

草木蔓发 春山可望

——2022 年下半年食品饮料行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2022 年 06 月 13 日

行业核心观点:

2022 年上半年新冠疫情再度来袭,严峻的防疫形势对居民的消费欲望造成一定损伤,消费市场整体疲软。4 月社零同比增速跌至新低,但粮油食品类、饮料类社零同比逆势增长,凸显出食品饮料作为消费必需品的强劲韧性。“民以食为天”,在新冠疫情持续影响国内经济的背景下,“米袋子”、“菜篮子”仍是居民消费的重中之重。基于此,我们推荐以下三条投资主线,①**短期疫情受益**: 疫情期间加速催化、成长空间广阔的速冻食品板块;②**中期基本面改善**: 高端化趋势持续、夏天旺季即将来临的啤酒板块;提价转嫁能力强、竞争格局优化的乳制品板块;③**长期稳健价值**: 头部品牌集中化趋势显著、抗跌能力强的白酒板块;必需品属性强、盈利空间有待释放的调味品板块。我们认为,近期政府陆续推出稳增长、促消费政策,疫情常态化下消费有望逐渐复苏。前期食品饮料龙头高估值已被市场充分消化,板块估值与业绩双杀的至暗时刻已过,优质赛道的食品饮料由于调整较多已经具备性价比。在新冠疫情形势仍存在较大不确定性的环境下,食品饮料作为消费必选品韧性十足,业绩确定性强。建议关注高端、次高端白酒公司,以及啤酒、乳制品、调味品、速冻食品等行业细分龙头的投资机会。

投资要点:

行情回顾: H1 消费偏弱,板块股价表现平淡,疫情下食品饮料增长稳健。上半年宏观经济偏弱,消费疲软,申万食品饮料指数自年初下跌 13%。一季度白酒、乳品、预加工食品与调味发酵品业绩表现亮眼,营收与利润同比两位数增长。

投资主线一: 疫情深度影响市场,催生新产业。疫情期间,消费者的一些消费习惯得到养成,变化中催生长期需求。居家消费场景增多,“懒宅经济”相关受益板块值得关注: 速冻食品。

投资主线二: 基本面边际向好, Q2 业绩可期。报表窗口期即将到来,食品饮料 Q2 及后续业绩备受市场关注,我们认为在消费需求回暖、盈利能力改善等因素影响下后续基本面及报表边际向好的板块值得关注: 啤酒、乳制品。

投资主线三: 长期增长稳健,用时间换价值。在当前疫情局势仍然严峻的不确定环境下,我们建议关注长期业绩增长确定性较强的龙头手握定价权的细分板块: 白酒、调味品。

风险因素: 政策风险、食品安全风险、疫情风险、经济增速不及预期风险。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

美国婴儿奶粉短缺问题持续恶化,预制菜产业迎来黄金发展期

贵州茅台拟斥资 15.87 亿建新酒库,五粮液公布酿酒扩能项目二期计划

线上销售表现不佳,调味品逆势增长

分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

分析师:

李滢

执业证书编号: S0270522030002

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

研究助理:

叶柏良

电话: 18125933783

邮箱: yebl@wlzq.com.cn

正文目录

1 食品饮料板块上半年回顾	5
1.1 经济背景：疫情影响下消费疲软，居民可支配收入增速下滑	5
1.2 行情：食饮指数 H1 表现平淡，各子板块股价分化明显	6
1.3 业绩：一季度营收稳健增长，白酒、乳品与预加工食品表现亮眼	8
2 疫情受益主线：速冻食品	11
2.1 速冻食品空间广阔，各品类独特优势未来可期	11
2.2 冷链技术进步稳保速冻食品安全高效供应	14
2.3 需求端齐发力，疫情期间加速催化	14
2.4 细分赛道推荐：预制菜站稳消费新风口，竞逐万亿优质赛道	17
3 基本面改善主线：啤酒、乳制品	19
3.1 啤酒：H2 旺季可期，高端化进程打开长期增长空间	19
3.1.1 盈利能力稳步提升，行业集中度逐年递增	19
3.1.2 行业格局趋于稳定，量稳价增是未来主旋律	20
3.1.3 产品提价+结构升级打开长期增长空间	21
3.2 乳制品：乳企提价转嫁能力强，竞争格局得到优化	26
3.2.1 Q1 板块业绩超预期，原奶价格增速回落	26
3.2.2 常温奶双寡头格局稳定，低温奶高速增长	26
3.2.3 奶价处于温和上涨周期，乳企龙头盈利能力有望改善	27
4 长期稳健主线：白酒、调味品	29
4.1 白酒：行业结构性升级，龙头分化加速	29
4.1.1 消费升级驱动白酒结构性繁荣，行业景气周期仍在延续	29
4.1.2 大众消费崛起叠加消费升级驱动高端酒扩容，优选赛道长期增长稳健	29
4.1.3 细分赛道推荐：看好高端白酒量价齐升	34
4.2 调味品：盈利空间有待释放，积极拥抱社区团购	36
4.2.1 调味品业绩承压，酱醋类企业表现更优	36
4.2.2 盈利空间有待释放的优质赛道，社区团购成为行业趋势	37
4.2.3 细分赛道推荐：复合调味品前景广阔	41
5 投资建议	43
6 风险因素	43
图表 1：2022 年疫情新增确诊数及新增无症状病例人数	5
图表 2：社零总额同比增速及扣除价格因素实际增速(%)	5
图表 3：粮油、食品类/饮料类当月同比增速(%)	5
图表 4：全国居民人均可支配收入当季同比	6
图表 5：申万一级行业年初至今涨跌幅(%)	6
图表 6：食品饮料指数和沪深 300 指数相较年初涨跌幅	7
图表 7：食品饮料部分子板块指数与沪深 300 指数相较年初涨跌幅	8
图表 8：申万一级子行业营业收入增长率（按 2022Q1 同比增速排序，%）	8
图表 9：申万一级子行业归母净利润增长率（按 2022Q1 同比增速排序，%）	9
图表 10：2017-2022Q1 食品饮料板块毛利率&净利率	9
图表 11：2017-2022Q1 食品饮料板块费用率	9
图表 12：2021 年&2022Q1 食品饮料申万三级行业营收与归母净利润增速	10

图表 13:	申万一级行业五年估值区间 (按 PE-TTM 排序)	11
图表 14:	食品饮料申万三级行业五年估值区间 (按 PE-TTM 排序)	11
图表 15:	中国速冻食品市场规模及增速	12
图表 16:	2019 年世界主要国家和地区人均速冻食品食用量对比 (kg)	12
图表 17:	2021 年中国消费者速冻食品类别购买频率	13
图表 18:	速冻行业细分赛道市场结构梳理	13
图表 19:	2016-2022 年冷链物流市场规模及同比增速	14
图表 20:	2016-2022 年冷库总容量及同比增速	14
图表 21:	2020 年中国网民各渠道餐饮消费频率变动	15
图表 22:	2021 年中国“Z 世代”群体每周在家做饭频率	15
图表 23:	2013-2021 年餐饮行业收入及同比增速	16
图表 24:	2010-2020 年餐饮连锁行业营业额及同比增速	16
图表 25:	2018-2020 年中国餐饮连锁化率	16
图表 26:	各国餐饮品牌 CR5 集中度	16
图表 27:	2011-2022 年外卖餐饮市场规模及同比增速	16
图表 28:	2020 年餐饮整体线上订单量同比走势	16
图表 29:	传统餐厅使用预制菜成本结构对比情况	17
图表 30:	2021 年预制菜 C 端消费用户年龄分布占比	18
图表 31:	2021 年预制菜行业 C 端用户购买目的	18
图表 32:	竞争玩家类型及核心竞争力	18
图表 33:	20Q1-22Q1 啤酒板块盈利能力	19
图表 34:	20Q1-22Q1 啤酒板块盈利能力	19
图表 35:	啤酒行业 2017-2022 年当月产量及同比	20
图表 36:	2020 年中国啤酒市场份额占比	20
图表 37:	2017-2020 年中国啤酒行业 CR5 集中度	20
图表 38:	2012-2020 年啤酒行业产量	21
图表 39:	2012-2020 年啤酒行业销量	21
图表 40:	2019-2021 年主要啤酒企业吨价 (元)	21
图表 41:	主要啤酒企业近年前三轮提价行为复盘	22
图表 42:	2021 年主要啤酒厂商提价梳理	22
图表 43:	2021 年青岛啤酒原料采购金额占比	23
图表 44:	我国进口大麦月均价	23
图表 45:	啤酒包材价格走势	23
图表 46:	2004-2020 年我国罐化率逐年上升	24
图表 47:	对比成熟市场, 我国罐化率仍有提升空间	24
图表 48:	中国高端及超高端啤酒消费量 (亿升)	24
图表 49:	2020-2021 年啤酒高档产品销量 (万千升)	24
图表 50:	龙头企业高端化进程布局规划	25
图表 51:	主要啤酒企业高端产品布局	25
图表 52:	乳品板块 22Q1 业绩超预期	26
图表 53:	生鲜乳价格受疫情影响增速趋缓	26
图表 54:	乳制品细分赛道一览	27
图表 55:	2021 年乳制品消费结构	27
图表 56:	今年以来乳制品企业提价措施	28
图表 57:	乳制品零售价格持续走高	28
图表 58:	蒙牛毛销差稳步提升	29
图表 59:	伊利毛销差趋于稳定	29

图表 60:	上市酒企 2022 年一季度营收 (%)	29
图表 61:	今年以来白酒产量同比增速反弹	29
图表 62:	2017 年以来行业进入结构性繁荣阶段	30
图表 63:	本轮景气周期, 利润增长高于营收增长	30
图表 64:	规模以上白酒企业整体盈利能力提升	30
图表 65:	上市龙头拉动行业整体营收	30
图表 66:	大众消费承接政务消费	31
图表 67:	我国居民购买高端酒能力呈上升趋势	31
图表 68:	规模以上白酒企业数量持续下降 (家)	32
图表 69:	我国白酒市场集中度进一步提高	32
图表 70:	2025 年茅台酒投放量预计可超 4.8 万吨	33
图表 71:	我国高端酒未来需求量测算的敏感性分析	33
图表 72:	白酒企业线上直营渠道开展情况	34
图表 73:	茅五直营收入占比显著提升	34
图表 74:	茅台直销吨价为批发代理渠道的两至三倍	34
图表 75:	近三年不同价格带白酒上市企业营业收入增速	35
图表 76:	白酒不同价格带未来 3-5 年市场规模复合增速预测	35
图表 77:	飞天茅台与普五价差逐渐增大 (元)	36
图表 78:	头部高端白酒品牌净利率 (%)	36
图表 79:	高端白酒品牌销量	36
图表 80:	调味发酵品板块个股 2022Q1 业绩概览	37
图表 81:	我国调味品行业市场份额 (按零售额)	38
图表 82:	中国调味品行业集中度低于美日韩	38
图表 83:	2021 年三季度以来调味品主要企业提价信息汇总	38
图表 84:	原材料 (大豆、豆粕) 价格走势图	39
图表 85:	包材 (玻璃、瓦楞纸) 价格走势图 (元/吨)	39
图表 86:	运费物流费用走势图	39
图表 87:	调味品渠道占比	40
图表 88:	我国城镇化率仍将提高	40
图表 89:	2018-2021 年社区团购行业交易规模及同比增速	40
图表 90:	2021 年调味品主要企业社区团购渠道布局	41
图表 91:	我国复合调味品市场增速高于行业整体增速	42
图表 92:	复合调味品市场细分品类 (亿元)	42
图表 93:	我国外卖市场规模及增速	42
图表 94:	复合调味品切中 B/C 端多种痛点	42

1 食品饮料板块上半年回顾

1.1 经济背景：疫情影响下消费疲软，居民可支配收入增速下滑

国内疫情多点持续爆发，居民消费疲弱，社零增速放缓。2022年疫情卷土重来，根据国家卫健委统计数据，截至5月29日，我国新冠疫情新增确诊数分别在3月中旬和4月末出现两波高峰期，新增无症状病例数也在4月激增。新冠疫情持续三年多的时间仍在反复，各地今年起采取了较去年更严格的防控政策。受疫情影响，国内消费疲弱，线下实体经济尤其是旅游、餐饮、百货等行业受挫。社零增速跌入负值。2022年1-4月，社会消费品零售总额为138142亿元，同比-0.2%，4月受多点疫情爆发影响，同比增速降至-11.1%，下探至2021年来历史新低。其中，粮油、食品类/饮料类等必选品增速放缓，但仍维持同比正增长，展现出必选消费的强劲韧性。

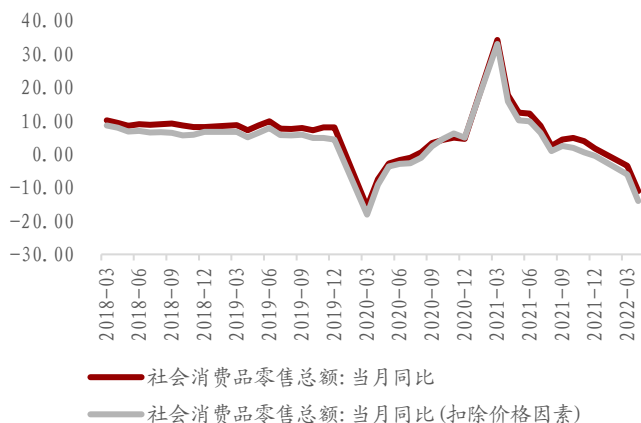
图表1：2022年疫情新增确诊数及新增无症状病例人数



资料来源：同花顺，卫健委，万联证券研究所

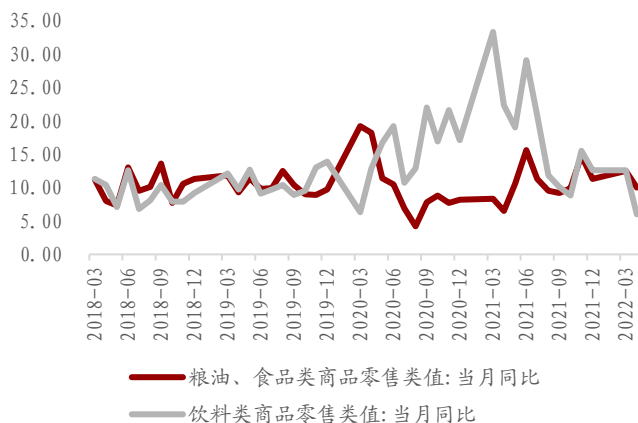
注：数据截至5月29日。

图表2：社零总额同比增速及扣除价格因素实际增速(%)



资料来源：国家统计局，万联证券研究所

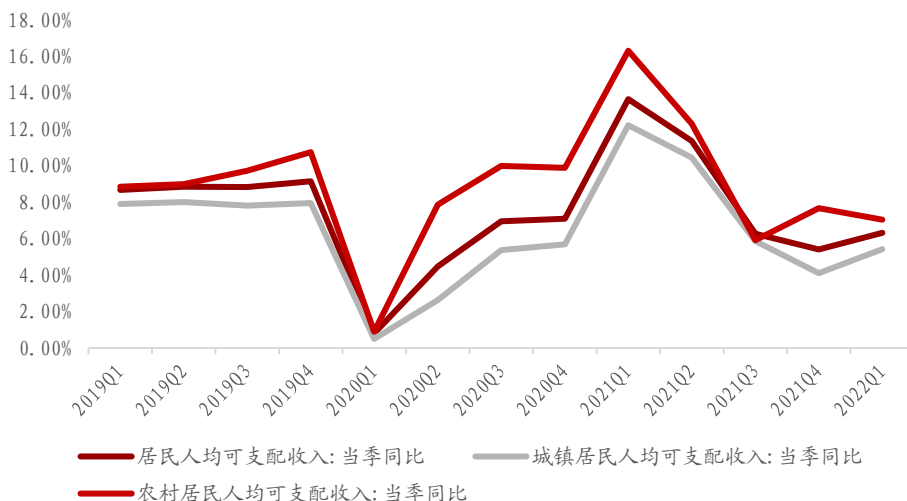
图表3：粮油、食品类/饮料类当月同比增速(%)



资料来源：国家统计局，万联证券研究所

宏观偏弱，居民可支配收入同比增速低于疫前水平。2022年国民经济稳步恢复，但受疫情影响总体宏观仍偏弱。22Q1居民人均可支配收入同比增速较21Q4微增0.91pct至6.32%，但低于疫情前2019年Q4水平（+9.15%）。其中城镇居民人均可支配收入同比增速5.43%；农村居民人均可支配收入同比增速由21Q4的7.67%降至22Q1的7.04%。

图表4：全国居民人均可支配收入当季同比

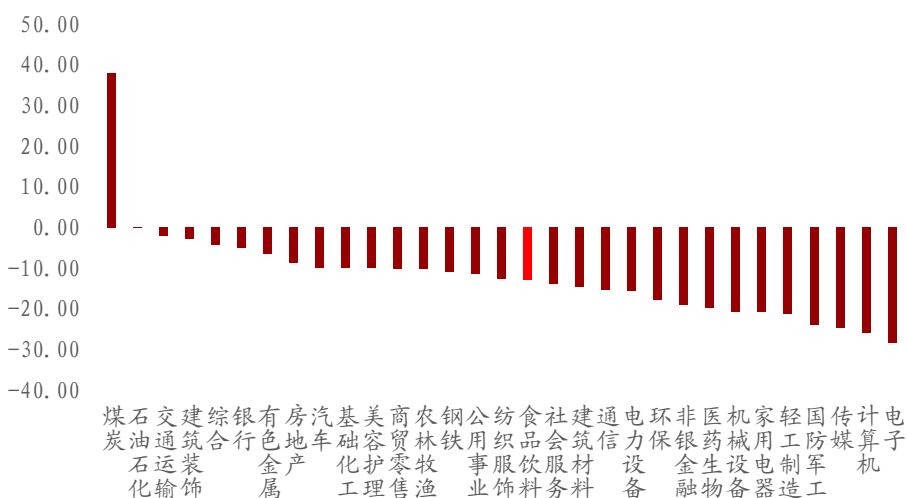


资料来源：同花顺，国家统计局，万联证券研究所

1.2 行情：食品饮料 H1 表现平淡，各子板块股价分化明显

上半年股市整体表现不佳，食品饮料板块涨幅靠后。2022年上半年，股市整体表现不佳，31个申万一级行业中30个行业指数走势下跌，仅煤炭指数上涨。食品饮料行业年初至今（截至6月8日）下跌13.01%，跑赢沪深300指数1.58个百分点，在31个申万一级行业中排名第17，增速排名靠后。上半年多地疫情爆发，食品饮料板块受疫情冲击较大，股价表现较为平淡。

图表5：申万一级行业年初至今涨跌幅(%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：行情数据截至6月8日。

上半年食品饮料指数震荡下行，大体上可分为三个阶段：

- **第一阶段：**今年前两个月，由于21年下半年股市整体上涨较多，沪深300指数与食品饮料指数均进入阶段性回调。
- **第二阶段：**3月后上海疫情爆发对股市造成极大冲击，食品饮料指数急剧下行，3月29日跌至上半年最低点。
- **第三阶段：**3月末至今，食品饮料指数与沪深300指数均进入底部盘整阶段，随着疫情控制稳中向好，国家出台消费券等政策刺激国民消费，投资者消费预期回暖，4月中下旬至今食品饮料板块跑赢大盘，疫情之下食品饮料作为消费必需品的韧性在资本市场中得以展现。

图表6：食品饮料指数和沪深300指数相较年初涨跌幅



资料来源：同花顺，万联证券研究所

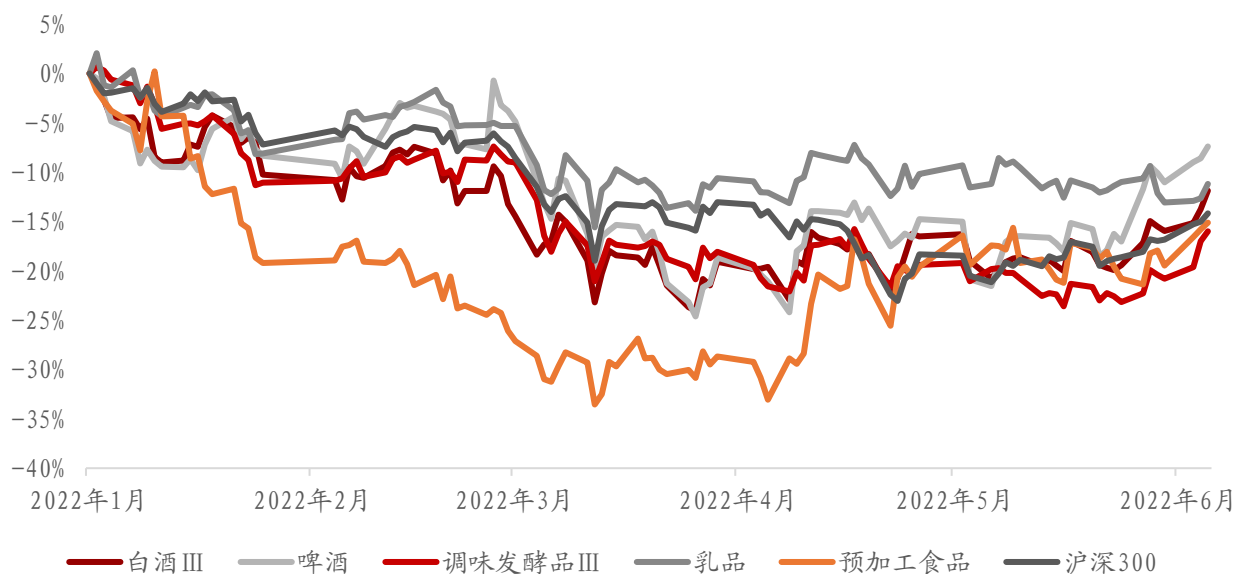
白酒板块3月末触底反弹，长期韧性较强。白酒作为可选品种，疫情期间板块整体经营面临较大的压力及不确定性，但3月末随着动销逐步恢复，市场信心增强，叠加板块龙头一季度业绩表现优异，贵州茅台及五粮液股价快速触底反弹，白酒板块迎来拐点，5月末白酒表现强于大盘。

啤酒板块3月起明显承压，4月至今表现有所恢复。啤酒板块自3月初上海等地疫情爆发后，餐饮、夜场消费冻结，收入和利润受到较大冲击，市场预期较差，指数一路下滑。随着啤酒销售旺季来临，啤酒板块4月中旬开始反弹，逐渐跑赢大盘。

乳品领跑子板块，调味品股价疲软。乳品行业21年及今年一季度业绩亮眼，疫情影响下抗跌能力强，表现相对出色。调味品板块由于疫情冲击餐饮市场，B端需求收缩，股价表现较为疲软。

预加工食品21年业绩不及预期，股价深度下行。食品板块前期估值较高，21年行业龙头业绩增速低于市场预期，导致一季度股价深度下行，但一季度业绩表现回暖后股价触底反弹，当前处于盘整阶段。

图表7: 食品饮料部分子板块指数与沪深300指数相较年初涨跌幅

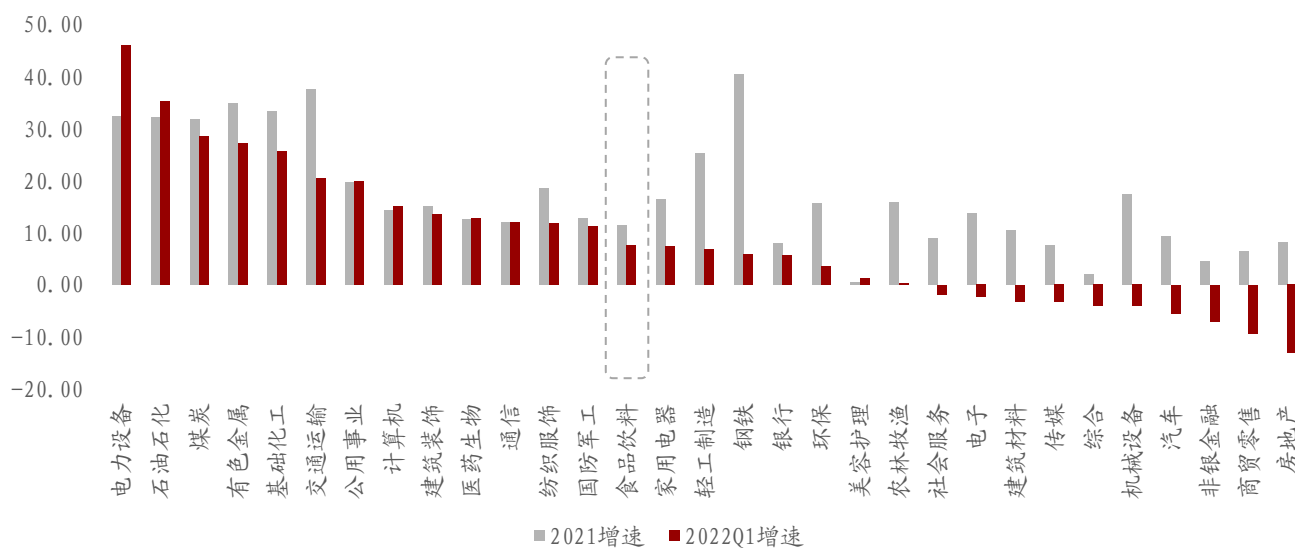


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

1.3 业绩: 一季度营收稳健增长, 白酒、乳品与预加工食品表现亮眼

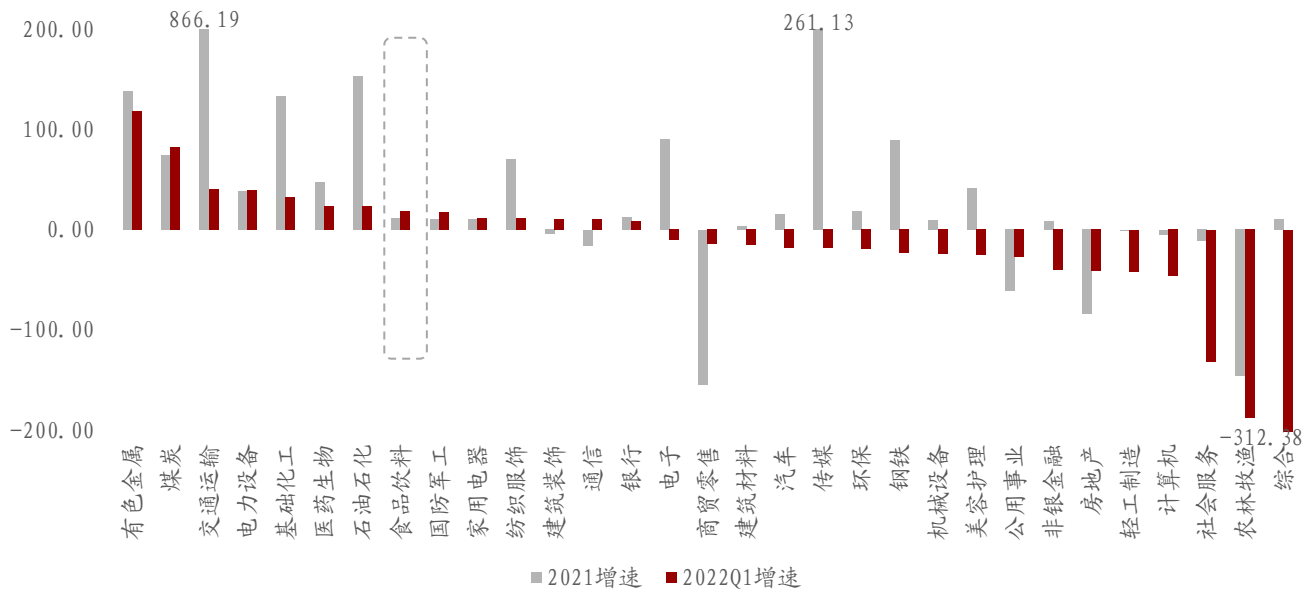
食品饮料板块22Q1营收稳健增长, 归母净利增速居前。2022年一季度食品饮料板块维持稳健增长, 营收同比增长7.68%, 在申万一级行业中排名从21年的第21名上升至第14; 归母净利润同比增长18.14%, 在申万一级行业中排名从21年的第16名跃升至第8, 同比增速位居申万一级行业前列。

图表8: 申万一级子行业营业收入增长率 (按2022Q1同比增速排序, %)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

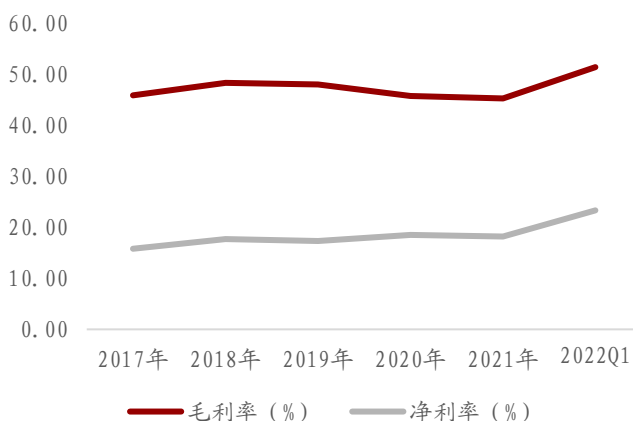
图表9: 申万一级子行业归母净利润增长率 (按2022Q1同比增速排序, %)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

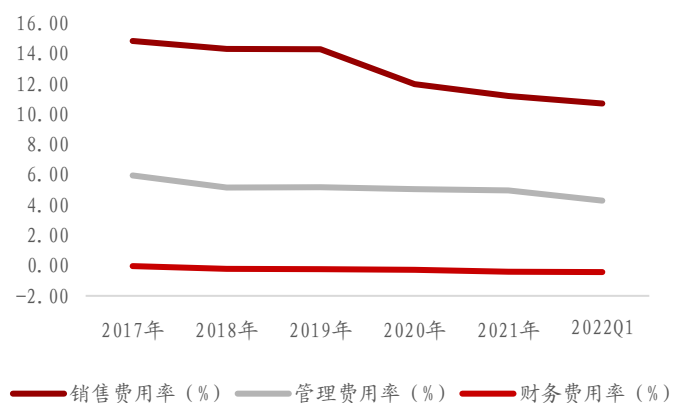
食品饮料22Q1盈利能力有所改善, 白酒、乳品与预加工食品三个子板块表现出色。22Q1食品饮料板块盈利能力有所改善, 毛利率、净利率明显反弹, 费用率稳步下行。22Q1板块毛利率、净利率分别为51.38%、23.31%, 同比分别+1.91pct、+1.70pct, 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为10.70% (YoY+0.77pct)、4.28% (YoY+0.05pct)、-0.43% (YoY-0.05pct)。2022Q1食品饮料行业申万三级子板块中白酒、乳品与预加工食品三个子板块表现出色, 营收增速与归母净增速排名均占据前三席。除了以上三个板块, 啤酒与调味发酵品的归母净利也维持同比正增速, 其余子板块同比下跌。

图表10: 2017-2022Q1食品饮料板块毛利率&净利率



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表11: 2017-2022Q1食品饮料板块费用率



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表12: 2021年&2022Q1食品饮料申万三级行业营收与归母净利润增速

2021 年营收增速			2022Q1 营收增速		
序号	名称	增速(%)	序号	名称	增速(%)
1	软饮料	22.72	1	白酒III	19.36
2	其他酒类	19.20	2	乳品	11.67
3	白酒III	17.90	3	预加工食品	10.24
4	预加工食品	16.67	4	调味发酵品III	10.18
5	乳品	15.85	5	啤酒	7.82
6	保健品	14.71	6	其他酒类	5.08
7	烘焙食品	14.67	7	烘焙食品	3.31
8	调味发酵品III	14.64	8	软饮料	1.94
9	啤酒	10.62	9	零食	-0.27
10	零食	3.70	10	保健品	-3.43
11	肉制品	-9.52	11	肉制品	-25.20

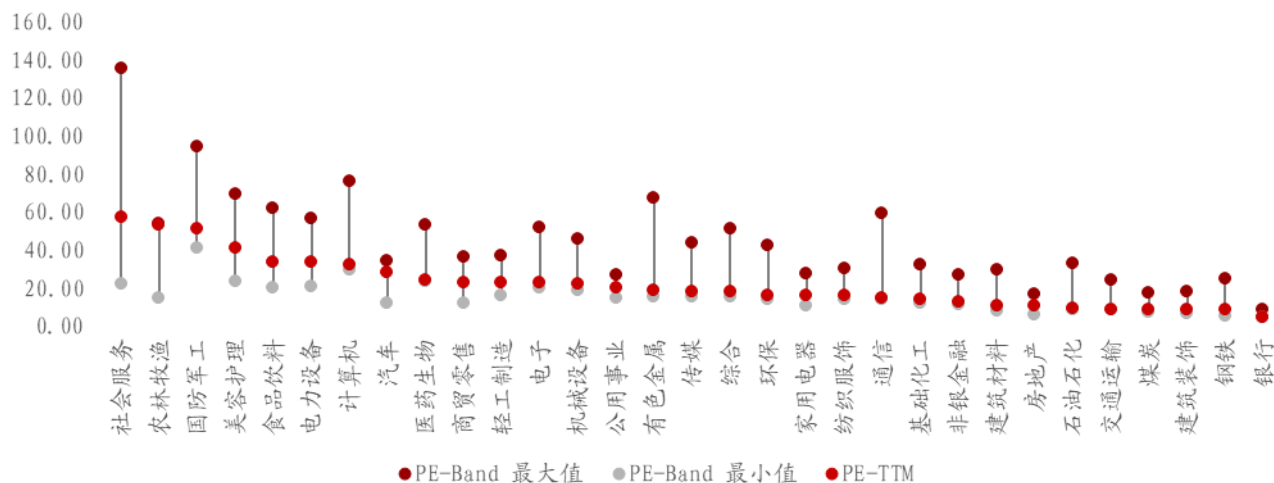
2021 年归母净利润增速			2022Q1 归母净利润增速		
序号	名称	增速(%)	序号	名称	增速(%)
1	乳品	42.57	1	预加工食品	26.99
2	啤酒	28.09	2	白酒III	26.28
3	软饮料	19.02	3	乳品	21.87
4	白酒III	17.74	4	啤酒	19.48
5	调味发酵品III	6.29	5	调味发酵品III	12.73
6	保健品	1.96	6	其他酒类	-4.62
7	烘焙食品	-2.14	7	肉制品	-16.92
8	其他酒类	-4.81	8	软饮料	-20.03
9	预加工食品	-12.50	9	零食	-26.38
10	肉制品	-43.46	10	烘焙食品	-32.15
11	零食	-45.85	11	保健品	-32.88

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 剔除暂无数据的熟食、其他食品板块。

食品饮料板块处于历史估值低位, 多个子板块明显低估。从五年跨度的区间估值来看, 目前食品饮料板块处于历史估值低位, 估值百分位为32.25%。细分赛道来看, 多个子板块明显低估, 调味品五年内最高估值为103.05倍, 最低估值为32.53倍, 当前估值仅为38.94倍; 烘焙食品/保健品/预加工食品/啤酒/零食板块当前估值均低于其历史平均值, 当前历史估值百分位分别为5.00%/9.77%/14.01%/17.88%/22.83%。

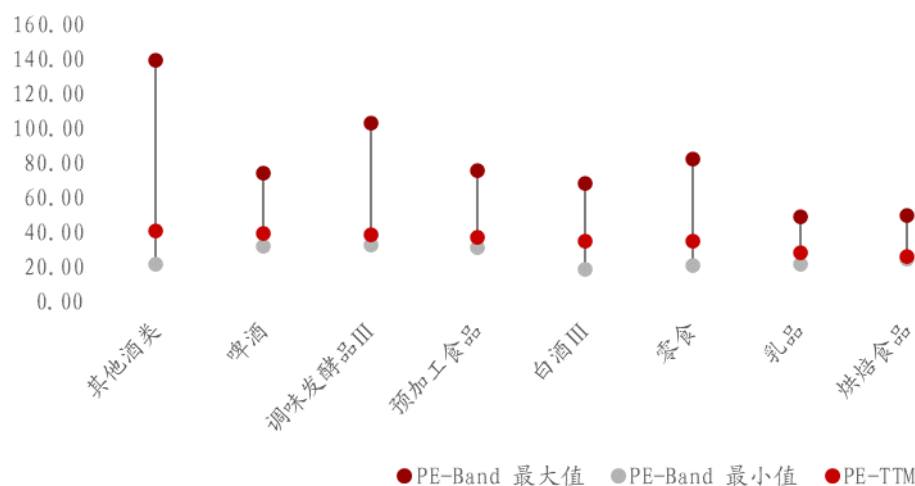
图表13: 申万一级行业五年估值区间 (按PE-TTM排序)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至5月17日, 时间跨度为5年, 周期为日

图表14: 食品饮料申万三级行业五年估值区间 (按PE-TTM排序)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至5月17日, 时间跨度为5年, 周期为日

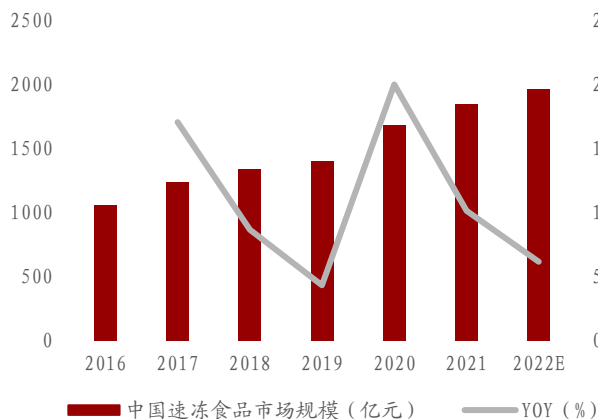
2 疫情受益主线: 速冻食品

2.1 速冻食品空间广阔, 各品类独特优势未来可期

我国速冻食品市场规模超千亿, 对标海外人均食用量仍有较大提升空间。我国速冻食品市场规模从2016年1055亿元增长至2021年的1850亿元, CAGR为11.89%。2020年疫情爆发后速冻食品市场发展走俏, 同比2019年疫前水平增速达20%。根据中国连锁经营协会统计数据, 2020年2月美团平台上的速冻食品平均销售额同比大幅增长431%。从人均食用量角度, 国内水平远低于发达国家, 仍有较大提升空间。据艾媒咨询统计, 2019年世界主要国家和地区人均速冻食品食用量中, 美国人均速冻食品

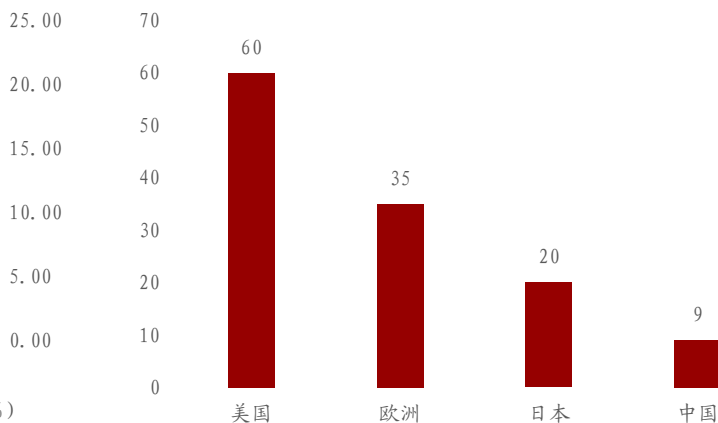
食用量最多，达到60kg；欧洲/日本速冻食品人均食用量为35/20kg，而我国人均食用量仅为9kg，是美国/欧洲/日本的15%/26%/45%，发展潜力较大。

图表15: 中国速冻食品市场规模及增速



资料来源: 中商产业研究院, 万联证券研究所

图表16: 2019年世界主要国家和地区人均速冻食品食用量对比 (kg)



资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

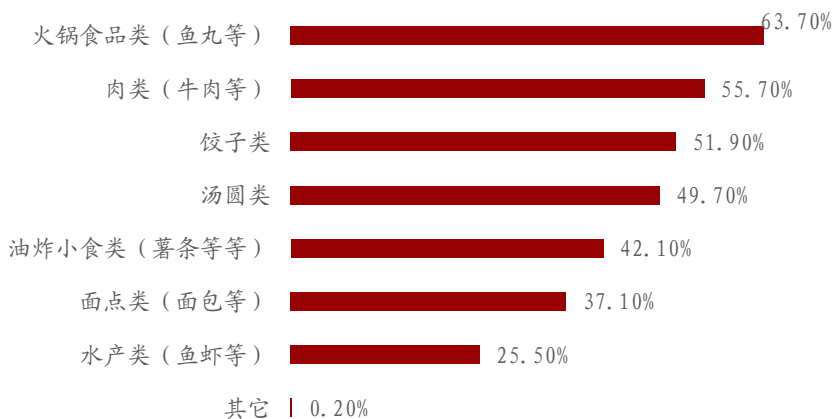
速冻米面具有先行优势，速冻火锅料火热发展，预制菜加工食材迎来风口。在艾媒咨询2021年中国消费者购买速冻食品类别分析中，消费者购买频率最高的速冻食品分别为火锅食品类、肉类、饺子类、汤圆类、油炸小食类、面点类、水产类，除速冻米面制品与火锅料传统品类外，肉类、水产类等预制菜肴加工食材也深受消费者喜爱。

速冻米面：赛道较成熟，传统品类需求平稳，新品类打造大单品驱动行业成长。速冻米面制品是以小麦粉、大米、杂粮等谷物为主要原料，或同时配以肉、禽、蛋、水产品、蔬菜、果料、糖、油、调味品等单一或多种配料为馅料，加工成型（或熟制），经速冻工艺加工制备的食品。速冻米面制品主要定位为传统主食替代品，速冻水饺、速冻汤圆、速冻面点三大品类被称为速冻食品老三样。根据观研天下数据显示，2019年我国速冻米面市场规模达约677亿元，2015-2019年CAGR为5.72%。在水饺、汤圆等传统品类需求平稳叠加消费者需求升级影响下，各企业加大新品推出力度，市场上不断有手抓饼、油条、广式面点等大单品爆发，驱动速冻米面行业继续成长；销售渠道以C端商超为主，但C端线上渠道较为分散，主要品牌线上渠道市占率较低，目前业内龙头在向体量更大、盈利空间更广阔的餐饮渠道推进。

速冻火锅料：直接受益于火锅热快速发展，集中度较低。速冻火锅料主要指用作关东煮、火锅配菜和麻辣烫等的速冻调制食品，速冻火锅料制品市场上主要指速冻鱼糜制品与速冻肉制品这两类。近年来，得益于火锅文化的兴起，速冻火锅料迎来快速发展，根据前瞻产业研究院，2020年中国速冻火锅料市场规模达462亿元，虽受疫情影响2020年市场规模略有下降，但2012-2020年CAGR仍达到10.42%，其中2015-2019年CAGR为10.48%，明显高于速冻米面制品同期水平。速冻火锅料可广泛应用于各种餐饮消费场景，有望成为速冻食品行业发展的重点。行业目前市场集中度较低，市场上安井食品作为速冻火锅料的龙头企业其市占率仅为9%，五家头部企业的市场份额总和也仅20%。伴随龙头加快扩张步伐以及监管强化，龙头企业的优势逐渐凸显，火锅料行业有望加速向头部企业集中。速冻火锅料的销售渠道为小型B端：中小型餐饮门店、酒店、外卖店等。随着火锅逐渐从餐厅走向家庭，C端渗透率有望进一步提高。

速冻预制菜肴：处于发展初期，有望成为新的蓝海赛道。随着餐饮行业连锁化率提高，食材标准化程度不断提高，快捷安全成为发展主流，在国家大力发展冷链技术与行业政策红利的支持下，预制菜契合餐饮企业面临成本压力急需降本增效诉求，迎合Z世代消费者健康饮食需求，满足疫情催化下“懒宅人群”方便省时菜品要求，多重利好因素共振促进预制菜肴赛道的快速成长。根据欧睿数据，2020年我国C端成品速冻预制菜肴销售额为439亿元，较2019年增长11.8%，2015-2020年CAGR为8.1%，2020年疫情期间销售额实现逆势增长。资本纷纷加码入局，三全食品在2016年成立子公司郑州快厨，以开拓国内餐饮用速冻菜肴市场；安井食品实现产品结构创新，进军速冻菜肴细分领域，2018年成立“冻品先生”外协事业部；2021年中国预制菜投融资迎来高峰期，超22家预制菜赛道相关企业先后完成融资，其中味知香成为A股预制菜第一股。**值得注意的是，由于中式餐饮口味众多，各企业仍在探索适用于标准化、规模化生产以及口味还原度较高的菜品，食品安全问题同样是需要考虑的关键要素之一。**

图表17：2021年中国消费者速冻食品类别购买频率



资料来源：艾媒咨询，万联证券研究所

图表18：速冻行业细分赛道市场结构梳理

	市场规模	CAGR	竞争格局	渠道结构	核心要素
速冻米面	约677亿元	5.72%	集中度较高，CR5为56%，三全、思念、湾仔码头、河南迪科和海霸王的市场份额分别为24%/17%/6%/5%/4%。	C端消费占比较高，向B端餐饮渗透中	口味、品类、品牌等
速冻火锅料	约462亿元	10.42%	集中度较低，CR5为20%，安井市占率为9%，其次是海霸王、海欣、惠发和升隆分别为5%/2%/2%/2%。	B端为主，C端加速渗透	产能、品类、供应链、经销商、性价比等
速冻预制菜肴	约439亿元	8.10%	集中度较低，代表企业有味知香、信良记、功夫鲜食汇	B端餐饮为主，C端加速渗透	标准化、规模化、性价比、食品安全、口味还原度等

资料来源：观研天下、前瞻产业研究院、Euromonitor International，万联证券研究所

注：速冻米面市场规模采用观研天下2019年中国速冻米面市场规模数据，CAGR区间为2015-2019年；

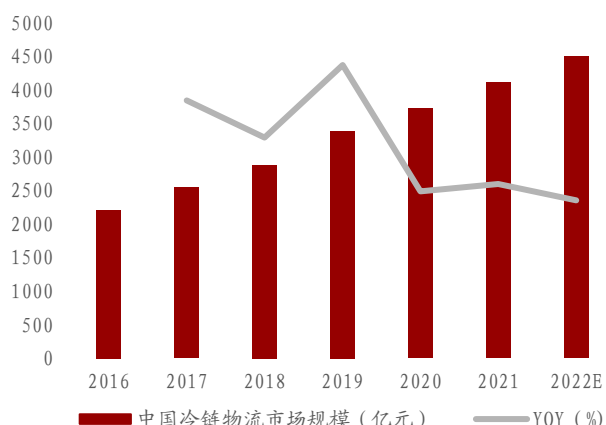
速冻火锅料市场规模采用前瞻产业研究院2020年中国速冻火锅料市场规模数据，CAGR区间为2012-2020年；

速冻预制菜肴市场规模采用Euromonitor统计2020年终端零售口径数据，CAGR区间为2015-2020年。

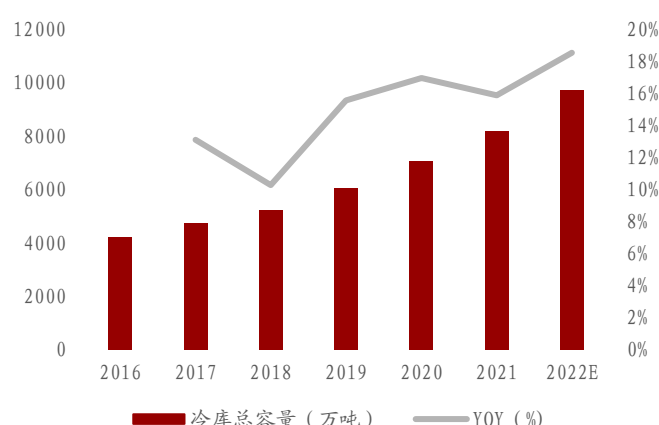
2.2 冷链技术进步稳保速冻食品安全高效供应

冷链技术进步为速冻行业发展提供支持。近年来我国冷链物流市场规模持续扩张，中商情报网数据显示，我国冷链物流市场规模从2016年的2210亿元增长至2021年的4117亿元，6年间平均复合增长率达13.25%，保持较快增速，市场规模有望在2022年突破4500亿元。其中，冷库作为冷链物流系统实现产品冷冻加工及冷藏的核心设施，也显现了快速扩容的良好增势。我国冷库总量2016年为4200万吨，2021年达到8205万吨，实现同比增速15.89%，2016-2021年均复合增长率14.33%，尤其是2020年与2021年两年来，每年新增库容均在1000万吨以上。速冻食品在厂家生产、经销商储运、零售商陈列和消费者使用等过程中对温度控制要求极高，冷藏技术和冷链物流的发展是速冻食品行业发展的重要基础，也是此前制约我国速冻食品发展的重要因素。2021年以来，多项冷链相关政策出台，鼓励冷链基础设施建设、强调提升冷链物流发展服务能力，通过顶层设计和系统指引筑稳速冻食品安全高效供应体系护城河。人们对食品安全愈加重视，更注重食材的新鲜程度，消费升级和食品安全意识提升也推动着冷链技术不断进步，为速冻食品行业发展提供保障。

图表19: 2016-2022年冷链物流市场规模及同比增速



图表20: 2016-2022年冷库总容量及同比增速



资料来源：中商情报网，万联证券研究所

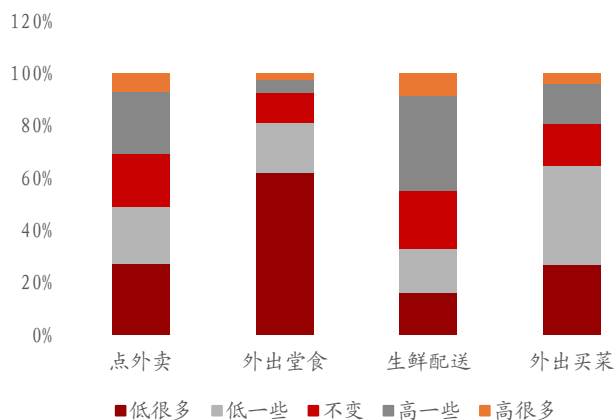
资料来源：中商情报网，万联证券研究所

2.3 需求端齐发力，疫情期间加速催化

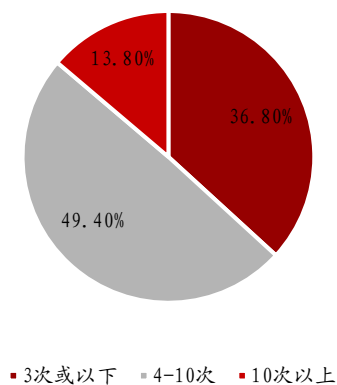
C端：疫情期间，“懒人经济”加速发展，居家防疫“宅文化”兴起，C端需求的增长拉动作用明显，极大刺激了速冻食品市场需求。从2020年中国网民各渠道餐饮消费频率变动情况可以看出，疫情影响下，62.10%的大众外出堂食的频率大大降低，而频率增加的餐饮消费渠道主要是点外卖与生鲜配送，分别有36.20%与23.8%的居民增加其消费频率。因居家时间较长，人们偏向于选择存放时间较长同时可供选择品类较多的食物；根据艾媒咨询调研，2021年“Z世代”群体中每周做饭次数在4次及以上的受访者占比高达63.2%，随着防疫期间居家烹饪的频次增加，安全营养、方便烹饪的速冻食品成为人们的主要选择。根据电商大数据服务机构ECdataway数据显示，2020年疫情期间火锅料和米面制品销量大幅增长，在天猫平台上，海鲜丸类总销量同增1675%，水饺馄饨类/汤圆总销量分增840%。22年疫情多地持续影响，餐饮、夜场消费冻结，物流管控等防疫措施拖累速冻食品的增速。但总体来看，疫情反复三年来速冻食品的增长明显，发展潜力尚足。我们认为，快节奏的生活和繁忙的工作使得“懒人

经济”应运而生，催生只需简单烹饪即可享用的速冻食品，满足消费者在忙碌的工作之余也可享受美食的需求；疫情为“懒人经济”按下加速键，防疫措施使得“宅文化”兴起，居家消费场景复现，外卖、生鲜电商的崛起也为速冻食品打开了新的渠道空间，优质速冻龙头更能把握住本次机遇，完成消费者培育。

图表21: 2020年中国网民各渠道餐饮消费频率变动



图表22: 2021年中国“Z世代”群体每周在家做饭频率

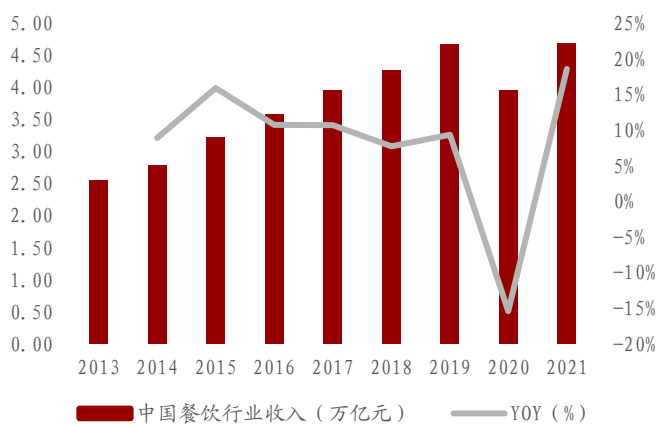


资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

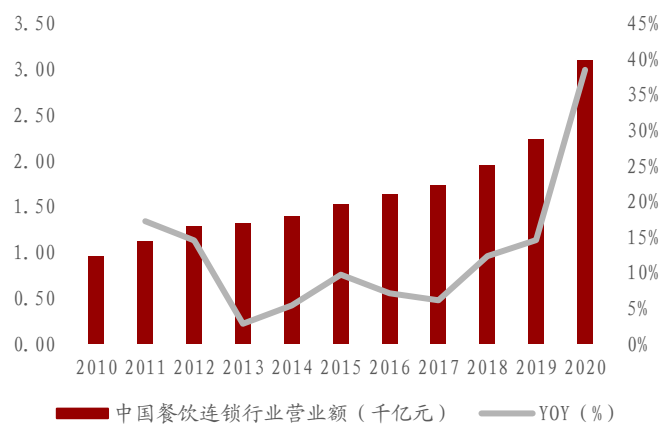
B端: 我国餐饮市场维持健康增长, 连锁化、标准化大势所趋叠加外卖餐饮强劲增长带动上游速冻食品渗透率提高。根据前瞻产业研究院, 2020年我国餐饮业收入受疫情影响短期承压, 同比下滑15.40%至3.95万亿元, 2021年恢复增长至4.69万亿元, 2013-2021年CAGR为7.88%, 餐饮市场维持健康增长态势。其中, 连锁餐饮自2017年以来驶入发展快道, 2020年餐饮连锁行业营业额同比大幅增长38.51%, 营业额突破3千亿元, 连锁餐饮业抗风险能力更强; 根据中国连锁经营协会, 我国餐饮连锁化率由2018年的12.8%增长至2020年的15%, 对标餐饮连锁化率分别已达54%/49%的美国/日本海外市场, 仍有较大提升空间。我国餐饮品牌前五企业集中度仅为2%, 远低于美国/日本的15%/14%集中度水平。此外, 2021年火锅门店增长速度加快, 团餐迎来红利期, 火锅及团餐行业高标准化的要求和高速增长的市场规模为上游速冻食品行业提供又一增长动力。从餐饮业需求端看,随着中国家庭规模的不断缩小, 在家做饭的规模经济效益逐步降低, 外食市场需求增加; 同时购买力更高、注重消费体验的Z世代消费者在餐饮市场中快速成长, 餐饮行业市场扩容有支撑。从餐饮业供给端看,一方面, 互联网的普及与消费主体年轻化带动外卖行业的发展, 为餐饮行业带来更多的客流和订单。外卖餐饮市场规模2021年已扩张至8117亿元, 2020年与2021年分别保持15%/22%高同比增速。2020年除受疫情影响特别严重的2-4月份线上订单同比下跌, 其余月份均实现同比正增长, 2020年12月线订单同比大增107.90%, 实现翻倍增长。外卖的便捷性和配送时间的重要性要求餐厅加快制作菜品的速度, 叠加各项成本压力的上升倒逼餐饮企业选择标准化程度较高的速冻食品。另一方面, 餐饮行业连锁化趋势日益明显。对于食材标准的要求进一步提升, 消费者对于食品安全的重视使餐饮企业采购原材料选择高品质供应商, 规模化程度较高的速冻食品企业优先受益。

图表23: 2013-2021年餐饮行业收入及同比增速



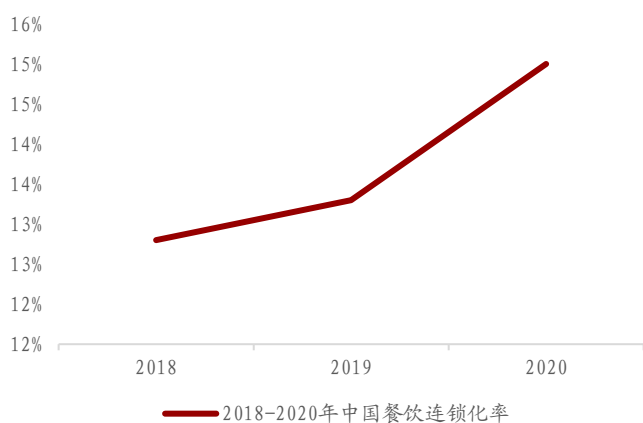
资料来源: 前瞻产业研究院, 万联证券研究所

图表24: 2010-2020年餐饮连锁行业营业额及同比增速



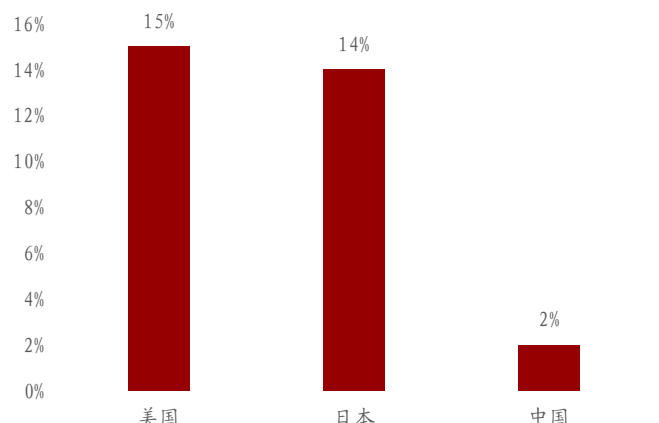
资料来源: 前瞻产业研究院, 万联证券研究所

图表25: 2018-2020年中国餐饮连锁化率



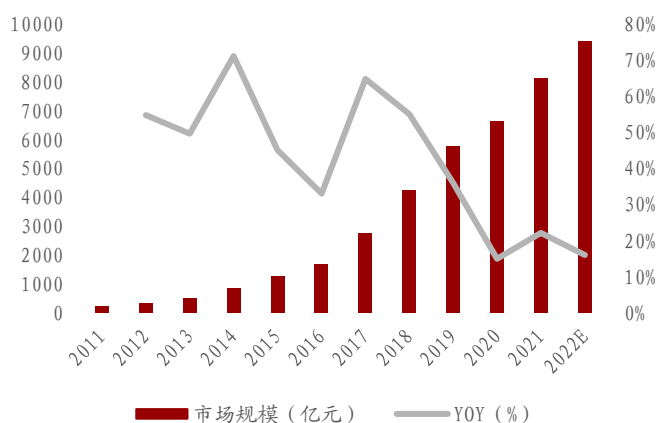
资料来源: 中国连锁经营协会, 万联证券研究所

图表26: 各国餐饮品牌CR5集中度



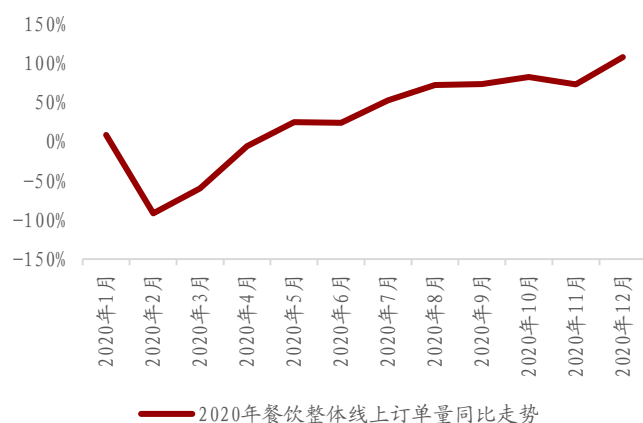
资料来源: 中国连锁经营协会, 万联证券研究所

图表27: 2011-2022年外卖餐饮市场规模及同比增速



资料来源: 中国饭店协会, 万联证券研究所

图表28: 2020年餐饮整体线上订单量同比走势



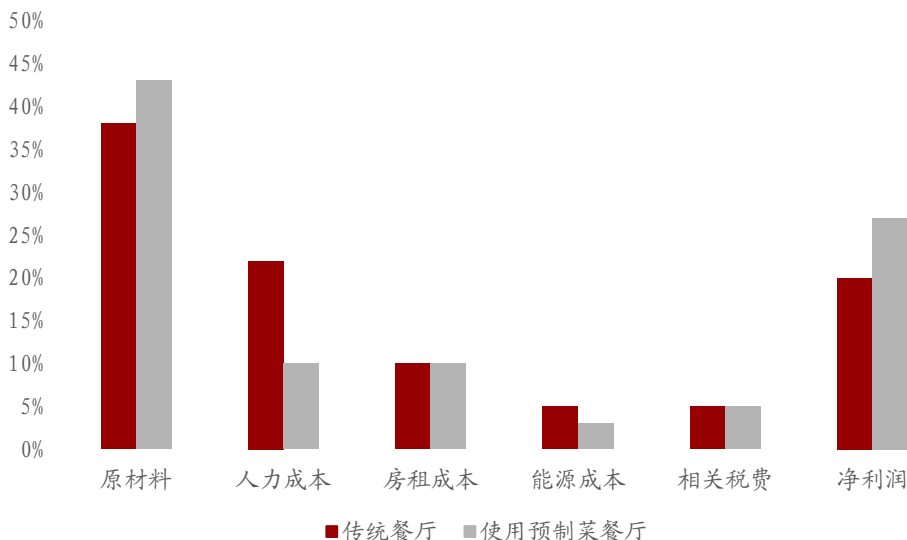
资料来源: 中国饭店协会, 万联证券研究所

2.4 细分赛道推荐：预制菜站稳消费新风口，竞逐万亿优质赛道

预制菜锚定健康高效发展，契合B/C端变革趋势。预制菜狭义角度上一般认为专指速冻菜肴制品，广义角度上，经过加工处理的食材均可视为预制菜。预制菜源起于净菜配送，一方面借助外卖平台兴起放量于B端，提供去厨房化预制菜品，契合餐饮企业降本增效意愿；另一方面，迎合C端消费主力军消费习惯变革，便捷餐饮效果提高用户对预制菜的接受度与消费意愿。

B端增长空间：
①**口味标准化：**餐饮行业连锁化趋势下，预制菜品的使用使得连锁餐饮企业可以按照标准化程序向各个连锁门店提供菜肴，一定程度上保证了各连锁门店菜肴口味的一致性。根据中国连锁经营协会发布的2021年连锁餐饮企业调研数据，中国头部连锁餐饮企业中预制菜使用比例已经较高，真功夫、吉野家、西贝、小南国等连锁餐饮企业预制菜占比高达80%以上。
②**出餐速度快：**外卖餐饮市场的快速发展对餐饮企业的出菜速度有了更高要求，而预制菜可以节省餐饮企业的出菜时间，提高外卖配送效率，愈发成为餐饮企业经营的良好选择。
③**降低用工成本：**根据2019年中国连锁经营协会100家餐饮企业调研数据来看，我国餐饮行业仍面临原料进货成本高、人力成本高、三项费用成本高等“三高问题”，餐厅使用预制菜虽会增加原料采购成本，但能减少对厨师的依赖，减少后厨面积，有效降低人工成本，总体提升了门店的坪效和盈利能力。
④**人均预制菜消费量对标日本提升空间大：**Statista数据显示，我国人均预制菜消费量从2013年的5.4kg增长至2021年的8.9kg，2013-2021年CAGR达6.4%，而日本的人均预制菜消费量近八年维持在20-25kg/年，2021年达23.59kg/年，约是我国人均预制菜消费量2.65倍。

图表29：传统餐厅使用预制菜成本结构对比情况

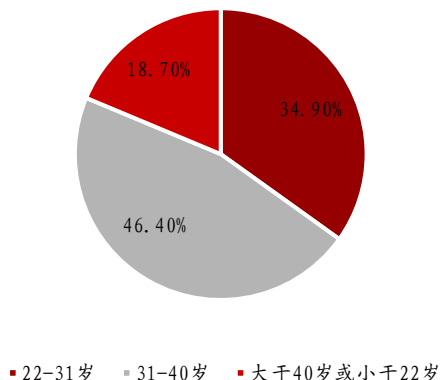


资料来源：中国连锁经营协会，万联证券研究所

C端增长空间：
①**年轻化消费主力军对预制菜接受程度高。**据中国连锁经营协会，餐饮消费市场中，Z世代消费者占比从2016年的29.10%不断上升至2020年的39.6%；艾媒咨询也显示，2021年预制菜用户中，22-31岁/31-40岁预制菜消费用户占比分别为34.9%/46.4%，餐饮消费主体年轻化趋势特征与其关注健康饮食需求、关注菜品颜值属性的消费特性使得方便快捷的预制菜品逐渐被消费者接受。
②**疫情加**

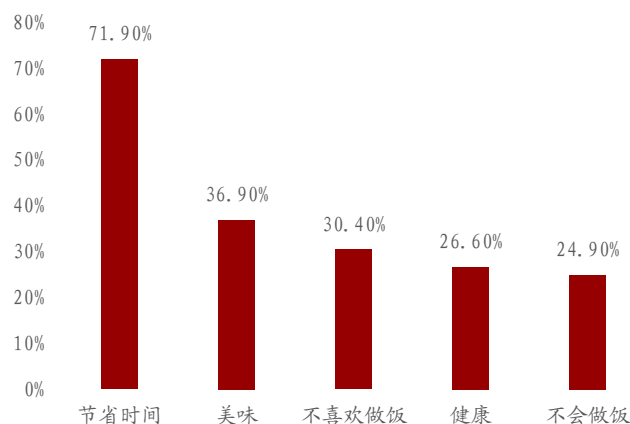
速催化“懒宅经济”，快速培育消费者对预制菜的感知。疫情影响下，居家消费场景增多，催化懒宅经济加速发展，预制菜品方便省时满足大众诉求。艾媒咨询显示，2021年消费用户购买预制菜前五大目的分别为节省时间、菜品美味、不喜欢做饭、健康饮食和不会做饭，节省时间成为消费者的最主要诉求。今年春节，预制年菜荣登天猫公布的十大新年货数据畅销榜首，销量同比2020年增长了16倍，与2021全年相比实现翻倍增长，C端迎来爆发式增长。

图表30: 2021年预制菜C端消费用户年龄分布占比



资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

图表31: 2021年预制菜行业C端用户购买目的



资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

行业高度分散，预制品牌花落谁家？目前预制菜行业玩家众多，主要有五大类型玩家：一是以圣农发展、国联水产、龙大美食、得利斯等为代表的农牧水产类原料供应企业；二是以味知香、蒸烩煮、聪厨、珍味小梅园等为代表的预制菜专供企业；三是速冻食品企业，传统龙头有安井食品、三全食品、千味央厨等上市企业；四是以西贝、海底捞、真功夫、吉野家、全聚德、广州酒家为代表的连锁餐饮企业；五是以盒马生鲜、叮咚买菜、每日优鲜、美团买菜等为代表的生鲜商超新零售平台。不同玩家因各自聚焦细分领域、产品及渠道的模式不同各具竞争优势，目前尚未出现全国性、全渠道、全系列的预制菜龙头企业。根据前瞻产业研究院数据显示，2020年我国预制菜行业CR10为14.23%，远低于日本2020年预制菜行业CR5水平（64.04%），市场集中度有较大提升空间。随着餐饮市场标准化、连锁化趋势明显，食品安全标准趋严，预制菜龙头加速布局，叠加疫情承压影响，中小厂商将被加速淘汰，预制菜行业高速增长前景下，行业龙头将优先受益。

图表32: 竞争玩家类型及核心竞争力

玩家核心竞争力	原料供应企业	预制菜专供企业	速冻食品企业	连锁餐饮企业	生鲜商超新零售平台
产品	行业品类众多且竞争较大	选品丰富，推广自有品牌	选品丰富，推广速冻食品经验	传统餐饮品牌知名度	自建产品线，推广自有品牌
渠道	新零售渠道和To C的分销渠道和品牌打造能力难以灵活	渠道布局更贴近客户需求	强大的冷链物流及渠道分销能力	消费者基础优势	依托连锁门店渠道优势，下游C端消费市场优势凸显

供应链	上游原材料话语权明显，成本优势+工业化生产基础	原料布局及话语权较弱	对上游原材料话语权不强	物流基础较薄弱	供应链效率较高
代表企业	圣农发展、国联水产、龙大美食、得利斯	味知香、蒸烩煮、聪厨、珍味小梅园	安井食品、三全食品、千味央厨	西贝、海底捞、真功夫、吉野家、全聚德、广州酒家	盒马生鲜、叮咚买菜、每日优鲜、美团买菜

资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

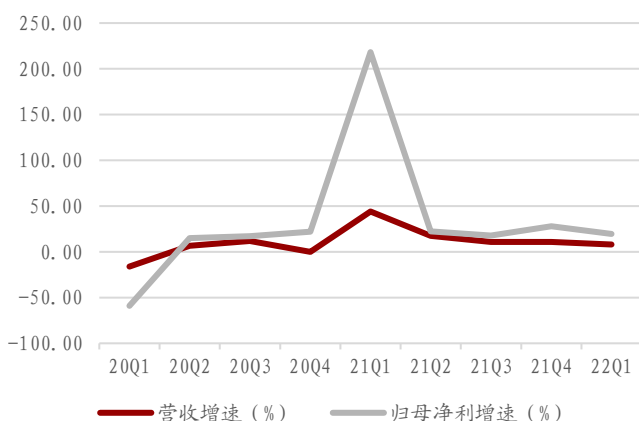
3 基本面改善主线：啤酒、乳制品

3.1 啤酒：H2 旺季可期，高端化进程打开长期增长空间

3.1.1 盈利能力稳步提升，行业集中度逐年递增

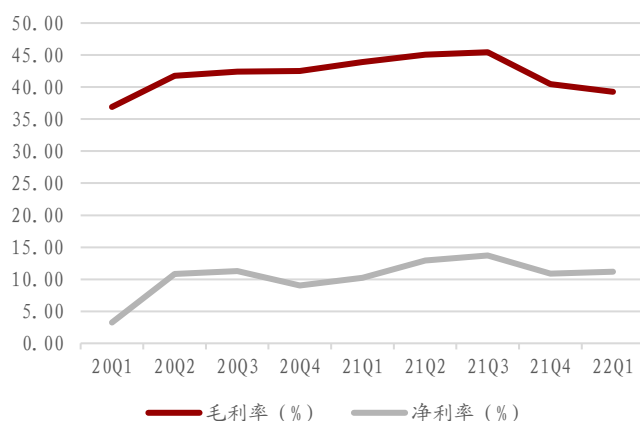
22Q1啤酒板块营收增速回落，归母净利稳升。受一季度新冠疫情散点爆发的影响，餐饮业恢复不及预期，啤酒即饮消费疲软，22Q1啤酒板块营收同比增速回落至7.82%，归母净利润同比增速回落至19.48%。板块毛利率因成本压力进一步下滑，净利率保持平稳。

图表33: 20Q1-22Q1啤酒板块盈利能力



资料来源：同花顺，万联证券研究所

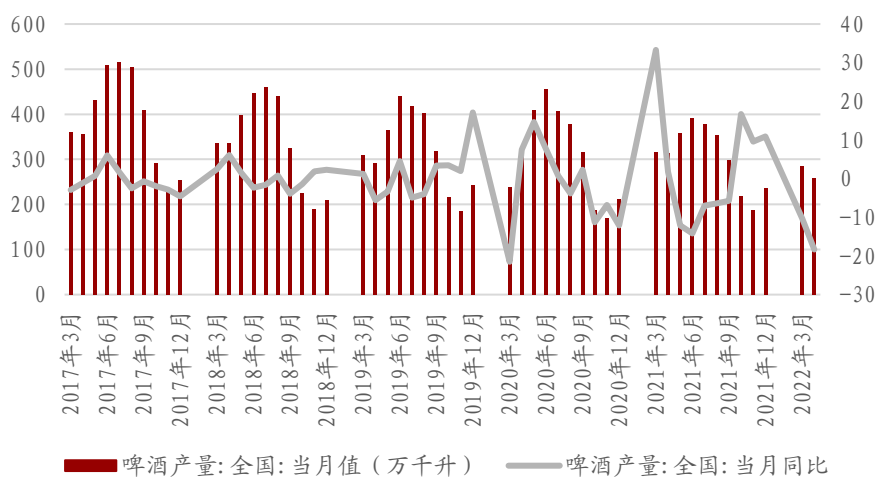
图表34: 20Q1-22Q1啤酒板块盈利能力



资料来源：同花顺，万联证券研究所

疫后旺季即将到来，啤酒市场消费有望恢复。从啤酒行业2017-2022年当月产量变动趋势来看，每年5月开始产量会大幅提升，以此满足夏天啤酒旺季需求。此外，第22届足球世界杯将在今年11月21日-12月18日于卡塔尔举行。啤酒向来是世界杯文化的一部分，百威啤酒也是国际足联世界杯赞助商之一。2022年本是众望所归的体育大年，但随着疫情的反复，杭州亚运会、成都大运会不得不延期，甚至2023年的亚洲杯都受到波及，预计未来两年内，卡塔尔世界杯都将是体育营销的最大窗口。**马太效应之下，啤酒龙头将加大世界杯期间的营销投入，H2营收增长可期。**

图表35: 啤酒行业2017-2022年当月产量及同比

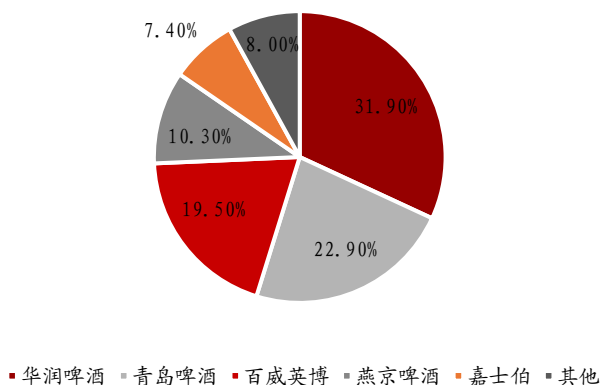


资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

3.1.2 行业格局趋于稳定, 量稳价增是未来主旋律

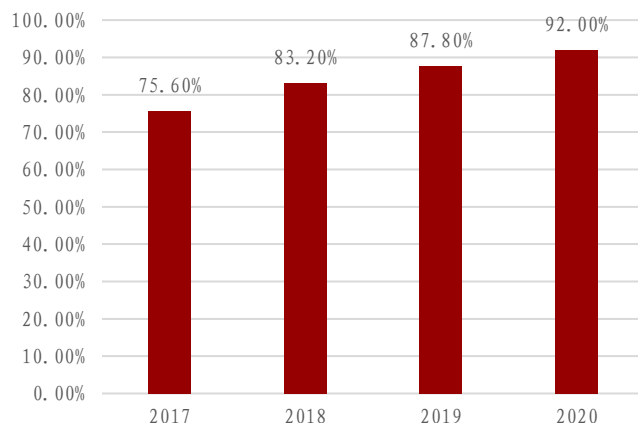
啤酒行业寡头垄断格局已定, 行业集中度逐年递增。我国啤酒行业经过并购整合期后, 形成了华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒、嘉士伯五大企业寡头垄断局面。根据中国酒业协会数据, 2020年华润啤酒在中国市场占据着最大的市场份额, 占比高达31.9%。整体来看, 我国啤酒市场格局稳定, 行业集中度不断提高。2020年啤酒行业前五名市场集中度高达92%, 相比2017年提升了16.4pct。中国啤酒市场被五大集团牢牢占据, 龙头效应显著。

图表36: 2020年中国啤酒市场份额占比



资料来源: 中国酒业协会, 万联证券研究所

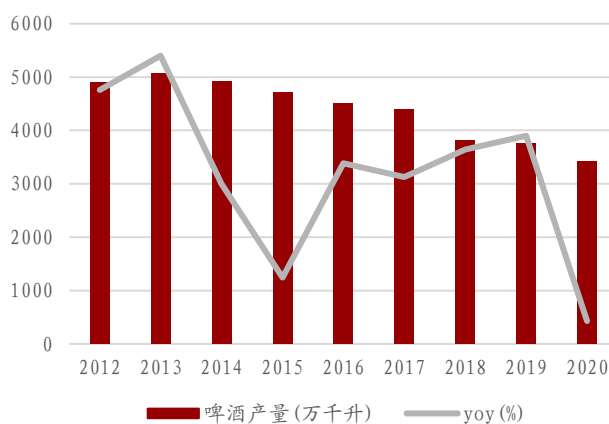
图表37: 2017-2020年中国啤酒行业CR5集中度



资料来源: 中国酒业协会, 万联证券研究所

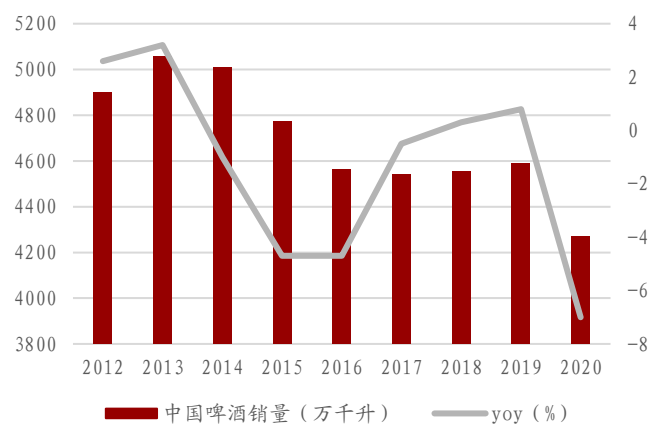
提价驱动是未来啤酒行业扩容的主要因素。量: 我国啤酒行业产量与销量均在2013年达到顶峰后逐年下降, 近年来各大酒企关厂提效, 未来产能优化仍将持续。价: 吨价上升是啤酒行业扩容的重要驱动因素。近年来, 我国主要啤酒企业吨价 (出厂口径) 逐年上升, 而提价及产品结构的向上升级则是提高吨价中枢的主要方法, 同时也将助力啤酒行业利润释放。2021年龙头企业吨价稳步上升, 其中青岛啤酒吨价同比提高7.03%至3742元, 华润啤酒吨价同比提高6.59%至3020元。

图表38: 2012-2020年啤酒行业产量



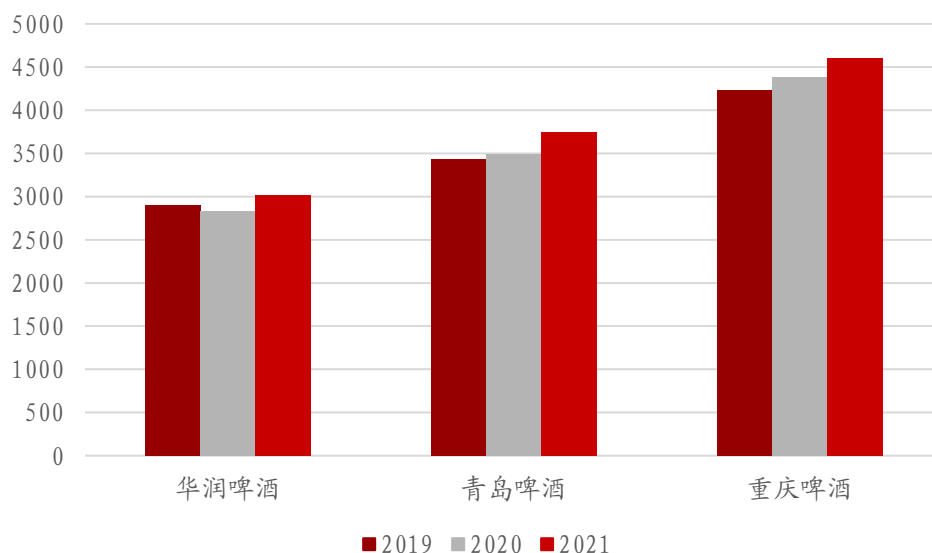
资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

图表39: 2012-2020年啤酒行业销量



资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所

图表40: 2019-2021年主要啤酒企业吨价 (元)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

3.1.3 产品提价+结构升级打开长期增长空间

● 产品提价

提价是行业对冲成本上涨压力的重要手段。近十五年来, 啤酒行业大约进行了4轮大规模的提价活动。第一轮为2007年-2008年由于进口澳麦价格上涨以及玻璃瓶、纸箱价格上涨导致的成本压力驱动提价; 第二轮为2011年-2012年澳麦价格大幅上涨导致的提价; 第三轮是2017-2018年进口大麦、玻璃瓶、瓦楞纸等原材料价格上涨推动了提价; 第四轮是2021年由于进口澳麦加税导致价格上涨以及包材价格持续提升驱动龙头提价。

图表41: 主要啤酒企业近年前三轮提价行为复盘

	代表企业	时间	品牌	提价幅度	提价原因
2007-2008	青岛啤酒	2008 年初	纯生	8%-10%	进口大麦、玻璃瓶和纸箱价格上涨
	青岛啤酒	2011 年初	主要品牌	约 10%	
2011-2012	华润啤酒	2011 年初	500ml 瓶装啤酒	6.7%-16.7%	大麦、辅料以及煤电、运输、人力成本等环节的成本均有所增加
			雪花纯生、勇闯天	进店价格提价	
		2018 年 1 月	涯等九款产品	2-10 元/件	
				喜力提价	
		2018 年 11 月		3.8%、虎牌提价 4%	
	华润啤酒		瓶装纯生产品、低		
	重庆啤酒	2018 年 2 月	端易拉罐产品	5%	
		2018 年 5 月	部分优质品牌	提价 2 元/箱	加拿大大麦价格上调; 瓦楞纸、玻璃价格上涨;
2017-2018	青岛啤酒	2018 年 1 月	部分产品	不超过 5%	

资料来源: 公司公告, 公开资料整理, 万联证券研究所

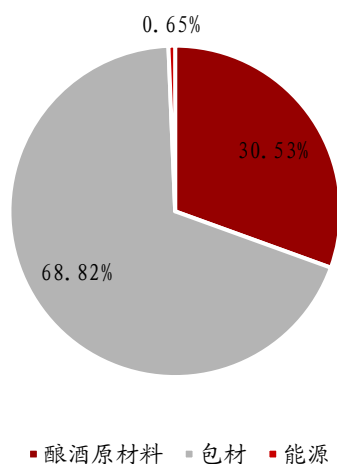
图表42: 2021年主要啤酒厂商提价梳理

代表企业	时间	提价区域	提价产品	提价幅度
华润啤酒	2021 年 9 月	全国	勇闯天涯	罐装升级, 终端价提升 1 元, 出厂箱价提升 3-4 元, 幅度约 10%
	2021 年 11 月	四川	勇闯(罐)、精致、清爽等	幅度 8-15%
青岛啤酒	2021 年 8 月	山东	纯生	终端箱价提升 6 元左右, 幅度 5%
重庆啤酒	2021 年 9 月	新疆	乌苏全系列	-
	2021 年 10 月	除新疆以外	大瓶乌苏	出厂箱价提升 4-6 元, 幅度 10%以上

资料来源: 公司公告, 啤酒板公众号, 万联证券研究所

俄乌“黑天鹅”事件推高大麦价格, 直接提价有助于转嫁成本压力。2021年我国进口大麦平均单价涨幅明显。此外, 多数全球大宗产品价格均创历史新高, 包括瓦楞纸、玻璃、铝在内的原材料及包材价格均上涨30%以上。以青岛啤酒为例, 在啤酒原料成本中, 包材占比最大, 其次是大麦等酿酒原材料, 原料与包材的价格上涨致使啤酒企业成本压力激增。2022Q1受俄乌局势影响, 国际粮食市场供应量下降, 叠加油价上涨致使大宗农产品运费高涨, 大麦价格水涨船高。成本压力持续上升, 龙头企业由于具有规模与品牌优势, 因此能够通过直接提价向消费者转嫁成本压力, 有望进一步促使行业市场份额向龙头集中。

图表43: 2021年青岛啤酒原料采购金额占比



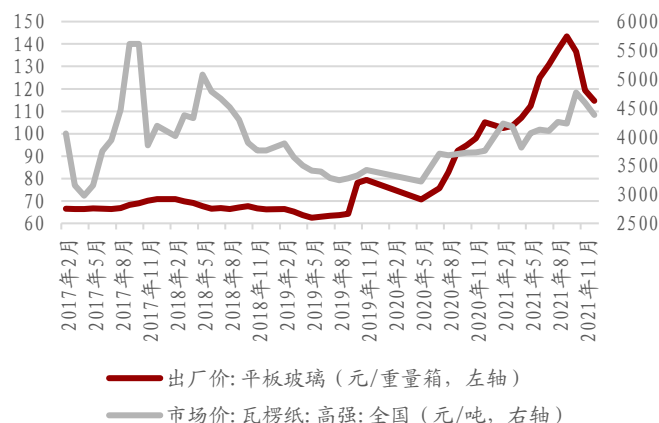
资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

图表44: 我国进口大麦月均价



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表45: 啤酒包材价格走势

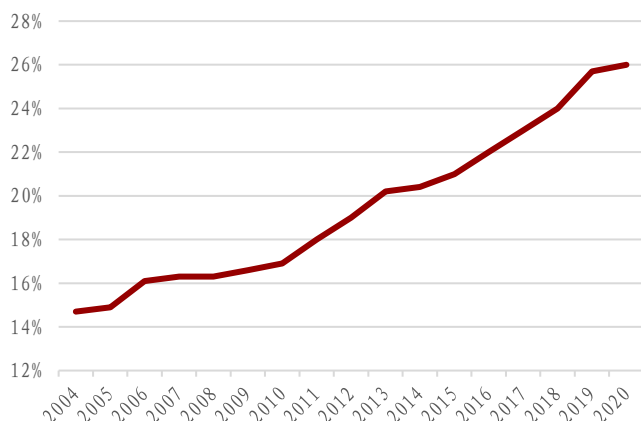


资料来源: 同花顺, wind, 万联证券研究所

● 结构升级: 罐化率提升

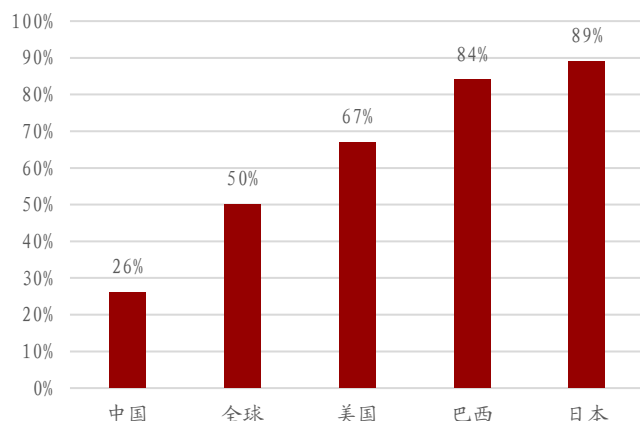
我国罐化率远低于全球平均水平, 提升空间较大。我国啤酒行业罐化率水平自2009年来一直呈上升趋势, 但与成熟市场相比, 我国罐化率水平仍低于全球平均水平50%, 且远低于日本和美国等发达国家, 说明我国未来罐化率水平具有较大的提升空间。对比瓶装啤酒, 罐装酒生产原料价格较低, 无回收产生的二次成本, 且流通渠道占比大, 营销费用较少, 罐化率的提升能够有效增强我国啤酒行业盈利能力。

图表46: 2004-2020年我国罐化率逐年上升



资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所

图表47: 对比成熟市场, 我国罐化率仍有提升空间

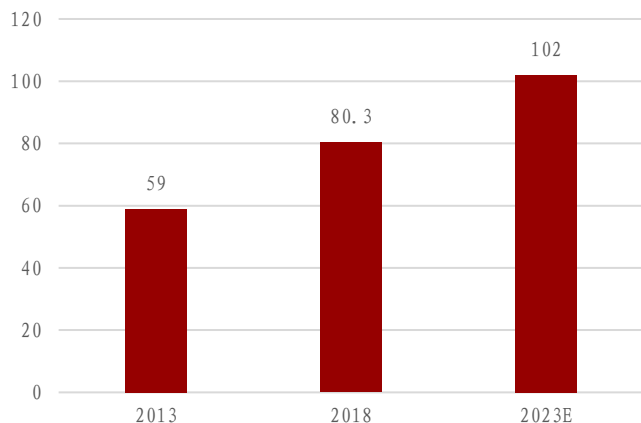


资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所

● 结构升级: 高端化

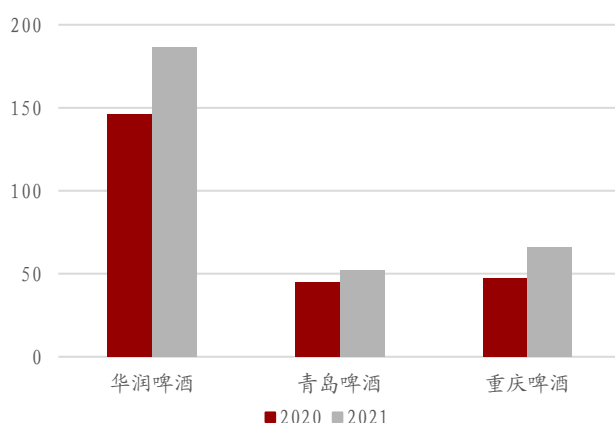
高端化进程叠加提价背景, 龙头企业吨价稳升。2013年以来, 我国高端及超高端啤酒消费量逐年递增, 疫情期间居家时间的加长增加了啤酒自饮场景的消费, 自饮消费者更重品质。据Global Data预计, 2023年我国高端以上啤酒消费量有望达到102亿升, 高端啤酒市场未来可期。龙头企业积极布局高端啤酒市场, 青岛啤酒布局高端市场较早, 在2010年推出逸品纯生、奥古特打入高端市场, 并持续推进其产品高端化进程, 继续推出了鸿运当头、原浆啤酒、皮尔森等等。同时, 为迎合消费者口味需求, 2018年推出精酿啤酒IPA, 2020年推出精酿新品琥珀拉格。华润啤酒高端化布局较晚, 在2013年推出雪花脸谱后, 高端布局步伐有所停滞。在价格布局上, 华润啤酒高端产品集中于8-15元, 但产品销量远高于其他企业。重庆啤酒一方面通过本土产品升级布局高端市场, 在2017年推出重啤纯生; 另一方面于2013年底成为嘉士伯集团成员后, 还获得了乐堡、嘉士伯、凯旋 1664 等嘉士伯旗下国际高端品牌的生产和销售权, 从而拥有了“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合, 以国际化产品升级自有产品结构。

图表48: 中国高端及超高端啤酒消费量 (亿升)



资料来源: Global Data, 万联证券研究所

图表49: 2020-2021年啤酒高档产品销量 (万千升)



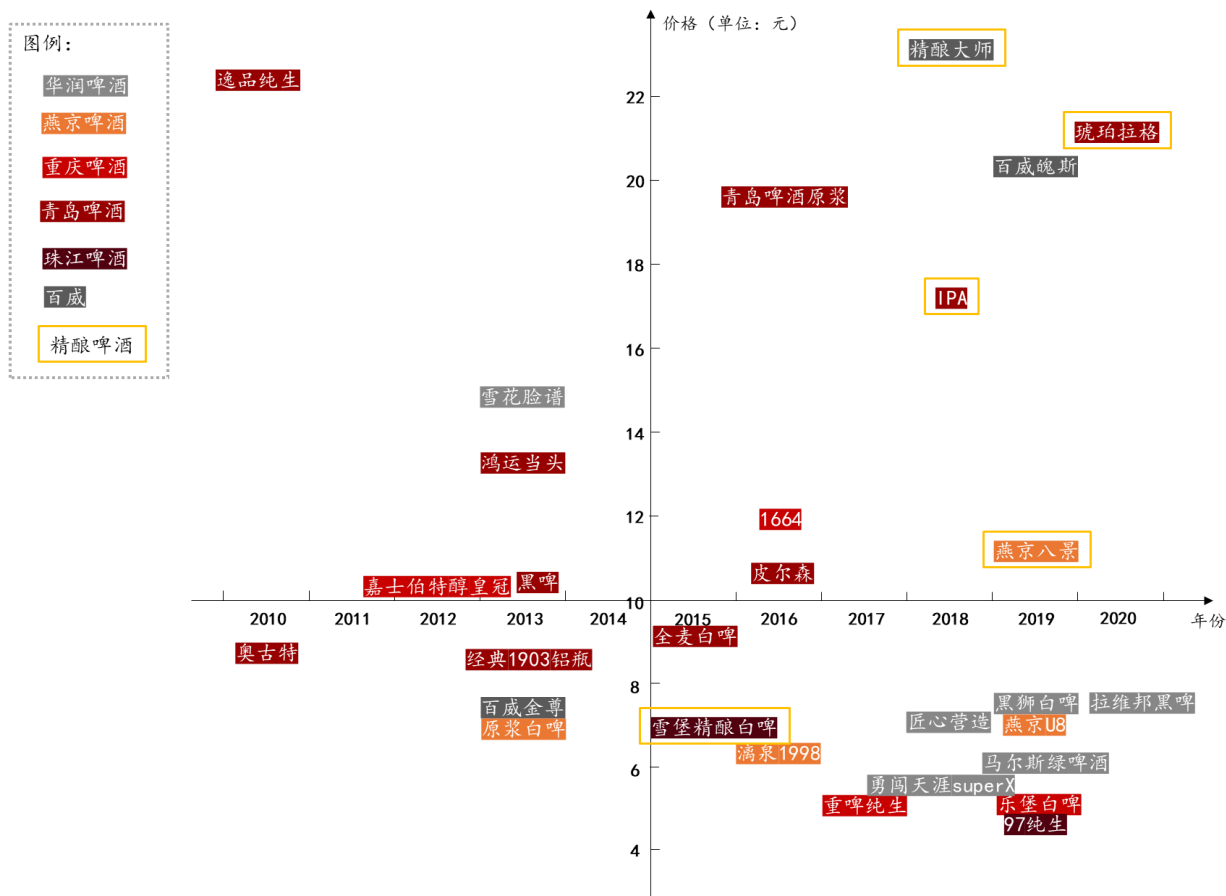
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表50: 龙头企业高端化进程布局规划

企业	布局情况
青岛啤酒	在 2010 年推出逸品纯生、奥古特打入高端市场。2022 年初新研发上市的艺术典藏超高端产品-青岛啤酒“一世传奇”继续引领了国内啤酒产业消费升级的新高度
华润啤酒	在 2013 年推出雪花脸谱后，高端布局步伐有所停滞。2017 年提出“决战高端，质量发展”战略，积极拥抱行业升级与品类多元化时代。2021 年推出多个新品牌，包括超高端产品「醴」、高端产品「黑狮果啤」（#485 玫瑰红）
重庆啤酒	一方面通过本土产品升级布局高端市场，在 2017 年推出重啤纯生；另一方面于 2013 年底成为嘉士伯集团成员后，还获得了乐堡、嘉士伯、凯旋 1664 等嘉士伯旗下国际高端品牌的生产和销售权，从而拥有了“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合，以国际化产品升级自有产品结构。

资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表51: 主要啤酒企业高端产品布局



资料来源：公司公告，京东旗舰店，万联证券研究所

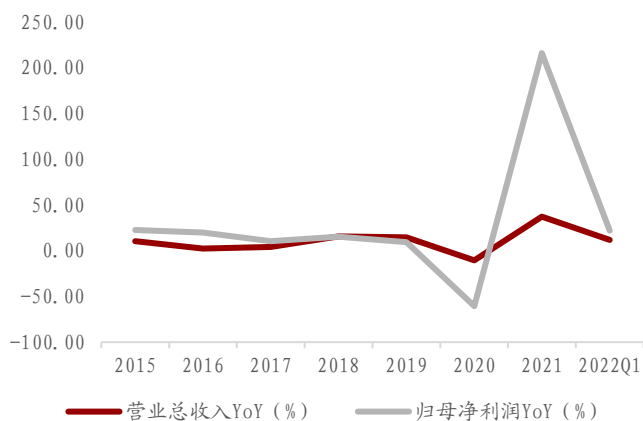
注：图中价格统一折算为330ml

3.2 乳制品：乳企提价转嫁能力强，竞争格局得到优化

3.2.1 Q1 板块业绩超预期，原奶价格增速回落

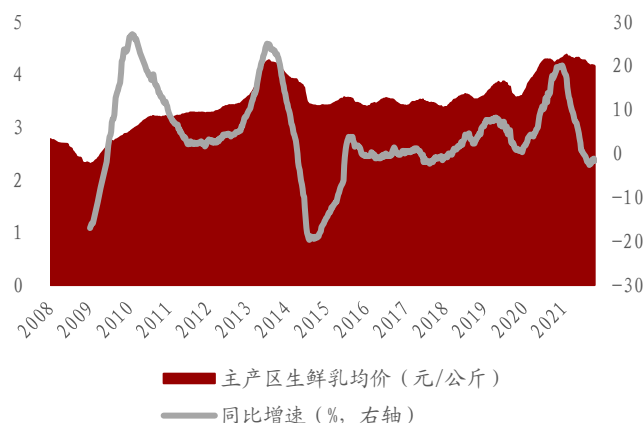
局部疫情对乳制品影响较小，原奶价格增速回落。虽然一季度局部疫情在终端销售和物流方面对乳企造成了一定的影响，但是由于疫情之后消费者健康意识提升，乳制品迎合消费者居家营养补充的重要需求，加之白奶等液态奶具有一定的需求刚性，一季度乳企报表端表现较为亮眼，22Q1营收同比增长11.67%，归母净利润同比增长21.87%。供给方面，近期原奶价格仍维持高位，但随着奶牛存栏数增加以及单产提高，原奶供需紧张情况将逐步缓解，原奶价格同比增速去年8月起回落。我们预计原奶价格将在未来一段时期内稳中有降。上游成本端持续走高形势得到缓解将释放下游乳制品生产企业的盈利空间，奶企盈利能力有望持续得到改善。

图表52：乳品板块22Q1业绩超预期



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表53：生鲜乳价格受疫情影响增速趋缓



资料来源：农业部，万联证券研究所

3.2.2 常温奶双寡头格局稳定，低温奶高速增长

乳制品行业增速回暖，巴氏奶发展可期，奶酪空间广阔。据欧睿数据，2021年我国乳制品行业市场规模达6388亿元，较2020年同比增长约6%，16-21年CAGR为4.62%。由于巴氏奶的健康属性强于常温白奶，突出一个“鲜”字，营养更为丰富、口味更佳，需求端受益于我国消费者健康意识的觉醒，供给端得到冷链物流发展的支持，近年巴氏奶增长规模远高于UHT奶，随着居民消费升级，巴氏奶的渗透率有望进一步提高。常温酸奶利用其保质期长和运输便利等优势条件，已实现与低温酸奶平分酸奶市场份额。奶酪赛道在我国仍处于消费者培育的初期阶段，近期发展势头强劲，连续几年成为乳制品行业增长速度最快的赛道，16-21年CAGR达23.86%。

竞争格局：两强格局稳定，巴氏奶市场较分散，行业集中趋势不减。乳制品行业整体集中度较高，伊利及蒙牛的两强格局稳固，2021年占据乳制品行业整体市场份额35%。**UHT奶市场**双寡头格局则更为突出，2020年蒙牛+伊利合计占有UHT奶市场81%的市场份额，并有持续上升的趋势。而受制于奶源分布不均以及消费运输半径短等因素，**低温巴氏奶市场**以区域性乳企为主，龙头光明市占率仅为13.7%。**婴幼儿奶粉市场中**，由于疫情导致的运输和安全问题，进口奶粉市占率下降，国内品牌占比大幅提升，同时市场竞争压力大导致市场份额向龙头企业倾斜，奶粉市场整体趋

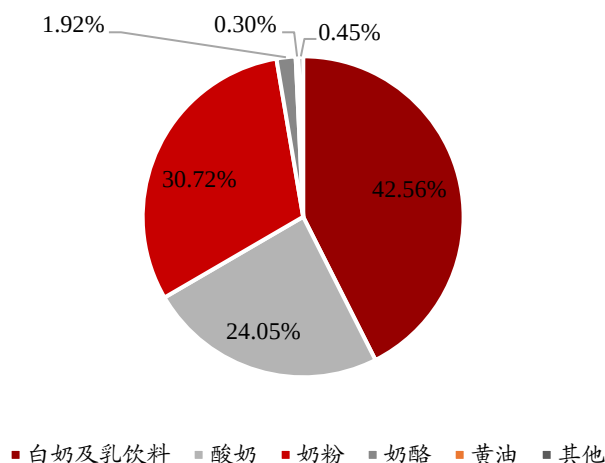
于集中化，飞鹤奶粉夺得最大市场份额。**奶酪市场中**妙可蓝多增势迅猛，市占率不仅在2年内从12.5%提升至27.7%，更是超过百吉福一跃成为领头者。我们认为，处于发展成熟期的液态奶竞争格局基本稳定，而起步相对较晚的国内婴幼儿奶粉及奶酪品牌行业洗牌速度快，新晋品牌处于稳固市场阶段。

图表54: 乳制品细分赛道一览

		市场规模(亿元)	16-21CAGR	2021YoY	竞争格局	发展方向
液 态 奶	巴氏奶	414.62	10.40%	11.40%	2020 较分散:光明（13.7%）、三元（8.7%）、新乳业（5.8%）	有望成风口
	UHT 奶	1092.44	4.60%	5.20%	双寡头，2020:伊利（43.8%）、蒙牛（37.5%）	结构升级
	酸奶	1535.99	8.30%	8.60%	龙头稳固:伊利（28.9%）、蒙牛（24.2%）、光明（7.6%）	常温板块市占率提升
奶粉	婴配奶粉	1689.60	4.70%	0.2%	外资主导，国产追赶：飞鹤（14.8%）、惠氏（12.8%）、达能（10.0%）	结构升级
奶酪		122.73	23.86%	12.7%	外资主导，国产赶超：妙可蓝多（27.7%）、百吉福（24.4%）	发展初期
黄油		19.1	11.9%	8.7%	集中度高，外资主导，恒天然(46.2%)/拉克塔利斯(19.0%)/高夫(15.8%)	发展初期
其他		1113.26	-	-	-	-
乳制品总体		6388	4.62%	6%	两强格局稳定:伊利（19.5%）、蒙牛（15.5%）	-

资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所

图表55: 2021年乳制品消费结构



资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所

3.2.3 奶价处于温和上涨周期，乳企龙头盈利能力有望改善

奶企成本转移能力强，提价趋势明显。奶价格上涨周期自2018年开始，目前乳企普遍面临原材料、物流等成本持续上升的压力，乳制品零售价格随之持续走高，在成本压力加大的背景下，乳企纷纷选择提价。除了对基础产品的直接提价之外，通过

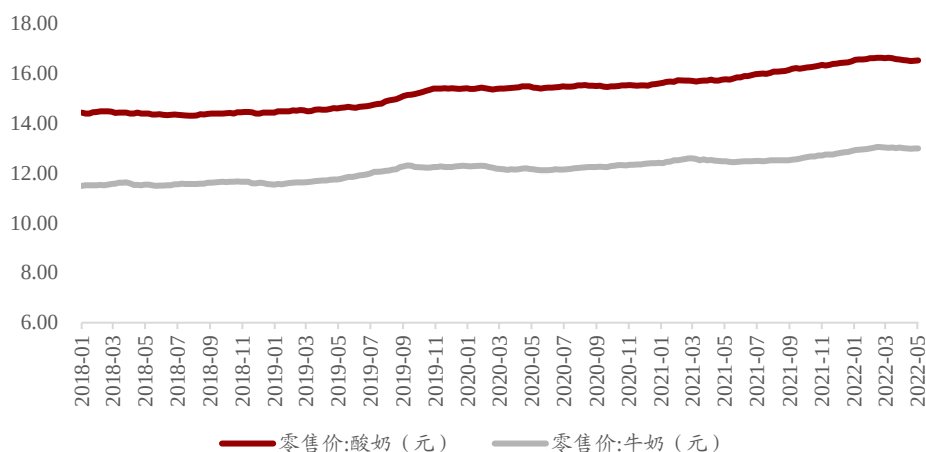
产品结构升级进行的间接提价也为奶企维持利润作出了较大贡献。由于高端产品发展空间大、毛利率较高，目前乳企积极布局高端市场，加大力度进行产品升级。得益于后疫情时代乳制品需求表现出刚性、稳定的特点，同时居民消费水平的不断提升和消费观念的改变，也使消费者更愿意为健康食品投入，对乳制品的价格敏感度普遍降低，因而乳制品企业能够较好地將成本转移给消费者。我们预计，下半年乳品仍有较大的提价空间，乳企利润空间有望得到进一步释放。

图表56: 今年以来乳制品企业提价措施

公司	提价政策
熊猫乳品	炼乳相关产品调整出厂价，调整幅度3%-10%，新价格于2022年1月1日起实施
佳禾食品	2022年一季度对部分产品进行调价
天润乳业	对部分产品进行了小幅度调价，主要通过产品结构优化来缓解原材料成本的压力。
海融科技	部分产品出厂价格进行调整，上调幅度为5%-8%不等，2022年3月1日起实施
蒙牛乳业	部分低温产品出厂价进行小幅度的上调
伊利股份	低温酸奶部分产品价格体系进行小幅调整
三元股份	对部分产品价格进行了调整
中国旺旺	公司将从2022年1月起，将90%的乳制品和饮料、80%的米饼和50%的零食的本地销售价格提高中单位数

资料来源：公司公告，公开信息收集，万联证券研究所

图表57: 乳制品零售价格持续走高

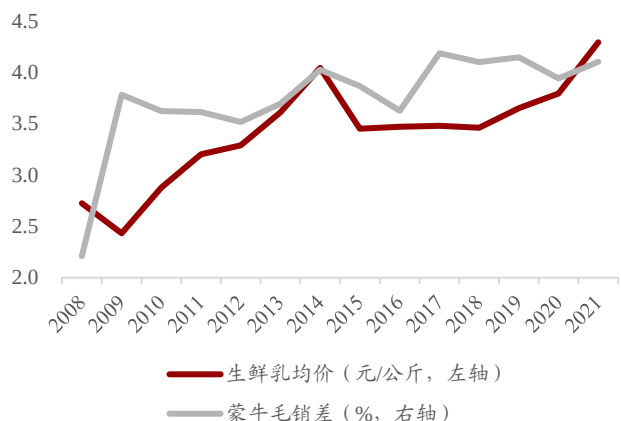


资料来源：同花顺，商务部，万联证券研究所

竞争格局优化，毛销差趋于稳定。健康消费的背景下高端营养需求的提升也为高端产品打开市场空间，行业竞争重点向高端产品市场转移。传统产品的竞争多集中于促销、价格战的方式，而高端产品则以口味、功能和工艺等方面的升级为主。随着价格为依托的竞争手段减少，乳企的竞争格局趋于优化，为行业整体带来盈利能力的提升。拉长时间来看，奶价温和上涨趋势仍有望持续，龙头乳企在奶价上升期有能力通过产品结构升级、减少促销等方式维持保持盈利能力，奶价企稳回落后释放盈

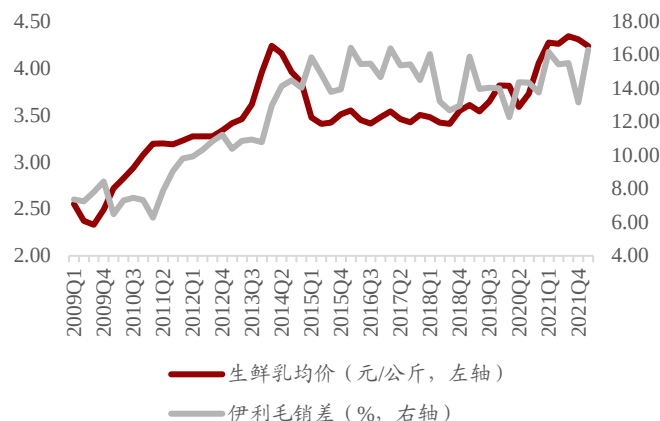
利能力（毛销差上升）。

图表58: 蒙牛毛销差稳步提升



资料来源: 同花顺, 农业部, 万联证券研究所

图表59: 伊利毛销差趋于稳定



资料来源: 同花顺, 农业部, 万联证券研究所

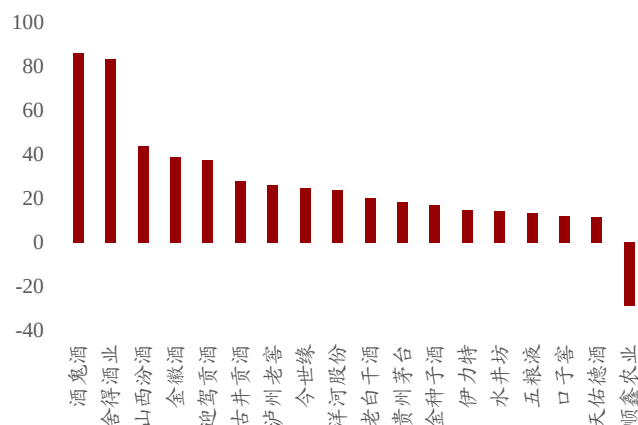
4 长期稳健主线: 白酒、调味品

4.1 白酒: 行业结构性升级, 龙头分化加速

4.1.1 消费升级驱动白酒结构性繁荣, 行业景气周期仍在延续

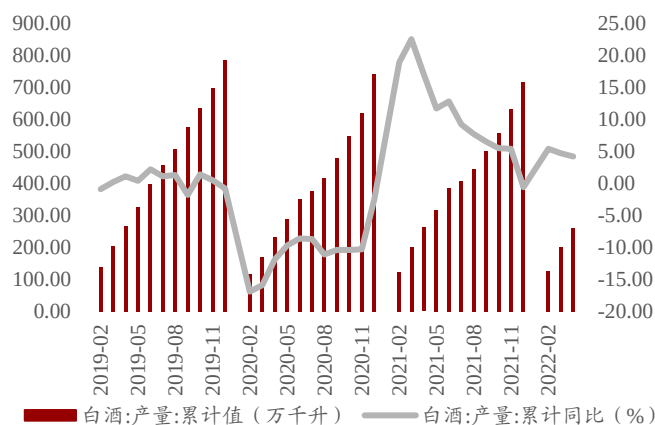
白酒抗压能力稳定, 2022年行业景气周期仍在延续。疫情下高端白酒需求较为刚性, 抗风险能力强。从营收端来看, 一季度春节销售旺季, 白酒板块实现开门红, 营收同比增长19.36%, 利润同比增长26.28%。19家上市白酒企业中, 18家在一季度实现两位数的正增长, 多家酒企业绩超预期, 创造单季历史新高, 为全年经营目标实现奠定基础。虽然受疫情等外部因素影响, 但是今年白酒行业仍处于长期景气周期中, 随着疫情好转以及端午、中秋旺季来临, 预计下半年白酒仍将显现强劲的动能。

图表60: 上市酒企2022年一季度营收 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表61: 今年以来白酒产量同比增速反弹



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

4.1.2 大众消费崛起叠加消费升级驱动高端酒扩容, 优选赛道长期增长稳健

我们从驱动因素、竞争格局、供需关系、渠道布局四个方面讨论白酒行业长期增长的

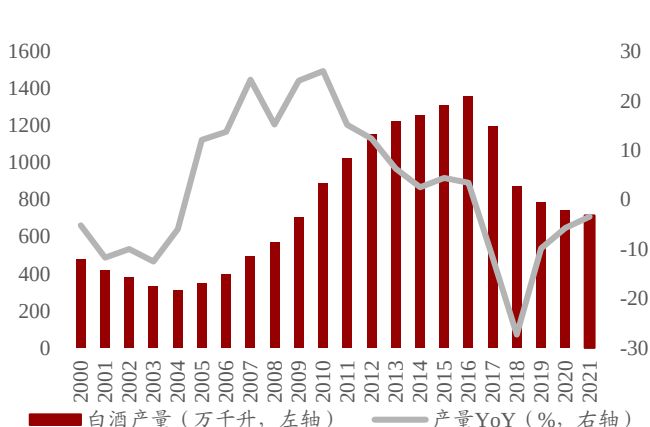
稳健性。

驱动因素：我国白酒仍处于结构性景气周期，高端化、品牌化大趋势不变，大众消费崛起背景下，消费升级驱动行业扩容。

本轮白酒周期以消费升级为主要驱动。近二十年间，我国白酒市场已历经三轮完整周期，分别是2000-2003年，2004-2012年，2013-2016年，2017年后进入新一轮行业周期。

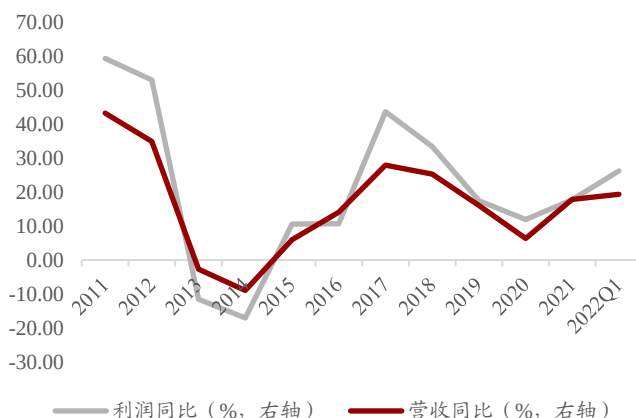
①2000-2003年间，行业政策趋紧，调整消费税征收并取消所得税优惠，推动行业迈向结构升级阶段。②2004-2012年，我国经济的高速发展以及政商消费的繁荣，使得行业进入“黄金十年”，产销量逐年大幅增长。③2013-2016年，在八项规定实施严控三公消费，经济增速下滑等多重不利因素叠加下，白酒行业进入深度调整期，产量增速明显下滑。④自2017年起，我国白酒产量开始回升，需求全面复苏，行业进入结构性繁荣阶段。本轮景气周期的驱动因素是由消费升级带来行业高端化、品牌化，品牌酒企全方位市场下沉挤压中小酒企的生存空间，劣质产能在本轮周期中逐渐遭到淘汰，市场呈挤压式增长的特点。头部品牌企业对行业整体的拉动作用显著，上市龙头企业近年销售收入增速明显高于行业整体，行业整体获利能力在龙头提价及集中度提升的驱动下提升，行业利润增速高于行业收入增速。

图表62：2017年以来行业进入结构性繁荣阶段



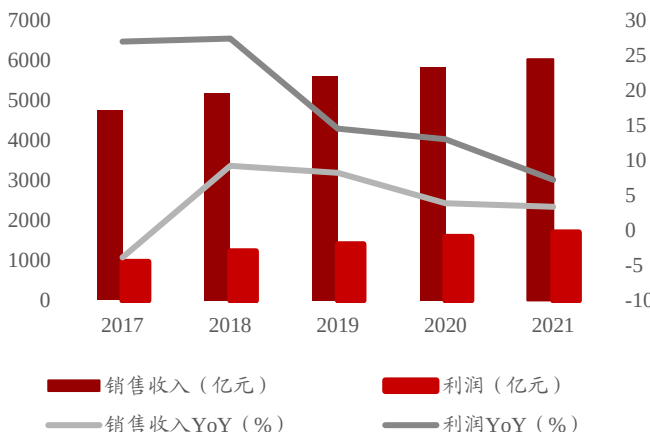
资料来源：同花顺，国家统计局，万联证券研究所

图表63：本轮景气周期，利润增长高于营收增长



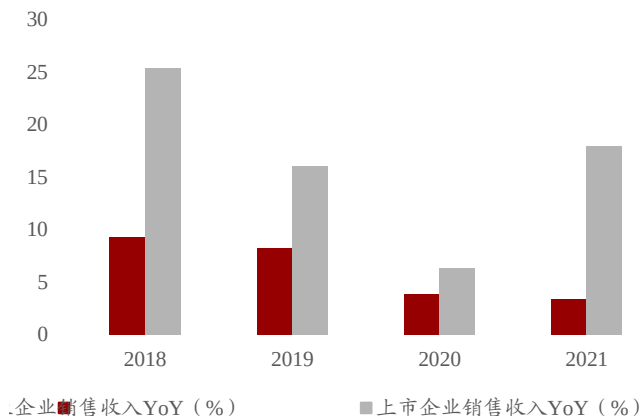
资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表64：规模以上白酒企业整体盈利能力提升



资料来源：中国酒业协会，同花顺，万联证券研究所

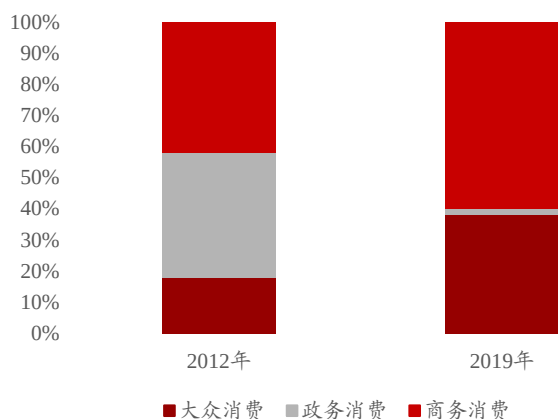
图表65：上市龙头拉动行业整体营收



资料来源：同花顺，国家统计局，万联证券研究所

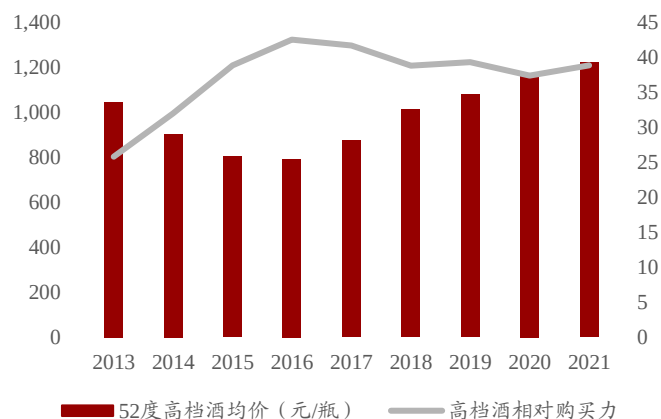
消费者购买能力提振高端及次高端产品。目前高端白酒消费结构已由上一轮周期的政商务消费主导转变为大众&商务消费主导。消费升级是本轮高端白酒市场扩容的主要驱动因素，高端白酒的主要消费场景为高端宴请、送礼以及投资收藏，对应的是面子、地位以及升值诉求，与消费升级的逻辑相契合。近年来我国城镇居民可支配收入持续增长，消费水平不断提高，高净值人群规模也快速上升，高端白酒在礼品社交属性、面子属性以及投资收藏属性上的优势也被进一步激活，消费者“喝好酒、喝健康酒、喝品牌酒”的诉求愈发强烈，消费者购买高端白酒的意愿提高，购买能力也不断提升。我们以城镇居民人均可支配收入/500ml 52度高端酒均价测算高端酒相对购买力，可以发现该比值近年来呈上升趋势，说明大众消费者对高端产品的承接力不断提高。我们认为，高端白酒的核心壁垒是品牌，当前格局已基本成型，出现黑马带来格局重塑的概率极小，市场扩容龙头受益的确定性高。

图表66: 大众消费承接政务消费



资料来源: 微酒, 前瞻产业研究院, 万联证券研究所

图表67: 我国居民购买高端酒能力呈上升趋势

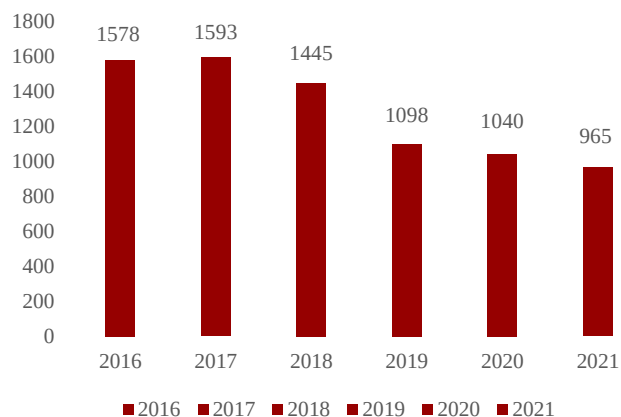


资料来源: 国家统计局, 国家发改委, 万联证券研究所

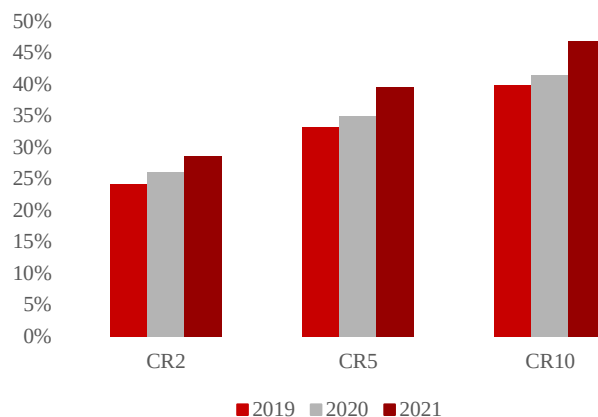
竞争格局: 高端白酒寡头垄断格局稳固

白酒行业整体品牌头部集中化趋势显著。高端白酒不仅代表着白酒酿造的高品质，更是消费者心里对品牌的历史、地位、以及其自身品牌定位等多要素的认同感。消费升级以及消费者品牌意识的提升，进一步强化了知名酒企的品牌价值，消费者更倾向为有品质保证的品牌产品支付更高的溢价，同时优质品牌酒企通过提升营销能力以及管理能力，主导行业价格升级，导致白酒行业分化加剧，头部白酒企业市场销售份额不断攀升，行业中小企业受挤压，白酒企业数量不断减少。数据显示，规模以上白酒企业从2017年的1593家降至2021年的965家，降幅达39%。以销售收入数据看，茅台、五粮液近三年营收持续大幅上升，市场份额占比持续扩大，白酒行业集中度进一步提升。我们认为，短期内其他品牌跻身高端酒之列的难度很大。

图表68: 规模以上白酒企业数量持续下降(家)



图表69: 我国白酒市场集中度进一步提高



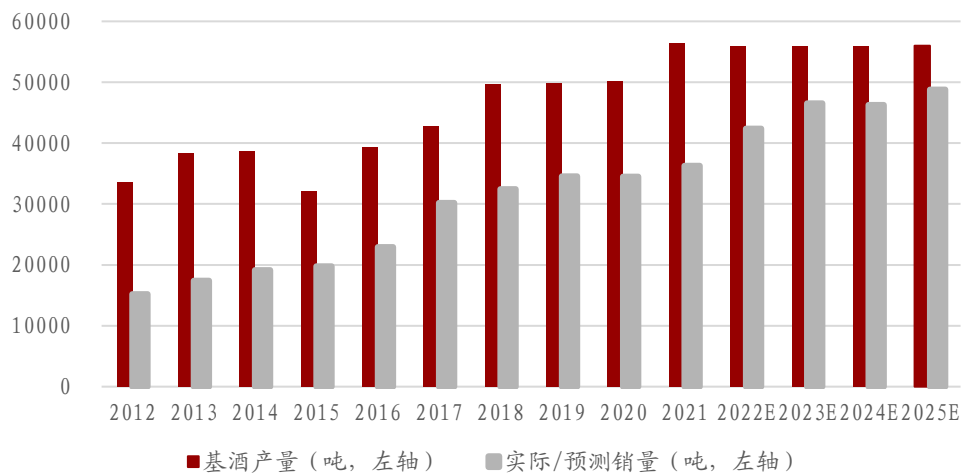
资料来源: 中国酒业协会, 万联证券研究所

资料来源: 中国酒业协会, 同花顺, 万联证券研究所

供需关系: 高端酒供给偏紧的局面在未来3年内预期持续。

供给端: 2025年高端白酒产量预计接近10万吨。贵州茅台: 今年5月份,《仁怀市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二零三五年远景目标纲要》公布,确定2035年远景目标包括:大力支持茅台集团实施多元化、国际化战略,倾力支持茅台集团及其子公司技改扩能,推动“两个10万吨”目标早日实现。根据茅台酒的酿造工艺,我们依据两个基本假设测算茅台酒未来的可供销售量:①四年前基酒到当年成品酒的转化率约为80.5%;②当年成品酒所用基酒部分来自于四年前,部分来自于五年前,并假设当年成品酒所用基酒中四年前和五年前的基酒占比分别为50%;③由于茅台已连续五年通过调整库存及老酒留存率等方法使得实际投放量突破预测可供销量的限制,因此采用近四年平均值测算实际销量/可供销售量的比值。由此推算,到2025年茅台酒投放量将达4.8万吨。**五粮液:** 2025年预计达到30万吨以上的纯粮固态发酵产能,其优品率(也可称优质酒率,即生产出的基酒中可以用来生产经典五粮液及以上品质成品酒的比例)取决于窖龄,窖龄越长,优质酒率越高,按照百年以上窖池优品率75%左右,15年以上窖池优品率5%左右估算,五粮液高端酒产能将有望达到3万吨。虽然公司今年已经公布新增酿酒扩充10万吨项目一期+二期计划并启动一期建设,预计2024年将新增8万吨(一期2万吨+二期6万吨)酿酒产能,但是扩张的产能需要三至五年甚至更长时间释放,短期内产能没有大幅增长空间。**泸州老窖:** 根据公司规划,国窖1573产能未来将达到2万吨,我们预计2025年五粮液普五及以上+国窖1573产能约为5万吨。

图表70: 2025年茅台酒投放量预计可超4.8万吨



资料来源: 茅台酒收藏 (赵晨著), 公司公告, 万联证券研究所

需求端: 2025年我国高端白酒需求量预计约为10.4万吨。由于我国高端酒的市场需求与居民及家庭的收入、财富水平密切相关, 我们据此从量的角度来简单测算我国高端酒市场的需求空间。从中产阶级家庭数量出发。高端酒的消费群体主要是中产阶级, 根据Euromonitor测算, 2018年我国中产阶级家庭数10258.82万户, 2018年高端酒销量约为6万吨, 约为13492.71万瓶 (按1吨2124瓶估算), 假设大众消费比例为38%, 可对应估算出约每两户中产阶级家庭每年消费1瓶高端酒, 中产阶级家庭渗透率约为50%。2025年我国中产阶级家庭数预计达到11092.40万户, 高端白酒渗透率近年来持续上升, 我们中性假设2025年该渗透率达到100%, 即每户中产阶级家庭每年消费1瓶高端酒, 大众消费占比达到50%, 则2025年我国高端白酒需求量预计约为10.4万吨, 2018-2025年CAGR约为7.4%。供需对比来看, 3年内高端白酒供不应求的局面仍将持续。

图表71: 我国高端酒未来需求量测算的敏感性分析

渗透率/大众消费	40%	50%	60%
悲观, 80%	10.4 万吨	8.4 万吨	7.0 万吨
中性, 100%	13.1 万吨	10.4 万吨	8.7 万吨
乐观, 120%	15.7 万吨	12.5 万吨	10.4 万吨

资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所

渠道布局: 行业龙头加码直营, 渠道改革推动吨价提升

白酒行业渠道向多元化和扁平化拓展, 渠道改革释放增长潜力。疫情以来, 白酒消费场景受到极大的压缩, 酒企纷纷开拓营销新模式, 改变销售主要依赖线下渠道的现状。目前酒企仍主要以多层经销体系为主, 但由于传统长链条的渠道模式效率低、酒企对末端渠道的控制力不强等因素, 各大酒企着力进行渠道多元化和扁平化的模式改革。自营电商平台是品牌酒企攻略的主要领地, 由于平台由官方直接对接, 有价格和渠道上的优势, 能够在改善利润情况的同时加强对销售渠道的管控, 掌握销售主动权。白酒企业线上线下一体化成新常态, 主动探索自营终端、线上终端以及借助线上渠道建

设线下门店生态终端等新模式，不仅能打通线上渠道拉近与年轻消费者的距离，更能通过规模化、集成化的渠道管理方式，提高渠道效率。

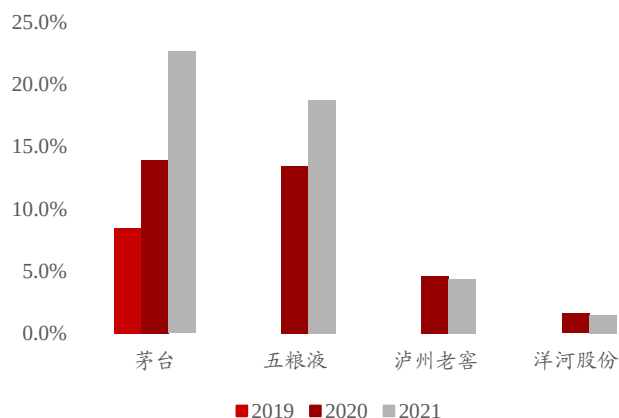
图表72：白酒企业线上直营渠道开展情况

公司	自营终端	天猫	京东	电商合作情况
贵州茅台	“i茅台”APP	自运营	京东自营店	苏宁易购、壹玖壹玖自营、酒仙网经销商旗舰店
五粮液	“五粮e店”、官方商城 微信小程序	酒仙网代运营	京东自营店	苏宁易购、壹玖壹玖自营、酒仙网经销商旗舰店
泸州老窖	官方商城微信小程序	子公司自运营	京东自营店	苏宁易购、壹玖壹玖自营、酒仙网经销商旗舰店
洋河股份	洋河精选微信小程序	子公司代运营	京东自营店	苏宁易购、壹玖壹玖自营、酒仙网经销商旗舰店

资料来源：前瞻研究院，公开信息收集，万联证券研究所

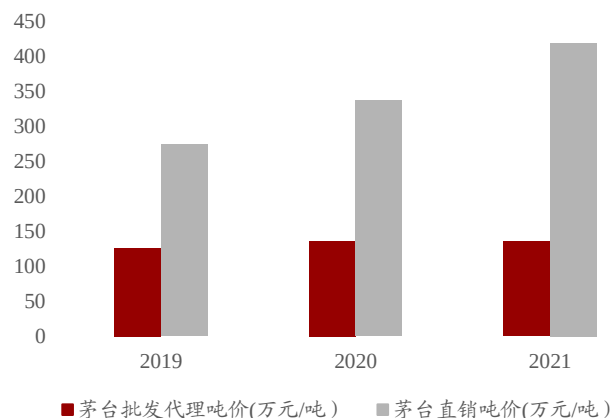
龙头直营收入占比显著提升，吨价提升驱动营收增长。近年来白酒龙头茅台与五粮液直营收入占比持续提升，茅台直营比例由2019年的8.5%提升至2021年的22.7%。由于商超、电商等直销渠道产品出厂价高于经销渠道，加之直销渠道产品结构提升（生肖酒、纪念酒等高附加值产品放量），高端直销渠道吨价通常远高于经销渠道。以茅台为例，近三年茅台直营渠道吨价是批发代理渠道的两至三倍。此外，大部分酒企在直销渠道的毛利率较经销渠道更高，2021年五粮液直销渠道毛利率高出经销渠道5.86pct。在我国白酒行业进入存量市场阶段、吨价提升成为酒企营收增长的主要驱动因素背景下，行业龙头纷纷布局直营渠道，以“i茅台”为首的直营渠道改革成为酒企突破的重要方向。我们预计未来酒企直营收入占比仍将持续提升，为公司整体吨价拉升作出主要贡献，为酒企营收与利润增长提供强劲动力。

图表73：茅五直营收入占比显著提升



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表74：茅台直销吨价为批发代理渠道的两至三倍



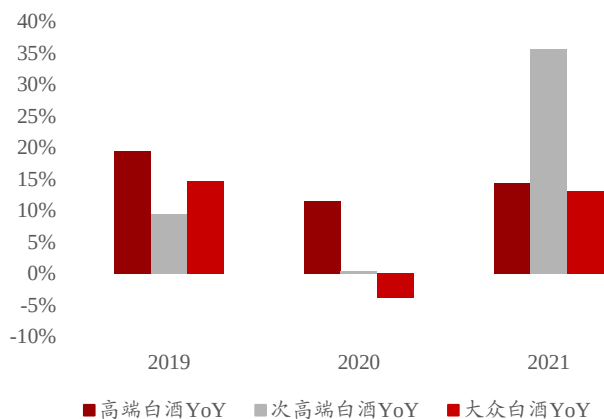
资料来源：公司公告，万联证券研究所

4.1.3 细分赛道推荐：看好高端白酒量价齐升

高端白酒延续稳健表现，次高端白酒增长可期。从19年-21年营收来看，疫情前高端白酒的增速高于其他价格带，且疫情期间始终保持正增速，抗风险能力强。高端白酒的社交属性、投资属性较强，需求刚性使其短期受经济周期和疫情状况的影响较小，预期未来高端白酒依旧维持稳定的高增速。次高端白酒在疫情好转后增速显著回升，抗压能力经得起检验。高端价格带提价为次高端市场打开价格空间，多样化的大众消

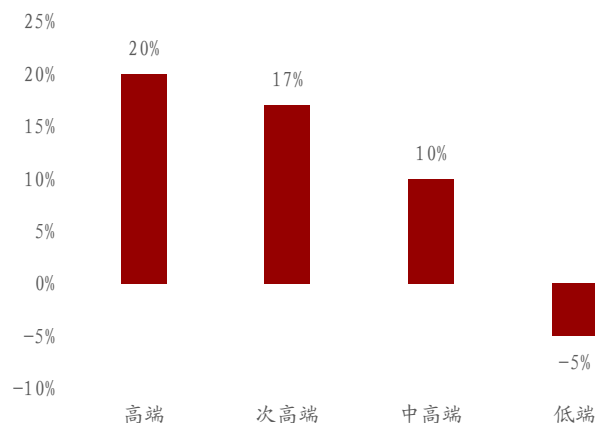
费场景也为次高端市场扩容打下基础。根据近来对白酒行业良性竞争和市场化定价的引导，我们预计下半年白酒行业政策将延续偏紧，有利于行业持续健康发展，优质企业具有更大竞争优势。分不同价格带来看，今年六月起实施的白酒新国标使得受冲击的部分低端白酒向中高端转型，高端白酒仍是未来市场增速较高的板块，发展潜力大，或将在竞争中受益。

图表75：近三年不同价格带白酒上市企业营业收入增速



资料来源：同花顺，万联证券研究所

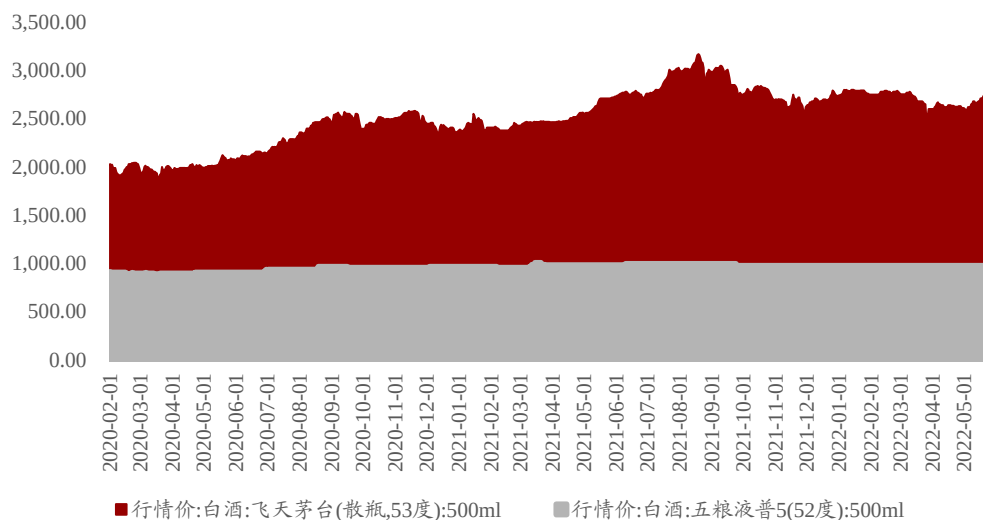
图表76：白酒不同价格带未来3-5年市场规模复合增速预测



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

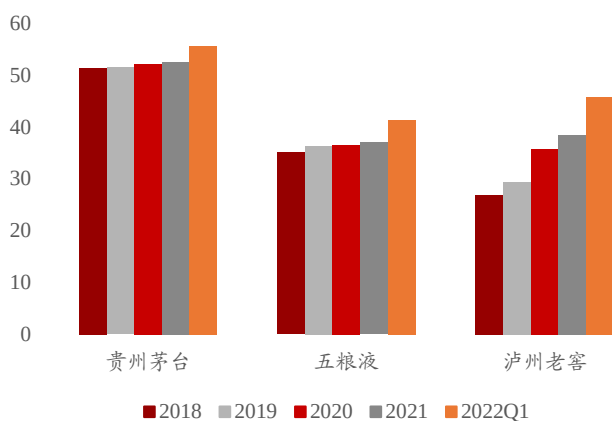
高端白酒具备提价基础，品牌白酒量价齐升。价格方面，去年下半年开始散瓶飞天茅台的终端价上浮，今年仍保持高位，维持在2700元左右。而今年普五的终端价维持在980元左右，随着茅台与普五价差的逐渐增大，五粮液价格在高端白酒定价的参考价值更高。根据渠道反映，去年五粮液便有计划将经销商的计划外价格从999元/瓶提升至1089元/瓶，计划内价格维持889元/瓶不变。经销商拿货成本提升将会令五粮液价格有所上涨，下半年普五批价有望逐步回升至千元以上。预计五粮液批价站稳千元后，消费者对千元价位接受度再次提高，催化千元价格带的高端白酒进一步扩容。**从茅台和五粮液的销量来看**，提价对消费者的购买热情影响较小。消费者对高端名酒有着较强的品牌认知，而高端白酒消费常见的送礼、宴请场景使其客户粘性和忠诚度较高。头部高端品牌酒的高不可替代性使得酒企能够通过提价将成本上涨的压力转移给消费者，从而保持较高的利润率。

图表77: 飞天茅台与普五价差逐渐增大 (元)



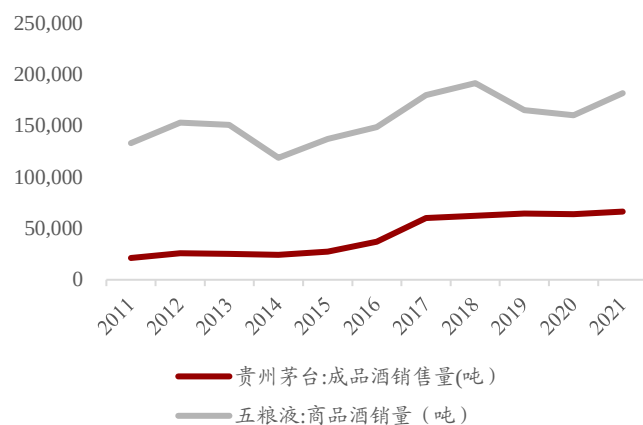
资料来源: 同花顺, 今日酒价, 万联证券研究所

图表78: 头部高端白酒品牌净利率 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表79: 高端白酒品牌销量



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

4.2 调味品: 盈利空间有待释放, 积极拥抱社区团购

4.2.1 调味品业绩承压, 酱醋类企业表现更优

调味品板块一季度利润承压, 酱醋类企业受疫情影响更弱。22Q1调味发酵品板块整体营收同比上升10.18%, 归母净利润同比上升12.73%。我们依据主营产品将调味品A股上市公司分为以酱油、蚝油、醋、料酒等传统调味品为主的**酱醋类企业**及以鸡精、味精、调味料等复合调味品为主的**复合调味类企业**。**酱醋类企业**包括: 海天味业、中炬高新、恒顺醋业、千禾味业、加加食品; **复合调味类企业**包括: 佳隆股份、仲景食品、莲花健康、天味食品、安记食品、日辰股份、朱老六。对比来看, 酱醋类企业B端需求因

疫情受损，但疫情期间居家做饭次数增多提振C端需求，龙头企业强大的品牌拉力及渠道能力助力其餐饮端到家庭端的转移更加顺畅，因此疫情对其一季度利润的影响弱于复调类企业，而复调类企业则因B端需求占比高，一季度利润受到较大冲击。

图表80: 调味发酵品板块个股2022Q1业绩概览

证券简称	主营产品	营收 (亿元)	YoY (%)	归母净利 (亿元)	YoY (%)	毛利率 (%)	期间费用率 (%)	净利率 (%)
海天味业	酱油、蚝油、酱类	72.1	0.7	18.3	-6.4	38.2	7.9	25.4
恒顺醋业	醋、料酒	5.7	10.6	0.8	-2.1	37.9	21.5	13.0
中炬高新	酱油、鸡精鸡粉等	13.5	6.6	1.6	-9.5	32.3	16.7	12.5
千禾味业	酱油、食醋、料酒等	4.8	0.9	0.6	38.5	35.0	20.7	11.5
加加食品	酱油、植物油等	5.2	1.1	0.0	-97.8	18.7	17.4	0.1
酱醋类小计		101.3	2.0	21.2	-7.4			
佳隆股份	鸡粉、鸡精等	0.6	-12.7	0.0	-171.0	27.1	24.2	-4.0
仲景食品	调味食品、调味配料等	2.0	-4.0	0.2	-58.5	38.0	30.6	8.4
莲花健康	味精、面粉、鸡精等	4.2	0.7	0.1	32.8	12.6	6.8	3.8
天味食品	川菜调料、火锅底料等	6.3	20.6	1.0	25.3	36.0	16.9	15.9
安记食品	复合调味粉、香辛料等	1.1	-16.5	0.0	-78.5	18.8	12.9	2.7
日辰股份	酱汁类调味料、粉体类 调味料	0.7	7.1	0.1	-7.5	39.4	21.6	18.2
朱老六	腐乳、酸菜、料酒等	0.6	-24.6	0.1	-44.4	36.6	12.0	19.0
复合调味品小计		15.4	4.0	1.6	-14.0			
安琪酵母	酵母及深加工产品等	30.3	14.1	3.1	-29.3	26.7	14.8	10.5
梅花生物	饲料氨基酸、鲜味剂等	67.1	26.4	11.6	183.7	26.2	5.5	17.3
涪陵榨菜	榨菜、泡菜、萝卜等	6.9	-2.9	2.1	5.4	52.4	17.5	31.1
板块合计		220.4	10.2	39.5	12.7	31.8	8.2	18.0

资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：朱老六暂未被纳入指数统计

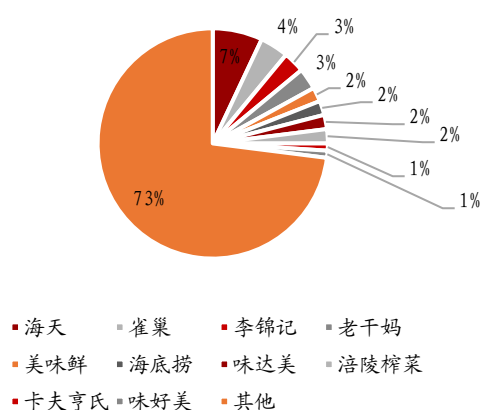
4.2.2 盈利空间有待释放的优质赛道，社区团购成为行业趋势

我们从竞争格局、提价效应、行业需求与渠道布局四个角度分析调味品赛道未来的发展方向。

竞争格局：我国调味品市场集中度较低，提升空间较大

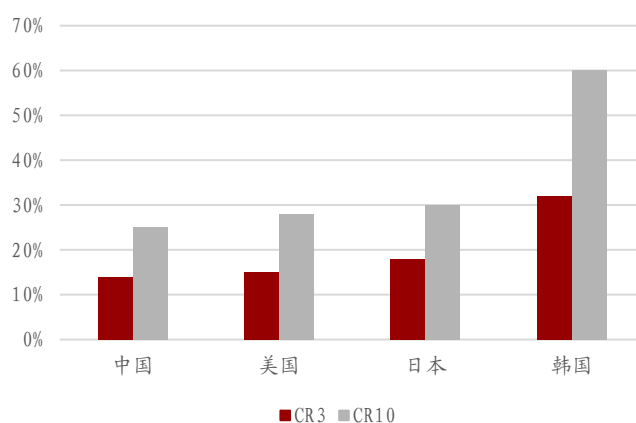
我国调味品市场细分板块需求多样，加上地区间饮食习惯的差异，调味品市场集中度较低。海天味业作为调味品行业龙头，其市场份额占比仅为7%。我国调味品市场CR3与CR10约为14%、25%，远低于美国、日本和韩国，仍有较大提升空间。随着龙头不断拓展品类、提高渗透率，叠加新冠疫情影响，调味品原料价格上涨，企业成本进一步提升，部分运营较差的中小企业在激烈的竞争中或以并购、破产重组等方式出清，促进“优胜劣汰”，行业集中度逐渐提升，市场份额有望加速向调味品龙头企业集中。

图表81: 我国调味品行业市场份额 (按零售额)



资料来源: 前瞻产业研究院, 万联证券研究所

图表82: 中国调味品行业集中度低于美日韩



资料来源: 华经产业研究院, 万联证券研究所

提价效应: 行业龙头成本转嫁能力强, 盈利空间有望释放

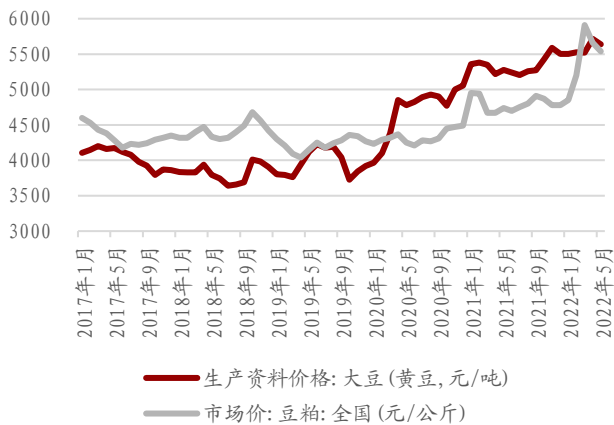
调味品作为日用必须消费品, 具有较强的需求刚性, 提价常成为调味品企业对冲成本上升压力的有效手段, 并且能相对顺畅地传导至终端消费。伴随着原材料、包材价格以及运输费用的上涨, 去年四季度业内公司普遍提价。目前, 调味品行业提价已基本完成, 但提价向零售终端的传导仍需一定时间。与提价前相比, 原材料 (大豆、豆粕) 价格持续提升, 但包材费用有所回落, 预计下半年将保持下行趋势, 利于调味品公司释放利润弹性。海天味业在今年3月25日的投资者关系活动上表示, 按照目前成本上升趋势, 去年的提价将难以完全覆盖现有成本的压力, 公司还需通过各种措施去消化成本压力。我们认为, 行业龙头手握定价权, 把握提价主动性, 成本向消费者转嫁能力强, 仍有二次提价甚至多次提价的空间。

图表83: 2021年三季度以来调味品主要企业提价信息汇总

公司	提价时间	提价品类	提价金额
海天味业	2021年10月	酱油、蚝油、酱料等部分产品	3%~7%
恒顺醋业	2021年11月	部分产品	5%-15%
加加食品	2021年11月	酱油、蚝油、料酒、鸡精和醋系列产品	3%~7%
千禾味业	2021年11月	部分产品	5-6%
李锦记	2021年12月	部分产品	6%-10%
涪陵榨菜	2021年11月	各品类	3%-19%
雪天盐业	2021年11月	食盐及工业盐	小包食盐 10%以内, 工业盐 30%-50%
安琪酵母	2021年9月	大包装干酵母	6000-8000 元/吨
	2021年11月	脱模油、鸡精系列产品等	2000-5000 元/吨
		无铝害油条膨松剂、馒头和面包改良剂	1000-3000 元/吨
梅花生物	2021年11月	味精、苏氨酸	较2021年三季度上涨20%左右
老干妈	2022年3月	部分产品	5%-15%

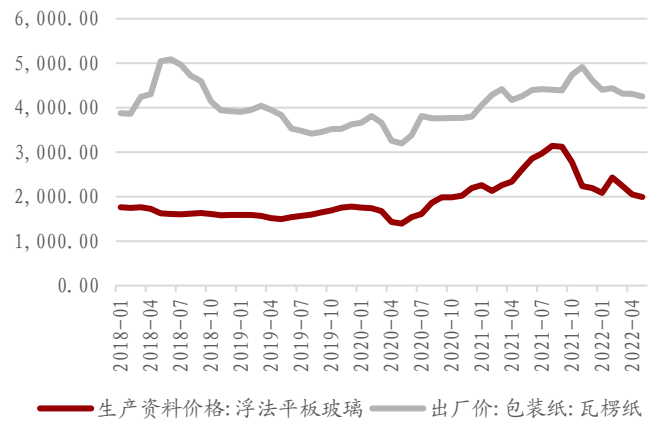
资料来源: 公开资料整理, 公司公告, 万联证券研究所

图表84: 原材料(大豆、豆粕)价格走势



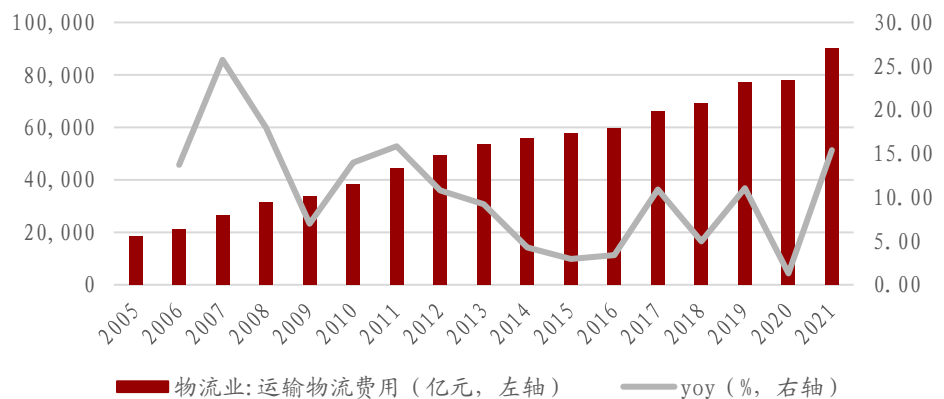
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表85: 包材(玻璃、瓦楞纸)价格走势(元/吨)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表86: 运费物流费用走势图



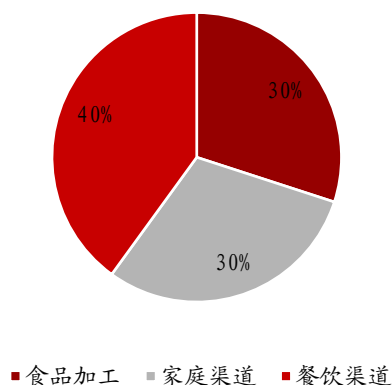
资料来源: wind, 万联证券研究所

行业需求: B端关注行业增量, C端看好行业升级

B端: 粘性更大, 餐饮业快速发展创造增量空间。B端包括食品加工和餐饮渠道, 总占比接近70%。餐饮渠道使用调味品的量普遍比家庭端多30%-40%, 且90、00后相比上一代人更愿意就外用餐, 我国餐饮业有望持续扩容, 上游调味品板块将持续受益。B端更关注性价比, 且口味转换成本高导致产品粘性大, 能一站式解决调味品需求的大厂商更易获得青睐。

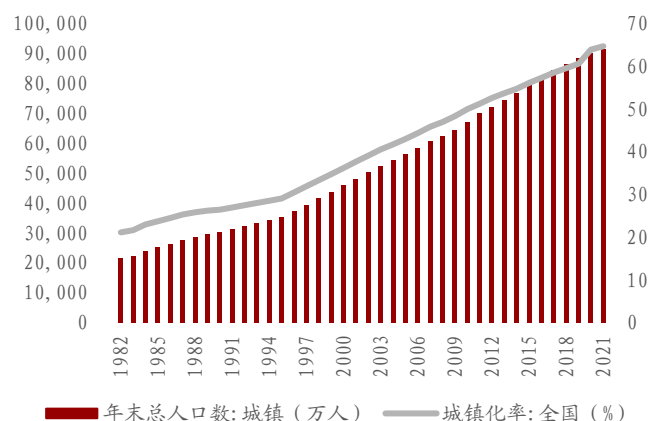
C端: 需求稳中向好, 看好产品升级。我国调味品市场C端占比30%左右, 需求更具刚性, 使用产品更加多元化。从量上来看, 随着我国城镇化率仍处于稳健上升通道, C端需求量有望进一步增加。从价上来看, C端相比B端更关注品牌知名度以及健康、便捷、有功能性的产品, 通过产品升级间接提价将是未来的看点之一。

图表87: 调味品渠道占比



资料来源: 前瞻产业研究院, 万联证券研究所

图表88: 我国城镇化率仍将提高



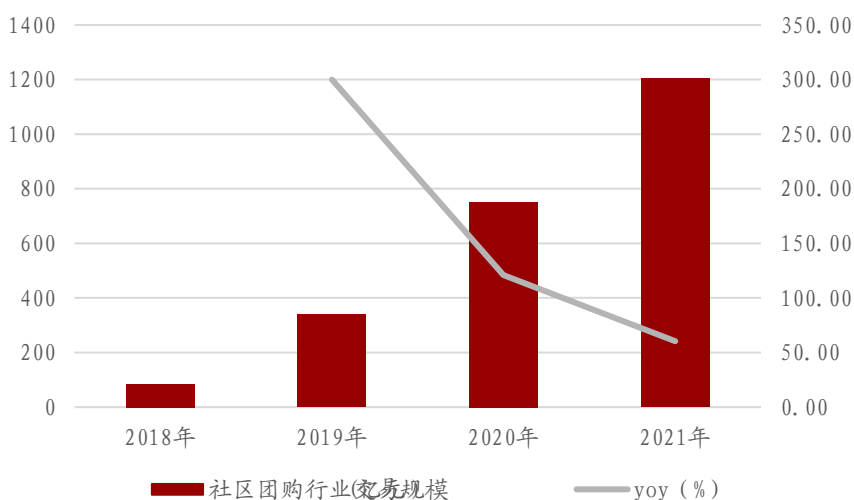
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

渠道布局: 社区团购成为行业趋势, 龙头积极布局

社区团购成为零售行业新趋势。2018-2021年间, 社区团购交易规模迅速提升, 社区团购成为零售行业新趋势。但各大平台为抢占用户流量进行了大量促销活动, 在价格优惠和购买便利的双重优势下, 新渠道对商超渠道的调味品销售产生了巨大冲击。叠加新冠疫情影响, 商超、农贸市场等多数传统调味品零售终端歇业, 传统零售渠道受到较大影响, 社区团购正加速成为调味品销售重要渠道。

调味品龙头积极布局新零售渠道, 龙头企业市场份额有望提升。面对新渠道兴起带来的挑战, 龙头企业正积极采取行动布局新渠道。以龙头海天味业为例, 公司已于21年5月成立社区团购部门对接。目前, 社区团购交易规模增速下降, 社区团购进入加速洗牌阶段, 当前社区团购等新渠道的低价冲击减弱, 产品价格向传统渠道的价格回归。由于龙头企业往往率先布局新渠道, 并具备优秀的管理能力以及深度覆盖全国各地销售网络, 社区团购等新零售渠道与头部品牌的强强联手正加速头部企业市场份额集中。

图表89: 2018-2021年社区团购行业交易规模及同比增速



资料来源: 网经社“电数宝”, 万联证券研究所

图表90: 2021年调味品主要企业社区团购渠道布局

企业	布局时间	合作方式	其他措施
海天味业	2021.05	指定经销商指定产品做，设立价格限制	1.成立社区团购部门对接； 2.同美团合作出品专款联名产品； 3.社区团购第一大调味品品牌，部分平台销量占比超40%
恒顺醋业	2021.05	指定经销商指定产品做	1.设定最低零售价； 2.对接经销商做社区团购； 3.布局美团、美团优选、多多买菜等平台
涪陵榨菜	2021.05	与兴盛签约、内部设有专门部门	1.在社区团购极大平台均有布局； 2.对接经销商基本实现小型社区平台全覆盖； 3.设专人监控社区团购产品价格，价格过低会停止向经销商供货； 4.直接与大型社区团购凭条合作
千禾味业	2021.06	直接合作、指定经销商并存	1.将社区团购业务归由电商负责人分管； 2.对布局经销商； 3.平台压价向经销商让利以助力社区团购多中心建设
中炬高新	2021.07	指定经销商指定产品	1.成立电商出口部负责社区团购相关业务； 2.专供定制产品，签订框架协议，提供各种支持服务； 3.以数字化手段严查窜货

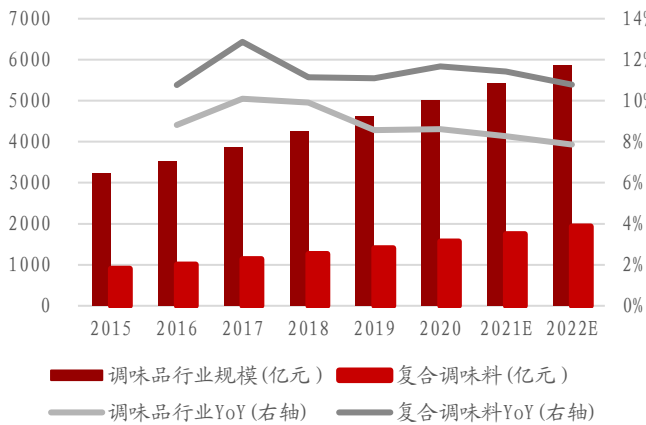
资料来源：草根调研，万联证券研究所

4.2.3 细分赛道推荐：复合调味品前景广阔

复调市场增速高于行业增速，企业积极抢占份额。Frost & Sullivan数据显示，2020年复合调味品市场规模已经达到1565亿元，随着标准化和连锁化不可逆的发展趋势，当前复合调味品的行业增速高于行业整体增速，且增速差距预计由2016年的1.9%上升至2022年的2.9%。根据Frost & Sullivan数据，当前颐海国际和天味两家复合调味品龙头企业市占率仅为2.61%和1.37%，复合调味品市场集中度较低。随着复合调味品行业的高速发展，复调赛道有望吸引更多竞争者加入，细分霸主将会逐步涌现。

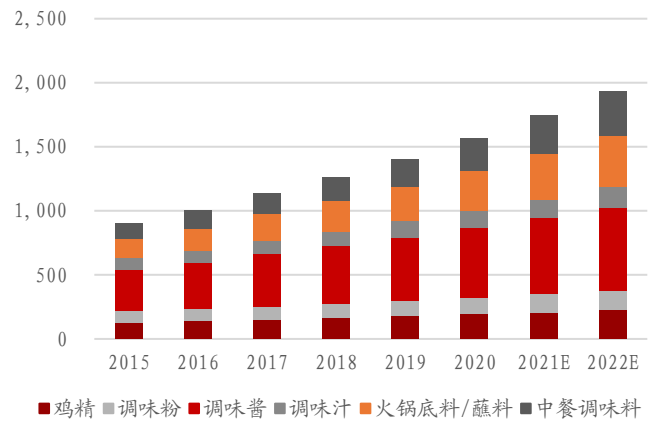
复调细分种类丰富，调味酱占比最高，火锅底料/蘸料与中餐调味料增速领先。从复合调味品细分种类来看，我国最典型的复合调味品主要有鸡精、调味粉、调味酱、调味汁、火锅底料/蘸料以及中餐调味料。细分品类中，调味酱占比最高，预计2022年调味酱占比高达33.45%；火锅底料/蘸料与中餐调味料增速领先，预计2022年增速分别为13.6%、15.0%。聚焦火锅底料市场，预计2022年火锅底料市场规模将会接近400亿元，占整体复调市场的比例仅次于调味酱。受益于火锅等中式菜系风靡全球，以及火锅底料与中餐调味料可以较为完整的还原菜系口味，火锅底料与中餐调味料市场有望进一步扩张。

图表91: 我国复合调味品市场增速高于行业整体增速



资料来源: Frost & Sullivan, 万联证券研究所

图表92: 复合调味品市场细分品类 (亿元)



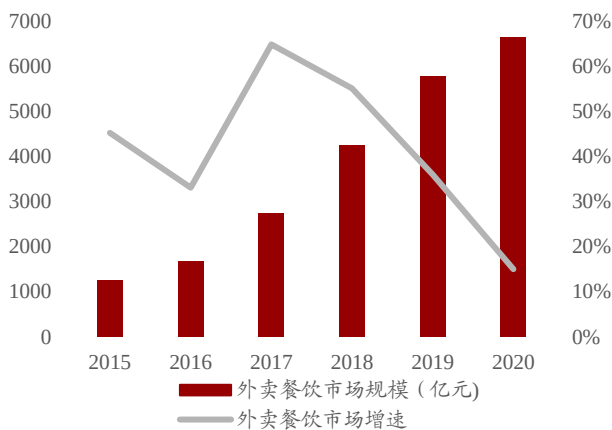
资料来源: Frost & Sullivan, 万联证券研究所

复合调味品切中B/C端多种痛点刚需属性凸显,是我国调味品市场未来发展的重要方向。**B端:**①互联网的普及带动外卖行业的发展,为餐饮行业带来更多的客流和订单,外卖的便捷性和配送时间的重要性要求餐厅加快制作菜品的速度,复合调味品的使用大大节约了烹饪的时间,提高了烹饪效率。②各项成本压力的上升倒逼餐饮企业选择综合成本更低的复合调味品,复合调味品将节省厨师的用人成本以及厨房的空间成本,切中这一痛点。③餐饮行业连锁化趋势日益明显(对标海外仍有较大提升空间),对于口味&用料内部标准化、外部差异化(催生定制需求)、用料安全性的要求进一步提高,进而驱动复合调味品的需求增长。

C端:80/90后逐渐成为厨房的主力军,相比上一代,较快的工作节奏,较大的工作压力导致80/90后烹饪时对简易性和便捷性的要求较高;对口味要求较高但烹饪技能较差的80/90后对复合调味品需求的刚性也逐渐凸显出来。

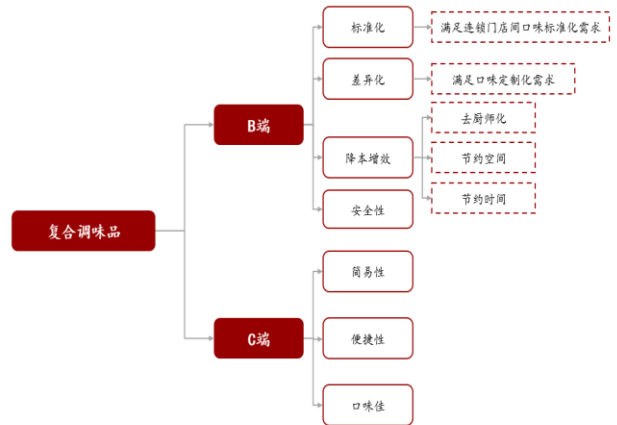
我们认为,在复合调味品准确切中B/C端多个痛点的基础上,需求刚性进一步凸显,我国复合调味品仍处于成长期,除了老牌复合调味品企业颐海、天味等之外,如海天、恒顺等传统单一调味品龙头也纷纷入局,未来有望共同发力将市场做大,B端餐饮扩容以及向C端渗透的进程都将加快。

图表93: 我国外卖市场规模及增速



资料来源: 中国饭店业协会, 万联证券研究所

图表94: 复合调味品切中B/C端多种痛点



资料来源: 万联证券研究所

5 投资建议

2022年上半年新冠疫情再度来袭，严峻的防疫形势对居民的消费欲望造成一定损伤，消费市场整体疲软。4月社零同比增速跌至新低，但粮油食品类、饮料类社零同比逆势增长，凸显出食品饮料作为消费必需品的强劲韧性。“民以食为天”，在新冠疫情持续影响国内经济的背景下，“米袋子”、“菜篮子”仍是居民消费的重中之重。基于此，我们推荐以下三条投资主线，①**短期疫情受益**：疫情期间加速催化、成长空间广阔的速冻食品板块；②**中期基本面改善**：高端化趋势持续、夏天旺季即将来临的啤酒板块；提价转嫁能力强、竞争格局优化的乳制品板块；③**长期稳健价值**：头部品牌集中化趋势显著、抗跌能力强的白酒板块；必需品属性强、盈利空间有待释放的调味品板块。我们认为，近期政府陆续推出稳增长、促消费政策，疫情常态化下消费有望逐渐复苏。前期食品饮料龙头高估值已被市场充分消化，板块估值与业绩双杀的至暗时刻已过，优质赛道的食品饮料由于调整较多已经具备性价比。在新冠疫情形势仍存在较大不确定性的环境下，食品饮料作为消费必选品韧性十足，业绩确定性强。建议关注高端、次高端白酒公司，以及啤酒、乳制品、调味品、速冻食品等行业细分龙头的投资机会。

6 风险因素

- 1.政策风险**：食品饮料中的诸多板块，如白酒等，与政策关联度较大，限制或管控相应产品于某些消费场景的消费将会带来较大的行业调整。
- 2.食品安全风险**：食品安全是消费者关注的重中之重，消费者对出现食品安全问题的产品及公司甚至行业的信任度及消费意愿将大幅下降。
- 3.疫情风险**：虽然目前我国疫情已经基本得到控制，但是仍面临不确定的外部环境以及疫情防控常态化的风险，或影响经济修复和食品饮料供需。
- 4.经济增速不及预期风险**：白酒等子板块仍有一定的周期性，提示经济增速不及预期的风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场