



► **行业营收利润保持双位数增长，展现消费韧性。** 2021 年食品饮料行业（中信一级，下同）实现营收 8943.13 亿元，同比增长 14.32%，归母净利润 1566.57 亿元，同比增长 12.44%；2022 年一季度实现营收 2660.97 亿元，同比增长 10.05%，归母净利润 596.71 亿元，同比增长 17.95%，其中白酒、啤酒、乳制品板块表现较好。以营收、利润占比最高的白酒为例，2021 年酒企现金回款整体达 3602.7 亿元，同比增加 27.2%，合同负债合计 651.6 亿元，同比增加 38.2%。其中，次高端酒与高端酒整体增幅较大，为后续业绩增长提供“蓄水池”，同时 22Q1 白酒酒企整体实现营收 1127.6 亿元，同增 19.4%，实现归母净利润 449.3 亿元，同增 26.3%，增长提速，展现消费韧性。

► **需求减弱、成本上行，企业分化加剧，龙头更加稳健。** 疫情下消费场景缺失，以及居民消费意愿下滑使得消费行业增速放缓，同时大宗商品价格持续上行，企业成本端压力陡增，2021 年除乳制品及啤酒外，各子行业净利率平均下滑 1-3pct。2022 年一季度，各企业分化加剧，一季报营收下滑企业 30 家，占比 24.39%，利润下滑企业 65 家，占比 52.85%。行业龙头企业在渠道、品牌等方面优势明显，抢占中小企业市场份额的结构性增长仍在持续，也可以通过规模效应及原材料锁价缓解成本压力，经营更加稳健。

► **白酒行业延续高景气，龙头企业保持快速增长：**白酒行业延续高景气，龙头企业保持快速增长，消费升级大趋势不变，推动产品结构升级、毛利率上行，行业费用投放精细化推动费用投放效率上行，2022 年改革红利带动茅台、洋河业绩边际提速；疫情对白酒行业二季度影响或可通过业绩平滑、消费场景回补等方式进行调整，整体影响可控，我们持续推荐确定性高的高端白酒：贵州茅台、五粮液、泸州老窖及区域龙头酒企古井贡酒、山西汾酒、迎驾贡酒、洋河股份等，同时建议关注次高端白酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊等成长性。

► **啤酒行业高端化趋势不减：**2021 年主要企业高端产品销量增长均大幅超过行业平均水平，企业吨价持续提升；同时啤酒企业有望通过提价，控费以及生产优化对冲原材料成本上行，企业盈利能力将保持稳健增长。短期疫情对啤酒消费场景有较大影响，但随着进入消费旺季以及疫情控制，啤酒行业景气向上弹性较大，维持板块化推荐，优选龙头企业：青岛啤酒、重庆啤酒，建议关注华润啤酒。

► **从成本和需求角度优选大众品龙头企业：**大众品在居民需求以及成本端均有压力，龙头企业具有更强的抗风险能力，从营收增长和成本角度推荐两条主线：一是需求相对稳定或企业具有新增长点的优势企业，推荐乳制品龙头伊利股份，瓜子、坚果龙头洽洽食品；二是成本可控或边际改善的个股，推荐涪陵榨菜、安琪酵母。

► **风险提示：**限制性产业政策调整超预期，疫情散点发生及管控影响消费场景恢复，市场动销及主导产品价格不及预期，行业竞争加剧等。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600519.SH	贵州茅台	1,828.38	41.76	49.56	58.40	44	37	31	推荐
000858.SZ	五粮液	162.13	6.02	7.08	8.25	27	23	20	推荐
000568.SZ	泸州老窖	210.73	5.41	6.82	8.09	39	31	26	推荐
600809.SH	山西汾酒	272.00	4.36	6.29	8.50	62	43	32	推荐
002304.SZ	洋河股份	159.06	4.98	6.65	8.32	32	24	19	推荐
000596.SZ	古井贡酒	195.51	4.33	5.99	8.10	45	33	24	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价为 2022 年 4 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师：姚启瑞

执业证号：S0100522040001

邮箱：yaoqifan@mszq.com

分析师：李啸

执业证号：S0100521100002

邮箱：lixiao@mszq.com

研究助理：王玲瑶

执业证号：S0100121070022

电话：010-85127909

邮箱：wanglingyao@mszq.com

相关研究

- 1.民生食品饮料周报 20220502：关注价值边际改善，期待消费场景复苏
- 2.民生食品饮料周报 20220424：疫情拐点逐步显现，关注消费场景复苏预期
- 3.白酒行业专题报告：聚焦“五合营销”，茅台营销改革提速
- 4.民生食品饮料周报 20220417：疫情防控政策陆续落实，坚定板块中长期配置价值
- 5.民生食品饮料周报 20220410：消费场景仍待恢复，关注高股息、低负债、强现金标的

目 录

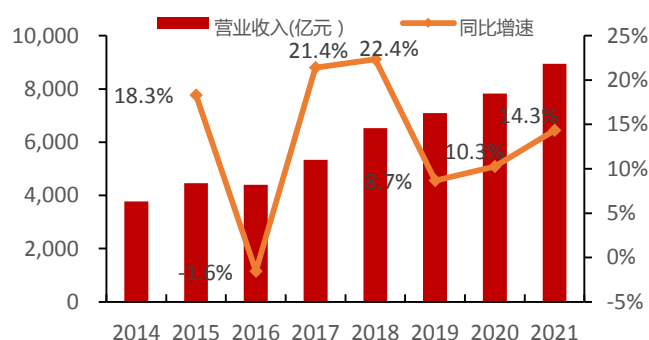
1 2021 年报&2022 一季报回顾：消费行业整体显现韧性，子版块表现分化	3
1.1 2021 年食品饮料行业整体营收、利润双位数增长	3
1.2 2022Q1 白酒提速，板块分化	4
2 白酒“十四五”顺利开局，2022Q1 部分提速	5
2.1 2021 年白酒行业延续高景气	5
2.2 2022Q1 白酒板块均保持强劲增长，部分企业提速	12
3 啤酒高端化加速，有效缓解成本压力	19
4 大众品：需求、成本端均有压力，龙头企业经营更加稳健	22
4.1 乳制品：需求稳定性较强，毛销差有望进一步增加	22
4.2 调味品：行业整体承压，静候边际改善	24
4.3 休闲食品：春节错期扰动收入增速，Q2 有望环比提速	26
4.4 其他食品：龙头企业收入端保持增长，利润端有改善空间	29
5 投资建议	30
6 风险提示	32
插图目录	33
表格目录	34

1 2021 年报&2022 一季报回顾：消费行业整体显现韧性，子版块表现分化

1.1 2021 年食品饮料行业整体营收、利润双位数增长

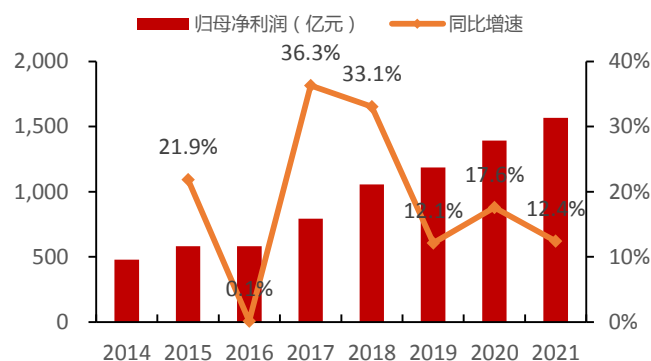
尽管始终受到疫情扰动，但在经济回暖及居民收入增长的基础上，消费行业依然是“长坡厚雪”的赛道，同时龙头企业依托品牌及规模效应抢占中小企业市场份额的结构性增长仍在持续：2021 年食品饮料行业（中信一级行业分类，下同）上市企业 2021 年合计实现营收 8943.13 亿元，同比增长 14.32%，归母净利润 1566.57 亿元，同比增长 12.44%。

图 1：2021 年食品饮料（中信）行业营收增长 14.3%



资料来源：Wind，民生证券研究院

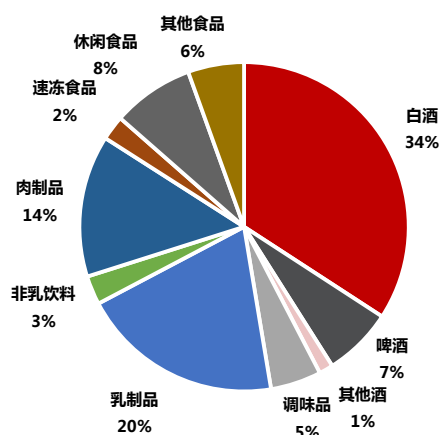
图 2：2021 年食品饮料（中信）行业利润增长 12.4%



资料来源：Wind，民生证券研究院

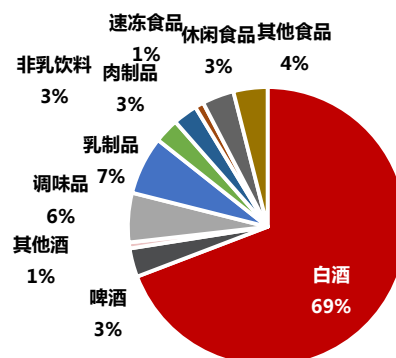
分子版块来看，乳制品和白酒企业共同占据了上市食品饮料企业收入的“半壁江山”，而白酒板块更是凭借超高的利润率水平，创造了行业近 70% 的利润。

图 3：白酒、乳制品子版块收入占比较高



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：白酒板块利润占比近 7 成



资料来源：Wind，民生证券研究院

2021 年，除肉制品由于猪肉价格下跌影响，食品饮料各子版块营收均实现增长，非乳饮料因 2020 年基数较低，2021 年增速较快。但在利润端，子版块表现显著分化：

- 1) 白酒凭借超高的品牌溢价,具有一定奢侈品属性,依然保持了极高的利润率水平,收入、利润增速相当
- 2) 啤酒高端化进程加速,在高端产品放量以及啤酒企业自身降本增效下,盈利能力持续提升,利润增速远超收入增速
- 3) 乳制品行业若剔除 2020 年科迪乳业计提坏账的影响,利润增速约 23%,盈利能力随原奶价格周期波动
- 4) 在成本上涨以及费用投放影响下,其余子行业净利率水平均出现不同程度下滑

表 1：白酒、啤酒、乳制品板块 2021 年增速居前

子版块（中信）	收入增速	利润增速	净利率	净利率同比变动
白酒	+18.04%	+17.74%	35.47%	-0.09pct
啤酒	+10.62%	+28.09%	8.51%	1.16pct
其他酒	+19.20%	-4.81%	8.78%	-2.21pct
调味品	+7.57%	-10.77%	20.08%	-4.13pct
乳制品	+18.54%	+54.62%	5.93%	1.38 pct
非乳饮料	+70.49%	+59.73%	17.69%	-1.19 pct
肉制品	-9.08%	-43.28%	3.55%	-2.14 pct
速冻食品	+27.51%	+8.98%	7.41%	-1.26 pct
休闲食品	+29.53%	-11.62%	8.03%	-3.74 pct
其他食品	+17.84%	-6.14%	12.56%	-3.21 pct

资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 2022Q1 白酒提速，板块分化加剧

2022 年一季报，白酒营收、利润延续增长，并较 2021 年提速，而其余子版块收入均有所放缓，同时成本端压力进一步显现，净利率普遍同比下滑 1-3pct。在疫情影响下，消费场景缺失以及居民收入受损，大众消费品企业收入短期降速不可避免，借此时期对产品结构及渠道建设等方面积极革新将会为长远发展打下坚实基础。利润端，行业格局稳定的子行业可以通过提价等措施传导成本压力，盈利能力表现较优，如啤酒、乳制品。

表 2：白酒、啤酒、乳制品板块增长显著

子版块（中信）	收入增速	利润增速	净利率	净利率同比变动
白酒	+19.42%	+26.28%	39.84%	+2.16pct
啤酒	+7.82%	+19.48%	8.81%	+0.86pct
其他酒	+5.08%	-4.62%	15.81%	-1.61pct
调味品	+1.69%	-7.20%	20.23%	-1.94pct
乳制品	+14.61%	+25.85%	8.42%	+0.75pct
非乳饮料	+37.61%	+7.48%	15.69%	-4.40pct
肉制品	-23.09%	-16.37%	6.13%	+0.49pct
速冻食品	+13.17%	+43.17%	8.38%	+1.76pct
休闲食品	+16.13%	-20.98%	6.40%	-3.00pct
其他食品	+9.70%	-30.44%	12.49%	-7.21pct

资料来源：Wind，民生证券研究院

2 白酒“十四五”顺利开局，2022Q1 部分提速

2.1 2021 年白酒行业延续高景气

白酒延续高景气，次高端白酒高速增长。2021 年白酒上市企业整体营收 3055.5 亿元，相较 2020 年同比增长 18%。2016-2021 五年 CAGR 达 18.5%，延续高景气。其中次高端酒企山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒受益于全国化布局实现高速增长；高端白酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖实现稳健增长；区域龙头酒企洋河股份、古井贡酒、今世缘等受益于产品结构升级，实现高质量增长。

表 3：2021 年酒企业绩统计表（单位：亿元）

公司名称	21 年营收	YOY (%)	19-21CAGR	21 年净利润	YOY (%)	19-21CAGR	五年排名变化
贵州茅台	1,061.9	11.9%	22.3%	524.6	12.3%	25.7%	持平
五粮液	662.1	15.5%	22.0%	233.8	17.2%	28.1%	持平
洋河股份	253.5	20.1%	8.1%	75.1	0.3%	5.2%	持平
泸州老窖	206.4	24.0%	20.0%	79.6	32.5%	32.8%	上升 1 名
山西汾酒	199.7	42.8%	35.3%	53.1	72.6%	54.4%	上升 2 名
顺鑫农业	148.7	-4.1%	5.8%	1.0	-75.6%	-24.3%	下降 2 名
古井贡酒	132.7	28.9%	17.1%	23.0	23.9%	22.6%	下降 1 名
今世缘	64.1	25.1%	20.2%	20.3	29.5%	21.9%	上升 2 名
口子窖	50.3	25.4%	12.2%	17.3	35.4%	17.1%	持平
舍得酒业	49.7	83.8%	27.7%	12.5	114.3%	73.1%	上升 3 名
水井坊	46.3	54.1%	31.5%	12.0	64.0%	39.8%	上升 6 名
迎驾贡酒	45.8	32.6%	8.5%	13.8	45.0%	15.1%	下降 4 名
老白干酒	40.3	11.9%	10.6%	3.9	24.5%	28.6%	下降 2 名
酒鬼酒	34.1	87.0%	39.1%	8.9	81.7%	52.4%	上升 4 名
伊力特	19.4	7.5%	2.7%	3.1	-8.5%	2.5%	下降 3 名
金徽酒	17.9	3.3%	7.0%	3.2	-2.0%	7.9%	持平
金种子酒	12.1	16.7%	-3.3%	-1.7	-339.7%	-257.8%	下降 2 名
天佑德酒	10.5	38.0%	-6.0%	0.6	-154.9%	-21.8%	下降 4 名

资料来源：Wind，民生证券研究院

现金回款同增显著，合同负债整体表现良好。2021 年酒企现金回款整体达 3602.7 亿元，同比增加 27.2%，大部分酒企现金回款均实现显著增长，反映酒企对渠道话语权较强；合同负债合计 651.6 亿元，同比增加 38.2%。其中，次高端酒与高端酒整体增幅较大，反映渠道经销商信心充分，为后续业绩增长提供“蓄水池”。

表 4：2021 年酒企现金回款及合同负债情况（单位：亿元）

公司名称	2021 年现金回款	YOY (%)	2021 年合同负债	同比增加 (亿元)
贵州茅台	1,193.2	+11.5%	127.18	-6.03
五粮液	809.5	+29.2%	130.59	+44.40
洋河股份	368.1	+71.0%	158.05	+70.03
泸州老窖	225.5	+31.2%	35.10	+18.31
山西汾酒	250.5	+84.2%	73.76	+42.69
顺鑫农业	138.9	-21.2%	25.70	-25.18
古井贡酒	155.3	+43.7%	18.25	+6.19
今世缘	85.6	+48.5%	20.67	+9.71
口子窖	48.8	+28.1%	6.77	-0.92
舍得酒业	60.0	+89.1%	6.58	+2.90
水井坊	53.4	+48.3%	9.59	+2.23
迎驾贡酒	52.3	+44.9%	5.97	+1.32
老白干酒	52.4	+27.5%	13.58	+6.51
酒鬼酒	40.8	+81.7%	13.82	+6.62
伊力特	21.6	-8.1%	0.84	-0.06
金徽酒	21.8	+9.5%	3.58	+1.58
金种子酒	13.3	+10.7%	0.98	-0.31
天佑德酒	11.7	+34.0%	0.62	+0.30

资料来源：Wind，民生证券研究院

消费升级拉动产品结构优化，毛利率有所增加。2021 年多数白酒企业受益于白酒行业消费升级，高价位产品占比提升，带动酒企毛利率呈增长趋势。2021 年由于白酒企业规模效应提升，及白酒行业费用投放模式由原本向渠道为主转为向消费者为主，费用使用效率持续提升，多数酒企报表端销售费用率及管理费用率整体呈下降趋势。

表 5：2021 年酒企利润率及费用率情况

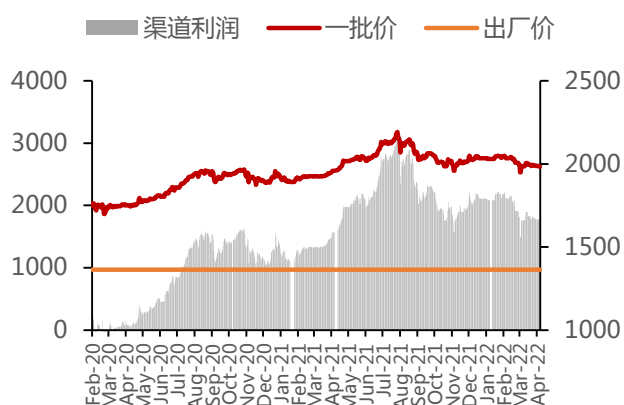
公司名称	毛利率及变动情况	净利率及变动情况	销售费用率及变动情况	管理费用率及变动情况
贵州茅台	91.5% (+0.13pct)	52.5%(+0.30pct)	2.5%(-0.10pct)	7.8%(+0.80pct)
五粮液	75.4%(+1.19pct)	37.0%(+0.53pct)	9.8%(+0.09pct)	4.6%(-0.13pct)
洋河股份	75.3%(+3.06pct)	29.6%(-5.83pct)	14.0%(+1.64pct)	8.2%(-1.19pct)
泸州老窖	85.7%(+2.65pct)	38.5%(+2.67pct)	17.4%(-1.12pct)	5.8%(+0.20pct)
山西汾酒	74.9%(+2.76pct)	27.0%(+4.72pct)	15.8%(-0.45pct)	6.0%(-1.95pct)
顺鑫农业	27.9%(-0.46pct)	0.7%(-2.04pct)	5.8%(-0.48pct)	6.0%(+0.78pct)
古井贡酒	75.1%(-0.12pct)	17.9%(-0.06pct)	30.2%(-0.12pct)	8.1%(-0.10pct)
今世缘	74.6%(+3.49pct)	31.7%(+1.07pct)	15.1%(-2.00pct)	4.5%(-0.41pct)
口子窖	73.9%(-1.27pct)	34.3%(+2.54pct)	12.7%(-0.90pct)	5.5%(-0.78pct)
舍得酒业	77.8%(+1.95pct)	25.6%(+3.11pct)	17.6%(-2.23pct)	12.8%(-0.54pct)
水井坊	84.5%(+0.33pct)	25.9%(+1.56pct)	26.5%(-1.49pct)	7.0%(-2.33pct)
迎驾贡酒	67.5%(+0.40pct)	30.3%(+2.57pct)	9.7%(-2.44pct)	5.4%(-0.68pct)
老白干酒	67.3%(+2.58pct)	9.6%(+0.94pct)	30.7%(+2.32pct)	9.5%(+0.65pct)
酒鬼酒	80.0%(+1.10pct)	26.2%(-0.75pct)	25.2%(+1.98pct)	5.6%(-2.94pct)
伊力特	51.5%(+2.84pct)	16.6%(-2.32pct)	8.0%(+0.89pct)	3.5%(+0.84pct)
金徽酒	63.7%(+1.23pct)	18.2%(-0.99pct)	15.5%(+2.70pct)	12.7%(+0.90pct)
金种子酒	28.8%(+1.07pct)	-13.7%(-20.46pct)	22.6%(-3.46pct)	11.9%(+0.69pct)
天佑德酒	63.1%(-0.96pct)	5.6%(+21.92pct)	25.1%(-15.53pct)	14.2%(-6.31pct)

资料来源：Wind，民生证券研究院

2.1.1 高端白酒：茅台、五粮液增速平稳、老窖保持快速增长

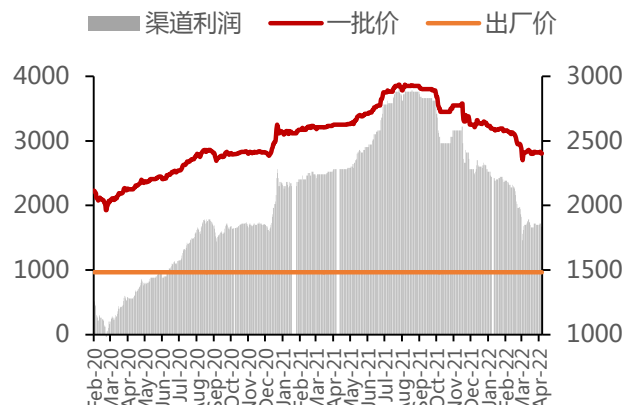
茅台拆箱政策拉高批价，持续推进营销改革。2021年春节，茅台执行拆箱令存清零，致年内整箱、散瓶茅台酒批价大幅上行。2021年9月茅台新董事长丁雄军上任以来，持续推进营销体系改革，取消拆箱令，茅台酒批价逐步回落，当前价格体系相对平稳。2022年，丁雄军董事长提出“五合营销法”，其中提出要实施数字营销法，加快补齐新零售短板，构建和完善数字化营销平台，为茅台市场营销注入新动能。茅台推进线上数字化平台改革，“i茅台”数字营销APP于3月31日上线，或有助于进一步强化渠道管控能力。

图5：飞天茅台（散瓶）一批价及渠道利润（单位：元）



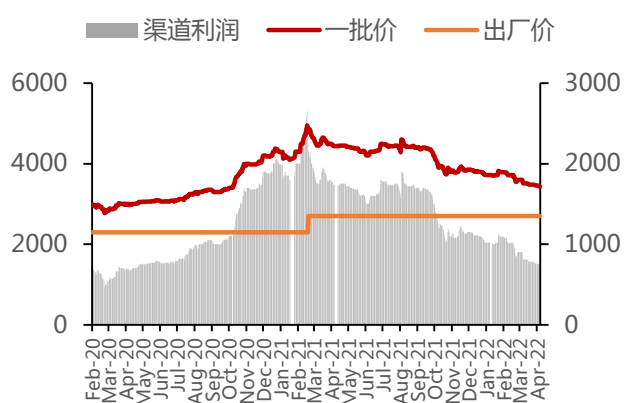
资料来源：今日酒价，民生证券研究院

图6：飞天茅台（整箱）一批价及渠道利润（单位：元）



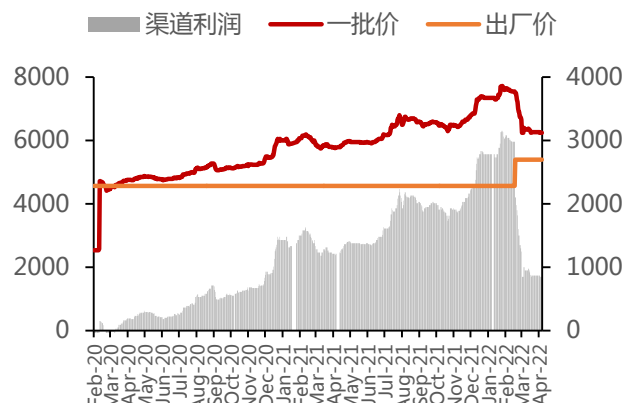
资料来源：今日酒价，民生证券研究院

图7：精品茅台一批价及渠道利润（单位：元）



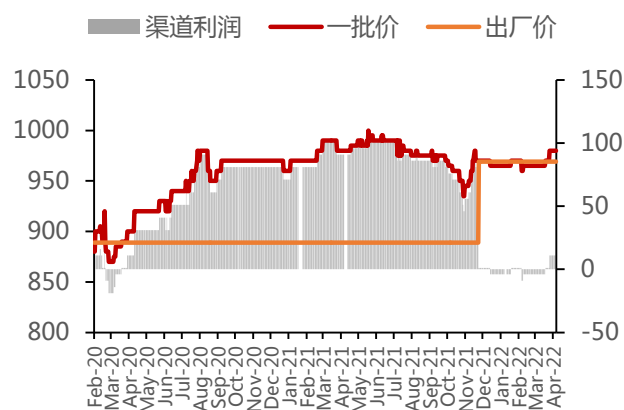
资料来源：今日酒价，民生证券研究院

图8：茅台陈年15一批价及渠道利润（单位：元）

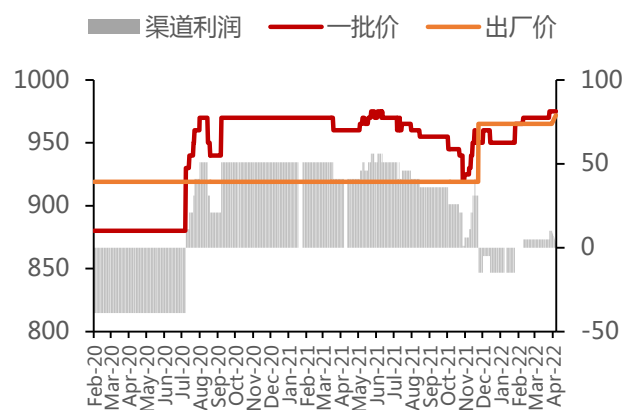


资料来源：今日酒价，民生证券研究院

五粮液主品牌平稳增长，系列酒贡献高增。当前高端白酒需求端稳步增长，千元价位供需均衡，五粮液品牌力领先，2021 年主品牌报表端销量增长预计低于市场实际投放量，整体实现价稳量升，终端动销再创新高，量价关系争取良性。系列酒贡献高增长，主要系五粮春收回酒厂换代提价贡献，根据五粮液 1218 大会反馈，2021 年系列酒清理、清退总经销品牌 7 个，产品 509 款，品牌产品数量均压缩 80%，向自营品牌、中高价位品牌、优质品牌三个聚焦更加明显。当前普五一批价约 980 元，淡季稳步上行，战略产品经典五粮液成功导入市场，占位 2000 元价格带，预计公司有望持续受益于高端酒结构性繁荣趋势稳健增长。

图 9：普五一批价及渠道利润（单位：元）


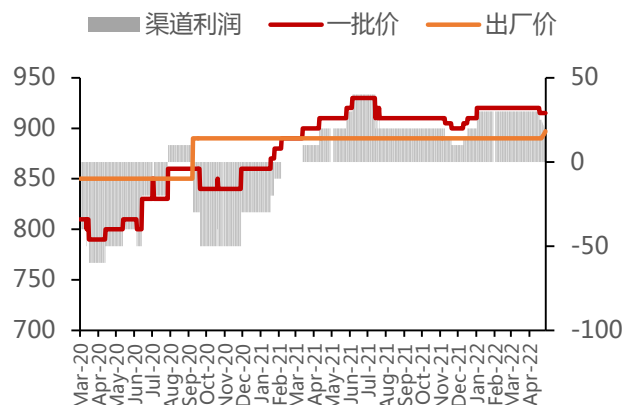
资料来源：今日酒价，民生证券研究院

图 10：五粮液 1618 一批价及渠道利润（单位：元）


资料来源：今日酒价，民生证券研究院

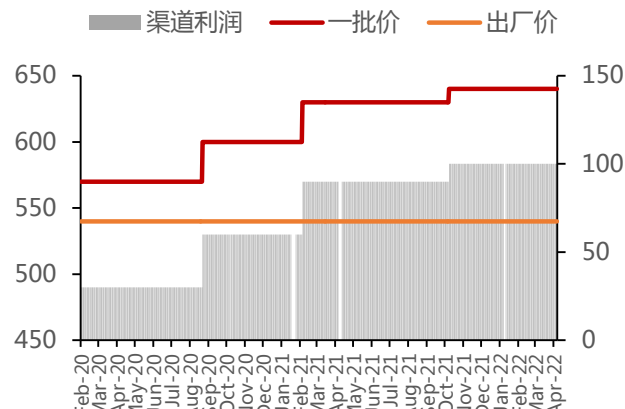
泸州老窖大单品延续高增长，费用率下行释放利润弹性。2021 年，公司坚定贯彻“精准营销拓市场”的发展要求，推动经营规模和盈利水平的良性增长，其中预计低度国窖为主要增量来源。受益于国窖 1573 规模增长及次高端大单品老特曲恢复性增长，国窖品牌力持续提升，2021 年公司销售费用实现规模效应，稳步下行 1.12pct，利润弹性有所释放。

图 11：国窖 52 度一批价及渠道利润（单位：元）



资料来源：今日酒价，民生证券研究院

图 12：国窖 38 度一批价及渠道利润（单位：元）

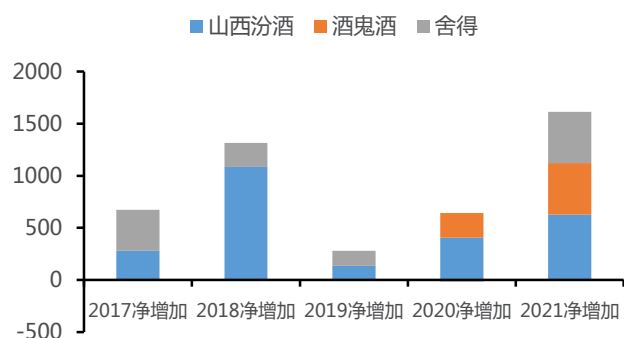


资料来源：今日酒价，民生证券研究院

2.1.2 次高端享受全国化扩张红利，实现高增长

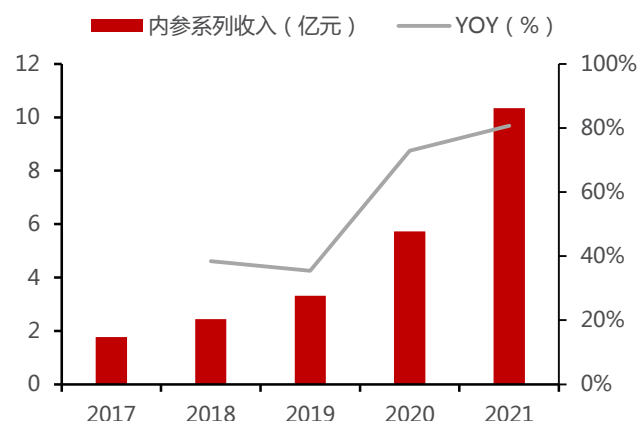
充分享受全国化扩张红利，次高端维持高速增长。2021 年，山西汾酒实现白酒销量 15.1 万吨，吨价同增 15.18%，产品结构显著提升，青花系列产品实现快速增长；公司省内/省外经销商数量分别增加 83/545 个，省外持续招商，全国化拓展稳步推进。舍得坚持“老酒战略”，受益于 300-800 元次高端价位段持续扩容，核心大单品品味舍得实现高增长；公司加快品牌全国化布局，传统强势市场增量良性、价盘稳固、库存合理；2021 年净增 491 家经销商，加速推进双品牌全国化布局。酒鬼酒千元价位大单品内参业绩接近翻番，低基数下实现高增长；公司努力做强大本营市场，深度开展全国化布局，提升千万级大商占比，实现经销商质量数量双重增长。

图 13：近年次高端酒企经销商数量变化情况（单位：个）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图 14：酒鬼酒内参系列维持高增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

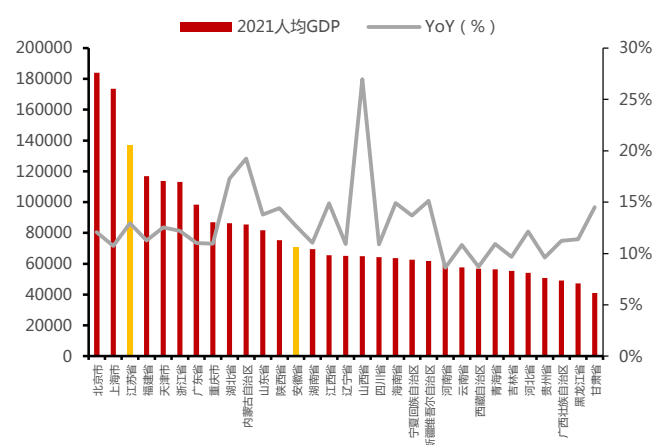
2.1.3 区域龙头均实现较好增长，江苏安徽经济拉动消费升级

安徽、江苏省经济发展水平（人均 GDP、人均可支配收入）显著优于全国平均水平，消费升级趋势延续，区域白酒企业收入端均实现较快增长；部分区域酒企顺应消费升级，产品结构提升带动业绩快速增长。

苏酒板块：洋河重回快速增长，今世缘保持稳健增长。2021 年洋河聚焦梦 6+ 大单品，精耕省内外渠道，受益于产品结构升级及数字化营销改革红利兑现，公司业绩快速增长（2021 年公司实现营业收入 253.5 亿元，同增 20.1%），超额完成年度收入任务（2021 年公司股权激励考核目标营业收入同增 15%）。今世缘 2021 年特 A+ 类产品收入增速 35.7%，收入占比 65.3%，产品结构延续提升，次高端以上产品 V 系及四开保持高质量增长；加速区域拓展及省外扩张，保持增量市场稳健增长。

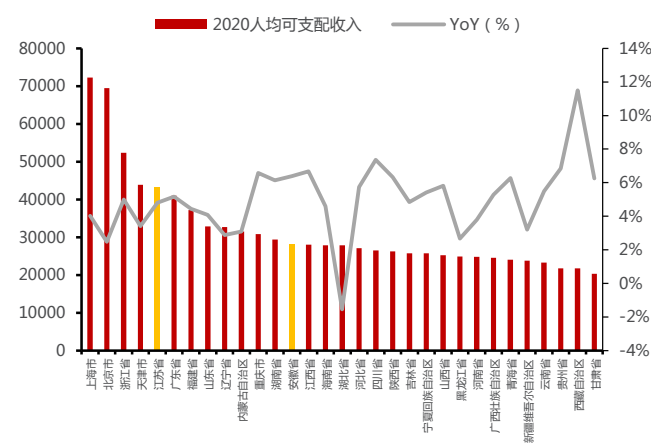
徽酒板块：古井延续较快增长，迎驾释放利润弹性，口子窖保持稳健增长。古井不断推进次高端战略，古 8 及以上次高端价位产品实现较快增长，预计产品结构延续提升；黄鹤楼在低基数下实现高增。迎驾贡酒围绕“223”营销战略，聚焦生态洞藏系列；针对性匹配烟酒行、宴席、酒店、团购等渠道操作方案，积极拓展安徽省内外市场，“量价”复合增长势能强劲，全年业绩符合我们此前预测。口子窖深化推进渠道改革和组织架构调整，受益域内经济高成长带来的消费扩容及公司产品矩阵持续优化，实现稳健业绩发展。

图 15：2021 年全国各省人均 GDP 绝对值及增速（单位：元）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 16：2020 年全国各省人均可支配收入绝对值及增速（单位：元）

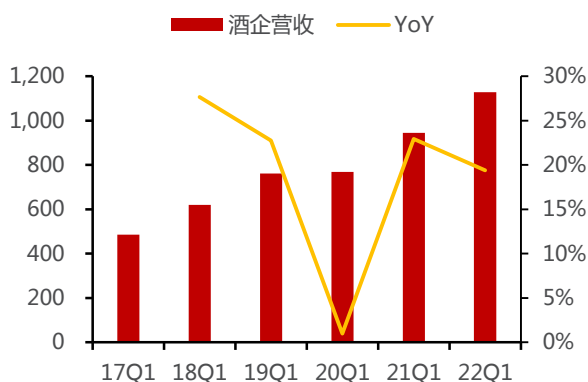


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

2.2 2022Q1 白酒板块均保持强劲增长，部分企业提速

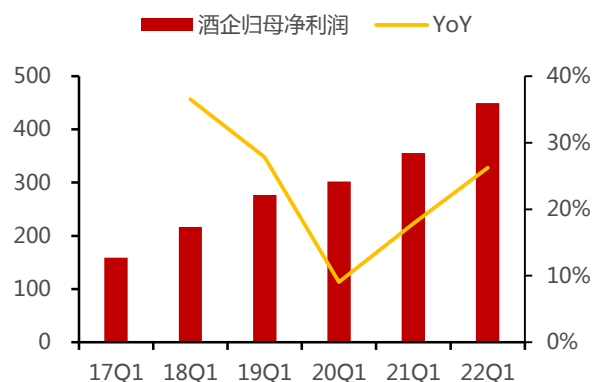
2022 年一季度白酒板块整体增长较为强劲，22Q1 白酒酒企整体实现营收 1127.6 亿元，同增 19.4%，实现归母净利润 449.3 亿元，同增 26.3%，利润端增速更快，主要系白酒行业消费升级趋势延续，酒企产品结构持续升级，叠加费用投放效率持续优化，助力利润端增速快于收入端。

图 17：17Q1-22Q1 酒企营收及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 18：17Q1-22Q1 酒企归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

2022 年一季度白酒企业现金回款整体达 921.7 亿元，同比增加 10%，增速较 2021 年放缓，主要系以泸州老窖、洋河股份、舍得酒业等为代表的酒企于 21 年四季度启动开门红打款，现金回款提前确认，五粮液现金回款明显下滑主要系公司增加经销商承兑汇票打款方式；2022 年一季度合同负债合计 399.9 亿元，较 2021 年末减少 252.2 亿元，多数酒企较 2021 年末均出现回落，反映 3 月全国疫情以来，酒企普遍放缓渠道打款节奏，未通过压款压货方式挤占经销商现金，确保经销商现金流稳定及渠道库存良性。

表 6：2022 年 Q1 酒企现金回款及合同负债情况（单位：亿元）

公司名称	2022 年 Q1 现金回款	YOY (%)	2022 年 Q1 合同负债	较 21 年末变动 (亿元)
贵州茅台	314.9	+41.2%	83.2	-44.0
五粮液	137.4	-34.8%	36.1	-94.5
洋河股份	80.1	-15.1%	97.7	-60.4
泸州老窖	75.0	+16.3%	17.6	-17.5
山西汾酒	88.7	+71.9%	38.8	-35.0
顺鑫农业	29.7	-30.9%	13.4	-12.4
古井贡酒	61.7	+54.9%	46.9	+28.7
今世缘	25.6	+21.0%	11.4	-9.3
口子窖	11.4	+3.0%	3.8	-3.0
舍得酒业	18.2	+45.4%	3.9	-2.7
水井坊	13.9	+2.4%	8.4	-1.2
迎驾贡酒	16.2	+36.0%	4.7	-1.3
老白干酒	16.8	+15.2%	20.8	+7.2
酒鬼酒	9.4	+17.4%	6.8	-7.1
伊力特	6.4	+43.5%	1.3	+0.4
金徽酒	8.5	+57.2%	4.0	+0.4
金种子酒	3.3	-9.8%	0.7	-0.3
天佑德酒	4.5	+1.6%	0.4	-0.2

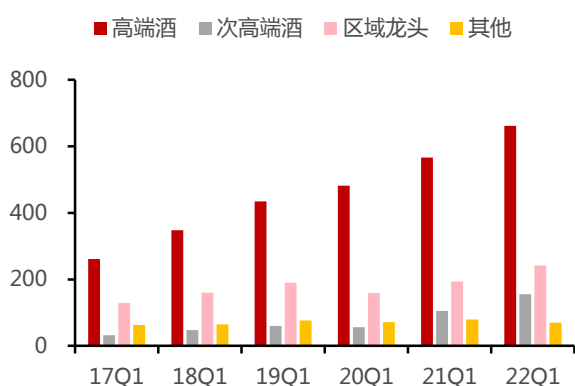
资料来源：Wind，民生证券研究院

2022 年 3 月起受全国范围内疫情反复、多地封控的影响，以宴席、聚饮为代表的白酒消费场景出现一定程度停滞，但由于白酒行业提前打款的运作模式，通常一季度销售收入回款于春节前基本完成，故一季度营业收入基本提前确定，叠加 3 月回款比例通常较低，因此 3 月全国疫情反复基本不对一季度业绩产生影响（2022 年一季度白酒行业收入端延续较好增长），或一定程度影响二季度打款备货意愿。

近期上海疫情有好转趋势，但距离封控解除仍需一定时间，叠加包括北京、郑州在内的全国各地疫情反复之势，五一期间消费场景受一定程度影响。根据我们在此前周报当中针对不同价位特性酒企的测算，假设“高端/次高端/区域龙头酒企五一期间消费分别占二季度消费的 25%/30%/50%，其中宴席场景分别占高端/次高端/区域龙头酒企五一期间消费的 20%/40%/60%”，极端情况下假设“疫情持续时间较长，五一期间宴席场景持续受到管控，且未来难以回补”，则高端/次高端/区域龙头酒企分别损失全年营收的 1.0%/2.4%/6.4%。我们认为，后续疫情得到控制后，宴席、聚饮等消费场景正常化有望加速，二季度白酒消费不必悲观。

分酒企类别来看，2022 年一季度以汾酒、酒鬼酒、舍得为代表的次高端白酒延续快速，22Q1 次高端白酒整体实现营收 155.2 亿元，同比+47.7%，实现归母净利润 51.2 亿元，同比+61.6%。而以茅、五、泸为代表的高端白酒及以洋河、古井、迎驾贡酒为代表的区域龙头酒企分别实现营收 661.6/241.8 亿元，同比分别+16.9%/+24.8%，实现归母净利润 309.4/81.2 亿元，同比分别+21.6%/+29.5%，出于基数较大的原因，增速相对平缓。除此之外，得益于行业内消费升级所带来的高端酒扩容，其他类型酒企业绩也实现平稳增长，22Q1 其他各类酒企实现营收 69.1 亿元，同比-13.2%，实现归母净利润 7.4 亿元，同比+5.9%。

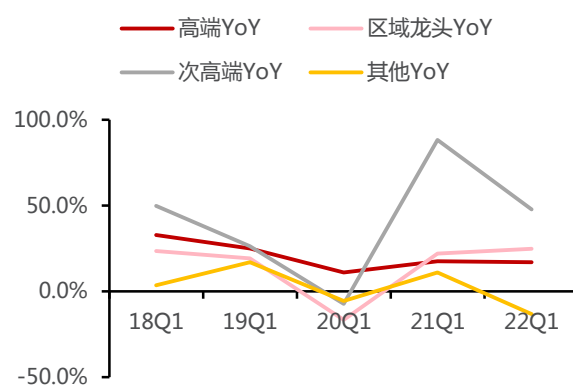
图 19：17Q1-22Q1 各类酒企营收（单位：亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：高端酒为茅台、五粮液、泸州老窖，次高端为山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业、水井坊，区域龙头酒企为洋河股份、古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖、今世缘，其他主要指除上述酒企以外的 A 股上市的其他白酒企业

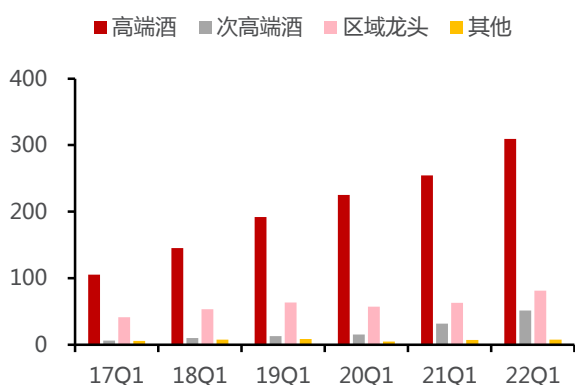
图 20：17Q1-22Q1 各类酒企营收增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

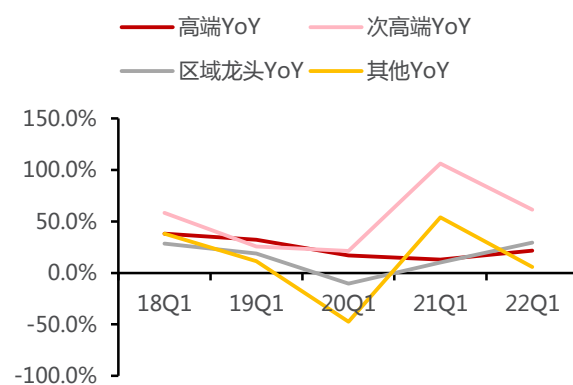
高端酒为茅台、五粮液、泸州老窖，次高端为山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业、水井坊，区域龙头酒企为洋河股份、古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖、今世缘，其他主要指除上述酒企以外的 A 股上市的其他白酒企业

图 21：17Q1-22Q1 各类酒企归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 22：17Q1-22Q1 各类酒企归母净利润增速



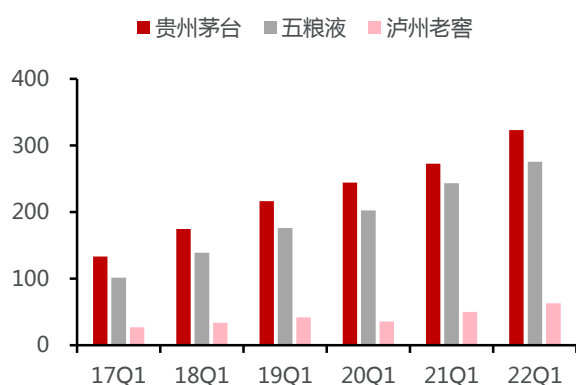
资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2.1 高端酒：茅台提速，推进营销改革

2022 年一季度，茅台、五粮液、泸州老窖营收增速分别实现 +18.4%/+13.3%/+26.1%，同比变动+6.7/-6.9/-14.7pct，归母净利润增速分别实现+23.6%/+16.1%/+32.7%，同比变动+17.0%/-4.9%/+5.8pct。五粮液增长较为稳健，泸州老窖基数较低，保持了较快增速，而茅台增长则实现不断提速。自 21 年 9 月以来，茅台积极推进营销体系与价格体制改革，通过库存清零、空瓶换购以及“开闸放量”；取消入住茅台酒店即有购酒资格的规定；全面取消“拆箱令”等落实“控价”举措，

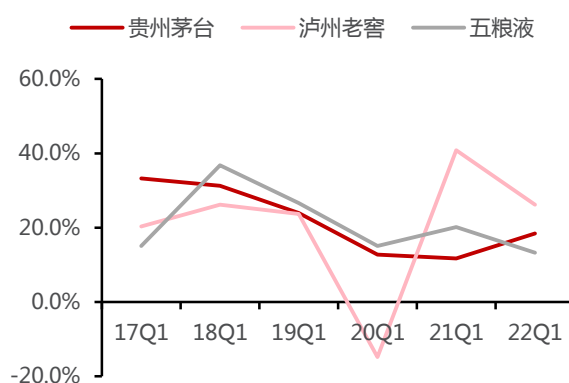
2022 年一季度，茅台酒实现销售收入 288.6 亿元，同增 17.4%，系列酒实现销售收入 34.3 亿元，同增 29.7%，直销渠道实现销售收入 108.9 亿元，同增 127.9%，直销占比 33%，同增 15pct，预计直销占比仍将延续提升，助推茅台酒吨价持续上行。一季度茅台酒受益于直销渠道翻倍增长、直销占比较 21 年同期显著提升，预计茅台酒吨价持续上行，系列酒预计受益于茅台 1935 投放、实现快速增长。

图 23：17Q1-22Q1 高端酒营收（单位：亿元）



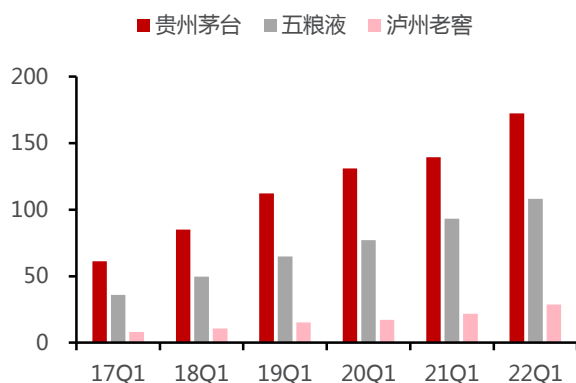
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 24：17Q1-22Q1 高端酒营收增速



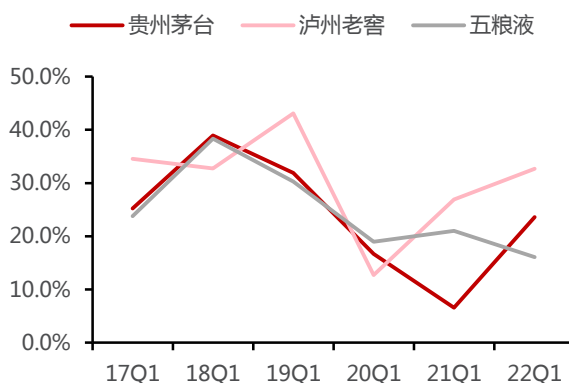
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 25：17Q1-22Q1 高端酒归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 26：17Q1-22Q1 高端酒归母净利润增速

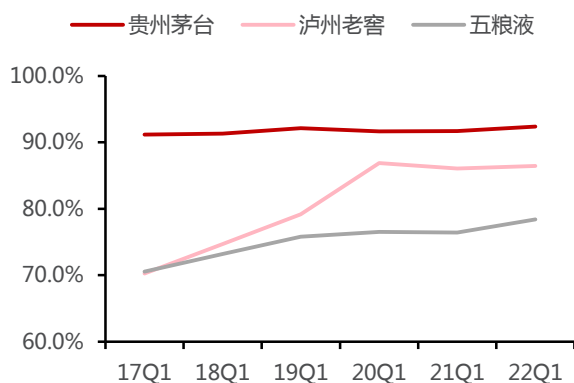


资料来源：Wind，民生证券研究院

费用率及毛利率/净利率情况来看，22Q1 茅、五、泸期间费用率分别为

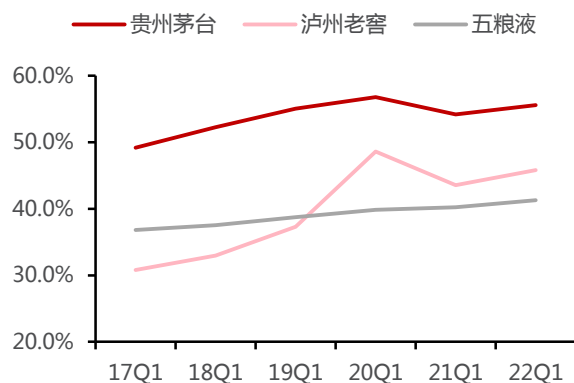
7.3%/9.3%/14.7%，同比分别 -0.9/-0.01/-1.9pct，毛利率分别为 92.4%/86.4%/78.4%，同比分别 +0.7/+2.0/+0.4pct，净利率分别为 55.6%/41.3%/45.8%，同比分别+1.4/+1.1/+2.2pct，泸州老窖费用投放效率持续优化，推动盈利能力持续改善。

图 27：17Q1-22Q1 高端酒毛利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 28：17Q1-22Q1 高端酒毛利率增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

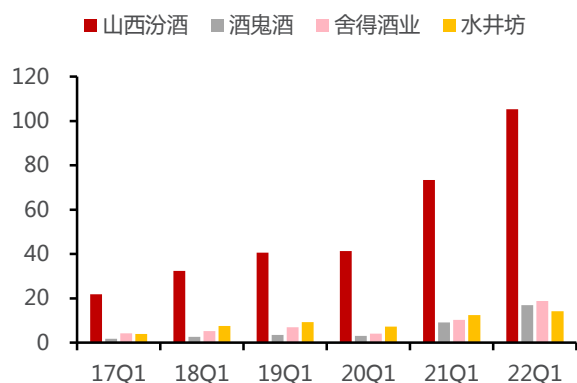
2.2.2 次高端 22Q1 均实现高增长，全国化扩张红利延续

2022 年一季度，山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业、水井坊营收增速分别实现 +43.6%/+86.0%/+83.3%/+14.1%，归母净利润增速分别实现 +70.0%/+94.5%/+75.7%/-13.5%。汾酒、酒鬼酒、舍得次高端全国化扩张红利依旧延续，推动营收/利润高增长。

2022 年一季度山西汾酒毛利率 74.75%，同增 1.21pct，销售/管理费用率分别为 11.15%/2.63%，同降 6.80/0.62pct，净利率 35.40%，同增 5.60pct，利润率实现历史单季度最好水平，反映青花系列结构提升对公司利润产生明显拉动；现金回款 88.72 亿元，同增 71.9%，合同负债余额 38.81 亿元，较 2021 年末下降 34.95 亿元。2021 年及 2022 年一季度公司产品结构持续上行，推动公司毛利率明显上行，费用率形成显著规模效应。

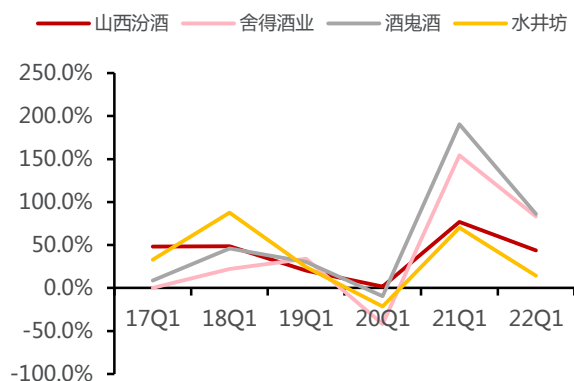
2022 年一季度舍得酒业营业收入实现 18.84 亿元，同增 83.3%，延续快速增长，主要系公司受益于沱牌舍得名酒基因及老酒战略满足消费者“喝的少一点、喝的好一点”的消费诉求，“舍得”与“沱牌”双轮驱动，全国化扩张过程中实现销售规模快速增长。2022 年一季度公司中高档酒实现营收 15.7 亿元，同增 91%，低档酒实现营收 2.08 亿元，同增 98.7%，预计 2022 年大单品品味舍得仍将延续快速增长。沱牌六粮、T68 顺应百元以下价格带“高线光瓶酒”快速发展的行业趋势，高渠道利润推动下公司沱牌系列产品亦有望保持较快增长。

图 29：17Q1-22Q1 次高端酒营收（单位：亿元）



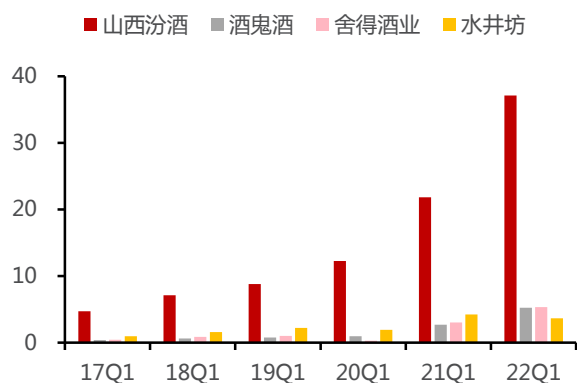
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 30：17Q1-22Q1 次高端酒营收增速



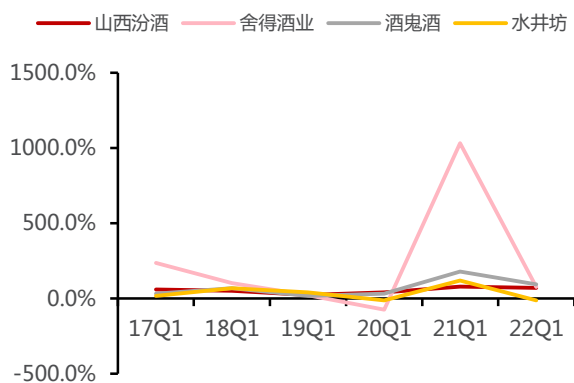
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 31：17Q1-22Q1 次高端酒归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 32：17Q1-22Q1 次高端酒归母净利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

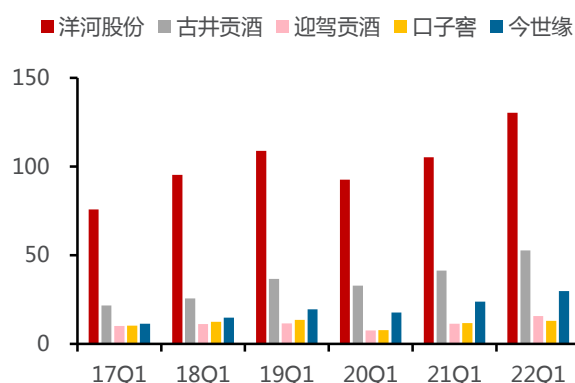
2.2.3 区域龙头增长强劲，洋河收入实现边际提速，改革红利释放

2022 年一季度、古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖、今世缘营收增速分别实现 +23.8%/+27.7%/+37.2%/+11.8%/+24.7%，归母净利润增速分别实现 +29.1%/+34.9%/+49.1%/+15.5%/+24.5%。洋河股份改革红利持续释放，收入/利润实现边际提速。

洋河核心大单品 M6+锚定次高端挑战价位、受益于省内消费升级+省外汇量形成快速增长，22 年以来价盘小幅波动，省内成交价仍维持 600 元+，配额制下库存保持约一个月水平，22 年有望延续快增长，目标百亿大单品。海之蓝即将焕新上市，至此完成蓝色经典所有主导产品“数字化控盘分利营销改革”（除高端事业部 M9 手工班外）；此外双沟 21 年以来独立运作，做深江苏、河南，省外围绕山东、河北开展招商，22 年也将为业绩提供明显补充。公司年报中提出 2022 年 15%收入增长目标，基于一季度快速增长，有望顺利完成全年任务。

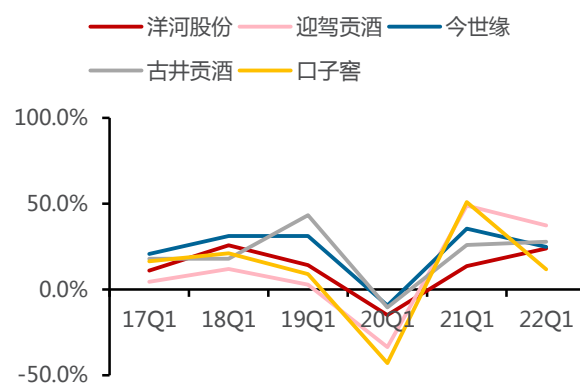
口子窖渠道改革和组织架构调整双轮推进。渠道层面：（1）重塑“1+N 利润共享型”厂商关系，以新产品为抓手，招新商拓团购，实现渠道补全；（2）今年起针对销售团队和经销商实施全线产品考核制：一旦某品类下滑则收回重新招商。组织层面：（1）合肥营销中心进入装修调试阶段，预计 5 月启用，总部已启动属地招聘工作。华东营销中心筹建中；（2）自上而下优化销售队伍，完善考核机制，对过往考核不达标的省级大办经理降级降薪，内部提拔年轻且经验丰富的经理助理上位，提升团队动能、推进组织年轻化。

图 33：17Q1-22Q1 区域龙头酒营收（单位：亿元）



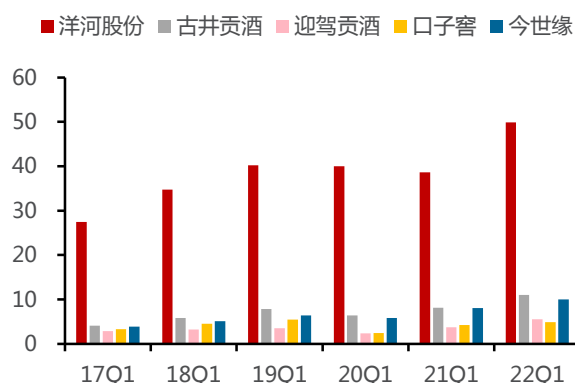
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 34：17Q1-22Q1 区域龙头酒营收增速



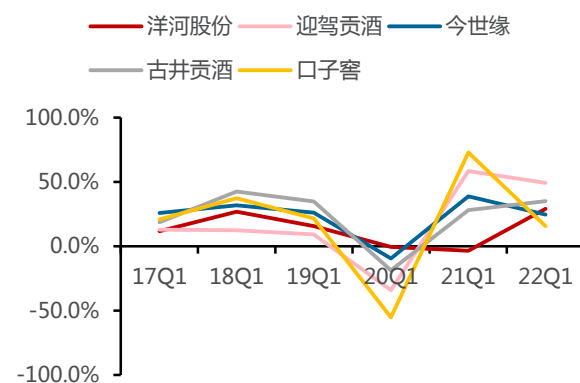
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 35：17Q1-22Q1 区域龙头酒归母净利（单位：亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 36：17Q1-22Q1 区域龙头酒归母净利润增速

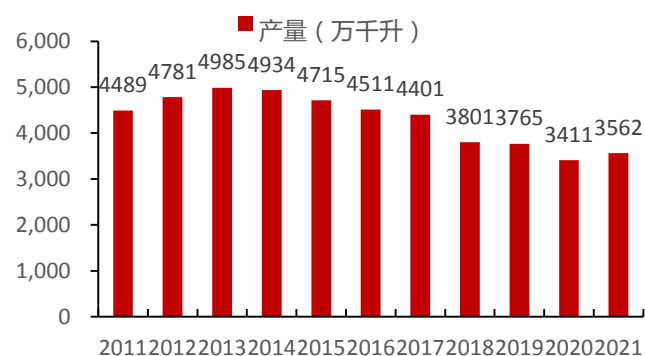


资料来源：Wind，民生证券研究院

3 啤酒高端化加速，有效缓解成本压力

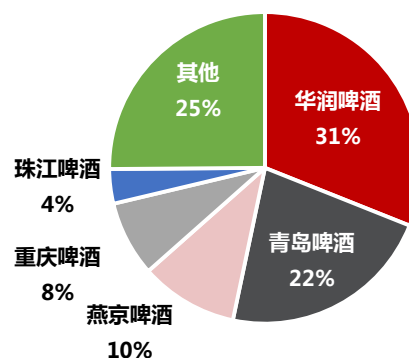
尽管仍受疫情对啤酒消费场景的影响，但高端产品放量带动啤酒行业整体产量增长，结束了自 2013 年以来行业产量连续 7 年的下滑。啤酒竞争格局相对稳定，从销量看，华润、青岛、燕京、重啤、珠啤前五大企业占据约 75% 的市场份额。重庆啤酒在 2020 年完成与嘉士伯中国的资产重组后，发展迅速，2021 年收入端首次超过燕京啤酒，跃居啤酒行业前三甲。

图 37：2021 年中国啤酒行业产量回升



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 38：前五大企业合计销量占比约 75%



资料来源：国家统计局，公司公告，民生证券研究院

2021 年啤酒行业高端化提速，龙头企业高端核心产品/产品矩阵均展现更高的增速，带动企业吨价提升。重庆啤酒高端化领先，在吨价及盈利能力上优于同行业；华润啤酒主流&经济型产品受疫情影响较大，整体销量略有下滑，但在“决战高端”的战略下，次高端及以上产品持续发力，带动企业吨价及盈利能力提升，向上空间较大；青岛啤酒主销区 2021 年受疫情影响较大，但依然实现了量价齐升。

表 7：2021 年啤酒企业高端化提速

企业	总销量增速	高端产品销量增速	吨价 (元/吨)	吨价增速	吨成本 (元/吨)	吨成本增速	净利率	净利率同比
重庆啤酒	+15.09%	+38.47%	4703	+4.18%	2307	+3.48%	18.29%	+2.27pct
青岛啤酒	+1.41%	+14.20%	3804	+7.16%	2407	+13.82%	10.79%	+2.41pct
华润啤酒	-0.36%	+27.80%	3110	+6.31%	1837	+5.23%	13.35%	+6.90pct
珠江啤酒	+6.41%	+103.18%	3362	-5.11%	1888	+6.96%	13.83%	+0.04pct
燕京啤酒	+2.42%	-	3091	+8.39%	1887	+10.64%	2.45%	-0.16pct

资料来源：Wind，民生证券研究院，注：高端产品为各公司主推高端核心产品，各公司定义有所差异

啤酒销售受运输半径限制，啤酒厂分散全国各地，在啤酒行业产量趋稳的背景下，高端化也对啤酒生产提出了更高要求，龙头企业着手优化产能结构，淘汰小规模落后产能，新建大规模高质量的产能：

重庆啤酒近年来高端产品快速上量，区域拓展 2021 年公司加速产能扩产，江苏盐城工厂投产，并计划在广州佛山继续新建 50 万千升啤酒产能，完善产能布局

华润则加速优化现有产能，2021 年关闭了 5 家工厂，并计划未来继续关停 2-3 家，将不断提升产能利用效率。

表 8：2021 年啤酒企业不断优化产能

企业	销量（万千升）	产能（万千升）	产能变化（万千升）	产能利用率
重庆啤酒	278.94	234	33	119.2%
青岛啤酒	793	949	15	83.6%
华润啤酒	1106	1820	-55	60.8%
燕京啤酒	362	620	0	58.4%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

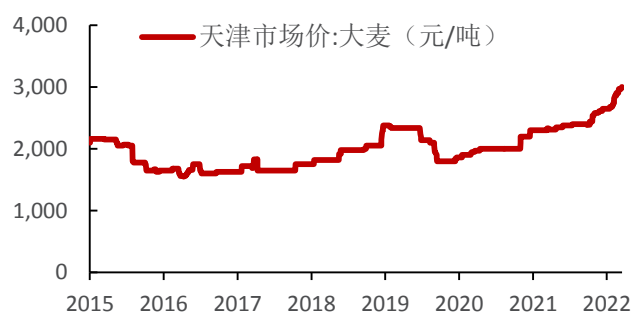
随着行业竞争由以销量、规模为导向转向以品牌、利润、消费者培育为主，啤酒企业费用投放更加有序，在销售费用率及管理费用率上，稳中有降，促进企业盈利能力提升。

表 9：2021 年啤酒企业费用率有所下降

企业	2021 销售费用率	同比变化	2021 管理费用率	同比变化
重庆啤酒	16.87%	-4.19pct	5.18%	-1.84pct
青岛啤酒	13.58%	-4.38pct	5.71%	-0.41pct
燕京啤酒	15.49%	-1.99pct	11.09%	-0.58pct
珠江啤酒	13.03%	+0.38pct	13.77%	+0.14pct
华润啤酒	20.20%	+0.73pct	10.84%	-3.21pct

资料来源：Wind，民生证券研究院

自 2021 年以来，啤酒主要原材料大麦，以及部分包材如铝罐等价格持续上行，叠加人工及运输费用的上涨，啤酒企业 2021 年吨成本出现了 3-10% 的上涨，行业自 2021 年下半年以来集体涨价以应对成本压力。

图 39：大麦价格持续上行


资料来源：wind，民生证券研究院

图 40：金属铝价格持续上行


资料来源：wind，民生证券研究院

2022 年一季度，啤酒生产成本进一步上行，吨成本同比上涨双位数以上，但在提价及规模效应下，啤酒企业依然保持了稳健的盈利水平，龙头企业通过大规模采购以及长单有望锁定原材料成本，成本压力可控。

疫情反复对啤酒消费场景影响较大，3 月行业销量同比下滑约 10%，青岛疫情使得青岛啤酒发货受阻，一季度销量同比略有下滑，提价及产品结构升级带来了吨价的明显提升，行业高端化趋势不减。

表 10：2022 年一季度啤酒企业成本上升明显

企业	总销量增速	吨价（元）	吨价增速	吨成本（元）	吨成本增速	净利率	净利率同比变化
重庆啤酒	+11.69%	4826	+4.86%	2525	11.97%	17.87%	-0.96pct
青岛啤酒	-2.79%	4325	+6.10%	2688	20.18%	12.52%	+0.70pct
珠江啤酒	+5.26%	3713	+7.14%	2213	10.71%	8.74%	-1.00pct
燕京啤酒	+3.45%	3631	+7.94%	2377	7.26%	1.02%	+5.03pct

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 11：2022 年一季度啤酒企业费用率下降

企业	2021 销售费用率	同比变化	2021 管理费用率	同比变化
重庆啤酒	13.71%	-2.54pct	3.98%	-0.86pct
青岛啤酒	14.20%	-8.06pct	3.92%	0.08pct
燕京啤酒	16.07%	-1.82pct	11.39%	-0.80pct
珠江啤酒	11.91%	-1.84pct	15.34%	-1.24pct

资料来源：Wind，民生证券研究院

4 大众品：需求、成本端均有压力，龙头企业经营更加稳健

回顾 2021 年疫情对消费场景以及居民收入增长均产生了不利影响，大众品收入增速整体放缓，但乳制品等具有刚需属性的大众品展现了较强的需求韧性，龙头企业增长优于行业平均水平；随着大宗商品上涨，大众品成本端压力显现，行业竞争格局较好的子行业有望通过提价顺利传导，同时部分原材料价格已出现边际改善，相关公司盈利能力将逐步修复。

4.1 乳制品：需求稳定性较强，毛销差有望进一步增加

通过乳制品 2021 年年报及 2022 年一季报，我们总结出 4 条观点：

1) 整体需求较为稳定：乳制品需求更偏刚需属性，疫情后居民对于乳制品营养价值认知提升，进一步推升乳制品需求。

2) 原奶价格上涨推动竞争边际趋缓：2021 年原奶价格持续上涨，2021 年生乳鲜乳均价为 4.3 元/kg，同比+13.2%，成本压力推动下游竞争趋缓，毛销差扩大，释放利润空间。2022 年 1-4 月生乳鲜乳价格边际下滑，伴随规模化牧场兴建及奶牛补栏，预计全年仍将维持下滑趋势。

3) 各乳企均加大上游牧业发展力度：在原奶紧缺背景下，各乳企均加大上游布局力度，通过并购或自建牧场保障上游供应稳定性。

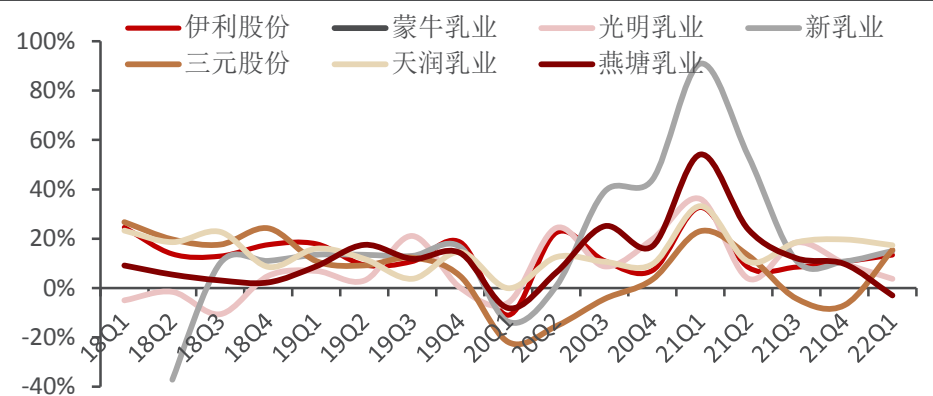
4) 产品结构升级：消费升级及原奶供需缺口情况下，各乳企均加大高毛利的高端产品销售力度，同时规模化牧场的兴建，高品质原奶的供给增加也有力推动产品结构向高端化发展。

收入端，

1) 长期需求较为稳定：乳制品消费存在刚需属性，拉长时间看，整体需求较为平稳。

2) 短期季度间存在波动：21Q1-21Q2 季度增速较大，主因 2020 年年初疫情导致低基数，预计未来疫情影响将会减缓，整体增速更为稳定，同时 2021 年春节备货季更集中于 Q1 也带来一定影响。伴随居民不断追求健康生活方式，预计后续乳制品仍将保持稳定扩容速度。

图 41：乳制品需求较为稳定，疫情短期影响行业增速



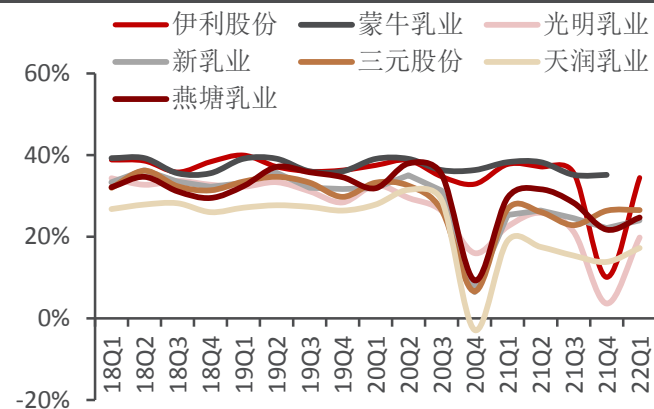
资料来源：wind，民生证券研究院

利润端，毛利率方面：

1) 运输费调整短期影响毛利水平，伊利、光明在 2021 年年末，光明、三元、天润、燕塘 2020 年末将运输费用调整至成本端列示，短期拉低 Q4 毛利率水平。此外，光明 21Q4 毛利率下滑主因将应付客户对价冲减营业收入，以及新莱特高毛利的婴配粉业务占比下滑。

2) 原奶价格上升导致乳制品毛利率下滑，长期来看，饲养成本增加、原奶价格上行导致乳企毛利率普遍处于下滑态势，因此各乳企均减轻空中营销及终端促销搭赠力度，缩减费用以释放利润空间。目前原奶价格已边际下滑，同时奶牛存栏持续补充，预计全年奶价仍将延续下行趋势，利好后续毛利率恢复。净利率方面，受原奶成本压力及阶段性费用投放，如伊利 21Q4 双奥营销等，净利率呈现一定波动趋势。

图 42：原奶价格上涨导致乳制品毛利率有所下滑



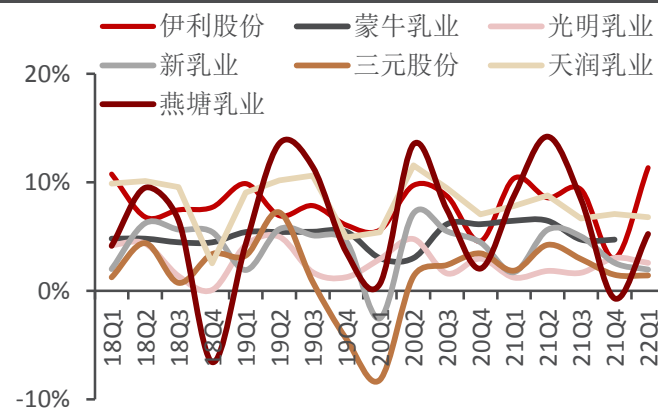
资料来源：wind，民生证券研究院

展望后续，我们认为：

1) 乳制品需求仍将稳定向好发展，乳制品本身具备刚需属性，同时疫情后居民对于乳制品营养价值认知提升，预计后续乳制品需求仍将持续增长。并且伴随消费升级，以及规模化牧场建设，预计乳制品产品结构将向高端化发展。

2) 预计原奶价格边际回落，进一步扩大毛销差，原奶价格上涨推动下游竞争趋缓，目前原奶价格边际下滑，预计将减轻成本压力，进一步释放利润空间。

图 43：成本压力及营销活动导致净利率呈现波动趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 调味品：行业整体承压，静候边际改善

2021 年调味品行业整体承压：成本端大豆等直接原材料以及包材价格持续上行；渠道上，商超客流减少，社区团购冲击传统经销体系；居民消费整体疲软；企业自身新品增长乏力，过多无效费用投入，使得调味品企业 2021 年营收增长放缓，盈利能力普遍下滑。

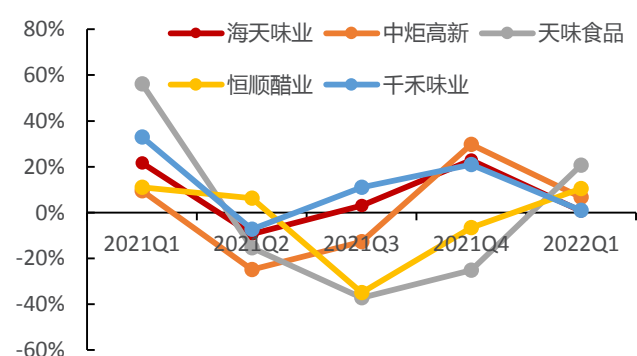
表 12：2021 年调味品企业净利率普遍下滑

企业	收入增速	利润增速	净利率	净利率同比变化
海天味业	+9.71%	+4.18%	26.68%	-1.44pct
涪陵榨菜	+10.82%	-4.52%	29.46%	-4.73pct
中炬高新	-0.15%	-16.63%	15.33%	-3.63pct
千禾味业	+13.70%	+7.58%	11.50%	-0.65pct
恒顺醋业	-6.45%	-62.28%	6.25%	-9.64pct
天味食品	-14.34%	-49.32%	9.10%	-6.30pct
莲花健康	+9.69%	-40.28%	2.37%	-2.28pct
安琪酵母	+19.50%	-4.59%	12.38%	-3.54pct
加加食品	-15.34%	-145.48%	-4.57%	-13.07pct
佳隆股份	+14.99%	+174.04%	9.55%	+5.54pct
仲景食品	+10.95%	-7.33%	14.69%	-2.91pct
日辰股份	+28.57%	+0.05%	24.01%	-6.85pct
安记食品	+30.58%	-14.06%	8.27%	-4.29pct

资料来源：wind，民生证券研究院

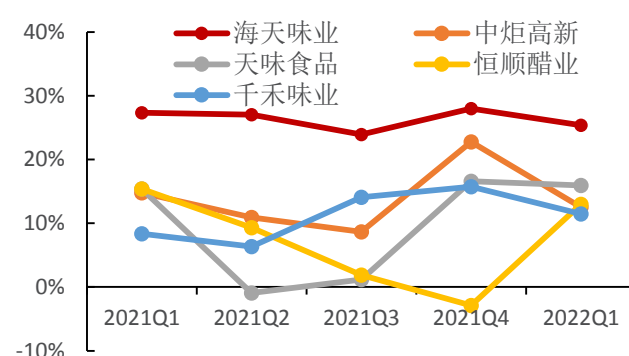
分季度来看，2021 年年中调味品企业营收出现下滑，叠加企业过多的渠道费用投放，部分企业单季度出现亏损，随着渠道库存去化，同时 2021 年下半年，企业通过提价等方式积极改善渠道库存及价盘，出现恢复性增长。

图 44：2021 年调味品单季度营收增长趋缓



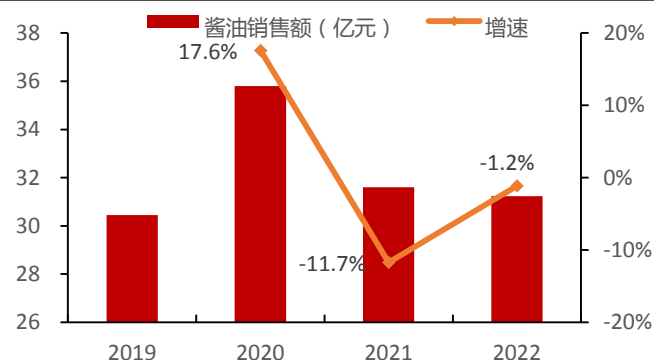
资料来源：wind，民生证券研究院

图 45：2021 年调味品企业单季度净利率波动较大

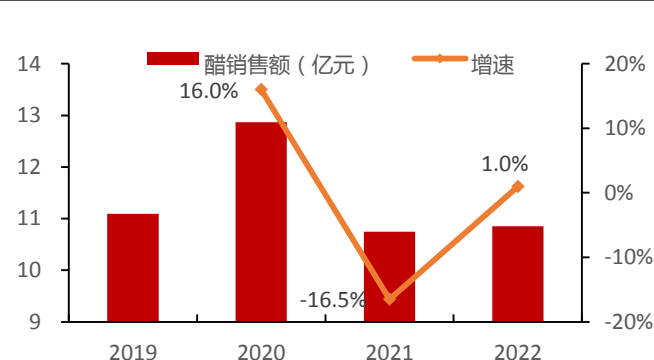


资料来源：wind，民生证券研究院

步入 2022 年，提价逐步落地，春节期间调味品动销保持平稳，以商超渠道为例，酱油、醋等基础调味品（1-2 月数据合计）动销基本恢复至疫情前 2019 年水平。龙头企业海天报表端整体表现更为稳健，在年报中对 2022 年展望及业绩目标也更加务实；天味、恒顺等企业在完成渠道调整后，一季报呈现较好的增长，后续静候行业边际改善。

图 46：酱油商超（抽样）渠道 1-2 月表现平稳


资料来源：萝卜投研，民生证券研究院，注：四年均为 1-2 月合计数据

图 47：醋商超（抽样）渠道 1-2 月表现平稳


资料来源：萝卜投研，民生证券研究院，注：四年均为 1-2 月合计数据

表 13：2022 年一季度部分调味品企业恢复性增长

企业	收入增速	利润增速	净利率	净利率同比变化
海天味业	+0.72%	-6.36%	25.39%	-1.93pct
涪陵榨菜	-2.88%	+5.39%	31.11%	+2.44pct
中炬高新	+6.63%	-9.46%	12.54%	-2.25pct
千禾味业	+0.93%	+38.47%	11.46%	+3.11pct
恒顺醋业	+10.43%	-0.75%	12.99%	-2.41pct
天味食品	+20.60%	+25.27%	15.93%	+0.57pct
莲花健康	+0.72%	+32.80%	3.75%	+0.84pct
安琪酵母	+14.14%	-29.30%	10.45%	-6.46pct
加加食品	+1.11%	-97.79%	0.11%	-8.43pct
佳隆股份	-12.70%	-171.04%	-3.96%	-8.82pct
仲景食品	-3.96%	-58.46%	8.42%	-11.16pct
日辰股份	+7.11%	-7.51%	18.21%	-2.88pct
安记食品	-16.46%	-78.52%	2.67%	-7.72pct

资料来源：wind，民生证券研究院

4.3 休闲食品：春节错期扰动收入增速，Q2 有望环比提速

通过休闲食品 2021 年年报及 2022 年一季报，我们总结出 6 条观点：

1) 春节错期短期影响行业收入增速：22 年春节较 21 年早 11 天，备货节奏不同，导致 21Q4 明显提速，22Q1 相对降速，若合并考虑两个季度，基本实现良好发展。

2) 提价红利将逐步释放：原材料价格上涨推动行业普遍提价，目前提价红利释放将逐步释放，带动盈利能力提升。

3) 渠道多元化发展：伴随直播、新零售等业态快速发展，及线上去中心化影响，销售渠道更加多元化，流量更加碎片化，各企业均加大新渠道布局力度，迈向渠道多元化发展阶段。

4) 社区团购影响减弱，行业正迈向良性竞争水平：21Q2 社区团购快速发展，分流线下 KA 客流，但伴随国家监管力度加强，社区团购补贴力度下滑，利好行业整体良性发展和竞争格局优化。

5) 产品结构改变，小品类企业积极培育第二产品曲线，多品类企业进一步收缩 SKU，实现规模效应与资源集约化发展。

6) 疫情后有望迎来补库存阶段：3-4 月疫情影响下，部分区域发货存在限制，预计物流恢复后，或将迎来补库存阶段。

收入端，21Q4 各企业收入增速均环比提升，主要来自于：

1) 春节错期，春节备货季一般线下 60 天备货周期，线上 40 天备货周期，22 年春节为 2 月 1 日，较 21 年提前 11 天，利好四季度节前备货。

2) 坚果礼快速放量，中国礼赠市场正快速变革，坚果品类具备健康、高端、老少皆宜等特性，正好契合礼赠产品属性，坚果礼盒也迎来快速放量阶段，22 年春节，洽洽、三只松鼠、良品铺子等均加强坚果礼盒营销力度及终端铺货广度，松鼠以坚果礼开拓分销第一站年货节，洽洽伴随 15 日装屋顶盒每日坚果开拓三四线城市，均取得不错效果。

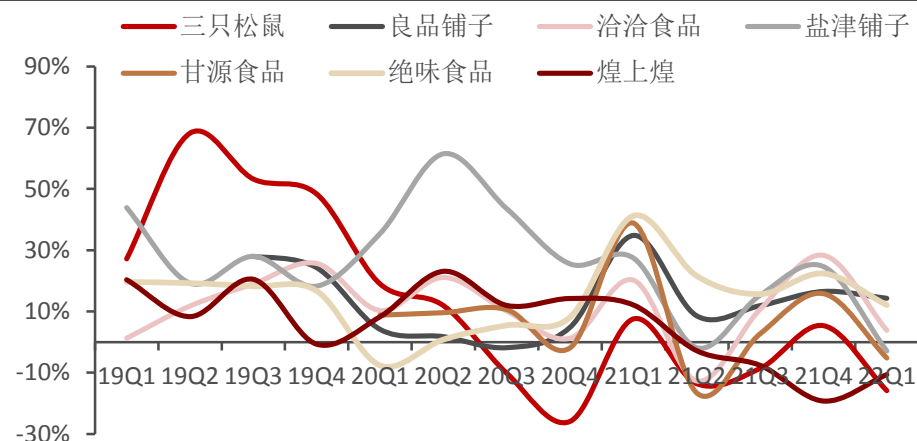
3) 拓展多元化销售渠道，在社区团购、直播等新业务模式推动下，销售渠道更加多元化，流量更加碎片化，各企业积极开拓新的销售渠道，三只松鼠拓展线下分销，盐津拓展定量装进驻流通渠道，洽洽拓展烟酒店、水果店等终端网点，甘源加大线上直播力度等，均有力贡献部分渠道端增量。

22Q1 行业收入增速普遍环比下滑，主因：

1) 春节错期，22Q1 春节备货季同比减少 11 天，导致收入增速同比下滑，但整个备货季表现不错，剔除季节因素，21Q4 及 22Q1 洽洽/绝味/良品分别同比 +17.2%/+17.0%/+15.4%。

2) 3 月疫情，物流限制影响部分区域发货及终端动销。

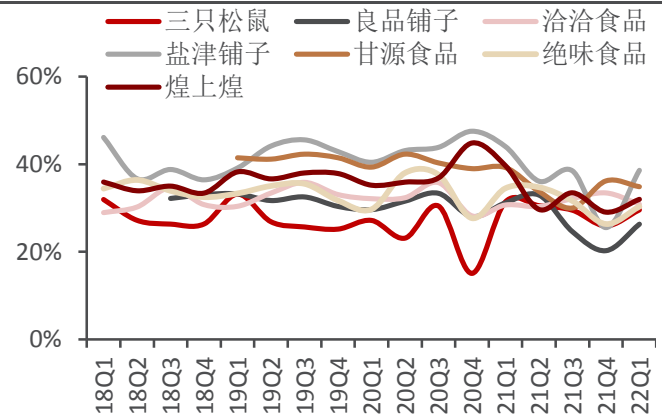
图 48：春节错期导致休闲食品 21Q4 收入增速有所加快，22Q1 增速同比下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

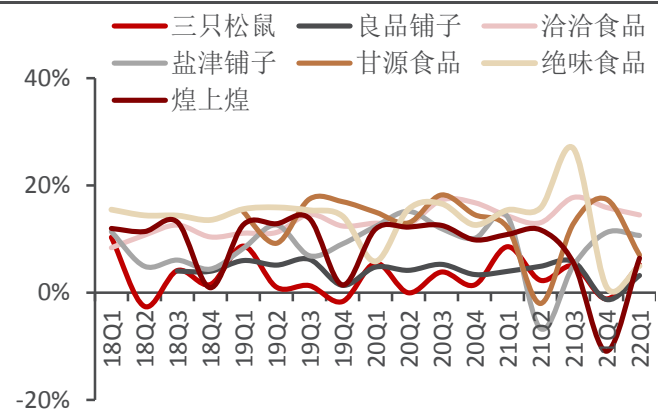
利润端，成本压力下毛利水平出现一定分化，Q4 线上费用投放力度加大影响净利水平。 21Q4 及 22Q1 各企业毛利水平出现一定分化，毛利率的波动一方面来自于会计准则调整，运输费用调整至成本端列示，拉低毛利率水平，各企业调整运费的时间不一致也导致毛利率变动方向有所差异；另一方面行业均面临不同程度的原材料成本上涨压力，在此背景下甘源、洽洽、有友均通过提价来应对成本上涨，三只松鼠优化供应链体系，扩充利润空间。费用方面，2021Q4 开启春节备货季，各企业均加大营销力度，带动年货节销售。21Q4 及 22Q1 受成本压力及费用投放力度增加等因素共同影响，净利率同比略有承压。

图 49：会计准则调整、营销力度加大短期影响毛利水平



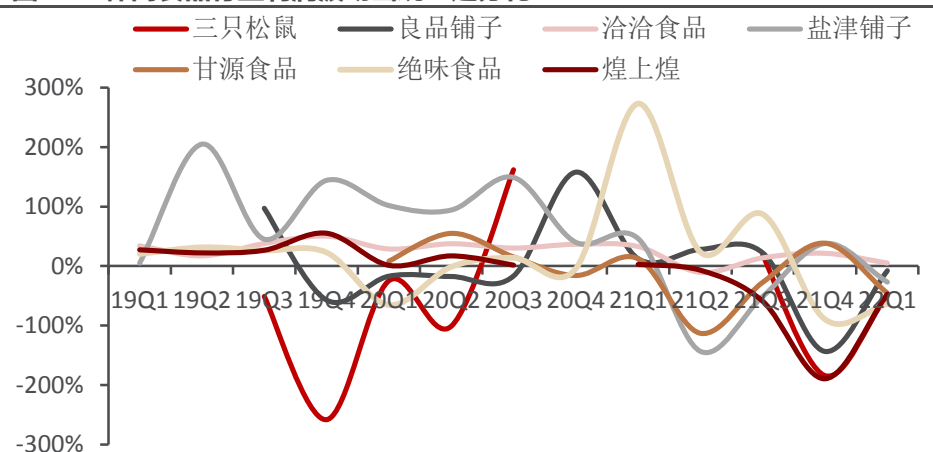
资料来源：wind，民生证券研究院

图 50：成本压力及营销力度增加，净利率同比略有下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

图 51：休闲食品行业利润波动出现一定分化



资料来源：wind，民生证券研究院

展望今年 Q2，预计行业将迎来边际改善，来自于：

1) 低基数效应，去年 Q2 在社区团购影响下，行业普遍存在低基数效应，同时洽洽 21Q2 进行组织改革，甘源 21Q2 提价影响渠道备货，预计今年 Q2 将有所提速。

2) 提价红利逐步释放，洽洽食品在 21Q4 对瓜子系列提价 8%-18%，有友食品在 21Q4 对全系列产品提价 15%，目前均已传导至终端，且对经销商的补贴政策逐渐退坡，预计提价红利将逐步释放，带动盈利水平提升。

3) 疫情后进入补库存阶段，3-4 月受疫情影响，物流限制，部分区域渠道库存处于相对低位，同时端午备货旺季来临，后续或将进入渠道补库存阶段。

4.4 其他食品：龙头企业收入端保持增长，利润端有改善空间

除双汇由于猪肉价格下跌拖累营收增长，大众品龙头企业 2021 年收入端均实现正增长，龙头企业凭借自身规模、渠道、品牌等优势持续提升市占率，但成本压力逐步增长，盈利均有所下滑。巴比食品主要由于公允价值变动带来的非经常性损益，使得 2021 年年报及 2022 年一季报净利率大幅波动。

表 14：2021 年龙头企业营收保持增长，净利率水平有所下滑

企业	收入增速	利润增速	净利率水平	净利率同比变化
安井食品	+33.12%	+13.00%	7.41%	-1.26pct
三全食品	+0.25%	-16.55%	9.22%	-1.87pct
巴比食品	+41.06%	+78.92%	22.77%	+4.81pct
味知香	+22.84%	+6.06%	17.35%	-2.74pct
汤臣倍健	+21.93%	+15.07%	23.77%	-1.57pct
祖名股份	+9.14%	-44.83%	4.17%	-4.08pct
千味央厨	+34.89%	+15.51%	6.85%	-1.26pct
双汇发展	-9.65%	-22.21%	7.32%	-1.30pct

资料来源：wind，民生证券研究院

2022 年一季报，部分企业盈利能力出现改善：安井收入增长主因收购新宏业并表，利润端仍承压；三全、千味在提前锁定部分原材料下，净利率水平回升。展望全年，在提价以及部分原材料价格回落下，企业盈利仍有改善空间。

表 15：2022 年一季度企业盈利能力边际改善

企业	收入增速	利润增速	净利率	净利率同比变化
安井食品	+24.16%	+17.65%	8.96%	-0.26pct
三全食品	+0.49%	+48.36%	11.14%	+3.60pct
巴比食品	+22.38%	-89.46%	0.38%	-5.04pct
味知香	+14.17%	+21.90%	19.17%	+1.69pct
汤臣倍健	+2.60%	-18.78%	29.15%	-7.95pct
祖名股份	+11.07%	-37.10%	2.30%	-1.76pct
千味央厨	+20.17%	+44.78%	8.10%	+1.35pct
双汇发展	-24.71%	+1.35%	10.72%	+2.78pct

资料来源：wind，民生证券研究院

5 投资建议

消费行业依然是“长坡厚雪”的赛道，同时龙头企业依托品牌及规模效应抢占中小市场份额的结构性增长仍在持续，2021 年食品饮料行业营收、利润端均保持双位数增长，白酒、啤酒、乳制品在子板块中表现靓丽：

白酒行业延续高景气，龙头企业保持快速增长，消费升级大趋势不变，推动产品结构升级、毛利率上行，行业费用投放精细化推动费用投放效率上行，2022 年改革红利带动茅台、洋河业绩边际提速；疫情对白酒行业二季度影响或可通过业绩平滑、消费场景回补等方式进行调整，整体影响可控，我们持续推荐确定性高的高端白酒：贵州茅台、五粮液、泸州老窖及区域龙头酒企古井贡酒、山西汾酒、迎驾贡酒、洋河股份等，同时建议关注次高端白酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊等成长性。

疫情反复下，啤酒行业高端化趋势不减，2021 年主要企业高端产品销量增长均大幅超过行业平均水平，企业吨价持续提升；同时啤酒企业有望通过提价，控费以及生产优化对冲原材料成本上行，企业盈利能力将保持稳健增长。短期疫情对啤酒消费场景有较大影响，但随着进入消费旺季以及疫情控制，啤酒行业景气向上弹性较大，维持板块化推荐，优选龙头企业：青岛啤酒、重庆啤酒，建议关注华润啤酒。

大众品在居民需求以及成本端均有压力，龙头企业具有更强的抗风险能力，从营收增长和成本角度推荐两条主线：一是需求相对稳定或企业具有新增长点的优势企业，推荐乳制品龙头伊利股份，瓜子、坚果龙头洽洽食品；二是成本可控或边际改善的个股，推荐涪陵榨菜、安琪酵母。

表 16：食品饮料行业重点关注个股

行业	证券代码	证券简称	股价	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022/04/29	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
高端白酒	600519.SH	贵州茅台	1,828.38	41.76	49.56	58.40	44	37	31	推荐
	000858.SZ	五粮液	162.13	6.02	7.08	8.25	27	23	20	推荐
	000568.SZ	泸州老窖	210.73	5.41	6.82	8.09	39	31	26	推荐
次高端白酒	600809.SH	山西汾酒	272.00	4.36	6.29	8.50	62	43	32	推荐
	002304.SZ	洋河股份	159.06	4.98	6.65	8.32	32	24	19	推荐
	600702.SH	舍得酒业	147.00	3.75	5.33	7.10	39	28	21	推荐
区域性白酒	000596.SZ	古井贡酒	195.51	4.33	5.99	8.10	45	33	24	推荐
	603369.SH	今世缘	44.88	1.62	2.01	2.52	28	22	18	推荐
	603198.SH	迎驾贡酒	57.81	1.72	2.23	2.69	34	26	21	推荐
	603589.SH	口子窖	51.23	2.88	3.50	4.11	18	15	12	推荐
啤酒	600600.SH	青岛啤酒	86.30	2.31	2.41	2.66	37	36	32	推荐
	600132.SH	重庆啤酒	125.45	2.41	2.95	3.42	52	43	37	推荐
	002461.SZ	珠江啤酒	7.69	0.28	0.33	0.36	27	23	21	推荐
餐饮产业链	603288.SH	海天味业	81.52	1.62	1.98	2.31	50	41	35	推荐
	002507.SZ	涪陵榨菜	34.95	0.84	1.05	1.19	42	33	29	推荐
	600872.SH	中炬高新	25.10	0.98	1.05	1.42	26	24	18	推荐
	603027.SH	千禾味业	17.67	0.26	0.42	0.51	68	42	35	推荐
	603317.SH	天味食品	21.00	0.28	0.47	0.65	75	45	32	推荐
	600305.SH	恒顺醋业	10.55	0.14	0.26	0.37	75	41	29	推荐
	603345.SH	安井食品	129.42	2.33	3.02	4.05	56	43	32	推荐
	300973.SZ	立高食品	71.00	1.67	1.91	2.35	43	37	30	推荐
	001215.SZ	千味央厨	47.00	1.02	1.26	1.58	46	37	30	推荐
	600887.SH	伊利股份	38.47	1.41	1.67	1.93	27	23	20	推荐
乳制品	600597.SH	光明乳业	11.05	0.43	0.49	0.55	26	23	20	推荐
	002946.SZ	新乳业	11.36	0.40	0.51	0.65	28	22	17	推荐
	002732.SZ	燕塘乳业	17.64	1.09	1.28	1.46	16	14	12	推荐
传统消费	000895.SZ	双汇发展	29.75	1.40	2.02	2.21	21	15	13	推荐
	605499.SH	东鹏饮料	123.60	2.79	3.70	4.55	44	33	27	推荐
	600298.SH	安琪酵母	38.40	1.71	2.10	2.37	22	18	16	推荐
	300146.SZ	汤臣倍健	20.07	1.03	1.30	1.54	19	15	13	推荐
	603517.SH	绝味食品	43.95	1.60	1.66	2.09	27	26	21	推荐
	002557.SZ	洽洽食品	53.13	1.83	2.24	2.61	29	24	20	推荐
	603866.SH	桃李面包	13.67	0.80	0.90	1.01	17	15	14	推荐
	603719.SH	良品铺子	23.78	0.70	0.92	1.11	34	26	21	推荐
	002847.SZ	盐津铺子	69.99	1.17	2.46	3.83	60	28	18	推荐
	605337.SH	李子园	31.27	1.21	1.53	1.96	26	20	16	推荐
	002695.SZ	煌上煌	10.69	0.28	0.36	0.47	38	30	23	推荐
	603711.SH	香飘飘	12.76	0.91	1.05	1.24	14	12	10	推荐
	002991.SZ	甘源食品	43.54	1.65	1.99	2.65	26	22	16	推荐

资料来源：wind, 民生证券研究院预测，股价数据截至 2022 年 4 月 29 日

6 风险提示

1) 限制性产业政策调整超预期：政策调整趋紧或影响居民可支配收入，进而影响消费意愿及消费信心等；

2) 疫情散点发生及管控影响消费场景恢复：疫情约束致餐饮等线下消费场景复苏进度低于预期；国内疫情多点散发，若持续时间超预期，可能会影响食品饮料行业后续业绩表现；

3) 市场动销及主导产品价格不及预期：白酒企业主导产品动销及价盘不及预期，可能对上市公司报表端业绩产生负面影响。

4) 行业竞争加剧：休闲零食、复合调味品等子行业进入门槛较低，行业竞争加剧将会影响企业盈利水平。

插图目录

图 1：2021 年食品饮料（中信）行业营收增长 14.3%.....	3
图 2：2021 年食品饮料（中信）行业利润增长 12.4%.....	3
图 3：白酒、乳制品子版块收入占比较高	3
图 4：白酒板块利润占比近 7 成.....	3
图 5：飞天茅台（散瓶）一批价及渠道利润（单位：元）	8
图 6：飞天茅台（整箱）一批价及渠道利润（单位：元）	8
图 7：精品茅台一批价及渠道利润（单位：元）	8
图 8：茅台陈年 15 一批价及渠道利润（单位：元）	8
图 9：普五一批价及渠道利润（单位：元）	9
图 10：五粮液 1618 一批价及渠道利润（单位：元）	9
图 11：国窖 52 度一批价及渠道利润（单位：元）	10
图 12：国窖 38 度一批价及渠道利润（单位：元）	10
图 13：近年次高端酒企经销商数量变化情况（单位：个）	10
图 14：酒鬼酒内参系列维持高增速.....	10
图 15：2021 年全国各省人均 GDP 绝对值及增速（单位：元）	11
图 16：2020 年全国各省人均可支配收入绝对值及增速（单位：元）	11
图 17：17Q1-22Q1 酒企营收及增速（单位：亿元）	12
图 18：17Q1-22Q1 酒企归母净利润及增速（单位：亿元）	12
图 19：17Q1-22Q1 各类酒企营收（单位：亿元）	14
图 20：17Q1-22Q1 各类酒企营收增速.....	14
图 21：17Q1-22Q1 各类酒企归母净利润（单位：亿元）	14
图 22：17Q1-22Q1 各类酒企归母净利润增速	14
图 23：17Q1-22Q1 高端酒营收（单位：亿元）	15
图 24：17Q1-22Q1 高端酒营收增速.....	15
图 25：17Q1-22Q1 高端酒归母净利润（单位：亿元）	15
图 26：17Q1-22Q1 高端酒归母净利润增速.....	15
图 27：17Q1-22Q1 高端酒毛利率	16
图 28：17Q1-22Q1 高端酒毛利率增速.....	16
图 29：17Q1-22Q1 次高端酒营收（单位：亿元）	17
图 30：17Q1-22Q1 次高端酒营收增速.....	17
图 31：17Q1-22Q1 次高端酒归母净利润（单位：亿元）	17
图 32：17Q1-22Q1 次高端酒归母净利润增速	17
图 33：17Q1-22Q1 区域龙头酒营收（单位：亿元）	18
图 34：17Q1-22Q1 区域龙头酒营收增速.....	18
图 35：17Q1-22Q1 区域龙头酒归母净利润（单位：亿元）	18
图 36：17Q1-22Q1 区域龙头酒归母净利润增速	18
图 37：2021 年中国啤酒行业产量回升.....	19
图 38：前五大企业合计销量占比约 75%.....	19
图 39：大麦价格持续上行	20
图 40：金属铝价格持续上行	20
图 41：乳制品需求较为稳定，疫情短期影响行业增速	23
图 42：原奶价格上涨导致乳制品毛利率有所下滑.....	23
图 43：成本压力及营销活动导致净利率呈现波动趋势	23
图 44：2021 年调味品单季度营收增长趋缓.....	24
图 45：2021 年调味品企业单季度净利率波动较大	24
图 46：酱油商超（抽样）渠道 1-2 月表现平稳	25
图 47：醋商超（抽样）渠道 1-2 月表现平稳	25
图 48：春节错期导致休闲食品 21Q4 收入增速有所加快，22Q1 增速同比下滑.....	27
图 49：会计准则调整、营销力度加大短期影响毛利水平	27
图 50：成本压力及营销力度增加，净利率同比略有下滑	27
图 51：休闲食品行业利润波动出现一定分化.....	28

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1：白酒、啤酒、乳制品板块 2021 年增速居前	4
表 2：白酒、啤酒、乳制品板块增长显著	4
表 3：2021 年酒企业绩统计表（单位：亿元）	5
表 4：2021 年酒企现金回款及合同负债情况（单位：亿元）	6
表 5：2021 年酒企利润率及费用率情况	7
表 6：2022 年 Q1 酒企现金回款及合同负债情况（单位：亿元）	13
表 7：2021 年啤酒企业高端化提速	19
表 8：2021 年啤酒企业不断优化产能	20
表 9：2021 年啤酒企业费用率有所下降	20
表 10：2022 年一季度啤酒企业成本上升明显	21
表 11：2022 年一季度啤酒企业费用率下降	21
表 12：2021 年调味品企业净利率普遍下滑	24
表 13：2022 年一季度部分调味品企业恢复性增长	25
表 14：2021 年龙头企业营收保持增长，净利率水平有所下滑	29
表 15：2022 年一季度企业盈利能力边际改善	29
表 16：食品饮料行业重点关注个股	31

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001