



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

乘风起势，奋楫笃行

——2023年食品饮料行业策略报告

分析师：刘略天（执业证书号：S0010522100001）

分析师：陈姝（执业证书号：S0010522080001）

分析师：杨苑（执业证书号：S0010522070004）

2022年12月13日

华安证券研究所



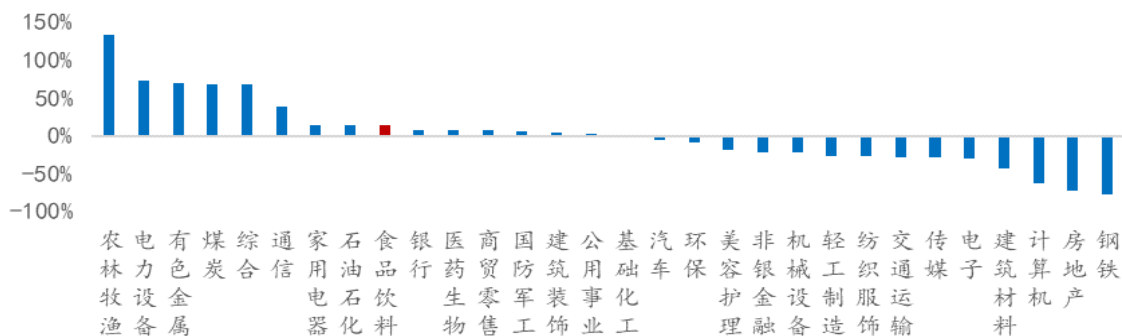
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

行情回顾：基本面仍然具备韧性，悲观预期下带动估值回落

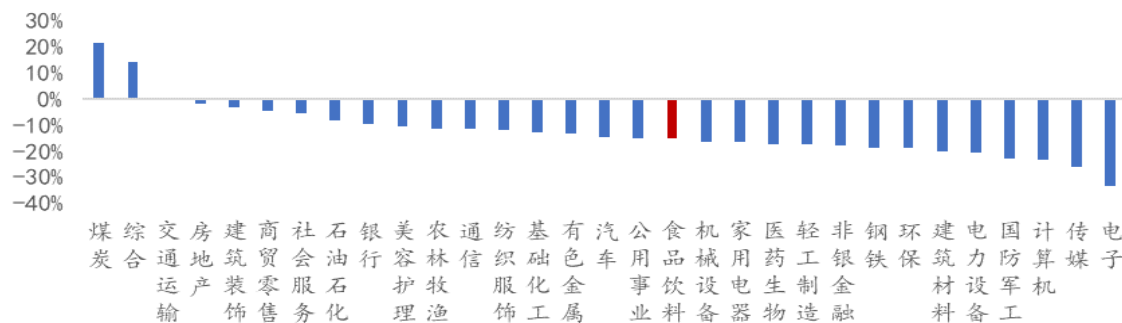
- 截至2022年12月9日，食品饮料板块整体下跌15.6%，在申万31个子行业中排名第18，跑赢沪深300指数3个百分点左右。
- 截至22Q3，食品饮料板块整体归母净利润增速13.2%，在申万31个子行业中排名第9。
- 当前食品饮料板块Pettm为34.4x，位于近五年来历史估值1/2处，今年以来食品饮料板块最低估值27x，不足历史分位数10%处。

截至22Q3各板块归母净利润增速



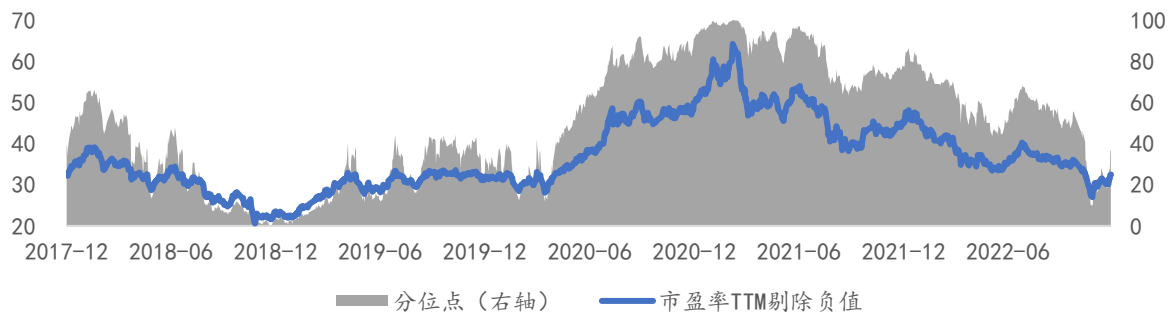
资料来源：Wind，华安证券研究所

年初至今各板块走势



资料来源：Wind，华安证券研究所

最近五年食品饮料板块估值走势 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

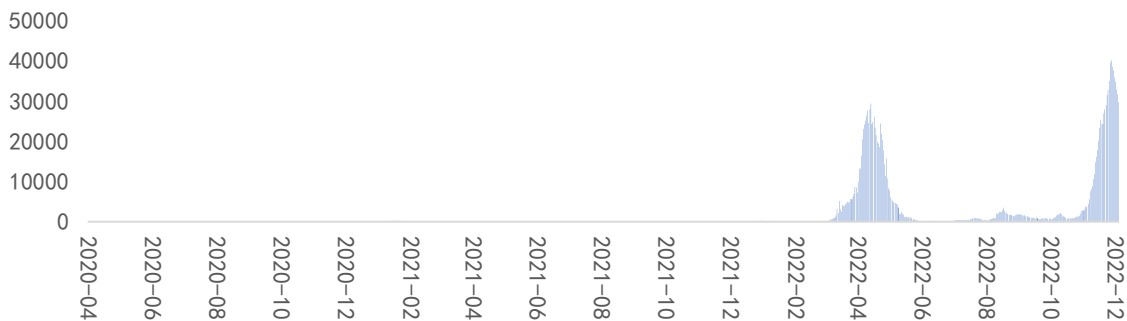


需求侧：新冠疫情主导下的消费（场景、意愿、能力）承压

需求侧：

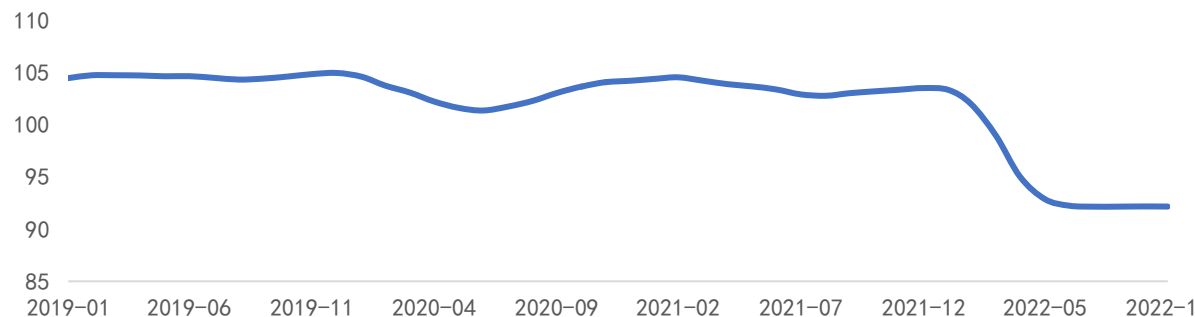
- 伴随3月中旬新冠疫情集中爆发，引发消费场景快速收缩，社零增速自2月高点（6.70%）快速回落至负区间；
- 伴随防疫措施持续收紧，消费信心受损后并未回升，而是延续了低位徘徊，社零增速仅在8月恢复至合理水平（同比低基数），Q4由于疫情集中爆发，社零增速再次由负转正。

全国新冠确诊+无症状感染者人数



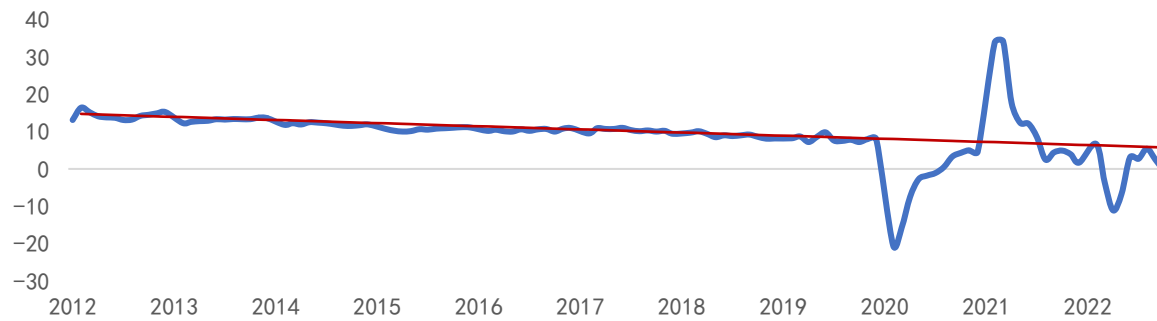
资料来源：Wind，华安证券研究所

中国消费者信心指数（季调；%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

社零单月同比增速（%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

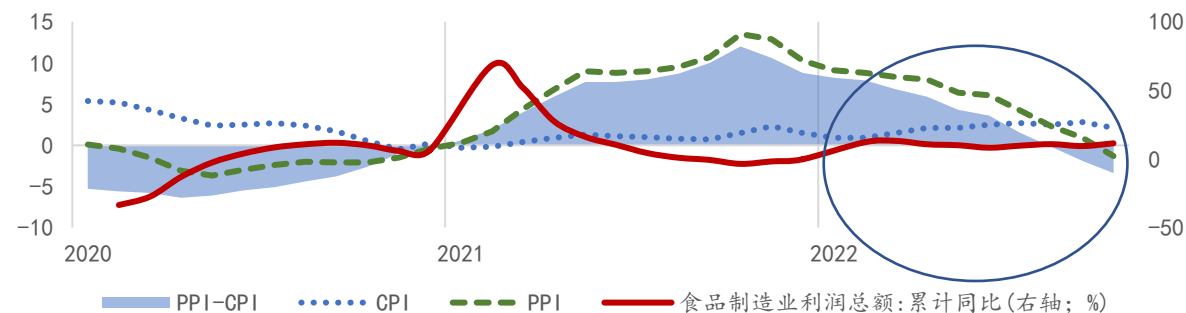


供给端：原材料成本压力并未显著改善

供给端：

- 今年以来受地缘冲突和全球通胀影响，部分大宗成本压力较大。油脂、棕榈油、石油等原材料年中同比涨幅最高达到70%以上，对复合调味品、烘焙品及运输能源成本造成一定压力。
- PPI-CPI剪刀差于8月转负，食品制造业利润增速企稳，未来部分原材料有望价格下行，带动大众品利润弹性释放。

PPI-CPI剪刀差与食品制造业利润同比



资料来源：Wind，华安证券研究所

大众品原材料单月同比走势

同比	啤酒	调味品						乳制品		烘焙			包材				能源
时间	大麦	黄豆	食盐	白砂糖	油脂	辣椒	花椒	生鲜乳	大包粉	棕榈油	白砂糖	面粉	铝	玻璃	瓦楞纸	塑料	石油
2022-12			3.0%	-0.7%	24.2%					-13.5%	-0.7%	33.9%				-5.2%	12.0%
2022-11		3.7%	3.5%	-0.9%	22.4%	8.7%	-3.6%	-3.9%	-15.6%	-17.2%	-0.9%	38.4%	-2.0%	-25.6%	-29.9%	-7.7%	12.5%
2022-10	29.1%	7.2%	4.1%	1.5%	19.1%	10.6%	-2.6%	-3.9%	-7.4%	-20.4%	1.5%	38.3%	-17.4%	-37.7%	-25.4%	-1.4%	11.5%
2022-09	34.2%	11.1%	4.4%	1.8%	25.4%	9.1%	-2.6%	-4.6%	-1.7%	-11.1%	1.8%	30.5%	-17.6%	-45.4%	-19.5%	23.8%	20.5%
2022-08	35.1%	12.6%	4.5%	2.5%	26.4%	9.2%	-4.9%	-5.6%	-2.6%	9.3%	2.5%	30.5%	-8.5%	-45.1%	-18.5%	22.7%	41.2%
2022-07	13.9%	12.3%	4.2%	3.8%	26.4%	6.3%	-4.7%	-4.5%	1.6%	7.2%	3.8%	30.3%	-5.3%	-42.0%	-14.2%	27.1%	50.1%
2022-06	23.3%	15.9%	4.2%	5.8%	32.3%	6.8%	-4.2%	-3.4%	2.8%	70.9%	5.8%	30.2%	7.0%	-36.4%	-11.3%	56.6%	69.2%
2022-05	26.5%	11.4%	3.7%	4.3%	40.0%	7.5%	-4.9%	-1.8%	-4.7%	72.0%	4.3%	30.8%	5.5%	-23.8%	-5.1%	48.7%	64.5%
2022-04	23.1%	7.0%	3.2%	6.1%	42.4%			-1.9%	6.8%	66.7%	6.1%	29.2%	20.8%	-12.3%	-3.4%	41.3%	61.2%
2022-03	25.7%	2.1%	2.2%	5.4%	53.5%	9.8%	-5.1%	-2.1%	10.7%	60.3%	5.4%	25.8%	30.2%	-0.6%	-10.1%	33.7%	80.9%
2022-02	21.8%	3.0%	1.6%	5.3%	70.1%	7.2%	-3.2%	-0.7%	24.8%	57.5%	5.3%	25.3%	40.3%	10.8%	-2.5%	43.4%	57.7%
2022-01	28.2%	4.8%	1.2%	6.2%	72.4%	5.7%	-2.7%	0.4%	18.9%	43.4%	6.2%	14.0%	39.3%	-7.7%	-0.1%	56.7%	59.3%

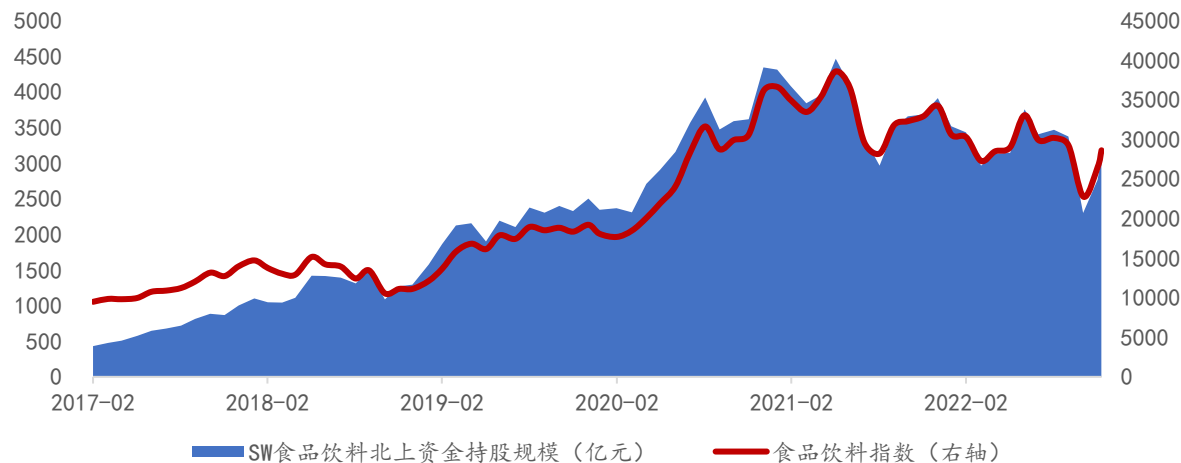
资料来源：Wind，华安证券研究所



北上资金：全年震荡小幅下行，白酒相对承压

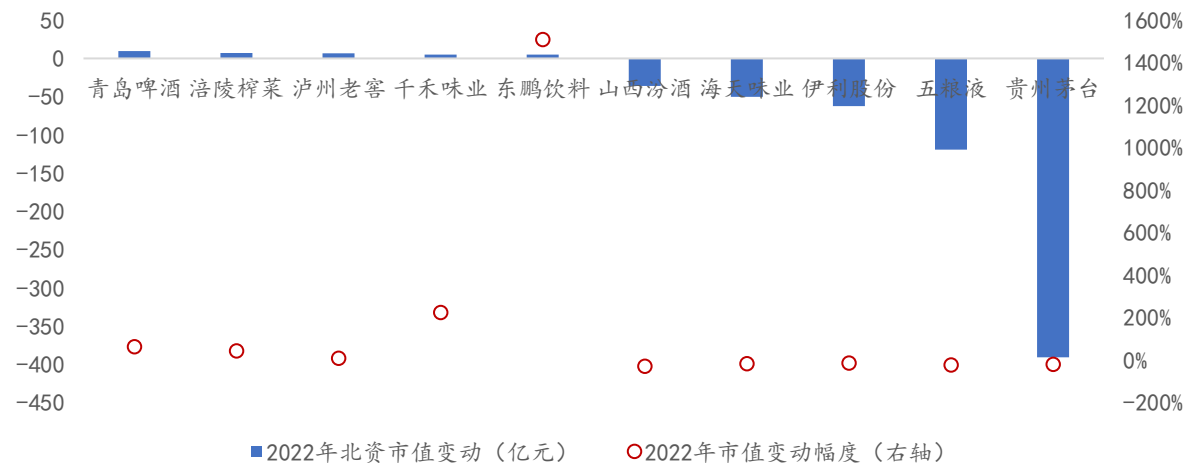
- 截至2022年12月9日，北上资金持有食品饮料板块市值3058亿元，同比去年底减少851亿元。10月以来外资表现引人关注，“疫情+地缘政治+联储加息+汇率压力”的宏观环境下，10月中旬北资加速离场；11月以来，疫情政策、汇率加息周期均有所好转，消费预期边际改善，北上资金开始回流，连续两个月净流入。
- 个股方面，北向资金持股市值增加前五名分别为青岛啤酒、涪陵榨菜、泸州老窖、千禾味业、东鹏饮料；减少前五名为贵州茅台、五粮液、伊利股份、海天味业、山西汾酒。其中东鹏饮料外资持股增长15倍，山西汾酒外资持股下跌近30%。

2017年以来北向资金流入食品饮料板块趋势明显



资料来源：Wind，华安证券研究所

2022年食品饮料板块北向资金持股市值变动TOP5（截至12月9日）



资料来源：Wind，华安证券研究所



投资观点：需求复苏与盈利能力提升

I. 把握复苏主线，从场景复苏到消费能力复苏

明年伴随疫情政策宽松、经济活动预期改善，食品饮料板块有望迎来复苏大行情。我们认为，空间维度上，需要坚定反弹幅度能够带来的绝对收益；时间维度上，需要把握复苏节奏上可能的预期差。

具体来看，消费反弹幅度由消费场景、消费意愿、消费能力综合决定，疫情三年三者均有较大幅度冲击，考虑到未来各因素均有反弹空间，因此消费整体复苏空间可期；从节奏上看，消费场景有望在政策支持下先行回暖，消费意愿在复苏预期企稳后，随着储蓄率下降而逐步提升，最后伴随经济增长回归常态化后，消费能力预计将得到提升。

II. 成本费用有望下行，利润弹性或可期

面对局部地缘政治冲击脱敏、全球通胀回落，未来大宗商品价格有望见顶回落，公司成本端压力有望缓解；从长期竞争格局角度来看，部分行业经历疫情考验后，尾部加速出清，头部企业集中度提升，费用率或伴随马太效应进一步改善。综合而言，未来食品饮料企业利润端弹性或得到进一步释放。

III. 推荐顺序

啤酒>高端白酒=餐饮产业链>区域酒龙头>次高端白酒>卤制品>休闲零食>乳制品>调味品；

节奏上优先确定性、基本面企稳反转后布局弹性



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

白酒板块

华安证券研究所



走势复盘：

白酒板块收益率走势VS沪深300收益率走势



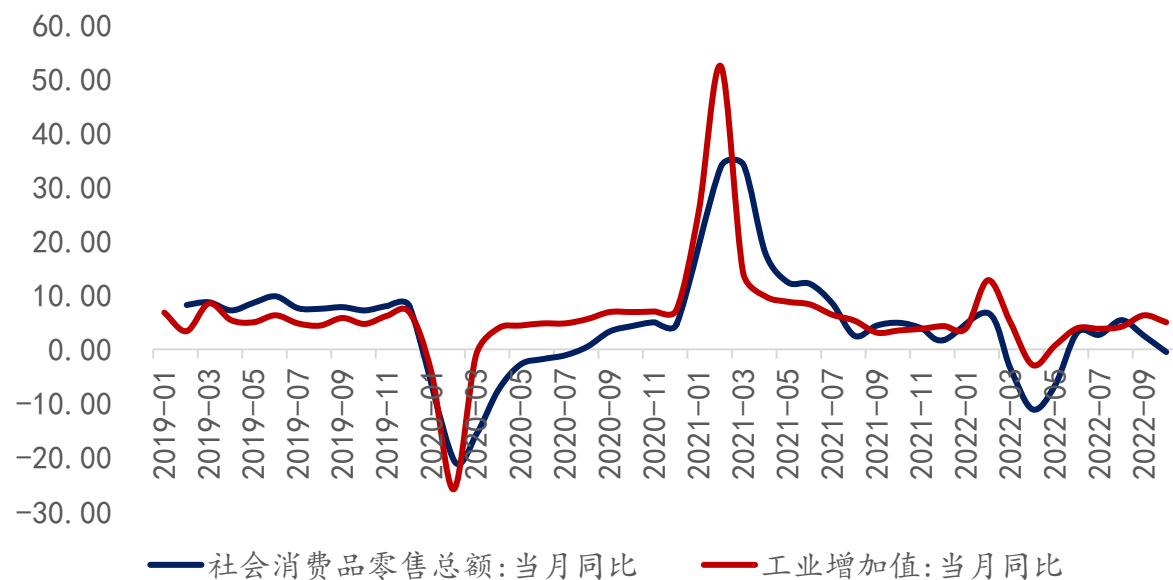
资料来源：Wind，华安证券研究所



白酒行业：经济弱复苏下边际改善、产业延续挤压式增长

- 2022年宏观经济整体呈现V型走势，疫情冲击后产业及消费数据爬出深坑，宏观影响下白酒行业边际改善势头不改。
- 白酒行业延续了16年之后的产能退坡，截至2022年10月白酒累计产量542.6万千升，累计同比下滑2.50%，行业规模继续呈现依靠价增的“挤压式增长”格局。供给端“缺好酒”的格局持续利好优质上市白酒企业。

工业增加值与社零增速 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

白酒行业月度产量增速 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

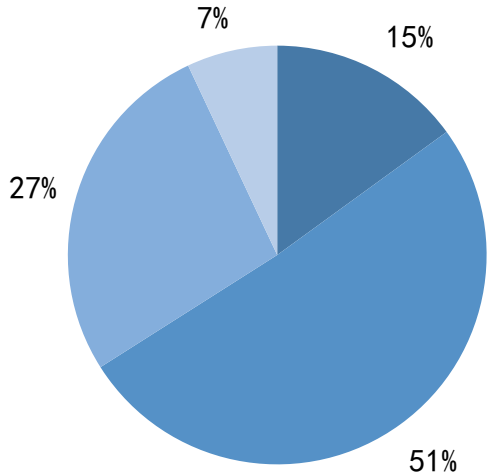


产品端：清香起势、大众加码、低度消费趋势渐显

- 当前，浓香型白酒依然处于绝对优势，酱香型白酒在火热之后回归理性，清香型白酒以汾酒为代表从终端开始产生“清香热”。
- 伴随次高端价位段完成从0到1导入、从1到10布局的成长期阶段，部分酒企开始积极布局或者着力加重100-300元价格段。
- 众多酒企纷纷布局低度白酒产品，预计伴随白酒消费年轻化和健康化，低度白酒市场将进一步扩大。

我国白酒各大香型竞争格局

■ 清香型占比 ■ 浓香型占比 ■ 酱香型占比 ■ 其他占比



资料来源：中国酒业协会，华安证券研究所

华东地区100-300元价格带强势地产酒占主导，市场竞争不饱和

100-300元价格带代表性产品

江苏	海之蓝、国缘对开、双沟珍宝坊、郎牌特曲
山东	茅台系列酒、海之蓝、老白汾、泸州老窖特曲、习酒金钻系列、国台国标
福建	茅台王子酒、泸州老窖特曲、国台国标酒、洋河海之蓝、习酒金钻、习酒银钻、福矛、双龙戏珠
江西	洋河蓝色经典系列、毛铺与四特雅韵、鸿韵
安徽	古5、古7、口子窖6年、口子窖10年、迎驾洞6、洞9

资料来源：酒说，华安证券研究所

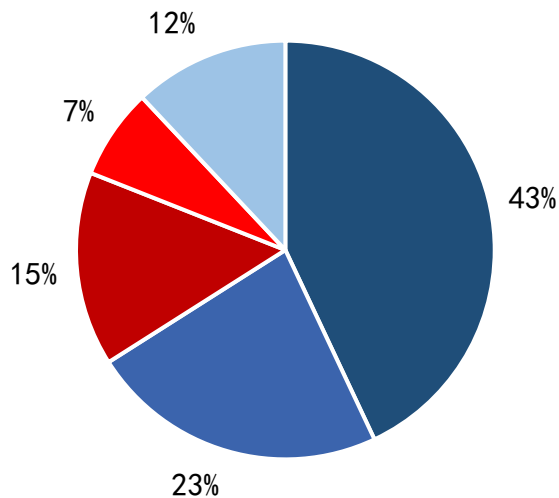


渠道端 I：团购份额迅速增长，宴席自饮加码布局

- 受疫情影响传统白酒消费场景的萎缩，团购渠道在渠道端的份额迅速提升，逐渐成为酒企赢得市场的重要方式。
- 近年宴席市场消费升级趋势明显，同步带动宴席酒水消费升级，今年疫情影响下宴席市场承压，多家酒企加强宴席费用投放，宴席市场竞争激烈；此外，自饮场景性价比逐步凸显，泸州老窖、山西汾酒等头部酒企纷纷前瞻布局50-100元光瓶酒大单品。

2022年主要白酒消费场景占比

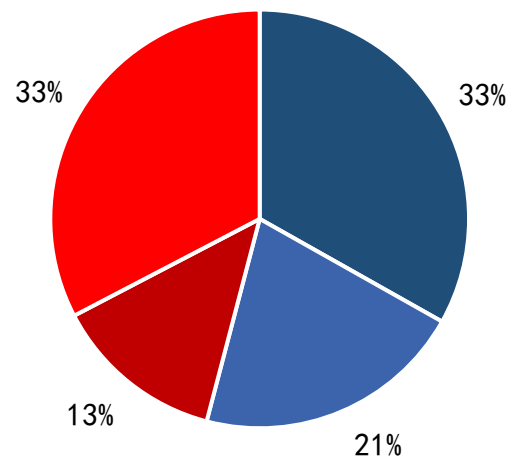
■ 聚会应酬 ■ 婚礼办酒 ■ 商务送礼 ■ 自饮 ■ 其他



资料来源：京东超市，华安证券研究所

中低端白酒消费占比超过30%

■ 0-300元 ■ 300-500元 ■ 500-800元 ■ 800元以上



资料来源：京东超市，华安证券研究所



渠道端II：数字化推进维系良性发展

- 贵州茅台、五粮液、洋河股份等多家酒企纷纷推出自己的线上营销平台，逐步拓宽营销渠道和消费群体。以“i茅台”为例，前三季度实现酒类不含税收入84.62亿元，贡献收入增长的同时，也加速推广了茅系品牌文化。
- 众多酒企开启数字化监控体系建设，数字化系统加持下，酒企渠道掌控力普遍增长，一方面有望强化对渠道库存及批价的有效监控，维护好厂商共赢关系；另一方面，厂方与消费者的触达方式更为直接，在营销终端消费氛围的同时，有望减少渠道费用投放截流问题，加速企业良性动销

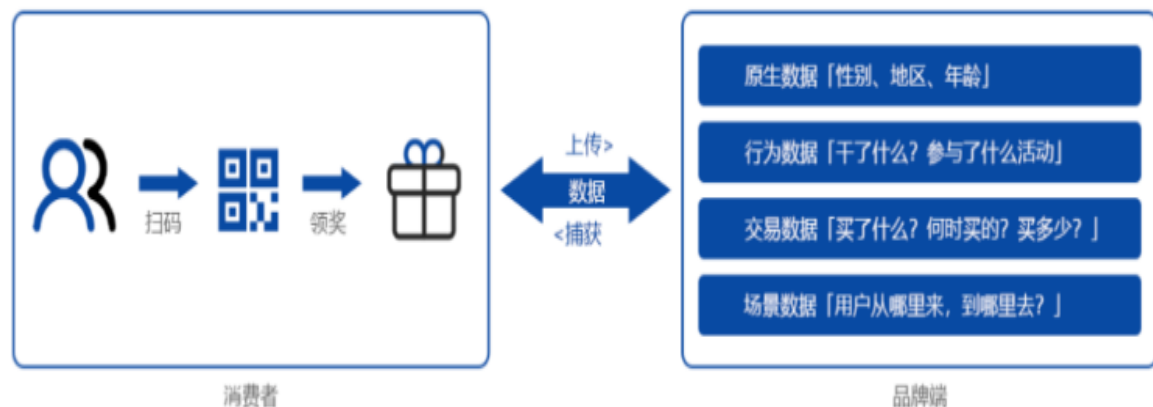
i茅台文化宣传展示



▲ i茅台APP文化版块

资料来源：i茅台，华安证券研究所

白酒数字化管理体系方案



资料来源：中国酒业协会，华安证券研究所



品牌端：多酒企加码老酒赛道，圈层营销成为常态

- 当前白酒行业进入“长期不缺酒，但长期缺好酒、更缺老酒”的时代。老酒市场复苏，极大丰富现有主流名优白酒的产品体系，改良了渠道结构，优化了企业布局，对于企业战略推进将起到积极的推动作用。近年来老酒规模增速稳定在25%以上。
- 创新/圈层营销成为常态，消费者意见领袖驱动逐步替代渠道大商驱动，体育、金融等圈层融合助力品牌营销升级加速成长。

中国老酒市场规模及增速



资料来源：胡润百富，华安证券研究所

2022年酒鬼酒内参系列圈层营销活动



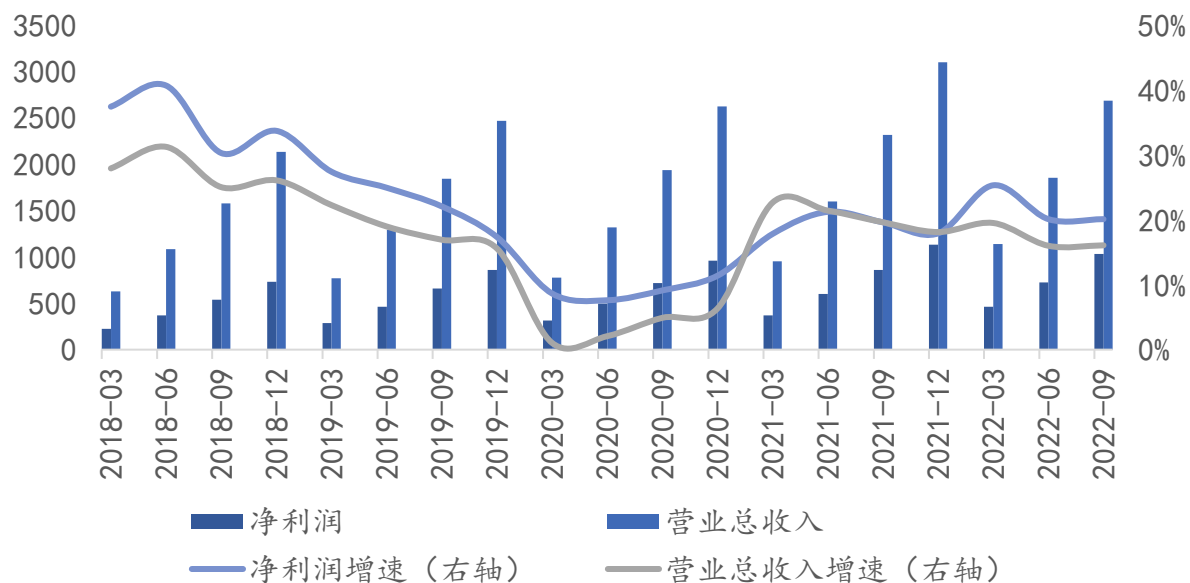
资料来源：公司公告，华安证券研究所



上市公司业绩韧性凸显、分化依旧

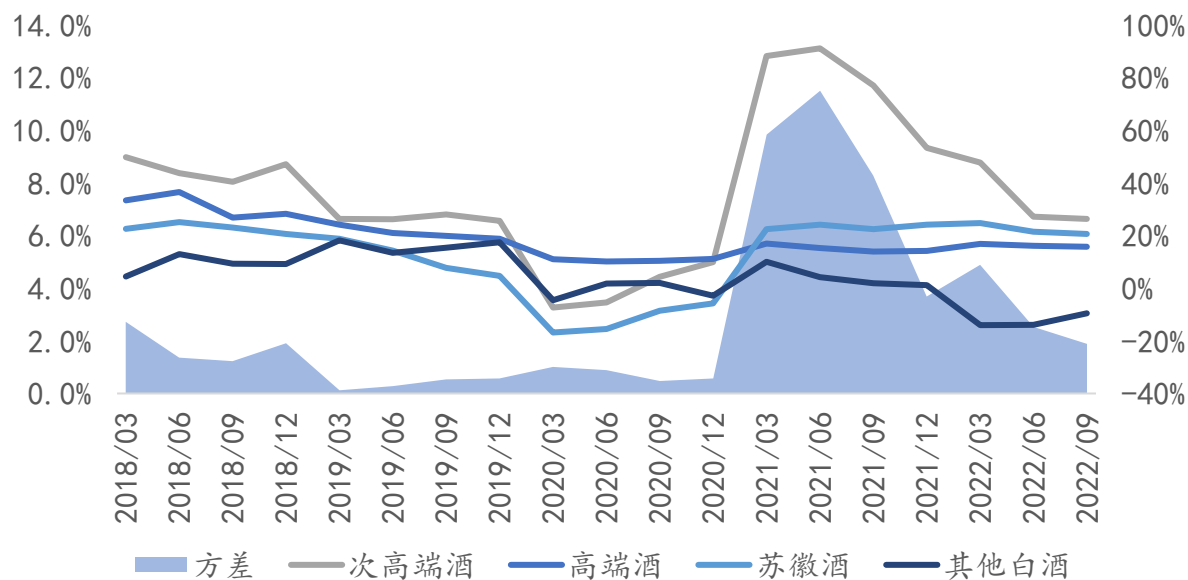
- 2022年白酒板块整体展现了较强的业绩韧性，尤其在二季度疫情强烈扰动下，利润端保持了20%+的高增速，价值属性凸显；
- 不同类型上市白酒企业分化依然严重，整体来看营收/净利润增速次高端>苏徽酒>高端酒>其他白酒，次高端全国化增速放缓、苏徽酒区域经济优势明显、高端白酒舵头定力不改、其他白酒受疫情扰动较大。从方差来看，营收端分化较利润端更为严重。

白酒板块累计营收/净利润同比维持20%左右增速（亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

不同酒企营收增速分化依然较大



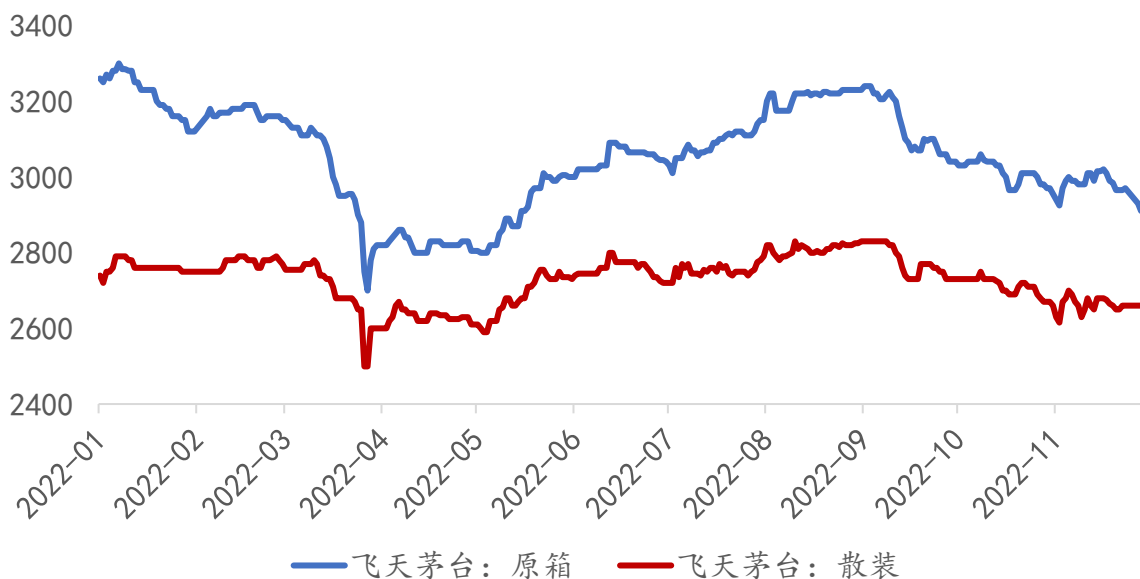
资料来源：Wind，华安证券研究所



高端酒：至暗时刻尽显确定性价值，千元价格带升级暂缓

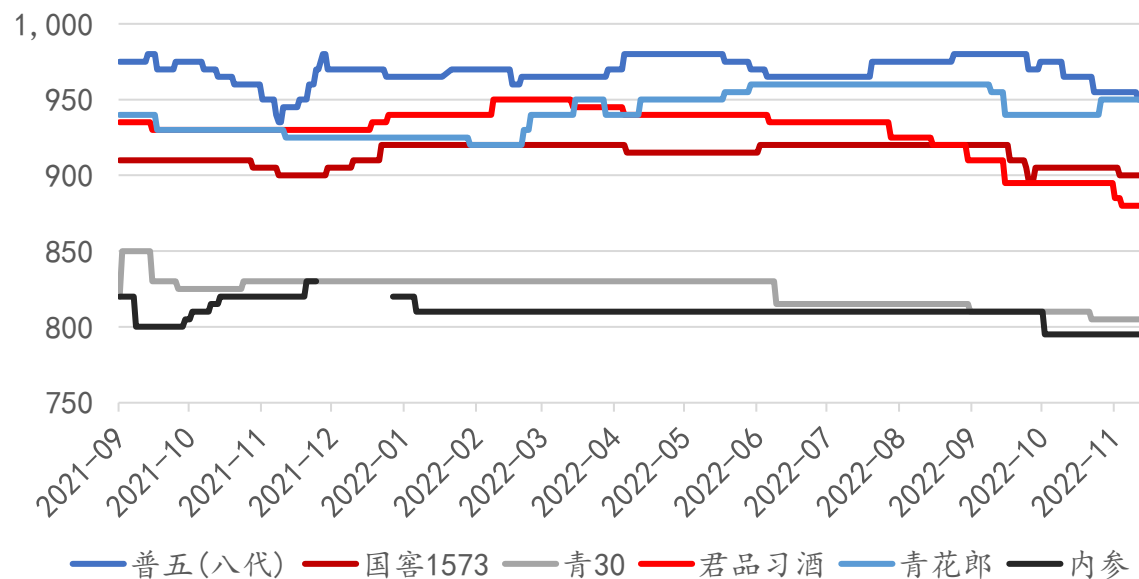
- 疫情冲击下，高端白酒凸显需求刚性优势，单Q2高端酒收入/利润维持双15%以上增长，稳定势头显著超越次高端和苏徽酒。
- 渠道保持健康通畅。以飞天茅台批价为例，今年呈现N字走势，仅春节/中秋节后有所回落，散/原始终保持在2500/2600以上。
- 经济+疫情双重压力下，高端消费升级节奏被打断，千元价格带在Q2后出现一定抛货压力，部分准千元大单品批价跌至800以下。

2022年飞天茅台批价走势（元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

千元价格带批价整体有所回落（元）



资料来源：Wind，华安证券研究所



次高端酒：报表端承压降速，后续弹性可期

- 业绩层面，Q2疫情叠加高基数压力下次高端整体承压，龙头代表山西汾酒单Q2仅录得营收/净利润增速（0.4%/-4.8%）。三季度次高端弹性优势凸显，报表端大幅改善，舍得、汾酒纷纷超预期。
- 渠道层面整体分化严重，汾酒全年健康灵活，部分次高端库存压力较大、全国化扩张进程放缓、大单品批价受扰动。

次高端白酒Q3弹性改善明显

单季度	净利润增速 (%)				营业收入增速 (%)			
公司名称	山西汾酒	舍得酒业	水井坊	酒鬼酒	山西汾酒	舍得酒业	水井坊	酒鬼酒
2020Q1	30.6	-71.1	-12.6	32.2	1.7	-42.0	-21.6	-9.7
2020Q2	13.3	51.1	-172.6	6.4	18.4	18.8	-90.1	12.9
2020Q3	57.4	23.3	33.1	419.0	25.2	18.4	18.9	56.4
2020Q4	122.0	32.5	22.7	39.3	33.1	16.6	19.3	28.5
2021Q1	76.8	889.3	119.7	178.9	77.0	154.2	70.2	190.4
2021Q2	224.9	211.5	52.0	174.0	73.2	119.3	691.5	96.8
2021Q3	49.3	55.9	56.3	43.4	47.8	64.8	38.9	128.7
2021Q4	-15.6	0.1	-13.4	7.8	-24.8	44.9	14.0	10.8
2022Q1	70.6	73.1	-13.5	94.5	43.6	83.3	14.1	86.0
2022Q2	-4.8	-29.8	116.9	-18.7	0.4	-16.3	10.4	5.3
2022Q3	55.7	53.0	10.0	21.1	32.5	30.9	7.0	2.5

资料来源：Wind，华安证券研究所

次高端白酒渠道批价/库存情况

► 山西汾酒

批价情况 复兴版青30/青20/玻汾批价分别为805/355/43元

库存情况 截至10月1-1.5M左右，整体良性

► 舍得酒业

批价情况 智慧/品味舍得批价分别为470/345元

库存情况 整体库存2M+

► 酒鬼酒

批价情况 内参维持800以下，紫坛345/红坛310

库存情况 渠道库存30%左右

► 水井坊

批价情况 典藏/井台/珍酿8号批价维持670-680/425-445/320元，新井台批价510元

库存情况 公司反馈库存1.5-2M，经销商和终端库存有压力，较去年更高，但整体依旧健康。

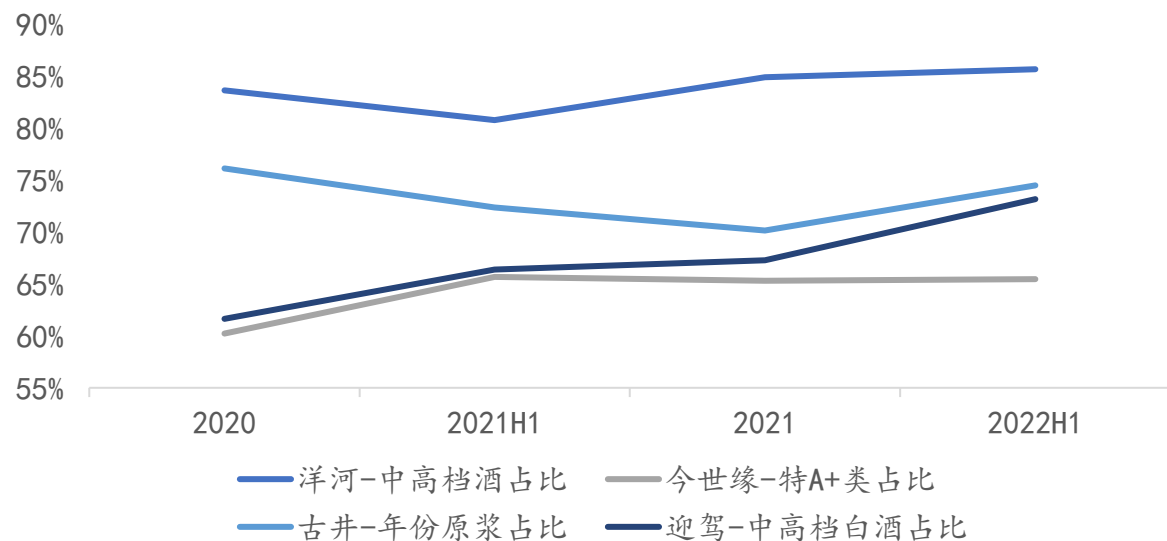
资料来源：今日酒价，华安证券研究所



区域酒：内外改革释放动力，苏皖龙头升级延续

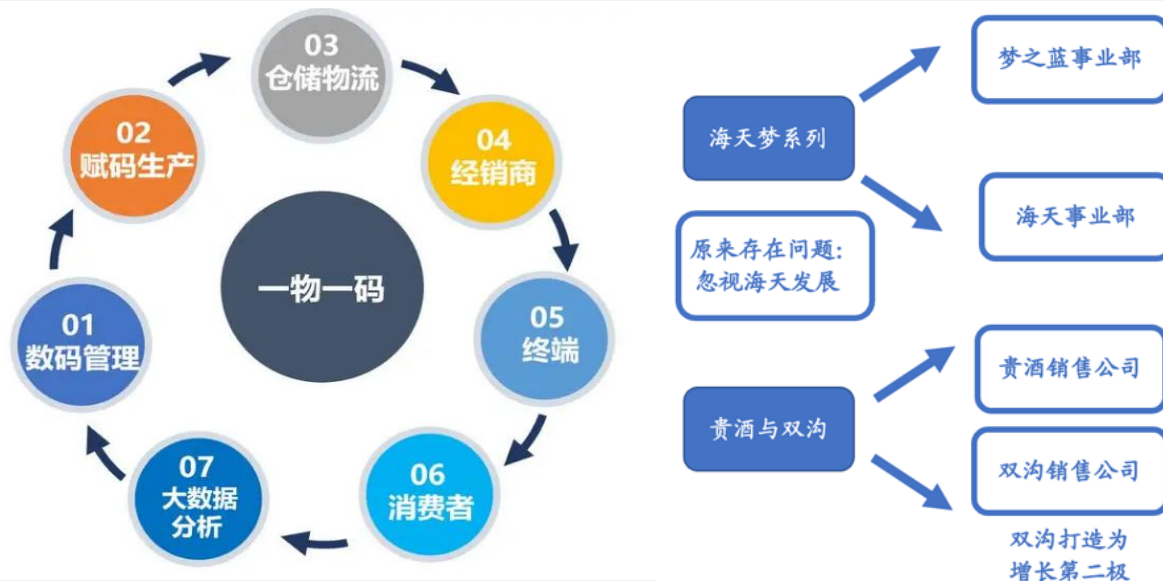
- 疫情管控成效相对凸出叠加苏、皖地区较强的经济活力，苏皖酒企产品结构升级延续：江苏省主流价格带已升至400+元，600+元价位带高速发展；安徽地区由120+元升至200+元价位带，合肥地区已升至300+元，有望引领全省升级。
- 龙头企业注重内部组织管理及外部渠道改革，洋河营销组织改革应对市场下沉深耕和精细化管理，古井数字化系统优化费效投放，古井费用优化路径依旧。

苏、皖酒企中高档产品占比持续提升



资料来源：Wind，华安证券研究所

古井数字化系统/洋河营销组织改革



资料来源：智慧零售与餐饮，华安证券研究所



估值层面：整体理性回归，长期价值已现

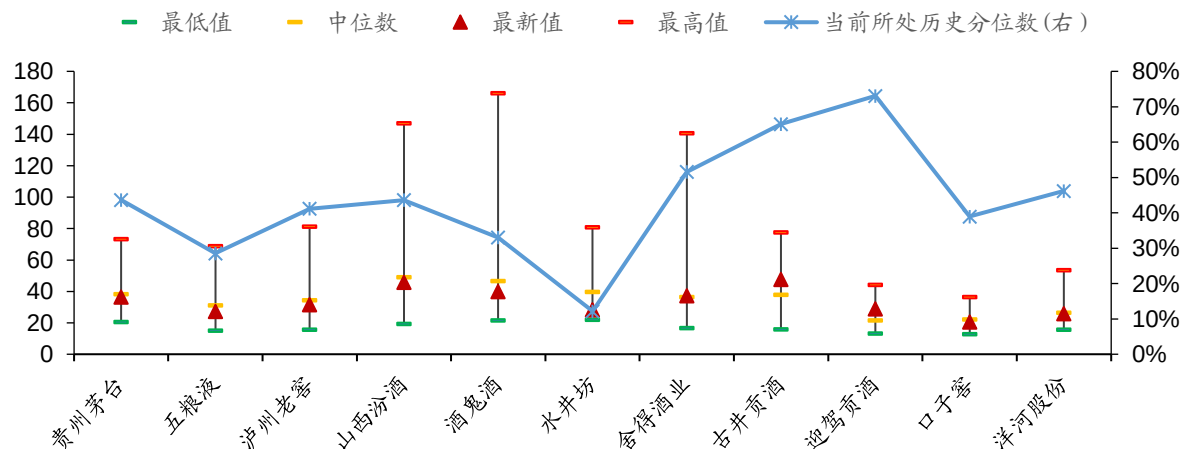
- 2020年以来，新冠疫情导致市场波动加大，风格更偏防守，投资者更偏好业绩确定性与成长性更强的白酒板块，带动估值相应走高，白酒板块估值由20年初30倍上涨至21年初60倍，其中贵州茅台、五粮液、泸州老窖PE(TTM)分别涨至73/68/81倍。随后伴随业绩中枢下行，估值水平逐步回归理性。截至2022年12月9日，白酒估值34.35倍，位于14年以来平均值水平，整体估值回归理性。
- 截至2022年12月9日，多数重点酒企估值分位数回归至近五年来50%以下，板块长期布局价值已现。在消费场景逐步放开的主线逻辑下，板块估值有望得到进一步提升。

白酒整体估值回归2014年以来平均水平



资料来源：Wind，华安证券研究所

最新个股估值及历史分位数表现



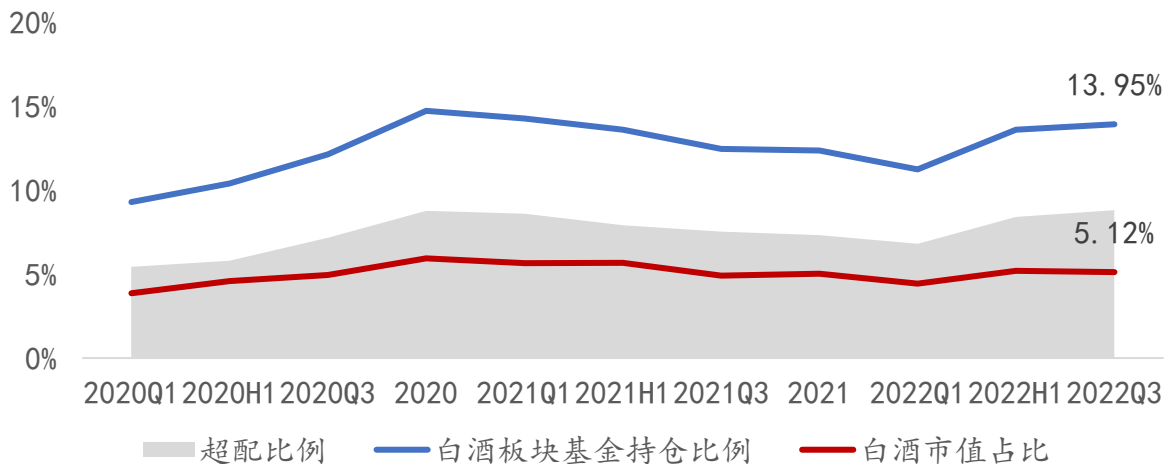
资料来源：Wind，华安证券研究所



基金持仓：超配趋势不变，龙头稳中有升

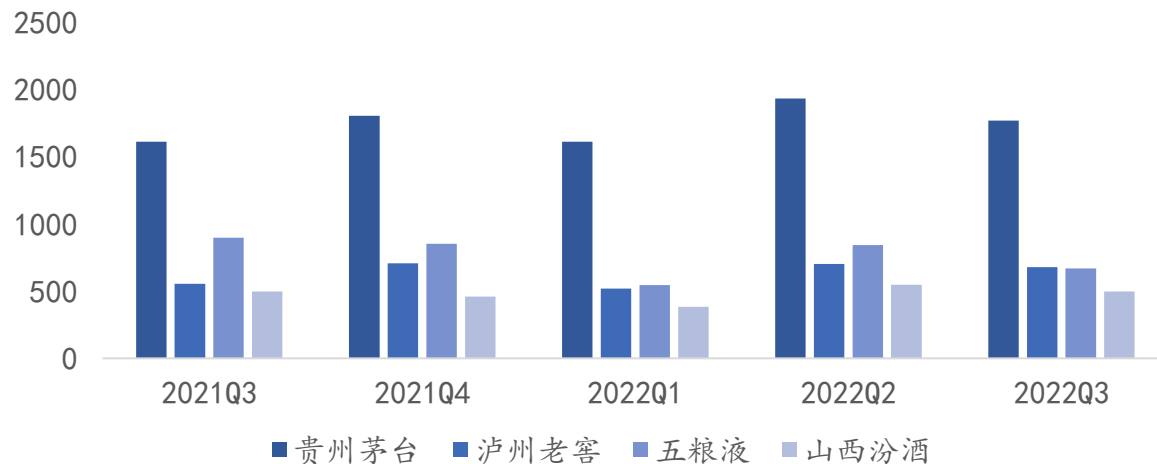
- 截至2022Q3，白酒板块基金持仓比例达13.95%，同比+1.49pcts，环比+0.34pcts，同时期白酒市值占比5.12%，超配比例达8.82%，创历史新高。2019年以来，白酒超配比例均超5%，一方面外资持续流入，配置白酒板块攻守兼备；一方面是白酒基本面韧性极佳，疫后复苏确定性强。
- 截至2022Q3，贵州茅台、泸州老窖、五粮液、山西汾酒基金重仓持股排名1、3、4、6位，持股市值分别同比+9.76%、+22.20%、-25.39%、+0.04%，整体来看2022年前三季度白酒龙头呈现加仓态势。

白酒板块基金持仓比例显著高于白酒市值占比



资料来源：Wind，华安证券研究所

“茅五泸汾”基金持仓市值整体稳中有升（亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所



行业展望：行业有望迈入“趋势复苏”阶段

■ 短期来看——

- **23年开门红：压力中有看点。**今年春节相较往年提前，经销商当前时点存在一定的库存和资金压力，酒企对于回款比例仍旧有一定诉求，我们预计渠道现金流将优先向需求刚性和高周转的单品集中，高端酒和区域龙头回款稳定性更有保证，短期分化可能有所扩大。
- **白酒行业整体将由“弱复苏”逐渐向“趋势复苏”转变。**挤压式增长的背景下，行业规模增速仍旧依赖价格带提升与消费升级。不同于今年三季度以来的弱复苏，我们预计明年由于存在多项边际改善的可能，因此复苏将呈现“趋势复苏”的态势，斜率由多角度边际改善的共振强度决定，路径上依赖“政策端→情绪端→收入端→需求端→渠道端→公司端”的传导途径、过程上表现为自上（政策、产业、经济）而下（需求、渠道、公司）。预计23年主要上市酒企收入增速维持在15%-25%区间内。

■ 中长期来看——

- **行业波动为短期调整并非进入下行周期。**本轮白酒行业的变化是终端需求发生改变引起，依次传导至渠道库存—渠道价格—渠道利润—厂商出货，产业层面更多的是系统性承压和尾部出清，而非行业的结构性的改革，因此行业并不具备周期继续向下的结构性诱因。当居民端收入得到修复后，供需会逐步恢复平衡。
- **名酒化过程有望提速，品牌势能重要提升。**高端白酒与次高端/区域龙头的稳定性在行业波动时多次得到检验，未来渠道端将更加重视库存抗风险能力，而非一再强调渠道库存，头部名酒集中度或有望提升；公司层面预计将更为重视单品的品牌势能打造，费投投放有所倾斜。



投资建议

■ 我们提供三条主要投资逻辑——

- 逻辑一：行业确定性龙头，推荐：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒
- 逻辑二：次高端/区域酒优质弹性标的，推荐：舍得酒业、迎驾贡酒
- 逻辑三：具备α价值的底部反转标的

重点酒企盈利预测一览

代码	简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）			PE（倍）			PB（倍）		
				2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
600519.SH	贵州茅台	1,730.00	21732	49.62	58.06	67.35	34.86	29.80	25.69	9.68	8.12	6.84
000858.SZ	五粮液	183.27	7114	6.94	8.03	9.24	26.39	22.82	19.84	6.17	5.29	4.53
600809.SH	山西汾酒	284.19	3467	6.25	8.22	10.45	45.47	34.59	27.19	16.41	11.96	8.86
000568.SZ	泸州老窖	212.88	3133	6.91	8.60	10.51	30.79	24.75	20.26	9.12	7.33	5.90
002304.SZ	洋河股份	161.03	2427	6.37	7.71	9.16	25.29	20.88	17.58	5.04	4.36	3.76
000596.SZ	古井贡酒	266.18	1407	5.71	7.25	8.96	46.59	36.73	29.72	7.54	6.59	5.70
603369.SH	今世缘	47.92	601	1.98	2.45	3.01	24.19	19.56	15.91	5.36	4.44	3.67
600702.SH	舍得酒业	166.30	552	4.67	5.98	7.82	35.58	27.83	21.27	9.00	7.02	5.43
603198.SH	迎驾贡酒	58.89	471	2.19	2.72	3.30	26.86	21.67	17.83	6.65	5.56	4.62
000799.SZ	酒鬼酒	140.80	458	3.72	4.86	6.21	37.89	28.95	22.67	10.49	8.26	6.50
603589.SH	口子窖	61.35	368.1	3.01	3.47	4.01	20.40	17.67	15.30	3.96	3.50	3.06
600779.SH	水井坊	72.79	355	2.72	3.31	3.98	26.79	22.02	18.31	9.93	7.85	6.23

注：收盘价为2022/12/09价格，估值为Wind一致预期

资料来源：Wind，华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

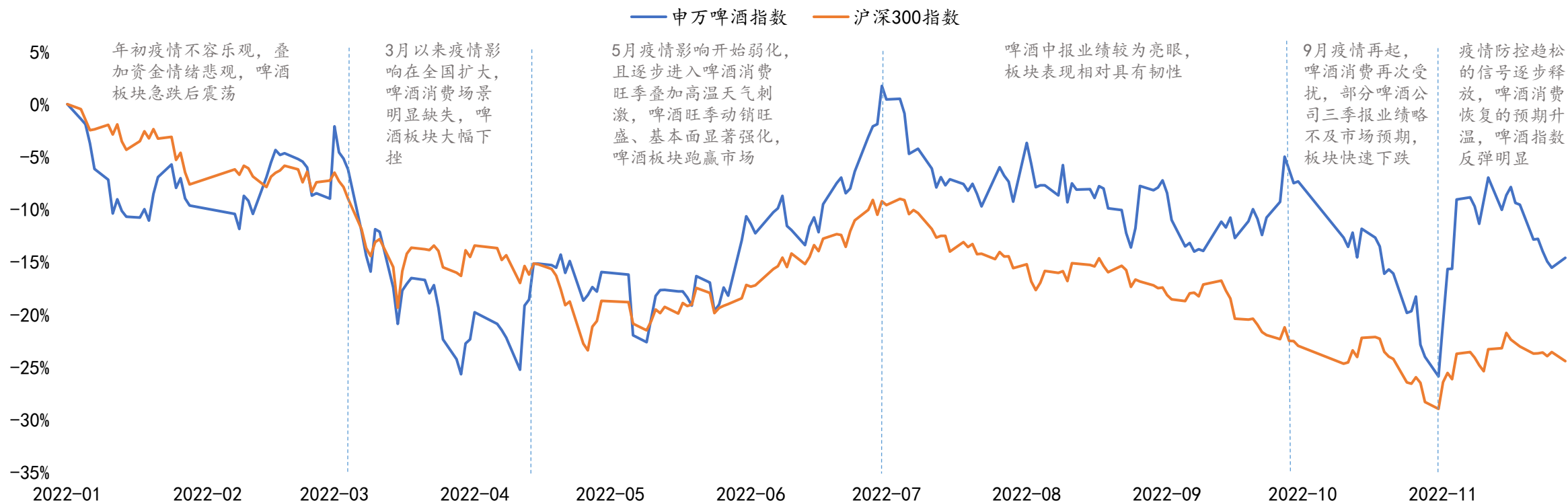
啤酒板块

华安证券研究所



行情回顾：

2022年啤酒指数涨跌幅



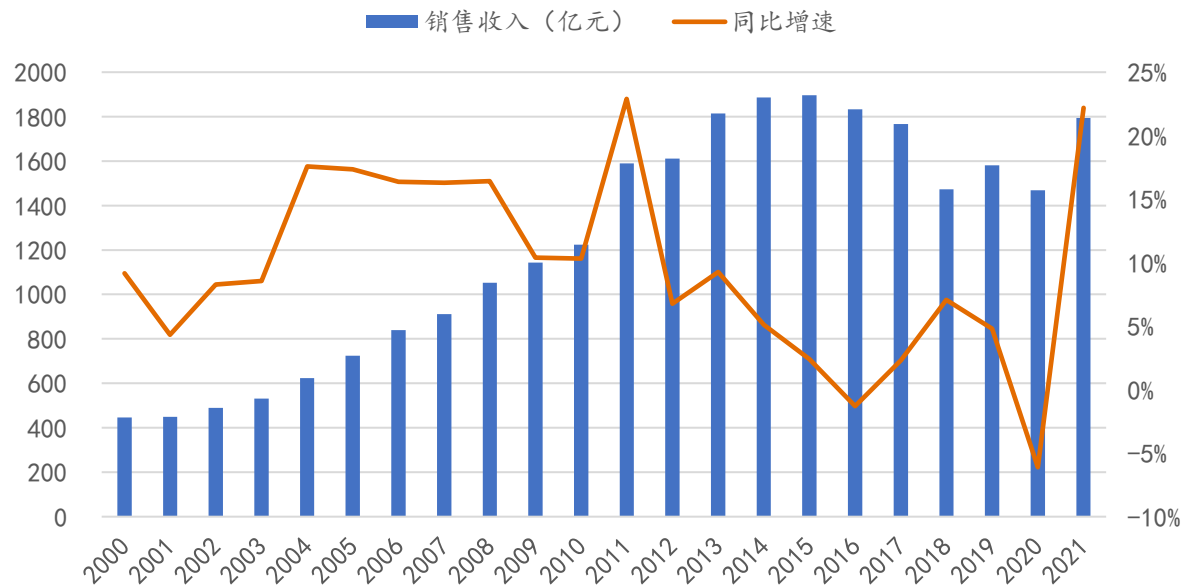
资料来源：Wind，华安证券研究所



行业概况：千亿规模，五雄称霸

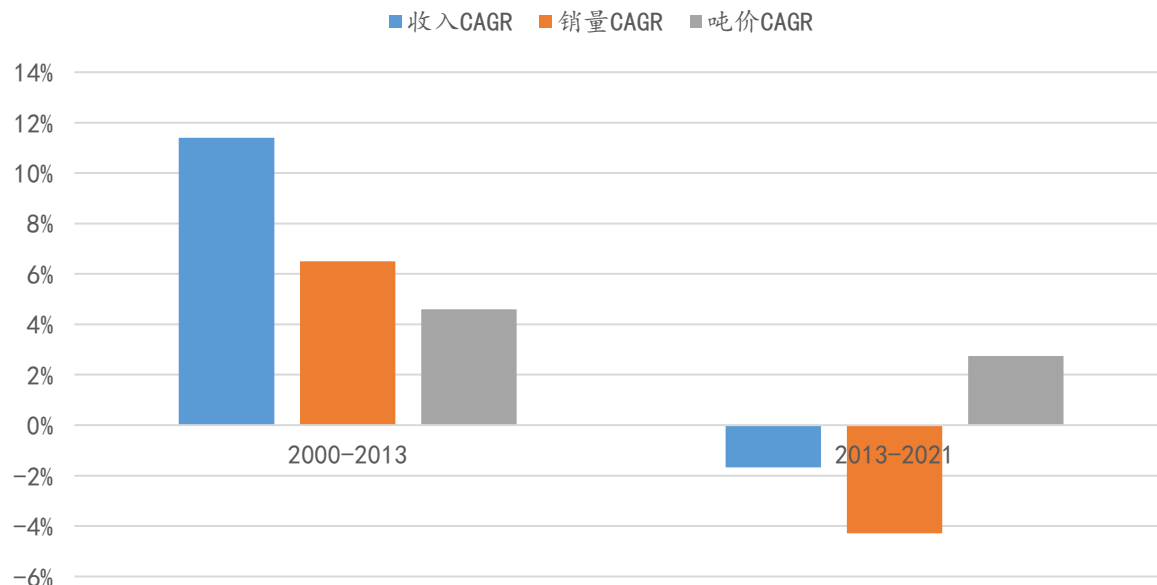
- 啤酒行业千亿规模，行业收入增长由价升驱动。2021年全国规上啤酒企业实现销售收入1584.8亿元，同比增长7.91%，2016-2021年收入规模CAGR为-1.7%，2020年新冠疫情对啤酒消费造成较大冲击，啤酒产量同比降幅明显，2021呈现疫后恢复状态。啤酒行业产量2013年见顶，此后行业收入规模增长主要由价升驱动。2013-2021年，啤酒行业销量CAGR约-4.3%，吨价CAGR约2.7%。

啤酒行业销售收入规模及同比增速



资料来源：国家统计局，中国酒业协会，华安证券研究所

2013年以来啤酒行业收入增长由价升驱动



资料来源：ifind，国家统计局，中国酒业协会，华安证券研究所

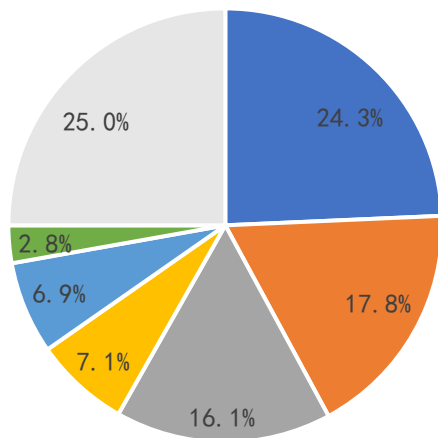


行业概况：千亿规模，五雄称霸

- 啤酒行业形成五大龙头，市场份额较为集中，近年来行业格局稳定。我国啤酒行业经过较长时间的并购整合，已经形成华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、嘉士伯中国（重庆啤酒）、燕京啤酒五大龙头，2021年以销售量计的市场份额分别为24.3%/17.8%/16.1%/7.1%/6.9%。2015年以来啤酒行业CR5持续在70%以上，2021年CR5约72.2%，市场份额较为集中，且近年来龙头市占率变化较小，行业格局已较为稳定。

2021年啤酒企业市场份额（按销售量计）

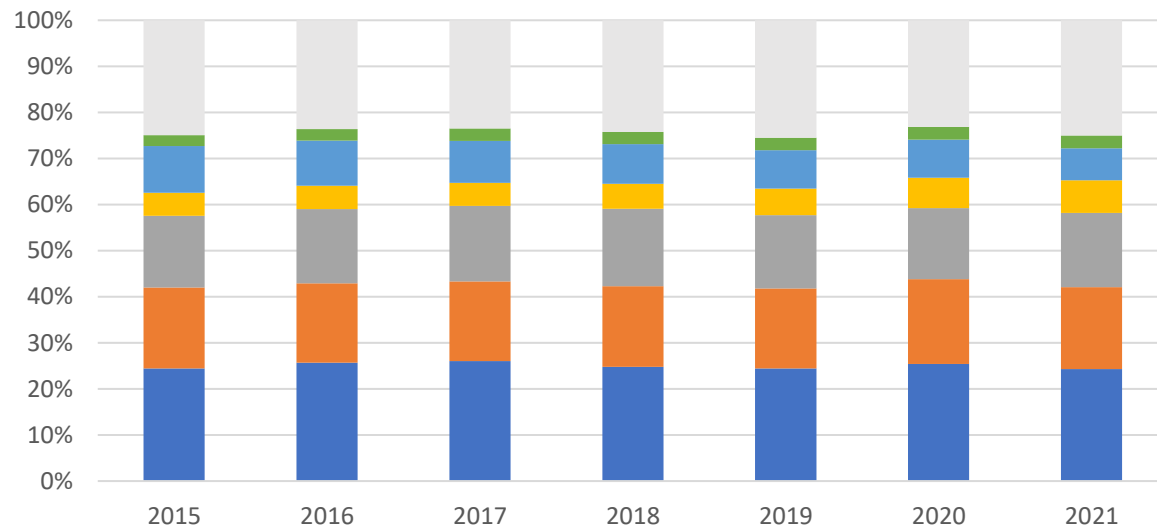
■ 华润啤酒 ■ 青岛啤酒 ■ 百威英博 ■ 嘉士伯 ■ 燕京啤酒 ■ 珠江啤酒 ■ 其他



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

近年来龙头市占率变化较小，行业格局较为稳定

■ 华润啤酒 ■ 青岛啤酒 ■ 百威英博 ■ 嘉士伯 ■ 燕京啤酒 ■ 珠江啤酒 ■ 其他



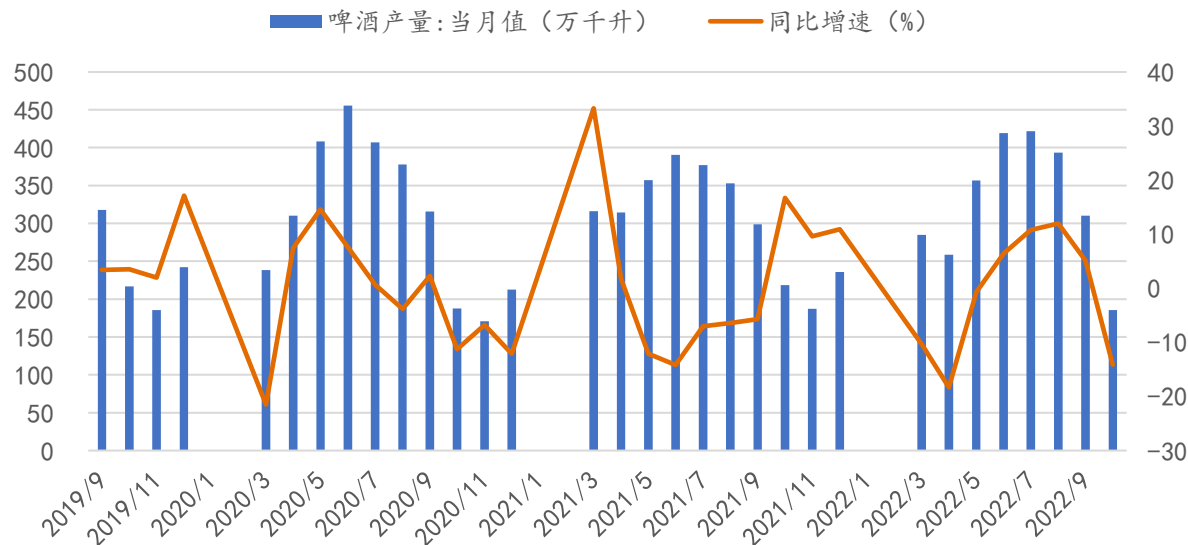
资料来源：Euromonitor，华安证券研究所



疫情反复影响啤酒销量

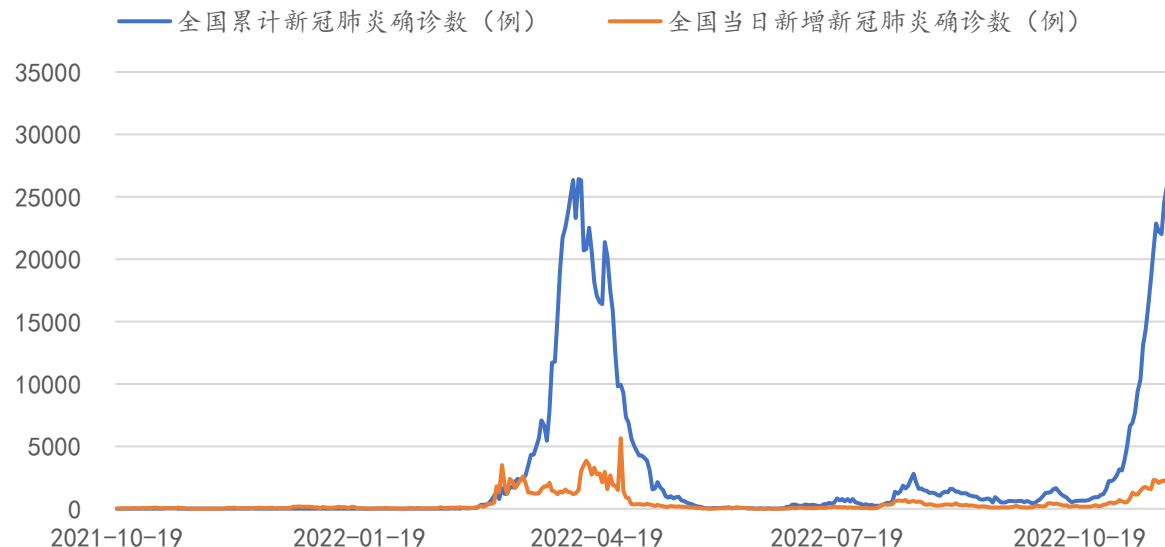
■ **销量：**H1受疫情冲击，Q3销量积极回补，Q4再受疫情扰动。今年3、4月份全国出现较大面积的疫情反复，导致餐饮、娱乐场所等啤酒消费场景缺失，啤酒销量快速下滑。5月全国多数地方疫情影响逐渐减退，销量开始恢复。6月逐步进入啤酒消费旺季，餐饮等线下消费场景继续恢复，啤酒行业经营环境明显改善，且今夏全国多地出现罕见高温天气，对啤酒消费有一定的刺激作用，Q3旺季啤酒销量积极回补。9月以来，散点疫情再现，疫情管控面积较广，啤酒销量再次承压。

规上啤酒企业产量当月值及同比增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

2022年疫情有所反复



资料来源: Wind, 华安证券研究所



结构升级趋势未变、成本端小幅承压

- 酿酒原材料及主要包材价格同比涨幅明显，啤酒企业面临成本端压力。在全球通胀及地缘政治冲突影响下，年初酿酒原材料大麦以及主要包材铝材价格大幅上涨，玻璃价格也短暂冲高；此外，原油价格上涨以及疫情封控也给企业运输费用造成压力。
- 结构升级趋势未变，节奏有所扰动。虽然部分现饮消费场景短暂缺失导致升级节奏有所扰动，但行业高端化趋势未变，主要啤酒企业产品结构持续提升。

主要啤酒企业吨价与吨成本变化

公司	最新报告期	销量（万千升）	同比	吨价（元/千升）	同比	吨成本（元/千升）	同比	毛利率	同比
青岛啤酒	2022Q1-Q3	727.9	2.8%	3999.2	5.8%	2476.9	16.3%	38.06%	0.1pct
重庆啤酒	2022Q1-Q3	252.7	4.5%	4822.1	4.2%	2425.5	11.9%	49.70%	-0.4pct
珠江啤酒	2022Q1-Q3	109.6	4.5%	3751.5	5.8%	3751.5	16.7%	43.89%	-5.3pct
惠泉啤酒	2022Q1-Q3	19.1	2.5%	2873.6	2.6%	2873.6	1.9%	31.63%	0.5pct
百威亚太	2022Q1-Q3	727.2	1.4%	730.7	-2.2%	358.5	5.2%	50.93%	-3.5pct
燕京啤酒	2022H1	215.2	0.9%	3210.1	8.3%	1929.4	9.1%	39.90%	-0.4pct
华润啤酒	2022H1	629.5	-0.7%	3338.0	7.7%	1927.7	7.8%	42.25%	0.0pct
注：百威亚太的吨价和吨成本单位为美元/千升									

资料来源：公司公告，华安证券研究所



龙头啤企彰显业绩韧性

- 收入端，2022年前三季度青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒收入分别同比+8.7%/+8.9%/+9.0%；2022上半年华润啤酒收入同比+7.0%。
- 利润端，2022年前三季度青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒归母净利润分别同比+18.2%/+13.3%/+19.4%；2022上半年华润啤酒归母净利润同比增长约20.4%（剔除去年同期特别项目的影响）。

2022年主要啤酒公司收入及利润表现

营业收入									归母净利润							
公司	2022Q1-Q3	YoY	2022Q1	YoY	2022Q2	YoY	2022Q3	YoY	2022Q1-Q3	YoY	2022Q1	YoY	2022Q2	YoY	2022Q3	YoY
青岛啤酒	29109.8	8.7%	9208.1	3.1%	10064.5	7.5%	9837.2	16.0%	4267.0	18.2%	1126.2	10.2%	1725.9	23.9%	1414.9	18.4%
重庆啤酒	12183.1	8.9%	3832.5	17.1%	4103.2	6.1%	4247.4	4.9%	1182.3	13.3%	340.6	15.3%	387.0	18.4%	454.7	7.9%
燕京啤酒	11322.0	9.0%	3100.2	11.7%	3807.3	7.5%	4414.5	8.5%	672.5	19.4%	0.9	-100.8%	349.8	-11.9%	321.9	17.1%
珠江啤酒	4110.9	10.6%	871.8	12.8%	1560.4	8.0%	1678.7	11.9%	570.5	-4.1%	71.0	1.4%	242.8	0.9%	256.7	-9.6%
惠泉啤酒	548.9	5.2%	127.9	5.6%	186.4	-4.7%	234.5	14.4%	49.0	20.8%	-1.7	-56.8%	17.8	14.3%	32.9	13.7%
百威亚太	5313.0	-0.9%	1632.0	0.4%	1821.0	-1.6%	1860.0	-1.2%	878.0	0.7%	302.0	29.6%	323.0	19.6%	253.0	-31.4%
公司	2022Q1-Q3	YoY	2022H1		YoY		2022Q3	YoY	2022Q1-Q3	YoY	2022H1		YoY		2022Q3	YoY
华润啤酒	-	-	21013.0		7.0%		-	-	-	-	3802.0		-11.4%		-	-

资料来源：公司公告，华安证券研究所



龙头啤酒企业盈利能力持续强化

- **盈利能力方面**，受益于结构升级+提价，主要啤酒企业毛利率基本保持稳定。同时多数啤酒企业费用率同比下行，这与企业主动优化费用投放以及内部降本增效有关。故即使在今年疫情扰动以及成本压力下，啤酒企业盈利能力持续强化。

主要啤酒企业毛利率、费用率、净利率表现

公司	最新报告期	毛利率	同比	销售费用率	同比	管理费用率	同比	研发费用率	同比	财务费用率	同比	净利率	同比
青岛啤酒	2022Q1-Q3	38.06%	0.06pct	11.07%	-0.11pct	3.74%	-0.49pct	0.10%	0.05pct	-1.10%	-0.37pct	15.00%	1.11pct
重庆啤酒	2022Q1-Q3	49.70%	-0.38pct	14.80%	-0.78pct	3.38%	-0.30pct	0.71%	-0.26pct	-0.31%	-0.21pct	19.71%	0.39pct
燕京啤酒	2022Q1-Q3	42.96%	0.64pct	13.22%	1.03pct	11.49%	-0.13pct	2.61%	-0.04pct	-1.09%	-0.24pct	7.21%	0.69pct
珠江啤酒	2022Q1-Q3	43.89%	-5.26pct	13.59%	-3.45pct	6.06%	-0.67pct	3.29%	-0.09pct	-4.03%	0.38pct	13.88%	-2.17pct
惠泉啤酒	2022Q1-Q3	31.63%	0.47pct	4.97%	-0.06pct	5.59%	-1.19pct	3.36%	0.03pct	-3.70%	-0.52pct	8.93%	1.01pct

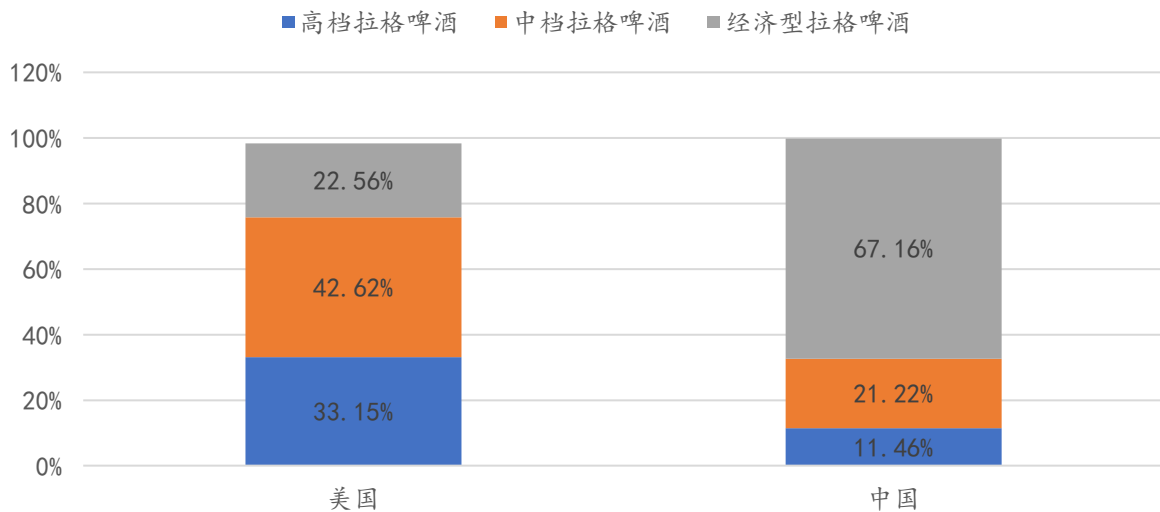
资料来源：公司公告，华安证券研究所



展望2023：啤酒行业结构升级的方向未变

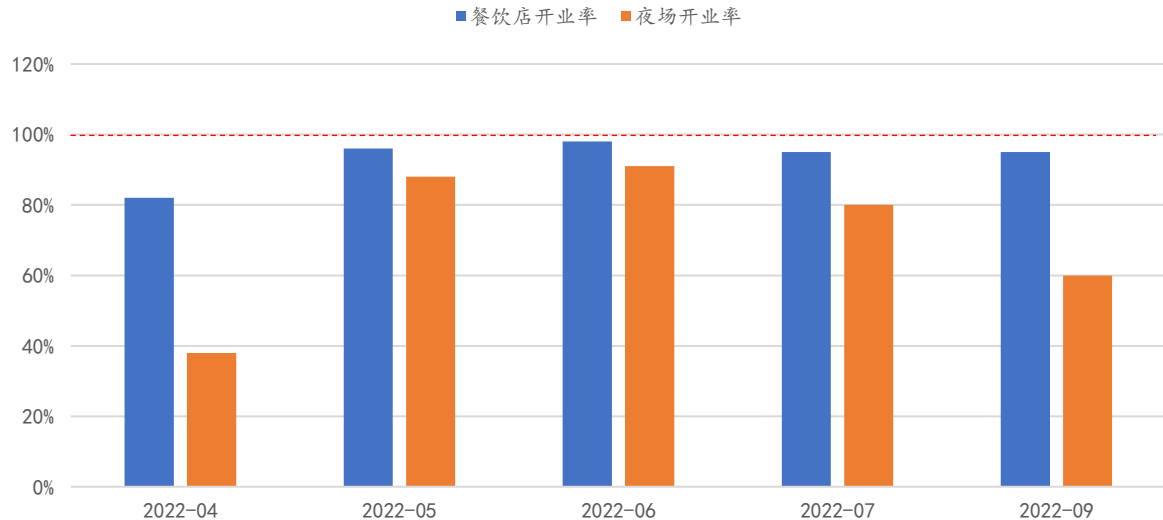
- **啤酒产品结构稳步提升仍是中长期趋势。**当前啤酒行业龙头公司推动产品结构升级以提升盈利水平的战略方向较为一致，且多数地区啤酒市场形成寡头垄断格局，供给侧推动高端化的动力较强，预计啤酒结构升级仍是中长期趋势。
- **从升级路径上来看，**一方面，明年随疫情影响逐步弱化，高端餐饮、夜场等现饮消费场景有望逐步恢复，有助于中高端产品销量回补；另一方面，目前主流低档销量占比仍高，量大价低产品吨价小幅提升也可为啤酒企业带来可观的吨价提升贡献。在消费信心暂时略显疲弱的环境下，需求侧对于啤酒结构升级的承接能力或不如此前乐观，但啤酒价格带较为宽阔，纵向有细分价格带结构稳步升级的机会，横向亦有经济韧性较强地区继续以较快速度结构升级的机会，因此无需对于行业高端化过于悲观。

中美啤酒销量结构对比



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

啤酒现饮消费场景仍有缺口期待后续复苏



资料来源：百威亚太业绩说明会，华安证券研究所



展望2023：成本端或仍有压力，提价传导将更加顺畅

- **2023年成本端或仍有压力。**年底各大啤酒企业开始进行明年酿酒所用大麦的锁价，由于酿酒原材料大麦今年以来已经积累较大涨幅，因此明年大麦平均成本或仍有20%左右的同比涨幅。包材方面压力相对今年而言预计有所减弱，但考虑到铝材等大宗商品价格受国际宏观环境影响，包材成本或难出现同比显著下行。

大麦价格走势

— 大麦全国均价 元/吨



资料来源：Wind，华安证券研究所

铝材价格走势

— 铝均价 元/吨



资料来源：Wind，华安证券研究所



展望2023：成本端或仍有压力，提价传导将更加顺畅

■ 继续发力结构升级+降本增效，提价仍为保留手段。预计啤酒企业将主要通过结构升级以及内部降本增效来对冲成本上涨对于业绩的影响，主因此两项措施对于企业而言更可控。但若成本压力仍较难完全对冲，龙头企业不排除会继续提价。10月底百威已发布公告称，自11月起将对旗下高端及超高端产品进行价格调整。后续其他龙头公司有继续跟进提价的可能。

啤酒行业提价信息梳理

公司	提价时间	提价情况
华润啤酒	2021. 09	勇闯天涯包装焕新，终端提价1元/瓶，出厂价提升约为3元/箱，提价幅度约10%
	2022. 05	纯生餐饮瓶、suuperX开票价提升约2元，提价幅度约中单位数；部分主流产品价格调整
青岛啤酒	2021. 08	青岛纯生山东地区终端供货价提升4元/箱，提价约5%；白啤分地区提价，零售价上调；
	2021. 12	全国1903听装开单价从55元提价至60元，提价幅度约9%；全国白啤听装开单价从55元提升至62元，提价幅度约13%
	2022. 01	青岛经典山东以外地区单箱提价2元；全国皮尔森瓶装开单价从72元提升至82元，提价幅度约14%
	2022. 04	青岛纯生全国换包装升级，开单价从66元提升至70元，提价幅度约6%；
重庆啤酒	2021. 09	乌苏（疆内）出厂价提价2元，约8%；330ml小罐乌苏酒液升级，换包装提价；
	2022. 01-02	乐堡、乌苏、重庆等品牌在重庆、云南、宁夏提价2%-8%
	2022. 02	疆外乌苏出厂价从52元提升至58元，提价幅度达10%以上
百威亚太	2021. 04	百威系列、核心及“实惠”品牌提价0.6%-1.8%
	2021. 11	“核心+”品牌提价3%-10%
	2021. 12	哈尔滨冰纯、百威经典（460ml）、百威纯生等多款产品提价8%-16%
	2022. 03-04	核心、实惠品牌提价，增幅达中单位数
	2022. 11	高端、超高端产品在华提价

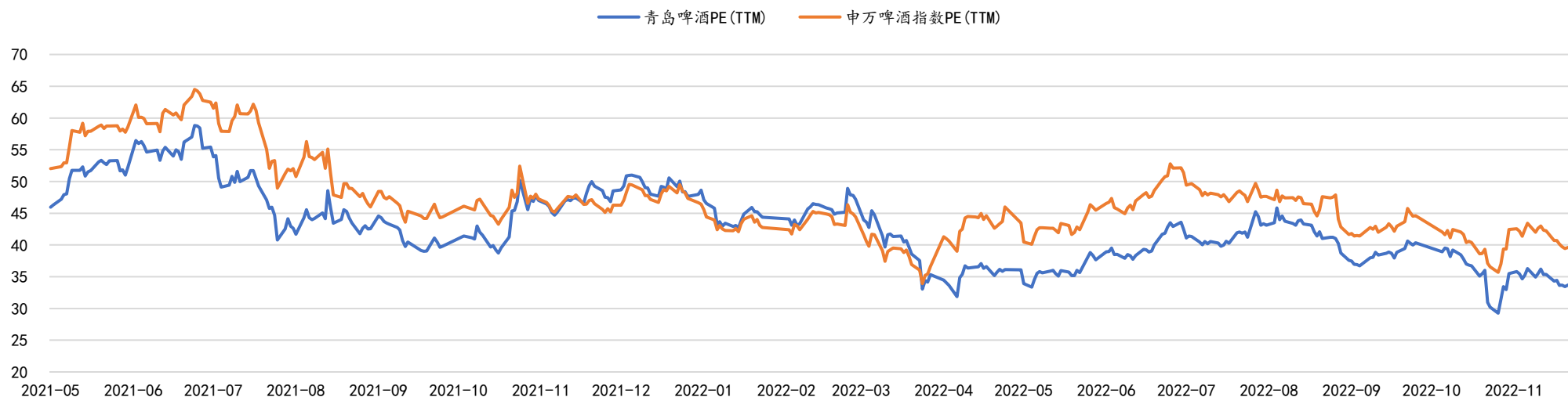
资料来源：公司公告，华安证券研究所



投资建议：行业高端化路途仍远，可以更长视角看行业盈利能力提升

- 结构升级仍是行业主旋律，不宜低估供给侧力量对于啤酒产品结构的牵拉作用；此外，费用控制与直接提价作为补充工具，龙头公司盈利能力提升仍有较强确定性。
- Q4疫情反复以及成本降幅预期修正下，啤酒板块估值有所压缩。考虑到行业基本面稳健，行业格局已显著优化，龙头啤酒公司盈利提升空间仍广、余力较足，建议淡化短期疫情影响，以更长期视角看行业盈利能力强化。估值调整至具有高性价比的位置后，可积极布局啤酒板块，享受业绩增长确定性。推荐结构升级步伐稳健的青岛啤酒、高端化落地执行能力显著强化的华润啤酒，重点关注重庆啤酒渠道改革进展以及核心大单品乌苏的增势恢复。

啤酒板块估值变化



资料来源：Wind，华安证券研究所



投资建议：行业高端化路途仍远，可以更长视角看行业盈利能力提升

啤酒板块可比公司估值表

代码	简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）			PE（倍）			PB（倍）		
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
600600.SH	青岛啤酒	110.96	1,513.75	2.33	2.56	3.09	47.66	43.31	35.91	6.58	5.95	5.29
600132.SH	重庆啤酒	126.03	609.95	2.41	2.84	3.48	52.29	44.42	36.17	34.76	25.01	17.69
000729.SZ	燕京啤酒	10.74	302.71	0.08	0.12	0.17	132.59	90.18	62.30	2.26	2.22	2.15
002461.SZ	珠江啤酒	8.00	177.07	0.28	0.28	0.33	28.57	28.58	24.15	1.91	1.84	1.74
0291.HK	华润啤酒	55.00	1,594.84	1.41	1.30	1.64	39.01	42.45	33.59	7.30	6.39	5.73

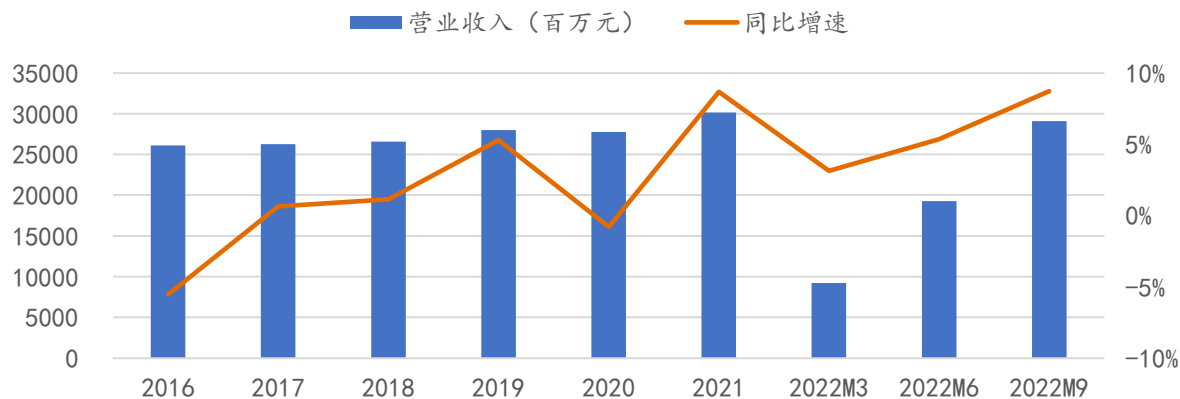
注：收盘价为2022/12/09价格，估值为Wind一致预期

资料来源：Wind，华安证券研究所

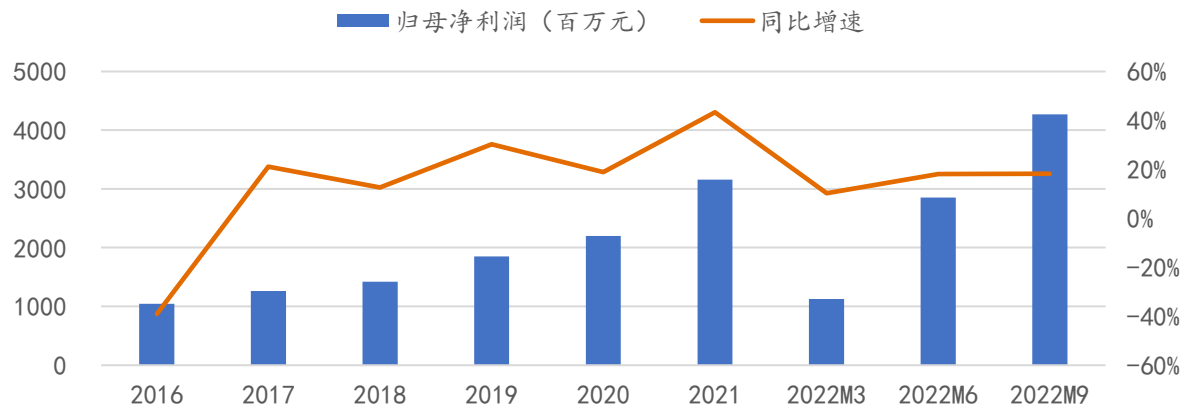


青岛啤酒：Q2起从疫情影响中快速恢复，维持量价利齐升

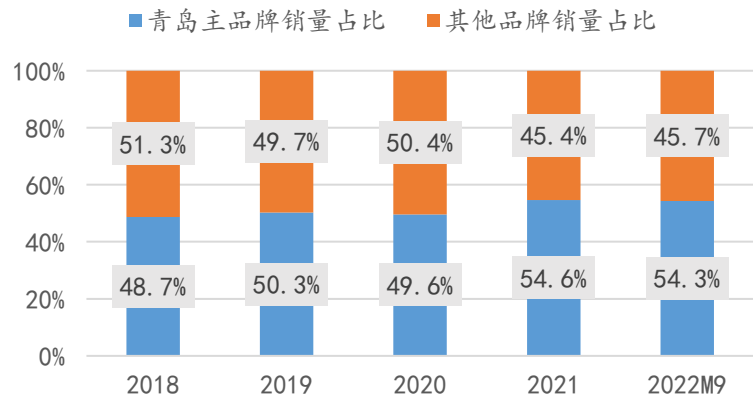
营业收入及同比增速



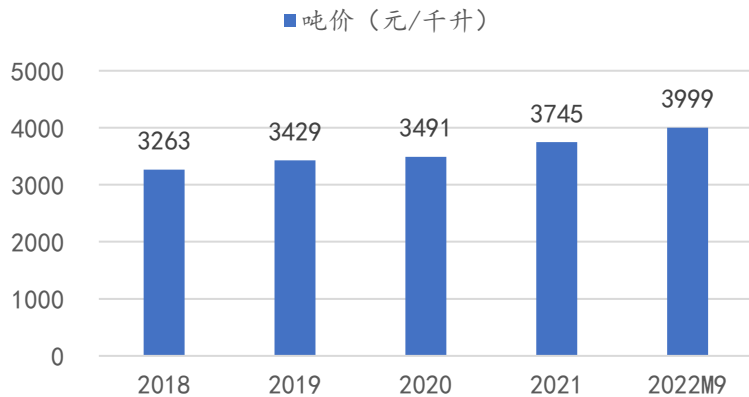
归母净利润及同比增速



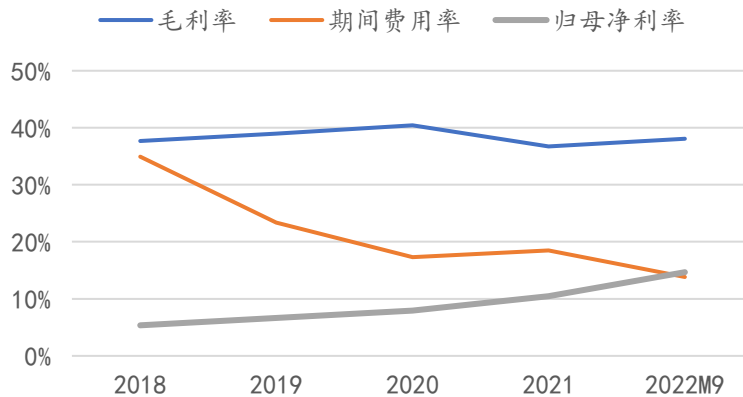
产品结构变化



吨价变化



盈利能力变化

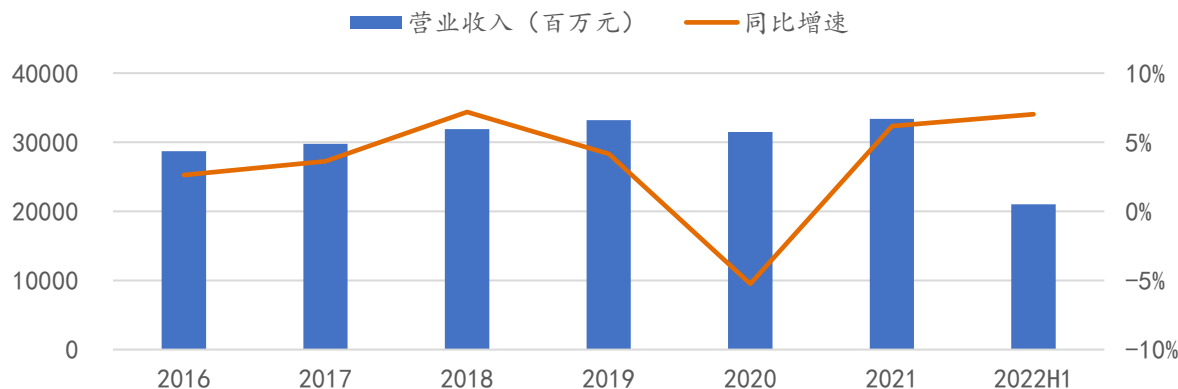


资料来源：公司公告，华安证券研究所

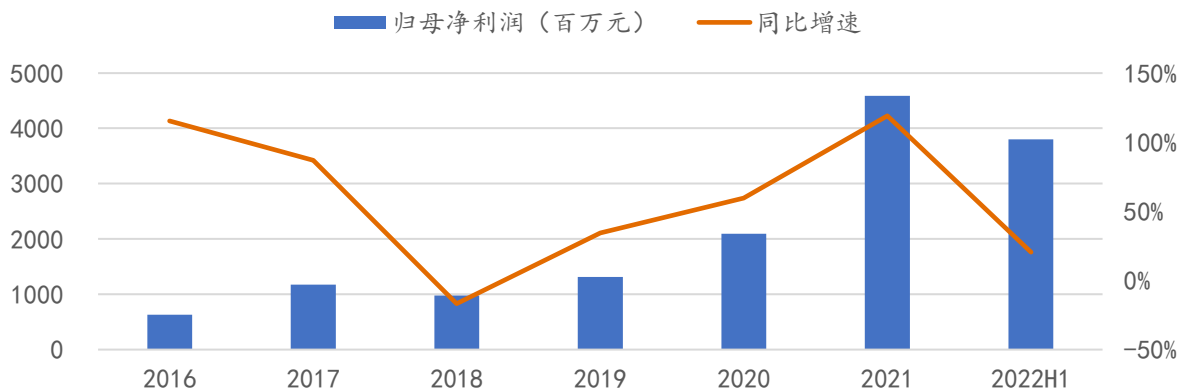


华润啤酒：高端化卓有成效，费用控制促进盈利提升

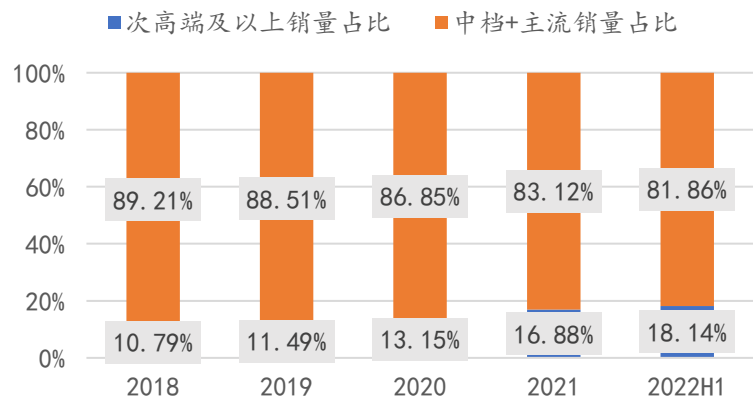
营业收入及同比增速



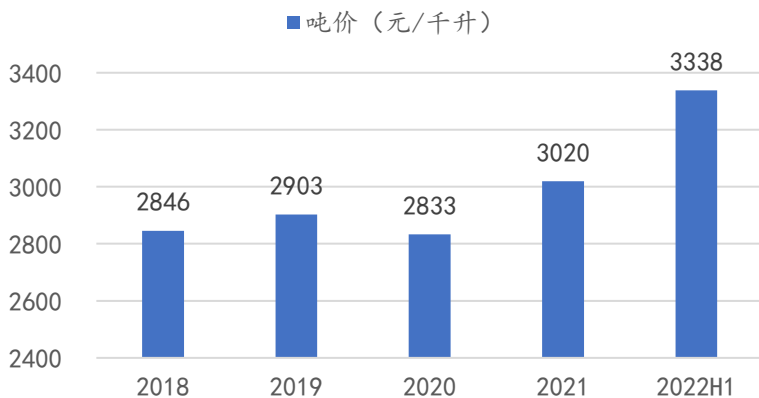
归母净利润及同比增速



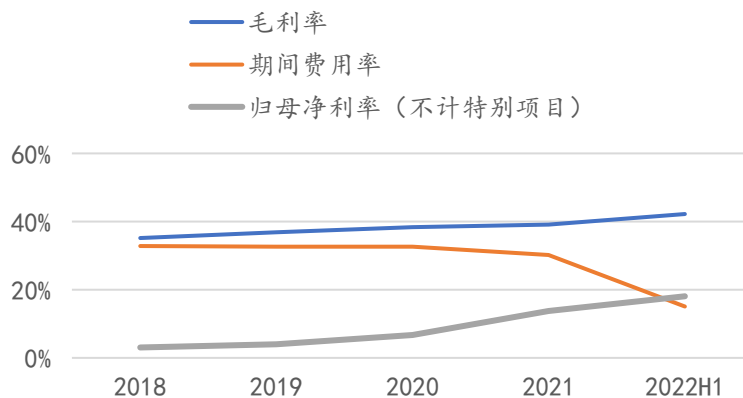
产品结构变化



吨价变化



盈利能力变化

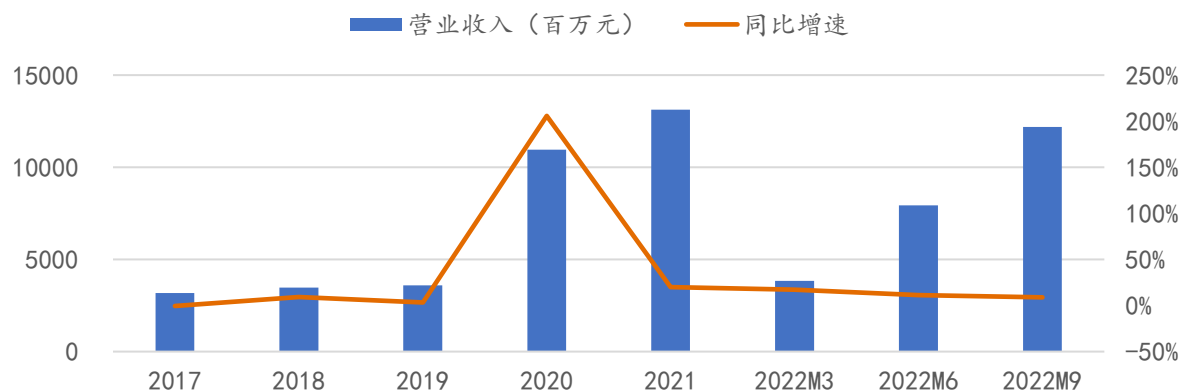


资料来源：公司公告，华安证券研究所

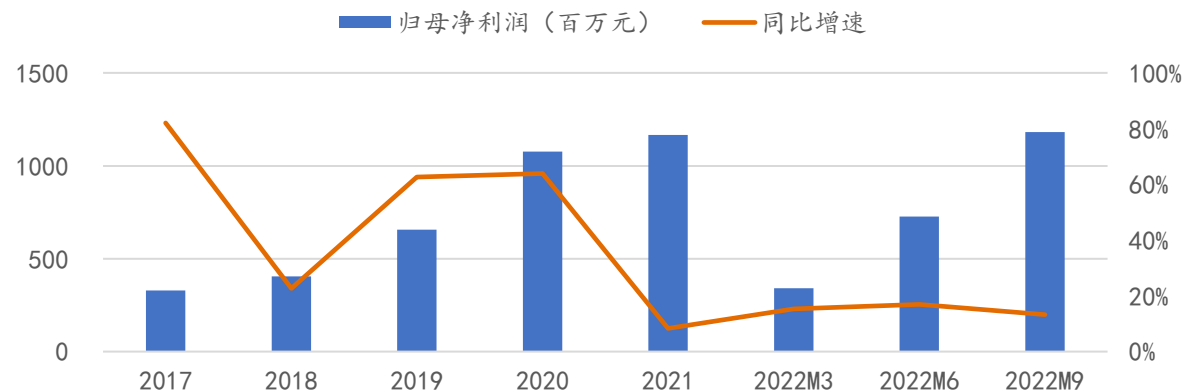


重庆啤酒：疫情拖累下收入降速，盈利能力仍有小幅提升

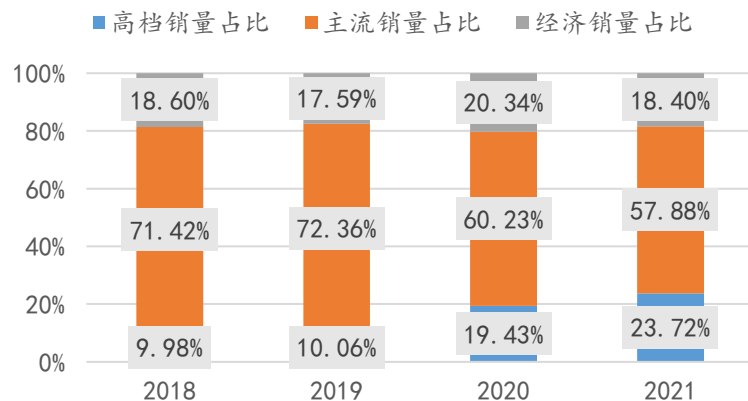
营业收入及同比增速



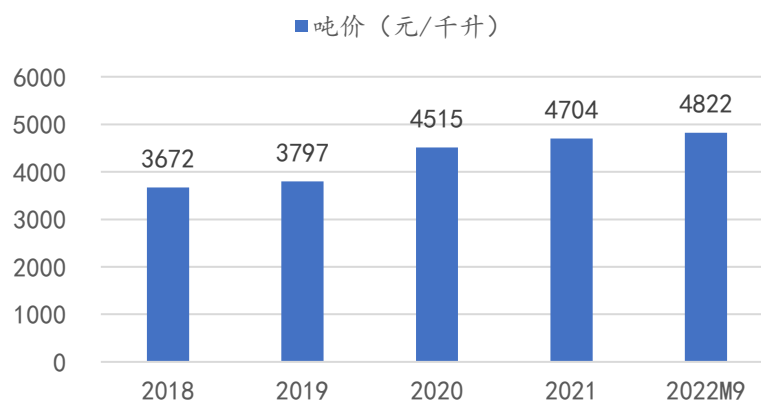
归母净利润及同比增速



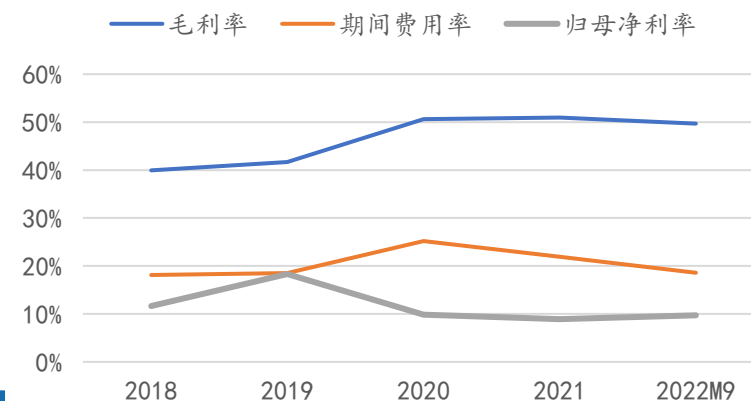
产品结构变化



吨价变化



盈利能力变化

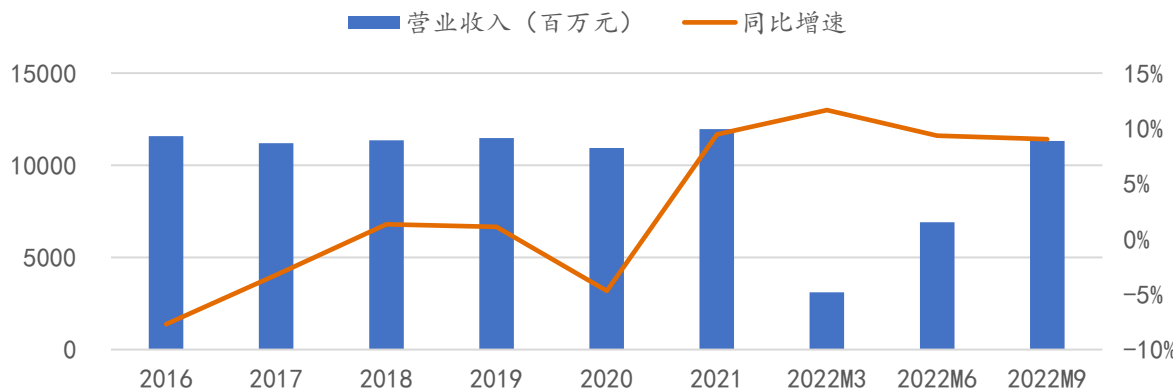


资料来源：公司公告，华安证券研究所

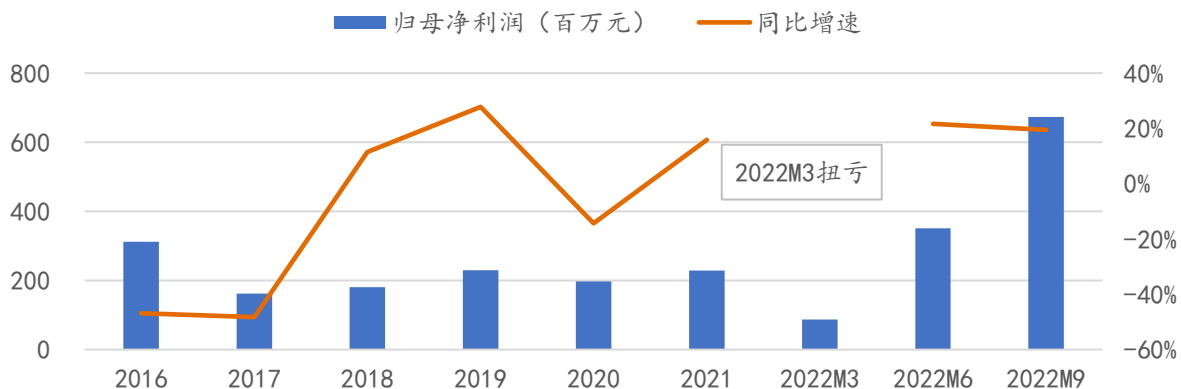


燕京啤酒：U8放量显著提升产品结构，升级+减亏强化盈利能力

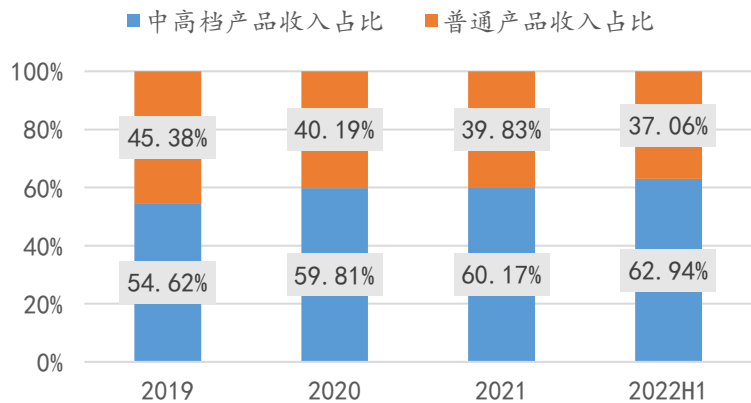
营业收入及同比增速



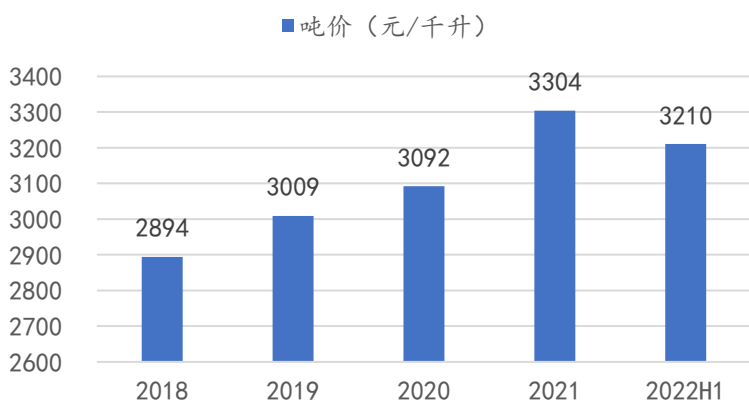
归母净利润及同比增速



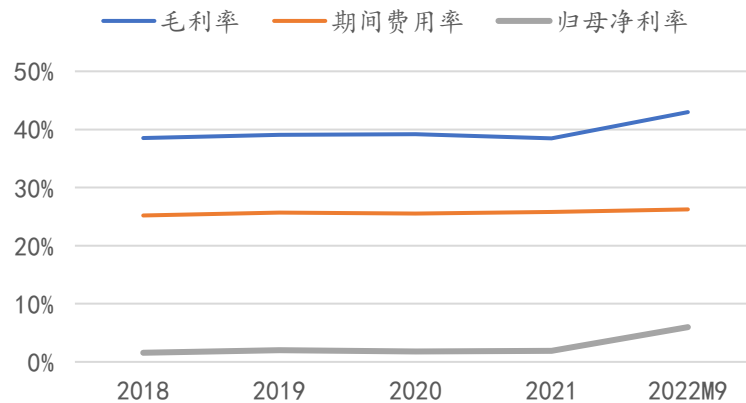
产品结构变化



吨价变化



盈利能力变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

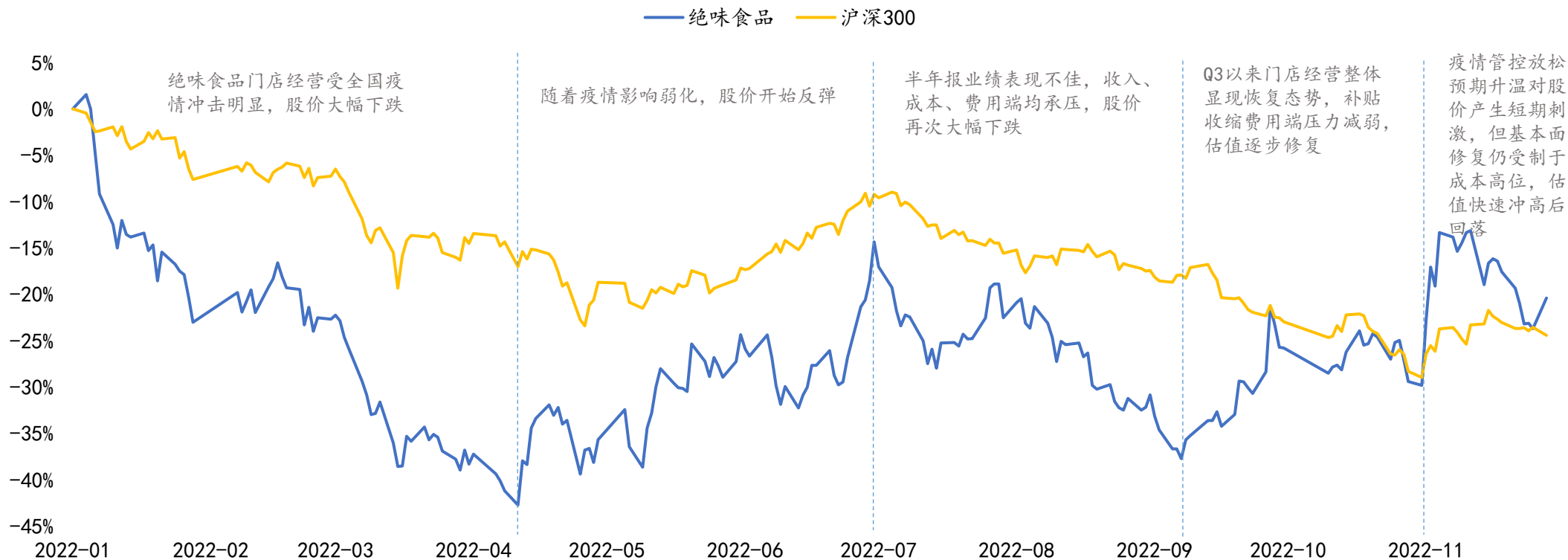
卤制品板块

华安证券研究所



行情回顾：

2022年卤制品龙头绝味食品与沪深300指数涨跌幅



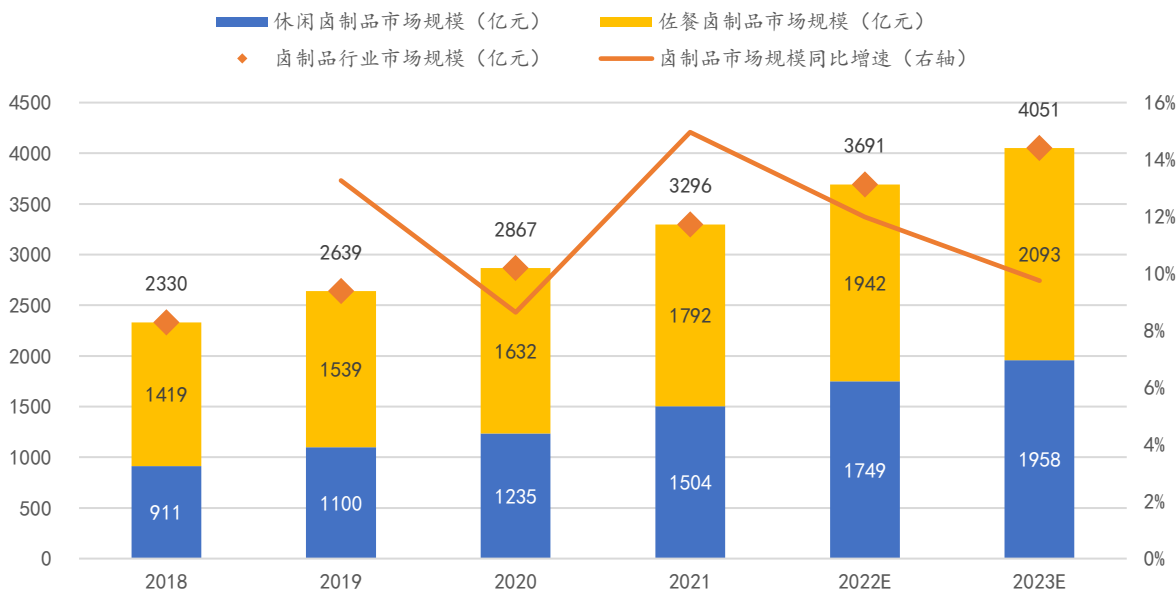
资料来源：Wind，华安证券研究所



行业概况：卤制食品市场空间大、增速快，目前格局仍较分散

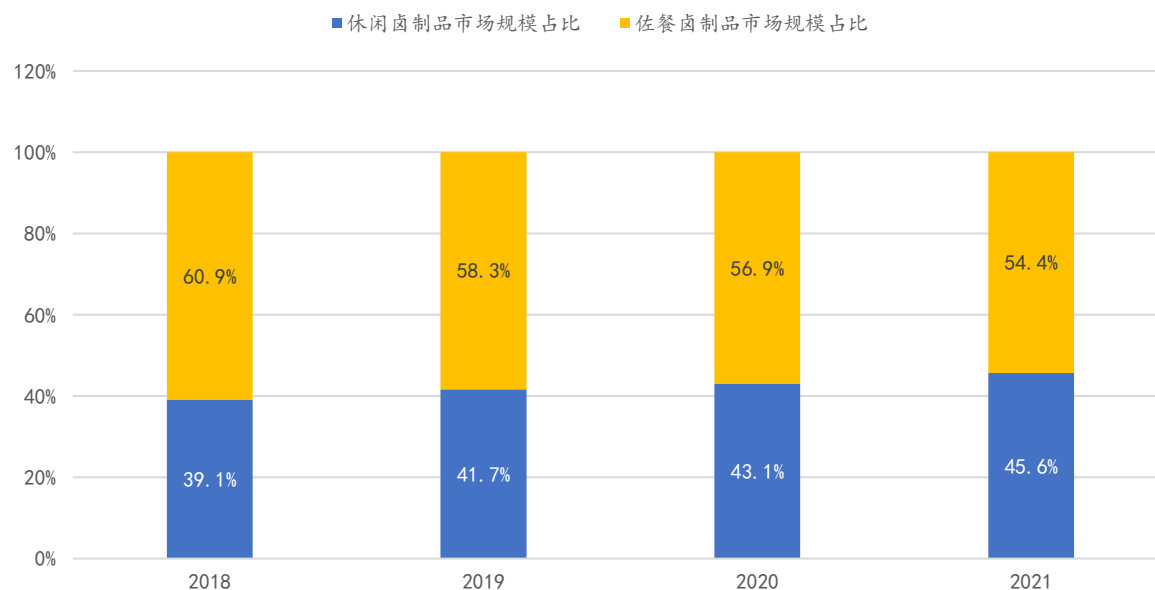
- 卤制食品市场规模超3000亿元，2018-2021年行业规模CAGR约12.3%，休闲卤制食品过去增速更快，目前体量已接近佐餐卤味。2021年中国卤制品行业规模3296亿元，2018-2021年行业规模CAGR约12.3%，即使在疫情扰动下，卤制品行业仍然保持了较为可观的增长速度。按主要消费场景，卤制食品分为休闲卤制品与佐餐卤制品，2021年休闲卤制品/佐餐卤制品市场规模为1504/1792亿元，2018-2021年市场规模CAGR分别为18.2%/8.1%。

卤制食品行业规模及同比增速



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

2013年以来啤酒行业收入增长由价升驱动



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

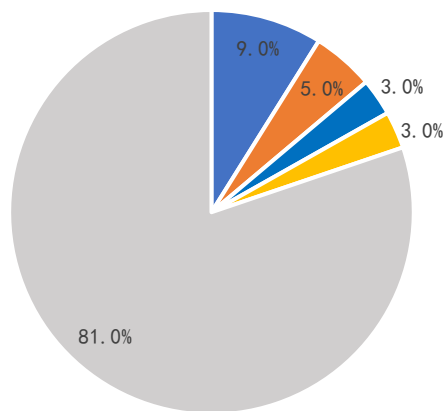


行业概况：卤制食品市场空间大、增速快，目前格局仍较分散

■ 啤酒行业形成五大龙头，市场份额较为集中，近年来行业格局稳定。卤制品行业格局分散，2021年CR4不足20%。休闲卤制品方面，随着近年来头部公司加速扩店，休闲卤制品行业形成绝味食品/周黑鸭/煌上煌三大龙头，2021年末全国门店数量分别为13714/2781/4281，位居休闲卤制食品行业前列。佐餐卤制品方面，紫燕食品以2.6%的市场份额居佐餐卤味品牌之首，卤江南、廖记棒棒鸡等其他佐餐卤味品牌市占率均为超过1%，行业CR5不足5%，格局分散。佐餐卤味行业相较于休闲卤味行业实现市场份额集中的难度更大，这与佐餐卤制食品地域性特征更明显有关。

2021年卤制食品行业格局

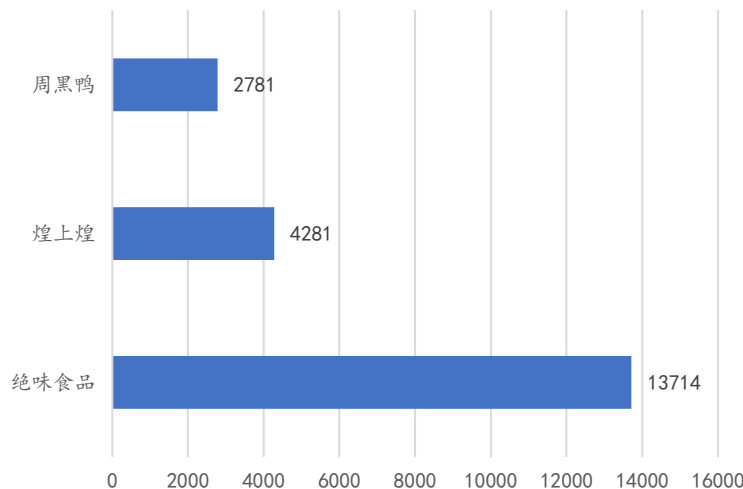
■ 绝味食品 ■ 周黑鸭 ■ 煌上煌 ■ 紫燕 ■ 其他



资料来源：CBNData《2021卤制品行业消费趋势报告》，华安证券研究所

2021年休闲卤味龙头门店数量

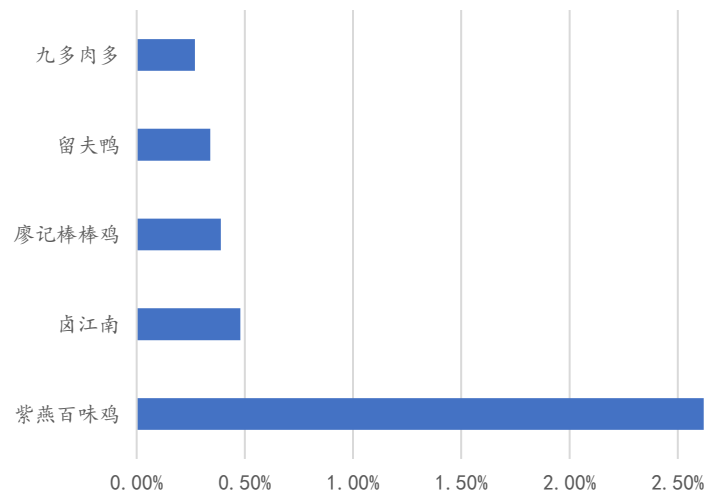
■ 2021年休闲卤制品龙头公司全国门店数



资料来源：窄门餐眼，华安证券研究所

2020年佐餐卤制品行业格局

■ 市场份额



资料来源：紫燕食品招股说明书，华安证券研究所



2022年业绩显著承压

- 收入端，2022年前三季度绝味食品/煌上煌/紫燕食品收入分别同比5.6%/-16.3%/15.5%；2022年上半年周黑鸭收入同比-18.7%。
- 利润端，2022年前三季度绝味食品/煌上煌/紫燕食品归母净利润分别同比-77.2%/-54.0%/-22.5%；2022年上半年周黑鸭归母净利润同比-92.0%。

2022年主要卤制品公司收入及利润表现

营业收入（百万元）									归母净利润（百万元）							
公司	2022Q1-Q3	YoY	2022Q1	YoY	2022Q2	YoY	2022Q3	YoY	2022Q1-Q3	YoY	2022Q1	YoY	2022Q2	YoY	2022Q3	YoY
绝味食品	5120.0	5.6%	1688.1	12.1%	1647.8	0.6%	1784.1	4.8%	219.4	-77.2%	89.1	-62.2%	9.5	-96.4%	120.8	-73.9%
煌上煌	1617.7	-16.3%	541.8	-10.6%	640.2	-20.0%	435.7	-17.2%	84.5	-54.0%	36.6	-45.6%	43.3	-47.6%	4.6	-86.4%
紫燕食品	2742.4	15.5%	-	-	-	-	1105.3	14.0%	227.6	-22.5%	-	-	-	-	111.8	-16.4%
公司	2022Q1-Q3	YoY	2022H1		YoY		2022Q3	YoY	2022Q1-Q3	YoY	2022H1		YoY		2022Q3	YoY
周黑鸭	-	-	1181.1		-18.7%		-	-	-	-	18.4		-92.0%		-	-

资料来源：公司公告，华安证券研究所



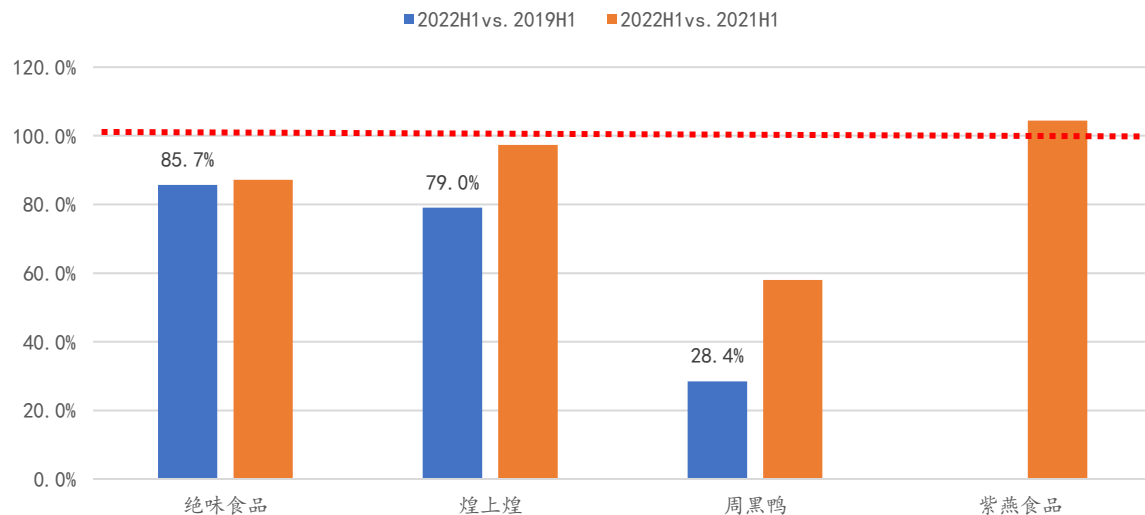
疫情反复导致单店营收受损

■ **单店营收：**较疫情前单店营收水平仍有缺口。疫情反复导致线下门店客流量下滑，且部分门店因防疫管控出现不定期歇业，卤制品公司上半年单店营收受到较大冲击。根据各家公司半年报数据测算，2022H1绝味食品/周黑鸭/煌上煌单店营收同比2021H1分别为87.1%/58.0%/97.3%，同比2019H1分别为85.7%/28.4%/79.0%，较疫情前水平仍有较大缺口。6月全国逐步走出上半年大面积疫情反复的状态，7月、8月绝味食品、周黑鸭等卤制品公司的单店营收明显改善；9月以来散点疫情再次干扰多数地区，线下卤味门店经营再受负面影响，但由于社会对于常态化防疫更加适应，龙头公司也持续优化门店经营策略，本轮疫情下，单店营收受冲击的幅度较上一轮更小。

主要卤制品企业单店营收情况（万元/家）

公司	2019H1	2019A	2020H1	2020A	2021H1	2021A	2022H1
绝味食品	22.4	44.9	18.8	39.5	22.1	41.9	19.2
煌上煌	25.2	45.5	23.7	41.3	20.5	41.9	19.9
周黑鸭	129.6	244.9	66.1	124.0	63.5	102.2	36.9
紫燕食品	-	68.8	-	59.6	29.6	59.9	30.9

2022H1卤制品公司单店营收恢复程度



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所



龙头仍逆势扩张门店

- **门店扩张：**门店扩张能力出现分化，龙头继续逆势扩张。2022年休闲卤制品龙头绝味食品、周黑鸭以及佐餐卤味龙头紫燕食品门店数量仍在净增长，2022H1门店数量净增加1207/379/140+；另一休闲卤味龙头煌上煌门店数量则延续了2021年以来的净减少趋势，2022H1门店数量净减少257家至4024家。绝味食品及周黑鸭能延续逆势净开店与公司主动优化开店策略（包括选址、店型优化等）以及给予加盟商较大力度的开店支持有关。相较而言，众多中小卤味品牌由于门店经营能力、资金实力等较弱，在行业寒冬期抗风险能力不足，闭店率较高，预计行业集中度正进一步向龙头集中。

主要卤制品企业门店数量与净增减情况

公司	门店数量				净开店数量			
	2019	2020	2021	2022H1	2019	2020	2021	2022H1
绝味食品	10954	12399	13714	14921	1039	1445	1315	1207
煌上煌	3706	4627	4281	4024	698	921	-346	-257
周黑鸭	1301	1755	2781	3160	13	454	1026	379
紫燕食品	3539	4387	5160	5300+	655	848	773	140+

资料来源：公司公告，华安证券研究所



主要原材料价格显著上涨，成本压力凸显

■ 原材料价格大幅上涨，成本压力凸显。2022年卤制食品生产所用主要原材料价格大幅上涨，鸭脖、鸭头等鸭副产品价格同比或接近翻倍甚至更高，这与大宗商品价格普涨、防疫加剧养殖-屠宰-运输等产业链各环节的成本压力以及上游毛鸭供给收缩有关。牛肉、牛副等进口比例较高的品种则受全球通胀以及贸易摩擦影响价格亦有大幅上涨。卤制品企业的成本端压力凸显。

2022年主要卤制品企业毛利率承压明显

毛利率								
公司	2022Q1-Q3	YoY	2022Q1	YoY	2022Q2	YoY	2022Q3	YoY
绝味食品	26.5%	-7.1pct	30.3%	-4.2pct	25.7%	-9.0pct	23.6%	-8.0pct
煌上煌	29.0%	-4.9pct	32.0%	-7.7pct	27.5%	-2.2pct	27.4%	-6.0pct
紫燕食品	17.5%	-5.8pct	-	-	-	-	10.0%	-6.6pct
公司	2022Q1-Q3	YoY	2022H1		YoY		2022Q3	YoY
周黑鸭	-	-	56.9%		-2.1pct		-	-

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2022H1主要原材料采购价格增长显著

主要原材料	2022年上半年平均采购价格（元/kg）	2021年上半年平均采购价格（元/kg）	增减幅度%
鸭头	27.25	10.25	165.88%
牛肚	82.10	44.02	86.52%
牛肉	67.90	44.46	52.74%
凤爪	43.03	28.81	49.35%
耳片	72.48	53.17	36.32%
鸭舌	64.78	48.62	33.24%
鸭颈	13.07	10.93	19.61%
鸭脚	19.66	16.81	16.98%
猪手	35.75	31.43	13.73%
口条	41.96	38.66	8.55%
鸭锁骨	8.39	8.61	-2.61%
白条鸭	7.00	7.40	-5.39%
鸭边腿	6.82	7.70	-11.40%
鸭翅	8.59	10.19	-15.65%
大肠	35.97	47.83	-24.81%

资料来源：煌上煌2022年半年报，华安证券研究所



加大补贴力度，短期加剧利润端压力

- 门店经营压力增加，公司加大对于加盟商的补贴力度。上半年绝味食品、周黑鸭对加盟商进行较大力度的开店补贴、货折补贴、营销活动补贴、物流费用补贴等动作，以减轻疫情对现存门店的负面影响，并鼓励加盟商继续在优质点位增开门店。在公司较大力度的补贴支持下，加盟商开店的投资回收期并未出现显著拉长，与其他加盟业态相比，投资龙头卤味品牌门店的性价比仍高，因此加盟商开店积极性较为稳定，龙头公司闭店率也优于行业整体。因此虽然较大力度的补贴短期加剧了卤制品公司利润端的压力，但从长期来看，加盟门店的吸引力以及加盟体系的稳定性得到维持。下半年以来，随着门店对于常态化疫情防控更加适应，Q3龙头公司的补贴费用开始收缩。

主要卤制品企业毛利率、费用率、净利率表现

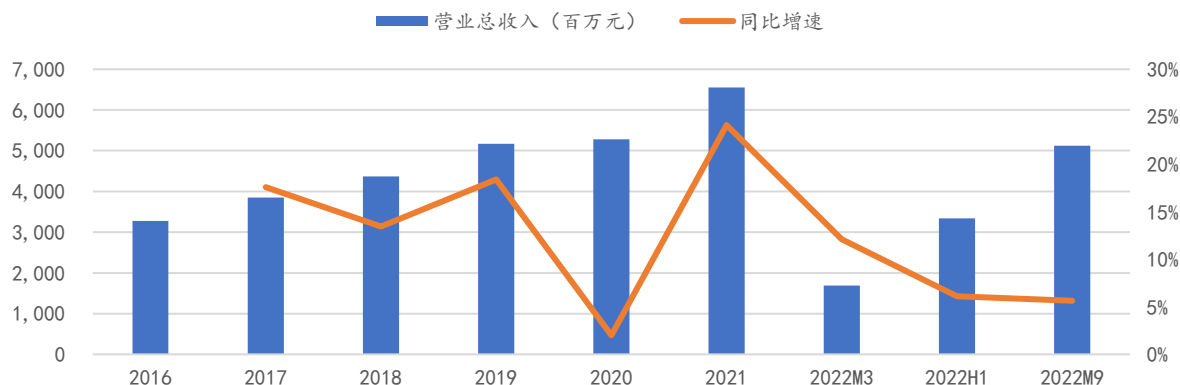
公司	最新报告期	毛利率	同比	销售费用率	同比	管理费用率	同比	研发费用率	同比	财务费用率	同比	净利率	同比
绝味食品	2022Q1-Q3	26.5%	-7.1pct	10.0%	3.1pct	7.7%	1.6pct	0.5%	0.3pct	0.3%	0.3pct	3.6%	-15.9pct
煌上煌	2022Q1-Q3	29.0%	-4.9pct	13.7%	-0.4pct	6.6%	0.8pct	2.9%	0.3pct	-0.1%	0.2pct	5.0%	-4.7pct
紫燕食品	2022Q1-Q3	17.5%	-5.8pct	3.2%	0.3pct	4.8%	-0.4pct	0.2%	-0.1pct	0.002%	0.01pct	8.1%	-4.2pct
周黑鸭	2022H1	56.9%	-2.1pct	42.6%	8.4pct	11.4%	3.1pct	-	-	2.6%	0.4pct	1.6%	-14.2pct

资料来源：公司公告，华安证券研究所

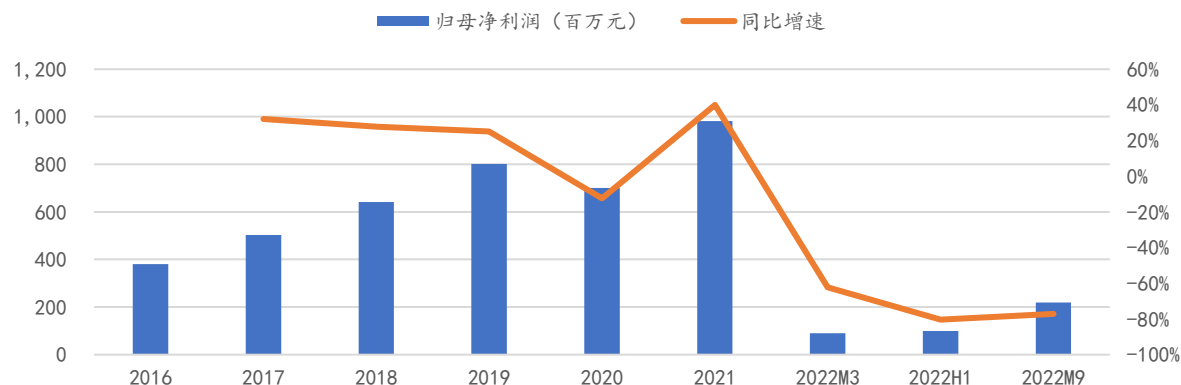


绝味食品：疫情冲击下，收入/成本/费用端均承压

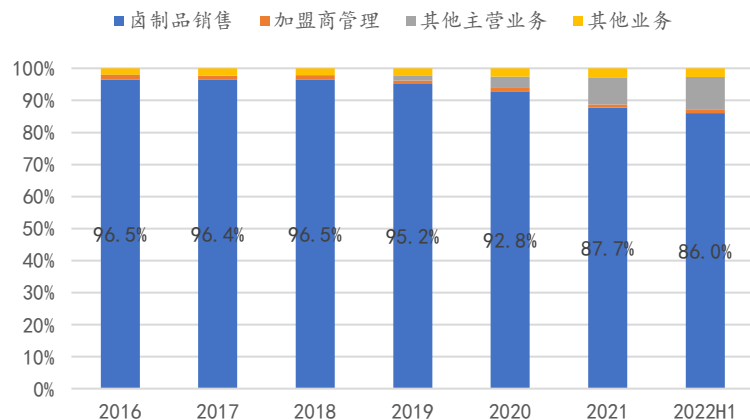
营业收入及同比增速



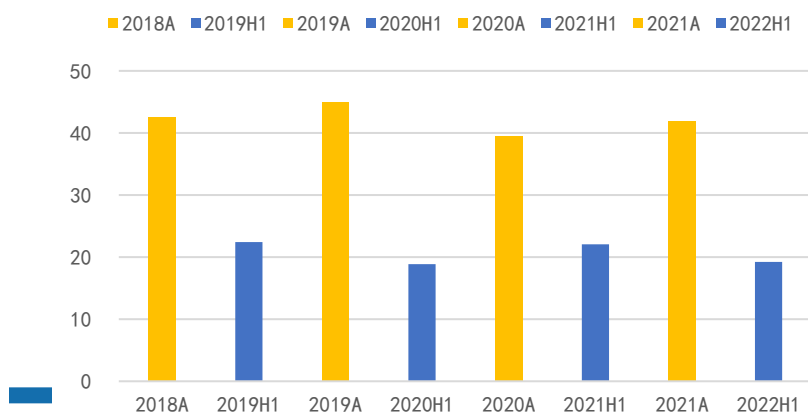
归母净利润及同比增速



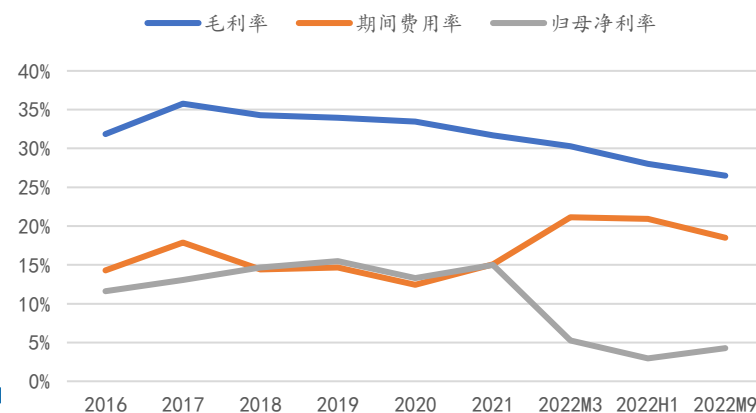
营业收入结构变化



单店营收变化（万元/家）



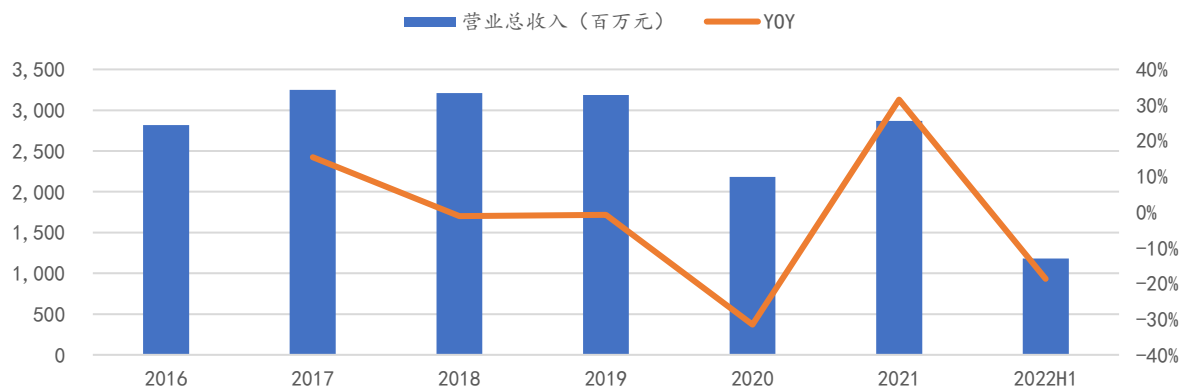
盈利能力变化



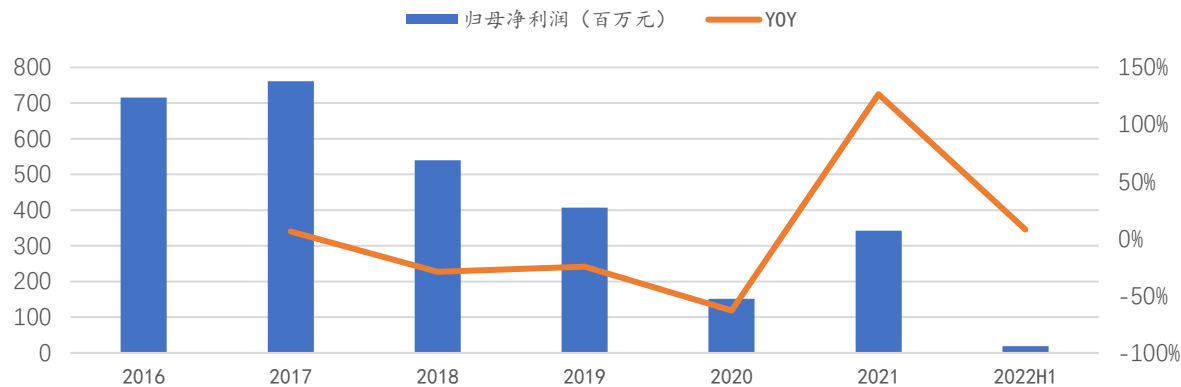


周黑鸭：单店营收降幅显著，上半年成本压力较为可控

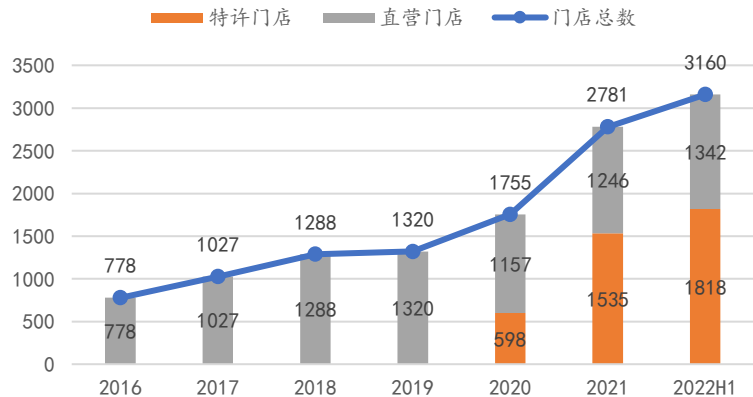
营业收入及同比增速



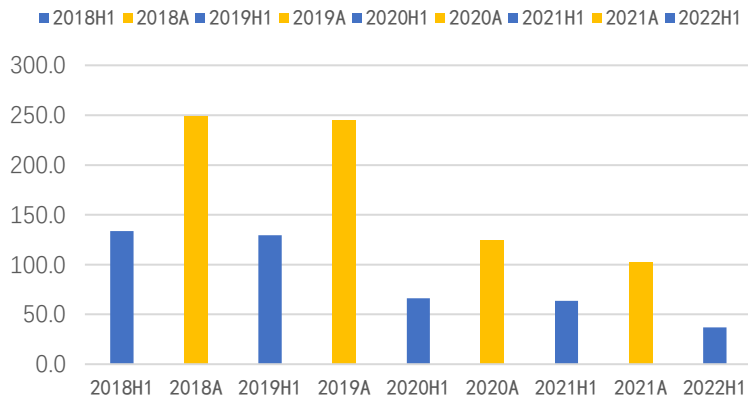
归母净利润及同比增速



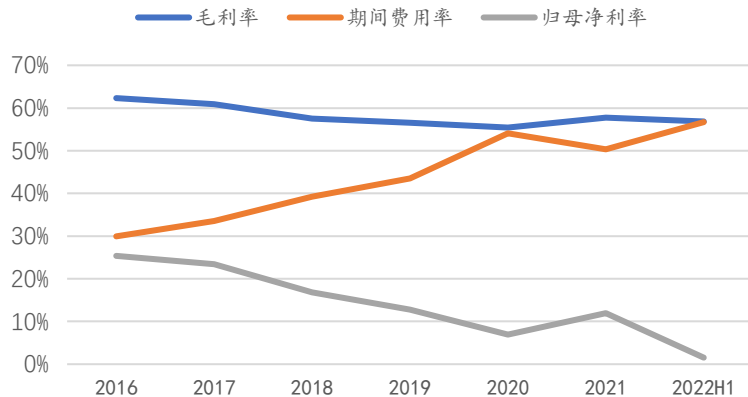
门店结构变化



单店营收变化 (万元/家)



盈利能力变化

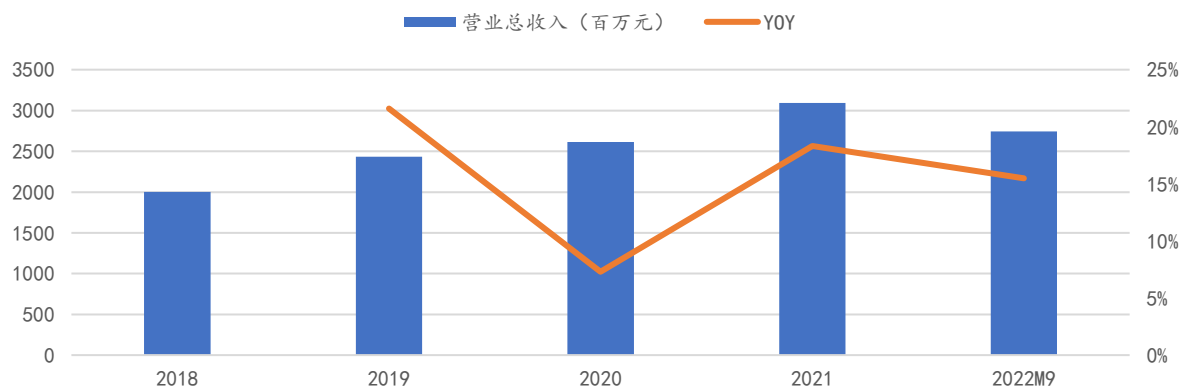


资料来源：公司公告，华安证券研究所

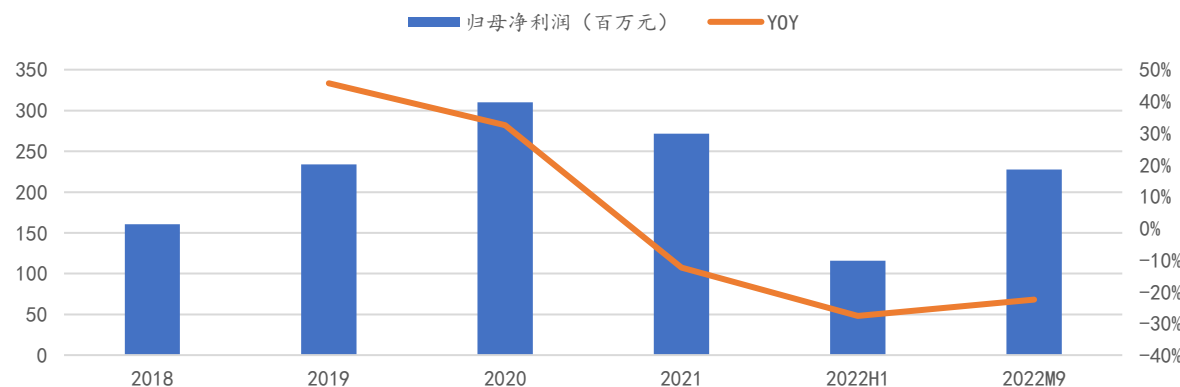


紫燕食品：疫情对于单店营收影响相对较小，成本端压力较大

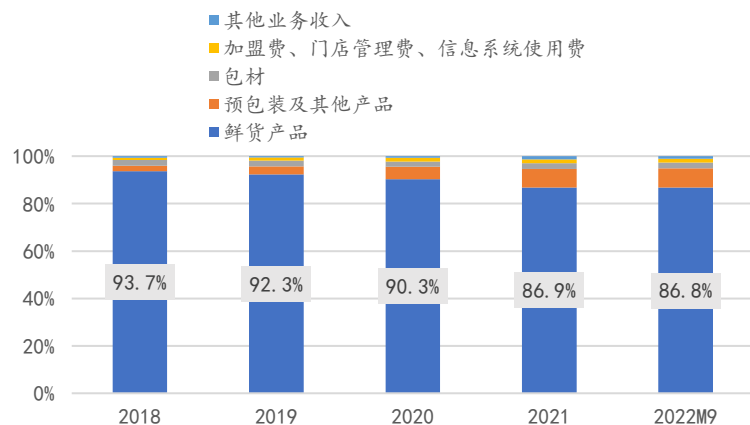
营业收入及同比增速



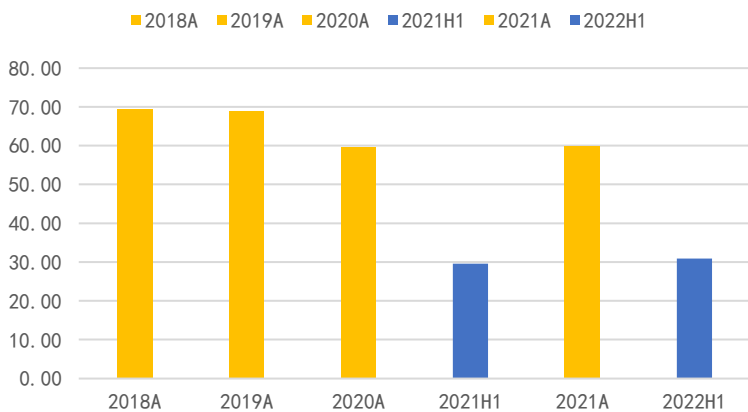
归母净利润及同比增速



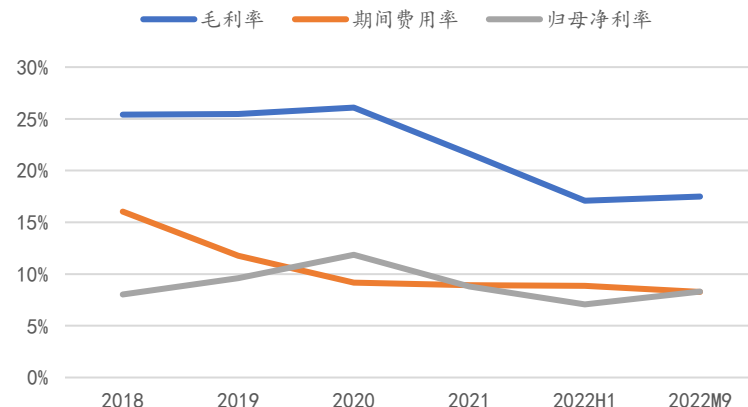
营业收入结构变化



单店营收变化 (万元/家)



盈利能力变化



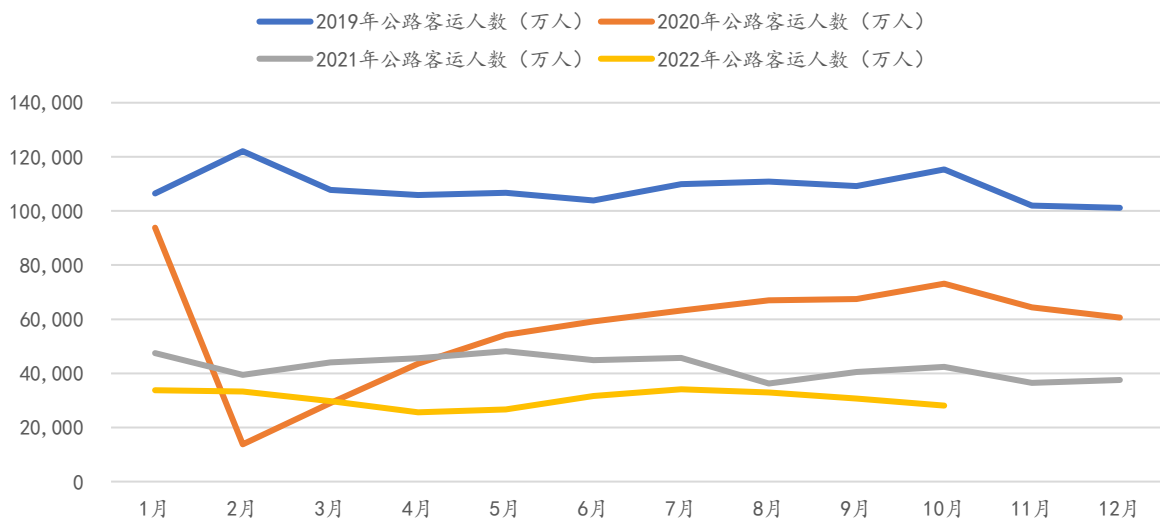
资料来源：公司公告，华安证券研究所



展望2023：单店营收持续修复，补贴费用逐步收缩

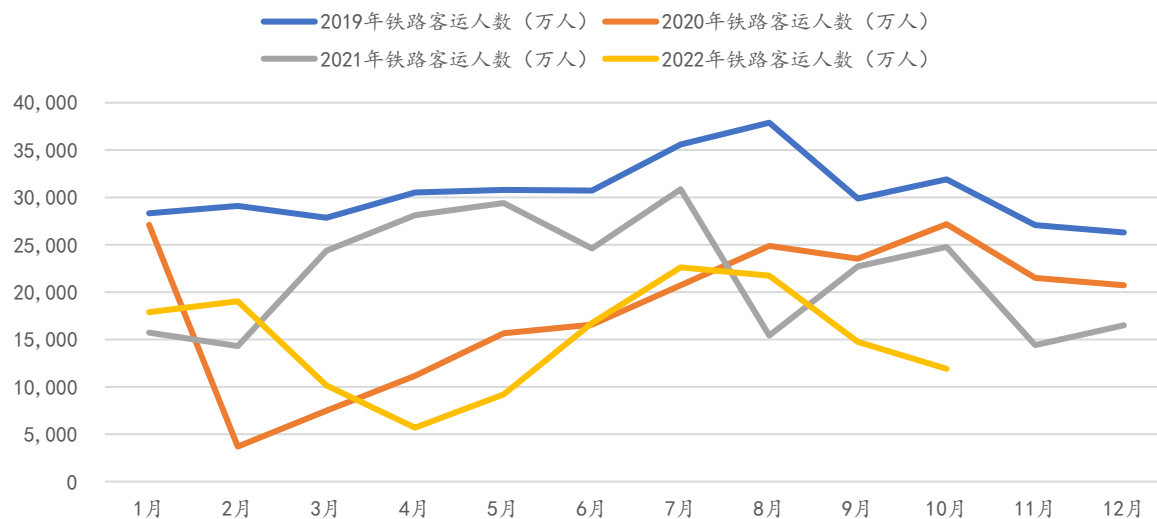
- **单店营收随疫情影响弱化而逐步修复。**当前线下人员流动性较疫情前仍存在较大缺口，随着疫情管控更加科学合理、精准有效的信号持续释放，并参考海外国家走过的防疫路线来看，后续疫情影响弱化、线下人流客流恢复正常的趋势较为确定。今年卤制品公司单店营收的向上改善经历一波三折，预计明年单店营收将持续修复。
- **补贴费用随门店经营改善而逐步收缩。**随着门店经营持续改善、加盟商经营质量逐步提升，继续大幅补贴的必要性降低，卤制品企业将逐步收缩补贴等费用支出，在一定程度上填补利润降幅。

全国公路客运人数变化



资料来源：iFinD，华安证券研究所

全国铁路客运人数变化



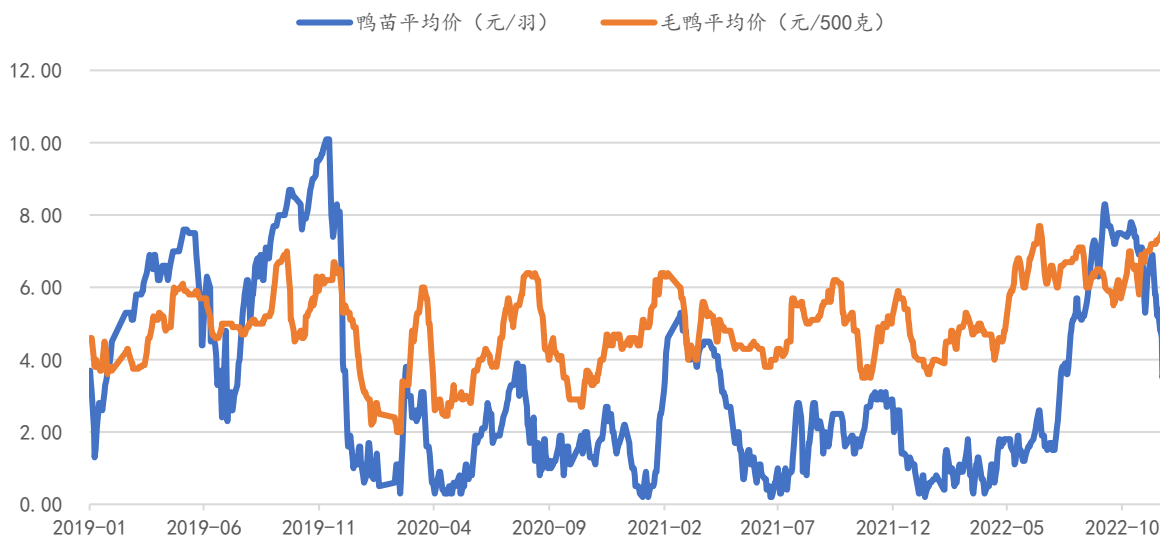
资料来源：iFinD，华安证券研究所



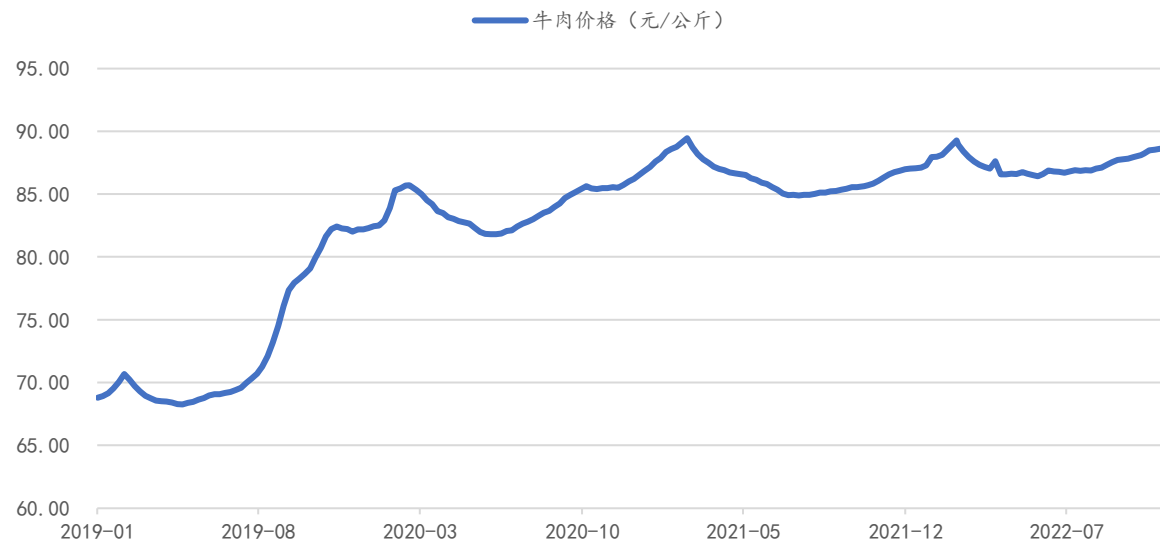
展望2023：成本端压力或有持续性

- **2023年成本端压力或有一定的持续性。**目前鸭头、鸭脖等鸭副制品以及牛肉等禽类价格或高位震荡或继续走高，考虑到上游养殖屠宰成本仍高，养殖端开始扩产到供需格局改善存在时滞，预计卤制品企业成本端压力或在明年上半年持续，成本高位对于企业利润端的修复仍有压制。
- **卤制品企业或将通过调整产品结构、调整价格等方式灵活应对成本压力。**部分卤制品企业今年以来对原材料价格上涨明显的部分品种进行了零售价格的调整，或通过缩小盒装规格的方式间接提价，对成本压力进行了一定程度的对冲。预计后续企业或将以引导调整产品结构为主要方式缓冲成本压力，若成本持续高位，不排除继续提价的可能性。

鸭苗及毛鸭价格走势



牛肉价格走势





投资建议：静待基本面强化后利润弹性释放

- **疫情反复+成本高位，短期业绩压力仍在。**卤制品行业Q3整体呈现弱复苏状态，10月以来全国多地再次出现疫情封控，拖累卤制品门店经营的改善节奏，且当前卤制品公司业绩端仍较大程度受制于成本高位。考虑到上游养殖屠宰成本仍高，预计成本端改善仍需要一定时间。预计卤制品公司Q4利润端仍有较大压力。
- **静待行业经营环境趋势性回暖，龙头公司有望释放较大业绩弹性。**较长时间疫情反复给卤制品行业造成的经营压力已经从尾部公司传递至头部公司，但龙头公司由于具备更高的治理水平、更雄厚的资金实力，在短期经营承压的同时继续巩固自身的供应链与加盟商体系优势。耐心等待疫情扰动趋势性弱化后门店销售逐步向疫情前水平回归、加盟商经营质量明显提升后公司收回补贴并收缩促销费用，同时在正常市场环境下线下门店扩张也将加速，多方发力将带来企业利润的修复；此外，随着原材料供需格局逐步改善，成本拐点的出现还将推动卤制品龙头公司释放更大的业绩修复弹性。建议布局核心竞争优势突出的卤制品龙头绝味食品。

卤制品板块可比公司估值表

代码	简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）			PE（倍）			PB（倍）		
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
603517.SH	绝味食品	56.25	342.35	1.60	0.87	1.79	35.16	65.03	31.41	6.06	5.62	4.94
603057.SH	紫燕食品	31.40	129.37	0.89	0.62	0.94	35.46	50.71	33.33	9.59	6.96	5.84
1458.HK	周黑鸭	5.42	117.58	0.15	0.05	0.17	36.13	101.69	31.10	3.07	3.03	2.86

注：收盘价为2022/12/09价格，估值为Wind一致预期

资料来源：Wind，华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

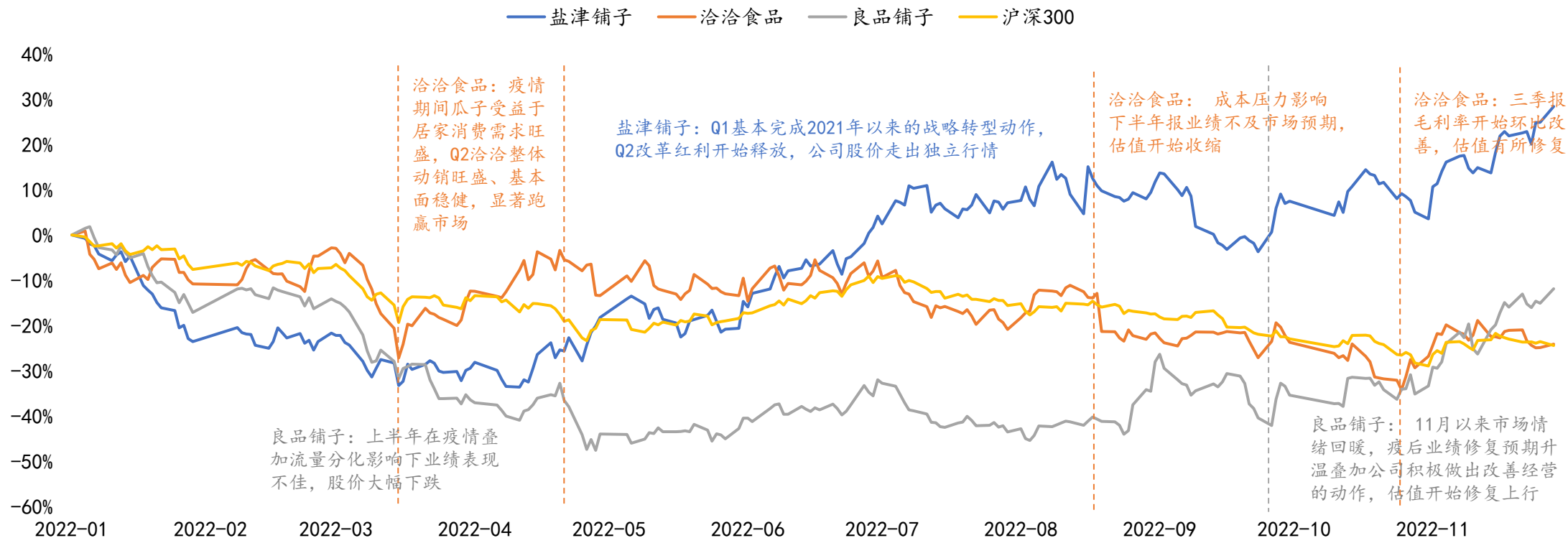
休闲食品板块

华安证券研究所



行情回顾：

2022年代表休闲食品公司股价涨跌幅



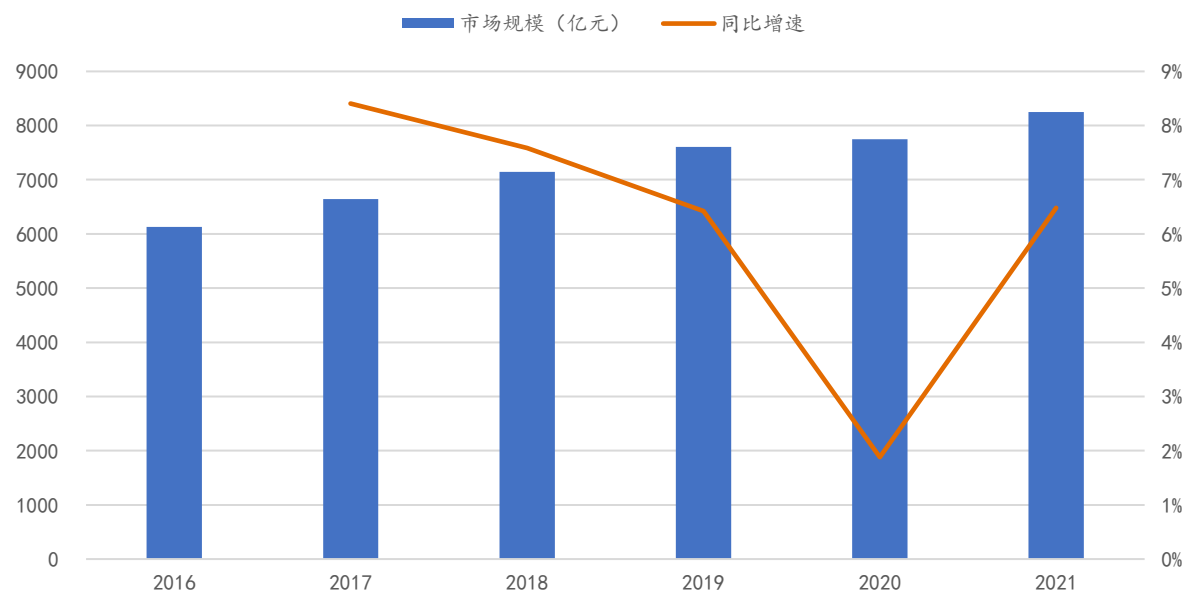
资料来源：Wind，华安证券研究所



行业概况：休闲食品行业体量大、格局分散

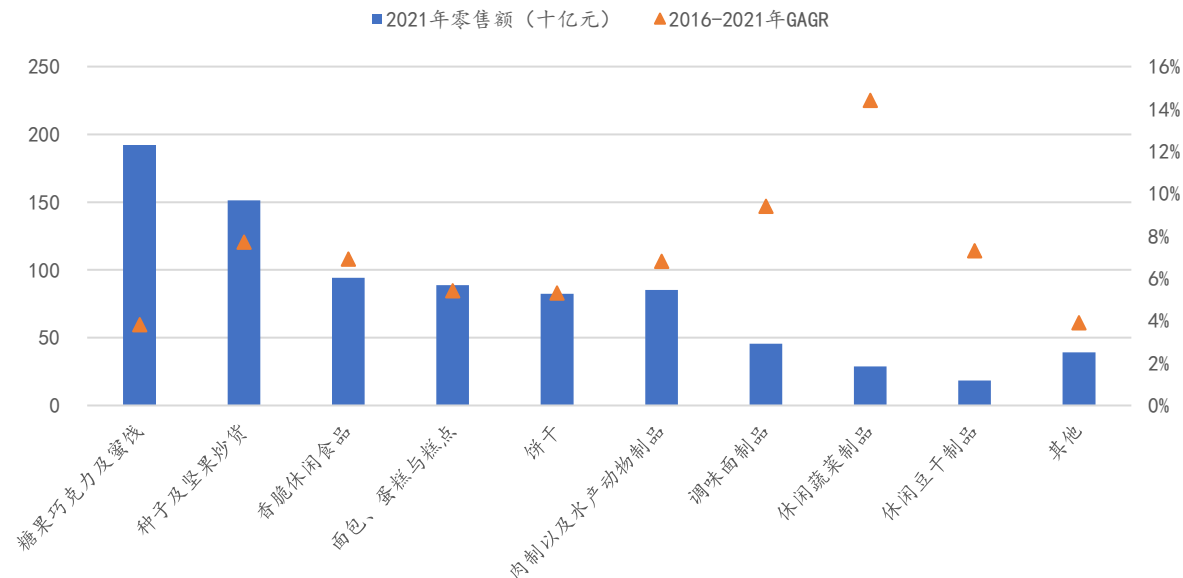
■ 休闲食品行业规模接近万亿，细分品类众多。2021年中国休闲食品行业市场规模为8251亿元，2016-2021年市场规模CAGR为6.1%。休闲食品是指通常在正餐以外的时间或休闲时间食用的食品，涵盖糖果、巧克力、蜜饯、饼干、薯片、坚果炒货、面包、蛋糕、点心、肉脯、海味零食、调味面制品、熟卤制品、果脯果干等众多细分品类。2021年市场规模排名靠前的细分品类包括糖果巧克力及蜜饯、种子及坚果炒货、香脆休闲食品、面包蛋糕及糕点、饼干、肉制及水产动物制品、调味面制品等。

休闲食品行业规模及同比增速



资料来源：Frost & Sullivan，华安证券研究所

休闲食品各细分赛道规模对比



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

行业概况：休闲食品行业体量大、格局分散

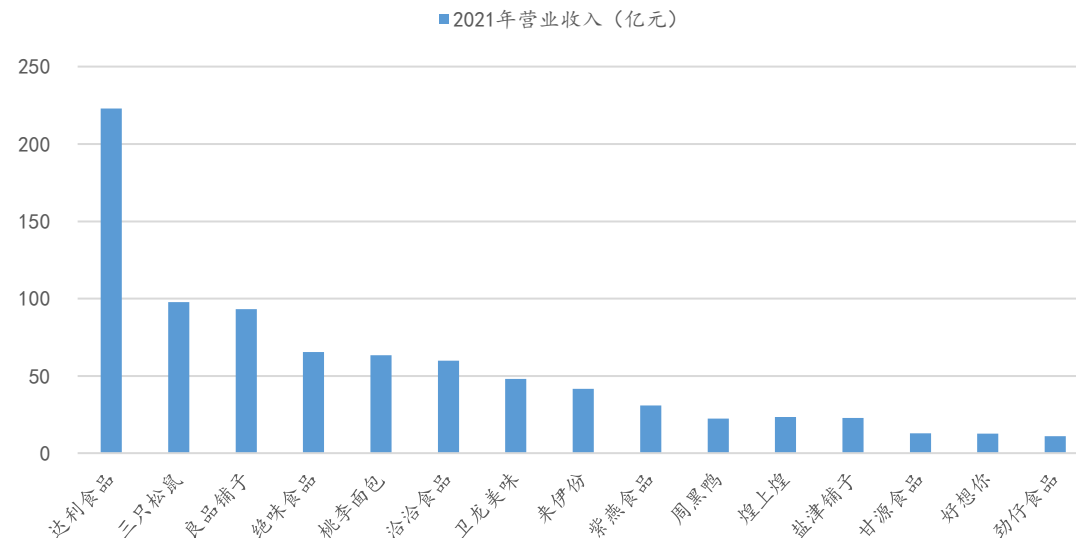
- 行业大体量孕育众多休闲食品品牌，市场格局分散。由于不同休闲食品细分产品的属性差异大，对企业生产制造经营的要求不同，休闲食品企业通常在自己擅长的一个或少数几个细分赛道精耕，如卫龙美味主营休闲辣味食品，洽洽食品主营瓜子及坚果，也有少数偏渠道型休闲食品公司进行全品类运营，如良品铺子。目前未有休闲食品公司占据明显领先的市场份额，上市休闲食品企业中，多品类、多品牌运营的达利食品2021年营业收入222.94亿元，其余公司体量均未超百亿，市场格局分散。

休闲食品品牌图谱

		坚果炒货	熟食制品	烘焙糕点	果脯果干	海味零食	素食山珍	膨化食品	糖果巧克力
纯单一品类		沃隆 WOLONG	绝味食品 JUEWEI FOOD	嘉士利	溜溜梅	海狸先生 Mr. Beaver's	功德林 GOOD STILL TEA	乐事 Lay's	金帝 JINDI
		华味亨	煌上煌	桃李	佳宝	渔夫叔	祖名	卡乐比 Calbee	金帝 Leconté
主营单一品类	洽洽食品	洽洽	虎皮凤爪		芒果干		素肉排	糯米锅巴、烘焙薯片	
	好想你	薄皮核桃、抱抱果			好想你				
	上好佳							上好佳 Oishi	八宝果糖、硬糖等
多品类	达利食品		达利园					可优家 Coupia	
	盐津铺子		卤鸭货	憨豆爸爸	盐津铺子	31°鲜	豆干、素毛肚	烘焙薯片	
全品类	良品铺子	良品铺子 BOSTORE	猪肉铺、鸭翅中	空气蛋糕	榴莲干、芒果干	鳕鱼肠、鱿鱼仔	豆干、海带结	薯片、米饼	果汁软糖

资料来源：华安证券研究所整理

休闲食品公司收入规模对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所



上市公司业绩表现明显分化

- 收入端，2022年前三季度洽洽食品/盐津铺子/良品铺子/甘源食品/劲仔食品/来伊份营业收入分别同比12.9%、21.0%、6.6%、13.3%、34.6%及6.5%。
- 利润端，2022年前三季度洽洽食品/盐津铺子/良品铺子/甘源食品/劲仔食品/来伊份归母净利润分别同比5.4%、182.9%、-8.8%、15.8%、41.2%及453.0%。
- 休闲食品公司业绩表现明显分化。一方面，休闲食品公司的渠道模式、产品属性有差异，在今年变化的消费环境中，各细分赛道的韧性有差异；另一方面，从微观企业经营视角看，今年休食公司的应对打法各异，部分企业维持原有战略，部分企业则大力推动改革，叠加不同企业间去年同期基数差异较大，今年休闲食品公司业绩表现呈现较为明显的分化特征。

2022年主要休闲食品公司收入及利润表现

公司	营业收入（百万元）								归母净利润（百万元）							
	2022Q1-Q3	YoY	2022Q1	YoY	2022Q2	YoY	2022Q3	YoY	2022Q1-Q3	YoY	2022Q1	YoY	2022Q2	YoY	2022Q3	YoY
洽洽食品	4383.5	12.9%	1432.0	3.9%	1246.2	24.4%	1705.4	36.8%	626.7	5.4%	207.8	5.2%	143.2	10.5%	275.7	3.2%
盐津铺子	1969.8	21.0%	574.7	-2.9%	635.2	34.6%	759.8	19.6%	218.6	182.9%	61.4	-25.2%	67.4	扭亏为盈	89.8	213.2%
良品铺子	7003.0	6.6%	2941.8	14.3%	1952.8	5.7%	2108.3	8.0%	287.4	-8.8%	93.1	-8.9%	100.2	11.5%	94.1	-23.6%
甘源食品	969.0	13.3%	320.4	-5.2%	293.7	42.7%	355.0	20.9%	89.5	15.8%	22.5	-45.3%	18.6	扭亏为盈	48.4	20.3%
劲仔食品	1010.1	34.6%	259.4	15.5%	360.8	45.6%	389.8	8.0%	90.4	41.2%	20.1	-5.8%	36.6	84.7%	33.7	47.1%
来伊份	3249.5	6.5%	1315.0	8.3%	997.2	12.7%	937.3	-6.0%	70.7	453.0%	92.5	15.2%	18.0	-35.9%	-39.8	亏损收窄

资料来源：公司公告，华安证券研究所



部分原辅料价格上半年同比涨幅明显

■ **2022H1原辅料价格涨幅明显，休食公司成本端承压。**受全球通胀及地缘政治冲突影响，上半年部分大宗商品价格显著上涨，例如棕榈油价格上半年急剧上涨，同比涨幅一度接近翻倍；以PET为代表的包材价格也在上半年大幅上涨。原辅料及包材价格上涨给休闲食品企业的成本端造成不同程度的压力。Q3以来，部分原材料及包材价格开始回落，成本压力有望逐步改善。

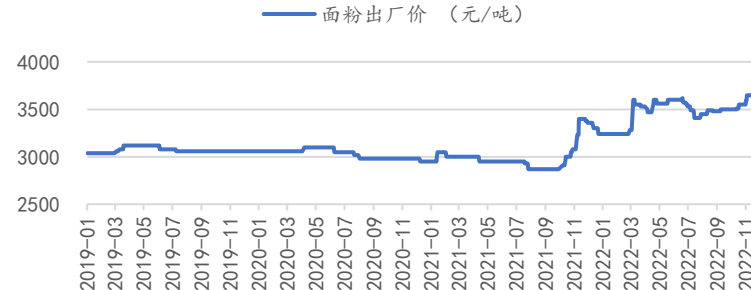
棕榈油价格走势图



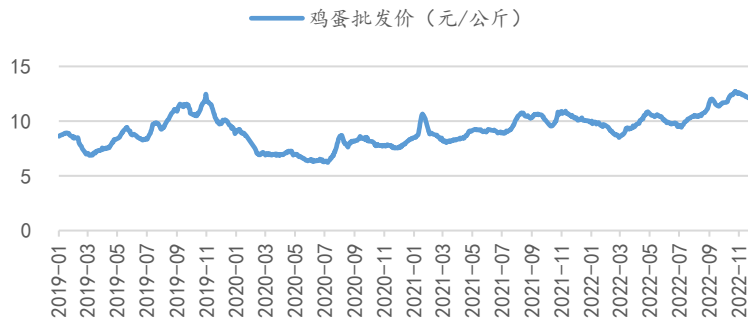
白砂糖价格走势图



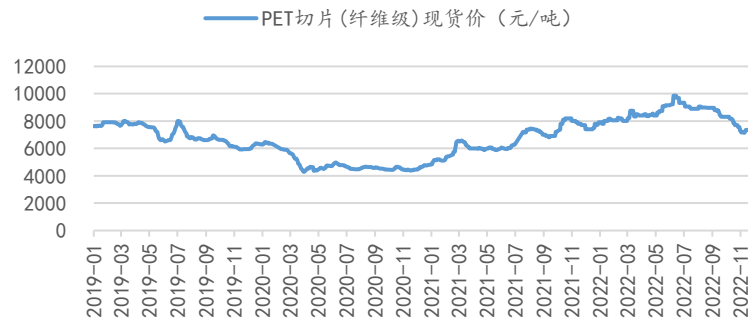
面粉价格走势图



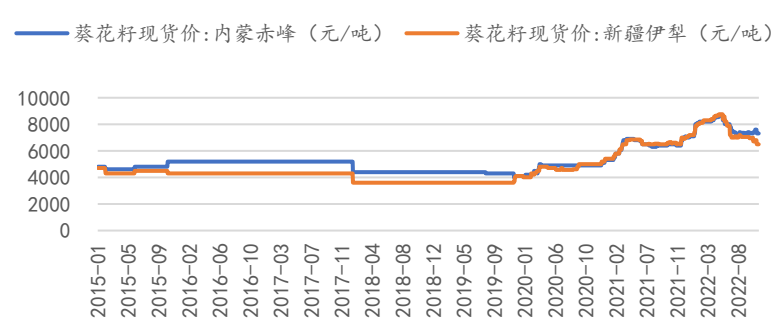
鸡蛋价格走势图



PET价格走势图



葵花籽价格走势图





毛利率普遍承压

- 毛利率受影响程度不同，多数公司费用收缩，洽洽食品、良品铺子盈利能力受损较多，盐津铺子盈利能力大幅改善。2022年以来多数休闲食品公司的销售费用率同比有所下降，带动整体费用率水平有所下降，坚果炒货龙头洽洽食品则呈现费用率的上升，与公司加大品牌端、渠道端以及消费者端费用投入，以及人员薪酬福利增加有关。从净利率角度看，洽洽食品在毛利率下滑、费用率提升的背景下，净利率承压；良品铺子净利率同比下滑，主因毛利率下滑；盐津铺子则在转型升级后实现盈利能力大幅改善；来伊份受益于费用率收缩，盈利能力有所修复；甘源食品与劲仔食品前三季度累计盈利能力同比变化不大，但环比改善。

主要休闲食品企业毛利率、费用率、净利率表现

公司	最新报告期	毛利率	同比	销售费用率	同比	管理费用率	同比	研发费用率	同比	财务费用率	同比	净利率	同比
洽洽食品	2022Q1-Q3	30.5%	-0.7pct	9.2%	0.4pct	5.3%	0.4pct	0.7%	-0.0pct	-0.4%	0.2pct	14.3%	-1.0pct
盐津铺子	2022Q1-Q3	36.4%	-3.4pct	17.2%	-10.8pct	4.8%	-0.7pct	2.4%	-0.2pct	0.4%	-0.5pct	11.1%	6.1pct
良品铺子	2022Q1-Q3	28.2%	-1.3pct	18.4%	-0.7pct	5.2%	0.2pct	0.5%	0.2pct	-0.4%	0.1pct	4.1%	-0.7pct
甘源食品	2022Q1-Q3	34.0%	-0.6pct	14.6%	-3.7pct	5.3%	0.4pct	2.6%	1.6pct	-0.9%	0.1pct	9.2%	0.2pct
劲仔食品	2022Q1-Q3	26.0%	-0.5pct	10.5%	-0.3pct	5.2%	-1.0pct	1.8%	-0.3pct	-1.2%	0.2pct	8.8%	0.3pct
来伊份	2022Q1-Q3	43.9%	-0.9pct	27.5%	-6.4pct	13.0%	1.5pct	0.3%	0.2pct	0.3%	-0.1pct	2.2%	1.8pct

注：盐津铺子毛利率同比下滑主要系物流费用及配送费用归集口径变更所致，还原至原口径，2022Q1-Q3毛利率同比上行约1.0pct

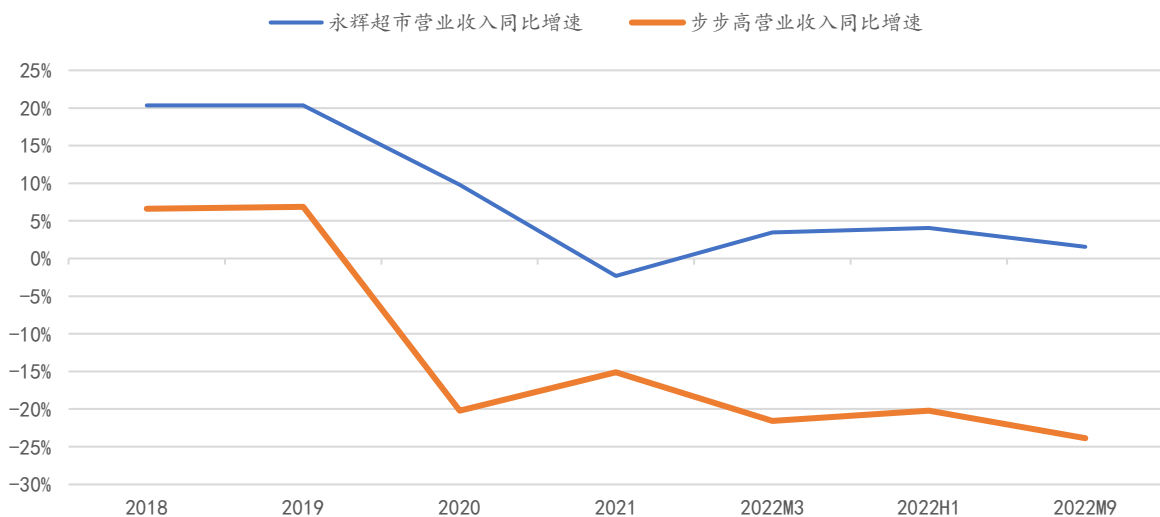
资料来源：公司公告，华安证券研究所



展望2023：快捷便利、经济实惠的新兴渠道正崛起

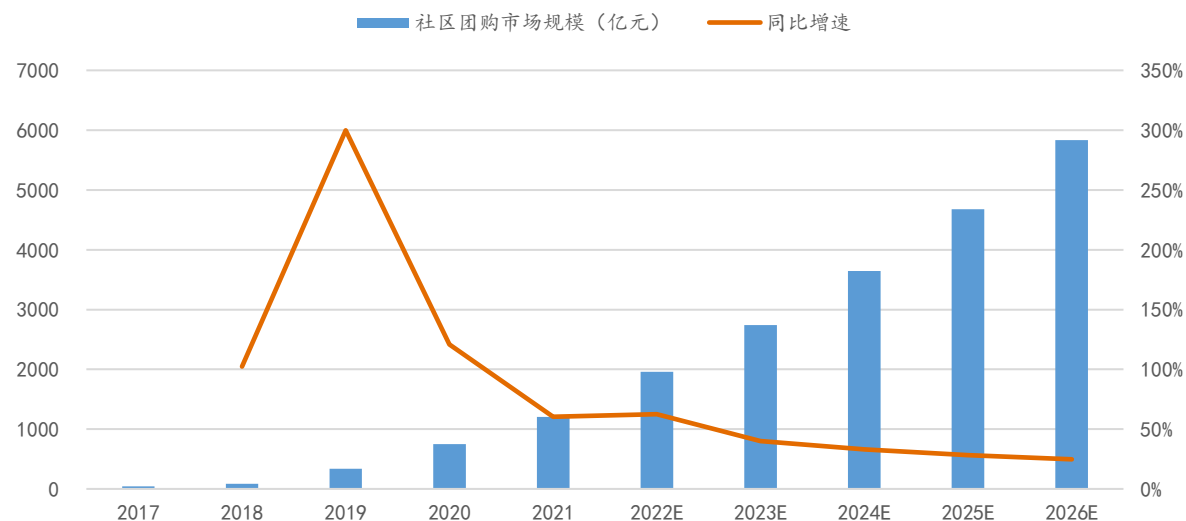
- **渠道流量去中心化，新兴渠道快速成长。**线下方面，近年来社区团购、便利店、量贩零食专卖店等新业态快速兴起，传统大中型商超在零售业中的核心地位受到挑战；线上亦有流量去中心化趋势，以京东、淘宝为代表的传统电商平台增长略显乏力，以抖音、快手为代表的新型电商快速增长。

商超龙头公司收入增速中枢下降



资料来源：公司公告，华安证券研究所

社区团购市场规模及同比增速

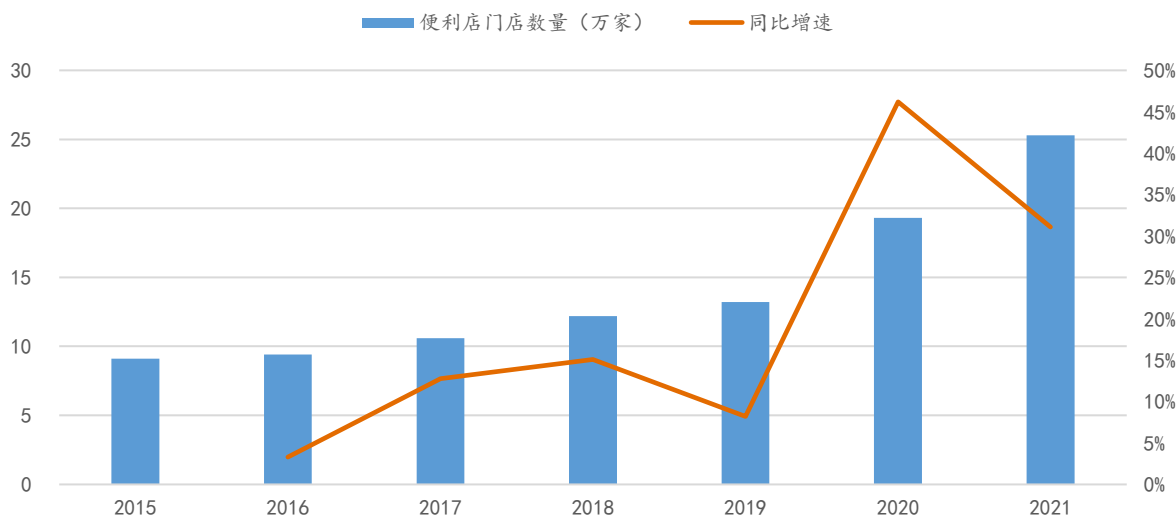


资料来源：头豹研究院，华安证券研究所



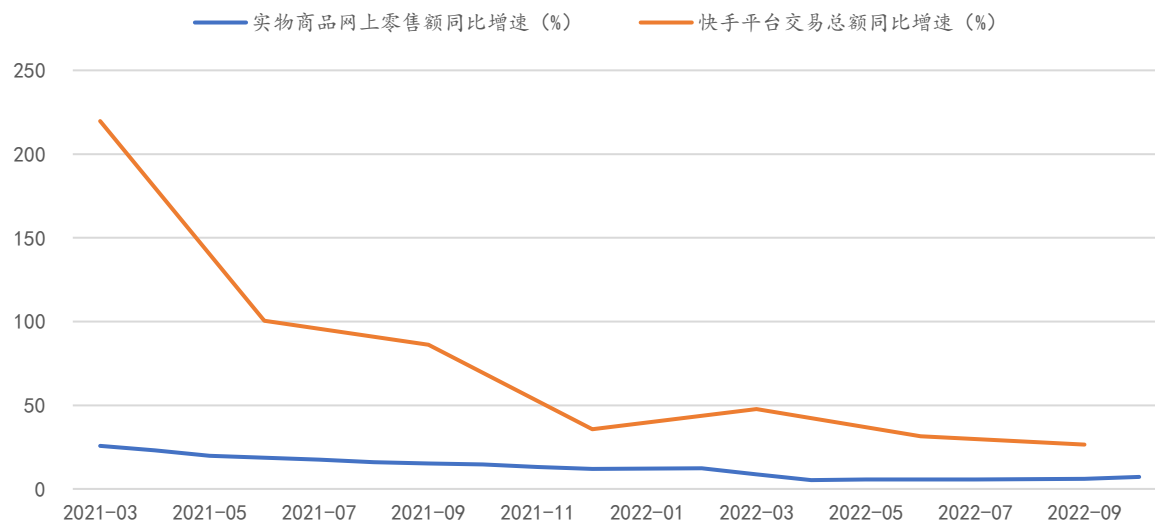
展望2023：快捷便利、经济实惠的新兴渠道正崛起

全国便利店门店数量及同比增速



资料来源：KPMG，华安证券研究所

以快手为代表的新型电商发展速度快于线上电商整体



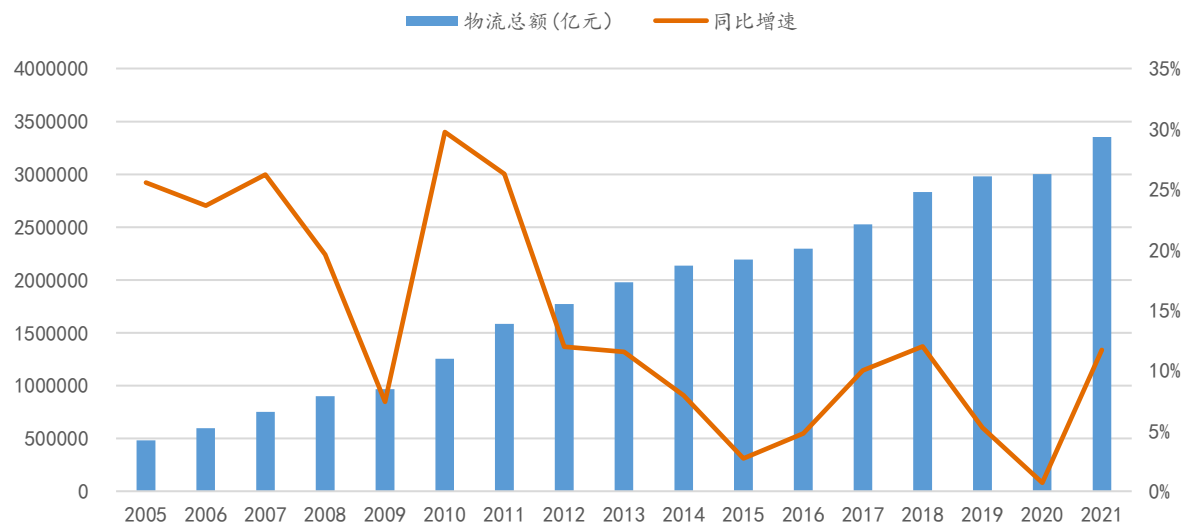
资料来源：Wind，华安证券研究所



展望2023：快捷便利、经济实惠的新兴渠道正崛起

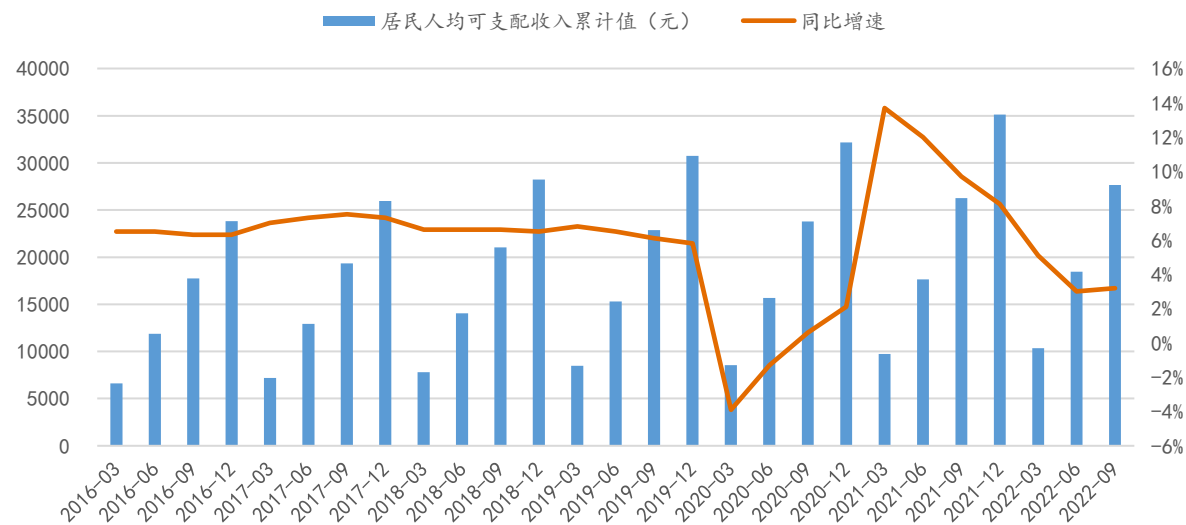
■ 新兴渠道满足消费者快捷便利、经济实惠的消费需求，部分适应变化的企业有望迎来新一轮快速成长期。社区团购、便利店、量贩零食专卖店等新业态快速兴起的重要原因之一是物流运输业态高速发展为供应链覆盖面积的扩大提供了有力支撑，消费者的便捷化需求可以得到更好的满足；另一方面，社区团购、量贩零食专卖店、抖音快手等渠道的零售价较同类型传统优势渠道更有竞争力，在居民可支配收入增长受疫情影响而略有放缓的背景下，消费者的购物决策更加谨慎，高性价比的产品更受欢迎。因此我们预计渠道结构的变化是休闲食品行业的中长期趋势。当前部分企业通过改革积极适应渠道与消费环境变化的趋势，有望乘新兴渠道快速崛起之东风进入新一轮快速成长期。

中国物流总额及同比增速



资料来源：Wind，华安证券研究所

居民人均可支配收入及同比增速



资料来源：iFind，华安证券研究所



投资建议：关注改革红利释放个股与低估值品种业绩改善

■ 休闲食品板块投资建议围绕两条主线：

- 中长期视角看，渠道结构快速变化有望带来休闲食品细分赛道的竞争格局改变，具有敏锐洞察力、及早拥抱新渠道、执行能力强的优秀企业将更好把握机遇提升市场份额，规模效应以及议价权逐步强化带来盈利能力逐步提升。推荐改革红利加速释放、业绩成长性与确定性兼备的盐津铺子。
- 部分休闲食品龙头公司今年在成本显著上涨背景下业绩承压，估值亦有明显压缩，可重点关注成本压力缓解、消费信心恢复后企业盈利的改善。推荐估值安全边际高的洽洽食品，目前公司开始进入新一轮主要原材料采购季，预计原材料成本整体保持稳定，而油、糖、包材等价格Q3/Q4有所回落，且公司Q2以来对瓜子、坚果、其他休闲食品类进行了直接或间接的提价，后续盈利能力大概率修复。

盐津铺子估值水平



资料来源：Wind，华安证券研究所

洽洽食品估值水平



资料来源：Wind，华安证券研究所



投资建议：关注改革红利释放个股与低估值品种业绩改善

休闲食品板块可比公司估值表

代码	简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）			PE（倍）			PB（倍）		
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
002557.SZ	洽洽食品	53.24	269.93	1.84	2.04	2.43	28.95	26.06	21.89	5.76	4.96	4.25
002847.SZ	盐津铺子	106.33	136.84	1.21	2.37	3.31	87.88	44.88	32.11	15.75	12.39	9.45
603719.SH	良品铺子	39.95	160.20	0.70	0.91	1.13	57.07	43.73	35.51	7.47	6.54	5.69
002991.SZ	甘源食品	77.80	72.52	1.65	1.92	2.59	47.15	40.51	30.01	5.02	4.67	4.15
003000.SZ	劲仔食品	11.59	46.73	0.21	0.32	0.40	55.19	36.72	29.27	5.29	4.62	4.04

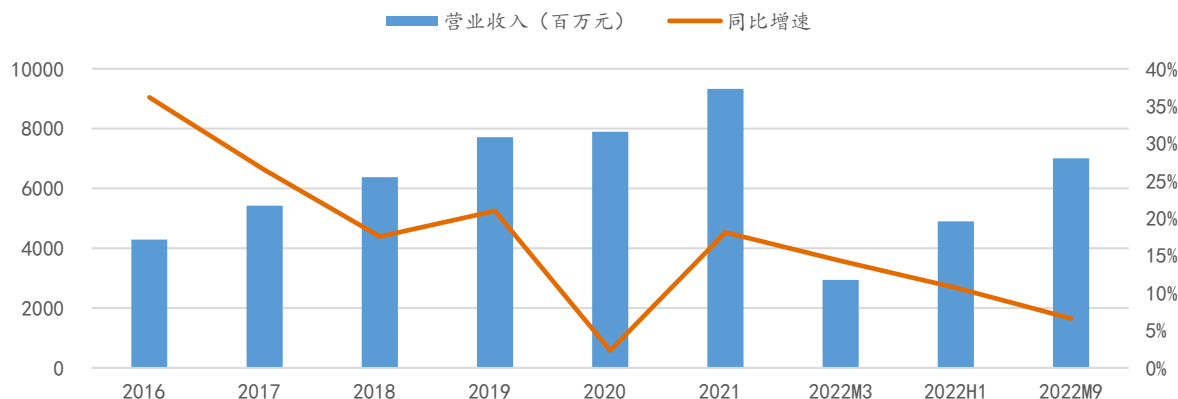
注：收盘价为2022/12/09价格，估值为Wind一致预期

资料来源：Wind，华安证券研究所

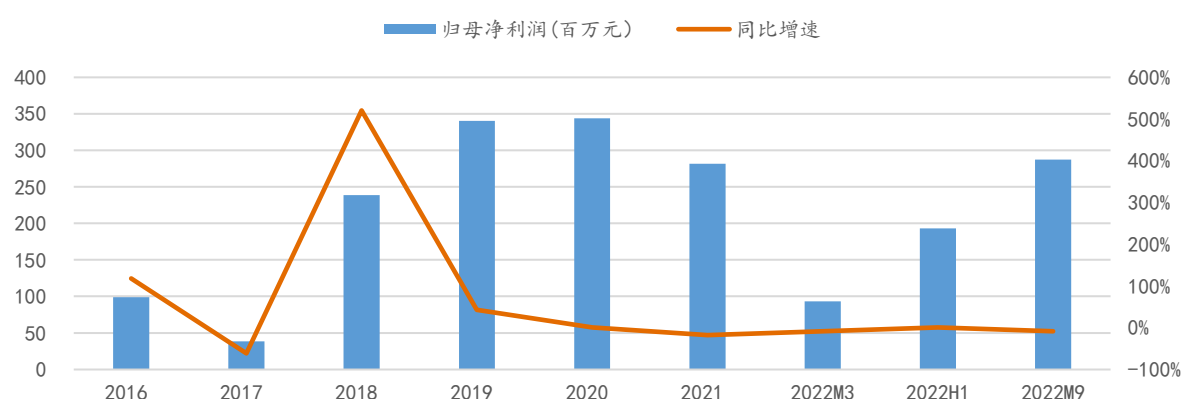


良品铺子：渠道模式面临挑战，盈利能力仍待修复

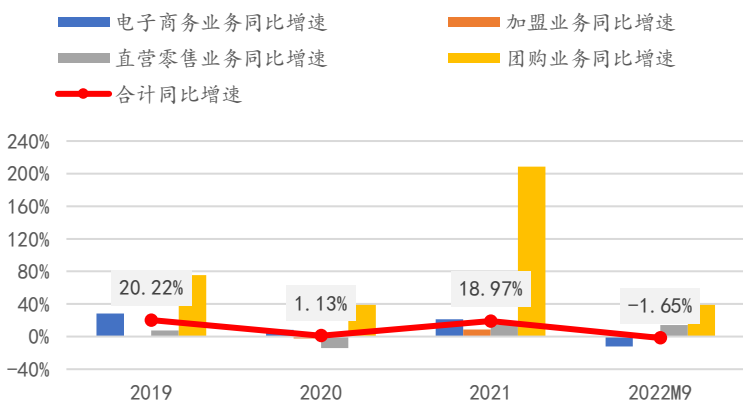
营业收入及同比增速



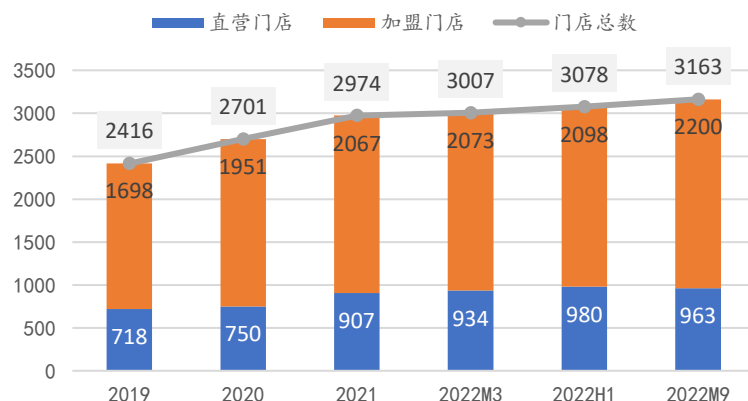
归母净利润及同比增速



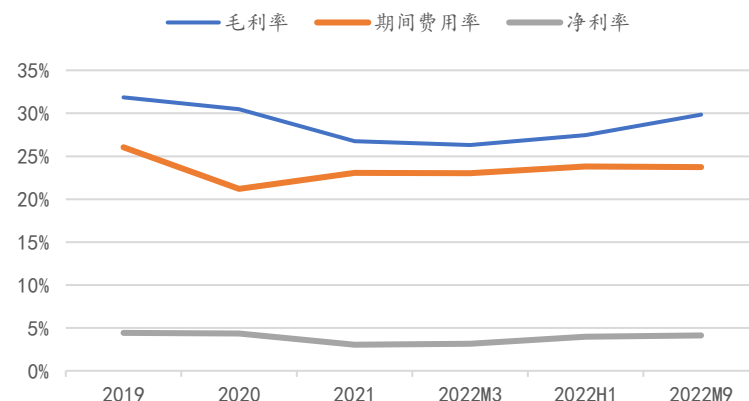
分业务收入增速



门店结构变化



盈利能力变化

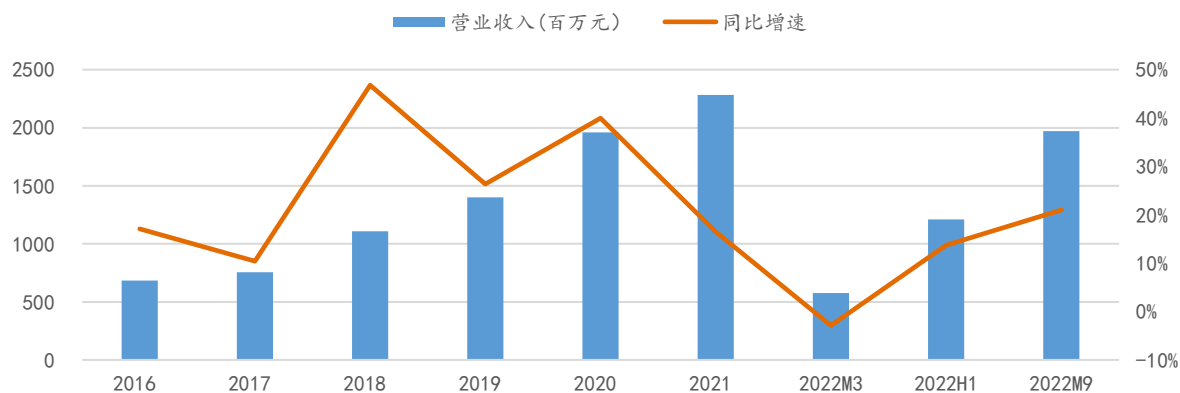


资料来源：公司公告，华安证券研究所

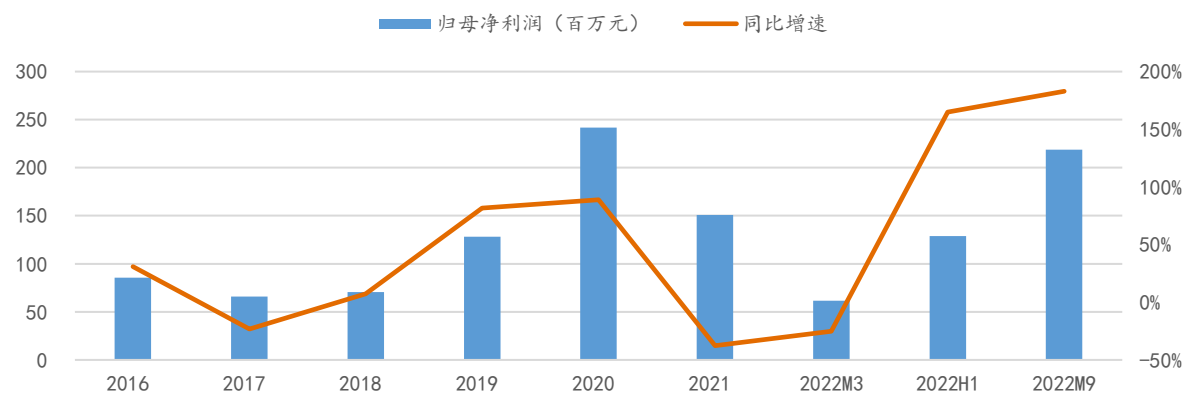


盐津铺子：转型升级成效显著，全渠道拓展顺利

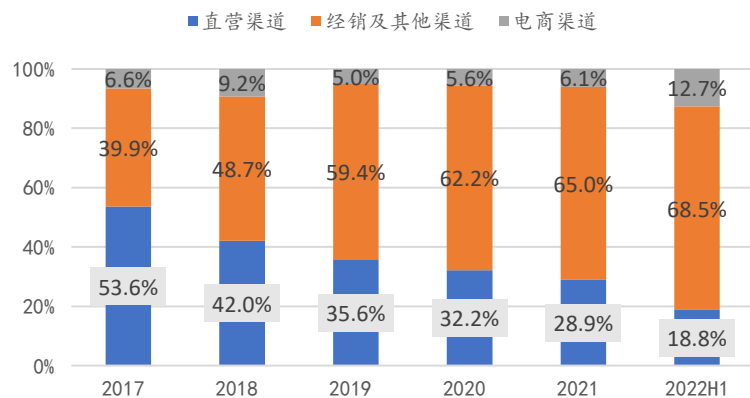
营业收入及同比增速



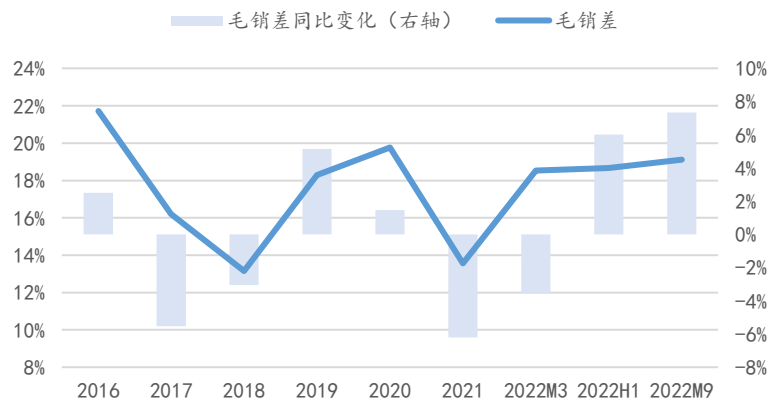
归母净利润及同比增速



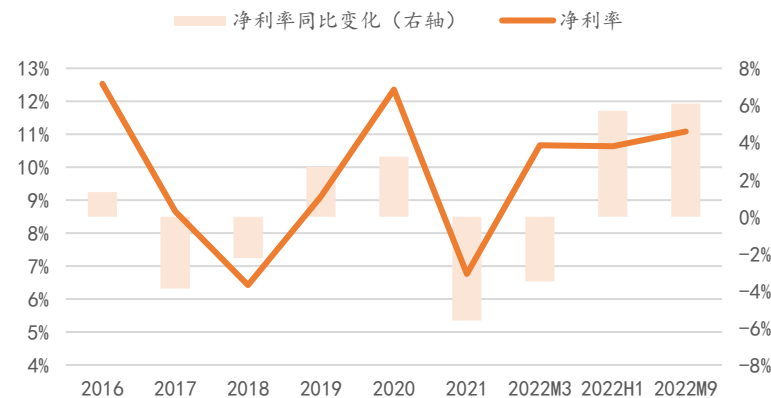
渠道结构变化



毛销差变化



净利率变化

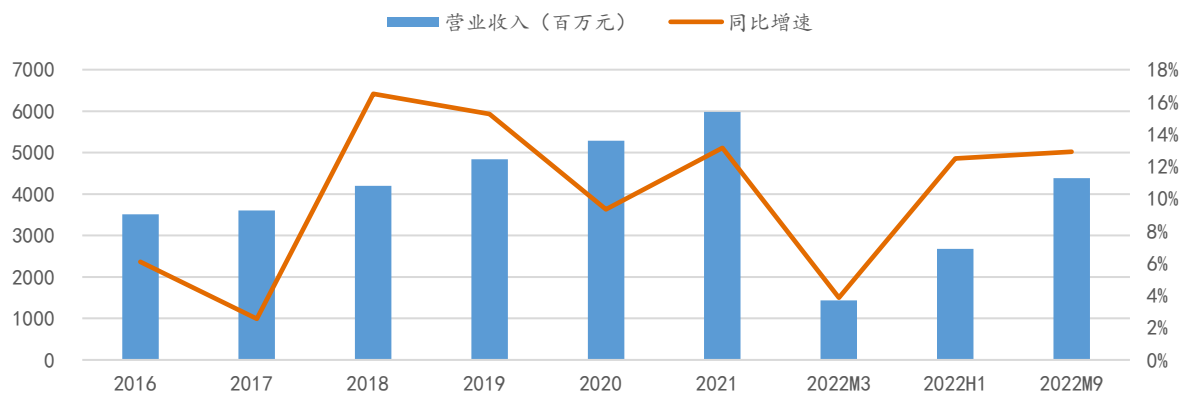


资料来源：公司公告，华安证券研究所

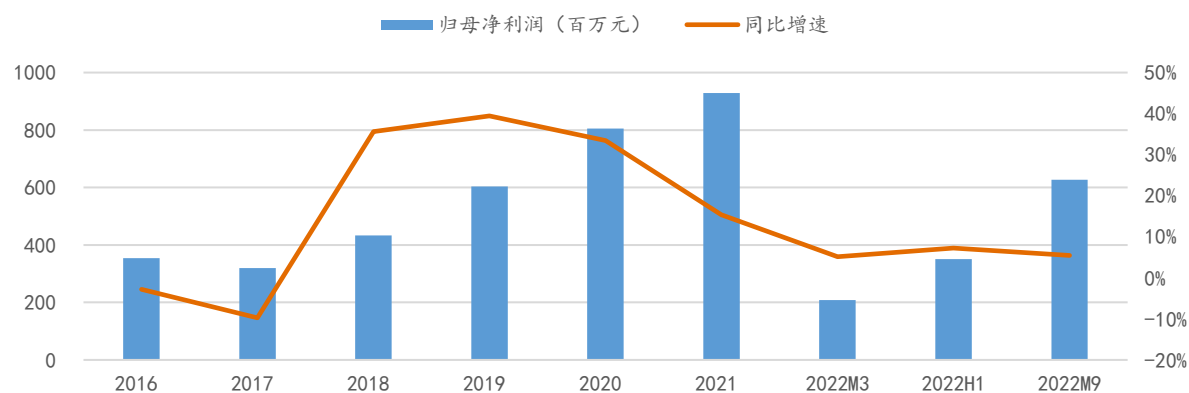


洽洽食品：Q3毛利修复费用增投，盈利能力仍待改善

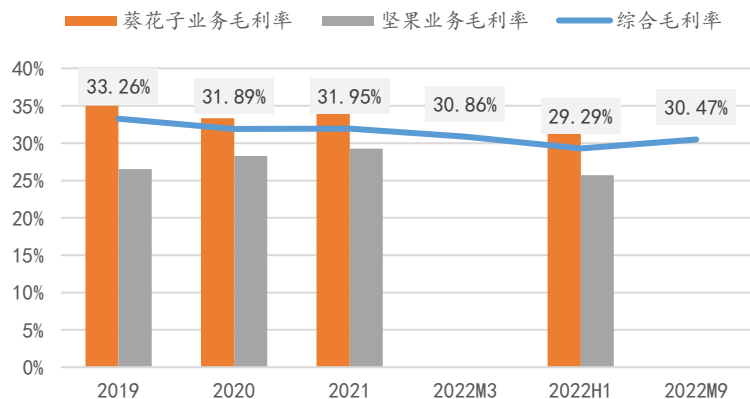
营业收入及同比增速



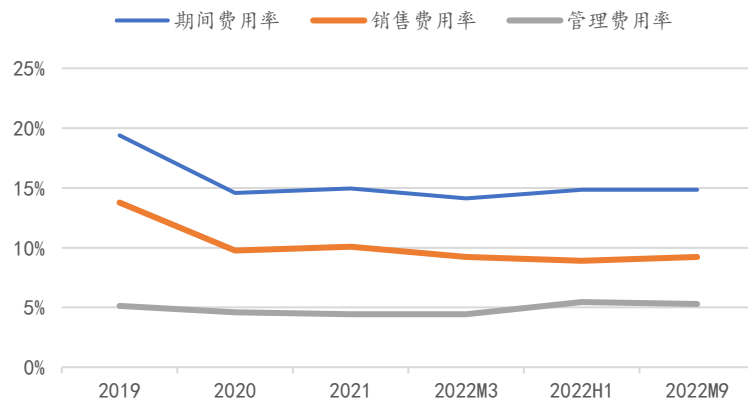
归母净利润及同比增速



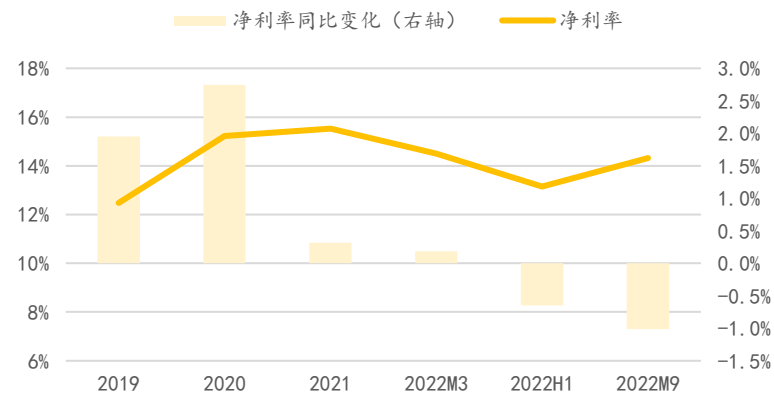
毛利率变化



费用率变化



净利率变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

乳制品板块

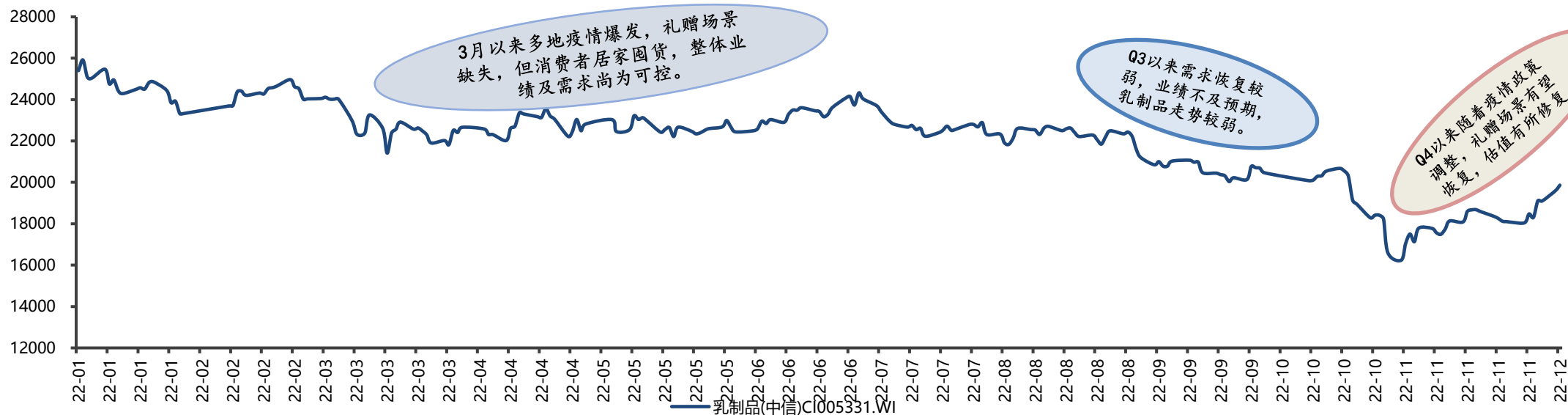
华安证券研究所



行情回顾：

- 乳制品指数年内走势较弱，3月以来多地疫情爆发，礼赠场景缺失，但消费者居家囤货，整体业绩及需求尚为可控，3-8月乳制品走势震荡上行。Q3以来需求恢复较弱，业绩不及预期，乳制品走势较弱。Q4以来随着疫情政策调整，礼赠场景有望恢复，业绩环比有望修复，估值有所修复。

乳制品指数走势变动图



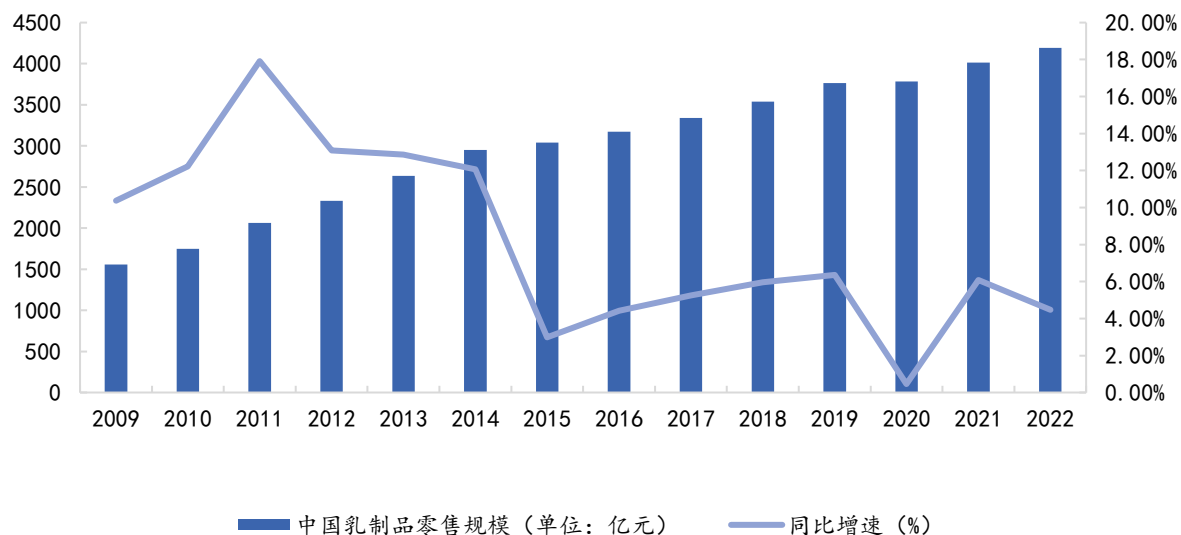
资料来源：Wind，华安证券研究所



行业概况：乳制品行业收入增速稳中有增，生产规模不断扩大

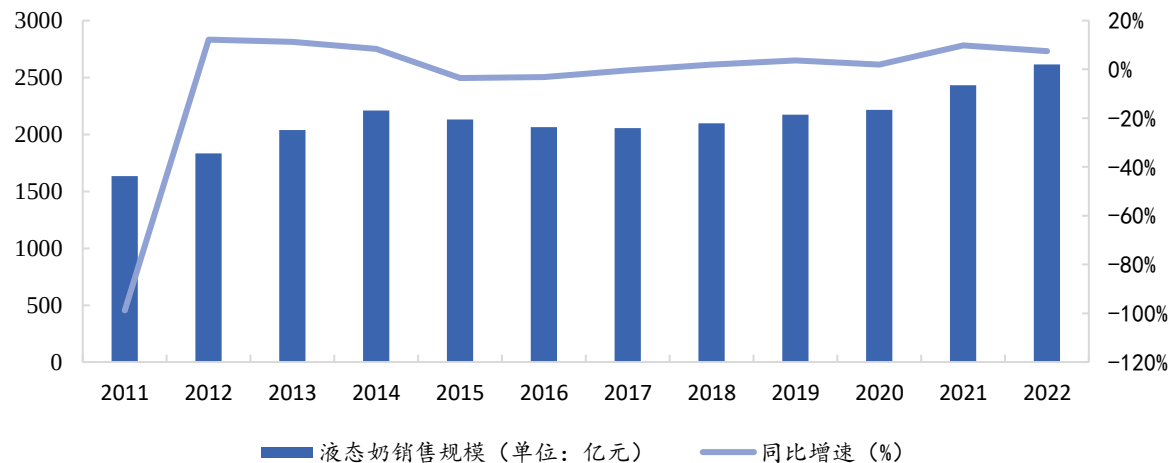
■ 根据欧睿数据，预计2022年乳制品行业收入规模为4191.54亿元，2008-2014年行业收入规模CAGR为13.06%，2015年开始增速放缓，2015-2021年行业收入规模CAGR为4.74%。预计2022年液态奶行业收入规模为2613.26亿元，同比增长为7.44%，液态奶内部较为分化，酸奶增长较弱，白奶需求较强。

乳制品零售规模及同比增速



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

液态奶销售收入规模及同比增速



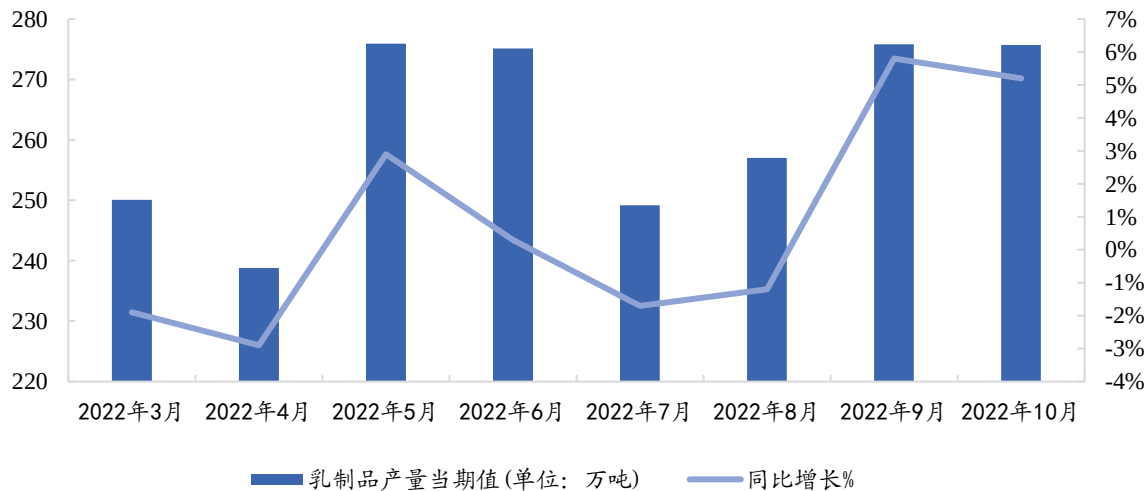
资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所



乳制品行业生产规模不断扩大，市场销量稳中有增

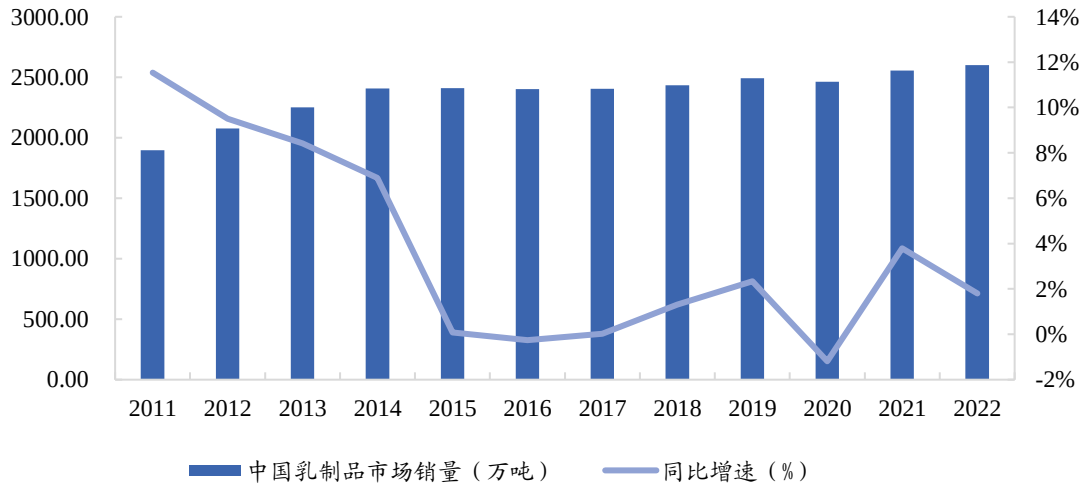
- 2022年中国乳制品行业生产规模不断扩大，2022年1-10月产量累计2580.3万吨，同比增长2.6%，单10月份产量为275.7万吨，同比增长5.2%。乳制品市场销量增长较为平稳，预计2022年市场销量为2600.67万吨，同比增长1.79%。

2022年3-10月乳制品产量当期值及同比增速



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

乳制品市场销量变动图



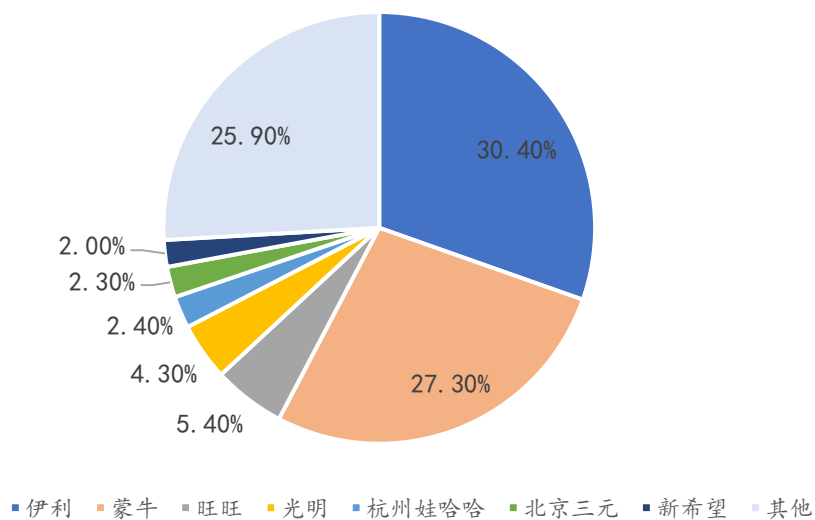
资料来源：Statista，华安证券研究所



液态乳竞争格局较为集中，常温白奶双寡头市场份额达67%

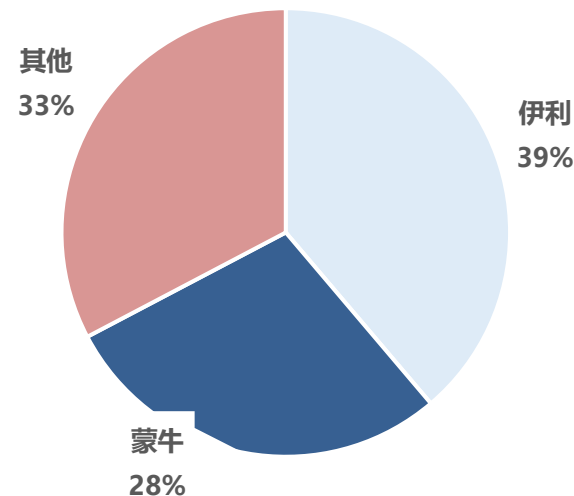
- 液态乳行业已形成双寡头格局：蒙牛、伊利共计占据市场57.7%的份额，常温白奶市场竞争格局更为集中，其中伊利占据39%的市场份额，蒙牛次之，占据28%，双寡头共同占据67%的市场份额，行业竞争格局较为集中。

液态乳及乳制品市场竞争格局



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

常温白奶市场竞争格局



资料来源：Statista，华安证券研究所

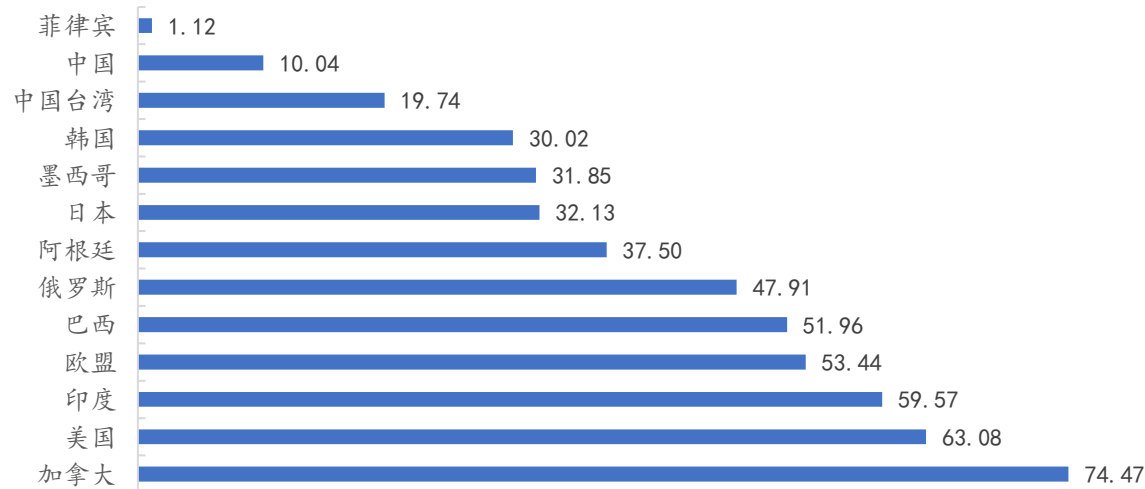


2022年液态奶人均消费量仅为日韩的1/3，增长空间较大

- 预计2022年我国年平均液态奶消费量为1450.1万吨，人均液态奶消费量仅为10.04kg，为日韩的1/3，液态奶行业仍有较大的成长空间。
- 人均酸奶消费量逐年提升，由2014年的3.6kg提升到2021年的5.7kg，预计2022年有望达到6.1kg。

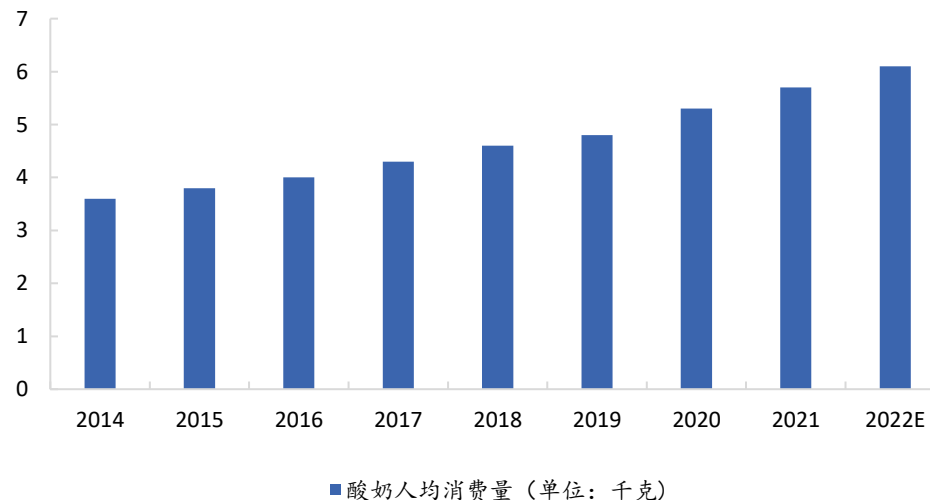
2022年各国人均液态奶消费量

■ 2022年世界各国及地区人均液态奶消费量（单位：千克）



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

中国人均酸奶消费量



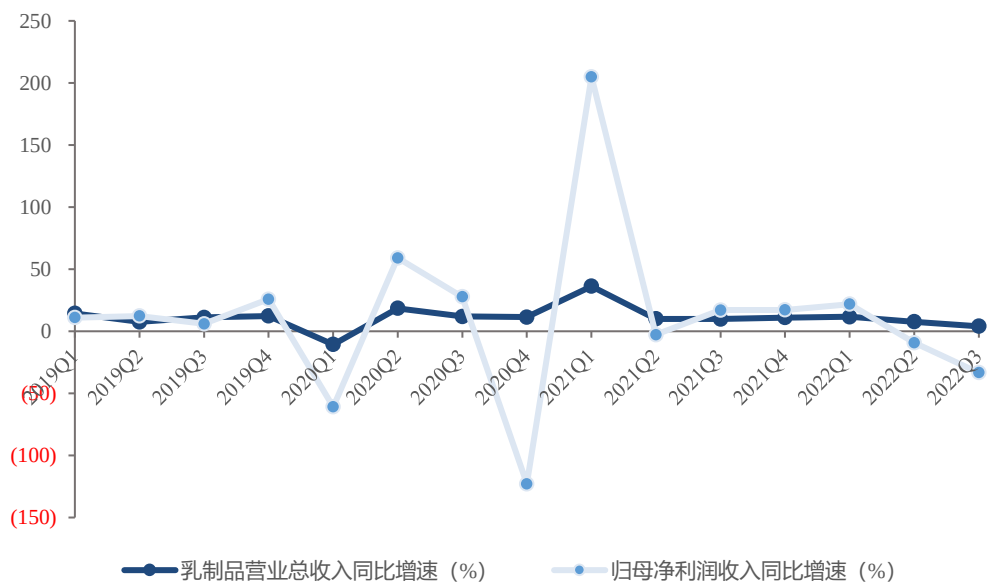
■ 酸奶人均消费量（单位：千克）

资料来源：Statista，华安证券研究所

收入增速环比下滑，盈利能力承压

- 2022年Q3乳制品板块（SW乳制品）收入增速为4.09%，收入增速环比下滑，归母净利润同比下滑33.3%，盈利能力承压。
- 从乳制品板块重点公司的表现来看，不论是综合性龙头、区域乳企还是奶粉，盈利端均有所承压。

收入增速环比下滑，盈利能力承压



资料来源：Wind，华安证券研究所

重点公司22Q3收入及利润表现情况

	22Q3收入 (亿元)	同比 (%)	22Q3归母净利润 (亿元)	同比 (%)
综合性龙头				
伊利股份	302.87	6.72	19.29	-26.46
区域乳企				
新乳业	27.00	15.68	1.21	10.19
光明乳业	69.75	-10.50	0.88	-52.18
天润乳业	6.18	19.67	0.46	45.33
燕塘乳业	5.11	-7.23	0.26	-43.51
奶粉				
贝因美	8.03	49.62	0.01	-74.46

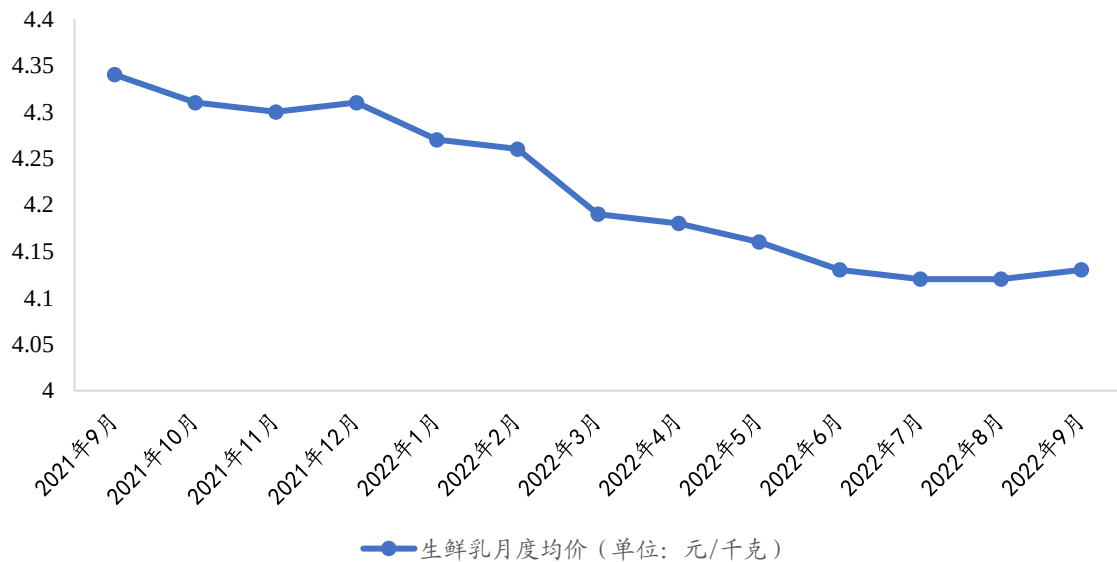
资料来源：Wind，华安证券研究所



生鲜乳价格呈现下降趋势，成本压力有望改善

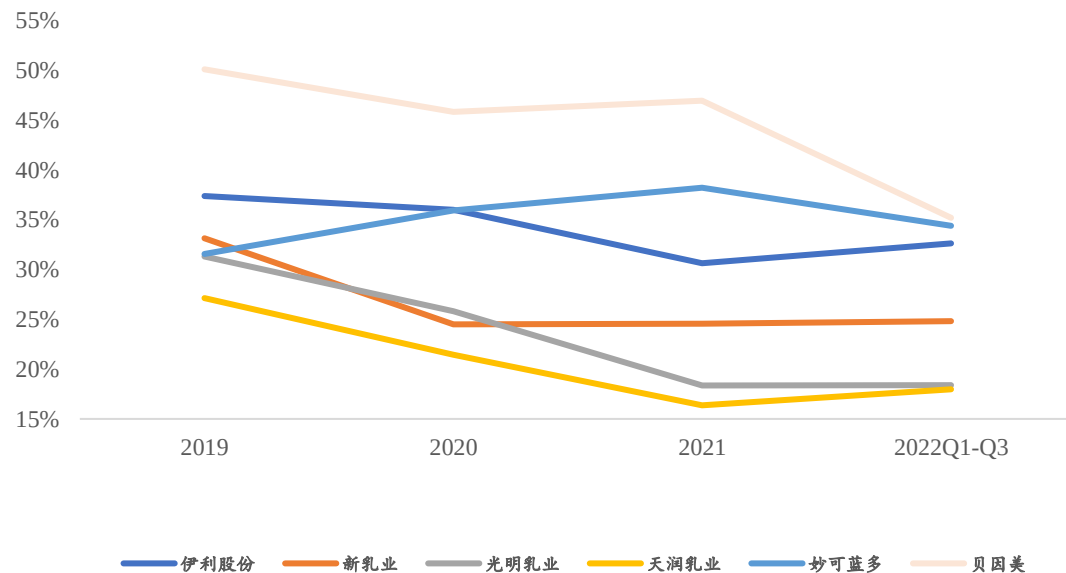
- **生鲜乳价格：**自2021年9月起开始下滑，2022年7月同比下滑4.5%，2022年8月同比下滑5.6%，2022年9月同比下滑4.7%，生鲜乳成本压力较2021年有所缓解。
- **前三季度毛利率较21A有所改善，预期明年成本压力有所缓解，预期23年毛利率表现相对乐观。**

生鲜乳价格变动



资料来源：中国奶业协会，华安证券研究所

重点企业毛利率变动图



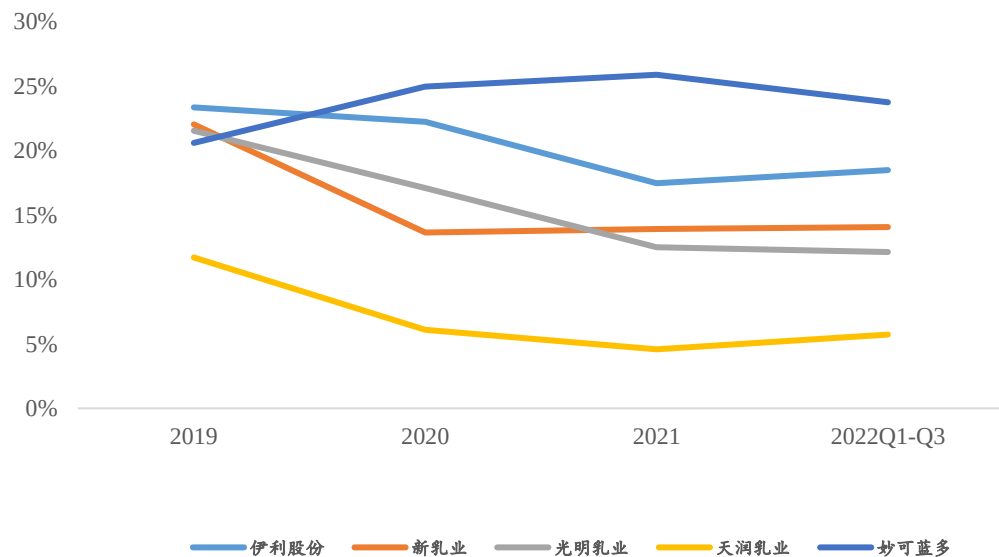
资料来源：Wind，华安证券研究所



销售费用投放有所分化，关注盈利能力改善预期

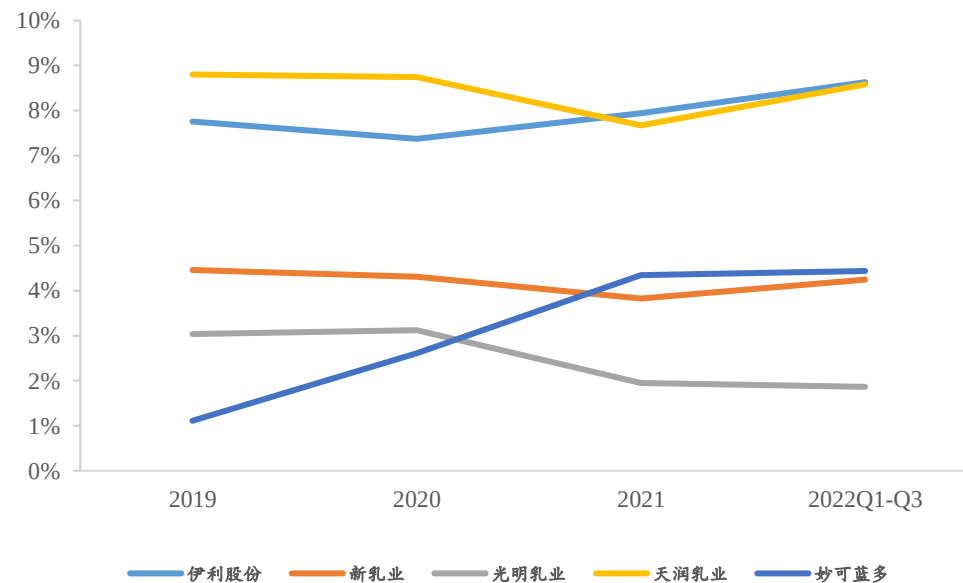
- 销售费用投入有所分化，龙头伊利股份22Q1-Q3销售费用率18.5%，同比提升1.7PCT，其中Q3提升3.3PCT，主因液态奶收入下滑导致规模效应降低，Q3一次性确认综艺节目费用等原因引发销售费率上行，及澳优并表等综合因素，引发费用率上行，预期Q4环比改善，区域乳企加强费效比考核，关注未来净利率改善情况。

销售费用率变动图



资料来源：Wind，华安证券研究所

销售净利率变动图



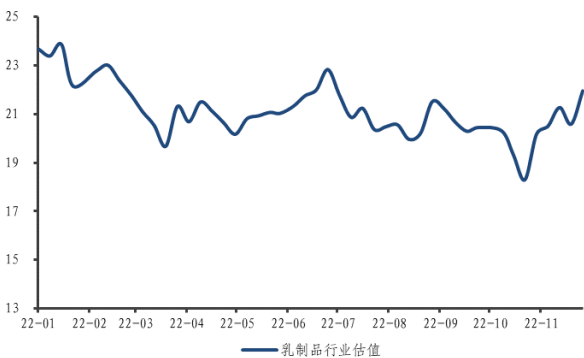
资料来源：Wind，华安证券研究所



乳制品处于估值底部，具备配置性价比

- 乳制品整体处于估值底部，乳制品当前处于历史估值12.40%分位点，明年仍具备配置性价比。
- 看好乳业龙头伊利股份需求恢复+盈利改善逻辑，关注区域乳企业绩弹性。

乳制品行业估值变动图



资料来源：Wind，华安证券研究所

乳制品公司估值表

证券简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	EPS (元)		市盈率PE	
			22E	23E	22E	23E
伊利股份	1995	1995	1.49	1.76	21	18
妙可蓝多	167	167	0.51	0.95	63	34
光明乳业	149	149	0.43	0.5	25	22
新乳业	116	116	0.46	0.59	29	23
蒙牛乳业	1394	1394	1.56	1.74	20	18

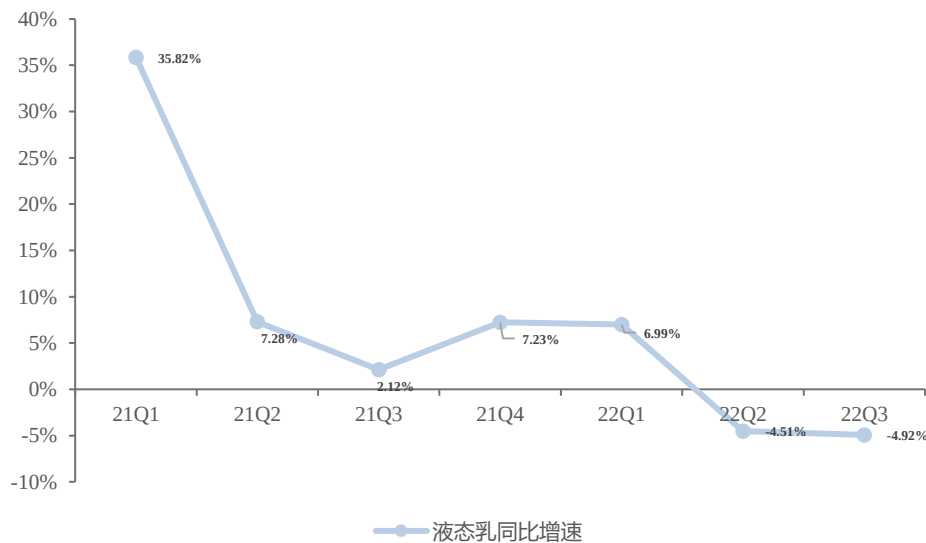
资料来源：Wind，华安证券研究所（日期截止至2022/12/7）



伊利股份：预期送礼场景恢复，大单品动销环比改善，估值具备性价比

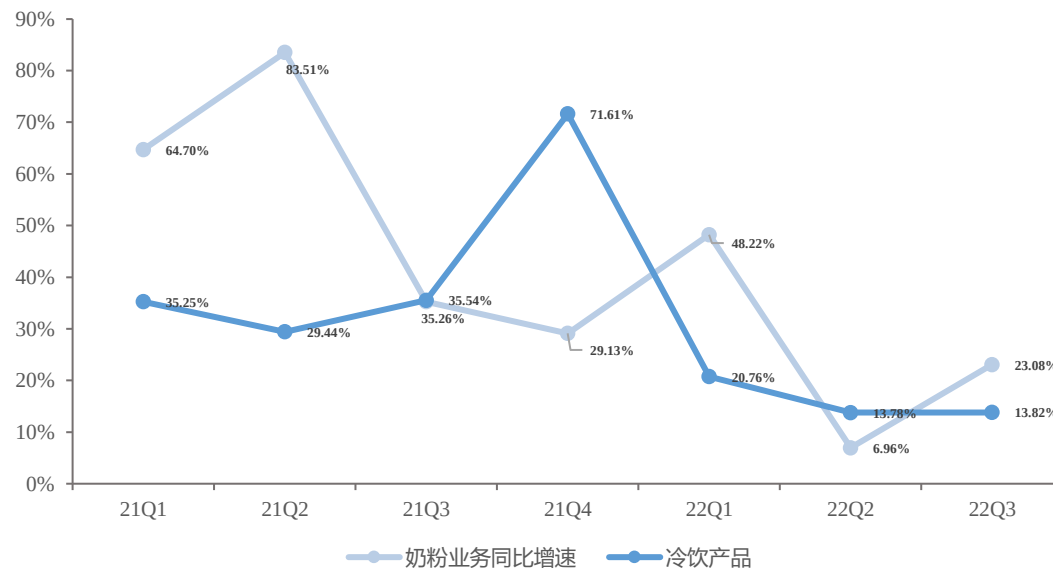
■ 22Q3 公司液态奶实现营业收入 212.10 亿元，同比变动-4.9%，液态奶业务作为公司基石，需求较弱影响整体收入。预计随着消费场景的复苏，送礼场景恢复，大单品动销有望实现环比改善，预计Q4奶粉业务（内生部分）延续双位数增长态势，奶酪业务也实现较高增长，预判明年奶价稳中有降，具备成本优势。公司目前仍处于历史估值水平低点，具备较高的配置价值。

液态乳同比增速



资料来源：Wind，华安证券研究所

奶粉及冷饮业务同比增速



资料来源：Wind，华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

调味品板块

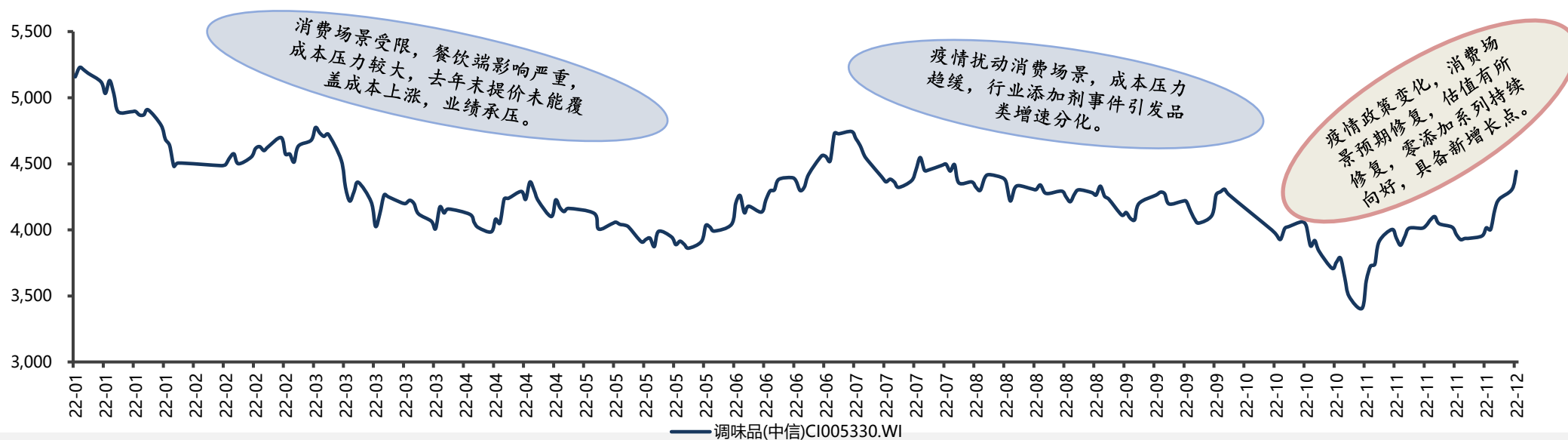
华安证券研究所



行情回顾：

- 年初开始，调味品指数震荡下行，多点疫情爆发，消费场景受限，餐饮端影响严重，成本压力较大。5月开始，整体具备一定的业绩修复预期，估值有所恢复。7月以来，疫情因素仍旧扰动消费场景，但成本压力趋缓。Q3行业添加剂事件引发品类增速分化。10月以来，疫情政策变化，消费场景预期修复，估值有所修复，零添加系列持续向好，具备新增长点。

调味品指数走势变动图



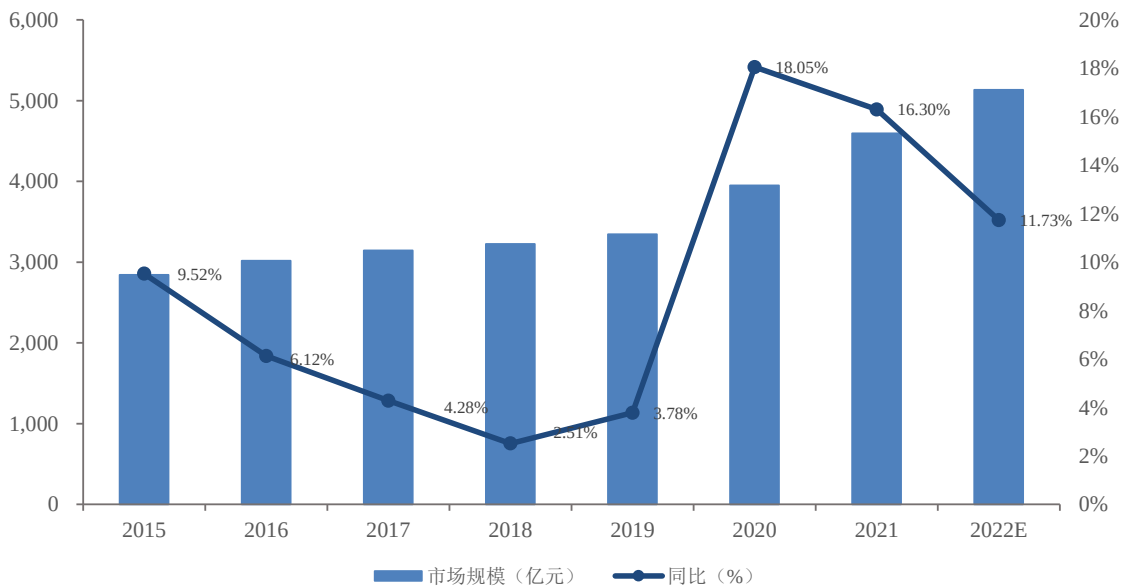
资料来源：Wind，华安证券研究所



行业概况：调味品销售规模持续扩大，行业集中度较低

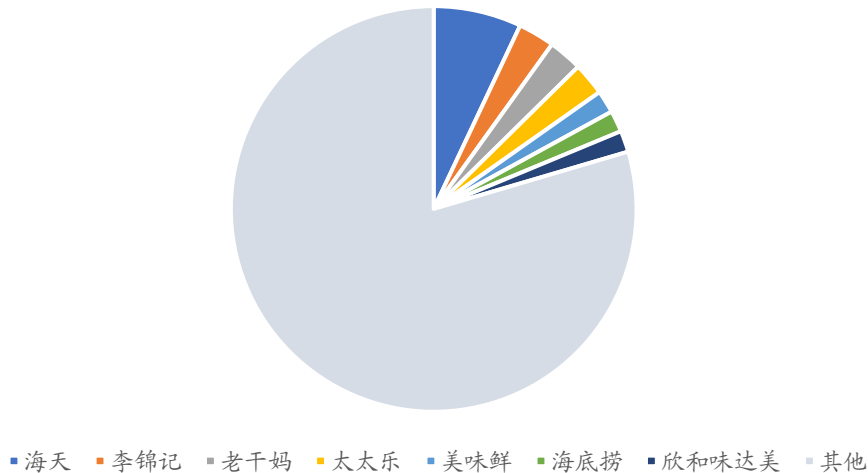
- 调味品行业销售收入不断扩大，2014-2021年CAGR为8.5%，2022年预计同比增长11.73%，其中酱油行业销售规模占比最高，过去五年CAGR达8.2%。
- 调味品行业集中度较低，竞争格局分散，海天味业为主要龙头领军企业，市场份额为7%。

调味品销售收入规模及同比增速



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

2022年调味品竞争格局



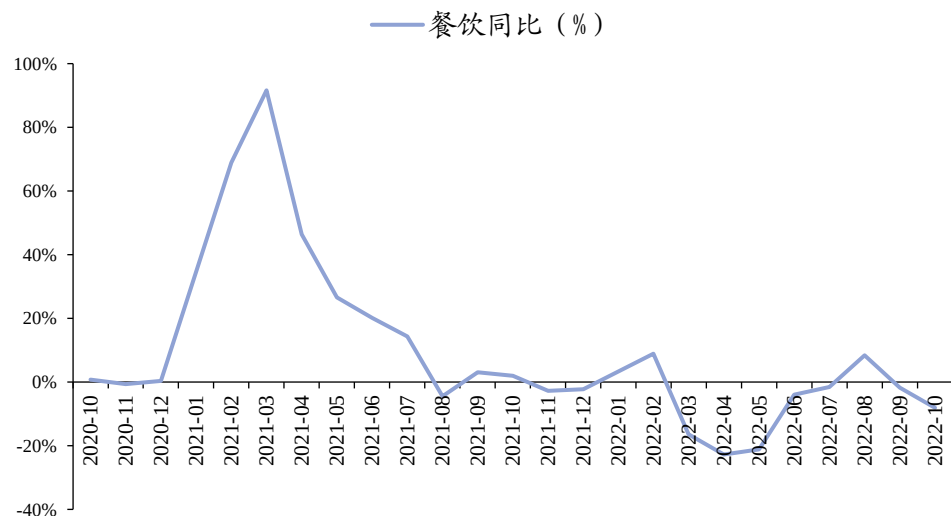
资料来源：Euromonitor，华安证券研究所



B端：消费场景受限，22年10月餐饮收入增速同比环比均下滑

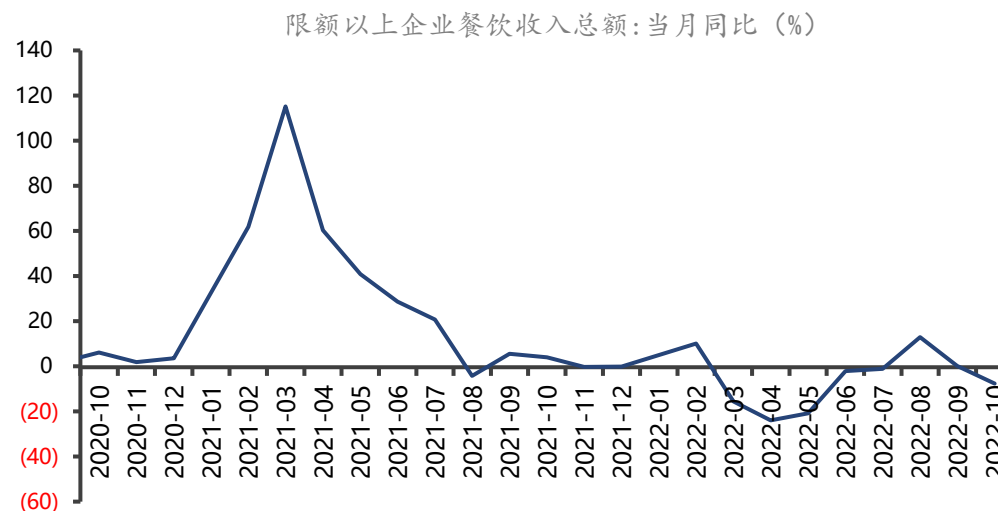
- 根据社零数据，22年10月餐饮收入同比下滑8.1%，环比下滑6.4PCT，降幅进一步扩大，22年10月限额以上餐饮同比下滑7.7%，环比下滑7.8PCT。受疫情因素扰动，消费场景受限，餐饮场景受损较为严重。

社零餐饮行业收入同比增速变动图



资料来源：Wind，华安证券研究所

社零限额以上餐饮行业收入同比增速变动图



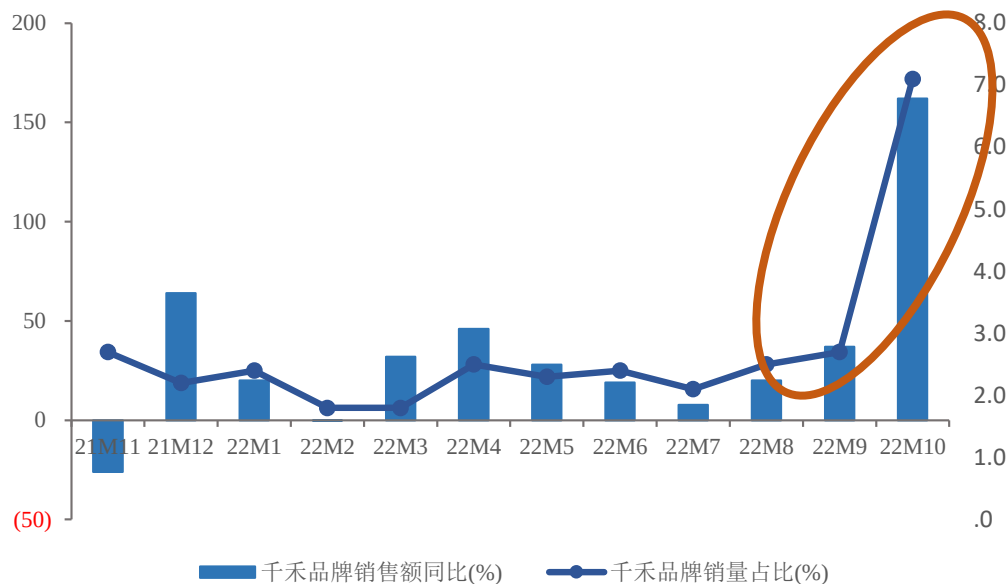
资料来源：Wind，华安证券研究所



C端：零添加处于行业风口，22M10天猫平台千禾品牌销售额同比增长162%

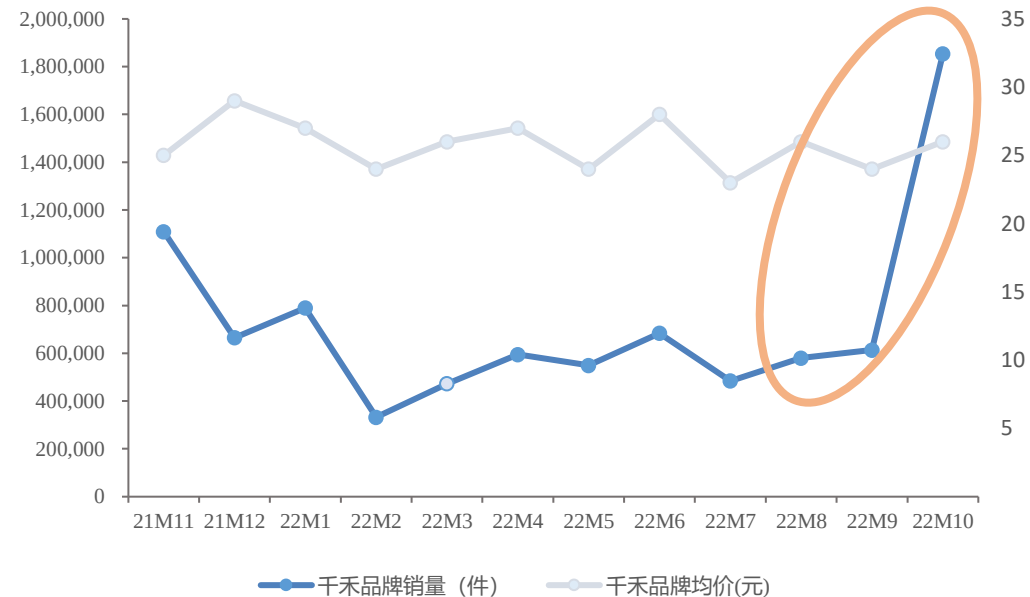
- 10月初添加剂事件爆发，零添加、有机、减盐等细分品类处于行业风口，满足部分消费者需求，线上数据表现较好。
- 22年10月，天猫平台千禾品牌销售额同比增长162%，品牌销量占比为7.1%（环比提升4.4PCT），量价拆分来看，销量同比增长219%，均价同比增长26%，量增驱动销售额大幅提升。

天猫平台千禾品牌销售额同比及品牌销量占比月度变动图



资料来源：久谦数据库，华安证券研究所

天猫平台千禾品牌销量（件）及均价（元）月度变动图



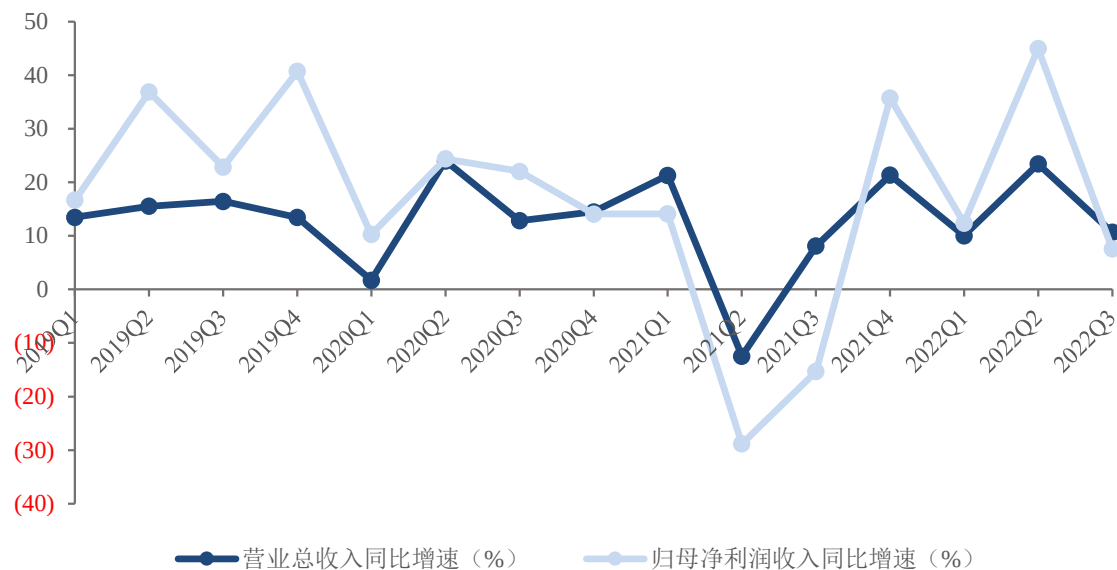
资料来源：久谦数据库，华安证券研究所



三季报收入利润增速环比均放缓，复合调味品业绩表现相对更优

- 2022年Q3调味品板块（SW调味发酵品II）收入增速为10.67%，归母净利润增速为7.58%，收入及归母净利润增速均有放缓；
- 整体来看，基础调味品表现较弱，龙头海天味业22Q3业绩低于预期，复合调味品中天味食品业绩表现较好。

收入利润增速环比放缓，行业仍处于缓慢复苏中



资料来源: Wind, 华安证券研究所

复调Q3业绩表现较好，基础调味品表现分化

	22Q3收入 (亿元)	同比 (%)	22Q3归母净 利润 (亿元)	同比 (%)
基础调味品				
海天味业	55.62	-1.77	12.74	-5.99
中炬高新	13.04	18.98	1.06	21.51
涪陵榨菜	6.24	2.54	1.80	41.37
恒顺醋业	4.98	53.93	0.27	236.08
加加食品	3.29	-6.86	-0.16	6.16
千禾味业	5.39	14.75	0.69	3.7
复合调味品				
宝立食品	5.65	32.36	0.61	22.72
日辰股份	0.88	-6.89	0.16	-29.49
天味食品	6.95	82.33	0.78	1629.31

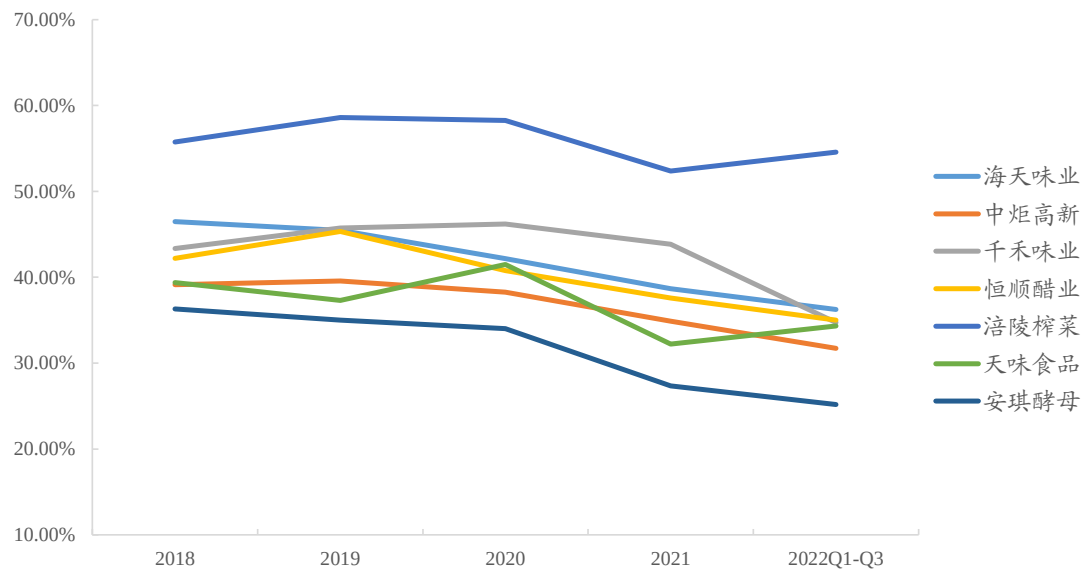
资料来源: Wind, 华安证券研究所



成本端原料价格上涨较多，毛利率承压

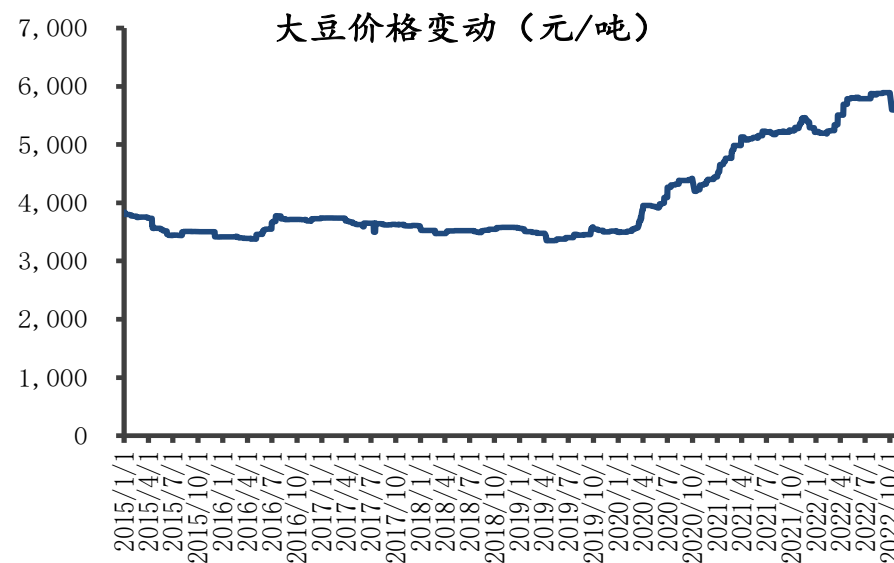
- 2022年调味品原辅料价格大幅上涨，除榨菜原材料青菜头降价外，其余原料（大豆、棕榈油等）大幅上涨，毛利率承压。
- 2022年大豆价格上涨较多，毛利率承压，10月起呈现环比下滑趋势，我们判断未来保持相对稳定趋势，成本端压力有所缓解。

原料等成本上涨较多，毛利率承压



资料来源：Wind，华安证券研究所

2022年大豆价格上涨较多，10月起呈现环比下滑趋势



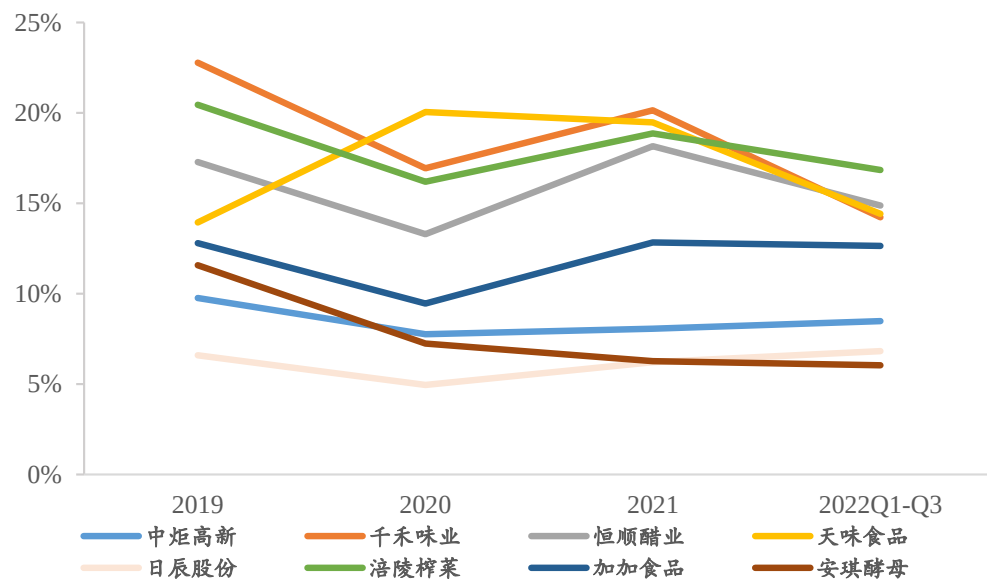
资料来源：Wind，华安证券研究所



企业优化销售费用投放方式主动控费，净利率表现较为分化

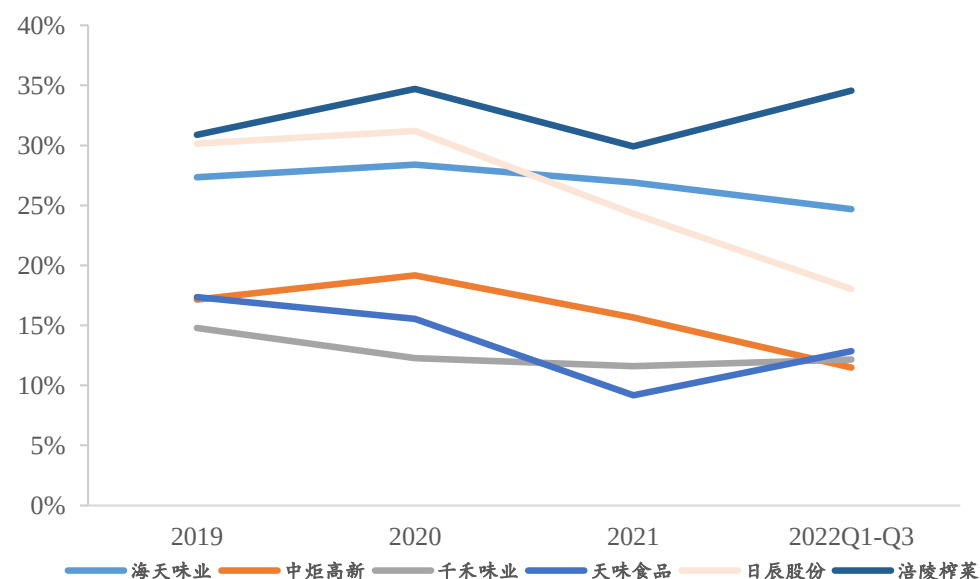
- **销售费用率**：成本上涨挤压盈利空间，企业优化销售费用投放，从空中转为终端消费场景投放，销售费用率保持平稳或下降。
- **销售净利率**：天味及千禾由于去年是低基数，2022Q1-Q3销售净利率有所改善；涪陵榨菜成本红利释放，增厚盈利空间；海天味业、中炬高新受成本端影响较多，净利率下滑较多。

2022年企业主动控费，销售费用率保持平稳或有所下降



资料来源：Wind，华安证券研究所

受基数及成本因素影响，净利率变动有所分化



资料来源：Wind，华安证券研究所



C端：复调景气度较高，传统调味品企业试水布局复调品类

- 复合调味料品类景气度相对较高，淘宝复合调味品品类搜索词中火锅底料位居榜首，淘系调味品热点卖点中复合调味料同比增长增速高于市场均值5.1PCT。传统调味品企业也纷纷试水，布局复合调味品赛道，品类上目前以火锅为主。

淘系平台
复合调味品景气度较高

淘系调味品热点卖点中
复合调味料同比增长增速高于市场均值

△5.1%

资料来源：
凯度
天猫新品创新中心
华安证券研究所

传统调味品企业试水布局复调品类

复调趋势 公司简称 复调产品名称1	海天味业	加加食品	千禾味业	中炬高新	李锦记	恒顺醋业
图例	火锅@ME(9款)  新疆番茄火锅 200g 新疆番茄麻辣火锅 200g 云南酸辣汤火锅 200g	火锅底料（清汤、麻辣）  火锅底料 火锅底料		火锅底料（牛油、番茄）  火锅底料 番茄火锅底料		火锅底料、水煮鱼调料  150g 170g 230g
上架年份	2020年8月	2020年		2021年		2020*
复调产品名称2	快捷方式系列调料包		中式复合调味料	油焖 蒜蓉 香辣 麻辣小龙虾调料	"一招胜"系列复调	复合调味料包：鱼香肉丝、宫保鸡丁、麻辣豆腐、酸汤费用、回锅肉等
图例				 220g		
上架年份	2020年12月		2021年5月首推	2022年	2021年	2021

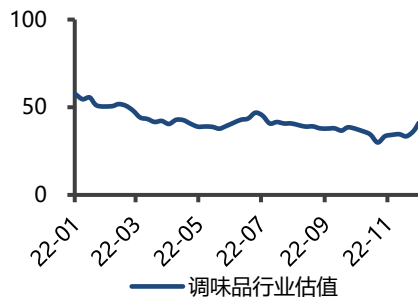
资料来源：各公司官方旗舰店，华安证券研究所



调味品：把握复苏节奏，关注餐饮供应链修复情况

- 调味品PE值为48.69，当前处于历史38.10%分位。
- 把握复苏进程中2条主线的受益标的：1) 业绩收入中B端占比比较大：海天味业等；2) 关注餐饮供应链修复企业：宝立食品、日辰股份、天味食品等。

调味品行业估值变动图



资料来源：Wind，华安证券研究所

调味品相关公司估值表

证券简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	EPS (元)		市盈率PE	
			22E	23E	22E	23E
恒顺醋业	124	124	0.17	0.23	71.79	52.76
天味食品	214	216	0.43	0.55	66.43	51.44
千禾味业	202	202	0.31	0.42	68.16	49.85
日辰股份	40	40	0.72	1.03	57.31	39.69
海天味业	3790	3790	1.48	1.75	55.42	46.79
涪陵榨菜	239	242	1.08	1.24	25.17	21.94
中炬高新	317	317	0.92	1.11	43.83	36.36

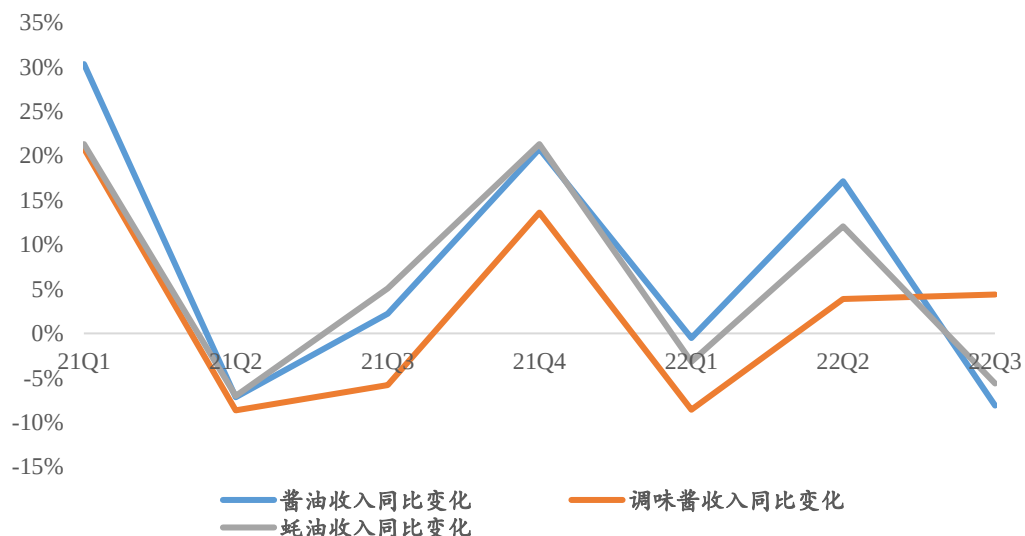
资料来源：Wind，华安证券研究所（日期截止至2022/12/7）



海天味业：B端预期恢复，C端加码新赛道

- 海天22Q3酱油/调味酱/蚝油/其他调味品分别实现营收29.10/5.57/10.02/6.4亿元，同比-8.1%/+4.4%/-5.6%/16.2%，公司酱油业务和蚝油业务受餐饮端影响较多，Q3收入表现较弱，预期随着餐饮场景的恢复，公司B端业务能够实现环比改善。
- C端方面，公司积极尝试布局新赛道，在油醋汁、低盐等方向试水，预期实现较好的品牌宣传。

海天各项业务季度分拆情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

公司积极布局新赛道



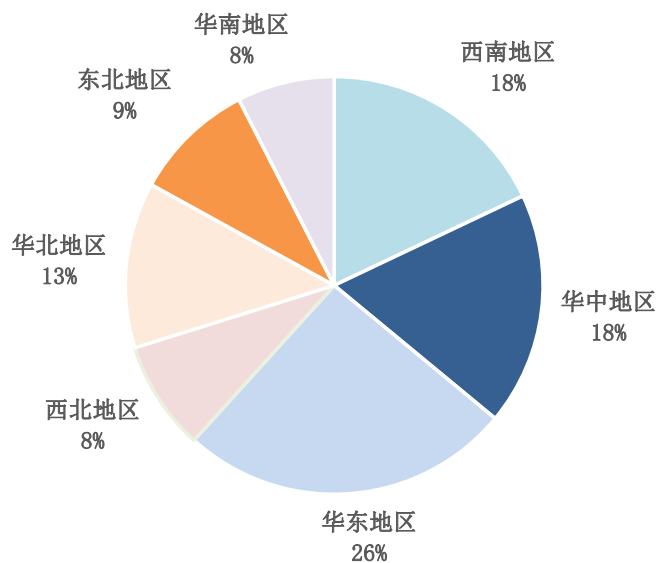
资料来源：凯度咨询，华安证券研究所



天味食品：渠道库存水平健康，具备后续发展动能

- 22Q3年公司经销商分布中，华东地区占比最高（26%），西南大本营和华中地区占比均接近。公司积极布局优商辅商战略，优商贡献率持续提升，预计经销商体系稳健发展，渠道保持较为健康的水平，具备后续发展动能。
- 品牌力+产品力：“好人家”+“大红袍”双品牌战略抢占消费者心智，主营大单品酸菜鱼和手工火锅底料占比持续提升。

22Q3经销商地区分布



资料来源：Wind，华安证券研究所

天猫榜单



资料来源：天猫，华安证券研究所



风险提示

1. 疫情反复风险；
2. 经济下行压力增大导致消费能力承压风险；
3. 原辅料价格大幅上涨风险；
4. 食品安全事件风险。

■ 分析师简介

分析师：刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

分析师：陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员。

分析师：杨苑，剑桥大学经济学硕士，1年食品饮料行业研究经验，1年宏观利率研究经验。

■ 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

■ 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

■ 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

➤ 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

➤ 公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深300指数。