

食品饮料

证券研究报告/行业周报

2023 年 6 月 4 日

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

 Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

 Email: xiongwxw@r.qlzq.com.cn

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

 Email: hect@zts.com.cn

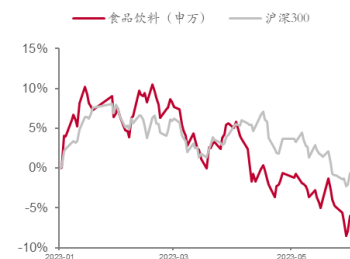
研究助理：晏诗雨

 Email: yansy@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	121
行业总市值(亿元)	56536.18
行业流通市值(亿元)	23764.20

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E		
贵州茅台	1670.60	41.76	49.93	59.44	69.76	40.0	33.46	28.11	23.95	1.79	买入
五粮液	167.90	6.02	7	8.28	9.45	27.8	23.99	20.28	17.77	1.48	买入
燕京啤酒	11.85	0.08	0.13	0.20	0.28	146.	91.15	59.25	42.32	1.78	买入
李子园	18.28	0.73	1.06	1.39	1.63	25.0	17.25	13.15	11.21	0.56	买入
味知香	21.16	1.43	2.10	2.77	3.48	30.1	20.54	15.57	12.40	0.60	买入

备注：股价为 2023 年 6 月 2 日收盘价。

投资要点

- **消费 K 型修复。**5 月制造业 PMI 为 48.8%、较前值下滑了 0.4 个百分点，连续 2 个月位于荣枯线下。5 月服务业 PMI 为 55.1%，连续 5 个月改善但业务预期下滑，服务业体现相对的韧性。五一出境游和国内游的人均消费支出分别为 2019 年的 139%、85%，高端消费和低端消费明显分化，高端量价齐升、低端量增价跌；结合我们调研的白酒情况，2023 年上半年年来看可能呈现为高端和低端消费改善较快，消费结构呈现 K 型修复。考虑到食品饮料板块负债率较低，需求相对刚性，我们认为板块仍有望获取相对收益。
- **贵州茅台：加快建设“智慧茅台 2.0”，茅台基金管理公司增资 5.92 亿。**6 月 1 日，茅台集团召开 2023 年第十八次党委（扩大）会，会议提出，要积极拥抱全球化，践行全球倡议，加速茅台国际化战略，加强茅台酒出口市场建设；要大力推进数字产业创新、数字融合创新、数字基建创新和数字生态创新，加快“智慧茅台 2.0”项目建设，以数实赋能茅台高质量发展。近日，茅台（贵州）私募基金管理有限公司发生工商变更，注册资本由 3 亿人民币增至 7.39 亿人民币，同时大股东中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司出资额由 1.53 亿元增至 5.92 亿元，持股比例由 51%增至 80.1%。
- **五粮液：公司将开展第五代专卖店品牌形象升级，1618 出货价提至 990 元。**公司将开展第五代专卖店品牌形象升级，在全国范围内建设一批第五代专卖店，两年期费用总预算为 2 亿元。五粮液今年将推进直营渠道建设，日前召开的五粮液 2022 年年度股东大会上，五粮液集团（股份）公司董事长曾从钦从深化供给侧结构性改革、营销改革、渠道建设等方面提出了新的要求。在直营渠道建设方面，明确从“三店一家”“专卖店”“团购渠道”三个方面推进。产品方面，6 月 1 日，五粮液 1618 经销商会议在郑州举行，会议明确 1618 为“五粮液千元价格带护城河产品”，并定调了未来 1618 发展的基调：控盘实销，卷积增长。此外，还要求所有经销商自 6 月 10 日起统一出货价调为 990 元。
- **水井坊：解锁员工持股计划 50%。**5 月 25 日，水井坊发布公告，根据公司《2021 年员工持股计划》《2021 年员工持股计划管理办法》的相关规定，公司董事会认为本员工持股计划第一个锁定期已届满且解锁条件已成就，公司本次解锁比例为员工持股计划总数的 50%，可解锁数量为 34.79 万股，解锁日为：2023 年 5 月 25 日。据水井坊此前公告，本次员工持股计划业绩考核年度为 2021 年、2022 年、2023 年三个会计年度，第一个解锁期要求公司 2021 年、2022 年度的营业收入增长率的平均值，在 9 家对标企业中排名前 5；第二个解锁期要求公司 2021 年度、2022 年度、2023 年度的营业收入增长率的平均值，在 9 家对标企业中排名前 5，对标企业包括五粮液、

洋河股份、山西汾酒、泸州老窖等。

- **迎驾贡酒：派发现金红利 8.8 亿。**6 月 3 日，安徽迎驾贡酒股份有限公司发布 2022 年度权益分派实施公告，本次利润分配方案经公司 2023 年 5 月 24 日的 2022 年年度股东大会审议通过，以方案实施前的公司总股本 8 亿股为基数，每股派发现金红利 1.10 元（含税），共计派发现金红利 8.8 亿元。分派对象为截至股权登记日（2023 年 6 月 8 日）下午上海证券交易所收市后，在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司登记在册的本公司全体股东。
- **口子窖：2023 增长目标不低于 18%。**6 月 2 日，口子窖召开 2022 年度业绩说明会，预计 2023 年公司整体业绩增长目标不低于 18%。未来，公司将继续深耕安徽市场，加快拓展江浙沪等高潜力市场，加大招商选商和品牌推广力度；聚焦口子酒“一企三园”产业规划，加快口子产业园一期、二期建设进度，预计完全达产后，65°原酒产能将突破 6 万吨，储酒规模将达 40 万吨。
- **金种子：股东大会披露未来三年核心战略。**5 月 31 日，金种子酒业 2022 年年度股东大会在阜阳举行。会上，金种子公布了 2023-2025 年的战略，做强地盘，做大馥合香；提质增效，再创辉煌。具体来看，在产品方面：聚焦主线、做强“3+3”（“头号种子/柔和/大师”+“馥 7/9/20”）；在区域市场布局方面：立足安徽、布局全国；在改革方面：打赢七场必赢之战（组织重塑/品牌重塑/渠道改造/数字化改造/精益销售/精益生产/精益采购）；在渠道扩张方面：截至 5 月活跃客户约 436 家，4-5 月新增约 86 家，其中，约 47 家为啤白融合，现有终端超过 14 万家。
- **啤酒深度：国际啤酒消费复苏对我们的启示——全面复苏下啤酒 ASP 增长几何？**啤酒行业的中长期投资逻辑在于价格而不是销量，疫情后现饮场景修复不止是带来量增，更关键的在于产品结构的修复和对价格的正向贡献。我们深度解析全面复苏下高端现饮渠道回暖将带来啤酒价格的加速点，看好夜场、高端餐饮等渠道修复带来啤酒均价和盈利能力加速提升。海外复盘：疫情放开后现饮修复，推动均价加速增长。（1）美国 2020 年餐饮大幅承压，但管控放开较早且经济韧性强，2021-2022 餐饮快速修复。2020 年美国现饮啤酒销量同比下降 39.5%，现饮占比下降 10pct；2021-2022 年现饮快速复苏，2022 年基本恢复至 2019 年。美国啤酒渠道中酒厂现场+即饮占比只有 20%左右，但高端精酿啤酒中该渠道占比达到 40%。疫后现饮修复带来结构和均价强劲修复，2021 年精酿啤酒销量和销售额占比提升 0.9%和 3.2%。（2）百威英博：2020 年 ASP 增速放缓至 2%；2021 年 ASP 增速反弹至 6%；2022 年叠加提价，ASP 增速高达 9%。2020 年百威和科罗娜在外阜市场下滑，时代几乎没有增长；2021 年百威、时代、科罗娜在外阜的增速分别为 20%、20%、30%。喜力：2020 年 ASP 增速为-2%；2021-2022 年受益于高端回暖及 2022 年提价，ASP 增速为 8%和 14%。喜力品牌销量 2020 年略有下降；2021-2022 年分别增长 17%和 15%。2021 对比 2019 年，高端品牌全线复苏。嘉士伯：2020 年 ASP 下降 5%；2021-2022 年 ASP 分别增长 2%和 9%。公司精酿&特色产品销量增速在 2020 年仅微增 1%，2021 年恢复 15%的较快增长。国际品牌乐堡和嘉士伯在 2020 年销量均下降 10%左右，2021-2022 年持续修复。2022 年现饮渠道承压明显，高端现饮修复推动均价走强。（1）2022 年餐饮行业收入为 4.39 万亿元，同比下降 6.3%，对比 2019 年下降 7.3%，餐饮网点数量同比下降 11.1%。海底捞：作为中高端餐饮的代表，2022 年门店净增加仅 22 家，放缓明显，同店销售额同比下降 14.4%。海伦司：作为啤酒娱乐渠道的代表，2022 年公司门店首次净减少，同店销售额下降 34.2%。2023Q1 海伦司单店日均营业额同比增长 21%，同店单店营业额同比增长 6%。（2）青岛啤酒：2022 年即饮占比进一步下降至 40.6%，提价加持下 ASP 增速较 2021 年末明显加速，Q4 均价同比出现下滑。22Q2 主品牌与其他品

牌增速持平，Q3-Q4 主品牌增速慢于其他品牌，高端即饮受损导致结构走低。23Q1 大众消费先复苏，主品牌增速仍慢于其他品牌。百威中国：2022Q2-Q4 公司 ASP 增速逐季走弱，Q1-Q4 分别为 3.2%、1.7%、-2.0%、-8.6%。2023Q1 疫情管控放开下，渠道实现复苏，ASP 恢复 3.2%的正增长。重庆啤酒：22Q2 开始高档酒收入增速慢于主流和经济档，Q4 落差尤其明显。2023Q1 凯旋 1664 和红乌苏（疆外）仍然承压，高档增长仍最慢。（3）高端现饮渠道全面修复，预计对行业贡献 4%左右均价增长，可提升毛利率 0.7 个 pct。受益顺序分别为百威中国、重庆啤酒、青岛啤酒、华润啤酒。

■ **惠泉啤酒：高端化发展可期，内部持续降本增效。**（1）公司产品矩阵丰富，结构清晰，升级动能充足。精酿啤酒初念，并持续研发开拓新品；小鲜和欧骑士定位高端，目前体量较小，有望带动产品升级；中高档大单品惠泉一麦，定位主流消费；普通档为国宴和易拉罐。（2）立足基地市场，稳扎稳打辐射周边。公司在南安、晋江、惠安领先优势明显，福建省啤酒容量可观，持续深耕本地市场。省外以江西市场为主，辐射广东、浙江、湖南等省份。公司主力产品一麦与雪津竞争，小鲜和欧骑士对标百威。（3）流通为主，拓展现饮。公司过去以流通渠道为主，近年来餐饮渠道保持高增，并通过欧骑士、小鲜等高端产品，布局基地市场的夜场渠道。（4）大股东积极赋能，降本增效可期。燕京啤酒作为公司大股东，对销售、工艺等全方位支持。公司未来加强成本、财务和管理费用率的控制，持续加大市场投入推动中高档产品升级。

■ **燕塘乳业：销售保持良性增长，关注成本回落红利。**（1）公司一季度收入实现双位数良性增长，预计乳酸菌饮料快于液态乳快于花式奶，低温奶增长快于常温奶。4-5 月主要市场广州天气较热，预计对销售有一定推动。目前公司持续推广中高端新品，营销偏向高毛利产品。渠道端聚焦湾区发展，除传统的经销商渠道外，公司重点布局新兴渠道如新零售、电商，增长良好。（2）考虑到原奶价格同比下降明显，公司有望释放利润弹性。未来公司自有奶源占比有望提升，产品品质有望更进一步。

■ **新乳业：发布 2023-2027 年战略规划。**未来五年，公司将继续以“鲜立方战略”为核心方向，并审时度势对战略目标进行优化精进，通过做大做强核心业务，努力推动规模复合年均双位数增长，净利率实现翻一番，全面提升企业价值。具体如下：1、做强低温，价值引领。公司将坚持以“鲜”为核心主题，将低温鲜奶和低温特色酸奶作为核心重点品类。一方面推动以“24 小时”系列产品为代表的高品质鲜奶产品未来五年复合年均增长率不低于 20%，坚定不移地推动鲜奶品类的高速成长和份额提升；另一方面，看好低温特色酸奶的发展前景，并将通过产品创新和重点产品推广的方式加速低温特色酸奶品类的增长。2、科技加持，体验为上。生物科技方面，围绕自有菌种库建设、菌株功能研究、菌株产业化开发、发酵动力学研究等进行研发创新，不断打强公司的“芯”能力和“新”能力，力争未来五年新品年复合增长率大于 10%。数字科技方面，五年力争实现突破 5000 万数字化用户。3、内生为主，并购为辅。努力将负债率在未来五年降低 10 个百分点。将推动各子公司进行线上、线下渠道有机融合，将订奶入户、形象店、自主征订、电商等 D2C 业务作为渠道增长的第一引擎，推动 2027 年 D2C 业务规模占比达到 30%。4、分布经营，区域深耕。专注核心区域和核心市场，打强各区域市场的深度和密度，同时特色品牌进行区域扩张。通过分布经营，区域深耕的方式，提升各区域市场的份额和品牌影响力。

■ **618 首波战报出炉，价值消费、理性消费成为关键词。**京东 6 月 2 日披露战报称，在产品、价格、服务持续升级的推动下，消费热情被点燃，从 5 月 31 日 20 时正式开卖，到 6 月 1 日 24 时，平台首购新用户同比增长超 30%，美的、海尔、格力、海信、小米、TCL、长虹美菱、奥克斯、老板、方太、科沃斯、

石头、九牧等超 30 个家电家居品牌成交额破亿元。唯品会披露数据称，在 5 月 31 日 20 点开卖后 1 小时，夏季潮搭、运动户外、家居家电、美妆护肤、黄金珠宝等多品类产品迎来劲增，例如防晒衣销量同比增长 115%，运动外套销量同比增长 30% 以上，户外桌椅销量同比增长 292%。95 后、00 后正在成为消费人群的主力军，年轻消费者带动了国潮消费，开售 1 小时，多品类的头部国货品牌销量增幅明显。京东表示，今年 618，价值消费、理性消费成为关键词，不过细分场景的升级消费也在发生。家庭日常消费呈现出精细化趋势，截至 6 月 1 日 24 时，除菌浴霸、抗菌窗帘、抗菌菜板成交额同比增长超 5 倍；含有美妆化成分的洗护产品成为个护消费新时尚，凡士林素颜霜增长 10 倍；主打新鲜和高品质的食品增速领先，A2 牛奶增长 6 倍，精酿啤酒增长 5 倍，鲜食玉米增长 210%，榴莲增长 66%，预制菜肉制品增长 189%。

- 消费复苏可期，积极买入食品饮料。从全年角度来看，自上而下政策加码鼓励消费；产业层面经历了 2-3 年的调整，问题出清；随着人流的起来，消费场景以及消费信心有望持续修复，投资机会可观，当下消费修复呈现 K 型。四个角度推荐股票：A，周期反转：场景修复以及成本回落带来的投资机会，如颐海、千禾等；B，国企改革带来的投资机会，如古井、中炬、燕京啤酒等；C，稳增长的龙头依旧值得配置；D，低估值的个股是较好的选择，如晨光、五芳斋；
- 白酒重点推荐：茅台、五粮液、泸州老窖、古井、洋河、今世缘、迎驾等；二季度关注舍得、酒鬼的弹性；
- 大众品重点推荐：燕京啤酒、安井、味知香、五芳斋、千禾、颐海、安琪、青啤、洽洽、重啤、伊利、中炬、海天等。
- 风险提示：全球以及国内疫情扩散风险、外资大幅流出风险、酱酒库存、政策。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。