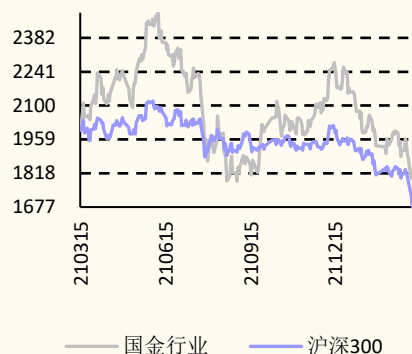


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金食品饮料指数	1842
沪深 300 指数	4307
上证指数	3310
深证成指	12447
中小板综指	12574



相关报告

- 1.《Q1 业绩前瞻-稳中求进,配置良机显现-食品饮料周报》, 2022.3.6
- 2.《啤酒板块情绪升温,关注旺季行业β机会-食品饮料周报》, 2022.2.20
- 3.《节后渠道反馈积极,关注波动中布局良机-食品饮料周报》, 2022.2.13
- 4.《多地春节调研实录——解析食品饮料板块投资机会-2022 春节调研报...》, 2022.2.6
- 5.《消费氛围稳中向好,关注春节板块行情-食品饮料周报》, 2022.1.23

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@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

市场焦点剖析,客观看待风险扰动

投资建议

- **本周专题:对近期市场焦点的理解。**近期板块持续回调,主因系外围局势动荡下避险情绪升温+上游原材料价格承压+疫情反复压制消费情绪。本周我们结合基本面分析,探讨了 Q1 板块基本面、成本端及需求端的走势情况。
- **1)如何看待 22Q1 板块基本面?**从已披露的 1~2 月经营情况来看,我们认为一季度板块基本面基本稳健。就白酒而言,当前酒企对渠道把控的执行力已不可同日而语,通过控货等思路维持渠道良性发展;就乳制品而言,需求受疫情影响相对较小,且受益于健康意识的提振,景气度延续。
- **2)如何看待海外局势动荡对大众品成本端的影响?**①**啤酒:**乌克兰大麦基本不用于啤酒生产,但不排除会间接影响加麦、法麦的价格。成本中最大的不确定性来自包材,库存周期普遍在 1-2 个季度,当前玻璃、纸箱价格环比相对平稳,俄铝存在制裁预期,落地或推高铝价。②**乳制品:**玉米价格上涨可能导致上游养殖成本略有提高,但考虑到供给端的改善及头部企业加强对上游的控制,预计原奶涨幅有望小幅收窄。③**休闲食品:**此前由于棕榈油主产国马来西亚出口量下降,供应紧张下棕榈油价格持续上涨。近期俄乌发生地缘冲突,两者的油料油脂出口在全球占比较重,加剧棕榈油及其他油脂的价格上涨。④**调味品:**短期扰动导致的成本端反复不可持续,22 年在高基数上涨幅空间有限,提价效应逐步释放将有效对冲原材料压力。
- **3)如何展望疫情波动对需求端的影响?**①**白酒:**疫情波动主要影响需求场景和需求情绪,前者取决于各地防疫政策,影响较大的宴席需求虽短期内受限,但仍有望后期进行回补,影响主要将在释放节奏方面;后者与宏观经济活力相关,但在稳增长的趋势下我们认为无需悲观,二三季度环比有望持续改善。②**啤酒:**我们认为疫情不单影响需求,也影响后续潜在的提价和高端化进度。考虑 3-4 月仍为啤酒消费淡季,建议重点关注后续疫情的防控进度。假设旺季防控较好,仍有望演绎需求改善、高端化向好的逻辑。③**休闲零食:**疫情可能会对商超渠道、连锁零售高势能门店渠道等客流产生影响,其中预计小零食公司受拖累程度相对较高,但仍具备一定抗风险能力。
- **4)板块观点:**①**白酒:**我们认为在外部波动的态势下,白酒板块相对而言受影响将会较小,酒企对供应链体系的建设使得成本端基本没有过多压力,在消费端亦可以通过渠道节奏的调整来灵活应对,整体确定性会相对占优。同时在 22 年以来持续的估值消化下,目前板块的估值性价比已经凸显,我们建议关注当前板块的配置良机。当前依然首推确定性及性价比高端,同时建议关注弹性次高端及需求旺盛地产酒。②**啤酒:**3-4 月仍处淡季,建议重点关注旺季来临前疫情的防控进度+俄乌冲突下包材的价格,前期提价传导顺畅,不排除后续继续提价。长期高端化+经营效率改善的逻辑不变,关注龙头调整中的布局机会。③**食品:**目前伊利基本面稳健,经营数据亮眼,22 年对应估值 22 倍左右,具备较强安全边际。安井、绝味、妙可经过前期的调整目前估值已经具备性价比。④**调味品:**作为大众生活必需品,抗通胀能力较强,龙头公司的议价能力也较强,无需过度担忧通胀对毛利率和净利率的冲击,建议弱化短期业绩要求,持续跟踪疫情背景下的需求改善,推荐在行业内具备深厚护城河的龙头标的。
- **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。

内容目录

一、本周专题：对近期市场焦点的理解.....	4
1.1 如何看待 22Q1 板块基本面？	4
1.2 如何看待海外局势动荡对大众品成本端的影响？	4
1.3 如何展望疫情波动对需求端的影响？	9
1.4 板块观点及投资建议	10
二、本周行情回顾	11
三、行业数据更新	13
3.1 白酒板块.....	13
3.2 乳制品板块.....	14
3.3 啤酒板块.....	14
四、公司公告与事件汇总	15
4.1 公司公告精选	15
4.2 行业要闻.....	16
4.3 近期上市公司重要事项提醒	17
五、风险提示.....	17

图表目录

图表 1：板块部分标的 1~2 月经营情况.....	4
图表 2：啤酒成本结构.....	5
图表 3：2020 年重点酒企罐化率对比	5
图表 4：全球大麦产量构成.....	5
图表 5：我国原铝进口量构成.....	5
图表 6：啤酒吨成本指数变动.....	6
图表 7：22 年青岛啤酒吨价及毛利率变动的敏感性分析.....	6
图表 8：22 年华润啤酒吨价及毛利率变动的敏感性分析.....	6
图表 9：22 年重庆啤酒吨价及毛利率变动的敏感性分析.....	6
图表 10：我国玉米自产量和进口量（万吨）	7
图表 11：奶牛养殖成本构成.....	7
图表 12：我国玉米来自乌克兰的进口数量（万吨）	7
图表 13：棕榈油均价走势（元/吨）	8
图表 14：调味品成本涨幅一览.....	9
图表 15：本周行情	11
图表 16：本周申万一级行业涨跌幅.....	11
图表 17：本周食品饮料子板块涨跌幅	12
图表 18：申万食品饮料指数行情	12
图表 19：本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名	12

图表 20: 食品饮料板块沪（深）港通持股占流通 A 股比例 TOP20	12
图表 21: 白酒月度产量（万千升）及同比（%）	13
图表 22: 京东平台白酒成交价（元/瓶）	13
图表 23: 高端白酒一批价水平（元/瓶）	14
图表 24: 国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）	14
图表 25: 中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）	14
图表 26: 啤酒月度产量（万千升）及同比（%）	15
图表 27: 啤酒进口数量（千升）与均价（美元/千升）	15
图表 28: 国内大麦市场均价（元/吨）	15
图表 29: 国内瓦楞纸市场价（元/吨）	15
图表 30: 近期上市公司重要事项	17

一、本周专题：对近期市场焦点的理解

1.1 如何看待 22Q1 板块基本面？

近期伴随板块的持续回调，市场端对 22 年春节以来板块基本面态势的恢复情况出现疑虑和悲观情绪。从 1~2 月经营情况来看，我们认为一季度板块基本面基本稳健，后续建议持续观察疫情把控态势。

1) 就白酒板块而言，在节后的调研中可以观察到消费情绪并未出现明显波动；在部分疫情影响相对较小的地区，叠加返乡人员流动的常态化，消费情绪同比有所回暖。从近期披露 1~2 月经营数据的公司来看，基本与我们此前预期相一致，而茅台、汾酒、酒鬼酒春节的业绩以不同幅度超出了我们此前的预期。我们认为当前酒企对渠道把控的执行力已不可同日而语，在面临疫情反复等外部风险的情形下，通过控货等思路维持渠道良性发展，往往不再通过压货等行为追求短期业绩。

2) 就乳制品板块而言，我们此前调研反馈春节期间液奶动销良好。本身自 21 年以来两强高端白奶需求旺盛，有力带动营收和利润的增长，我们预计 22 年乳制品需求保持平稳，适当控费和结构改善都可带动利润率提升。从伊利披露的 1~2 月经营情况来看，我们认为从需求来看乳品受疫情影响相对较小，而且受益于健康意识的提振，20 年下半年以来白奶的景气度一直不错，高端系列增速更快。

图表 1：板块部分标的 1~2 月经营情况

公司名称	公告内容	是否超预期
贵州茅台	2022 年 1~2 月，公司实现营业总收入 202 亿元左右，同比增长 20%左右；实现归属于上市公司股东的净利润 102 亿元左右，同比增长 20%左右。	超预期
酒鬼酒	2022 年 1~2 月，公司预计实现营业总收入 14 亿元左右，较上年同期增长 120%左右；预计实现归属于上市公司股东的净利润 4.65 亿元左右，较上年同期增长 130%左右。	超预期
山西汾酒	2022 年 1~2 月，公司预计实现营业总收入 74 亿元以上，同比增长 35%以上；预计实现归属于上市公司股东的净利润 27 亿元以上，同比增速超过 50%以上。	超预期
今世缘	2022 年 1~2 月，公司实现营业总收入 24.5 亿元左右，同比增长 25%左右；实现归属于上市公司股东的净利润 9.4 亿元左右，同比增长 26%左右。	符合预期
伊利股份	2022 年 1~2 月，公司实现营业总收入 215 亿元左右，较上年同期增长 15%以上；利润总额 33 亿元左右，较上年同期增长 20%以上。	符合预期

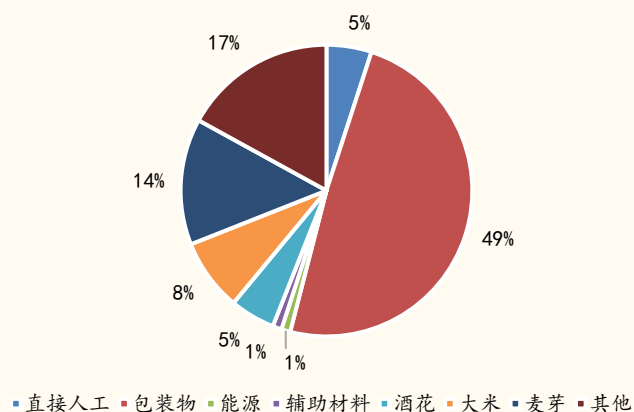
来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 如何看待海外局势动荡对大众品成本端的影响？

■ 啤酒

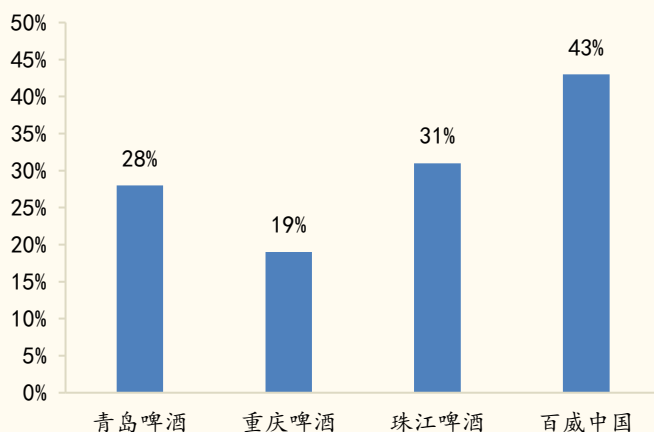
成本拆分：以华润为例，大麦、酒花等原料占比 20-25%，包材占比 40-45%，其中铝材占比 10%以上，纸箱占比 10%左右，玻璃占比低于铝材。我们认为，各家成本拆分的差异主要来自于：①**回瓶率：**华润自 20 年后大部分区域已实现回瓶；重啤能否回瓶取决于地理位置，西部基本可实现回瓶，东部 4 家工厂（盐城、惠州、天目湖、安徽）的周边地区可实现回瓶，其余区域回瓶较少。②**罐化率：**行业现饮与非现饮的比例约在 1:1，华润、青啤罐化率略高，重啤较低。③**大麦来源：**重啤大麦大部分来自法国，小部分来自国内；华润的大麦较多来自加拿大、法国，部分来自南美及国内；青啤大麦主要来自法国和加拿大。

图表2：啤酒成本结构



来源：各公司公告，国金证券研究所

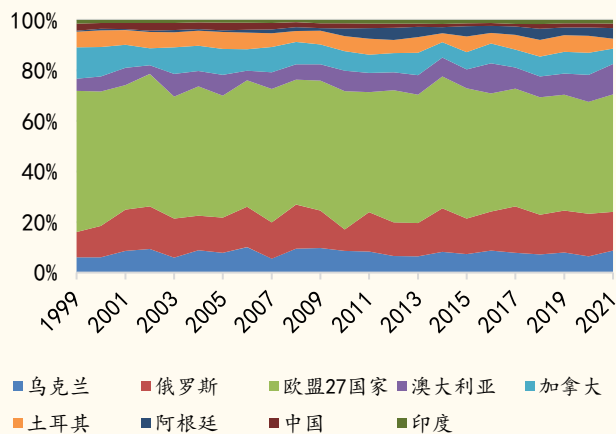
图表3：2020年重点酒企罐化率对比



来源：各公司公告，国金证券研究所（注：重啤为重组后，华润为20-30%）

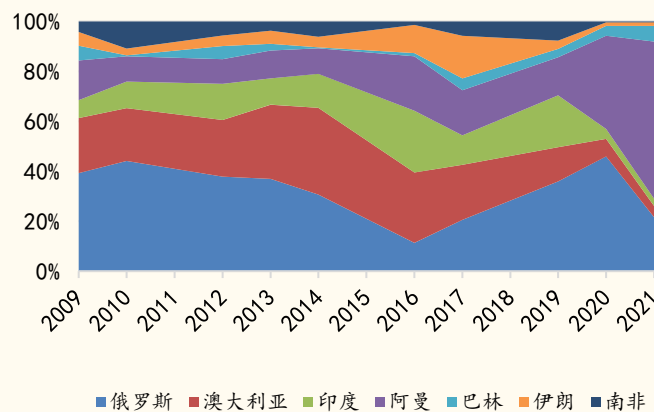
俄乌冲突对成本的影响：①**大麦：**乌克兰、俄罗斯是重要生产国，两者合计大麦产量占比为20-25%。啤酒行业较少乌克兰大麦，但供应减少或间接影响全球其他产区的大麦价格，有待后续观察。2月24日俄乌冲突爆发后，我国大麦多地均价已累计增长6%。②**铝材：**俄铝存在制裁预期，若落地或将推高铝材价格。2月24日后，LME铝现货价和铝期货价（3个月）累计变动4%、6%。③**玻璃、纸箱：**受影响偏小，2月24日后，郑商所的玻璃期货结算价基本持平，瓦楞纸出厂价略有下滑。④**能源及运输成本：**青啤、重啤的装卸及运输费占收入比重为5-6%、3-4%，吨成本中能源占比偏低。俄罗斯为原油供应大国，2月24日后，OPEC一揽子原油现货价累计增长20%+。

图表4：全球大麦产量构成



来源：美国农业部，国金证券研究所

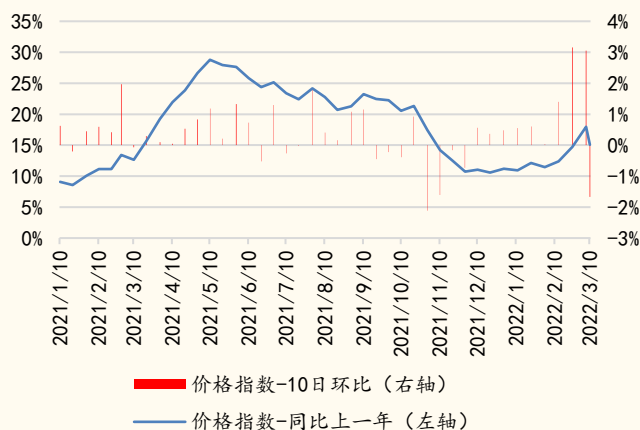
图表5：我国原铝进口量构成



来源：Wind，国金证券研究所

成本影响测算：我们选取全国大麦平均价、瓦楞纸市场价（22年以来改用瓦楞纸出厂价）、LME现货铝、浮法玻璃市场价来构造啤酒吨成本指数。俄乌冲突发生后，构造的吨成本指数同比、环比均有所提升。但考虑到：龙头可通过提前锁价、规模化采购平滑成本，且我们选取的指标并不一定具备代表性，故该指数的变动更应视为成本压力的趋势判断。公司层面，受俄乌冲突这一突发性事件，重啤已在重新核算成本，华润预计吨成本压力对比21年加重（吨成本增速中到高个位数）。受提前采购影响，预计俄乌冲突对1-2月的吨成本影响有限，后续影响仍有待观察。

图表6：啤酒吨成本指数变动



来源：各公司官网，国金证券研究所（注：选取全国大麦平均价、瓦楞纸市场价（22年以来改用瓦楞纸出厂价）、LME 现货铝、浮法玻璃市场价来构造啤酒吨成本指数，仅作为趋势判断的参考）

图表7：22 年青岛啤酒吨价及毛利率变动的敏感性分析

初始毛利率	41.9%	吨价变动（提价+结构升级）				
	毛利率变动	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%
吨成本变动	4%	1.10%	1.63%	2.15%	2.67%	3.17%
	5%	0.55%	1.09%	1.61%	2.13%	2.64%
	6%	0.00%	0.54%	1.08%	1.60%	2.11%
	7%	-0.55%	0.00%	0.54%	1.07%	1.58%
	8%	-1.10%	-0.54%	0.00%	0.53%	1.06%

来源：国金证券研究所测算

图表8：22 年华润啤酒吨价及毛利率变动的敏感性分析

初始毛利率	39.6%	吨价变动（提价+结构升级）				
	毛利率变动	7.5%	8.5%	9.5%	10.5%	11.5%
吨成本变动	4.0%	1.97%	2.51%	3.03%	3.55%	4.06%
	5.0%	1.40%	1.95%	2.48%	3.01%	3.52%
	6.0%	0.84%	1.39%	1.93%	2.46%	2.98%
	7.0%	0.28%	0.84%	1.38%	1.91%	2.44%
	8.0%	-0.28%	0.28%	0.83%	1.37%	1.90%

来源：国金证券研究所测算

图表9：22 年重庆啤酒吨价及毛利率变动的敏感性分析

初始毛利率	52.5%	吨价变动（提价+结构升级）				
	毛利率变动	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%
吨成本变动	1.0%	1.37%	1.81%	2.24%	2.66%	3.08%
	2.0%	0.91%	1.36%	1.79%	2.22%	2.64%
	3.0%	0.46%	0.90%	1.34%	1.78%	2.20%
	4.0%	0.00%	0.45%	0.90%	1.33%	1.76%
	5.0%	-0.46%	0.00%	0.45%	0.89%	1.32%

来源：国金证券研究所测算

应对举措：

（1）锁价：大麦基本锁价，重点关注铝材。大麦锁价周期偏长，年初华润、重啤均已完成 22 年锁价，青啤预计锁到上半年。包材锁价周期偏短，华润玻璃、铝材均未较长锁价（库存周期为 1-2 个季度），重啤判断铝已完成全年锁价、玻璃库存周期为 1-2 个季度。我们认为，大麦提前锁价，当前玻璃纸箱环比价格相对平稳，铝材存在较大不确定性，有待后续观察。

（2）提价：已发生的提价对 ASP 增速贡献普遍在中或低个位数。①重啤：疆内全系列提价 10%（21 年收入占比 10%左右）、新疆 BU 对疆内疆外红乌苏提价 5%（21 年销量占比约 15%），合计对 ASP 贡献在 2%左右。华润：SuperX 提价，9 月勇闯全国提价 10%左右（21 年收入占比 30%多），年底传导完成，预计整体对 ASP 贡献在 4%，西南也陆续对部分雪花系列、纯生等提价（四川公司 21 年销量占比 15-20%），对 ASP 的提升进一步贡献。②青啤：白啤听提价 13%、瓶提价 3-4%（21 年白啤收入占比 2%）、1903 听提价 9%（21 年销量占比不足 1%）、经典大瓶提价 7%（21 年销量占比 20-25%），提价涉及多个 sku，整体对 ASP 贡献在 2%上下。不排除后续继续提价转嫁成本压力。③华润：新品全麦纯生有望在 22 年推出，我们认为，若成本压力加重，不排除在 4-5 月前开启第二轮提价，提价范围或涵盖主流产品（幅度偏小）、高档产品（幅度偏大）。4-5 月青岛纯生换代升级，或将促进 ASP 继续上移。

(3) 内部优化：从铝罐生产工艺、回瓶率提升、供应链管理（东西部产能均衡）上进行优化，有望进一步缓解成本压力。

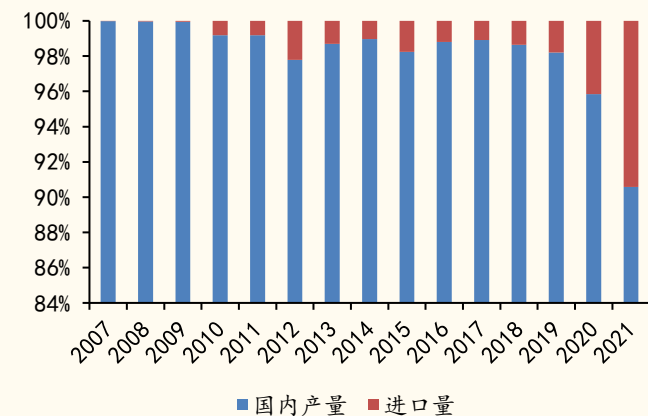
■ 乳制品

饲料成本：20 年和 21 年我国玉米进口量占比分别为 4%和 10%，其中乌克兰为我国玉米主要进口国，俄乌冲突可能会对国内玉米价格有一定影响。玉米是畜牧业的重要饲料之一，比如奶牛的养殖成本中饲料成本占比达到 60%以上，其中精饲料占比 40%左右（包括玉米、麸皮、豆粕、菜粕等）；肉鸭的养殖成本中饲料成本占比在 80%左右，其中玉米占比 30-40%。

玉米价格上涨可能导致乳制品上游养殖成本略有提高，不过从供需来看，奶牛补栏的产能有望逐步释放，而且头部企业原奶自给率持续提升。预计今年原奶的价格涨幅有望小幅收窄。

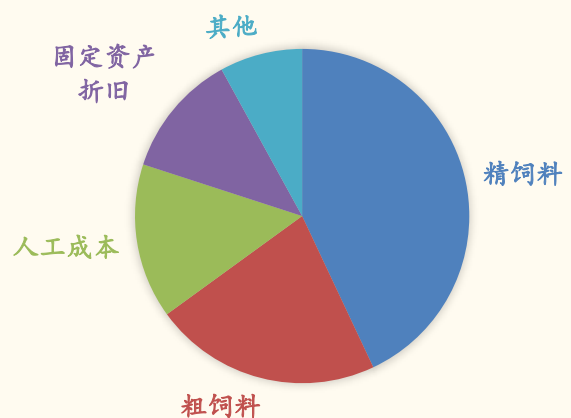
虽然原奶价格仍有一些不确定因素，但今年两强提升净利率的逻辑依旧明确，目前下游需求景气度良好，适当地控费减促（渠道反馈伊利 21 年、22 年至今的费用投放相比 19、20 年有所减少）和产品结构升级（高端高毛利产品占比持续提升）都能带来利润优化的空间。

图表 10：我国玉米自产量和进口量（万吨）



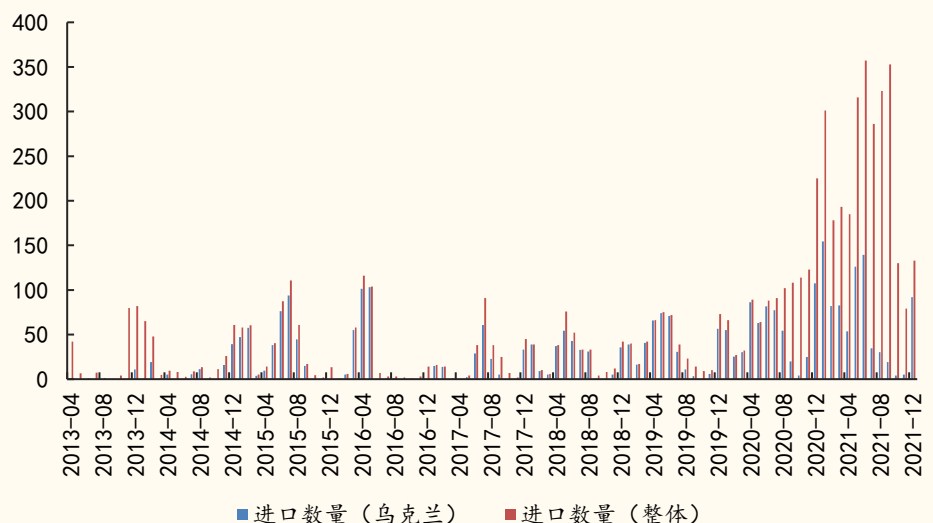
来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：奶牛养殖成本构成



来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：我国玉米来自乌克兰的进口数量（万吨）



来源：Wind，国金证券研究所

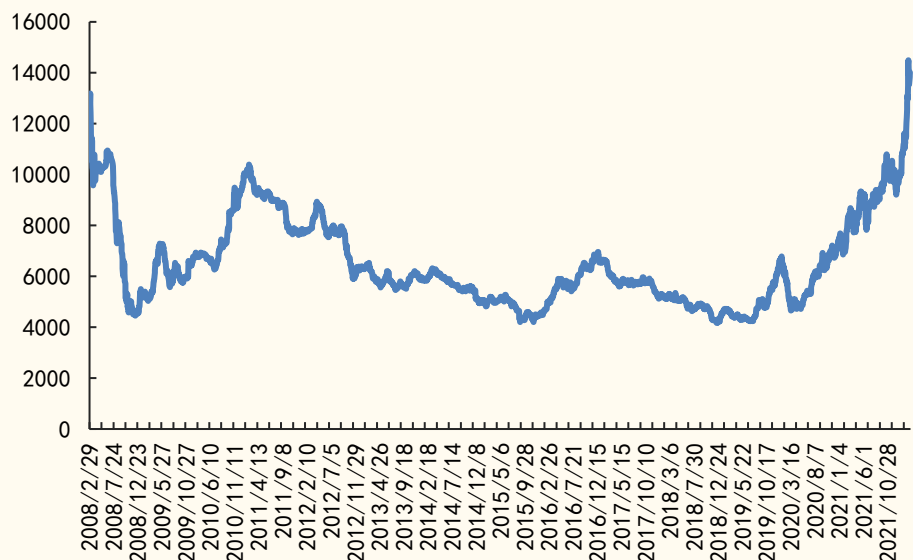
■ 休闲零食

鸭副方面，今年 1 月份成本相对稳定，绝味食品基本已经在全国范围开始提价，幅度在 5-20%不等，我们认为全年来看原材料压力可控。

油脂：甘源的主营业务成本中棕榈油占比 10%（2019 年数据），立高的冷冻烘焙业务、奶油业务、酱料业务的营业成本中油脂分别占比 19%、22%、31%（2020H1 数据）。之前受气候与疫情的影响，棕榈油主产国马来西亚的出口量开始下降，供应紧张，棕榈油价格处于持续上涨的态势。近期乌俄发生地缘冲突，两者的油料油脂出口在全球占比较重（乌克兰菜籽和葵油出口量占全球的 20%和近 50%，俄罗斯的葵花籽和葵油在全球出口量中占比超过 20%），将严重影响全球油脂价格，加剧了棕榈油和其他油脂的价格上涨。

18、19 年棕榈油价格约 5000 元/吨，21 年一度上涨到约 10000 元/吨，甘源每年棕榈油用量在 1 万吨以上，21 年因棕榈油上涨影响了 5000 万元左右的利润，公司于 21 年上半年提价 10%，完全可覆盖成本压力且带来一定利润弹性，但是若 22 年棕榈油价格继续突破新高，可能会减少提价带来的利润空间。立高食品针对葡挞、奶油等产品也陆续开展提价，预计可基本覆盖原材料上涨的压力。

图表 13：棕榈油平均价走势（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

■ 调味品

大部分原材料价格同比增速在 2022 年 1 月放缓至个位数后，受非系统性风险影响 2 月稍有反弹。其中受影响最大的品类为酱油、酵母，2022 年 2 月，豆粕、白砂糖价格涨幅超过 10%；食盐涨幅超过 35%；糖蜜涨幅超过 43%。而榨菜和醋品类所受影响较小，今年 2 月青菜头收购价从去年的 1400 元/吨降至正常水平 800 元/吨；酿醋用糯米降幅 10%以上。包材价格 2 月均有明显反弹，其中玻璃和塑料分别上涨 10%和 13%。能源方面，原油延续 2021 年大双位高增速，动力煤价格在 1 月降温后回弹至 34%。

去年年初开启的原材料涨价潮，叠加需求不足、库存高企、社区团购乱价等因素扰动，2021Q2 大部分调味品公司毛利率开始下降，2021Q3 各公司接连发出涨价公告以应对成本上涨压力，据渠道反馈部分龙头如海天味业、涪陵榨菜、安琪酵母基本梳理完毕，行业整体涨价传导结束仍需等到第二季度。我们认为，短期扰动导致的成本端反复不可持续，原材料价格在 2022 年 1 月已经出现降温的趋势，2022 年在去年高基数之上涨幅空间有限，且提价效应逐步

释放将有效对冲原材料压力。调味品作为大众生活必需品，抗通胀能力较强，龙头公司的议价能力也较强，无需过度担忧通胀对毛利率和净利率的冲击，建议持续跟踪疫情背景下的需求改善以及提价带来的利好。

图表 14：调味品成本涨幅一览

日期	大豆	豆粕	白砂糖	食盐	糯米	糖蜜	瓦楞纸	平板玻璃	塑料	原油	动力煤
2021/01	33%	39%	16%	-2%	2%	104%	10%	28%	63%	/	464%
2021/02	34%	32%	-30%	-26%	3%	-4%	9%	22%	-15%	-23%	16%
2021/03	27%	14%	1%	-1%	-1%	53%	11%	35%	42%	10%	176%
2021/04	9%	10%	4%	23%	-11%	34%	21%	63%	38%	73%	62%
2021/05	10%	29%	12%	-22%	-13%	51%	23%	87%	35%	140%	568%
2021/06	10%	28%	14%	-2%	-14%	43%	22%	85%	28%	116%	112%
2021/07	7%	23%	4%	-3%	-19%	28%	11%	85%	22%	88%	111%
2021/08	7%	25%	19%	-3%	-18%	45%	14%	69%	31%	70%	89%
2021/09	7%	24%	2%	-3%	-17%	32%	14%	57%	17%	59%	77%
2021/10	17%	12%	13%	-3%	-17%	20%	23%	40%	21%	76%	237%
2021/11	13%	6%	23%	-2%	-16%	-64%	27%	11%	9%	95%	56%
2021/12	10%	10%	13%	25%	-14%	18%	20%	0%	1%	79%	7%
2022/01	5%	-5%	4%	-19%	-10%	-13%	/	-8%	-2%	40%	-14%
2022/02	3%	12%	14%	35%	-13%	43%	/	11%	13%	60%	34%

来源：Wind，国金证券研究所

1.3 如何展望疫情波动对需求端的影响？

白酒：我们认为疫情波动对白酒类消费的影响主要源于两个方面。**1）从需求场景而言**，大规模宴席主要受制于各地的防疫政策，而相对小范围的商务宴请等主要取决于消费者的消费情绪。若疫情持续反复，对宴席场景的影响会相对更大，从而影响次高端等以宴席消费为主的酒类消费。但从 21 年的表现来看，部分宴席需求短期内受限仍有望在后期进行回补，影响主要将在释放节奏方面。**2）从消费情绪而言**，酒类消费与宏观经济的活力相关，对情绪面的影响相对微妙，从此前疫情影响稍缓和后的报复性消费中可见一斑。在稳增长的趋势下，我们认为无须对宏观经济的恢复过于悲观，二三季度环比有望持续改善。整体而言，我们认为阶段性的疫情扰动并不改中长期稳健的需求，建议关注酒企在节奏上的把控，以及持续跟踪后续二三季度中如端午等旺季时消费情绪的释放情况。

啤酒：疫情影响的不仅是量，还包括潜在的提价和高端化。我们认为，此轮疫情与 20 年初的差异在于：**1）**20 年 4 月初疫情已好转，受益于天气炎热，需求实现较快增长。今年疫情爆发于 3 月初，影响范围广，持续时间尚不明确。越是濒临旺季，市场担忧难免加重。**2）**20 年原材料成本下行，俄乌冲突之下，本轮或面临更重的成本压力。**3）**整体疫情防控更精准，但确实波及到较多龙头的优势区域（青啤的山东、河北、河南、上海，华润的东三省、四川、浙江等）。我们判断，疫情影响的不仅是需求，也包括提价和高端化的进程。此次疫情华东、华南区域受影响偏重，疫情之下高档餐饮店、娱乐场所关闭，制约高端化进程，且后续的提价传导也离不开需求的保障。**3-4 月**仍处于啤酒消费淡季，建议重点关注后续疫情防控的边际变化、俄乌局势下大宗品的成本扰动。

乳制品：从需求来看乳品受疫情影响较小，而且受益于健康意识的提振，20 年下半年以来白奶的景气度一直不错，高端系列增速更快。

休闲食品：如果疫情的情况不乐观，预计商超渠道和连锁零售的高势能门店渠道（交通枢纽店、核心商圈店等）的客流量仍会受到影响。目前洽洽和甘源线下终端中大型 KA 的占比分别为 40%和 50%左右，其他渠道包括流通渠道、电商渠道等，我们预计小零食公司会受到商超人流量下滑的拖累，但也有一定的抗风险能力。卤味企业中，绝味的高势能门店数量占比 10%左右，贡献 20%-30%的营收，如果高势能门店的人流不能恢复，预计 22 年卤制品企业的平均单店营收较难以恢复到 19 年的水平，但公司社区门店占比较大，我们预计整体单店营收下滑的幅度可控。

1.4 板块观点及投资建议

1、白酒：近期板块延续调整，我们认为主要仍然系一方面海外局势变动导致的资金流出，同时周内疫情影响程度有所蔓延，消费需求有所承压。周内同时多个酒企发布了 1~2 月经营业绩及 21 年业绩预告，整体业绩处于预期范围内，多个标的业绩弹性超出此前预期。我们认为，在外部波动的态势下，白酒板块相对而言受影响将会较小，酒企对供应链体系的建设使得成本端基本没有过多压力，在消费端亦可以通过渠道节奏的调整来灵活应对，整体确定性会相对占优。同时在 22 年以来持续的估值消化下，目前板块的估值性价比已经凸显，我们建议关注当前板块的配置良机。我们当前依然首推确定性及性价比高端（茅五泸 22 年 PE 分别为 36X/25X/30X）；同时建议关注弹性次高端（汾酒、酒鬼 1~2 月数据均超预期，利润端弹性有望持续显现），及需求旺盛地产酒（洋河、古井）。

2、啤酒：乌克兰大麦基本不用于啤酒生产，但不排除会间接影响大麦、法麦的价格。年初华润、重啤 22 年大麦锁价已完成，预计 22 年压力不大，青啤锁到上半年。成本中最大的不确定性来自包材，普遍库存周期在 1-2 个季度（判断重啤铝材 22 年锁完），当前玻璃、纸箱价格环比相对平稳，俄铝存在制裁预期，落地或推高铝价。华润预期 22 年吨成本增幅扩大（中到高个位数），不排除后续继续提价转嫁成本；重啤正重新做成本预算方案，建议关注旺季前包材价格变动。本轮疫情对比 20 年爆发的时间更晚，虽实施精准防控，但涉及到较多龙头酒企的强势区域和华东、华南等高端化重点地盘。我们认为，疫情不单影响需求，也影响后续潜在的提价和高端化进度，越临近旺季市场难免越发担忧。但考虑 3-4 月仍为啤酒消费淡季（青啤 21 年 3、4 月单月消费量接近 1 月），建议重点关注旺季来临前疫情的防控进度+俄乌冲突下包材的价格，前期提价传导顺畅，不排除后续继续提价。长期高端化+经营效率改善的逻辑不变，关注龙头调整中的布局机会，推荐青啤（H 股具备性价比）、华润、重啤。

3、食品类：目前伊利基本面稳健，经营数据亮眼，22 年对应估值 22 倍左右，具备较强安全边际。安井、绝味、妙可经过前期的调整目前估值已经具备性价比，安井提价基本顺利传导，随着 Q1 高基数的消退，Q2 有望迎来基本面改善；我们认为绝味今年利润存在较大弹性，主要来自股权激励费用和补贴费用的缩减；妙可受疫情影响相对较小，22 年仍有较好的增长势能，常温放量可期，且 22 年对利润提出更高的要求。其次建议关注甘源新品铺货进度，公司计划于春糖和五月分别举行两次大型招商，通过招纳优质经销商帮助新品快速放量。

4、调味品：近期国外局势升级导致成本端再次出现压力，我们认为原材料价格经过 2021 年大幅上涨，2022 年延续高增幅的可能性较小。从历史层面来看，原材料涨价周期一般为 2 年，后期逐渐以温和的形式退出。2022 年 1 月已经出现明显降温的趋势，短期反弹不可持续，且提价效应逐步在二季度释放将有效对冲成本压力。调味品作为大众生活必需品，抗通胀能力较强，龙头公司的议价能力也较强，无需过度担忧通胀对毛利率和净利率的冲击，建议弱化短期业绩要求，持续跟踪疫情背景下的需求改善，推荐在行业内具备深厚护城河的海天味业、涪陵榨菜。

二、本周行情回顾

- 本周（2022.3.7~2022.3.11）食品饮料（申万）指数收于 23046 点（-2.06%）。沪深 300 指数收于 4307 点（-4.22%），上证综指收于 3310 点（-4.00%），深证综指收于 2173 点（-4.04%），创业板指收于 2665 点（-3.03%）。

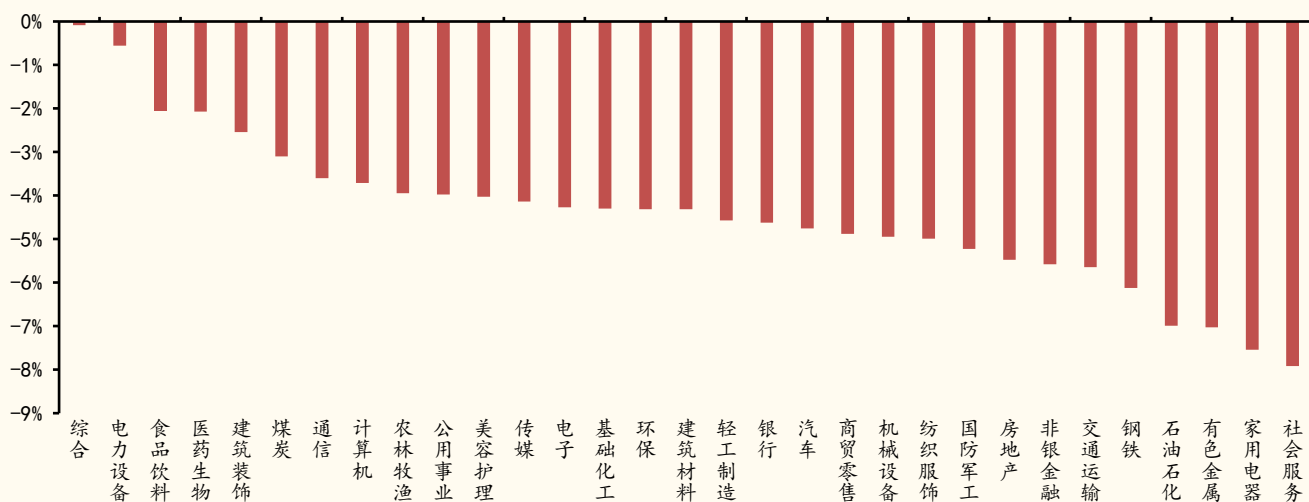
图表 15：本周行情

指数	周五收盘价	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
申万食品饮料指数	23046	-2.06%	-14.78%
沪深 300	4307	-4.22%	-12.83%
上证综指	3310	-4.00%	-9.07%
深证综指	2173	-4.04%	-14.11%
创业板指	2665	-3.03%	-19.78%

来源：Wind，国金证券研究所

- 从一级行业涨跌幅来看，本周涨幅前五的行业为综合（-0.08%）、电力设备（-0.56%）、食品饮料（-2.06%）、医药生物（-2.07%）、建筑装饰（-2.54%）。

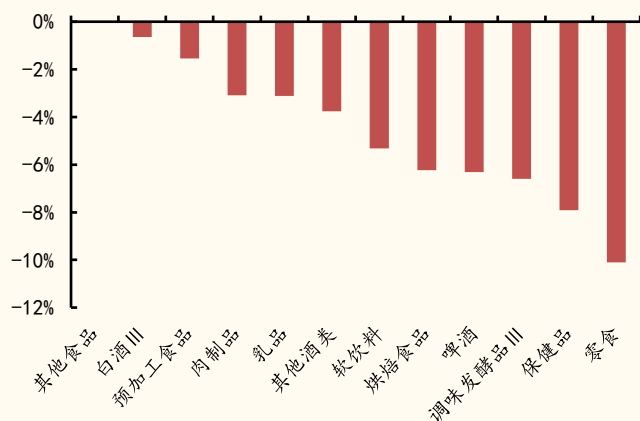
图表 16：本周申万一行业涨跌幅



来源：Wind，国金证券研究所

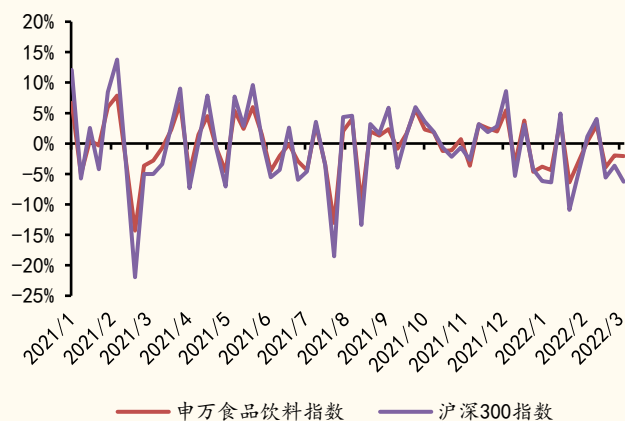
- 从食品饮料子板块来看，本周涨跌幅前三的板块为其他食品（+0.00%）、白酒Ⅲ（-0.64%）、预加工食品（-1.55%）。

图表 17：本周食品饮料子板块涨跌幅



来源：Wind，国金证券研究所

图表 18：申万食品饮料指数行情



来源：Wind，国金证券研究所

- 从个股表现来看，本周涨幅居前的有金种子酒（+33.83%）、青海春天（+12.80%）、得利斯（+11.51%）、庄园牧场（+10.32%）、酒鬼酒（+8.43%）等；跌幅居前的有洽洽食品（-13.88%）、仙乐健康（-13.87%）、金达威（-13.13%）、桃李面包（-11.32%）、日辰股份（-11.03%）等。

图表 19：本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名

涨幅前十名	涨幅 (%)	跌幅前十名	跌幅 (%)
金种子酒	33.83	洽洽食品	-13.88
青海春天	12.80	仙乐健康	-13.87
得利斯	11.51	金达威	-13.13
庄园牧场	10.32	桃李面包	-11.32
酒鬼酒	8.43	日辰股份	-11.03
天佑德酒	7.84	天味食品	-10.73
伊力特	5.08	妙可蓝多	-10.60
舍得酒业	4.71	良品铺子	-10.16
莲花健康	4.51	南侨食品	-9.99
皇氏集团	2.63	恒顺醋业	-8.99

来源：Wind，国金证券研究所（注：周涨跌幅不考虑新股上市首日涨跌幅）

- 从沪（深）港通持股情况来看，白酒板块重点公司贵州茅台、五粮液、泸州老窖在 3 月 11 日的沪（深）港通持股比例分别为 6.83%/5.54%/2.43%，同比-0.08pct/-0.11pct/+0.00pct；伊利股份沪港通持股比例为 16.46%，同比-0.32pct；青岛啤酒沪港通持股比例为 2.43%，同比-0.47pct；海天味业沪港通持股比例为 6.85%，同比-0.03pct。

图表 20：食品饮料板块沪（深）港通持股占流通 A 股比例 TOP20

股票名称	2022/3/11	2022/3/4	周环比 (%)
洽洽食品	20.75	20.49	0.26
伊利股份	16.46	16.78	-0.32
汤臣倍健	13.12	13.26	-0.13

安琪酵母	11.52	11.82	-0.30
重庆啤酒	9.48	9.53	-0.05
承德露露	8.03	8.28	-0.26
涪陵榨菜	7.91	7.77	0.15
桃李面包	7.85	7.82	0.03
双汇发展	7.17	7.18	-0.00
安井食品	7.10	7.07	0.03
海天味业	6.85	6.88	-0.03
贵州茅台	6.83	6.91	-0.08
中炬高新	6.68	6.83	-0.15
水井坊	6.66	6.66	-
五粮液	5.54	5.65	-0.11
燕京啤酒	4.68	5.32	-0.63
百润股份	4.16	3.25	0.90
酒鬼酒	3.56	3.06	0.50
今世缘	3.41	3.36	0.05
绝味食品	3.10	2.82	0.28

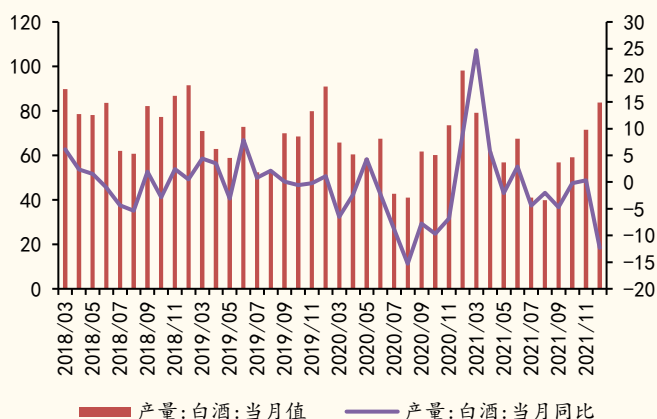
来源：Wind，国金证券研究所

三、行业数据更新

3.1 白酒板块

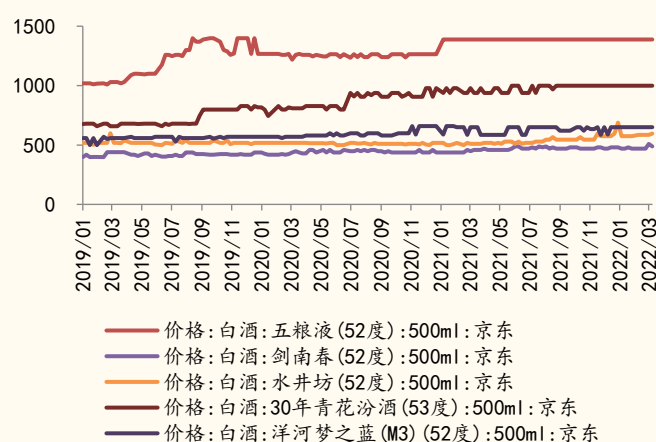
- 2021 年 12 月，全国白酒产量为 83.80 万千升，同比下降 12.30%。
- 3 月 11 日，京东平台 52 度五粮液售价 1389 元，洋河 M3 售价 649.5 元，剑南春售价 489 元，水井坊售价 595 元，青花汾酒 30 年售价 999 元。
- 3 月 11 日，飞天整箱批价 3110 元/瓶，散瓶批价 2770 元/瓶，普五批价 965 元/瓶，国窖批价 920 元/瓶。

图表 21：白酒月度产量（万千升）及同比（%）



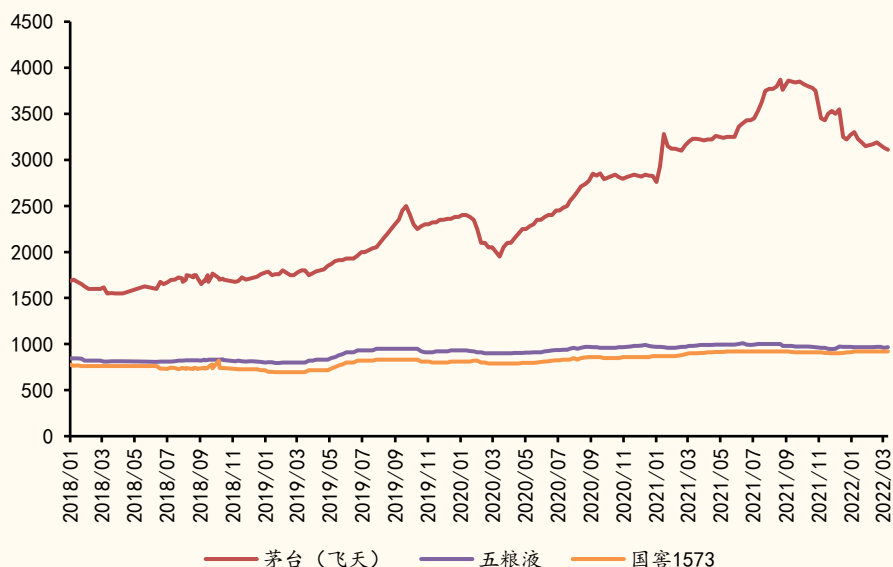
来源：Wind，国金证券研究所

图表 22：京东平台白酒成交价（元/瓶）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 23：高端白酒一批价水平（元/瓶）

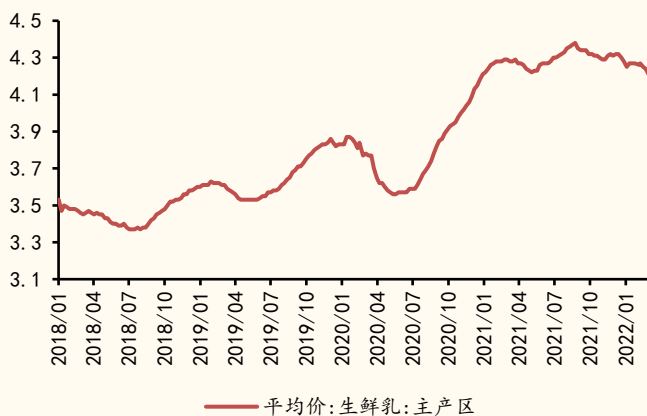


来源：今日酒价，国金证券研究所

3.2 乳制品板块

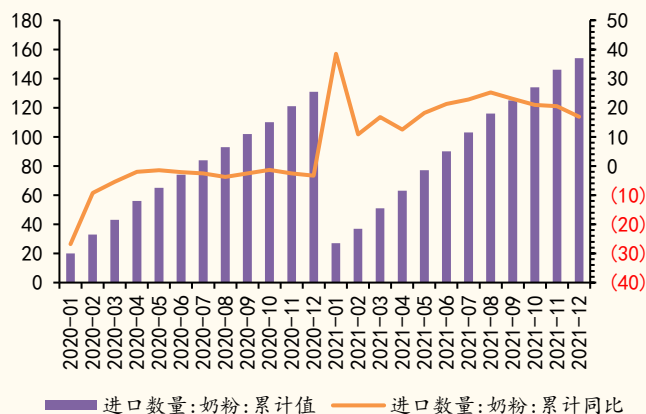
- 2022 年 3 月 2 日，我国生鲜乳主产区平均价为 4.21 元/公斤，同比-1.90%，环比-0.70%。
- 2021 年 1~12 月我国累计进口奶粉 154 万吨，累计同比+16.9%。2021 年 1~12 月我国奶粉累计进口金额为 89.2 亿美元，累计同比+6.8%。

图表 24：国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 25：中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）

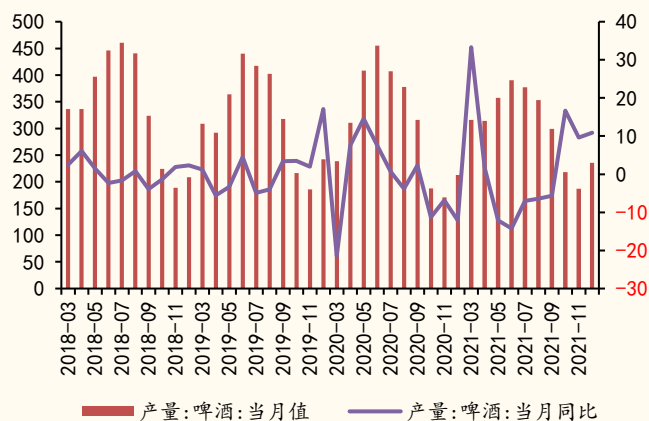


来源：Wind，国金证券研究所

3.3 啤酒板块

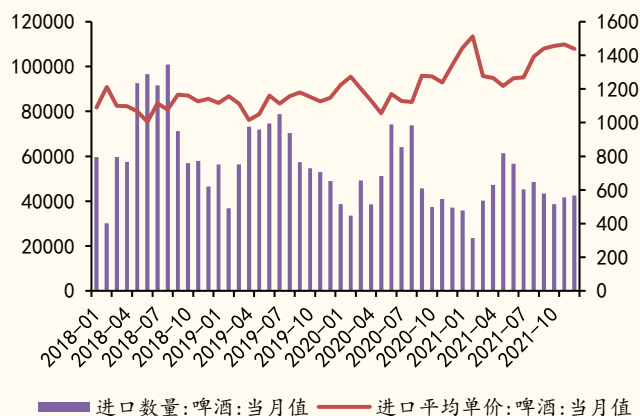
- 2021 年 12 月，我国啤酒产量为 235.8 万千升，同比+10.9%。
- 2021 年 1~12 月，我国累计进口啤酒数量为 52.47 万升，同比-10.20%。其中 12 月啤酒进口平均单价为 1437.73 美元/千升，同比+6.90%。
- 2022 年 3 月 11 日，国内大麦市场平均价为 2875 元/吨，环比+6.68%。

图表 26: 啤酒月度产量(万千升)及同比(%)



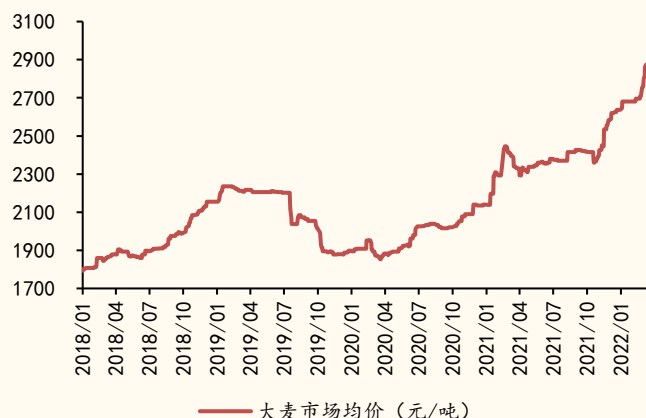
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 27: 啤酒进口数量(千升)与均价(美元/千升)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 28: 国内大麦市场均价(元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 29: 国内瓦楞纸市场价(元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

四、公司公告与事件汇总

4.1 公司公告精选

【莲花健康】公司于 3 月 7 日发布公告,截至本公告披露日,润通贰号已通过集中竞价方式减持公司股份 0.9 亿股,通过大宗交易方式减持公司股份 0.35 亿股,合计减持公司股份 0.44 亿股,占公司总股本的 2.45%。本次权益变动后,润通贰号股份数量减少至 0.66 亿股,持股比例下降至 3.71%,不再是公司持股 5%以上股东。

【恒顺醋业】公司于 3 月 7 日发布公告,公司通过现金支付的方式向关联方高云海收购恒顺新调 8.7%股权,收购金额 539.40 万元。本次收购完成后,公司将持有恒顺新调 76.6%股权。

【贵州茅台】公司于 3 月 7 日发布公告,2022 年 1 至 2 月,公司实现营业收入总收入 202 亿元左右,同比增长 20%左右;实现归属于上市公司股东的净利润 102 亿元左右,同比增长 20%左右。

【妙可蓝多】公司于 3 月 8 日发布公告,截至 2022 年 3 月 8 日,公司已累计回购股份 0.98 亿股,占公司股份总数的比例为 1.90%,已支付的总金额为人民币 4.83 亿元(不含佣金等交易费用)。

【伊利股份】公司于 3 月 8 日发布公告，公司于 2022 年 3 月 7 日成功发行了 2022 年度第八期超短期融资券，起息日 2022 年 3 月 7 日，兑付日 2022 年 6 月 28 日，实际发行总额 30 亿元，利率 2.20%，面值百元。

【山西汾酒】公司于 3 月 9 日发布公告，2022 年 1 至 2 月，公司预计实现营业收入 74 亿元以上，同比增长 35%以上；预计实现归属于上市公司股东的净利润 27 亿元以上，同比增速超过 50%以上。

【今世缘】公司于 3 月 9 日发布公告，2022 年 1 至 2 月，公司实现营业收入 24.5 亿元左右，同比增长 25%左右；实现归属于上市公司股东的净利润 9.4 亿元左右，同比增长 26%左右。

【五粮液】公司于 3 月 9 日发布公告，2021 年度公司预计实现营业收入 662 亿元左右，较上年同期增长 15%左右；预计归属于上市公司股东的净利润 233.5 亿元左右，较上年同期增长 17%左右；基本每股收益约 6.00 元。

【金徽酒】公司于 3 月 9 日发布公告，截至 2022 年 3 月 9 日，中信兴业减持计划的时间区间届满，中信兴业通过集中竞价方式累计减持公司股份 771.14 万股，占公司总股本的 1.52%。

【古井贡酒】公司于 3 月 10 日发布公告，2021 年公司实现营业收入 132.71 亿元，较上年同期增长 28.95%；归属于上市公司股东的净利润 22.91 亿元，较上年同期增长 23.54%；基本每股收益 4.44 元。

【酒鬼酒】公司于 3 月 10 日发布公告，2022 年 1 至 2 月，公司预计实现营业收入 14 亿元左右，较去年同期增长 120%左右；预计实现归属于上市公司股东的净利润 4.65 亿元左右，较去年同期增长 130%左右。

【养元饮品】公司于 3 月 10 日发布公告，2021 年度公司实现营业收入 69.06 亿元，同比增长 55.99%；实现归属于上市公司股东的净利润 21.11 亿元，同比增长 33.77%；基本每股收益 1.67 元。

【天佑德酒】公司于 3 月 10 日发布公告，2022 年 1 至 2 月，公司实现营业收入 3.5 亿元以上，同比增长 20%以上；实现归属于上市公司股东的净利润 1 亿元以上，同比增长 50%以上。

4.2 行业要闻

3 月 7 日，2021 年江苏省宿迁市规上酒类企业实现产值 386.44 亿元，同比增长 33.98%，其中白酒行业产值 378.18 亿元，同比增长 33.88%；啤酒行业产值 8.26 亿元，同比增长 38.59%。全市白酒行业税收收入约 81 亿元，同比增长 19.2%，占全市税收年收入 17.32%；全市原酒产能 24 万吨（洋河股份原酒产能 16 万吨），储酒能力 127 万吨，窖池总数 7 万余口。（中国白酒网）

3 月 7 日，酒类进出口商分会发布 2021 年 1-12 月酒类进口统计分析：2021 年累计进口额 54.9 亿美元，同比增长 32%，累计进口量 19.4 亿升，同比增长 59.2%。其中，烈酒全年上行，量额规模均破纪录，进口额 25.04 亿美元，同比增长 66.91%，进口量 1.4 亿升，同比增长 30.94%。葡萄酒进口额 16.9 亿美元，同比减少 7.39%，进口量 4.2 亿升，同比减少 1.36%。（酒业家）

3 月 8 日，据全球食品饮料论坛组委会决定，“全球食品饮料论坛”将于 5 月 20-22 日在中国博鳌举办，论坛以“数字经济与食品饮料行业新趋势”为核心主题。（中华网）

3 月 9 日，湖北恩施召开白酒生产项目书记专题会议，落实研究白酒项目招商引资相关事项。州委、州政府把今年作为招商引资重点突破年，招商的重点是千方百计发展壮大工业经济，白酒生产项目就是典型的工业招商。（中国白酒网）

3 月 10 日，“CPG2022 第七届中国消费品数字科技大会”在广州开幕，数字化正在重塑食品饮料行业的核心竞争力。（中国食品报）

3月10日，艾媒咨询发布2021年中国预制菜行业C端消费者行为洞察，结果显示，超八成用户认为预制菜比外卖健康，预制菜在C端顾客市场潜力较大。（艾媒网）

3月11日，据财政部网站消息，中央财政预拨16亿元支持小麦防灾稳产等田管措施，全力保障守牢粮食安全底线。（央广网）

3月11日，艾媒咨询发布2022年中国茶饮行业发展趋势，茶饮行业将进一步朝健康化与品质化发展。数据显示，中国青年品质茶饮市场规模从2015年至2021年持续增长，期间复合增长率为19.1%，2021年市场规模约1011亿元。预计2021-2024年复合增长率为19.6%，2024年市场规模可达1729亿元。（艾媒网）

4.3 近期上市公司重要事项提醒

图表 30：近期上市公司重要事项

日期	公司	事项
2022年3月14日	重庆啤酒	2022年第一次临时股东大会
2022年3月15日	良品铺子	2022年第二次临时股东大会
2022年3月15日	得利斯	2022年第一次临时股东大会
2022年3月21日	东鹏饮料	2021年年度股东大会
2022年3月21日	均瑶健康	2022年第一次临时股东大会
2022年3月25日	汤臣倍健	2021年年度股东大会
2022年3月25日	ST维维	2021年年度股东大会
2022年3月25日	海南椰岛	2022年第一次临时股东大会
2022年3月28日	安井食品	2022年第二次临时股东大会

来源：Wind，国金证券研究所

五、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。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

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