高级管理人员，中层管理人员以及公司（含子公司）其他核心骨干员工，不包括公司独立董事和监事。

#### **克明食品：2023 年 7 月生猪销售简报**

据公司 8 月 9 日公告，其控股子公司兴疆牧歌 2023 年 7 月份销售生猪 4.18 万头，销量环比增长 61.58%，同比增长 6.48%；销售收入 6,201.96 万元，销售收入环比增长 59.60%，同比下降 6.29%。2023 年 1-7 月，兴疆牧歌累计销售生猪 30.77 万头，较去年同期增长 42.04%；累计销售收入 39,492.10 万元，较去年同期增长 33.03%。

#### **一鸣食品：2023 年半年度报告**

据公司 8 月 10 日公告，截至 2023 年 6 月底，公司实现营业收入 126,463.47 万元，

较上年同期增长 8.68%，净利润 2,513.79 万元，扣非净利润 2,241.74 万元；在营门店总数 1996 家，其中加盟店 1374 家，同期净增了 100 家；直营店 622 家。总体已签约待开业门店 73 家。

#### 李子园：2023 年半年度业绩快报公告

据公司 8 月 5 日发布的公告，报告期内，公司业绩较上年同期上升：2023 年半年度公司实现营业收入 70,096.38 万元，同比增长 0.06%；实现归属于上市公司股东的净利润 13,453.55 万元，同比增长 30.56%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 13,002.56 万元，同比增长 55.97%。

#### 西部牧业：关于公司自产生鲜乳销售情况的公告

据公司 8 月 8 日发布的公告，23 年 7 月，西部牧业实现自产生鲜乳生产量 3256.17 吨，环比-4.55%，同比 8.19%。

#### 仲景食品：2023 年半年度报告

据公司 8 月 8 日发布的公告，报告期内，公司实现营业收入 45,981.07 万元，同比增长 10.37%，归属于上市公司股东的净利润 8,955.38 万元，同比增长 41.84%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 8,379.49 万元，同比增长 113.54%。其中，销售增长和产品结构优化、央视广告投入减少对公司盈利产生积极影响。

#### 2023 年 3 月中国葡萄酒产量同比下降，增速同比提高

据国家统计局最新数据，2023 年 3 月我国规模以上工业企业葡萄酒产量同比下降了 5.9%，达 1.6 万千升，增速较 2022 年同期高 15.8 个百分点。

#### 宁夏预制菜产业发展推进会启幕

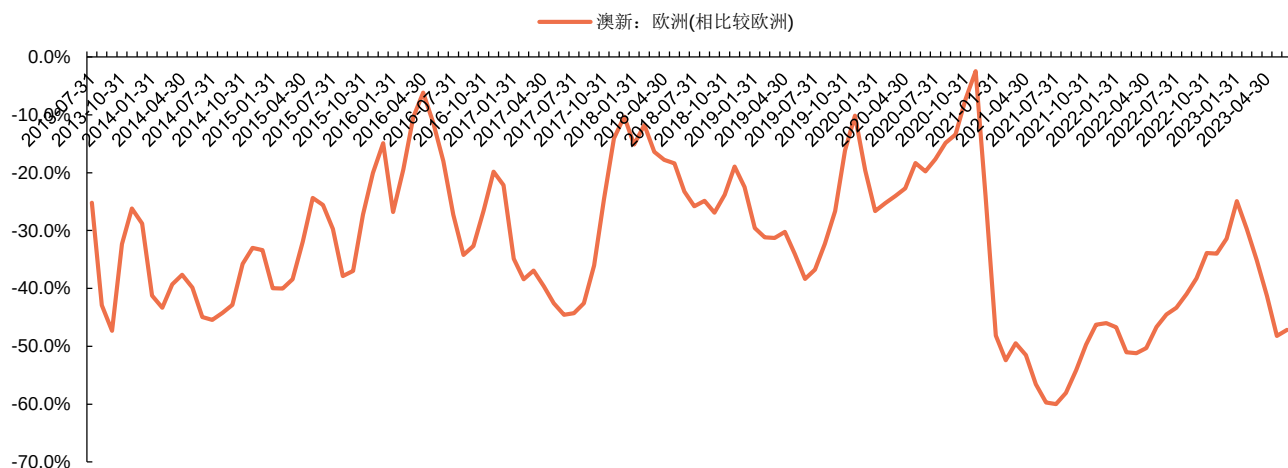
在 8 月 12 日至 14 日期间，宁夏预制菜产业发展推进会暨首届宁夏重点预制菜推介展销会在位于贺兰县的宁夏农旅产业园启幕。本次大会以“宁夏预制菜·知遇新期待”为主题，充分向全国展示宁夏预制菜产业发展成果，搭建交流合作和展示展销平台。展会上，150 余家预制菜、农产品、冷链物流企业携即烹肉制品、自热米饭（火锅）、米面制品、酱类制品进行展示展销。

## 5. 每周一谈：澳麦放开将利好啤酒行业的成本回落

近日，中国宣布放开对澳麦进口的双反税率。我们判断澳麦的放开将向麦芽-啤酒产业链释放利润，主要因为澳麦较其他大麦具有显著优势。

**澳麦的运费较低。**世界主要大麦产区包括俄罗斯、乌克兰、法国、澳大利亚、加拿大、阿根廷等国家。其中，欧洲、南美多数国家至中国的海运航程长于澳新航线，澳新航线运价与欧洲航线对比也具有显著优势。

图37：澳新航线运价较欧洲航线具有显著优势

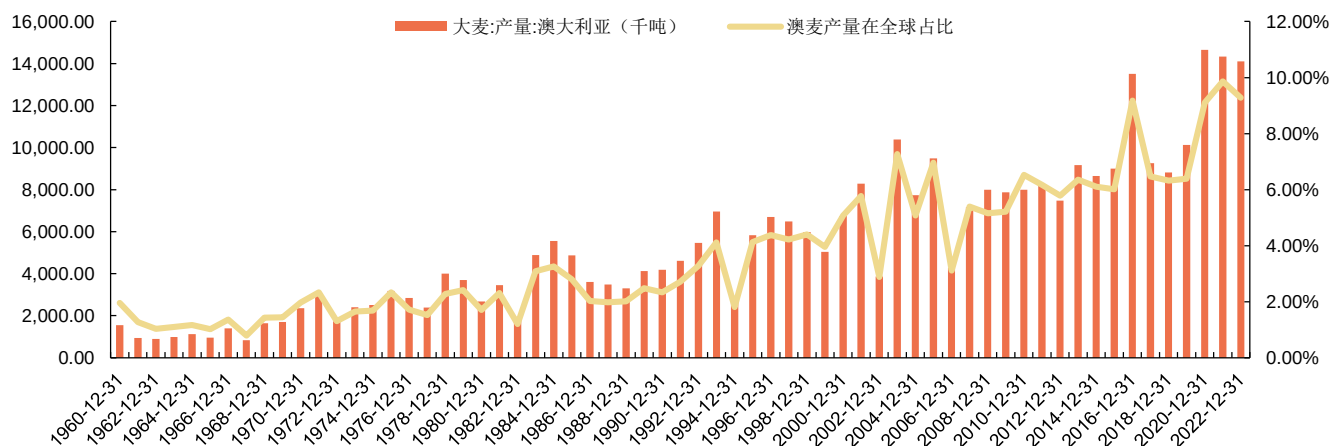


资料来源: iFind, 上海航运交易所, 申港证券研究所

澳麦产量高、出口量大、品质优，不仅是世界重要啤麦产区，更一度占据中国大麦进口的半壁江山。

1.澳大利亚是全球排名前列的大麦产区，近年来其产量在全球的占比更是有所走高。截至 22 年，澳麦在全球大麦产量的占比已经达到 9.28%。

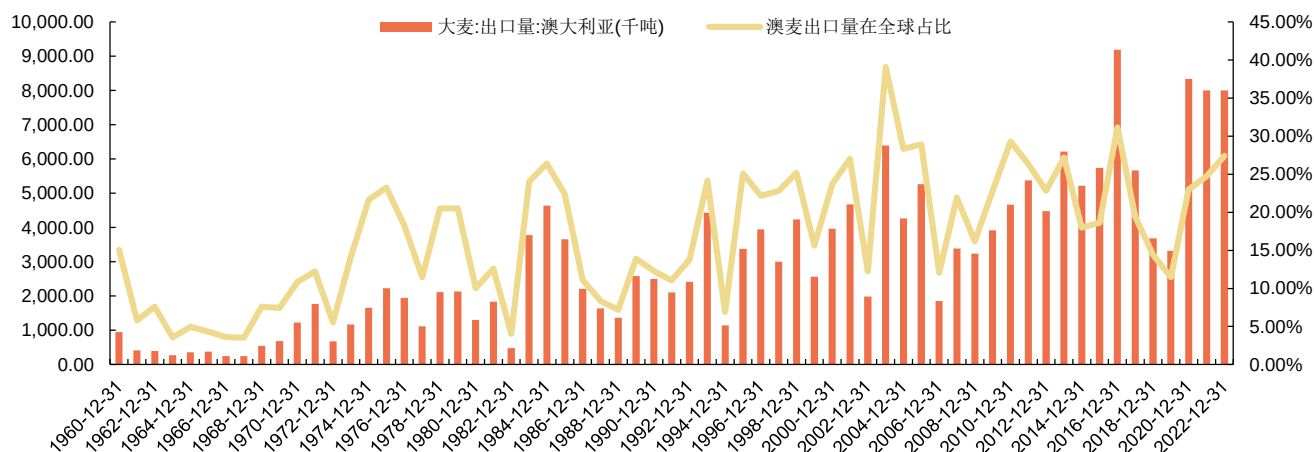
图38: 澳麦产量和全球占比均有所提升



资料来源: iFind, 申港证券研究所

2.相较产量占比，澳麦的出口量占比更高。截至 22 年，澳麦在全球大麦出口量的占比已经高达 27.43%。澳大利亚用全球 9% 左右的大麦产量，贡献出高达 27% 左右的大麦出口，一方面是源于澳洲人口较少，国内市场需求量优先；另一方面更是源于澳麦优秀的质量获得全球认可。

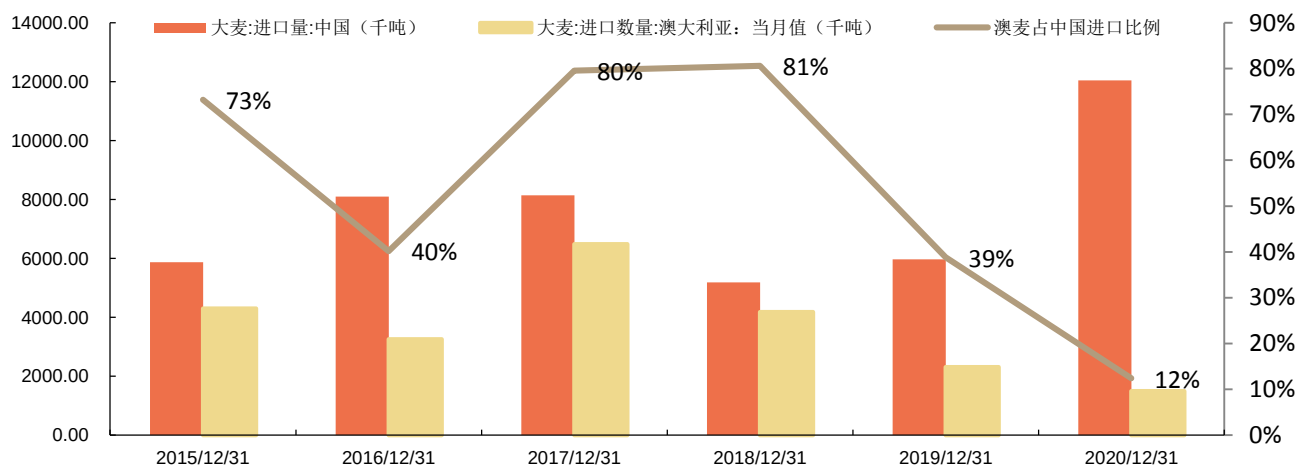
图39: 澳麦出口量在全球占据较大份额



资料来源: iFind, 美国农业部, 申港证券研究所

**3. 相较澳麦在全球大麦市场的出口量来说, 中国在历史上对澳麦的需求度更高。**  
在 2020 年以前, 澳麦基本占据了我国大麦进口量的半壁江山, 部分年份甚至在我国大麦占比超过 80%。

图40: 澳麦一度占据中国大麦进口的半壁江山



资料来源: iFind, 美国农业部, 汇易网, 申港证券研究所

如上所述, 由于澳麦具有显著优势, 且此前受到双反政策限制, 在 20 年之后淡出了中国的大麦市场。本次澳麦放开, 我们认为将显著利好国内大麦进口价格的回落, 进而利好下游的麦芽制造、啤酒加工产业链。

在麦芽-啤酒产业链, 涉及的获益上市公司包括麦芽环节的永顺泰, 啤酒环节的国内主要啤酒集团等。其中, 我们判断啤酒酿造是获益较多的环节, 而麦芽生产或分得的利益较少。我们得出该判断的理由是:

1. 尽管上游大麦成本预期将会回落, 向整个中下游释放利润, 但是利润在下游的分配主要通过下游各环节之间的谈判博弈形成。
2. 当前澳麦放开, 成本回落为全市场公开消息, 因此啤酒公司在与麦芽公司谈判过程中, 很可能会充分利用该信息压价。
3. 由于南半球的气候特征, 澳麦一般在 11 月份成熟, 而 12 月份是国内啤酒集团与

麦芽公司开展招投标工作、签订次年麦芽供给量价长协的时间。因此，啤酒公司有充分的机会了解市场信息。

4.我们认为利益的分配往往倾向于博弈中强势的一方，而我们判断啤酒公司的话语权通常明显强于麦芽公司，理由是啤酒公司的毛利率显著高于麦芽公司。

#### 澳麦放开对啤酒行业的利润率提升有多少？

对 23 年来说，我们判断对啤酒集团的毛利率不会有显著性影响。理由是：1.啤酒集团在 22 年底基本已经签署了次年全年的长协，锁定了麦芽量价。2.本轮澳洲大麦在 11 月方才成熟，而上一轮的大麦按照行业惯例，一般也都签署了相应的长协，匹配了买方，所以预计不会有很大的量可以供给中国。3.即使有一部分澳麦的供给可以提供给中国市场，也需要与船公司协调船期、安排海运等，随后又要安排海关通关、海陆联运等，我们预计上述流程也需要 1-2 个月。4.大麦即使按照最高效率运抵麦芽企业，麦芽企业也需要协调自身的大麦、麦芽库存，安排生产，而麦芽的生产流程我们预计又需要 1-2 个月的时间。综上所述，即使按照最高效率安排，本轮放开的大麦也很难在 23 年形成对啤酒集团的有效麦芽供给，进而无法对啤酒环节的毛利率形成显著影响。

对 24 年来说，我们判断受益于澳麦放开，啤酒环节的毛利率或将提升超过 1pct。我们判断的过程如下：

**1.预测 23 年末大麦进口价回落 10-15%。**结合前文重点指标跟踪部分对大麦价格的跟踪，我们判断大麦进口价格本就处于高位回落的阶段，再叠加澳麦放开的利好，我们预测 23 年末大麦进口价将同比回落 10-15%。

**2.预测麦芽长协价同比降 15%。**麦芽长协签订时间一般在 12 月，在签订时会综合考虑当时的大麦价格、次年全年的大麦价格预期等因素。考虑到 22、23 年连续两年麦芽价格上涨较多，而我们大麦价格在 23 年已经处于回落阶段（如前文数据跟踪所示），且我们预测 24 年大麦进口价同比继续回落，所以我们预测麦芽的长协价的回落幅度会等于或高于 23 年底的大麦进口价，据此预测麦芽长协价格回落 15%。

**3.预测麦芽在啤酒收入的占比，并据此预测麦芽对毛利率提升的贡献在 1pct-1.8pct 之间。**参考主要啤酒公司近年来的水平，啤酒行业的毛利率一般在 40%左右，即成本在营收的占比约 60%。而成本中，直接材料是最主要的部分，其中包材占比偏多，原材料占比略低，大麦是原材料中最主要的成本项。我们预计大麦在营收的占比约为 10%-12%。因此，以麦芽长协价回落幅度（10%-15%）乘以大麦在营收的占比（10%-12%），定量测算出毛利率的提升水平约在 1pct-1.8pct 之间。

## 6. 风险提示

宏观经济形式变化，食品质量及食品安全风险、市场竞争加剧、原材料价格变动等。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

|    |                                       |
|----|---------------------------------------|
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上       |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上       |

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

|    |                                       |
|----|---------------------------------------|
| 买入 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上      |
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间   |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上       |