

食品饮料行业2023年中期策略报告

向阳而生，找寻“拐点”

王言海、李啸、张玲玉、孙冉、张馨予、杜山、胡慧铭



经济修复过程保有耐心，当下消费复苏的斜率阶段性走低但修复的方向明确，“中秋、国庆”礼赠、宴席展望正向

- 白酒优先布局确定性、外部环境向好加配弹性：**行业的基本逻辑未改变，若外部挑战加剧，则优选**品牌护城河宽**的茅五泸高端酒与**渠道壁垒高筑**的区域龙头徽酒、苏酒等，可能面临的风险是价格段下压带来的需求替代；组合排序建议：**推荐【贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘、金徽酒、伊力特、老白干酒】等**。如外部环境向好，行业升级扩容，次高端、高端弹性可作为首选。组合建议：**推荐【贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业】、关注【酒鬼酒、水井坊】等**。
- 啤酒量稳价升，基数并不显著影响净利润增长弹性，中长期视角下，啤酒行业净利率有望超过15%：**过去我国啤酒价格相对偏低，升级至今相比海外成熟市场，产品结构及吨价仍有很大提升空间，同时啤酒单价相对较低，升级存在类口红效应，2023年餐饮、夜场复苏后现饮渠道有望焕发升级动能，行业整体产品结构有望加速改善，带动毛利率加速提升。标的推荐：基本面稳健同时估值回落至30X附近及以下的**【青岛啤酒】**，同时推荐大单品持续高增，并且改革逻辑持续兑现的**【燕京啤酒】**，建议关注需求温和复苏、渠道调整逐步见效的**【重庆啤酒】**。
- 大众品继续关注发展阶段红利与需求创造能力的四条主线：供应链优势与连锁下沉、做品牌的生意、发展红利阶段、兼顾成本、业绩弹性，**推荐（1）**连锁业态：**绝味食品、紫燕食品、良品铺子、盐津铺子、巴比食品、煌上煌，关注来伊份、周黑鸭；（2）**品牌生意：**洽洽食品、安井食品、海天味业、干味央厨、桃李面包、伊利股份，关注甘源食品、颐海国际、农夫山泉、味知香；（3）**发展红利期：**天润乳业、新乳业、立高食品、东鹏饮料、李子园、关注天味食品等；（4）**成本弹性：**安琪酵母等。**关注如香飘飘、日辰股份、养元饮品、有友食品、干禾味业等细分特色。**
- 风险提示：**经济修复斜率放缓及消费刺激政策效果不达预期；大宗原材料价格高位震荡或大幅上行，加重大众品企业成本负担；食品安全问题及限制性产业政策出台。



01

回顾23H1，调整归因及行业成长逻辑

02

复盘：找寻“拐点”判断的前瞻指标

03

投资建议：白酒优选确定性，大众品
延续四条主线

04

盈利预测

05

风险提示

CONTENTS

目录



01. 回顾23H1，调整归因及行业成长逻辑

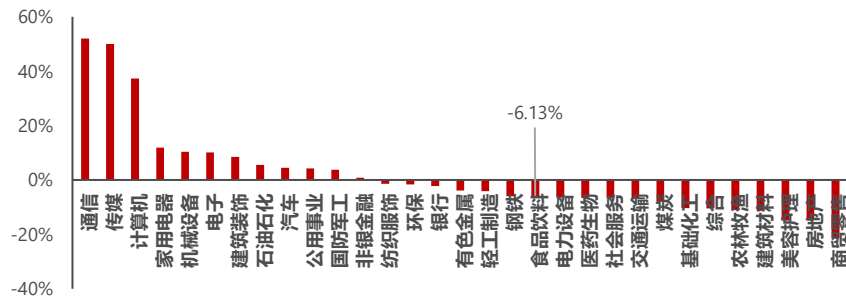
1.1

回顾2023H1，板块下跌6.13%，主要归因：（1）市场对经济复苏和转型发展中面临挑战的担忧；（2）收入预期转弱、消费信心不足及消费能力受损的“疤痕效应”；（3）行业库存累加与产品批发价格走低也加剧市场情绪波动

图表：2023H1食品饮料(申万) 跌幅-6.13%

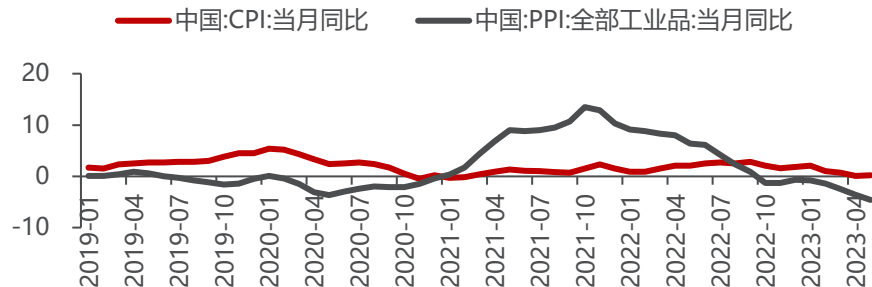
年涨幅排名	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
1	食品饮料 +53.85%	银行	食品饮料 +72.87%	休闲服务	电力设备	煤炭	通信
2	家用电器	休闲服务	电子	电气设备	有色金属	综合	传媒
3	银行	食品饮料 -21.95%	建筑材料	食品饮料 +84.97%	煤炭	社会服务	计算机
4	电子	采掘	家用电器	汽车	基础化工	交通运输	家用电器
5	钢铁	农林牧渔	农林牧渔	国防军工	钢铁	美容护理	机械设备
/					食品饮料 -6.01%	食品饮料 -15.12%	食品饮料 -6.13%

图表：2023H1食品饮料(申万) 行业涨跌幅列第19位



资料来源：wind，民生证券研究院，数据截至2023年6月25日（备注：“2023H1”相关数据均截至2023年6月25日，全文同）

图表：CPI&PPI仍处于下行态势（%）

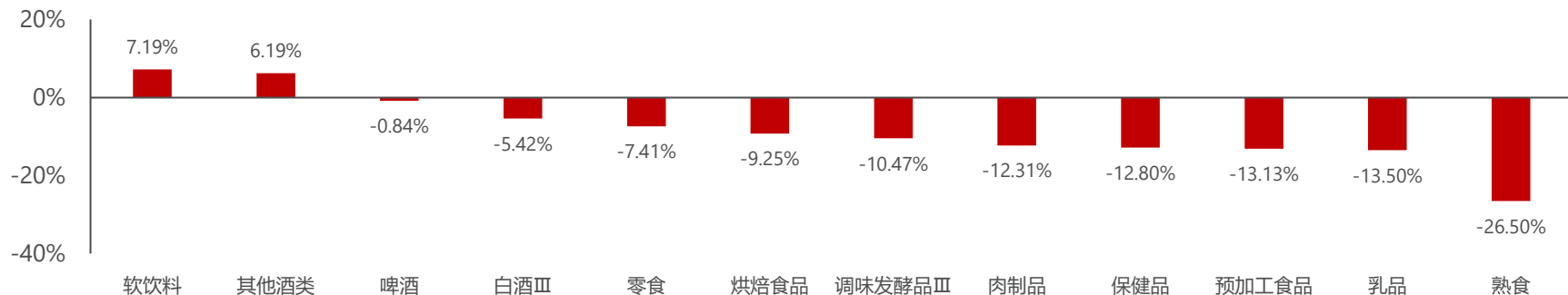


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

- 21年10月开始，PPI同比涨幅持续收窄，22年10月开始同比持续下降；
- 23年5月PPI同比-4.6%，CPI同比0.2%，分别较前值+0.1pct/-1.0pct。

1.2 截至6月25日，分子板块看，软饮料和其他酒类分别实现7.19%和6.20%的正收益，熟食-26.50%、乳品-13.50%、预加工食品-13.13%、保健品-12.80%

图表：2023H1食品饮料子板块除软饮料、其他酒类外均有不同程度下跌



图表：2023H1食品饮料行业个股涨跌幅前十

名称	年初至今涨幅 (%)	名称	年初至今涨幅 (%)
威龙股份	+105.45%	麦趣尔	-45.04%
香飘飘	+36.70%	绝味食品	-35.18%
仲景食品	+19.32%	交大昂立	-34.47%
养元饮品	+19.19%	青海春天	-33.96%
燕京啤酒	+19.11%	酒鬼酒	-31.98%
新乳业	+18.36%	海南椰岛	-31.19%
欢乐家	+18.06%	妙可蓝多	-29.59%
珠江啤酒	+15.42%	阳光乳业	-29.55%
佳禾食品	+14.94%	庄园牧场	-29.24%
伊力特	+14.22%	山西汾酒	-28.56%

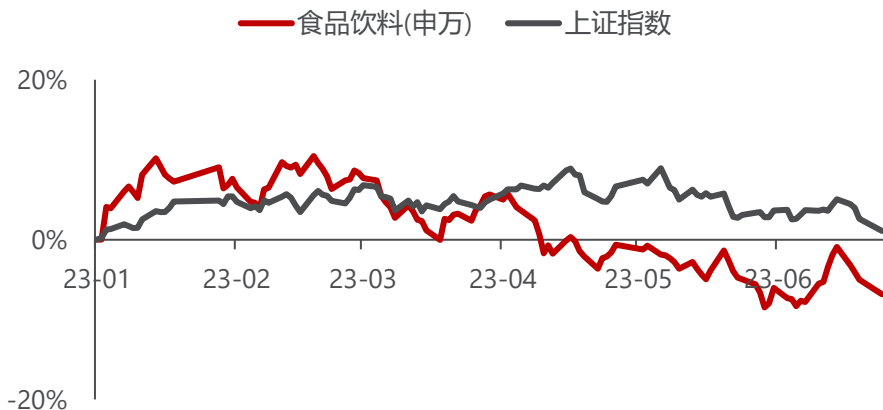
资料来源：wind，民生证券研究院，数据截至2023年6月25日

1.3

库存、价格等只是发展阶段的周期性问题的，消费习惯并未改变，当下板块估值已经有较高性价比

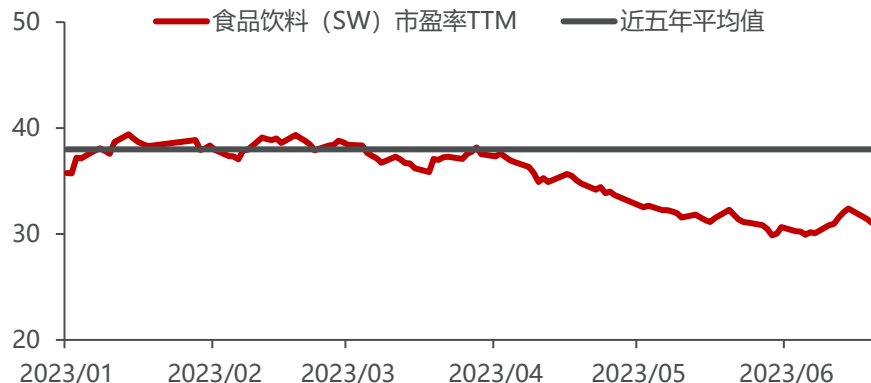
- 白酒行业的结构性繁荣趋势及价增驱动主逻辑不变（参考23年度策略报告），在此不再赘述，白酒产业与宏观经济走向密切相关，具有一定周期性，但产业增长的拐点一般出现在产业相关政策调整或行业环境显著变化之时；
- 库存走高、价格走弱等都是行业表现出的阶段性问题，行业真实风险源于：一是，消费习惯的变化——社交行为、社交方式的改变；二是，白酒行业核心意见领袖的引导性变弱，一定程度上会迟滞行业结构升级的速度。

图表：2023H1食品饮料SW行业指数自4月弱于上证指数



资料来源：wind，民生证券研究院，数据截至2023年6月26日

图表：目前行业市盈率（TTM）水平低于近五年平均值



资料来源：wind，民生证券研究院，数据截至2023年6月21日

1.4

伴随社零数据的好转，尤其餐饮消费修复，酒类库存去化也只是时间问题

图表：社零总额及分项增速

	23年1-2月	23年3月	23年4月	23年5月
社零总额	3.5%	10.6%	18.4%	12.7%
限额以上企业商品零售总额	4.6%	13.4%	20.1%	10.4%
实物商品网上零售额	6.7%	16.6%	22.3%	10.8%
推算线下零售额	2.6%	8.5%	17.1%	13.5%
分经营方式：商品零售	2.9%	9.1%	15.9%	10.5%
分经营方式：餐饮收入	9.2%	26.3%	43.8%	35.1%

- 23年3月开始，社零整体同比22年稳步修复。其中，餐饮收入同比修复较明显，3/4/5月社零餐饮收入同比+26.3%/43.8%/35.1%。
- 零售额分品类来看，4-5月通讯器材类、金银珠宝类、汽车类、服装鞋帽针纺织品类同比增速亮眼。烟酒类同比修复稳健，饮料类同比略承压。

图表：零售额-分品类增速

	23年1-2月	23年3月	23年4月	23年5月
限额以上企业商品零售总额	1.5%	8.5%	17.3%	11.1%
粮油、食品类	9.0%	4.4%	1.0%	-0.7%
饮料类	5.2%	-5.1%	-3.4%	-0.7%
烟酒类	6.1%	9.0%	14.9%	8.6%
服装鞋帽、针、纺织品类	5.4%	17.7%	32.4%	17.6%
化妆品类	3.8%	9.6%	24.3%	11.7%
金银珠宝类	5.9%	37.4%	44.7%	24.4%
日用品类	3.9%	7.7%	10.1%	9.4%
家用电器和音像器材类	-1.9%	-1.4%	4.7%	0.1%
中西药品类	19.3%	11.7%	3.7%	7.1%
文化办公用品类	-1.1%	-1.9%	-4.9%	-1.2%
家具类	5.2%	3.5%	3.4%	5.0%
通讯器材类	-8.2%	1.8%	14.6%	27.4%
石油及制品类	10.9%	9.2%	13.5%	4.1%
汽车类	-9.4%	11.5%	38.0%	24.2%
建筑及装潢材料类	-0.9%	-4.7%	-11.2%	-14.6%

资料来源：国家统计局，民生证券研究院。注：国家统计局2月社零数据为1-2月合计数据。

02. 复盘：找寻“拐点” 判断的前瞻指标

2.1 04年以来，白酒行业经历四轮板块性上涨行情及四次调整

图表：白酒板块股价走势复盘

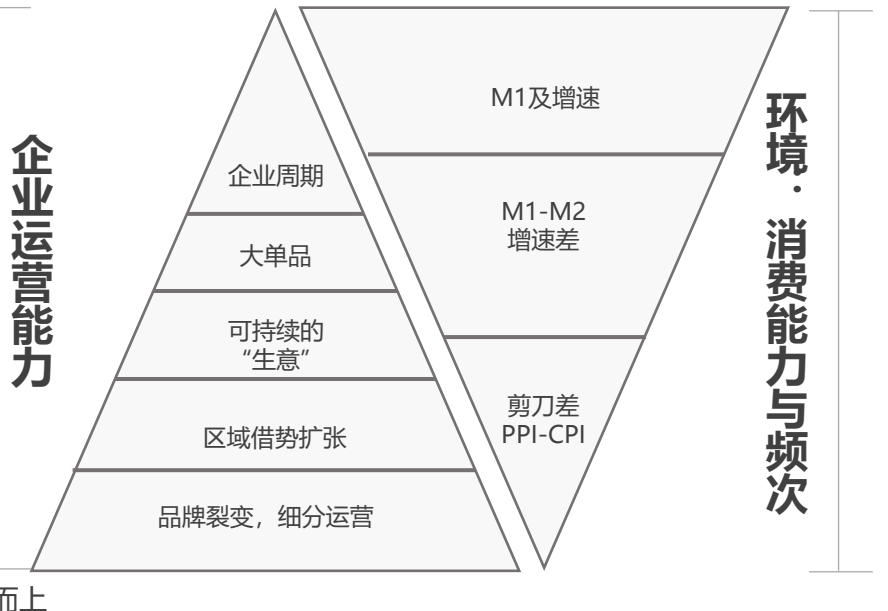


资料来源：iFinD，民生证券研究院

2.1

复盘历史，优秀品牌的成功路径及行业向上“拐点”拥有具备一定前瞻性的可参考指标

图表：自下而上与自上而下的相关指标



行业的盈利主要源于需求，即G端、B端和C端，M1增速、M1M2剪刀差、PPI CPI剪刀差也主要呈现社会各部门的预期与信心：

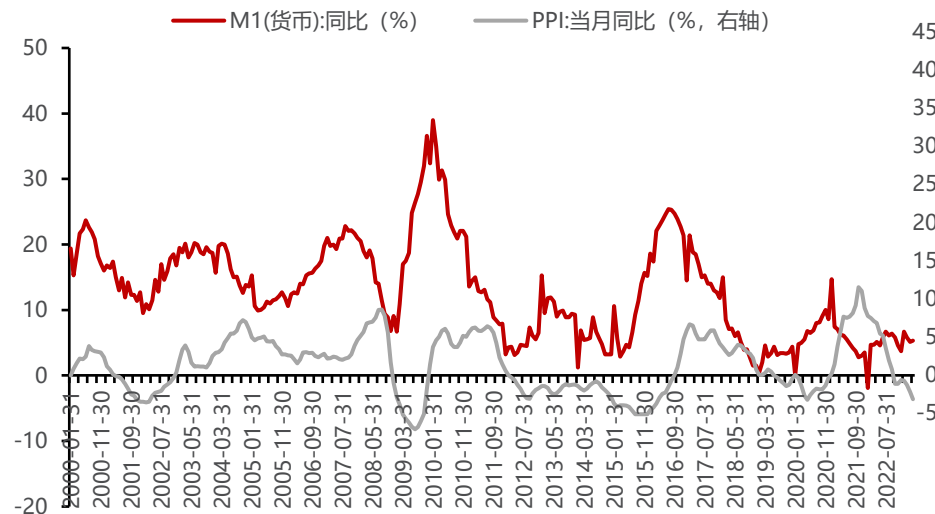
- G端：投资、出口、消费，基建投资、设备投资与房地产业类投资——源于改革红利的释放：公务人员考核指标、房地产制度改革、分税制改革、户籍制度改革等
- B端：相关产业企业活跃度（数量）与盈利能力（消费能力）
- C端：人口数量*消费能力*消费频次，人口的红利、可支配收入的增长与城镇化率提升

- M1反映居民、企业部门资金松紧变化，是经济周期波动的先行指标：如M1拐点向上，说明政策效果逐步显现，预期白酒消费乐观。
- M1-M2增速差指标：M1-M2 > 0时，表明居民和企业的存款大多处于需求状态，可随时用于消费和投资，标志经济处于繁荣状态；当M1-M2 < 0时，表明居民和企业更愿意定期将资金存入银行，用于投资、消费的意愿偏弱，经济或有承压。
- PPI、CPI剪刀差：PPI、CPI剪刀差持续为正，生产端价格待传导至消费端，消费力待恢复，后续关注指标下降至零点以下

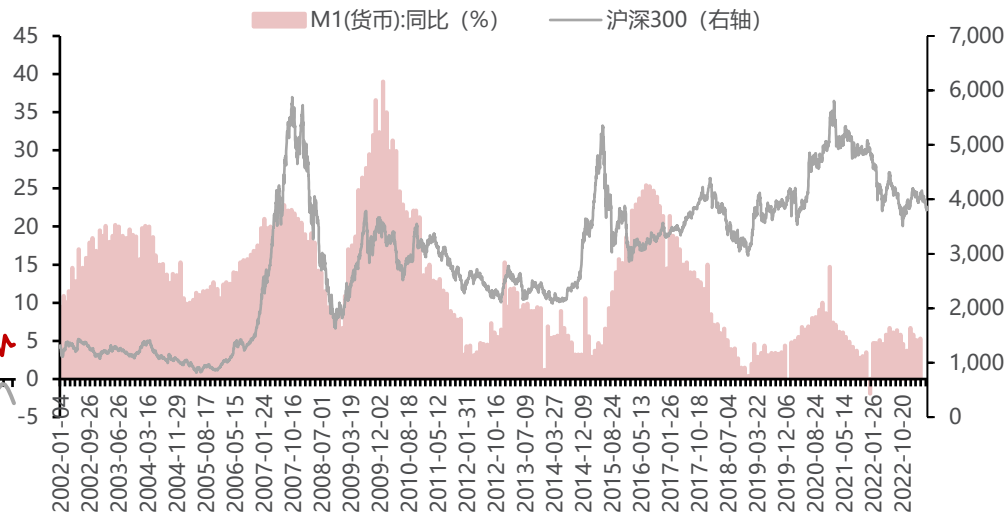
资料来源：民生证券研究院绘制

2.1 M1反映居民、企业部门资金松紧变化，是经济周期波动的先行指标：如M1拐点向上，说明政策效果逐步显现，我们预期白酒消费乐观

图表：M1增速与PPI成正相关



图表：M1增速与沪深300走势具备相关性



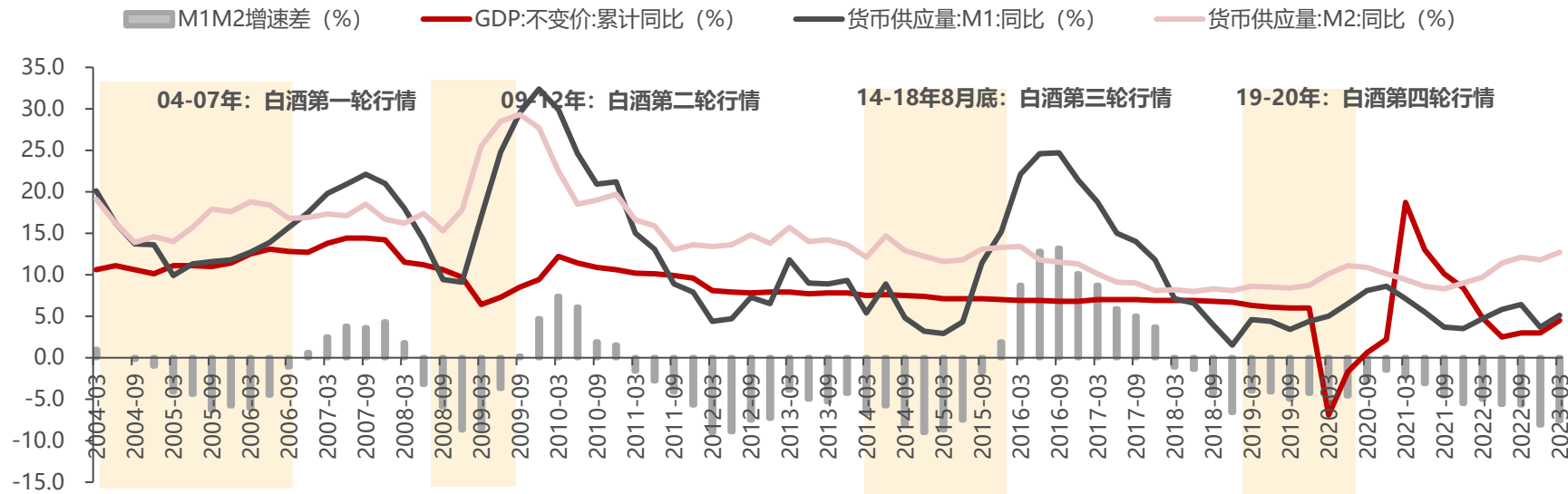
资料来源：iFinD，民生证券研究院

2.1

M1-M2增速差指标：M1-M2 > 0时，居民和企业的存款大多处于需求状态，可随时用于消费和投资，经济处于相对繁荣状态；M1-M2 < 0时，居民和企业更愿意定期将资金存入银行，用于投资、消费的意愿偏弱，经济或有承压

从历史情况看，M1-M2增速差值为负且绝对值不断收敛（如04年初、09年初、19年初），白酒行情开启；M1-M2增速差值为正且绝对值不断收敛（如07年、17年），白酒行情结束。**近五年（截至23Q1），M1-M2增速差为负，M2增速大于M1，下一轮拐点出现或需M1-M2增速差绝对值不断减小。**

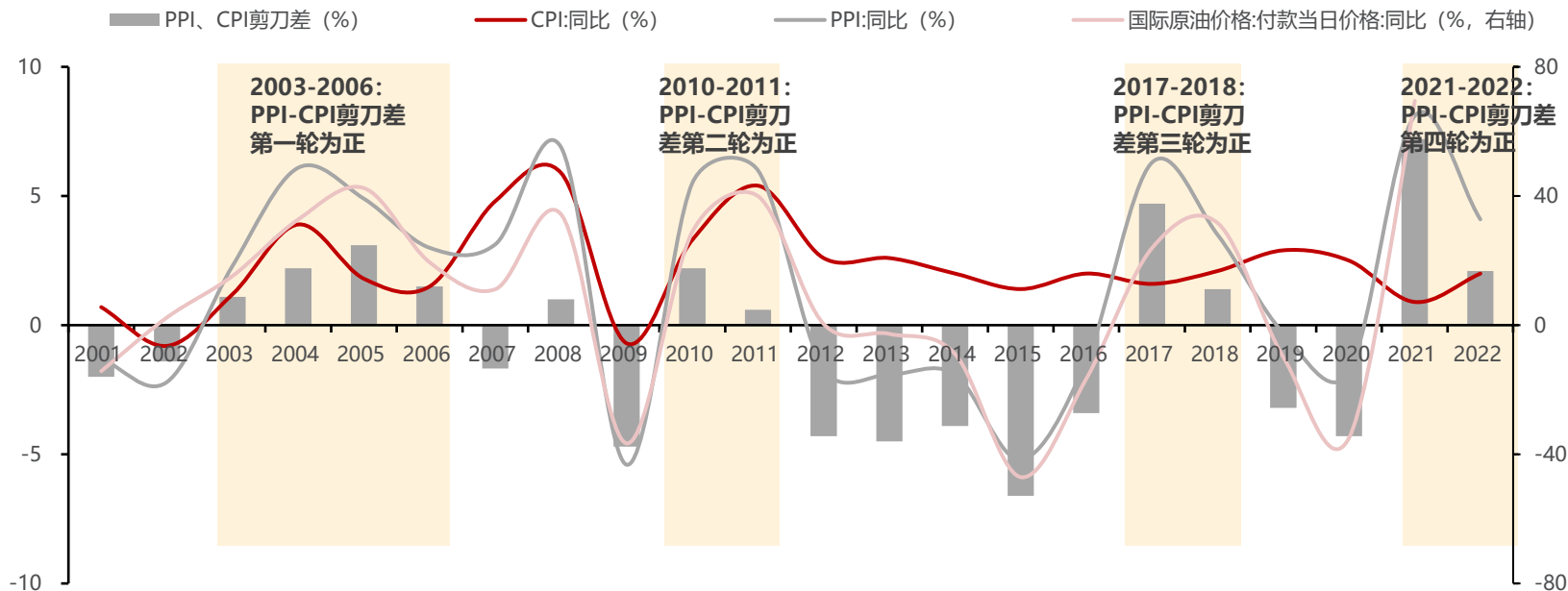
图表：截至23Q1，GDP增速恢复至低单位数，M1M2剪刀差为负



资料来源：iFinD，民生证券研究院

2.1 PPI-CPI剪刀差指标：PPI-CPI < 0时，上游企业成本承压、利润受损，而中下游企业在利润传导的过程中盈利得到改善，下游消费企业受益

图表：PPI-CPI剪刀差持续为正，生产端价格待传导至消费端，消费力待恢复，后续关注指标下降至零点以下



资料来源：iFinD，民生证券研究院

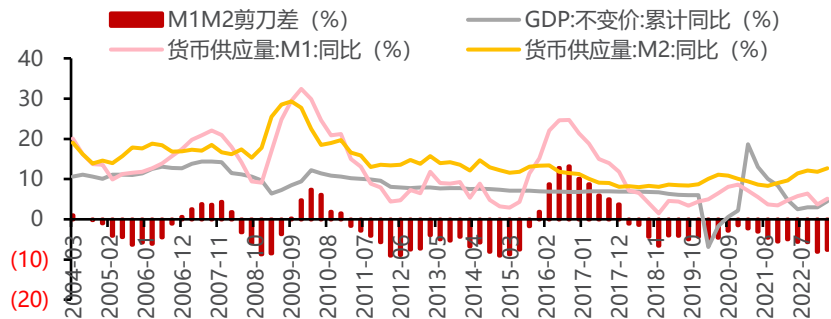
2.2

当前正处第四次调整期：白酒板块估值处历史均值水平

图表：目前白酒板块估值处于2000年以来历史均值水平

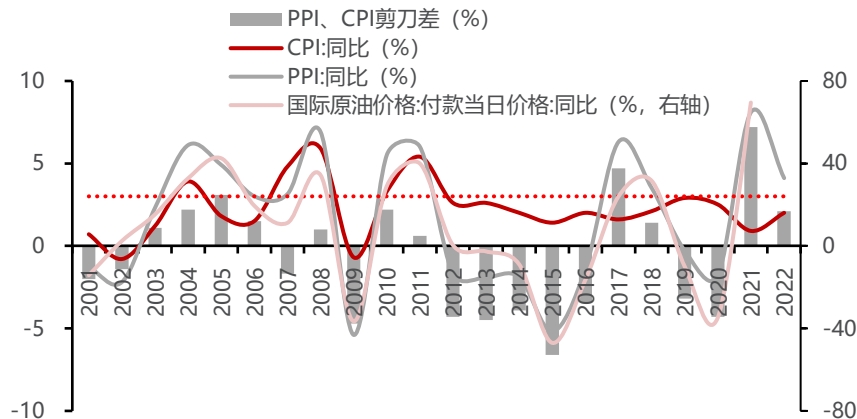


图表：目前GDP增速恢复至低单位数，M1M2剪刀差为负



资料来源：iFinD，民生证券研究院（备注：数据截至2022年12月31日）

图表：PPI-CPI剪刀差为正，上游受益，中下游受损



从历史情况看，每轮行情开启，M1M2剪刀差为负且绝对值不断缩小（如04年初、09年初、19年初）；每轮行情终结时，M1M2剪刀差为正且绝对值不断缩小（如07年、17年），目前M1M2剪刀差为负，M2增速大于M1，下一轮拐点出现或需M1M2剪刀差绝对值不断减小。

2.2

结合M1转正及PPI - CPI剪刀差、M1 - M2增速差指标，白酒板块左侧布局

图表：M1M2剪刀差持续为负且绝对值逐渐收敛，2023年以来PPI-CPI剪刀差持续为负且绝对值有逐渐扩大的趋势

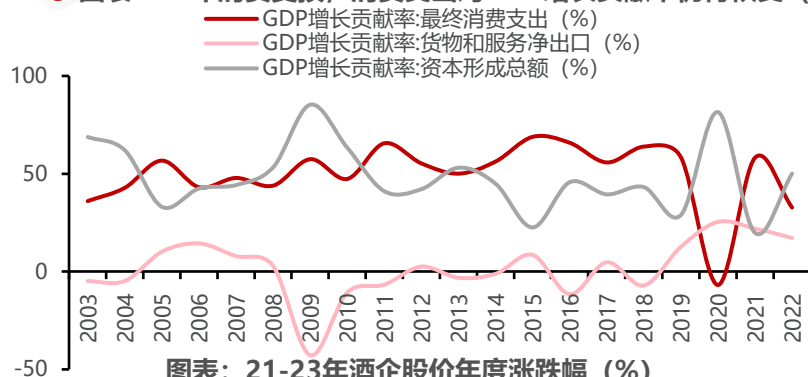
	M1期末值 (亿元)	M1同比增速 (%)	M1M2增速差 (%)	PPI-CPI剪刀差
2022-01	613859	-1.9	-11.7	8.2
2022-02	621612	4.7	-4.5	8
2022-03	645064	4.7	-5	7.2
2022-04	636139	5.1	-5.4	6.4
2022-05	645108	4.6	-6.5	6
2022-06	674375	5.8	-5.6	5.2
2022-07	661832	6.7	-5.3	4.5
2022-08	664605	6.1	-6.1	4.1
2022-09	664535	6.4	-5.7	3.1
2022-10	662141	5.8	-6	3.1
2022-11	667043	4.6	-7.8	3
2022-12	671675	3.7	-8.1	2.3
2023-01	655214	6.7	-5.9	-2.9
2023-02	657939	5.8	-7.1	-2.1
2023-03	678060	5.1	-7.6	-2.3
2023-04	669762	5.3	-7.1	-2.2
2023-05	675253	4.7	-6.9	-2.8

资料来源：同花顺iFind，民生证券研究院

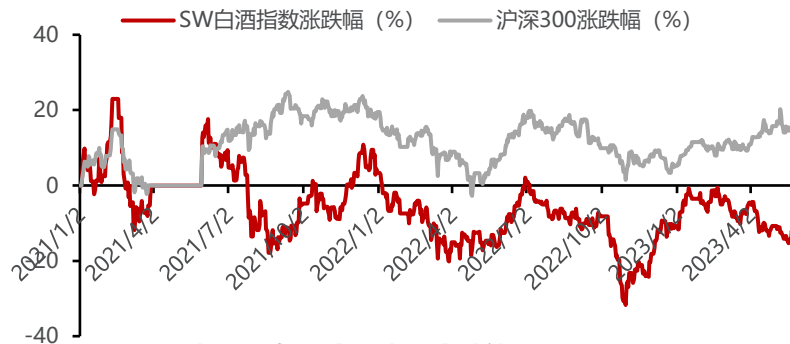
2.2

当前正处第四次调整期：白酒板块估值处历史均值水平

图表：20年消费受损，消费支出对GDP增长贡献率仍待恢复（截至2022年末）



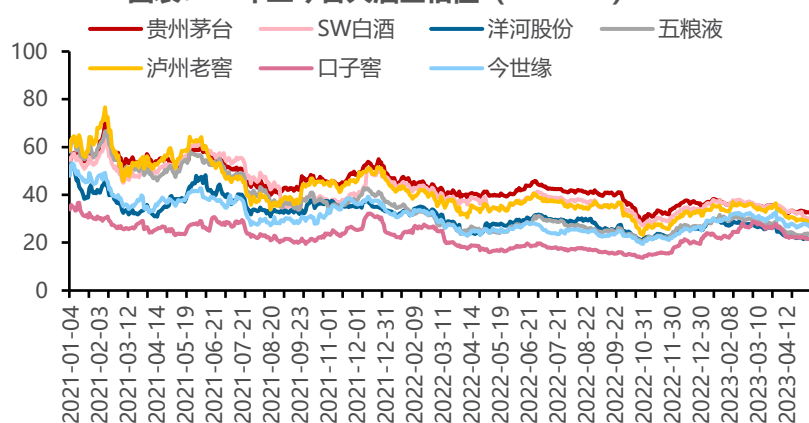
图表：SW白酒、沪深300较21年初涨跌幅



图表：21-23年酒企股价年度涨跌幅 (%)

		2021	2022	2023
高端	贵州茅台	3.6	-13.8	-0.1
	五粮液	-23.0	-17.6	-3.7
	泸州老窖	13.6	-10.3	-1.6
	山西汾酒	17.9	-9.2	-25.0
次高端	舍得酒业	166.4	-29.7	4.4
	酒鬼酒	36.1	-34.5	-23.8
	水井坊	45.7	-29.0	-24.7
	古井贡酒	-9.7	10.5	5.1
区域白酒	迎驾贡酒	102.2	-8.2	-3.4
	口子窖	4.6	-16.4	2.1
	洋河股份	-29.1	-0.9	-10.7
	今世缘	-4.4	-5.2	15.3
其他白酒	顺鑫农业	-47.3	-21.8	18.0
	老白干酒	-10.8	-1.0	9.7
	伊力特	-2.6	-8.2	17.1
	金种子酒	-12.9	58.0	-11.7
	金徽酒	-4.1	-30.3	-3.7
	天佑德酒	4.5	-26.9	-6.3

图表：21年至今各大酒企估值 (PE-TTM)

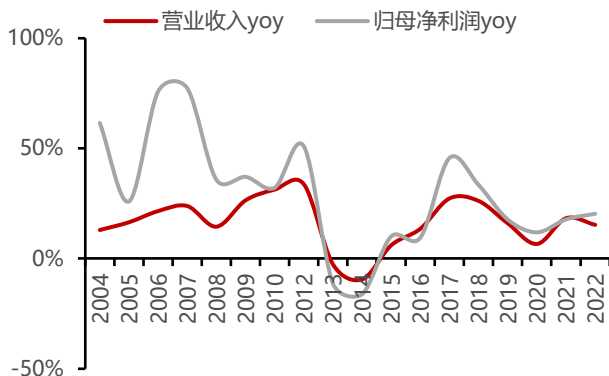


资料来源：iFinD，民生证券研究院；（备注：涨跌幅及估值数据截至2023年5月）

2.2

当前正处第四次调整期：白酒板块估值处历史均值水平

图表：白酒板块收入/归母净利润增速



图表：20-22年白酒企业收入及业绩增速情况

			2020	2021	2022				2020	2021	2022
营业收入	高端	贵州茅台	11.10%	11.88%	16.87%	归母净利润	高端	贵州茅台	12.34%	12.34%	19.55%
		泸州老窖	5.28%	23.96%	21.71%			泸州老窖	32.47%	32.47%	30.29%
		五粮液	14.37%	15.51%	11.72%			五粮液	17.15%	17.15%	14.17%
	次高端	山西汾酒	17.76%	42.75%	31.26%		次高端	山西汾酒	72.56%	72.56%	52.36%
		舍得酒业	2.02%	83.80%	21.86%			舍得酒业	114.35%	114.35%	35.31%
		酒鬼酒	20.79%	86.97%	18.63%			酒鬼酒	81.75%	81.75%	17.38%
		水井坊	-15.06%	54.10%	0.88%			水井坊	63.96%	63.96%	1.40%
	区域白酒	古井贡酒	-1.20%	28.93%	25.95%		区域白酒	古井贡酒	23.90%	23.90%	36.78%
		迎驾贡酒	-8.60%	32.58%	20.29%			迎驾贡酒	44.96%	44.96%	23.38%
		口子窖	-14.15%	25.37%	2.12%			口子窖	35.38%	35.38%	-10.24%
		洋河股份	-8.76%	20.14%	18.76%			洋河股份	0.34%	0.34%	24.91%
		今世缘	5.12%	25.12%	23.09%			今世缘	29.50%	29.50%	23.34%
	其他白酒	老白干酒	-10.73%	11.93%	15.54%		其他白酒	老白干酒	24.50%	24.50%	81.81%
		伊力特	-21.71%	7.53%	-16.24%			伊力特	-8.53%	-8.53%	-47.10%
		金种子酒	13.55%	16.70%	-2.11%			金种子酒	-339.76%	-339.76%	-12.45%
		金徽酒	5.89%	3.34%	12.49%			金徽酒	-1.95%	-1.95%	-13.73%
		天佑德酒	-39.07%	38.00%	-7.04%			天佑德酒	-154.93%	-154.93%	19.05%

资料来源：iFinD，民生证券研究院



投资建议：白酒优选

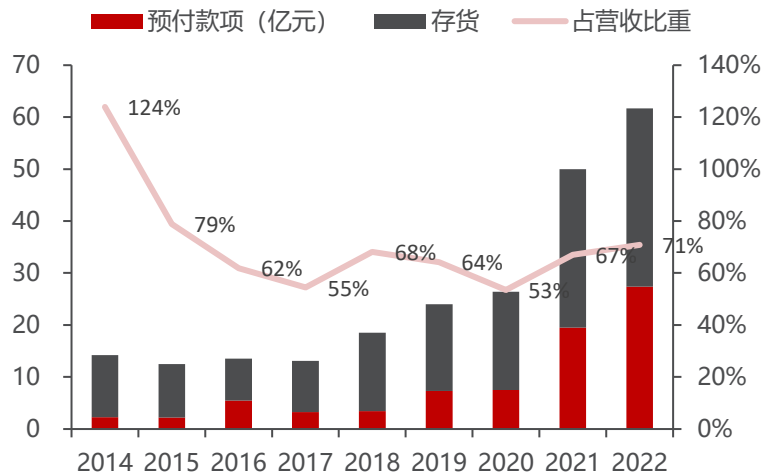
03. 确定性，大众品延续

四条主线

3.1

白酒：现阶段行业面临的问题主要还是库存与价格走低

图表：2014-2022年华致酒行存货及预付款变化

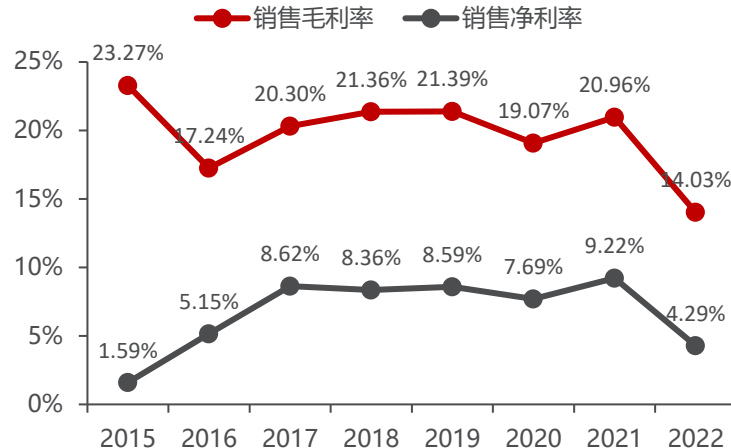


➤ 经销商的压力主要体现在两个方面：

1. 盈利能力大幅走低，同时存在存货减值风险
2. 库存及预收款高企

资料来源：华致酒行公司公告，民生证券研究院

图表：2015-2022年华致酒行毛利率、净利率变化

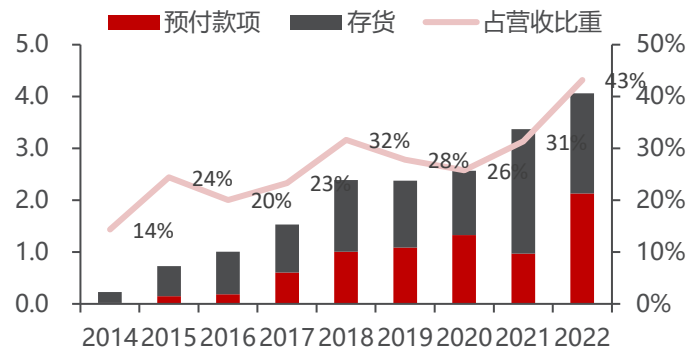


➤ 未来的判断：

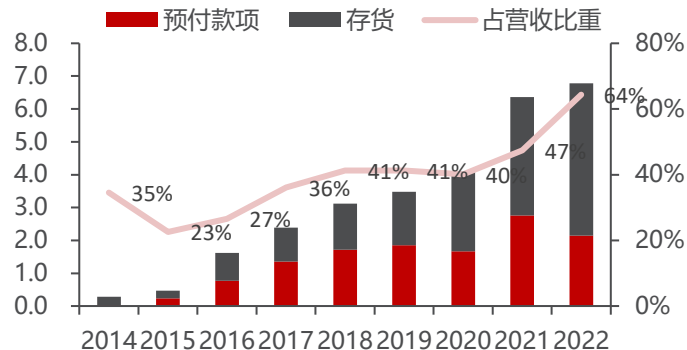
- 库存客观确有压力，但整体未到严重地步，酒企对社会库存掌控水平强化
- 短期端午库存进一步降消化至3月内，下半年库存去化、价格提振，市场信心会逐恢复
- 经销商层面先修复销量，利润相对滞后

3.1 白酒：华致酒行、酒便利、名品世家等流通渠道库存提升，渠道利润承压

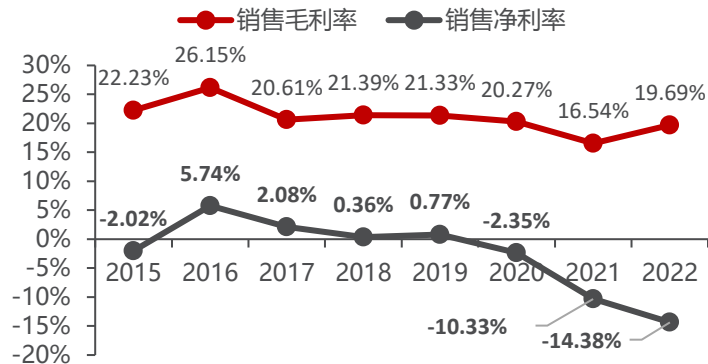
图表：2014-2022年酒便利存货及预付款变化（亿元）



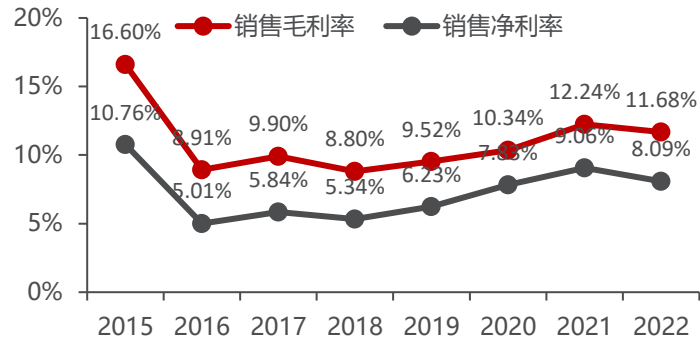
图表：2014-2022年名品世家存货及预收款变化（亿元）



图表：2015-2022年酒便利毛利率、净利率变化



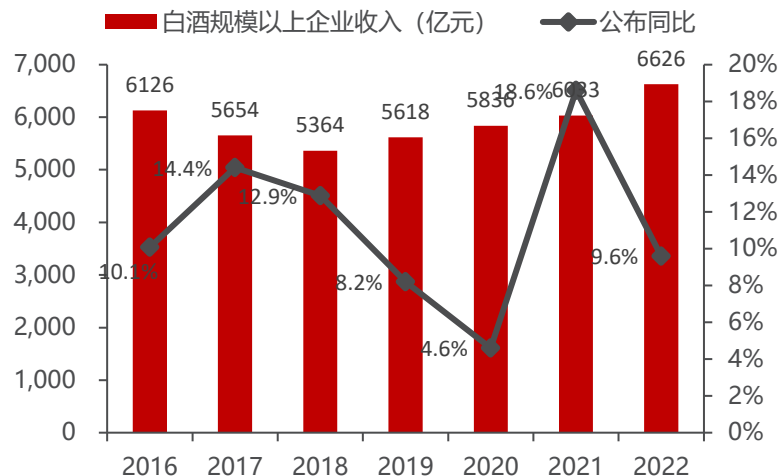
图表：2015-2022年名品世家毛利率、净利率变化



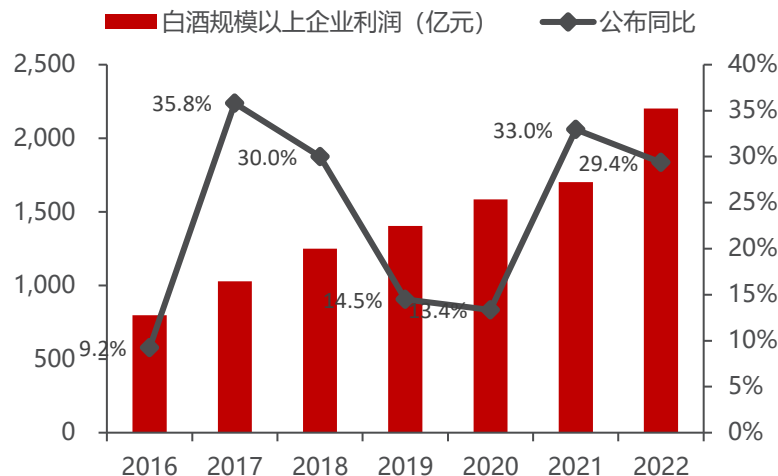
资料来源：酒便利、名品世家公司公告，民生证券研究院

3.1 白酒：对于行业来说，白酒行业集中分化的结构性繁荣趋势与社交属性没有改变

图表：白酒行业2020-2022年收入复合增速近7%



图表：白酒行业2020-2022年利润提升更快

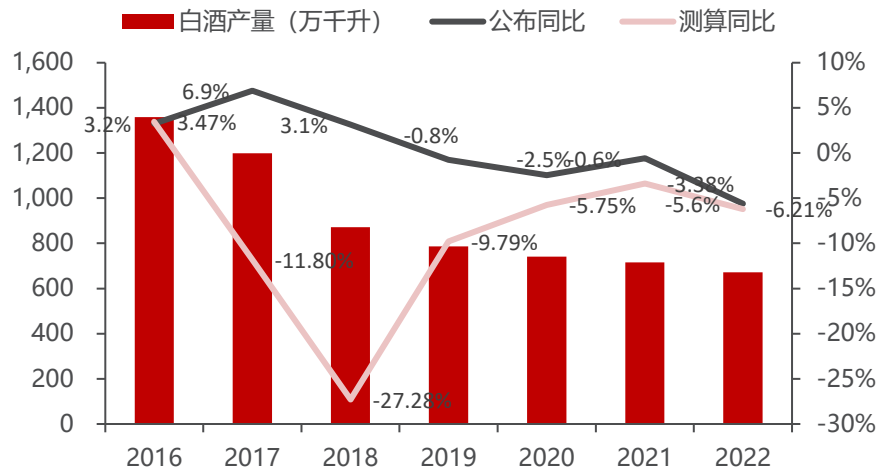


资料来源：中国酒业协会，民生证券研究院

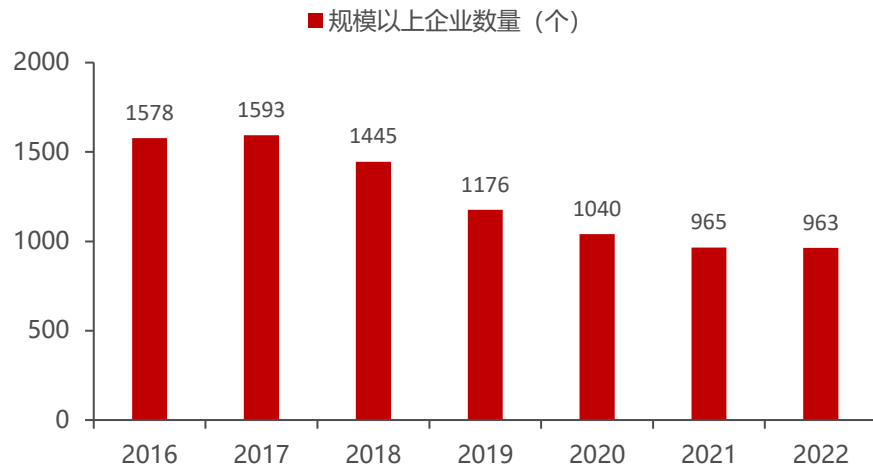
3.1

白酒：行业量跌价升，行业主要增长动能还是价格驱动，当下酒企加大营销费用的投入如反向红包等加速去库存

图表：2016-2022白酒行业产量（协会公布数据及测算数据）



图表：2016-2022白酒行业规模以上企业数量（个）



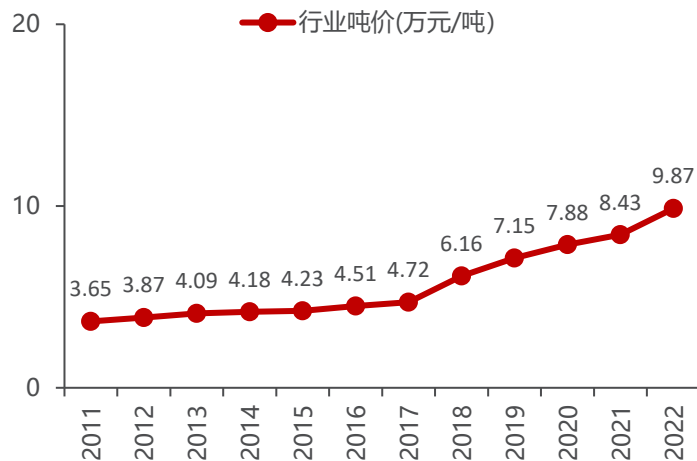
► 白酒行业统计产量的快速下降主要是统计口径变化以及统计企业数量减少所致。

资料来源：中国酒业协会，民生证券研究院

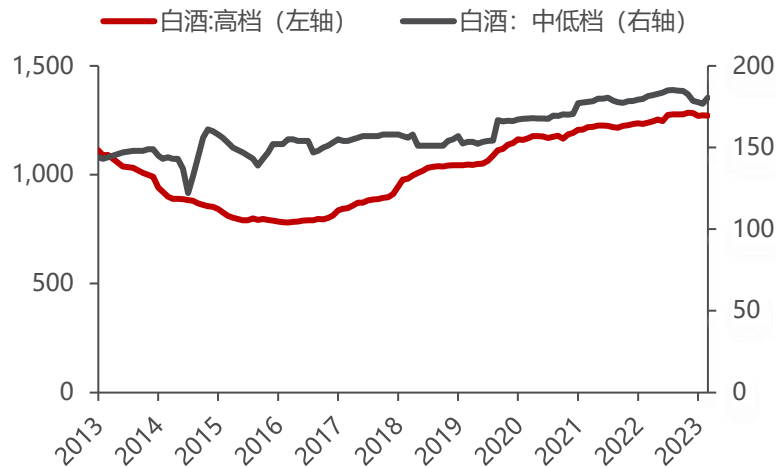
3.1

白酒：提价带动结构提升，2011年以来行业吨价稳步提升

图表：白酒行业吨价变化（协会公布数据）



图表：36大中城市日用工业消费品平均价格—白酒（高档&中低档）（单位：元）

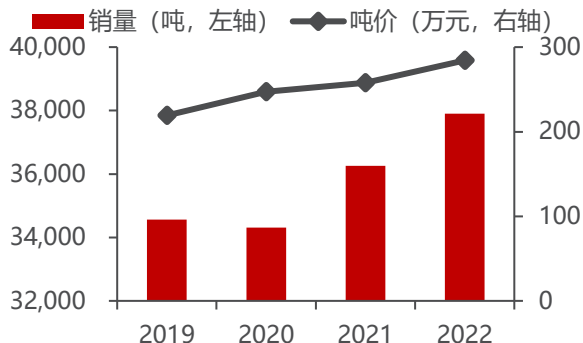


- 2019-2022年行业吨价由7.15万元/吨提升至9.87万元/吨，增幅约**38.11%**（包含提价+结构升级）
- 终端消费市场来看高档白酒（千元价位）价增**22.91%**（由1044元提升至1233元）
- 中低档（百元价位）提升**13.71%**（由157元提升至179元）

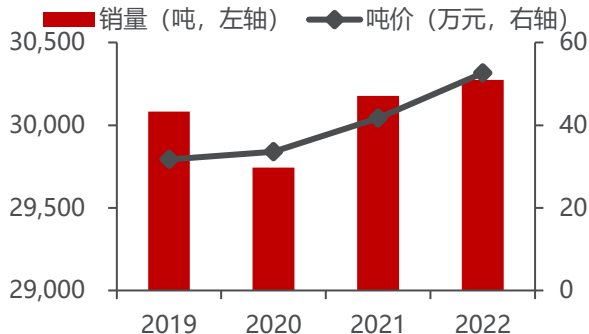
资料来源：中国酒业协会，Wind，民生证券研究院

3.1 白酒：高端品牌量价齐升，茅台为行业价格天花板，五粮液八代千元大单品

图表：茅台19-22年量增9.7%，价增29.7%



图表：茅台系列酒19-22年量增0.6%，价增66.0%

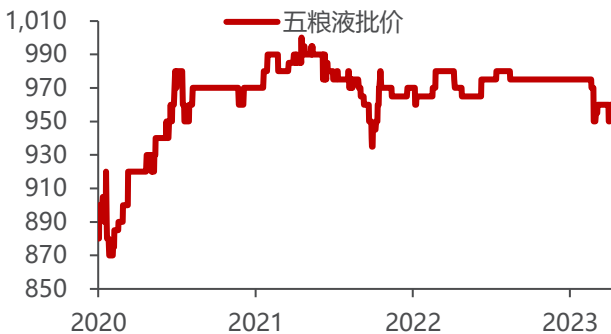
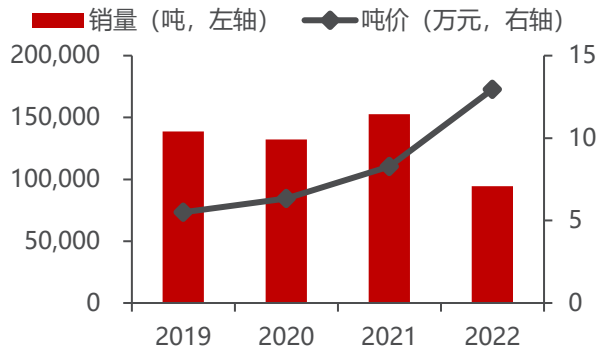
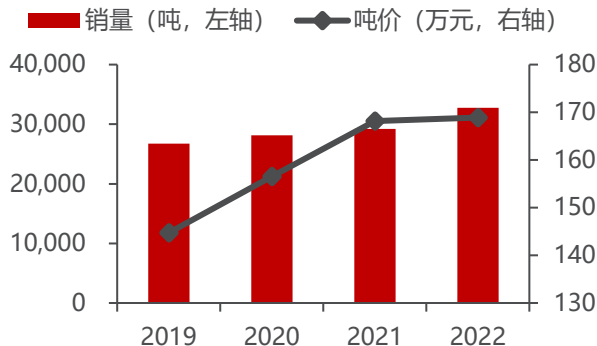


➢ 茅五泸均对自身系列产品进行了战略调整：

- 缩减SKU，提价，呈现量减价增的状态
- 茅台受益于酱酒热，销量快速回补

➢ 五粮液批价仅上行11.5%，超高端新品受挫，吨价提升相对迟缓

图表：五粮液19-22年量增22.6%，价增16.7% 图表：五粮液系列酒19-22年量减31.9%，价增135.6% 图表：五粮液批价三年上行约11.5%（元；截至23年4月）



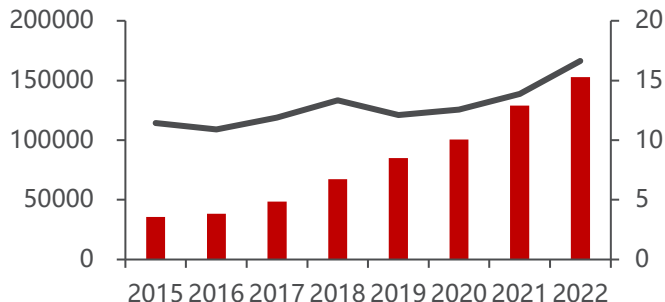
资料来源：贵州茅台、五粮液公司公告，民生证券研究院

3.1

白酒：次高端与商务场景强关联，短期受压制，中长期仍量价齐升

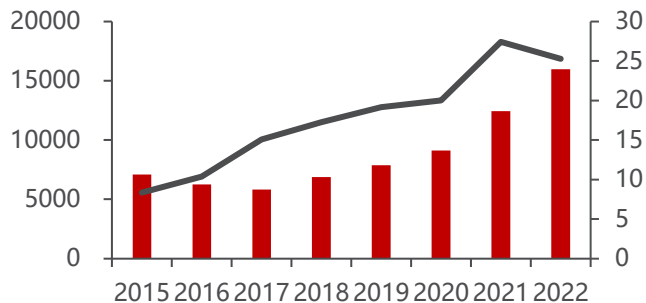
图表：山西汾酒19-22年量增79.8%，价增37.44%

■ 销量 (吨) — 吨价 (万元, 右轴)



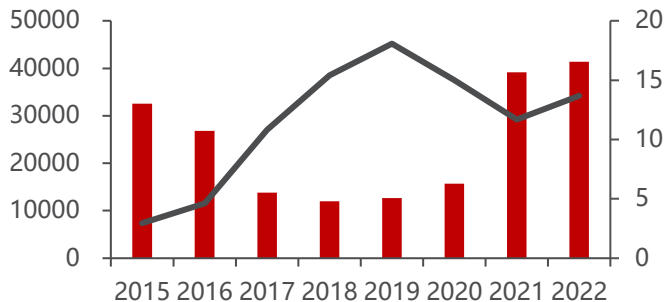
图表：酒鬼酒19-22年量增103.0%，价增31.9%

■ 销量 (吨) — 吨价 (万元, 右轴)



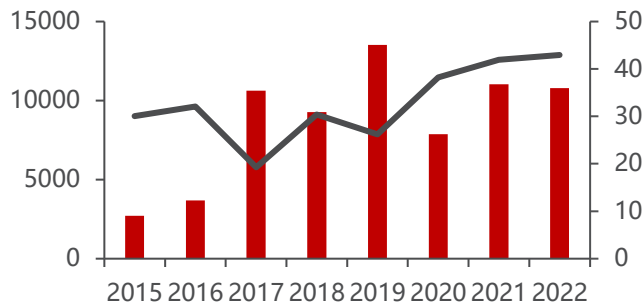
图表：舍得酒业19-22年量增226.9%，价减-24.35 %

■ 销量 (吨) — 吨价 (万元, 右轴)



图表：水井坊19-22年量减20.2%，价增63.9%

■ 白酒销量 (吨) — 吨价 (万元, 右轴)

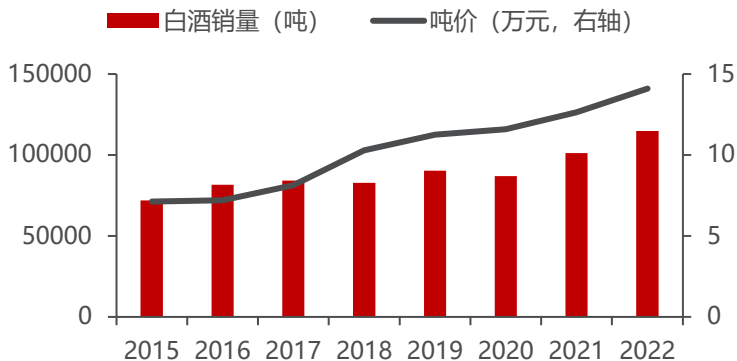


资料来源：山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊公司公告，民生证券研究院

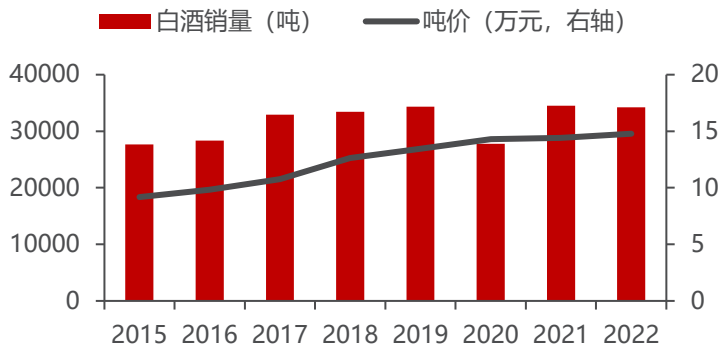
3.1

白酒：地产酒掌控大众价位，结构持续提升，徽酒、苏酒整体表现更优

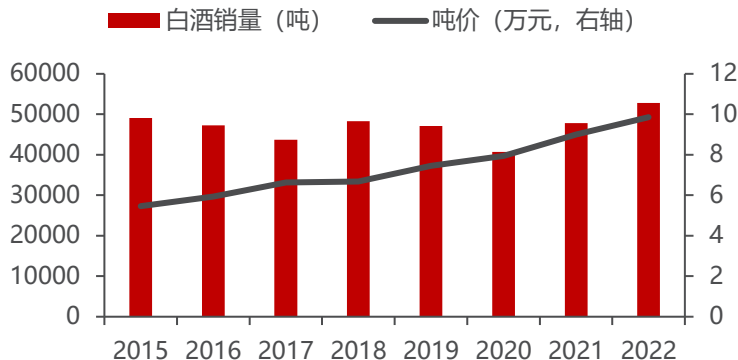
图表：古井贡酒19-22年量增27.0%，价增25.3%



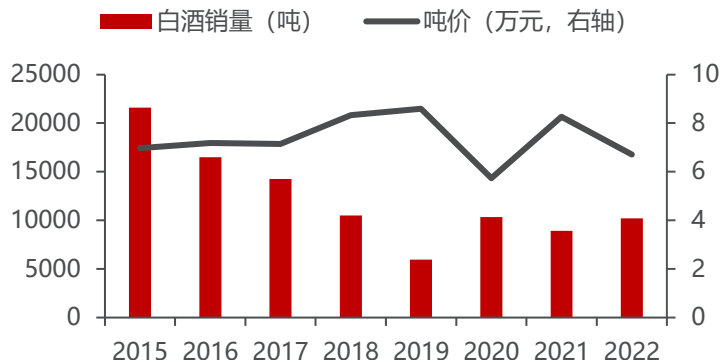
图表：口子窖19-22年量减0.3%，价增9.9%



图表：迎驾贡酒19-22年量增12.1%，价增32.3%



图表：金种子酒19-22年量增71.5%，价减21.9%



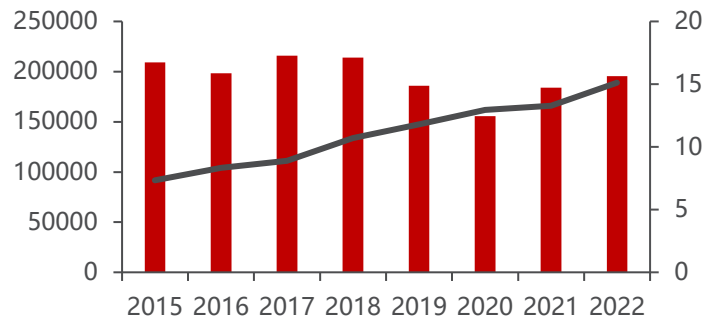
资料来源：古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖、金种子酒公司公告，民生证券研究院

3.1

白酒：地产酒掌控大众价位，结构持续提升，徽酒、苏酒整体表现更优

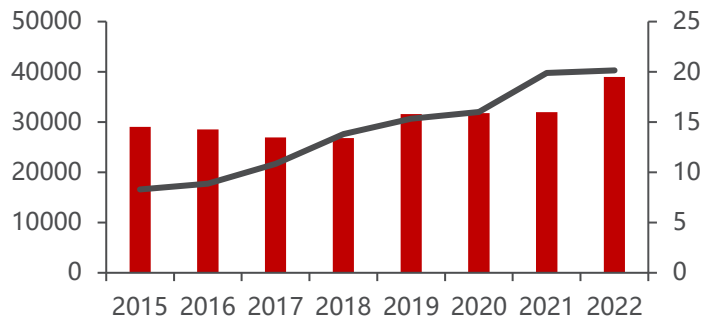
图表：洋河股份19-22年量增5.0%，价增27.9%

■ 白酒销量（吨） — 吨价（万元，右轴）



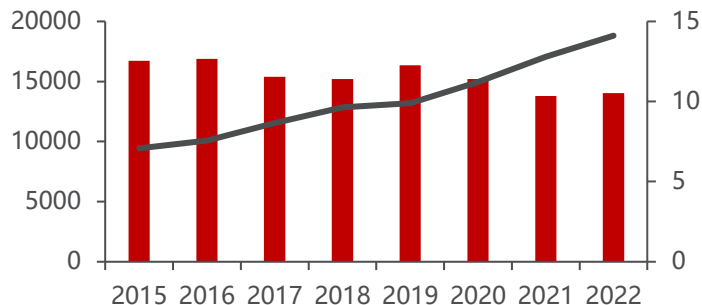
图表：今世缘19-22年量增23.45%，价增31.4%

■ 白酒销量（吨） — 吨价（万元，右轴）



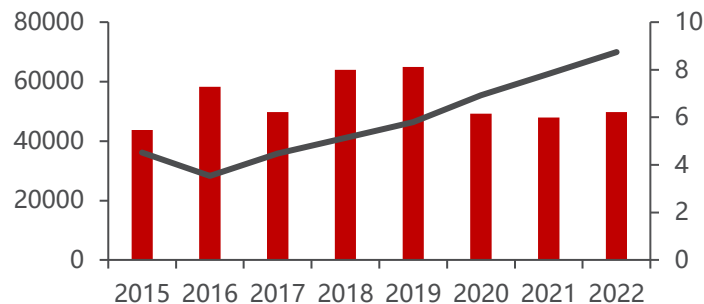
图表：金徽酒19-22年量减14.19%，价增42.7%

■ 白酒销量（吨） — 吨价（万元，右轴）



图表：老白干酒19-22年量减23.4%，价增50.9%

■ 白酒销量（吨） — 吨价（万元，右轴）



资料来源：洋河股份、今世缘、金徽酒、老白干酒公司公告，民生证券研究院

3.1 白酒：复制优秀品牌的经验—品牌裂变，细分运营：分品牌运营与主副品牌

图表：泸州老窖和洋河股份的品牌裂变



资料来源：泸州老窖、洋河股份公司官网，民生证券研究院绘制

3.1

白酒：企业周期—优秀的管理层与合理的激励制度

图表：2018年以来上市酒企股权激励方案

公司	时间	授予人数	核心高管	考核目标
金徽酒	2018年6月11日	≤691人	周志刚/张志刚/王栋等11人	19-23年营收目标依次为：16.2/18.3/21.0/25.0/30.0亿 扣非归母净利润目标依次为：2.8/3.2/3.8/4.7/6.0亿
舍得酒业	2018年11月30日	428人	刘立/李强/张树平等8人	19-21年剔除激励计划成本后的归母净利润分别同比17年归母净利润（1.44亿）增长260%/350%/460%/600%
山西汾酒	2019年1月3日	395人	宋青年/武世杰/李俊等8人	19-21年：ROE均需大于等于22%，年营收增速（同步17年）分别大于等于90/120/150%，且大于等于对标企业75分位数；主营收入占比均需大于等于90%
今世缘	2020年4月24日	≤360人	方志华/胡跃吾/李维群等5人	21年：营收增长率大于等于75%，净资产收益率大于等于20.5%，主营业务收入占营业收入比例大于等于95% 22年：营收增长率大于等于115%，净资产收益率大于等于21.5%，主营业务收入占营业收入比例大于等于95%
泸州老窖	2021年12月29日	≤521人	刘森/林锋/王洪波等9人	（1）2021-2023年ROE均不低于22%；（2）净利润增长率均不低于对标公司75%分位值；（3）成本费用率不高于65%
老白干酒	2022年5月19日	209人	刘彦龙/王占刚/赵旭东等9人	2022年净资产收益率不低于10%，净利润较2020年复合增长率不低于15%，主营业务收入占比不低于95%；2023年净资产收益率不低于10%，净利润较2020年复合增长率不低于15%，主营业务收入占比不低于95%等
舍得酒业	2022年10月14日	284人	张树平/蒲吉洲/魏炜等8人	2022/23/24 年营业收入不低于59.4/74.1/100.2亿元，同比增速不低于20%/25%/35%，2022/23/24年归母净利润不低于14.0/15.7/20.5亿元，同比增速不低于12%/12%/31%
口子窖	2023年4月6日	58人	詹玉峰	以2022年为基数，2023/2024/2025年净利润增长率分别不低于15%/30%/50%；营业收入增长率分别不低于15%/30%/50%

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

3.1 白酒：大单品模式—产品是品牌最大的流量入口，利于品牌资产积累

图表：各酒企核心大单品



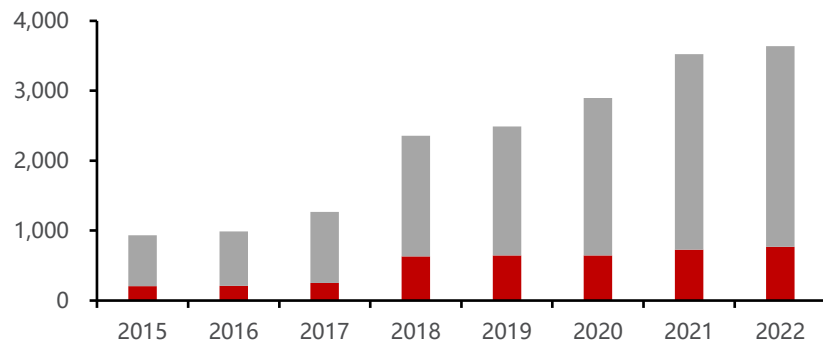
资料来源：各公司京东官方旗舰店，民生证券研究院

3.1 白酒：汇量增长—在行业震荡调整期抗风险能力弱、招商难度大

企业	2022年数量 (个)	数量增长	单个体量 (万元)	单个体量增长
酒鬼酒	1586	200.4%	182	-18.5%
山西汾酒 (省外)	2869	55.3%	558	72.9%
古井贡酒	4399	49.1%	368	6.7%
舍得酒业	2158	21.5%	262	103.4%
迎驾贡酒 (省内)	689	21.1%	499	33.6%
今世缘 (省内)	395	19.7%	1857	34.9%
山西汾酒 (省内)	768	19.6%	1307	45.0%

图表：山西汾酒经销商数量变化 (单位：个)

■ 山西省内 ■ 山西省外



总结：

- 酒企普遍享受经销商扩容带来的红利，在自身基地市场也有增量
- 洋河股份、金种子酒、老白干酒等经销商数量减少企业更多来自自身战略调整
- 经销商数量及体量增长反应企业过去发展战略，次高端品牌快速期经销商数量增长较快
- 大商、小商的选择更多看企业的品牌力和发展阶段，没有绝对的优劣之分

注：酒鬼酒扣除内参；区域酒企省外市场的经销商体量显著弱于基地市场

资料来源：山西汾酒、酒鬼酒、古井贡酒、舍得酒业、迎驾贡酒、今世缘、金种子酒公司公告，民生证券研究院

3.1

白酒：可持续的“生意”——维护好产品价格体系，保障渠道利润

- 可持续的“生意”：
- 一是提前布局，结构做高，控盘分利；
- ①保持合理且可持续的渠道毛利是产品生命周期（“生意”）延续的根本，
- ②“数字化”在现阶段对企业重要意义应该是保障经销商大B端及小b端渠道利润，延续成熟产品生命周期。
- 二是市场节奏把控，平衡量价关系，渠道模式的选择只是一种手段。

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

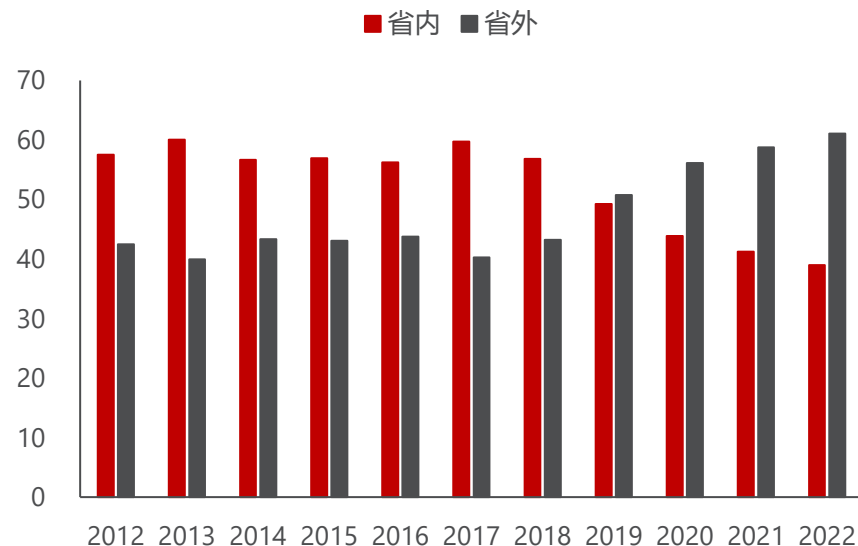
图表：2019年-2022年上市酒企吨价（万元）及净利率情况

企业	2019年吨价	2019年净利率	2022年吨价	2022年净利率	净利率提升(pcts)
贵州茅台	219.32	46.6%	284.51	49.2%	2.63
五粮液	144.70	34.7%	168.87	36.0%	1.32
泸州老窖	48.01	29.1%	59.62	41.1%	11.99
水井坊	26.19	22.8%	42.95	24.9%	2.14
酒鬼酒	19.15	19.0%	25.26	26.0%	6.98
舍得酒业	18.07	19.1%	13.67	26.8%	7.72
今世缘	15.32	29.5%	20.14	31.7%	2.14
口子窖	13.46	35.4%	14.78	29.8%	-5.52
山西汾酒	12.12	16.1%	16.65	30.9%	14.78
洋河股份	11.81	28.3%	15.10	30.8%	2.47
古井贡酒	11.25	18.2%	14.10	18.3%	0.19
金徽酒	9.89	16.5%	14.12	13.5%	-3.02
金种子酒	8.59	-25.0%	6.71	-17.4%	7.63
迎驾贡酒	7.44	23.2%	9.85	29.8%	6.65
老白干酒	5.79	9.0%	8.74	10.3%	1.26
顺鑫农业	1.43	5.4%	1.64	-5.7%	-11.12

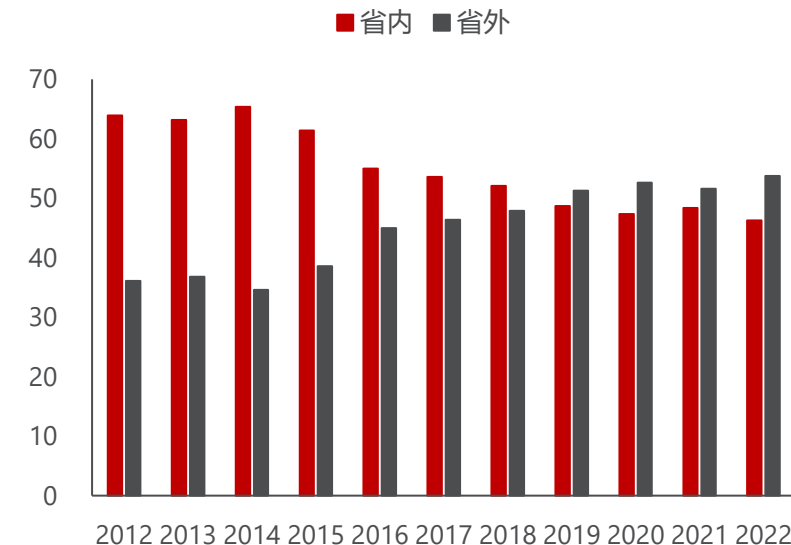
3.1

白酒：区域借势扩张—以较高价位主力产品、高渠道费用提升推力、高举高打、梯次推进板块化、全省化、全国化

图表：19年起山西汾酒省外收入占比超过省内（%）



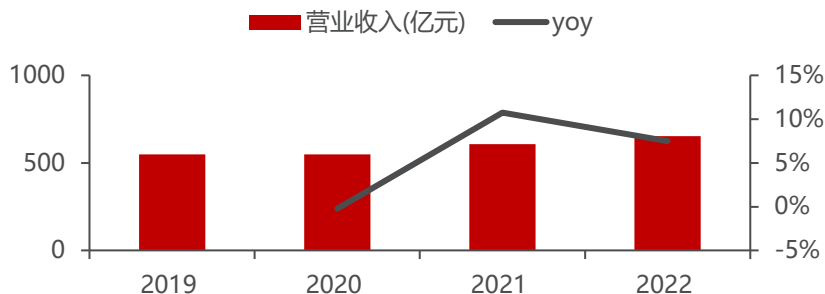
图表：19年起洋河股份省外收入占比逐步超过省内（%）



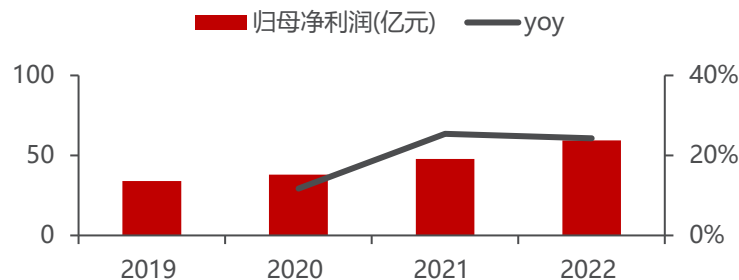
资料来源：山西汾酒、洋河股份公司公告，民生证券研究院

3.2 啤酒：啤酒量稳价升，基数并不显著影响净利润增长弹性，中长期视角下，啤酒行业净利率有望超过15%

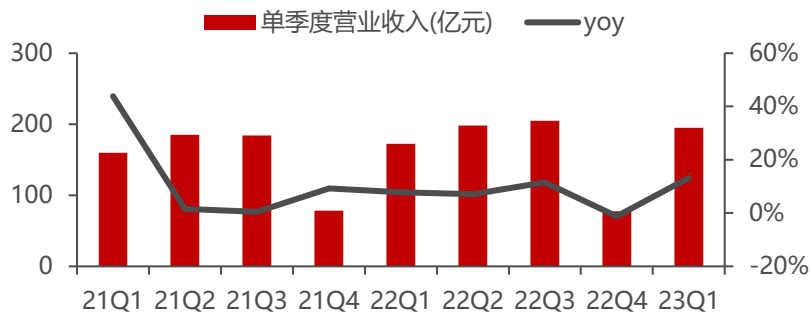
图表：A股啤酒板块2019-2022年营收及同比增速



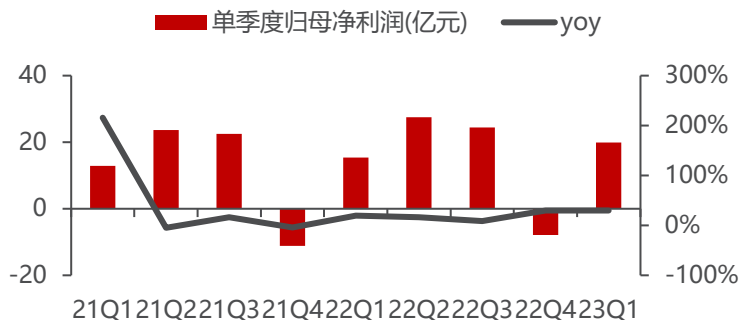
图表：A股啤酒板块2019-2022年归母净利润及同比增速



图表：A股啤酒板块21Q1-23Q1营收及同比增速



图表：A股啤酒板块21Q1-23Q1归母净利润及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

3.2

啤酒：量稳价增，成本压力边际缓解，Q1毛利率温和改善

图表：啤酒板块2022年度及23Q1量价拆分一览

		2022	同比增速	同比 2019	23Q1	同比增速
青岛啤酒	营收(亿元)	316.97	6.82%	14.77%	107.06	16.27%
	销量(万吨)	807	1.79%	0.26%	236	11.02%
	吨价(元/吨)	3927	4.94%	14.47%	4531	4.76%
重庆啤酒	营收(亿元)	136.96	6.71%	37.75%	39.19	4.23%
	销量(万吨)	286	2.41%	21.76%	82	3.70%
	吨价(元/吨)	4795	4.20%	13.14%	4759	0.51%
燕京啤酒	营收(亿元)	121.83	8.90%	13.48%	35.26	13.74%
	销量(万吨)	377	4.12%	-1.09%	96	12.80%
	吨价(元/吨)	3232	4.59%	14.75%	3661	0.83%
珠江啤酒	营收(亿元)	47.35	10.36%	16.93%	10.35	18.75%
	销量(万吨)	134	4.87%	6.41%	26	11.50%
	吨价(元/吨)	3537	5.23%	9.89%	3955	6.51%
华润啤酒	营收(亿元)	352.63	5.62%	6.25%	/	/
	销量(万吨)	1110	0.36%	-2.96%	/	/
	吨价(元/吨)	3178	5.24%	9.48%	/	/
百威亚太	营收(亿美元)	69.47	2.34%	6.13%	18.43	12.90%
	销量(万吨)	885	0.70%	-5.02%	221	9.11%
	吨价(美元/吨)	785	1.63%	11.73%	835	3.47%

- 2022年销量稳增，23Q1疫情扰动褪去+低基数呈现高增。行业整体结构升级趋势不改，中高端价位产品扩容持续结构升级趋势，吨价稳健增长。
- 22年吨成本涨幅普遍在中单位数，吨价弹性对冲成本压力，毛利率相对平稳，青啤逆势提升。23Q1成本压力边际改善，毛利率温和改善。

资料来源：wind，民生证券研究院（注：百威亚太均为内生增速）

啤酒：2022年啤酒板块营收稳增、归母净利润高增；2023年伴随疫情扰动褪去，下游场景逐步复苏，叠加成本压力边际缓解，23Q1营收、利润相比去年同期明显提速

图表：啤酒板块2022年度及23Q1吨价、吨成本、毛利率情况一览

		2022	2021	同比变动	23Q1	22Q1	同比变动
青岛啤酒	吨价(元/吨)	3927	3742	4.94%	4531	4325	4.76%
	吨成本(元/吨)	2482	2368	4.85%	2795	2688	3.96%
	毛利率	36.78%	36.73%	0.05pct	38.32%	37.85%	0.47pct
重庆啤酒	吨价(元/吨)	4795	4601	4.20%	4759	4735	0.51%
	吨成本(元/吨)	2346	2238	4.83%	2525	2667	5.65%
	毛利率	51.06%	51.35%	-0.29pct	45.16%	47.68%	-2.52pct
燕京啤酒	吨价(元/吨)	3232	3090	4.59%	3661	3631	0.83%
	吨成本(元/吨)	1989	1887	5.43%	2315	2377	-2.61%
	毛利率	38.44%	38.93%	-0.49pct	36.78%	34.54%	2.24pct
珠江啤酒	吨价(元/吨)	3537	3362	5.23%	3955	3713	6.51%
	吨成本(元/吨)	2078	1888	10.09%	2342	2213	5.80%
	毛利率	41.25%	43.84%	-2.59pct	40.79%	40.39%	0.40pct
华润啤酒	吨价(元/吨)	3178	3020	5.24%	/	/	/
	吨成本(元/吨)	1956	1837	6.45%	/	/	/
	毛利率	38.46%	39.16%	-0.70pct	/	/	/
百威亚太	吨价(美元/吨)	785	772	1.63%	835	807	3.47%
	吨成本(美元/吨)	384	356	7.71%	416	395	5.21%
	毛利率	51.12%	53.87%	-2.79pct	50.22%	51.04%	-0.8pct

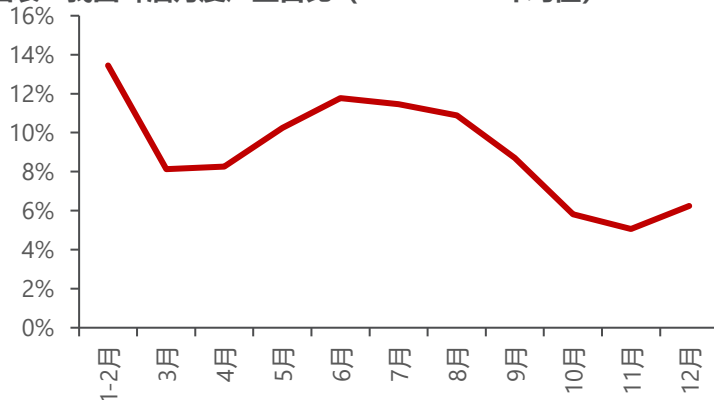
资料来源：wind，民生证券研究院（注：百威亚太均为内生增速）

3.2

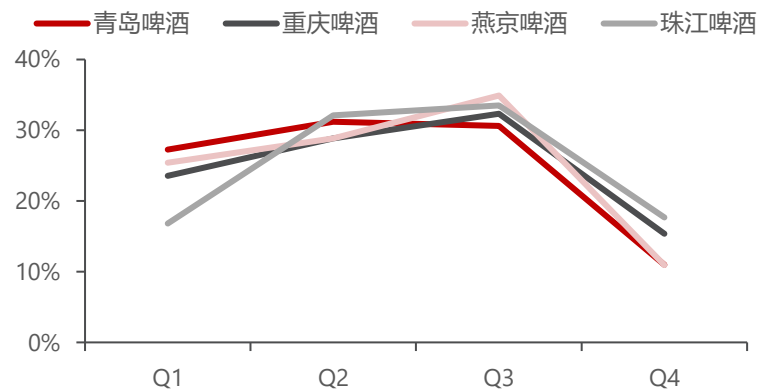
啤酒：业务季节性强，板块Q2股价日历效应显著

- 啤酒业务具备明显的淡旺季特征，主要受季节气温影响，其中Q1、Q4为淡季，Q2-Q3为旺季（主要为5-8月）。啤酒板块股价日历效应显著，根据历史数据来看，板块往往在Q2实现更大的股价涨幅和超额收益，同时Q4淡季通常有提价行情。

图表：我国啤酒月度产量占比（2017-2022年均值）



图表：啤酒企业季度收入占比（2017-2022年均值）



图表：啤酒板块股价日历效应显著

2017-2023Q1相对沪深300季度平均涨跌幅				
	Q1	Q2	Q3	Q4
重庆啤酒	-4%	40%	-2%	9%
珠江啤酒	5%	8%	-3%	0%
燕京啤酒	3%	2%	1%	5%
青岛啤酒	0%	25%	-8%	13%

图表：啤酒板块股价日历效应显著

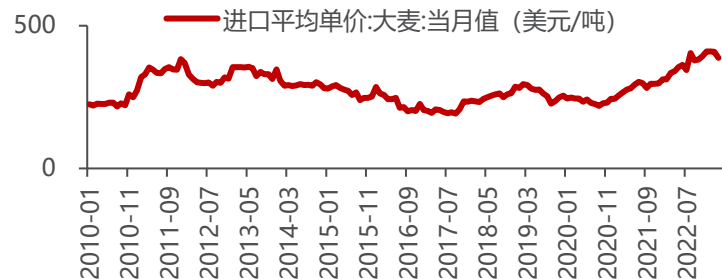
2017-2023Q1季度平均涨跌幅				
	Q1	Q2	Q3	Q4
重庆啤酒	-3%	43%	-4%	12%
珠江啤酒	6%	10%	-5%	3%
燕京啤酒	4%	4%	-1%	8%
青岛啤酒	1%	28%	-9%	16%
华润啤酒	2%	16%	-2%	15%

资料来源：wind，民生证券研究院

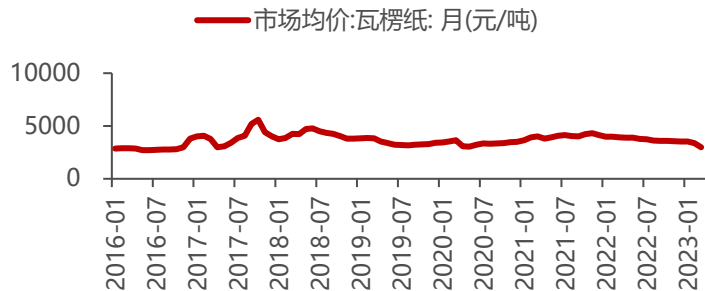
3.2 啤酒：包材价格回落，成本端有望逐季改善

- 啤酒原材料成本以包装物、麦芽、大米为主。整体来看，23年包材价格总体同比下行，预计伴随高价包材库存消化叠加酒企持续精益生产、降本增效，成本压力有望逐步回落。

图表：大麦进口平均单价



图表：瓦楞纸市场均价



图表：LME铝现货结算价



图表：万得玻璃价格指数



资料来源：wind，民生证券研究院

3.3 大众品继续关注发展阶段红利与需求创造能力的四条主线：供应链优势与连锁下沉、做品牌的生意、发展红利阶段、兼顾成本、业绩弹性

图表：大众品重点关注方向



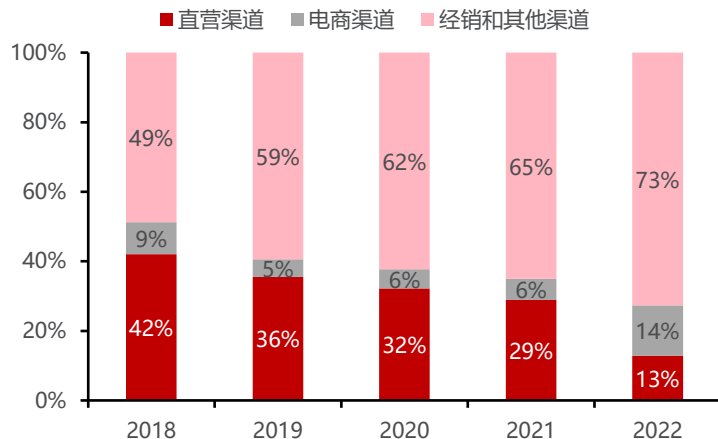
资料来源：民生证券研究院绘制

- 依靠供应链优势做加盟下沉的连锁化品牌值得重视，**下沉市场≠低端市场**，是供给侧的高品质替代，从日本如无印良品、优衣库等品牌经验看，注重性价比，提供较高品质产品的错位竞争能够在本土胜出；**推荐（1）连锁业态：绝味食品、紫燕食品、良品铺子、盐津铺子、巴比食品、煌上煌，关注来伊份、周黑鸭。**
- 不要期待仅会依靠“价格战”获取销量扩张的品牌能在未来致胜，背后是人口增长的红利，结构性机会更值得拥有。**推荐：洽洽食品、安井食品、海天味业、干味央厨、桃李面包、伊利股份，关注甘源食品、颐海国际、农夫山泉、味知香；**
- 处于行业发展较初期，以差异化营销、模式、产品相对于龙头公司取得渠道扩张红利、规模单品增长红利的公司。**推荐：天润乳业、新乳业、立高食品、东鹏饮料、李子园、关注天味食品等；**
- 阶段性包材、原料等成本端边际下降而释放弹性需要关注。**推荐：安琪酵母等。关注如香飘飘、日辰股份、养元饮品、有友食品、干禾味业等细分特色。**

3.3 休闲食品正加速布局下沉市场：渠道调整释放红利，23年加速扩张

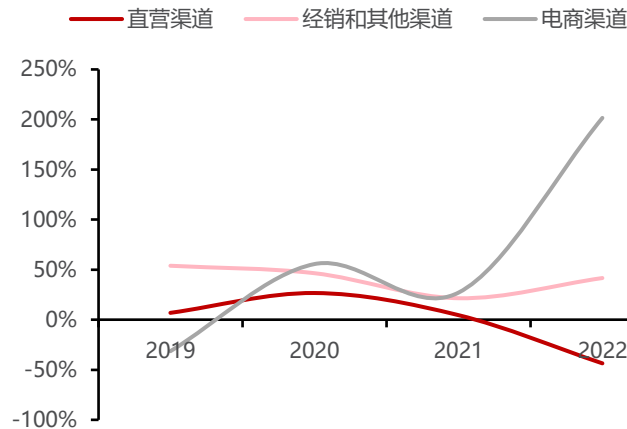
- **制造型企业释放转型红利：**1) **盐津铺子**22年与零食量贩深度合作，持续创新电商、直播经营模式；2) **劲仔食品**定量小包装升级为大包装，调整优化组织架构，零食专营与新媒体渠道布局促进直营渠道实现快速增长。3) **洽洽食品**表现稳健，22年实现营收68.8亿元，同比+15%。4) **甘源食品**22年进行组织架构调整，积极转变线上经营策略，借助抖音、快手等在内的新电商平台拉动新增长；同时积极拓展山姆、零食很忙等新渠道。
- **渠道型企业适时调整打法，短期业绩承压。**线上平台流量下滑、线下新渠分流下，**良品铺子**调整渠道策略，线下新开大店调整门店结构，线上聚焦私域运营，零食量贩渠道通过零食顽家、赵一鸣进行布局。**三只松鼠**线上坚定“品销合一”打法，23年提升复购；线下推进标杆市场打造，整合渠道净化线下市场，进军社区零食店。

图表：2018-2022年盐津铺子渠道结构



资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：2019-2022年盐津铺子分渠道收入增速



3.4 卤味&连锁：22年收入盈利承压，23年缓慢复苏

- 22年收入盈利承压，23年缓慢复苏。22年受疫情等外部环境冲击及成本上行影响，连锁企业受到不同程度冲击。整体来看，佐餐卤味及早餐连锁体现需求刚性，紫燕、巴比收入端实现稳健增长；卤味连锁方面，佐餐卤味体现需求刚性，且门店多位于菜场、社区附近，相较更具休闲属性、门店多位于商圈等人流密集的休闲卤味，整体受影响相对较小，紫燕食品22年门店经营较为稳健，单店收入同比基本持平。

图表：连锁企业2022年营收、归母净利润、扣非归母净利润（亿元）

证券名称	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	扣非归母净利润	yoy
绝味食品	66.23	1.13%	2.33	-76.29%	2.57	-64.25%
煌上煌	19.54	-0.16%	0.31	-0.79%	0.04	-0.96%
紫燕食品	36.03	16.51%	2.22	-32.28%	1.81	-33.22%
周黑鸭	23.43	-18.35%	0.25	-92.62%	-	-
巴比食品	15.25	10.88%	2.22	-29.19%	1.85	21.31%

图表：连锁企业单季度收入（亿元）

证券名称	营业收入					同比变动				
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
绝味食品	16.88	16.48	17.84	15.03	18.24	12.09%	0.61%	4.77%	-11.70%	8.04%
煌上煌	5.42	6.40	4.36	3.36	5.12	-10.62%	-20.05%	-17.23%	-17.12%	-5.59%
紫燕食品	6.63	9.74	11.05	8.60	7.55	--	--	14.04%	19.83%	13.84%
巴比食品	3.10	3.76	4.15	4.24	3.20	22.38%	9.87%	9.77%	5.56%	3.24%

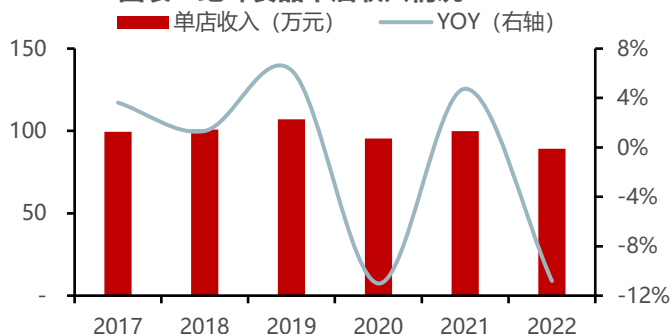
资料来源：ifind，民生证券研究院

3.4

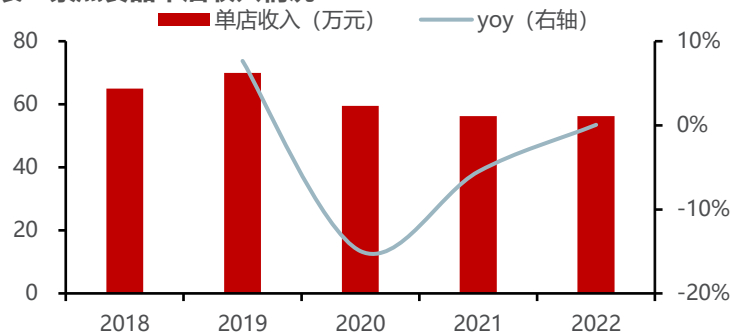
卤味&连锁：门店端拓店稳健，22年单店承压，23年持续复苏

- 门店端拓店稳健，22年单店承压，23年逐步复苏。绝味食品/煌上煌/紫燕食品/周黑鸭/巴比食品22年末门店总数分别达15076/3925/3429/5695/4489家，全年分别净增1362/-356/648/532/1009家，除煌上煌出现闭店调整外，其他连锁企业均持续稳健拓店，整体来看上半年拓店速度较快。

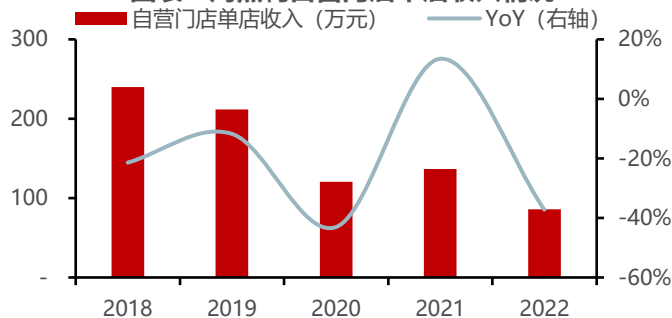
图表：绝味食品单店收入情况



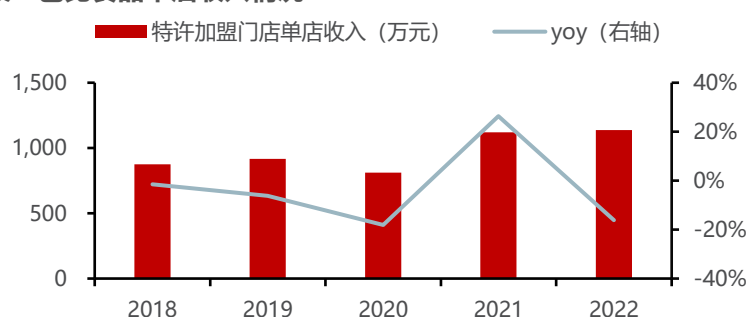
图表：紫燕食品单店收入情况



图表：周黑鸭自营门店单店收入情况



图表：巴比食品单店收入情况

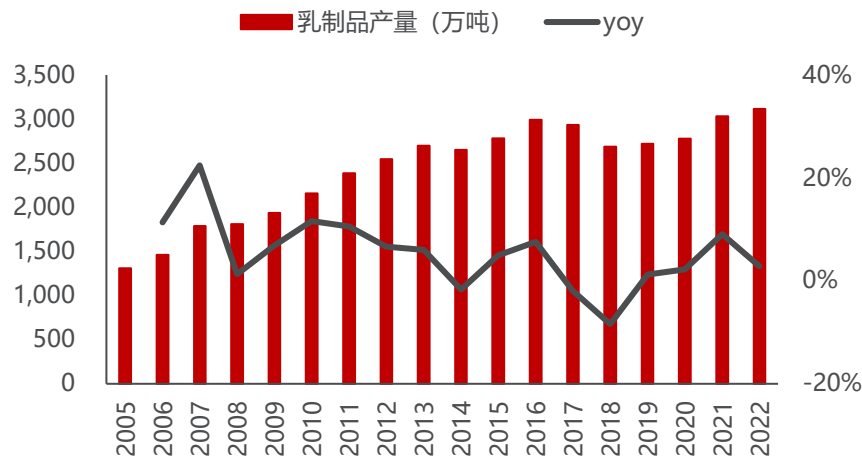


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.5 乳制品：成本下探盈利改善，板块具备估值优势

- 22年乳制品量增疲软，23年已开启温和复苏。2022年我国乳制品行业总产量3117.7万吨，较去年微增2.8%，增速同比回落6.2pct。23Q1乳制品累计总产量767.9万吨，同比+4.8%。分品类看，**常温白奶**需求稳固，高端化产品更具增长空间；**低温鲜奶**疫情带动消费者提高健康意识推动品类增长；**奶酪**高景气赛道，消费者教育持续，市场空间巨大；**奶粉**受出生人口影响，板块仍处在低点，新国标注册推动行业集中度提升。

图表：乳制品产量及同比增速（万吨，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

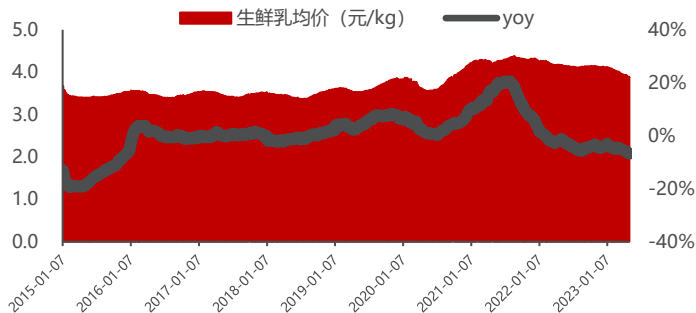
图表：A股主要乳制品企业营收（亿元）及营收增速（%）

	年度						单季度			
	2019	2020	2021	2022	22YOY	Cagr3	21Q1	22Q1	23Q1	23Q1yoy
伊利股份	902.23	968.86	1,105.95	1,231.71	11.37	10.93	273.63	310.47	334.41	7.71
光明乳业	225.63	252.23	292.06	282.15	-3.39	7.74	69.86	72.46	70.71	-2.42
新乳业	56.75	67.49	89.67	100.06	11.59	20.81	20.14	23.17	25.21	8.84
三元股份	81.51	73.53	77.31	80.03	-9.58	-0.61	18.68	21.56	21.68	0.55
妙可蓝多	17.44	28.47	44.78	48.30	7.84	40.42	9.51	12.86	10.23	-20.47
皇氏集团	22.53	24.90	25.69	28.91	12.54	8.66	6.01	5.65	8.69	53.83
贝因美	27.85	26.65	25.40	26.55	4.53	-1.59	5.67	6.96	7.17	3.04
一鸣食品	19.97	19.47	23.16	24.33	5.02	6.80	4.93	5.56	5.78	3.98
佳禾食品	18.36	18.74	23.99	24.28	1.17	9.75	5.89	5.22	6.41	22.77
天润乳业	16.27	17.68	21.09	24.10	14.25	14.00	4.63	5.43	6.31	16.26
燕塘乳业	14.71	16.37	19.85	18.75	-5.52	8.43	3.98	3.86	4.29	10.89
品渥食品	13.80	15.03	16.51	15.39	-6.78	3.70	3.18	3.06	2.73	-10.88
西部牧业	6.49	8.20	11.28	13.25	17.43	26.84	2.43	2.97	2.82	-4.87
庄园牧场	8.14	7.40	10.21	10.50	2.78	8.87	2.34	2.44	2.50	2.59
麦趣尔	6.71	8.75	11.46	9.89	-13.71	13.83	2.17	3.46	1.75	-49.40
均瑶健康	12.46	8.52	9.14	9.86	7.94	-7.50	2.54	2.48	4.45	102.84
熊猫乳品	6.04	6.84	8.57	8.92	4.05	13.88	1.97	1.93	2.15	11.30
板块合计	1,468.15	1,580.08	1,829.90	1,971.33	7.73	10.32	440.26	492.90	520.87	5.67

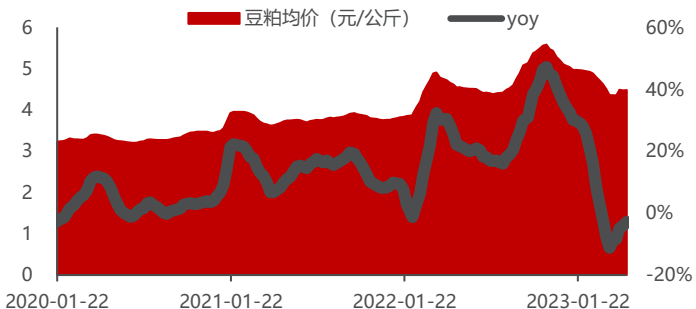
3.5 乳制品：成本下探盈利改善，板块具备估值优势

- 原奶价格延续下行，成本红利下企业间弹性有所分化。参考综合乳企伊利股份，我们拆分乳制品主要成本构成为原奶、大包粉和包材，在成本中占比分别为41%、9%、30%。原奶价格延续回落态势，但22年回落态势趋缓，主因22年豆粕、玉米、苜蓿等饲料价格高位继续上行。

图表：生鲜乳价格

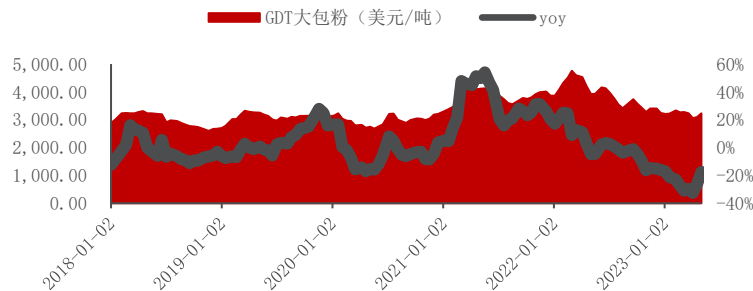


图表：豆粕价格



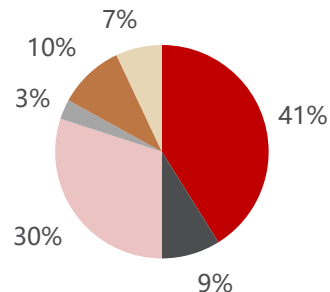
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：大包粉价格



图表：2021年乳制品原材料成本构成及占比情况

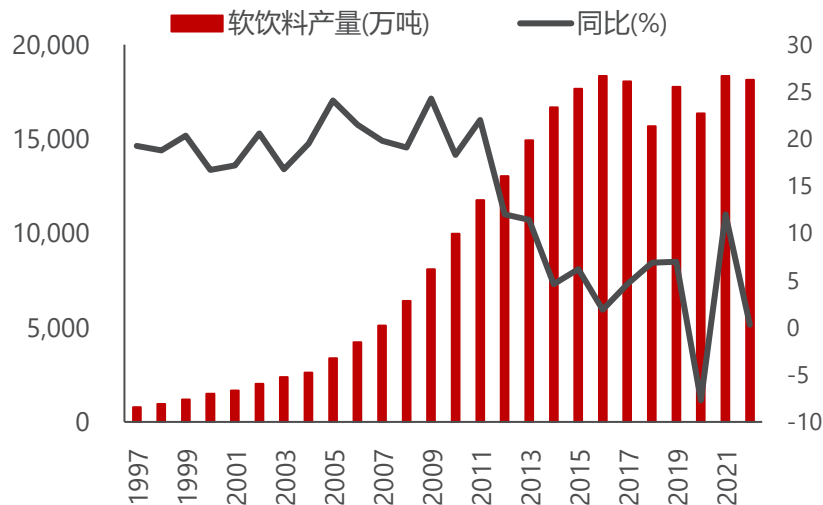
■ 生鲜乳 ■ 进口大包粉 ■ 包材 ■ 直接人工 ■ 制造费用 ■ 装卸运输费



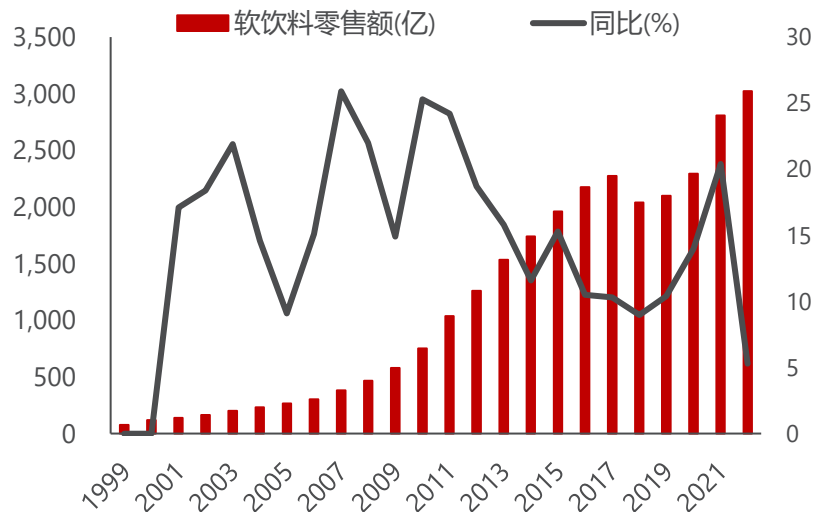
3.6 软饮料：趋势向好，复苏全面开启

软饮料行业量平价增、降速显著。2022年我国软饮料行业总产量18140.8万吨，较去年同比微增+0.30%。实现零售总额3022亿元，同比增加+5.3%。量、价两端较2021年均有明显降速（21年产量增加+12%，零售额增加+20.4%）。23Q1软饮料累计总产量4363万吨，同比+1.0%，零售额745亿元，同比+1.8%。

图表：软饮料产量（万吨）及同比增速（%）



图表：软饮料零售额（亿元）及同比增速（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

3.6 软饮料：成本压力可控，费用投放理性，复苏全面开启

板块整体表现平稳。2022年A股饮料板块（申万III级，共8家上市公司）共实现营收287.39亿元，同比-0.4%，疫情三年板块营收复合增速+2.18%，在餐饮出行受阻、户外消费场景缺失、物流运输受限的大背景下板块营收基本持平。进入2023年，随着消费场景恢复、叠加品牌适时加大营销促销力度，23Q1主要企业的收入成长均有同比改善，行业逐步迎来复苏。

图表：A股主要饮料企业营收（亿元）及营收增速（%）

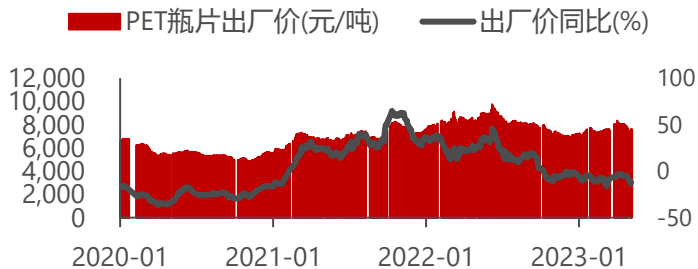
	年度						单季度			
	2019	2020	2021	2022	22YOY	Cagr3	21Q1	22Q1	23Q1	23Q1yoy
东鹏饮料	42.09	49.59	69.78	85.05	21.89	26.43	17.11	20.07	24.91	24.14
李子园	9.75	10.88	14.70	14.04	-4.50	12.93	3.31	3.42	3.45	1.11
承德露露	22.55	18.61	25.24	26.92	6.66	6.08	9.72	11.18	11.41	2.08
欢乐家	14.24	12.47	14.73	15.96	8.38	3.87	3.39	3.60	5.17	43.75
维维股份	50.39	47.99	45.68	42.22	-7.57	-5.73	10.74	11.18	11.00	-1.60
养元饮品	74.59	44.27	69.06	59.23	-14.24	-7.40	22.37	20.48	22.29	8.82
泉阳泉	16.02	13.72	14.71	12.69	-13.73	-7.47	2.39	2.54	2.20	-13.48
香飘飘	39.78	37.61	34.66	31.28	-9.76	-7.70	6.91	4.96	6.79	37.03
板块合计	269.41	235.12	288.55	287.39	-0.40	2.18	75.94	77.41	87.22	12.67

资料来源：wind，民生证券研究院

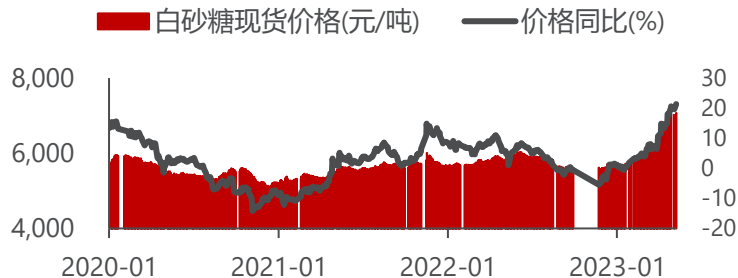
3.6 软饮料：成本压力可控，费用投放理性，复苏全面开启

- **包材成本回落，白糖价格屡创新高。**软饮料企业的主要成本构成为白砂糖和PET瓶片。以东鹏特饮为例，原料成本构成中，白砂糖、瓶胚、纸箱为前三大原材料，在成本中的占比分别为34%、28%、11%。

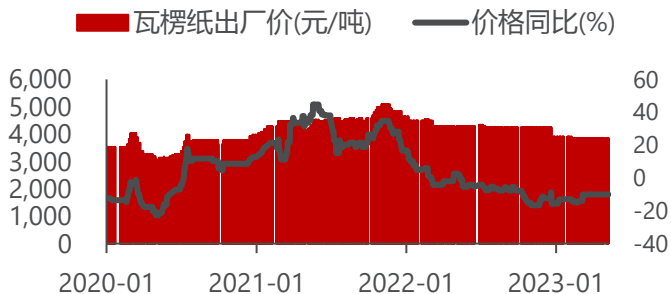
图表：PET瓶片价格



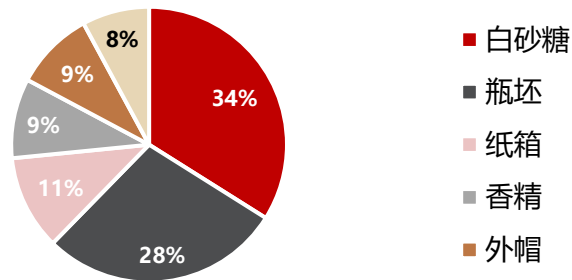
图表：白砂糖价格



图表：瓦楞纸价格



图表：2018-2020年东鹏特饮平均原料成本构成及占比情况



资料来源：wind，东鹏饮料招股说明书，民生证券研究院

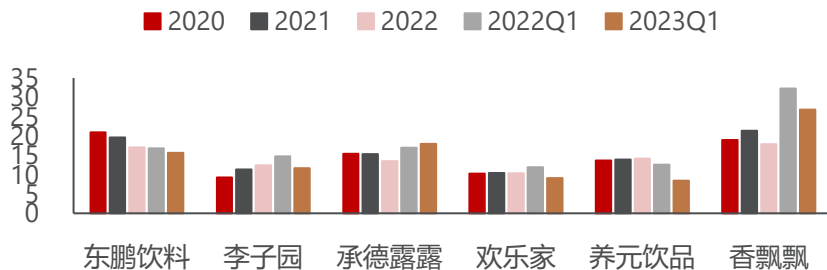
3.6 软饮料：成本压力可控，费用投放理性，复苏全面开启

- **外部环境压力下，企业费用投放趋于理性。**22年在A股主要饮料企业中，东鹏、承德露露、香飘飘的销售费用率分别同比下降2.57pcts, 1.07pcts, 3.42pcts, 主因外部经营环境受限的情况下，公司主动调整相关的销售活动开支，倒逼企业优化费用投放。李子园销售费用率同比增加1.07pcts主要因疫情导致营收不及预期，费用规模效应有限。养元销售费用率增加0.22pcts略有上升。

图表：A股主要饮料企业销售费用率（%）及销售费用率变化（pcts）

	年度				单季度		
	2020	2021	2022	22yoy	22Q1	23Q1	23Q1yoy
东鹏饮料	20.98	19.61	17.04	-2.57	16.84	15.69	-1.16
李子园	9.24	11.36	12.43	1.07	14.77	11.70	-3.07
承德露露	15.39	15.29	13.53	-1.76	16.99	17.98	1.00
欢乐家	10.29	10.43	10.40	-0.03	11.93	9.08	-2.85
养元饮品	13.64	13.96	14.18	0.22	12.59	8.49	-4.10
香飘飘	18.98	21.34	17.93	-3.42	32.33	26.82	-5.50

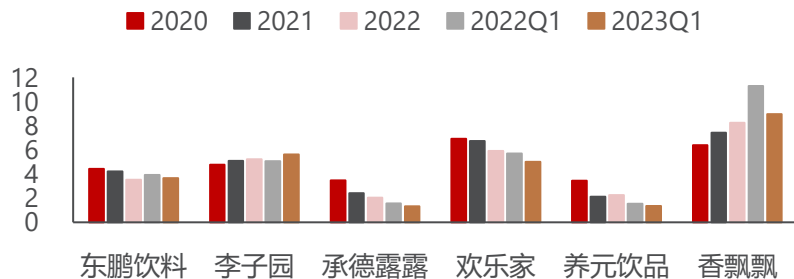
图表：A股主要饮料企业销售费用率（%）



图表：A股主要饮料企业管理费用率（%）及管理费用率变化（pcts）

	年度				单季度		
	2020	2021	2022	22yoy	22Q1	23Q1	23Q1yoy
东鹏饮料	20.98	19.61	17.04	-2.57	16.84	15.69	-1.16
李子园	9.24	11.36	12.43	1.07	14.77	11.70	-3.07
承德露露	15.39	15.29	13.53	-1.76	16.99	17.98	1.00
欢乐家	10.29	10.43	10.40	-0.03	11.93	9.08	-2.85
养元饮品	13.64	13.96	14.18	0.22	12.59	8.49	-4.10
香飘飘	18.98	21.34	17.93	-3.42	32.33	26.82	-5.50

图表：A股主要饮料企业管理费用率（%）



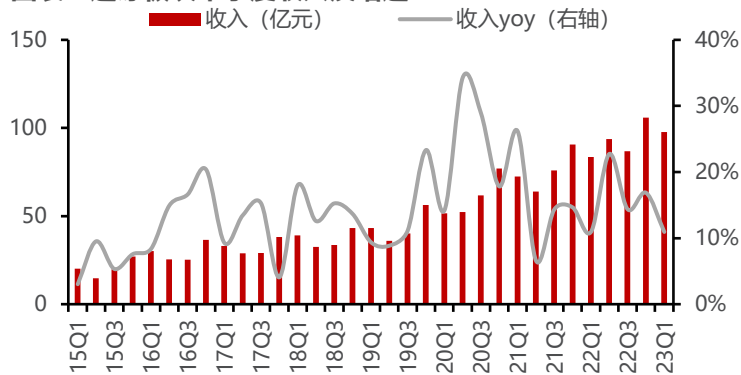
资料来源：wind，民生证券研究院

3.7

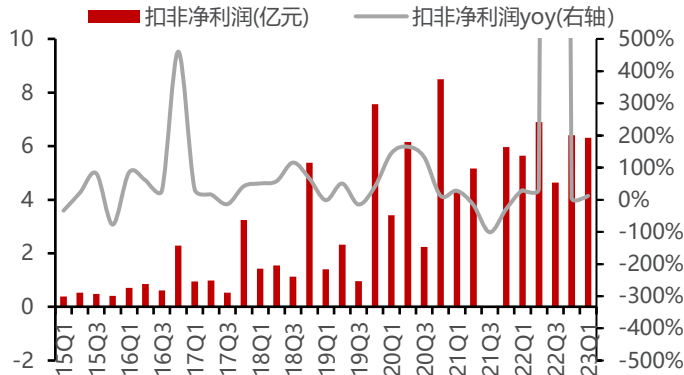
速冻：需求回暖，龙头领跑

- 需求回暖，龙头领跑。22年B端整体受疫情影响较大，宴席、社餐需求受到抑制，2023 年消费场景恢复带动B端复苏，商超客流逐步回升，春节需求前置下23Q1安井食品/千味央厨/三全食品/味知香分别实现营收31.9/4.3/23.7/2亿元，同比+36.4%/+23.2%/+1.3%/+8.6%，行业景气向好。

图表：速冻板块单季度收入及增速



图表：速冻板块单季度扣非净利润及增速



图表：速冻食品企业单季度营收情况（亿元）

证券名称	营业收入					同比变动				
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
安井食品	23.39	29.36	28.81	40.27	31.91	24.16%	46.07%	30.79%	26.80%	36.43%
千味央厨	3.48	3.01	3.82	4.58	4.29	20.17%	8.03%	19.21%	18.77%	23.18%
三全食品	23.43	14.78	15.14	20.99	23.73	0.49%	13.04%	5.10%	12.64%	1.29%
味知香	1.86	1.92	2.29	1.91	2.02	14.17%	-5.16%	11.82%	-1.67%	8.61%

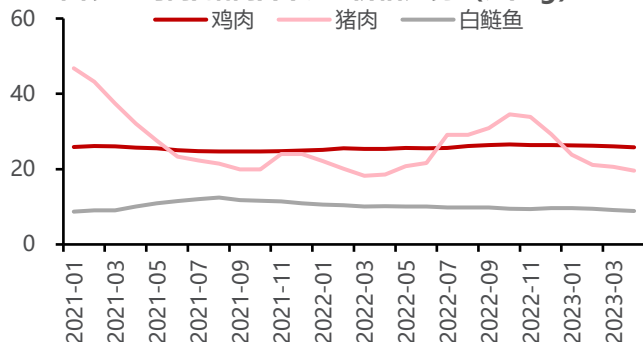
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.7

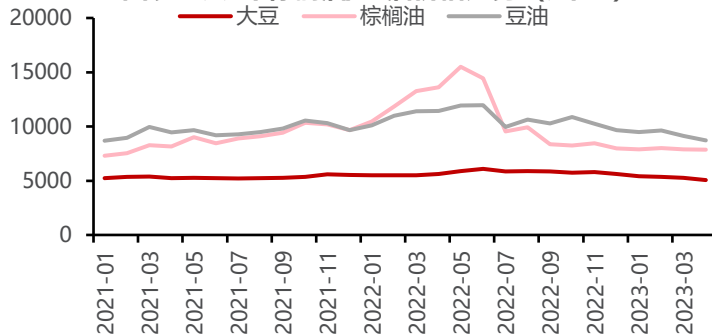
速冻：成本压力缓解、产品结构升级，盈利改善可期

22H1成本高位毛利承压，23Q1成本压力逐步缓解。成本端，22H1成本高位毛利承压，22H2至23年4月，部分原材料价格下行，其中棕榈油、豆油、白鲢鱼现货价格下行，其中棕榈油/豆油现货价格相比22年6月高点下降51.7%/35.4%至7.85/8.2元/kg，白鲢鱼现货价格较22年4月高点下降15%至9元/kg。

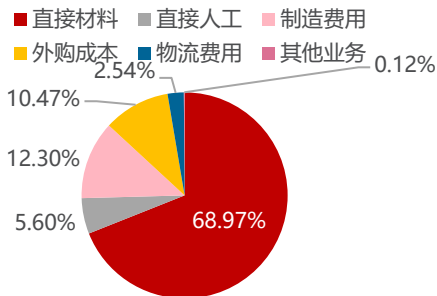
图表：鸡肉/猪肉/白鲢鱼价格走势（元/kg）



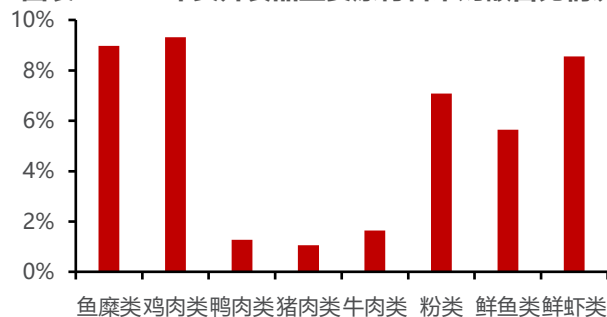
图表：大豆/棕榈油/豆油价格走势（元/吨）



图表：2022年安井食品成本结构



图表：2022年安井食品主要原材料采购额占比情况



资料来源：公司公告，ifind，民生证券研究院

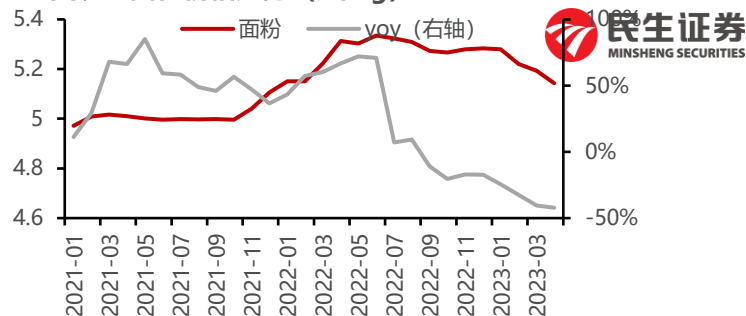
- 需求回暖，23年收入端改善明显。23Q1立高食品/佳禾食品收入同比+26.2%/+22.8%，立高食品渠道融合顺利，冷冻烘焙收入增速亮眼，同比约+50%，主要系山姆上市的多款新品表现较好；佳禾食品下游需求复苏带动植脂末快速恢复，同时公司紧抓咖啡市场快速增长机遇，积极拓展下游客户，咖啡业务23Q1延续22Q4复苏态势。
- 23年成本压力边际缓解。烘焙食品直接材料成本占比较高，主要原材料包括烘焙面粉、糖、油脂等。22H1棕榈油价格出现回落，23Q1价格保持稳定，成本压力边际缓解，各大烘焙企业在产能投产、相关费用前置等影响下毛利率同比小幅下滑，环比有所改善。

图表：烘焙食品企业单季度营业收入（亿元）变动情况

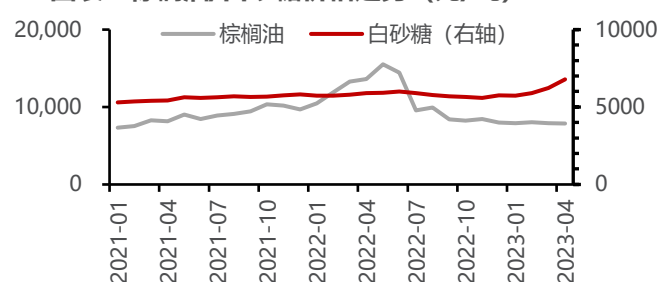
证券名称	营业收入					yoy				
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
桃李面包	14.52	17.54	18.22	16.59	14.76	9.43%	8.75%	5.67%	-0.79%	1.66%
立高食品	6.30	6.94	7.28	8.59	7.94	8.83%	3.12%	2.51%	0.43%	26.19%
海融科技	2.15	2.04	2.28	2.21	2.40	36.98%	5.65%	16.91%	9.55%	11.74%
南侨食品	6.60	7.66	6.54	7.82	7.41	1.94%	7.17%	-5.71%	-4.38%	12.29%
五芳斋	3.03	15.06	4.55	1.99	2.16	-	-	-14.45%	-11.66%	-28.74%
元祖股份	4.36	6.11	10.81	4.60	4.48	7.94%	2.03%	-0.09%	-8.07%	2.75%
佳禾食品	5.22	4.39	6.66	8.00	6.41	-11.32%	-15.58%	3.19%	24.07%	22.77%

资料来源：公司公告，ifind，艾媒咨询，民生证券研究院

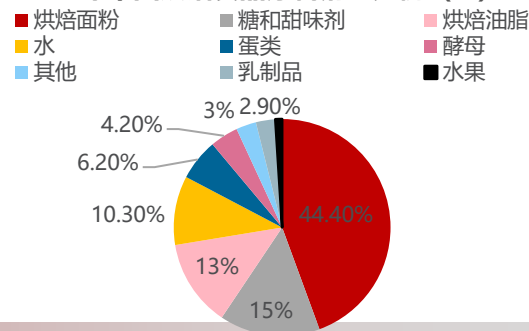
图表：面粉价格走势（元/kg）



图表：棕榈油/白砂糖价格走势（元/吨）



图表：2021年中国烘焙食品原料销量比例（%）



04. 盈利预测

4.1 行业重点公司盈利预测

图表：白酒行业重点关注个股

	代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
			2023/6/26	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
高端白酒	600519.SH	贵州茅台	1709.00	49.93	59.24	69.67	34	29	25	推荐
	000858.SZ	五粮液	166.66	6.88	8.06	9.30	24	21	18	推荐
	000568.SZ	泸州老窖	212.46	7.04	9.08	11.20	30	23	19	推荐
次高端白酒	600809.SH	山西汾酒	195.6	6.64	8.51	10.64	29	23	18	推荐
	600702.SH	舍得酒业	128.34	5.10	6.36	8.03	25	20	16	推荐
区域性白酒	002304.SZ	洋河股份	134.97	6.22	7.40	9.03	22	18	15	推荐
	000596.SZ	古井贡酒	252.04	5.95	8.20	10.30	42	31	24	推荐
	603369.SH	今世缘	54.37	2.01	2.50	3.08	27	22	18	推荐
	603198.SH	迎驾贡酒	59.03	2.13	2.68	3.30	28	22	18	推荐
	603589.SH	口子窖	49.93	2.58	3.15	3.70	19	16	13	推荐
	600599.SH	老白干酒	25.51	0.77	0.82	0.99	33	31	26	推荐
	600600.SH	青岛啤酒	102.3	2.72	3.41	4.15	38	30	25	推荐
啤酒	600132.SH	重庆啤酒	94.2	2.61	3.02	3.66	36	31	26	推荐
	002461.SZ	珠江啤酒	8.97	0.27	0.31	0.35	33	29	26	推荐
调味发酵品	603288.SH	海天味业	48.65	1.34	1.48	1.70	36	33	29	推荐
	603027.SH	千禾味业	20.65	0.36	0.49	0.61	57	42	34	推荐
	600305.SH	恒顺醋业	10.82	0.14	0.17	0.21	77	64	52	推荐
食品加工	603345.SH	安井食品	158.20	3.75	5.03	6.64	42	31	24	推荐
	300973.SZ	立高食品	67.94	0.85	2.04	2.80	80	33	24	推荐
	001215.SZ	千味央厨	68.03	1.18	1.69	2.20	58	40	31	推荐
	600887.SH	伊利股份	28.73	1.47	1.72	2.07	20	17	14	推荐
乳制品	002946.SZ	新乳业	14.91	0.42	0.59	0.75	36	25	20	推荐
	600419.SH	天润乳业	16.29	0.61	0.78	0.97	27	21	17	推荐
传统消费	605499.SH	东鹏饮料	170.86	3.60	4.61	5.93	47	37	29	推荐
	002557.SZ	洽洽食品	41.20	1.93	2.13	2.56	21	19	16	推荐
	603517.SH	绝味食品	38.15	0.37	1.31	1.74	103	29	22	推荐
	002847.SZ	盐津铺子	79.16	2.34	3.86	4.95	34	21	16	推荐
	605337.SH	李子园	18.10	0.73	0.99	1.23	25	18	15	推荐
	002991.SZ	甘源食品	74.51	1.70	2.73	3.69	44	27	20	推荐
	603719.SH	良品铺子	26.23	0.84	1.13	1.46	31	23	18	推荐
	002216.SZ	三全食品	15.53	0.91	1.03	1.17	17	15	13	推荐
	605338.SH	巴比食品	24.43	0.89	0.97	1.22	27	25	20	推荐

资料来源：wind, 民生证券研究院预测

注：股价数据截至2023年06月26日

05. 风险提示

5.1

风险提示

1.经济修复斜率放缓及消费刺激政策效果不达预期；

- 渠道库存周转压力加大，从而影响白酒、啤酒价格体系，导致利益价值链条的受损；
- 白酒行业需求、税率等受经济刺激政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润产生影响；
- 失业率升高或将导致居民消费意愿下降，影响消费升级速度，消费分层特征将更加凸显；

2.大宗原材料价格高位震荡或大幅上行，加重大众品企业成本负担；

- 龙头公司具备一定提价能力，行业其他公司因成本上行被动提价或将导致销量阶段性受损；

3. 食品安全问题及限制性产业政策出台；

- 白酒等消费品加工流程环节较多，若发生产品质量安全问题，可能造成一定影响。

THANKS 致谢

民生食品饮料研究团队：



分析师 王言海

执业证号：S0100521090002
邮箱：wangyanhai@mszq.com



分析师 李啸

执业证号：S0100521100002
邮箱：lixiao@mszq.com



分析师 张玲玉

执业证号：S0100522090002
邮箱：zhanglingyu@mszq.com



分析师 孙冉

执业证号：S0100522110004
邮箱：sunran@mszq.com



分析师 张馨予

执业证号：S0100523060004
邮箱：zhangxinyu@mszq.com



研究助理 杜山

执业证号：S0100122100005
邮箱：dushan@mszq.com



研究助理 胡慧铭

执业证号：S0100122070002
邮箱：huhuiming@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元；518026

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师, 基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点, 结论不受任何第三方的授意、影响, 研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中:A股以沪深300指数为基准;新三板以三板成指或三板做市指数为基准;港股以恒生指数为基准;美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用, 并不构成对客户投资建议, 不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 客户应当充分考虑自身特定状况, 不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期, 本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告, 但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务, 本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告, 则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记, 除非另有说明, 均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。