

21 年报&22 年一季报专题分析报告

消费升级与娱乐研究中心

行业专题研究报告

本报告的主要看点:

1. 总结食品饮料板块 21 年&22 年一季度业绩情况，并给予各子板块投资建议

白酒基业长青，大众品静待边际修复

基本结论

- 整体而言，在外部风险扰动下白酒板块业绩依旧稳健，乳制品景气度延续，其余子板块仍有分化。目前建议布局确定性较强的高价值标的，密切关注疫后需求修复拐点。当前仍首推白酒板块，特别是确定性高端。大众品板块建议持续跟踪基本面改善+成本端压力趋缓主线。
- **白酒**：板块仍然是确定性水平较高的子板块，消费升级驱动产品结构优化的态势仍延续，带动毛利率水平向好。高端酒而言，茅台在确定性中呈现一定弹性，内部公司治理改善+外部市场化改革推进，当前仍首推。次高端酒存一定分化，省外受疫情扰动影响，建议关注二季度回款及发货情况。地产酒具备强防御属性，基地市场底盘稳固、经济具备强阿尔法，建议关注苏酒、徽酒龙头。
- **啤酒**：1) 销量：21 年需求复苏，但疫情、天气、疫苗接种等导致需求未恢复至 19 年的水平。21Q4 疫情扰动下，叠加供给端去库存、BU 调整，销量普遍萎缩。22 年 1-2 月需求景气度高，3 月疫情影响程度青啤>华润>重啤≈珠江。2) 吨价：得益于提价+结构升级（主要贡献），龙头 21 年 ASP 上行中到大个位数。21Q4 的 ASP 提升环比降速，系疫情+高端化节奏放慢；22Q1 的 ASP 增速普遍在中大个位数，提价效应陆续显现。3) 吨成本：21 年华润、青啤吨成本提升中个位数，Q4 压力向好，Q1 再次恶化。4) 盈利能力：21 年成本压力可完全覆盖并留有余力，销售费率增幅有限，关厂裁员延续，经营效率优化。22Q1 毛利率承压，费用投放普遍趋缓。我们认为，成本压力可控，关注旺季疫情防控进度，重视龙头长期的配置价值。
- **乳制品**：双强经营能力稳健，22 年仍是重点防御性标的。1) 业绩回顾：双强在营收端保持稳健增长，疫情催化下白奶景气度较高，尤其高端产品放量可观，奶价压力下通过结构升级和减少费用投放，21 年伊利/蒙牛毛销差分别同比+0.4/0.8pct，净利率同比+0.6/1.0pct，利润控制能力较强。2) 未来展望：抗风险力较为突出，疫情后饮奶的习惯更加稳定，预计今年伊利、蒙牛营收端仍是双位数及以上的增长。
- **食品综合**：压力集中释放，静待边际修复。1) 业绩回顾：小零食中，洽洽稳健，甘源、盐津逐步改善的趋势明显，洽洽和甘源通过提价基本覆盖成本压力；连锁卤味承压非常明显，绝味通过逆势开店仍能保证营收端正增长，韧性相对较强；速冻板块 21 年大多符合预期，22Q1 受到一定疫情影响。2) 未来展望：成本压力大多有应对空间，疫情受损个股静待边际改善。
- **调味品**：Q1 需求波动致业绩承压，静待 Q2 基本面改善。成本方面，涪陵榨菜预计于 5 月开始使用低价原材料，我们预计成本具备双位数改善。Q3 美国大豆、油脂、国产辣椒等原材料将迎来新季，预计有成本有下修机会。价格方面，中炬、恒顺提价落地仍需等到 Q2，预计 Q2 盈利能力得到改善。我们预计疫情后随着小厂出清竞争格局有望改善，龙头市占率有较大提升机会。我们看好龙头公司在疫情后需求回弹、市占率提升的长线逻辑。
- **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
yetao@gjzq.com.cn

内容目录

一、食品饮料板块：规模稳健增长，盈利能力平稳向上	4
二、白酒板块：行稳致远，砥砺前行	5
三、啤酒板块：高端进度基本达成规划，疫情+成本压力不改盈利能力提升态势	12
四、乳制品板块：双强经营能力稳健，22 年仍是重点防御性标的	16
五、食品综合板块：压力集中释放，静待边际修复	17
六、调味品：Q1 成本承压，静待基本面改善	19
七、风险提示	21

图表目录

图表 1：食品饮料板块营收（亿元）及增速	4
图表 2：食品饮料板块归母净利（亿元）及增速	4
图表 3：食饮子板块分季度营收可比增速	4
图表 4：食饮子板块分季度归母净利可比增速	4
图表 5：白酒板块营业收入（亿元）及增速	5
图表 6：白酒板块分季度营收（亿元）及增速	6
图表 7：白酒板块分价格带季度营收增速	6
图表 8：白酒板块归母净利（亿元）及增速	6
图表 9：白酒板块分季度归母净利（亿元）及增速	7
图表 10：白酒板块分价格带季度归母净利增速	7
图表 11：白酒板块归母净利率、毛利率及其变动（pct）	7
图表 12：白酒板块分季度毛利率及归母净利率	8
图表 13：白酒板块分价格带季度毛利率	8
图表 14：白酒板块销售费用率、管理费用率及其变动（pct）	8
图表 15：白酒板块分价格带季度毛销差	9
图表 16：白酒板块分价格带季度营业税金及附加占比	9
图表 17：白酒板块销售收现规模（亿元）、增速及与营收增速的匹配度	10
图表 18：白酒板块合同负债+其他流动负债规模（亿元）及增速	10
图表 19：全国规模以上企业啤酒历年产量（万千升）	12
图表 20：啤酒 2021 年以来单月产量及增速	12
图表 21：重点啤酒酒企历年销量（万千升）	12
图表 22：龙头历年吨价（元/吨）	12
图表 23：啤酒重点酒企量价拆分	12
图表 24：啤酒龙头高端化进度及中长期规划	13
图表 25：啤酒龙头吨成本对比	14
图表 26：啤酒重点公司 21 年利润率和费用率	15
图表 27：啤酒重点公司 22Q1 利润率和费用率	15

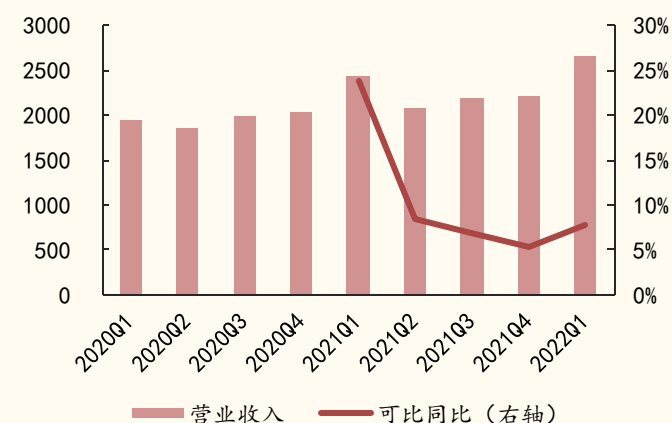
图表 28: 重点啤酒酒企估值表.....	16
图表 29: 乳制品板块营收和归母净利变动情况.....	16
图表 30: 乳制品板块毛利端、费用端变动情况.....	17
图表 31: 食品综合板块营收和归母净利变动情况.....	18
图表 32: 食品综合板块毛利端、费用端变动情况.....	18
图表 33: 调味品重点公司营业收入及增速.....	19
图表 34: 调味品重点公司归母净利及增速.....	20
图表 35: 调味品重点公司销售、管理费费率.....	20
图表 36: 调味品重点公司毛利率、净利率.....	21

一、食品饮料板块：规模稳健增长，盈利能力平稳向上

21 全年来看，食品饮料板块实现营收 8755 亿元（+11.0%；剔除样本影响的可比口径，下同），实现毛利 3991 亿元（+11.8%），毛利率为 45.6%（+0.3pct），实现归母净利 1548 亿元（+10.5%），归母净利率为 17.7%（-0.1pct），整体来看在营收规模稳步提升的同时，盈利能力亦平稳向好。

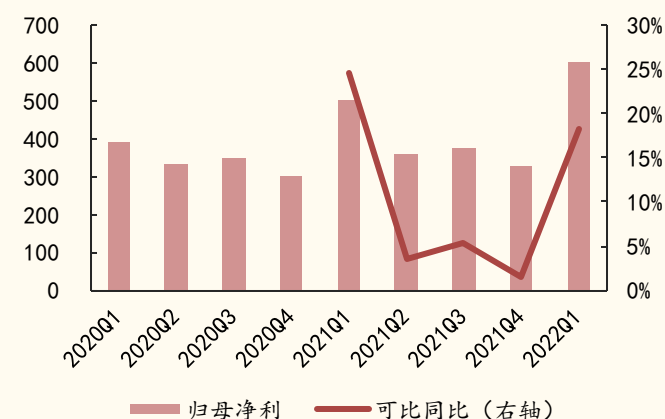
分季度来看：（1）21Q4 板块实现营收 2211 亿元（+5.3%），实现毛利 894 亿元（-1.1%），毛利率为 40.4%（-2.6pct），实现归母净利 327 亿元（+1.5%），归母净利率为 14.8%（-0.6pct）。（2）22Q1 板块实现营收 2668 亿元（+7.7%），实现毛利 1371 亿元（+13.6%），毛利率为 51.4%（+2.7pct），实现归母净利 603 亿元（+18.3%），归母净利率为 22.6%（+2.0pct）。

图表 1：食品饮料板块营收（亿元）及增速



来源：Wind，国金证券研究所（注：计算营业收入时未剔除当年上市标的，但计算可比同比时剔除，下同）

图表 2：食品饮料板块归母净利（亿元）及增速

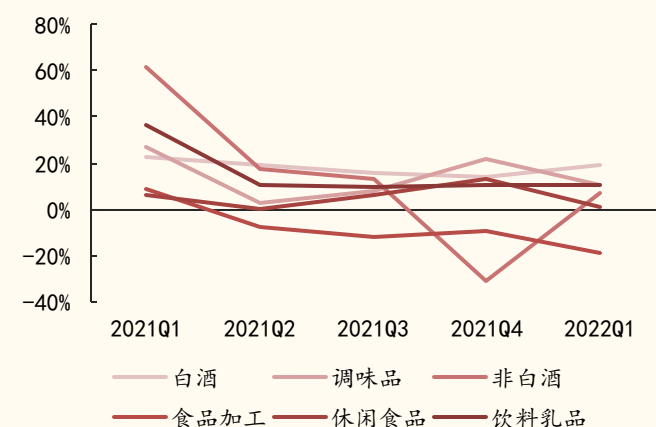


来源：Wind，国金证券研究所

分二级子板块来看。（1）21 年营收增速排序：白酒（+18%）>饮料乳品（+16%）>调味品（+15%）>非白酒（+12%）>休闲食品（+7%）>食品加工（-5%）。（2）21 年归母净利增速排序：饮料乳品（+40%）>非白酒（+21%）>白酒（+18%）>调味品（+6%）>休闲食品（-28%）>食品加工（-31%）。

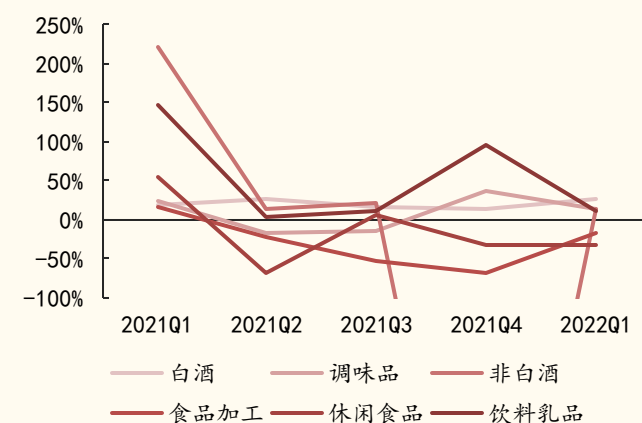
分季度来看。（1）22Q1 营收增速排序：白酒（+19%）>饮料乳品（+11%）>调味品（+10%）>非白酒（+7%）>休闲零食（+1%）>食品加工（-19%）。（2）22Q1 归母净利增速排序：白酒（+26%）>调味品（+13%）>非白酒（+12%）>饮料乳品（+11%）>食品加工（-18%）>休闲食品（-33%）。

图表 3：食品饮料板块分季度营收可比增速



来源：Wind，国金证券研究所（注：子板块为 SW 二级行业分类）

图表 4：食品饮料板块分季度归母净利可比增速



来源：Wind，国金证券研究所（注：非白酒 21Q4 同比-667%）

二、白酒板块：行稳致远，砥砺前行

■ 收入端：开门红基本实现，板块内略有分化

21 全年，板块实现营收 3055 亿元（+18.0%），其中次高端（+53.2%）>地产酒（+22.8%）>高端酒（+14.3%）。分季度看，22Q1 板块实现营收 1128 亿元（+19.4%），其中次高端（+47.7%）>地产酒（+24.9%）>高端酒（+16.9%）。考虑到酒企普遍在 21Q4 调控发货节奏，梳理渠道以备战 22 年开门红，我们综合 21Q4+22Q1 来看，板块实现营收 1899 亿元（+17.0%），其中次高端（+28.3%）>地产酒（+24.4%）>高端酒（+15.9%）。

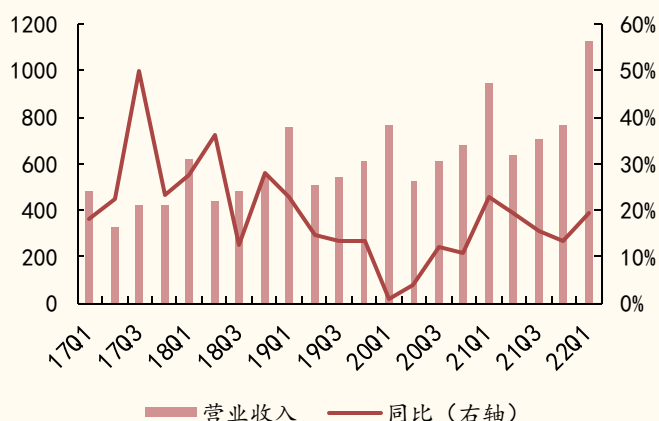
分价格带看：1）高端酒依旧稳健，龙头茅台在产品&渠道双红利下营收明显提速。2）次高端及地产酒内部仍有所分化，系东北、华东等地区动销受疫情影响扰动影响明显；次高端伴随规模提升，增速有所下降系正常现象；苏酒、徽酒受益于今年春节旺季的返乡潮，营收有所提速。整体而言白酒板块一季度开门红基本实现。

图表 5：白酒板块营业收入（亿元）及增速

分类	公司名称	21Q1	YOY	21Q4	YOY	22Q1	YOY	21Q4+22Q1	YOY
高端	贵州茅台	1062	12%	315	14%	323	18%	638	16%
	五粮液	662	16%	165	11%	275	13%	440	12%
	泸州老窖	206	24%	65	29%	63	26%	128	28%
	高端合计	1930	14%	546	15%	662	17%	1207	16%
次高端	山西汾酒	200	43%	27	-25%	105	44%	132	21%
	酒鬼酒	34	87%	8	11%	17	86%	25	53%
	舍得酒业	50	84%	14	45%	19	83%	32	65%
	水井坊	46	54%	12	14%	14	14%	26	14%
	次高端合计	330	53%	61	-4%	155	48%	216	28%
地产龙头	洋河股份	254	20%	34	56%	130	24%	164	29%
	古井贡酒	133	29%	32	43%	53	28%	84	33%
	今世缘	64	25%	11	16%	30	25%	41	22%
	口子窖	50	25%	14	6%	13	12%	27	9%
	迎驾贡酒	46	33%	14	14%	16	37%	30	25%
	金徽酒	18	3%	4	-35%	7	39%	12	-3%
	伊力特	19	8%	5	-26%	6	15%	11	-8%
	地产龙头合计	584	23%	114	23%	255	25%	369	24%
其他	顺鑫农业	149	-4%	33	5%	39	-29%	72	-16%
	老白干酒	40	12%	13	14%	9	20%	22	17%
	天佑德酒	11	38%	2	2%	4	11%	6	8%
	金种子酒	12	17%	4	8%	3	17%	7	12%
白酒板块合计		3055	18%	771	14%	1128	19%	1899	17%

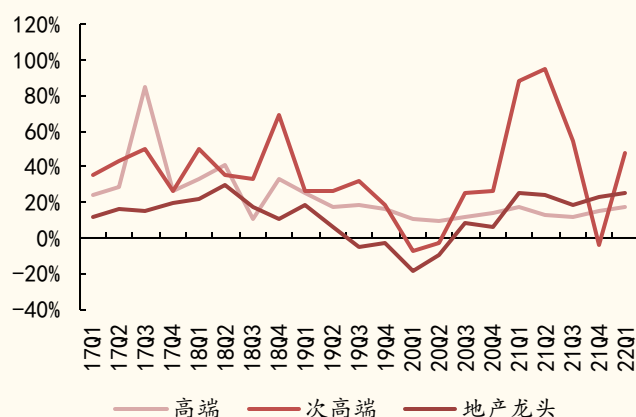
来源：公司公告，国金证券研究所（注：白酒标的中剔除*ST 皇台，下同）

图表 6：白酒板块分季度营收（亿元）及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：白酒板块分价格带季度营收增速



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 利润端：结构升级趋势延续，费用或存季度间节奏扰动

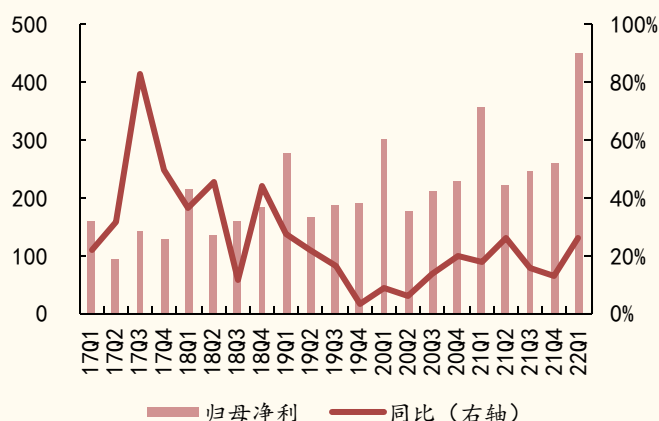
21 全年，板块实现归母净利润 1084 亿元（+17.8%），其中次高端（+77.2%）> 高端酒（+15.3%）> 地产酒（+12.9%）。分季度看，22Q1 板块实现归母净利润 449 亿元（+26.3%），其中次高端（+61.6%）> 地产酒（+28.8%）> 高端酒（+21.6%）。整体看 22Q1 利润端仍具弹性，增速普遍优于营收端增速。

图表 8：白酒板块归母净利润（亿元）及增速

分类	公司名称	GY21	YOY	21Q4	YOY	22Q1	YOY	21Q4+22Q1	YOY
高端	贵州茅台	524.6	12%	151.9	18%	172.4	24%	324.4	21%
	五粮液	233.8	17%	60.5	12%	108.2	16%	168.7	15%
	泸州老窖	79.6	32%	16.8	41%	28.8	33%	45.6	36%
	高端合计	837.9	15%	229.2	18%	309.4	22%	538.7	20%
次高端	山西汾酒	53.1	73%	4.3	-30%	37.1	70%	41.4	48%
	酒鬼酒	8.9	82%	1.7	8%	5.2	94%	6.9	62%
	舍得酒业	12.5	114%	2.8	2%	5.3	76%	8.1	41%
	水井坊	12.0	64%	2.0	-13%	3.6	-14%	5.6	-14%
	次高端合计	86.5	77%	10.8	-15%	51.2	62%	62.1	39%
地产龙头	洋河股份	75.1	持平	3.0	0%	49.9	29%	52.8	27%
	古井贡酒	23.0	24%	3.3	4%	11.0	35%	14.3	26%
	今世缘	20.3	29%	3.3	30%	10.0	24%	13.3	26%
	口子窖	17.3	35%	5.8	40%	4.9	16%	10.6	28%
	迎驾贡酒	13.8	45%	4.2	0%	5.5	49%	9.7	23%
	金徽酒	3.2	-2%	0.8	-53%	1.6	43%	2.5	-14%
	伊力特	3.1	-9%	0.5	-67%	1.1	-18%	1.5	-43%
	地产龙头合计	155.8	13%	20.8	3%	84.0	29%	104.7	23%
其他	顺鑫农业	1.0	-76%	-2.7	NA	1.0	-72%	-1.7	NA
	老白干酒	3.9	25%	1.4	76%	2.7	374%	4.1	199%
	天佑德酒	0.6	NA	-0.2	NA	1.1	53%	0.9	NA
	金种子酒	-1.7	NA	-0.2	NA	-0.1	NA	-0.3	NA
白酒板块合计		1084.1	18%	259.1	13%	449.3	26%	708.4	21%

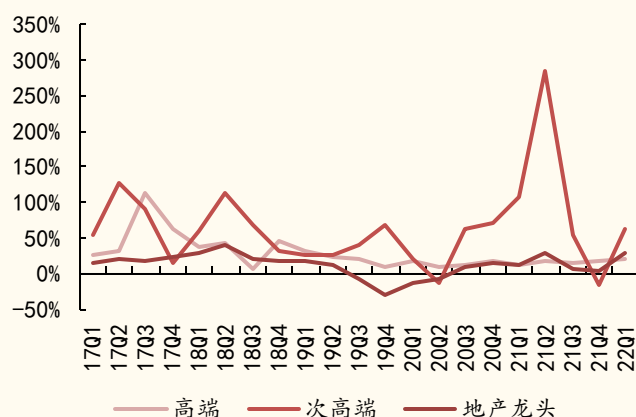
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：白酒板块分季度归母净利（亿元）及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：白酒板块分价格带季度归母净利增速



来源：公司公告，国金证券研究所

从盈利能力来看：（1）21 年板块整体毛利率为 78.8%（+1.3pct），22Q1 毛利率为 80.2%（+2.3pct），其中高端酒>次高端>地产酒。整体毛利率延续上升趋势，我们认为主要驱动包括产品结构优化+渠道结构优化，伴随消费升级红利延续释放，预计毛利率仍有望稳步提升。（2）21 年板块归母净利率为 35.5%（-0.1pct），主要由于费用率有所提升；22Q1 归母净利率为 39.8%（+2.2pct），主要由毛利率提升带动，费用率整体基本稳定，但标的将仍有分化。

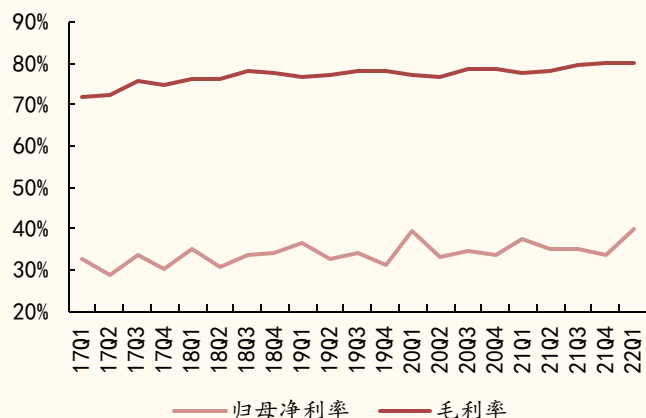
图表 11：白酒板块归母净利率、毛利率及其变动（pct）

分类	公司名称	归母净利率				毛利率			
		CY21	对比 CY20 (pct)	22Q1	对比 21Q1 (pct)	CY21	对比 CY20 (pct)	22Q1	对比 21Q1 (pct)
高端	贵州茅台	49.4%	+0.2	53.4%	+2.2	91.5%	+0.1	92.4%	+0.7
	五粮液	35.3%	+0.5	39.3%	+1.0	75.4%	+1.2	78.4%	+2.0
	泸州老窖	38.5%	+2.5	45.6%	+2.3	85.7%	+2.7	86.4%	+0.4
	高端合计	43.4%	+0.4	46.8%	+1.8	85.4%	+0.6	86.0%	+1.4
次高端	山西汾酒	26.6%	+4.6	35.2%	+5.5	74.9%	+2.8	74.8%	+1.2
	酒鬼酒	26.2%	-0.8	30.9%	+1.3	80.0%	+1.1	79.8%	+0.4
	舍得酒业	25.1%	+3.6	28.2%	-1.2	77.8%	+1.9	80.8%	+3.2
	水井坊	25.9%	+1.6	25.6%	-8.2	84.5%	+0.3	84.9%	-0.1
	次高端合计	26.2%	+3.5	33.0%	+2.8	77.2%	+2.3	77.0%	+1.2
地产龙头	洋河股份	29.6%	-5.8	38.3%	+1.6	75.3%	+3.1	77.3%	+1.1
	古井贡酒	17.3%	-0.7	20.8%	+1.1	75.1%	-0.1	77.9%	+0.9
	今世缘	31.7%	+1.1	33.6%	-0.1	74.6%	+3.5	74.3%	+1
	口子窖	34.3%	+2.5	37.0%	+1.2	73.9%	-1.3	78.0%	+1.5
	迎驾贡酒	30.2%	+2.6	34.9%	+2.8	67.5%	+0.4	71.4%	+1.7
	金徽酒	18.2%	-1.0	23.3%	+0.7	63.7%	+1.2	66.3%	+0.8
	伊力特	16.1%	-2.8	17.4%	-6.8	51.4%	+2.8	51.0%	-10.0
	地产合计	26.7%	-2.4	32.9%	+1.0	73.3%	+1.9	75.8%	+0.8
其他	顺鑫农业	0.7%	-2.0	2.7%	-4.1	27.9%	-0.5	32.9%	+3.9
	老白干酒	9.7%	+1.0	29.3%	+21.8	67.3%	+2.6	70.2%	+2.5
	天佑德酒	6.0%	+21.1	25.9%	+7.1	63.1%	-1.0	68.1%	+4.5

	金种子酒	-13.7%	-20.4	-3.6%	+12.9	28.8%	+1.1	34.6%	+10.2
白酒板块合计		35.5%	-0.1	39.8%	+2.2	78.8%	+1.3	80.2%	+2.3

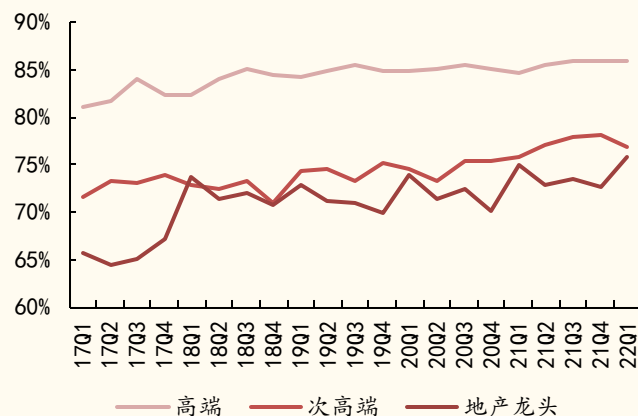
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：白酒板块分季度毛利率及归母净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：白酒板块分价格带季度毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

从费用率角度来看：（1）21 年板块销售费用率为 10.4% (+0.4pct)，其中次高端（18.6%）>地产酒（17.2%）>高端酒（6.7%）；22Q1 板块销售费用率为 8.6% (+0.1pct)，其中次高端（14.8%）>地产酒（13.0%）>高端酒（4.9%）。高端酒销售费率延续在低位，特别是茅台（21 年销售费率为 2.6%），主要系品牌推动动销；次高端由于全国化进程中的消费者培育支出较高，相对销售费率较高。（2）21 年板块管理费用率为 6.5%（同比持平），22Q1 板块管理费用率为 4.8% (-0.1pct)，相对而言较为平稳，且高端、次高端与地产酒并无显著差异。（3）21 年板块营业税金及附加占比为 14.9% (+0.3pct)，22Q1 板块营业税金及附加占比为 14.0%（同比持平），相对而言亦较为平稳，营业税金及附加主要构成为消费税，税负并无明显波动。

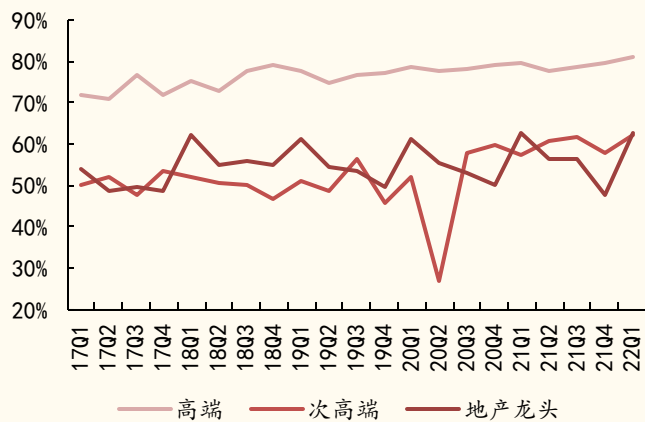
图表 14：白酒板块销售费用率、管理费用率及其变动 (pct)

分类	公司名称	销售费用率				管理费用率			
		CY21	对比 CY20 (pct)	22Q1	对比 21Q1 (pct)	CY21	对比 CY20 (pct)	22Q1	对比 21Q1 (pct)
高端	贵州茅台	2.6%	-0.1	1.6%	-0.4	8.0%	+0.8	6.6%	+0.1
	五粮液	9.8%	+0.1	7.4%	+0.3	4.4%	-0.2	3.6%	-0.3
	泸州老窖	17.4%	-1.1	10.7%	-2.8	5.1%	持平	4.4%	+0.4
	高端平均值	6.7%	持平	4.9%	-0.3	6.4%	+0.4	5.1%	-0.1
次高端	山西汾酒	15.8%	-0.4	11.2%	-6.8	5.8%	-1.9	2.6%	-0.6
	酒鬼酒	25.2%	+2.0	21.8%	-0.4	5.3%	-2.6	1.7%	-1.7
	舍得酒业	17.6%	-2.2	18.5%	+3.9	12.1%	-0.4	10.5%	+1.6
	水井坊	26.5%	-1.5	29.0%	+7.3	6.6%	-2.7	6.5%	+1.6
	次高端平均值	18.6%	-0.4	14.8%	-3.6	6.8%	-1.8	3.8%	-0.2
地产龙头	洋河股份	14.0%	+1.6	6.6%	+0.3	7.2%	-1.0	4.1%	-0.6
	古井贡酒	30.2%	-0.1	30.2%	+0.6	7.7%	-0.1	6.1%	+0.5
	今世缘	15.1%	-2.0	13.0%	+1.2	4.0%	-0.4	1.9%	-0.1
	口子窖	12.7%	-0.9	14.9%	+2.8	5.0%	-0.8	4.4%	+0.2

	迎驾贡酒	9.7%	-2.4	7.8%	-0.5	4.3%	-0.7	3.1%	-0.9
	金徽酒	15.5%	+2.7	15.7%	+4.1	10.1%	+0.6	7.5%	-2.0
	伊力特	8.0%	+0.9	7.1%	+1.9	2.6%	+0.8	2.5%	-0.6
	地产龙头平均值	17.2%	+0.5	13.0%	+0.8	6.5%	-0.6	4.2%	-0.3
其他	顺鑫农业	5.8%	-0.5	8.6%	+4.3	5.8%	+0.7	6.3%	+2.2
	老白干酒	30.7%	+2.3	36.7%	+4.2	9.1%	+0.6	10.7%	-0.6
	天佑德酒	25.1%	-15.5	13.0%	-2.1	12.9%	-5.7	7.1%	持平
	金种子酒	22.6%	-3.5	19.5%	-2.1	9.4%	-1	9.3%	+0.6
白酒板块平均值		10.4%	+0.4	8.6%	+0.1	6.5%	持平	4.8%	-0.1

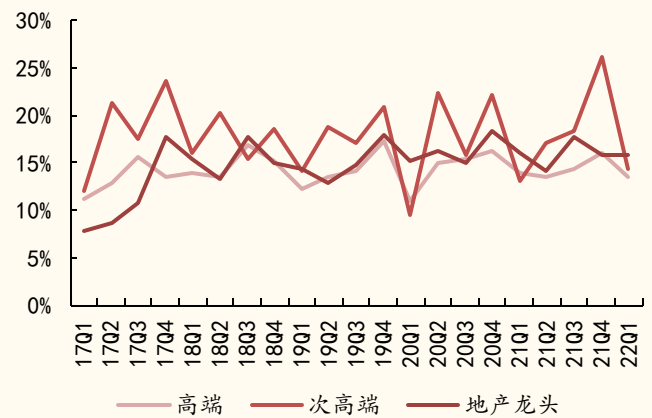
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 15：白酒板块分价格带季度毛销差



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：白酒板块分价格带季度营业税金及附加占比



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 现金流：基本匹配营收端，关注二季度回款&发货节奏

从规模角度来看，21 年板块销售收现 3603 亿元，高于同期营收规模（3055 亿元）；22Q1 板块销售收现 921 亿元，低于同期营收规模（1128 亿元）。考虑到酒企普遍在 21 年末开启 22 年一季度开门红打款，综合 21Q4+22Q1 来看，板块销售收现 2086 亿元，高于同期营收规模（1899 亿元）。因此整体来看，销售收现情况基本与营收匹配。

从增速角度来看，21 年板块销售收现同比+27%，高于同期营收增速（+18.0%）；22Q1 板块销售收现同比+10%，低于同期营收增速（+19.4%），21Q4+22Q1 板块销售收现同比+16%，略低于同期营收增速（+17.0%）。

分价格带而言，相对地产酒表现更优，与春节期间渠道回款反馈基本一致；高端酒中五粮液回款略不尽如人意，我们预计系：1）外部风险扰动下，公司主动降低预收款中现金收付比例，22Q1 应收票据规模 283 亿元（+52.8%）；2）21 年同期基数受票据到期收现影响较高，22Q1 应收票据环比+18.6%（21 年同期-0.3%），五粮液收现政策的灵活调整也体现了公司稳健的经营模式。此外，高端龙头茅台、次高端龙头汾酒销售收现情况仍表现优异，与确定性的业绩表现密不可分，渠道打款积极性较好。

图表 17：白酒板块销售收现规模（亿元）、增速及与营收增速的匹配度

分类	公司名称	CY21 销售收现	YOY	是否超过营收增速	22Q1 销售收现	YOY	是否超过营收增速	21Q4+22Q1 销售收现	YOY	是否超过营收增速
高端	贵州茅台	1193	11%	否	315	41%	是	714	23%	是
	五粮液	810	29%	是	137	-35%	否	427	-5%	否
	泸州老窖	225	31%	是	75	16%	否	148	21%	否
	高端合计	2228	19%	是	527	6%	否	1289	12%	否
次高端	山西汾酒	250	84%	是	89	72%	是	151	79%	是
	酒鬼酒	41	82%	否	9	17%	否	24	41%	否
	舍得酒业	60	89%	是	18	45%	否	35	44%	否
	水井坊	53	48%	否	14	2%	否	28	10%	否
	次高端合计	405	79%	是	130	52%	是	238	57%	是
地产龙头	洋河股份	368	71%	是	80	-15%	否	220	28%	否
	古井贡酒	155	44%	是	62	55%	是	98	59%	是
	今世缘	86	48%	是	26	21%	否	51	33%	是
	口子窖	49	28%	是	11	3%	否	26	7%	否
	迎驾贡酒	52	45%	是	16	36%	否	34	31%	是
	金徽酒	22	10%	是	8	57%	是	15	7%	是
	伊力特	22	-8%	否	6	43%	是	15	0%	是
	地产龙头合计	753	51%	是	210	12%	否	459	31%	是
其他	顺鑫农业	139	-21%	否	30	-31%	否	57	-44%	否
	老白干酒	52	28%	是	17	15%	否	27	11%	否
	天佑德酒	12	34%	否	4	2%	否	7	-5%	否
	金种子酒	13	11%	否	3	-10%	否	10	18%	是
白酒板块合计		3603	27%	是	921	10%	否	2086	16%	否

来源：公司公告，国金证券研究所

预收款（合同负债+其他流动负债）方面，板块内酒企回款进度差异反馈至表现亦有所差异。整体来看，板块预收款规模增速仍处于稳健向好的水平。目前渠道反馈来看，茅台 4 月打款已完成，近期陆续到货；次高端省外回款或受疫情扰动有所延后；地产酒回款进度较去年同期普遍加速。

图表 18：白酒板块合同负债+其他流动负债规模（亿元）及增速

分类	公司名称	21 年末预收款规模	YOY	22Q1 末预收款规模	YOY
高端	贵州茅台	143	-5%	93	54%
	五粮液	147	51%	41	-27%
	泸州老窖	40	109%	20	4%
	高端合计	330	24%	154	13%
次高端	山西汾酒	81	130%	44	32%
	酒鬼酒	16	93%	8	19%
	舍得酒业	8	84%	5	-10%
	水井坊	10	31%	9	15%
	次高端合计	114	107%	65	24%

地产龙头	洋河股份	178	86%	104	64%
	古井贡酒	26	72%	63	143%
	今世缘	23	89%	13	136%
	口子窖	7	-13%	4	3%
	迎驾贡酒	6	27%	5	14%
	金徽酒	4	79%	5	102%
	伊力特	1	-9%	1	243%
	地产龙头合计	247	76%	195	84%
其他	顺鑫农业	29	-50%	15	-64%
	老白干酒	15	93%	23	63%
	天佑德酒	1	96%	0	-13%
	金种子酒	1	-24%	1	-44%
白酒板块合计		736	39%	453	29%

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 板块投资观点

从 21 年年报及 22 年一季度业绩来看，白酒板块仍然是确定性水平较高的子板块。从盈利能力来看，消费升级驱动产品结构优化的态势仍延续，带动毛利率水平向好。

对高端酒而言：1) 茅台在确定性中表现出一定弹性，内部公司治理改善+外部市场化改革推进，仍是当前首推标的。2) 五粮液 22 年规划目标保持两位数的稳健增长，在普五贡献价增的基础上，我们认为放量将更从容。公司自 3 月中下旬起控货梳理渠道，预期重拾渠道信心以挺价从而缓解当前批价承压现状。3) 老窖预计国窖 22Q1 增速在 20%+，目前发货进度接近 40%，且多地区反馈高/低度打款价均有提升；次高档以特曲配合窖龄，特曲预计 22Q1 增速在 30%+。

对次高端而言：1) 汾酒 22Q1 实现营收 98.7 亿元 (+44.4%)，预计青花占比由 21 年的 35%进一步提升至 40%左右，展望全年玻汾控量+升级，青花高举高打带腰部。公司规划 22 年目标为 25%，我们认为青花复兴之势下会比较从容。2) 酒鬼酒方面，22 年内参销售口径规划 24.5~30 亿元，中枢增速在 50%左右，战略以稳价增量为主；22Q1 预计发货 40%左右，销售口径占比预计 40%左右。酒鬼系列 22Q1 销售口径占比预计 50%左右，红坛渠道反馈单设团队运作宴席及核心终端，稳抓稳打下 22 年增速或达 30%。整体次高端省外受疫情扰动，动销或有影响，建议关注 Q2 回款节奏、发货节奏及渠道库存水平，推荐弹性标的汾酒、酒鬼。

对于地产酒而言：我们重申 Q2 重点关注，核心逻辑在于：1) 基地市场基本盘稳定、抗风险能力强，增长驱动不依赖招商；2) 苏酒、徽酒前期受疫情影响而周转降速，近期华东疫情边际改善，端午宴席等补偿性需求仍值得期待；3) 防御性强、估值低、安全边际高。中长期看，江苏、安徽经济在全国范围内具备更强阿尔法，确保了优于其他省份的消费力，结构升级的趋势和速度仍将延续。推荐龙头洋河（预期差大、基本面环比改善）、古井（净利率提升空间大、省内升级空间大+确定性强）。

三、啤酒板块：高端进度基本达成规划，疫情+成本压力不改盈利能力提升态势

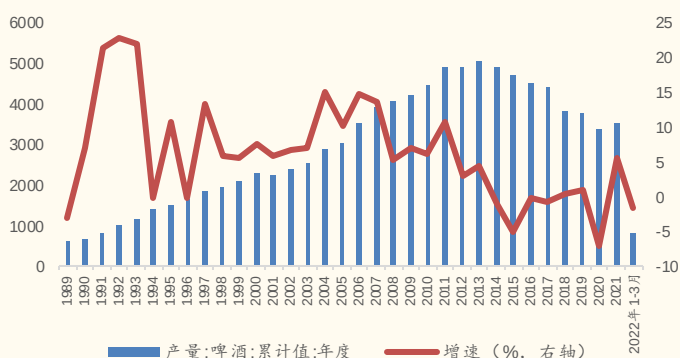
■ 销量：21 年有所恢复但不及 19 年，22Q1 因涉疫区域不同而分化

21 年需求复苏，但未恢复至 19 年的水平。21 年全国规模以上啤酒企业产量为 3562.40 万千升，同比+5.6%，对比 19 年下滑 1.8%。分企业来看，21 年华润/青啤/重啤/燕京/珠江的销量分别为 1105.6/793/279/362/127.6 万千升，同比-0.4%/+1.4%/+15.1%/+2.4%/+6.4%，对比 19 年变动-3.3%/-1.5%/+18.9%/-5.0%/+1.5%；百威亚太中国地区销量同比+9.3%，对比 19 年下滑 1.6%。由于 21 年的疫情、天气、疫苗接种影响，销量未恢复至 19 年，且华润在东北等市场推行去肿瘤业务，主动放弃一些低档销量。

21Q4 受疫情影响偏重，叠加去库存、BU 调整，销量普遍萎缩。21Q4 青啤/重啤/百威中国销量同比-3.4%/-2.1%/+8.5%，青啤去库存，为开门红积蓄势能；重啤 11 月开始进行 BU 划分调整，完成节奏放缓。

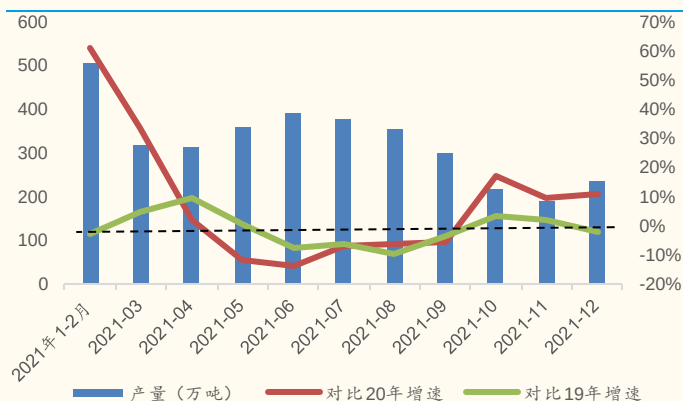
22 年 1-2 月需求高景气，3 月存在分化。22Q1 全国规模以上啤酒企业产量为 816 万千升，同比-1.5%；其中青啤/重啤/燕京/珠江销量同比-2.8%/+11.7%/+3.45%/+5.3%，3 月山东、上海等地疫情反复，从影响程度上看，青啤（量降超 20%）>华润（量降小双位数）>重啤（销量持平）≈珠江（可能有增长）。

图表 19：全国规模以上企业啤酒历年产量（万千升）



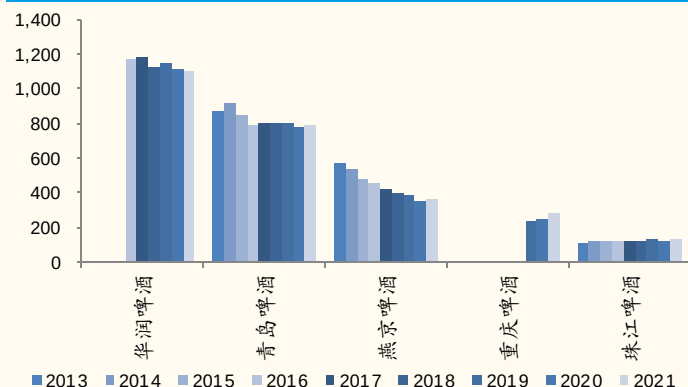
来源：Wind、国金证券研究所

图表 20：啤酒 2021 年以来单月产量及增速



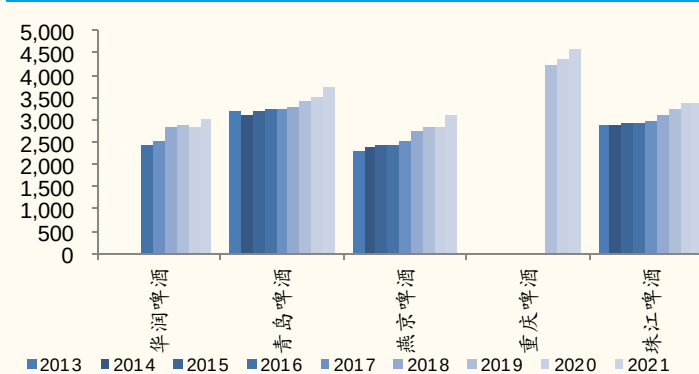
来源：Wind、国金证券研究所

图表 21：重点啤酒企业历年销量（万千升）



来源：各公司公告、国金证券研究所

图表 22：龙头历年吨价（元/吨）



来源：各公司公告、国金证券研究所

图表 23：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	百威亚太（中国）
21A	销量(万千升)	1105.6	793	279	362	127.6	预计 650-700
	yoy	-0.4%	1.4%	15.1%	2.4%	6.4%	9.3%

	销量对比 19 年增速	-3.3%	-1.5%	18.9%	-5.0%	1.5%	-1.6%
	吨价 (元/吨)	3020	3742	4601	3091	3369	na
	yoy	6.6%	7.0%	5.0%	8.4%	-0.50%	7.9%
	营业收入 (亿元)	333.9	301.7	131.2	119.6	45.4	na
	yoy	6.2%	8.7%	19.9%	9.4%	6.8%	17.9%
21Q4	销量 yoy	na	-3.4%	-2.08%	na	na	8.5%
	吨收入 yoy	na	5.3%	3.2%	na	na	10.3%
	营业收入 (亿元)	na	33.95	19.33	15.75	8.2	na
	营业收入 yoy	na	1.7%	1.1%	48.2%	10.4%	19.7%
22Q1	销量 (万千升)	na	212.90	79.42	85.38	23.48	na
	yoy	1-2 月增长双位数, 3 月下滑小个位数, Q1 正增长	-2.8%	11.7%	3.45%	5.3%	na
	吨收入 yoy	大个位数	6.1%	4.90%	7.9%	7.1%	na
	营业收入	Na	92.8	38.3	31	8.72	na
	营业收入 yoy	Na	3.1%	17.1%	11.7%	12.8%	na

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

■ 吨价: 高端化驱动 21 年上行中到大个位数, 22Q1 提价效应逐步显现

得益于直接提价+结构升级 (主要贡献), 龙头 21 年 ASP 上行中到大个位数。21 年华润/青啤/重啤/燕京/珠江/百威中国的吨价同比 +6.6%/+7.0%/+5.0%/+8.4%/-0.5%/+7.9%。珠江 ASP 下降, 预计系广东市场竞争加剧+就地过年, 采取较多促销折扣。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: 21 年华润次高及以上销量同比+28%, 年初规划 30%, 占比提升至 17%, 基本达成规划; 重啤乌苏实现 83 万吨 (同比+34%), 基本符合 80-90 万吨的预期, 疆外乌苏增速 60%; 青啤高档以上销量同比+14%, 超高端增速接近 30%、纯生增速 13%。

21Q4 的 ASP 提升环比降速, 系疫情+高端化节奏放慢。21Q4 青啤/重啤/百威中国吨收入同比+5.3%/+3.2%/+10.3%, 重啤乌苏增速持平; 21H2 华润吨价同比+5.1%, 次高及以上销量增速降至 8.6%。

22Q1 的 ASP 增速普遍在中大个位数, 提价效应陆续显现。22Q1 华润/青啤/重啤/燕京/珠江吨收入增长大个位数/6.1%/4.9%/7.9%/7.1%, 增速环比加快, 青啤山东疫情制约高端化进度, 叠加大单品提价时间略晚; 华润提价时间早, 涉及的体量大, 预计吨价已体现提价效果。

图表 24: 啤酒龙头高端化进度及中长期规划

	21H1	21 年	22Q1	中长期规划
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) 22 年次高及以上增速 20-25%, 25 年目标 400 万吨 (20-25 年 CAGR 为 22%) 2) 纯生未来 2-3 年做到 100 万吨, 到 25 年 SuperX 突破 100 万吨, 喜力 60-80 万吨
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%	白啤未来有望成为几十万吨的大单品
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	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	乌苏大城市计划为在 1 个市场投入 3-5 年后, 能在中高端占到第 1 或 2 的份额

		位数（超 60 万吨）、乐堡品牌 10%多（50 万吨多）	外 19%，1664 增速 18%，重庆双位数增长，乐堡等均有增长	
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%+	22 年 U8 做到 40 万吨，25 年做到 100 万吨以上
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% 2) 97 纯生销量同比+121%	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%	纯生占比未来 2-3 年提升至 45%以上，中长期占比达 50%，其中有一半高档纯生

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 吨成本：21 年龙头提升中个位数，22Q1 持续加重

21 年压力加重，华润、青啤吨成本提升中个位数。21 年华润/青啤/重啤/燕京/珠江/百威中国的吨成本（运费不计入成本）同比+5.3%/+3.8%/-3.3%/+8.2%/+10.9%/+8%。主要系大麦、铝材、玻璃、纸箱等价格飙升，21 年青啤/重啤/燕京/珠江的吨直接材料成本同比+4.8%/+8.7%/+16.3%/+13.3%。华润、青啤、珠江 H2 的吨成本压力普遍重于 H1，主要系 Q1 销量同比大幅改善摊薄固定成本，且前期采购的低价材料库存尚未用完，Q2 开始吨成本压力才逐步显现。

成本压力 Q4 向好，Q1 再次加重。21Q4 青啤/重啤/百威的吨成本（运费不计入成本）同比+1.5%/-17.8%/+4.6%，增幅有所收窄，主要系玻璃等价格回落。22Q1 青啤/重啤/珠江的吨成本（运费计入成本）+6.9%/+5.2%/+10.8%，除了大麦、铝材、纸箱等材料价格持续上升外，俄乌冲突加剧原油价格飙升，物流成本也在恶化（重啤 Q1 运费新增约 2500 万）。

图表 25：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
2021	5.3%	4.9% (运费计入成本) / 3.8%	-2.3% (运费计入成本) / -3.3%	8.2%	10.9% (运费计入成本)	8%
2021-吨直接材料成本	NA	4.8%	8.7%	16.3%	13.3%	NA
2021H1	4.0%	2.9%	0.2%	13.8%	1.1%	8%
2021H2	7.2%	5.5%	-15.4%	2.4%	NA	8%
2021Q4	NA	1.5%	-17.8%	NA	NA	4.6%
2022Q1	NA	6.9% (运费计入成本)	5.2% (运费计入成本) / 低个位数	7.3%	10.8% (运费计入成本)	NA

来源：公司公告，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

■ 盈利能力：效率提升逻辑兑现，Q1 毛利率承压

毛销差：21 年成本压力可覆盖，销售费率增幅有限。21 年青啤/燕京/重啤/珠江/华润毛利率同比+1.9/-0.8/+3.5/-5.2/+0.8pct；销售费率同比+1.2/+0.4/-1.0/-2.0/+0.7pct；毛销差同比+0.7/-1.1/+4.5/-3.2/+0.04pct。21 年龙头 ASP 的上涨可覆盖吨成本上涨，且留用余力贡献利润弹性；为促进高端化，华润、青啤在费用投放上虽有提升，但仍较谨慎，华润的提升幅度弱于 20 年，龙头毛销差多呈现向上态势。重啤盐城工厂 Q3 投产（13 万吨乌苏），运费明显节约。

管理费率：21 年延续关厂裁员，经营效率持续优化。21 年青啤/燕京/重啤/珠江/华润管理费率同比-0.4/+0.4/-2.3/-0.6/-3.2 pct，各家普遍下降，重啤下降系中介服务费用减少，叠加并表后内部关联交易减少可节约薪酬办公费用；华润下降除关厂带来的固定资产减值和员工安置费用降低外（剔除后同比-2pct），主要系 20 年年底发放较多奖金，且前期组织架构调整效果已开始体现。21 年青啤关厂 2 家，产能利用率维持在 57.6%；华润关厂 5 家，产能利用率提至 60.7%，静待红利释放；重啤产能利用率在 70%左右。除燕京外，各家利润率均处于向上区间。

Q1 毛利率普遍承压，费用投放趋缓。22Q1 青啤/燕京/重啤/珠江毛利率同比-0.5/+0.4/-0.2/-1.9pct，销售费率同比-0.8/-1.8/+0.6/-1.8pct，吨价上行无法覆盖吨成本而侵蚀毛利率，但通过节约销售费率、管理费率仍实现了营业利润率的增强（重庆啤酒有效税率提升拖累净利率，21Q1 的低基数系资产重组后运用子公司亏损的抵扣带来一次性好处）。

图表 26：啤酒重点公司 21 年利润率和费用率

	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	7.32%（扣非）	0.77%	36.7%（运费计成本）/42.3%	1.38%（运费计成本）/1.88%	13.6%（运费计成本）/19.2%	0.7%（运费计成本）/1.2%	0.68%	5.61%	-0.43%	22.07（扣非）	21.54%
燕京啤酒	2.45%	-0.16%	38.44%	-0.75%	13.03%	0.38%	-1.13%	12.02%	0.35%	2.93	2.8%
重庆啤酒	18.29%	2.27%	50.9%（运费计成本）/54.2%	3.3%（运费计成本）/3.5%	16.9%（运费计成本）/20.1%	-1.3%（运费计成本）/-1.0%	4.50%	3.94%	-2.31%	11.66	38.8%
珠江啤酒	13.83%	0.05%	44.95%（运费计成本）	-5.24%（运费计成本）	15.49%（运费计成本）	-2.00%（运费计成本）	-3.24%	7.82%	-0.62%	6.11	7.36%
华润啤酒	13.93%（未计特殊项的 EBIT）	1.80%	39.16%	0.76%	20.20%	0.73%	0.04%	10.84%	-3.21%	46.52（未计特殊项的 EBIT）	21.50%

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 27：啤酒重点公司 22Q1 利润率和费用率

8	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	12.5%	0.7%	37.8%	-0.5%	14.2%	-0.8%	0.3%	3.9%	0.2%	11.26	10.2%
燕京啤酒	1.0%	5.3%	34.5%	0.4%	11.9%	-1.8%	2.2%	13.3%	-0.1%	0.09	扭亏为盈
重庆啤酒	17.9%	-1.0%	47.7%	-0.2%	13.7%	0.6%	-0.8%	3.4%	-0.8%	3.41	15.3%
珠江啤酒	8.7%	-5.1%	40.4%	-1.9%	16.1%	-1.8%	-0.1%	7.8%	-1.0%	0.71	1.5%

来源：Wind，国金证券研究所

■ 未来展望：成本压力可控，关注旺季疫情防控进度

当前市场的担忧集中在：

1) 疫情影响：3 月下旬山东已陆续恢复堂食，当前华东疫情边际好转，我们预计青啤 1-4 月销量下滑幅度在中个位数左右，假设 5-9 月恢复至 19 年同期，全年销量将同比基本持平。去年旺季受疫情、天气、疫苗接种的影响，啤酒基数偏低（21 年 5-9 月销量对比 19 年下滑约中个位数），如果疫情防控得当，有望迎来爆发式增长。我们认为，啤酒应在疫情修复主线中排序靠前，主要考虑：旺季需求复苏会更明显、提价传导顺畅、竞争格局相对良性。

2) 成本扰动：无需过虑，油价的上涨并非持续因素，且大麦、包材等已有锁价，再次提价、控费均为保留手段。华润大麦锁价全年，预计全年直接材料成本上升 15-16 亿（假设销量微增，预计吨成本变动在 7%左右），销售费率甚至销售费率对值持平。青啤大麦锁价至 Q3，加快回瓶效率以减轻压力，前期已有 1903、白啤、经典、纯生小瓶等产品提价，旺季纯生存在提价换包装预期。重啤大麦锁价全年，包材锁价 3-6 个月，我们判断吨成本涨幅将好于同行，原因在于：量增摊销固定成本、涨幅较大的铝材占比低（考虑罐化率、回瓶率）、供应链优化节约运费。

3) 中长期看：“高端化+经营效率提升”的逻辑不变：

华润基地市场广阔、基地市场结构升级顺畅，非基地市场通过高端产品突破也能提升利润率，品牌力薄弱已通过联姻喜力、投入费用加以改善。

重啤的产品、品牌营销能力行业领先，乌苏生命周期延续，BU 调整后渠道已有改善，静待乌苏对其他品牌的渠道赋能显现。

青啤百年品牌底子扎实，经典 1903、纯生升级夯实产品基础，白啤享受赛道红利，关厂裁员稳健推进，静待红利释放。

华润、青啤港股、青啤、重啤当前股价（人民币）对应 22 年 PE 为 28/22/36/43 倍，结合估值及基本面，推荐华润、青啤（港股性价比）、重啤。

图表 28：重点啤酒企业估值表

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	21A	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E	22E	23E
青岛啤酒	278	302	323	349	9%	7%	8%	32	33	40	43%	4%	23%	36	29
青岛啤酒股份	278	302	323	349	9%	7%	8%	32	33	40	43%	4%	23%	22	18
华润啤酒	314	334	372	405	6%	11%	9%	36	45	56	35%	25%	24%	28	22
重庆啤酒	109	131	153	175	20%	17%	15%	12	14	17.5	39%	21%	24%	43	35

来源：wind，国金证券研究所，重啤为备考口径，青啤、华润未考虑政府土地补偿款，股价截止至 4 月 29 日

四、乳制品板块：双强经营能力稳健，22 年仍是重点防御性标的

■ 业绩回顾：双强和妙可营收稳健、盈利能力逐步优化，奶粉略有承压

营业端：1）双强：双强在营收端保持稳健增长，疫情催化下白奶景气度较高，尤其高端产品放量可观，奶酪、奶粉、鲜奶等细分赛道也保持高速增长。具体来看，①伊利 21 年白奶同增双位数以上；舒化奶同增近 30%；金典有机同增 41.5%；鲜奶同增 250%+；奶酪同增 150%+；伊刻活泉同增超 100%；婴配粉/成人粉市占率提升 1.4/2.2pct，不含澳优市占率+2.4pct 到 9.3%。②蒙牛 21 年常温液奶整体同增近 16%，特仑苏同增近 33%，纯奶同增超 33%；鲜奶同增近 85%，每日鲜语同增 80%；奶酪业务同增 41%；雅士利同增 21.5%，其中成人粉同增超 76%。**2）奶酪：**妙可蓝多整体维持高增态势，22Q1 受疫情影响增速略有放缓。截至 21 年底，公司市占率提升至 30.8%，在奶酪领域的领先优势更加明显。**3）奶粉：**2021 年奶粉行业整体有所承压，母婴店销售渠道和终端价盘体系都面临扰动，飞鹤、澳优营收端基本还是实现稳健增长，核心单品依旧维持良好增势，飞鹤星飞帆同比+12%；澳优海普诺凯、能立多分别同比+19%、23%。

利润端：1）双强：奶价压力下毛利端有一定压力，21 年伊利/蒙牛毛利率分别同比+0.5（还原会计准则变动）/-0.9pct，但是随着高毛利产品占比提升和减少费用投放，毛销差分别同比+0.4/0.8pct，利润控制能力较强。净利端来看，21 年伊利/蒙牛同比+0.6/1.0pct，伊利的净利率目标达成。**2）奶酪：**妙可蓝多随着营收规模、市场份额的提升，规模效应更加明显，且结构进一步优化，高毛利奶酪业务 21 年占比达到 81.18%，同比提升 7.84pct。从净利率来看，21A/22Q1 净利率分别为 4.3%/6.3%，逐步提升的态势明显。**3）奶粉：**净利率都略有下降，由于线下活动的恢复，飞鹤、澳优的销售费用都有所提升，21 年同比+1.2/1.3pct。飞鹤的毛利率受结构变动影响较大，低毛利板块占比提升，整体下滑 2.2pct。

图表 29：乳制品板块营收和归母净利变动情况

	营收（亿元）						归母净利（亿元）					
	21Q4	yoy	21A	yoy	22Q1	yoy	21Q4	yoy	21A	yoy	22Q1	yoy
伊利股份	254.70	10.7%	1101.4	14.1%	309.13	13.4%	7.61	-27.8%	87.05	23.0%	35.19	24.3%
蒙牛乳业			881.4	15.9%					50.26	42.6%		
妙可蓝多	13.34	37.4%	44.8	57.3%	12.86	35.2%	0.11	72.7%	1.54	160.6%	0.74	129.6%
中国飞鹤			227.8	22.5%					68.71	-7.6%		

澳优			88.7	11.1%					10.40	3.6%		
----	--	--	------	-------	--	--	--	--	-------	------	--	--

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：乳制品板块毛利端、费用端变动情况

	毛利率变动			销售费率变动			管理费率变动			财务费率变动			净利率变动		
	21Q4	21A	22Q1	21Q4	21A	22Q1	21Q4	21A	22Q1	21Q4	21A	22Q1	21Q4	21A	22Q1
伊利股份	-22.81	-5.35	-3.27	-16.38	-4.78	-3.41	-4.80	-1.21	-0.98	-0.44	-0.22	-0.27	-1.58	0.57	0.98
蒙牛乳业		-0.91			-1.68			-0.12			0.09			1.03	
妙可蓝多	6.51	2.30	0.14	9.63	0.92	-1.18	3.34	2.74	-0.11	-1.70	-1.71	-1.57	1.19	1.73	2.07
中国飞鹤		-2.22			1.24			-0.94			-0.14			-9.64	
澳优		0.52			1.34			-0.71			-0.16			-1.23	

来源：公司公告，国金证券研究所（注：毛利率、净利率、费用率变动的单位为 pct）

■ 未来展望：双强抗风险力凸显，估值具备安全边际

双强：从营收来看，乳企的抗风险力较为突出，疫情后饮奶的习惯更加稳定，在下沉市场高端白奶（金典、特仑苏等）仍有较大的提升空间，预计今年伊利、蒙牛营收端仍是双位数及以上的增长。原料端，预计原奶价格相比去年略有松动，可能稳中有降；两强提升净利率的诉求和实现手段依然清晰。当前估值均是二十倍出头，安全边际较强。

奶酪：22 年成长主线比较清晰，利润端有望优化。营收端增长主要依靠新品放量，常温奶酪棒年内储备 30 条产线，每条产线满产产值为 1 个亿，通过快速铺货可抢占先发优势。公司开始逐步搭建丰富的产品矩阵，奶酪片计划实现 5 个亿收入，年内还会推出零食类奶酪产品。利润端弹性主要来自规模效应下费效比的提升，此外 22 年部分广告费用已经前置至 21Q4。

奶粉：22 年对飞鹤会是调整年，将执行新鲜战略，上半年主动控制渠道库存，提高产品新鲜度；同时积极推广新品卓睿提升整体价盘；产品内码也将于今年上市。对澳优而言，和伊利将在供应链、研发优势上有所协同，伊利也会分享品牌营销、产品推广、渠道建设经验给澳优，有望提升整体运营能力。

五、食品综合板块：压力集中释放，静待边际修复

■ 业绩回顾：成本压力+疫情扰动导致大部分食品公司承压明显，部分公司已有边际好转趋势

营收端：1) 小零食：洽洽稳健，甘源、盐津逐步改善的趋势明显。洽洽 21Q4+22Q1 同比+17.15%，增速环比 21Q3 提升 6.44pct，主要得益于提价和坚果在旺季期间的亮眼表现。甘源 22Q4+22Q1 同比+5.9%，环比改善的趋势明显，21Q2/Q3 的增速分别为-16.6%/2.7%，是提价顺利传导以及公司自身优化改革的成果。盐津 22Q4+22Q1 同比+10.1%，21 年下半年的渠道转型逐渐成效，定量装的占比已经达到 8%-10%。**2) 连锁卤味：**疫情下压力集中释放，绝味、煌上煌等明显承压，绝味通过逆势拿店仍能保证营收端正增长，相比其他品牌经营韧性更强，且社区老店相比 19 年还能实现同店收入增长。**3) 速冻：**21 年大多符合预期，22Q1 受疫情影响比较明显。22Q1 安井主业/立高/千味营收同比+8.5%/8.8%/20.2%，安井、立高受疫情影响较为严重，尤其立高的优势区域在华东、华南（占比达到 69%），该地区疫情反复较为严重；千味较为稳健，通过上新品对冲了部分压力。

利润端：1) 小零食：洽洽、甘源通过提价化解了成本压力，对利润端有所增厚。洽洽、甘源分别于 21 年 10 月、7 月开启提价，传导较为顺利，覆盖压力的同时还有部分盈余，21Q4 毛利率同比+5.2/1.0pct（还原会计准则）。盐

津毛利率整体下滑明显，但是已在环比改善，且公司原材料更为分散，Q1 部分原材料已经有所回落。2) 连锁卤味：鸭副原本压力显著，自 21 年下半年开始上涨，22Q1 继续同比上涨高个位数，鸭脖类已经达到历史高位水平，整体毛利率承压明显。绝味在逆境中为提升加盟商信心和提振品牌力付出较多，包括直接补贴、货折、年货节活动、门店运营系统提升等等，导致毛销差大幅下滑。3) 速冻：成本端主要是油脂、面粉、大豆蛋白类涨幅明显，根据结构占比来看，立高受影响最大，千味由于提前锁价所以成本压力不明显。速冻企业 B 端生意居多，费用端整体比较稳定，还原股权激励后 21 年千味净利率略有提升，安井 Q1 主业净利率达到 8%以上，环比改善明显。

图表 31：食品综合板块营收和归母净利变动情况

	营收						归母净利					
	21Q4	yoy	21A	yoy	22Q1	yoy	21Q4	yoy	21A	yoy	22Q1	yoy
洽洽食品	21.03	28.3%	59.85	13.2%	14.32	3.9%	3.34	21.5%	9.29	15.3%	2.08	5.2%
盐津铺子	6.54	24.7%	22.82	16.5%	5.75	-2.9%	0.73	37.9%	1.51	-37.7%	0.61	-25.2%
甘源食品	4.38	15.8%	12.94	10.4%	3.20	-5.2%	0.76	38.4%	1.54	-14.3%	0.23	-45.3%
绝味食品	17.02	22.4%	65.49	24.1%	16.88	12.1%	0.17	-90.7%	9.81	39.9%	0.89	-62.2%
煌上煌	4.05	-19.2%	23.39	-4.0%	5.42	-10.6%	-0.39	-180%	1.45	-48.8%	0.37	-45.6%
安井食品	31.76	28.1%	92.72	33.1%	23.39	24.2%	1.88	-16.1%	6.82	13.0%	2.04	17.7%
立高食品	8.56	40.4%	28.17	55.7%	6.30	8.8%	0.86	16.6%	2.83	22.0%	0.40	-45.3%
千味央厨	3.86	14.9%	12.74	34.9%	3.48	20.2%	0.32	14.6%	0.88	15.5%	0.29	44.8%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：食品综合板块毛利端、费用端变动情况

	毛利率变动			销售费率变动			管理费率变动			财务费率变动			净利率变动		
	21Q4	21A	22Q1	21Q4	21A	22Q1	21Q4	21A	22Q1	21Q4	21A	22Q1	21Q4	21A	22Q1
洽洽食品	5.24	0.06	0.18	5.59	0.33	-0.14	-0.13	-0.15	0.01	-0.40	-0.03	0.52	-0.90	0.31	0.18
盐津铺子	-22.01	-8.12	-5.43	-18.29	-1.91	-1.91	-1.01	0.31	1.10	0.56	0.62	-0.24	1.08	-5.59	-3.50
甘源食品	-2.80	-4.98	-4.38	-4.80	-1.42	-3.32	0.52	0.75	1.90	-0.21	-0.61	-0.61	2.85	-3.42	-5.15
绝味食品	-1.32	-1.80	-4.18	13.54	1.90	7.33	0.29	0.09	0.80	0.40	0.29	0.23	-11.56	1.65	-10.43
煌上煌	-15.79	-4.80	-7.69	7.71	1.39	-2.87	-1.13	-0.03	0.36	0.84	0.48	0.02	-20.77	-5.55	-4.43
安井食品	0.47	-3.56	-2.28	4.28	-0.10	-0.69	-0.18	-0.81	-0.34	0.07	-0.05	-0.33	-3.05	-1.26	-0.26
立高食品	-4.18	-3.37	-3.40	-3.13	-1.06	-0.14	3.65	1.38	4.74	-0.24	-0.12	-0.18	-2.05	-2.78	-6.29
千味央厨	1.09	0.65	0.41	-0.03	0.05	0.08	1.51	0.04	0.31	-0.04	0.02	-0.41	-0.06	-1.26	1.35

来源：公司公告，国金证券研究所（注：毛利率、净利率、费用率变动的单位为 pct）

■ 未来展望：成本压力有所好转，静待疫情修复

小零食：洽洽需求和成本控制都相对稳健，疫情影响整体不大，还一定程度催化了家庭端囤货需求。瓜子春节前已经采购了全年用量的 60%，采购成本上涨 5-10%；现阶段在逐步采购剩余 40%价格，价格相比 60%那波还略有降幅。甘源和盐津已经看到初步改革效果，静待放量；甘源 4 月份安阳新品和口味型坚果出货量达到 1500 万元和 500 万元左右，成本端主要是棕榈油压力较大，已经在用国产稻米油替代，提价幅度可覆盖；盐津除棕榈油外的其他部分原料已有回落，22 年计划咸味事业部售点翻番、烘焙投放 1 万个专柜、定量装覆盖 10 万家终端。

连锁卤味：以门店为载体的连锁卤味预计 22 年仍有压力，整体单店营收短期内难以恢复到 19 年水平，但是在压力环境下反而会加速行业的洗牌和集

中。绝味今年的策略依旧是逆势拿店，提升市场份额，疫情修复后将迎来较大弹性，整体竞争实力也会进一步提升。原材料端鸭脖涨幅已经有所放缓，部分其他鸭副产品略有回落，预计全年的成本压力会好于 Q1。

速冻：成本端来看，安井和千味的压力比较可控，因为原料相对分散。3 月以来的疫情主要影响物流端，但物流运输在 4 月下旬以来已经有明显好转，我们预计 Q2 的情况会好于 Q1。目前安井、千味积极发力新品类，比如预制菜、烘焙等，有望带来新的增量。

六、调味品：Q1 成本承压，静待基本面改善

■ 业绩回顾：需求扰动，成本承压，静待疫情后改善

收入端：单从 22 Q1 来看，受到 3 月疫情以及 21Q1 基数较高的影响，调味品公司主营业务收入整体增速不及预期，其中海天、千禾、中炬、日辰仅有小个位数增长。结合去年情况来看，天味食品和恒顺醋业由于 21Q4 承压明显，22Q1 内外变革理顺后，业绩增速较高。天味食品主要系 2021 年去库存、渠道梳理、内部股权激励改革等举措推动；恒顺醋业主要系 2021 年管理层更新、销售激励加大、市场化改革初步有效推动。安琪酵母受益于提价较早落地、海外业务顺利扩张，需求受疫情扰动小，收入端同比和环比均保持两位数增速。

图表 33：调味品重点公司营业收入及增速

公司	22Q1 总收入 (亿元)	22Q1 同比	21Q1 同比	21Q4 总收入 (亿元)	21Q4 同比
海天味业	72.10	0.72%	21.65%	70.10	22.85%
安琪酵母	30.32	14.14%	29.55%	30.81	22.91%
中炬高新	13.47	6.63%	9.51%	17.04	29.70%
涪陵榨菜	6.89	-2.88%	46.86%	5.63	18.74%
天味食品	6.29	20.60%	56.21%	6.28	-25.22%
恒顺醋业	5.72	10.43%	11.13%	5.34	-6.65%
加加食品	5.15	1.11%	3.57%	5.59	13.00%
千禾味业	4.82	0.93%	32.91%	5.70	20.95%
日辰股份	0.75	7.11%	51.53%	0.98	24.25%

来源：公司公告，国金证券研究所

利润端：单从 22Q1 看，原材料价格走势不同，调味品公司 22Q1 归母净利润表现分化。由于年初以来，糖蜜、大豆、小麦、油脂、包材等价格仍在上涨，安琪、海天、中炬、加加均显著承压。而糯米价格年初已经回落，因此恒顺醋业降幅较小。结合 21Q1 来看，涪陵榨菜、天味食品、千禾味业受 21Q1 低基数，以及 22Q1 销售费率缩减的影响，利润端仍保持正增速。

图表 34：调味品重点公司归母净利及增速

公司	22Q1 归母净 利润	22Q1 同比	21Q1 同比	21Q4 归母净 利润	21Q4 同比
海天味业	18.29	-6.36%	21.13%	19.63	7.19%
安琪酵母	3.13	-29.30%	45.74%	2.91	-19.06%
中炬高新	1.58	-9.46%	-15.17%	3.75	68.93%
涪陵榨菜	2.14	5.39%	22.73%	2.38	45.75%
天味食品	1.00	25.27%	4.13%	1.04	136.78%
恒顺醋业	0.77	-0.75%	2.51%	-0.16	-118.69%
加加食品	0.01	-97.79%	-13.39%	-0.82	-322.77%
千禾味业	0.55	38.47%	-43.34%	0.89	594.17%
日辰股份	0.14	-7.51%	-0.35%	0.25	13.50%

来源：公司公告，国金证券研究所（注：归母净利单位为亿元）

■ 主要财务指标

主要费率：1) 从销售费用率指标来看，受原材料成本压力影响，行业内普遍存在控费提效现象，22Q1 调味品公司基本保持销售费用率不变或有小幅下调。由于 21Q4 行业内大部分公司对产品进行提价，根据上一轮提价启示，费率投放通常延迟于提价一个季度，而今年成本压力持续高增叠加春节提前，销售费用率也提前至 21Q4 释放一部分。报表端可观察到大部分公司 21Q4 销售费率同比高企。2) 从管理费用率指标来看，龙头公司如海天、涪陵、安琪并未显著优化，主要原因是规模效应导致管理费率本就处于行业内较低水平，压缩空间不大。另外可以从报表端观察到 21Q4 管理费用率进行了小幅下调，已处于较低的水平。相对而言，管理费用率绝对值处于行业较高水平的中炬、天味、恒顺进行了小幅收窄。

图表 35：调味品重点公司销售、管理费率

公司	销售费用率				管理费用率			
	22Q1	同比(pct)	21Q4	同比(pct)	22Q1	同比(pct)	21Q4	同比(pct)
海天味业	5.43%	-0.27	4.30%	1.11	1.35%	0.20	1.57%	-0.55
安琪酵母	6.68%	0.49	6.38%	6.65	3.21%	0.23	2.66%	-0.62
涪陵榨菜	17.87%	0.11	22.50%	6.30	3.19%	1.08	3.13%	-0.92
中炬高新	8.79%	0.13	6.60%	-0.78	5.04%	-0.83	2.19%	-3.65
天味食品	13.01%	-3.50	10.83%	-9.97	3.39%	-0.16	7.10%	1.89
恒顺醋业	12.07%	-0.57	23.23%	10.22	5.33%	-0.19	6.73%	0.55
加加食品	10.43%	3.16	14.04%	12.00	5.99%	0.01	9.24%	1.36
千禾味业	15.06%	-10.63	12.73%	7.47	3.25%	0.03	3.54%	-0.18
日辰股份	6.23%	-0.04	5.87%	5.16	10.69%	-1.67	8.98%	-2.21

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 盈利指标

毛利率方面，受原材料继续上涨的影响，22Q1 行业内重点公司销售毛利率同比均下降。其中涪陵榨菜由于继续沿用去年高成本青菜头以及运费政策的调整，毛利率降幅最大。其次是安琪酵母，受糖蜜价格走势不断上行，毛利率同比下降 6.56 pct。海天得益于规模优势，控费效果相较中炬、千禾、加加更优，但是仍然下降 2.77pct。同 21Q4 环比情况来看，部分提价效应已经显现在报表端。海天、安琪、涪陵、天味、恒顺的毛利率环比均有显著改善。

净利率方面，综合毛利率和两大费率表现，Q1 各企业仍承受较大压力。除了千禾大幅降低销售费率 10.63%带来的净利率改善较大，其余公司均有小单位数同比降幅。

图表 36：调味品重点公司毛利率、净利率

公司	22Q1				21Q4			
	销售毛利率	同比	销售净利率	同比	销售毛利率	同比	销售净利率	同比
海天味业	38.17%	-2.77%	25.39%	-1.93%	38.13%	-3.73%	27.99%	-4.12%
安琪酵母	26.68%	-6.56%	10.45%	-6.46%	21.80%	3.57%	9.36%	-5.22%
涪陵榨菜	52.37%	-7.70%	31.11%	2.44%	36.08%	-23.63%	42.30%	7.84%
中炬高新	32.30%	-3.19%	12.54%	-2.25%	38.46%	1.11%	22.77%	4.26%
天味食品	35.95%	-0.32%	15.93%	0.57%	28.12%	-2.69%	16.61%	11.36%
恒顺醋业	37.90%	-1.40%	12.99%	-2.18%	33.40%	-6.36%	-2.92%	-17.66%
加加食品	18.74%	-6.46%	0.11%	-8.43%	16.84%	-4.15%	-14.67%	-22.12%
千禾味业	34.98%	-8.37%	11.46%	3.11%	37.88%	8.55%	15.71%	19.55%
日辰股份	39.43%	-4.20%	18.21%	-2.88%	43.48%	2.07%	25.13%	-2.38%

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 估值与投资建议

展望 22 年 Q2。1) 成本方面，我们预计短期内难以扩张甘蔗产量，叠加疫情期间酒精需求激增，预计年内酵母原材料价格压力最大，仍需密切关注水解糖项目建设情况。受俄乌冲突影响，大豆、小麦价格均有大幅上涨，我们预计海天、中炬、千禾等在 Q3 美国大豆产季后可能出现拐点。油脂、辣椒等原材料也将于下半年迎来新产季，部分渠道反馈包材通常在 5-6 月进行锁价，因此天味的毛利改善时机更靠前。2) 价格方面，中炬、恒顺提价落地仍需等到 Q2，预计 Q2 毛利迎来较大改善。3) 基数方面，去年 Q2 受到社区团购冲击叠加成本、库存压力，基数较小。随着疫情后需求改善，我们预计盈利能力有望回弹。4) 竞争方面，22Q1 季报显示海天、天味等头部公司面对成本压力，已经对经销商进行精简，预计匹配更多资源投向更强的经销商。我们预计疫情对于行业内长尾企业是一次非常大的冲击，疫情后随着小厂出清竞争格局有望改善，龙头市占率有较大提升机会。

我们建议持续关注具备“降本增价”确定性标的涪陵榨菜，以及内外机制变革推动基本面显著改善的天味食品。同时，我们看好龙头公司在疫情后需求回弹、市占率提升的长线逻辑，建议关注海天味业、天味食品。

七、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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