

本报告的主要看点:

1. 总结食品饮料各子板块中报情况。
2. 展望今年后半程板块投资逻辑。

分化中坚守韧性，改善中静候拐点

基本结论

- **板块总结:** 1) 从需求侧来看，食品饮料板块行情受外部风险扰动明显，主要包括点状的疫情冲击下消费场景、物流运输受限，及宏观环境承压下超额储蓄持续增厚，对消费力释放节奏略有扰动。6 月受上海管控开放等消息面刺激，板块迎来一轮反弹行情，但整体仍缺乏足够的基本面支撑。目前来看，我们认为板块估值已具备一定性价比。2) 从业绩端表现看，虽然 Q2 增速环比 Q1 有所下滑，但在外部风险扰动下，还是实现了营收的稳步增长，归母净利亦具备一定弹性，但子板块间呈现明显分化，利润端波动会相对较高。
- **白酒:** 从中报情况看，板块内标的分化凸显，相对而言老窖、古井等标的有超预期的表现，而次高承压明显，正如前述所言部分酒企的产品结构阶段性有弱化的表现。我们仍强调这并非规模化消费降级，主要源于部分非刚需社交的减少，因此量的层面出清+集中度提升的逻辑演绎预计会加速。此外，对于估值切换，我们认为节奏或许会相对往后，板块仍需等待催化。近期，疫情在成都、深圳等多地反复，结合渠道反馈我们认为渠道中秋备货的完成度已较高，若疫情持续，影响主要在于终端动销层面。基于此，当前我们延续稳健性配置思路，推荐确定性高端及具备强势 alpha 的子赛道龙头，关注后周期弹性品种。
- **啤酒:** 1) 销量: 22H1 销量增速分化明显，22 年 4 月受疫情扰动，5-6 月复苏态势明显。2) 吨价: 得益于提价+结构升级，龙头 22H1 ASP 上行中到大个位数，高端化节奏放慢，部分单品逆势快速增长；22Q2 的 ASP 增速普遍在中低个位数，提价传导顺畅。3) 吨成本: 22H1 龙头普遍成本承压，吨成本提升中大个位数，22Q2 成本承压延续，青啤、重啤有所好转。4) 盈利能力: 22H1 毛利率略微下降，销售费率普遍下行，经营效率持续优化，Q2 毛利率承压，控费普遍超预期。我们认为，Q3 具备多因素催化，吨价增幅有望超预期，利润高弹性可期，H2 及 23H1 关注成本改善程度。
- **食品综合:** Q2 已经是经营底部，建议把握优质标的的改善机会。结合中报我们认为需求端受损主要是疫情下部分消费场景消失，这部分改善与疫情政策有较强相关性，虽然各地还有些疫情反复的情况，但影响程度都好于 Q2 华东地区的大规模封控管理。从数据来看，7 月份伊利的液奶、洽洽的坚果都有环比改善，主要系消费场景在逐步修复。成本端环比回落的趋势已经出现，部分企业采取积极措施应对成本上涨，包括提价、产品结构升级等等。
- **调味品:** Q2 行业基本触底，往后仍需密切跟踪需求端、成本端修复情况。预计随着餐饮行业疫后修复，叠加下半年进入火锅等餐饮旺季，需求端迎来较大边际改善。Q3 行业利润端仍然具备低基数红利，部分公司已在上半年成功对主要原材料锁价，今年确定性更佳。结合我们此前的预判，大豆、油脂、包材等价格具备大概率回落可能性，综合考虑生产周期，成本端或在 Q4 出现大幅改善。
- **风险提示:** 宏观经济下行风险、疫情持续反复风险、区域市场竞争风险。

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

李本媛 联系人
libenyuan@gjzq.com.cn

叶韬 联系人

内容目录

一、食品饮料：一再的风险扰动，改善中静候板块拐点	4
二、白酒：强者恒强，于分化中把握确定性	5
三、啤酒板块：Q2 经营韧劲彰显，成本承压延续，净利率提升超预期	13
四、食品综合：Q2 压力凸显，把握经营底部优质标的	17
五、调味品：逐步走出低谷，向上拐点值得期待	22
六、风险提示	27

图表目录

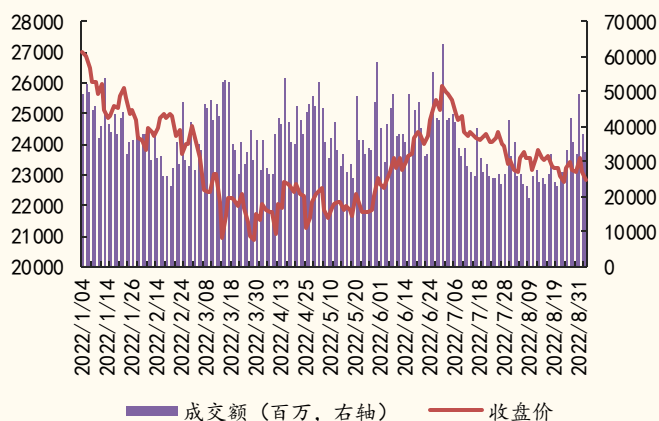
图表 1：年初至今食品饮料板块行情走势	4
图表 2：2019 年至今食品饮料板块 PE-TTM 及分位	4
图表 3：2019 年至今月度社零总额（亿元）及同比增速	4
图表 4：2019 年至今月度餐饮收入（亿元）及同比增速	4
图表 5：2020Q1~2022Q2 食品饮料板块营收（亿元）及同比增速	5
图表 6：2020Q1~2022Q2 食品饮料板块归母净利（亿元）及同比增速	5
图表 7：2021Q1~2022Q2 分子板块营收同比增速	5
图表 8：2021Q1~2022Q2 分子板块归母净利同比增速	5
图表 9：2017Q1~2022Q2 白酒板块营收（亿元）及同比增速	6
图表 10：2017Q1~2022Q2 白酒板块分价格带营收（亿元）及同比增速	6
图表 11：白酒板块分价格带重点标的营收（亿元）及同比增速	6
图表 12：2017Q1~2022Q2 白酒板块归母净利（亿元）及同比增速	7
图表 13：2017Q1~2022Q2 白酒板块分价格带归母净利（亿元）及同比增速	7
图表 14：白酒板块分价格带重点标的归母净利（亿元）及同比增速	7
图表 15：2017Q1~2022Q2 白酒板块归母净利率及毛利率	8
图表 16：2017Q1~2022Q2 白酒板块分价格带毛利率	8
图表 17：2017Q1~2022Q2 白酒板块分价格带毛销差	8
图表 18：2017Q1~2022Q2 白酒板块分价格带营业税金及附加占比	8
图表 19：白酒板块分价格带重点标的销售费用率及管理费用率	9
图表 20：白酒板块销售收现、预收款（亿元）及增速	10
图表 21：2018 年至今飞天茅台批价走势（元/瓶）	11
图表 22：2018 年至今普五及国窖批价走势（元/瓶）	11
图表 23：白酒板块重点标的盈利预测	12
图表 24：全国规模以上企业啤酒历年产量及增速（%）	13
图表 25：啤酒 2021 年单月产量及增速	13
图表 26：啤酒重点酒企量价拆分	13
图表 27：啤酒龙头高端化进度及中长期规划	14
图表 28：啤酒龙头吨成本对比	15
图表 29：啤酒重点公司 22Q2 利润率和费用率	15

图表 30: 啤酒重点公司 22H1 利润率和费用率.....	16
图表 31: 重点啤酒酒企估值表.....	16
图表 32: 食品综合板块重点公司营收、利润情况回顾.....	17
图表 33: 食品综合板块重点公司毛利率情况回顾.....	17
图表 34: 食品综合板块重点公司费用率情况回顾.....	18
图表 35: 食品综合板块重点公司净利率情况回顾.....	18
图表 36: 食品综合板块重点公司品类增速的差异.....	19
图表 37: 食品综合板块重点公司原材料涨价品类.....	19
图表 38: 国内棕榈油现货价格走势 (元/吨)	20
图表 39: PET 出厂价持续上涨.....	20
图表 40: 食品综合板块毛利率承压能力和营收端表现的对比.....	20
图表 41: 立高食品营业成本构成.....	21
图表 42: 千味央厨营业成本构成.....	21
图表 43: 部分公司采取提价、结构升级等应对成本压力.....	21
图表 44: 食品综合板块重点标的盈利预测.....	22
图表 45: 调味品行业 19H1-22H1 营收增速	23
图表 46: 调味品行业 19H1-22H1 归母净利增速	23
图表 47: 调味品板块 22H1 分季度营收、净利润表现	23
图表 48: 调味品呈现消费降级趋势.....	24
图表 49: 今年以来社零餐饮收入增速为负	25
图表 50: 定制餐调业务均有不同程度下滑	25
图表 51: 农产品价格涨幅维持高位.....	25
图表 52: 工业品价格涨幅冲击更大.....	25
图表 53: 调味品行业 22H1 毛利率同比继续下降	26
图表 54: 调味品 22H1 各公司销售费率有所控制	26
图表 55: 调味品行业 22H1 净利率基本持平	26
图表 56: 调味品各公司 22H1 净利率表现分化.....	26
图表 57: 调味品公司 22-23E 盈利预测.....	27

一、食品饮料：一再的风险扰动，改善中静候板块拐点

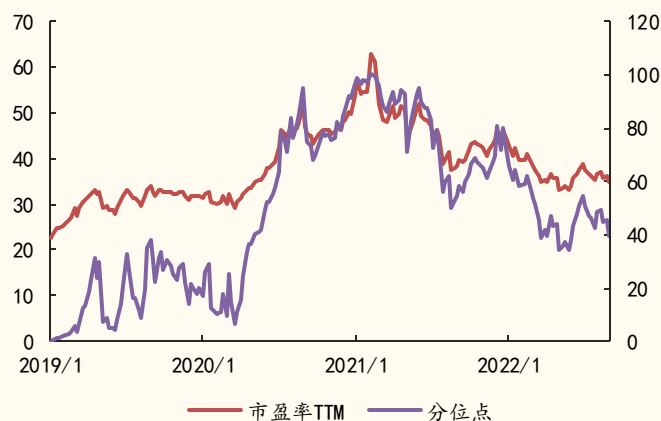
从需求侧来看，食品饮料板块行情受外部风险扰动明显，主要包括点状的疫情冲击下消费场景、物流运输受限，及宏观环境承压下超额储蓄持续增厚，对消费力释放节奏略有扰动。6月受上海管控开放等消息面刺激，板块迎来一轮反弹行情，但整体仍缺乏足够的基本面支撑（社零、餐饮等仍呈现弱复苏态势），因此7月以来波动下行。目前来看，板块整体 PE-TTM 约 35X，较高点 63X 回落约 45%，处于 19 年起约 40th 分位，估值已具备一定性价比。

图表 1：年初至今食品饮料板块行情走势



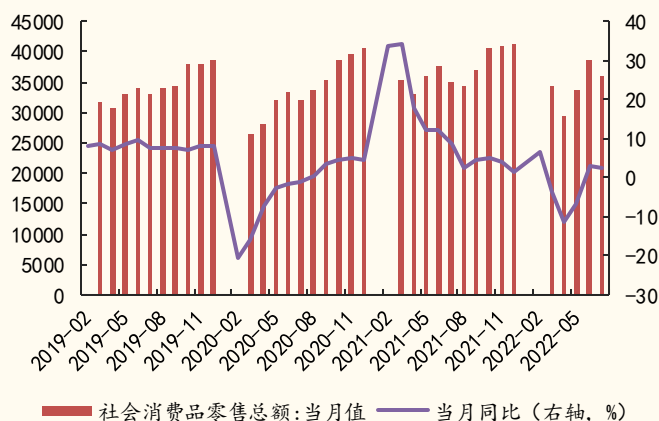
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 22 年 9 月 2 日）

图表 2：2019 年至今食品饮料板块 PE-TTM 及分位



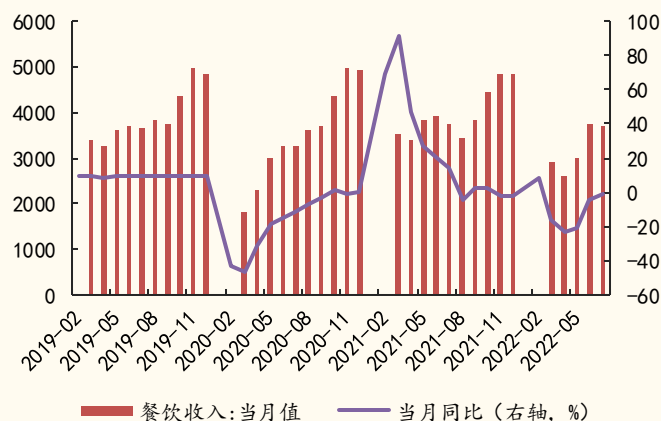
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 22 年 9 月 2 日）

图表 3：2019 年至今月度社零总额（亿元）及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 22 年 7 月）

图表 4：2019 年至今月度餐饮收入（亿元）及同比增速



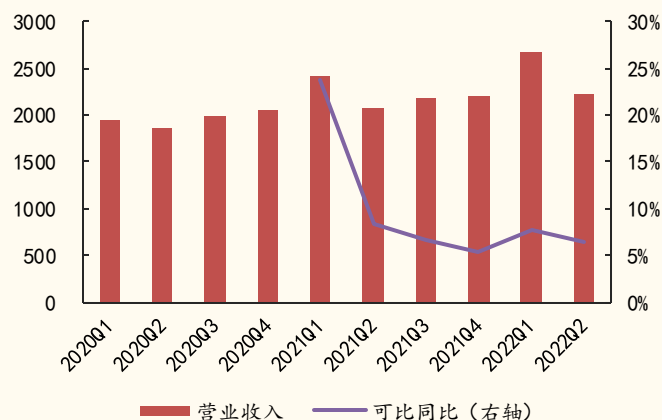
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 22 年 7 月）

从业绩端的表现来看：22Q2 食品饮料板块实现营收 2231 亿元（+6.5%；剔除样本影响的可比口径，下同）；实现毛利 998 亿元（+6.1%），毛利率为 44.7%（-0.2pct）；实现归母净利 395 亿元（+8.6%），归母净利率为 17.7%（+0.3pct）。整体而言，虽然 Q2 增速环比 Q1 有所下滑（Q1 营收/毛利/归母净利增速分别为 7.7%/13.6%/18.3%），但在外部风险扰动下，还是实现了营收的稳步增长，归母净利亦具备一定弹性。

分子板块来看：1）22Q2 营收增速排序：调味品（+23.4%）>白酒（+10.6%）>饮料乳品（+6.5%）>非白酒（+4.3%）>休闲食品（+0.5%）>食品加工（-4.7%）。2）22Q2 归母净利增速排序：调味品（+44.9%）>白酒

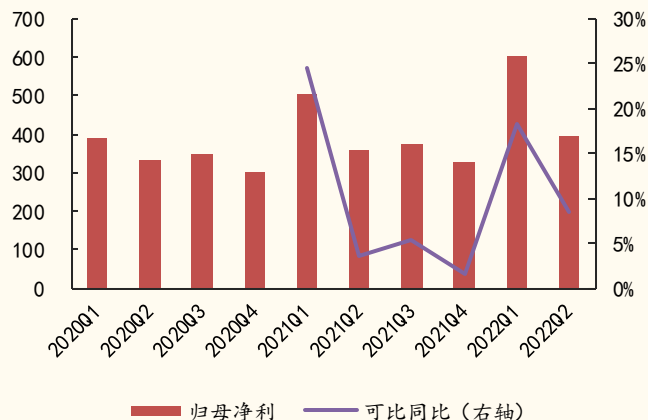
(+12.9%)>非白酒(+7.5%)>食品加工(+1.5%)>饮料乳品(-12.0%)>休闲食品(-33.7%)。整体而言，子板块间呈现明显分化，利润端波动会相对较高。

图表 5：2020Q1~2022Q2 食品饮料板块营收（亿元）及同比增速



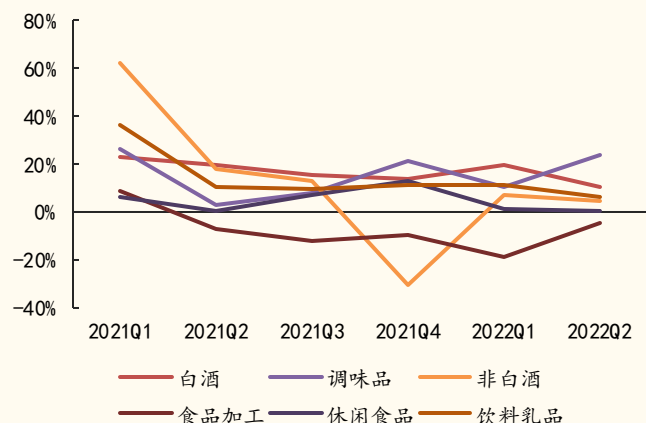
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：2020Q1~2022Q2 食品饮料板块归母净利（亿元）及同比增速



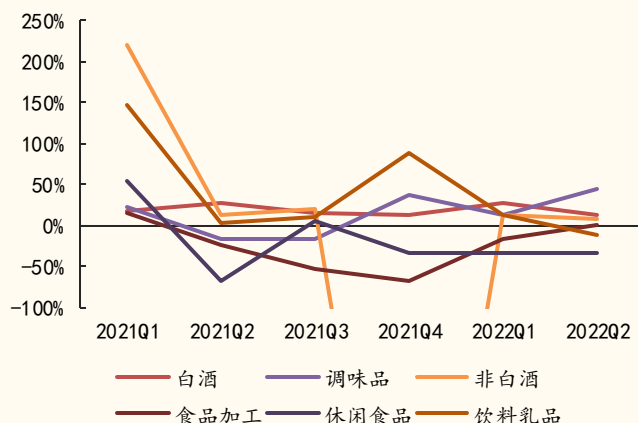
来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：2021Q1~2022Q2 分子板块营收同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：2021Q1~2022Q2 分子板块归母净利同比增速

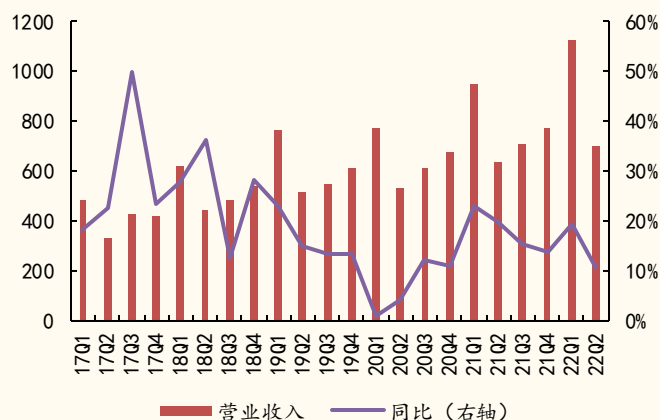


来源：国金证券研究所

二、白酒：强者恒强，于分化中把握确定性

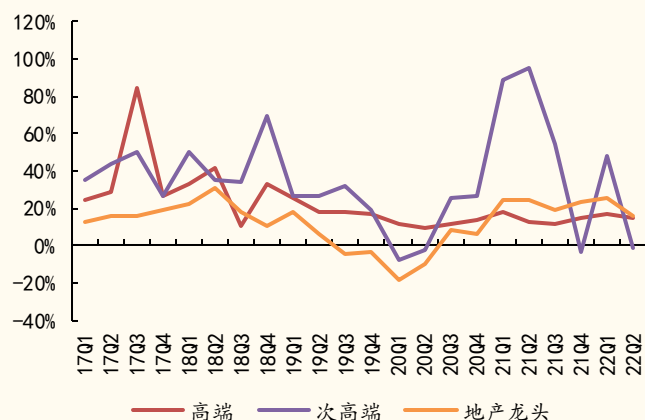
从收入端看：22Q2 白酒板块实现营收 702 亿元 (+10.6%)。其中，地产酒 (+15.5%)>高端酒 (+15.0%)>次高端 (-1.3%)，与 22Q1 相比顺次发生明显变化 (22Q1 营收增速次高端>地产酒>高端酒)。主要系仍处于全国化外拓及区域铺货后深耕进程中的次高端酒企受点状疫情反复的影响相对更强，300 元+价位带中宴席等大规模场景普遍受控，致使动销存在缺口。而苏皖地产龙头凭借区域 alpha，回款进度领先保障了 Q2 业绩的兑现。此外，高端酒始终是白酒板块中韧性最突出的价位带，强势品牌力下抗风险能力凸显。

图表 9：2017Q1~2022Q2 白酒板块营收（亿元）及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：2017Q1~2022Q2 白酒板块分价格带营收（亿元）及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

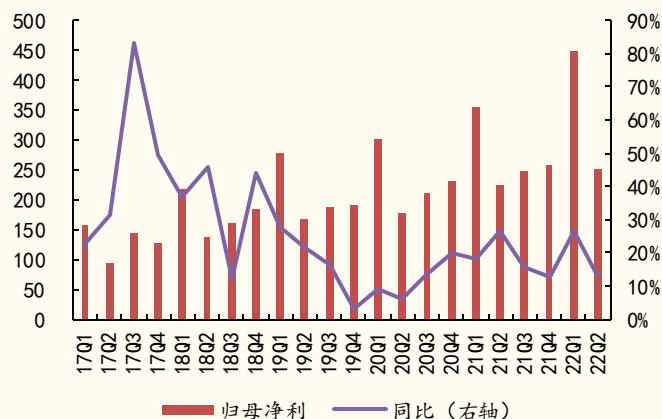
图表 11：白酒板块分价格带重点标的营收（亿元）及同比增速

分类	公司名称	21Q4	YOY	22Q1	YOY	21Q4+2Q1	YOY	22Q2	YOY	22H1	YOY
高端	贵州茅台	315	14%	323	18%	638	16%	253	16%	576	17%
	五粮液	165	11%	275	13%	440	12%	137	10%	412	12%
	泸州老窖	65	29%	63	26%	128	28%	54	24%	117	25%
	高端合计	546	15%	662	17%	1207	16%	443	15%	1105	16%
次高端	山西汾酒	27	-25%	105	44%	132	21%	48	0%	153	27%
	酒鬼酒	8	11%	17	86%	25	53%	8	5%	25	48%
	舍得酒业	14	45%	19	83%	32	65%	11	-16%	30	27%
	水井坊	12	14%	14	14%	26	14%	7	10%	21	13%
	次高端合计	61	-4%	155	48%	216	28%	75	-1%	230	27%
地产龙头	洋河股份	34	56%	130	24%	164	29%	59	17%	189	22%
	古井贡酒	32	43%	53	28%	84	33%	37	30%	90	28%
	今世缘	11	16%	30	25%	41	22%	17	14%	46	21%
	口子窖	14	6%	13	12%	27	9%	10	-8%	23	2%
	迎驾贡酒	14	14%	16	37%	30	25%	10	0%	25	20%
	金徽酒	4	-35%	7	39%	12	-3%	5	12%	12	26%
	伊力特	5	-26%	6	15%	11	-8%	5	5%	11	10%
	地产龙头合计	114	23%	255	25%	369	24%	142	15%	397	21%
其他	顺鑫农业	33	5%	39	-29%	72	-16%	26	-30%	65	-29%
	老白干酒	13	14%	9	20%	22	17%	11	25%	20	23%
	天佑德酒	2	2%	4	11%	6	8%	2	-14%	6	3%
	金种子酒	4	8%	3	17%	7	12%	3	3%	6	10%
白酒板块合计		771	14%	1128	19%	1899	17%	702	11%	1830	16%

来源：公司公告，国金证券研究所

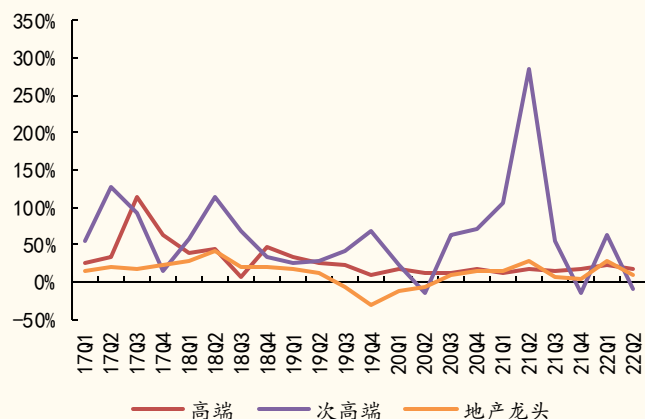
从利润端看：22Q2 白酒板块实现归母净利 252 亿元（+12.9%）。其中，高端酒（+17.1%）>地产酒（+10.2%）>次高端（-9.2%）。与营收端相比，高端酒利润延续了较强的韧性，但地产酒及次高端利润端表现尚不及营收端。但在分化的趋势下，部分优质标的如古井也呈现较高的弹性。

图表 12：2017Q1~2022Q2 白酒板块归母净利（亿元）及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：2017Q1~2022Q2 白酒板块分价格带归母净利（亿元）及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：白酒板块分价格带重点标的归母净利（亿元）及同比增速

分类	公司名称	21Q4	YOY	22Q1	YOY	21Q4+22Q1	YOY	22Q2	YOY	22H1	YOY
高端	贵州茅台	151.9	18%	172.4	24%	324.4	21%	125.5	17%	297.9	21%
	五粮液	60.5	12%	108.2	16%	168.7	15%	42.8	10%	151.0	14%
	泸州老窖	16.8	41%	28.8	33%	45.6	36%	26.6	29%	55.3	31%
	高端合计	229.2	18%	309.4	22%	538.7	20%	194.8	17%	504.2	20%
次高端	山西汾酒	4.3	-30%	37.1	70%	41.4	48%	13.0	-4%	50.1	41%
	酒鬼酒	1.7	8%	5.2	94%	6.9	62%	2.0	-19%	7.2	41%
	舍得酒业	2.8	2%	5.3	76%	8.1	41%	3.0	-30%	8.4	14%
	水井坊	2.0	-13%	3.6	-14%	5.6	-14%	0.1	NA	3.7	-2%
	次高端合计	10.8	-15%	51.2	62%	62.1	39%	18.1	-9%	69.4	34%
地产龙头	洋河股份	3.0	0%	49.9	29%	52.8	27%	19.1	6%	68.9	22%
	古井贡酒	3.3	4%	11.0	35%	14.3	26%	8.2	45%	19.2	39%
	今世缘	3.3	30%	10.0	24%	13.3	26%	6.2	16%	16.2	21%
	口子窖	5.8	40%	4.9	16%	10.6	28%	2.5	-5%	7.4	8%
	迎驾贡酒	4.2	0%	5.5	49%	9.7	23%	2.3	4%	7.8	32%
	金徽酒	0.8	-53%	1.6	43%	2.5	-14%	0.5	-35%	2.1	13%
	伊力特	0.5	-67%	1.1	-18%	1.5	-43%	0.2	-75%	1.3	-39%
	地产龙头合计	20.8	3%	84.0	29%	104.7	23%	38.9	10%	122.9	22%
其他	顺鑫农业	-2.7	NA	1.0	-72%	-1.7	NA	-0.6	NA	0.4	-92%
	老白干酒	1.4	76%	2.7	374%	4.1	199%	1.0	42%	3.6	191%

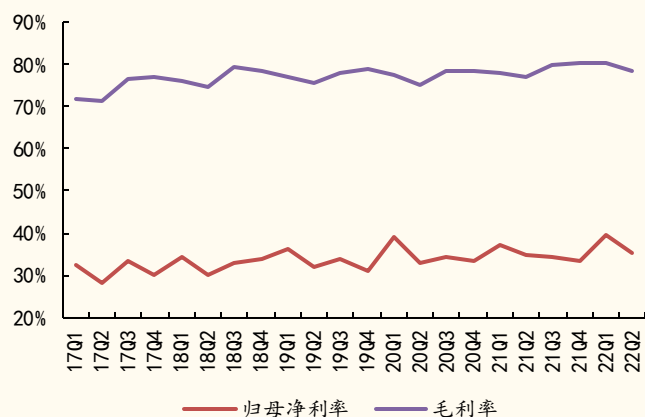
	天佑德酒	-0.2	NA	1.1	53%	0.9	NA	-0.1	NA	1.0	32%
	金种子酒	-0.2	NA	-0.1	NA	-0.3	NA	-0.4	NA	-0.6	NA
白酒板块合计		259.1	13%	449.3	26%	708.4	21%	252	13%	701.0	21%

来源：Wind，国金证券研究所

从盈利能力的角度看，板块整体毛利率同比仍有提升，管理费用率略降，销售费用率持平，营业税金及附加占比有所提升，从而驱动板块归母净利率略有提升。但分化会比较明晰，相对而言高端酒的表现会比较稳健，毛销差同比稳健提升，而次高端、地产酒毛销差有所下滑。

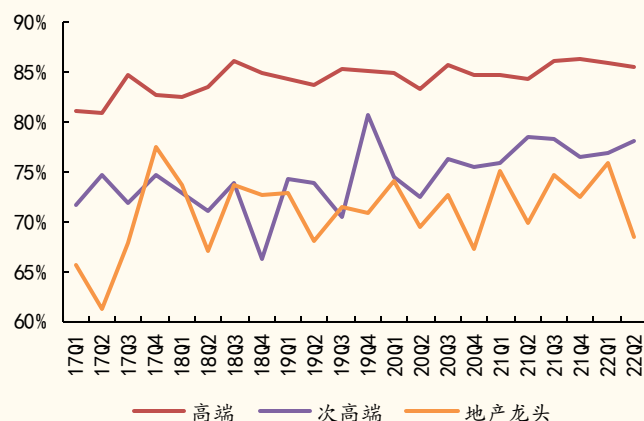
此外，税收缴纳节奏对板块利润释放节奏也有扰动，22Q2 高端/次高端/地产酒的税金及附加占比分别为 15.0%/20.0%/12.4%（同比+1.5pct/+3.0pct/-1.8pct），而 Q1 分别为 13.4%/14.3%/15.8%，季度间波动明显，建议关注波动下的利润弹性。

图表 15：2017Q1~2022Q2 白酒板块归母净利率及毛利率



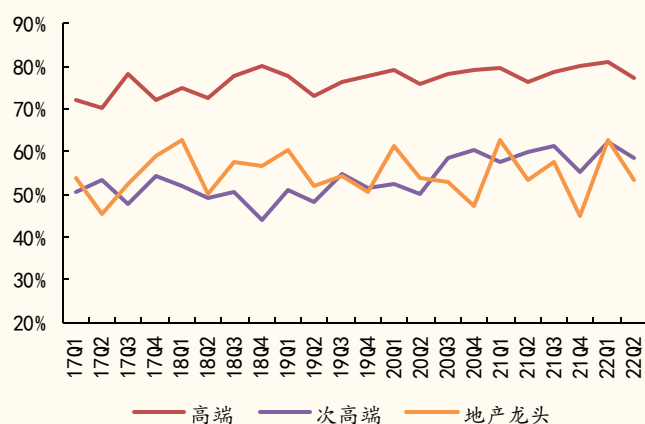
来源：Wind，国金证券研究所

图表 16：2017Q1~2022Q2 白酒板块分价格带毛利率



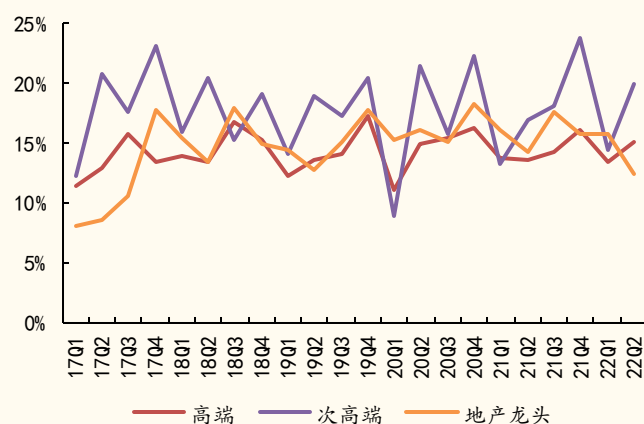
来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：2017Q1~2022Q2 白酒板块分价格带毛销差



来源：Wind，国金证券研究所

图表 18：2017Q1~2022Q2 白酒板块分价格带营业税金及附加占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 19：白酒板块分价格带重点标的销售费用率及管理费用率

分类	公司名称	销售费用率				管理费用率			
		22Q1	对比 21Q1 (pct)	22H1	对比 21H1 (pct)	22Q1	对比 21Q1 (pct)	22H1	对比 21H1 (pct)
高端	贵州茅台	1.6%	-0.4	2.6%	持平	6.6%	+0.1	6.3%	-0.8
	五粮液	7.4%	+0.3	10.2%	+0.5	3.6%	-0.3	4.0%	-0.2
	泸州老窖	10.7%	-2.8	10.4%	-2.3	4.4%	+0.4	4.7%	-0.1
	高端平均值	4.9%	-0.3	6.3%	-0.1	5.1%	-0.1	5.3%	-0.5
次高端	山西汾酒	11.2%	-6.8	12.6%	-4.1	2.6%	-0.6	3.3%	-0.6
	酒鬼酒	21.8%	-0.4	23.6%	+1.7	1.7%	-1.7	2.8%	-1.1
	舍得酒业	18.5%	+3.9	17.4%	+2.8	10.5%	+1.6	10.0%	+0.5
	水井坊	29.0%	+7.3	33.5%	+1.8	6.5%	+1.6	9.9%	+1.0
	次高端平均值	14.8%	-3.6	16.4%	-2.1	3.8%	-0.2	4.7%	-0.4
地产龙头	洋河股份	6.6%	+0.3	7.9%	-0.8	4.1%	-0.6	5.4%	-0.6
	古井贡酒	30.2%	+0.6	28.8%	-0.1	6.1%	+0.5	6.2%	-0.5
	今世缘	13.0%	+1.2	12.0%	+1.8	1.9%	-0.1	2.6%	-0.1
	口子窖	14.9%	+2.8	14.9%	+0.4	4.4%	+0.2	5.5%	+0.2
	迎驾贡酒	7.8%	-0.5	9.3%	持平	3.1%	-0.9	3.8%	-0.6
	金徽酒	15.7%	+4.1	16.2%	-0.2	7.5%	-2	8.7%	-1.4
	伊力特	7.1%	+1.9	8.6%	+0.9	2.5%	-0.6	3.0%	+0.5
	地产龙头平均值	13.0%	+0.8	13.9%	+0.1	4.2%	-0.3	5.2%	-0.4
其他	顺鑫农业	8.6%	+4.3	7.3%	+2.3	6.3%	+2.2	6.1%	+1.5
	老白干酒	36.7%	+4.2	33.3%	+0.3	10.7%	-0.6	9.0%	-0.4
	天佑德酒	13.0%	-2.1	18.7%	-0.7	7.1%	0	11.9%	+1.4
	金种子酒	19.5%	-2.1	22.5%	-0.1	9.3%	+0.6	10.0%	-0.1
白酒板块平均值		8.6%	+0.1	9.6%	持平	4.8%	-0.1	5.3%	-0.4

来源：Wind，国金证券研究所

从回款及现金流的角度看，22Q2 板块销售收现规模为 829 亿元，同比 +8.3%，规模高于同期营收规模（22Q2 板块营收为 702 亿元），但增速略低（同期营收增速为 10.6%），预计主要系季度间收现节奏的差异（22Q1 营收规模为 1128 亿元，销售收现规模为 921 亿元）。

相对应的，从预收款的情况来看，22Q2 末板块预收款规模为 426 亿元，同比+5.6%，环比 Q1 末的 454 亿元也略有下滑。整体而言，在外部风险冲击的背景下，酒企亦推行积极的渠道政策来维护厂商关系，例如五粮液采取订单计划管理等措施缓解经销商资金压力，老窖对于提前打款的经销商提供额外渠道支持等。因此，分化的节奏中行业头部的酒企仍能取得不俗的表现，例如茅台、老窖、汾酒的预收款无论是同比/环比均有提升，往后看业绩的确定性也较强。

图表 20：白酒板块销售收现、预收款（亿元）及增速

分类	公司名称	22Q1 销售收现	YOY	是否超过营收增速	22Q2 销售收现	YOY	是否超过营收增速	22Q1 末预收款规模	YOY	22H1 末预收款规模	YOY
高端	贵州茅台	315	41%	是	297	6%	否	93	54%	108	5%
	五粮液	137	-35%	否	177	18%	是	41	-27%	21	-70%
	泸州老窖	75	16%	否	76	72%	是	20	4%	26	65%
	高端合计	527	6%	否	550	16%	是	154	13%	156	-18%
次高端	山西汾酒	89	72%	是	58	-7%	否	44	32%	52	40%
	酒鬼酒	9	17%	否	10	-12%	否	8	19%	6	-36%
	舍得酒业	18	45%	否	13	-4%	是	5	-9%	5	19%
	水井坊	14	2%	否	7	37%	是	9	15%	9	36%
	次高端合计	130	52%	是	89	-5%	否	65	24%	72	25%
地产龙头	洋河股份	80	-15%	否	49	-8%	否	104	64%	82	46%
	古井贡酒	62	55%	是	44	7%	否	63	143%	51	75%
	今世缘	26	21%	否	18	-8%	否	13	136%	11	57%
	口子窖	11	3%	否	10	2%	是	4	3%	4	-20%
	迎驾贡酒	16	36%	否	10	-9%	否	5	14%	4	-5%
	金徽酒	8	57%	是	4	-25%	否	5	102%	3	49%
	伊力特	6	43%	是	5	-17%	否	1	243%	1	-28%
	地产龙头合计	210	12%	否	139	-4%	否	195	84%	156	48%
其他	顺鑫农业	30	-31%	否	38	-1%	是	15	-63%	22	-34%
	老白干酒	17	15%	否	9	-20%	否	23	63%	19	33%
	天佑德酒	4	2%	否	2	-13%	是	0	-13%	0	-19%
	金种子酒	3	-10%	否	3	150%	是	1	-43%	1	-39%
白酒板块合计		921	10%	否	829	8%	否	454	29%	426	6%

来源：Wind，国金证券研究所

对于高端及次高端板块而言我们梳理了板块内标的分产品带的表现：

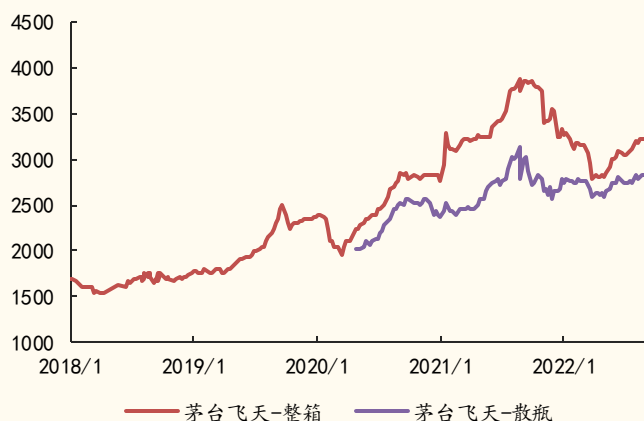
高端酒：1）22Q2 茅台酒/系列酒营收 211.1/41.7 亿元，同比+15.0%/22.0%，其中我们预计茅台 1935 营收或超 15 亿元。2）五粮液 22H1 主品牌实现营收 319.7 亿元，同比+17.8%，其中量+15.1%，价+2.3%；系列酒实现营收 65.4 亿元，同比-6.1%，其中量-47.8%，价+79.8%。3）老窖 22H1 中高档酒类实现营收 103.7 亿元，同比+26.2%，其中量+22.5%，价+3.1%，其中特曲 60 增速约 40%，窖龄增速约 20%；其他酒类实现营收 11.8 亿元，同比+20.5%，其中量-11.3%，价+35.8%。

次高端：1）22Q2 汾酒实现营收 43.2 亿，同比+3.0%；杏花村实现营收 2.2 亿，同比+19.6%；竹叶青实现营收 2.0 亿，同比-42.3%。2）22H1 内参/酒鬼/湘泉收入分别为 6.5/14.7/1.5 亿元，同比+24.3%/+50.0%/+70.0%；量同比分别为+23.5%/+49.6%/+72.3%，价同比分别为+0.7%/+0.3%/-1.3%。3）舍得 22Q2 中高档/低档同比增速分别为-21.1%/-2.5%。

整体而言，我们认为分化仍贯穿板块，例如主动控结构下五粮液、老窖相对低价产品量持续收窄，而价增可观，而酒鬼系列和湘泉则以量增为主，价的贡献较小。此外，茅台系列酒同样以调结构为主线，新品茅台 1935 贡献明显增量。

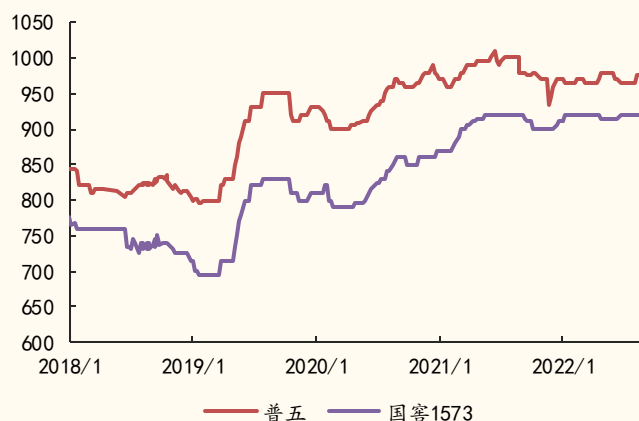
市场会有担忧消费力受损背景下消费降级状况的发生，我们认为即使在高端酒有所放量的背景下（五粮液主品牌、老窖中高档酒量增较明显），批价目前普五仍维持 960 元+，国窖批价维持 915 元+，需求侧仍较为稳固。而次高端由于宴席等场景的缺失，动销目前仍有所受损，面子消费的属性下我们认为并未发生规模化的消费降级趋势，无需过度悲观。

图表 21：2018 年至今飞天茅台批价走势（元/瓶）



来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据截至 22 年 8 月）

图表 22：2018 年至今普五及国窖批价走势（元/瓶）



来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据截至 22 年 8 月）

地产酒：我们分价格带梳理了地产酒主要大单品的增速：

1、500-800 元价格带，H1 环比降速。H1 梦 6+ 预计增速在 20% 多，古 20 增速在 40% 上下，V3 同比下滑。21 年梦 6+、古 20 和 V 系列增速分别为 50%、50% 以上、翻倍左右。该价格带 H1 势能基本延续，但对比 21 年增速普遍放缓，主要原因系：①疫情爆发后商务宴请、部分区域宴席场景受损偏重，恢复时间预计延后；②梦 6+、古 20 大单品基数抬升（21 年销售口径梦 6+ 约 60 亿，古 20 约 20 亿）；③V 系列自身调整，主动采取去库存、统政策、优主体、强溯源等手段，控盘分利，逐步理顺价盘。

2、300-600 元价格带，相对稳健，H1 增速普遍接近整体。H1 预计水晶梦增速改善（实现对老梦 3 的替代），今世缘特 A+ 增速 20%（对开好于四开），古 16 增速快于古 20。主要系：宴席场景受限，5 月宴席回补确定性更强，基本盘更为稳定。

3、100-300 元价格带，H1 普遍超预期。H1 古 5、献礼版增速在 20-30%，古 8 增速 30% 左右，海之蓝增速 30% 多（预计单 Q2 增速 40%），今世缘特 A 类增速 27%（Q2 增速 21%），迎驾洞藏系列增长 40% 左右。21 年古 5、献礼预计个位数增长，今世缘特 A 类增速 14%。该价格带 H1 普遍超预期，主要系：①去年就地过年，春节返乡潮催化，送礼需求激增；②疫情之下中档抗风险能力强、需求韧劲彰显；③海之蓝 4 月开始蓄力换代升级，老版积极去库存，给予较多支持政策（返利、5 倍红包），渠道回款相对积极（参考梦 6、梦 3 换代过程中，老版批价常能出现较好增长，带来不错的渠道利润）。

4、100 元以下价格带，H1 大部分承压。H1 洋河普通酒下滑 11%，今世缘 A 类增速 10%，迎驾低档下滑 6.6%，金星、银星系列双位数增长。我们认为，主要系行业结构向上的趋势不变（21 年该价格带表现同样平淡），公司也在主动调整费用投放的方向。

我们认为，H1 阶段性呈现 100-300 元价格带超预期的现象，主要系春节返乡潮、疫情之下中档大单品韧性较强、短期消费分层。Q3 宴席及商务宴请场景恢复，次高端价格带增长势头已环比改善。中长期看，消费升级仍是大势所趋，500-800 元价格带竞争相对缓和、扩容速度快，仍有望延续高增态势。哪怕在 H1 疫情背景下，地产酒龙头仍呈现量价齐升的趋势（H1 古井年份原浆量增 24.4%、价升 6.3%；洋河量增 16.5%、价升 4.7%），毛利率也在持续改善（H1 古井年份原浆/洋河/今世缘/迎驾毛利率同比+2/-0.5/+1.9/+2.7pct）。

我们分区域梳理了各区域的增速情况，

1、江苏省内：H1 洋河/今世缘省内增速 19%/21.5%，其中苏南等地受华东疫情影响偏重（今世缘苏南 Q3 增速 3.6%），宿迁、淮安、南京等大本营相对稳固。

2、安徽省内：H1 迎驾/口子窖省内增速 30.5%/4.4%，古井华中增速 31%（省内增速 20%+），迎驾六安大本营受疫情影响偏重，Q2 增速放缓。

我们认为，基地市场通常具备较好的抗风险能力，安徽展现出比江苏更强的阿尔法能力（考虑华东疫情影响程度和当地支柱产业发展潜力）；省外河南受前期水灾、疫情冲击复苏速度慢。从 H2 恢复进度看，江苏、安徽宴席已正增长，古井、洋河 Q3 有望完成全年回款（Q2 末蓄水池依旧充足，合同负债同比高增），预计全年目标高质量完成可期。此外，古井 Q2 所得税率提升偏多、新信息系统带来的效率改善延续，洋河 Q3 产品结构环比改善，预计 Q3 利润端也会有扎实保障。

整体而言，从中报情况看，板块内标的分化凸显，相对而言老窖、古井等标的有超预期的表现，而次高承压明显，正如前述所言部分酒企的产品结构阶段性有弱化的表现。我们仍强调这并非规模化消费降级，主要源于部分非刚需社交的减少，因此量的层面出清+集中度提升的逻辑演绎预计会加速。此外，对于估值切换，我们认为节奏或许会相对往后，板块仍需等待催化。近期，疫情在成都、深圳等多地反复，结合渠道反馈我们认为渠道中秋备货的完成度已较高，若疫情持续，影响主要在于终端动销层面。基于此，当前我们延续稳健性配置思路，推荐确定性高端（茅台、老窖、五粮液）及具备强势 alpha 的子赛道龙头（汾酒、洋河、古井），关注后周期弹性品种（酒鬼、舍得等）。

图表 23：白酒板块重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入（亿元）				YOY			归母净利（亿元）				YOY			PE		
		21A	22E	23E	24E	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
高端酒	贵州茅台	1095	1292	1501	1729	18%	16%	15%	525	629	738	857	20%	17%	16%	37	32	27
	五粮液	662	744	846	958	12%	14%	13%	234	266	305	348	14%	14%	14%	24	21	18
	泸州老窖	206	258	318	381	25%	23%	20%	80	103	129	156	30%	25%	21%	32	26	21
次高端	山西汾酒	200	257	326	404	28%	27%	24%	53	74	98	126	39%	34%	28%	48	36	28
	酒鬼酒	34	45	59	74	32%	31%	25%	9	13	18	23	45%	36%	29%	36	27	21
	水井坊	46	53	63	74	15%	18%	17%	12	14	16	19	15%	19%	18%	26	22	18
	舍得酒业	50	65	85	107	32%	30%	25%	12	17	23	30	33%	36%	31%	32	23	18
地产酒	洋河股份	254	306	366	428	21%	19%	17%	75	96	118	144	28%	23%	21%	24	20	16
	古井贡酒	133	165	198	232	24%	20%	17%	23	31	38	47	33%	26%	22%	43	34	28
	今世缘	64	78	97	122	22%	24%	26%	20	24	29	36	20%	21%	22%	22	19	15
	迎驾贡酒	46	56	68	81	22%	21%	20%	14	18	22	27	28%	26%	23%	22	18	14
	金徽酒	18	23	29	34	28%	24%	20%	3	4	5	6	22%	28%	24%	35	27	22

来源：Wind，国金证券研究所（注：舍得酒业采用 Wind 一致预期，股价截至 22 年 9 月 2 日）

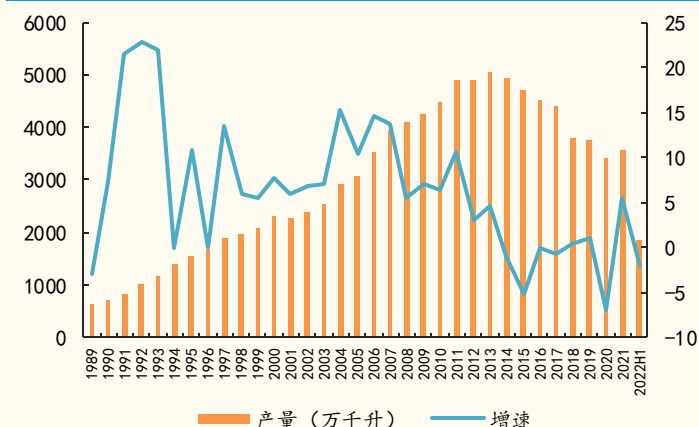
三、啤酒板块：Q2 经营韧劲彰显，成本承压延续，净利率提升超预期

■ 销量：22H1 龙头销量基本持平，22Q2 需求复苏

22H1 销量变动不大。22H1 全国规模以上啤酒企业销量同比-2%。分企业来看，22 年 H1 华润/青啤/燕京销量接近持平，分别同比-0.7%/-1.0%/+0.95%；重啤在大城市计划的带动下销量同比+6.4%；百威亚太中国地区销量同比-5.5%。

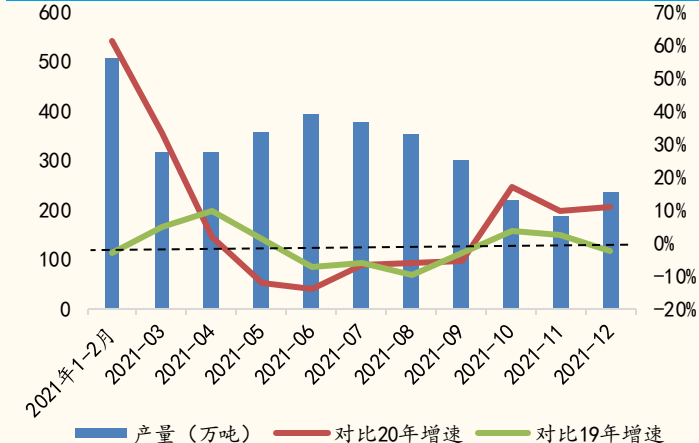
22 年 4 月受疫情冲击，5-6 月复苏态势显，青啤弹性最大。22Q2 全国规模以上啤酒企业销量同比-3%。青啤/重啤/珠江销量同比+0.5%/+1.8%/+1.4%，华润、燕京销量微降。4 月销量下滑程度为：华润（19%）>青啤（17%）>重啤（中个位数），5 月销量增速为青啤（6%）>华润≈重啤（接近持平），6 月销量增速为青啤（9%）>重啤（中大个位数）>华润（中个位数左右）。我们认为，青啤 5-6 月表现持续跑赢行业、持续好于预期，主要系：1）前期主市场山东受损重，H1 销量增速青啤与华润接近；2）青啤核心市场位于北方，气温高于往年，竞争激烈程度也好于华南；3）青啤流通占比高，精准防控使得流通渠道最先复苏；4）公司自 5 月起开展夏日风暴促销，6 月底加大对经典的费用投放，渠道旺季备货积极。

图表 24：全国规模以上企业啤酒历年产量及增速（%）



来源：Wind、国金证券研究所

图表 25：啤酒 2021 年单月产量及增速



来源：Wind、国金证券研究所

图表 26：啤酒重点酒企量价拆分

		华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒	百威中国
22H1	销量（万千升）	630	472	164.84	215.18	64.08	na
	yoy	-0.7%	-1.0%	6.4%	0.95%	2.79%	-5.5%
	吨价（元/吨）	3338	4040	4714	2997	3602	na
	yoy	7.70%	6.8%	4.3%	6.2%	7.4%	2.4%
	营业收入	210.13	192.73	79.36	69.08	24.32	na
	yoy	7.0%	5.37%	11.2%	9.35%	9.68%	-3.2%
22Q1	销量（万千升）	na	212.9	79.42	85.38	23.48	na
	yoy	1-2 月增长双位数，3 月下滑小双位数，Q1 正增长	-2.8%	11.7%	3.5%	5.3%	-4.3%
	吨收入		4359	4822	3631	3714	na
	吨收入 yoy	大个位数	6.1%	4.9%	7.9%	7.1%	3.0%
	营业收入		92.8	38.3	31.0	8.72	na
	营业收入 yoy	na	3.1%	17.10%	11.7%	12.80%	-1.3%
22Q2	销量（万千升）		259.1	85.4	129.8	40.6	na
	yoy	4 月-19%，5 月-1%，6 月+5%	0.5%	1.8%	-0.7%	1.42%	-6.5%
	吨收入（元/吨）		3885	4803	2933	3842	na

	yoy	na	7%	4.2%	8.2%	6.5%	1.7%
	营业收入		100.65	41.03	38.07	15.6	na
	yoy		7.49%	6.13%	7.53%	8.02%	-4.9%

来源：各公司公告，国金证券研究所

■ 吨价：高端化延续但进度放缓，青啤 ASP 表现超预期

得益于直接提价+结构升级，龙头 22H1 ASP 上行中大个位数。22 年 H1 华润/青啤/重啤/燕京/珠江/百威中国的吨价同比 +7.7%/+6.8%/+4.3%/+6.2%/+7.4%/+2.4%。其余啤酒吨价上升，主要系：

1) 直接提价：华润 9 月对勇闯全国范围内提价（10%左右），整体对吨价的贡献在小个位数，12 月基本传导完成；重啤 9 月对疆内乌苏提价，后续陆续对多个区域、多个产品提价（覆盖 110-120 万吨），幅度在 4-8%；青啤 20 年 5 月对山东经典提价亦有贡献，年底对 1903、白啤等产品提价，局部区域也对多个 sku 调价；百威 4 月、11 月的百威、核心+、实惠、超高端等产品有提价动作。

2) 产品结构：22H1 高端化延续但节奏放缓，部分强势能大单品逆势高增。由于餐饮、夜场等消费场景受限，22H1 华润次高及以上销量同比+10%，占比提升至 18%，同比+2%，喜力增速 30%；重啤乌苏销量同比+6.4%，疆外乌苏增速 6.3%；青啤中高档及以上销量同比 6.6%，白啤同比增速 60%以上，经典增速 8%、纯生有所下滑；燕京 U8 增速 70%；珠江 97 纯生增速 52%。华润、重啤 H1 低档的表现也优于中档（Q2 体现更明显），主要系低档多针对流通渠道，复苏速度相对快。

22Q2 提价传导顺畅，青啤 ASP 表现超预期。22Q2 青啤/重啤/燕京/珠江/百威中国吨收入同比+7%/+4.2%/+8.2%/+6.5%/+1.7%，增速普遍略弱于 Q1。青啤吨价环比提速，主要系崂山替换区域品牌（汉斯、山水、银麦）、中档类经典品牌（大优、9 度、欢动等）向经典升级的速度快。

图表 27：啤酒龙头高端化进度及中长期规划

	21H1	21 年	22Q1	22H1
华润啤酒	1) 次高及以上销量达 100 万千升，同比+50.9%，占比提至 15.8%（20 年为 13.1%） 2) SuperX 翻倍以上增长，喜力增速约 40-50%，纯生实现 20%以上的高双位数增长，马尔斯绿增速达 50-70%	1) 21 年次高及以上销量同比 +28%，占比提升至 17% 2) SuperX 增速及 50%左右（不到 40 万千升）、喜力增速 30-40%（不到 30 万吨），纯生增速 10-20%（60-70 万吨）	1-2 月次高及以上销量增速超 30%，喜力增速创下新高；Q1 次高及以上双位数增长	1) 次高及以上销量 114.2 万千升，同比+10%（占比 18%，同比 +2pct） 2) 喜力增速 30%左右（福建星银表现亮眼，华东经典大罐推动迅速）；纯生、superX 低到中个位数增长；马尔斯绿增速快，老雪翻倍
青岛啤酒	1) 高档以上销量同比+41.4% 2) 主品牌同比+20.9%，超高端增速 45-60%（白啤翻倍），纯生、1903 表现亮眼	1) 21 年超高端增速接近 30%、纯生增速 13%、1903 增速 26%、经典增速 20% 2) 高档以上产品 52 万吨，同比 +14.2%	青岛品牌销量同比 +5.1%，占比提升 5pct 至 61%；中高档增速 10%以上	青岛品牌同比+2.9%，占比 +2.1pct；中高档及以上销量 166 万千升，同比+6.6%，预计经典增速 8%、白啤同比+60%以上，纯生、1903 下滑
重庆啤酒	1) 高档收入同比+62.3%，占比提升 8pct 至 36% 2) 乌苏疆外同比+89%（整体 +35%以上），乐堡同比+20%多，1664 同比+50%以上	1) 高档收入同比+43.5%，占比提升 6pct 至 36.5% 2) 乌苏增速 34%（83 万吨）、疆外乌苏 60%（45-50 万吨）、1664 增速 36%（5 万吨）、嘉士伯 10%、夏日纷 10%（几千吨）、重庆品牌两位数（超 60 万吨）、乐堡品牌 10%多（50 万吨多）	1) 高档收入同比 +24%，占比提升 2pct 至 37%； 2) 乌苏实现 22 万吨（整体增速 17%、疆外 19%），1664 增速 18%，重庆双位数增长，乐堡等均有增长	1) 高档收入同比+13.3%，占比同比 +0.8pct 至 37.1%； 2) 乌苏销量同比+6.4%（疆外增速 6.3%）；乐堡正增长，重庆品牌增速 10%，1664 个位数增长
燕京啤酒	1) 中高档收入同比+29.9%，占比提升 6.5pct 至 61.7% 2) 燕京 U8 实现约 15 万吨，白啤、纯生、V10 等释放潜力	21 年燕京 U8 为 26 万吨	U8 大单品销量同增 70%+	预计 U8 增速 70%

珠江啤酒	1) 高档收入同比+20%、销量同比+23%，收入占比提升5.7pct至56.7%	21年高端纯生/97黑金纯生销量同比+17%/103.2%	纯生销量占比49.14%，同比+5.37pct；97纯生销量3.75万吨，同比+50.37%	H1纯生销量同比+15.7%，占比+6.6pct至59%，97纯生销量同比+51.6%至10.3万千升
	2) 97纯生销量同比+121%			

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 吨成本：22H1提升中大个位数，22Q2承压延续

22H1 龙头普遍成本承压，重啤继续彰显成本阿尔法能力。22H1 华润/青啤/重啤/燕京/珠江/百威中国的吨成本同比+7.8%/+6.4%/+5.1%/+9.1%/+15.8%/+7.9%，主要系包材、大麦、运费涨价的影响。其中，重啤成本控制继续优于同行，主要系：优异的采购/供应链管理、涨价多的铝材占比低、量增摊销固定成本。

受俄乌冲突影响，Q2成本承压延续，青啤、重啤环比改善。22Q2 青啤/重啤的吨成本同比+5.6%/+4.8%，环比有所好转；燕京/珠江/百威的吨成本同比+10.0%/+18.8%/+8.8%，成本压力环比加重。

图表 28：啤酒龙头吨成本对比

	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒	百威亚太
2022H1	7.8%	6.4%	5.1%	9.1%	15.8%	7.9%
2022Q2	NA	5.6%	4.8%	10.0%	18.8%	8.8%
2022Q1	NA	6.9%	5.2%	7.3%	10.8%	7.1%
2021	5.3%	4.9%	-2.3%	8.2%	10.9%	8%
2021-吨直接材料成本	NA	4.8%	8.7%	16.3%	13.3%	NA

来源：公司公告，国金证券研究所（注：A股运输费用均计入成本）

■ 盈利能力：Q2毛利率承压，费用控制好于预期

22H1 利润端增速普遍在 20-30%，22Q2 利润端增速普遍在 15-25%，青啤、华润、重啤利润超预期，充分彰显韧劲。从超预期原因来看，青啤主要系 ASP 增速超预期+吨成本压力环比改善，带动 Q2 毛利率逆势提升；华润主要系“紧日子”背景下，销售费率、管理费率控制的幅度均明显好于预期；重啤主要系 Q2 所得税率 21.4%（同比-3.2pct），22 年公司新疆、云南、宁夏已确认享受 15%的优惠税率，重庆可暂时先按 15%计提（后续补缴不收取滞纳金），税收优惠兑现时间好于预期；叠加销售费率也略超预期。

毛销差：22H1 毛利率略降，销售费率普遍下行。22H1 青啤/燕京/重啤/珠江/华润/百威中国毛利率同比+0.2/-0.4/-0.3/-4.4/-0.05/-3.3pct；销售费率同比-0.8/+0.5/-0.4/-3.5/-1.4/-3.7pct；毛销差同比+1.0/-0.9/+0.1/-1.0/+0.4pct。22H1 除青啤外，毛利率普遍下降；费用投放上，除燕京提升外，其他均呈下行态势，主要系费效比优化，叠加外部环境压力下主动控费，疫情也使部分线下活动取消。22Q2 青啤/燕京/重啤/珠江/百威中国毛利率同比+0.8/-0.9/-0.3/-5.7/-4.6pct，销售费率同比-0.2/+2.3/-1.0/-4.5/-6.6pct，控费实现了营业利润率的增强。

管理费率：22H1 龙头普遍下降，经营效率持续优化。22H1 青啤/燕京/重啤/珠江/华润管理费率同比-0.2/+0.2/-0.1/-0.5/-1.9pct（华润剔除关厂裁员为-0.7pct），继续兑现控费增强盈利能力的逻辑。

图表 29：啤酒重点公司 22Q2 利润率和费用率

	净利率	变动	毛利率	变动	销售费率	变动	毛销差变动	管理费率	变动	归母净利润(亿元)	yoy
青岛啤酒	17.4%	2.2%	38.3%	0.8%	8.1%	-0.2%	1.0%	3.5%	-0.5%	17.26	23.85%
燕京啤酒	10.0%	-3.3%	44.3%	-0.9%	11.1%	2.3%	-3.2%	10.9%	1.2%	3.50	-11.90%

重庆啤酒	19.3%	1.7%	49.6%	-0.3%	15.3%	-1%	1.0%	3.2%	0.5%	3.87	18.38%
珠江啤酒	15.8%	-1.1%	44.7%	-5.7%	12.4%	-4.5%	-1.3%	5.8%	-0.3%	2.43	0.94%
百威亚太	18.2%	3.2%	50.5%	-4.6%	29.7%	-6.6%	2.0%	12.2%	0.1%	21.64	19.6%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 除特殊标注外, 运费均计入销售费用而非成本)

图表 30: 啤酒重点公司 22H1 利润率和费用率

	净利率	变动	毛利率	变动	销售费率	变动	毛销差变动	管理费率	变动	归母净利润 (亿元)	yoy
青岛啤酒	15.1%	1.5%	38.1%	0.2%	11.0%	-0.8%	1.0%	3.7%	-0.2%	28.52	18.1%
燕京啤酒	6.0%	0.3%	39.9%	-0.4%	11.5%	0.5%	-0.9%	12.0%	0.2%	3.51	21.6%
重庆啤酒	18.6%	0.5%	48.7%	-0.3%	14.6%	-0.4%	0.1%	3.3%	-0.1%	7.28	16.9%
珠江啤酒	13.3%	-1.1%	43.2%	-4.4%	13.73%	-3.5%	-1.0%	6.5%	-0.5%	3.14	1.06%
华润啤酒	18.1%	3%(剔除土地补偿款)	42.3%	-0.05%	15.3%	-1.4%	1.4%	6.4%	-1.9%(剔除关厂裁员为-0.7%)	38.02	27.8%(剔除土地补偿款)
百威亚太	18.5%	3.6%	50.7%	-3.3%	15.6%	-3.7%	0.4%	6.4%	0.0%	42.19	24.3%

来源: Wind, 国金证券研究所

■ 未来展望: 关注 Q3 业绩端高弹性, H2 及 23H1 成本改善可期

Q3 需求端具备多因素催化 (低基数+天气热于往年+疫情趋缓), 有望兑现量增逻辑。7 月行业量增 10.8% (青啤 15%、华润 9%、重啤双位数); 8 月青啤、华润预计仍能保持双位数增长。疫后场景修复, 高端单品重回高景气, 部分区域出现缺货, 预计吨价增速提振有望超预期。此外, 铝材、纸箱等包材价格回落, 预计 H2 及 23H1 吨成本增幅有望收窄 (能否同比下降有待观察), 带动毛利率改善。费用端看, 下半年虽会增加消费者培育、世界杯赞助的费用投放, 但控费仍是集体共识, 竞争格局保持良性。

关于吨成本问题, 我们认为: 1) 复盘历史, 全年吨成本出现同比下行的年份较少 (主要系有通货膨胀+人工成本增加+高端化需使用更好的原材料), 反而部分季度吨成本能降低个位数。以青啤、华润为例, 17-21 年中, 仅 20 年吨成本微降, 系疫情使得全球需求走弱, 大宗商品价格低迷。包材从 18Q3 步入同降区间, 华润吨成本 19H1 同比+1%, 19H2 同比-1%; 青啤吨成本 19Q3 同比+2%, 19Q4 同比-2%。2) 以华润为例, H2 吨成本增速有望收窄至 2-3%, 假设吨价提升中大个位数, 对应毛利率改善在 3pct 左右。明年大麦、包材的采购尚未开启, 且包材价格本身波动大, 我们乃至公司都较难预判明年成本端情况 (10-11 月可能有更清晰、明确的预算规划), 但预计改善趋势将延续至 23H1。百威亚太展望 Q3 成本压力将延续 Q2, Q4 压力类似 Q1, 明年上半年有望改善, 23H1 成本增幅有望小于 22 年对比 21 年。3) 各家实际成本采购价格、价格波动幅度要好于我们能跟踪到的大宗商品数据, Q2 重啤、青啤的吨成本环比 Q1 已有改善, 22 年吨成本预测已好于前期预判。4) 成本回落释放的利润弹性不排除会被费用侵蚀。

我们判断, Q3 啤酒板块有望彰显高利润弹性 (增速明显快于 H1), 中长期看好高端化+经营效率改善 (未来几年利润端复合增速在 20%+)。推荐华润、青啤, 关注重啤、燕京。

图表 31: 重点啤酒酒企估值表

公司名称	收入 (亿元)				收入增速			归母净利 (亿元)				归母净利增速			估值水平	
	20A	21A	22E	23E	21	22E	23E	20A	21A	22E	23E	21A	22E	23E	22E	23E
青岛啤酒	278	302	329	352	9%	9%	7%	22	27	34	42	43%	23%	25%	41	33
青岛啤酒股份	278	302	329	352	9%	7%	7%	22	27	34	42	43%	23%	25%	26	21
华润啤酒	314	334	365	393	6%	9%	8%	27	36	44	56	35%	22%	27%	34	27
重庆啤酒	109	131	148	170	20%	13%	15%	8	12	14	17	39%	20%	24%	37	30

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 青啤不考虑土地补偿款, 华润为不考虑土地补偿款、关厂的还原利润, 汇率为 1RMB=1.1388HKD, 股价截止至 2022 年 9 月 2 日)

四、食品综合：Q2 压力凸显，把握经营底部优质标的

■ 业绩回顾：Q2 收入增速普遍放缓，利润端压力更明显

大部分公司受疫情封控、需求疲软的影响，Q2 增速相比 Q1 都有放缓；例外的是：甘源、盐津因为新品放量靠自身 α 实现了逆势增长，安井系并购带来的增速（主业 Q2 收入/利润增长 15%/38%），洽洽的瓜子在 Q2 有明显的疫情受益属性。承压比收入端更明显，而且部分公司 Q2 的利润表现低于市场预期，主要原因还是成本压力凸显。

图表 32：食品综合板块重点公司营收、利润情况回顾

公司	22Q1 营收	yoy	22Q2 营收	yoy	22Q1 归母净利	yoy	22Q2 归母净利	yoy	备注
伊利股份	310.47	13.47%	324.16	11.23%	35.19	24.32%	26.14	4.91%	收入低于预期，扣非净利符合预期
妙可蓝多	12.86	35.23%	13.08	17.17%	0.74	129.53%	0.58	-26.72%	收入符合预期，利润低于预期
安井食品	23.39	24.16%	29.36	46.07%	2.04	17.66%	2.49	43.00%	收入、利润超预期；22Q2 主业收入/利润分别同比+15%/38%左右
千味央厨	3.01	20.17%	6.49	8.03%	0.29	44.78%	0.17	2.34%	收入符合预期，利润略低于预期
立高食品	6.30	8.83%	6.94	3.12%	0.40	-45.29%	0.30	-52.26%	收入符合预期，利润略低于预期
绝味食品	16.88	12.09%	16.48	0.61%	0.89	-62.24%	0.10	-96.42%	收入、利润低于预期
洽洽食品	14.32	3.86%	12.46	24.38%	2.08	5.15%	1.43	10.46%	收入符合预期，利润略低于预期
甘源食品	3.20	-5.20%	2.94	42.67%	0.23	-45.30%	0.19	550.12%	收入、利润超预期
盐津铺子	5.75	-2.91%	6.35	34.60%	0.61	-25.15%	0.67	301.83%	收入、利润符合预期

来源：Wind，国金证券研究所

大部分公司 Q2 的毛利率环比 Q1 进一步出现下滑，上半年销售费用率普遍收缩，但在成本压力下盈利能力依旧普遍下降。销售费用率出现下滑普遍原因是疫情期间市场推广受限，盐津、甘源的销售费用率大幅改善和去年基数也有关系。其他费用基本稳定，个别公司（立高、绝味、千味）因为股权激励导致管理费用率有提升。净利端，除了盐津、甘源因为基数问题和自身成长性，实现了盈利能力的改善，大部分公司上半年的净利率都出现下滑，主要原因还是成本端压力。

图表 33：食品综合板块重点公司毛利率情况回顾

公司	22Q1 毛利率	同比变动 (pct)	22Q2 毛利率	同比变动 (pct)	Q2 环比 Q1 (pct)
伊利股份	34.72%	-4.55	32.80%	-3.90	-1.92
妙可蓝多	38.82%	0.14	33.86%	-6.71	-4.95
安井食品	24.20%	-2.28	19.99%	-1.78	-4.21
千味央厨	22.56%	0.41	22.37%	1.50	-0.20
立高食品	33.09%	-3.40	29.37%	-6.04	-3.72
绝味食品	30.31%	-4.18	25.68%	-9.04	-4.62
洽洽食品	30.86%	0.18	27.48%	-2.85	-3.38

甘源食品	34.85%	-4.38	29.11%	-4.67	-5.74
盐津铺子	38.59%	-1.26	36.52%	4.59	-2.07

来源：Wind，国金证券研究所

图表 34：食品综合板块重点公司费用率情况回顾

公司	22H1 销售费率同比变动 (pct)	22H1 管理费率同比变动 (pct)	22H1 研发费率同比变动 (pct)	22H1 财务费率同比变动 (pct)
伊利股份	-3.65	-0.59	0.03	-0.31
妙可蓝多	-1.00	-0.78	-0.26	-1.34
安井食品	-1.40	0.35	-0.13	-0.56
千味央厨	-0.19	1.39	0.26	-0.48
立高食品	-1.59	3.68	0.50	-0.78
绝味食品	4.91	1.54	0.26	0.18
洽洽食品	-0.31	0.14	-0.08	0.22
甘源食品	-7.44	0.60	0.53	-0.03
盐津铺子	-4.85	-0.04	-0.54	-0.42

来源：Wind，国金证券研究所

图表 35：食品综合板块重点公司净利率情况回顾

公司	22Q1 净利率	同比变动	22Q2 净利率	同比变动	Q2 环比 Q1
伊利股份	11.30%	0.97%	8.12%	-0.44%	-3.18%
妙可蓝多	6.31%	2.07%	5.17%	-2.47%	-1.14%
安井食品	8.96%	-0.26%	8.52%	-0.14%	-0.44%
千味央厨	8.10%	1.35%	5.70%	-0.12%	-2.40%
立高食品	6.36%	-6.29%	4.38%	-5.07%	-1.98%
绝味食品	4.99%	-10.43%	-0.33%	-16.13%	-5.32%
洽洽食品	14.51%	0.18%	11.58%	-1.48%	-2.93%
甘源食品	7.03%	-5.15%	6.33%	8.34%	-0.70%
盐津铺子	10.67%	-3.50%	10.61%	17.29%	-0.07%

来源：Wind，国金证券研究所

■ 经营分析：需求端主要源自消费场景的消失，各公司成本承压能力有分化

拆解重点公司的分品类增速情况，我们认为需求端的影响更多源自于消费场景的变化。具体来看，伊利的品类中，常温奶表现好于低温奶，常温中基础小白奶表现好于高端的金典、安慕希；洽洽国葵的增速好于坚果；安井 C 端产品的增速显著高于 B 端。出现这种情况我们认为主要是疫情改变了消费场景，居家场景明显增加，外出就餐、走亲访友的场景显著较少，而部分高端产品具有礼赠社交属性，所以受疫情更加明显。

市场担忧 Q2 需求端疲软是否意味着消费力出现下滑，从中报的实际情况来看我们认为虽然消费力下滑也有一定影响，但最主要原因还是消费场景的消失，其实公司内部各品类存在增速分化，受益和受损的品类是此消彼长的关系，并不是全都受到疫情打击。

图表 36：食品综合板块重点公司品类增速的差异

公司	品类增速情况	分析
伊利股份	22H1 常温液奶实现个位数增长，低温液奶两位数下滑。纯奶实现 20%+ 增长。	低温奶疫情期间更加受冷链物流的限制；小白奶增速好于高端液奶，疫情下礼赠场景消失。
洽洽食品	预计 22Q2 国葵实现 30% 左右的增长，坚果实现 20% 左右的增长。	国葵增速快于坚果，受益于疫情期间居家场景增加；坚果存在礼赠属性，受到负面影响。
安井食品	22H1 面向 C 端的锁鲜装同比增长 40% 以上，面米制品整体表现优于火锅料（22H1 增速分别为 24%/5%）。	C 端表现显著好于 B 端，因为疫情下居家场景增加，而小 B 端餐饮企业经营情况明显受损。

来源：Wind，国金证券研究所

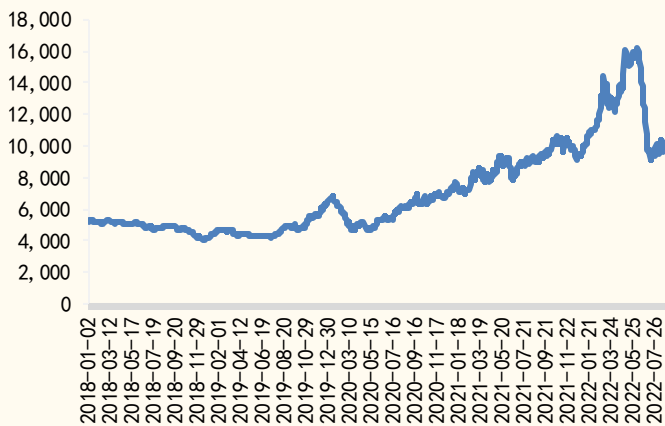
成本端压力在 Q2 是行业共性。原材料压力集中体现在油脂、包材、物流运输等方面，油脂的代表棕榈油在 22Q1/Q2 分别同比+54%/71%，包材涨价与 PET 材料大幅涨价有关，物流费成本提升与 Q2 期间华东地区出现封控有关。

图表 37：食品综合板块重点公司原材料涨价品类

公司	原材料涨价品类
妙可蓝多	原辅材料（干酪等）、物流成本上涨
千味央厨	油脂、面粉等价格上涨
立高食品	油脂、面粉等价格上涨
绝味食品	核心鸭副材料（鸭脖、鸭头、鸭掌）持续上涨
洽洽食品	包材、油盐糖、燃气、运费等价格上涨
甘源食品	棕榈油价格上涨
盐津铺子	大豆油、蛋品、棕榈油、大豆蛋白等价格上涨

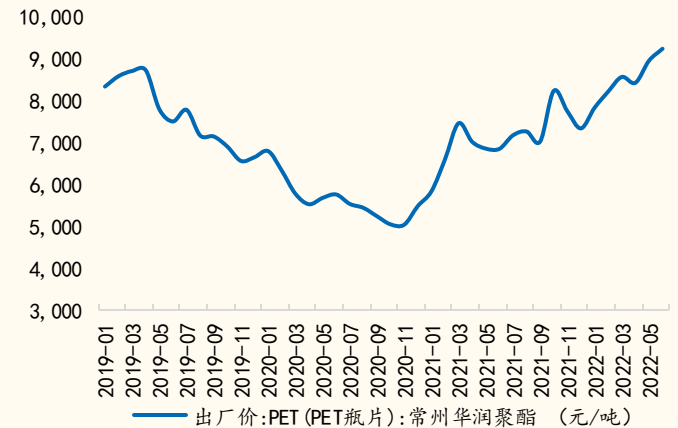
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 38：国内棕榈油现货价格走势（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所（数据截止至 22 年 8 月）

图表 39：PET 出厂价持续上涨



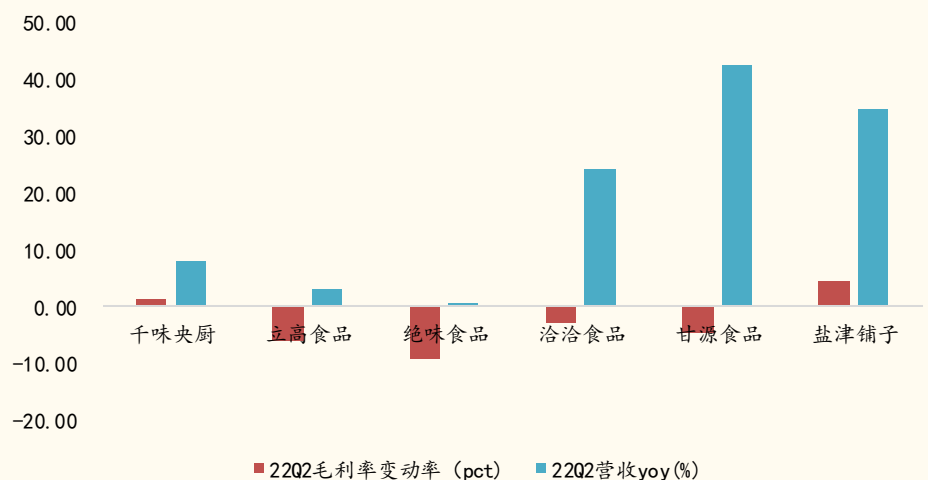
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 22 年 6 月）

不同公司成本抗压能力也出现分化，与成本结构、需求端表现、商业模式有关。具体来看，

1) 休闲食品领域，洽洽的成本抗压能力较强，而绝味的压力更加突出。除了成本结构的差异，我们认为与自身经营情况也相关，绝味在需求严重承压的情况很难通过直接提价向消费者完全转嫁成本压力，相比之前洽洽在去年就提价转嫁了大部分压力，Q2 成本仍在承压主要是海外市场还未提价，8 月也再次进行补提价。

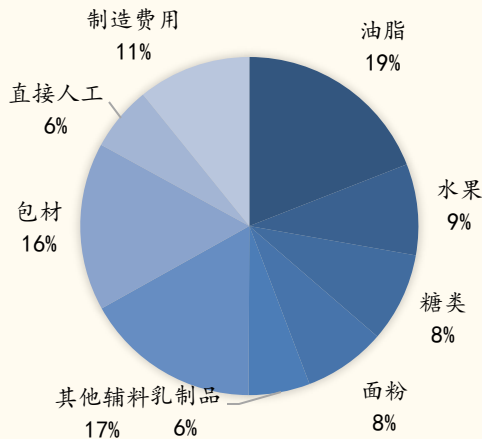
2) 速冻食品领域，千味和立高的成本结构类似，油脂、面粉的占比不低，但是两者的毛利率表现也相差较大，主要原因是千味自身通过产品结构升级和向大 B 提价对冲了较大部分成本压力，产品结构升级得益于千味的品类结构更加丰富（蒸煮、油炸、菜肴、烘焙），立高主要集中在烘焙品类；其次千味有 30-40% 的收入来自大 B 渠道，采取成本加成模式，相比小 B 端的提价更加有效顺畅。

图表 40：食品综合板块毛利率承压能力和营收端表现的对比



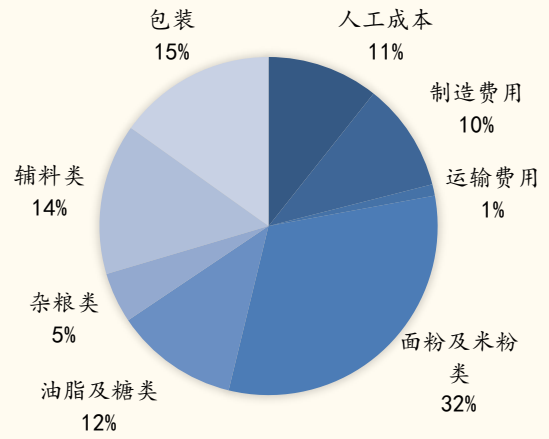
来源：Wind，国金证券研究所

图表 41：立高食品营业成本构成



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 42：千味央厨营业成本构成



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 未来展望：经营底部建议把握拐点出现、成本控制力较强的优质标的

需求端：Q2 主要是受疫情影响较大，后续需求的改善与疫情政策有较强相关性，虽然各地还有些疫情反复的情况，但影响程度都好于 Q2 华东地区的大规模封控管理。从数据来看，7 月份伊利的液奶、洽洽的坚果都有环比改善，主要系消费场景在逐步修复。

成本端：1) 环比回落的趋势已经出现，其中棕榈油在 6 月中旬已经回落，从 1.5 万元/吨回落到现在的 1 万元/吨左右；绝味的鸭副产品预计在 Q4 有望出现回落；Q2 由于大规模封控导致华东地区物流成本大幅上升，预计后续不会再出现类似情况。2) 部分企业采取积极措施应对成本上涨，包括提价、产品结构升级等等。

图表 43：部分公司采取提价、结构升级等应对成本压力

公司	应对成本压力的措施
千味央厨	油炸类主动缩减低毛利产品、蒸煎饺自动化率提升
立高食品	年初葡挞、牛奶奶油产品有提价，5 月奶油再次提价
洽洽食品	8 月对国内瓜子品类出厂价上调 3-4%，海外市场瓜子品类出厂价上调 8%左右；坚果将 15 日装从 390g 切换到 345g，相当于变相提价约 13%左右
绝味食品	年初有全面提价；7 月有小范围提价，提价幅度在 5%左右。

来源：公司公告，国金证券研究所

结合需求改善和成本走势，我们认为 Q2 是经营底部，建议把握优质、有确定性标的的环比改善，结合基本面改善趋势、估值水平和成本控制能力，当前我们推荐安井食品、千味央厨、绝味食品、甘源食品。

安井食品：上半年疫情影响下火锅料业务增速放缓，但是随着疫情逐步修复，叠加旺季来临，预计主业增速有望修复。预制菜方面安井小厨上线，公司逐步形成“自产+并购+OEM”和“BC 兼顾”的多维度布局，安井小厨实现自产，主要依托安井原有的渠道优势进军 B 端渠道，冻品主打 C 端，并购的新宏业、新柳伍在小龙虾领域处于领军地位；多路并进加快在预制菜赛道的渗透。

千味央厨：既有业务稳固，H2 环比改善可期：大 B 端在 7 月之后因疫情耽搁的上新已经在逐步开展，百胜 7-8 月的增速有明显提升，全年来看大 B 的增速预计仍可达到 10%以上；小 B 端渠道改革效果显著，在上半年逆势保持 20%以上的增长，小半年情况预计更好。BC 端同时发力预制菜赛道，有望带来新增量。公司在今年 5 月投资 850 万设立主打预制菜的河南御知菜食品科技有限公司，主要围绕 B 端客户做定制化开发；近期公司成立 C 端品牌“千味小厨”，依托原有的 B 端优势产品转换为小包装，另外开发特色区域美食，主要针对年轻人群。

绝味食品：Q2 已经是最黑暗时刻，疫情重创+成本压力+费用一次性计提多重因素叠加，经营向上拐点已至。需求已经逐步向好，7 月单店营收环比改善明显；星火燎原正式启动，开店数量小几百家，单店营收是一二线城市的 60%，但投资回收期比一二线城市短，完善公司在疫情不确定性下的抗风险力。成本在 Q4 有望出现回落，H2 不再产生一次性费用计提，随着需求好转补贴支持费用也会有逐步收缩，Q2 环比 Q1 已有改善。

甘源食品：上半年新品势能逐步凸显，短期遇到阻力后及时积极调整产品策略，7 月之后安阳产品进行聚焦，主要投放零食系统跟大流通这两类成长较快的渠道，8 月底调整后的新品已经陆续出货，我们看好下半年的持续放量。此外产能效率提升和成本缓解有望带动利润率逐步改善，目前棕榈油价格已经出现回落，到岸价回落到 8000 元/吨左右公司会考虑锁价，安阳新品仍在爬坡期，拉低整体毛利率，预计 Q3 将有明显改善。

图表 44：食品综合板块重点标的盈利预测

公司名称	归母净利（亿元）				YOY			PE		
	21A	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
伊利股份	87.0	103.7	124.7	144.0	19.1%	20.3%	15.5%	22.5	18.9	16.4
妙可蓝多	1.5	3.5	7.2	11.2	127.9%	104.3%	55.9%	44.1	24.2	17.2
洽洽食品	9.3	10.8	12.9	14.9	16.3%	19.6%	15.2%	24.8	21.4	18.7
甘源食品	1.5	1.8	2.3	3.1	17.1%	29.4%	33.0%	28.4	22.1	16.8
盐津铺子	1.5	2.9	4.3	5.5	95.0%	45.9%	27.3%	31.5	23.4	18.4
绝味食品	9.8	7.7	12.1	14.8	-21.9%	57.4%	22.3%	35.3	23.5	18.8
立高食品	2.8	1.8	3.0	4.3	-37.8%	70.5%	44.7%	53.5	34.0	25.0
千味央厨	0.9	0.9	1.4	1.8	5.1%	51.6%	30.5%	41.3	32.9	27.0
安井食品	6.8	10.7	12.8	16.0	56.7%	19.6%	24.7%	42.7	32.8	26.3

来源：Wind，国金证券研究所（注：股价截至 22 年 9 月 2 日）

五、调味品：逐步走出低谷，向上拐点值得期待

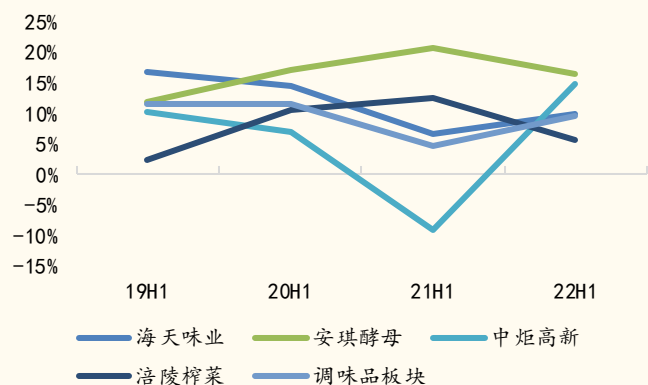
■ 受益于低基数，业绩增速可观

21H1 疫后需求疲软，且餐饮修复不及预期；社区团购冲击，线下渠道信心受损；20 年追赶目标，渠道囤货过于乐观，导致库存高企；成本上涨幅度超预期，对利润造成挤压。调味品行业在以上多重因素打压下，迎来营收和净利的低谷期，为今年奠定低基数。

今年上半年，尽管 4 月疫情反复扰动，行业展现出刚需消费品的韧性。尤其以龙头公司海天为代表，5-6 月修复弹性较大，尽全力完成 Q2 目标，最终录得收入端恢复双位数增长。同时具备去年年底的提价支撑，今年成本虽然继续上涨，但是涨幅缩窄，利润端亦小幅回弹。

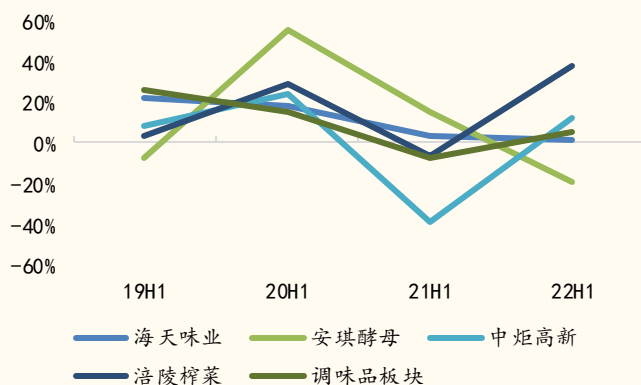
收入端一致企稳向好，但利润端表现分化。涪陵榨菜受益于青菜头明确降本，利润弹性最大。22H1 利润增速同比扭负为正（同比+37%）。安琪酵母受到糖蜜价格持续上涨且涨幅超预期的影响，尽管有部分提价，但 22H1 利润仍表现不佳（同比-20%）。而以天味食品、千禾味业为代表的大幅缩减销售费用的公司净利润弹性最高。

图表 45：调味品行业 19H1-22H1 营收增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 46：调味品行业 19H1-22H1 归母净利增速



来源：Wind，国金证券研究所

从 H1 内部节奏来看，收入端和利润端均为 Q1 贡献最大，主因 Q1 具备春节备货红利且疫情影响比较小，且成本压力相对缓和。但从同比来看，Q2 增速显著好于 Q1，主因去年具备低基数，以及企业内部合理控费，大部分公司收入和利润端均实现高双位数增长。

图表 47：调味品板块 22H1 分季度营收、净利润表现

公司	营收（亿元）			营收 yoy			归母净利润（亿元）			归母净利润 yoy		
	22H1	22Q1	22Q2	22H1	22Q1	22Q2	22H1	22Q1	22Q2	22H1	22Q1	22Q2
海天味业	135.3	72.1	63.2	10%	1%	22%	33.9	18.3	15.6	1%	-6%	12%
安琪酵母	60.9	30.3	30.6	16%	14%	19%	6.7	3.1	3.6	-19%	-29%	-8%
中炬高新	26.5	13.5	13.1	15%	7%	24%	3.1	1.6	1.5	12%	-9%	48%
涪陵榨菜	14.2	6.9	7.3	6%	-3%	15%	5.2	2.1	3.0	37%	5%	75%
天味食品	12.1	6.3	5.8	19%	21%	18%	1.7	1.0	0.7	120%	25%	扭亏为盈
千禾味业	10.1	4.8	5.3	15%	1%	31%	1.2	0.6	0.6	81%	38%	145%
恒顺醋业	11.8	5.7	6.1	14%	10%	18%	1.3	0.8	0.5	1%	-1%	4%
宝立食品	9.1	4.2	4.9	26%	32%	21%	0.9	0.4	0.5	-4%	-18%	12%
仲景食品	4.2	2.0	2.2	6%	-4%	17%	0.6	0.2	0.5	-9%	-58%	62%
日辰股份	1.4	0.7	0.7	0%	7%	-7%	0.3	0.1	0.1	-25%	-8%	-38%
调味品板块	239	124	115	9%	2%	19%	48.0	25.1	22.9	5%	-7%	24%

来源：Wind，国金证券研究所

■ 提价影响销量增长，消费呈降级趋势

从量价的角度来拆解，由于去年年底行业对产品进行提价以缓解成本压力，导致今年 H1 销量增速受阻。如海天提价 3%-7%不等，中炬提价 3%-10%不等，

而千禾味业主动调整产品结构，大力推广中低端品类下沉。受益于刚需属性，酱油品类销量仍然维持正增，但吨价较低的千禾味业销量增速最快。

而榨菜、酵母等产品提价最为明显，榨菜去年提价 14%，酵母提价幅度在 20%-30%，且此类调味品并非刚需，直接导致了 22H1 销量增速分别为-11%/-19%。但是强龙头属性决定了较强的议价能力，7 月渠道均反馈有 30%-40% 的增速，即量恢复正增长。

从火锅底料来看也是如此，颐海国际年初对 30% 以上的产品下调价格 10%-15%，回归合理价格区间，22H1 量的增长为 20%。而天味食品今年退出部分促销活动，导致销量的增速放缓至 6%。总的来说，尽管调味品属于必选消费，但从 22H1 的量价拆分数据来看，大众对于价格的敏感度比我们预想中的更大，即受疫情影响冲击可能存在消费分众甚至降级的趋势。

图表 48：调味品呈现消费降级趋势

公司	品类	主要价位	22H1 品类营收增速	提价&降价情况
海天味业	酱油	8-10 元/瓶	6.8%（价+5%；量+2%）	去年提价 3%-7%，今年 Q1 落地
千禾味业	酱油	10-20 元/瓶	21%（价-14%；量+35%）	主动产品结构降级，推出 10 元低价位零添加品类
中炬高新	酱油	10-15 元/瓶	10%（价+6%；量+4%）	去年提价 3%-10%，今年 Q2 落地
颐海国际（第三方）	火锅调料	20 元/500g	17%（价-2.5%；量+20%）	年初对 30% 以上的产品下调价格 10%-15%
天味食品	火锅调料	20 元/400g	10.6%（价+4%；量+6%）	退出部分促销活动，相当于变相提价 4%
安琪酵母	酵母及深加工产品	国内最先提价，价位偏高	6.4%（价+25%，量-19%）	去年提价幅度在 20%-30%+，今年 Q1 落地
涪陵榨菜	榨菜	包装榨菜中价位偏高	3%（价格+14%，量-11%）	去年提价 3%-19%，今年 Q1 落地

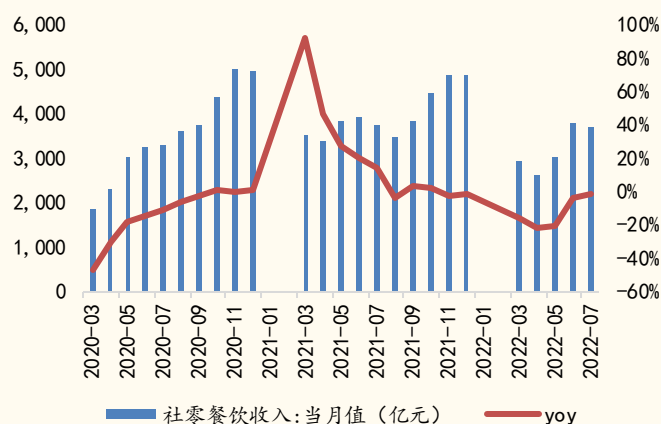
来源：Wind，国金证券研究所

■ 需求端逐步修复，成本端高位震荡

需求端：从社零餐饮收入来看，年初至今下游餐饮行业收入增速为负。消费场景的缺失导致各项定制餐调业务明显下滑，B 端占比高的海天味业也受到影响。2022H1 天味食品定制餐调业务-10.4%，宝立食品（主要面向百胜中国）复合调味料业务-4.1%，颐海国际（主要面向海底捞和蜀海供应链）-26.2%。

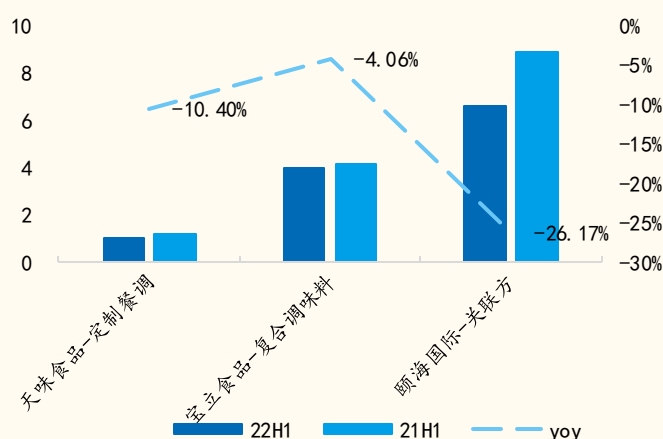
但我们观察到 7 月社零餐饮收入降幅已经收窄至 4%，环比呈逐步改善趋势，目前相较于 2020/2021 年仍有较大差距。通常下半年餐饮收入增速高于上半年，且在 Q4 月达到峰值。我们预计下半年如果疫情防控得当，餐饮恢复将带动调味品行业需求回弹。

图表 49：今年以来社零餐饮收入增速为负



来源：Wind，国金证券研究所

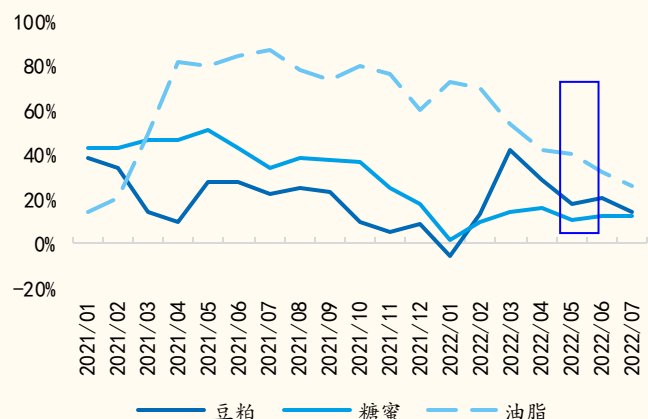
图表 50：定制餐调业务均有不同程度下滑



来源：Wind，国金证券研究所

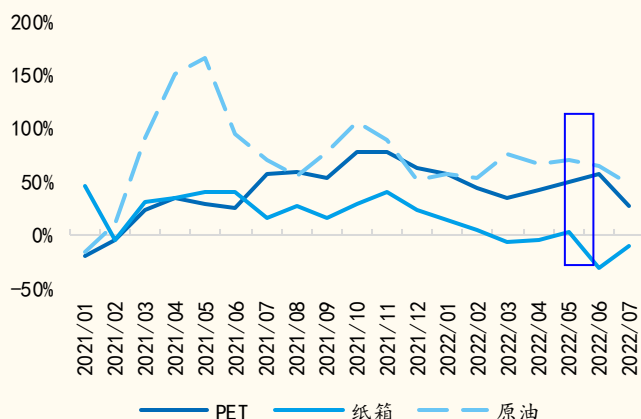
成本端：今年上半年大宗商品、农产品、包材、运费等价格持续上涨，且涨幅区间仍然位于 20%-40%，远超大众预期，对冲去年提价利好。从今年 7 月的情况来看，主要原材料价格有回落迹象，涨幅区间回落至 20%以内。预计压力有部分缓解，但叠加生产周期来看，全年成本仍然处于高位。

图表 51：农产品价格涨幅维持高位



来源：Wind，国金证券研究所

图表 52：工业品价格涨幅冲击更大

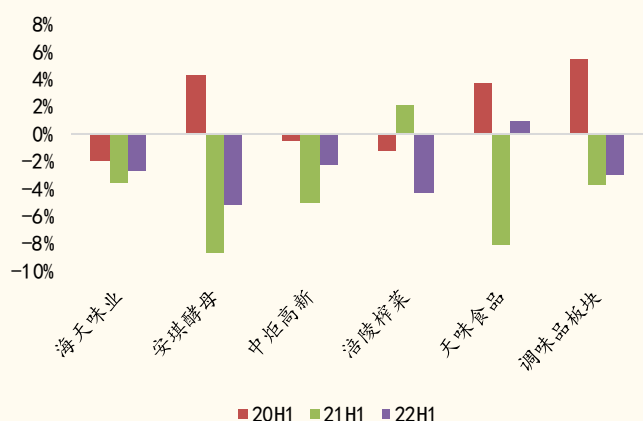


来源：Wind，国金证券研究所

■ 盈利能力受损，提效控费对冲

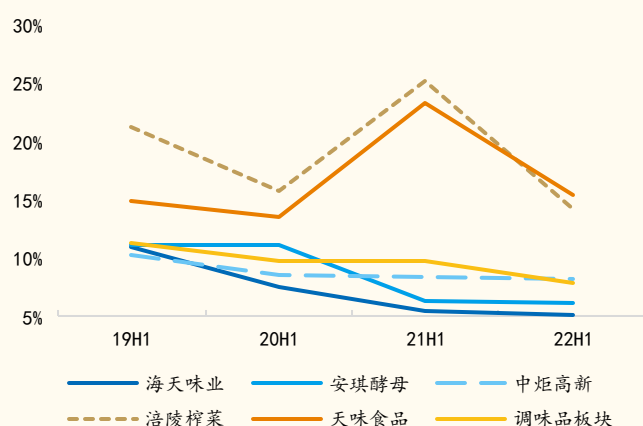
成本上涨导致各公司盈利能力持续下降，从毛利率情况来看，22H1 海天/中炬/酵母/榨菜毛利率分别下降 3pct/2pct/5pct/4pct（涪陵榨菜毛利率仍然下降主要系 Q2 才开始投放低价青菜头）。仅有天味食品由于收窄促销活动，叠加成本较为分散，毛利率略提升 1pct。

图表 53：调味品行业 22H1 毛利率同比继续下降



来源：Wind，国金证券研究所

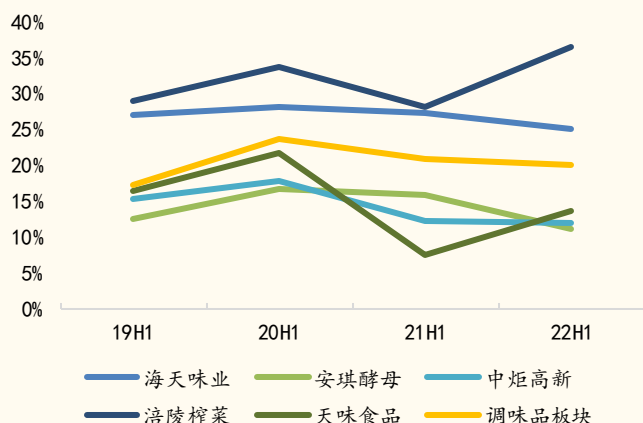
图表 54：调味品 22H1 各公司销售费率有所控制



来源：Wind，国金证券研究所

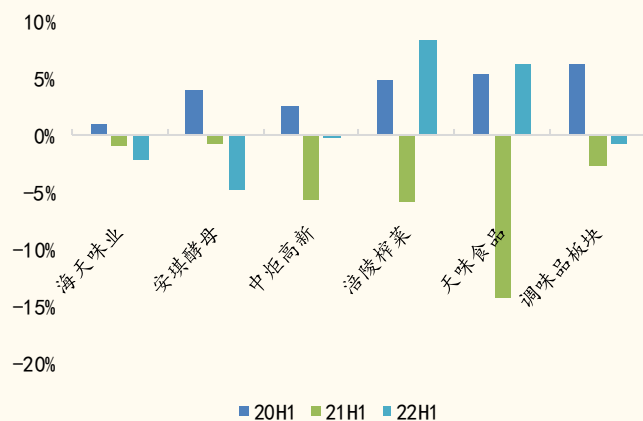
行业内大部分公司采取控费举措，通过减少广告投放、优化管理对冲成本压力。从销售费率来看，22H1 榨菜/天味分别下降 10.6pct /7.8pct，主要系广告费用收缩，而其他公司也均有小幅下降。最终导致调味品行业净利率基本持平，下降 1pct。细分公司来看，净利率走势反映出成本压力和控费效果，其中榨菜/天味分别+8 pct /6pct，而海天/中炬/酵母等公司净利率同比继续下滑。

图表 55：调味品行业 22H1 净利率基本持平



来源：Wind，国金证券研究所

图表 56：调味品各公司 22H1 净利率表现分化



来源：Wind，国金证券研究所

■ 展望下半年，基本面有望触底改善

我们认为 Q2 行业基本触底，往后仍需密切跟踪需求端、成本端修复状况。预计随着餐饮行业疫后修复，叠加下半年火锅等餐饮业步入旺季，需求端迎来边际改善，尤其餐饮供应链上游企业，如天味食品弹性更高，同时建议关注颐海国际。Q3 行业利润端仍然具备低基数红利，部分公司如榨菜/酵母已在上半年成功对主要原材料锁价，今年确定性更佳。结合我们此前的预判，大豆、油脂、包材等价格具备大概率回落可能性，综合考虑生产周期，成本端或在 Q4 出现大幅改善。

从估值角度来看，当下行业已步入复苏阶段，估值行至合理区间，部分公司如中炬高新、安琪酵母具备性价比，建议关注中炬经营改革以及安琪酵母原材料成本回落带来的边际催化。

图表 57：调味品公司 22-23E 盈利预测

公司	营业收入（亿元）			收入 YOY		归母净利润（亿元）			归母净利润 YOY		PE	
	21A	22E	23E	22E	23E	21A	22E	23E	22E	23E	22E	23E
海天味业	250	279	318	12%	14%	67	72	86	8%	19%	50	42
中炬高新	51	55	61	8%	10%	7	7	8	-4%	14%	37	32
千禾味业	19	23	28	19%	23%	2	3	4	35%	30%	49	38
宝立食品	16	20	25	28%	24%	2	2	3	7%	32%	55	42
涪陵榨菜	25	29	32	15%	12%	7	10	12	37%	16%	26	23
恒顺醋业	19	21	24	13%	14%	1	2	2	44%	35%	70	52
天味食品	20	25	30	24%	20%	2	3	4	69%	31%	61	47
安琪酵母	107	126	147	18%	16%	13	14	18	7%	26%	29	23

来源：Wind，国金证券研究所（注：PE 选取 2022 年 9 月 2 日收盘价计算，涪陵榨菜、恒顺醋业、天味食品、安琪酵母均为 Wind 一致预期）

六、风险提示

- 宏观经济下行风险——经济增长降速将显著影响整体消费情况；
- 疫情持续反复风险——若国内外疫情不可控将影响经济修复进度；
- 区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402