

食品饮料

证券研究报告/行业周报

2023年7月2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: xiongwx@r.qlzq.com.cn

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email: hect@zts.com.cn

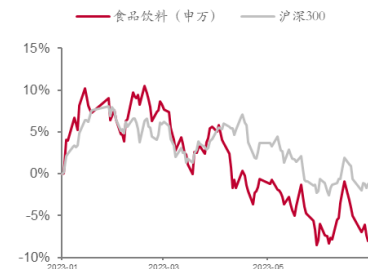
研究助理：晏诗雨

Email: yansy@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数 121
 行业总市值(亿元) 55434.25
 行业流通市值(亿元) 23277.17

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	1691.00	49.93	59.44	69.76	80.51	33.8	28.45	24.24	21.00	1.65	买入
五粮液	163.57	6.88	8.28	9.63	10.96	23.7	19.75	16.99	14.92	1.18	买入
燕京啤酒	12.47	0.12	0.21	0.33	0.43	103.	59.38	37.79	29.00	1.12	买入
李子园	18.28	0.56	0.81	1.07	1.25	32.6	22.57	17.08	14.62	0.74	买入
安井食品	21.16	3.75	4.96	6.32	7.77	10.4	7.92	6.22	5.06	0.29	买入

备注：股价为2023年6月30日收盘价。

投资要点

- 本周我们参加了泸州老窖、古井贡酒、酒鬼酒等公司的股东大会，并走访了白酒、啤酒等经销商，结合近期上市公司的反馈，核心信息如下：
- 泸州老窖：周期低点，力争保持年增长20%。公司于本周召开2022年度股东大会，公司总经理林锋在分享对行业判断时指出，中国经济十年一周期，叠加近年疫情留下的后遗症，中产阶层的消费信心受到挫伤，当下是白酒的周期低点。结合自上而下的努力及有望的政策支持，明年白酒消费或有望表现更为优秀。当下行业可能困难尚存，公司对未来的行业判断亦非常的清晰，前五目标或再进一步，向国际白酒巨头帝亚吉欧、保乐力加等公司学习看齐，下半年公司运营由守转攻，未来在产品、供应链管理、运营效率、管理、文化建设、营销团队等方面依旧要走在行业前列，考虑到公司管理团队优秀，持续成长可期，公司提出的年增长20%值得期待。
- 古井贡酒：不设边界，不断突破。本周在股东大会现场，古井贡酒提出2023年营收增长20.26%、利润增长34.21%的目标。200亿收入是既定目标，后200亿时代是公司考虑的重点，核心管理层指出：不要被天花板困惑，不要被论坛所蛊惑，不要被香型所迷惑等，做好自己的定位，不断突破。坚定古20的长期主义，以产定销，不断引入优秀的专业人才。会议中公司用三个“坚定不移”阐明未来的发展方向：坚定不移推进“战略5.0、运营五星级”方略。全面践行战略5.0，让“以用户为中心”的思维得到全面、深入的贯彻。坚定不移推进改革创新战略，坚定不移打造“人才高地”战略。加大招才引智力度，建立柔性引才借智机制。创新人才培养模式，自主培养开发与吸纳引进并举。
- 酒鬼酒：费用改革成效初现，全国化目标转向。公司于本周召开2022年度股东大会，会议中公司表示今年4到6月份以来，酒鬼酒通过费用改革，在宴席推广、开瓶扫码等市场动销上效果显著，费用改革自去年下半年开始推进，公司压力很大，因为要将渠道投入从过去的20%、25%转变为3%、5%，将陈列、随货费用转变为终端、消费者返现投入。国化进程方面，公司表示未来将不再是强调全国大范围布局，而是选择有合作基础、品牌基础的区域市场，包括湖南、河南、山东、河北、广东等地，着重强化对终端的把控和消费者培育。
- 阿斯巴甜惹争议。近期代糖概念股引争议，不同媒体报道分歧较大，新华社7月1日《阿斯巴甜，会致癌吗？》研究指出：阿斯巴甜是一种人工甜味剂，多用于无糖饮料、口香糖、酸奶等；但围绕阿斯巴甜对健康的影响，数十年来争议不断。今年5月，世卫组织发布一份关于非糖甜味剂的新指南，建议不要使用阿斯巴甜、安赛蜜、糖精等甜味剂来控制体重或降低非传染性疾病风险。世卫组织指出，对现有证据的系统性回顾表明，使用非糖甜味剂在降低成人或儿童体脂方面没有任何长期益处。

长期使用非糖甜味剂可能存在潜在不良影响，如增加 2 型糖尿病、心血管疾病患病率和成人死亡率的风险。从权威报道来看，阿斯巴甜等甜味剂争议较多。

- **啤酒：高基数下销量表现稳健，关注 ASP 和成本超预期。**（1）量：啤酒已进入消费旺季，前期板块回调较多主要系市场担忧旺季销量高基数，预期 2023 年 6-8 月销量增长承压。但 2023 年 6 月以来受益于全国气温上升、厄尔尼诺现象影响，叠加半年度备货，预计 6 月啤酒企业销量有望在高基数下实现稳健增长。展望 Q3 旺季，高温延续下啤酒需求有望持续受益，从而提振销量表现。（2）吨酒收入：啤酒高端化趋势延续，同时今年随着疫情管控放开，高端现饮渠道如夜场、AB 类餐饮逐步复苏，有望带来结构进一步走强（参考我们的深度报告《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？》），我们预计若高端现饮渠道全面修复，有望带动均价加速增长 4 个 pct。23Q1 大众消费率先复苏，叠加三年疫情后第一次返乡潮，低线市场消费景气，中高端啤酒表现平淡；23Q2 以来高端场景逐步恢复，中高端啤酒加速增长，整体结构环比改善明显，ASP 增速环比有望加快。（3）吨酒成本：2023 年包材进入下行周期，易拉罐等价格超预期回落，全年吨酒成本压力有望进一步下修。同时考虑采购及生产周期，成本端压力放缓有望逐季加速，Q2 对比 Q1 吨酒成本涨幅有望进一步收窄。考虑到销量表现稳健，ASP 和成本端有望超预期，啤酒利润有望快速释放，重点推荐青岛啤酒、燕京啤酒、华润啤酒。
- **零食量贩渠道：好风凭借力，轻舟万重山。**我们研究了零食量贩开店空间有多大、为什么零食量贩存在激烈竞争、如何看待零食量贩渠道的走向、以及如何看对零食企业的影响 4 个问题。我们认为，零食量贩有望作为一种重要的新零售业态长期存在，远期开店空间看 6-7 万家。具备先发优势的渠道型企业和小品类零食生产企业有望持续受益渠道红利。一、零食量贩的开店空间有多大？分单个城市进行门店空间测算，城市门店空间=城市常住人口/单店所需人口支撑。对于不同层级的城市，参照龙头零食量贩企业在成熟市场的开店情况与预计市占率，给出单店所需人口支撑的假设。据测算，零食量贩远期开店空间在 6-7 万家。二、为什么零食量贩存在激烈竞争？由于测算开店空间时存在强假设，量贩零食的竞争问题很容易被忽略。（1）为什么零食量贩店在下沉市场扎堆？从空间角度看，零食量贩的单店模型和下沉市场的消费习惯决定低线城市的开店空间远高于高线城市。从管理半径看，极致“薄利多销”的单店模型存在脆弱性，对客单高度敏感，对管理提出更高要求，即对于团队的“选址”和“选品”能力要求更高。从供应链特征看，当下的供应链发展形态更适合基地市场加密，而非异地扩张。（2）为什么零食量贩店目前较少在北方开店？从气候看，北方冬季较长，限制全年营业时间。从城市规划看，北方城市路面宽、功能区较分裂，限制客单数和单日营业时间。从货源与物流看，北方轻工业集群较少，城市间间隔较大，履约成本较高。三、如何看待零食量贩渠道的走向？参考日本的情况，在泡沫经济后的“失去的三十年”，日本零售行业向极致性价比发展。零食量贩中长期仍有望作为一种重要的新零售业态继续存在。（1）零食量贩既满足了高线城市极致性价比的消费趋势，又满足了下沉市场消费升级趋势，享受 3 大基础性红利。（2）零食量贩介于硬折扣和软折扣之间，其折扣既来自于选品有来自于短路经济模式，商业模式具备合理性。（3）与社区团购相比，零食量贩的主要品类利润空间更大且履约成本有下降空间，零食量贩 UE 模型或可跑通，具备长期盈利的可能性。“后端要效益”和“前端要流量”是未来零食量贩发展的必由之路，硬折扣店、全品类折扣店和自有品牌零售商或是零食量贩品牌进化的三个主要方向。四、如何看待对零食企业的影响？（1）对于渠道型企业：零食量贩要求全新的供应商、门店和加盟商体系，具备先发优势的企业马太效应明显。（2）对于制造型企业：其铺

货逻辑顺畅且能转嫁经营风险，小品类的零食生产商胜率更大。据测算，单个供货商在零食量贩的月销空间最多可达 2.6 亿元。

- **消费复苏可期，积极买入食品饮料。**从全年角度来看，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、今世缘、洋河、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、五芳斋、千禾、青啤、伊利、颐海、安琪、洽洽、重啤、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。