

## 强于大市

# 食品饮料行业 2023 年中期策略

### 弱复苏、强分化中寻找趋势性的机会

食品饮料上半年股价涨跌幅排名靠后，消费呈现弱复苏态势。白酒持续改善，集中度提升趋势不变，后续重视次高端、大清香机会。大众品盈利改善可期，建议关注小而美的公司，长期看好速冻食品和低温白奶的空间。整体来看，当前食品饮料板块估值已处于较有吸引力的区间，可以积极布局。

#### 支撑评级的要点

- **食品饮料上半年股价涨跌幅排名靠后，消费呈现弱复苏状态，全年行业持续向好。**（1）上半年食品饮料板块跌 7.1%（截止 6 月 3 日），在 31 个一级行业中排名第 24，跑输沪深 300。（2）2023 年 1-2 月食品饮料的消费场景恢复，需求集中释放。3 月份开始进入了消费能力复苏的阶段。但由于 1 季度人均可支配收入增速偏慢，消费信心指数处于较低位置，3-4 月需求显得较为平淡，消费能力的完全恢复还需要时间。（3）在追求美好生活的不变动力下，随着消费能力的恢复，全年行业有望持续向好。
- **白酒持续改善，集中度提升趋势不变，重视次高端、大清香机会。**（1）白酒 1 季度上市公司收入同比增 16%，在食品饮料主要子行业中营收增速最快。4 月份开始终端需求已有改善态势，行业进入新阶段，近期茅台酒价格环比上升。受益于低基数、宴席需求回补、商务活动恢复、消费能力恢复，预计 2 季度营收增速回升至 20%。端午和中秋持续改善可期，预计下半年好于上半年。（2）名酒集中度仍有提升空间。上市公司营收占比从 2021 年 50.7% 提升到了 2022 年的 53.3%，未来有望继续向上提升。（3）重视次高端、大清香的机会，可深度全国化的品种增长确定性强，重点推荐山西汾酒，当前估值已处于较有吸引力的区间。推荐根据地市场还有较大成长空间的今世缘。业绩成长确定性高的贵州茅台和五粮液，值得长期布局。建议关注口子窖和顺鑫农业的变化。
- **关注葡萄酒、黄酒龙头的改革进度。**葡萄酒、黄酒的消费群体与白酒重合度较高，但又有独特的产品诉求点，张裕和古越龙山都在积极改革寻求突围，包括产品创新、营销模式和激励机制，未来业绩有望提速增长。
- **大众品盈利改善可期，关注小而美的公司，长期看好速冻食品和低温白奶的成长空间。**（1）大众品方面，我们认为消费升级乏力只是短期现象，随着消费能力的恢复，需求将逐步回暖，23 年下半年有望重拾升级的逻辑。1 季度部分子行业利润率已经回升，部分子行业短期仍受原料成本波动的影响。弱复苏的背景之下，上市公司普遍提高费用投放效率，1 季度销售费用率同比均有下降。预计未来三个季度毛利率上行、销售费用率下行，盈利持续改善可期。（2）关注小而美的大众品公司。随着渠道模式和消费者偏好的变化，小而美的公司有望通过聚焦细分领域的特色中高端产品实现逆袭，包括软饮料中的承德露露，乳业的新乳业、天润乳业，调味品的千禾味业等。（3）啤酒：短期增速受基数波动的影响较大，长期结构升级趋势不改。随着 95 后、00 后成为核心消费人群，个性化和高端化产品占比提升，价格中枢将持续上升。（4）速冻食品：行业还有较大的成长空间，当前龙头企业市占率较低，长期看好安井食品。
- **估值已处于较有吸引力的区间，现阶段可以积极布局。**食品饮料板块年初至今股价出现回落，1 季度收入、归母净利润分别增 10.8%、18.2%，预计未来几个季度有望提速。随着业绩增长和股价回落，行业估值已经处于 2015-2022 年较低位置，预计全年行业需求端和成本端向好趋势不变，现阶段处于较好的布局时点。

#### 推荐组合

- **（1）白酒：**山西汾酒、今世缘、五粮液、贵州茅台；**（2）大众品：**承德露露、绝味食品、安井食品、青岛啤酒。

#### 评级面临的主要风险

- 宏观经济波动，渠道库存偏高，原料价格波动。

#### 相关研究报告

《食品饮料行业周报》20230529

《食品饮料行业周报》20230522

《食品饮料社零数据点评》20230518

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

证券分析师：汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

## 目录

市场回顾：需求复苏但力度偏弱，上半年食品饮料跌幅较大 .....	6
涨跌幅：食品饮料板块跌幅较大，子行业中软饮料表现突出 .....	6
需求端：短期数据偏平淡，呈现弱复苏态势，静待消费能力提升 .....	8
酒类：白酒否极泰来，啤酒持续升级，其它酒积极变革 .....	10
白酒：消费场景恢复正常，名酒集中度持续提升，当前处于较好的布局时点 .....	10
啤酒：场景修复带动销量增长，下半年主要矛盾将由量转变为价 .....	14
其它酒：短期销售继续承压，积极改革寻求突围 .....	17
食品：需求逐步恢复，盈利能力改善可期，结构性亮点较多 .....	21
乳制品：2023 年有望持续复苏，重点关注低温白奶 .....	21
休闲零食：零食量贩渠道持续扩张，关注渠道变革红利期内的业绩兑现 .....	23
卤制品：基本面逐渐修复，业绩弹性向上 .....	24
软饮料：积极推广特色新品，重点关注承德露露 .....	27
速冻食品：行业成长空间大，优势公司市占率可持续提升 .....	29
投资思路-弱复苏、强分化中寻找趋势性的机会 .....	31
风险提示 .....	32

## 图表目录

图表 1. 2023 年上半年一级行业涨跌对比 .....	6
图表 2. 2023 年上半年食品饮料子行业涨跌对比 .....	6
图表 3. 2021 年-2023 年上半年食品饮料子行业分季度绝对涨跌幅情况 .....	7
图表 4. 2023 年上半年食品饮料子行业估值与归母净利变动情况 .....	7
图表 5. 2023 年上半年食品饮料个股涨跌排名 .....	8
图表 6. 人均可支配收入同比增速 .....	8
图表 7. 2019-2023.4 食品饮料类社零数据累计同比增速 .....	8
图表 8. 消费者信心指数 .....	9
图表 9. 五一旅游人均消费尚未恢复至 2019 年水平 .....	9
图表 10. 食品饮料板块中部分大众品价格下降/增幅放缓 .....	9
图表 11. 食品饮料子板块营收及净利增速 .....	9
图表 12. 白酒行业与上市公司营收增速对比 .....	10
图表 13. 白酒行业与上市公司利润增速对比 .....	10
图表 14. 规上酒企数量持续减少 .....	10
图表 15. 2022 年上市酒企集中度提升至 53.3% .....	10
图表 16. 上市公司销量占行业整体比重（含顺鑫农业） .....	11
图表 17. 上市公司销量占行业比重（未含顺鑫农业） .....	11
图表 18. 白酒上市公司 2022 年均价及同比增速 .....	11
图表 19. 白酒上市公司 2022 年和 1Q23 毛利率同比+1.3pct、+0.5pct .....	11
图表 20. 2023 年以来白酒上市公司提价列表 .....	12
图表 21. 不同类型白酒 2022 与 1Q23 收入、归母净利增速 .....	13
图表 22. 白酒上市公司经营计划 .....	13
图表 23. 不同规模清香型酒企占清香型行业收入比重 .....	14
图表 24. 清香型白酒 CR3 占比 .....	14
图表 25. 啤酒累计产量及同比变化 .....	14
图表 26. 啤酒 1-2 月产量增速较低，3-4 月增速较高 .....	14
图表 27. 主要啤酒公司 1Q23 营收及增速 .....	15
图表 28. 主要啤酒公司 1Q23 销量及同比增速 .....	15
图表 29. 主要啤酒公司 1Q23 产品吨价及同比增速 .....	15
图表 30. 啤酒企业费用率、盈利水平同比变化（1Q23） .....	16
图表 31. 铝锭、玻璃价格变动（截止 2023 年 5 月 20 日） .....	16
图表 32. 瓦楞纸价格变动（截止 2023 年 5 月 26 日） .....	16
图表 33. 进口大麦价格变动（截止 2023 年 4 月） .....	16
图表 34. 华润雪花小酒馆“JOY BREW”示意图 .....	16
图表 35. 燕京精酿酒馆“燕京 9 號”示意图 .....	16
图表 36. 中国葡萄酒行业收入和增速数据 .....	17

图表 37. 2022 年国内葡萄酒产量同比降 21.9%.....	17
图表 38. 2023 年 1-4 月瓶装葡萄酒进口量同比降 38.3%.....	18
图表 39. 1Q23 黄酒上市公司收入同比降 10.2%.....	18
图表 40. 葡萄酒行业收入及利润规模.....	18
图表 41. 张裕稳居葡萄酒龙头位置.....	18
图表 42. 股权激励目标.....	18
图表 43. 张裕 2023 年营销活动列表.....	19
图表 44. 古越龙山 2023 年营销活动列表.....	20
图表 45. 中国乳制品产量及同比增速.....	21
图表 46. 牛奶、酸奶零售价变化.....	21
图表 47. 1Q23 乳制品板块费用率、利润率同比变化情况.....	21
图表 48. 生鲜乳价格变动（截止 2023 年 5 月 24 日）.....	22
图表 49 进口奶粉、液态奶价格（截止 2023 年 4 月）.....	22
图表 50. 主要低温白奶企业销售净利率变动情况.....	22
图表 51 主要低温白奶企业 1Q23 销售净利率同比变动.....	22
图表 52. 零食板块内部出现分化现象.....	23
图表 53. 零食板块营收、归母净利润变化.....	23
图表 54. 零食很忙、零食有鸣、赵一鸣等零食专营店示意图.....	23
图表 55. 主要零食量贩渠道当前门店数量、2023 年末门店数量（预计）.....	24
图表 56. 相关休闲零食企业 1Q23 营收及同比增速.....	24
图表 57 相关休闲零食企业 1Q23 销售净利率及同比变动.....	24
图表 58. 卤制品主要上市公司业绩情况.....	25
图表 59. 鸭副产品价格走势.....	25
图表 60. 休闲卤制品龙头销售费用率.....	25
图表 61. 休闲卤制品龙头销售净利率.....	25
图表 62. 2020 年至 2023 年休闲卤制品门店数量变化.....	26
图表 63. 卤制品龙头企业每年新增门店数量.....	26
图表 64. 卤制品龙头企业门店总数.....	26
图表 65. 2018 年-2023 年 1-4 月软饮料产量及同比.....	27
图表 66. 2018 年-2023 年 1-4 月饮料类商品零售值及同比.....	27
图表 67. 软饮料上市公司已披露 2023 年一季报情况.....	27
图表 68. 1Q21-1Q23 软饮料上市公司毛利率对比.....	28
图表 69. 1Q21-1Q23 软饮料上市公司归母净利率对比.....	28
图表 70. PET 现货价.....	28
图表 71. 镀锡板卷价格.....	28
图表 72. 白砂糖现货价.....	28
图表 73. 苦杏仁价格.....	28
图标 74. 全球主要地区速冻食品人均消费量一览（2019）.....	29
图表 75. 2019-2023 年速冻板块营收及同比增速.....	30

图表 76. 2019-2023 年速冻板块归母净利润及同比增速.....	30
图表 77. 21-23 年一季度速冻板块毛利率对比 .....	30
图表 78. 21-23 年一季度速冻板块销售费用率对比 .....	30
图表 79. 棕榈油价格变动 .....	30
图表 80. 猪肉价格变动 .....	30
图表 81. 2015 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM) .....	31

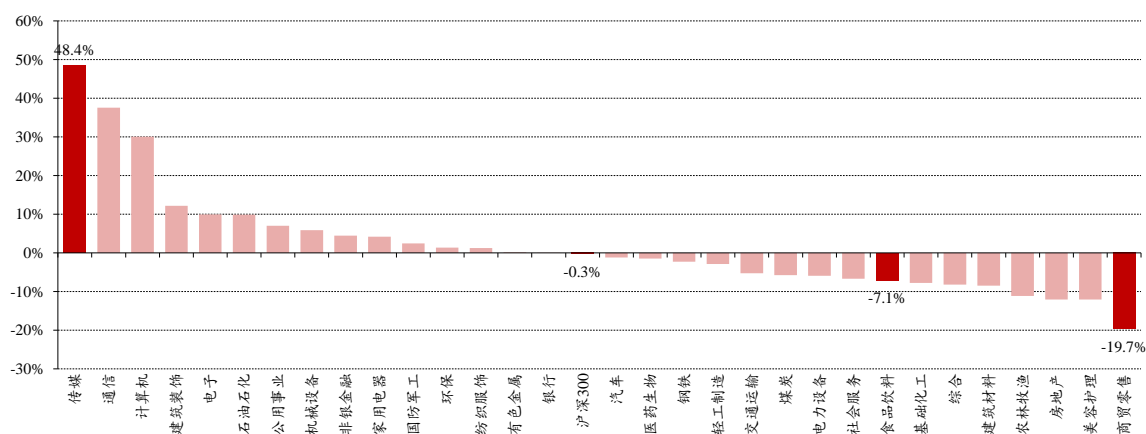


## 市场回顾：需求复苏但力度偏弱，上半年食品饮料跌幅较大

涨跌幅：食品饮料板块跌幅较大，子行业中软饮料表现突出

2023 年食品饮料消费复苏力度偏弱，板块跌 7.1%（截止 6 月 3 日），在 31 个一级行业中排名第 24，跑输沪深 300。食品饮料子行业中，软饮料板块表现突出，是唯一涨跌幅为正的食品饮料子板块；乳品、肉制品、预加工食品的表现相对较好，股价变化幅度分别为-5.4%、-5.4%和-6.1%；白酒下跌 6.2%，在子行业中排名居中；零食、啤酒、调味发酵品的跌幅较大，股价变化幅度分别为-9.2%、-9.8%和-16.1%。

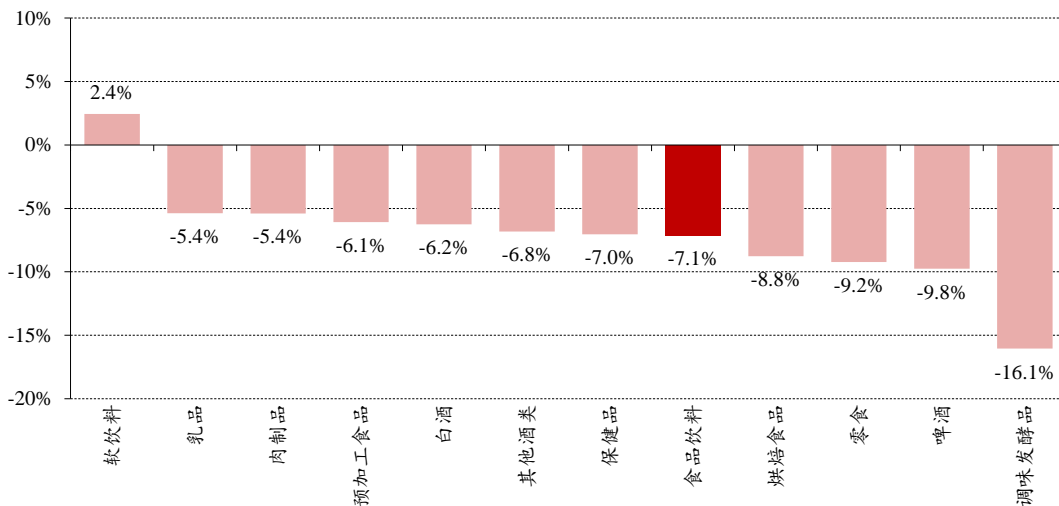
图表 1. 2023 年上半年一级行业涨跌对比



资料来源：Wind，中银证券

注：股价截至 2023 年 6 月 3 日

图表 2. 2023 年上半年食品饮料子行业涨跌对比



资料来源：Wind，中银证券

注：股价截至 2023 年 6 月 3 日。

图表 3. 2021 年-2023 年上半年食品饮料子行业分季度绝对涨跌幅情况

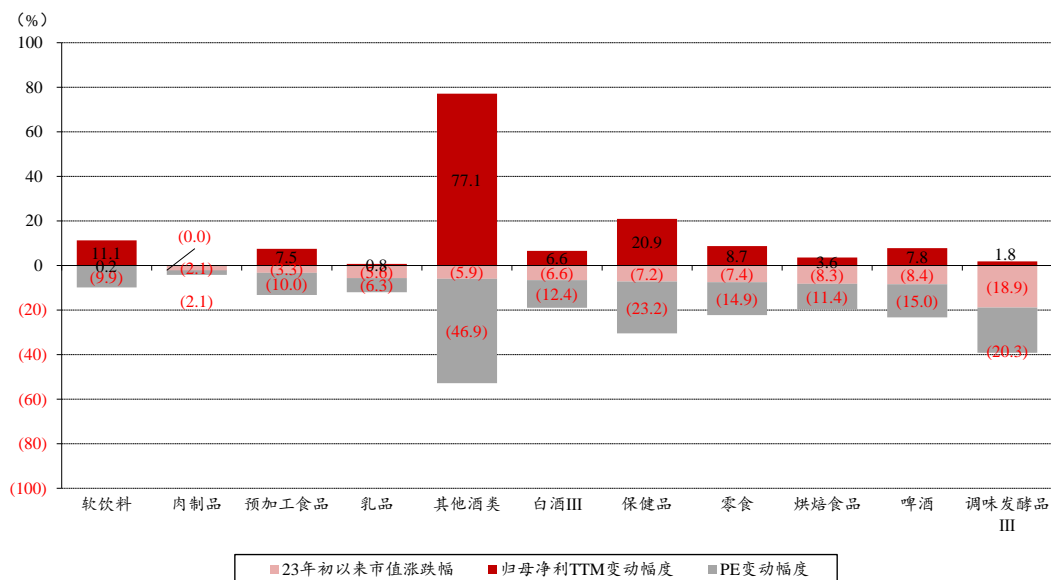
行业分类	1Q21 (%)	2Q21 (%)	3Q21 (%)	4Q21 (%)	1Q22 (%)	2Q22 (%)	3Q22 (%)	4Q22 (%)	1Q23 (%)	2Q23 (%)	2023 (%)
软饮料	(7.7)	35.5	(5.2)	(3.2)	(20.1)	6.2	(17.1)	17.1	3.4	(0.9)	2.4
沪深 300	(3.1)	3.5	(6.8)	1.5	(14.5)	6.2	(15.2)	1.8	4.6	(4.7)	(0.3)
乳品	(8.4)	(5.9)	0.0	8.7	(12.5)	6.4	(15.9)	(2.5)	(6.2)	0.8	(5.4)
肉制品	(13.5)	(17.5)	(9.4)	13.8	(6.3)	2.0	(13.2)	5.1	(0.1)	(5.3)	(5.4)
预加工食品	(0.5)	11.0	(16.8)	(2.0)	(30.1)	36.3	(11.1)	10.2	0.2	(6.3)	(6.1)
白酒	(6.3)	11.4	(13.6)	7.9	(21.6)	24.1	(11.3)	(1.8)	7.2	(12.6)	(6.2)
其他酒类	(0.7)	38.4	(20.4)	(13.1)	(26.6)	15.2	(12.0)	26.5	3.7	(10.1)	(6.8)
保健品	11.8	14.0	(18.6)	(1.0)	(9.9)	(7.0)	(18.8)	25.1	(4.4)	(2.8)	(7.0)
食品饮料	(7.9)	9.2	(13.0)	7.4	(20.4)	20.2	(11.8)	0.6	4.4	(11.1)	(7.1)
烘焙食品	(10.8)	5.5	(9.0)	0.2	(23.2)	12.7	(15.8)	18.6	3.5	(11.9)	(8.8)
零食	(7.0)	(9.0)	(12.7)	22.8	(19.3)	8.2	(11.9)	23.1	(2.8)	(6.6)	(9.2)
啤酒	(11.1)	45.2	(29.3)	18.9	(22.4)	31.1	(8.9)	7.5	10.1	(18.1)	(9.8)
调味发酵品	(20.5)	0.9	(16.5)	3.7	(18.3)	15.6	(9.7)	2.9	(2.8)	(13.7)	(16.1)

资料来源: Wind, 中银证券

注: 2023 年股价截至 2022 年 6 月 3 日。

需求复苏但力度偏弱, 导致估值回落, 上半年食品饮料板块市值下降。2023 年以来, 食品饮料板块估值出现了较大的回落, 调味发酵品、保健品、其他酒类的 PE 下降幅度均超过了 20%, 白酒 PE 估值下降 12% 至 29.0X。归母净利润方面, 除肉制品外, 其他食品饮料子板块的归母净利润 (TTM) 均有不同幅度的提升, 其中其他酒类、保健品、软饮料的提升幅度较大, 白酒归母净利润 (TTM) 提升了 6.6%。整体来看, 受估值回落的影响, 除软饮料外的其他食品饮料子板块市值均出现了不同幅度的下降。

图表 4. 2023 年上半年食品饮料子行业估值与归母净利变动情况



资料来源: Wind, 中银证券

注: 市值、归母净利润 TTM 计算截至 2023 年 6 月 3 日

食品饮料板块个股普遍呈下跌态势。2023 年以来, 食品饮料板块 123 支个股中, 32 支个股上涨, 占比 26%, 91 支个股下跌, 占比 74%。其中, 涨幅前五的个股分别是香飘飘、新乳业、仲景食品、天润乳业和养元饮品。跌幅前五的个股分别是嘉必优、青海春天、绝味食品、酒鬼酒、海南椰岛。

图表 5. 2023 年上半年食品饮料个股涨跌排名

年涨幅前十名公司	年涨幅 (%)	年涨幅后十名公司	年涨幅 (%)
香飘飘	36	嘉必优	(36)
新乳业	29	青海春天	(34)
仲景食品	27	绝味食品	(34)
天润乳业	23	酒鬼酒	(31)
养元饮品	18	海南椰岛	(30)
伊力特	17	水井坊	(30)
欢乐家	17	来伊份	(29)
盐津铺子	15	妙可蓝多	(27)
佳禾食品	14	重庆啤酒	(25)
劲仔食品	13	山西汾酒	(24)

资料来源: Wind, 中银证券

注: 股价截至 2023 年 6 月 3 日。

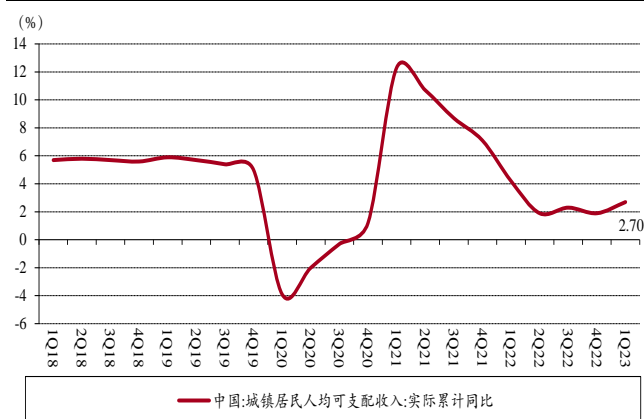
## 需求端: 短期数据偏平淡, 呈现弱复苏态势, 静待消费能力提升

**2023 年食品饮料的复苏分为两个阶段, 第一阶段消费场景恢复, 第二阶段消费能力恢复。**(1) 第一阶段, 随着各地度过疫情高峰期, 消费场景受疫情制约较为严重的行业, 迎来了第一波需求反弹。(2) 第二阶段, 随着经济的复苏, 居民收入改善, 消费能力恢复, 各类食品饮料公司将重拾结构升级的逻辑。

**短期数据偏平淡, 消费呈现弱复苏。**(1) 人均可支配收入增速偏慢, 消费信心指数处于较低位置。1Q23 中国居民人均可支配收入 10870 元, 名义同比+5.1%, 实际同比+3.8%, 延续了增长态势, 但名义增速、实际增速较 2022 年同期均有所下滑(同比分别-1.25/-1.3pct)。3 月消费者信心指数为 94.9, 环比 2 月份+0.2pct, 环比 2022 年 12 月+6.6pct。虽然消费者信心指数整体向好的趋势不变, 但仍处在较低位置。(2) 2023 年 1-2 月食品饮料完成了消费场景的恢复, 需求集中释放。3 月份开始进入了消费能力复苏的阶段, 但消费能力的恢复还需时间, 因此 3-4 月需求显得较为平淡。4 月份社零餐饮、烟酒类数据两年复合增速分别为 5.4%、3.4%。(3) 1-4 月, 餐饮收入累计同比+19.8%, 烟酒类零售额同比+8.3%, 随着消费场景恢复, 消费需求回暖, 餐饮和烟酒类整体呈现出复苏态势。饮料类零售额累计同比+0.6%, 增速偏慢, 可能由于消费升级乏力。(4) 根据商务部商务大数据监测, 五一期间, 全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长 18.9%, 烟酒销售额同比增长 15.1%, 重点餐饮企业销售额同比增长 57.9%。

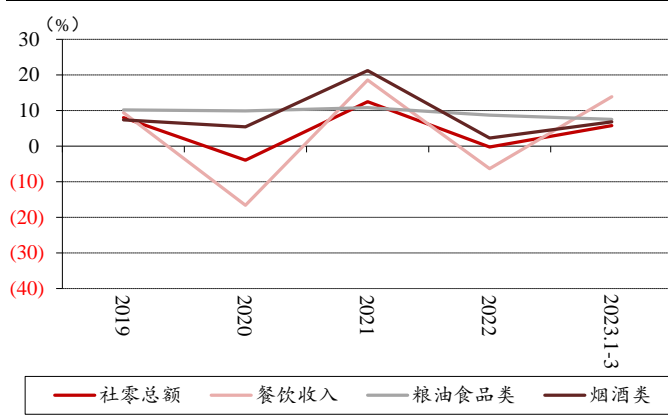
**追求美好生活的动力不变, 全年行业持续向好。**五一旅行数据显示, 虽然人均消费额仅恢复至 2019 年的 89.6%, 但我们可以换一个角度来看, 出行人次远超过 2019 年, 同比增 19%, 说明消费的意愿很强, 追求美好生活的动力不变, 并没有进入低欲望时代。随着消费能力的恢复, 需求有望重拾升级态势。

图表 6. 人均可支配收入同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

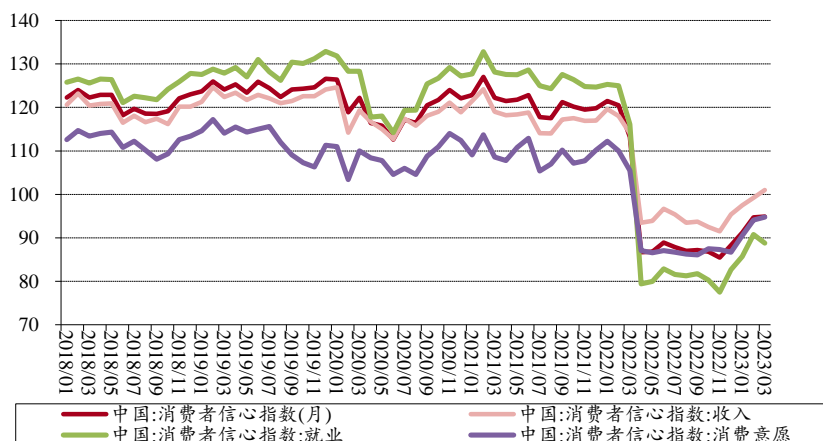
图表 7. 2019-2023.4 食品饮料类社零数据累计同比增速



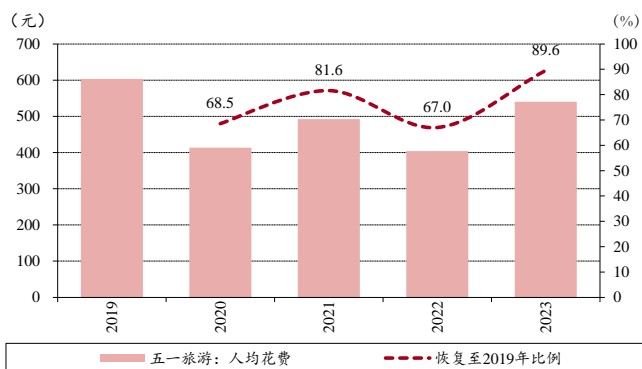
资料来源: Wind, 中银证券



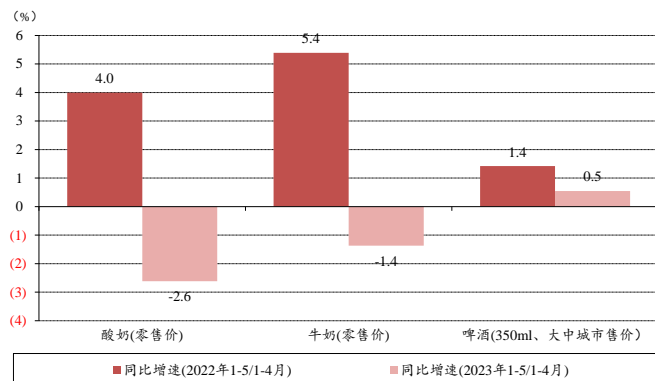
图表 8. 消费者信心指数



图表 9. 五一旅游人均消费尚未恢复至 2019 年水平



图表 10. 食品饮料板块中部分大众品价格下降/增幅放缓



图表 11. 食品饮料子板块营收及净利增速

食品饮料子板块	营收增速 (%)			归母净利增速 (%)		
	4Q22	2022	1Q23	4Q22	2022	1Q23
白酒	12.6	15.2	15.9	17.6	20.3	19.2
啤酒	(1.6)	7.3	13.0	(18.6)	13.0	29.8
其他酒类	(0.5)	(4.3)	(1.2)	(551.5)	(81.2)	28.2
软饮料	0.1	(0.4)	12.7	8.8	(11.6)	41.5
乳品	5.9	7.1	5.8	65.1	(2.6)	2.0
零食	(5.1)	(3.0)	(12.7)	(0.5)	(11.9)	24.5
烘焙食品	(3.6)	3.5	13.0	(48.7)	(25.7)	20.9
熟食	(4.5)	1.7	6.8	(488.5)	(66.6)	42.3
调味发酵品	1.0	8.4	5.7	(55.6)	(13.7)	5.7

资料来源: Wind, 中银证券

## 酒类：白酒否极泰来，啤酒持续升级，其它酒积极变革

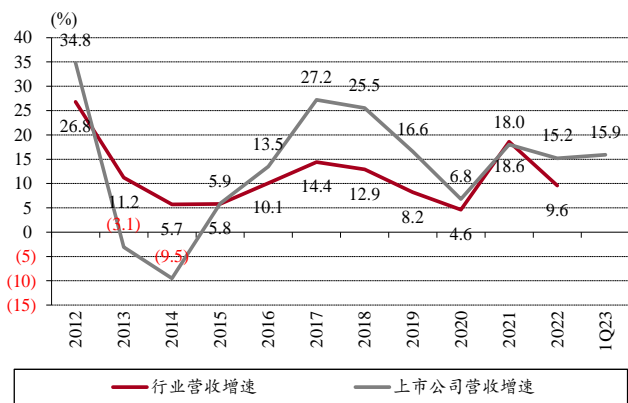
**白酒：消费场景恢复正常，名酒集中度继续提升，当前处于较好的布局时点**

**1Q23 复苏次第展开，白酒上市公司营收、归母净利增速同比分别增长 15.9%、19.2%，营收增速领跑餐饮主要子行业，现金流大幅改善。**（1）从 22 年 12 月至 23 年 2 月三个月的合计数据来看，整体呈现弱复苏的态势，但其中春节和节后需求出现明显改善，主要由于 22 年 4 季度受压制的白酒需求延后兑现。虽然春节假期时间较短，对消费场景有一定有影响，但春节返乡人数大增，推动了春节期间需求恢复至接近正常水平，特别高端白酒及地产酒受益礼赠、宴席回补、亲朋聚饮等场景。（2）白酒经历了 1-2 月旺销之后，3 月份需求回补的影响减弱，而商务活动和消费能力恢复还需时间，因此短期需求趋于平淡。（4）1Q23 白酒上市公司现金流大幅改善，实现现金流净额为 282.1 亿元，1Q22 为-10.7 亿元。

**2023 年 4 月重拾改善趋势，预计 2 季度好于 1 季度，下半年好于上半年。**（1）对白酒而言，1 季度已经完成消费场景的恢复，2-4 季度进入消费能力恢复的阶段。4 月份开始终端需求重现改善态势，行业进入新阶段，根据微酒五一期间的调查显示，白酒消费复苏节奏加速，商家逐渐走出此前滞销的担忧。预计 2 季度好于 1 季度，下半年好于上半年。受益于低基数、宴席需求回补、商务活动增多、消费能力恢复，预计 2 季度营收增速回升至 20%，下半年维持改善态势。（2）2022 年虽然消费场景受疫情影响较大，白酒业绩展现出较强的韧性。因此我们预计 2023 年终端需求反弹，报表弹性则略低于终端需求弹性。

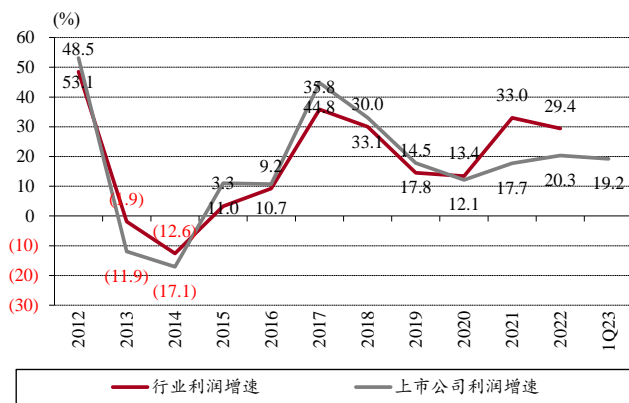
**行业集中度将继续提升。**（1）2021 年白酒上市公司营收占行业比重为 50.7%，2022 年比重提升至 53.3%。2022 年规上酒企数量为 963 家，相比 2017 年高点的 1593 家减少 630 家。（2）考虑白酒需求特点，我们判断未来行业将形成香型、分区域、分价格的细分领域寡头竞争格局，上市公司集中度难以形成类似于啤酒 CR5 超过 90% 高市占率，但可以逐步向其靠拢。

图表 12. 白酒行业与上市公司营收增速对比



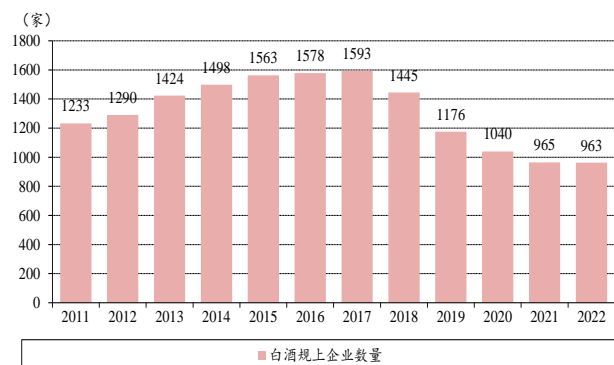
资料来源：Wind，国家统计局，中银证券

图表 13. 白酒行业与上市公司利润增速对比



资料来源：Wind，国家统计局，中银证券

图表 14. 规上酒企数量持续减少



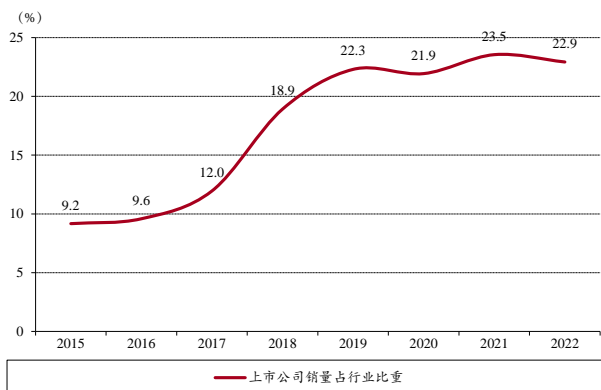
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 15. 2022 年上市酒企集中度提升至 53.3%



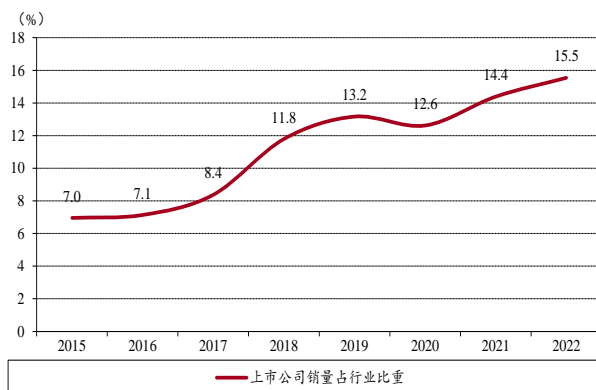
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 16. 上市公司销量占行业整体比重（含顺鑫农业）



资料来源: Wind, 中银证券

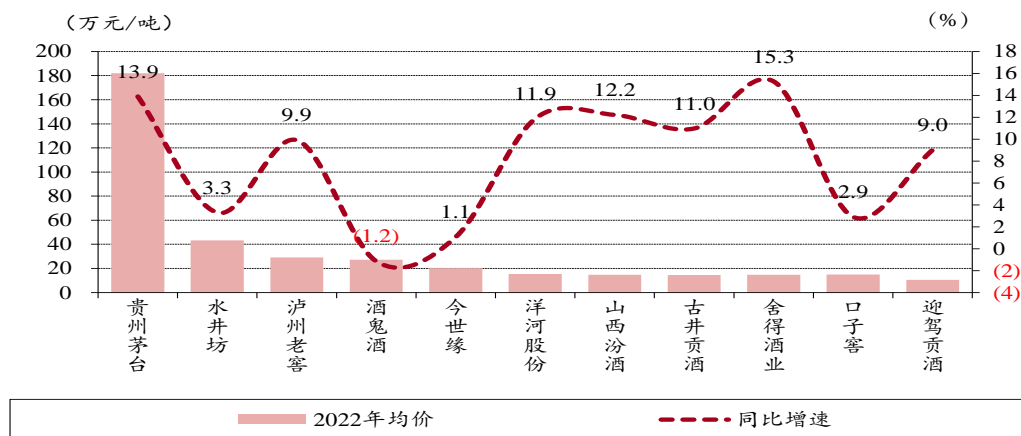
图表 17. 上市公司销量占行业比重（未含顺鑫农业）



资料来源: Wind, 中银证券

**产品结构维持升级态势，主力产品终端价承压。**（1）2022 年、1Q23 产品结构升级持续优化，维持了上行趋势。我们统计了 12 家白酒上市公司，2022 年有 11 家吨酒均价上行，1 家吨酒均价下降，9 家销量上升，3 家销量下降。白酒上市公司 2022 年和 1Q23 毛利率同比+1.3pct、+0.5pct。（2）根据今日酒价和微酒数据，1-5 月散茅均价 2750 元，同比增 16 元，其中 4-5 月份 2768 元，同比增 75 元。1-5 月份五粮液均价 964 元，同比降 8 元，国窖 1573 均价 899 元，同比降 14 元，梦 6+ 均价同比增 6 元、四开均价同比增 10 元、古 20 均价 540 元，同比降 5 元，青 20 均价 349 元，同比降 24 元，水井坊井台均价 455 元，同比增 28 元，品味舍得均价 335 元，同比降 12 元。春节之后，多家白酒公司对主力产品提价，维护价格体系稳定，提振市场信心。

图表 18. 白酒上市公司 2022 年均价及同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

图表 19. 白酒上市公司 2022 年和 1Q23 毛利率同比+1.3pct、+0.5pct



资料来源: Wind, 中银证券

图表 20. 2023 年以来白酒上市公司提价列表

公司名称	提价日期	提价情况
顺鑫农业	2023.1.1	顺鑫农业拟对 42°125ML, 42°265ML, 42°500ML, 42°750ML, 52°500ML 以上 5 款牛栏山陈酿进行调价, 每箱上涨 6 元。本次价格调整计划从 2023 年 1 月 1 日起执行。
洋河股份	2023.2.6	自 2 月 6 日起, 对梦之蓝 M6+ 出厂价统一上调 30 元, 全区域提价
泸州老窖	2023.2.8	2023 年 2 月 8 日, 泸州老窖特曲酒类销售股份有限公司 (下面简称“特曲公司”) 发文, 对泸州老窖老字号特曲和晶彩特曲两款产品进行相关通知。一是实行价格双轨制, 强化泸州老窖老字号特曲与晶彩特曲两款产品的配额制管理; 二是对计划外配额结算价作出调整, 52 度每 500ml 上调 30 元、38 度上调 20 元。
剑南春	2023.2.15	52°C 水晶剑南春 500ml 装单瓶价格上调 20 元。
泸州老窖	2023.2.20	泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司日前下发《关于调整泸州老窖 1952 价格体系的通知》。《通知》显示, 即日起实行泸州老窖 1952 产品配额制, 2023 年上半年各经销客户配额投放量限定为签订配额总量的 50% 以内, 52 度 500ml 计划外配额在计划内配额结算价格基础上提升 40 元/瓶。自 2023 年 3 月 20 日起, 52 度 500ml 泸州老窖 1952 经销客户计划内结算价格上调 20 元/瓶, 保证金调整为 60 元/瓶。
泸州老窖	2023.3.31	38 度国窖 1573 经典装 (500ml*6) 经销商结算价上调 30 元/瓶。
泸州老窖	2023.4.25	四川蓉城怀旧酒类销售有限公司发布《关于调整 52 度泸州老窖特曲 60 版产品供货价的通知》, 即日起 52 度泸州老窖特曲 60 版产品成都区域供货价上调 5 元/瓶。
舍得酒业	2023.4.1	舍得酒业旗下四川沱牌舍得营销有限公司发布《关于调整品味舍得终端售价的通知》, 宣布自 4 月 1 日起, 品味舍得之第五代、第四代、精华版、庆典装终端售价上调 20 元/瓶。“
山西汾酒	2023.6.20	山西汾酒将于 6 月 20 日执行提价, 其中青花 20 高度每瓶涨 20 元、青花 20 低度每瓶涨 18 元、青花 30 返点降低变相涨价、玻汾每瓶涨 1 元、53 度青花 30 850ml 每瓶涨 200。

资料来源: 微酒, 酒说, 新京报, 蓝鲸财经, 云酒头条, 同花顺财经, 中银证券

分品种看, 2022 年全国扩张的次高端业绩弹性较大, 高端酒稳健增长, 地产酒分化较大。1Q23 高端酒率先复苏, 地产酒跟随其后, 全国次高端复苏节奏偏慢。

(1) 高端酒 (贵州茅台+五粮液+泸州老窖) 2022 年收入、归母净利同增 15.6%、19.1%, 1Q23 收入、归母净利同增 17.2%、19.7%。2022 年高端酒消费场景受冲击相对较小, 渠道吸纳能力较强, 消费需求有一定的刚性, 2023 年 1 月份又率先出现复苏, 因此 2022 年和 1Q23 均维持了稳健增长。

(2) 全国扩张的次高端酒 (山西汾酒+洋河股份+水井坊+舍得酒业+酒鬼酒), 2022 年收入、归母净利同增 21.9%、32.6%, 1Q23 收入、归母净利同增 10.6%、14.9%。2022 年全国次高端季度间业绩波动较大, 全年来看仍展现出了较高的业绩弹性。由于 1-2 月的复苏进度偏慢, 1Q23 业绩增速环比 2022 年明显降速。预计下一阶段次高端可接力复苏, 重现快速增长态势, 业绩向上弹性较高, 可深度全国化的品种增长确定性强。

(3) 地产酒 (古井贡酒+口子窖+迎驾贡酒+今世缘+伊力特+金徽酒+老白干酒+青青稞酒+金种子酒), 2022 年收入、归母净利同增 16.3%、18.9%, 1Q23 收入、归母净利同增 22.6%、20.0%。由于地产酒销售集中在大本营市场, 各地受疫情影响程度不同, 因此个股分化较大, 2022 年营收增速慢于全国性次高端, 略高于高端酒。1Q23 受益于返乡人数增加, 春节期间需求出现脉冲式增长, 地产酒复苏进度快于全国次高端。

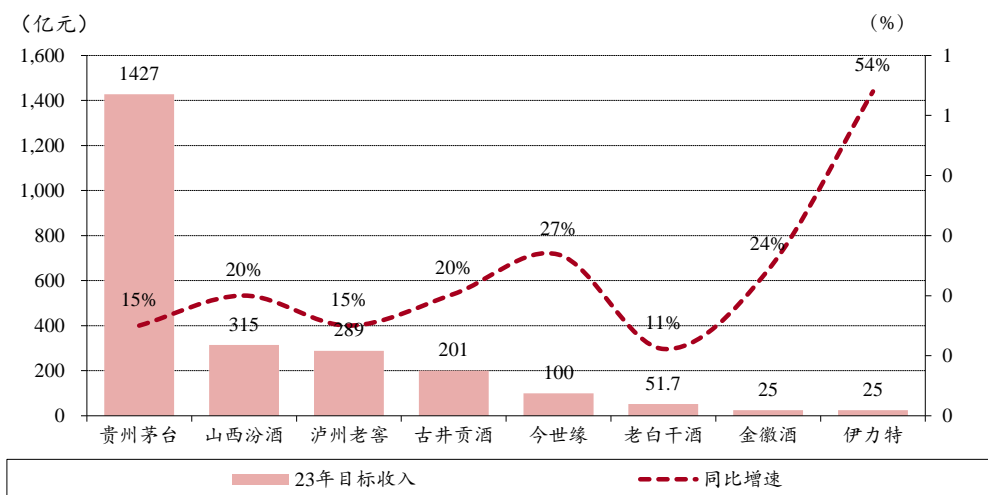
图表 21. 不同类型白酒 2022 与 1Q23 收入、归母净利增速

分类	公司简称	营业收入及同比增速				归母净利及同比增速			
		2022	YOY(%)	1Q23	YOY(%)	2022	YOY(%)	1Q23	YOY(%)
高端酒	贵州茅台 五粮液 泸州老窖	2,232	15.6	775	17.2	998	19.1	370	19.7
全国扩张的 次高端	山西汾酒 洋河股份 水井坊 舍得酒业 酒鬼酒	711	21.9	316	10.6	214	32.6	116	14.9
地产酒	古井贡酒 口子窖 迎驾贡酒 今世缘 伊力特 金徽酒 老白干酒 天佑德酒 金种子酒	457	16.3	174	22.6	99	18.9	45	20.0

资料来源: Wind, 中银证券

**2023 年高端酒经营计划目标稳健，其它酒相对积极，酒厂对 2023 年展现出了较强的信心。**（1）贵州茅台、泸州老窖增 15% 左右，五粮液双位数增长，山西汾酒、古井贡酒、今世缘 20%+，伊力特由于基数较低，目标增速较高，老白干酒则相对保守。（2）2023 年春糖会是疫情影响结束后的第一次线下展会，酒企的新品推广和渠道招商力度都明显加强，酒商也在积极寻找各种新机会。（3）近期陆续召开的股东大会，酒厂普遍传递了力争完成或超越年度目标规划的决心。

图表 22. 白酒上市公司经营计划



资料来源: 公司公告, 中银证券

**重视大清香的机会。**（1）香型口感并非一成不变，随着山西汾酒的崛起，清香型成为新风口，香型类似的老白干酒、宝丰酒等有望受益。（2）大清香 2023 年有抱团崛起的动作，成都春糖会上山西汾酒、老白干酒销售高管参加了由宝丰酒冠名的清香论坛，大清香抱团崛起，希望三分天下有其一。黄鹤楼酒提出的南派大清香的差异化定位，糖酒会上推广核心战略产品楼 20。（3）中国酒业协会发布的《中国酒业“十四五”发展指导意见》提出，“十四五”期间，清香型白酒的市场规模将突破 200 万千升、1300 亿元，行业占比由 15% 提升至 20% 以上。

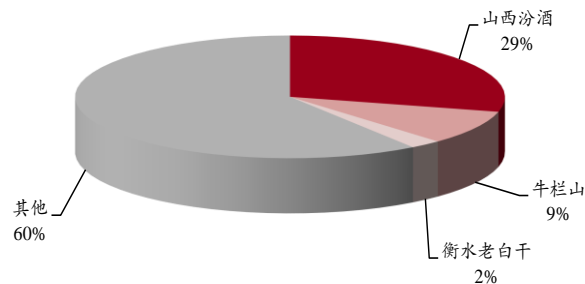


图表 23. 不同规模清香型酒企占清香型行业收入比重

企业所处规模区间	清香企业	占清香型白酒收入比重
100亿元以上	山西汾酒 牛栏山	37.9%
10-50亿	衡水老白干 江小白 红星 黄鹤楼 宝丰酒业 天佑德酒 永丰	23.2%
5-10亿	北京二锅头 汾阳王 一担粮 其他	5.6%
5亿元以下	汾杏、石花、蒙古王、 金门高粱、其他	33%

资料来源：酒业协会，糖酒快讯，中银证券

图表 24. 清香型白酒 CR3 占比



资料来源：酒业协会，万得，中银证券

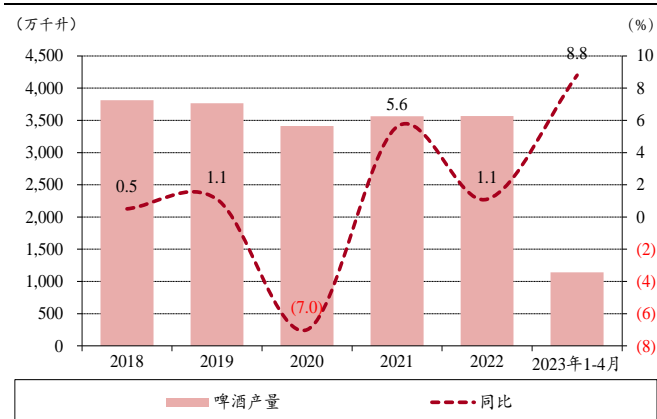
展望未来，集中度提升和价格上行两个趋势将延续，名酒业绩有望保持较快增速。（1）名酒集中度提升的趋势不变，未来行业将形成分价格、分香型、分区域的寡头竞争格局，细分领域的龙头酒企将明显受益。（2）名酒价格上行、结构提升，实现品牌和价格的良性循环。（3）未来几年白酒行业整体业绩将稳健增长，但需要区分两个不同的群体，一个是上市公司为主体的名酒，另一个是非名酒公司。上市公司业绩保持较快增速，但非名酒公司则面临份额萎缩的压力。

白酒需求持续向好，看好全年的投资机会，当前处于较好的布局时点。（1）根据微酒近期调研，虽然商务消费乏力，但宴席消费刚需回归，流通消费有序恢复中，消费复苏还在持续，高端酒价格依旧坚挺。（2）4月份开始终端需求重现改善态势，行业进入新阶段，预计2季度好于1季度，下半年好于上半年。受益于低基数、宴席需求回补、商务活动增多、消费能力恢复，预计2季度营收增速回升至20%。（3）重视次高端、大清香的机会，可深度全国化的品种增长确定性强，重点推荐山西汾酒。看好根据地市场还有较大成长空间的今世缘。业绩成长确定性高的贵州茅台和五粮液，值得长期布局。关注口子窖和顺鑫农业的变化。

## 啤酒：场景修复带动销量增长，下半年主要矛盾将由量转变为价

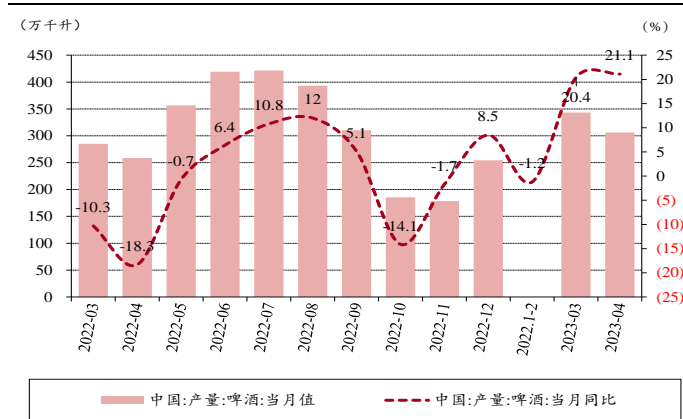
场景修复带动下，上半年啤酒产量或实现中高单位数增长。受益于消费场景的恢复，1-4月啤酒累计产量1141.5万千升，同比+8.8%。从恢复节奏上来看，1-2月由于基数较高、各地疫情放开后的场景修复的时间存在差异，啤酒累计产量524.8万千升，同比小幅下降了1.2%。3月后由于22年基数较低（受上海疫情影响）、即饮渠道复苏进度加速，啤酒产量增速快速反弹，3、4月啤酒产量分别同比+20.4%、+21.1%。我们预计随着基数恢复至较高水平（受高温天气影响，22年同期产销量基数较高），5、6月啤酒产量增速或为中低单位数。整体来看，我们认为上半年啤酒产量有望能实现中高单位数的增长。

图表 25. 啤酒累计产量及同比变化



资料来源：Wind，中银证券

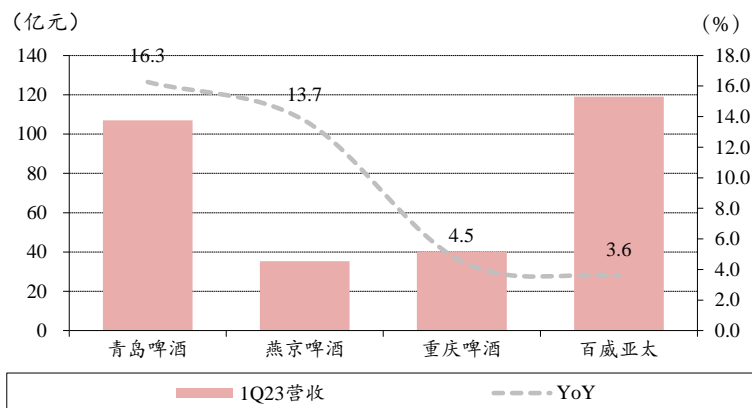
图表 26. 啤酒 1-2 月产量增速较低，3-4 月增速较高



资料来源：Wind，中银证券

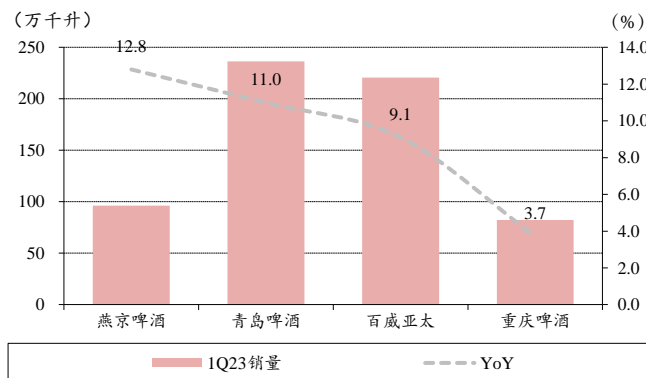
**1Q23 啤酒企业营收同比高增，吨价提升幅度低于往年。**1Q23 披露报表的四家主要啤酒公司营收总计 301.4 亿元，同比+12.7%，其中青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/百威亚太营收分别同比+16.3%/+13.7%/+4.5%/+3.6%。拆分为量价：**1) 量上**，受益于消费场景的修复，四家主要啤酒公司销量高增，合计上升 9.6%至 636 万千升，其中燕京啤酒/青岛啤酒/百威亚太/重庆啤酒销量分别同比+12.8%/+11.0%/+9.1%/+3.7%。**2) 价上**，由于消费力尚未完全恢复、即饮渠道的修复存在区域性差异、且部分公司在一季度的提价尚未反应至报表中，导致吨价提升幅度低于往年。四家公司 1Q23 平均吨价同比上升 2.8%至 4741.1 元，其中青岛啤酒/百威亚太/燕京啤酒/重庆啤酒吨价分别同比+4.8%/+2.8%/+0.8%/+0.8%。

图表 27. 主要啤酒公司 1Q23 营收及增速



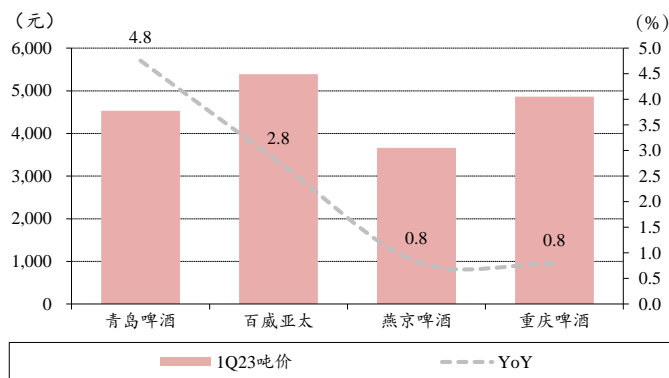
资料来源: Wind, 中银证券

图表 28. 主要啤酒公司 1Q23 销量及同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

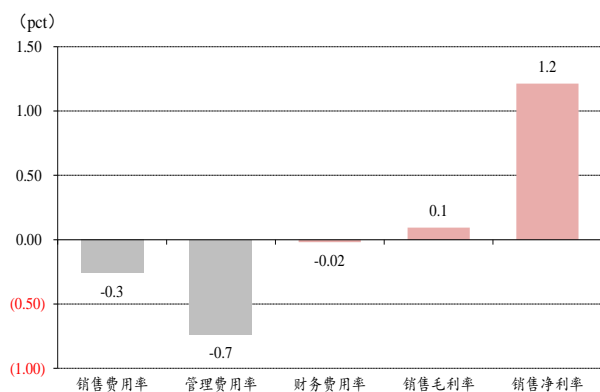
图表 29 主要啤酒公司 1Q23 产品吨价及同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

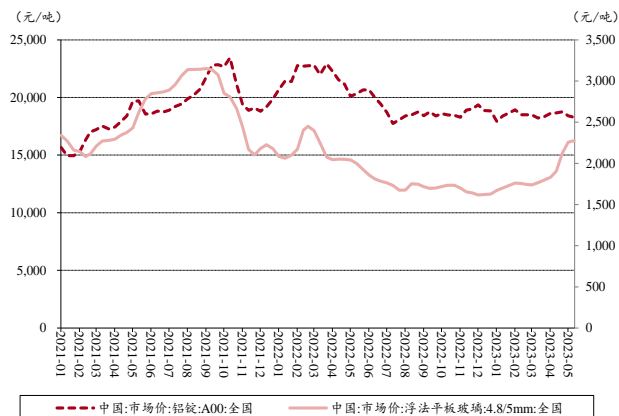
**成本增速趋于缓和，费用率下行带动 1Q23 啤酒企业盈利水平提升。****1) 费用端**，1Q23 啤酒板块销售/管理/财务费用率同比分别-0.3/-0.7/-0.02pct。在多数区域市场日趋稳定的竞争格局下，各家啤酒企业均默契的选择了降低期间费用的投入。**2) 成本端**，新采购周期内大麦价格较高，22 年 11 月-23 年 4 月期间大麦平均价格同比往年上涨 25.9%，玻璃、铝锭、瓦楞纸等包材同期的价格则有所下降，同比往年分别-11.7%/-20.4%/-20.7%。综合来看，我们判断虽然大麦成本居高不下，但受益于包材价格的回落，新采购周期内啤酒企业的原材料综合成本已经趋于缓和，同比 22 年或已呈下降态势。**3) 盈利水平端**：在原料增速放缓、产品结构小幅升级的共同作用下，1Q23 啤酒板块销售毛利率同比小幅提升 0.1pct 至 39.4%。在毛利率保持平稳的基础上，受益于期间费用率的下行，1Q23 啤酒板块销售净利率稳步提升 1.2pct 至 12.4%。

图表 30. 啤酒企业费用率、盈利水平同比变化 (1Q23)



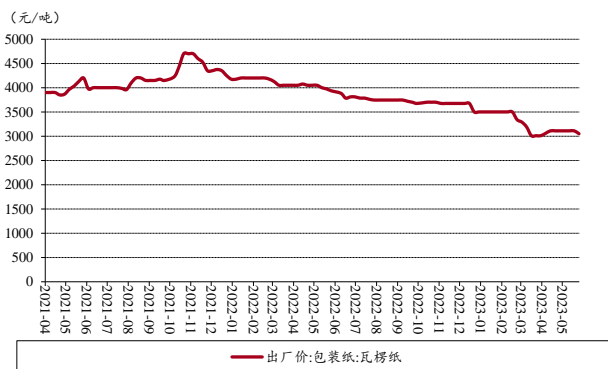
资料来源：同花顺，中银证券

图表 31. 铝锭、玻璃价格变动 (截止 2023 年 5 月 20 日)



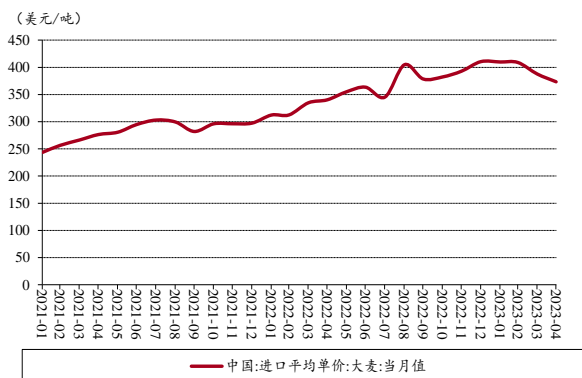
资料来源：Wind，中银证券

图表 32. 瓦楞纸价格变动 (截止 2023 年 5 月 26 日)



资料来源：同花顺，中银证券

图表 33. 进口大麦价格变动 (截止 2023 年 4 月)



资料来源：Wind，中银证券

**啤酒企业争相布局小酒馆赛道，直击终端增强品牌影响力。**根据华润啤酒 2023 年投资者交流会的介绍，华润雪花品牌将打造名为“JOY BREW”的线下小酒馆。根据不同需求，该酒馆有旗舰店、社区店等形态可以选择。2022 年 12 月 9 日，华东首家燕京 9 号精酿酒馆（杭州钱江世纪城店）开业。燕京 9 号为燕京啤酒自建连锁门店，被定位为独立的、面向 30 岁+人群的超高端品牌，提供原浆类、短保类产品。加上此前青岛啤酒布局的直营酒馆“Tsingtao1903 酒吧”，五大啤酒中的三家已布局小酒馆赛道，希望通过直击终端的方式接近消费者、增强品牌影响力。

图表 34. 华润雪花小酒馆“JOY BREW”示意图



资料来源：食品饮料行业观察，中银证券

图表 35. 燕京精酿酒馆“燕京 9 号”示意图



资料来源：食品饮料行业观察，中银证券

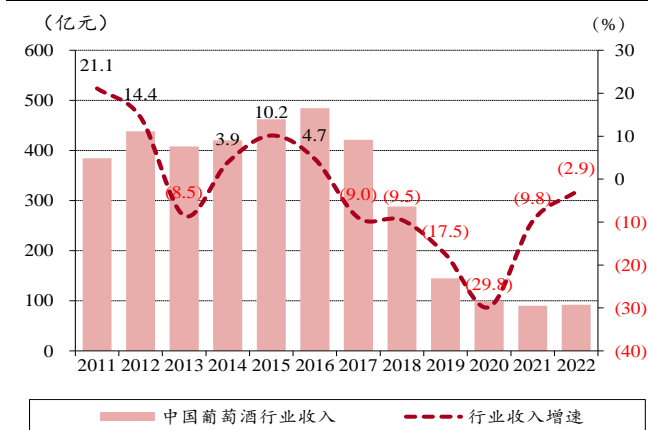
展望未来，啤酒行业长期结构升级趋势不改，下半年主要矛盾将由量转变为价。我们认为，下半年随着疫情基数效应的减弱，啤酒行业的主要矛盾将由量转变为价。1Q23 啤酒行业吨价增速不及预期主要系消费力不足所致，2 季度受此影响，啤酒吨价增速或与 1 季度接近。如果下半年消费力出现边际改善，啤酒吨价有望重返中单位数增长，从而带动行业整体利润的增长。长期来看，当前中国啤酒企业的 EBITDA Margin 较海外成熟企业依然有一定的距离，因此在大部分区域竞争格局日趋稳定的背景下，啤酒企业依然有能力延续结构性升级的进程，带动盈利水平的提升。

**青岛啤酒盈利有望实现较快增长，重庆啤酒估值性价比凸显。**1) 青岛啤酒在沿黄、山东等优势市场内规模、品牌、渠道三位一体的优势显著，产品结构有望稳步升级。优势市场外公司在沿江、沿海区域的发展策略清晰，有望通过销量提升、降本增效等方式为公司贡献利润。未来的竞争中，青啤在清晰发展思路的指引下，凭借自身品牌、渠道、规模优势的优势，获得稳健增长的确定性较强。2) 重庆啤酒 2022 年、1Q23 渠道扩张放缓，乌苏大单品销量受损。我们认为，渠道扩展放缓、乌苏单品销量受损一方面是因（疫情）所致，另一方面也受到了企业内部 BU 重组、管理机制变革的影响。未来随着各利益相关方对新运营机制的熟悉，如果能够进一步理顺销售体系，乌苏销量依然存在重回中高速增长的可能性。在不考虑乌苏销量增长、培育全新大单品的前提下，产品矩阵内部的结构升级、直接提价依然可以为公司贡献一定的利润增速，公司估值性价比凸显。因此，我们推荐**青岛啤酒**，建议关注**重庆啤酒**。

## 其它酒：短期销售继续承压，积极改革寻求突围

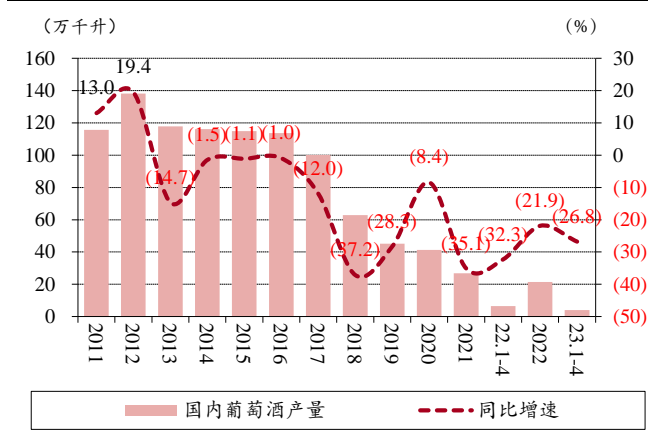
**葡萄酒和黄酒短期销售继续承压。**（1）2022 年受行业环境影响，以及白酒及啤酒等酒类挤压，葡萄酒和黄酒行业销售承压，增长乏力。进口葡萄酒和国产葡萄酒双降，根据酒业协会数据，2022 年葡萄酒行业营收 91.9 亿元，同比降 2.9%，利润 3.4 亿元，同比降 10.0%。2022 年黄酒龙头增长乏力，古越龙山、会稽山、金枫酒业整体营收仅增 1%。（2）2023 年开局不顺，1-4 月葡萄酒产量下降 26.8%，1-4 月瓶装葡萄酒进口量下滑 38.3%，张裕 1Q23 营收、归母净利分别-3.0%、-4.8%。1 季度黄酒上市公司收入同比降 10.2%，其中古越龙山、会稽山、金枫酒业营收增速分别为-9.2%、-2.0%、-32%。我们判断，一方面需要消化前期的渠道库存，另一方面主销区的商务需求恢复速度较慢。

图表 36. 中国葡萄酒行业收入和增速数据



资料来源：Wind，中银证券

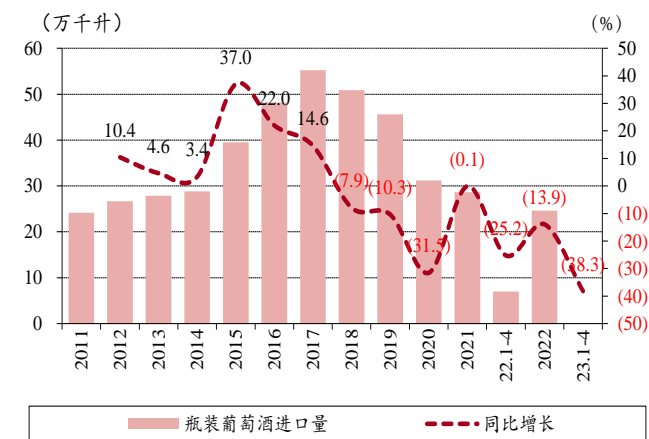
图表 37. 2022 年国内葡萄酒产量同比降 21.9%



资料来源：国家统计局，中银证券

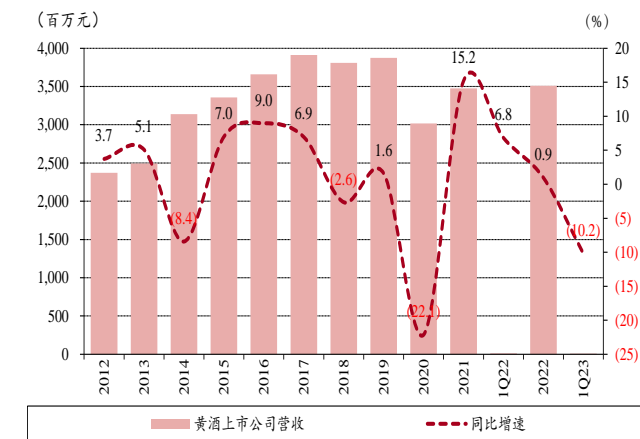


图表 38. 2023 年 1-4 月瓶装葡萄酒进口量同比降 38.3%



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 39. 1Q23 黄酒上市公司收入同比降 10.2%



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 40. 葡萄酒行业收入及利润规模

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
规上企业数量(家)	178	200	218	217	219	240	244	212	155	130	-	119
行业收入 (亿元)	384.6	438.5	408.2	420.6	462.6	484.5	421.4	288.5	145.1	100.0	90.3	91.9
YOY (%)	21.1	14.4	(8.5)	3.9	10.2	4.7	(9.0)	(9.5)	(17.5)	(29.8)	(9.8)	(2.9)
行业利润 (亿元)	50.7	54.0	43.8	43.9	51.3	48.7	42.3	30.6	10.6	3.0	3.3	3.4
YOY (%)	14.0	4.8	(20.1)	0.2	15.9	(5.1)	(11.6)	(9.5)	(16.7)	(74.5)	7.6	(10.0)

资料来源：Wind，中国酒业协会，中银证券

注：增速使用中国酒业协会公布的口径

图表 41. 张裕稳居葡萄酒龙头位置

公司简称	市值	历年收入 (亿元)			历年净利 (亿元)			18 至 22 年	18 至 22 年
	2023/5/24	2020	2021	2022	2020	2021	2022	收入	利润
								GAGR(%)	GAGR(%)
张裕 A	209	34	40	39	5	5	4	(6.6)	(19.8)
中葡股份	85	1	2	1	(1)	0	(9)	(19.1)	-
威龙股份	23	4	5	5	(2)	(4)	0	(10.8)	(30.9)
*ST 莫高	17	1	1	1	0	(1)	(1)	(17.3)	-
ST 通葡	14	6	7	8	(1)	0	(1)	(5.4)	-

资料来源：Wind，中银证券

张裕近期推出限制性股权激励，虽然考核目标相对保守，但对于机制改革来说已迈出一大步。公司近期公告了限制性股权激励（草案），公司拟向激励对象授予限制性股票 685 万股，占公司股本总额的 1%，授予价格 15.69 元/股，授予对象总人数共计 211 人，其中高管 10 人，占授予股票总数的比例为 21.8%。根据公司设定的业绩考核目标，2023 年至 2025 年公司营收规模分别不低于 43.3、47.2、51.2 亿元，净利规模分别不低于 5.1、5.3、5.6 亿元，22 至 25 年 CAGR 分别为 9.3%、9.4%。我们判断公司结合行业及公司自身情况制定该目标，虽然目标偏保守，但是对于公司机制改革来说已迈出一大步，可有效提振内部动力。

图表 42. 股权激励目标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	22-25 年 CAGR
营收目标	39.5	39.2	43.3	47.2	51.2	
YOY(%)	16.42	(0.86)	10.46	9.01	8.47	9.3
利润目标	5.0	4.3	5.1	5.3	5.6	
YOY(%)	9.49	(13.27)	18.60	3.92	5.66	9.4

资料来源：Wind，中银证券



葡萄酒和黄酒龙头围绕传统文化和时尚化、年轻化，呈现了多元的营销方式。（1）张裕 2022 年成立龙谕事业部，聚焦营销打法，坚持开发团购商和消费者，2023 年继续投入较多资源推广龙谕。公司推进可雅 XO 文化体验馆建设工作，23 年春糖会期间，可雅癸卯兔年生肖纪念酒在西南地区限量上市，与天猫合作启动中国葡萄酒年轻化普及实验室。（2）古越龙山和女儿红携各自品牌旗下高端明星产品“只此青玉”“桂花林藏”，在成都隆重亮相。公司开设的多家绍兴酒品鉴馆，培育新的消费群体。

图表 43. 张裕 2023 年营销活动列表

日期	具体活动	具体内容
2023.3.12	“盛世匠心 大国礼遇”爱斐堡盛典活动——济南站	张裕股份总经理孙健表示，今天的中国已经可以平视这个世界了，中国葡萄酒已经在世界葡萄酒舞台上占据一席之地，今天的中国风土亦已酿出世界品质的好酒。
2023.3.18	“盛世匠心 大国礼遇”爱斐堡盛典活动——烟台站	张裕股份总经理孙健分享了张裕与爱斐堡的六个故事，从张裕跨越三个世纪的发展历程中，来宾共同领略了张裕对酿造技术的不断追求及爱斐堡的品质实力。
2023.4.9	“中国可雅 悦鉴蓉城”西南经销商大会暨高端消费领袖品鉴会	可雅癸卯兔年生肖纪念酒在西南地区限量上市发布。可雅酒庄独创“双酵母控温发酵法”与“二次唤醒”工艺，赋予可雅白兰地浓郁的“中国味道”，开创了“白兰地新世界”。
2023.4.9	张裕与天猫战略合作启动中国葡萄酒年轻化普及实验室	会上宣布将于下半年共同推出三款年轻化产品。张裕股份总经理孙健表示，年轻一代消费群体和他们父辈在酒水消费上存在差异，张裕将充分利用天猫大数据、新品孵化工具以及营销推广的工具，不断地研究，做出一款满足年轻人需求、让他们喜欢、“哇塞”级的葡萄酒。
2023.4.9	“歌浓七星皇冠混酿干红葡萄酒”品鉴暨新品上市发布会	作为全球布局最深、最广的葡萄酒企业之一，张裕在全球布局 14 座酒庄，拥有 25 万亩葡萄基地。得益于全球化布局，张裕能够最大化整合全球优势资源——如优质原料、一流人才、精湛的酿造技术以及多元的市场渠道。
2023.4.10	张裕&泰山名饮战略合作发布会	张裕与泰山名饮共同宣布，未来一年内，双方将在 100 座东部沿海城市达成 100 万瓶张裕酒庄酒的销量。目前，张裕已把“圈层营销”作为重点推进和考核的部分，让圈层营销切实为指标增长及品牌提升赋能。而本次与泰山名饮的联手，正是精准服务高端圈层人群的一次重要举措。
2023.4.10	“盛世匠心 大国礼遇”爱斐堡盛典活动——成都站	在中国酿酒大师、张裕总酿酒师李记明的带领下，中国工艺美术大师、国家级非遗传承人钱高潮大师以及上合峰会《花开盛世》创作团队、优秀企业代表共倡《天府宣言》，致敬大国匠心，推动中国品牌走向世界。
2023.4.11	“中国宴喝红酒 就选张裕解百纳”2023 年张裕解百纳千商大会	张裕公司董事长周洪江表示，张裕解百纳是张裕公司做大做强的根本，是核心大单品，也是公司的“饭碗”，张裕将继续发挥工匠精神，始终如一做好产品品质；发挥“店小二”精神，做好经销商及市场服务；发挥“包公”精神，铁面无私抓管理。

资料来源：公司官网，微酒，中银证券

图表 44. 古越龙山 2023 年营销活动列表

日期	具体活动	具体内容
2023.3.10	义乌古越龙山绍兴酒品鉴馆	该馆是金华地区开设的首家高端绍兴酒品鉴馆，也是浙江省内首家举商之力会和古越龙山合作开设的品鉴馆，该馆地处义乌市中心，分为绍兴黄酒展示区、售卖区、品鉴区以及餐饮包厢。
2023.3.23	“只此青玉”再担中日友好友谊使者	绍兴市举办“共赏樱花林 开出友谊花”国际友城四十周年特别活动，特设黄酒集团展台，友谊使者“只此青玉”以“青绿”古典元素的高颜值、“口感醇厚、温润如玉”的好品质获得在场嘉宾的青睐与称道。
2023.4.10	举办“只此青玉”&“桂花林藏”成都雅集活动	绍兴黄酒集团古越龙山和女儿红两大品牌联合举办，共同推出“只此青玉”和“桂花林藏”两大中国高端黄酒明星产品，宋书玉理事长认为黄酒产业需要做好朋友圈、生态圈、动力圈“三个圈”，利用科创+文创，提升中国酒文化表达。古越龙山董事长孙爱保指出古越龙山宣传好文化底蕴、打造硬实力，要提升高端化数字化。
2023.4.11	“只此青玉”亮相第三届中国国际消费品博览会	会展期间，“只此青玉”作为绍兴市的代表亮相，详细了解参展情况及国酿青玉相关工艺，希望古越龙山借助消博会这一平台宣传、推介好黄酒，为世界酿出诗和远方。
2023.4.12	古越龙山展馆亮相成都糖酒会	古越龙山旗下古越龙山、女儿红、状元红、鉴湖、沈永和等五大品牌齐齐亮相。展馆正中的古越龙山展区，以青绿色主色调，展示“只此青玉”为代表的高端产品，以及古越龙山“只此青玉”亚运纪念酒。
2023.4.17	太原古越龙山绍兴酒品鉴馆、专卖店	该馆是山西省内开设的首家高端绍兴酒品鉴馆、专卖店。两家均由和古越龙山合作 18 年的山西鸿润德商贸有限公司运营。截至 4 月 17 日，古越龙山开设的了 45 家品鉴馆。
2023.4.19	全国媒体绍兴行采访活动启动仪式在中国绍兴黄酒博物馆举行	全国 20 多家媒体围绕“东亚文都 名城绍兴”“国粹黄酒 一坛恒久远”“亚运精神与中国黄酒”等主题开展专题片和短视频拍摄制作，黄酒集团精选优质产品进行了推介，展示了亚运纪念酒，将绍兴黄酒融入亚运城市宣传中。
2023.4.20	“只此青玉”亮相“味美浙江”杭州餐饮活动	“味美浙江”餐饮消费欢乐季启动仪式在杭州国际博览中心盛大开启，古越龙山“只此青玉”亮相绍兴城市主题馆。绍兴黄酒集团不仅带来了“只此青玉”、“桂花林藏”等当红产品，还有新品“越糯”黄酒以及与四川马边合作的“梅珀”高山青梅酒。
2023.5.9	“只此青玉”亮相日本和韩国	2023 越酒行天下活动走出国门，在日本和韩国顺利举办，组织了古越龙山“只此青玉”品鉴会，获海内外媒体报道关注，开启“越酒再行天下”的全球交流之旅。

资料来源：公司官网，微酒，中银证券

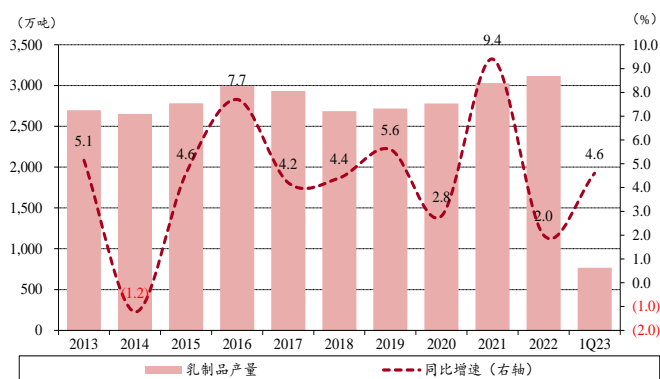
**龙头企业张裕和古越龙山值得关注。**张裕和古越龙山在各自的细分领域有较好的品牌好消费基础，虽然短期销售继续承压，但这两家龙头企业都在积极改革寻求突围，包括产品创新、营销模式和激励机制。随着需求复苏和营销改革推进，我们预计未来 3 个季度业绩表现将明显好于 1 季度。长远来看，两家龙头增长潜力较大，值得关注。

## 食品：需求逐步恢复，盈利能力改善可期，结构性亮点较多

### 乳制品：2023 年有望持续复苏，重点关注低温白奶

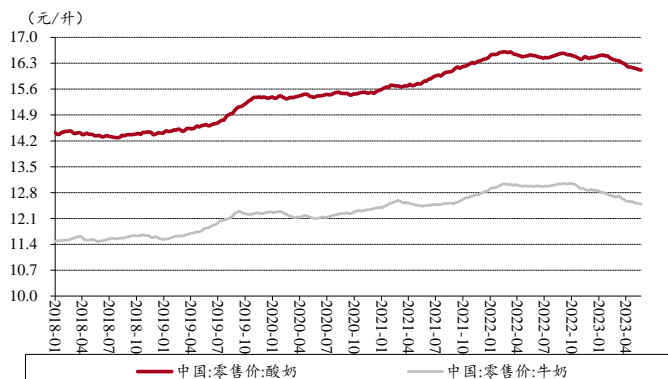
**1Q23 乳企营收实现稳健增长，销量复苏态势初显，受消费力不足和原奶回落影响，终端单价小幅回落。**主要乳制品上市公司 1Q23 合计实现营收 495.2 亿元，同比增长+6.2%。具体来看：**1) 量上**，受益于疫情修复后消费场景的修复，乳制品 1-3 月累计产量 767.9 万吨，同比+4.6%，复苏态势初显。**2) 价格上**，受消费力不足和原奶价格回落的影响，乳制品零售单价有小幅回落，1-3 月牛奶、酸奶平均零售价格分别同比-2.0%/-0.9%。

图表 45. 中国乳制品产量及同比增速



资料来源：Wind，中银证券

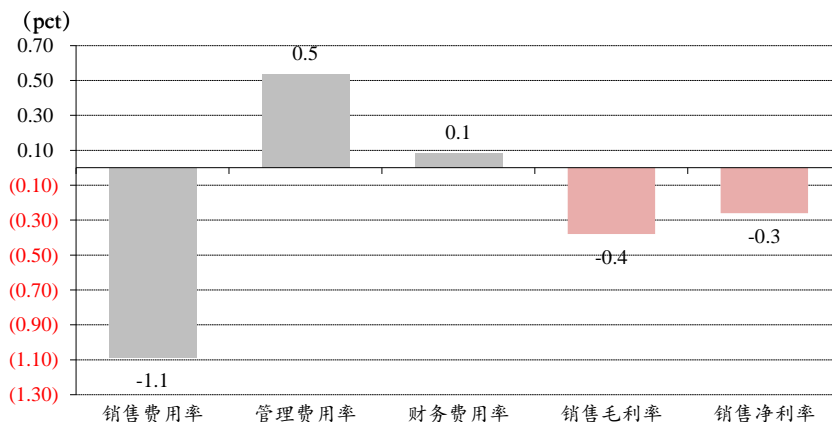
图表 46. 牛奶、酸奶零售价变化



资料来源：商务部，Wind，中银证券

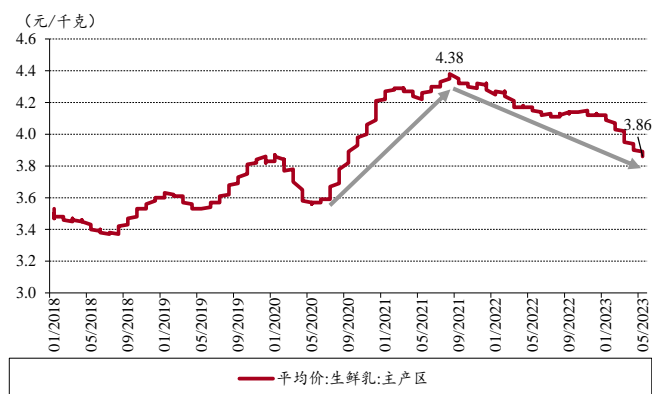
**乳企原材料成本持续向下，1Q23 盈利水平尚未反弹。****1) 成本端：**2023 年以来乳企的原材料综合成本持续向下。其中原奶价格 1-5 月平均价格同比下降 5.3%，进口大包粉 1-4 月平均价格同比下降 4.7%，瓦楞纸 1-5 月平均价格同比下降 21.1%。进口液态奶 1-4 月平均价格同比上升 26.7%，但进口数量同比下降了 30.1%。**2) 费用端：**1Q23 乳制品企业销售/管理/财务费用率分别同比-1.1/+0.5/+0.1pct，经过上一轮原奶上行周期对利润的挤压后，乳企在 1Q23 的费用投放上略显保守。**3) 盈利水平端：**由于 1Q23 乳制品价格有所下降，且原材料成本还未完全回落至往年同期水平，因此乳企整体盈利水平尚未出现明显的反弹现象，毛利率/净利率同比分别-0.4/-0.3pct，我们预计随着原材料成本的进一步下降，乳企 2、3、4 季度的净利率有望重回同比增长态势。

图表 47. 1Q23 乳制品板块费用率、利润率同比变化情况



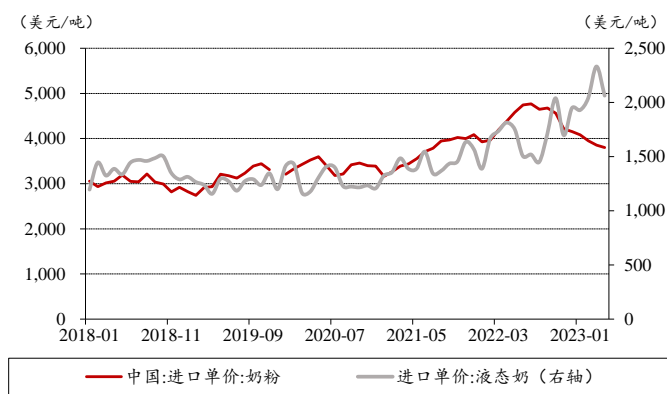
资料来源：Wind，中银证券

图表 48. 生鲜乳价格变动（截止 2023 年 5 月 24 日）



资料来源: Wind, 中银证券

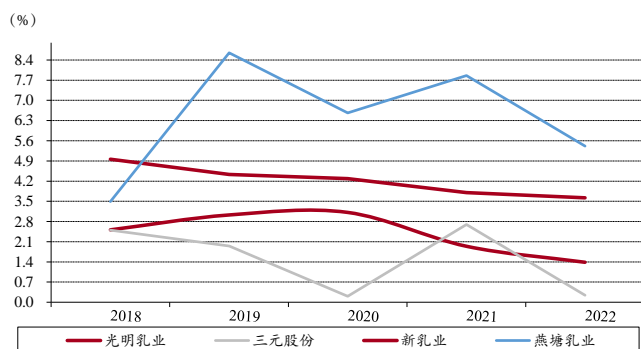
图表 49 进口奶粉、液态奶价格（截止 2023 年 4 月）



资料来源: Wind, 中银证券

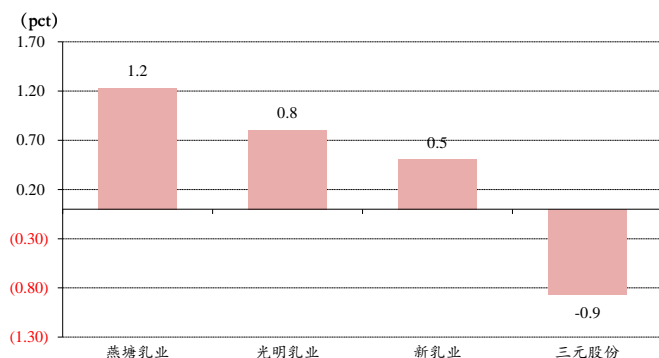
**低温白奶企业盈利水平出现拐点，竞争格局或已逐步向好，建议重点关注。**由于疫情反复对冷链造成了极大的影响，2022 年以低温白奶为重要业务的上市公司盈利水平达到了近年来低点，部分公司接近亏损的状态。其中光明乳业/三元股份/新乳业/燕塘乳业 2022 年销售净利率分别为 1.4%/0.2%/3.6%/5.4%，同比-0.6/-2.5/-0.2/-2.4pct。由于 2022 年低温奶龙头企业已接近亏损，我们预计大量小企业的产能将会出清，竞争格局或已逐步向好。根据新乳业年报中引用的第三方数据，公司低温白奶市占率已超过 10%，且年内低温白奶实现同比双位数增涨，高于行业平均增速水平，侧面证实了低温白奶龙头的市占率、低温白奶市场的集中度或已出现提升。1Q23 受益于竞争格局的改善与冷链的恢复，光明乳业/新乳业/燕塘乳业销售净利率分别同比+0.8/+0.5/+1.2pct，三元股份受非经常性损益影响销售净利率同比-0.9pct（扣除非经常性损益后，销售净利率同比+0.04pct）。综合来看，我们认为低温白奶企业盈利水平的拐点已经被确认，建议重点关注。

图表 50. 主要低温白奶企业销售净利率变动情况



资料来源: Wind, 中银证券

图表 51 主要低温白奶企业 1Q23 销售净利率同比变动



资料来源: Wind, 中银证券

## 展望未来：

**1) 我们认为，乳制品龙头优势依然显著，有望充分受益于原奶成本的下降，推荐伊利股份。**公司作为乳制品龙头企业，供应链、渠道优势显著，品牌认知度强。短期来看，随着原料成本的回落，公司盈利水平有望再次提升。长期来看，公司产品类均衡发展，常温奶需求稳定持续升级，奶粉快速增长势头良好，奶酪、低温奶等业务提前布局蓄力待发，成长的确定性较强。根据之前公布的计划，公司 23 年全年计划实现总收入 1355 亿元（+10.0%），实现利润总额 125 亿元（+17.5%），进一步巩固自身的龙头地位。

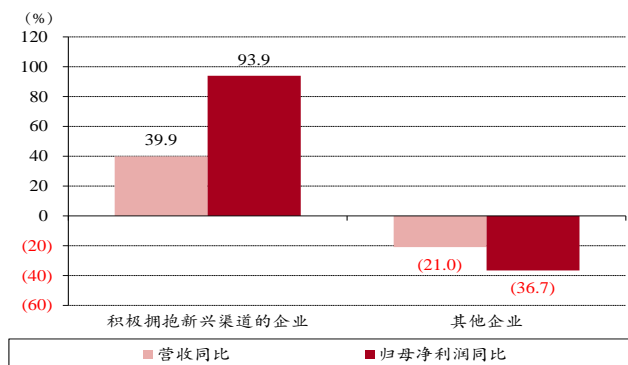
**2) 我们预计，随着低温白奶赛道竞争格局逐步向好，相关企业盈利水平有望得到改善，建议重点关注新乳业。**新乳业在鲜立方战略的指引下，2022 年在全国市场低温白奶市占率已经超过 10%。我们认为，未来在利润优先目标的指引下，公司的整体费用率水平有望降低，与产品结构的升级、区域的深耕一同带动整体盈利水平向上提升。



## 休闲零食：零食量贩渠道持续扩张，关注渠道变革红利期内的业绩兑现

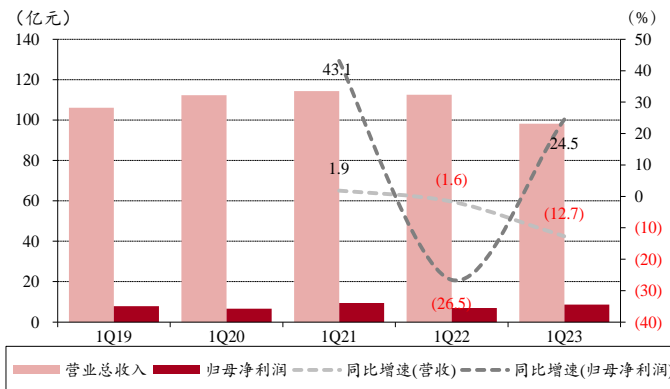
零食上市公司 1Q23 营收有所下滑，板块内部出现分化现象。在新兴线下零食渠道对传统渠道、线上渠道的冲击下，零食板块内部出现了较强的分化现象，部分积极拥抱零食专营渠道的企业受益于渠道效率的改善，销售费用率大幅下降，营收、盈利水平快速提升，带动了行业整体利润的提升，其他企业（特别是渠道类企业）则受到新兴渠道的冲击，营收、盈利水平出现了较大幅度的下滑。受板块内部分化的影响，零食板块十家上市公司 1Q23 合计实现营收 98.2 亿元，同比-12.7%，销售费用率显著改善，同比-2.9pct，归母净利润逆势增长，同比+24.5%。

图表 52. 零食板块内部出现分化现象



资料来源：Wind，中银证券

图表 53. 零食板块营收、归母净利润变化



资料来源：Wind，中银证券

受益于零食量贩渠道的持续扩张，部分休闲零食企业 1Q23 营收、盈利水平实现快速增长。根据各公司官网披露的信息，零食很忙、零食有鸣、赵一鸣等各大零食专营渠道均将在 2023 年大量开设新门店，新建门店将覆盖全国各个主要区域。在零食专营渠道不断扩张的催化下，部分较早与量贩渠道开展合作的休闲零食制造企业 1Q23 营收、盈利水平均实现快速增长。积极布局休闲零食公司中，盐津铺子/甘源食品/劲仔食品 1Q23 营收分别同比增长 55.4%/22.2%/68.4%，销售净利率分别同比 +1.9/+7.1/+1.5pct。洽洽食品虽然积极与零食量贩渠道接洽，但由于自身体量过大，在消费场景变化的影响下，1Q23 营收、盈利水平出现了一定的下滑（营收同比-6.7%，销售净利率同比-1.2pct）。

图表 54. 零食很忙、零食有鸣、赵一鸣等零食专营店示意图



零食很忙门店



零食有鸣门店

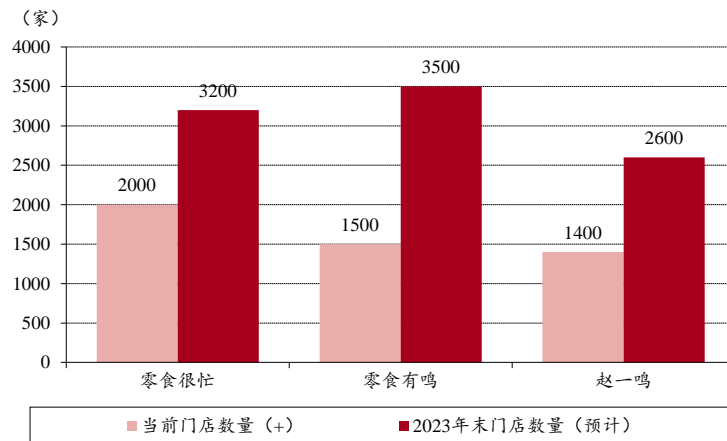


赵一鸣零食门店

资料来源：公司官网，中银证券



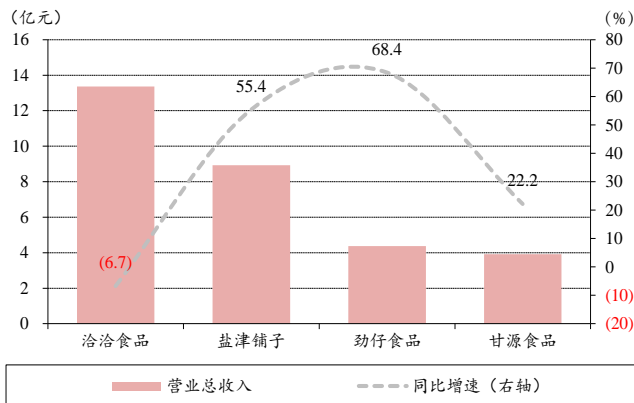
图表 55. 主要零食量贩渠道当前门店数量、2023 年末门店数量（预计）



资料来源：各公司官网、松果财经、创业最前线，中银证券整理

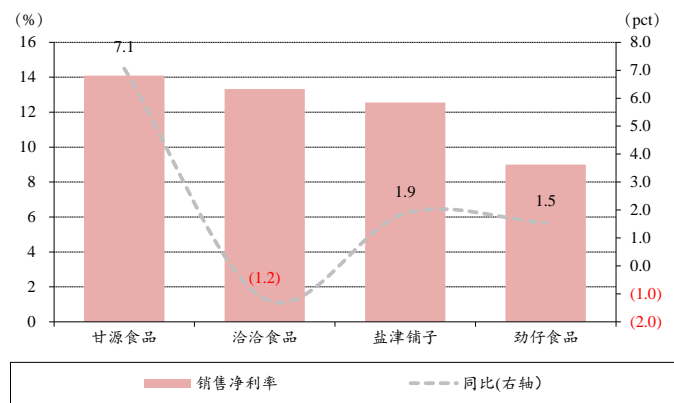
注：当前三大零食量贩渠道的门店数量根据官网统计分别为 2000+、1500+ 和 1400+，2023 年末门店预期数量根据已披露的开店目标、开店速度的线性外推得到。

图表 56. 相关休闲零食企业 1Q23 营收及同比增速



资料来源：Wind，中银证券

图表 57 相关休闲零食企业 1Q23 销售净利率及同比变动



资料来源：Wind，中银证券

后续建议关注相关零食企业，在渠道变革红利期内盈利水平的变化与业绩的兑现。我们认为，在零食量贩行业竞争终局确定前，随着零食专营店数量的不断扩张，零食量贩业态内不同品牌间的竞争将会愈发激烈。届时能够为渠道提供高性价比、多样化、高回购率产品的优质供应商，将能够在与零食量贩渠道的博弈中获得较高的议价权。建议重点关注后续零食企业，在渠道变革红利期内盈利水平的变化（部分反应了对渠道的议价权）与业绩的兑现。

## 卤制品：基本面逐渐修复，业绩弹性向上

**2022 年受外部环境影响，行业整体承压。**2022 年，卤制品行业受外部环境冲击较大，原材料成本上涨及营业门店闭店率上升对龙头企业业绩造成较大冲击。2022 年，绝味食品、周黑鸭、煌上煌等休闲卤味龙头营收增速分别为 1.1%、-18.3%、-16.5%，归母净利增速分别为 -76.3%、-92.6%、-78.7%。

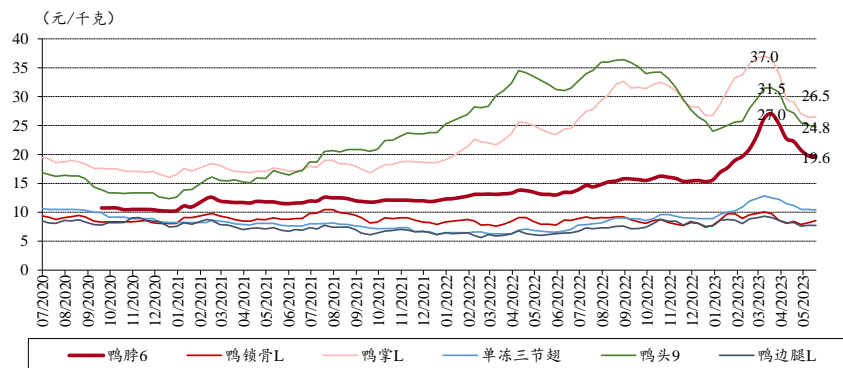
**1Q23 门店恢复增长，基本面逐渐修复，我们判断 2 季度行业将持续向好。**（1）营收端，1Q23 消费场景恢复，单店营收逐季好转，根据绝味股东大会交流，1Q23 公司单店营收已达到 2019 年的 95-96%，预计 2 季度单店营收将进一步提升。（2）成本端，当前鸭副价格虽然仍高于去年同期，但自 2023 年 4 月份以来已进入下行区间。未来随着出栏量、投栏量的增加，及上下游供需关系渐趋平衡，原材料价格下行趋势较为确定。（3）费用端，休闲卤味为连锁加盟生态，龙头企业为了维护行业生态在疫情期间对经销商进行大额补贴。2023 年消费场景恢复正常后，费用收缩有助于增厚业绩弹性。1Q23 绝味、紫燕、煌上煌营收增速分别为 8.0%、13.8%、-5.6%，归母净利增速分别为 54.4%、60.3%、-1.0%。

图表 58. 卤制品主要上市公司业绩情况

证券简称	22 年营收 (亿元)	YOY (%)	1Q23 营收 (亿元)	YOY (%)	22 年归母净 利 (亿元)	YOY (%)	1Q23 归母净利 (亿元)	YOY (%)
绝味食品	66.2	1.1	18.2	8.0	2.3	(76.3)	1.4	54.4
紫燕食品	36.0	16.5	7.6	13.8	2.2	(32.3)	0.4	60.3
周黑鸭	23.4	(18.3)	-	-	0.3	(92.6)	-	-
煌上煌	19.5	(16.5)	5.1	(5.6)	0.3	(78.7)	0.4	(1.0)

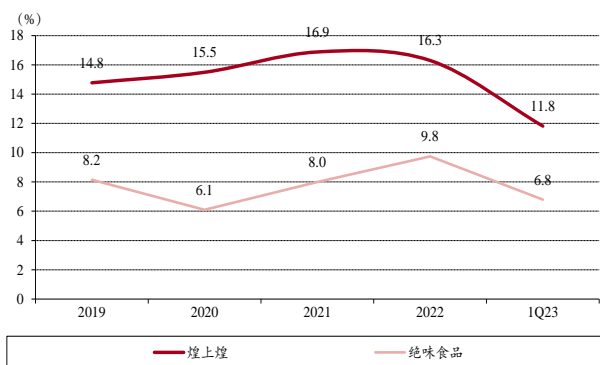
资料来源: Wind, 中银证券

图表 59. 鸭副产品价格走势



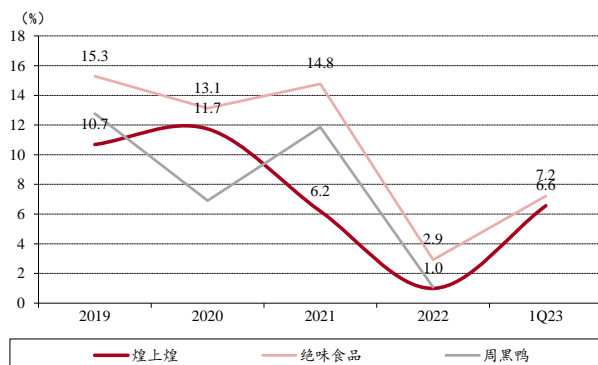
资料来源: 水禽网, 公司公告

图表 60. 休闲卤制品龙头销售费用率



资料来源: Wind, 中银证券

图表 61. 休闲卤制品龙头销售净利率



资料来源: Wind, 中银证券

卤制品竞争格局较为分散，近两年疫情对中小品牌冲击较大，我们判断未来龙头品牌集中度将进一步提升。根据国家统计局及弗若斯特沙利文数据，如果以零售额计算，2022 年中国休闲卤制食品行业规模约为 1300 亿元，18-22 年的 CAGR 为 9.3%，整体实现快速增长。2022 年，行业 CR3 绝味、周黑鸭、煌上煌市占率分别为 7.0%-9.0%、1.5%-3.0%、0.8-1.5%。根据弗若斯特沙利文数据，未来五年卤制食品行业及休闲卤制食品行业的复合增长率分别为 7.4%、7.9%。我们认为，随着行业环境的好转，行业集中度仍有提升空间。

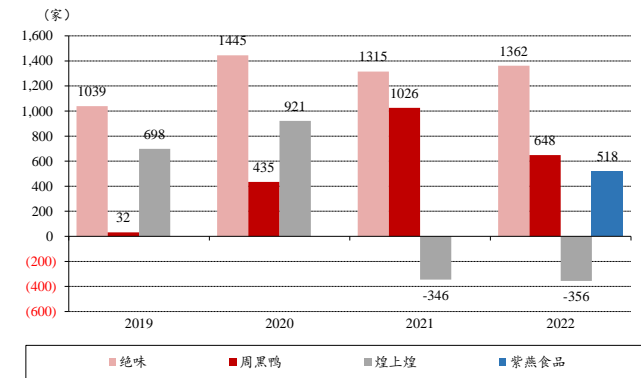
如果以门店数量来看，龙头企业具备应对外部环境冲击的能力，疫情期间每年仍保持门店数量净增。根据窄门餐眼数据，23 个中小连锁卤味品牌 2020 年 4 月门店数量合计 11875 家，受疫情冲击，截止 2023 年 4 月，门店数量合计 7062 家，同比 2020 年下滑 40.5%。但是从已上市卤制品企业门店数量来看，除了煌上煌近两年门店数量略有下滑，绝味、周黑鸭、紫燕门店每年都保持净增，2022 年绝味、周黑鸭、紫燕门店净增数量分别为 1362 家、648 家、518 家。2022 年，绝味、周黑鸭、煌上煌、紫燕门店总数分别为 15076 家、3429 家、3925 家、5695 家。

图表 62. 2020 年至 2023 年休闲卤制品门店数量变化

序号	品牌名称	20 年 4 月店铺数	22 年 4 月店铺数	23 年 4 月店铺数
1	精武鸭脖	1,264	673	542
2	辣小鸭	1,174	704	625
3	曹氏鸭脖	961	626	1,041
4	降龙爪爪	843	292	142
5	卤人甲	767	505	370
6	洪濑鸡爪	687	429	404
7	超浔黑鸭	682	389	286
8	哈哈镜	661	401	347
9	爱鸭黑鸭王	546	332	285
10	你好鸭	509	148	104
11	茉莉香鸭颈王	453	540	582
12	汉味黑鸭	442	195	167
13	辣怪鸭	421	316	287
14	王氏现捞鸭脖	409	1,434	282
15	武汉九九鸭	335	159	128
16	卤西西	317	173	104
17	久吉绝味鸭脖	236	74	52
18	YATOO!鸭途	219	571	387
19	幸福元	206	200	230
20	魔味鸭	203	344	379
21	九霄云外鸭脖王	193	96	97
22	廖排骨	180	89	65
23	吉庆嫂	167	165	156
合计		11,875	8,855	7,062

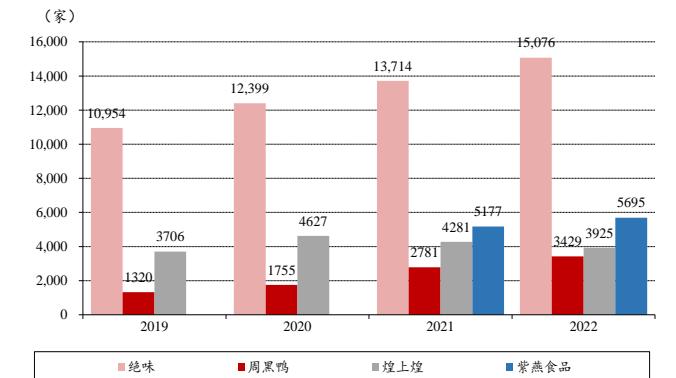
资料来源：窄门餐眼，中银证券

图表 63. 卤制品龙头企业每年新增门店数量



资料来源：Wind，公司公告，中银证券

图表 64. 卤制品龙头企业门店总数



资料来源：Wind，公司公告，中银证券

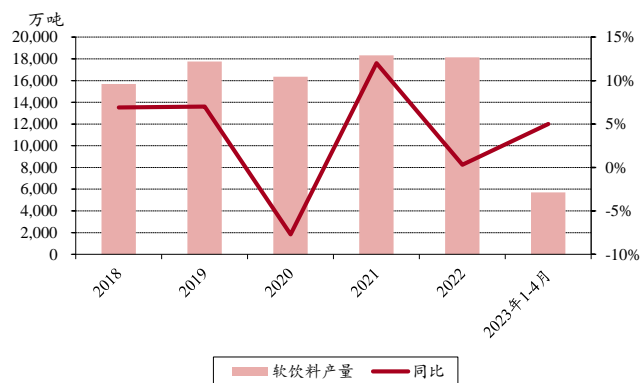
卤制品作为可选消费，短期受消费力不足的影响较大，行业仍然承压，但是中长期来看，复苏趋势**确定性强**。经历多轮行业周期的洗礼，我们认为头部企业具备应对外部环境冲击的能力，在行业趋势不断变化的背景下，企业积极完善全国化门店网络，加强符合消费需求的新品研发，同时可通过数字化管理赋能渠道，全面提升消费者触达。此外，产品规模化、组织体系化、管理高效化也将助推市场份额不断向头部企业集中。

当下时点，建议关注底部位置明确的绝味食品。2023 年公司将通过精益管理、营运强基、数字化赋能及品牌年轻化等方面全面提升销量。在围绕核心赛道的同时，补充品牌矩阵，积极发展泛餐桌卤味。未来，随着鸭副成本进入下行区间，费用率逐渐恢复至正常水平，企业有望释放较高业绩弹性。

## 软饮料：积极推广特色新品，重点关注承德露露

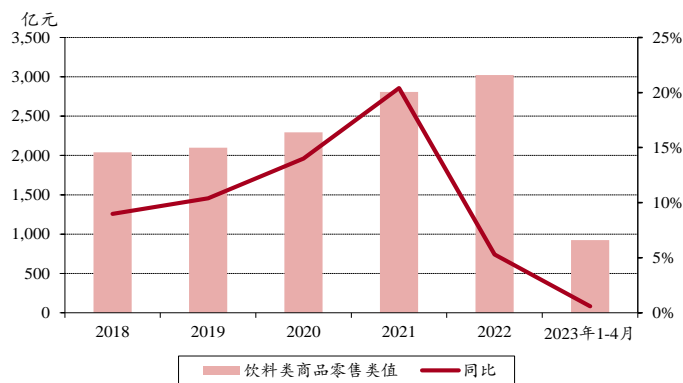
**1Q23 软饮料行业显著改善，随着消费场景增多+新品铺市，下半年行业有望延续改善态势。**（1）23 年 1-4 月软饮料产量 5706.3 万吨，同比+5.0%，其中 4 月产量 1454.8 万吨，同比+9.5%；23 年 1-4 月社零饮料类收入 923.9 亿元，同比+0.6%，其中 4 月饮料类收入 211.3 亿元，同比-3.4%，我们判断饮料消费升级乏力。（2）1Q23 软饮料行业 A 股上市公司营收/归母净利同比分别+12.7%/+41.5%，环比+8.9%/+22.8%，整体好于社零饮料类，受益于消费场景逐步恢复，A 股上市公司整体显著改善。分公司营收看，1Q23 露露/东鹏/养元/香飘飘/欢乐家营收同比分别+2.1%/+24.1%/+8.8%/+37.0%/+43.7%，各家业绩分化明显。（3）随着消费场景增多，天气转热，新品陆续铺市，我们判断 23 年 2 季度起，东鹏等即饮类产品营收将维持较快同比增速，23 年下半年随着传统节日来临，露露等具有礼品属性类产品有望提速。

图表 65. 2018 年-2023 年 1-4 月软饮料产量及同比



资料来源：同花顺，国家统计局，中银证券

图表 66. 2018 年-2023 年 1-4 月饮料类商品零售值及同比



资料来源：Wind，国家统计局，中银证券

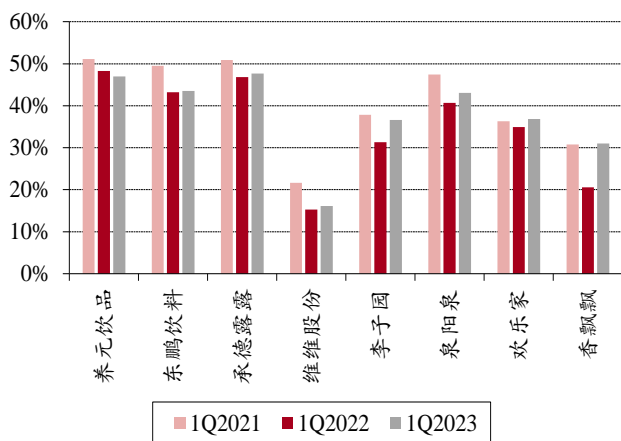
图表 67. 软饮料上市公司已披露 2023 年一季度报情况

证券简称	营收增速(%)	归母净利增速(%)
养元饮品	8.8	39.9
东鹏饮料	24.1	44.3
承德露露	2.1	1.6
维维股份	(1.6)	18.9
李子园	1.1	45.0
泉阳泉	(13.5)	(78.7)
欢乐家	43.7	66.0
香飘飘	37.0	109.8

资料来源：Wind，中银证券

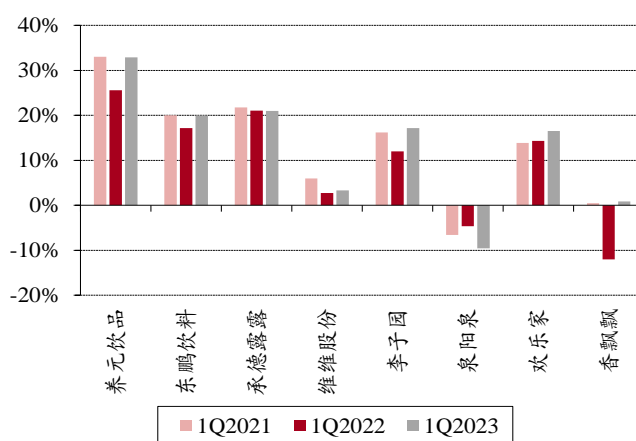
**23 年上半年部分原材料价格下降，费投优化，盈利提升未来可期。**（1）成本端看，PET、镀锡板卷、瓦楞纸价格回落、白糖价格仍处高位。1Q23PET 平均价格同比下降 9.5%，4 月至今呈震荡态势。1Q23 镀锡板卷平均价格同比下降 15.6%，4 月至今基本持平。1Q23 白砂糖平均价格同比上涨 2.2%，4 月至今持续上涨，创历史新高。1-4 月瓦楞纸平均价格下降。1Q23 杏仁价格平均价格下降 9.1%，4 月至今小幅回落。东鹏、香飘飘 22 年下半年对白砂糖等部分原材料锁价，23 年上半年成本压力相对更小。整体来看，上半年行业成本压力有所缓解。（2）费用端看，多数公司 1Q23 营销/管理费用投放均有所放缓，费用管控更加精细化。2Q23 后随着新品铺市，各家公司将加大营销力度，但费用增速或慢于营收增速。（3）综合来看，如果 23 年下半年原料成本延续缓和态势，企业继续精准控制费用投放，软饮料板块盈利端有望继续改善。

图表 68. 1Q21-1Q23 软饮料上市公司毛利率对比



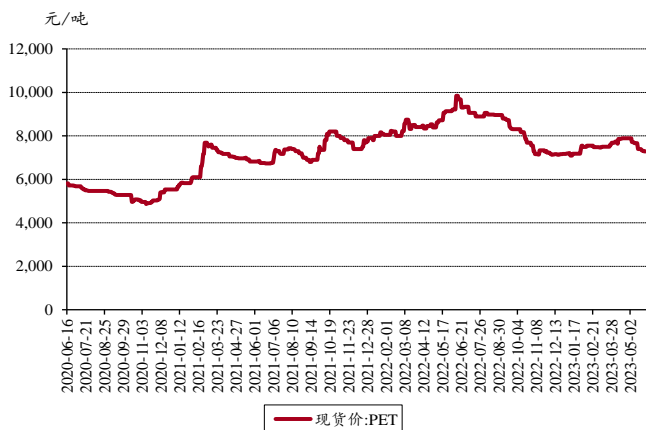
资料来源：同花顺，中银证券

图表 69. 1Q21-1Q23 软饮料上市公司归母净利率对比



资料来源：Wind，中银证券

图表 70. PET 现货价



资料来源：同花顺，中银证券

图表 71. 镀锡板卷价格



资料来源：Wind，中银证券

图表 72. 白砂糖现货价



资料来源：广西糖网，Wind，中银证券

图表 73. 苦杏仁价格



资料来源：中药材天地网，Wind，中银证券



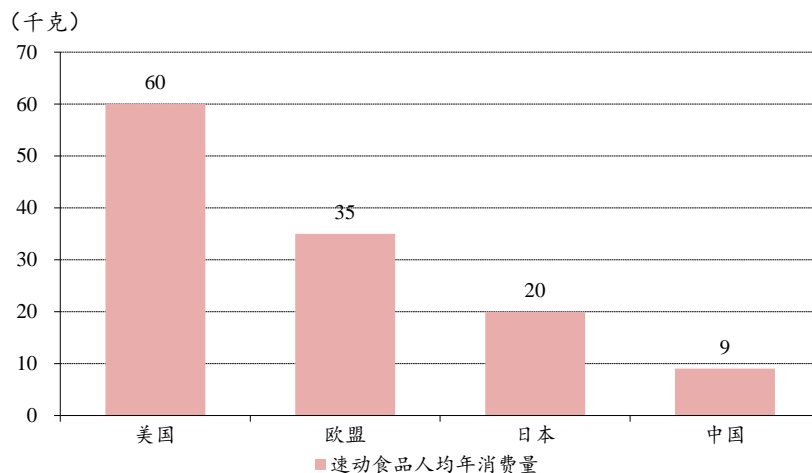
**部分公司推出新品，丰富产品矩阵，打造新增长点。**承德露露 22 年推出经典低糖杏仁露、核桃露，23 年 1 月上市新品杏仁奶。同时露露正在研发有机杏仁奶、巴旦木饮品等新品，将单一杏仁露产品线拓展为包括露系列、奶系列、水系列、其他系列的全方位立体矩阵。东鹏饮料陆续开发出了气泡特饮、生榨油柑汁、东鹏补水啦、常温油柑汁等新品。2023 年东鹏将加大投入塑造大咖品牌，布局高成长的电解质饮料赛道，扩充油柑汁系列。22 年香飘飘的 Meco 果汁茶、牛乳茶、兰芳园等品牌也陆续推出多款新口味。各家公司都在推动新品铺市，努力打造新增长点。

**推荐承德露露，建议关注东鹏饮料。**（1）承德露露消费者基本盘稳固，各类新品有望创造新的增长点。公司不断推进现有市场深耕以及新渠道拓展，随着消费场景和消费能力的恢复，终端需求将持续改善，杏仁奶等新品推出将助力营收提速，我们预计 23 年全年营收增速可达到 10% 以上。（2）东鹏饮料产品矩阵丰富，500ml 金瓶持续放量，东鹏大咖、油柑汁、东鹏补水啦等新品有望带来业绩增量。公司实行差异化销售策略，全国化进程加速，精细化费用管控，23 年营收有望延续较快增长。

## 速冻食品：行业成长空间大，优势公司市占率可持续提升

**速冻行业仍处于高速发展期，按日本人均消费量计算，中国速冻食品还有较大成长空间。**（1）速冻食品由于具有安全卫生、食用方便、营养美味和成本低等特点，在快节奏的发达国家广受欢迎。美国、欧盟、日本等发达国家速冻食品人均消费量较高，从国际经验上看，经济越发达，生活节奏越快，社会化分工越细，对营养方便的速冻食品的需求就越旺盛。（2）根据艾媒咨询公布的数据，中国的速冻食品人均消费量与发达国家差距较大，仍有较大的提升空间。

图标 74. 全球主要地区速冻食品人均消费量一览（2019）



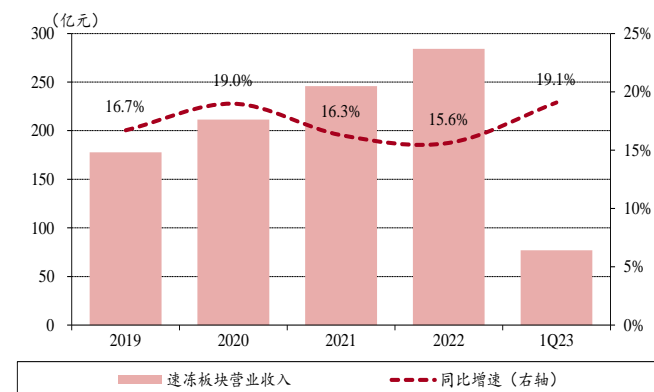
资料来源：艾媒咨询，中银证券

**细分行业集中度差异较大，菜肴制品集中度较低。**（1）速冻火锅料市场较为分散，行业集中度存在提升空间。从全国范围看，行业龙头与大量中小企业并存，市场较为分散，主要品牌为安井、海霸王、海欣、惠发等。（2）传统速冻面米集中度较高，发面类制品市场潜力较大。与火锅料制品行业不同，速冻面米制品行业发展较为成熟，行业竞争格局清晰，集中度较高。（3）速冻菜肴制品目前处于导入期，行业龙头年营收规模普遍较小，长尾效应突出，中小代工厂居多，竞争格局较为分散。

**餐饮复苏，成本压力减轻，2023 年上半年龙头企业景气度较高，预计下半年维持较快增速。**（1）随着餐饮业的复苏，B 端产品不断放量，预制菜肴、面米制品等家庭端产品有望保持一定的消费惯性，企业加快新品类的研发及培育，C 端产品随着渗透率的提升有望不断扩容。（2）总体原料成本回落，龙头企业产能投放节奏好，原料掌控能力强，利润率持续提升。部分原材料价格比如油脂从高位持续回落，猪肉价位处于低位。安井收购了两家鱼糜工厂，提升了鱼糜原料的控价能力，产能释放节奏踩得比较准，各个工厂间的协同效应体现。（3）1Q23 速冻行业收入、净利分别增 19.1%、37.6%，业绩环比 2022 年提速，预计 2Q23 维持较高的景气度。

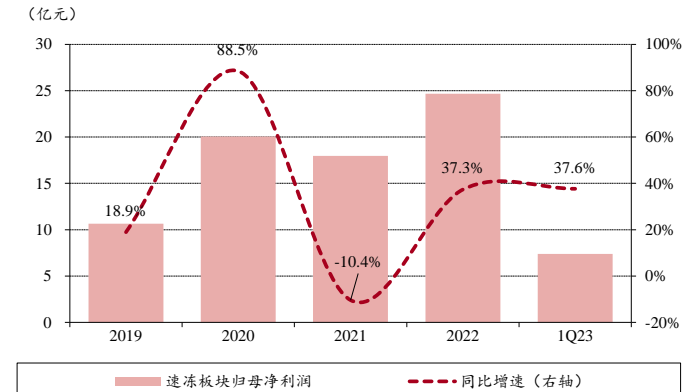
**重点推荐安井食品，好赛道中的好公司。**安井食品作为国内速冻食品行业龙头，渠道控制力强，销地产巩固供应链优势，大单品战略抢占市场。公司发展战略清晰，深耕火锅料主业的同时，布局预制菜第二增长曲线，发展空间广阔。

图表 75. 2019-2023 年速冻板块营收及同比增速



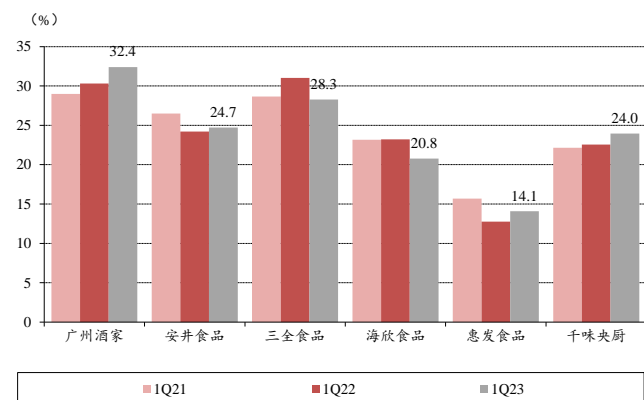
资料来源: Wind, 中银证券

图表 76. 2019-2023 年速冻板块归母净利润及同比增速



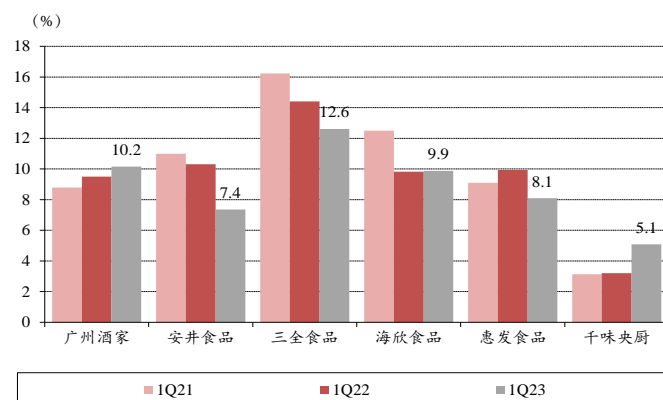
资料来源: Wind, 中银证券

图表 77. 21-23 年一季度速冻板块毛利率对比



资料来源: Wind, 中银证券

图表 78. 21-23 年一季度速冻板块销售费用率对比



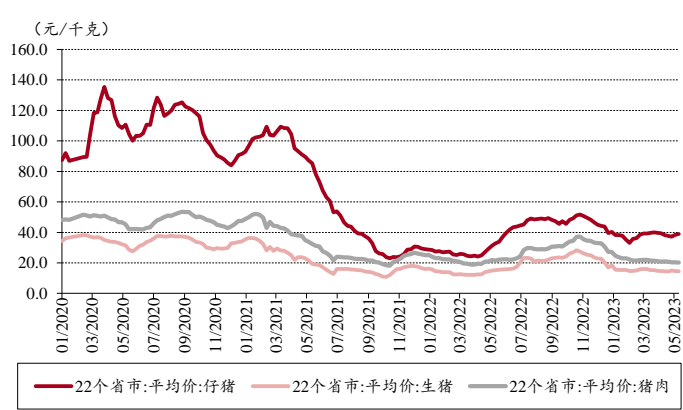
资料来源: Wind, 中银证券

图表 79. 棕榈油价格变动



资料来源: Wind, 中银证券

图表 80. 猪肉价格变动



资料来源: Wind, 中银证券

## 投资思路-弱复苏、强分化中寻找趋势性的机会

**白酒持续改善，集中度提升趋势不变，重视次高端、大清香。**（1）白酒 1 季度上市公司收入同比增 16%，在食品饮料主要子行业中营收增速最快。4 月份开始终端需求已有改善态势，行业进入新阶段，近期茅台酒价格环比上升。受益于低基数、宴席需求回补、商务活动恢复、消费能力恢复，预计 2 季度营收增速回升至 20%。端午和中秋持续改善可期，预计下半年好于上半年。（2）名酒集中度仍有提升空间。上市公司营收占比从 2021 年 50.7% 提升到了 2022 年 53.3%，未来有望继续向上提升。（3）重视次高端、大清香的机会，可深度全国化的品种增长确定性强，重点推荐山西汾酒，当前估值已处于较有吸引力的区间。推荐根据地市场还有较大成长空间的今世缘。业绩成长确定性高的贵州茅台和五粮液，值得长期布局。建议关注口子窖和顺鑫农业的变化。

**关注葡萄酒、黄酒龙头的改革进度。**葡萄酒、黄酒的消费群体与白酒重合度较高，但又有独特的产品诉求点，张裕和古越龙山都在积极改革寻求突围，包括产品创新、营销模式和激励机制，未来业绩有望提速。

**大众品盈利改善可期，关注小而美的公司，长期看好速冻食品和低温白奶的空间。**（1）大众品方面，我们认为消费升级乏力只是短期现象，随着消费能力的恢复，需求将逐步回暖，23 年下半年有望重拾升级的逻辑。1 季度部分子行业利润率已经回升，部分子行业短期仍受原料成本波动的影响。弱复苏的背景之下，上市公司普遍提高费用投放效率，1 季度销售费用率同比均有下降。预计未来三个季度毛利率上行、销售费用率下行，盈利持续改善可期。（2）关注小而美的大众品公司。随着渠道模式和消费者偏好的变化，小而美的公司有望通过聚焦细分领域的特色中高端产品实现逆袭，包括软饮料中的承德露露，乳业的新乳业、天润乳业，调味品的千禾味业等。（3）啤酒，短期增速可能受高基数的影响，行业长期结构升级趋势不改，随着 95 后、00 后成为核心消费人群，个性化和高端化产品占比提升，价格中枢将持续上升。（4）速冻，行业还有较大的成长空间，当前龙头企业市占率较低，长期看好安井食品。

**估值已处于有较吸引力的区间，现阶段可以积极布局。**食品饮料板块年初至今股价出现回落，1 季度收入、归母净利分别增 10.8%、18.2%，预计未来几个季度有望提速。随着业绩增长和股价回落，行业估值已经处于 2015-2022 年较低位置，预计全年行业需求端和成本端向好趋势不变，现阶段处于较好的布局时点。

**推荐组合：**（1）白酒：山西汾酒、今世缘、五粮液、贵州茅台；（2）大众品：承德露露、绝味食品、安井食品、青岛啤酒。

图表 81. 2015 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM)

	沪深 300	食品饮料	白酒	啤酒	其他酒类	休闲食品	肉制品	调味发酵品	乳品
最大值	18.8	63.0	63.3	93.1	186.7	81.4	42.6	85.1	47.8
最小值	10.2	22.3	7.8	31.7	40.2	17.5	15.2	27.6	19.7
现值	11.8	29.4	29.0	39.9	66.0	39.9	18.4	44.9	22.9

资料来源：万得，中银证券

注：最大、最小值截止日期，现值计算日期均为 2023 年 6 月 2 日

## 风险提示

1) 经济修复不及预期

宏观波动影响居民消费能力，可能导致消费升级乏力。

2) 库存压力干扰业绩

白酒和调味品渠道库存偏高，可能干扰对业绩的判断。

3) 原材料涨价风险

乳业、肉制品、啤酒等大众品受原料波动影响较大，原材料成本上行或将压缩公司利润空间。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；  
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371