

# 白酒呈现结构性复苏，啤酒乳品盈利弹性可期

——食品饮料行业 2023 年中期策略报告

## 核心观点

- **疫情影响逐渐减弱，关注消费复苏进展。**当前疫情对于线下出行的影响逐渐减弱，线下消费场景渐次恢复、企业推进复工复产，23 年以来我国社零总额月度同比增幅逐步扩大，疫后消费复苏为推动食品饮料板块行情的主线。经济温和复苏下，偏刚性需求的高端酒、乳制品相对受益。建议下半年需密切关注消费复苏进展。
- **白酒：温和复苏下结构性分化，关注次高端酒景气度。**2023 年 2 月以来，在消费弱复苏背景下，叠加房地产市场恢复不及预期导致市场对宏观经济产生一定悲观预期，白酒板块持续回调。但我们认为房地产有望在政策支持下逐步回暖，支撑宏观经济向上。总体来看，目前白酒行业呈现 K 型复苏，高端酒受益于偏刚性需求动销强劲，提价的市场条件也已成熟；区域酒受益于返乡潮及安徽、江苏等省份新兴产业蓬勃发展。长线来看，在积极的财政政策、充裕的流动性背景下，固定资产投资额同比增长、企业开工率提升，我国商务活动目前处于有序复苏的状态，有望催生商务用酒需求，支撑次高端酒动销，将进一步引领白酒行业势能向上。
- **啤酒：吨价提升成本下降，啤酒盈利弹性可期。**疫情干扰因素减弱，23 年以来啤酒产量月度涨幅边际扩大。整体而言，啤酒板块结构升级和吨价提升的趋势显著，主要公司吨价提升较为稳定。成本端，23 年以来进口大麦价格回落，玻璃、铝锭价格预计呈现前高后低走势，瓦楞纸前低后高，综合下来预计啤酒行业成本压力将在 23H2 逐渐减轻。叠加关厂增效、竞争趋缓费用收紧，啤酒板块盈利增长确定性高。
- **软饮料：细分赛道亮点频现，关注龙头成长价值。**软饮料行业整体稳定成长，健康化、无糖化趋势明显。细分来看，包装水行业长坡厚雪，天然水、天然矿泉水等细分品类增速较高；茶饮料行业整体规模增速放缓，但无糖茶饮渗透率快速提升；能量饮料受益于快节奏生活的趋势，行业增速较高；预调酒行业在国内仍处于发展的早期阶段，未来空间巨大。此外，企业积极推新，例如百润股份的强爽、香飘飘新品冻柠茶等销售表现较好，受到市场关注。成本端，白糖价格处于高位，但聚酯切片价格下滑有效对冲，整体来看软饮料板块整体受益，未来毛利率有望持续改善。
- **乳制品：奶价下行格局改善，关注细分赛道机会。**行业预期仍保持中低个位数增长，疫情对饮奶促进的红利边际减弱，液态奶预期增速放缓，头部乳企加大细分品类的布局，包括低温鲜奶、奶酪和奶粉等。原奶成本压力减小和费用投放节奏预计仍将是 23 年乳制品板块的主要关注点。

## 投资建议与投资标的

**白酒标的推荐：**动销良好、核心产品偏向刚性需求的 贵州茅台(600519, 买入)、五粮液(000858, 买入)、泸州老窖(000568, 买入)；渠道利润明显改善的洋河股份(002304, 买入)；核心产品四开控货挺价、推出战略新品六开的今世缘(603369, 买入)；产品股份制改革、武陵酒全国化的老白干酒(600559, 买入)；受益务工群体白酒消费量恢复、金标陈酿积极铺货的顺鑫农业(000860, 买入)。

**啤酒标的推荐：**高端规划积极，品牌营销渠道兼修，提价控费的华润啤酒(00291, 买入)、青岛啤酒(600600, 买入)；建议关注：产品结构快速提升、吨价上行的珠江啤酒(002461, 未评级)。

**软饮料标的推荐：**包装水龙头公司农夫山泉(09633, 买入)、即饮板块加速发力的香飘飘(603711, 买入)、能量饮料行业领先公司东鹏饮料(605499, 买入)。

**乳制品建议关注：**多品类发展势头较好的龙头企业 伊利股份(600887, 未评级)和蒙牛乳业(02319, 买入)。

**风险提示：**疫情反复、消费升级不及预期、成本上涨、食品安全、限制提价风险。

行业评级

看好 (维持)

国家/地区

中国

行业

食品饮料行业

报告发布日期

2023 年 06 月 14 日



证券分析师

证券分析师 叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517090002

证券分析师 蔡琪

021-63325888\*6079

caiqi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519080001

证券分析师 赵越峰

021-63325888\*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

香港证监会牌照：BPU173

证券分析师 周翰

021-63325888\*7524

zhouhan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860521070003

联系人

联系人 姚晔

yaoye@orientsec.com.cn

相关报告

茅台批价边际略有回落，啤酒乳制品原料成本压力减轻 2023-05-28

白酒产业周期研究之二——温和复苏下的结构性分化 2023-05-23

白酒有望出现结构性机会，啤酒乳制品原料成本压力减轻 2023-05-14

## 目录

一、疫情影响逐渐减弱，关注消费复苏进展 .....	7
二、白酒：温和复苏下结构性分化，关注次高端酒景气度 .....	8
2.1 白酒行业业绩稳健，板块回调估值低位 .....	8
2.2 悲观情绪释放价值凸显，关注房地产行业拐点 .....	15
2.3 温和复苏下两极分化，关注次高端酒景气度 .....	16
2.3.1 白酒板块两极分化，高端酒提价市场条件成熟 .....	16
2.3.2 新兴产业支撑经济增长，区域酒企受益返乡潮 .....	17
2.3.3 关注次高端酒景气度，商务需求有望引领势能 .....	20
2.4 白酒标的推荐 .....	23
三、啤酒：吨价提升成本下降，啤酒盈利弹性可期 .....	24
3.1 啤酒总量趋于稳定，价格上行坚实有力 .....	24
3.2 原料价格整体下行，控费增效提升盈利弹性 .....	27
3.3 青啤华润稳中求进，珠江结构快速提升 .....	29
3.4 啤酒标的推荐及建议关注 .....	32
四、软饮料：细分赛道亮点频现，关注龙头成长价值 .....	32
4.1 软饮行业稳中有升，新消费需求崛起 .....	32
4.2 饮料龙头新品迭出，原料价格回落盈利有望改善 .....	35
4.2.1 包装水茶饮无糖化发展，将受益原料价格回落 .....	35
4.2.2 能量饮料持续扩容，东鹏饮料推进全国化布局 .....	38
4.2.3 预调酒市场快速增长，百润新品强爽势头强劲 .....	40
4.3 软饮料标的推荐 .....	42
五、乳品：奶价下行格局改善，关注细分赛道机会 .....	43
5.1 乳品整体稳定增长，液奶增速边际放缓 .....	43
5.2 鲜奶奶酪保持高增，奶粉份额向头部集中 .....	45
5.3 奶价下行、结构优化叠加费控，头部乳企盈利有望增长 .....	47
5.4 乳制品板块建议关注 .....	49
六、风险提示 .....	50

## 图表目录

图 1：国内 GDP 单季同比 .....	7
图 2：20 年下半年来社零总额及餐饮收入月度增速 .....	7
图 3：GDP 增加值构成占比 .....	7
图 4：国内农村、城镇居民人均可支配收入（元/年） .....	7
图 5：规模以上白酒企业利润总额及增速 .....	9
图 6：规模以上白酒企业利润总额占营业收入比重 .....	9
图 7：白酒当月产量及增速 .....	9
图 8：上市白酒板块单季度营收及增速 .....	10
图 9：上市白酒板块单季度扣非归母净利润及增速 .....	10
图 10：2004 年以来白酒历史行情复盘 .....	10
图 11：2015 年至今中证白酒与沪深 300 涨跌幅以及超额收益 .....	11
图 12：白酒板块总市值与 PE 估值 .....	12
图 13：白酒板块市值增长的盈利与 PE 拆分 .....	12
图 14：热门行业板块 PE（TTM）横向对比 .....	13
图 15：历次白酒板块回调中的最大回撤幅度 .....	14
图 16：白酒行业持仓情况 .....	14
图 17：高端酒企持股市值占基金股票投资市值比 .....	14
图 18：全国化次高端酒企持股市值占基金股票投资市值比 .....	15
图 19：区域酒企持股市值占基金股票投资市值比 .....	15
图 20：全国法拍房数量及同比增速 .....	15
图 21：一线城市二手房出售挂牌价指数 .....	15
图 22：白酒板块呈现“K 型复苏” .....	16
图 23：53 度 500ml 飞天茅台（散）批发价（元/瓶） .....	17
图 24：53 度 500ml 飞天茅台（散）渠道利润率 .....	17
图 25：江苏省工业战略性新兴产业、高新技术产业产值占规模以上工业比重 .....	17
图 26：江苏省分产业产量同比增速 .....	17
图 27：安徽省新能源汽车产量 .....	18
图 28：安徽省战略性新兴产业和规模以上工业产值增速（%） .....	18
图 29：江苏省分季度累计 GDP 及同比增速 .....	18
图 30：安徽省分季度累计 GDP 及同比增速 .....	18
图 31：2022 年全国 31 省市居民人均可支配收入（元） .....	19
图 32：安徽省白酒主流价格带上行情况 .....	19
图 33：2023Q1 白酒企业营收同比增速 .....	20
图 34：2023Q1 白酒企业归母净利润同比增速 .....	20

图 35: 我国 M2 当月同比增速 (%)	20
图 36: 我国存款准备金率和 LPR	20
图 37: 白酒产量增速和固定资产投资额增速	21
图 38: 固定资产投资额月度累计同比	21
图 39: 我国工业增加值当月同比 (%)	21
图 40: 全社会用电量当月同比	21
图 41: 北京、上海、深圳拥堵延时指数	21
图 42: 北京地铁客运量和国内航班执行航班数	21
图 43: 我国城镇调查失业率 (%)	22
图 44: 我国 16-24 岁就业人员调查失业率 (%)	22
图 45: 居民人均可支配收入当季同比	22
图 46: 社会消费品零售总额当月同比 (%)	23
图 47: 海南 5A 景区平均门票价格 (元/人·次)	23
图 48: 受益于消费复苏, 白酒行业将由 K 型复苏转向全面复苏	23
图 49: 规模以上啤酒企业产量及增速	25
图 50: 规模以上啤酒企业月度产量及增速	25
图 51: 规模以上啤酒企业收入增速的量价拆分	25
图 52: 不同阶段啤酒行业产量和吨价复合增速	25
图 53: 主要啤酒公司 17-22 年销量和吨价 CAGR	26
图 54: 部分啤酒公司 22 年全年销量和吨价增速	26
图 55: 啤酒行业指数与市盈率情况	26
图 56: 啤酒行业指数盈利增长和估值提升拆分	26
图 57: 大麦进口均价走势	27
图 58: 玻璃价格走势	27
图 59: 铝锭价格走势	28
图 60: 瓦楞纸价格走势	28
图 61: 青岛啤酒单吨成本同比	28
图 62: 华润啤酒单吨成本同比	28
图 63: 啤酒板块毛销差	28
图 64: 啤酒上市公司毛销差	28
图 65: 2022 年啤酒上市公司销售费用率同比增减	29
图 66: 2022 年啤酒上市公司毛利率同比增减	29
图 67: 青岛啤酒产品吨价和销量增速	30
图 68: 2022H2 青岛啤酒不同区域销售净利率同比增减	30
图 69: 华润啤酒分半年度销量、吨价增速	30
图 70: 华润啤酒分半年度次高档及以上销量及占总销量比重	30
图 71: 金沙酒业收入和同比增速	30
图 72: 金沙酒业净利润和同比增速	30

图 73: 珠江啤酒销量、吨价同比增速.....	31
图 74: 珠江啤酒纯生、97 销量及占比 .....	31
图 75: 珠江啤酒华南地区、其他地区收入同比增速 .....	31
图 76: 珠江啤酒广东、其他地区经销商数量 (家) .....	31
图 77: 中国饮料市场规模及增速.....	33
图 78: 19-22 年主要饮料品类规模 CAGR 及 22 年占比 .....	33
图 79: 软饮料行业指数及市盈率情况.....	33
图 80: 软饮料板块市值增长的盈利和 PE 拆分 .....	33
图 81: 消费者是否比之前更关注健康.....	35
图 82: 2023 年中国消费者购买无糖饮料关注因素占比 .....	35
图 83: 2023 年中国消费者喝过的无糖饮料类型占比.....	35
图 84: 中国包装饮用水市场规模及增速 .....	36
图 85: 2022 年包装饮用水市场竞争格局 .....	36
图 86: 2016-2022 年国内茶饮料市场规模 .....	36
图 87: 近年来国内主要品牌茶饮零售销量 (百万升) .....	37
图 88: 农夫山泉毛利率 .....	37
图 89: 国内 PET 切片价格 (元/吨) 及同比增速.....	37
图 90: 农夫山泉 2022 年分板块营业收入及增速.....	37
图 91: 农夫山泉 2022 年分板块营业利润及增速.....	37
图 92: 香飘飘营业收入及同比增速 .....	38
图 93: 香飘飘冲泡类、即饮类收入占比 .....	38
图 94: 2010-2022 年能量饮料零售市场规模 (亿元) .....	39
图 95: 2022 年国内主要能量饮料品牌销量市场份额 .....	39
图 96: 东鹏饮料不同区域营业收入增速 .....	39
图 97: 东鹏饮料经销商数量 .....	39
图 98: 东鹏饮料毛利率及同比增减 .....	40
图 99: 白砂糖价格 (元/吨) 及同比增速 .....	40
图 100: 2016-2022 年国内预调酒销量及增速 .....	40
图 101: 2022 年国内预调酒行业市场竞争格局 .....	40
图 102: 日本预调酒销量及增速 .....	40
图 103: 美国预调酒销量及增速 .....	40
图 104: 肖战代言 RIO 清爽 .....	42
图 105: 强爽百度搜索指数 .....	42
图 106: 百润股份分地区收入规模 (亿元) .....	42
图 107: RIO 线上当月销售额 (京东+淘系) 及增速.....	42
图 108: 国内规模以上乳制品企业营业收入及增速.....	43
图 109: 国内规模以上乳制品企业营业收入的量价拆分 .....	43
图 110: 国内乳制品零售市场规模拆分 (亿元) .....	43

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 111: 国内不同类别乳制品零售市场规模增速及预测.....	43
图 112: 乳制品行业指数（中信）收盘价和 PE（TTM） .....	44
图 113: 京东牛奶品牌竞争格局 .....	45
图 114: MAT2023 京东不同品类牛奶增速 .....	45
图 115: 伊利股份单季度液体乳收入及增速 .....	45
图 116: 区域性乳企单季度收入及增速 .....	45
图 117: 蒙牛低温鲜奶业务和每日鲜语销售额同比增速 .....	46
图 118: 新乳业鲜奶业务增速 .....	46
图 119: 国内奶酪零售市场规模及增速 .....	46
图 120: 妙可蓝多奶酪业务收入及增速 .....	46
图 121: 妙可蓝多奶酪业务毛利率 .....	46
图 122: 干酪平均中标价（美元/吨） .....	46
图 123: 伊利奶粉及奶制品收入及增速 .....	47
图 124: 中国飞鹤营业收入及增速 .....	47
图 125: 国内生鲜乳价格走势复盘 .....	48
图 126: 中国奶牛数量及增速 .....	48
图 127: 我国活牛进口月度累计数量及增速 .....	48
图 128: 伊利股份、蒙牛乳业毛利率与原奶价格走势的关系 .....	49
图 129: 伊利股份毛利率及同比增减 .....	49
图 130: 伊利股份毛销差及增减 .....	49
表 1: 2023 年 6-12 月白酒行业重要事件及时间点 .....	11
表 2: 高端酒和次高端酒动态估值水平 .....	12
表 3: 区域名酒和大众酒动态估值水平 .....	13
表 4: 近期房地产行业利好政策 .....	15
表 5: 2023 年以来国窖 1573 控货挺价事件 .....	17
表 6: 啤酒上市公司动态估值水平 .....	26
表 7: 软饮料公司动态估值水平 .....	33
表 8: 国内饮料高景气度赛道梳理 .....	34
表 9: 国内预调酒重要产品对比 .....	41
表 10: 乳制品公司动态估值水平 .....	44

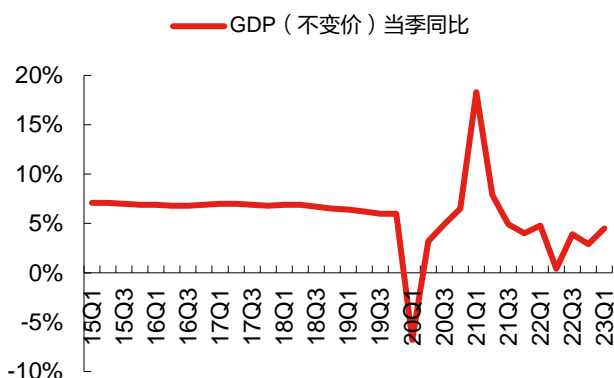


## 一、疫情影响逐渐减弱，关注消费复苏进展

### ● 社零总额增幅边际扩大，宏观经济温和复苏

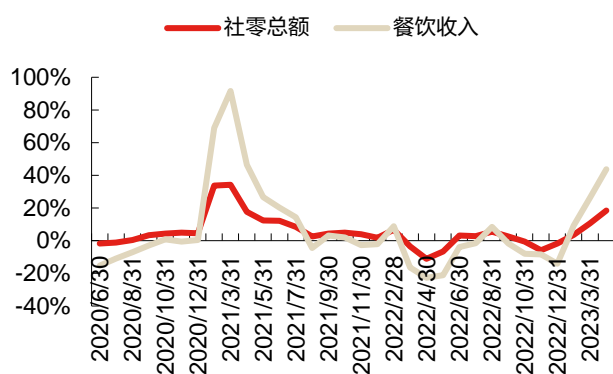
当前疫情对于线下出行的影响逐渐减弱，线下消费场景渐次恢复、企业推进复工复产。2023Q1，我国 GDP 同比增长 4.5%，增速环比 2022Q4 提升。我国社会消费品零售当月总额在 2023 年 2 月、3 月、4 月同比增速分别为 4%、11%、18%（两年 CAGR 分别为 5%、3%、3%），其中餐饮收入增速分别为 9%、26%、44%（两年 CAGR 分别为 9%、3%、5%），当月同比增速边际扩大。整体来看，我国宏观经济处于温和复苏过程中。

图 1：国内 GDP 单季同比



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

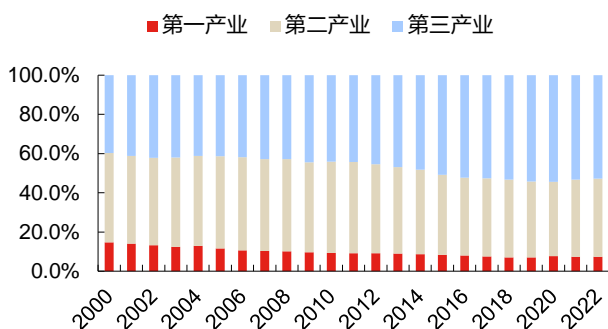
图 2：20 年下半年以来社零总额及餐饮收入月度增速



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

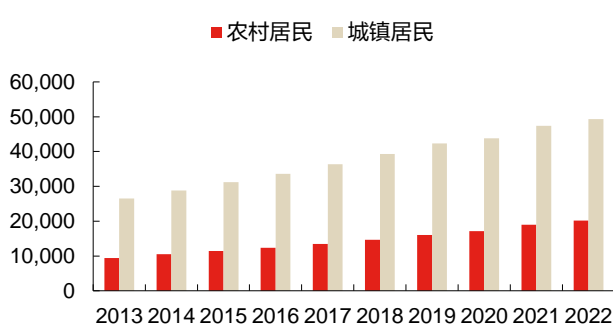
2022 年，我国 GDP 增加值构成中第三产业占比为 52.8%，较为稳定。2022 年，我国农村、城镇居民人均可支配收入分别为 2.0 万元、4.9 万元，14-22 年 CAGR 分别为 8.5%、6.9%，受疫情冲击的年份仍保持增长。居民收入和生活水平的提升仍将在长周期内支撑消费升级，是消费品行业的核心逻辑。

图 3：GDP 增加值构成占比



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

图 4：国内农村、城镇居民人均可支配收入（元/年）



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

### ● 疫后复苏为主线，各板块演绎分化行情

当前疫情对于居民生活、复工的影响逐渐减弱，疫后消费复苏为推动食品饮料板块行情的主线。疫情影响下，居民的消费力受到一定影响，消费呈现高、低两极分化，偏刚性需求的高端酒、乳制品相对受益。建议下半年仍需密切关注消费复苏进展。

**白酒板块：**2023 年以来，受益于疫情冲击减弱，白酒指数迎来一轮回升；后在消费弱复苏背景下，叠加房地产市场恢复不及预期导致市场对宏观经济产生一定悲观预期，白酒板块持续回调。但我

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

们认为房地产有望在政策支持下逐步回暖，支撑宏观经济向上。总体来看，目前白酒行业呈现 K 型复苏，高端酒受益于偏刚性需求，动销情况良好，提价的市场条件已经成熟；区域酒受益于返乡潮及安徽、江苏等省份新兴产业蓬勃发展，白酒动销加速、库存降低，形成良性循环；商务需求弱复苏导致次高端酒需求恢复较慢，部分酒企处于去库存状态。长线来看，在积极的财政政策、充裕的流动性背景下，固定资产投资额同比增长、企业开工率提升，我国商务活动目前处于有序复苏的状态，有望催生商务用酒需求，支撑次高端酒动销，将进一步引领白酒行业势能向上。综合，白酒板块重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、今世缘、老白干酒、顺鑫农业。

**啤酒板块：**疫情干扰因素减弱，23Q1 啤酒产量同比增长，啤酒板块结构升级和吨价提升的趋势显著，销量受疫情及天气影响存在波动，但主要公司吨价提升的幅度较为稳定。成本端，23 年以来进口大麦价格回落，玻璃、铝锭价格预计呈现前高后低走势，瓦楞纸前低后高，综合下来预计啤酒行业成本压力将在 23H2 逐渐减轻。在此基础上，叠加关厂增效、竞争趋缓费用收紧，啤酒板块盈利增长确定性高。综合，啤酒板块重点推荐青岛啤酒、华润啤酒，建议关注珠江啤酒。

**软饮料板块：**软饮料行业整体稳定成长，健康化、无糖化趋势明显。细分板块来看，包装水行业长坡厚雪，天然水、天然矿泉水等细分品类增速较高；茶饮料行业整体规模增速放缓，但无糖茶饮渗透率快速提升，且未来空间巨大；能量饮料受益于快节奏生活的趋势，行业增速较高；预调酒行业在国内仍处于发展的早期阶段，未来空间巨大，且竞争趋向于多元化，行业健康发展。此外，企业积极推新，例如百润股份的强爽、香飘飘新品冻柠茶等销售表现较好，受到市场关注。成本端，白糖价格处于高位，但聚酯切片价格下滑有效对冲，整体来看软饮料板块整体受益，未来毛利率有望持续改善。综合，软饮料板块重点推荐农夫山泉、香飘飘、东鹏饮料。

**乳制品板块：**行业预期仍保持中低个位数增长，疫情对饮奶促进的红利边际减弱，液态奶预期增速放缓，头部乳企加大细分品类的布局，包括低温鲜奶、奶酪和奶粉等。原奶成本压力减小和费用投放节奏预计仍将是 23 年乳制品板块的主要关注点。综合，乳制品板块建议关注伊利股份、蒙牛乳业。

综合考虑业绩增长、估值水平、行业趋势等，板块推荐的优先级为白酒>啤酒>软饮料>乳制品。

## 二、白酒：温和复苏下结构性分化，关注次高端酒景气度

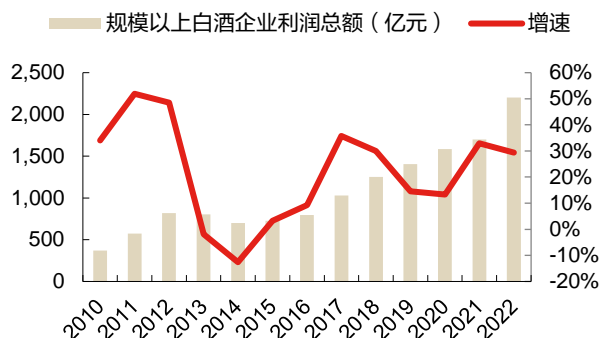
### 2.1 白酒行业业绩稳健，板块回调估值低位

- 白酒行业稳定增长，盈利能力持续提升

**白酒行业盈利能力继续增强。**规模以上白酒企业利润总额维持较高增速，2022 年达到 2202 亿元（yoy+29%），2017 年至 2022 年年均增长 16%，高于收入增速；利润总额占营收比重从 2017 年的 18.2%提升至 2022 年的 33.2%，年均提升 3.0pct。

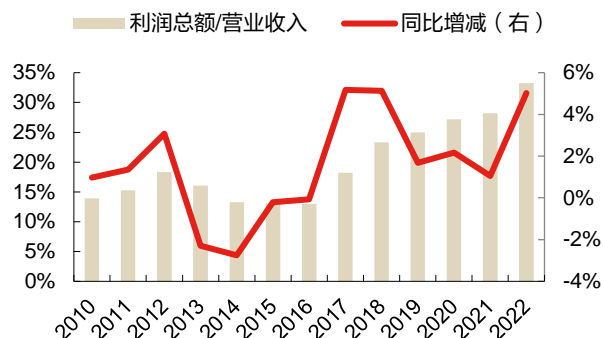


图 5：规模以上白酒企业利润总额及增速



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

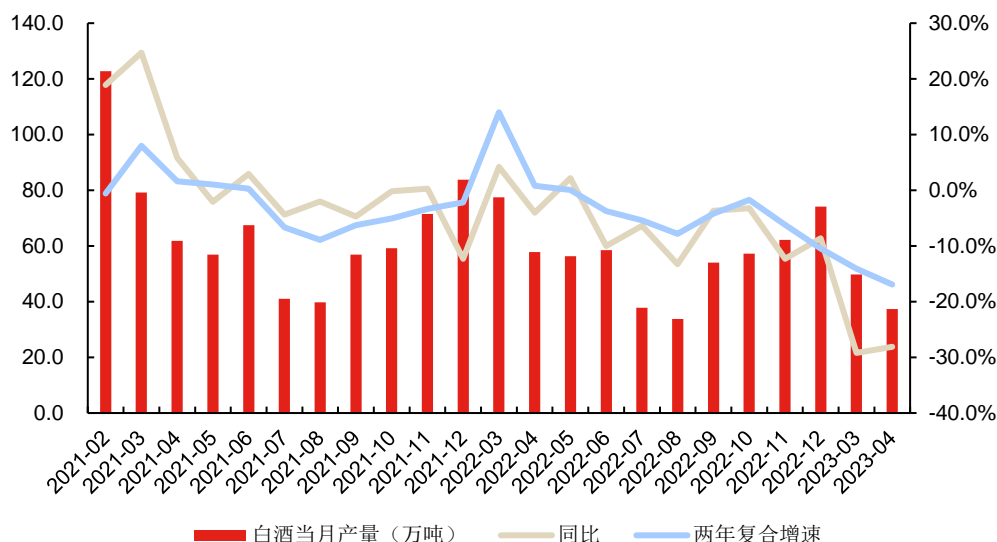
图 6：规模以上白酒企业利润总额占营业收入比重



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

边际上，23 年 1-2 月白酒产量同比下滑 8.5%，3 月、4 月降幅扩大，主要因消费处于温和复苏状态，下游需求仍待恢复。

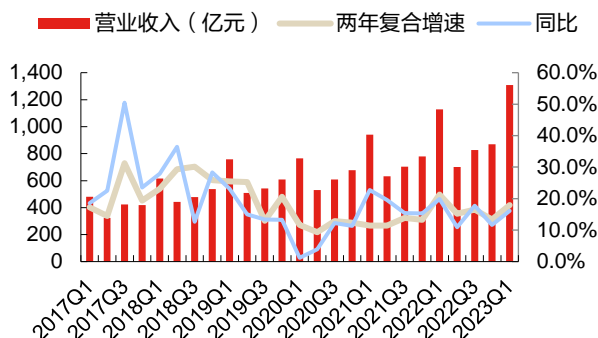
图 7：白酒当月产量及增速



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

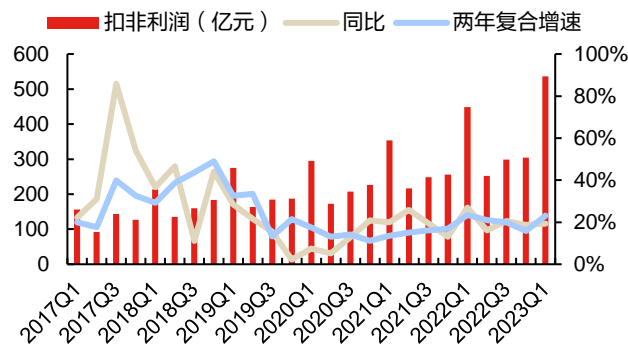
从业绩增速来看，白酒板块在 23 年一季度营收同比增速为 16.1%，扣非归母净利润同比增速分别为 19.4%，业绩增速环比 22Q4 回升。

图 8：上市白酒板块单季度营收及增速



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 9：上市白酒板块单季度扣非归母净利润及增速



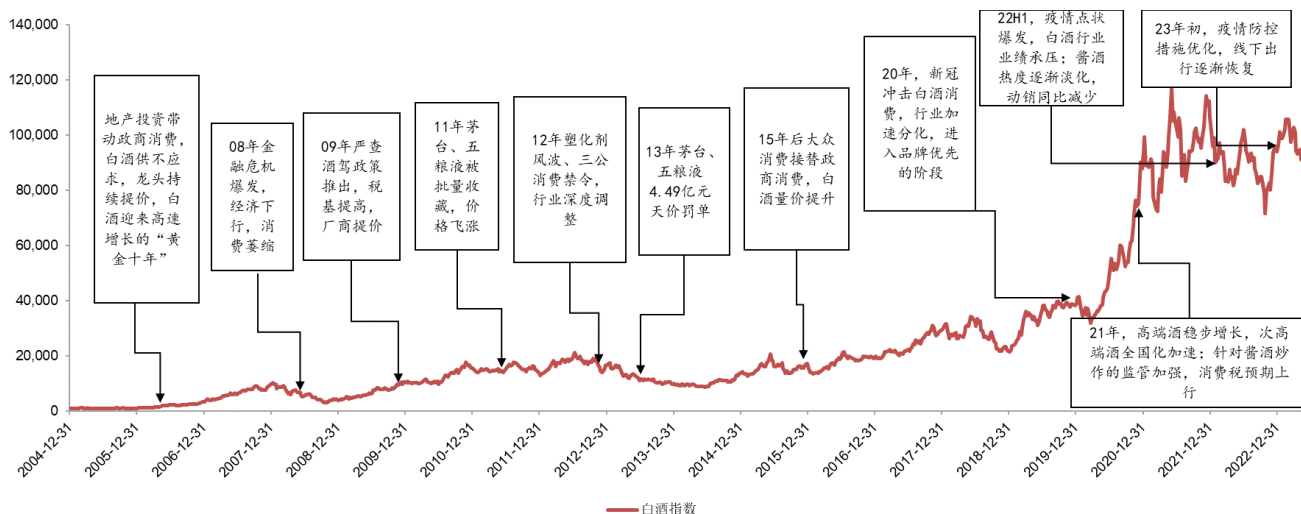
资料来源：Wind、东方证券研究所

### ● 白酒历史行情复盘，周期性减弱确定性提升

回顾历史，国内白酒产业经历过几轮大周期。第一轮 89 年至 02 年的周期源于国家放开白酒定价权，厂商逐步走向市场化，国内白酒产量稳步提升。第二轮 03 年至 14 年白酒周期源于宽松的货币政策推动基建带动，催生政商务白酒消费需求。第三轮从 15 年开始至今的白酒周期由大众消费接替政商消费主导，周期波动开始缩小，白酒行业的价值和稳定成长属性凸显。

2020 年来看，疫情冲击白酒消费，行业加速分化，进入品牌优先的阶段。2021 年，行业延续这个趋势，高端酒稳步增长，次高端酒的全国化加速；另一方面，酱酒炒作引发监管关注，市场对于白酒消费税的预期也有所提升。2022 年上半年，多地疫情爆发，导致白酒主要的餐饮、堂食等消费场景减少或消失，白酒行业整体业绩承压；下半年以来，疫情仍在各地点状爆发，高端酒销量需求较为稳定，次高端酒企招商步伐放缓，酱酒热度有所下降，动销同比下滑。22 年 12 月，伴随新冠疫情“新十条”优化措施发布，疫情管控全面放开。23 年初，线下出行人数逐渐恢复，白酒指数迎来一轮回升；2 月以来，消费弱复苏背景下，白酒指数再次回调。

图 10：2004 年以来白酒历史行情复盘



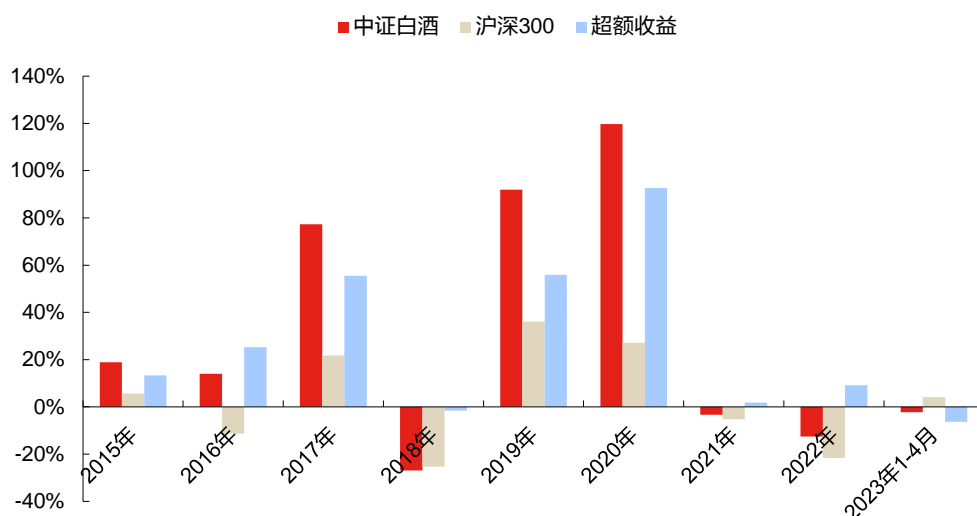
数据来源：Wind、东方证券研究所

2015 年以来，白酒板块在大多数年份均实现了较高超额收益：1）在 15 至 17 年，白酒行业从复苏到强劲增长，白酒板块相对沪深 300 先后实现 13%、25% 和 56% 的超额收益；2）18 年受国内

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

外经贸摩擦因素影响，白酒行业在 18Q3 经历短暂调整后快速恢复，全年超额收益为-1.6%；3）19 年行业增速虽然放缓，但龙头增长稳健、酒企分化复苏，全年白酒板块仍实现 56% 的超额收益；4）20 年新冠疫情对 20H1 白酒消费造成重大冲击，20H2 业绩恢复超预期，流通性充裕背景下，白酒估值上行，全年实现 93% 的超额收益。5）21 年，宏观经济继续恢复，白酒基本面稳步，高端酒稳步增长，次高端酒快速扩容，但受流动性收紧、白酒监管预期加强等因素影响，白酒板块估值小幅下跌，全年相对沪深 300 实现 2% 的超额收益。6）22 年，疫情对白酒消费场景造成冲击，白酒板块估值下滑，全年相对沪深 300 仍实现 9% 的超额收益。7）23 年 1-4 月，消费呈现温和复苏态势，白酒板块估值先升后回调，板块承压下相对沪深 300 的超额收益为-6%。

图 11：2015 年至今中证白酒与沪深 300 涨跌幅以及超额收益



资料来源：Wind、东方证券研究所（注：收盘价时间为 2023 年 4 月 30 日）

从指数的角度来看，驱动上涨的因素主要包括酒企长期规划、产品提价、估值低位、糖酒会超预期、股权激励等；导致行业下跌的主要因素包括估值高位、消费税传闻、禁酒令传闻、行业监管、业绩低于预期、糖酒会低于预期等。建议关注 23 年 6-12 月相关事件的发生时点。

表 1：2023 年 6-12 月白酒行业重要事件及时间点

时间点	重要事件
6 月下旬	关注端午节动销和节前备货
8 月下半旬	白酒二季报披露
9 月底、10 月初	关注中秋、国庆动销和节前备货
10 月初	武汉秋糖召开，关注白酒热度和渠道反馈
10 月底	白酒三季报披露
11 月	关注 24 年白酒策略投资方向

资料来源：深圳本地宝、东方证券研究所

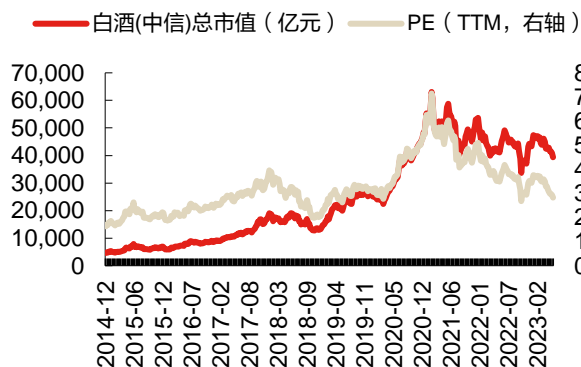
### ● 白酒板块估值处于较低水平，配置价值凸显

回顾 15 年来白酒板块估值的变化情况：1）15 年至 17 年间，白酒板块市盈率稳定上行，主要因为行业景气度恢复；2）18 年受行业调整影响，PE 下滑明显；3）19 年行业恢复稳定增长，估值回升；4）20 年 PE 快速上行，主要因为受疫情导致 20Q1/Q2 盈利基数降低，Q3 恢复超预期带来估值溢价提升。5）21 年 PE 呈现震荡下行趋势，主要因为白酒盈利恢复后估值消化，消费税等不

利因素打压等。6) 22 年以来 PE 继续下探，主要因疫情封控导致消费场景减少，消费税、禁酒令等利空传闻等。15 年至 23 年 6 月 7 日，白酒板块 PE(TTM)的最小值为 16.7，最大值 71.4，平均值 32.8，中间值 30.9，23 年 6 月 7 日估值处于 2015 年来 21%分位，配置价值显现。

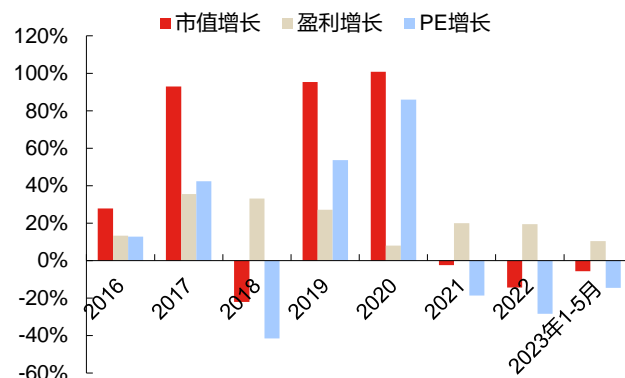
拆分白酒板块市值增长的驱动力：1) 15 年至 18 年，盈利增长是主驱动力，此阶段市值增长 159%，其中盈利增长 127%，PE 增长 15%；2) 19 年至 20 年，PE 增长超过盈利增长，此阶段市值增长 292%，其中盈利增长 37%，PE 增长 185%。3) 21 年，盈利增长消化估值，白酒板块市值增长-2%，其中盈利增长 20%，PE 增长-19%。4) 22 年，白酒估值继续下行，板块市值下滑 14%，其中盈利增长 19%，PE 下滑 28%。5) 23 年 1-5 月（截至 5 月 26 日），白酒板块市值下滑 6%，其中盈利增长 10%，PE 下滑 15%。根据 Wind 一致预期，以 6 月 7 日为估值节点，23 年和 24 年白酒板块预期估值为 25 倍和 21 倍。

图 12：白酒板块总市值与 PE 估值



资料来源：Wind、东方证券研究所（估值时间为 23 年 6 月 7 日）

图 13：白酒板块市值增长的盈利与 PE 拆分



资料来源：Wind、东方证券研究所（23 年数据截至 5 月 26 日）

从目前估值的水平来看，高端酒预期估值均处于 2019 年以来的 20%分位及以内，五粮液估值较低，PE(未来 12 个月)为 19 倍；次高端酒中，当前山西汾酒、舍得酒业、水井坊、酒鬼酒和洋河股份的估值在 2019 年至今的百分位均下降到 15%以内，估值水平均处于较低水平。

表 2：高端酒和次高端酒动态估值水平

未来 12 个月预期估值		高端酒			次高端酒				
		贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	舍得酒业	水井坊	酒鬼酒	洋河股份
当前估值		26	19	21	22	18	20	21	17
最大值		59	54	63	103	78	57	98	42
2019 年	最小值	19	12	13	15	13	16	14	14
至今	中间值	33	23	28	36	27	25	30	22
	百分位	20%	17%	16%	8%	9%	9%	8%	11%
最大值		59	54	63	103	170	91	98	42
2014 年	最小值	8	5	6	8	12	16	14	7
至今	中间值	30	22	26	35	28	26	31	21
	百分位	37%	29%	27%	14%	4%	5%	8%	29%
最大值		59	54	63	103	170	91	98	42
2009 年	最小值	8	5	6	8	11	12	10	6
至今	中间值	28	22	24	33	29	26	32	21
	百分位	37%	29%	27%	15%	5%	10%	12%	29%

资料来源：Wind、东方证券研究所（注：估值时间为 2023 年 6 月 8 日）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

区域名酒和大众酒中，当前古井贡酒、口子窖、顺鑫农业、伊力特的估值百分位相对较高，当前今世缘、迎驾贡酒的估值百分位较低；从 PE 的绝对值来看，今世缘、口子窖、迎驾贡酒估值水平较低，在 20 倍左右及以内。

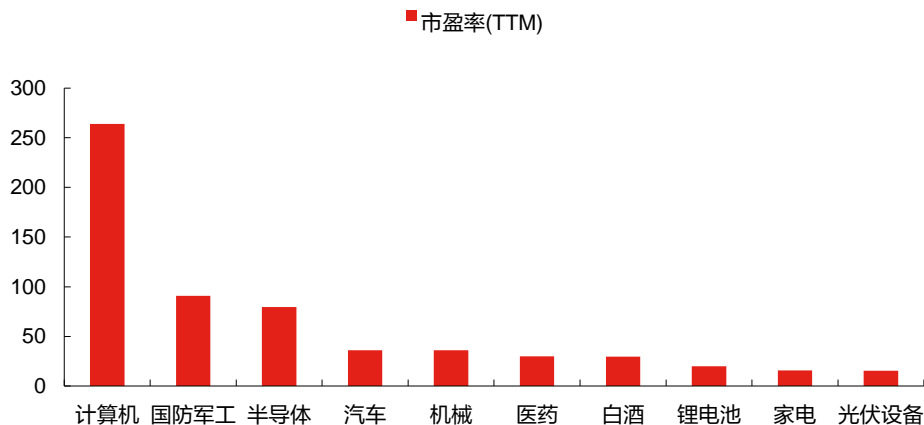
表 3：区域名酒和大众酒动态估值水平

未来 12 个月预期估值		区域名酒				大众酒			
		古井贡酒	今世缘	口子窖	迎驾贡酒	顺鑫农业	伊力特	老白干酒	金徽酒
当前估值		27	20	16	19	29	28	27	25
2019 年至今	最大值	52	40	25	36	54	40	71	71
	最小值	13	12	11	12	16	10	13	13
	中间值	36	22	17	23	36	24	33	28
	百分位	38%	28%	36%	28%	35%	59%	25%	22%
2014 年至今	最大值	52	40	58	70	54	40	71	71
	最小值	11	12	11	12	12	9	12	13
	中间值	33	21	18	22	31	23	35	28
	百分位	40%	28%	11%	12%	41%	60%	25%	22%
2009 年至今	最大值	69	40	58	70	54	44	82	71
	最小值	10	12	11	12	11	9	12	13
	中间值	33	21	18	22	26	23	35	28
	百分位	30%	28%	11%	12%	42%	54%	21%	22%

资料来源：Wind、东方证券研究所（注：估值时间为 2023 年 6 月 8 日）

而横向对比，白酒板块在热门行业板块中的估值水平处于中低位置。

图 14：热门行业板块 PE（TTM）横向对比

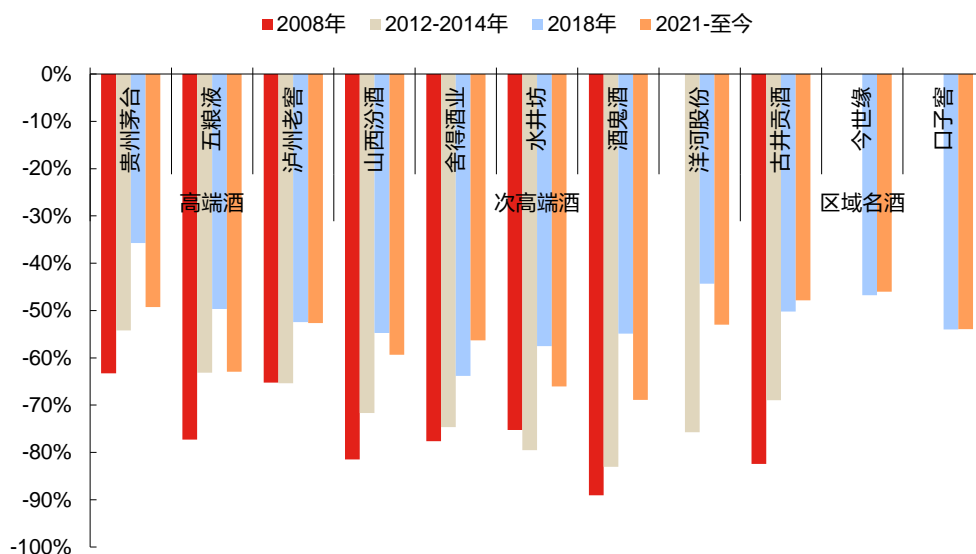


资料来源：Wind、东方证券研究所（截止 2023 年 5 月 20 日）

2021 年以来，多个白酒企业股票价格大幅回撤，五粮液、水井坊、酒鬼酒、洋河股份回撤幅度超过 2018 年，配置价值进一步提升。



图 15：历次白酒板块回调中的最大回撤幅度

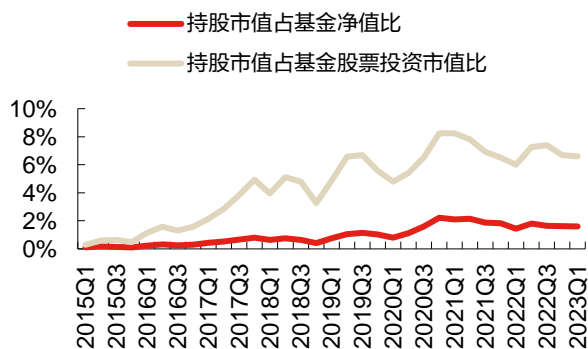


资料来源：Wind、东方证券研究所（截止 2023 年 6 月 8 日）

### ● 白酒行业基金持仓仍有提升空间

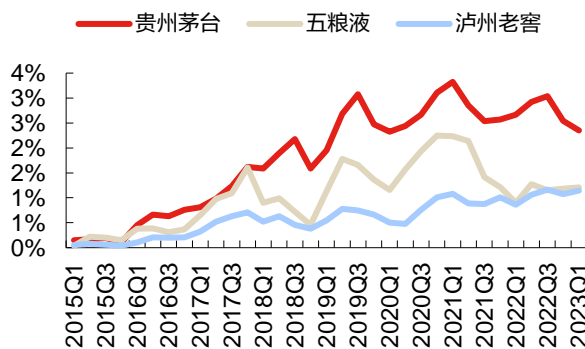
2022 年 Q2 以来，白酒行业持股市值占基金净值比、持股市值占基金股票投资市值比在经过约 2 年的下降后有上升的趋势，目前距离高点仍有提升空间。

图 16：白酒行业持仓情况



资料来源：Wind、东方证券研究所

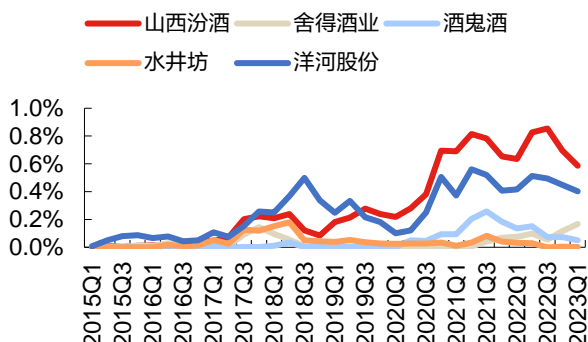
图 17：高端酒企持股市值占基金股票投资市值比



资料来源：Wind、东方证券研究所

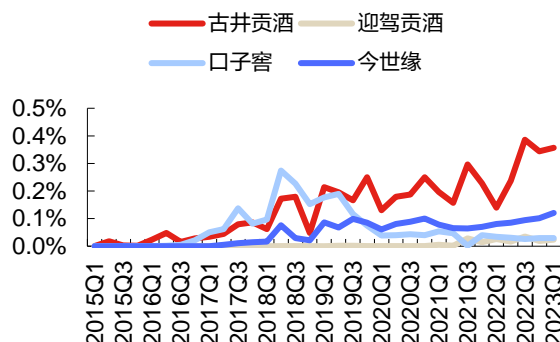
分酒企来看，高端酒企中的五粮液、泸州老窖，全国化次高端酒企中的舍得酒业，区域酒企中的今世缘、古井贡酒呈现边际上升趋势，山西汾酒、洋河股份、酒鬼酒、水井坊呈现边际下降趋势。

图 18：全国化次高端酒企持股市值占基金股票投资市值比



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 19：区域酒企持股市值占基金股票投资市值比



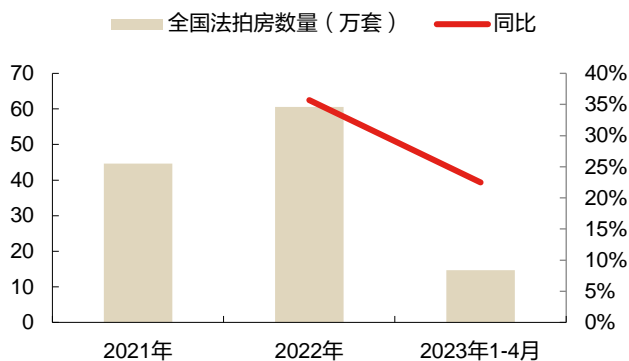
资料来源：Wind、东方证券研究所

## 2.2 悲观情绪释放价值凸显，关注房地产行业拐点

### ● 房地产市场尚未出现回暖迹象引发市场担忧

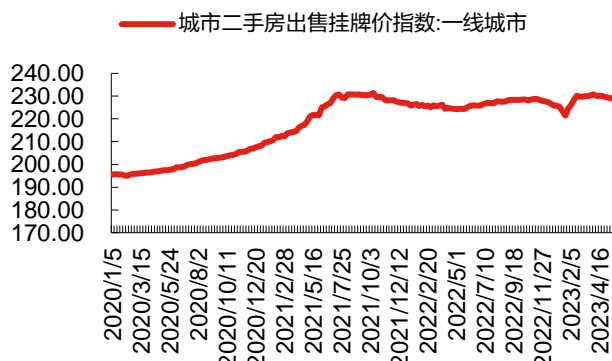
2022 年、2023 年 1-4 月全国法拍房数量分别为 60.6 万套（yoy+35.7%）、14.7 万套（yoy+22.5%）；一线城市二手房出售挂牌价指数在 23 年 4 月以来有所回落。此外，多家上市房企在 23 年 5 月被实施 ST。房地产行业尚未出现回暖迹象，可能导致市场对宏观经济产生一定的悲观预期，进而影响白酒指数走势。

图 20：全国法拍房数量及同比增速



数据来源：中指、纬房研究院、国信达数据、中国城市经济学会、东方证券研究所

图 21：一线城市二手房出售挂牌价指数



数据来源：Wind、东方证券研究所

尽管如此，目前中央层面对于房地产行业延续较为积极的政策导向，有望支撑房地产行业回暖。2022 年 Q4 以来，多部门发布对房地产行业的支持政策，从供需两端着手，为房企提供多渠道融资方式，支持居民刚需、改善性住房需求。

2023 年 3 月以来，证监会再次强调放宽房企上市政策、基础设施公募 REITs 首次扩围至商业地产，进一步拓宽房企融资渠道；自然资源部和中国银保监会提出全面推行住宅类不动产等“带押过户”，预计将提升购房意愿。在供需两端支持下，预计房企融资意愿将逐步抬升。我们认为，房地产行业在政策支持下有望出现回暖迹象，支撑宏观经济向上。

表 4：近期房地产行业利好政策

时间	类型	具体内容
2022/10	房贷利率下调	22 年 10 月起下调首套个人住房公积金贷款利率，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别调整为 2.6% 和

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

		3.1%。第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变。
2022/11	“金融 16 条”	要求金融机构加强对房企的全面资金支持，对个人消费者的住房、租房需求与权益给予了支持与保障。此外，设立了专项资金支持“保交楼”。
2022/11	“房地产三支箭”	国有大行向优质房企提供万亿级授信额度；支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，额度为 2500 亿元；加强对房企的股权融资支持：恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资、调整完善房地产企业境外市场上市政策、进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用、积极发挥私募股权投资基金作用。
2023 年初以来	各地方政府因城施策	年初以来有 111 城共计出台稳楼市政策超过 160 次。主要内容包括降低贷款利率、降低首付比例、延长贷款年限、增加公积金贷款额度、优化限购政策、实施购房补贴、契税优惠、棚改货币化安置等。
2023/03	房企上市政策持续放宽	证监会再次强调，落实好已出台的房企股权融资政策，允许符合条件的房企“借壳”已上市房企，允许房地产和建筑等密切相关行业上市公司实施涉房重组。
2023/03	《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》	研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施 REITs。优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs。
2023/03	推进带押过户	目前已有包括北京、天津、山西、山东、江苏、浙江、福建、湖北等省份正在全面开展“带押过户”，未来将在全国范围内推行。

数据来源：中国政府网、人民资讯、时代周报、澎湃新闻、东方证券研究所

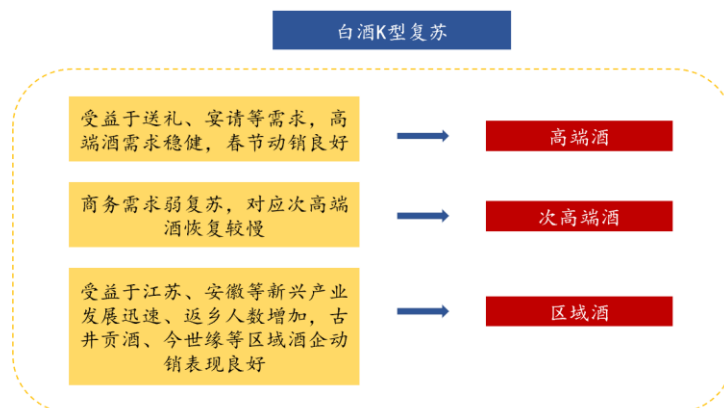
## 2.3 温和复苏下两极分化，关注次高端酒景气度

### 2.3.1 白酒板块两极分化，高端酒提价市场条件成熟

#### ● 白酒板块呈现“K 型复苏”，高端酒企、区域酒企动销恢复良好

今年开年以来，我国白酒行业中，高端酒需求伴随送礼、宴请等场景，在经济弱复苏的背景下仍体现刚性需求，动销强劲；区域酒受益于疫情后返乡人数增加，走亲访友、自饮需求较旺盛；次高端酒受制于商务宴请推迟，需求恢复较慢，白酒整体呈现 K 型复苏的现象。

图 22：白酒板块呈现“K 型复苏”



数据来源：东方证券研究所绘制

#### ● 高端酒提价的市场条件已经成熟，有望引领板块势能向上

53 度 500ml 飞天茅台（散瓶）批发价当前近 2800 元，和经销商端 969 元/瓶的出厂价形成巨大的剪刀差。回顾历次飞天茅台出厂价提升时，渠道利润率大多在 100%以内，而当前飞天茅台（散瓶）的渠道利润率已经超过 200%，厂家有充分的动力通过提升出厂价来回收部分渠道利润。

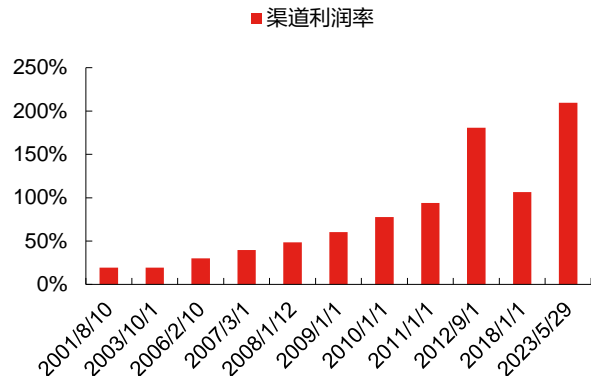
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 23：53 度 500ml 飞天茅台（散）批发价（元/瓶）



数据来源：今日酒价、东方证券研究所

图 24：53 度 500ml 飞天茅台（散）渠道利润率



数据来源：Wind、贵州热点网、东方证券研究所（注：渠道利润率为零售价和出厂价的差距）

2023 年以来，泸州老窖也对国窖 1573 经典装进行多次控货，表明公司对于产品挺价的决心。

综合，种种迹象显示高端酒提价的市场条件已成熟。若高端酒进一步提价，有望打开次高端酒价格向上空间，引领板块势能向上。

表 5：2023 年以来国窖 1573 控货挺价事件

时间点	重要事件
2023/3/28	国窖公司华北（东北）对 38 度国窖 1573 经典装（500ml*6）暂停接收订单，取消产品终端入库扫码奖励及终端分级熔断奖励。
2023/5/26	国窖公司西南大区暂停接收 52 度国窖经典装销售订单。

资料来源：北京商报网、东方证券研究所

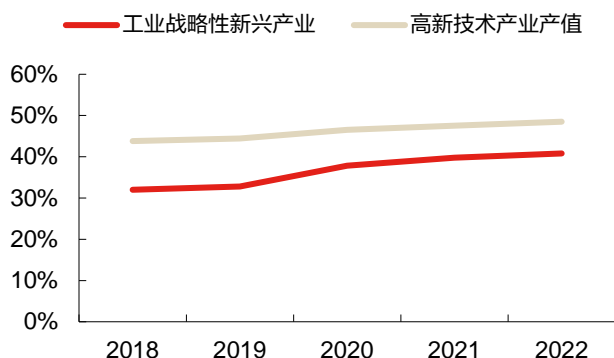
### 2.3.2 新兴产业支撑经济增长，区域酒企受益返乡潮

#### ● 江苏、安徽等省份新兴产业发展势头强劲

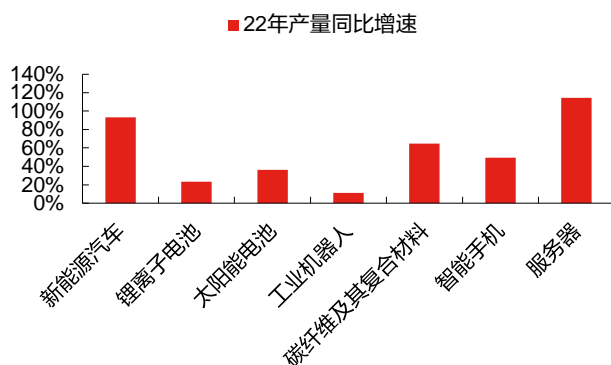
江苏省内，工业战略性新兴产业、高新技术产业产值占规模以上工业比重持续提升，22 年分别达到 40.8%、48.5%。江苏省新能源、新型材料、新一代信息技术相关产品产量增长较快，其中 22 年新能源汽车、锂离子电池、太阳能电池、工业机器人、碳纤维及其复合材料、智能手机、服务器产量分别增长 93.2%、23.4%、36.2%、11.3%、64.6%、49.5%和 114.3%。根据省政府规划目标，25 年全省工业战略性新兴产业产值占规上工业比重超过 42%，新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等发展成为新的增长引擎。

图 25：江苏省工业战略性新兴产业、高新技术产业产值占规模以上工业比重

图 26：江苏省分产业产量同比增速



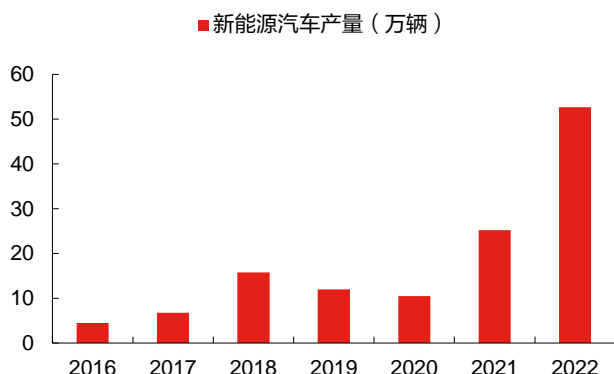
数据来源：江苏省统计局、东方证券研究所



数据来源：江苏省统计局、东方证券研究所

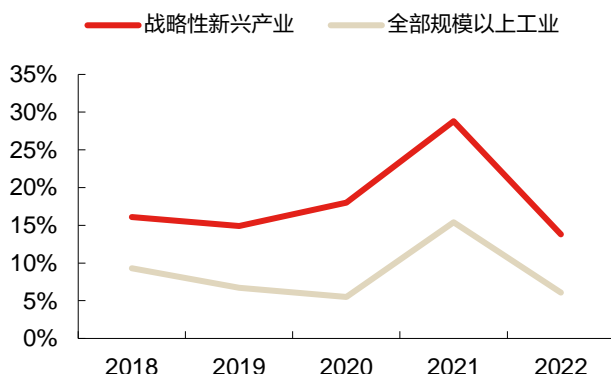
安徽省新能源汽车产业发展迅速，22 年产量达到 52.7 万辆，同比增长 108%。22 年，安徽战略性新兴产业产值在疫情影响下仍实现 13.8% 的同比增速，相较全部规模以上工业增加值增速高 7.7pct。

图 27：安徽省新能源汽车产量



数据来源：安徽省统计局、东方证券研究所

图 28：安徽省战略性新兴产业和规模以上工业产值增速 (%)



数据来源：安徽省统计局、东方证券研究所

江苏、安徽省经济稳健增长。22 年及 23 年 Q1，江苏省 GDP 分别为 12.3 万亿元 (yoy+5.6%)、2.9 万亿元 (yoy+5.5%)，安徽省 GDP 分别为 4.5 万亿元 (yoy+4.9%)、1.1 万亿元 (yoy+5.7%)，增速稳健。

图 29：江苏省分季度累计 GDP 及同比增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 30：安徽省分季度累计 GDP 及同比增速

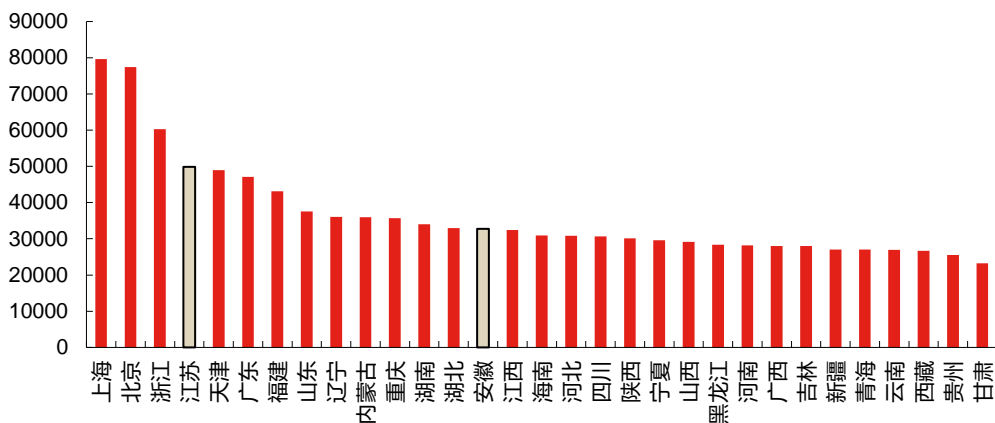


数据来源：Wind、东方证券研究所



22 年，江苏、安徽居民人均可支配收入分别为 5.0 万元、3.3 万元，横向对比，在 31 省市中分别排在第 4、14 名，位于较前列。

图 31：2022 年全国 31 省市居民人均可支配收入（元）



数据来源：国家统计局、西北信息报、东方证券研究所

江苏省白酒消费升级明显，白酒主流消费价位带从 2010 年左右 100-200 元跨入如今 300-400 元，进入次高端价位带。安徽省白酒主流消费价位带从 2000-2006 年的 40-80 元升级至当前 200-300 元。江苏、安徽新兴战略产业的快速发展有望支撑省内经济、居民购买力持续提升，推动省内白酒消费水平进一步提升。

图 32：安徽省白酒主流价格带上行情况



数据来源：酒业家、东方证券研究所

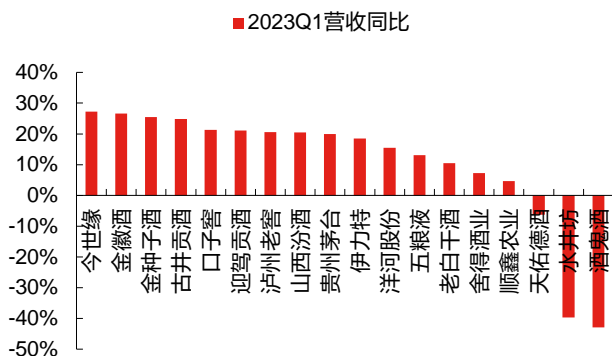
### ● 返乡人数增加支撑区域酒企动销

以安徽为代表的省份春节期间白酒动销深度受益于返乡人数增加、婚宴集中举办，经销商、终端库存压力大幅减轻，省内白酒渠道健康度提升，形成良性循环。根据微酒，安徽的省外返乡人数占比从 2022 年春节约 30% 提升至 2023 年春节超过 70%，直接增加同学会、战友会、亲戚会等数量增加，带动白酒消费。另一方面，安徽的婚庆市场需求在 2023 年春节爆发，大幅提升 100-200 元白酒消费。

横向对比，23Q1，今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒等区域酒企业绩增速在行业中位于前列。在保障增速的基础上，部分酒企积极谋划品牌和产品结构高端化发展，例如江苏省酒企今世缘计划推出新品六开，洋河强化梦 6+ 的增长，有望进一步提升区域酒企的品牌力。

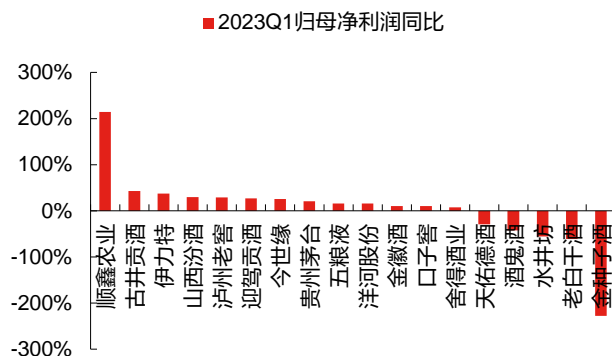
综合，一方面，江苏、安徽新兴产业发展助推经济增长和消费升级；另一方面，安徽等省份区域酒企春节动销强劲、渠道健康度提升，部分区域酒企在保障增速的基础上积极谋划品牌高端化发展；结合区域酒企当前估值处于较低区间，我们认为区域酒企的投资机会值得把握。

图 33：2023Q1 白酒企业营收同比增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 34：2023Q1 白酒企业归母净利润同比增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

### 2.3.3 关注次高端酒景气度，商务需求有望引领势能

#### ● 财政政策积极，宏观流动性充裕

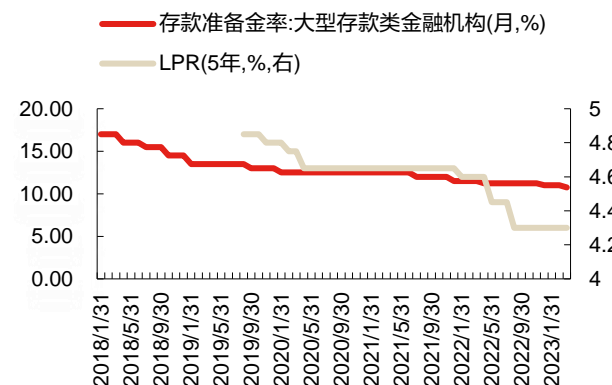
宏观流动性充沛，经济温和复苏。2023 年以来，我国 M2 当月同比维持在 12%以上，显示较充裕的资金流动性。为支持疫情后实体经济复苏，我国存款准备金率分别在 22 年 12 月和 23 年 3 月迎来下调；当前我国 5 年 LPR 为 4.3%，为三年以来的低位。根据 2022 年 12 月中央经济工作会议，2023 年将坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持流动性合理充裕。积极的财政和稳健的货币政策支撑经济的增长，对于白酒行业而言是一个有利的前置信号。

图 35：我国 M2 当月同比增速（%）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 36：我国存款准备金率和 LPR



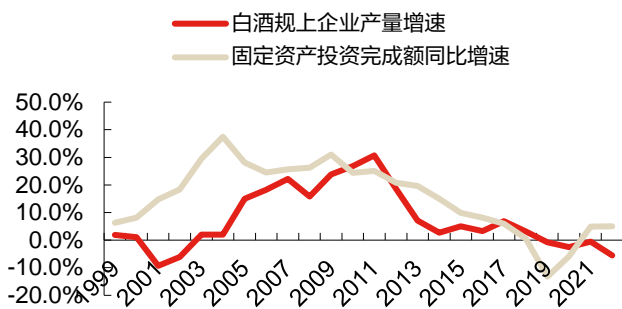
数据来源：Wind、东方证券研究所

#### ● 商务活动逐步增加，消费场景渐次恢复

固定资产投资额同比增长，预计将推动白酒需求增速提升。23 年 1-3 月，我国固定资产投资完成额月度累计同比在 5%以上，4 月同比增速为 4.7%。另一方面，当前消费呈现弱复苏态势，财政部强调将通过加大基建支出来加强宏观政策调节力度，预计将催生商务白酒饮用需求提升。

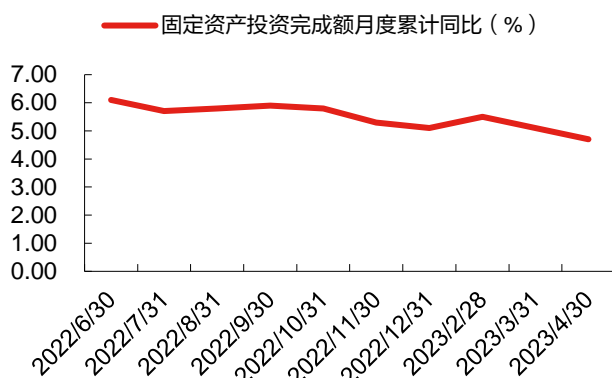
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 37：白酒产量增速和固定资产投资额增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

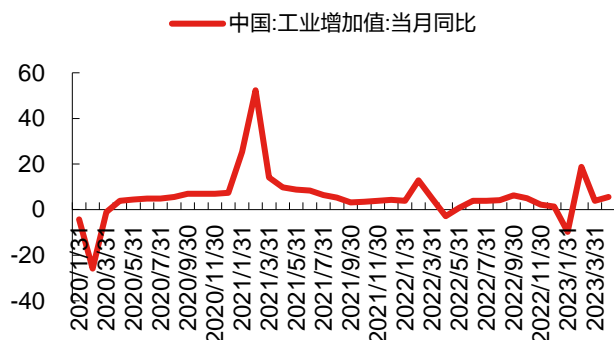
图 38：固定资产投资额月度累计同比



数据来源：Wind、东方证券研究所

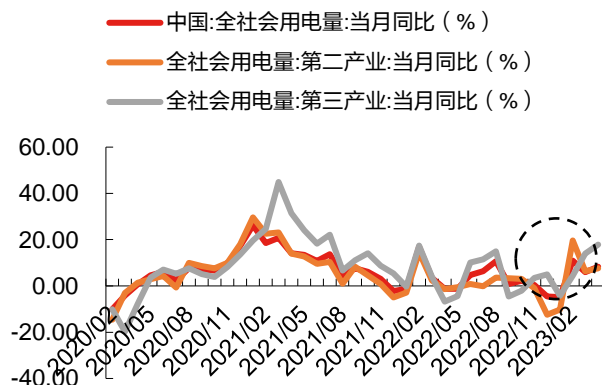
**工业增加值同比增幅扩大，全社会用电量增加，企业开工率提升。**我国工业增加值在 23 年 2 月以来当月同比增幅扩大，23 年 2 月、3 月、4 月分别同比增长 18.8%、3.9%、5.6%。2023 年 2、3、4 月，我国全社会用电量当月分别同比增加 11%、6%、8%；其中第二产业分别增加 20%、6%、8%，预计加工制造产业开工较早；第三产业分别增加 4%、14%、18%，预计现代服务业或商业开工率逐渐提升。

图 39：我国工业增加值当月同比（%）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 40：全社会用电量当月同比



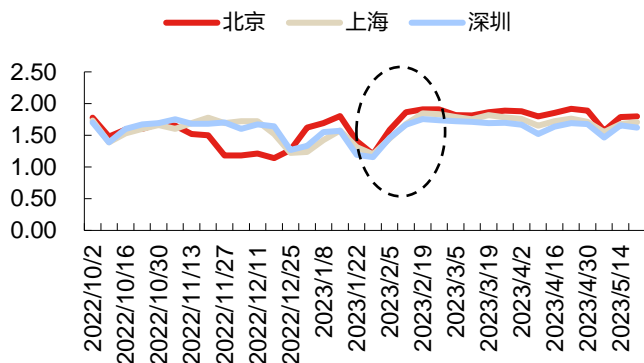
数据来源：Wind、东方证券研究所

从出行情况来看，23 年 2 月以来，北京、上海、深圳拥堵指数均出现大幅回弹（23 年 5 月 1 日-5 月 7 日拥堵指数下降预计因假期居民出行）；北京地铁客运量也在 23 年 2 月以来快速上涨，线下出行人数增加。我国国内航班执行航班数量在 22 年 12 月以来快速上涨，预计主要因跨地区商务活动数量增加。

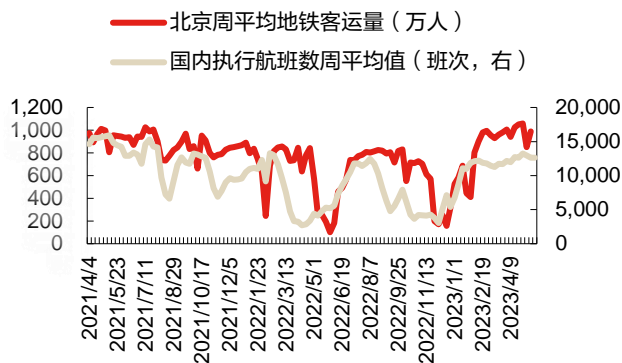
**综合以上多个维度，我们认为全国商务活动正处于有序复苏的状态，将催生商务用酒需求，白酒动销将同步受益。**

图 41：北京、上海、深圳拥堵延时指数

图 42：北京地铁客运量和国内航班执行航班数



数据来源：同花顺 iFind、东方证券研究所

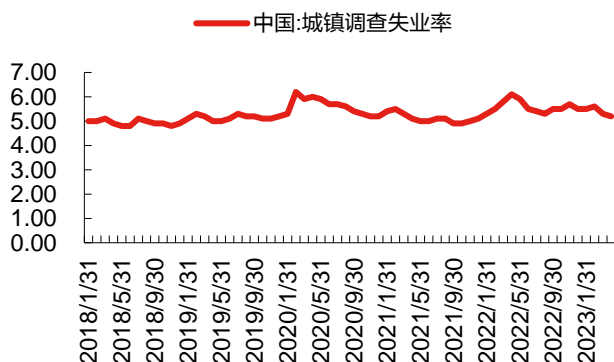


数据来源：同花顺 iFind、东方证券研究所

### ● 可支配收入增速回升，居民消费力有所提升

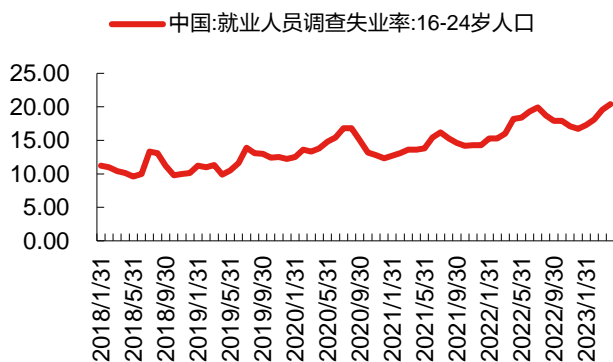
居民层面，23 年 4 月我国 16-24 岁就业人员调查失业率为 20.4%，环比 23 年 3 月提升 0.8pct，显示较高的青年就业压力；总体来看，23 年 4 月我国城镇调查失业率为 5.2%，环比 23 年 3 月下降 0.1pct，相较 22 年 12 月下降 0.3pct，城镇整体失业率正在降低。

图 43：我国城镇调查失业率（%）



数据来源：Wind、东方证券研究所

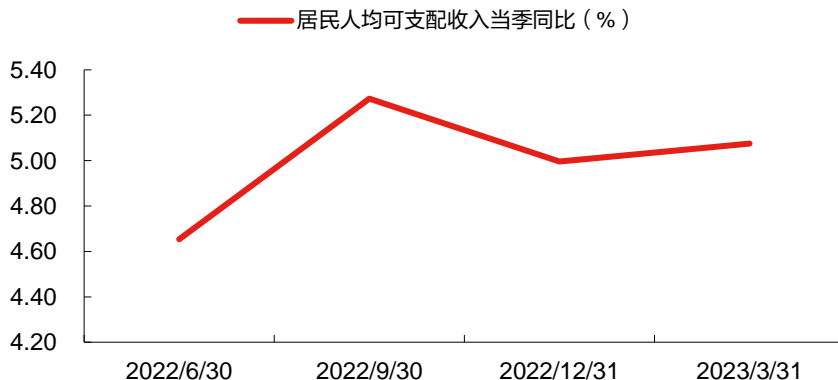
图 44：我国 16-24 岁就业人员调查失业率（%）



数据来源：Wind、东方证券研究所

23Q1，我国居民人均可支配收入同比涨幅相较 22Q4 提升 0.07pct，居民可支配收入出现提升迹象。

图 45：居民人均可支配收入当季同比

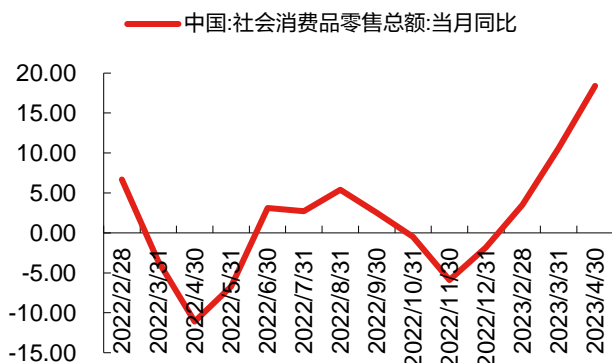


数据来源：同花顺 iFind、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

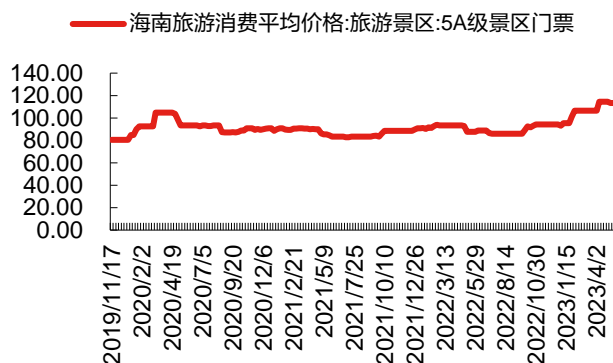
**多迹象显示居民消费力逐步恢复。**消费端，我国社会消费品零售总额在 23 年以来迎来向上拐点，23 年 2 月、3 月、4 月分别同比增长 3.5%、10.6%、18.4%，涨幅边际扩大，居民消费力逐渐恢复。从旅游情况来看，海南 5A 景区消费平均价格自 22 年 10 月以来边际上涨，23 年 2 月以来涨幅增大，显示旅游需求旺盛。

图 46：社会消费品零售总额当月同比（%）



数据来源：Wind、东方证券研究所

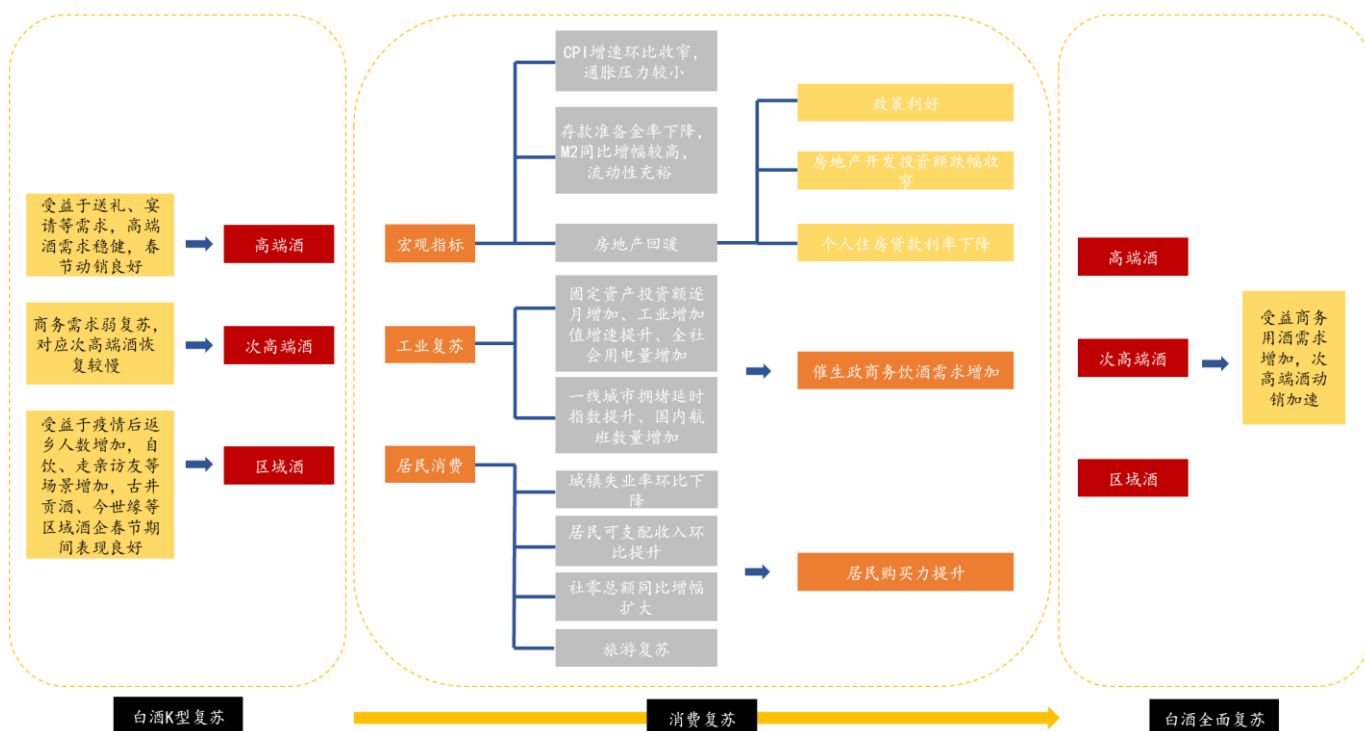
图 47：海南 5A 景区平均门票价格（元/人·次）



数据来源：同花顺 iFind、东方证券研究所

综合，我们认为消费复苏正逐步展开，这将刺激次高端酒景气度回升，引领行业势能向上。

图 48：受益于消费复苏，白酒行业将由 K 型复苏转向全面复苏



数据来源：东方证券研究所绘制

## 2.4 白酒标的推荐

- **贵州茅台**：公司作为白酒龙头，品牌力强大。渠道端，公司直销渠道快速发展，22 年直销收入 178.1 亿元（yoy+63.6%），其中 i 茅台贡献 49.0 亿元收入；直销发展有助于公司回收

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



部分渠道利润、加强终端市场掌控力。根据公司规划，23年茅台酱香酒公司销售目标为200亿，茅台1935销售额目标为100亿，同比翻番，有望进一步打造多元化大单品矩阵。当前疫情冲击减弱，白酒消费场景渐次恢复，预计公司将深度受益。

- **五粮液：**公司品牌力强大，普五需求偏刚性，受益于商宴、送礼等消费场景逐渐恢复。普五动销持续向好，库存水平较低。公司有望通过渠道强化管控、合理调配配额等方式推动普五实现顺价销售。此外，公司加大文创、定制、低度运营推广，有望贡献增量。渠道端，公司加强专卖店、团购考核，有望提升经销商服务效率。
- **泸州老窖：**公司春节期间、节后动销情况总体较好，库存良性，价盘稳定。公司低度国窖在华北地区、华东部分地区凭借优异品质、品牌口碑、高渠道推力持续发力，渐成国窖第二增长曲线。泸州老窖系列，特曲发力腰部，推进大单品战略；泸州老窖1952发力次高端，推动品牌定位上移；黑盖发力高线光瓶酒赛道，逐渐形成多元化大单品矩阵。
- **洋河股份：**23年以来公司核心产品渠道利润出现明显改善，渠道推力充足，核心产品水晶版梦3和梦6+等次高端产品销售表现良好，驱动结构上移。公司加强省外招商、优商筛选，22年省外经销商增加数量、减少数量分别为1570、1501家，有望加速全国化布局。
- **今世缘：**作为江苏省内知名区域酒企，公司受益于省内新兴产业快速发展引领的白酒消费升级。公司近期对国缘四开控货挺价，有望强化产品的渠道健康度和市场秩序。公司新推出战略产品六开，首先在省外试点投放，有望进一步提升产品结构。
- **老白干酒：**公司对核心产品甲15、甲20进行股份制改革，核心经销商、终端商、团购商入股进行利益绑定，有助于调动渠道积极性，加强渠道扁平化管理。对于衡水老白干系列酒，今年主要任务为控量挺价、强化样板县突破，当前去库存已取得明显成效；武陵酒系列开启全国化，当前在广东招商取得一定进展，看好全年招商铺货带来的增量。运营管理端，公司强调降本增效，严查跑冒滴漏，23Q1销售费用率明显下降，带来利润增量。
- **顺鑫农业：**公司为光瓶酒龙头企业，核心产品白牛二知名度高、消费群体广泛，有望受益于开工率提升引领的务工群体消费量提升。公司新品金标陈酿在全国多地区积极铺货，有望贡献规模增量。

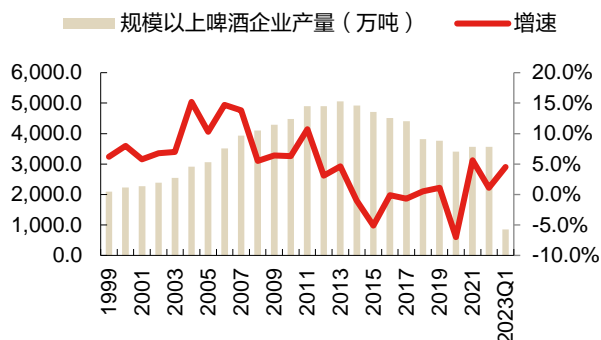
## 三、啤酒：吨价提升成本下降，啤酒盈利弹性可期

### 3.1 啤酒总量趋于稳定，价格上行坚实有力

- **疫情控制后产销量快速恢复，长期销量趋于稳定**

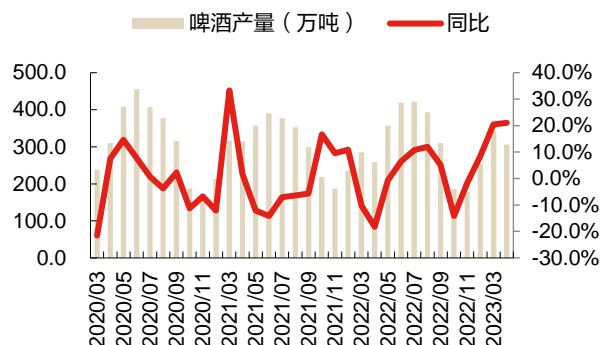
国内啤酒产量自2013年达到高点之后开始下滑，近年来逐步企稳。2020年，受疫情冲击，啤酒产量3,411万吨，同比下滑7.0%；21年产量恢复至3,562万千升，同比提升5.6%；22年，啤酒产量提升1.1%至3569万吨。边际上，疫情干扰因素影响减弱，23Q1啤酒产量同比提升4.5%；23年3月、4月产量分别同比提升20.4%、21.1%。

图 49：规模以上啤酒企业产量及增速



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图 50：规模以上啤酒企业月度产量及增速

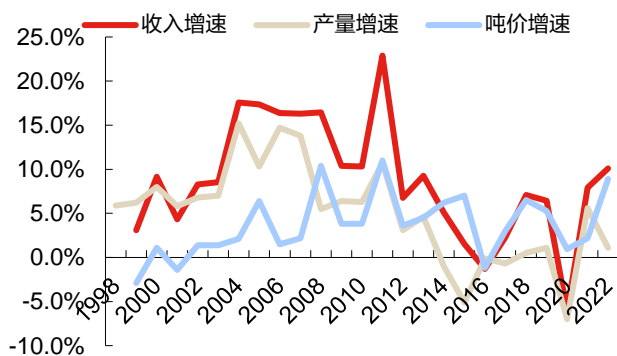


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

### ● 行业价升趋势明显，头部企业引领升级

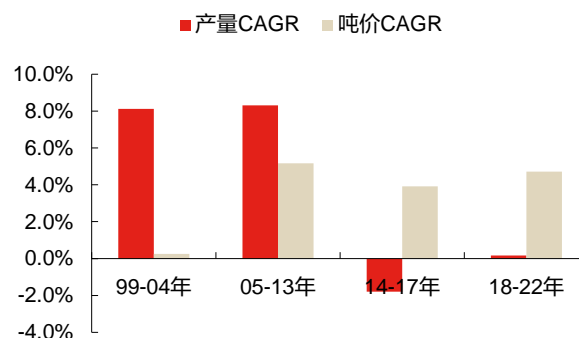
回顾历史，国内啤酒发展按量价拆分，大致可以分为以下几个阶段：1）99 年至 04 年，国内啤酒以量增为主，以华润雪花为代表的啤酒厂商在全国收购兼并地方酒厂，扩大经营规模，此阶段规模以上企业的产量和吨价 CAGR 分别为 8.1% 和 0.3%。2）05 年至 13 年，国内啤酒公司以提升销量和市占率为主要策略，同时伴随一定的产品提价和结构升级，量价齐升，产量增速高于吨价增速，CAGR 分别为 8.3% 和 5.2%。3）14-17 年，13 年左右国内啤酒产销量达到顶峰，之后行业增长的驱动力发生切换，价格提升的趋势明显；此阶段销量下滑，吨价提升，CAGR 分别为 -1.8% 和 3.9%。4）18 年至今，产销量趋于稳定，提价趋势进一步明确，行业集体性提价进一步带动营收及利润改善，啤酒行业迎来基本面拐点。国内啤酒产量和吨价延续 2018 年以来的量稳价升趋势，2022 年产量和吨价分别上升 1.1% 和 8.9%；2018 年至 2022 年产量年复合增长 0.2%，吨价年复合增长 4.7%。

图 51：规模以上啤酒企业收入增速的量价拆分



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

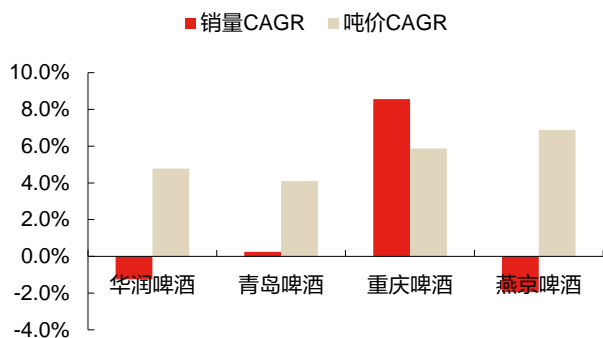
图 52：不同阶段啤酒行业产量和吨价复合增速



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

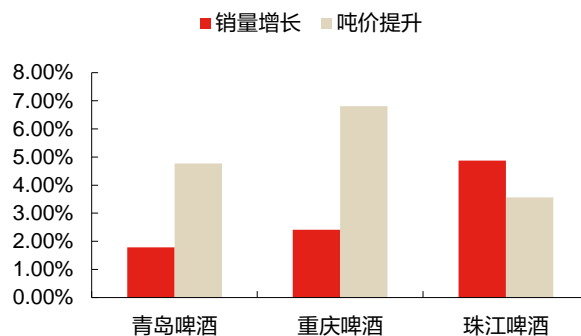
主要啤酒公司呈现相同的发展趋势，2017 年至 2022 年，华润啤酒、青岛啤酒和燕京啤酒的销量 CAGR 分别为 -1.3%、0.3% 和 -1.9%，吨价 CAGR 分别为 4.8%、4.1% 和 6.9%，吨价稳定提升。2022 年，啤酒公司延续价升趋势，以青岛啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒为例，22 年吨价分别同比提升 4.8%、6.8% 和 3.6%。

图 53：主要啤酒公司 17-22 年销量和吨价 CAGR



资料来源：公司公告、东方证券研究所（重啤为 20-22 年）

图 54：部分啤酒公司 22 年全年销量和吨价增速

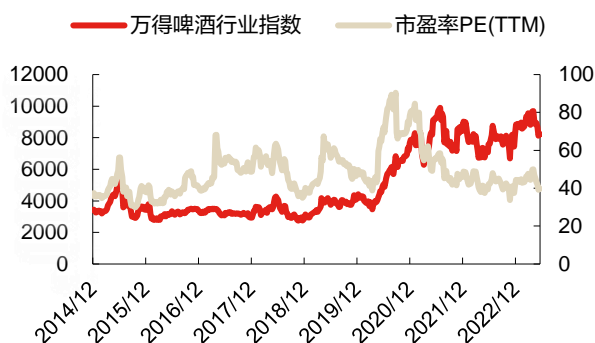


资料来源：公司公告、东方证券研究所

### ● 啤酒板块估值分析

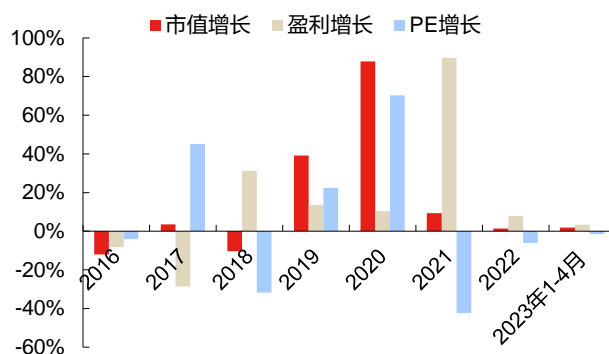
2022 年，啤酒板块市值增长 1%，其中盈利增长 8%，PE 下滑 6%。23 年 1-4 月，啤酒板块市值增长 2%，其中盈利增长 3%，PE 下滑 1%。23 年 5 月 25 日，万得啤酒行业指数 PE 为 39 倍，根据 Wind 一致预期，以 5 月 25 日为估值节点，2023、2024 年 PE 预计为 34、28 倍。

图 55：啤酒行业指数与市盈率情况



资料来源：Wind、东方证券研究所（估值时间为 5 月 25 日）

图 56：啤酒行业指数盈利增长和估值提升拆分



资料来源：Wind、东方证券研究所（采用万得啤酒行业指数 882477.WI）

从啤酒个股来看，燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒、青岛啤酒、惠泉啤酒当前的预期估值均为 2019 年以来的 20% 百分位及以内，估值水平较低。

表 6：啤酒上市公司动态估值水平

未来 12 个月预期估值		燕京啤酒	珠江啤酒	重庆啤酒	青岛啤酒	惠泉啤酒
当前估值		48	26	26	28	51
2019 年至今	最大值	95	49	100	56	81
	最小值	45	20	25	24	44
	中间值	59	25	37	35	50
	百分位	5%	19%	1%	12%	19%
2014 年至今	最大值	95	230	100	56	81
	最小值	20	20	21	19	44
	中间值	57	26	36	34	50
	百分位	37%	3%	6%	23%	19%
2009 年至今	最大值	95	230	199	56	81
	最小值	13	20	21	18	17

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

中间值	53	26	37	32	48
百分位	43%	3%	3%	25%	52%

资料来源：Wind、东方证券研究所（注：估值时间为 2023 年 6 月 8 日）

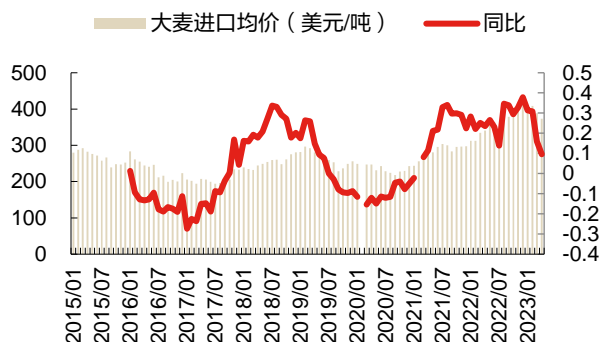
## 3.2 原料价格整体下行，控费增效提升盈利弹性

### ● 预计啤酒成本在 2023 年呈现前高后低趋势

**进口大麦：**受中国对澳大利亚大麦征收大额关税的影响，国内厂商转向进口法国等国家的大麦，大麦进口均价上行明显，22 年全年平均涨幅在 38% 左右。23 年 3-4 月，国内大麦市场供应整体宽松，进口大麦价格有所回落；预计俄乌冲突将导致大麦供给持续受到影响，我们预计 23 年进口大麦价格将维持小幅增长。

**玻璃：**22 年以来玻璃价格有所下行，22 年全年平均跌幅在 17% 左右，2023 年 1-5 月玻璃价格涨幅在 16% 左右。玻璃的主要原材料纯碱价格持续回落，23 年 6 月 9 日价格较 23 年 3 月高点下滑约 28%，预计下半年玻璃价格将相应回落。

图 57：大麦进口均价走势



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 58：玻璃价格走势

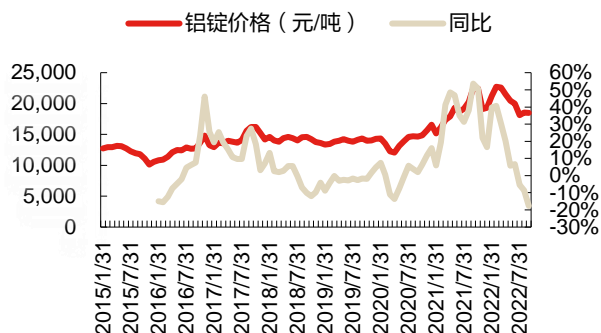


资料来源：Wind、东方证券研究所

**铝锭：**铝价在 21 年大幅上涨后，22 年回调约 4.6%。2023H1，欧洲能源价格高企，拖累海外电解铝复产节奏；此外，主产地之一云南遭遇枯水季，限制水力发电，预计电解铝将减产。综合，2023 年 1-5 月铝价格下降 3.3%，处于相对供需紧平衡状态；伴随欧洲能源价格下滑，预计 2023H2 铝锭价格有望回落。

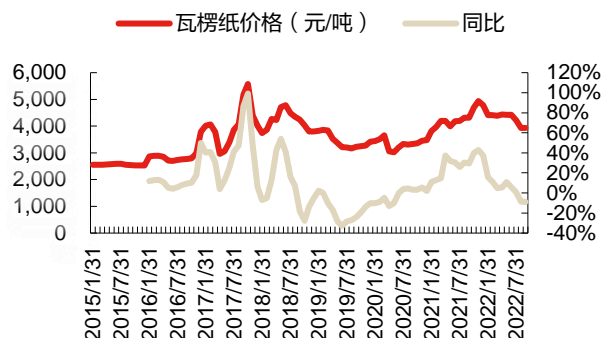
**瓦楞纸：**瓦楞纸价格自 2021 年底以来有所回调，22 年继续回调 13%。展望 23 年，瓦楞纸产能持续释放，而消费仍处于筑底阶段，23 年 1-5 月瓦楞纸价格下降 8%；预计伴随消费逐步提振，瓦楞纸下半年价格可能回升。

图 59：铝锭价格走势



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 60：瓦楞纸价格走势



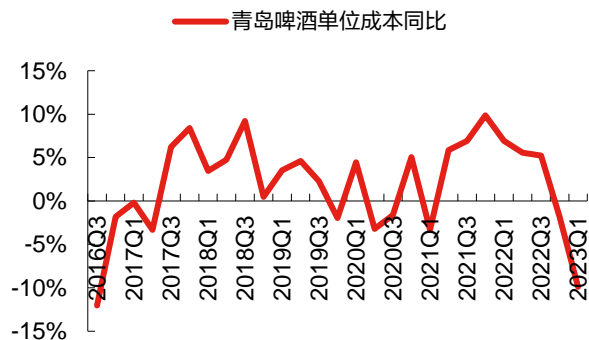
资料来源：Wind、东方证券研究所

综合而言，2022 年，尽管进口大麦价格较高，下半年铝锭、玻璃、瓦楞纸价格有所回落，啤酒行业整体成本压力有所缓解。

预计 2023 年进口大麦价格呈现小幅增长，铝锭、玻璃价格呈现前高后低的走势，瓦楞纸价格可能呈现前低后高的走势。一般而言，头部啤酒公司会提前对大麦进行锁价，因此预计 23 年大麦成本压力可控。考虑到铝锭、玻璃成本占比较高，预计啤酒行业成本压力将在 23H2 逐渐减轻。

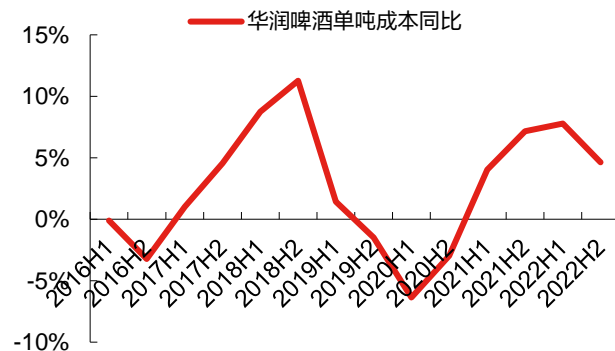
由于啤酒厂商通常是提前半年至一年左右进行采购，因此啤酒公司单位成本的变动落后于原材料价格变动约半年至一年左右。对比青岛啤酒单位成本同比涨幅在 21Q4 见顶，此后持续收窄，23Q1 单吨成本同比下滑 9.9%，原材料成本压力减轻。

图 61：青岛啤酒单吨成本同比



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 62：华润啤酒单吨成本同比



资料来源：公司公告、东方证券研究所

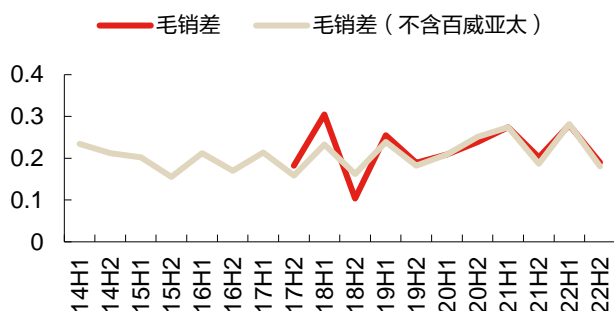
### ● 关厂增效控制费用延续，啤酒厂商盈利能力稳步上行

在成本压力的催化下，关厂去产、停止价格战逐渐成为行业共识，2015 年开始啤酒板块毛销差整体呈现上升趋势。

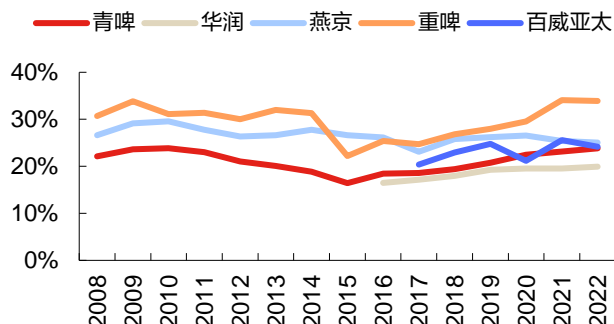
图 63：啤酒板块毛销差

图 64：啤酒上市公司毛销差





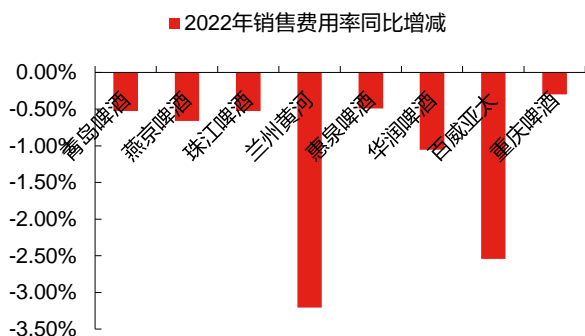
数据来源：Wind、东方证券研究所



数据来源：Wind、东方证券研究所

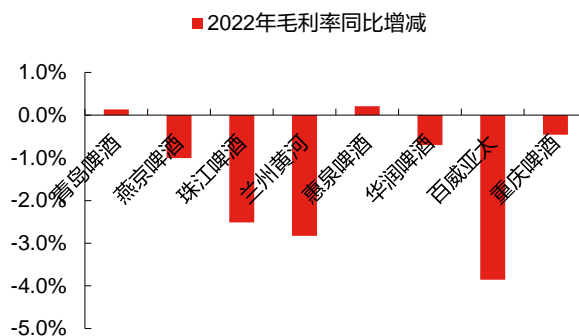
我们预计头部啤酒企业未来盈利仍有提升空间，主要因为：1）23 年下半年原材料价格有望回落，成本压力减轻，头部啤酒企业毛利率有望在 22 年基础上回升；2）市场格局区域稳定，费用投放收窄；3）行业销量趋缓的背景下，厂商通过产品结构升级和提价推动盈利增长。

图 65：2022 年啤酒上市公司销售费用率同比增减



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 66：2022 年啤酒上市公司毛利率同比增减



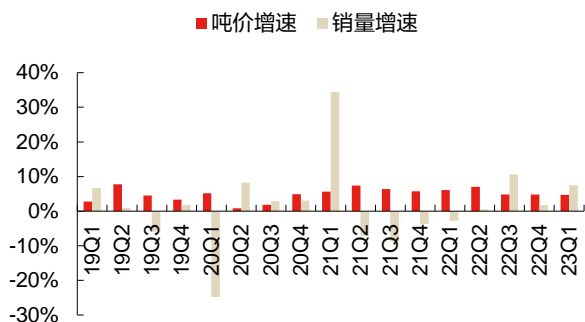
资料来源：Wind、东方证券研究所

### 3.3 青啤华润稳中求进，珠江结构快速提升

#### ● 青岛啤酒：市场波动不改吨价上行趋势，弱势地区盈利明显改善

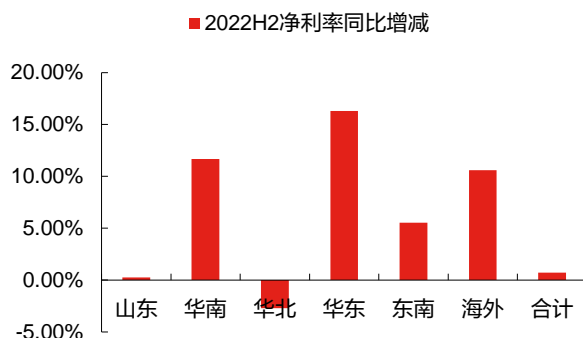
在结构升级和产品提价的驱动下，青岛啤酒自 2021 年以来每个季度的吨价都保持稳定的同比提升，平均提升幅度在 5% 左右。当前疫情对线下消费场景的冲击趋弱，公司的销量增速也趋于平稳，23Q1 销量增速达到 7.5%（yoy+10.3pct），业绩增速确定性进一步提升。拆分青啤的各区域情况，可以发现核心市场山东净利率稳步上行，2022H2 华南、华东、东南地区净利率同比分别提升 11.7pct、16.3pct、5.5pct，由亏转盈。

图 67：青岛啤酒产品吨价和销量增速



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 68：2022H2 青岛啤酒不同区域销售净利率同比增减

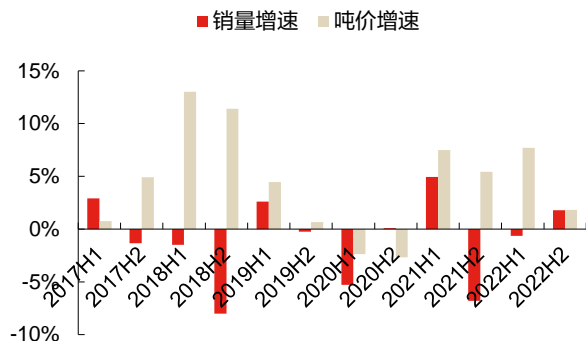


资料来源：公司公告、东方证券研究所

### ● 华润啤酒：啤酒龙头加速高端化，收购金沙增厚盈利水平

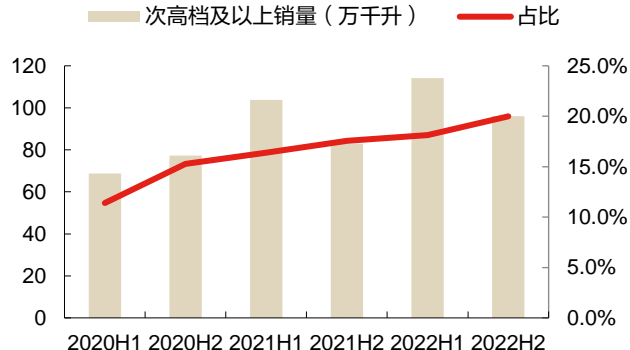
作为国内啤酒销量龙头，华润啤酒的吨价水平在头部啤酒公司中处于较低的位置，但公司近年来加速推进高端化战略，吨价提升速度较快。近几年中，除了 2020 年因疫情导致公司吨价同比有所下滑外，其余年份均保持提升趋势，2021 年来半年度吨价平均同比增速达到约 5.6%。2022H2，公司次高档及以上产品销量为 96 万千升，同比增长 15.9%，占销量比重达到 20.0%（yoy+2.4pct）。结构升级和产品提价战略推动公司盈利能力向上。

图 69：华润啤酒分半年度销量、吨价增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 70：华润啤酒分半年度次高档及以上销量及占总销量比重

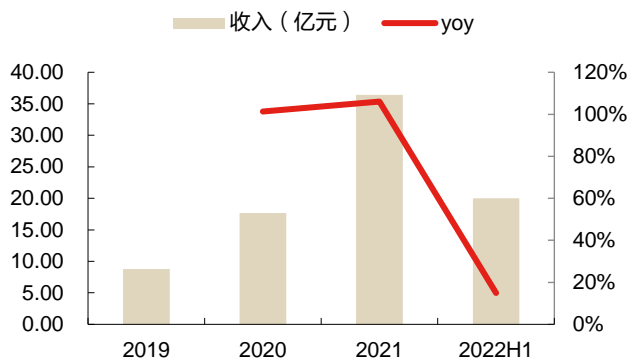


数据来源：公司公告、东方证券研究所

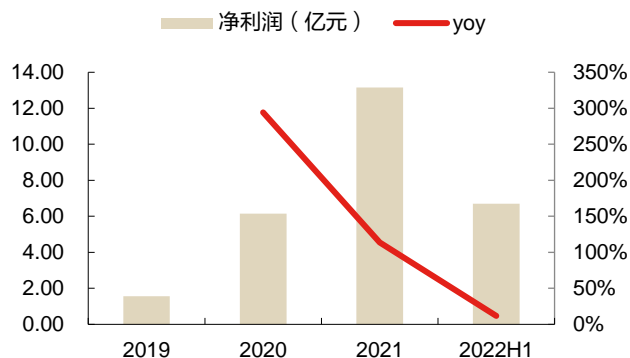
此外，23 年 1 月，公司已完成金沙酒业收购，正式进军白酒行业，有望在未来进一步提升公司的盈利水平。金沙酒业作为酱酒头部企业之一，近年来销售额快速增长，2019 年至 2021 年从 9 亿元增长到 36 亿元，2022H1 实现收入约 20 亿元（yoy+14.9%）；且其盈利能力突出，2021 年净利润达到约 13 亿元（对应 36% 的净利率水平），2022H1 实现净利润 6.7 亿元（yoy+11.7%）。

图 71：金沙酒业收入和同比增速

图 72：金沙酒业净利润和同比增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

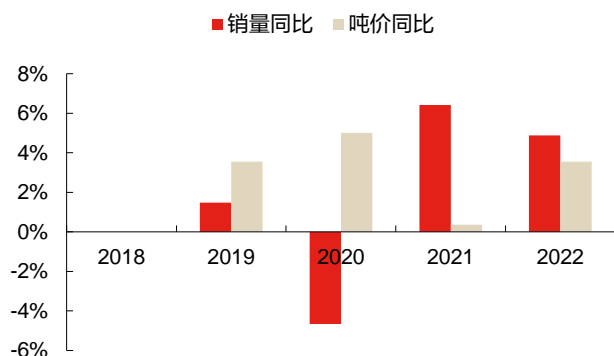


数据来源：大公报、新京报、东方证券研究所

### ● 珠江啤酒：产品结构快速升级

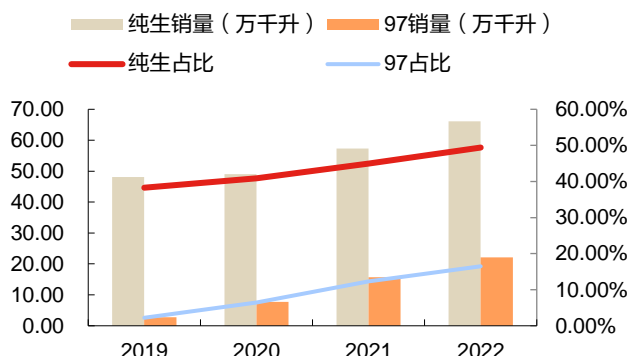
公司坚持“3+N”（雪堡、珠江纯生、珠江啤酒+N）品牌战略，明确品牌高端化发展道路，近年来产品结构快速升级。2019-2022年，纯生销量占比从38.3%提升至49.4%，其中97纯生销量占比从2.2%提升至16.5%。2022年，公司啤酒吨价为3682元/吨，同比提升3.6%；2019-2022年吨价平均年增速为3.1%，结构高端化成果明显。

图 73：珠江啤酒销量、吨价同比增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 74：珠江啤酒纯生、97 销量及占比

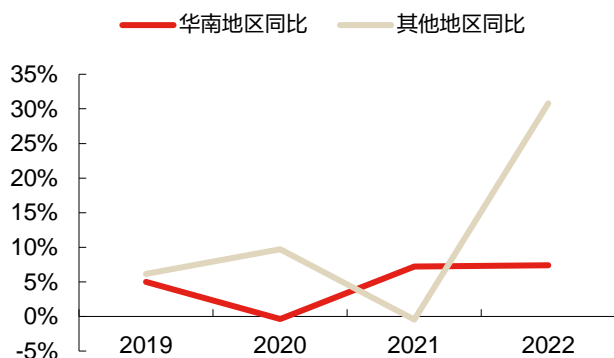


数据来源：公司公告、东方证券研究所

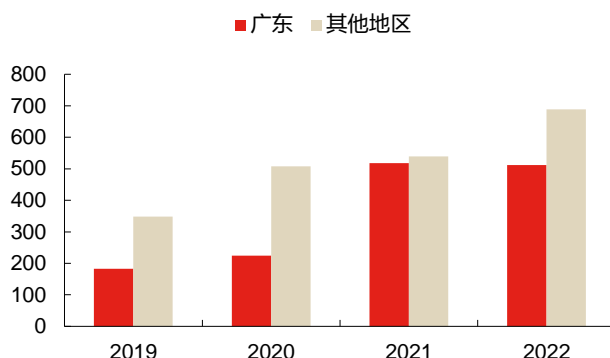
分地区，2022 年珠江啤酒在华南地区、其他地区收入分别为 46.2 亿元（yoy+7.4%）、3.1 亿元（yoy+30.8%），弱势地区展现高增速，开始发力贡献增量。2022 年，公司在广东、其他地区经销商数量为 512、689 家，分别同比减少 6 家、增加 150 家，省外地区大规模招商，进一步支撑省外收入增长。

图 75：珠江啤酒华南地区、其他地区收入同比增速

图 76：珠江啤酒广东、其他地区经销商数量（家）



数据来源：公司公告、东方证券研究所



数据来源：公司公告、东方证券研究所

### 3.4 啤酒标的推荐及建议关注

#### ● 推荐：

- 华润啤酒(00291，买入)

公司目前在国内啤酒板块市占率排名第一，品牌和渠道优势明显。公司加强“4+4”品牌矩阵布局，国内品牌 superX、雪花纯生和玛尔斯绿，国际品牌喜力快速增长，吨价和毛利率水平上行。公司稳步推进关厂增效，竞争趋缓下费用投放压力逐步降低，盈利能力改善空间较大。

- 青岛啤酒(600600，增持)

公司历史悠久、品牌力强，市占率领先、渠道优势突出；从中长期看，公司现有产品销量结构未达稳态，普低档产品占比仍偏高。提价+结构升级驱动下，青啤的吨价提升空间远未触及天花板。ASP 提升叠加费用管控强化，公司净利率仍有较大提升空间。

#### ● 建议关注：

- 珠江啤酒(002461，未评级)

公司坚持“3+N”品牌战略，明确品牌高端化发展道路，近年来产品结构快速升级，吨价增长。公司省外市场开始加速招商，弱势地区展现高增速，开始发力贡献增量。

## 四、软饮料：细分赛道亮点频现，关注龙头成长价值

### 4.1 软饮行业稳中有升，新消费需求崛起

#### ● 软饮行业长期稳步增长

回溯历史，国内软饮料行业经历了以下历程：1) 90 年代至 03 生产工艺逐步成熟，果汁饮料、茶饮料、包装水迅速壮大。2) 03 年至 08 年，经济高增带动行业扩容，非典增强健康关注，细分品类齐头并进加速发展，功能性饮料渗透率逐步提升，碳酸饮料占比下降。3) 08 年至 15 年，行业波折见底，细分赛道竞争激烈，包装水及泛功能饮品崭露头角。4) 2015 年至今，成熟品类总量见顶，健康化、无糖化市场蓬勃发展。

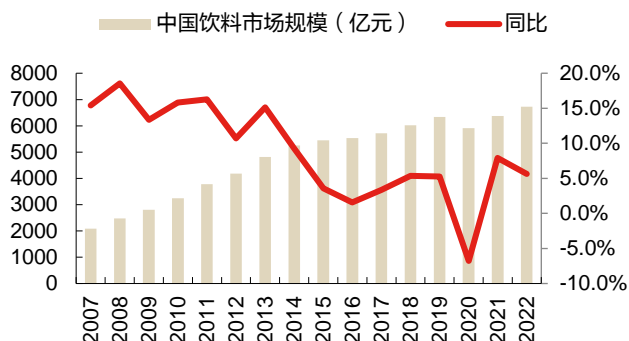
市场规模来看，参考欧睿国际的数据，我们在软饮料的基础上，将乳制品中的植物蛋白饮料（牛奶替代饮料）、以及酒饮料中的预调酒市场规模一并加入，计算得出 2022 年国内饮料市场规模达

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

到约 6731 亿元，12-22 年 CAGR 约 4.9%。2015 年来国内饮料市场规模增速有所下降，主要因为瓶装水、即饮茶等主要品类增速放缓等。

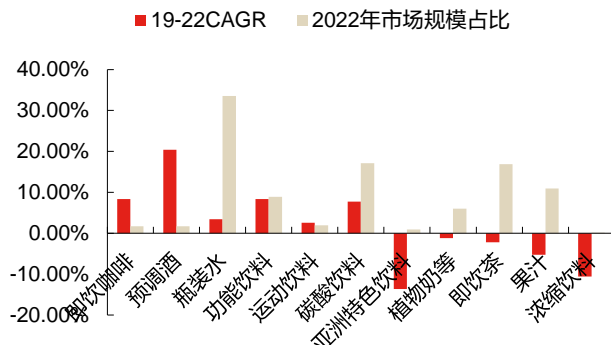
拆分品类，市场规模领先的品类包括瓶装水、即饮茶、碳酸饮料、果汁等，22 年市场规模分别达到约 2260 亿元、1139 亿元、1152 亿元和 738 亿元；近 3 年来增速领先的品类包括预调酒、即饮咖啡、功能饮料和碳酸饮料等，19-22CAGR 分别达到 20%、8%、8%和 8%。

图 77：中国饮料市场规模及增速



数据来源：欧睿国际、东方证券研究所

图 78：19-22 年主要饮料品类规模 CAGR 及 22 年占比

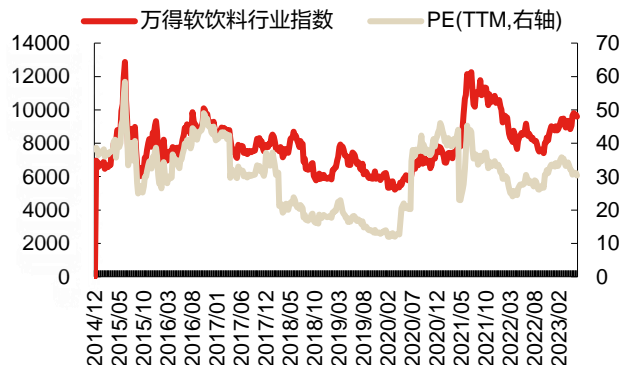


数据来源：欧睿国际、东方证券研究所

### ● 板块估值情况

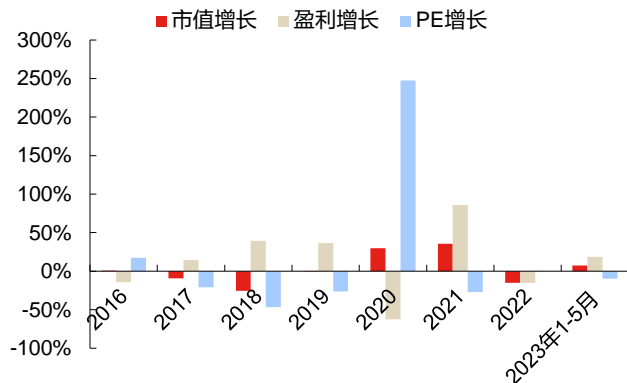
2023 年 1-5 月（截至 5 月 26 日），软饮料板块市值增长 7%，其中盈利增长 19%，PE 下降 10%。2023 年 5 月 26 日，板块 PE 约为 30 倍，估值较为合理；根据 Wind 一致预期，以 5 月 26 日为估值节点，2023、2024 年 PE 将降至 26、21 倍。

图 79：软饮料行业指数及市盈率情况



数据来源：Wind、东方证券研究所（估值时间为 2023 年 5 月 26 日）

图 80：软饮料板块市值增长的盈利和 PE 拆分



数据来源：Wind、东方证券研究所（采用万得软饮料行业指数 886044.WI）  
（2023 年 1-5 月数据截至 5 月 26 日）

从软饮料公司动态估值水平来看，当前农夫山泉、东鹏饮料、李子园、承德露露的预期 PE 处于 2019 年以来的 55% 百分位及以下，较为合理。当前农夫山泉、东鹏饮料、李子园、承德露露、香飘飘的预期 PE 处于 2014 年以来的 55% 百分位以下。

表 7：软饮料公司动态估值水平

未来 12 个月预期估值		农夫山泉	东鹏饮料	李子园	承德露露	养元饮品	香飘飘
当前估值		41	31	21	12	14	26
2019 年至今	最大值	99	82	50	22	18	35
	最小值	0	0	0	0	0	11

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2014 年至今	中间值	47	37	21	13	13	20
	百分位	41%	37%	41%	55%	80%	61%
	最大值	99	82	50	35	21	49
	最小值	0	0	0	0	0	0
	中间值	45	34	19	14	12	18
	百分位	41%	37%	41%	36%	66%	53%
2009 年至今	最大值	99	82	50	45	21	49
	最小值	0	0	0	0	0	0
	中间值	40	0	0	17	11	14
	百分位	41%	37%	41%	27%	66%	53%

资料来源：Wind、东方证券研究所（注：估值时间为 2023 年 6 月 8 日）

### ● 新消费需求崛起，细分赛道快速成长

在饮料整体增速放缓的背景下，受益于新的消费需求兴起，部分细分赛道正加速崛起，健康化、无糖化趋势明显。我们认为在消费升级的大趋势下，包括健康化、无糖化、品质升级、自然环保、功能性需求以及女性消费等因素是新赛道快速扩张的重要驱动力。由此，包装水、植物蛋白饮料、NFC 纯果汁、无糖茶饮、无糖气泡水、能量饮料、即饮咖啡、预调鸡尾酒等成为当下国内饮料赛道里的重要高景气赛道。

表 8：国内饮料高景气度赛道梳理

细分赛道	包装水	植物蛋白饮料	NFC 纯果汁	无糖茶饮	无糖气泡水	能量饮料	即饮咖啡	预调鸡尾酒
大类赛道	包装水	蛋白饮料	果汁饮料	茶饮料	碳酸饮料	功能饮料	咖啡饮料	酒精饮料
<b>重要驱动力</b>								
健康化	●	●	●	●	●			●
无糖化	●			●	●			
品质升级	●		●					
自然环保	●	●						
功能性需求						●	●	
女性消费					●			●
代表品牌	农夫山泉、华润怡宝、百岁山、景田、康师傅等	六个核桃、承德露露、维他奶等	农夫山泉 NFC、零度果坊等	东方树叶、三得利、伊藤园等	元气森林、农夫山泉是苏打水、喜小瓶等	红牛、东鹏特饮、乐虎等	雀巢、贝纳颂、星巴克等	RIO、冰锐、和乐怡、红动等
2022 年市场规模（亿元）	2260	1351	47	74	-	602	116	114
23-27 年 CAGR 预测	6%	-	16%	10%	-	7%	6%	13%

资料来源：欧睿国际、恒州诚思调研、东方证券研究所

**国内消费者愈发重视健康。**随着收入水平上升，居民在温饱的基础上更加关注健康等高阶需求。根据益普索的调查，2018 年到 2021 年中国消费者对健康的关注度由 71% 提升至 86%。健康化的需求衍生出无糖化、品质升级等多维度需求，是推动包装水、植物蛋白饮料、纯果汁、无糖茶饮等饮品的重要驱动力。

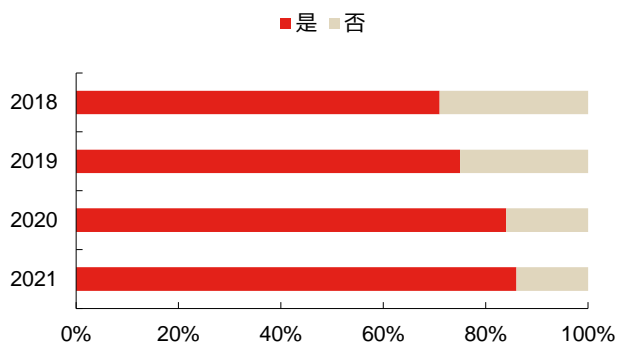
**无糖化以及低糖化成为重要需求趋势。**当下，全球居民普遍面临能量摄入过多而导致的糖尿病等疾病的困扰；根据 IDF 的数据，2015 年我国糖尿病患者达 1 亿人，2030 年预计将达到 1.4 亿人。结合益普索的调查，中国消费者对健康饮料需求的前五大考虑中，选择天然无添加的人占比最高，

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



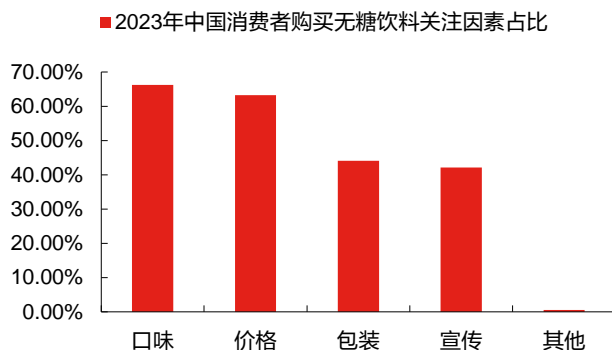
约为 36%，正契合无糖饮料的特点。同时，有 78% 的中国消费者表示，会考虑无糖饮料产品。随着消费者健康诉求提升，对糖分摄入愈发谨慎，饮料消费正由传统的含糖碳酸饮料、茶饮料、果汁饮料转向“无糖化”饮料。根据艾媒咨询，2023 年中国消费者购买无糖饮料时，对口味、价格的关注度较高，同时也关注包装、宣传等因素。

图 81：消费者是否比之前更关注健康



数据来源：益普索、东方证券研究所

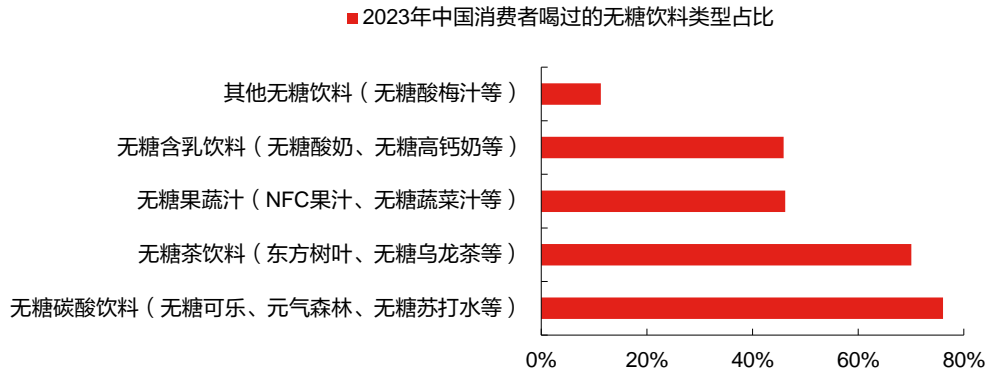
图 82：2023 年中国消费者购买无糖饮料关注因素占比



数据来源：艾媒咨询、东方证券研究所

细分品类，2023 年受中国消费者欢迎程度较高的无糖饮料包括无糖碳酸饮料（无糖可乐、元气森林、无糖苏打水等）、无糖茶饮料（东方树叶、无糖乌龙茶等）、无糖果蔬汁、无糖含乳饮料等，无糖饮料的品类趋向多元化，可供消费者的选择日益增多。

图 83：2023 年中国消费者喝过的无糖饮料类型占比



数据来源：艾媒咨询、东方证券研究所

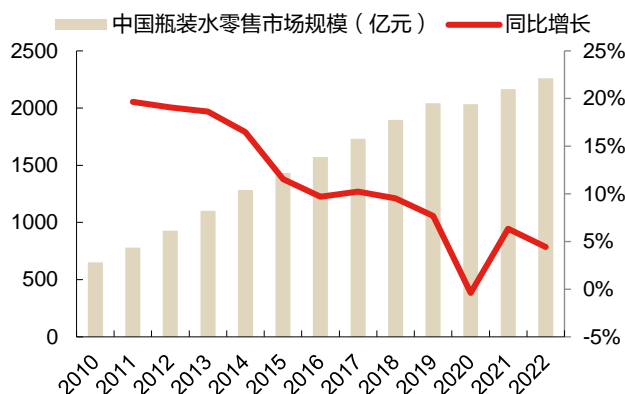
## 4.2 饮料龙头新品迭出，原料价格回落盈利有望改善

### 4.2.1 包装水茶饮无糖化发展，将受益原料价格回落

从细分板块上看，包装水为软饮类第一赛道。据欧睿国际的数据，2010 年到 2022 年，中国包装水零售市场规模从 652 亿元增长至 2260 亿元，CAGR 达到 10.9%。从包装水的不同消费场景来看，即饮多为小规格包装，稳定增长；会议、员工饮用等办公场景以及中大规格包装为主要的家庭日常消费增速领先。细分包装水行业各品类来看，源自自然水源的天然水、天然矿泉水增速较高，行业呈现高端化、健康化、天然化趋势。

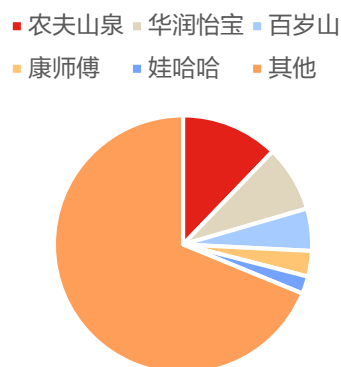
包装水行业中，农夫山泉稳居龙头地位，22年市场份额约12%，华润怡宝、百岁山、康师傅、娃哈哈市占率分别为8.3%、5.3%、3.2%、2.2%。

图 84：中国包装饮用水市场规模及增速



数据来源：欧睿国际、东方证券研究所

图 85：2022 年包装饮用水市场竞争格局

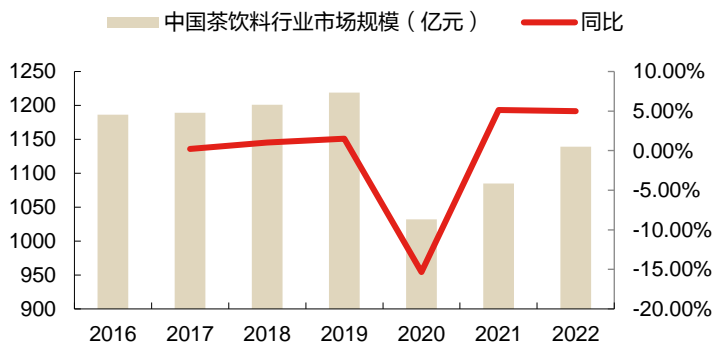


数据来源：欧睿国际、东方证券研究所

**茶饮行业渐入成熟期，无糖化趋势明显。**根据欧睿国际数据，其中 2020 年由于新冠疫情影响，行业整体规模下降，中国茶饮料行业市场规模为 1032 亿元。2021、2022 年中国茶饮料行业市场规模持续恢复，2022 年为 1139 亿元，同比增长 5.0%。

**无糖茶饮高速增长，提升空间充裕。**据 Frost & Sullivan，2016 年至 2020 年，无糖茶饮零售规模 CAGR 高达 37%，市场份额由 2% 提升至 7%，而含糖茶饮 CAGR 仅为 1%，茶饮行业无糖化趋势明显。

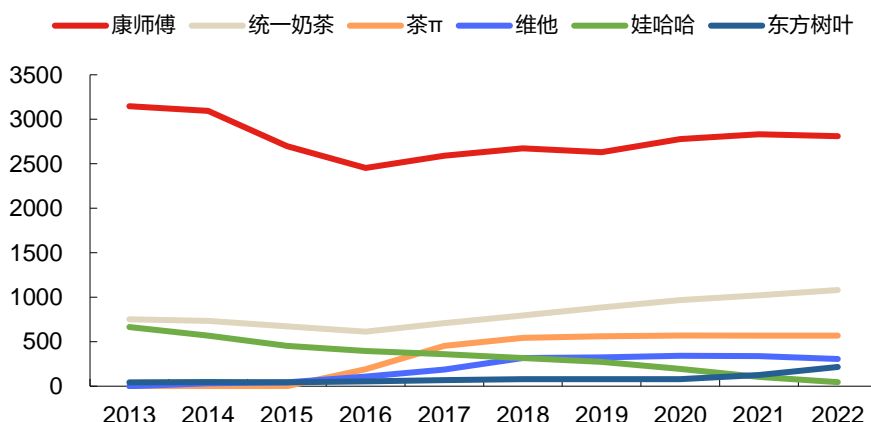
图 86：2016-2022 年国内茶饮料市场规模



数据来源：欧睿国际、东方证券研究所

**竞争格局松动，新旧品牌趋势分化。**据欧睿国际，近年来康师傅、娃哈哈等传统品牌零售销量增长趋缓或出现下降趋势，东方树叶零售销量持续上升，茶π在经历 16-19 年的快速增长后增速放缓。从销量来看，国内茶饮行业竞争格局出现变化，传统品牌面临品牌老化、销量下滑，新品牌则凭借精准的市场定位、营销曝光等获得消费者青睐。

图 87：近年来国内主要品牌茶饮零售销量（百万升）

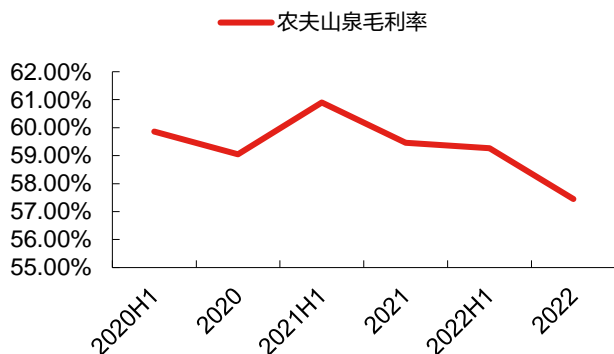


资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

### ● 受益 PET 瓶价格下降，茶饮企业有望展现利润弹性

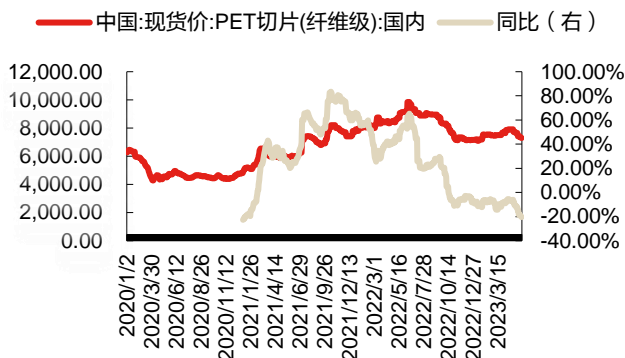
2022H1，原油价格上涨导致下游产品 PET 等原料价格也出现明显上涨，对茶饮企业的盈利能力造成不利影响。2022 年，农夫山泉毛利率为 57.45%，同比下降 2.01pct。2022H2 以来至 2023 年 6 月 7 日，国内 PET 切片价格持续回落，距离高点下滑约 26%，将缓解茶饮企业成本压力，茶饮企业具有利润弹性。

图 88：农夫山泉毛利率



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 89：国内 PET 切片价格（元/吨）及同比增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

### ● 农夫山泉稳定成长，新品频出巩固增长基础

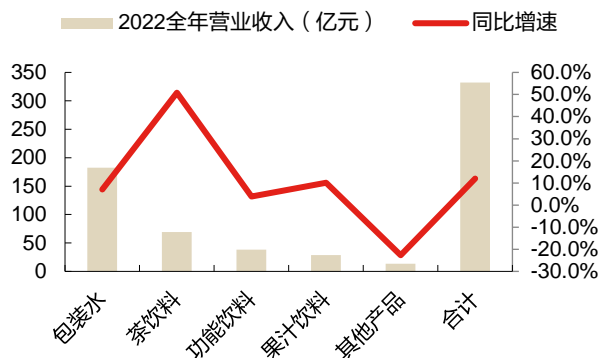
虽然有疫情的冲击，2022 年农夫山泉整体实现增长，体现了软饮料龙头公司的较强竞争力底蕴。包装水、茶饮料、功能饮料、果汁饮料和其他产品的营业收入分别同比增长 7.1%、50.8%、3.9%、10.1%和-22.7%，合计增长 11.9%；营业利润分别增长 27.5%、109.6%、42.2%、47.0%和 79.4%，合计增长 44.9%。

22 年以来公司继续通过推出新品的方式拓展增长点，茶π推出柑普柠檬茶和青提乌龙茶新口味、西柚茉莉花茶和柚子绿茶 900ml 畅饮装等。东方树叶推出季节限定新品龙井新茶、桂花乌龙。农夫果园推出五款全新升级 30%果汁饮料。炭久创新推出精品咖啡产品耶加雪菲的即饮咖啡。此外，公司推出全新碳酸茶系列产品汽茶，包含百香乌龙、青柑普洱、黄皮茉莉三种创新口味。

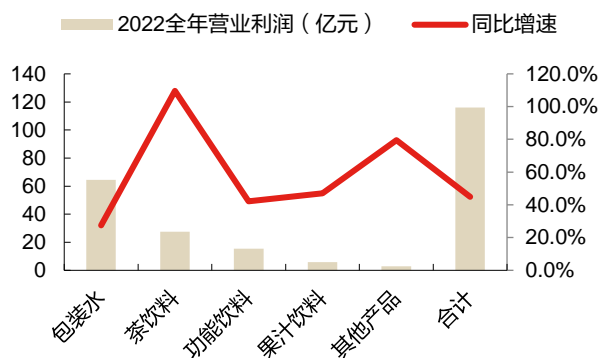
图 90：农夫山泉 2022 年分板块营业收入及增速

图 91：农夫山泉 2022 年分板块营业利润及增速

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



数据来源：公司公告、东方证券研究所



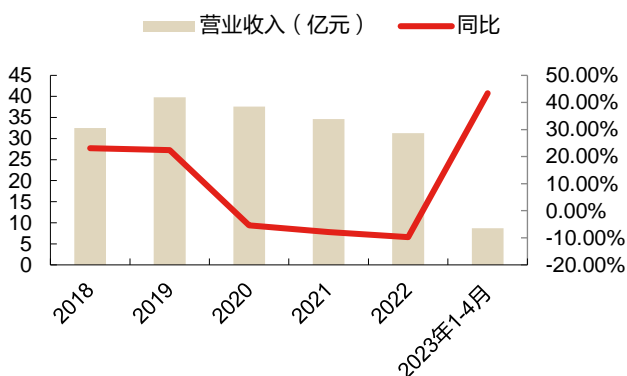
数据来源：公司公告、东方证券研究所

### ● 香飘飘即饮板块占比提升，新品受到市场关注

**持续发力即饮板块，冲泡提价盈利提升。**香飘飘在稳固冲泡板块基本盘的基础上，即饮板块持续发力。2023Q1，即饮类实现收入 2.12 亿元，同比增长 34.3%。22 年，公司核心聚焦 70 城，提升即饮业务销售势能；武汉、长沙、成都等重点城市即饮产品的销售额增速均超过 15%。2018-2022 年，即饮类占收入比重从 13%提升至 21%。冲泡板块，公司从 2022 年 2 月起对经典、好料系列实施提价，22Q3 提价基本完成，22Q4 提价策略在销售旺季执行到位，提升产品营收、盈利能力。

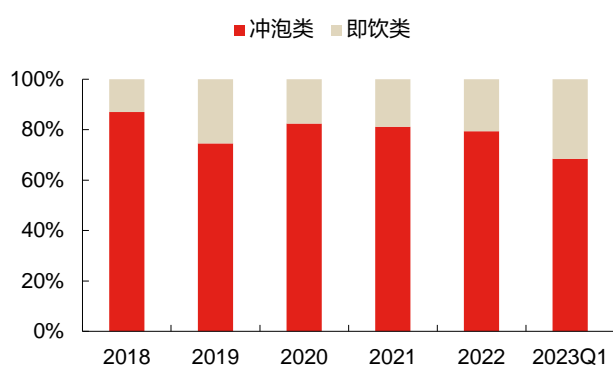
**公司积极推新，新品制造亮点。**22 年，公司积极推出冲泡类、即饮类新品，包括香飘飘芝芝/生椰牛乳茶、珍珠牛乳茶，MECO 荔枝百香、芒果芭乐新口味果汁茶、瓶装果汁茶“有梅有鸭”、香飘飘瓶装牛乳茶、兰芳园冻柠茶、联名款燕麦奶茶等，其中兰芳园冻柠茶、香飘飘瓶装牛乳茶为公司重点投入的新品，于 23 年 3 月开始铺货，Q1 销售额即达到 3500 万元。

图 92：香飘飘营业收入及同比增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 93：香飘飘冲泡类、即饮类收入占比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

## 4.2.2 能量饮料持续扩容，东鹏饮料推进全国化布局

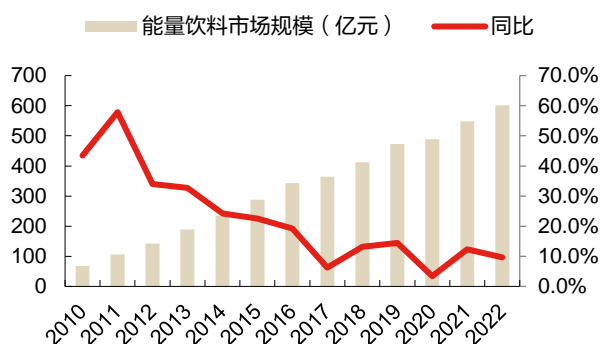
### ● 能量饮料市场高成长，东鹏特饮份额提升

生活和工作节奏加快是当下重要的社会变化之一。《2019 年中国人睡眠白皮书》的数据显示，每天熬夜的人群中 90 后超四成、00 后近三成，年轻群体的睡眠时间倾向于推迟。快节奏的生活习惯下，消费者的提神需求上行，加班、熬夜等场景中咖啡饮料、能量饮料的消费量保持增长。

据欧睿国际数据，除了受 2020 年疫情影响下滑，近年来能量饮料的市场规模保持较高增速。2022 年，国内能量饮料市场规模达到约 602 亿元（17-22CAGR+10.5%）。对比海外市场，2022 年中国能量饮料人均销量约为美国的 1/5、日本的 1/2，国内能量饮料仍有很大提升空间。

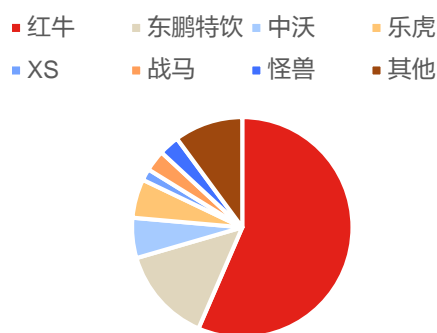
从竞争格局来看，能量饮料市场中红牛仍占据第一的位置，但由于华彬集团和泰国天丝之间的商标纠纷原因，华彬红牛面临合资工厂停产、泰国天丝停供香料、不能打广告等负面影响，这为国内能量品牌提供了良好的抢占市场份额的机会。目前国内品牌中，东鹏特饮的领先位置，体量和知名度逐步接近红牛，处于行业第二的位置，未来通过持续的营销宣传、渠道建设以及品类推广等，东鹏特饮仍有很大的成长空间。

图 94：2010-2022 年能量饮料零售市场规模（亿元）



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

图 95：2022 年国内主要能量饮料品牌销量市场份额



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

### ● 东鹏饮料省外区域快速增长，毛利率边际改善

以广东为基地市场，东鹏饮料积极推动全国化布局。22 年，公司省外市场增长受疫情影响较小，华东、华中、广西、西南、华北地区收入分别同比增长 32.4%、39.9%、26.8%、56.8%、80.4%，省外市场高速增长。公司经销商数量继续提升，截止 23Q1 达到 2793 家，较年初增加 14 家，同比增加 355 家。截至 23 年 4 月 21 日，公司在全国的活跃终端网点数量超过 300 万家，相较 21 年年末增长近 100 万家。

国内功能饮料市场仍处于快速成长阶段，公司在省外市场仍有较多的空白市场可以开拓，行业成长叠加招商铺货，公司未来几年仍有望保持较高的增速。终端操作上，公司通过冰柜投放、冰冻化陈列等方式提升产品曝光度，推动产品动销改善。22 年，公司推出生榨油柑汁等新品，继续丰富产品矩阵，对于打造新的增长点具有重要意义。

图 96：东鹏饮料不同区域营业收入增速

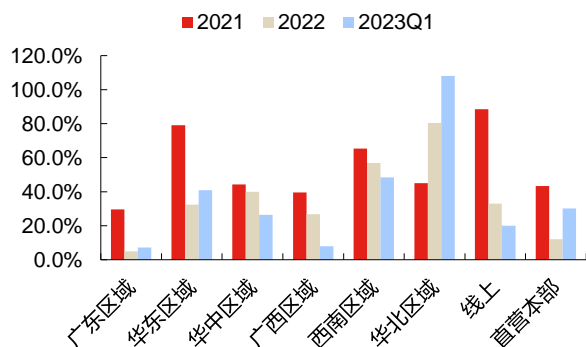
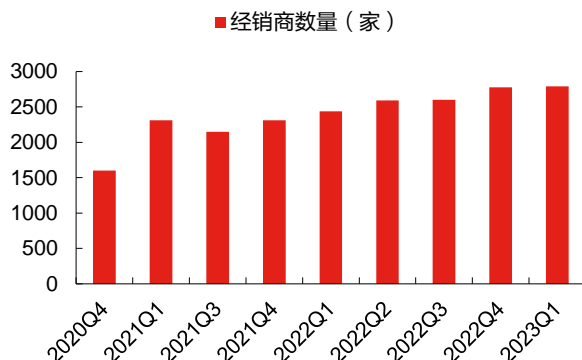


图 97：东鹏饮料经销商数量



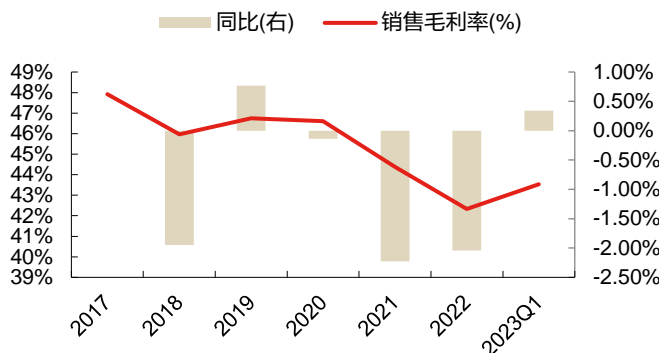
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：公司公告、东方证券研究所

聚酯切片（PET）、白砂糖原材料成本上涨对 22 年公司盈利造成较大的压力，随着大宗商品的价格迎来拐点，公司未来原材料成本有望迎来拐点，进而改善毛利率水平。边际上，聚酯切片的价格在 22 年 6 月份已经见顶，23H1 开始出现回落的趋势；白砂糖价格目前处于相对高位，但总体来看公司成本压力有所缓解，23Q1 毛利率同比增加 0.34pct。

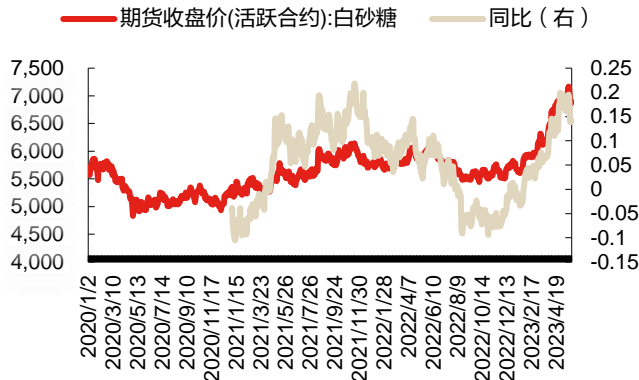
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 98：东鹏饮料毛利率及同比增减



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 99：白砂糖价格（元/吨）及同比增速



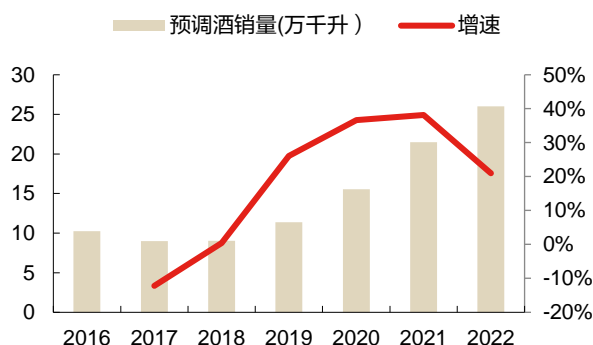
数据来源：Wind、东方证券研究所

### 4.2.3 预调酒市场快速增长，百润新品强爽势头强劲

#### ● 预调酒行业稳步增长，竞争良性趋向多元化

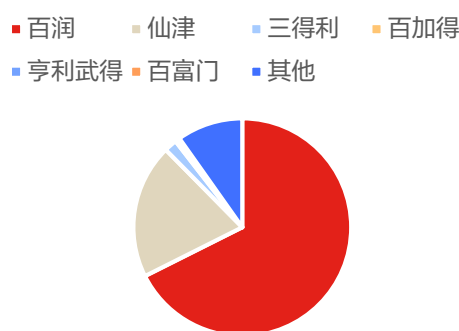
预调酒在国内仍处于发展的早期阶段，市场规模稳步增长；19-22 年，行业规模从 11 万千升增至 26 万千升，CAGR 高达 31.7%，2022 年同比增长 21%，预计未来将持续稳步增长。百润股份作为预调酒行业的龙头企业，其旗下品牌锐澳展现多方位优势，份额稳居预调酒第一，市占率达 67.60%。

图 100：2016-2022 年国内预调酒销量及增速



数据来源：欧睿国际、东方证券研究所

图 101：2022 年国内预调酒行业市场竞争格局



数据来源：欧睿国际、东方证券研究所

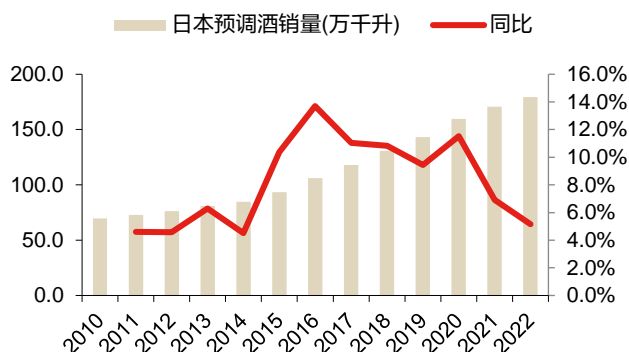
海外预调酒延续扩容趋势，相对比国内预调酒市场仍有较大发展空间。2022 年，美国、日本预调酒销量为 297.9、179.4 万千升，分别同比增加 16.4%、5.2%，仍处于稳步增长阶段。2017-2022 年，美国、日本预调酒销量 CAGR 分别为 27.7%、8.7%。2022 年，我国预调酒销量仅为 26 万千升，人均销量低于 0.2 升/人，对标美、日，存在较大提升空间。

图 102：日本预调酒销量及增速

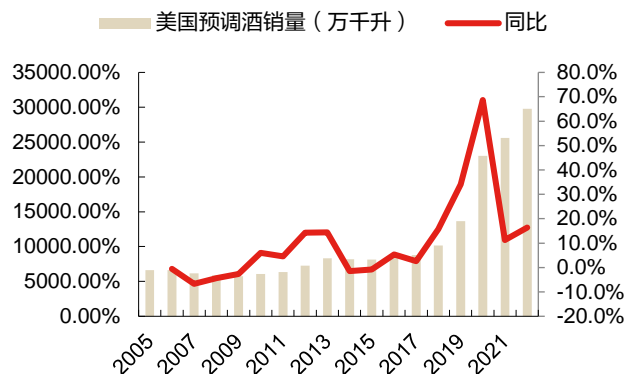
图 103：美国预调酒销量及增速

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。










数据来源：欧睿国际、东方证券研究所



数据来源：欧睿国际、东方证券研究所

**竞争从同质化转向差异化，行业健康度提升。**14-15 年，随着 Rio 品牌规模快速增长，一批仿冒品牌随之出现，在产品、包装、宣传等方面与 Rio 相似度高，市场呈现较激烈的恶性竞争。当前阶段，公司主要竞品包括贝瑞甜心、梅见、红动、夏日纷、空卡等品牌，这些品牌在品牌调性、细分赛道、产品口味、包装、消费场景等方面有所差异，行业竞争格局转向健康式发展。

表 9：国内预调酒重要产品对比

竞品	细分赛道	品牌特征	渠道布局	核心市场	图片
贝瑞甜心	果酒	真果发酵	以线上渠道为主，已进驻各个流通渠道的核心 CVS、KA 等，将布局餐饮渠道	华东一二线城市为主，辐射全国近 20 个省份	
红动	果酒	主打“天然养生”概念	大商制，经销商网络布局较深	泛全国化布局	
夏日纷	果酒	以治愈为品牌基调，绑定户外场景	以商超渠道为主，加上传统、KA 渠道	区域布局	
空卡	配制酒、苏打酒	主打大众消费、潮流感	主攻大流通、商超等渠道	区域布局，广东、湖南、四川等省份增速较快	
Rio	配制酒	低度多口味、自带潮流属性	线上下全面布局，线下以 KA 和传统渠道为主	布局全国市场，部分下沉至乡镇	

资料来源：新商业情报、糖酒快讯、Foodaily 每日食品、小食代、东方证券研究所

### ● 百润强爽势头强劲，华北市场展现高增速

**2022 年以来，百润股份加强 RIO 的营销动作，肖战代言贡献较大热度。**公司近年来邀请多位明星为 Rio 品牌进行代言，取得不错效果。2019 年以前，RIO 营销强调打造女性饮用的场景，代言明星主要以女性为主，通过强调“女生也可以喝”来拓展性别界限。2019 年以来，公司代言明星中男性占比有所增加，主要因公司推出的新品清爽、强爽酒精度有所提升，男性消费群体占比增大。此外，各位代言明星各自传达不同的情感、个性等状态，有助于拓宽产品的消费场景。2022 年 9 月，公司公告肖战成为全系列产品全球代言人，有助于提升公司产品的热度。

22 年强爽的营销活动持续加强：3 月开展强爽 8 度不信邪挑战活动，同时配合校园线下活动；7 月，植入综艺《快乐再出发》；9 月，和游戏永劫无间联名。一系列活动后，9 月强爽在抖音和小红书平台上爆火，在搜索指数、抖音品牌榜上均有亮眼的表现。**从销售表现来看，强爽动销强**

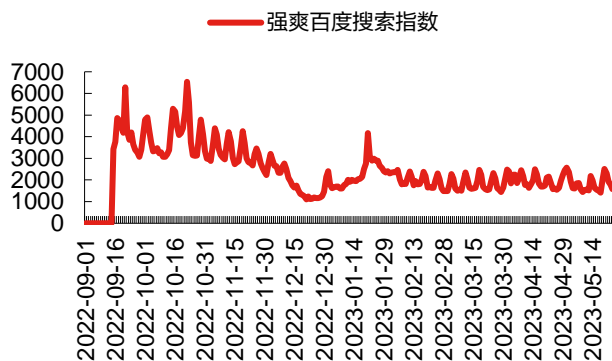
劲，终端复购率较高，2023 年前 4 月强爽销售额占总体销售额比重约 50%，已然成为核心大单品。

图 104：肖战代言 RIO 清爽



数据来源：微博、东方证券研究所

图 105：强爽百度搜索指数

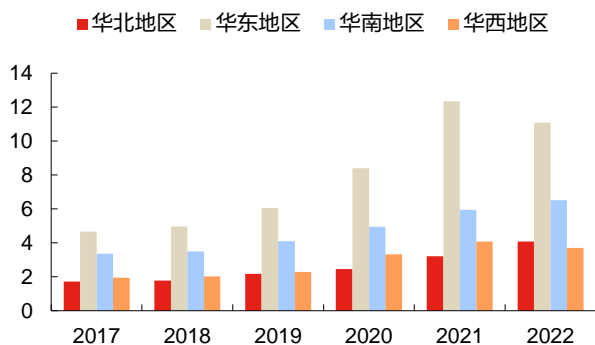


数据来源：百度、东方证券研究所

**百润渠道建设稳步推进，加强全国化扩张。**2022 年，公司分地区收入中，华北、华东、华南和华西地区分别为 4.1 亿元、11.1 亿元、6.5 亿元和 3.7 亿元，华东地区仍是公司收入的主要来源，占比 44%；其他地区收入占比为 56%（yoy+4.6pct）；**华北市场收入同比增长 26.7%，增速领先，成为公司新兴的潜力市场。**前期公司区域发展的重点在一二线城市以及沿海市场等，预计未来公司在华北等区域的扩张和下沉空间仍较大。

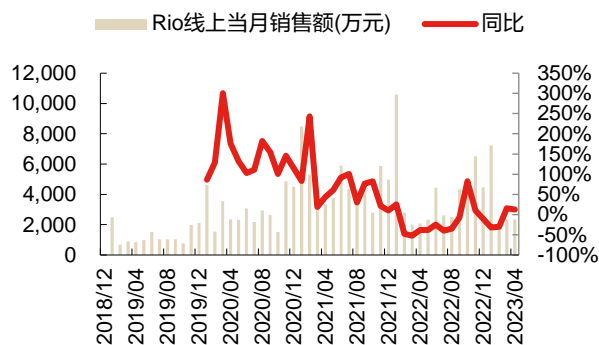
线上渠道方面，2022 年以来整体表现弱势，1-9 月累计同比下滑 23%；但随着强爽的出圈，10 月当月增速达到 82%，1-12 月累计降幅收窄至 13.5%。23 年 1-4 月 Rio 线上累计销售额同比下滑 21%，预计主要因去年同期疫情封控下线上销售基数较高。

图 106：百润股份分地区收入规模（亿元）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 107：RIO 线上当月销售额（京东+淘系）及增速



资料来源：datayes、东方证券研究所

### 4.3 软饮料标的推荐

#### ● 农夫山泉(09633，买入)

公司是国内包装水行业龙头，同时在茶、果汁等细分赛道位于前列。我国包装水行业维持增长，预计农夫山泉品牌量、价均存在提升空间。软饮料赛道较为广阔，公司在茶饮料领域顺应健康化、无糖化趋势，发力东方树叶、茶兀等品牌，近年来取得高速增长，成功打造第二增长曲线。公司不断研发差异化新品、完善渠道体系，竞争力持续提升。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

● 香飘飘(603711, 买入)

公司基本盘冲泡板块稳定，产品提价、原料价格下降将提振收入和盈利。近年来加速发力即饮板块，打造第二增长曲线，板块发展态势较好，占收入比重持续提升。公司积极推出多元化新品，重点发力的新品冻柠茶、瓶装牛乳茶取得一定销售成果，有望持续贡献增量。

● 东鹏饮料(605499, 买入)

公司收入及份额在能量饮料行业中排名第二，“东鹏特饮”品牌为广大消费者熟知。公司生产基地建立在全国多个主要地区，销售网络覆盖全国超过 300 万家终端门店，销售范围辐射全国。行业龙头中国红牛与泰国红牛商标权之争仍未结束，公司有望实现弯道超车。

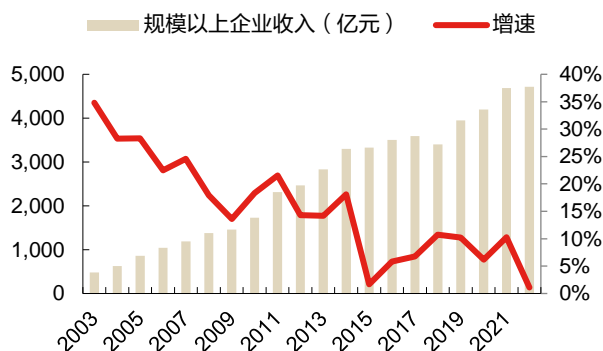
## 五、乳品：奶价下行格局改善，关注细分赛道机会

### 5.1 乳品整体稳定增长，液奶增速边际放缓

● 乳制品行业中长期有望保持个位数增长趋势

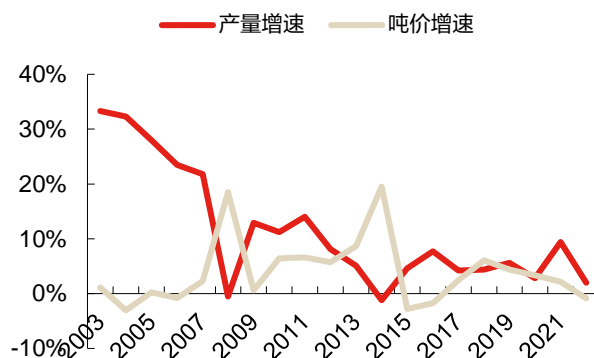
2022 年，我国规模以上乳制品企业营收为 4717 亿元，同比增长 1.1%；拆分量价，产量增长 2.0%，吨价下滑 0.9%。我们预期未来中长期规模以上乳制品企业营收仍将保持个位数增长趋势。

图 108：国内规模以上乳制品企业营业收入及增速



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图 109：国内规模以上乳制品企业营业收入的量价拆分

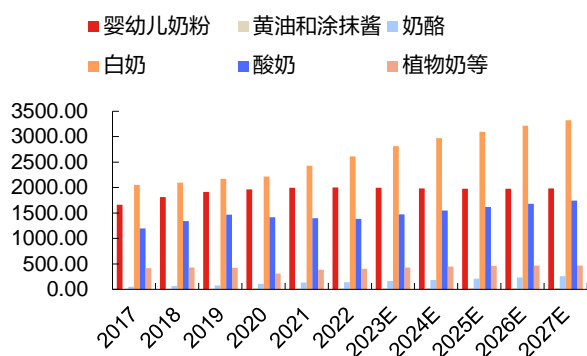


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

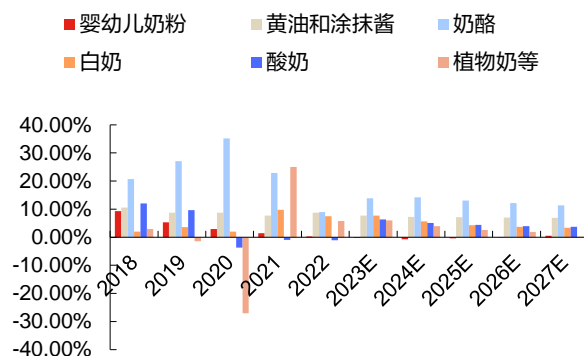
拆分类别来看，据欧睿国际的数据：2022 年，白奶（包括常温、低温白奶）、酸奶（包括常温、低温酸奶）、婴幼儿奶粉、植物奶、奶酪的规模分别为 2613.26、1386.17、2001.36、406.76、142.94 亿元。从增速来看，2022 年奶酪、黄油和涂抹酱、白奶、植物奶规模增速分别为 9.0%、8.7%、7.4%、5.8%，排名领先；奶酪当前基数较小，处于高速增长阶段；白奶受益于营养摄入需求提升，增速较高。展望 2023 年，预计奶酪仍将保持较快增速，白奶将保持个位数稳定增长。

图 110：国内乳制品零售市场规模拆分（亿元）

图 111：国内不同类别乳制品零售市场规模增速及预测



数据来源：欧睿国际、东方证券研究所

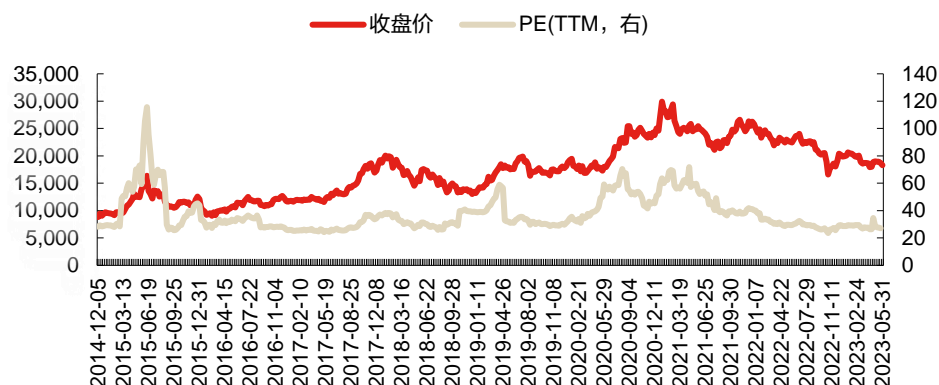


数据来源：欧睿国际、东方证券研究所

## ● 板块估值水平分析

2023 年 1-5 月，乳制品行业指数（中信）相比年初下滑 8%。

图 112：乳制品行业指数（中信）收盘价和 PE（TTM）



数据来源：Wind、东方证券研究所（注：指数代码为 CI005331.WI）

分公司，乳品个股（除天润乳业）当前估值预期都处于 2019 年以来的 30% 百分位以内，整体估值水平较低。天润乳业当前估值预期处于 2019 年以来的 40% 百分位以内，较为合理。

表 10：乳制品公司动态估值水平

未来 12 个月预期估值	伊利股份	蒙牛乳业	三元股份	光明乳业	新乳业	天润乳业	熊猫乳品	妙可蓝多	贝因美
当前估值	16	16	21	22	24	21	31	28	12
最大值	35	34	63	43	60	31	68	88	79
2019 年									
最小值	15	13	21	15	17	16	19	25	12
至今									
中间值	21	20	31	22	25	21	29	35	27
百分位	6%	15%	1%	22%	16%	36%	24%	6%	0%
最大值	35	34	263	43	60	57	68	88	318
2014 年									
最小值	14	13	-1,968	15	17	16	19	25	12
至今									
中间值	20	21	38	22	25	21	29	35	27
百分位	11%	17%	89%	24%	16%	13%	24%	6%	0%
最大值	35	34	263	59	60	57	68	88	318
2009 年									
最小值	14	13	-1,968	15	17	16	19	6	12
至今									
中间值	20	20	41	24	25	21	29	34	27
百分位	11%	17%	89%	16%	16%	13%	24%	27%	0%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

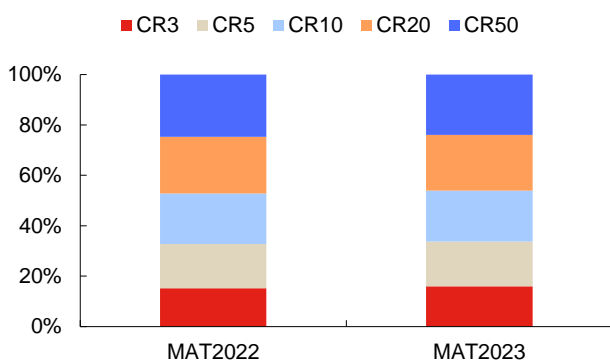
资料来源：Wind、东方证券研究所（注：估值时间为 2023 年 6 月 8 日）

### ● 牛奶集中度提升，高营养产品增速居前

**牛奶集中度提升，龙头地位稳固。**根据京东发布的《2023 年京东牛奶趋势洞察白皮书》，MAT2023 京东平台牛奶品牌集中度进一步提升，CR3 由 59%提升至 65%，CR5 由 68%提升至 72%，CR10 达到 82%。蒙牛、伊利、三元等龙头品牌稳居前三名。

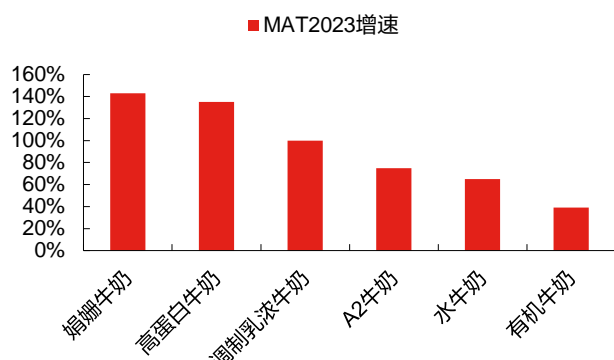
**高营养牛奶增速居前，多元化产品百花齐放。**MAT2023，京东平台上娟姗牛奶、高蛋白牛奶、A2 牛奶、有机牛奶等高蛋白、高钙产品增速居前，体现消费者对于营养摄入的需求愈发明显。调制乳浓牛奶、水牛奶等增速较高，多元化产品获得青睐。

图 113：京东牛奶品牌竞争格局



数据来源：京东、央广网、东方证券研究所

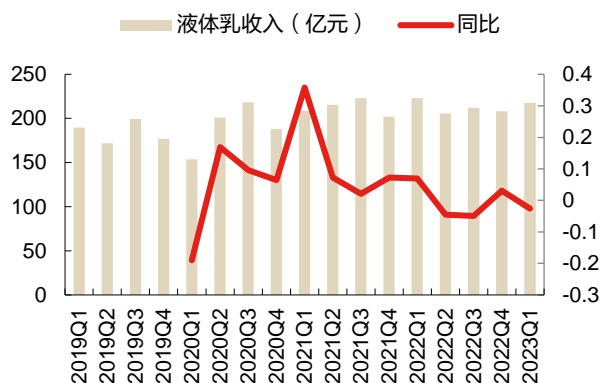
图 114：MAT2023 京东不同品类牛奶增速



数据来源：京东、央广网、东方证券研究所

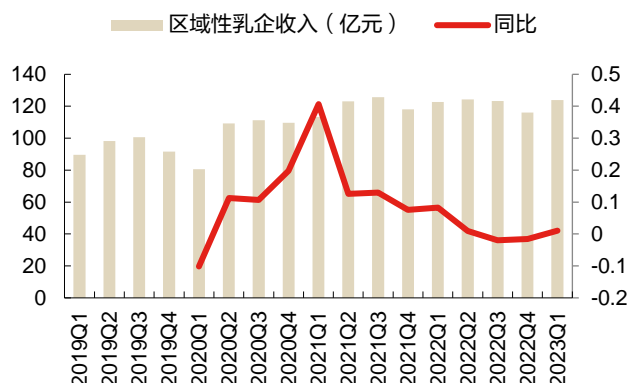
伊利股份 2022 年、2023Q1 实现液体乳收入 849.26 亿元（yoy+0.02%）、217.41 亿元（yoy-2.6%）；而以光明乳业、三元股份、新乳业和天润乳业为代表的区域市场收入占比较高的乳业，2022 年液体乳收入合计增速为 1.3%，2023Q1 增速为 1.1%，均出现收入增速放缓的趋势。预计弱消费复苏的背景下，居民消费力受到一定影响。

图 115：伊利股份单季度液体乳收入及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 116：区域性乳企单季度收入及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

## 5.2 鲜奶奶酪保持高增，奶粉份额向头部集中

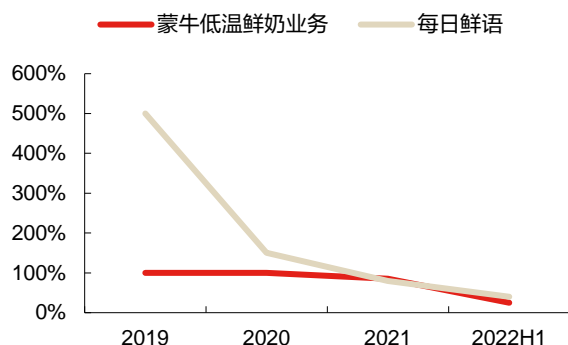
受液奶增速放缓影响，国内乳制品企业加大布局新品类，主要方向包括低温鲜奶、奶粉和奶酪等。

### ● 低温鲜奶：受益于消费升级，鲜奶增速较高

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

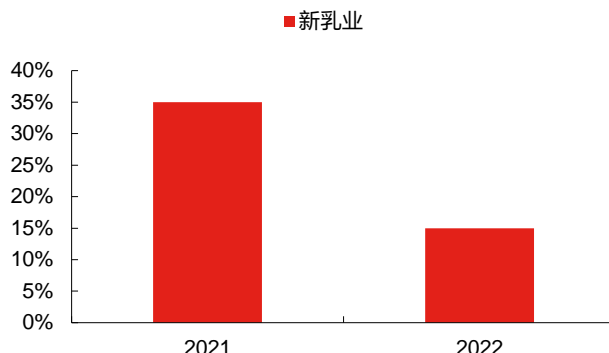
随着居民健康意识增强及消费水平提升，消费趋势逐渐从常温白奶向低温鲜奶升级。头部企业中，蒙牛、伊利、光明等加速布局。蒙牛乳业低温鲜奶业务 19 年、20 年、21 年、22H1 的收入增速分别达 100%、100%、85%和 25%，其中每日鲜语品牌收入增速分别达到 500%、150%、80%和 40%。2022 年全年，每日鲜语实现高于市场水平的高速增长。22H1，伊利股份低温鲜奶业务增速超过 40%；2022 年，新乳业鲜奶业务增速超过 15%，保持双位数增长。

图 117：蒙牛低温鲜奶业务和每日鲜语销售额同比增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 118：新乳业鲜奶业务增速

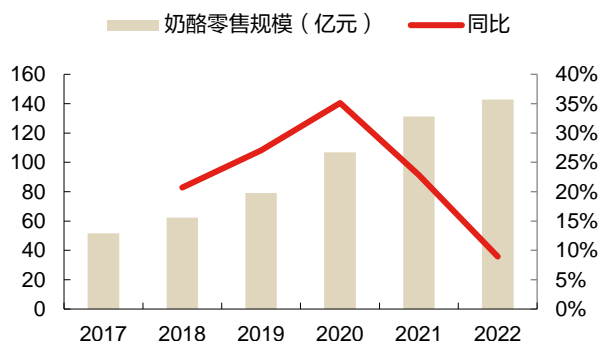


数据来源：公司公告、第一财经、中国经济网、东方证券研究所

### ● 奶酪：行业处于发展初期增长空间大，原料价格回落有望推动盈利提升

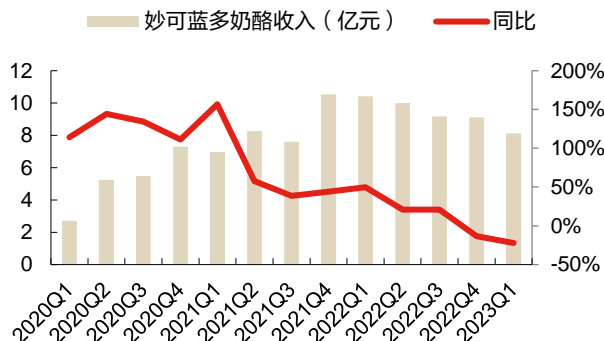
奶酪在国内仍处于产业发展的早期阶段，人均消费量低，未来增长空间大。据欧睿，2022 年我国奶酪零售端市场规模为 142.9 亿元，同比增长 9.0%。根据中国奶业协会《奶酪创新发展助力奶业竞争力提升三年行动方案》，到 2025 年全国奶酪产量达到 50 万吨，奶酪零售市场规模突破 300 亿元。从市场格局来看，根据凯度消费者指数家庭样本组，2022 年妙可蓝多奶酪市场占有率超过 35%，奶酪棒市场占有率超过 40%，稳居行业第一并持续扩大领先优势。伊利奶酪业务也快速成长，根据欧睿国际，2022 年伊利奶酪市场份额已经排名国产第二。

图 119：国内奶酪零售市场规模及增速



数据来源：公司公告、欧睿国际、东方证券研究所

图 120：妙可蓝多奶酪业务收入及增速



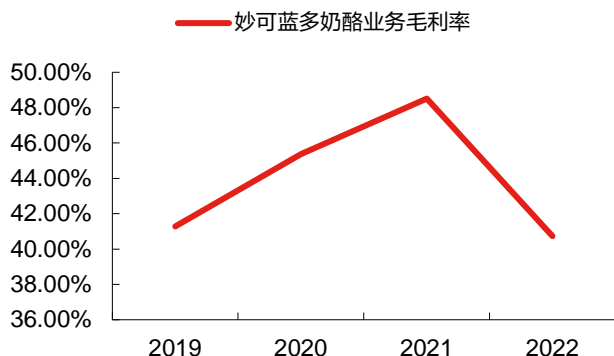
数据来源：公司公告、东方证券研究所

2021H2 至 2022 年初，干酪价格持续提升，导致奶酪企业盈利承压。2022 年，妙可蓝多奶酪业务毛利率为 40.7%，同比下滑 7.8pct。2022 年 4 月以来，干酪价格回落，23 年 6 月 6 日较 22 年 4 月高点下滑 28%；以妙可蓝多为代表的奶酪企业有望受益。

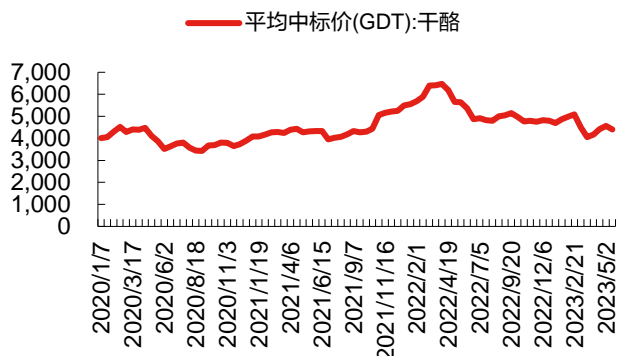
图 121：妙可蓝多奶酪业务毛利率

图 122：干酪平均中标价（美元/吨）





数据来源：公司公告、东方证券研究所



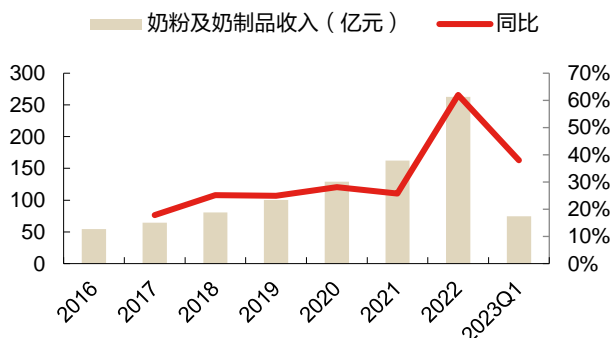
数据来源：Wind、东方证券研究所

### ● 奶粉：出生人口有望企稳回升，新国标下份额向头部集中

近年来，我国年新生儿人口数量持续下滑，2022 年为 956 万人，同比下滑 10.0%；我国实施三孩政策，各地政府纷纷推出三孩政策配套措施，有望支撑出生人口企稳回升，进而支撑婴配粉的市场规模增长。2023 年 2 月，我国奶粉新国标正式出台，行业加速洗牌，市场份额向具备技术优势和产品优势的头部企业集中，中国飞鹤等头部企业将受益。

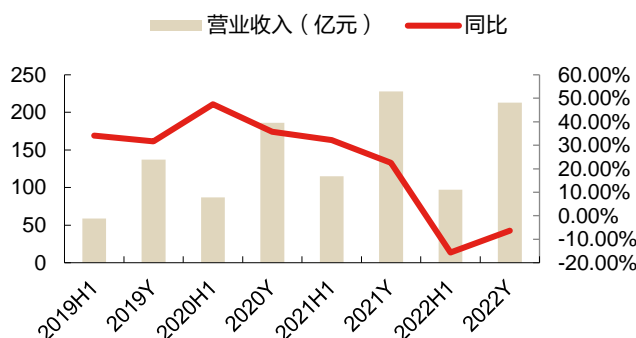
2022 年，伊利股份奶粉及奶制品收入 263.6 亿，同比增长 62%，高速增长主要来源于澳优并表等；23Q1，伊利奶粉及奶制品收入 74.4 亿，同比增长 38%，仍维持较高增速。中国飞鹤在 2022 年实现收入 213.1 亿，同比下滑 6%，主要因公司在 22 年上半年主动调整渠道库存。公司新品卓睿渠道推力较强，月销售突破并站稳 3 亿元，22 年全渠道份额增速领先。

图 123：伊利奶粉及奶制品收入及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 124：中国飞鹤营业收入及增速



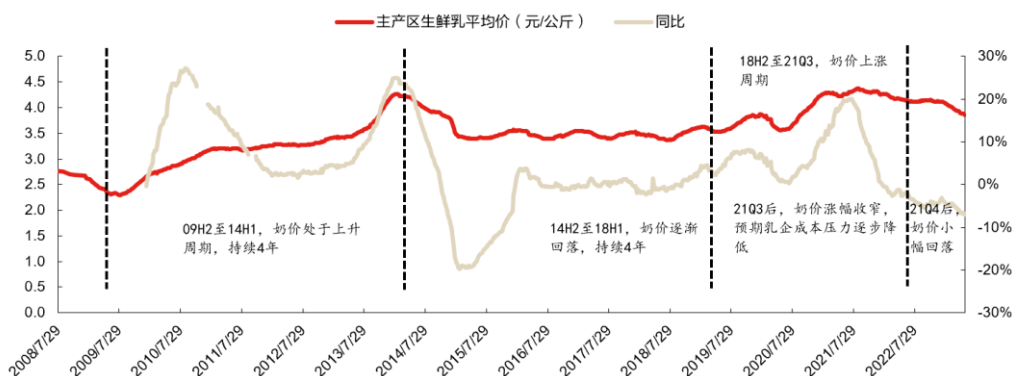
数据来源：公司公告、东方证券研究所

## 5.3 奶价下行、结构优化叠加费控，头部乳企盈利有望增长

### ● 原奶供给逐步改善，奶价持续回落，后期奶价降幅可能收窄

2021Q4 起，我国原奶价格步入小幅回调区间；2023 年 5 月，我国原奶均价为 3.88 元/公斤，同比下滑 6.7%；23 年 5 月 24 日原奶价格相较于 2021 年 8 月高点下降 11.9%，乳企成本压力逐渐缓解。

图 125：国内生鲜乳价格走势复盘

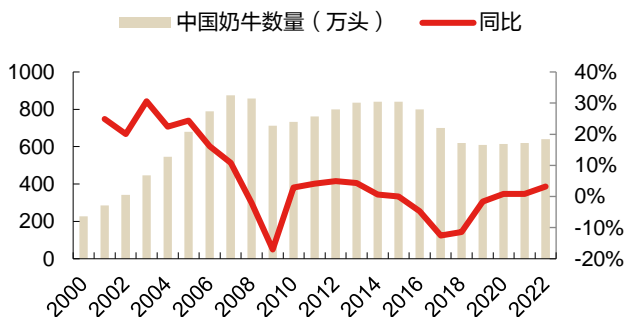


资料来源：Wind、农村农业部、东方证券研究所

从供给角度来看，奶价下滑主要受益于上游牧场产能扩张。2022 年，我国奶牛数量达到 640 万头，同比增长 3.2%，相比 2019 年增长 4.9%，主要因奶价上涨周期中乳企联合上游牧场积极扩充原奶产能。

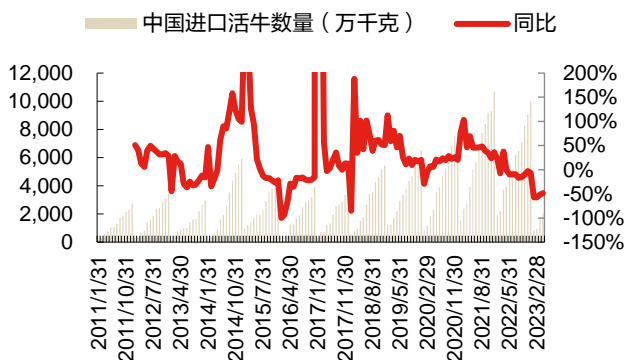
从进口端来看，2021 年、2022 年、2023 年 1-4 月我国进口活牛数量分别同比+36%、-7%、-48%，边际减少，预计将对原奶价格形成一定支撑，后期奶价降幅可能收窄。

图 126：中国奶牛数量及增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 127：我国活牛进口月度累计数量及增速

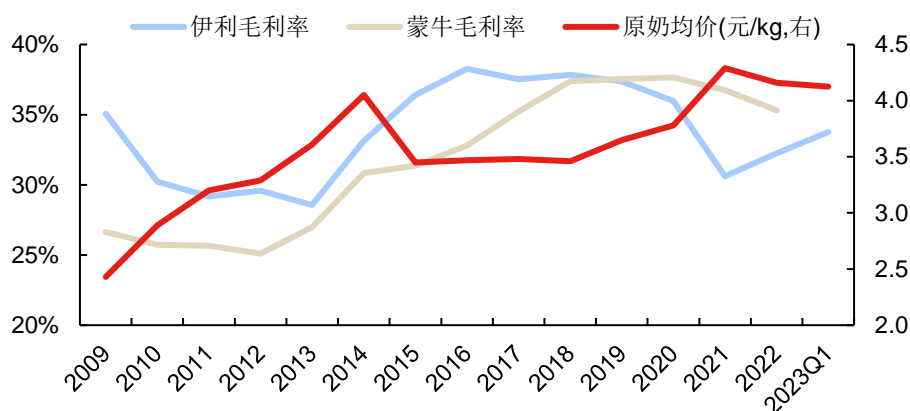


数据来源：Wind、东方证券研究所

### ● 奶价下行、结构优化叠加费用控制，看好后期盈利增长

回顾历史，原奶价格上行阶段，乳企毛利率承压；原奶价格下行阶段，乳企毛利率则有望受益。

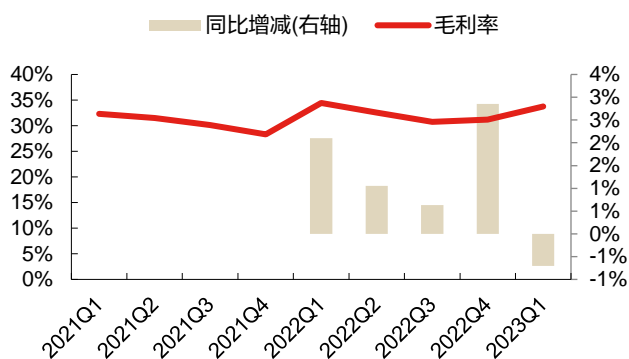
图 128：伊利股份、蒙牛乳业毛利率与原奶价格走势的关系



数据来源：公司公告、农业农村部、东方证券研究所

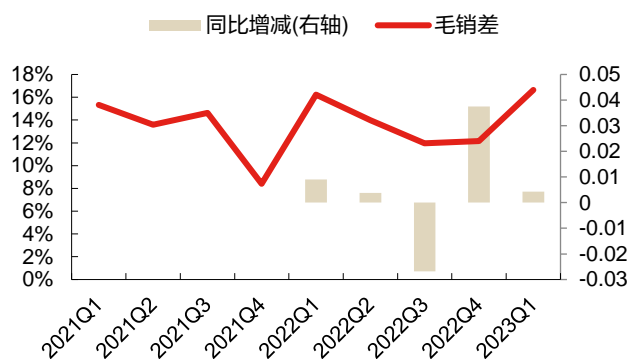
受益于原奶价格下降以及奶粉等高毛利产品占比提升，伊利股份 2022 年毛利率同比提升 1.64pct。2023Q1，伊利股份毛利率同比下滑 0.70pct，但受益于销售费用率同比收缩，毛销差同比提升 0.42pct。在原奶价格下降的周期内，仍需重点关注乳企费用投放的节奏。

图 129：伊利股份毛利率及同比增减



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 130：伊利股份毛销差及增减



数据来源：Wind、东方证券研究所

## 5.4 乳制品板块建议关注

### ● 伊利股份(600887, 未评级)

公司是国内乳制品龙头企业，产品、品牌和渠道能力市场领先。公司主要产品中，高端白奶金典受益于消费者对营养需求的崛起和消费升级；安慕希通过口味更新、包装升级等方式推动结构升级；奶粉和奶酪、冷饮等细分品类目前延续高增长，结构优化下引领公司盈利提升。

### ● 蒙牛乳业(02319, 买入)

公司收入及份额在行业居前，股东和战略合作方资源丰富，液奶市占率位列行业第二。从业务条线看，蒙牛液奶端发力高端白奶特仑苏和纯甄两大战略单品，低温鲜奶发展行业领先；奶酪业务通过收购妙可蓝多加速发展。在原奶价格下降和竞争趋缓的趋势下，公司盈利能力有望进一步上行。

## 六、风险提示

- **疫情反复风险。**新冠疫情目前仍在部分地区复发。若疫情冲击较大或时间过久，将影响企业的产品动销以及业绩表现。
- **消费升级不及预期风险。**由产品结构升级驱动的价格提升已成为酒饮料和乳制品行业增长的重要动力，若消费升级速度放缓，可能会影响企业收入增速及盈利表现。
- **成本上涨风险。**如果 23 年下半年酿酒原材料、原奶、玻璃瓶等成本大幅上涨，企业提价和产品结构升级无法完全覆盖成本涨幅，可能对公司毛利率带来负面影响。
- **食品安全风险。**如果发生食品安全黑天鹅事件可能会影响上市公司收入业绩。
- **限制提价的风险。**在共同富裕的政策导向下，若高端白酒被限制涨价，可能对相关公司的长期增长预期造成不利影响。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；  
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；  
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；  
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；  
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；  
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。