

超配（维持）

温和复苏，把握高确定板块

食品饮料行业 2023 年下半年投资策略

2023 年 6 月 8 日

投资要点：

分析师：黄冬祎

SAC 执业证书编号：

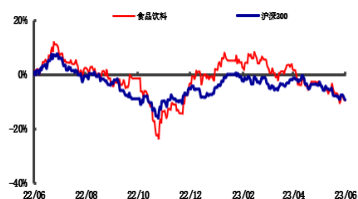
S0340523020001

电话：0769-22119410

邮箱：

huangdongyi@dgzq.com.cn

食品饮料（申万）指数走势



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

## 相关报告

- **食品饮料行业今年以来跑输沪深300指数。**2023年1-6月份（截至2023年6月6日），SW食品饮料行业指数整体下跌8.53%，涨幅在所有申万一级行业指数中居第二十三位，跑输同期沪深300指数约6.89个百分点。细分板块中，仅软饮料板块跑赢同期沪深300指数，其余板块均跑输同期沪深300指数。其中，软饮料板块上涨0.75%，板块涨幅最大；调味品板块下跌17.96%，跌幅在细分板块中最大。
- **维持对行业的超配评级。**去年11月，受防疫措施优化以及市场预期向好等因素催化，行业出现较大涨幅。今年以来行业有所波动，主要系市场对后续宏观经济的判断、外围市场扰动以及需求弱复苏所致。今年以来的回调已经较为充分的反应了市场对复苏力度较弱的预期，行业目前估值低于近五年均值水平。**白酒板块：**二季度是白酒传统的消费淡季，主要通过五一与端午小长假带动白酒消费去库存。今年五一假期期间，婚宴等迎来小高峰，宴席消费场景有所回补，对白酒需求有一定提振。业绩方面，考虑到不同价格带的产品库存与动销存在差异，今年一季度白酒企业业绩表现分化。步入二季度，随着商务宴席等消费场景逐步恢复，叠加二季度白酒低基数，白酒复苏节奏有望稳步推进。下半年主要看白酒旺季备货、经济复苏进程、经销商信心、动销等情况。标的方面，建议关注确定性强的高端白酒贵州茅台（600519）、五粮液（000858）与泸州老窖（000568）；次高端酒中，可关注山西汾酒（600809）、舍得酒业（600702）、洋河股份（002304）等；区域酒可以重点关注古井贡酒（000596）、今世缘（603369）等。**大众品板块：**疫情放开后，餐厅、夜场、酒吧等消费场景陆续恢复，消费场景的恢复对啤酒、调味品等产品需求具有明显的提振作用。预计在需求稳步向好的背景下，在餐饮端布局较多的公司或具备更大的增长弹性。后续可持续关注产品提价、成本、需求等边际改善机会，把握受益于餐饮链修复以及具有刚性需求的相关板块。标的方面，可重点关注青岛啤酒（600600）、燕京啤酒（000729）、海天味业（603288）、千禾味业（603027）、伊利股份（600887）、安井食品（603345）、立高食品（300973）等。
- **风险提示：**原材料价格波动，产品提价不及预期，渠道开展不及预期，行业竞争加剧风险，食品安全风险，宏观经济下行风险等。

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

## 目 录

1. 2023 年 1-6 月食品饮料行业市场走势 .....	5
1.1 食品饮料行业今年以来跑输沪深 300 指数 .....	5
1.2 行业估值回落 .....	6
1.3 食品饮料行业北向资金 .....	6
2. 白酒板块：分化延续，关注动销 .....	7
2.1 我国白酒市场马太效应或进一步凸显 .....	7
2.2 市场份额逐步向头部企业靠拢 .....	8
2.3 我国白酒消费以大众消费为主，终端消费具有一定支撑 .....	8
2.4 五一宴席提振白酒动销，内部延续分化 .....	9
2.5 高端白酒批价节后震荡，关注旺季需求 .....	10
2.6 酒企积极推出新品，股东大会与业绩说明会释放积极信号 .....	11
2.7 酱酒回归理性，清香型白酒增长空间有望进一步释放 .....	12
2.8 高端白酒稳健，关注需求复苏进程 .....	13
3. 啤酒板块：需求回暖+结构高端化，板块趋势向上 .....	15
3.1 现饮消费场景恢复，啤酒需求回暖向好 .....	15
3.2 啤酒后续成本有下行空间，今年下半年成本压力或仍存 .....	16
3.3 我国啤酒高端化进程稳步推进 .....	17
3.4 啤酒板块 2023Q1 恢复性增长，业绩有弹性增长空间 .....	19
4. 调味品板块：疫后量价有望齐升 .....	20
4.1 餐饮场景修复将有效带动调味品需求增加 .....	20
4.2 消费结构升级，零添加有望成为未来发展趋势之一 .....	23
4.3 预计原材料成本震荡运行 .....	24
4.4 调味品板块 2023Q1 业绩环比改善，餐饮复苏提振板块 .....	25
5. 乳品板块：需求向好，龙头竞争优势显现 .....	26
5.1 疫后乳品消费量稳步回升 .....	26
5.2 乳品企业成本压力趋缓 .....	27
5.3 龙头企业竞争优势明显 .....	27
5.4 2023Q1 乳品板块弱复苏 .....	28
6. 投资策略 .....	29
7. 风险提示 .....	30

## 插图目录

图 1：2023 年 1 月 1 日-6 月 6 日 SW 一级行业涨幅（%） .....	5
图 2：2023 年 1 月 1 日-6 月 6 日 SW 食品饮料行业子行业涨幅（%） .....	5
图 3：SW 食品饮料行业 PE（TTM，剔除负值，倍） .....	6
图 4：SW 食品饮料行业相对沪深 300PE（TTM，剔除负值，倍） .....	6
图 5：2023 年 1 月 1 日-6 月 6 日申万一级行业陆股通净买入额（亿元） .....	6
图 6：2016-2022 年我国白酒产量（万千升） .....	7
图 7：2015-2022 年我国规模以上白酒企业销售收入与增速（亿元，%） .....	7
图 8：2015-2022 年我国规模以上白酒企业利润与增速（亿元，%） .....	7
图 9：2016-2022 年我国白酒行业集中度（%） .....	8

图 10: 我国白酒消费结构 (%)	9
图 11: 飞天茅台 2022 散装批价 (元/瓶)	10
图 12: 八代普五批价 (元/瓶)	10
图 13: 国窖 1573 批价 (元/瓶)	10
图 14: 2023 年春糖会期间部分酒企积极推出新品	11
图 15: 2023 年春糖会行业部分白酒论坛	12
图 16: 2019-2023 年 1-4 月我国社会消费品零售总额同比增速 (%)	15
图 17: 2019-2023 年 1-4 月我国社会消费品零售按消费类型同比增速 (%)	15
图 18: 2019-2021 年我国啤酒现饮与非现饮渠道占比 (%)	15
图 19: 2021-2023 年 4 月我国啤酒单月产量 (万千升)	15
图 20: 大麦全国均价 (元/吨)	16
图 21: 玻璃现货价 (元/平方米)	16
图 22: 铝锭现货价 (元/吨)	16
图 23: 瓦楞纸现货价 (元/吨)	16
图 24: 2010-2022 年我国啤酒产量与增速 (万千升, %)	17
图 25: 2013-2023E 我国啤酒行业市场规模 (亿升/十亿美元)	18
图 26: 2013-2023E 我国高端啤酒行业市场规模 (亿升/十亿美元)	18
图 27: 2022 年啤酒公司吨价与同比增速 (元/千升, %)	18
图 28: 我国调味品行业各渠道份额占比 (%)	20
图 29: 不同就餐方式调味品人均摄入量 (g/公斤食物)	21
图 30: 2012-2022 年我国餐饮行业收入与增速 (亿元, %)	21
图 31: 2016-2022 年我国人均居民可支配收入与增速 (元, %)	22
图 32: 2000-2022 年我国城镇化率 (%)	23
图 33: 零添加、轻盐、有机等调味品	23
图 34: 大豆生产资料价格 (元/吨)	24
图 35: 豆粕现货价 (元/吨)	24
图 36: 白砂糖现货价格 (元/吨)	24
图 37: 玻璃现货价 (元/平方米)	24
图 38: 2018-2022 年我国人均奶类消费量与增速 (万吨, %)	26
图 39: 2021 年-2023 年 4 月我国乳品产量当月值 (万吨)	26
图 40: 我国生鲜乳均价 (元/公斤)	27
图 41: 2022 年我国乳制品行业市场竞争格局 (%)	27

## 表格目录

表 1: 不同白酒价格带动销与库存情况	9
表 2: 部分白酒企业 2022-2023 年经营目标	12
表 3: 2022-2023Q1 白酒板块上市公司营收情况 (亿元, %)	13
表 4: 2022-2023Q1 白酒板块上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	14
表 5: 啤酒板块重点公司高端品牌发展战略	18
表 6: 2022-2023Q1 啤酒板块上市公司营收情况 (亿元, %)	19
表 7: 2022-2023Q1 啤酒板块上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	20
表 8: 2022-2023Q1 调味品板块上市公司营收情况 (亿元, %)	25
表 9: 2022-2023Q1 调味品板块上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	25
表 10: 2022-2023Q1 乳品板块上市公司营收情况 (亿元, %)	28

---

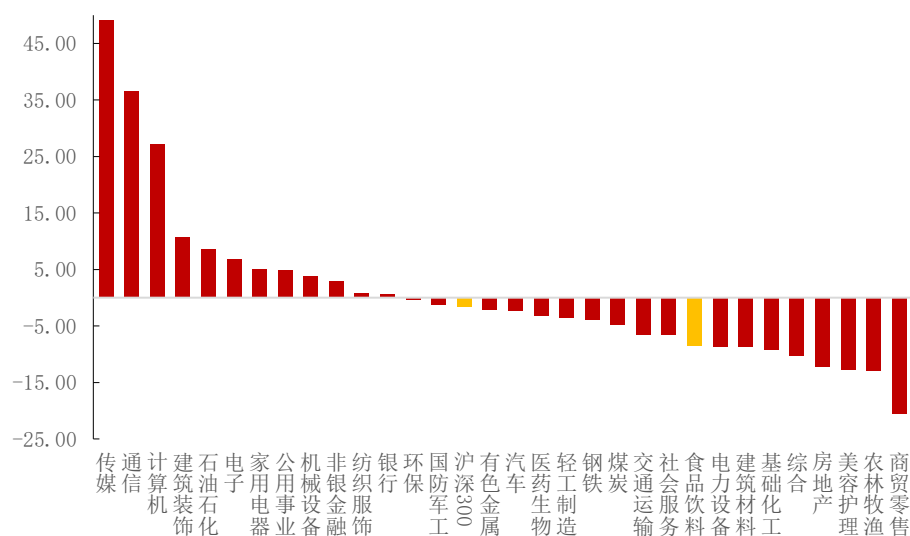
表 11：2022-2023Q1 乳品板块上市公司归母净利润情况（亿元，%） .....	29
表 12：重点公司盈利预测及投资评级（2023/6/7） .....	30

## 1. 2023 年 1-6 月食品饮料行业市场走势

### 1.1 食品饮料行业今年以来跑输沪深 300 指数

食品饮料行业今年以来跑输沪深 300 指数。2023 年 1-6 月份（截至 2023 年 6 月 6 日），SW 食品饮料行业指数整体下跌 8.53%，涨幅在所有申万一级行业指数中居第二十三位，跑输同期沪深 300 指数约 6.89 个百分点。

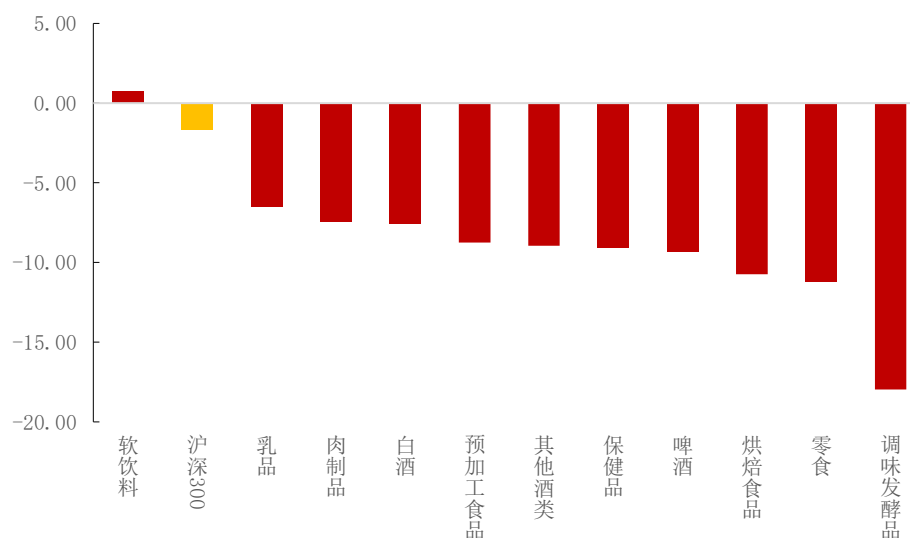
图 1：2023 年 1 月 1 日-6 月 6 日 SW 一级行业涨幅（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

食品饮料行业细分板块走势分化。细分板块中，仅软饮料板块跑赢同期沪深 300 指数，其余板块均跑输同期沪深 300 指数。其中，软饮料板块上涨 0.75%，板块涨幅最大；调味品板块下跌 17.96%，跌幅在细分板块中最大。

图 2：2023 年 1 月 1 日-6 月 6 日 SW 食品饮料行业子行业涨幅（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

## 1.2 行业估值回落

年初至今行业估值回落，低于近五年估值中枢。截至 2023 年 6 月 6 日，SW 食品饮料行业整体 PE（TTM，整体法）约 30.22 倍，低于行业近五年均值水平（37.77 倍）；相对沪深 300 PE（TTM，整体法）为 2.73 倍，高于行业近五年相对估值中枢（3.07 倍）。

图 3：SW 食品饮料行业 PE（TTM，剔除负值，倍）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 4：SW 食品饮料行业相对沪深 300PE（TTM，剔除负值，倍）

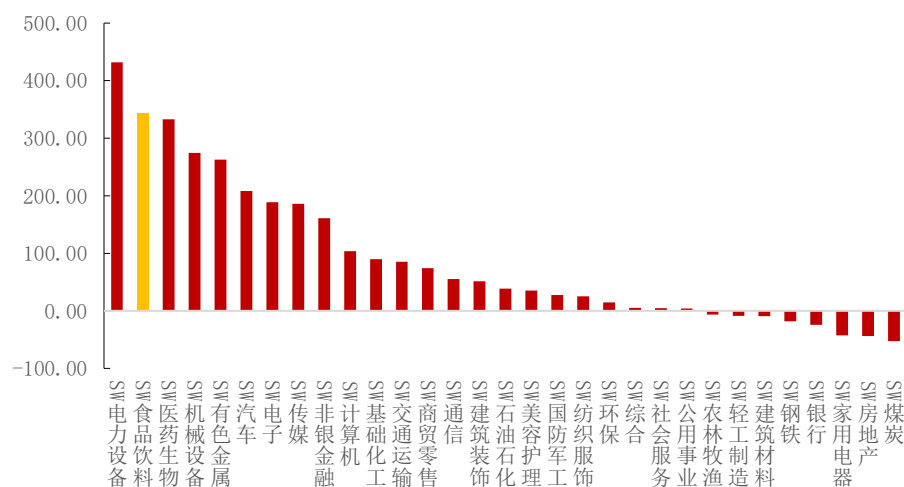


数据来源：同花顺，东莞证券研究所

## 1.3 食品饮料行业北向资金

食品饮料行业年初以来陆股通资金净流入金额位居申万一级行业第二位。今年以来，市场情绪回暖，外资呈现净流入态势。其中，电力设备、食品饮料与医药生物板块净流入居前，煤炭、房地产与家用电器板块净流出居前。2023 年 1 月 1 日-6 月 6 日，食品饮料板块净流入 343.11 亿元，净流入金额位居申万一级行业第二位。

图 5：2023 年 1 月 1 日-6 月 6 日申万一级行业陆股通净买入额（亿元）



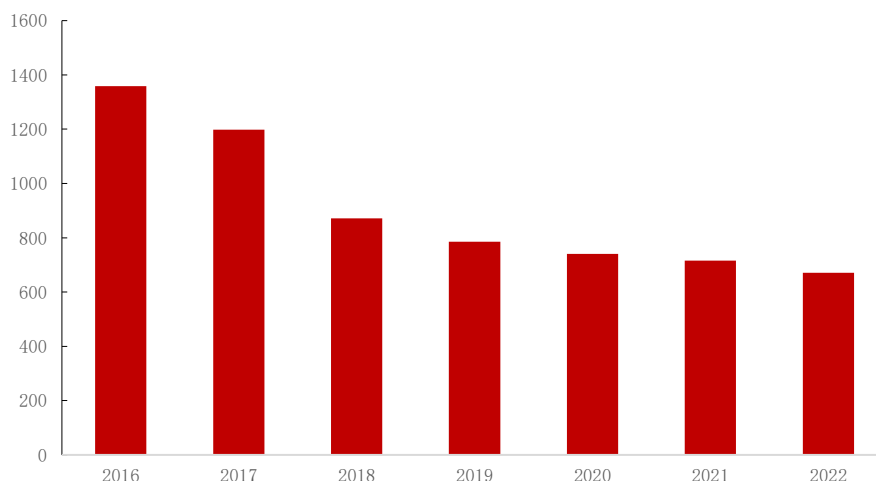
数据来源：Wind，东莞证券研究所

## 2. 白酒板块：分化延续，关注动销

### 2.1 我国白酒市场马太效应或进一步凸显

我国白酒产量自 2016 年以来逐年下降。根据国家统计局数据，我国白酒产量在 2016 年达到 1358.4 万千升的高点后逐年下降。2022 年我国白酒产量为 671.2 万千升，同比下降 6.2%。近几年我国白酒产量出现下滑一方面由于 2012 年政府出台“禁酒令”，严控“三公”消费，整个白酒行业进入深度调整阶段；另一方面在居民生活水平提高、消费结构升级以及消费者健康意识不断增强的背景下，“少喝酒，喝好酒”的观念被越来越多的消费者认可。在此背景下，酒企纷纷优化产品结构以提高自身的竞争力，一些低端白酒企业退出白酒市场。

图 6：2016-2022 年我国白酒产量（万千升）



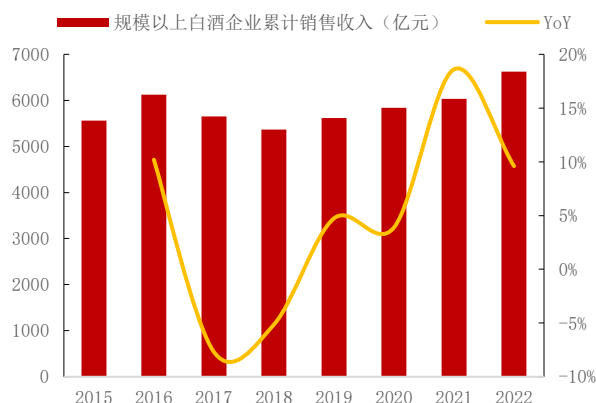
数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

我国白酒市场马太效应进一步凸显。经济水平提高使消费者对白酒品牌与产品质量的要求同步增加，我国白酒企业的竞争愈发市场化、专业化与细分化。虽然我国白酒产量近几年总体下降，但在市场优胜劣汰的准则下，我国规模以上白酒企业的销售收入与利润整体呈增长态势，名优白酒企业强者恒强，行业马太效应凸显。2015-2021 年，我国规模以上白酒企业累计销售收入从 5558.86 亿元增加至 6033 亿元，年均复合增速为 1.4%；我国规模以上白酒企业累计利润总额从 727.04 亿元增加至 1702 亿元，年均复合增速为 15.2%。2022 年，虽疫情反复扰动，但我国规模以上白酒企业累计销售收入与累计利润总额同比仍实现不同程度增长，同比分别增长 9.6%与 29.4%。

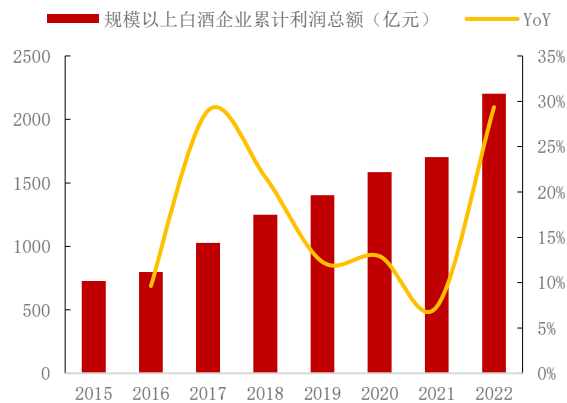
图 7：2015-2022 年我国规模以上白酒企业销售收入与增速（亿元，%）

图 8：2015-2022 年我国规模以上白酒企业利润与增速（亿元，%）





数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

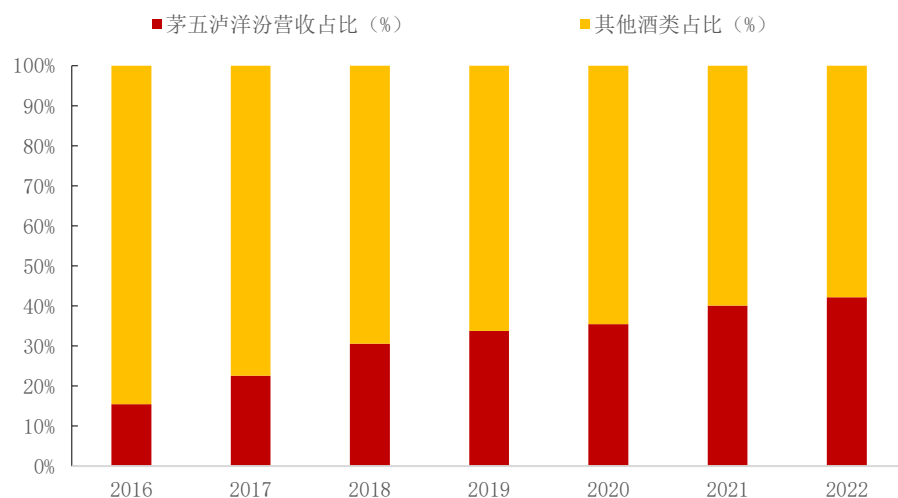


数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

## 2.2 市场份额逐步向头部企业靠拢

我国白酒市场份额逐步向头部企业靠拢。我国白酒行业在 2012 年经历了三年深度调整后，部分经营能力较差的小企业被市场淘汰，行业加速出清，头部企业竞争优势逐步显现。按营业收入计，2016-2022 年，我国白酒行业的 CR5（贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒）已从 15.4% 增加至 42.9%。预计在消费升级、行业结构优化的背景下，我国白酒头部企业市场份额有进一步提升的空间。

图 9：2016-2022 年我国白酒行业集中度（%）



数据来源：国家统计局，公司公告，东莞证券研究所

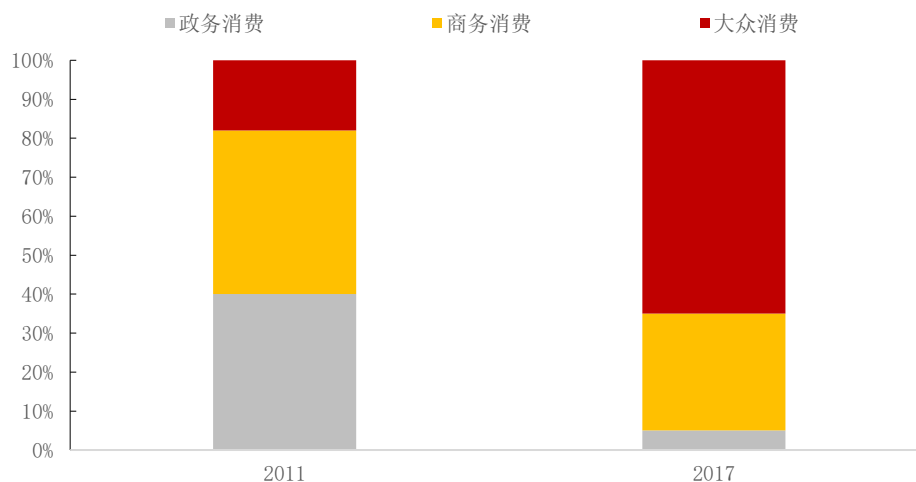
## 2.3 我国白酒消费以大众消费为主，终端消费具有一定支撑

我国白酒消费以大众消费为主，终端消费更受支撑。政府出台三公政策前，我国白酒消费以政务消费与商务消费为主。在白酒行业经历了深度调整期后，我国白酒消费结构发生改变，政务消费比例严重压缩，商务消费比例大幅下降，转为以大众消费为主，大众消费成为白酒行业中的坚实消费群体。具体数据来看，2011-2017 年，我国白酒政务消费占比从 40% 降至 5%，商务消费占比从 42% 降至 30%，大众消费占比



从 18%升至 65%。考虑到大众消费群体受政策影响较小，在白酒消费结构转变后，我国白酒终端消费更受群众支撑。

图 10：我国白酒消费结构（%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

## 2.4 五一宴席提振白酒动销，内部延续分化

五一宴席表现亮眼，一定程度上提振了白酒动销。疫情放开之后，受春节送礼、走亲访友等因素催化，今年 1-2 月我国白酒终端动销改善比较明显。3-4 月白酒进入消费淡季，动销环比有所回落。今年五一作为疫后首个五一小长假，居民旅游、探亲等出行意愿高涨，婚宴、家宴等宴席安排紧凑，宴席迎来小高峰，一定程度上提振了白酒的需求。二季度是白酒传统的消费淡季，主要通过五一与端午小长假带动白酒消费去库存。三季度逐步进入白酒消费旺季，考虑到今年中秋国庆小长假时间较长，在消费稳步复苏的背景下，预计白酒动销与库存有望改善。

白酒价格带内部表现延续分化。分价格带来看，高端白酒确定性强，受疫情影响小，今年以来在疫情放开后动销与回款进度维持稳健。对于次高端白酒来说，疫情放开后商务宴席消费场景存在一定缺失，复苏节奏相对滞后，内部表现分化。区域白酒受益于春节与五一小长假期间家宴、婚宴等消费场景的恢复，动销表现较好，渠道压力有了一定的释放，目前整体库存在 1-3 个月左右。

表 1：不同白酒价格带动销与库存情况

白酒层级	动销	库存
高端白酒	确定性强，动销与回款进度稳健	茅台 0.5 个月，五粮液与泸州老窖 1-2 个月
次高端白酒	疫情放开后商务宴席消费场景存在一定缺失，复苏节奏相对滞后，内部表现分化	2-3 个月左右
区域白酒	春节和五一期间受益于家宴、婚宴等恢复，动销表现较好	1-3 个月左右

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

## 2.5 高端白酒批价节后震荡，关注旺季需求

**高端白酒批价节后震荡，关注旺季需求。**高端白酒由于具有强大的品牌影响力，与其他层级的白酒相比，其社交礼赠具有一定的刚性属性，是判断市场情绪的重要指标。春节期间受走亲访友、送礼、宴席等因素催化，白酒需求稳步复苏，动销改善明显，带动批价上行。春节之后逐步进入白酒消费淡季，3-4 月动销环比转弱，批价维持震荡走势。今年五一婚宴等宴席消费表现亮眼，带动批价回升。目前白酒消费仍处于相对淡季，批价或维持震荡。6 月 6 日，飞天 2022 散装批价为 2825 元/瓶，较上个月增加 55 元/瓶；普五批价为 965 元/瓶，国窖 1573 批价为 895 元/瓶，与上个月基本持平。三季度白酒进入中秋国庆旺季，届时可关注经销商备货积极性与白酒需求。若市场向好、动销改善明显，白酒批价有望提振。

图 11：飞天茅台 2022 散装批价（元/瓶）



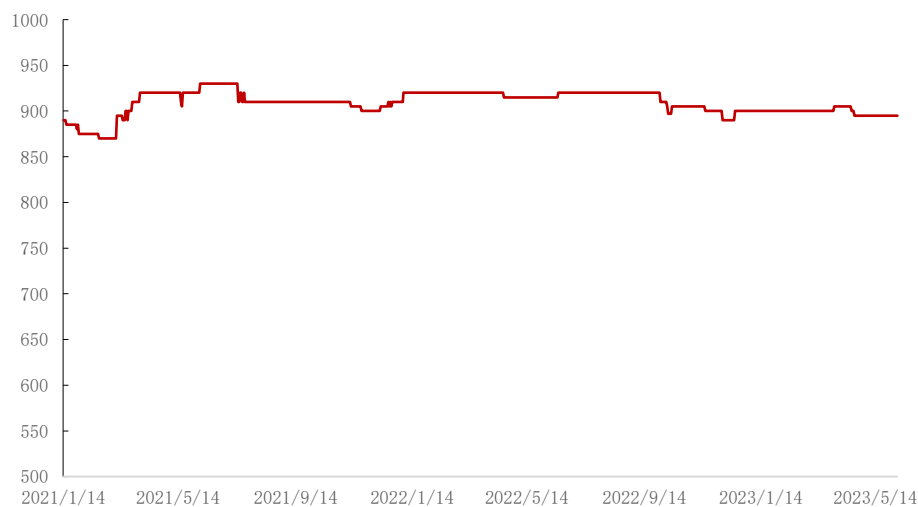
数据来源：今日酒价，东莞证券研究所

图 12：八代普五批价（元/瓶）



数据来源：今日酒价，东莞证券研究所

图 13：国窖 1573 批价（元/瓶）



数据来源：今日酒价，东莞证券研究所

## 2.6 酒企积极推出新品，股东大会与业绩说明会释放积极信号

**名优酒企积极推出新品。**疫情放开后，部分酒企积极布局推出新品，以提高市场竞争力。今年春糖会期间，五粮液、洋河股份、舍得酒业、今世缘等公司纷纷推出新品，进一步优化产品结构丰富产品矩阵。具体来看，4月9日五粮液新品紫气东来重磅亮相，致力于打造中国低酒度白酒的最高价值标杆。洋河股份于4月8日-9日相继发布洋河大曲经典版与微分子新品。洋河大曲定位百元标杆，微分子新品是低度潮酒研品，更能顺应市场发展趋势。舍得酒业在4月9日的经销商大会上发布藏品十年，建议市场价1499元/瓶，是舍得酒向上完善产品线的战略实践。今世缘4月10日发布战略新品国缘六开，定价1099元/瓶，带动K系列升级。4月10日，新品夜郎酱酒系列正式上市，其中，夜郎酱5定价298元/瓶，夜郎酱8定价388元/瓶，夜郎酱12定价488元/瓶，公司的产品价格带布局进一步完善。

图 14：2023 年春糖会期间部分酒企积极推出新品



数据来源：公司官网，微酒，云酒头条，东莞证券研究所

**股东大会与业绩说明会释放积极信号，为 2023 年酒企目标实现奠定坚实基础。**近期贵州茅台、洋河股份、舍得酒业等公司召开业绩交流会与股东大会，向市场释放了积极信号，一定程度上提振了市场情绪。其中，茅台重申 2023 年 15% 的经营目标，产品与渠道结构持续优化。系列酒中的茅台 1935 在 2022 年 1 月上市以来年营收 50 亿左右，今年目标翻倍冲击 100 亿元。洋河股份表示今年将继续重点发展梦之蓝系列，加大梦 9、手工班高端产品的拓展；同时，公司将积极进行省外市场的扩张。舍得酒业在今年股东大会中公布了 2023 年的三大经营计划，包括品牌计划、营销计划、产研及内部管理计划。品牌计划即坚持多品牌矩阵战略；营销计划即坚持“稳价格、控库

存、强动销”的核心原则；产研及内部管理计划即落实首席科学家制度，打造高能级的研发团队。此前，多家酒企已发布了 2023 年经营目标。根据 2022 年经营目标的完成情况，仅少数酒企未达成目标。疫情放开后，消费稳步复苏。近期召开的股东大会与业绩说明会向市场释放了积极信号，为 2023 年酒企目标的实现奠定了坚实基础。

表 2：部分白酒企业 2022-2023 年经营目标

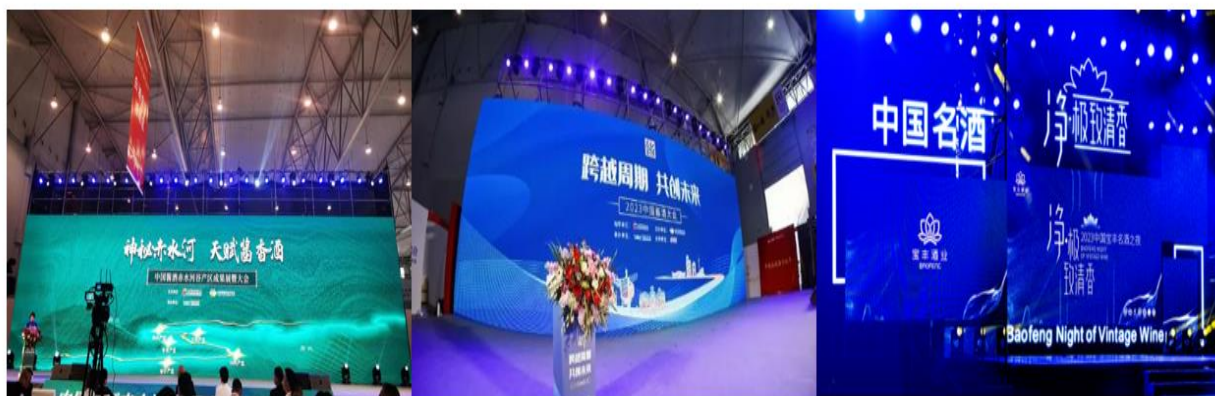
公司名称	2023 年目标	2022 年目标
贵州茅台	营业总收入增长 15%左右	营业总收入增长 15%
五粮液	营业总收入双位数增长	营业总收入双位数增长
泸州老窖	营业收入同比增长不低于 15%	营业总收入增长 15%
山西汾酒	营业收入同比增长 20%左右	营业总收入增长 25%
水井坊	净利润与营业收入同比保持增长	营收增长 15%，净利增长 15%
洋河股份	营业收入增长 15%	营业总收入增长 15%
今世缘	总营业收入 100 亿元左右，净利润 31 亿元左右	营业收入 75-80 亿元，净利润 22.5-23.5 亿元
古井贡酒	营业收入 201 亿元，同比 20.26%； 利润总额 60 亿元，同比 34.21%	营业收入增长 15%，利润总额增长 12%
金徽酒	营业收入 25.00 亿元、净利润 4.00 亿元	营业收入完成 25 亿，扣非净利完成 4.7 亿

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

## 2.7 酱酒回归理性，清香型白酒增长空间有望进一步释放

**酱酒回归理性，清香型白酒增长空间有望进一步释放。**作为白酒行业的晴雨表，糖酒会中透露的信号可以在一定程度上反映行业未来发展的趋势。从今年春糖会举办的论坛来看，我国酱酒逐步从品类红利释放期回归至理性发展阶段，品牌加速分化，精细化管理、产品品质与品牌影响力成为市场竞争力的关键。在今年糖酒会的论坛中，清香型白酒的热度较高。近几年，市场对清香白酒的认可度不断增加。长期来看，我国清香白酒市场有望由汾酒带动兴起，逐步构建一超多强的竞争格局，清香白酒的增长空间有望进一步释放。

图 15：2023 年春糖会行业部分白酒论坛



数据来源：草根调研，云酒头条，东莞证券研究所



## 2.8 高端白酒稳健，关注需求复苏进程

**2023Q1 白酒业绩实现双位数增长。**2022 年，白酒板块实现营业总收入 3542.7 亿元，同比增长 15%；实现归母净利润 1304 亿元，同比增长 20.4%，业绩实现稳健增长。单季度看，去年国庆疫情反复对白酒动销产生了一定影响，并且考虑到多数白酒企业四季度以控货挺价为主，2022Q4 白酒业绩增速环比放缓。疫情放开后，白酒动销回暖，经销商打款积极性较高，今年一季度白酒板块业绩实现了双位数增长。

**分层级看，2022 年高端白酒稳健增长，次高端与区域白酒 2022Q4 业绩表现分化。**在白酒层级中，高端白酒凭借其强大的品牌影响力，受疫情影响较小，确定性最强，2022 年业绩实现稳健增长。次高端和区域白酒在疫情扰动下，业绩表现呈现分化。

**2023Q1 高端与区域白酒表现亮眼，次高端白酒业绩延续分化。**今年一季度受春节送礼、走亲访友等因素催化，高端白酒与区域白酒表现良好。次高端白酒春节期间由于商务宴席缺失，并且去年一季度业绩基数较高，业绩延续分化走势。预计在商务宴席等场景逐步恢复的背景下，叠加高基数因素消退，次高端白酒二季度业绩有望环比改善。

表 3：2022-2023Q1 白酒板块上市公司营收情况（亿元，%）

白酒层级	公司名称	2022 年 营业总收入	2022 年 营业总收入 YoY	2022Q1 YoY	2022Q2 YoY	2022Q3 YoY	2022Q4 YoY	2023Q1 营业总收入	2023Q1 营业总收入 YoY
高端白酒	贵州茅台	1275.54	16.53	18.25	15.89	15.23	16.53	393.79	18.66
	五粮液	739.69	11.72	13.25	10.04	12.24	10.31	311.39	13.03
	泸州老窖	251.24	21.71	26.15	24.09	22.28	16.32	76.10	20.57
高端白酒合计		2266.46	15.45	16.82	14.94	15.12	14.66	781.28	16.53
次高端白酒	山西汾酒	262.14	31.26	43.62	0.35	32.54	49.95	126.82	20.44
	洋河股份	301.05	18.76	23.82	17.10	18.37	6.29	150.46	15.51
	水井坊	46.73	0.88	14.10	10.36	6.99	-25.37	8.53	-39.69
	酒鬼酒	40.50	18.63	86.04	5.25	2.47	-27.12	9.65	-42.87
	舍得酒业	60.56	21.86	83.25	-16.27	30.91	5.62	20.21	7.28
次高端白酒合计		710.97	21.87	35.74	6.03	21.99	11.93	315.67	10.59
区域白酒	今世缘	78.88	23.09	24.69	14.00	26.13	27.62	38.03	27.26
	古井贡酒	167.13	25.95	27.71	29.55	21.58	24.66	65.84	24.83
	口子窖	51.35	2.12	11.80	-7.87	5.69	-1.90	15.92	21.35
区域白酒合计		297.36	20.36	24.34	17.95	19.02	18.63	119.79	25.11
大众白酒	顺鑫农业	116.78	-21.46	-28.78	-29.52	6.94	-21.07	40.88	4.63
	老白干酒	46.53	15.54	20.36	24.57	27.93	-4.79	10.03	10.43
	迎驾贡酒	55.05	19.59	37.23	0.09	23.39	15.39	19.16	21.11
	伊力特	16.23	-16.24	14.67	4.70	-60.04	-33.14	7.40	18.53
	金徽酒	20.12	12.49	38.79	12.23	-9.12	0.69	8.93	26.61
	金种子酒	11.86	-2.11	17.05	2.57	-18.59	-8.28	4.32	25.48
	ST 皇台	1.36	49.77	183.15	176.42	193.73	-40.38	0.39	14.00
大众白酒合计		267.94	-6.08	-7.34	-11.37	7.30	-10.16	91.11	12.40

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 4：2022-2023Q1 白酒板块上市公司归母净利润情况（亿元，%）

白酒 层级	公司名称	2022 年 归母净利润	2022 年 归母净利润 YoY	2022Q1 YoY	2022Q2 YoY	2022Q3 YoY	2022Q4 YoY	2023Q1 归母净利润	2023Q1 归母净利润 YoY
高端 白酒	贵州茅台	627.16	19.55	23.58	17.29	15.81	20.55	207.95	20.59
	五粮液	266.91	14.17	16.08	10.30	18.50	10.77	125.42	15.89
	泸州老窖	103.65	30.29	32.72	28.97	31.05	27.86	37.13	29.11
高端白酒合计		997.72	19.07	21.61	17.10	18.06	18.51	370.50	19.73
次高端 白酒	山西汾酒	80.96	52.36	70.03	-4.33	56.96	127.11	48.19	29.89
	洋河股份	93.78	24.91	29.07	6.07	40.45	3.67	57.66	15.66
	水井坊	12.16	1.40	-13.54	116.88	9.98	-19.06	1.59	-56.02
	酒鬼酒	10.49	17.38	94.46	-18.74	21.12	-55.70	3.00	-42.38
	舍得酒业	16.85	35.31	75.75	-29.67	55.66	75.87	5.69	7.34
次高端白酒合计		214.24	32.58	43.73	-1.97	41.10	46.33	116.14	14.88
区域 白酒	今世缘	25.03	23.34	24.46	16.30	27.32	27.54	12.55	25.20
	古井贡酒	31.43	36.78	34.90	45.32	19.27	58.21	15.70	42.87
	口子窖	15.50	-10.24	15.53	-4.92	-0.16	-39.58	5.36	10.37
区域白酒合计		71.96	18.86	26.79	24.17	14.99	4.38	33.60	29.92
大众 白酒	顺鑫农业	-6.73	-758.08	-72.06	-162.74	88.08	-160.00	3.28	214.40
	老白干酒	7.08	81.81	373.72	41.60	36.56	24.65	1.02	-61.51
	迎驾贡酒	17.05	22.97	49.07	4.13	13.30	18.53	7.00	26.55
	伊力特	1.65	-47.10	-17.55	-75.18	-79.18	-44.43	1.48	36.97
	金徽酒	2.80	-13.73	42.78	-34.50	-96.68	-18.63	1.82	10.41
	金种子酒	-1.87	-12.45	74.21	13.32	-73.21	-132.15	-0.41	-228.11
	ST 皇台	0.07	—	136.61	117.99	115.94	25.06	0.02	56.32
大众白酒合计		20.05	-14.14	19.45	-41.48	13.43	-95.02	14.22	19.94

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

**总结：**去年 11 月，受防疫措施优化以及市场预期向好等因素催化，白酒板块出现较大涨幅。春节之后白酒逐步进入销售淡季，市场震荡消化此前预期。白酒今年以来的回调已经较为充分的反应了市场对复苏力度较弱的预期，板块目前估值低于近五年均值水平。从业绩来看，白酒业绩表现呈现分化。2022 年受疫情扰动，次高端和区域白酒业绩表现分化，部分公司业绩承压。高端白酒凭借其强大的品牌影响力，确定性高，受疫情影响小，业绩整体稳健。步入 2023 年，高端和区域白酒在疫情放开后春节动销良好，次高端白酒在商务宴席消费场景缺失的背景下复苏节奏相对滞后，业绩延续分化。随着消费逐步复苏，叠加二季度白酒低基数，白酒基本面有望稳步向好。后续宏观经济恢复、经销商信心、旺季终端需求等将是影响白酒板块走势的重要因素。

### 3. 啤酒板块：需求回暖+结构高端化，板块趋势向上

#### 3.1 现饮消费场景恢复，啤酒需求回暖向好

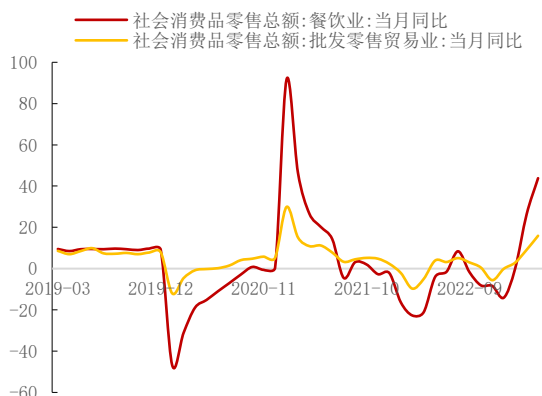
我国消费稳步复苏，餐饮复苏弹性更大。在疫情全面放开、促消费政策持续发力等因素催化下，今年以来我国消费稳步复苏。2023 年 1-4 月份，我国社会消费品零售总额 14.98 万亿，同比增长 8.5%。单 4 月，我国社零总额同比增长 18.4%。分品类看，餐饮复苏弹性更大，单 4 月同比增长 43.8%。

图 16：2019-2023 年 1-4 月我国社会消费品零售总额同比增速（%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

图 17：2019-2023 年 1-4 月我国社会消费品零售按消费类型同比增速（%）



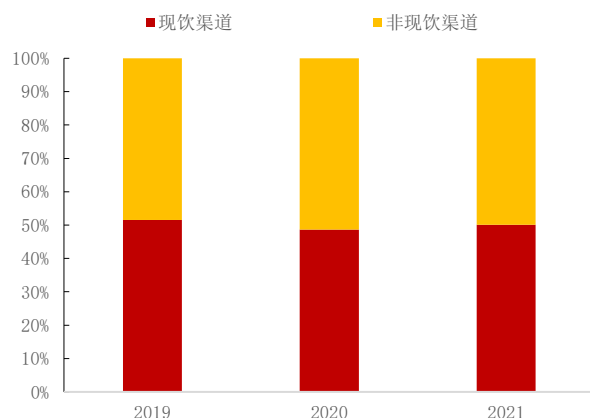
数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

现饮消费场景恢复叠加啤酒消费旺季，我国啤酒需求回暖向好。啤酒的消费场景可分为现饮渠道和非现饮渠道。现饮消费场景主要包括餐饮、酒吧、夜场等，其中餐饮是现饮的主要消费场景；非现饮消费场景主要是商超、线上电商平台等。2021 年，我国现饮渠道占比为 50.1%，略高于非现饮渠道。2023 年疫情放开后，餐饮、酒吧等现饮消费场景逐步复苏回暖，预计在我国啤酒市场中现饮消费恢复或更具弹性。叠加啤酒二季度逐步进入消费旺季，我国啤酒需求有望回暖向好。根据国家统计局数据，今年 1-4 月啤酒产量 1142 万千升，同比增长 6.2%；单 4 月产量 306 万千升，同比增长 18%。

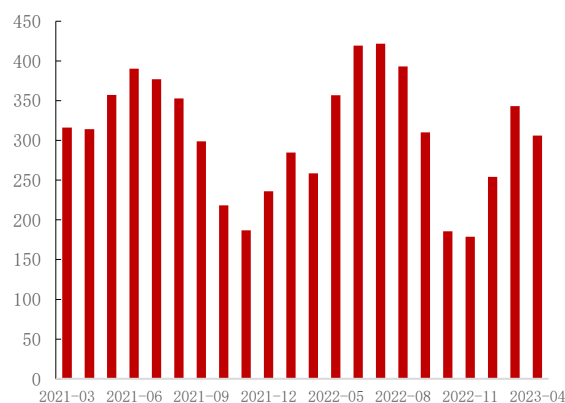
图 18：2019-2021 年我国啤酒现饮与非现饮渠道占比（%）

图 19：2021-2023 年 4 月我国啤酒单月产量（万千升）





数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

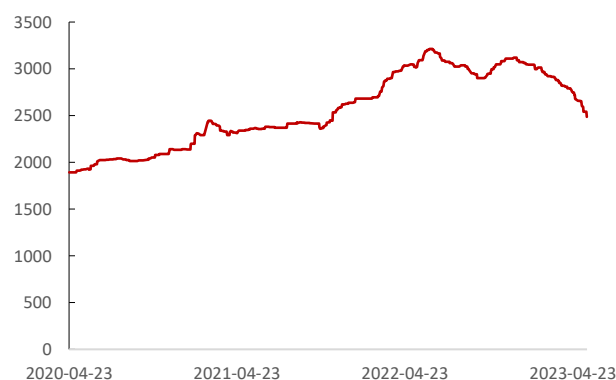


数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

### 3.2 啤酒后续成本有下行空间，今年下半年成本压力或仍存

我国啤酒后续成本有下行空间，今年下半年成本压力或仍存。受俄乌冲突等因素影响，我国大麦价格 2022 年上涨幅度较大。2023 年以来，大麦、玻璃等啤酒原材料价格整体呈下降态势。大麦方面，中国和澳大利亚正在协商大麦反倾销措施。澳大利亚是全球最大的大麦出口国，并且海运成本具有明显优势。一般而言，啤酒公司在购买原材料时，一般于年底锁定第二年全年大麦的价格。如果后续双反政策取消，中国大概率会重新向澳大利亚进口大麦，届时酒企的成本压力有下行空间。玻璃方面，我国玻璃价格近期整体呈下降态势，但成本端纯碱下半年或有产能冲击，叠加需求端保交楼预期下半年资金到位，预计届时玻璃价格有望修复。对于啤酒公司来说，玻璃、铝锭等其他原料价格一般以季度或市价为准。考虑到玻璃在啤酒原材料成本结构中占比较高，预计今年下半年啤酒公司原材料成本压力或仍存。

图 20：大麦全国均价（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 21：玻璃现货价（元/平方米）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 22：铝锭现货价（元/吨）

图 23：瓦楞纸现货价（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

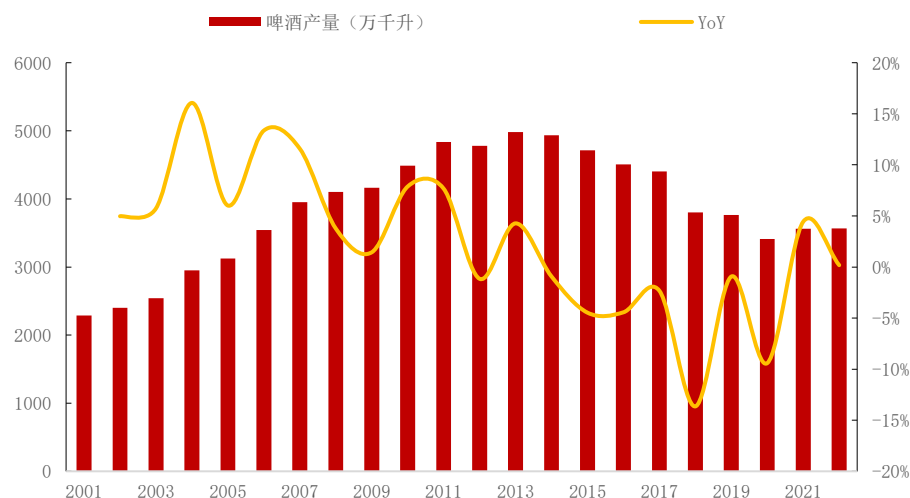


数据来源：同花顺，东莞证券研究所

### 3.3 我国啤酒高端化进程稳步推进

**我国啤酒市场量增逻辑难以为继。**随着居民生活水平提高与消费结构升级，少喝酒喝好酒的观念逐步被社会认可，我国啤酒产量自 2013 年见顶后持续下滑。2013-2022 年，我国啤酒产量从 4982.8 万千升减少至 3568.7 万千升。在此背景下，啤酒公司仅仅依靠增产获得利润与市场份额的逻辑难以为继。

图 24：2010-2022 年我国啤酒产量与增速（万千升，%）

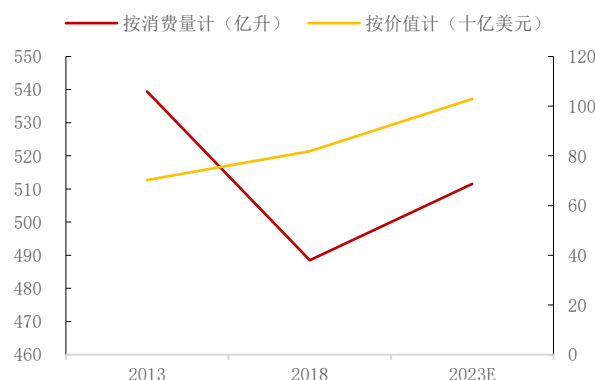


数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

**我国高端啤酒增速快于行业增速。**虽然近几年我国啤酒产量出现下滑，但在居民生活水平提高、消费升级等多重因素的催化下，消费者对啤酒产品质量的要求进一步提高，精酿、无醇等高端化的产品逐步得到社会接受与认可，我国高端啤酒市场的增速整体快于行业平均水平。根据 GlobalData 数据显示，按照消费量计，2013-2018 年我国啤酒市场规模从 539.4 亿升下降至 488.5 亿升，年均复合增速为-2.0%；而我国高端啤酒市场规模从 59.0 亿升增加至 80.3 亿升，年均复合增速为 6.4%。按照价值计，2013-2018 年我国啤酒的市场规模从 703 亿美元增加至 818 亿美元，年均复合增速为 3.1%；而我国高端啤酒的市场规模从 237 亿美元增加至 418 亿美元，年均复合增速为 12.0%。

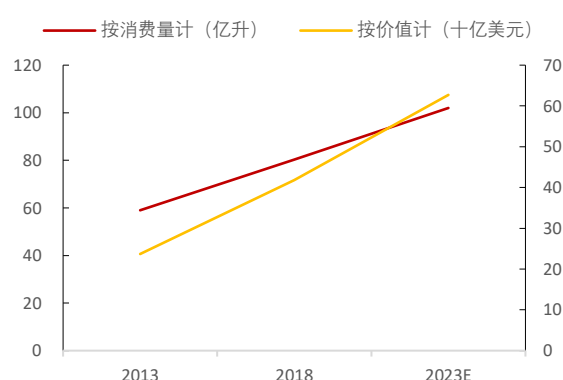
疫情全面放开后，在现饮消费场景恢复、产品结构升级等因素催化下，我国高端啤酒市场仍具增长空间。

图 25：2013-2023E 我国啤酒行业市场规模（亿升/十亿美元）



数据来源：GlobalData，东莞证券研究所

图 26：2013-2023E 我国高端啤酒行业市场规模（亿升/十亿美元）



数据来源：GlobalData，东莞证券研究所

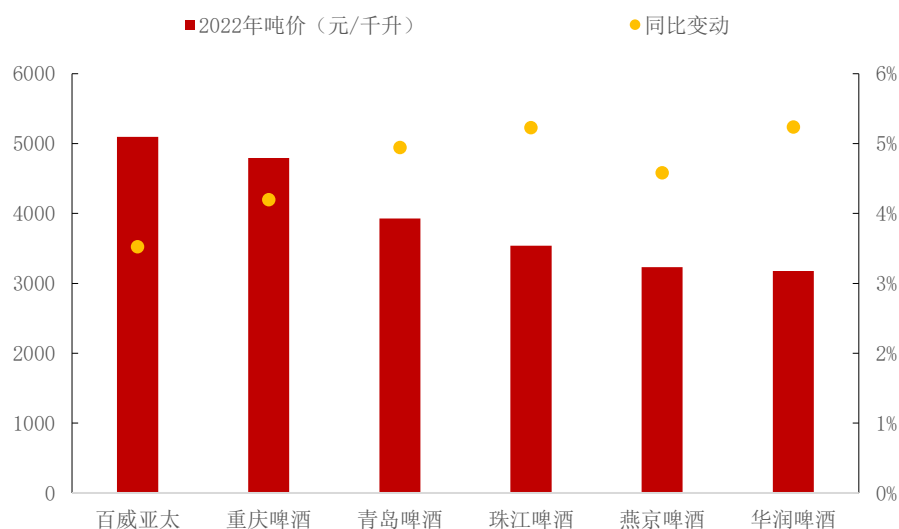
**啤酒公司纷纷优化产品结构，高端进程稳步推进。**近几年啤酒企业纷纷致力于产品结构升级，并制定了符合自身发展的高端品牌发展战略，不断扩大高端产品的市场份额。从具体公司看，华润啤酒实行“4+4”的高端品牌战略；青岛啤酒制定“1（青岛经典）+1（青岛纯生）+N（新特产品）”的产品组合；重庆啤酒完成资产重组后，实行“本土强势品牌+国际高端品牌”的发展策略。结构优化带动啤酒企业的产品吨价在 2022 年疫情扰动下仍实现了不同程度的增长，啤酒市场高端化进程稳步推进。其中，百威亚太 2022 年的产品吨价已超过 5000 元/千升，同比增长 3.5%。

表 5：啤酒板块重点公司高端品牌发展战略

公司名称	高端品牌发展战略
华润啤酒	“4+4” 高端品牌矩阵。雪花旗下的勇闯天涯 SuperX、马尔斯绿、匠心营造、脸谱；喜力旗下的喜力星银、虎牌、红爵、苏尔
青岛啤酒	加快“1（青岛经典）+1（青岛纯生）+N（新特产品）”产品组合的整合和优化力度，中高档产品规模持续壮大
重庆啤酒	嘉士伯与公司完成重组后，实行“本土强势品牌+国际高端品牌”的发展战略。即嘉士伯、乐堡、1664 等国际品牌与乌苏、重庆、山城等本地强势品牌
燕京啤酒	“1+3” 品牌发展战略。以燕京为主品牌，发展漓泉、惠泉、雪鹿 3 个极具区域优势的品牌，助推啤酒高端化发展
珠江啤酒	“3+N” 品牌战略。其中雪堡品类定位高端创品牌，纯生品类定位中高端提品质，珠江品类定位大众扩规模，“N” 特色品类定位小众满足个性化需求
百威亚太	多元品牌矩阵，拥有百威、科罗娜、福佳等高端及超高端产品

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 27：2022 年啤酒公司吨价与同比增速（元/千升，%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

注：啤酒吨价=啤酒营收/销量，百威亚太营收汇率按 2022 年年度最后一个交易日人民币中间价换算计

### 3.4 啤酒板块 2023Q1 恢复性增长，业绩有弹性增长空间

**2022Q4 啤酒板块业绩承压，2023Q1 业绩实现恢复性增长。**2022 年啤酒板块实现营业收入 654.98 亿元，同比增长 7.25%；实现归母净利润 58.69 亿元，同比增长 12.95%。分季度看，去年四季度受疫情影响，啤酒消费场景受到冲击，2022Q4 啤酒板块业绩承压。疫情放开后，餐饮、酒吧等消费场景陆续恢复，啤酒销量环比改善明显，今年一季度啤酒板块业绩实现恢复性增长。

**啤酒企业业绩表现分化，预计后续有弹性增长空间。**从啤酒板块公司公布的业绩数据来看，各公司业绩出现一定分化。去年四季度，疫情反复扰动对啤酒餐饮、夜场、酒吧等现饮消费场景产生较大的冲击，青岛啤酒、重庆啤酒业绩承压，燕京啤酒 2022 年业绩实现较快增长，主要系 U8 放量，销量表现较好所致。步入 2023 年，餐饮、酒吧、商超等消费场景陆续恢复，多数啤酒公司一季度业绩表现较好，个别企业由于去年同期基数以及渠道改革表现偏弱。目前啤酒进入消费旺季，同时基于去年同期低基数，预计后续啤酒业绩有进一步增长空间。

表 6：2022-2023Q1 啤酒板块上市公司营收情况（亿元，%）

公司名称	2022 年 营业总收入	2022 年 营业总收入 YoY	2022Q1 YoY	2022Q2 YoY	2022Q3 YoY	2022Q4 YoY	2023Q1 营业总收入	2023Q1 营业总收入 YoY
青岛啤酒	321.72	6.65	3.14	7.49	16.00	-9.83	107.06	16.27
重庆啤酒	140.39	7.01	17.12	6.13	4.93	-3.97	40.06	4.52
燕京啤酒	132.02	10.38	11.66	7.53	8.50	19.36	35.26	13.74
珠江啤酒	49.28	8.60	12.77	8.02	11.86	-0.28	10.35	18.75
惠泉啤酒	6.13	5.39	5.56	-4.66	14.38	7.11	1.37	7.04
兰州黄河	2.66	-13.63	-28.45	-15.04	-7.61	13.08	0.74	1.42

*ST 西发	2.77	-29.50	16.73	-21.95	-74.26	-28.63	0.90	-19.16
--------	------	--------	-------	--------	--------	--------	------	--------

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 7：2022-2023Q1 啤酒板块上市公司归母净利润情况（亿元，%）

公司名称	2022 年 归母净利润	2022 年 归母净利润 YoY	2022Q1 YoY	2022Q2 YoY	2022Q3 YoY	2022Q4 YoY	2023Q1 归母净利润	2023Q1 归母净利润 YoY
青岛啤酒	37.11	17.59	10.20	23.85	18.37	-22.19	14.51	28.86
重庆啤酒	12.64	8.35	15.33	18.38	7.88	-33.63	3.87	13.63
燕京啤酒	3.52	54.51	100.80	-11.90	17.06	4.52	0.65	7373.28
珠江啤酒	5.98	-2.11	1.45	0.94	-9.64	67.34	0.87	22.15
惠泉啤酒	0.40	28.41	56.80	14.32	13.69	3.83	0.01	152.38
兰州黄河	-0.29	-253.00	-139.46	467.91	-209.98	51.39	-0.03	9.19
*ST 西发	-0.66	-358.96	-29.74	-145.44	-731.44	-1869.10	-0.07	15.27

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

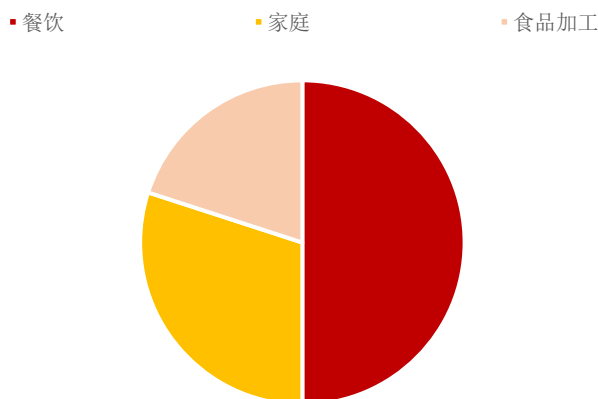
**总结：**疫情全面放开后，餐饮、夜场、酒吧等现饮消费场景陆续复苏，带动啤酒需求回升。业绩方面，2022 年受疫情影响，啤酒公司业绩表现出一定程度的分化。今年春节期间啤酒动销环比加速，青啤、燕京啤酒等公司业绩表现相对亮眼。二季度逐步进入消费旺季，叠加去年同期基数较低，板块趋势有望整体向上。中长期来看，啤酒板块高端化趋势不变。一方面，在消费升级与居民消费水平提高的背景下，板块内部公司通过高端化战略与产品提价以提升层级结构迎合市场需求。另一方面，由于啤酒在餐饮、夜场中的高端产品占比较多，产品高端化可以一定程度上满足相关消费场景的需要，进而带动啤酒板块盈利能力上行。

## 4. 调味品板块：疫后量价有望齐升

### 4.1 餐饮场景修复将有效带动调味品需求增加

我国调味品需求结构以餐饮为主。目前，我国调味品的消费渠道包括餐饮、家庭与食品加工。其中，餐饮端的消费占比最大，约为 50%左右。家庭端与食品加工渠道占比分别为 30%与 20%。

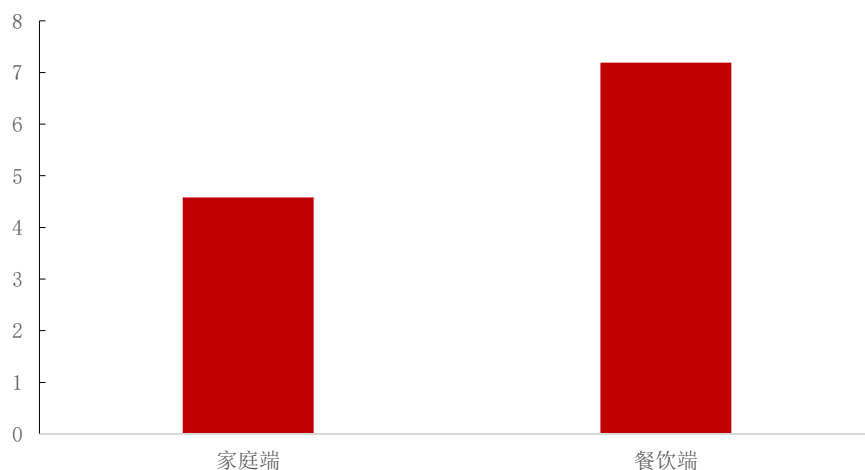
图 28：我国调味品行业各渠道份额占比（%）



数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

调味品在餐饮端的人均摄入量整体高于家庭端。为追求食物口味的最佳效果，调味品在餐饮端的人均摄入量整体高于家庭端。具体数据来看，餐饮端调味品的人均摄入量为 7.19g/公斤，约为家庭端的 1.56 倍。

图 29：不同就餐方式调味品人均摄入量（g/公斤食物）



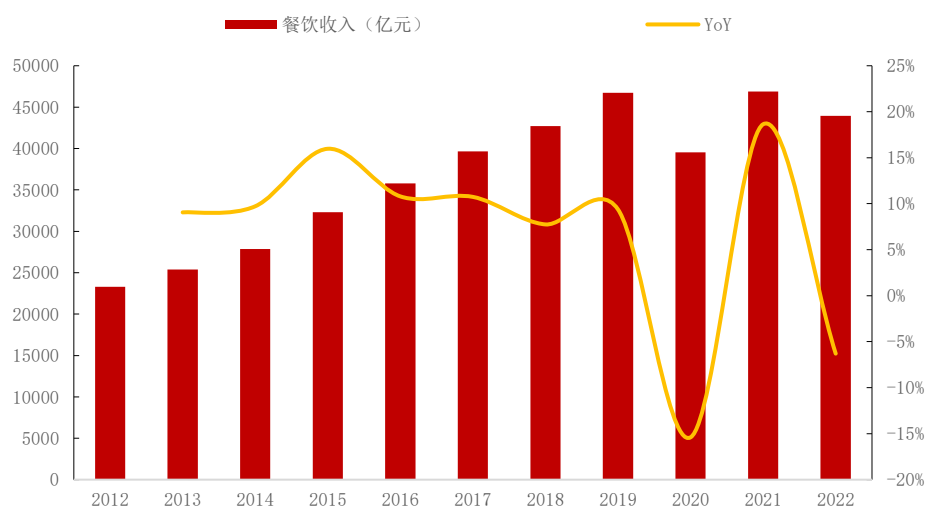
数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

疫情放开后，餐饮行业恢复、居民外出就餐频率增加、城镇化水平提高等因素，将带动我国调味品需求提升。

#### （1）餐饮行业逐步复苏，带动调味品需求增加

我国餐饮行业逐步复苏，带动调味品需求增加。2012-2019 年我国餐饮行业收入规模稳步增长，从 2.34 万亿元增加至 4.60 万亿元，年均复合增速为 10.38%。自 2020 年起受疫情扰动，我国餐饮行业受到一定程度的冲击。2022 年，我国餐饮行业收入为 4.39 万亿元，同比下降 6.30%。疫情放开后，我国餐饮消费场景持续复苏回暖，预计餐饮收入有望提升，进而带动调味品需求的增加。

图 30：2012-2022 年我国餐饮行业收入与增速（亿元，%）

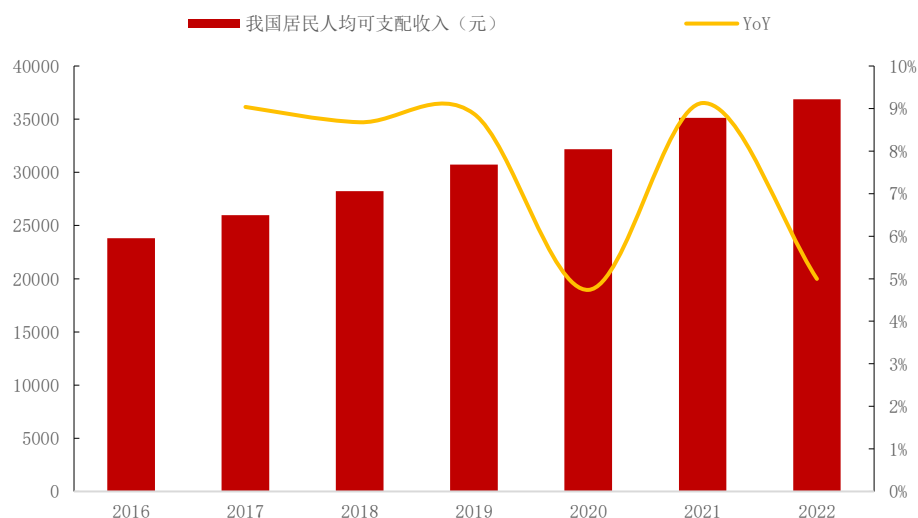


数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

## (2) 居民外出就餐频率增加，提升调味品需求

**居民外出就餐频率增加，提升调味品需求。**随着我国经济不断发展，人均居民可支配收入稳中有升。叠加生活节奏加快、人口结构变迁等因素影响，居民外出就餐次数随之增加。2020 年以来受疫情影响，消费者外出就餐次数减少，餐饮端调味品需求相应下降。目前在疫情全面放开后，消费者外出就餐频率有望稳步恢复，进而带动调味品需求增加。

图 31：2016-2022 年我国人均居民可支配收入与增速（元，%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

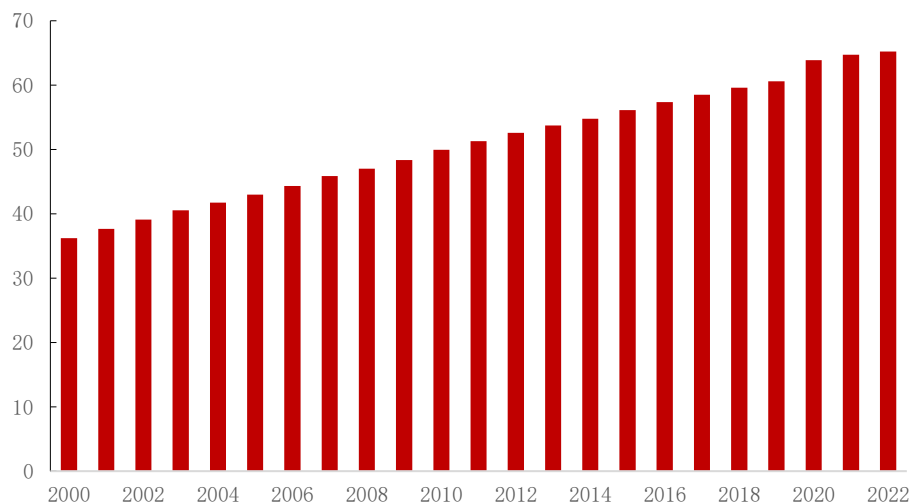
## (3) 城镇化水平提高，拉动调味品餐饮需求进一步增加

**城镇化水平提高，拉动调味品需求进一步增加。**受经济水平、生活习惯差异等影响，我国城镇居民的外出就餐率整体高于农村居民，是外出就餐的主力军。随着经济发展，近几年我国城镇居民数量逐步增加，城镇化水平稳步上升。根据国家统计局数据，



2000-2022 年，我国城镇化率从 36.22% 增加至 65.22%。与主要发达国家对比，我国城镇化率未来仍有较大的提升空间。2022 年美国、日本、韩国和新加坡的城镇化率均已达到了 80% 以上。在城镇化水平稳步提升，而城镇居民又作为外出就餐主力的背景下，我国餐饮端调味品需求后续有望进一步提升。

图 32：2000-2022 年我国城镇化率（%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

## 4.2 消费结构升级，零添加有望成为未来发展趋势之一

消费结构升级，零添加有望成为未来发展趋势之一。随着居民收入水平的提高，消费者对生活品质有了更高的追求，健康观念逐步深入人心，低盐、少糖、零添加等名词成为越来越多消费者在购买调味品时的重要考虑因素。以酱油行业为例，我国酱油行业在消费升级的背景下，逐步呈现出高端化与多功能化的趋势，产品范围从传统的酱油、生抽、老抽扩大到高鲜酱油、零添加酱油、有机酱油等。行业中的公司纷纷扩充自身品类，海天、千禾味业、厨邦等品牌目前旗下均有高端酱油产品供消费者选择。此前因受零添加事件影响，千禾的渠道招商与终端动销改善明显，带动 2022Q4 与 2023Q1 业绩实现较快增长。在消费升级的背景下，预计零添加有望成为调味品企业后续布局的重点，产品结构有望优化升级。

图 33：零添加、轻盐、有机等调味品

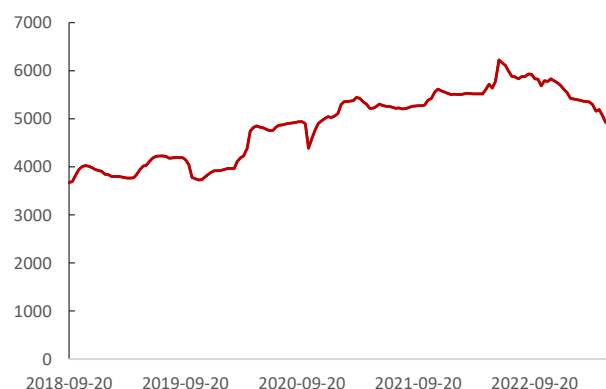


数据来源：公开资料整理，东莞证券研究所

### 4.3 预计原材料成本震荡运行

**预计调味品原材料成本将震荡运行。**受俄乌冲突、南美旱情等因素影响，我国大豆、豆粕等农产品价格 2022 年上半年上涨幅度较大，调味品企业面临较大的成本压力。2022 年四季度在地缘冲突、旱情等因素减弱的背景下，大豆、豆粕等原材料成本高位回落。大豆、豆粕方面，由于我国大豆进口依赖度较高，目前巴西大豆收割接近尾声，大豆增产已成为定局，USDA 将大豆产量上调至近几年新高。与此同时，美国天气较好，大豆播种较为顺利，USDA 亦对其上调了预估产量。考虑到仓储条件，巴西或增加对大豆的出口意愿，我国进口大豆量有望增加，预计后续我国大豆与豆粕价格上涨空间相对有限。白糖方面，今年以来国内白糖价格持续上涨，国际糖价亦创新高，国内 2022/23 榨季食糖减产较为明确，糖厂销售挺价心态较为明确。但巴西食糖增产以及国储糖抛储对白糖后续价格产生制约，预计白糖价格将震荡运行。玻璃方面，我国玻璃价格近期呈下降态势，但考虑到成本端纯碱下半年产能冲击，叠加需求端保交楼预期下半年资金到位，预计届时玻璃价格有望修复。

图 34：大豆生产资料价格（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 35：豆粕现货价（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 36：白砂糖现货价格（元/吨）



图 37：玻璃现货价（元/平方米）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

数据来源：同花顺，东莞证券研究所

#### 4.4 调味品板块 2023Q1 业绩环比改善，餐饮复苏提振板块

调味品板块 2022Q4 业绩承压，2023Q1 业绩环比改善。2022 年调味品板块实现营业总收入 623.58 亿元，同比增长 30.49%；实现归属于母公司股东的净利润 73.77 亿元，同比下降 17.15%。分季度看，四季度疫情反复对餐饮端调味品的需求场景产生严重冲击，叠加原材料成本压力犹存，调味品板块 2022Q4 利润承压。疫情放开后，餐饮等消费场景陆续恢复，调味品终端动销转好，大豆、包材等成本压力下行，2023Q1 板块利润环比改善。

调味品板块各公司业绩表现分化，餐饮复苏提振板块。2022Q4 受疫情反复扰动，餐饮端调味品需求受到冲击，经销商库存压力较大，而受益于宅经济的部分企业表现较好，内部呈现分化。步入 2023 年，板块内各公司业绩延续分化行情。千禾味业受益于零添加事件，业绩延续高增。海天味业与中炬高新今年一季度业绩在成本下行、费用优化等背景下，环比有所改善。疫情放开后，餐饮等消费场景稳步复苏回暖，预计在餐饮端布局较多的调味品公司后续或有较大的弹性修复空间。

表 8：2022-2023Q1 调味品板块上市公司营收情况（亿元，%）

公司名称	2022 年 营业总收入	2022 年 营业总收入 YoY	2022Q1 YoY	2022Q2 YoY	2022Q3 YoY	2022Q4 YoY	2023Q1 营业总收入	2023Q1 营业总收入 YoY
海天味业	256.10	2.42	0.72	22.19	-1.77	-7.05	69.81	-3.17
中炬高新	53.41	4.41	6.63	23.98	18.98	-18.71	13.67	1.46
千禾味业	24.36	26.55	0.93	30.51	14.75	54.92	8.19	69.81
恒顺醋业	21.39	12.98	10.43	18.09	53.93	-14.35	6.13	7.15
天味食品	26.91	32.84	20.60	18.22	82.33	24.51	7.66	21.79
佳隆股份	2.08	-25.80	-12.70	-47.37	12.94	-43.00	0.68	23.85
加加食品	16.86	-3.91	1.11	28.77	-6.86	-26.04	4.35	-15.61
仲景食品	8.82	9.35	-3.96	17.35	10.99	13.97	2.23	12.26
润普食品	6.48	21.45	71.09	69.29	-7.66	-11.93	1.36	-19.53
莲花健康	16.91	-6.83	0.72	1.57	-5.09	-22.52	4.56	9.18
星湖科技	174.86	329.51	-8.68	20.21	34.43	413.87	41.63	-0.18
安记食品	5.57	1.50	-16.46	3.19	13.78	3.81	1.45	33.33
日辰股份	3.09	-8.84	7.11	-7.22	-6.89	-23.28	0.80	7.21
三元生物	6.75	-59.71	3.46	-64.72	-79.54	-69.85	1.16	-57.35

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 9：2022-2023Q1 调味品板块上市公司归母净利润情况（亿元，%）

公司名称	2022 年 归母净利润	2022 年 归母净利润 YoY	2022Q1 YoY	2022Q2 YoY	2022Q3 YoY	2022Q4 YoY	2023Q1 归母净利润	2023Q1 归母净利润 YoY
海天味业	61.98	-7.09	-6.36	11.79	-5.99	-22.03	17.16	-6.20
中炬高新	-5.92	-179.82	-9.46	47.58	21.51	-369.42	1.50	-5.53

千禾味业	3.44	55.35	38.47	145.32	3.70	74.96	1.45	162.94
恒顺醋业	1.38	16.04	-0.75	3.55	236.08	-4.55	0.73	-5.66
天味食品	3.42	85.11	25.27	1554.34	1629.31	-6.73	1.28	27.74
佳隆股份	-0.55	-305.01	-171.04	-119.15	617.68	-757.75	-0.02	29.00
加加食品	-0.80	0.66	-97.79	108.96	6.16	18.77	0.13	1239.54
仲景食品	1.26	6.27	-58.46	61.86	4.75	95.98	0.39	132.55
润普食品	0.74	70.32	200.43	139.24	101.00	-26.03	0.06	-67.75
莲花健康	0.46	4.06	32.80	-1.62	107.80	-134.48	0.21	43.23
星湖科技	6.08	299.85	-33.82	84.97	631.78	417.99	1.21	-34.16
安记食品	0.14	-69.51	-78.52	-47.70	-30.57	-124.29	0.13	357.32
日辰股份	0.51	-37.19	-7.51	-38.07	-29.49	-61.20	0.11	-21.54
三元生物	1.64	-69.43	-9.64	-67.47	-83.83	-86.77	0.08	-87.56

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

**总结：**受疫情扰动、成本上涨、终端需求疲软等因素影响，部分调味品企业 2022 年业绩承压。疫情放开后，春节期间调味品终端动销转好，2023Q1 调味品板块业绩环比改善。由于餐饮在调味品渠道结构中的占比较高，预计在餐饮等消费场景复苏的背景下，叠加大豆、豆粕等原材料成本上涨压力趋缓，调味品企业基本面有望迎来边际改善。中长期看，在消费升级的背景下，零添加有望成为行业未来发展的趋势之一。

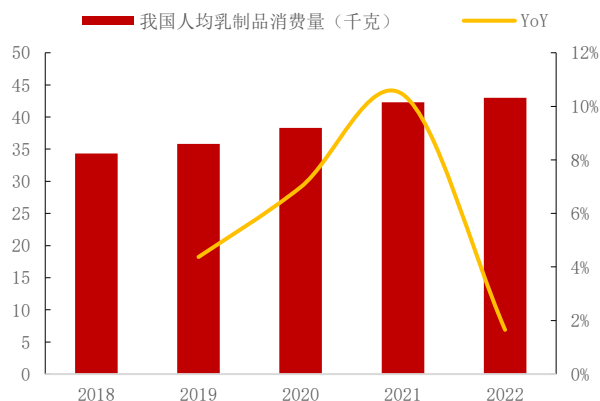
## 5. 乳品板块：需求向好，龙头竞争优势显现

### 5.1 疫后乳品消费量稳步回升

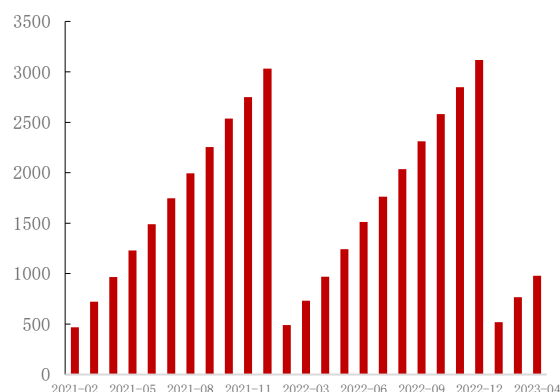
疫情放开后，我国乳品消费量稳步回升。近几年随着居民健康意识的提高，我国人均奶类消费量稳中有升。2018-2021 年，我国人均奶类消费量从 34.3 千克增加至 42.3 千克，年均复合增速为 3.71%。2022 年受疫情反复扰动，物流运输受阻，叠加终端需求疲软，行业产量增速回落。2022 年，全国规模以上乳品企业乳制品产量为 3117.7 万吨，同比增长 2.84%。疫情放开后，消费场景稳步复苏，叠加国家陆续推出促消费政策，今年春节期间礼赠奶盒动销表现良好，渠道库存得到一定改善。节后考虑到部分居民仍在消化春节库存，动销环比有所转弱。预计后续随着库存恢复至良性，乳品需求有望稳步回升。

图 38：2018-2022 年我国人均奶类消费量与增速（万吨，%）

图 39：2021 年-2023 年 4 月我国乳品产量当月值（万吨）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

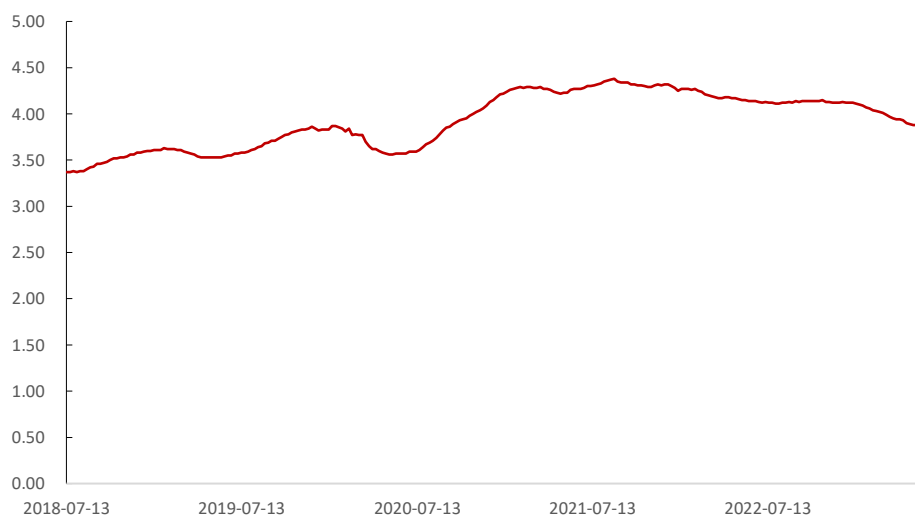


数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

## 5.2 乳品企业成本压力趋缓

**生鲜乳价格下降，乳制品公司成本压力趋缓。**2020 年下半年在牛奶价格大幅上涨的背景下，奶牛养殖的补栏积极性有所提高。2022 年以来，我国奶牛存栏同比增加，奶源供给量相对充裕。伴随着奶牛存栏量的回升，叠加乳品终端需求尚未完全恢复，我国生鲜乳价格 2023 年以来呈下降态势，乳品企业的成本压力趋缓。

图 40：我国生鲜乳均价（元/公斤）



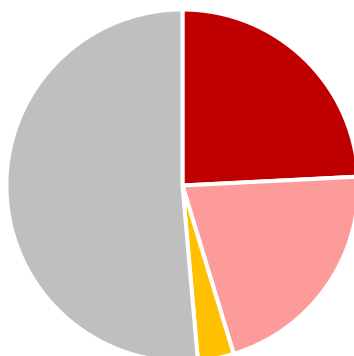
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

## 5.3 龙头企业竞争优势明显

**乳制品龙头企业竞争优势明显。**从竞争格局来看，我国乳制品市场龙头企业竞争优势明显。2022 年我国乳制品市场份额前三的公司分别为伊利股份、蒙牛乳业与光明乳业，市占率分别为 24%、21%与 3%。其中，伊利与蒙牛二者的市占率达到 45%，在市场中形成了一定的品牌壁垒。疫情放开后，乳制品需求稳步复苏回暖。预计龙头企业凭借其强大的品牌影响力与市场认可度，市场份额与竞争优势有望进一步提升。

图 41：2022 年我国乳制品行业市场竞争格局 (%)

■ 伊利股份 ■ 蒙牛乳业 ■ 光明乳业 ■ 其他



数据来源：公司公告，观研天下，东莞证券研究所

#### 5.4 2023Q1 乳品板块弱复苏

**乳品板块 2023Q1 需求弱复苏。**2022 年乳品板块实现营业总收入 1884.29 亿元，同比增长 7.37%；实现归母净利润 104.42 亿元，同比增长 3.16%。单季度看，由于今年春节时间较早，去年 12 月在疫情放开后，部分经销商提前春节备货，2022Q4 乳品板块业绩环比三季度有所改善。疫情放开后，2023 年受春节送礼、走亲访友等因素催化，乳品礼盒春节期间终端动销表现良好。但考虑到消费尚未完全修复，节后部分居民消化春节期间的乳品库存，乳品板块一季度需求弱复苏。

**乳品公司 2022 年至 2023Q1 业绩表现分化。**2022Q4 受疫情扰动，乳品的运输与终端需求受到了一定影响，多数乳企业绩同比下滑。伊利股份自去年 12 月起开始陆续备货，叠加 2021Q4 利润的低基数，2022Q4 业绩表现亮眼。步入 2023 年，乳品需求弱复苏，生鲜乳等成本压力趋缓，乳企内部表现分化。其中，伊利股份春节期间礼赠等奶盒动销较好，今年一季度开局稳健。新乳业、天润乳业受益于成本下行，2023Q1 利润弹性释放，业绩表现相对亮眼。而作为奶酪龙头的妙可蓝多，因需求尚未完全修复，叠加渠道库存管理，2023Q1 业绩承压。考虑到节后有部分居民在消化春节库存，预计在库存恢复至良性水平后，乳品需求有望稳步增加。

表 10：2022-2023Q1 乳品板块上市公司营收情况（亿元，%）

公司名称	2022 年 营业总收入	2022 年 营业总收入 YoY	2022Q1 YoY	2022Q2 YoY	2022Q3 YoY	2022Q4 YoY	2023Q1 营业总收入	2023Q1 营业总收入 YoY
伊利股份	1231.71	11.37	13.47	11.23	6.66	14.54	334.41	7.71
妙可蓝多	48.30	7.84	35.24	17.17	14.68	-25.01	10.23	-20.47
光明乳业	282.15	-3.39	3.68	-1.52	-10.50	-4.47	70.71	-2.42
三元股份	80.03	-9.58	1.29	-13.56	-7.18	-18.53	21.68	0.55
新乳业	100.07	11.59	15.02	7.02	15.68	9.04	25.21	8.84
天润乳业	24.10	14.25	17.33	16.50	19.67	3.90	6.31	16.26
贝因美	26.55	4.53	43.68	44.23	49.62	-73.07	7.17	3.04
皇氏集团	28.91	12.54	-6.09	6.88	17.77	31.28	8.69	53.83



燕塘乳业	18.75	-5.52	-2.99	-6.74	-7.23	-4.28	4.29	10.89
庄园牧场	10.50	2.78	4.16	2.39	10.12	-4.53	2.50	2.59
熊猫乳品	8.92	4.05	-1.76	-4.46	16.94	3.45	2.15	11.30
一鸣食品	24.33	5.02	12.95	-0.16	9.85	-0.67	5.78	3.98

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 11：2022-2023Q1 乳品板块上市公司归母净利润情况（亿元，%）

公司名称	2022 年 归母净利润	2022 年 归母净利润 YoY	2022Q1 YoY	2022Q2 YoY	2022Q3 YoY	2022Q4 YoY	2023Q1 归母净利润	2023Q1 归母净利润 YoY
伊利股份	94.31	8.34	24.32	4.91	-26.46	80.10	36.15	2.73
妙可蓝多	1.35	-12.32	129.55	-26.72	-63.03	-174.56	0.24	-67.08
光明乳业	3.61	-39.11	65.93	-28.21	-52.18	-105.98	1.87	13.05
三元股份	0.37	-87.77	-42.72	-56.41	-82.15	-385.72	0.42	0.38
新乳业	3.62	15.77	48.70	24.60	10.19	-8.78	0.61	40.56
天润乳业	1.97	31.33	5.69	51.99	45.33	15.76	0.55	55.58
贝因美	-1.76	-340.06	38.45	20.02	-74.46	-737.20	0.12	-39.13
皇氏集团	0.12	102.55	1387.70	264.17	-611.21	90.69	0.05	-93.62
燕塘乳业	0.99	-37.01	-41.49	-51.15	-43.51	-	0.28	41.81
庄园牧场	0.61	13.85	-45.50	-207.69	125.46	44.08	0.06	-44.10
熊猫乳品	0.53	-30.95	-19.21	-49.37	-28.67	-20.66	0.19	62.94
一鸣食品	-1.29	-737.89	-497.66	-152.58	47.79	-58.02	0.05	111.46

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

**总结：**疫情放开后，在消费复苏的背景下，预计乳品需求有望稳步回暖。中长期看，乳品市场份额有望向龙头企业集中。目前我国乳品市场龙头企业的竞争优势较为明显。在发展过程中，龙头企业可以通过优化产品结构、推出新品、扩大业务范围等方式提高产品竞争力，同时龙头企业的成本控制力度相对较好，可以为业绩增长奠定良好基础。从目前市场情况来看，乳品龙头公司有望进入量价齐升阶段，市场份额有望进一步向龙头企业集中。

## 6. 投资策略

**维持对行业的超配评级。**去年 11 月，受防疫措施优化以及市场预期向好等因素催化，行业出现较大涨幅。今年以来行业有所波动，主要系市场对后续宏观经济的判断、外围市场扰动以及需求弱复苏所致。今年以来的回调已经较为充分的反应了市场对复苏力度较弱的预期，行业目前估值低于近五年均值水平。**白酒板块：**二季度是白酒传统的消费淡季，主要通过五一与端午小长假带动白酒消费去库存。今年五一假期期间，婚宴等迎来小高峰，宴席消费场景有所回补，对白酒需求有一定提振。业绩方面，考虑到不同价格带的产品库存与动销存在差异，今年一季度白酒企业业绩表现分化。步入二季度，随着商务宴席等消费场景逐步恢复，叠加二季度白酒低基数，白酒复苏节奏有望稳步推进。下半年主要看白酒旺季备货、经济复苏进程、经销商信心、动销等情况。标的方面，建议关注确定性强的高端白酒贵州茅台（600519）、五粮液（000858）



与泸州老窖(000568)；次高端酒中，可关注山西汾酒(600809)、舍得酒业(600702)、洋河股份(002304)等；区域酒可以重点关注古井贡酒(000596)、今世缘(603369)等。**大众品板块：**疫情放开后，餐厅、夜场、酒吧等消费场景陆续恢复，消费场景的恢复对啤酒、调味品等产品需求具有明显的提振作用。预计在需求稳步向好的背景下，在餐饮端布局较多的公司或具备更大的增长弹性。后续可持续关注产品提价、成本、需求等边际改善机会，把握受益于餐饮链修复以及具有刚性需求的相关板块。标的方面，可重点关注青岛啤酒(600600)、燕京啤酒(000729)、海天味业(603288)、千禾味业(603027)、伊利股份(600887)、安井食品(603345)、立高食品(300973)等。

表 12：重点公司盈利预测及投资评级（2023/6/7）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
600519	贵州茅台	1650.90	49.93	58.37	67.54	33.06	28.28	24.44	买入	维持
000858	五粮液	164.00	6.88	7.99	9.21	23.84	20.53	17.81	买入	维持
000568	泸州老窖	205.28	7.04	8.73	10.72	29.16	23.51	19.15	买入	维持
600809	山西汾酒	205.92	6.64	8.45	10.64	31.01	24.37	19.35	买入	维持
600702	舍得酒业	133.20	5.06	6.39	8.25	26.32	20.85	16.15	买入	维持
000799	酒鬼酒	86.45	3.23	3.85	4.77	26.76	22.45	18.12	买入	维持
002304	洋河股份	133.33	6.22	7.50	8.93	21.44	17.78	14.93	买入	维持
600779	水井坊	59.02	2.49	2.71	3.28	23.70	21.78	17.99	买入	维持
000596	古井贡酒	238.56	5.95	7.95	10.08	40.09	30.01	23.67	买入	维持
603589	口子窖	53.11	2.58	3.13	3.69	20.59	16.97	14.39	买入	维持
603369	今世缘	54.05	2.00	2.51	3.13	27.03	21.53	17.27	买入	维持
600600	青岛啤酒	98.00	2.72	3.24	3.80	36.03	30.25	25.79	买入	维持
600132	重庆啤酒	90.68	2.61	3.21	3.81	34.74	28.25	23.80	买入	维持
000729	燕京啤酒	11.70	0.13	0.21	0.30	90.00	55.71	39.00	买入	维持
603288	海天味业	49.30	1.34	1.46	1.70	36.79	33.77	29.00	买入	维持
600872	中炬高新	35.80	-0.75	0.92	1.10	-47.73	38.91	32.55	买入	维持
603027	千禾味业	20.87	0.36	0.52	0.67	57.97	40.13	31.15	买入	维持
600887	伊利股份	29.50	1.47	1.72	2.08	103.20	88.20	72.93	买入	维持
603345	安井食品	151.70	3.75	4.96	6.24	40.45	30.58	24.31	买入	维持
300973	立高食品	72.88	0.85	1.87	2.65	85.74	38.97	27.50	买入	维持
001215	千味央厨	67.61	1.18	1.71	2.28	57.30	39.54	29.65	买入	维持

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

## 7. 风险提示

(1) **原材料价格波动风险。**调味品、啤酒等大众品板块原材料价格存在波动的风险，若原材料价格上涨幅度较大，将增加大众品企业的成本压力，进而对行业业绩产生一定影响

（2）**产品提价不及预期。**我国高端、次高端白酒企业价格带呈现扩容态势。后续若受疫情反复、终端需求不景气等因素扰动，白酒企业提价节奏或将受到影响。

（3）**渠道开展不及预期。**为扩大市场竞争力，行业中的公司积极进行渠道布局，扩张全国业务区域。若后续受疫情、经销商等因素影响而不能顺利开拓销售市场，将一定程度上影响公司渠道扩张进展。

（4）**行业竞争加剧。**目前我国食品饮料行业中的部分子板块市场竞争格局相对分散，市场竞争较为激烈。市场竞争加剧或一定程度上影响市场竞争格局，进而影响行业盈利水平。

（5）**食品安全风险。**食品安全问题是社会普遍关注的重要问题之一。若板块发生食品安全及品质问题，将对行业产生一定的负面影响。

（6）**宏观经济下行风险。**若后续疫情反复扰动，消费场景、渠道扩展等或将受到一定冲击，进而影响产品需求。

## 东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

## 证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

## 声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn