

2022年9月5日

食品饮料

证券研究报告—行业深度

# 食品饮料中报总结：不畏浮云遮望眼

——预期底部，复苏可期

## ◎投资要点：

**白酒行业：疫情影响有限，底部已过，高端、部分地产酒超预期**

**Q2 受疫情影响白酒公司收入、利润增速环比回落但仍上双，且产量恢复正增长，再次显示出白酒行业抵抗风险的能力。**①仍处铺货期的全国化次高端影响最为明显，也是疫后弹性最大品种；②以古井贡、洋河为首的地产酒龙头表现出更强的韧性和成长型，进可攻省外次高端、高端，退可守基地市场，动销复苏强劲，且业绩存弹性；③茅台通过i茅台、茅台 1935 实现确定性增量，五粮液、国窖批价受到一定影响，但业绩整体稳健。我们认为，行业基本面底部已过，进入“双节”备货期，疫情成为最核心变量。主抓确定性标的。

◆白酒规模以上企业：①业绩：2022H1 规上白酒销售收增速 16.51%，利润额增速为 34.64%，产品结构升级仍是行业主旋律。②产量：结束三年的负增长，同比增长 0.42%，景气回升。

◆整体业绩：收入端增速略有放缓，分化加剧，高端酒和地产酒龙头表现亮眼。①整体板块：2021Q2 营收、净利润分别增长 10.60%（环比-8.89pct）、13.04%（环比-13.29pct）。受疫情影响 Q2 营收增速环比下降，同时 Q2 季度利润增速与收入增速剪刀差较 Q1 有显著收窄，疫情之下消费升级趋势暂缓。②分公司看，营收端，12 家核心白酒企业上半年营收增速均保持正增长。但受疫情影响，各公司二季度与一季度相比除古井贡酒外增速悉数回落，次高端白酒降幅最大。净利润端，二季度归母净利润增速回落且大于营收回落幅度，部分次高端和全国化发力期酒企二季度归母净利润出现负增长。

◆盈利能力：同比改善，Q2 受疫情影响环比回落。①毛利率同比提升，但 Q2 环比小幅回落。2022H1 白酒板块整体毛利率 79.74%，同比+0.21pct，环比-0.70pct，结束了连续三个季度毛利率环比上行趋势。②费用率同比下行，但 Q2 销售费用率上涨导致销售期间费用率提升。2022H1 白酒板块销售期间费用率为 16.10%，同比-1.57pct，环比+1.55pct，其中 Q2 销售费用率环比+2.93pct。③净利率同比提升，但 Q2 受疫情影响费用率提升有所下滑。2022H1 白酒板块净利率为 37.88%，同比+1.64pct，环比-1.60pct，Q2 板块净利率环比-4.16pct。

◆其他核心指标：合同负债总体稳定，经营性现金流增速放缓。①合同负债整体表现稳定。2022H1 合同负债同比增长 4.89%，环比下降 5.37%，其中地产酒龙头蓄水池能力较强。②经营活动现金流净额转正，但仍低于往年同期。2022H1 经营活动现金流净额同比下降 71.33%，主要系贵州茅台因财务子公司存款减少等原因导致。③销售收现比例略低于 1，但 Q2 好转。2022H1 销售收现比为 0.95，环比提升 0.14。

**啤酒行业：高端化趋势延续，龙头表现超预期。**

啤酒板块上半年整体呈现两头强，中间弱的态势，疫情影响拖累同比表现。核心公司吨酒价均保持 5%-7% 增速，行业整体销量同比下滑 2%，高端化背景

**首席证券分析师：丰毅**

执业证书编号：S0630522030001

电话：021-20333241

邮箱：fengyi@longone.com.cn

**证券分析师：赵从栋**

执业证书编号：S0630520020001

邮箱：zhaocd@longone.com.cn

**证券分析师：任晓帆**

执业证书编号：S0630522070001

电话：021-20333619

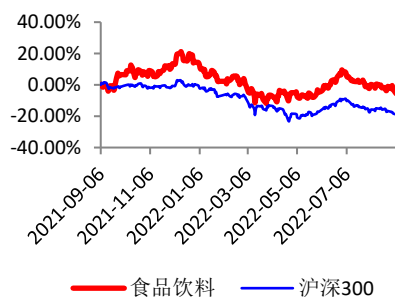
邮箱：rxf@longone.com.cn

**联系人：梁帅奇**

电话：021-20333360

邮箱：lsqi@longone.com.cn

## 行业走势图



## 相关研究报告

下产品结构改善与提价为增长主因。

◆**整体业绩：收入端价增成增长主因，疫情拖累同比表现。**2022Q2 啤酒行业上市公司实现总营收 198.67 亿元，同比增长 6.88%，环比下滑 0.95%。实现归母净利润为 27.4 亿元，同比增长 15.97%，环比下滑 3.52%。①**坚持高端化。**中高端产品放量，占比稳步提升带动吨酒价上行。2022H1 华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒吨价分别为 3338、4040、4815 元/千升，同比+7.8%、+6.8%、+4.5%，上行动能不减。②**优化产品结构，**资源向大单品进行倾斜，龙头企业大单品均保持高速增长。③**疫情扰动，产销迅速修复。**上半年啤酒产销呈现“V”型结构。疫情冲击线下消费场景，拖累上半年整体业绩表现。6 月份逐渐进入消费旺季，叠加疫情影响消退与气温偏高利好，产销快速回补，当月同比增长 6.4%，增速由负转正，上半年产量同比仅微降 2%。

◆**盈利能力：结构优化、高端发力、控费增效。**2022Q2 上市公司毛利率达 42.11%，同比-4.00pct，环比+2.83pct、期间费率达 15.48%，同比-4.35pct，环比-3.70pct、净利率达 13.79%，同比+1.08pct，环比+4.98pct。①**成本端，原材料冲高回落，压力减轻。**上半年上游原材料除玻璃外均出现高开低走态势，成本压力得到释放。②**控费提效，盈利回升。**疫情期间，啤酒行业费用投入明显偏保守，减少市场推广和广告投放，销售费用明显回调，成为净利率提升主因。整体销售期间费用率处于近十年最低水平，带动行业净利率达到近年峰值。

**预加工食品行业：C 端表现亮眼，预制菜成长迅速。**

疫情对预加工食品板块 B 端影响负面，但对 C 端拉动效应明显，速冻米面、火锅底料、预制菜等均持续放量，核心公司大单品表现优异，渗透率稳步提升。行业企业主动调整产品结构，转向高盈利产品。在棕榈油、豆油、小麦等原材料较年初出现两位数涨幅的背景下盈利能力保持稳健。

◆**整体业绩：疫情推动 C 端发展，预制菜表现佳。**2022Q2 预加工食品实现总营收为 85.16 亿元，同比增长 12.21%，环比上升 1.91pct。实现归母净利润为 6.73 亿元，同比增长 19.45%，环比下滑 18.01 pct，环比下降主要系高基数所致。①**疫情扰动，利好 C 端。**一方面，疫情带动的家庭囤货需求成为板块营收稳健主因。另一方面，疫情对于新渠道电商、社区团购等利好明显，行业布局明显提速。②**产品结构优化。**行业普遍通过淘汰低盈利的油炸、传统速冻米面产品，对结构进行优化升级。整体来看，烘焙、预制菜市场受行业热捧。

◆**盈利能力：成本压力有所缓和，费用管控优。**2022Q2 上市公司毛利率达 21.19%，同比+1.13pct，环比-3.68pct、期间费率达 11.66%，同比-0.93pct，环比-2.80pct、净利率达 9.01%，同比+0.38pct，环比+1.09pct。①**猪价下行带动盈利能力回升。**随着猪价下行较去年同期高点下降 44%、油脂类自年内最大近 40%涨幅回落至 10%左右，行业整体成本压力减轻，盈利能力回升。②**加速布局上下游，积极扩产。**当前行业整体处于积极扩产的阶段，中小企业通过自建产能快速抢占市场，大企业通过并购上下游，打造爆款产品，布局原材料，完善产品矩阵。③**费用管控更为合理。**计提 2021 年上市相关费用导致管理费用高基数，本期管理费用率出现下滑。营销费用投放合理，社区团购等渠道受益于疫情，对销售费用需求低于传统经销渠道。④**政府补贴等非经常损益较多。**2022 年上半年，各地大力发展预制菜产业，对相关企业提供补贴。同时疫情期间，行业普遍作为保供单位，获得相关政策支持。

**乳品行业：疫情影响有限，确定性仍强。**

乳品行业整体增长稳健，奶粉、奶酪、低温奶等线上渠道、C 端产品的放量与渗透率提升，对冲了线下消费场景主力常温奶的下滑。随着疫情后需求快速修复，叠加新渠道的拓展，板块确定性高。

◆**整体业绩：收入端线下受冲击，优化产品结构稳确定性。**2022Q2 乳品行业上市公司实现总营收 514.66 亿元，同比增长 8.46%，环比下滑 3.76%。实现归母净利润为 30.53 亿元，同比下降 8.94%，环比下滑 30.27%。①**线下需求受阻**，上半年疫情对线下消费场景打击较大，以上海为核心的华东地区与依赖线下渠道的常温奶受影响更为明显。②**新业务快速放量**，奶酪、奶粉等利润率较高的细分市场，受益于疫情带来的渗透率提升，新品投放顺利。③**社区团购等新渠道兴起**，疫情期间，乳企作为保供行业，整体受冲击相对较小。低温奶、奶酪、奶粉等板块由于疫情期间社区团购业务的兴起，渗透率有所提升，表现较为亮眼，成为行业增长主因。

◆**盈利能力：调结构、控费用，净利率表现佳。**2022Q2 上市公司毛利率达 29.34%，同比-4.18pct，环比-1.34pct、期间费率达 21.55%，同比-3.85pct，环比+0.33pct、净利率达 5.93%，同比-1.13pct，环比-2.33pct。①**物流拖累成本下行利好**，国内疫情对物流运输有所限制，推高了物流费用与时效性，产品投放受到限制。原奶降价带来的利好被一定程度稀释。②**成本、费用整体稳健**，除妙可蓝多原料大幅依赖进口外，上半年原奶价格的持续下跌抵消了包材、辅料的上升带来的成本压力，在疫情期间物流费用较高的短期影响逐渐消退的背景下，毛利率有望持续改善。③**营销费用投放更为谨慎**，疫情期间，乳品企业普遍减少了营销活动，降低了广告费用。另一方面，疫后加大促销力度以清理库存产生的销售费用尚未体现在表端。

◆**投资建议：**一方面，上游价格延续回落趋势，带动 PPI-CPI 剪刀差收窄提速，成本压力进一步减弱；另一方面，就业情况持续改善，低收入人群就业驱动仍在，收入对支出剪刀差致消费蓄水提升。在此背景下，值得注意的是，疫情及政策成为消费核心变量，中性预期下，下半年“中秋”、“国庆”双节假期跨度较以往拉长 8 天，送礼场景、宴席场景、旅游场景恢复值得期待，但疫情仍有可能造成消费场景恢复不及预期；而线下消费场景恢复仍存较大空间，商超、门店型渠道细分行业、以及餐饮场景相关细分行业发展确定性相对较强。

◆**风险提示：**疫情波动以及疫情相关防疫政策可能对消费场景产生影响；疫情情况可能对用工、开工情况产生影响进而进一步影响部分原材料市场价格；部分龙头提价后产品是否能在市场终端顺价可能存在影响；消费需求在疫情中存在波动的影响。

## 正文目录

|                                      |           |
|--------------------------------------|-----------|
| <b>1. 白酒：疫情影响有限，底部已过，高端、部分地产酒超预期</b> | <b>7</b>  |
| 1.1. 行业业绩稳健，产量回升                     | 7         |
| 1.2. 收入端增速略有放缓，分化加剧，高端酒和地产酒龙头表现亮眼    | 8         |
| 1.3. 盈利能力同比改善                        | 11        |
| 1.4. 合同负债总体稳定，经营性现金流增速放缓             | 15        |
| 1.5. 行业重点事件总结                        | 17        |
| <b>2. 啤酒：疫情有所拖累，高端化趋势仍强</b>          | <b>19</b> |
| 2.1. 营收情况：价增为主，龙头表现超预期               | 19        |
| 2.2. 盈利能力：高端化趋势延续，控费增效，盈利能力处于近年峰值    | 22        |
| 2.3. 现金流：经营现金流保持稳健，筹资、投资净流出大幅减少      | 23        |
| <b>3. 预加工食品：成本端承压，预制菜成亮点，C端表现强</b>   | <b>24</b> |
| 3.1. 营收情况：疫情推动C端发展，预制菜表现佳            | 24        |
| 3.2. 盈利能力：成本压力有所缓和，费用管控更为高效          | 27        |
| 3.3. 现金流：经营现金流保持稳健，筹资、投资净流出大幅减少      | 30        |
| <b>4. 乳业：常温奶承压，板块确定性仍强</b>           | <b>31</b> |
| 4.1. 营收情况：疫情影响有限，板块确定性强              | 31        |
| 4.2. 盈利能力：调结构、控费用，净利率表现佳             | 34        |
| 4.3. 现金流：经营现金流保持稳健，筹资、投资净流出大幅减少      | 37        |
| <b>5. 投资建议</b>                       | <b>37</b> |
| <b>6. 风险提示</b>                       | <b>38</b> |

## 图表目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 1 2018 年至今规上白酒企业销售收入和同比      | 7  |
| 图 2 2018 年至今规上白酒企业利润总额和同比      | 7  |
| 图 3 2018 年至今规上白酒企业酿酒总产量和同比     | 8  |
| 图 4 2018 年至今规上白酒企业数量           | 8  |
| 图 5 白酒板块和核心公司 2021H1 营收及同比     | 10 |
| 图 6 白酒板块和核心公司 2021H1 归母净利润及同比  | 10 |
| 图 7 2019 年至今白酒板块毛利率情况          | 11 |
| 图 8 2019 年至今白酒板块销售期间费用率情况      | 13 |
| 图 9 2019 年至今白酒板块净利率情况          | 15 |
| 图 10 2020 年至今白酒板块经营活动现金流净额情况   | 16 |
| 图 11 2022Q1/H1 经营活动现金流净额情况（亿元） | 16 |
| 图 12 2019 年至今白酒板块销售收现比情况       | 17 |
| 图 13 2019 至今啤酒营业总收入和同比增速       | 20 |
| 图 14 2019 至今啤酒归母净利润和同比增速       | 20 |
| 图 15 2019 至今重庆啤酒营业总收入和同比增速     | 21 |
| 图 16 2019 至今青岛啤酒营业总收入和同比增速     | 21 |
| 图 17 2019 至今华润啤酒营业总收入和同比增速     | 21 |
| 图 18 2019 至今重庆啤酒归母净利润和同比增速     | 21 |
| 图 19 2019 至今青岛啤酒归母净利润和同比增速     | 21 |
| 图 20 2019 至今华润啤酒归母净利润和同比增速     | 21 |
| 图 21 2019 年至今啤酒板块毛利率情况         | 22 |
| 图 22 2019 年以来啤酒板块核心公司毛利率       | 23 |
| 图 23 2019 年以来啤酒板块核心公司净利率       | 23 |

|      |                               |    |
|------|-------------------------------|----|
| 图 24 | 2019 年至今啤酒板块销售期间费用率情况         | 23 |
| 图 25 | 2019 年至今板块经营活动现金流净额情况         | 24 |
| 图 26 | 2022Q1/H1 经营活动现金流净额情况 (亿元)    | 24 |
| 图 27 | 2019 至今预加工食品营业总收入和同比增速        | 25 |
| 图 28 | 2019 至今预加工食品归母净利润和同比增速        | 25 |
| 图 29 | 2019 至今千味央厨营业总收入和同比增速         | 26 |
| 图 30 | 2019 至今三全食品营业总收入和同比增速         | 26 |
| 图 31 | 2019 至今安井食品营业总收入和同比增速         | 27 |
| 图 32 | 2019 至今味知香营业总收入和同比增速          | 27 |
| 图 33 | 2019 至今千味央厨归母净利润和同比增速         | 27 |
| 图 34 | 2019 至今三全食品归母净利润和同比增速         | 27 |
| 图 35 | 2019 至今安井食品归母净利润和同比增速         | 27 |
| 图 36 | 2019 至今味知香归母净利润和同比增速          | 27 |
| 图 37 | 2019 年以来预加工食品板块毛利率            | 29 |
| 图 38 | 2019 年以来预加工食品板块净利率            | 29 |
| 图 39 | 2019 年以来预加工食品板块核心公司毛利率        | 29 |
| 图 40 | 2019 年以来预加工食品核心公司净利率          | 29 |
| 图 41 | 2019 年至今预加工食品板块销售期间费用率情况      | 29 |
| 图 42 | 2019 年至今板块经营活动现金流净额情况         | 31 |
| 图 43 | 2022Q1/H1 经营活动现金流净额情况 (亿元)    | 31 |
| 图 44 | 2019 至今乳业营业总收入和同比增速           | 32 |
| 图 45 | 2019 至今乳业归母净利润和同比增速           | 32 |
| 图 46 | 2019 至今新乳业营业总收入和同比增速          | 33 |
| 图 47 | 2019 至今光明乳业营业总收入和同比增速         | 33 |
| 图 48 | 2019 至今妙可蓝多营业总收入和同比增速         | 34 |
| 图 49 | 2019 至今伊利股份营业总收入和同比增速         | 34 |
| 图 50 | 2019 至今新乳业归母净利润和同比增速          | 34 |
| 图 51 | 2019 至今光明乳业归母净利润和同比增速         | 34 |
| 图 52 | 2019 至今妙可蓝多归母净利润和同比增速         | 34 |
| 图 53 | 2019 至今伊利股份归母净利润和同比增速         | 34 |
| 图 54 | 2019 年至今乳品板块毛利率情况             | 35 |
| 图 55 | 2019 年以来乳品板块核心公司毛利率           | 36 |
| 图 56 | 2019 年以来乳品板块核心公司净利率           | 36 |
| 图 57 | 2019 年至今乳品板块销售期间费用率情况         | 36 |
| 图 58 | 2019 年至今板块经营活动现金流净额情况         | 37 |
| 图 59 | 2022Q1/H1 经营活动现金流净额情况 (亿元)    | 37 |
| 表 1  | 白酒板块和核心公司营收情况                 | 10 |
| 表 2  | 白酒板块和核心公司归母净利润情况              | 11 |
| 表 3  | 白酒板块和核心公司毛利率变化情况              | 12 |
| 表 4  | 白酒板块及核心公司 2022Q1/Q2 费用率情况 (%) | 14 |
| 表 5  | 2020H1 核心白酒公司费用率情况            | 14 |
| 表 6  | 白酒板块和核心公司净利率变化情况              | 15 |
| 表 7  | 白酒板块及核心公司合同负债情况               | 16 |
| 表 8  | 白酒板块及核心公司 2019 年至今销售收现比情况     | 17 |
| 表 9  | 年初至今白酒行业事件汇总                  | 18 |
| 表 10 | 啤酒板块及核心公司 2022Q1/Q2 费用率情况 (%) | 23 |
| 表 11 | 2022H1 核心啤酒公司费用率情况 (%)        | 23 |

|      |                                        |    |
|------|----------------------------------------|----|
| 表 12 | 年初至今啤酒行业事件汇总 .....                     | 24 |
| 表 13 | 预加工食品板块及核心公司 2022Q1/Q2 费用率情况 (%) ..... | 30 |
| 表 14 | 2022H1 核心预加工食品公司费用率情况 (%) .....        | 30 |
| 表 15 | 年初至今预加工食品行业事件汇总 .....                  | 31 |
| 表 16 | 乳品板块及核心公司 2022Q1/Q2 费用率情况 (%) .....    | 36 |
| 表 17 | 2022H1 核心乳品公司费用率情况 (%) .....           | 36 |
| 表 18 | 年初至今乳制品行业事件汇总 .....                    | 37 |

## 1.白酒：疫情影响有限，底部已过，高端、部分地产酒超预期

Q2 受疫情影响白酒公司收入、利润增速环比回落但仍上双，且产量恢复正增长，再次显示出白酒行业抵抗风险的能力。①仍处铺货期的全国化次高端影响最为明显，也是疫后弹性最大品种；②以古井贡、洋河为首的地产酒龙头表现出更强的韧性和成长型，进可攻省外次高端、高端，退可守基地市场，动销复苏强劲，且业绩存弹性；③茅台通过i茅台、茅台1935实现确定性增量，五粮液、国窖批价疫情期间受到一定影响，但高端业绩整体稳健。短期行业基本面底部已过，进入“双节”备货期，疫情成为最核心变量。主抓确定性标的。

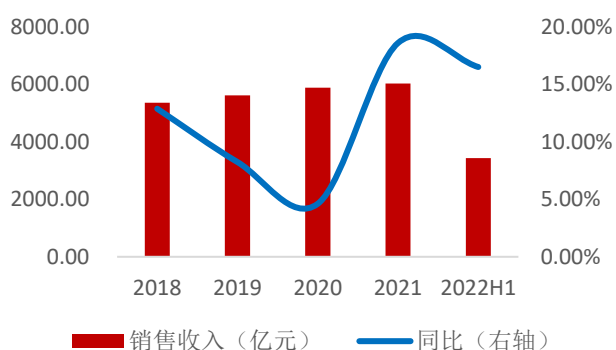
### 1.1.行业业绩稳健，产量回升

产品结构升级仍是行业主旋律，营收增速回落但净利润环比增速仍为正。①销售收入方面，规上白酒上半年销售收入 3436.57 亿元，同比增长 16.51%，增速较 2021 全年增速下滑 2.09pct。②利润总额方面，上半年实现利润总额 1366.70 亿元，同比增长 34.64%，增速较 2021 全年增速环比提升 1.69pct。

行业景气度依旧。①产量方面，行业结束三年的同比负增长，2022H1 规上白酒企业酿酒产量同比增长 0.42%。②企业数量方面，2022H1 规上白酒企业数量 961 家，止住下跌趋势。

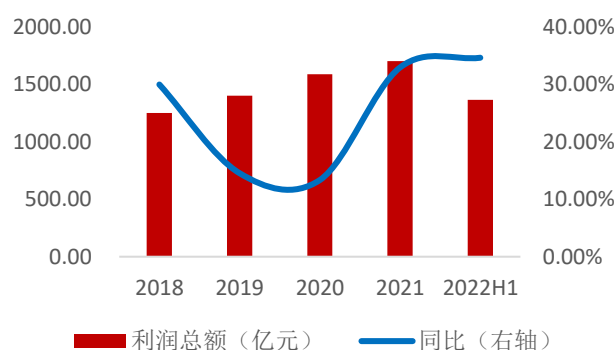
短期疫情导致集中度提升受限，长期趋势不改。行业整体营收和净利润增速高于上市公司增速 0.53pct 和 13.43pct，表明疫情影响下，行业集中度提升受限，可能跟地产酒动销恢复较快及疫情对其影响较小有关。

图 1 2018 年至今规上白酒企业销售收入和同比



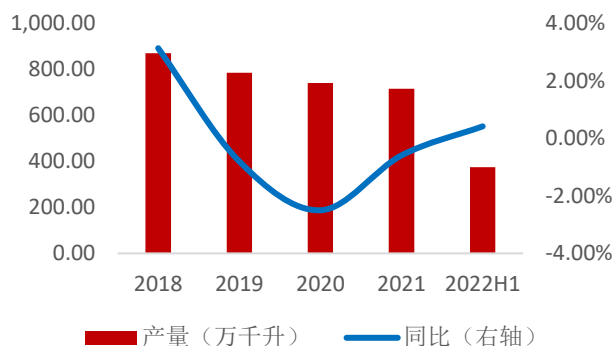
资料来源：中国酒业协会，东海证券研究所

图 2 2018 年至今规上白酒企业利润总额和同比



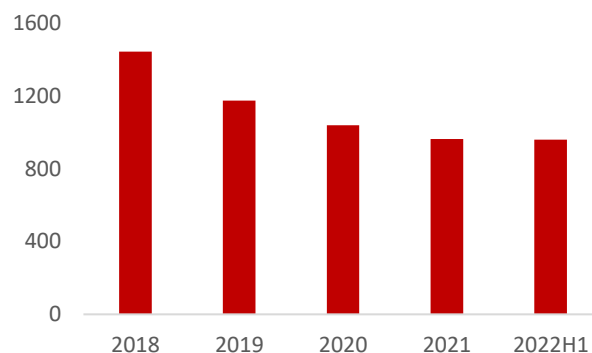
资料来源：中国酒业协会，东海证券研究所

图3 2018年至今规上白酒企业酿酒总产量和同比



资料来源：中国酒业协会，东海证券研究所

图4 2018年至今规上白酒企业数量



资料来源：中国酒业协会，东海证券研究所

## 1.2.收入端增速略有放缓，分化加剧，高端酒和地产酒龙头表现亮眼

白酒板块上半年营收增速放缓，受疫情影响Q2营收增速下滑明显，同时Q2利润增速与收入增速剪刀差较Q1有显著收窄，显示疫情之下消费升级趋势暂缓。2022上半年白酒板块实现总营收为1853.52亿元，同比增长15.98%（-5.44pct），实现归母净利润为702.04亿元，同比增长21.21%（+0.17pct）。二季度白酒上市公司实现总营收711.69亿元，同比增长10.60%（环比-8.89pct），实现归母净利润252.30亿元，同比增长13.04%（环比-13.29pct）。

**核心公司看：12家白酒上市企业上半年营收增速均保持正增长。**但受疫情影响，各公司二季度与一季度相比除古井贡酒外增速悉数回落，次高端白酒降幅最大。归母净利润方面，二季度归母净利润增速回落且大于营收的回落幅度，部分次高端和全国化发力期酒企二季度归母净利润出现负增长。

**贵州茅台符合预期。**公司上半年营业收入、归母净利润分别增长17.20%、20.85%。  
①茅台酒方面，i茅台上线后销售亮眼，上半年实现酒类收入44.20亿元，极大推动了直销占比的提升，同时经销商层面也通过调整非标配额和价格实现吨价提升。  
②系列酒方面，新品茅台1935站稳千元价格带并持续放量同时加大系列酒清理力度并针对王子酒等进行价格调整，三大举措带动系列酒结构持续升级。  
③我们预计随着i茅台的持续放量和产品结构的改善，公司2022年业绩将超过公司的目标指引。

**五粮液符合预期。**公司上半年营业收入、归母净利润分别增长12.17%、14.38%。  
①优化产品结构，五粮液持续放量，系列酒由于中高价位看齐，叠加疫情点状多发和去年基数较高等因素，系列酒产品销量下滑但吨价提升。  
②普五控货挺价。春节后公司将普五1000批价作为目标线，经过强力控货批价一度逼近1000，但随着假期出货和渠道压力，批价回调但我们认为挺价将是公司长期且重要的任务。  
③预收款总体稳健，公司为减轻经销商压力放缓打款节奏，导致合同负债下滑，但应收票据同比增加38.47%，总体稳健。

**泸州老窖超预期。**公司上半年营业收入、归母净利润分别增长25.19%、30.89%。  
①国窖控量挺价，稳中有升。核心单品高度国窖继续保持双位数增长，低度国窖在部分市场开始放量，预计增速更高。  
②中档酒收入提速。特曲系列站稳300元价格带后，初步进入量价正循环，特曲预计增速30%以上。  
③低档酒持续改革。旧版二曲停产升级，头曲提价，黑盖尚在培育期，导致量减价增。  
④推动渠道下沉。公司上半年全面启动“百城计划”同步升级“浪潮计划”，推动渠道持续下沉。

山西汾酒符合预期。公司上半年营业收入、归母净利润分别增长 26.53%、41.46%。

①青花保持高增。上半年青花系列销售收入 61 亿元，同比增长 56%，同时对高端产品复兴版进行控货提价，批价从年初的 700 左右攀升至 810 元。②省外市场拓展顺利。省外市场上半年同比增长 31.52%，预计南方新兴市场增速超过 50%。③暂停汾酒招商。稳价以维持品牌价值，主动为经销商与渠道松绑。④新版玻汾上市。新版玻汾出厂价和终端指导价较老版有提升明显，有望增厚业绩。

古井贡酒超预期，公司上半年营业收入、归母净利润分别增长 28.46%、39.17%。

①原份年浆量价齐增。年份原浆系列营收同比增长 32.26%，销量和吨价分别同比增长 24.5%和 6.3%。②华中大本营保持高增长。上半年华中区域实现营收 78.77 亿元，同比增长 30.74%。③控费增效。主动控制中低端产品费用投入销售费用率降低。④全国化稳扎稳打。在稳固基地市场的同时，聚焦江苏板块与华北山东、河北板块进行省外突破。

洋河股份超预期，公司上半年营业收入、归母净利润分别增长 21.65%和 21.76%。

①产品迭代顺利。梦 6、梦 3、天之蓝均实现升级换代后，公司推出海之蓝升级版进一步完善产品。②产品结构持续改善。上半年中高档酒实现收入 162.00 亿元，同比增长 29.05%，普通酒 23.18 亿元，同比下降 10.88%。③M6+价盘稳定。M6+培育效果较好，以绝对优势占领省内 600 元价格带，疫情之下价盘仍然保持稳定，未来有望成为百亿元级大单品。

舍得酒业低于预期，公司上半年营业收入、归母净利润分别增长 26.51%和 13.60%。

①核心市场疫情扰动。东北和河南是公司省外核心市场，二季度两地疫情反复导致次高端白酒消费场景受损严重。②严控发货速度。公司坚持动销为主，回款为辅，合理控制发货速度，减轻经销商库存压力并维持价格稳定。

酒鬼酒符合预期，公司上半年营业收入、归母净利润分别增长 48.04%和 40.68%。

①酒鬼增速亮眼。受疫情影响，公司高端品内参增速放缓。省内主打品牌酒鬼放量，营收同比增长 50.04%。②全国化加速。公司地级市覆盖率同比提升 5pct 至 72%，全国化势头较好。

迎驾贡酒符合预期，公司上半年营业收入、归母净利润分别增长 21.32%和 32.30%。

①洞藏系列延续高增长。公司中高档酒上半年营收增长 33.62%，预计洞藏系列在去年的高基数下仍保持 50%增速，收入占比预计超过 40%。②疫情压制二季度表现。二季度主要市场华东疫情爆发消费场景受限，同时 4 月基地市场六安同样爆发疫情对发货产生影响。

口子窖低于预期，公司上半年营业收入、归母净利润分别增长 2.42%和 7.58%。

①疫情反复影响销售。疫情多点爆发严重影响产品销售。同时公司坚持不压货政策，渠道库存保持良性。②产品结构升级放缓。上半年低端酒增速高于中高端酒增速近 2pct，与另两家徽酒企业相比，公司中高档产品增速较慢。

今世缘符合预期，公司上半年营业收入、归母净利润分别增长 20.65%和 21.22%。

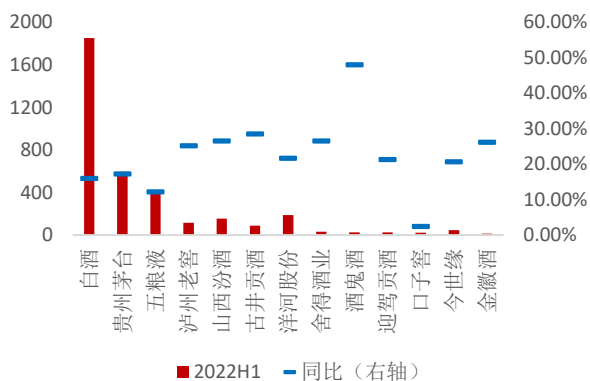
①产品结构持续优化。上半年特 A+类同比增长 20.22%，特 A 类同比增长 26.91%，超过公司平均增速。②公司架构调整。按照品牌重新搭建 V 系、国缘、今世缘和高沟事业部，有利于资源聚焦和品牌聚焦。

金徽酒低于预期，公司上半年营业收入、归母净利润分别增长 26.13%和 13.06%。

①二季度业绩承压。疫情反复对白酒消费产生冲击，同时赠酒等促销力度较大导致 Q2 收入和利润增速下滑。2 西北+华东双引擎。公司在甘肃根基深厚，以全价位深度覆盖，

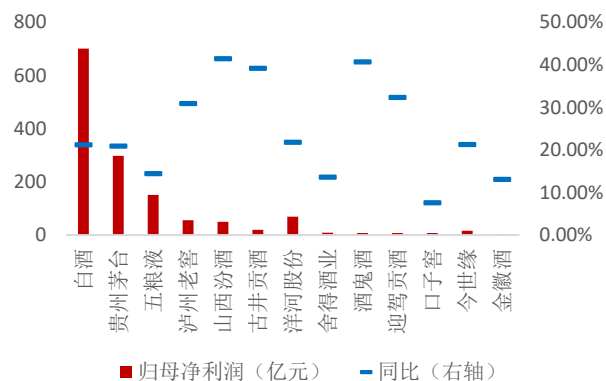
环甘肃及华东以高价位产品拉动，实现青海和内蒙有序开发和华东“百人百商百万”目标

图 5 白酒板块和核心公司 2021H1 营收及同比



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 6 白酒板块和核心公司 2021H1 归母净利润及同比



资料来源：ifind，东海证券研究所

表 1 白酒板块和核心公司营收情况

| 公司名称 | 2022H1<br>(亿元) | 同比<br>(%) | 2022Q1<br>(亿元) | 同比<br>(%) | 2022Q2<br>(亿元) | 同比<br>(%) | 增速环比<br>(pct) |
|------|----------------|-----------|----------------|-----------|----------------|-----------|---------------|
| 白酒   | 1853.52        | 15.98%    | 1136.87        | 19.49%    | 711.69         | 10.60%    | -8.89         |
| 贵州茅台 | 594.44         | 17.20%    | 331.87         | 18.25%    | 226.57         | 15.89%    | -2.37         |
| 五粮液  | 412.22         | 12.17%    | 275.48         | 13.25%    | 124.27         | 10.04%    | -3.21         |
| 泸州老窖 | 116.64         | 25.19%    | 63.12          | 26.15%    | 43.13          | 24.09%    | -2.06         |
| 山西汾酒 | 153.34         | 26.53%    | 105.30         | 43.62%    | 47.87          | 0.35%     | -43.27        |
| 古井贡酒 | 90.02          | 28.46%    | 52.74          | 27.71%    | 28.77          | 29.55%    | 1.84          |
| 洋河股份 | 189.08         | 21.65%    | 130.26         | 23.82%    | 50.23          | 17.10%    | -6.73         |
| 舍得酒业 | 30.25          | 26.51%    | 18.84          | 83.25%    | 13.63          | -16.27%   | -99.52        |
| 酒鬼酒  | 25.37          | 48.04%    | 16.88          | 86.04%    | 8.06           | 5.25%     | -80.78        |
| 迎驾贡酒 | 25.30          | 21.30%    | 15.76          | 37.23%    | 9.37           | 1.78%     | -35.44        |
| 口子窖  | 22.97          | 2.42%     | 13.12          | 11.80%    | 10.70          | -7.87%    | -19.67        |
| 今世缘  | 46.48          | 20.65%    | 29.88          | 24.69%    | 14.56          | 14.00%    | -10.69        |
| 金徽酒  | 12.26          | 26.13%    | 7.06           | 38.79%    | 4.64           | 12.23%    | -26.56        |

资料来源：ifind，东海证券研究所

表 2 白酒板块和核心公司归母净利润情况

| 公司名称 | 2022H1<br>(亿元) | 同比<br>(%) | 2022Q1<br>(亿元) | 同比<br>(%) | 2022Q2<br>(亿元) | 同比<br>(%) | 增速环比<br>(pct) |
|------|----------------|-----------|----------------|-----------|----------------|-----------|---------------|
| 白酒   | 702.04         | 21.21%    | 449.74         | 26.33%    | 252.30         | 13.04%    | -13.29        |
| 贵州茅台 | 297.94         | 20.85%    | 172.45         | 23.58%    | 125.49         | 17.29%    | -6.30         |
| 五粮液  | 150.99         | 14.38%    | 108.23         | 16.08%    | 42.76          | 10.30%    | -5.78         |
| 泸州老窖 | 55.32          | 30.89%    | 28.76          | 32.72%    | 26.56          | 28.97%    | -3.74         |
| 山西汾酒 | 50.13          | 41.46%    | 37.10          | 70.03%    | 13.03          | -4.33%    | -74.36        |
| 古井贡酒 | 19.19          | 39.17%    | 10.99          | 34.90%    | 8.20           | 45.32%    | 10.42         |
| 洋河股份 | 68.93          | 21.76%    | 49.85          | 29.07%    | 19.08          | 6.07%     | -23.00        |
| 舍得酒业 | 8.36           | 13.60%    | 5.31           | 75.75%    | 3.05           | -29.67%   | -105.42       |
| 酒鬼酒  | 7.18           | 40.68%    | 5.21           | 94.46%    | 1.97           | -18.74%   | -113.20       |
| 迎驾贡酒 | 7.79           | 32.30%    | 5.50           | 49.07%    | 2.29           | 4.13%     | -44.93        |
| 口子窖  | 7.40           | 7.58%     | 4.85           | 15.53%    | 2.54           | -4.92%    | -20.45        |
| 今世缘  | 16.18          | 21.22%    | 10.02          | 24.46%    | 6.16           | 16.30%    | -8.16         |
| 金徽酒  | 2.12           | 13.06%    | 1.65           | 42.78%    | 0.47           | -34.50%   | -77.29        |

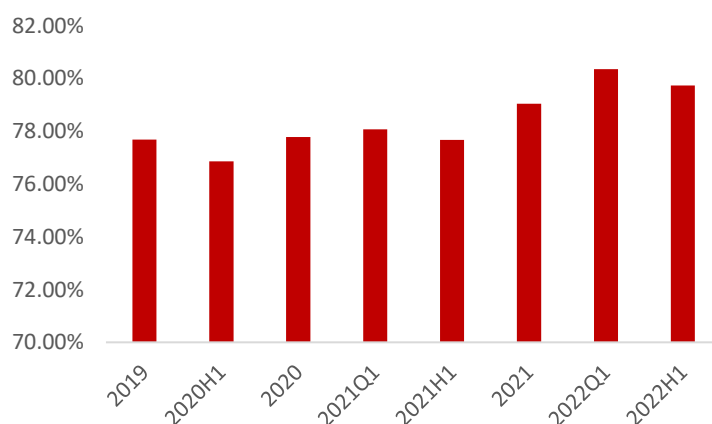
资料来源：ifind，东海证券研究所

### 1.3. 盈利能力同比改善

**产品升级仍是主旋律。**12家核心企业中上半年归母净利润增速高于营收增速的有9家，占比为75%，仅舍得酒业、酒鬼酒和金徽酒归母净利润增速略低于营收增速，该业绩特征与行业数据（规模以上企业营收及利润增速）相似。我们认为这主要与疫情对商务场景、宴请场景影响较大，导致次高端价位段产品影响较大有关，而自饮场景的中端、低端产品影响有限。

**毛利率同比提升，但Q2小幅回落。**2022H1白酒板块整体毛利率79.74%，同比0.21pct，环比-0.70pct，结束了连续三个季度毛利率环比上行趋势。分季度看，一季度毛利率为80.35%，同比+2.28pct，环比+1.31pct；二季度毛利率为78.79%，同比+1.70pct，环比-1.56pct。

图 7 2019 年至今白酒板块毛利率情况



资料来源：ifind，东海证券研究所

贵州茅台受益于直销占比的提升和系列酒产品结构升级，2022H1公司毛利率为92.11%，同比+0.73pct，环比+0.57pct。①直营占比持续提升，上半年实现直营收入100.62

亿元，同比增长 112.87%，占比提升 17.46pct 至 38.32%。②系列酒产品结构升级。千元价格产品 1945 持续放量，清理部分系列酒产品并进行价格调整，我们预计 2022Q2 茅台 1935 在系列酒中的收入占比约 40%。

**五粮液**受益于普五提价、五粮液产品占比提升和系列酒结构优化，2022H1 公司毛利率为 76.92%，同比+1.96pct，环比+1.57pct。①**五粮液产品放量**，五粮液产品上半年实现收入 319.73 亿元，同比增长 17.82%，其中销量增长 15.13%，吨价增长 2.33%。②**系列酒结构优化**，系列酒产品收入 65.4 亿元，同比下滑 6.09%，其中销量下滑 47.76%，吨价增长 79.75%。

**泸州老窖**受益于中高档酒量价齐升和低档酒量减价升，2022H1 公司毛利率为 85.92%，同比+0.25pct，环比+0.22pct。①**中高档量价齐升**，中高档酒上半年实现营收 103.72 亿元，同增 26.21%，其中销量增长 22.47%，吨价增长 3.06%。②**低端酒量减价升**，低档酒上半年实现营收 11.77 亿元，同比增长 22.47%，其中销量减少 11.28%，吨价提升 35.78%。

**山西汾酒**受益于次高端及以上产品放量，2022H1 公司毛利率为 75.89%，同比+0.90pct，环比+0.98pct。

**古井贡酒**受益于原份年浆量价齐升，2022H1 公司毛利率为 77.53%，同比+1.13pct，环比+2.43pct。

**迎驾贡酒**受益于中高档产品洞藏系列保持高增长，2022H1 公司毛利率为 68.27%，同比+2.37pct，环比+0.73pct。

**舍得酒业**受低档酒占比提升投入加大，导致 2022H1 公司毛利率同比下滑 0.61pct 至 78.17%，环比+0.36%

**酒鬼酒**受高端品内参增速放缓高端酒占比降低影响，导致 2022H1 公司毛利率同比下滑 1.13pct 至 79.11%，环比-0.86%

**金徽酒**受原材料价格上涨、百元以下价位毛利率较低的产品增速较快影响，导致 2022H1 公司毛利率同比下滑 2.55pct 至 63.13%，环比-0.61pct。

表 3 白酒板块和核心公司毛利率变化情况

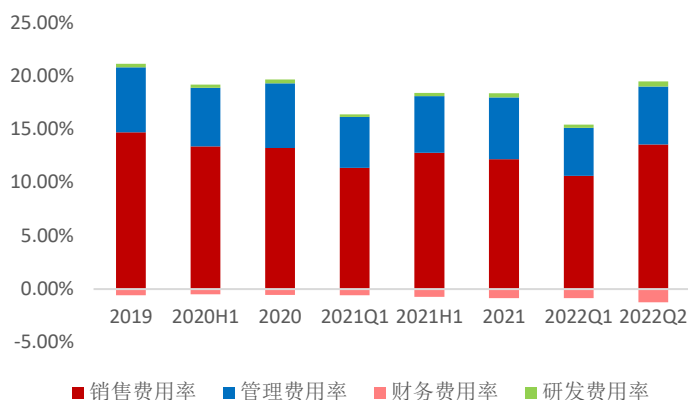
| 公司名称 | 2022H1 (%) | 同比 (pct) | 环比 (pct) | 2021 (%) | 2021H1 (%) | 2020 (%) | 2019 (%) |
|------|------------|----------|----------|----------|------------|----------|----------|
| 白酒   | 79.74      | 2.06     | 0.70     | 79.04    | 77.68      | 77.78    | 77.68    |
| 贵州茅台 | 92.11      | 0.73     | 0.57     | 91.54    | 91.38      | 91.41    | 91.30    |
| 五粮液  | 76.92      | 1.96     | 1.57     | 75.35    | 74.96      | 74.16    | 74.46    |
| 泸州老窖 | 85.92      | 0.25     | 0.22     | 85.70    | 85.67      | 83.05    | 80.62    |
| 山西汾酒 | 75.89      | 0.90     | 0.98     | 74.91    | 74.99      | 72.15    | 71.92    |
| 古井贡酒 | 77.53      | 1.13     | 2.43     | 75.10    | 76.40      | 75.23    | 76.71    |
| 洋河股份 | 73.94      | -0.49    | -1.38    | 75.32    | 74.43      | 72.27    | 71.35    |
| 舍得酒业 | 78.17      | -0.61    | 0.36     | 77.81    | 78.78      | 75.87    | 76.20    |
| 酒鬼酒  | 79.11      | -1.13    | -0.86    | 79.97    | 80.24      | 78.87    | 77.75    |
| 迎驾贡酒 | 68.27      | 2.37     | 0.73     | 67.54    | 65.90      | 67.13    | 64.36    |
| 口子窖  | 75.47      | 0.71     | 1.57     | 73.90    | 74.76      | 75.17    | 74.97    |
| 今世缘  | 72.48      | 1.89     | -2.13    | 74.61    | 70.58      | 71.12    | 72.79    |

资料来源：ifind，东海证券研究所

费用率同比下行，但 Q2 销售费用率上涨导致销售期间费用率提升。2022H1 白酒板块销售期间费用率为 16.10%，同比-1.57pct，环比+1.55pct，其中 Q2 销售期间费用率为

18.26%，同比-1.85pct，环比+3.71pct。拆分看，Q2 销售费用率为 13.55%，同比-1.08pct，环比+2.93pct；Q2 管理费用率为 5.43%，同比-0.59pct，环比+0.93pct；Q2 财务费用率为 -1.22%，同比-0.28pct，环比-0.37pct；Q2 研发费用率为 0.50%，同比+0.1pct，环比+0.22pct。

图 8 2019 年至今白酒板块销售期间费用率情况



资料来源：ifind，东海证券研究所

**五粮液** Q2 销售费用环比提升 8.21pct 至 17.49%，主要系营销人员上年度绩效考核奖励在二季度发放，导致销售费用中的人工费用同比增长 79.08%，同时，广告费用也有增长。

**山西汾酒** Q2 销售费用环比提升 4.76pct 至 15.91%，主要系疫情期间积极开展市场活动，维护经销商及客情关系导致。

**酒鬼酒** Q2 销售费用环比提升 5.20pct 至 27.01%，主要系公司加大了对品牌宣传及促销活动的投放，广告宣传费和促销费用同比增加 33.50%和 100.07%。

**迎驾贡酒** Q2 销售期间费用率环比提升 6.84pct 至 11.69%，主要系广告宣传费和职工薪酬的增加。

**舍得酒业** H1 销售费用同比增长 2.85pct 至 17.38%。主要系上半年疫情期间积极开展促销活动消化渠道库存。

表 4 白酒板块及核心公司 2022Q1/Q2 费用率情况 (%)

| 公司名称 | 2022Q1 |       |       |       |      | 2022Q2 |       |       |       |      |
|------|--------|-------|-------|-------|------|--------|-------|-------|-------|------|
|      | 费用率    | 销售    | 管理    | 财务    | 研发   | 费用率    | 销售    | 管理    | 财务    | 研发   |
| 白酒   | 14.55  | 10.62 | 4.51  | -0.85 | 0.28 | 18.26  | 13.55 | 5.43  | -1.22 | 0.50 |
| 贵州茅台 | 7.08   | 1.60  | 6.43  | -1.01 | 0.06 | 8.32   | 3.72  | 5.71  | -1.27 | 0.15 |
| 五粮液  | 9.28   | 7.38  | 3.56  | -1.86 | 0.20 | 17.49  | 15.94 | 4.77  | -3.56 | 0.34 |
| 泸州老窖 | 14.67  | 10.66 | 4.38  | -0.83 | 0.46 | 14.54  | 10.11 | 4.98  | -1.39 | 0.85 |
| 山西汾酒 | 13.71  | 11.15 | 2.56  | -0.07 | 0.07 | 21.13  | 15.91 | 4.97  | -0.11 | 0.34 |
| 古井贡酒 | 34.92  | 30.16 | 6.08  | -1.58 | 0.25 | 32.49  | 26.94 | 6.40  | -1.24 | 0.39 |
| 洋河股份 | 10.60  | 6.59  | 4.05  | -0.75 | 0.70 | 17.35  | 10.67 | 8.23  | -2.58 | 1.03 |
| 舍得酒业 | 28.81  | 18.46 | 10.46 | -0.48 | 0.38 | 25.16  | 15.61 | 9.11  | -1.00 | 1.44 |
| 酒鬼酒  | 22.99  | 21.81 | 1.73  | -0.56 | 0.00 | 30.21  | 27.01 | 4.88  | -2.21 | 0.53 |
| 迎驾贡酒 | 11.69  | 7.77  | 3.12  | -0.02 | 0.82 | 18.53  | 11.92 | 4.92  | -0.03 | 1.72 |
| 口子窖  | 16.96  | 14.94 | 4.45  | -2.86 | 0.44 | 22.25  | 14.85 | 7.00  | -0.19 | 0.59 |
| 今世缘  | 14.77  | 13.05 | 1.94  | -0.44 | 0.22 | 12.31  | 10.11 | 3.69  | -2.02 | 0.53 |
| 金徽酒  | 23.86  | 15.72 | 7.46  | -0.48 | 1.16 | 30.34  | 16.86 | 10.32 | -0.63 | 3.79 |

资料来源：ifind，东海证券研究所

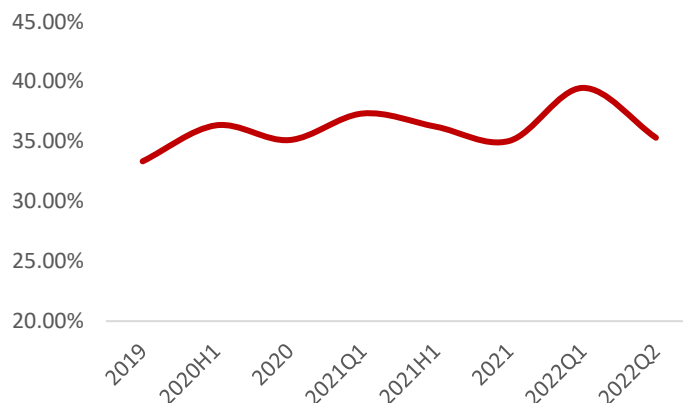
表 5 2020H1 核心白酒公司费用率情况

|      | 费用率 (%) | 同比 (pct) | 销售 (%) | 同比 (pct) | 管理 (%) | 同比 (pct) | 财务 (%) | 同比 (pct) | 研发 (%) | 同比 (pct) |
|------|---------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|
| 贵州茅台 | 7.62    | -1.12    | 2.54   | -0.01    | 6.11   | -0.76    | -1.12  | -0.40    | 0.10   | 0.06     |
| 五粮液  | 12.00   | 0.28     | 10.22  | 0.55     | 3.96   | -0.21    | -2.43  | -0.09    | 0.25   | 0.03     |
| 泸州老窖 | 14.61   | -1.83    | 10.41  | -2.29    | 4.65   | -0.07    | -1.09  | 0.29     | 0.64   | 0.24     |
| 山西汾酒 | 16.03   | -4.39    | 12.64  | -4.09    | 3.32   | -0.57    | -0.08  | 0.19     | 0.16   | 0.08     |
| 古井贡酒 | 33.91   | -1.01    | 28.83  | -0.12    | 6.21   | -0.46    | -1.44  | -0.46    | 0.31   | 0.02     |
| 洋河股份 | 12.70   | -2.15    | 7.86   | -0.76    | 5.35   | -0.64    | -1.32  | -0.65    | 0.80   | -0.09    |
| 舍得酒业 | 27.44   | 3.21     | 17.38  | 2.85     | 9.95   | 0.52     | -0.68  | -0.12    | 0.78   | -0.03    |
| 酒鬼酒  | 25.41   | -0.06    | 23.55  | 1.71     | 2.78   | -1.15    | -1.11  | -0.49    | 0.18   | -0.12    |
| 迎驾贡酒 | 14.27   | -0.55    | 9.34   | -0.02    | 3.80   | -0.70    | -0.02  | 0.03     | 1.16   | 0.14     |
| 口子窖  | 19.23   | -0.66    | 14.90  | 0.40     | 5.54   | 0.16     | -1.72  | -1.32    | 0.51   | 0.11     |
| 今世缘  | 13.89   | 1.45     | 12.00  | 1.76     | 2.56   | -0.08    | -1.00  | -0.32    | 0.33   | 0.10     |
| 金徽酒  | 26.61   | -0.72    | 16.20  | -0.22    | 8.67   | -1.42    | -0.55  | -0.06    | 2.28   | 0.98     |

资料来源：ifind，东海证券研究所

净利率同比提升，但 Q2 受疫情影响费用率提升有所下滑。2022H1 白酒板块净利率为 37.88%，同比+1.64pct，环比-1.60pct。受疫情影响和费用率提升，Q2 板块净利率为 35.32%，同比+0.71%，环比-4.16pct。

图9 2019年至今白酒板块净利率情况



资料来源：ifind，东海证券研究所

分公司看，二季度白酒公司净利率普遍下滑。12家核心企业中上半年净利率同比实现正增长的有9家占比75%，二季度净利率实现同比正增长的有7家，占比为58.33%，同时二季度净利率实现环比正增长的仅有3家，占比为25%。

表6 白酒板块和核心公司净利率变化情况

| 公司名称 | 2022H1 (%) | 同比 (pct) | 环比 (pct) | 2022Q2 (%) | 同比 (pct) | 环比 (pct) |
|------|------------|----------|----------|------------|----------|----------|
| 白酒   | 37.88      | 1.64     | -1.60    | 35.32      | 0.71     | -4.16    |
| 贵州茅台 | 50.12      | 1.51     | -1.84    | 47.79      | 0.57     | -4.17    |
| 五粮液  | 36.63      | 0.71     | -2.66    | 31.27      | 0.07     | -8.02    |
| 泸州老窖 | 47.43      | 2.06     | 1.87     | 49.63      | 1.88     | 4.07     |
| 山西汾酒 | 32.69      | 3.45     | -2.54    | 27.12      | -1.33    | -8.12    |
| 古井贡酒 | 21.32      | 1.64     | 0.48     | 22.00      | 2.39     | 1.17     |
| 洋河股份 | 36.46      | 0.03     | -1.81    | 32.44      | -3.37    | -5.83    |
| 舍得酒业 | 27.62      | -3.14    | -0.55    | 26.71      | -5.09    | -1.45    |
| 酒鬼酒  | 28.30      | -1.48    | -2.55    | 23.22      | -6.86    | -7.64    |
| 迎驾贡酒 | 30.80      | 2.78     | -4.13    | 23.99      | 0.93     | -10.94   |
| 口子窖  | 32.19      | 1.54     | -4.81    | 25.79      | 0.80     | -11.21   |
| 今世缘  | 34.81      | 0.16     | 1.27     | 37.09      | 0.73     | 3.55     |
| 金徽酒  | 17.28      | -2.00    | -6.05    | 9.07       | -6.47    | -14.27   |

资料来源：ifind，东海证券研究所

## 1.4. 合同负债总体稳定，经营性现金流增速放缓

合同负债整体表现稳定。2021年上半年白酒板块合同负债总计361.69亿元，同比增长4.89%，环比下降5.37%。泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、今世缘、金徽酒表现亮眼，五粮液、酒鬼酒、口子窖下滑明显。

①山西汾酒、舍得酒业等Q2业绩表现较弱，但是其合同负债同比和环比均保持正增长，我们认为Q3存在较强的弹性空间。

②地产酒龙头蓄水池能力较强。12家核心公司中有9家合同负债实现正增长占比75%，显示经销商打款情绪并没有受到疫情太强的冲击。从涨幅来看，地产酒龙头山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、今世缘同比增长在50%左右。

表 7 白酒板块及核心公司合同负债情况

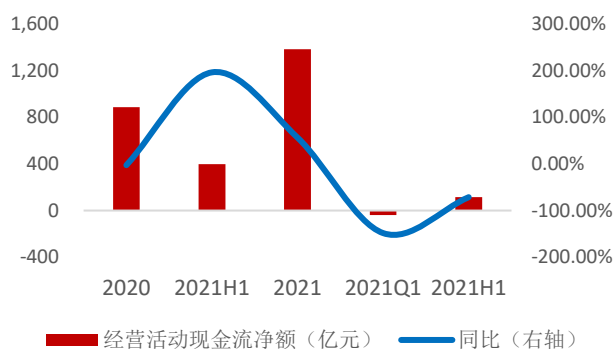
|      | 22H1 (亿元) | 22Q1 (亿元) | 21H1 (亿元) | 同比 (%)  | 环比 (%)  |
|------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|
| 白酒   | 379.40    | 400.92    | 361.69    | 4.89%   | -5.37%  |
| 贵州茅台 | 96.69     | 83.22     | 92.44     | 4.59%   | 16.18%  |
| 五粮液  | 18.77     | 36.07     | 63.28     | -70.35% | -47.97% |
| 泸州老窖 | 23.30     | 17.63     | 14.08     | 65.44%  | 32.14%  |
| 山西汾酒 | 48.44     | 38.81     | 32.59     | 48.66%  | 24.83%  |
| 古井贡酒 | 34.28     | 46.92     | 22.14     | 54.85%  | -26.95% |
| 洋河股份 | 79.08     | 97.66     | 55.17     | 43.35%  | -19.02% |
| 舍得酒业 | 4.32      | 3.91      | 3.70      | 16.98%  | 10.44%  |
| 酒鬼酒  | 5.56      | 6.75      | 8.72      | -36.29% | -17.72% |
| 迎驾贡酒 | 3.78      | 4.68      | 3.99      | -5.18%  | -19.16% |
| 口子窖  | 3.96      | 3.77      | 4.96      | -20.11% | 5.03%   |
| 今世缘  | 10.17     | 11.36     | 6.48      | 56.99%  | -10.50% |
| 金徽酒  | 2.89      | 4.00      | 1.94      | 49.28%  | -27.69% |

资料来源: ifind, 东海证券研究所

**2022H1 经营活动现金流净额转正, 但仍低于往年同期。**2022H1 经营活动现金流净额为 114.19 亿元, 同比下降 71.33%, 主要系贵州茅台经营活动现金流净额转负导致的。

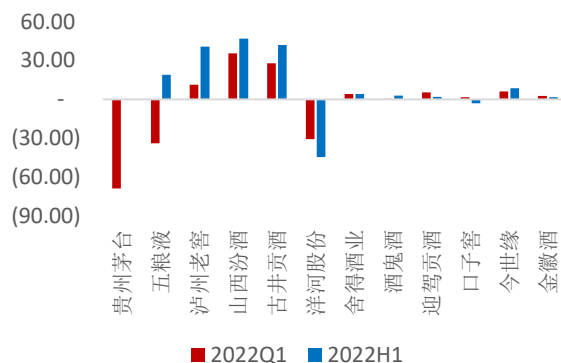
贵州茅台上半年经营活动产生的现金流量净额为负主要是公司控股子公司贵州茅台集团财务有限公司本期客户存款和同业存放款项净增加额减少及存放中央银行和同业款项净增加额增加。

图 10 2020 年至今白酒板块经营活动现金流净额情况



资料来源: ifind, 东海证券研究所

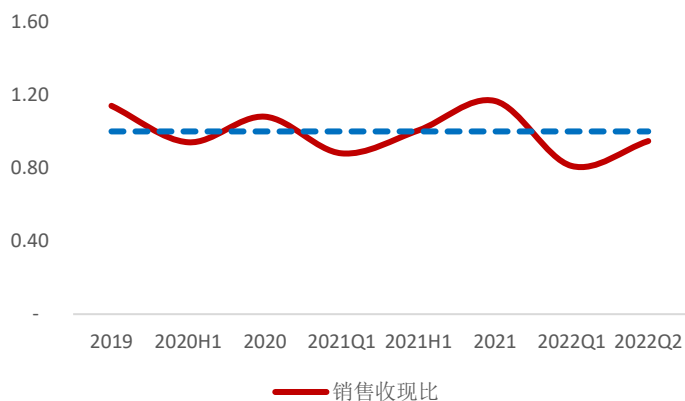
图 11 2022Q1/H1 经营活动现金流净额情况 (亿元)



资料来源: ifind, 东海证券研究所

**2022H1 销售收现比例略低于 1, 但二季度好转。**2022H1 销售收现比为 0.95, 环比提升 0.14。分公司看, 除洋河股份外, 11 家核心公司销售收现比均在 1 左右, 洋河股份 2022 年收现比低于往年同期水平是因为 2021 年底预收经销商货款较多导致的。

图 12 2019 年至今白酒板块销售收现比情况



资料来源：ifind，东海证券研究所

表 8 白酒板块及核心公司 2019 年至今销售收现比情况

|      | 2019 | 2020H1 | 2020 | 2021H1 | 2021 | 2022Q1 | 2022Q2 |
|------|------|--------|------|--------|------|--------|--------|
| 白酒   | 1.14 | 0.94   | 1.08 | 1.01   | 1.17 | 0.81   | 0.95   |
| 贵州茅台 | 1.07 | 1.02   | 1.09 | 0.99   | 1.09 | 0.95   | 1.03   |
| 五粮液  | 1.26 | 0.93   | 1.09 | 0.98   | 1.22 | 0.50   | 0.76   |
| 泸州老窖 | 1.17 | 0.82   | 1.03 | 1.16   | 1.09 | 1.19   | 1.29   |
| 山西汾酒 | 1.13 | 1.07   | 0.97 | 0.94   | 1.25 | 0.84   | 0.96   |
| 古井贡酒 | 1.03 | 1.15   | 1.05 | 1.15   | 1.17 | 1.17   | 1.17   |
| 洋河股份 | 1.22 | 0.60   | 1.02 | 0.95   | 1.45 | 0.61   | 0.68   |
| 舍得酒业 | 1.11 | 1.09   | 1.17 | 1.09   | 1.21 | 0.97   | 1.03   |
| 酒鬼酒  | 1.00 | 1.20   | 1.23 | 1.13   | 1.20 | 0.56   | 0.76   |
| 迎驾贡酒 | 1.10 | 0.91   | 1.05 | 1.08   | 1.14 | 1.02   | 1.02   |
| 口子窖  | 1.01 | 0.96   | 0.95 | 0.92   | 0.97 | 0.87   | 0.92   |
| 今世缘  | 1.11 | 0.79   | 1.13 | 1.04   | 1.34 | 0.86   | 0.93   |
| 金徽酒  | 1.18 | 1.07   | 1.15 | 1.07   | 1.22 | 1.20   | 1.00   |

资料来源：ifind，东海证券研究所

## 1.5.行业重点事件总结

表 9 年初至今白酒行业事件汇总

| 时间    | 公司名称  | 主要内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|-------|-------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1月1日  | 贵州茅台  | 2022年1月1日起, 茅台新珍品零售指导价上调100元, 由4499上调到4599元; 茅台陈年酒15由4999上调到5999元                                                                                                                                                                                                                                                |
| 1月8日  | 山西汾酒  | 选举袁清茂为董事长                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 1月19日 | 贵州茅台  | 茅台1935正式发布上市, 市场零售指导价格为1188元/瓶                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 2月13日 | 五粮液   | 五粮春名门将于2月15日线上首发, 定价728元。                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 2月18日 | 五粮液   | 曾从钦被任命为五粮液集团公司董事长                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 2月22日 | 泸州老窖  | 2022年3月1日起, “绵柔窖 6/9”产品结算价格上调5元/瓶。                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| 3月18日 | 顺鑫农业  | 以净含量500ml为核算单位, 清香型白酒: 上调3元至15元; 浓香型白酒: 上调10元至15元。本次价格调整计划于2022年5月1日起执行                                                                                                                                                                                                                                          |
| 3月21日 | 洋河股份  | 40.8度“苏酒·绿苏”终端零售指导价由788元/瓶调整为828元/瓶                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| 3月25日 | 五粮液   | 第八代五粮液建议指导价调整至1499元/瓶, 每瓶较此前上调100元。                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| 3月26日 | 衡水老白干 | 39度甲等20十八酒坊系列: 瓶储不足1年898元/瓶, 瓶储1年948元/瓶, 瓶储两年998元/瓶, 瓶储3年1048元/瓶; 39度古法30衡水老白干系列: 瓶储不足1年898元/瓶, 瓶储1年948元/瓶, 瓶储两年998元/瓶, 瓶储3年1048元/瓶; 39度衡水老白干1915系列: 瓶储不足1年1688元/瓶, 瓶储1年1788元/瓶, 瓶储两年1888元/瓶, 瓶储3年1988元/瓶。                                                                                                       |
| 3月31日 | 贵州茅台  | 茅台自建APP “I茅台”上线试运营。                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| 3月31日 | 洋河股份  | 洋河股份老版海之蓝4月1日起停货                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 4月11日 | 水井坊   | 发布全新升级新一代井台, 52° 新一代井台建议零售价808元、38° 建议零售价768元                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 4月14日 | 青花郎   | 即日(4月14日)起, 53度青花郎计划内出厂价上调100元。                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 5月11日 | 酒鬼酒   | 自2022年5月15日起, 52度500ml红坛酒鬼酒(18)、42/45度红坛酒鬼酒(20)、39/52度500ml酒鬼酒(传承)、42/52度500ml酒鬼酒(透明装)(鉴赏)、52度500ml黄坛酒鬼酒(12)终端供货指导价上调20元/瓶; 42/52度500ml内品酒终端供货指导价上调15元/瓶。                                                                                                                                                        |
| 5月19日 | 贵州茅台  | I茅台正式运营, 同时上架100ml“迷你版”飞天茅台                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| 5月20日 | 泸州老窖  | 国窖1573经典装停止接收订单                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 5月20日 | 山西汾酒  | 于5月20日起暂停营收贡献超9成的主品牌“汾酒”系列的全国招商工作。                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| 5月31日 | 舍得酒业  | 从6月1日起, 2020年出品的64.5%vol500ml天子呼(陈香)零售指导价调整至6980元/瓶。500ml品味舍得酒的瓶贮年份酒执行新的零售指导价格。以52%vol品味舍得酒为例, 2001年生产装瓶的瓶贮年份达到21年, 其零售指导价为4498元/瓶; 2021年生产装瓶的瓶贮年份为1年, 其零售指导价为598元/瓶。500ml藏品舍得(10年)和500ml沱牌曲酒(80年代)两款产品的瓶贮年份酒执行新的零售指导价格。以500ml藏品舍得(10年)为例, 2019年生产装瓶的瓶贮年份达到3年, 其零售指导价为1499元/瓶; 2021年生产装瓶的瓶贮年份为1年, 其零售指导价为1299元/瓶 |
| 6月11日 | 今世缘   | 自6月25日, 在现有开票价格基础上四开国缘上调10元/瓶, 对开国缘上调5元/瓶。                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 6月20日 | 西凤酒   | 从6月20日起上调全线产品价格                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 6月21日 | 泸州老窖  | 泸州老窖黑盖于6月21日全面上市                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 6月27日 | 泸州老窖  | 即日起, 52度泸州老窖特曲60版500ml装计划内配额结算价上调20元/瓶。                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 7月12日 | 贵州茅台  | 公司将所持习酒82%股权无偿划转贵州省国资委                                                                                                                                                                                                                                                                                           |

|       |       |                                                                                         |
|-------|-------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| 7月29日 | 酒鬼酒   | 自2022年9月1日起，52度500ml酒鬼酒（传承）战略价上调30元/瓶，39度500ml酒鬼酒（传承）及42度500ml酒鬼酒（传承）（1987）战略价各上调10元/瓶。 |
| 7月30日 | 贵州茅台  | 第三代茅台专卖店亮相贵阳                                                                            |
| 8月6日  | 山西汾酒  | 新品玻汾•献礼版在郑州上市                                                                           |
| 8月11日 | 衡水老白干 | 自2022年10月1日起，衡水老白干（62度500ml白干酒）终端供货价上调10元/箱，终端零售指导价上调至19.8元/瓶                           |
| 9月1日  | 泸州老窖  | 泸州老窖区域头曲9月1日起停货                                                                         |

资料来源：微酒、中国白酒网、公司公告、东海证券研究所

## 2. 啤酒：疫情有所拖累，高端化趋势仍强

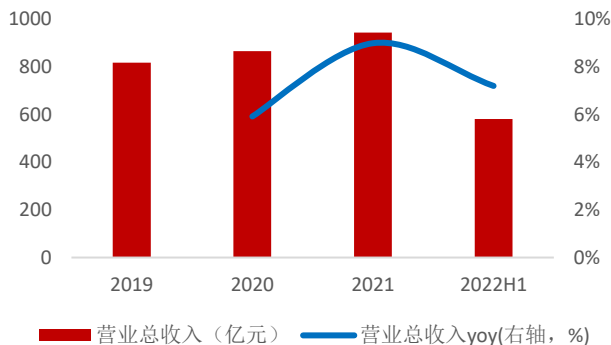
啤酒板块上半年整体呈现两头强，中间弱的态势，疫情影响拖累增速。核心公司吨酒价均保持5%-7%增速，行业整体销量同比下滑2%，高端化背景下产品结构改善与提价为增长主因。

### 2.1. 营收情况：价增为主，龙头表现超预期

啤酒板块上半年整体呈现两头强，中间弱的态势，疫情影响拖累同比表现。①需求端，疫情扰动，迅速修复。2022年1、2月份受益于春节开门红，3-5月疫情对线下消费场景尤其是华东地区造成较大影响，拖累上半年整体业绩表现。6月份逐渐进入消费旺季，叠加疫情影响消退与气温偏高利好，销售情况出现明显好转。②成本端，原材料冲高回落，盈利能力回升。上半年上游原材料除玻璃外均出现高开低走态势，较高的成本压力促使行业整体提价加速落地、进一步推动高端化。在销量整体趋稳情况下，吨价上升成为营收增长主要驱动力。随着上游原材料价格的回落趋势延续，下半年盈利能力有望进一步恢复。③控费提效，盈利回升。疫情期间，啤酒行业费用投入明显偏保守，减少市场推广和广告投放，销售费用明显回调，管理费用维持稳定，整体销售期间费用率处于近十年最低水平，带动行业净利率达到近年峰值，行业由追求营收向利润过渡。

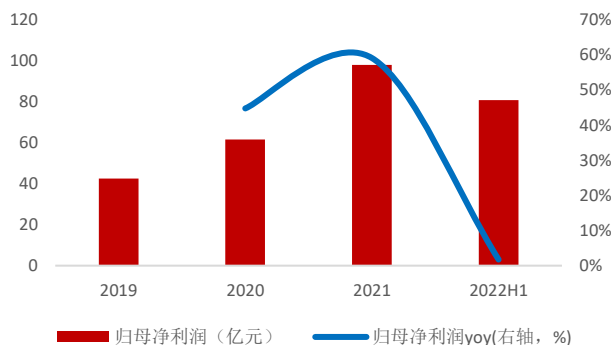
A股7家啤酒上市公司2022年上半年实现总营收为371.91亿元，同比增长7.31%，环比下滑27.89%。单独Q2啤酒行业上市公司实现总营收为198.67亿元，同比增长6.88%，环比下滑0.95pct。2022年上半年实现归母净利润为42.65亿元，同比增长17.20%，环比下滑24.13pct。单独Q2实现归母净利润为27.4亿元，同比增长15.97%，环比下滑3.52pct。

图 13 2019 至今啤酒营业总收入和同比增速



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 14 2019 至今啤酒归母净利润和同比增速



资料来源：ifind，东海证券研究所

**核心公司提价、高端化更为顺畅，表现优。**华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒等品牌力较强，上半年在疫情干扰下，提价与高端化进程更为顺畅，高端核心单品如喜力等逆势保持高速增长，吨酒价普遍保持 5%-7% 增速。另一方面，高端酒企疫后恢复明显，产销快速放量，确保上半年销量与去年同期基本持平。在量稳价增的背景下，核心企业上半年表现较为强势。在成本上升、提价成定局的情况下，面对新冠疫情影响，华润啤酒、青岛啤酒通过高端化带动营收稳步提升，重庆啤酒打造大单品，放量破局，均保持强势表现。具体来看，

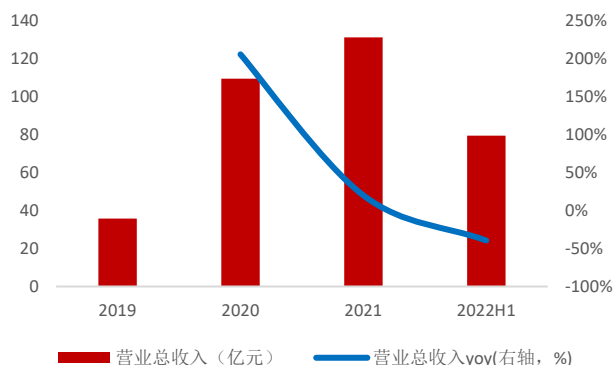
**高端强势中低端稳，华润啤酒超预期。**公司上半年营业收入 210.13 亿元，核心净利润 38.02 亿元，同比分别提升 17.2%、20.4%。**①高端产品方面**，上半年疫情不改高端化趋势，公司核心高端产品销量持续增长，其中喜力 2022H1 销量增速超 10%，营收占比稳步提升，带动整体吨价走高。**②中低端产品方面**，疫情后需求快速恢复叠加高温天气，迅速回补上半年销量缺口，6 月总体销量快速回补，至半年报仅小幅下滑不足 3%，销量保持稳定。受制于成本压力，公司顺序提价，确保中低端产品营收整体保持稳健。**③暑期传统消费旺季叠加历史同期高温天气，高端化趋势不可阻挡，公司全年业绩有望维持强势。**

**疫情拖累单 Q2 增速略有放缓，重庆啤酒符合预期。**公司上半年营业收入 79.36 亿元，归母净利润 7.28 亿元，同比分别提升 11.16%、16.93%。**①大单品带动销量表现亮眼**，与主要竞争对手价增驱动不同，Q1 乌苏大单品强势表现带动公司销量维持强势表现，上半年同比增长 6.4%，远超行业平均-2% 表现。大城市计划助推销量上升，中区、南区等疫情影响较小的区域，上半年营收维持 15% 增速强势表现。**②疫情致二季度增速放缓**，3 月开始的疫情影响对餐饮、夜场等线下场景较大，上海、北京、深圳疫情拖累公司大城市计划推进进度。核心大单品乌苏啤酒二季度受疫情影响，疆外增速放缓。公司单二季度增长仅为 5.9%，销量增长仅为 1.8%，二季度表现弱于主要竞争对手，影响上半年表现。**③疫情成为扰动主因，随线下消费场景持续复苏，大城市疫情影响逐渐减弱，大城市计划下销量加速回补，叠加行业提价大势，公司全年营收有望维持稳健。**

**结构优化、核心市场快速回补，青岛啤酒业绩超预期。**公司上半年营业收入 192.7 亿元，归母净利润 28.5 亿元，同比分别提升 5.4%、18.1%。单独 Q2 营业收入 100.7 亿元，归母净利润 17.3 亿元，同比分别提升 7.5%、23.9%。**①产品结构持续优化，高端化态度坚决**，“1+1+N”（经典+纯生+新特产品）的产品战略稳步推进，进一步进行内部整合，推动吨价进一步提升，在 Q2 疫情扰动的情况下，提价趋势不减，单 Q2 季度吨价同比提升 7%，超过 Q1 0.9pct。高端化坚决，疫情扰动仍不可逆，在上半年整体销量受损的情况下，中高端产品销量维持 6.6% 的强势增长。**②疫后积极回补**，公司 5 月疫

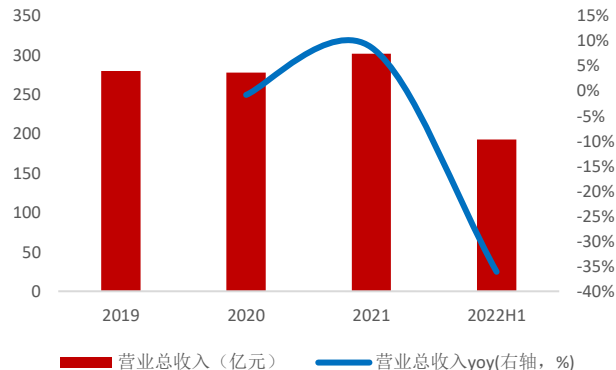
情影响逐渐消退后，开启“夏季风暴”活动，积极回追销量，带动山东、华北等核心市场疫情后快速恢复，H1 营收增速分别为 6.0%与 12.6%，较好的弥补了华东地区的损失，实现二季度销量同比由负转正。③公司加速布局线下消费场景；加大高端、超高端产品营销投放，布局听装酒和精酿产品；叠加即饮渠道持续恢复、高温等利好，全年有望受益于高端化与产品结构升级，维持强势增长。

图 15 2019 至今重庆啤酒营业总收入和同比增速



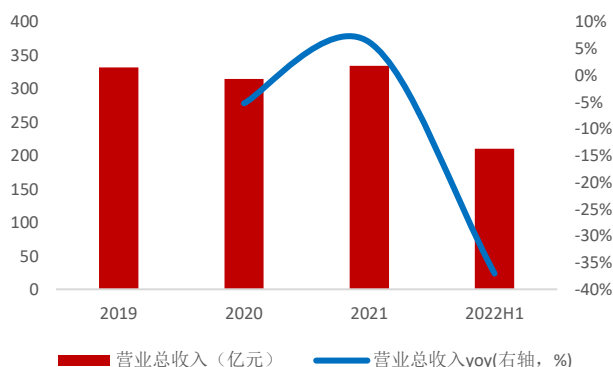
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 16 2019 至今青岛啤酒营业总收入和同比增速



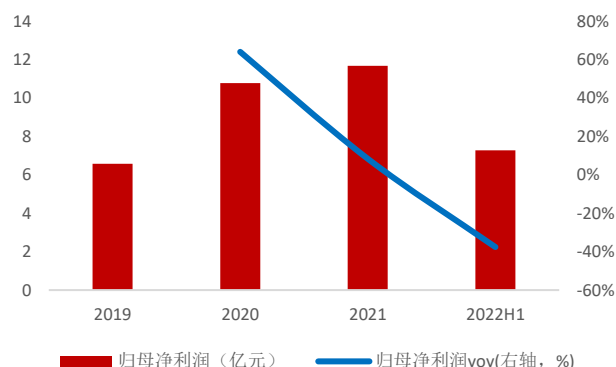
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 17 2019 至今华润啤酒营业总收入和同比增速



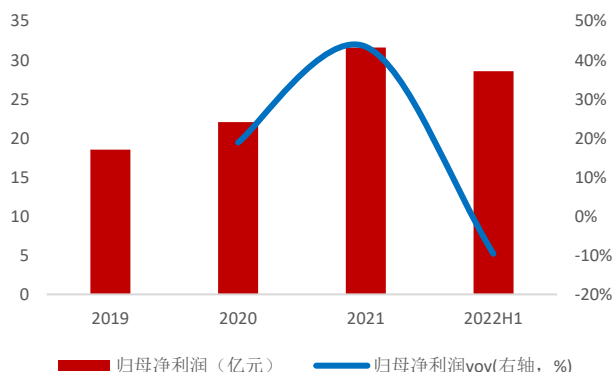
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 18 2019 至今重庆啤酒归母净利润和同比增速



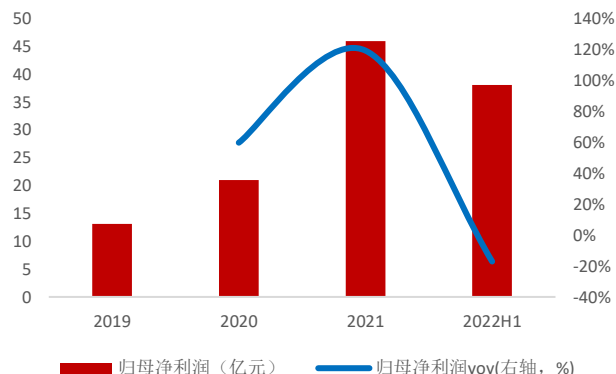
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 19 2019 至今青岛啤酒归母净利润和同比增速



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 20 2019 至今华润啤酒归母净利润和同比增速

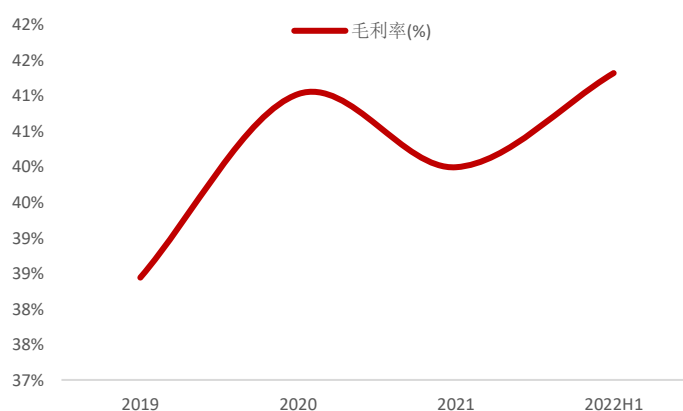


资料来源：ifind，东海证券研究所

## 2.2.盈利能力：高端化趋势延续，控费增效，盈利能力处于近年峰值

**结构优化、高端发力、控费增效。**在上半年疫情扰动、成本快速上涨、销量增长停滞的不利背景下，啤酒行业通过向内挖掘潜力，实现盈利能力的提升，净利率、毛利率均处于近年较高水平。①**坚持高端化**、中高端产品放量，占比稳步提升带动吨酒价上行。②**优化产品结构**，资源向大单品进行倾斜，龙头企业大单品青岛主品牌、华润喜力、重庆乌苏等核心产品均保持高速增长。③**费用投放更为谨慎**，在疫情需求不振与成本高企的双重压力下，啤酒企业减少了营销费用的投放，降低广告、赞助费用等，销售费用率较去年同期降低 3.87%，成为净利率提升主因。2022 年上半年啤酒行业整体毛利率为 40.80%，同比下滑 4.3pct；整体净利率为 13.87%，同比增长 0.94pct；整体扣非净利率为 10.52%，同比增长 0.96pct。2022 年上半年销售期间费用率 20.42%，较去年同期下降 4.63pct。

图 21 2019 年至今啤酒板块毛利率情况



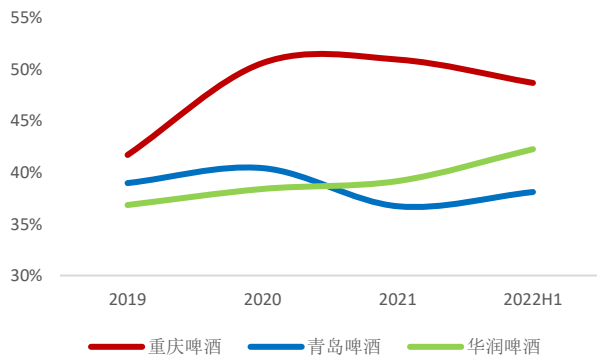
资料来源：ifind，东海证券研究所

**华润啤酒：管理销售费用率双降。**2022 年上半年，公司销售费用 32.2 亿元，同比下降 2.2%，销售费用率 15.3%，较去年同期降低 1.4pct。费用及费用率双降，主要由于市场广告费用的降低与市场推广的减少。管理费用降低主要受益于行政费用的缩减与去产能关厂进度的放缓，导致固定资产减值损失及一次性员工补偿安置费用降低。

**重庆啤酒：运输费用拖累毛利率。**2022 年上半年公司毛利率 48.7%，较去年同期下降 0.3pct，主要系油价上升带来的物流运费成本上涨。内部 BU 整合改善，区域团队优化接近完成，管理效率提高带动管理费用率同比微降，广告投放等减少带动销售费用率大幅改善，助推净利率上行。

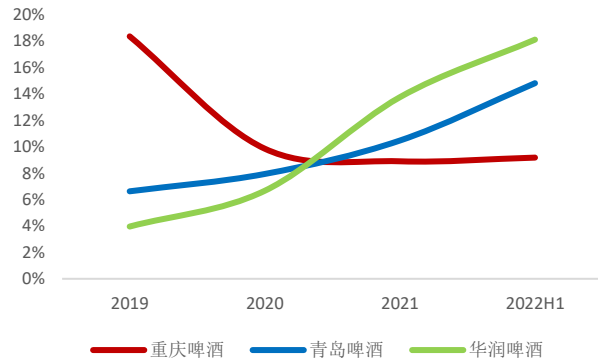
**青岛啤酒：提价与高端化拉高毛利率。**2022 年上半年毛利率、净利率分别为 38.10%、15.09%，同比提升 0.2 pct 与 1.49pct。单独 Q2 毛利率、净利率分别为 38.32%、17.45%，同比提升 0.84 pct 与 2.15pct。中高端产品强势表现带动主品牌量价齐升，2022 年上半年公司吨酒价 4083 元/千升，同比增长 6.46%。其中中高端大单品经典、纯生、白啤等高度增长，推动整体酒价进一步上涨，成为盈利能力提升主因。另一方面，华东等地疫情导致城市推广及促销暂缓，销售费用率走低，利好净利率。

图 22 2019 年以来啤酒板块核心公司毛利率



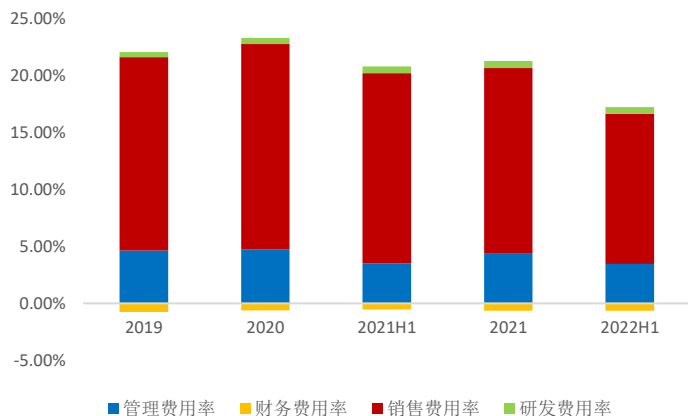
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 23 2019 年以来啤酒板块核心公司净利率



资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 24 2019 年至今啤酒板块销售期间费用率情况



资料来源: ifind, 东海证券研究所

表 10 啤酒板块及核心公司 2022Q1/Q2 费用率情况 (%)

| 公司名称 | 2022Q1 |      |       |       |      | 2022Q2 |      |       |       |      |
|------|--------|------|-------|-------|------|--------|------|-------|-------|------|
|      | 费用率    | 销售   | 管理    | 财务    | 研发   | 费用率    | 销售   | 管理    | 财务    | 研发   |
| 啤酒   | 19.18  | 5.74 | -0.96 | 13.66 | 0.74 | 15.46  | 2.48 | -0.52 | 12.98 | 0.52 |
| 重庆啤酒 | 17.49  | 3.40 | -0.19 | 13.71 | 0.58 | 19.17  | 3.25 | -0.29 | 15.35 | 0.87 |
| 青岛啤酒 | 17.44  | 3.86 | -0.67 | 14.20 | 0.06 | 10.51  | 3.49 | -1.23 | 8.14  | 0.11 |

资料来源: ifind, 东海证券研究所

表 11 2022H1 核心啤酒公司费用率情况 (%)

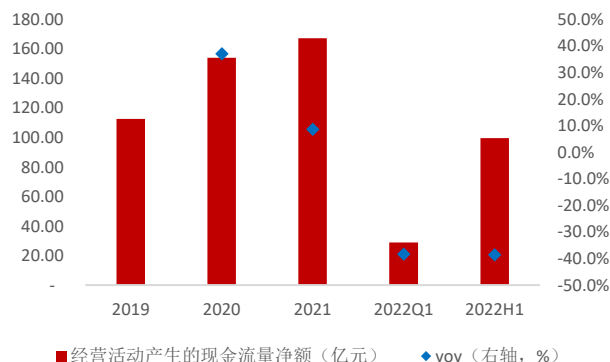
|      | 费用率   | 同比     | 销售   | 同比    | 管理    | 同比    | 财务    | 同比     | 研发   | 同比    |
|------|-------|--------|------|-------|-------|-------|-------|--------|------|-------|
| 重庆啤酒 | 34.46 | -10.48 | 3.32 | -0.11 | -0.51 | -0.41 | 30.14 | -9.47  | 1.51 | -0.50 |
| 青岛啤酒 | 24.93 | -15.01 | 3.66 | -0.23 | -2.01 | -0.50 | 23.09 | -14.38 | 0.18 | 0.09  |

资料来源: ifind, 东海证券研究所

## 2.3. 现金流: 经营现金流保持稳健, 筹资、投资净流出大幅减少

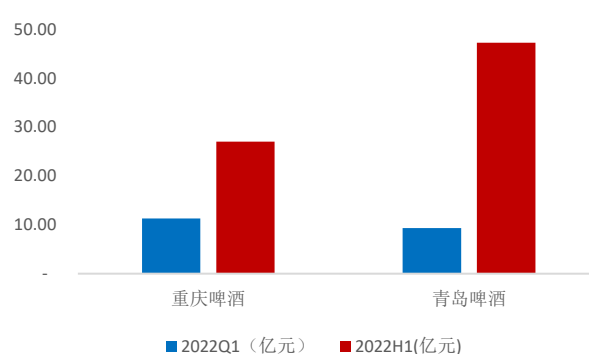
现金流：行业 2022H1 整体现金流净额为 17.47 亿元，去年同期现金流净额为-103.30，转负为正。经营/筹资/投资现金流量净额分别为 99.46/-6.71/-75.29 亿元，同比+0.85%/-55.67%/-59.69%。整体经营现金流保持稳健，疫情影响有限。①青岛啤酒，2022 上半年筹资、投资活动的现金净流出大幅减少，主要系收回金融产品同比增加与子公司偿还同业拆入资金同比减少所致。②重庆啤酒，2022 上半年投资活动现金净流出大幅减少，主要系购买结构性存款净支出较去年同期减少所致。

图 25 2019 年至今板块经营活动现金流净额情况



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 26 2022Q1/H1 经营活动现金流净额情况（亿元）



资料来源：ifind，东海证券研究所

表 12 年初至今啤酒行业事件汇总

| 时间         | 公司名称 | 主要内容                                                |
|------------|------|-----------------------------------------------------|
| 2022.01.09 | 青岛啤酒 | 发布超高端新品“一世传奇”，电商平台上售价达到 2338 元/1.5L*2 瓶             |
| 2022.01.09 | 百威啤酒 | 上线“百威大师传奇虎年限量版”产品，售价 1588 元/瓶                       |
| 2022.04.06 | 奥瑞金  | 奥瑞金推出自有啤酒品牌乐 K 精酿                                   |
| 2022.04.12 | 华润啤酒 | 华润雪花啤酒聊城违法被罚 外排废水化学需氧量超标                            |
| 2022.05.19 | 乐惠国际 | 精酿鲜啤进驻海底捞                                           |
| 2022.05.30 | 青岛啤酒 | 复星国际出售所持青岛啤酒股份                                      |
| 2022.06.17 | 百威英博 | 百威集团签约京东超市 GS KA RISE 计划                            |
| 2022.06.20 | 重庆啤酒 | 许可方嘉士伯啤酒厂提出全球 1664 Blanc 系列产品特许权使用费率从目前实施的 6%提高到 7% |
| 2022.06.21 | 燕京啤酒 | 燕京鲜啤 2022 上市                                        |
| 2022.06.22 | 三得利  | 三得利推出碳酸啤酒饮品“啤酒球”                                    |
| 2022.06.27 | 麒麟啤酒 | 日本麒麟将向中国和新加坡出口零糖啤酒                                  |

资料来源：wind、公司公告、东海证券研究所

### 3. 预加工食品：成本端承压，预制菜成亮点，C 端表现强

疫情对预加工食品板块 C 端拉动效应明显，速冻米面、火锅底料、预制菜等均持续放量，核心公司大单品表现优异，渗透率稳步提升。行业企业主动调整产品结构，转向高盈利产品，在成本上升背景下盈利能力保持稳健。

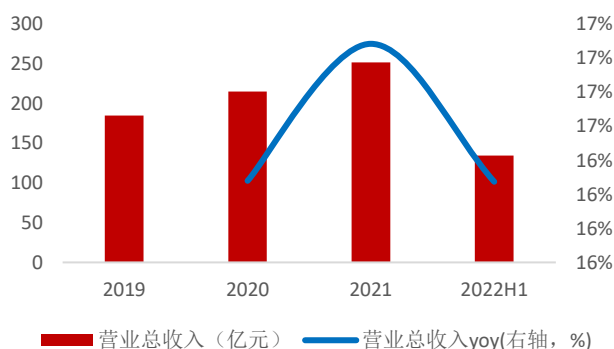
#### 3.1. 营收情况：疫情推动 C 端发展，预制菜表现佳

预加工板块上半年表现较为强势，整体受益于疫情带来的 C 端需求提升。①疫情扰动，利好 C 端。一方面，疫情带动的家庭囤货需求成为板块营收稳健主因，各大企

业尤其是预制菜业务保持较高增长。另一方面，疫情对于新渠道电商、社区团购等利好明显，直通消费者，进一步促进了 C 端的增长。B 端受限于线下消费场景业绩承压，在销量受阻的情况下，公司普遍采用调整产品结构的方式，淘汰低毛利率产品。保持盈利能力。②猪价下行带动盈利能力回升。随着猪价下行、油脂类冲高回落，原材料价格回落对低毛利率的食品加工行业利好明显，行业整体成本压力减轻，Q2 单季度毛利率均出现不同程度的回升。③加速布局上下游，积极扩产。当前行业整体处于积极扩产的阶段，中小企业通过自建产能快速抢占市场，千味央厨芜湖工厂、新乡三期工程，味知香新建 5 万吨产能工厂，有望在年内部分投产。大企业通过并购上下游，打造爆款产品，布局原材料，安井食品完成新宏业并表，过半数鱼糜原材料实现自给，同时积极打造速冻小龙虾大单品，完善产品矩阵。

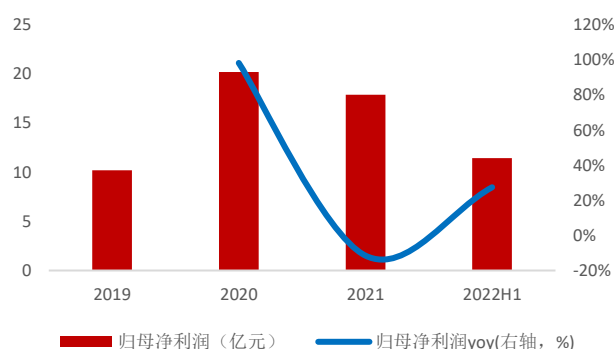
A 股 10 家预加工食品上市公司 2022 年上半年实现总营收为 134.84 亿元，同比增长 16.27%，环比下降 3.55pct。单独 Q2 预加工食品上市公司实现总营收为 67.07 亿元，同比增长 23%，环比上升 12.69pct。2022 年上半年实现归母净利润为 11.41 亿元，同比增长 27.36%，环比增长 36.81pct。单独 Q2 预加工食品上市公司实现归母净利润为 6.04 亿元，同比增长 28.42%，环比增长 2.23 pct。

图 27 2019 至今预加工食品营业总收入和同比增速



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 28 2019 至今预加工食品归母净利润和同比增速



资料来源：ifind，东海证券研究所

**预制菜表现亮眼，安井业绩超预期。**公司 2022 年上半年实现营业总收入 52.75 亿元，同比增长 35.47%，实现归母净利润 4.53 亿元，同比增长 30.35%，实现扣非归母净利润 3.80 亿元，同比增长 25.08%。其中单 Q2 实现营业总收入 29.36 亿元，同比增长 46.07%；实现归母净利润 2.49 亿元，同比增长 43%，实现扣非归母净利润 2.03 亿元，同比增长 36.75%。疫情期间速冻米面主业保持稳健，预制菜表现强势，成超预期关键。①疫情消费带动 C 端业务增长。疫情期间 C 端速冻米面、火锅产品表现较好，囤货需求拉动家庭消费，锁鲜装等 C 端新品新业务保持 40% 以上高增长。电商等直通 C 端的新零售线上渠道增长迅速。②预制菜业务表现强势，并表新宏业推动业绩上行，公司前期布局的预制菜业务快速发展，冻品先生与新宏业等子公司保持超预期增长。通过冻品先生冻品菜肴、新宏业速冻调味小龙虾、安井小厨小酥肉等大单品打造，成为预制菜业务快速放量主要原因。③优化渠道布局，开拓 B 端、商超客户，疫情期间，公司在 B 端餐饮及农贸经销受损的情况下，加大渠道布局力度，一方面资源向 BC 类经销商资源倾斜，供给更多菜肴品类，开发新经销商等实现渠道拓展和下沉，经销商数量逆势上涨，对冲了疫情影响。另一方面，坚持 BC 并重的策略，经营特通直营渠道，加大与全国范围大机构大企业和 B 端大客户的合作。

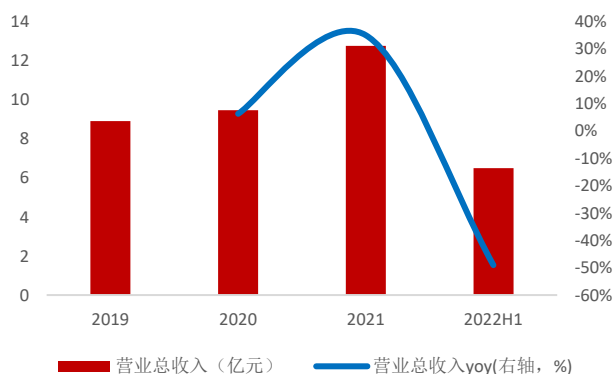
**三全食品 C 端带动整体业绩高增长延续。**公司 2022 年上半年实现营业总收入 38.2 亿元，同比增长 5.0%，实现归母净利润 4.3 亿元，同比增长 55.1%，实现扣非归母净

利润 3.61 亿元，同比增长 42.0%。其中单 Q2 实现营业总收入 14.8 亿元，同比增长 13%；实现归母净利润 1.7 亿元，同比增长 66.7%，实现扣非归母净利润 1.2 亿元，同比增长 46.4%。①新品带动产品结构优化，上半年公司推出烧卖、冰花煎饺、糍粑等米面产品，对部分毛利率较低的中低端饺子等米面老品进行替代，由传统米面产品向点心、面点进行转型。同时积极开发新品，微波系列、空气炸锅系列等锁定年轻消费群体②疫情催化 C 端需求。居家囤货助推 C 端高毛利渠道快速发展，公司零售端业务较好的弥补了 B 端餐饮市场受到的冲击。同时公司作为郑州市保供重点企业，推动了电商平台、社区团购等新渠道的开发，C 端业务增长稳健。③受益猪价下行，2022 年上半年猪价长期处于低位，带动盈利能力上行。

**B 端受疫情影响有限，千味央厨表现稳健。**公司 2022 年上半年实现营业收入 6.49 亿元，同比+14.23%；归母净利润 0.46 亿元，同比+25.43%。单 Q2 公司实现收入 3.01 亿元，同比+8.03%；归母净利润 0.17 亿元，同比+2.38%。①直营渠道：第一大客户受损，其余均保持高增长。公司直营渠道同比出现小幅下滑，主要系华东疫情营销导致第一大客户百胜中国 1/3 门店受影响，采购同比明显减少。除百胜中国外，其余大客户华莱士、瑞幸等均保持两位数增速快速增长，较好的弥补了百胜带来的缺口。预计随着疫情影响减弱，百胜需求有望回补。②新客户拓展能力较强。2022 年上半年，公司新客户开发持续发力，与 Tims、盒马等达成合作，B 端有望进一步放量，考虑到速冻米面、烘焙类不同大 B 客户差异度较低，规模提升同时盈利能力有望同步增长。③大单品带动整体营收，上半年公司重点打造煎饺大单品，2022H1 销售额基本持平去年全年，年内销售额有望突破两亿。④优化产品结构，向高毛利烘焙类倾斜。公司对低毛利率产品进行控制，减少芝麻球等产品，提升煎饺等自动化水平较高、盈利能力较强的单品占比。另一方面重点开发烘焙类食品，坚持大商策略。

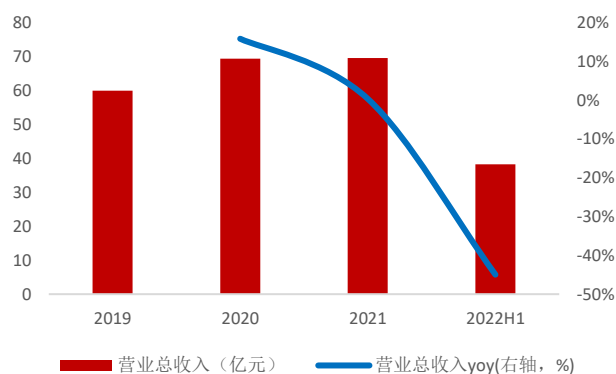
**味知香：疫情限制线下批发场景，零售快速增长。**公司 2022 年上半年实现营业收入 3.78 亿元，同比上涨 3.47%；归母净利润 0.70 亿元，同比上涨 14.58%。单 Q2 公司实现收入 1.92 亿元，同比下滑 5.16%；归母净利润 0.35 亿元，同比上涨 7.92%。①零售业务高增长。受益于疫情期间 C 端家庭消费的持续放量，公司零售业务保持高增长。另一方面，作为上海保供企业，公司对于社区团购等新渠道的开发进行积极探索。②B 端及批发业务受损。一方面，公司连锁、加盟店主要围绕农贸市场等场景，受疫情管控影响更为严重。另一方面，疫情期间华东地区物流不畅，对公司供货产生了一定的影响。③加盟店保持高增长。公司坚持推广加盟店战略不变，上半年净增 146 家加盟店与 51 家批发店，市场覆盖率提升成为营收增长主要推动力。

图 29 2019 至今千味央厨营业总收入和同比增速



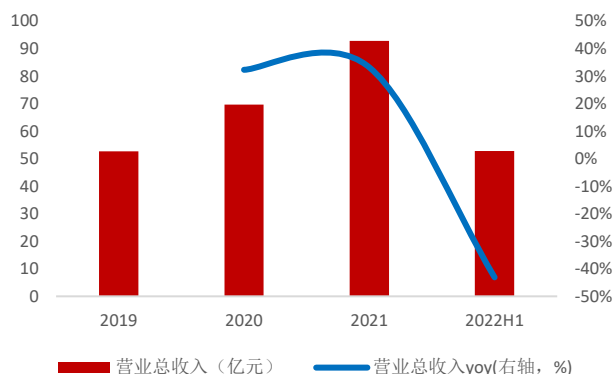
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 30 2019 至今三全食品营业总收入和同比增速



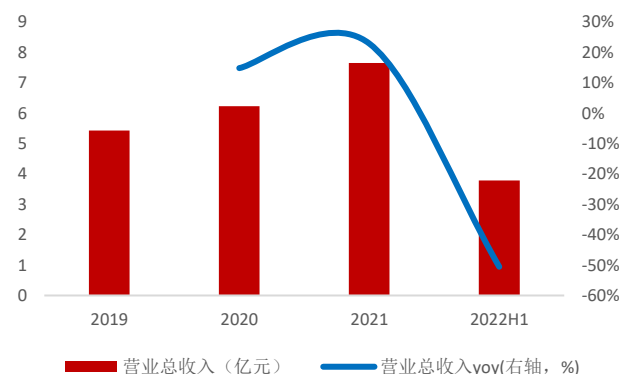
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 31 2019 至今安井食品营业总收入和同比增速



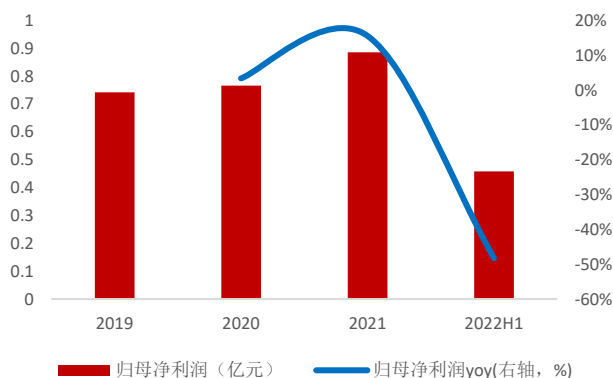
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 32 2019 至今味知香营业总收入和同比增速



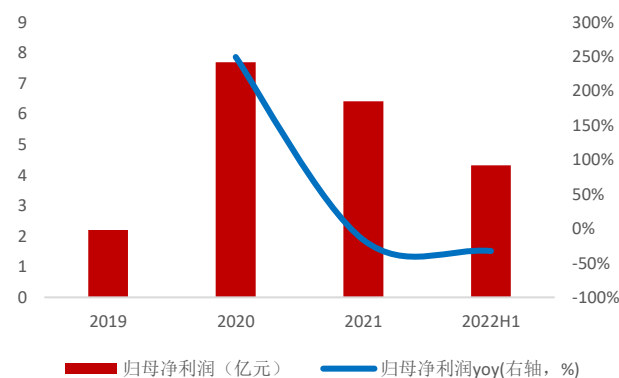
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 33 2019 至今千味央厨归母净利润和同比增速



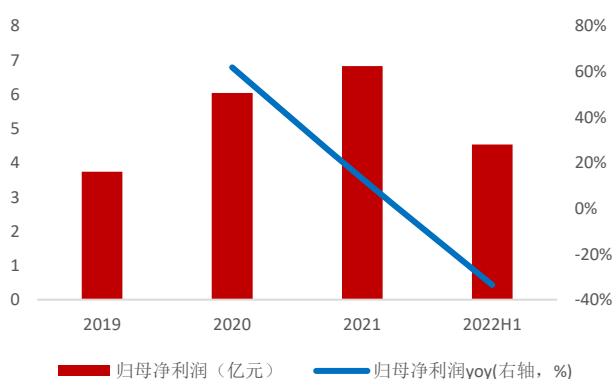
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 34 2019 至今三全食品归母净利润和同比增速



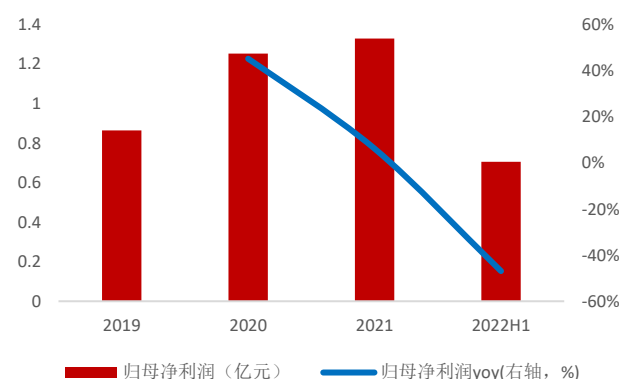
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 35 2019 至今安井食品归母净利润和同比增速



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 36 2019 至今味知香归母净利润和同比增速



资料来源：ifind，东海证券研究所

### 3.2.盈利能力：成本压力有所缓和，费用管控更为高效

成本压力有所缓和，费用管控优。预加工行业去年年底跟随食品加工板块迎来提价潮，2022Q2 以来原材料成本高位回落带动二季度盈利能力改善。①产品结构优化。疫情背景下，行业普遍抓住 C 端机遇，快速投放新品，打造大单品，通过淘汰低盈利的

油炸、传统速冻米面产品，对结构进行优化升级。整体来看，烘焙、预制菜市场受行业热捧。②**费用管控更为合理**。由于预加工食品板块部分企业 2021 年完成上市，计提相关费用导致管理费用高基数，本期管理费用率出现提升。另一方面，营销费用受疫情影响，线下推广略有放缓，社区团购等渠道受益于疫情，对销售费用需求低于传统经销渠道，整体销售费用率出现明显下滑，成为净利率持续改善主因。③**政府补贴等非经常损益较多**。2022 年上半年，各地大力发展预制菜产业，对相关企业提供补贴。同时疫情期间，行业普遍作为保供单位，获得相关政策支持。

2022 年上半年预加工食品行业整体毛利率为 23.04%，同比增长 0.5pct；整体净利率为 8.46%，同比增长 0.74pct；整体扣非净利率为 6.98%，同比增长 1.27pct。2022 年上半年销售期间费用率 20.86%，较去年同期下降 3.72pct。

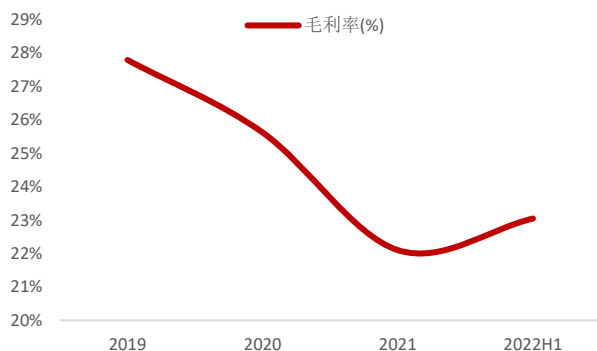
**安井食品：毛利率承压，费用率改善**。公司单 Q2 毛利率 19.99%，同比下滑 1.78pct。原材料成本上行、疫情导致的物流成本上升与大宗商品原材料的价格上涨，多重不利因素导致短期毛利率承压。费用率控制较为稳健，除管理费用率因并表新宏业带来的整合费用与计提新宏业超计划完成业务的奖励金有所上涨外，其余均出现一定程度的下滑。剔除新宏业影响，单二季度安井主体净利率同比增长约 11%，表现较优。

**三全食品：渠道管控精细化**。公司 2022 年上半年毛利率 29.88%，单 Q2 毛利率 28.06%，同比均有明显提升。一方面原材料端猪价下行缓解成本压力，另一方面公司积极调整产品、渠道结构，深耕渠道管理，盈利能力较强的直营、C 端商品保持较快增长。同时积极淘汰低盈利产品，产品结构上持续优化。费用率方面公司销售费用略有提升，二季度销售费用达 11.15%，同比提升 3.12pct 主要系推广新品带来的地推、促销费用。

**千味央厨：成本下降，毛利率提升**。公司 Q2 毛利率 22.36%，同比+1.50pcts。具体来看，22H1 油炸类/蒸煮类/烘焙类/菜肴类及其他，毛利率分别同比+1.12 /+1.66 /-3.60/+8.30pcts。公司采取锁价等方式，规避了油脂价格上涨波动，Q2 开始棕榈油等油脂价格出现回调，毛利率有所改善。另一方面，调整产品结构，向高毛利产品倾斜，同样保证了毛利率稳健。费用率方面，公司管理费用率增加，主要系芜湖工厂因疫情投产时间推迟，叠加上半年服务大商增加行销人员影响，拖累了净利率表现。

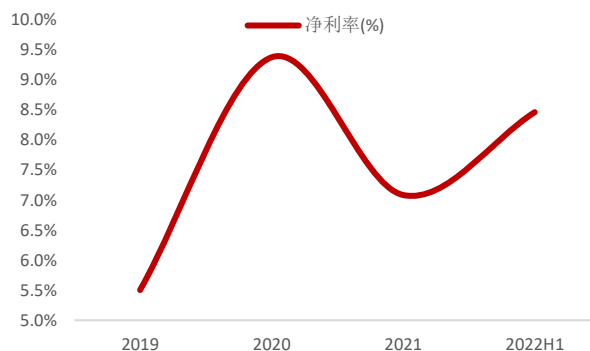
**味知香：调产品结构，控费用**。公司 Q2 毛利率 24.01%，同比改善 0.7 pct，主要系高毛利率家禽类产品占比稳步提升。成本控制优，在牛肉、家禽类原材料价格稳定的情况下，主导采用家禽类产品对牛肉类进行替代。费用方面，管理费用率受益于去年同期计提上市费用高基数因素，同比有所改善。销售费用由于线上渠道搭建，销售费用需求减少，出现较大幅度回落。

图 37 2019 年以来预加工食品板块毛利率



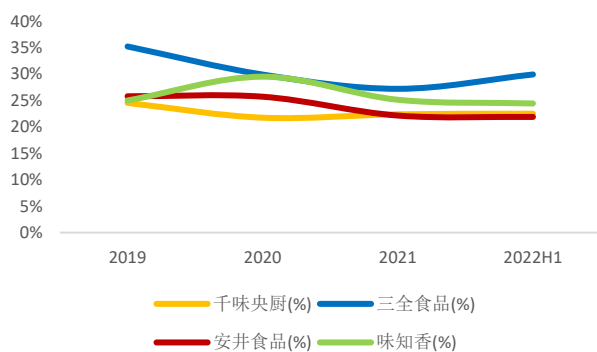
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 38 2019 年以来预加工食品板块净利率



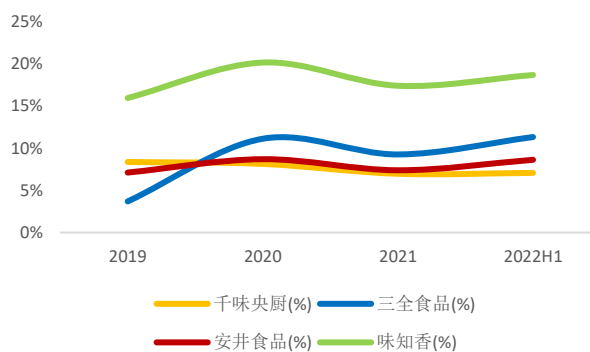
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 39 2019 年以来预加工食品板块核心公司毛利率



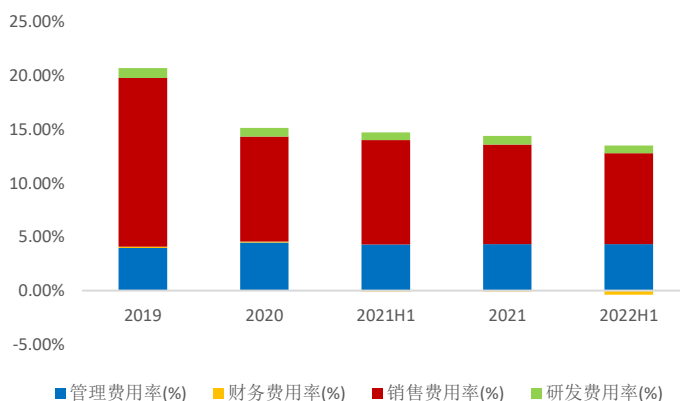
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 40 2019 年以来预加工食品核心公司净利率



资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 41 2019 年至今预加工食品板块销售期间费用率情况



资料来源: ifind, 东海证券研究所

表 13 预加工食品板块及核心公司 2022Q1/Q2 费用率情况 (%)

| 公司名称  | 2022Q1 |      |       |       |      | 2022Q2 |       |       |       |      |
|-------|--------|------|-------|-------|------|--------|-------|-------|-------|------|
|       | 费用率    | 销售   | 管理    | 财务    | 研发   | 费用率    | 销售    | 管理    | 财务    | 研发   |
| 预加工食品 | 14.46  | 3.78 | -0.17 | 10.23 | 0.62 | 11.66  | 4.86  | -0.63 | 6.65  | 0.77 |
| 千味央厨  | 12.66  | 8.75 | -0.06 | 3.20  | 0.77 | 14.88  | 10.73 | -0.01 | 3.07  | 1.09 |
| 三全食品  | 16.77  | 2.21 | -0.06 | 14.40 | 0.23 | 15.93  | 4.30  | -0.24 | 11.15 | 0.72 |
| 安井食品  | 13.89  | 3.04 | -0.34 | 10.31 | 0.88 | 9.60   | 3.97  | -0.84 | 5.68  | 0.79 |
| 味知香   | 6.71   | 3.77 | -1.58 | 4.10  | 0.43 | 6.08   | 3.46  | -1.20 | 3.36  | 0.46 |

资料来源：ifind，东海证券研究所

表 14 2022H1 核心预加工食品公司费用率情况 (%)

|      | 费用率   | 同比    | 销售   | 同比    | 管理    | 同比    | 财务    | 同比    | 研发   | 同比    |
|------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| 千味央厨 | 17.16 | 0.20  | 9.67 | 1.39  | -0.07 | -0.93 | 5.85  | -0.68 | 1.71 | 0.43  |
| 三全食品 | 24.93 | 0.68  | 3.02 | -0.08 | -0.21 | 0.08  | 21.44 | 0.70  | 0.69 | -0.02 |
| 安井食品 | 21.47 | -2.48 | 3.56 | 0.35  | -1.40 | -1.27 | 17.44 | -1.44 | 1.88 | -0.12 |
| 味知香  | 9.25  | -4.02 | 3.61 | -0.41 | -2.83 | -0.13 | 7.57  | -3.82 | 0.90 | 0.34  |

资料来源：ifind，东海证券研究所

### 3.3. 现金流：经营现金流保持稳健，筹资、投资净流出大幅减少

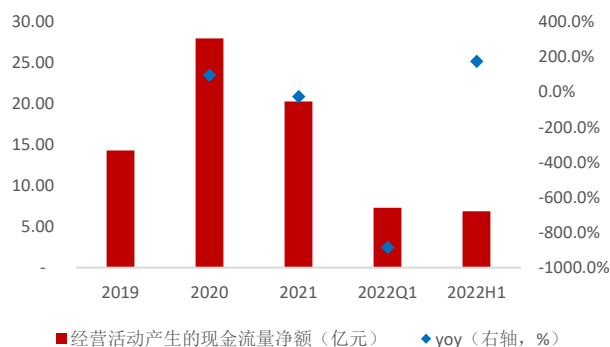
现金流：行业 2022H1 整体现金流净额为 12.69 亿元，同比增加 612.3%。经营/筹资/投资现金流量净额分别为 6.89/54.59/-48.79 亿元，同比+173.33%/+2526.15%/1631.85%。投资、筹资金额大额变动主要由于报告期内安井食品通过非公开发行股票募资，并将闲置资金购买现金管理产品所致。剔除非公开募资影响，整体现金流保持稳健。当前行业整体处于产能扩张时期，投资现金流大幅流出，主要系新建厂房、并购上下游企业所致。经营现金流受疫情影响，业绩下滑略有波动。由于 C 端业务普遍采取先款后货或者严控账期，大 B 客户现金情况良好，行业整体现金流依然维持稳健。

安井食品为并购新宏业，报告期内非公开发行股票与购买结构化理财产品影响导致筹资、投资活动现金流异于同期。投资产生的现金流量净额-37.23 亿元，同比下滑 2233.55%，筹资产生的现金流量净额 53.89 亿元，远超去年同期-0.29 亿元规模。

三全食品现金流表现亮眼，经营性现金流净额 2.1 亿元，同比上涨 301.8%，主要系业务快速增长带来销售商品现金流大增与疫情期间明显加速回款。

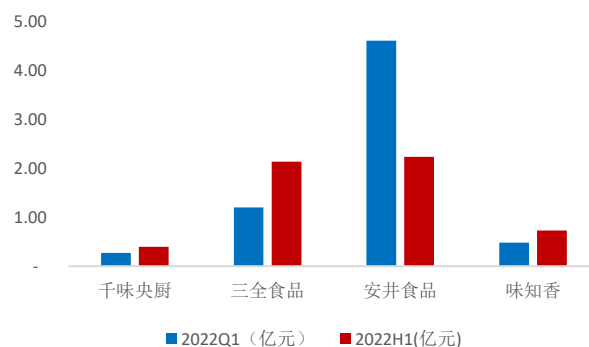
千味央厨经营现金流净额同比-13.3%，主要系上半年百胜中国采购额减少及回款情况受疫情影响有所放缓。

图 42 2019 年至今板块经营活动现金流净额情况



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 43 2022Q1/H1 经营活动现金流净额情况（亿元）



资料来源：ifind，东海证券研究所

表 15 年初至今预加工食品行业事件汇总

| 时间         | 公司名称 | 主要内容                                                                   |
|------------|------|------------------------------------------------------------------------|
| 2022.01.05 | 预制菜  | 广东将在肇庆打造大湾区首家预制菜产业园                                                    |
| 2022.01.20 | 预制菜  | 中石化易捷发布“丰餐路舒”招商计划，包括餐饮预制菜加工企业等，入选餐饮企业将进入中石化易捷渠道                        |
| 2022.01.19 | 预制菜  | 2021 年每日优鲜预制菜商品的销量同比增长超 300%，渗透率超过 40%，在会员用户中的复购率接近 70%。               |
| 2022.02.10 | 预制菜  | 山东将成立预制菜产业联盟                                                           |
| 2022.03.10 | 安井食品 | 速冻龙头安井食品 10 亿元投资预制菜                                                    |
| 2022.03.23 | 三全食品 | 三全食品布局预制菜细分赛道，推出焦炸丸子新品                                                 |
| 2022.04.06 | 安井食品 | 旗下冻品先生推出四款预制菜新品                                                        |
| 2022.04.07 | 预制菜  | 山东潍坊市委、市政府办公室印发《潍坊市预制菜产业高质量发展三年行动计划(2022-2024 年)》                      |
| 2022.04.16 | 预制菜  | 中国预制菜产业联盟正式成立                                                          |
| 2022.05.18 | 味知香  | 味知香表示运营社区店的条件尚不成熟                                                      |
| 2022.04.29 | 安井食品 | 拟以总计不超过 6.44 亿元分步收购湖北新柳伍食品集团有限公司（以下简称“新柳伍食品”）70%股权，首期已完成对新柳伍 40%的股权收购。 |
| 2022.06.06 | 安井食品 | 公司明确“BC 兼顾、全渠发力”的渠道策略，将按照“自产+并购+贴牌”布局预制菜                               |
| 2022.06.20 | 安井食品 | 安井食品入选中证 500 指数样本                                                      |
| 2022.06.27 | 预制菜  | 中国西部预制菜产业园重点项目开工                                                       |
| 2022.06.24 | 惠发食品 | 惠发食品与中国石化潍坊石油分公司正式开启合作                                                 |
| 2022.05.24 | 千味央厨 | 千味央厨参股成立预制菜新公司                                                         |

资料来源：wind、公司公告、东海证券研究所

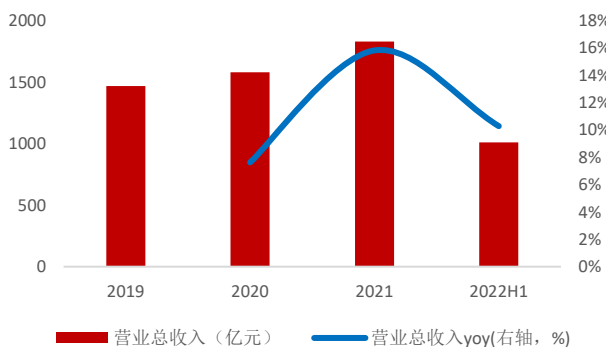
## 4.乳业：常温奶承压，板块确定性仍强

乳品行业整体增长稳健，奶粉、奶酪、低温奶等线上渠道、C 端产品的放量与渗透率提升，对冲了线下消费场景主力常温奶的下滑。随着疫情后需求快速修复，叠加新渠道的拓展，板块确定性高。

### 4.1.营收情况：疫情影响有限，板块确定性强

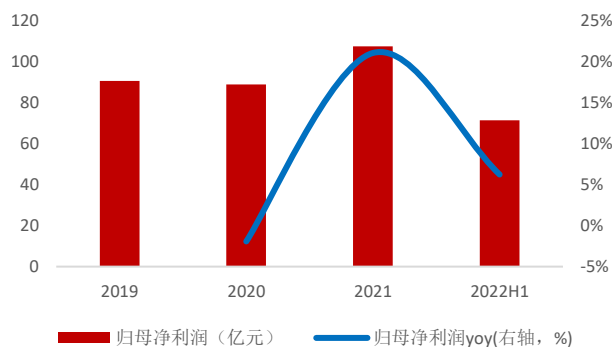
乳品板块上半年整体确定性较强，疫情扰动为最大变量。①线下需求受阻，上半年疫情对线下消费场景打击较大，以上海为核心的华东地区与依赖线下渠道的常温奶受影响更为明显，尤其是以上海为核心市场的光明乳业与常温奶占比较大的伊利股份。②物流拖累盈利能力，疫情对物流运输有所限制，推高了物流费用与时效性。特别是依赖冷链物流的低温奶业务，受冲击较为明显。全国化布局的伊利、光明等受物流成本上升的影响，盈利能力有所承压，原奶降价带来的利好被一定程度稀释。妙可蓝多等依赖国际采购的企业，受疫情期间国际物流不顺的影响，利润率出现明显下滑。③社区团购等新渠道兴起，疫情期间，乳企作为保供行业，整体受冲击较小。低温奶、奶酪、奶粉等板块由于疫情期间社区团购业务的兴起，渗透率有所提升，表现较为亮眼，成为行业增长主因。

图 44 2019 至今乳业营业总收入和同比增速



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 45 2019 至今乳业归母净利润和同比增速



资料来源：ifind，东海证券研究所

A 股 19 家乳品上市公司 2022 年上半年实现总营收为 1008.74 亿元，同比增长 10.27%，环比下降 11.62pct。单独 Q2 乳品行业上市公司实现总营收为 510.32 亿元，同比增长 8.46%，环比下滑 3.76pct。2022 年上半年实现归母净利润为 71.22 亿元，同比增长 6.22%，环比下滑 38.74pct。单独 Q2 乳品上市公司实现归母净利润为 30.45 亿元，同比下滑 8.94%，环比下滑 30.27pct。

**鲜奶助推新乳业营收增长。**公司 2022 年上半年实现营业总收入 47.80 亿元，同比增长 10.76%，实现归母净利润 1.89 亿元，同比增长 29.42%。其中单 Q2 实现营业总收入 24.63 亿元，同比增长 7.02%；实现归母净利润 1.46 亿元，同比增长 24.60%。低温鲜奶与酸奶新品的强势表现，进一步优化了产品结构，推动吨价上行。华东地区的逆势放量，推动公司销量的升高。2022 年上半年公司整体呈现量价齐升的态势。①**分品类，低温鲜奶成增长主因**，公司坚持“鲜立方”战略，重点推动低温鲜奶与酸奶细分品类。低温鲜奶的市占率位列全国前三，低温鲜奶的市占率提升与新品良好的市场反馈成为营收增长的重要原因。②**分地域，华东地区逆势增长**。华东疫情期间，公司子公司唯品、双峰等成为上海保供企业，在保证销售的同时，利用疫情拓展了社区团购等渠道，帮助公司打入华东市场，将疫情影响压缩到最低。③**分渠道，精简经销商提高效率**。2022 年上半年，公司基于深耕本地市场、发力空白城市群、加速门店覆盖与下沉的策略，对经销渠道进行整合精简。优质经销商在疫情期间与空白市场开拓上效率更高，带动经销渠道增长明显优于其他渠道。

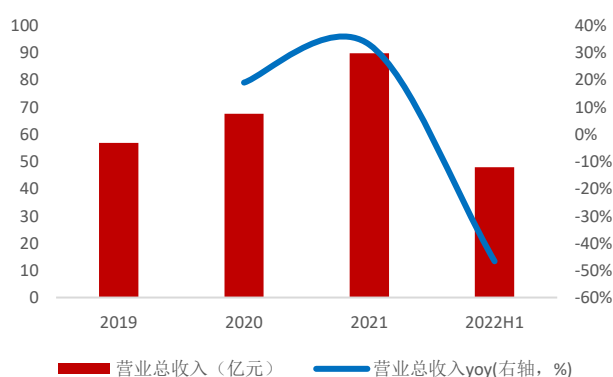
**伊利股份增长放缓，液态奶表现不佳，澳优并表带动奶粉上行。**2022 年上半年公司实现营收 634.6 亿元，同比+12.3%，实现归母净利润 61.3 亿元，同比+15.2%。单 Q2 实现营收 324.2 亿元、同比+11.2%，实现归母净利润 26.1 亿元，同比+4.9%。剔除澳优 Q2 并表带来的 18.9 亿元收入和 0.18 亿元利润，现有业务营收同比增长 4.75%，

净利润同比增长 4.2%。①疫情扰动液态奶承压，上半年消费淡季叠加疫情因素，公司加大常温液态奶促销力度，导致吨价下行。同时疫情出现反复，扰动物流效率与终端门店销售，拖累动销，进一步影响液态奶销售，其中低温液奶出现两位数下降。②非传统业务崛起，奶粉方面，并表澳优叠加内生品牌优异表现，婴配粉增速第一、成人粉市占率第一。内生自有品牌金领冠保持超过 30%高速增长，澳优并表带来同比提升，整体表现强势。奶酪业务受益小企业出清，零售份额增长 4%，收入增速超过 40%，整体表现超出预期。③疫情、并表带来费用上升，短期盈利能力承压。为清理澳优前期库存，公司加大了市场宣传与折扣力度，导致销售费用率上升。同时疫情期间，为降低库存与液态奶新鲜度管理，增加促销活动，推高销售费用率。疫情导致的可交易金融资产公允价值损失、对外捐赠等营业外支出合计 2.3 亿，占营收比重为 0.73%，也拖累了盈利表现。

疫情冲击华东市场，海外业务步入正轨，光明乳业短期承压。公司上半年营业收入 144.1 亿元，归母净利润 2.8 亿元，同比分别提升 1.0%、7.8%。单独 Q2 营业收入 71.6 亿元，归母净利润 1.6 亿元，同比分别下降 1.5%、28.2%。①上海疫情扰动，华东市场承压，上半年上海疫情对公司核心市场上海地区业务造成较大冲击。虽通过保供、社区团购等方式减少影响，但收入仍同比出现小幅下滑。此外，物流受阻影响辐射华东地区。由于管控措施，上海工厂外运受限，疫情导致的铺货不畅影响外溢华东地区，上海海外销售同比出现明显下滑。②海外业务表现亮眼，2022 上半年公司海外业务新莱特营收增长超 20%，净利润同比实现扭亏为盈。经过 1 年整合，新莱特已完成组织架构和人员结构调整，有效改善了库存水平，通过优化产品结构，发展鲜奶、奶油等业务提升盈利能力，逐步开始对公司业绩产生积极贡献。

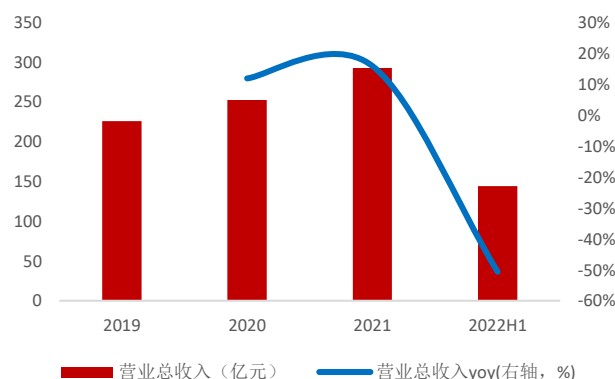
Q2 疫情扰动明显，妙可蓝多成本承压。公司上半年营业收入 25.94 亿元，归母净利润 1.32 亿元，扣非归母净利润 1.16 亿元，同比分别提升 25.5%、18.0%、4.3%。单独 Q2 营业收入 13.08 亿元，归母净利润 0.58 亿元，扣非归母净利润 0.47 亿元，同比分别+17.2%、-26.7%、-40.8%。①成本压力较大，公司主营产品奶酪等原材料依赖国际进口，疫情导致国际物流运输成本较高，公司主要原材料酪蛋白等大宗商品价格出现明显上扬，导致毛利率出现较为明显下滑。②受益市占率提升，龙头地位稳固。一方面，新国标落地推动行业集中度提升，叠加疫情期间行业规模收缩带来的龙头市占率提升，公司依靠大单品策略持续受益，奶酪市场份额 2022 年上半年达 35.5%，较去年年底提升 4.7pct，核心大单品奶酪棒市占率超 40%。另一方面，消费者教育开始收获成果，常温奶酪新品表现优异，佐餐奶酪接受度升高，上半年销售额快速放量，收入接近翻倍。③疫情扰动，Q2 增长受阻，Q2 疫情有所反复，运输物流受阻，拖累低温产品铺货及下沉市场开发。线下消费场景受限，门店零售承压。虽采取社区团购等渠道进行弥补，但 Q2 同比增速下滑至 17.2%，较 Q1 同比增速下滑 18pct，疫情扰动明显。

图 46 2019 至今新乳业营业总收入和同比增速



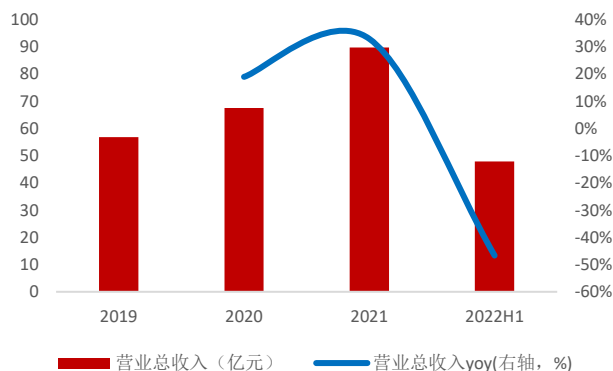
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 47 2019 至今光明乳业营业总收入和同比增速



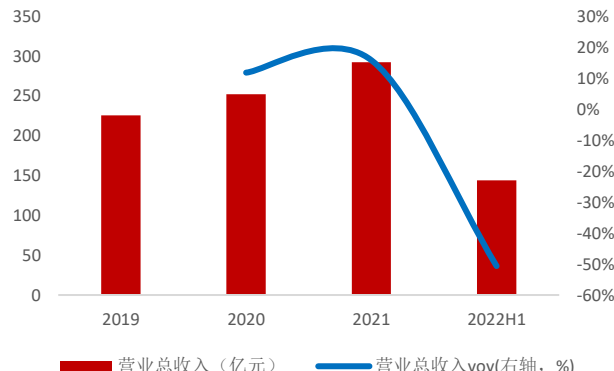
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 48 2019 至今妙可蓝多营业总收入和同比增速



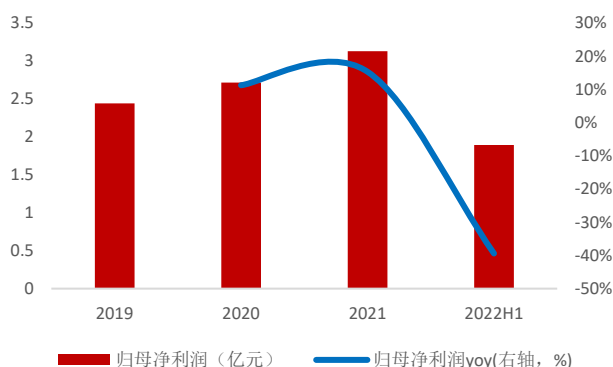
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 49 2019 至今伊利股份营业总收入和同比增速



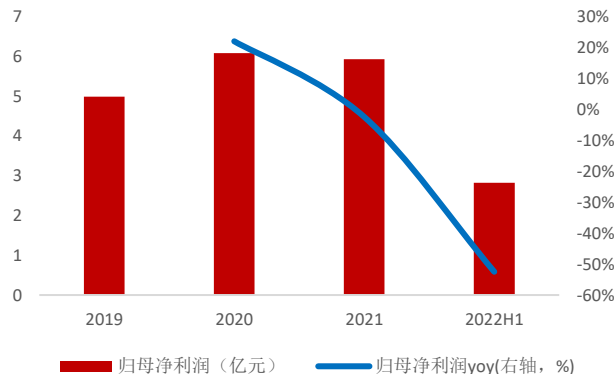
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 50 2019 至今新乳业归母净利润和同比增速



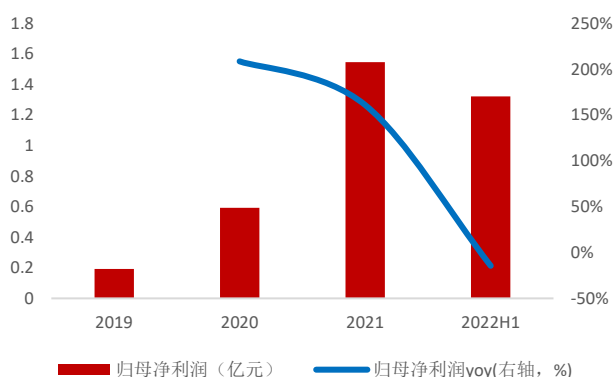
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 51 2019 至今光明乳业归母净利润和同比增速



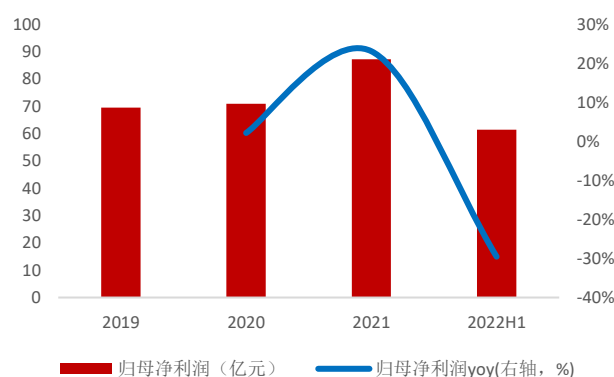
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 52 2019 至今妙可蓝多归母净利润和同比增速



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 53 2019 至今伊利股份归母净利润和同比增速



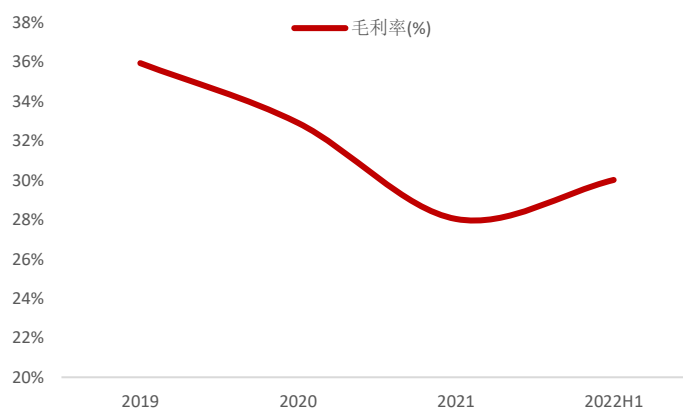
资料来源：ifind，东海证券研究所

## 4.2.盈利能力：调结构、控费用，净利率表现佳

调结构、控费用，净利率表现佳。①新业务快速放量，一方面，产品端奶酪、奶粉等利润率较高的细分市场，受益于疫情带来的渗透率提升，新品投放顺利，在总营收中占比有所提升，带动整体利润率上行。另一方面，行业前期收购的境外企业等开始逐渐

扭亏为盈，带来额外增长。②成本、费用整体稳健，除妙可蓝多原料大幅依赖进口外，上半年原奶价格的持续下跌抵消了包材、辅料的上升带来的成本压力，在疫情期间物流费用较高的短期情况结束，毛利率有望持续改善。③营销费用投放更为谨慎，疫情期间，乳品企业普遍减少了营销活动，降低了广告费用，整体销售费用率同比下降明显。另一方面，疫情后通过加大促销力度以清理库存产生的销售费用尚未体现在表端。销售费用率较去年同期降低 3.31pct，成为净利率提升主因。2022 年上半年乳品行业整体毛利率为 30%，同比下滑 2.9pct；整体净利率为 7.08%，同比增长 1.46pct；整体扣非净利率为 6.66%，同比增长 1.73pct。2022 年上半年销售期间费用率 21.39%，较去年同期下降 3.85pct。

图 54 2019 年至今乳品板块毛利率情况



资料来源：ifind，东海证券研究所

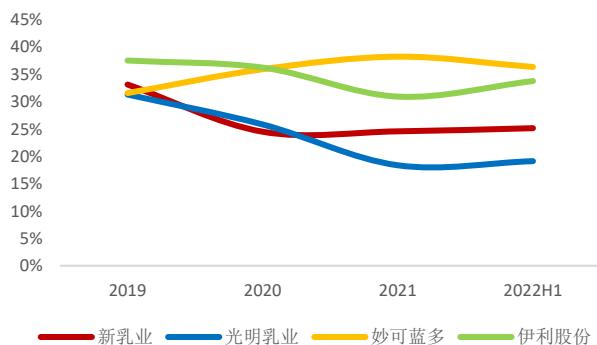
**新乳业：费用管控保持稳健。**在上游原材料价格略有上升的背景下，公司前期布局上游产能效果开始显现，原奶采购成本同比减少 9.13%，占总营收比重 23.59%，降低 5.16pct。另一方面，公司通过调整产品结构进一步确保了毛利率稳健。新品酸奶持续快速放量，新品营收贡献率达 13%，低温鲜奶市占率稳步提升目前以稳居全国前三，共同推动吨价上涨。2022 年上半年、单独 Q2 销售费用率分别为 14.3%与 14.1%，同比提升 0.03pct 与 0.59pct，主要系推出新品带来的广告及投放费用。

**伊利股份：疫情叠加并表，费用短期承压。**2022 年上半年公司毛利率 33.74%表现较为稳健。原奶价格略有下降对冲疫情与高油价下物流成本运输上升，整体趋于稳健。并表澳优对毛利率有所拖累，但由于奶粉、奶酪增长，产品结构优化，毛利率整体保持稳健。费用方面，公司加大库存清理力度、澳优并表、冬奥会宣传投入等因素，共同促进了销售费用率上行。

**光明乳业：整体保持稳健，销售费用率下滑。**2022 年上半年公司销售费用率 12.2%，同比下降 1.6pct，其中单二季度 11.1%，同比下降 3.9pct。一方面，疫情保供期间低营销投入的社区团购渠道占比的提升，对营销投入要求有所降低。另一方面，上海疫情导致广告宣传等投放放缓，上半年表端改善明显。

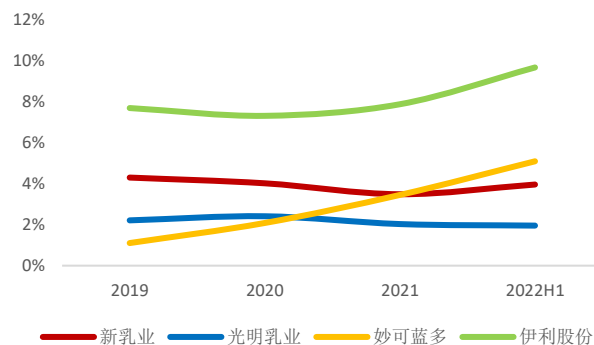
**妙可蓝多：整体保持稳健，销售费用率下滑。**2022 年上半年公司妙可蓝多毛利率 36.3%，同比下滑 3.4pct，其中第二季度毛利率 33.9%，同比下滑 6.7pct。上半年开始，国际物流运输不顺，大宗商品涨价，上游原材料成本压力较大。第二季度受疫情叠加高油价影响，国内物流价格上升，进一步拖累了毛利率表现。费用率方面妙可蓝多保持稳健，在毛利率下滑的背景下，确保净利率稳健。公司 2021 年基本实现了多种媒体途径的广告投放全覆盖，2022 年转向精准营销，控制投放渠道与规模，有效的降低了销售费用率。同时叠加二季度疫情广告投放进度放缓，单 Q2 销售费用率下降 1.04pct。

图 55 2019 年以来乳品板块核心公司毛利率



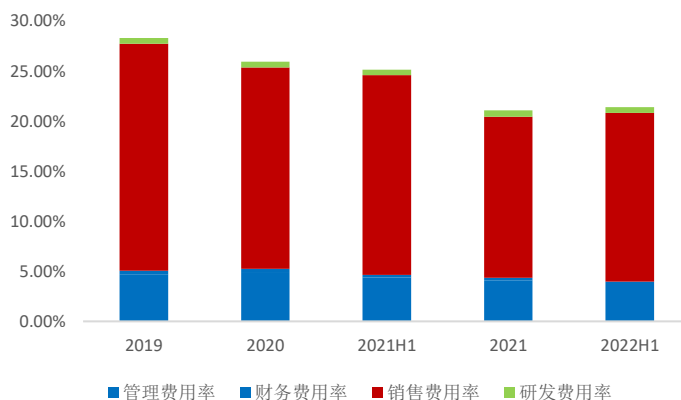
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 56 2019 年以来乳品板块核心公司净利率



资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 57 2019 年至今乳品板块销售期间费用率情况



资料来源: ifind, 东海证券研究所

表 16 乳品板块及核心公司 2022Q1/Q2 费用率情况 (%)

| 公司名称 | 2022Q1 |      |       |       |      | 2022Q2 |      |       |       |      |
|------|--------|------|-------|-------|------|--------|------|-------|-------|------|
|      | 费用率    | 销售   | 管理    | 财务    | 研发   | 费用率    | 销售   | 管理    | 财务    | 研发   |
| 乳品   | 21.22  | 3.66 | 0.07  | 17.04 | 0.45 | 21.55  | 4.20 | -0.03 | 16.70 | 0.68 |
| 新乳业  | 21.68  | 5.28 | 1.41  | 14.60 | 0.39 | 21.03  | 5.14 | 1.40  | 14.08 | 0.41 |
| 光明乳业 | 16.64  | 2.64 | 0.45  | 13.31 | 0.23 | 14.62  | 2.80 | 0.56  | 11.04 | 0.22 |
| 妙可蓝多 | 30.63  | 6.72 | -1.27 | 24.81 | 0.37 | 28.03  | 6.25 | -1.02 | 21.98 | 0.82 |
| 伊利股份 | 21.48  | 3.32 | -0.36 | 18.14 | 0.37 | 23.09  | 4.37 | -0.39 | 18.53 | 0.59 |

资料来源: ifind, 东海证券研究所

表 17 2022H1 核心乳品公司费用率情况 (%)

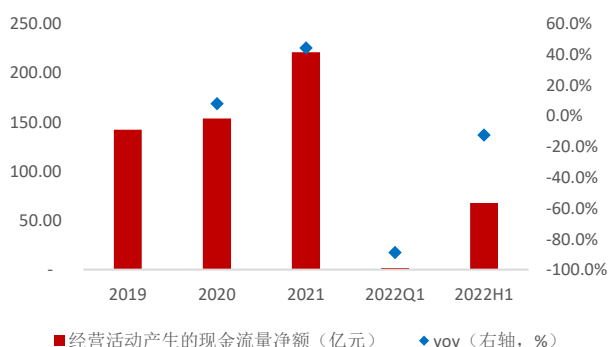
|      | 费用率   | 同比     | 销售   | 同比    | 管理    | 同比    | 财务    | 同比     | 研发   | 同比    |
|------|-------|--------|------|-------|-------|-------|-------|--------|------|-------|
| 新乳业  | 38.50 | -2.13  | 5.20 | -0.70 | 2.90  | -0.07 | 29.57 | -1.09  | 0.82 | -0.28 |
| 光明乳业 | 28.40 | -13.29 | 2.72 | -0.10 | 1.00  | 0.39  | 24.23 | -13.41 | 0.45 | -0.17 |
| 妙可蓝多 | 52.54 | -10.01 | 6.48 | -0.78 | -2.31 | -2.74 | 47.17 | -5.84  | 1.20 | -0.65 |
| 伊利股份 | 41.56 | -9.09  | 3.85 | -0.59 | -0.77 | -0.64 | 37.49 | -7.92  | 0.99 | 0.06  |

资料来源: ifind, 东海证券研究所

### 4.3.现金流：经营现金流保持稳健，筹资、投资净流出大幅减少

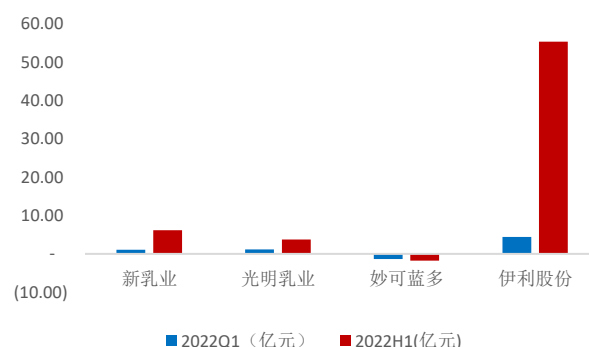
现金流：行业 2022H1 整体现金流净额为 8.6 亿元，去年同期现金流净额为 87.68 亿元，同比下滑 90.19%。经营/筹资/投资现金流量净额分别为 67.60/72.31/-131.31 亿元，同比-12.59%/-15.72%/+74.04%。整体现金流出现了较大幅度的下滑，主要系报告期内光明采用现金收购新莱特导致投资现金净流出数额较大。经营现金流出现小幅下滑，主要系疫情影响下，行业普遍预收账款余额下滑。具体来看，除妙可蓝多因原材料价格上涨导致经营活动现金流由正转负外，整体现金流保持稳健。

图 58 2019 年至今板块经营活动现金流净额情况



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 59 2022Q1/H1 经营活动现金流净额情况（亿元）



资料来源：ifind，东海证券研究所

表 18 年初至今乳制品行业事件汇总

| 时间         | 公司名称   | 主要内容                          |
|------------|--------|-------------------------------|
| 2022.01.04 | 飞鹤乳业   | 飞鹤乳业与嘉必优达成战略合作                |
| 2022.02.04 | 阳光乳业   | 江西阳光乳业股份有限公司 IPO 过会           |
| 2022.02.22 | 乳制品行业  | 农业农村部发布《“十四五”奶业竞争力提升行动方案》     |
| 2022.03.16 | 蒙牛乳业   | 对雅士利国际发出拟私有化要约                |
| 2022.03.21 | 伊利股份   | 伊利牛奶品牌臻浓推出了 75°C 巴氏杀菌臻浓牛奶     |
| 2022.03.29 | 乳制品行业  | 内蒙古自治区政府下发《关于推进奶业振兴九条政策措施的通知》 |
| 2022.04.17 | 伊利股份   | 伊利携手航天科技打造全球首个乳业太空实验室         |
| 2022.05.24 | *ST 科迪 | *ST 科迪被强制退市                   |
| 2022.05.26 | 新希望    | 新希望乳业入股低温燕麦奶品牌“一番麦”           |
| 2022.06.09 | 伊利股份   | 伊利牛奶舒化获中国首个“低 GI 牛奶”认证        |
| 2022.06.17 | 伊利股份   | 伊利与澳优获得 6 项世界乳品创新奖            |
| 2022.06.30 | 麦趣尔    | 麦趣尔纯牛奶被检出丙二醇                  |

资料来源：wind、公司公告、东海证券研究所

## 5.投资建议

一方面，上游价格延续回落趋势，带动 PPI-CPI 剪刀差收窄提速，成本压力进一步减弱；另一方面，就业情况持续改善，低收入人群就业驱动仍在，收入对支出剪刀差致消费蓄

水池提升。在此背景下，值得注意的是，疫情及政策成为消费核心变量，中性预期下，下半年“中秋”、“国庆”双节日期跨度较以往拉长 8 天，送礼场景、宴席场景、旅游场景恢复值得期待；而线下消费场景恢复仍存较大空间，商超、门店型渠道细分行业、以及餐饮场景相关细分行业发展确定性相对较强。

## 6.风险提示

（1）疫情影响：目前餐饮等主要消费场景仍未完全恢复，疫情波动以及疫情相关防疫政策可能对购物中心人流量、餐饮人流量以及商超便利店人流量产生影响，如果疫情反复，仍有可能对部分市场产生影响。

（2）原材料价格影响：疫情情况可能对用工、开工情况产生影响从而进一步影响部分原材料市场价格。

（3）产品提价是否成功的影响：去年以来部分市场为应对原材料价格提升，部分细分市场参与企业均对产品进行提价，受到 3 月以来疫情影响，部分细分市场产品提价仍未完全落地，如果提价时间延后或者落地困难，可能对部分企业销量产生影响。

（4）消费需求的影响：疫情对部分人群消费力产生了明显影响，仍有可能进一步对未来消费产生继续影响。

## 分析师简介:

**丰毅:** 东海证券研究所消费组首席分析师, 曾任职于中信建投研究发展部、方正证券研究所等机构。曾作为核心成员多次上榜新财富、水晶球, 并被授予新浪金麒麟新锐首席等荣誉。

**赵从栋:** 拥有白酒产业经验, 5年二级市场研究经验, 东海证券研究所食品饮料研究员。

**任晓帆:** 东海证券消费组研究员

## 附注:

### 一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

### 二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

### 四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 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, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

### 五、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

### 六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

## 上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8621) 20333619

传真: (8621) 50585608

邮编: 200215

## 北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8610) 59707105

传真: (8610) 59707100

邮编: 100089