



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

食品饮料行业2022年中期投资策略

拐点已至，行业值得重配

西南证券研究发展中心
食品饮料研究团队
2022年6月

核心观点

- 本轮奥密克戎疫情影响逐渐消退，且经过本次北上深三地疫情防控经验积累后，未来大规模疫情爆发可能性较小。
- 财政、货币、地产、基建、促消费等相继出台稳增长政策，在疫情逐步受控下，国内消费有望进入快速反弹期，下半年经济增速有望快速回升。
- 食品饮料经过3月份以来的持续调整，对比19年以来的估值体系已经具备一定的性价比，同时弹性可期。白酒：消费升级韧性彰显，龙头酒企量价管控能力全面强化，行业周期属性弱化明显；高弹性次高端：当前需求复苏&经济回暖，下半年业绩爆发力可期。啤酒、乳制品：渠道跟踪，5月份动销已大幅好转。受益于疫情拐点将至，部分标的短期具备爆发力，中长期具备配置价值。
- 重点推荐标的：**白酒**：贵州茅台：管理层主观能动性较强，改革动作持续落地，全年业绩有望超预期。五粮液：增长彰显韧性，绝对价值和估值处在低位，需求复苏后边际改善空间大。泸州老窖：全国化稳步推进，国窖、特曲继续保持快速增长，兼具成长性和确定性。山西汾酒：二季度玻汾配额提升助力稳健增长，充分受益于疫情管控向好，全年增长目标完成无虞。舍得酒业：预计二季度稳健增长，经营韧性显现，性价比优势明显。酒鬼酒：下半年需求复苏后，业绩爆发力可期。迎驾贡酒：全年增长目标不变，安徽、江苏动销恢复超预期，公司增长定力凸显。古井贡酒：公司全年增长目标不变，二季度回款有保障，受益于基建和经济复苏，结构升级有望超预期。**啤酒**：重庆啤酒：乌苏提价重塑渠道价格体系，BU改革落地带动产品组合全国化发展。青岛啤酒：产品结构升级保持稳健态势。华润啤酒：次高端以上维持快速增长，喜力表现持续超预期。**乳制品**：伊利股份：22Q1业绩开门红，盈利能力再创新高；Q2生鲜乳价格下降，利润端弹性值得期待。
- 风险提示：高端酒价格或大幅下滑；原材料价格波动风险；经济增速大幅放缓风险。

目 录

◆ 2022H1年行业回顾

◆ 白酒：分化越发明显，优选名酒和区域强势品牌

◆ 乳制品：原奶价格维持高位，龙头有望充分受益

◆ 调味品：空间广阔，格局略有变化短期阵痛

◆ 啤酒：寡头垄断格局确立，步入高端化快车道

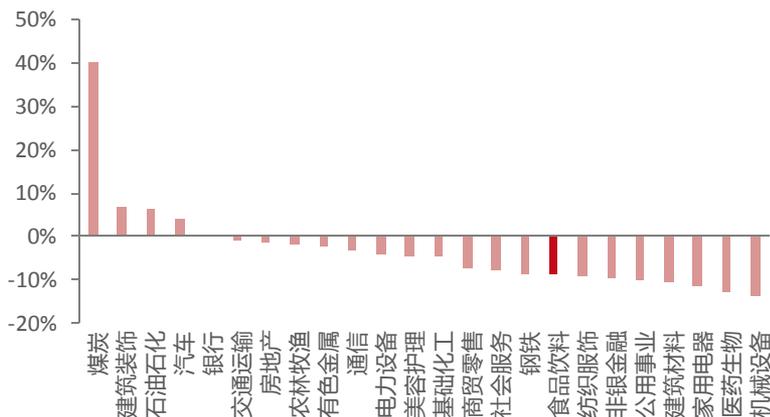
◆ 速冻食品：借力餐饮规模化，行业高景气持续

◆ 食品综合：优选优质子板块龙头

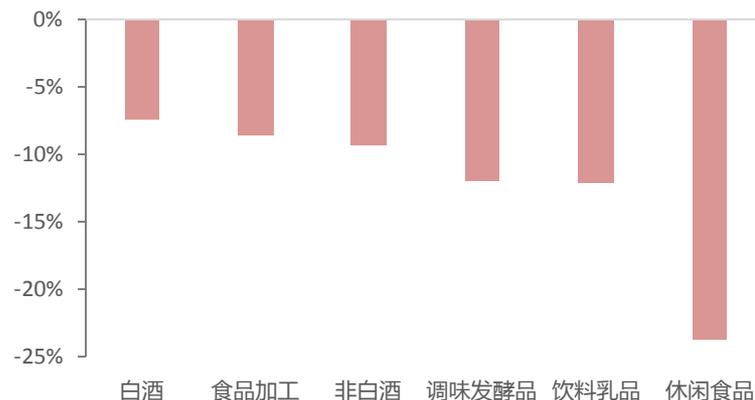
◆ 2022年投资标的推荐

2022H1行业回顾：食品饮料跌幅靠前，各子板块表现均不乐观

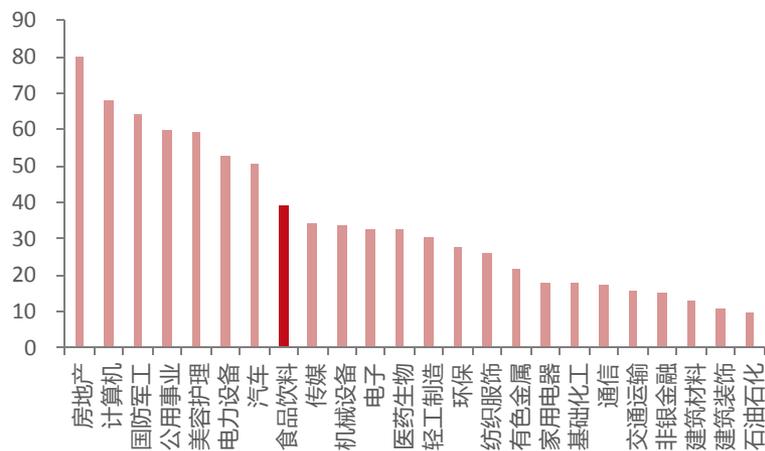
2022H1食品饮料跌幅靠前



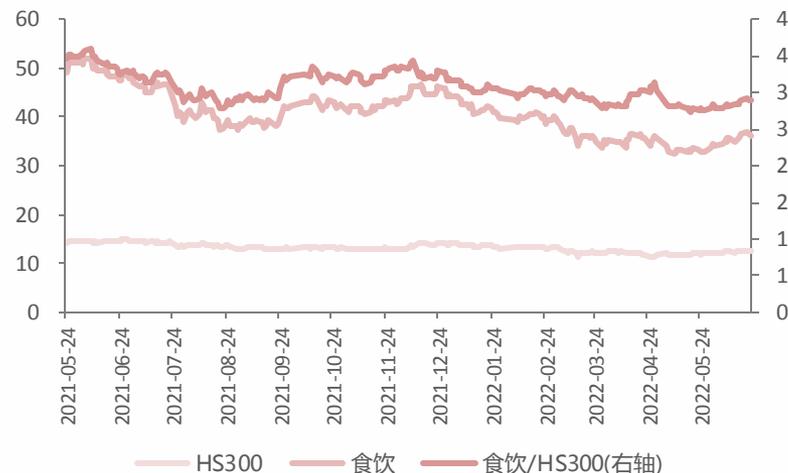
2022H1食品饮料各子板块涨跌幅



整体估值39倍，较年初估值回落明显



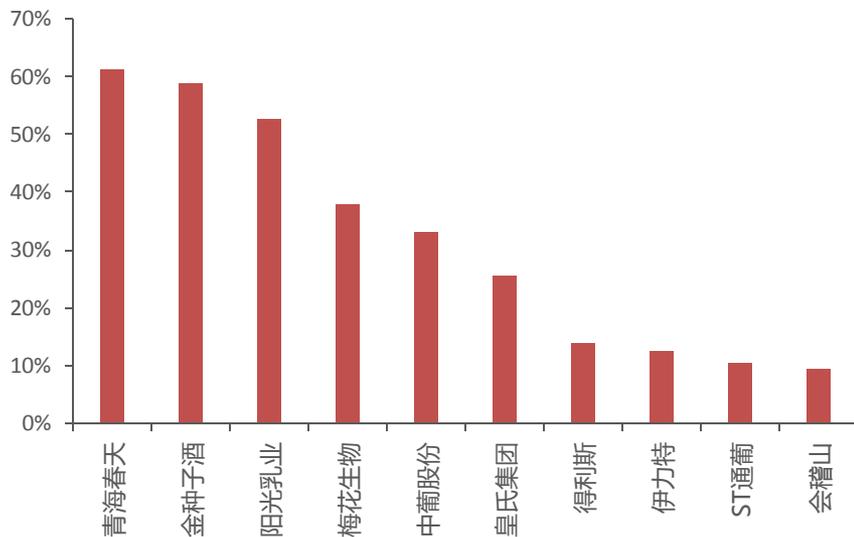
食品饮料/A股估值比有所回落



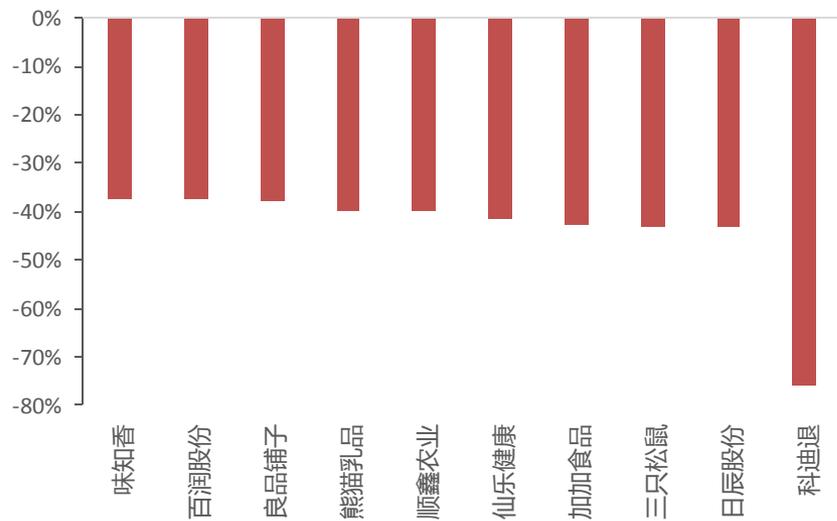
2022H1行业回顾：次新股和个别白酒标的涨幅居前

- 从涨幅榜上看，青海春天因涉足白酒产业，市场炒作热度较高，领涨食品饮料行业；金种子因央企华润进入成为战投，华润资金实力强大，销售网络健全，有望在战略决策，渠道协同上给金种子带来较大帮助。
- 宏观经济承压和疫情散点式爆发的背景下，消费需求较为低迷；加之原材料成本大幅提升，食品板块业绩承压严重，叠加估值大幅回调，部分业绩不理想的个股跌幅较大。

食品饮料板块涨幅前十名



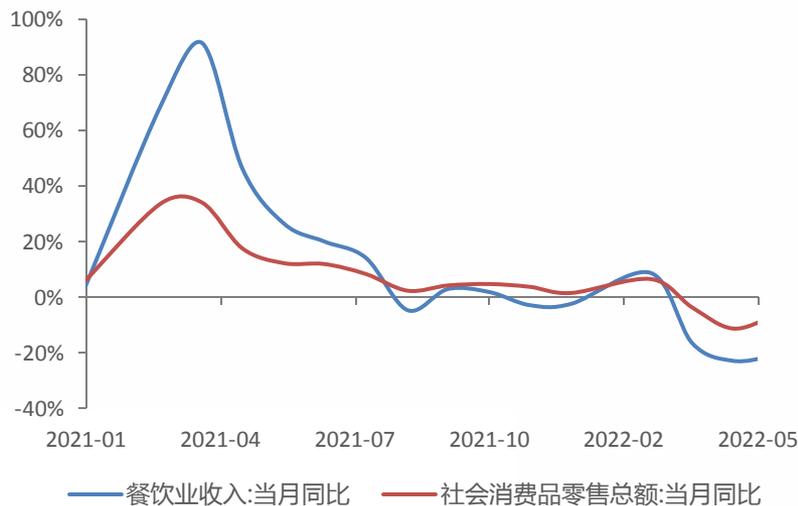
食品饮料板块跌幅前十名



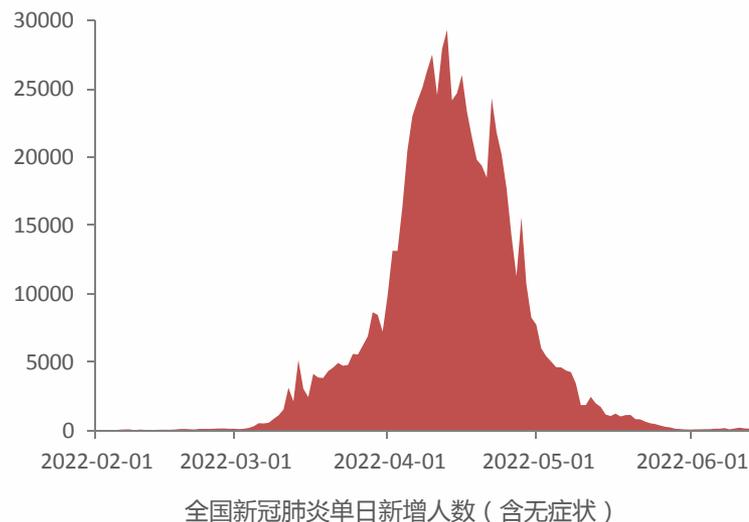
2022H1行业回顾：疫情扰动消费承压，拐点已现向好可期

- ◆ **第一阶段**：2022年1-2月春节期间，得益于全国疫情防控得当，社会消费品零售总额以及餐饮业均趋势向上，消费环比改善明显，需求呈现弱复苏态势；
- ◆ **第二阶段**：2022年3月中旬-5月，吉林、上海、北京等地受疫情严重冲击，且疫情外溢至全国多地，由于奥密克戎毒株传染性极强，全国各地均大幅提高防控级别，愈发严格的管控措施造成消费场景和消费信心断崖式下跌，板块显著承压；
- ◆ **第三阶段**：2022年6月以来，每日新增感染人数保持在200例及以下，上海实现全面复工复产，消费场景和消费信心持续恢复，当前各地已建立起常态化核酸检测点，疫情得到有效管控。

22Q2消费受到较大冲击



本轮疫情已得到有效控制



目 录



2022H1年行业回顾



白酒：分化越发明显，优选名酒和区域强势品牌



乳制品：原奶价格维持高位，龙头有望充分受益



调味品：空间广阔，格局略有变化短期阵痛



啤酒：寡头垄断格局确立，步入高端化快车道



速冻食品：借力餐饮规模化，行业高景气持续



食品综合：优选优质子板块龙头



2022年投资标的推荐

白酒：疫情影响有限，动销持续改善

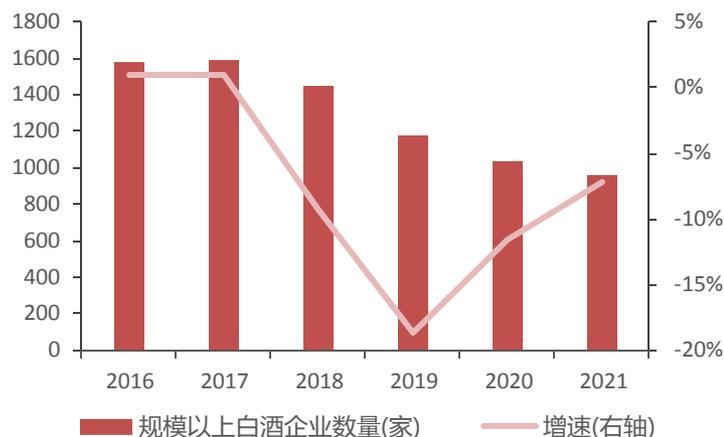
- **需求层面**：22年4月疫情爆发对餐饮、宴席等造成严重冲击，5月中旬以来疫情得到有效管控，消费场景和终端出货大幅改善，6月以来除个别地级市外，消费场景基本恢复至正常水平；叠加考虑到疫情影响较大的4月为白酒淡季，占全年比重较低，对全年影响较为有限。
- **渠道层面**：4月疫情严峻时期，终端出货慢，渠道库存有所上升；5月消费场景逐步恢复后，终端出货周转加快，渠道信心稳步恢复；预计二季度末渠道库存较往年小幅提升，仍处在合理水平。
- **厂家层面**：4月疫情严峻时期，主流酒企均主动控制发货节奏，积极为渠道解压；5月需求复苏后，渠道打款按正常节奏有序进行，主流酒企均延续年初既定增长目标，彰显出增长韧性和发展定力。
- ◆ **高端**：高端酒稳字当头，茅台需求旺盛&直销占比提升，二季度同比有望加速成长；五粮液回款60%左右，批价稳定、库存良性，二季度有望实现双位数增长；老窖回款50%以上，华东、华南新市场引领高增。
- ◆ **次高端**：4月疫情严峻时期，次高端主流消费的宴席和商务招待场景受到严重冲击；5月以来，伴随需求复苏，次高端动销持续改善；渠道反馈，当前汾酒回款55%以上，舍得和酒鬼回款实现时间过半、任务过半，彰显出较强的增长韧性；酒鬼酒、舍得有望实现双位数左右增长，水井坊积极备战端午旺季下，有望实现双位数增长。
- ◆ **区域龙头**：以徽酒、苏酒为代表的区域龙头春节旺季表现突出，回款进度较好，为二季度提前蓄力；5月中旬以来，伴随疫情有效管控，安徽、江苏需求快速复苏，当前消费场景基本恢复至正常水平，渠道对完成全年增长目标信心充足；洋河、古井回款进度快，预计二季度实现双位数增长；迎驾、今世缘增长势能延续，二季度有望实现双位数左右增长。

白酒：行业进入挤压式增长阶段，业内企业竞争是主要格局

白酒产量基本稳定



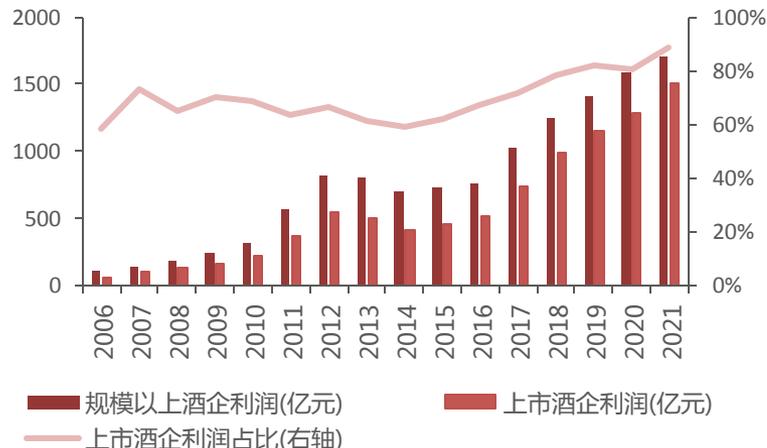
市场集中度不断提升



上市公司收入市占率提升至50%左右



上市公司利润市占率提升至89%左右



白酒：名优白酒占位品牌优势，引导消费者认知

高端

• 茅台、五粮液、泸州老窖

次高端

• 剑南春、汾酒青花系列、洋河梦系列、水井坊、品味舍得、酒鬼酒、今世缘、郎酒等

中低端

• 洋河海天系列、老窖老字号特曲、五粮春、牛栏山、玻汾等

白酒历史评比获奖名酒

时间	地点	主持部门	获奖名酒
1952	北京	商务部	四种： 茅台酒 、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒
1963	北京	轻工部	八种：五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、 茅台酒 、西凤酒、汾酒、董酒
1979	大连	轻工部	八种： 茅台酒 、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
1984	太原	食品协会	十三种： 茅台酒 、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、双沟大曲、黄鹤楼酒、郎酒、全兴大曲酒
1989	合肥	——	十七种： 茅台酒 、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

白酒：名优白酒占位品牌优势，积极开拓市场

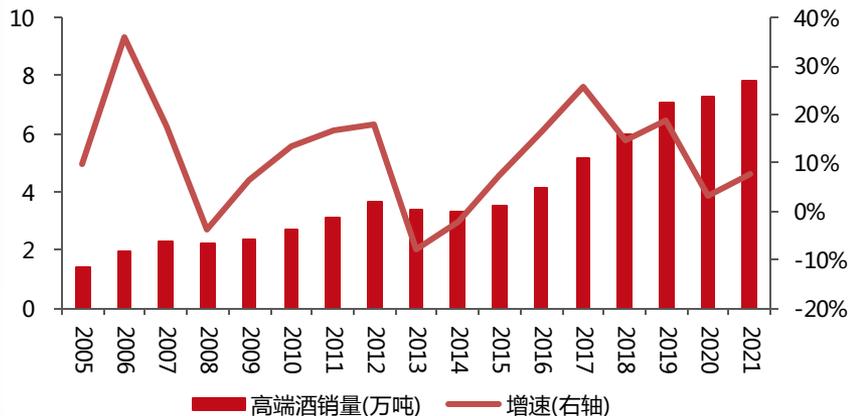
□ 高端：需求依旧稳健增长，批价整体与去年持平，团购与直销占比持续提升

◆ 茅台：21年茅台酒销量瓶颈和提价受限，收入和利润弹性有限；新董事长明确市场化改革方向，普飞全面提价预期渐浓，叠加22年成品茅台酒销量瓶颈有望突破，直销渠道占比提升亦将提升吨价，系列酒延续高增长，茅台酒2022全年有望实现加速增长。

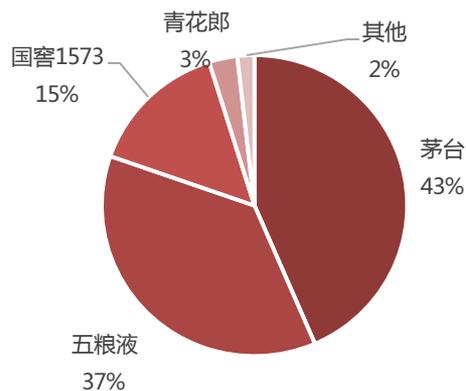
◆ 五粮液：千元价位绝对龙头，以及行业第二品牌的地位没有改变，公司积极调整打款方式，减缓经销商资金压力；伴随着22年下半年需求恢复，公司主动控货引导批价提升，当前估值性价比优势明显，长线配置时机已到。

◆ 国窖：聚焦华中、西南等核心市场，通过提价强化基地市场的价格标杆作用；华东、华南市场开拓顺利，品牌热度渐起，新兴市场贡献较大弹性，国窖增速继续领跑高端酒，业绩弹性持续释放。

高端酒销量持续稳定增长



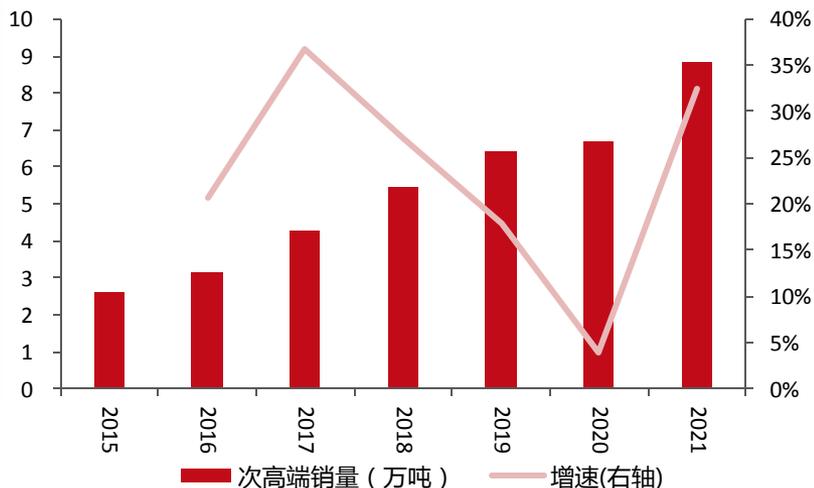
2021年高端酒销量市场份额



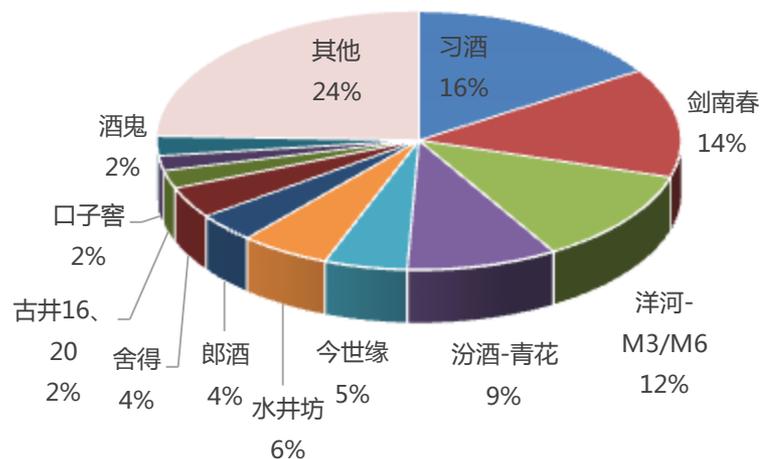
白酒：名优白酒占位品牌优势，积极开拓市场

- 次高端：名酒引流效应显著，看好次高端名酒全国化机会。
- ◆ **汾酒**：拔中高控底部策略，拔高青花系列高度，顺势向省外市场导入腰部产品，玻汾延续高速增长，已成为最具性价比、迎合消费升级的光瓶酒，未来竹叶青有望复制玻汾路径；同时渠道方面华东、华南继续大力开拓市场，环山西市场渠道下沉和深耕推进效果显著，品牌复兴值得期待。
- ◆ **舍得、酒鬼酒**：受益于低基数和渠道快速招商，Q1实现爆发式增长；水井坊实现稳健增长；在品牌大周期和消费升级基础下，实现快速招商铺货，下半年收入和利润弹性继续领跑全行业。
- ◆ **洋河梦、古20、今世缘K/V、迎驾洞藏**：主流价格带提升背景下，地产酒龙头次高端价位快速增长。

次高端销量快速增长



2021年次高端市场份额



白酒：渠道——名酒引流效应显著，看好次高端名酒全国化机会

□ 渠道角度：名酒引流效应显著，看好次高端名酒全国化机会。

- ◆ 名酒引流效应越发显著，汾酒、水井坊、酒鬼酒、舍得等品牌，依托其全国性名酒的品牌基因，叠加积极主动的招商策略，经销商数量快速增加。
- ◆ 经销商是否具有名酒代理权成为核心竞争力，拥有茅台、五粮液代理权占据制高点。
- ◆ 名酒厂家投入力度大，渠道费用支持，高端酒批价上升，渠道利润增厚；同时，渠道更加侧重于与厂家配合，积极开拓市场，注重终端动销；在信息化为主的管理系统下，厂家议价权增强，对于渠道的管控更加趋严。

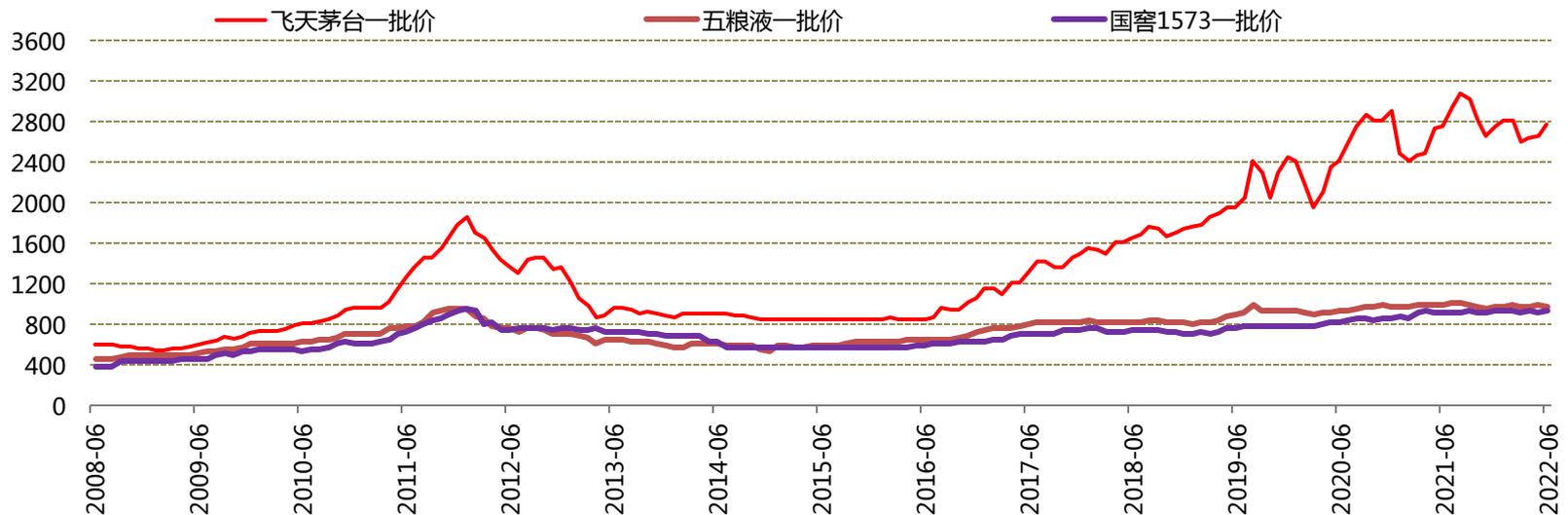
不同层级白酒渠道运营模式

层级	特征	渠道模式
高端	品牌为主，渠道为铺	直营+经销商，团购占比较大，经销商基本也以专卖店为主，厂家和经销商同时供货大型KA，厂家有直接合作电商。侧重于宣传文化和品鉴为主，茅台直营比例会逐步增加。
次高端	品牌和渠道双驱动	经销商为主，主要以烟酒店销售为主。次高端既要有好的品牌，又需要强渠道运营能力，品牌较多，竞争较高端较为激烈。渠道的通路和重复购买率至关重要。
中低端	渠道驱动为主，弱品牌化趋势明显	经销商为主，主要以烟酒店和KA零售为主。消费者转换成本低，对品牌没有忠诚度。但中低端产品，弱品牌化趋势越发明显。

白酒：高端酒批价——行业稳定决定因素

- 高端酒批价对于白酒行业尤其重要，直接反映行业景气度和供需状况。在宏观经济有所承压，消费和餐饮业需求较为疲软的背景下，高端酒体现出极强的增长韧性，上半年批价保持在相对稳定的水平。茅台高端消费属性较强，礼品和小圈层饮用场景受疫情影响较小，飞天茅台批价较为稳定，目前散瓶飞天批价维持在2700元以上；五粮液和国窖坚持量价平衡策略，精准控制发货节奏，保障批价维持在合理区间，五粮液在端午节期间批价维持在970-980元左右，国窖1573批价保持在920-930元左右，批价保持相对稳定。

高端酒一批价变化趋势（单位：元）



白酒：库存——良性、弱周期成为主旋律

- 2016年白酒复苏以来，库存并未持续累加，基本处于良性状态，随着厂家调控和信息化系统渗透，名优白酒库存周期有望平滑。短期来看，对于名优白酒，渠道库存需要关注，但并不是核心重点，未来以厂家主导的平滑行业周期值得期待。
- ◆ 名酒厂家关注可持续增长，不会主动压很多库存，一旦发现库存高企，主动控量保价。2018年6、7月份五粮液和国窖控量；2020年疫情之下，3月份开始各大酒厂控货；2022年4月份大部分酒厂停止发货。
- ◆ 名优厂家均采用更加精细化，对于库存的把控能力较强。
 - 基本采用扁平化运作+深度分销模式，厂家销售人员大幅增加，对于市场管控更加到位。
 - 信息化系统的导入和使用（五粮液扫码系统），增强厂家对于渠道和终端的管理能力。
- ◆ 名优白酒价格，除茅台外，渠道利润并不丰厚，并未触发渠道大规模囤货行为。类比于2012年之前白酒的黄金十年期，此轮白酒复苏周期较短，除茅台外，鲜有渠道暴利的情况，经销商基本没有主动大规模囤货行为。

白酒：分化越发明显，优选高端、次高端、区域名酒

□ 寻求成长性和确定性：优选高端、次高端、区域名酒

- ◆ **高端酒最为稳健**：2021年高端酒销量7.9万吨；过去十五年，高端酒销量除2008年全球经济危机下滑4%、2013年和2014年反腐和禁止三公消费分别下滑8%、2%外，一直在持续增长，稳健性最好，预计未来3-5年高端酒销量依然保持8-10%左右增速。
- ◆ **次高端高增延续**：2021年次高端销量8.8万吨以上，销量增速30%以上，增速提高主要系次高端品牌优化渠道、推进全国化扩张，叠加2020年的低基数，取得了亮眼增速。长远来看，受益于持续消费升级+厂家主动培育，在高端酒批价和库存稳定的情况下，次高端将呈现持续扩容的态势，未来三年次高端维持20%以上销量增速值得期待。
- ◆ **徽酒弹性可期**：安徽经济基础扎实，消费升级如火如荼，全省主流价位迎来新一轮快节奏升级，次高端价位已经成为徽酒品牌的第二成长曲线，徽酒龙头上市公司均有望充分受益。与此同时，在300元及以下价位，徽酒龙头竞争优势明显，竞争格局边际向好趋势明确，利润弹性有望持续释放。
- ◆ **行业挤压式增长**，受益于消费升级和需求复苏，高端、次高端白酒稳健增长确定性高，徽酒板块处在加速升级阶段，考虑到业绩稳健性和估值切换，重点推荐贵州茅台（600519）、五粮液（000858）、泸州老窖（000568）、山西汾酒（600809）、水井坊（600779）、古井贡酒（000596）、迎驾贡酒（603198）。

目 录

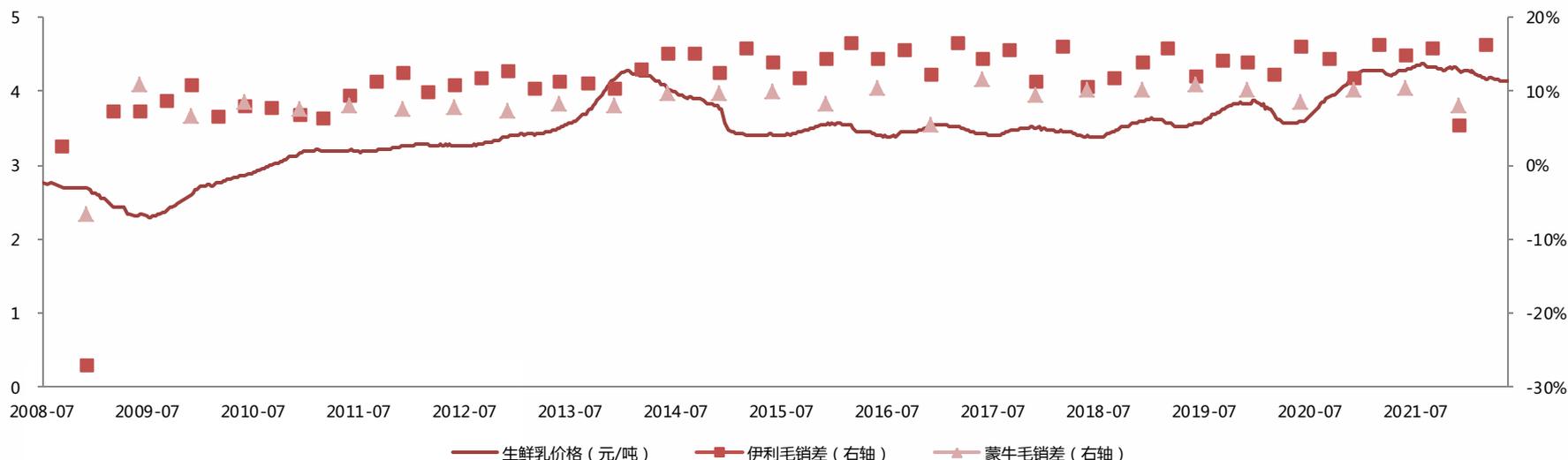
- ◆ 2022H1年行业回顾
- ◆ 白酒：分化越发明显，优选名酒和区域强势品牌
- ◆ **乳制品：原奶价格维持高位，龙头有望充分受益**
- ◆ 调味品：空间广阔，格局略有变化短期阵痛
- ◆ 啤酒：寡头垄断格局确立，步入高端化快车道
- ◆ 速冻食品：借力餐饮规模化，行业高景气持续
- ◆ 食品综合：优选优质子板块龙头
- ◆ 2022年投资标的推荐

乳制品：原奶价格维持高位，龙头有望充分受益

□ 乳制品企业毛销差与原奶价格正相关

- ◆ 原奶价格上涨时，乳企的毛销差不降反升。作为乳制品加工必需的原材料，原奶价格直接影响乳企的毛利率水平。通常情况下，原奶价格上涨时，虽然乳企的毛利率受到不利影响，但同时可通过产品结构升级、减少费用投放、直接提价等方式改善利润率，整体盈利能力改善。
- ◆ 以伊利、蒙牛为例，在2009-2014年的原奶涨价周期中，两家乳制品龙头的毛销差水平均实现提高；伊利的毛销差由2009Q3的8.7%提升至2014Q2的15.2%，蒙牛的毛销差由2009H2的6.6%提升至2014H1的9.7%。

原奶价格及伊利、蒙牛毛销差情况对比



乳制品：原奶价格维持高位，龙头有望充分受益

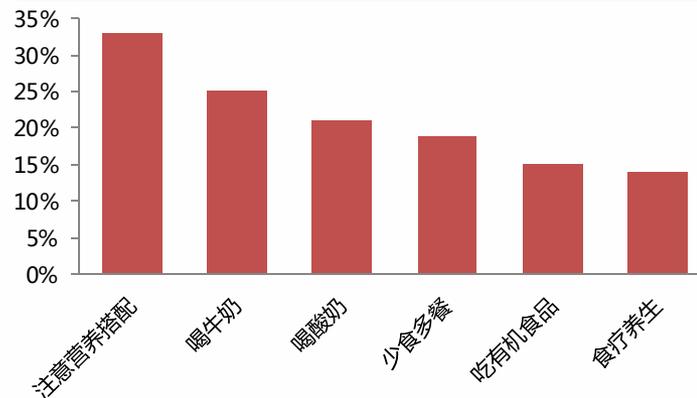
□ 乳制品需求高景气，消费升级趋势明显

- ◆ **人口基数保障乳制品需求空间，消费升级趋势明显。**我国人口基数庞大，伴随三胎政策出台、人口老龄化等因素，人口数量缓慢增长，对乳制品的需求空间广阔。此外，2021年人均可支配收入达到3.5万元，近五年人均可支配收入复合增速为8.1%，居民收入水平稳步提高，消费升级趋势明显，为乳制品消费增长提供动力。
- ◆ **疫情后乳制品消费量迎来增长。**2020年，我国居民人均年奶类消费量13kg，同时城乡差距较大，农村居民人均消费量仅为城镇居民的不到一半，增长空间巨大。此外，《新型冠状病毒感染的肺炎防治营养膳食指导》、《中国居民奶及奶制品消费指导》均建议民众每日摄入300g奶及奶制品，推动乳制品需求量快速提升。根据益普索调查，新冠疫情后消费者健康意识提升，分别有25%、21%的消费者认为应该喝牛奶、喝酸奶以改善身体健康，催化乳制品需求增长。

全国居民人均可支配收入



疫情后消费者喝牛奶、酸奶意识增强

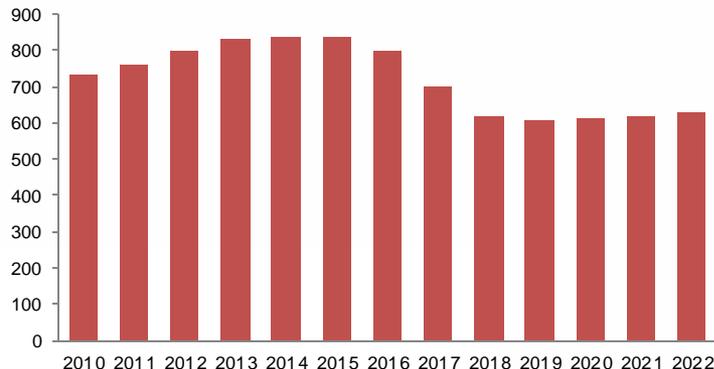


乳制品：原奶价格维持高位，龙头有望充分受益

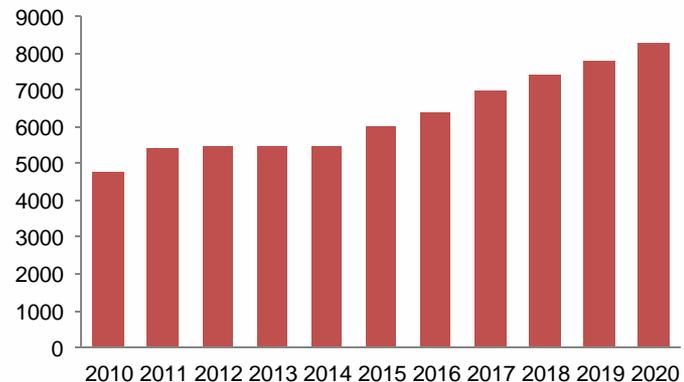
□ 原奶供给稳健增长，预计短期缺口持续

- ◆ **奶牛存栏量持续下降后趋于稳定。**国内奶牛存栏量自2015年起不断下降，主要由于国内环保政策收紧，散户和中小牧场逐渐退出，规模化牧场占比提升。2019年下降至最低点610万头，2020年依然保持615万头的低位；根据USDA的预测，2022年奶牛存栏量约为630万头，基本保持稳定。
- ◆ **奶牛单产提升，短期内仍将供不应求。**随着中小牧场退出和我国奶牛养殖规模化程度的快速提升，奶牛单产保持上升趋势，已从2010年的不到5吨/年提升至2020年的8.3吨/年。存栏量稳中有降，叠加奶牛单产提高，原奶供给量缓慢提升，预计短期内供需缺口仍将持续。
- ◆ **奶牛由出生至产奶需2年，补栏不会影响短期供给。**奶牛出生后13个月可进行第一次受孕，孕期约9.4个月，产犊后泌乳期持续10个月，再次生产前2个月为干奶期，再生产后可进入第二个泌乳期，母牛平均寿命约8胎。奶牛补栏多为外购或进口年轻小牛，从补栏至产出需约2年，不会导致短期内原奶供给快速增长。

全国奶牛存栏量（万头）



全国奶牛年单产（kg）

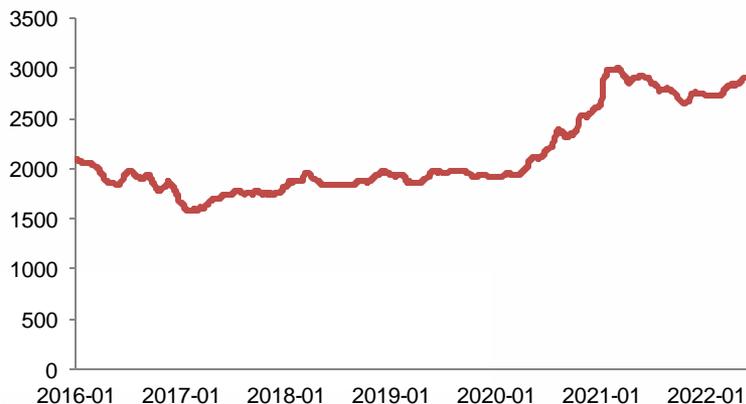


乳制品：原奶价格维持高位，龙头有望充分受益

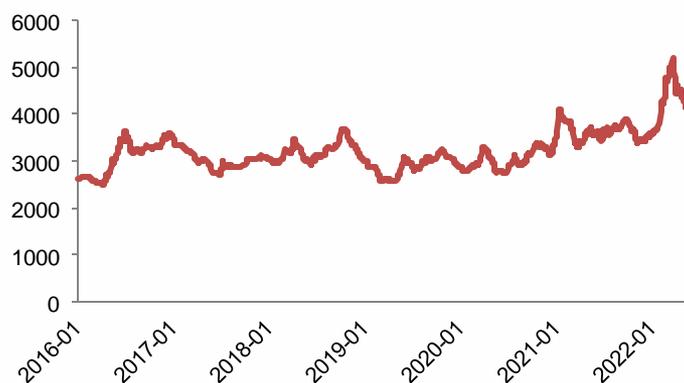
□ 饲料价格居高不下，对原奶价格形成支撑

- ◆ **饲料价格保持较高水平，支撑原奶价格高位。** 奶牛饲料分为精饲料、粗饲料、补充饲料，其中玉米和豆粕等精饲料占奶牛每日饲料消耗量的40%-50%。2020年下半年以来，玉米、豆粕等奶牛主要饲料价格持续上行后有所回落。截至2022年5月末，玉米、豆粕现货价分别为2.9元/kg、4.3元/kg，依然保持较高水平。饲料价格攀升带动奶牛饲养成本不断增长，从而支撑原奶价格维持高位。
- ◆ **高品质苜蓿进口为主，价格持续上涨。** 苜蓿对提高奶牛产奶量和乳蛋白水平有重要作用。随着奶牛养殖规模扩大、大型牧场占比提高，高品质苜蓿需求快速增长。国产苜蓿多属于一级或二级，而优级或一级苜蓿多依靠进口，价格较高，成为牧场成本的重要组成部分。近年来，苜蓿价格维持上涨态势，2020年国产及进口苜蓿价格分别为2200元/吨、2493元/吨，随着国产苜蓿品质提高，国产、进口价格差有所收窄。

玉米现货均价（元/吨）



豆粕现货均价（元/吨）



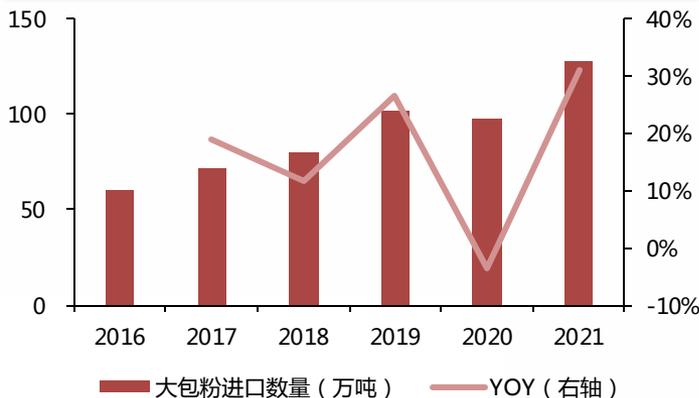
乳制品：原奶价格维持高位，龙头有望充分受益

□ 全球原奶产量平稳，大包粉进口价格上涨

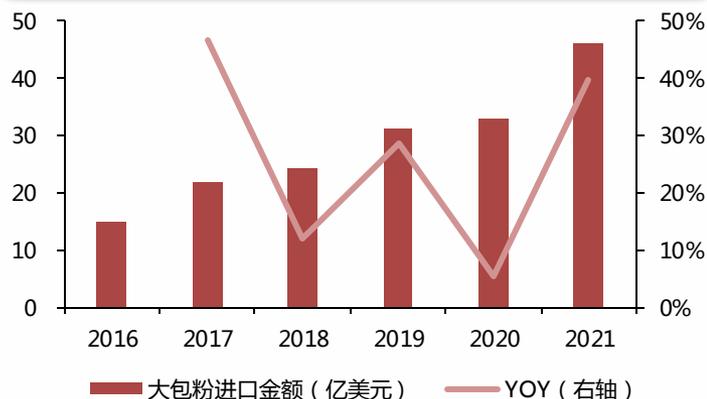
◆ **大包粉进口量价齐升，不再形成价格冲击。**除国产原奶外，进口大包粉也是国内乳制品重要的来源。大包粉进口呈量价齐升趋势，2021年进口量127.5万吨，价格为3604美元/吨，大包粉进口量和价格的过去五年复合增速分别为16%、25%。按照1吨大包粉折合8.5吨原奶换算，2021年进口大包粉对应原奶1084万吨，对国内原奶供需关系影响较大。全球原奶产量平稳叠加国内产品结构升级，大包粉进口价格上涨，不再对国产原奶形成价格冲击。

◆ **全球原奶供给总体平稳。**2020年下半年起，全球原奶主产国合计产量增速减缓，根据CLAL统计，2020年欧盟、美国、新西兰原奶产量增速分别为1.6%、2.2%、0.4%，奶牛存栏量增速分别为-1.2%、0.4%、-2.7%。近年全球原料奶产量和奶牛存栏量基本稳定，根据CLAL统计2022年1-4月主产国合计产量同比下滑1.1%。总体看，全球原奶供给总体稳定，短期不会大幅增长。

2016-2021大包粉进口数量情况



2016-2021大包粉进口金额情况



乳制品：原奶价格维持高位，龙头有望充分受益

- **原奶价格高位时，乳企成本端承压，但整体盈利能力改善。** 2021年，伊利、蒙牛净利率分别为7.9%、5.6%，分别同比提升0.6pp、1.1pp，在原奶上涨周期中盈利能力提升。乳企主要以产品结构升级、减少费用投放、直接提价等方式改善短期盈利能力。
- **产品结构升级为长期发展主旋律，泛全国化、区域性乳企充分发挥各自优势错位竞争。** 1) 金典通过包装及营养成分进一步升级，符合消费者的个性化需求，使牛奶由基础营养转向高端营养，契合消费升级、健康消费的大背景。2) 全国性乳企已全面进入细分品类，凭借其强大的产业链、渠道布局、品牌力抢占其他企业的市场份额；泛全国化乳企、区域性乳企更适合充分发挥区位优势和创新性错位竞争。
- **预计原奶价格将维持高位。** 1) 需求端：居民收入水平稳步提高，消费升级趋势明显，为乳制品消费增长提供动力；新冠疫情后消费者健康意识提升，推动乳制品需求高景气。2) 供给端：存栏量稳中有降叠加奶牛单产提高，原奶供给量缓慢提升，预计短期内供需缺口仍将持续；奶牛补栏至产出需约2年，补栏不会导致短期内原奶供给快速增长。3) 饲料价格居高不下，奶牛养殖成本提高，对原奶价格形成支撑。4) 全球原奶产量平稳叠加国内产品结构升级，大包粉进口价格上涨，不再对国产原奶形成价格冲击。
- 在原奶价格维持高位的背景下，龙头企业通过结构升级、减少费用投放、直接提价等方式以改善盈利的能力更强，将充分受益，重点推荐伊利股份（600887）。

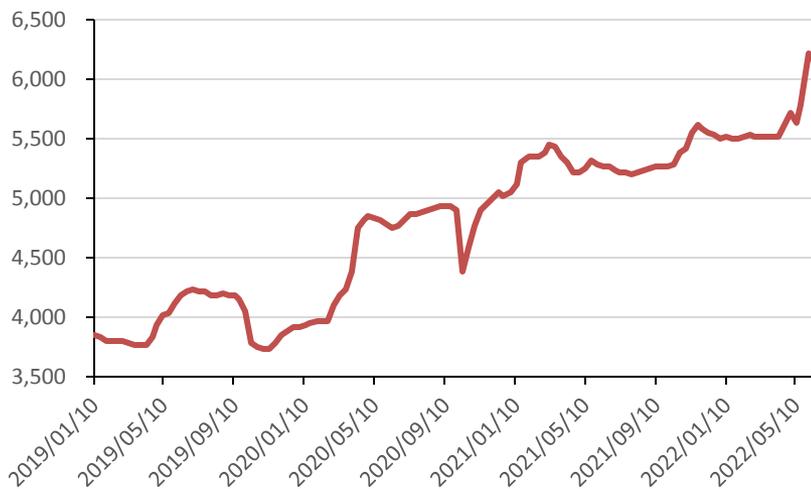
目 录

- ◆ 2022H1年行业回顾
- ◆ 白酒：分化越发明显，优选名酒和区域强势品牌
- ◆ 乳制品：原奶价格维持高位，龙头有望充分受益
- ◆ 调味品：空间广阔，格局略有变化短期阵痛
- ◆ 啤酒：寡头垄断格局确立，步入高端化快车道
- ◆ 速冻食品：借力餐饮规模化，行业高景气持续
- ◆ 食品综合：优选优质子板块龙头
- ◆ 2022年投资标的推荐

展望下半年调味品：成本压力有望缓解，静待拐点到来

- 成本端方面**，原材料价格上行致使业绩承压：2022年以来，受南美干燥气候影响，大豆供给收缩致使价格持续上涨，此外俄乌地缘冲突影响下原油价格持续攀升，亦致使PET瓶价格有所上行，压制调味品企业盈利空间。
- 渠道端方面**，受3月以来疫情影响，餐饮场景受损严重，B端需求疲软；C端在疫情管控下KA等消费场景严重受限，但社区团购、小型商超等表现相对较好。同时自21年末提价后行业库存水平较高，渠道补库存意愿较弱。展望下半年，随着疫情限制逐步放开，C端补库存叠加B端需求持续回暖，成本高位回落下预计盈利能力将有所改善。

年初以来大豆成本持续上行



调味品企通过提价对冲成本

	提价时间	提价幅度
海天味业	2016年12月	5%
	2021年10月	3%-7%
中炬高新	2017年3月	5%-6%
	2021年12月	约5%
涪陵榨菜	2018年11月	流通渠道提价10%
	2021年11月	3%-19%
恒顺醋业	2019年1月	最高15%
	2021年11月	5%-15%

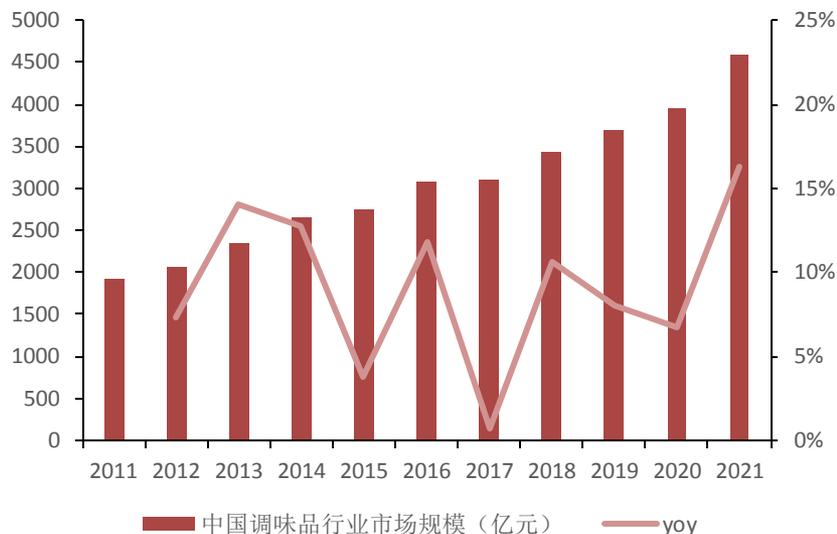
数据来源：统计局，西南证券整理

数据来源：公司公告，西南证券整理

调味品：行业空间广阔，未来持续稳定增长

- 纵观食品饮料诸多子板块，调味品赛道景气度始终不减。得益于其发酵后的独特风味形成的口味壁垒，以及其必选消费品属性带来的强消费者粘性，过去十年行业维持稳定增长，复合增速约为8.4%，2021年行业规模达超过4500亿元。
- 中国经济高速发展以及城镇化率不断提升，一方面带来消费能力的提升，家庭调味品往量价齐升方向发展；另一方面人口大量聚集带来生活习惯改变，外出就餐及外卖频次显著增加，拉动餐饮市场规模迅速提升，2014-2021餐饮市场CAGR约为5.5%。

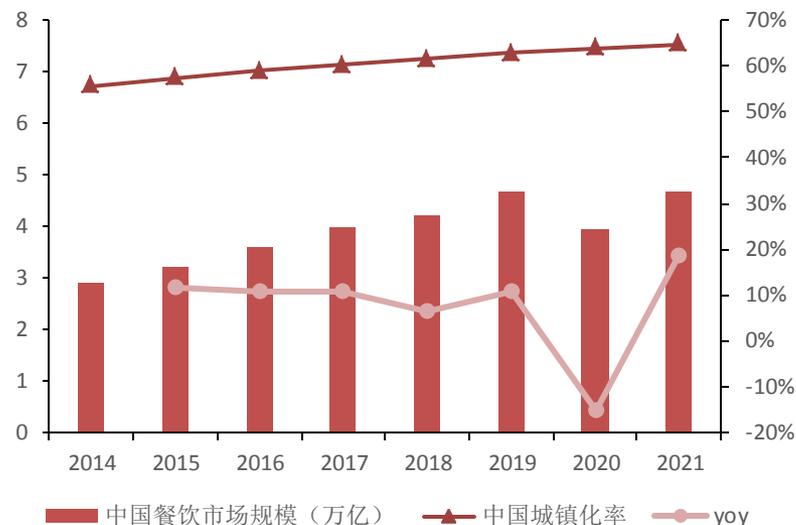
调味品行业持续稳定增长



数据来源：调味品协会，西南证券整理

www.swsc.com.cn

中国城镇化率提升带动餐饮规模增长

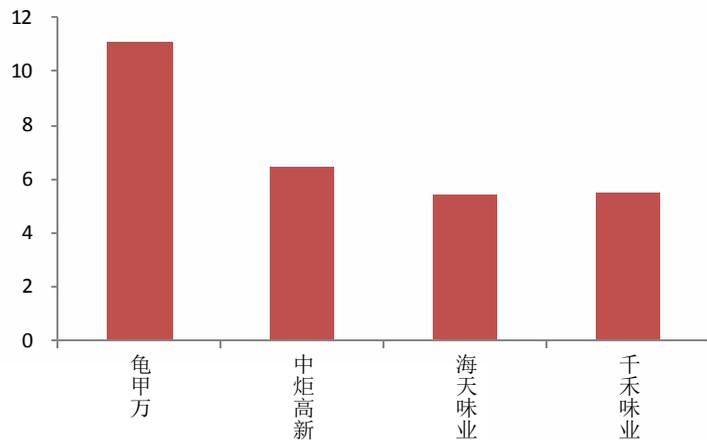


数据来源：统计局，中国连锁经营协会，西南证券整理

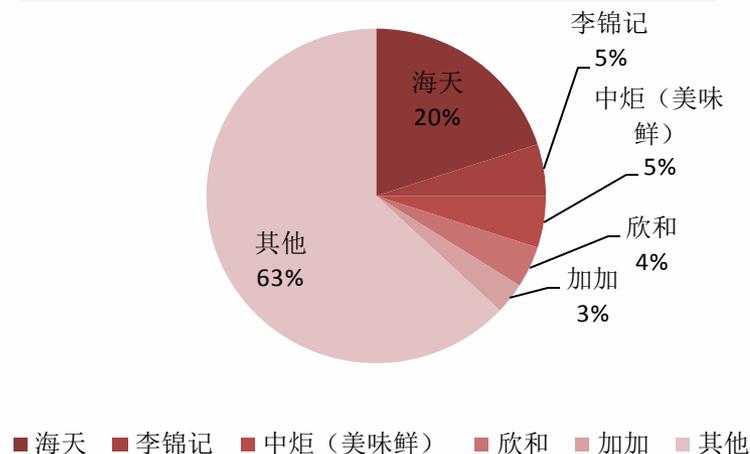
调味品：以酱油为例，产品升级与集中度提升为行业未来发展趋势

- ◆ **产品升级**：以调味品中体量最大的酱油为例，国内市场产品升级根据区域出现分化，一二线城市已从高鲜酱油逐步转为零添加、海鲜酱油等，健康化与细分化趋势明显；三线及以下下沉市场仍处于低端向高端高鲜酱油的升级过程中。对标海外市场，国内调味品无论是产品结构或品类丰富度都仍有较大差距，龙头企业有望凭借品牌优势引领产品升级风潮。
- ◆ **集中度提升**：中国调味品行业集中度仍处于较低水平，以酱油为例其CR5约30%。随着行业走向成熟市场竞争逐步加剧，未来调味品将进入挤压式增长阶段。具有渠道、产品、品牌及规模优势的龙头企业将享受集中度提升红利，加速对中小企业的替代。

中日酱油吨价对比（千元/吨）



酱油行业集中度



数据来源：公司公告，西南证券整理

数据来源：调味品协会，西南证券整理

目 录

- ◆ 2022H1年行业回顾
- ◆ 白酒：分化越发明显，优选名酒和区域强势品牌
- ◆ 乳制品：原奶价格维持高位，龙头有望充分受益
- ◆ 调味品：空间广阔，格局略有变化短期阵痛
- ◆ **啤酒：寡头垄断格局确立，步入高端化快车道**
- ◆ 速冻食品：借力餐饮规模化，行业高景气持续
- ◆ 食品综合：优选优质子板块龙头
- ◆ 2022年投资标的推荐

展望下半年啤酒：现饮场景开启复苏，高端化升级态势不减

- **销量方面**，22年1-2月受益于疫情平稳和春节小旺季的双重影响下，龙头酒企1-2月实现开门红，销量普遍呈现双位数以上增长态势。3月以来山东、东北以及上海相继爆发疫情，现饮场景受损严重，因而3-4月龙头酒企销量出现明显下滑，以青岛啤酒为例，3月销量同比有低单位数下滑。随着5月上海疫情拐点出现，现饮场景呈现快速复苏态势，叠加物流限制逐步恢复等有利因素，龙头企业五月销量出现回升。展望22年下半年，随着餐饮、夜场等现饮渠道逐渐修复，疫情压制下消费者报复性需求凸显，叠加4-5月行业内库存水平处于低位，渠道补库存意愿较高等有利因素，预计6-8月旺季动销火热，全年行业高端化升级态势不减。
- **成本方面**，22年啤酒主要原材料开启新一轮上涨，受2月俄乌冲突影响，大麦/铝罐/包材等价格持续上涨；其中大麦价格维持高位，铝材价格相比22年3月价格已下滑10%+。综合公司交流与渠道反馈，华润、青啤已对大麦进行全年锁价，22年成本压力主要来自于铝材及包材价格，预计全年成本端仍有中高单位数增长，但龙头企业通过直接提价、结构升级以及供应链效率提升等缓释成本上行压力，利润弹性将持续释放。
- **费用方面**，因3月以来疫情影响，线下销售活动暂缓，目前行业销售费用率低于去年同期，此外各大龙头利润导向趋势确定，预计全年销售费用率同比持平或微增；同时酒企纷纷开展内部提效、缩减开支等手段，管理费用率仍有下行空间，预计全年费用下行仍有望贡献一部分利润弹性。

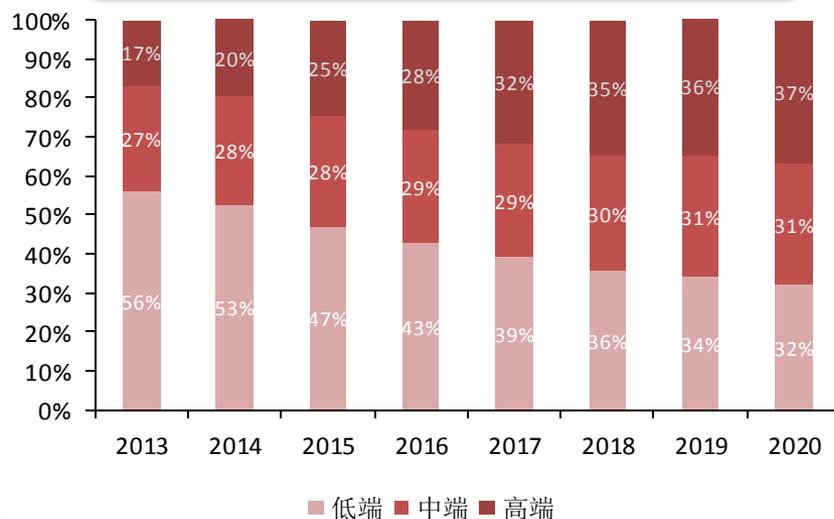
啤酒：寡头垄断格局确立，高端化成行业共识

- 行业进入寡头垄断阶段，CR5已超过90%。历经多年跑马圈地与扩张并购，目前绝大部分省份竞争格局已确立，新晋品牌难有全国化空间。此外2010-2015年间啤酒行业价格战激烈，一方面拉低行业整体利润率，另一方面加速中小产能出清，行业CR5由70%迅速提升至近90%，寡头垄断格局趋于稳固。纵观食品饮料众多子板块，啤酒享有极佳的竞争格局，行业竞争趋于理性。
- 高端化成为行业共识，啤酒步入发展新阶段。在行业利润率持续低下、低端啤酒消费下滑、进口啤酒连年高增等因素共振下，行业由规模导向向利润导向转变，产品结构升级成为行业主线逻辑。根据欧睿数据，中高档啤酒收入占比从2011年38%上升至2020年68%，中高端市场迅速扩容。

啤酒行业CR5变化



高档啤酒收入占比快速提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

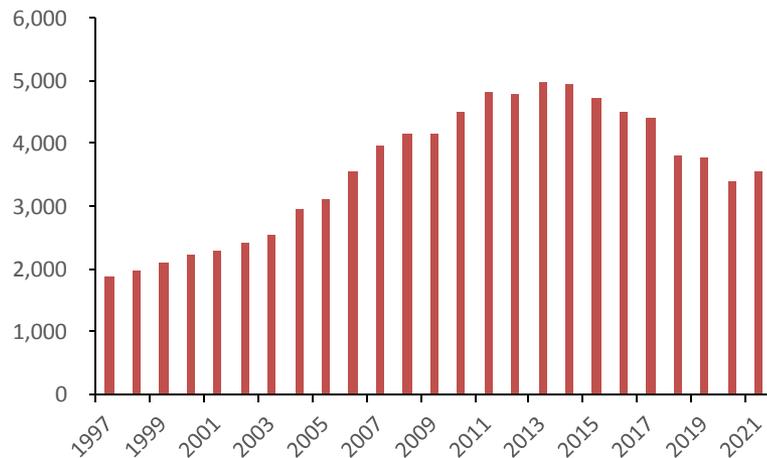
www.swsc.com.cn

数据来源：欧睿，西南证券整理

啤酒：销量下滑趋势明显，主动提价+产品升级驱动吨价上行

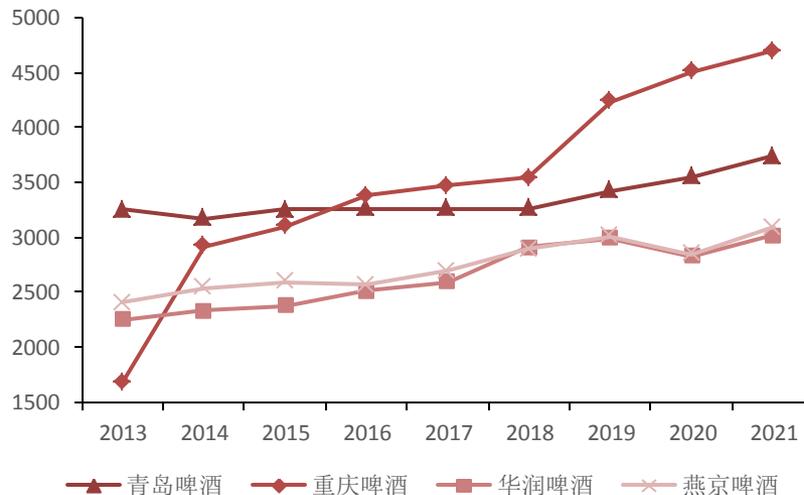
- ◆ **量**：受老龄化趋势加重、消费者健康意识觉醒、其他低度酒精饮料兴起等多种因素影响，中国啤酒产量自2013年达到历史顶峰4983万吨后开始逐年下滑，行业步入成熟期。对标海外，美国啤酒行业自1980年进入成熟期后，行业增速长期维持在低个位数水平，国内啤酒量增乏力已成定局。
- ◆ **价**：随着行业高端化趋势确立，啤酒企业通过主动提价+产品结构升级驱动吨价上行，2016-2021年吨价年复合增速约4.2%。2018年为覆盖成本上升首次出现行业集体提价，2021年大麦、包材等原料价格持续上行，华润、青啤及重啤等企业纷纷官宣提价，第二轮行业提价潮来临。

中国啤酒产量有所下滑



数据来源：国家统计局，西南证券整理

啤酒企业吨价逐年提升

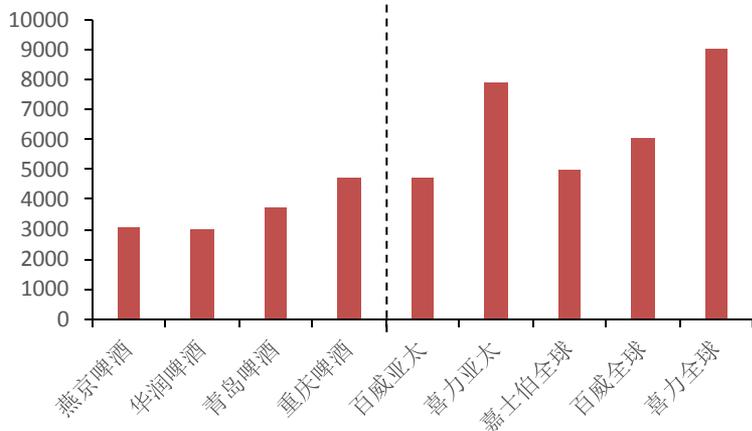


数据来源：公司公告，西南证券整理

啤酒：结构升级+优化产能，盈利提升路径清晰

- 对标世界一流啤酒企业，国内啤酒品牌在产品结构以及经营效率方面仍存在较大差距。对比海外啤酒发展历程，中国啤酒行业目前仍处于高端化的初级阶段，高端化空间广阔。未来国内啤酒企业将通过结构升级、产能优化两种途径，提升盈利能力与经营效率。
- ◆ **结构升级**：与海外啤酒龙头平均6000元/吨水平相比，国内啤酒企业21年平均3800元/吨水平尚有接近翻倍增长空间。各大龙头目前加速推进高端啤酒品牌建设（华润4+4矩阵；重啤6+6矩阵）以满足消费者差异化需求，此外费用投放重心由渠道抢占转向品牌建设，行业结构升级如火如荼。
- ◆ **产能优化**：目前各大啤酒已完成第一阶段产能优化，低端产能已悉数关闭。酒企开启产能优化新篇章，新建产能向注重高端化与规模化，行业经营效率近一步提升。

国内外啤酒企业吨价对比（元/吨）



数据来源：公司公告，西南证券整理

各大啤酒企业关厂数量（个）



数据来源：公司公告，西南证券整理

目 录

- ◆ 2022H1年行业回顾
- ◆ 白酒：分化越发明显，优选名酒和区域强势品牌
- ◆ 乳制品：原奶价格维持高位，龙头有望充分受益
- ◆ 调味品：空间广阔，格局略有变化短期阵痛
- ◆ 啤酒：寡头垄断格局确立，步入高端化快车道
- ◆ **速冻食品：借力餐饮规模化，行业高景气持续**
- ◆ 食品综合：优选优质子板块龙头
- ◆ 2022年投资标的推荐

展望下半年速冻食品：C端需求持续火热，疫情后B端复苏可期

□ 分消费场景看：

- ◆ C端受益于3月疫情管控居家限制的影响，居民囤货需求旺盛，上半年C端表现优于去年同期。此外随着预制菜概念在消费者中逐渐普及，上半年预制菜肴类呈现加速态势。目前龙头企业已加强C端布局，锁鲜装等产品占比持续提升，预计下半年C端火热态势将延续。
- ◆ B端受制于疫情影响下渠道需求薄弱，叠加物流限制明显，冷链运输效率下降等不利因素，餐饮端受损明显。展望2022年全年，随着疫情出现边际改善，物流供应链效率提升外加餐饮场景解封，B端需求有望快速复苏，助力全年收入增长。

□ **成本端方面**，22年上半年鱼糜价格涨幅有所趋缓，猪肉及鸡肉价格有所回落，但油脂、大豆蛋白以及包材等原材料仍呈现上涨趋势，全年来看成本端仍有一定上行压力但压力可控。此外21年末主要龙头公司开启提价，目前根据渠道反馈提价传导顺利，预计将部分对冲成本压力。

□ **中长期看**，新式面点、预制菜肴等细分品类尚处于高速成长期，C端仍有广阔空间；餐饮连锁化率提升以及中央厨房渗透率提升大趋势下，B端需求仍将维持高景气；龙头企业借助其强大的渠道优势和产品力，充分享受行业集中度提升红利。

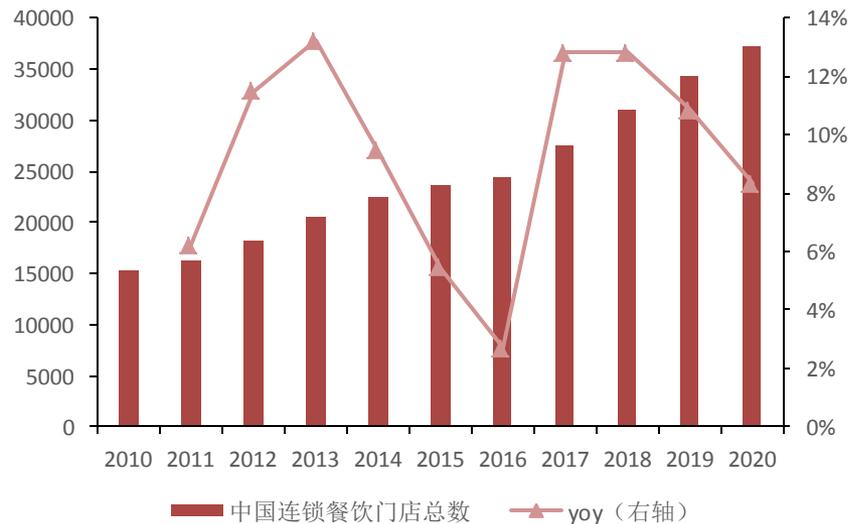
速冻食品：餐饮行业高景气，连锁化率持续提升

- 据国家统计局数据，2021年全国餐饮收入4.7万亿元，同比增长19%，随着疫情不断稳定，餐饮行业复苏态势逐渐明显。随着餐饮连锁化率的不断提升，餐饮供应链（特指食材供应链）作为餐饮行业中重要的一环，将迎来广阔的发展空间。
- ◆ **需求端**：城镇化程度逐渐升高带动居民收入水平提升，外出就餐机会和频次增长，餐饮行业维持高景气，2011-2021年CAGR约10%；
- ◆ **供给端**：行业竞争加剧叠加人力与店租成本上升，倒逼商家降本增效，优化供应链。

中国餐饮市场规模持续增长



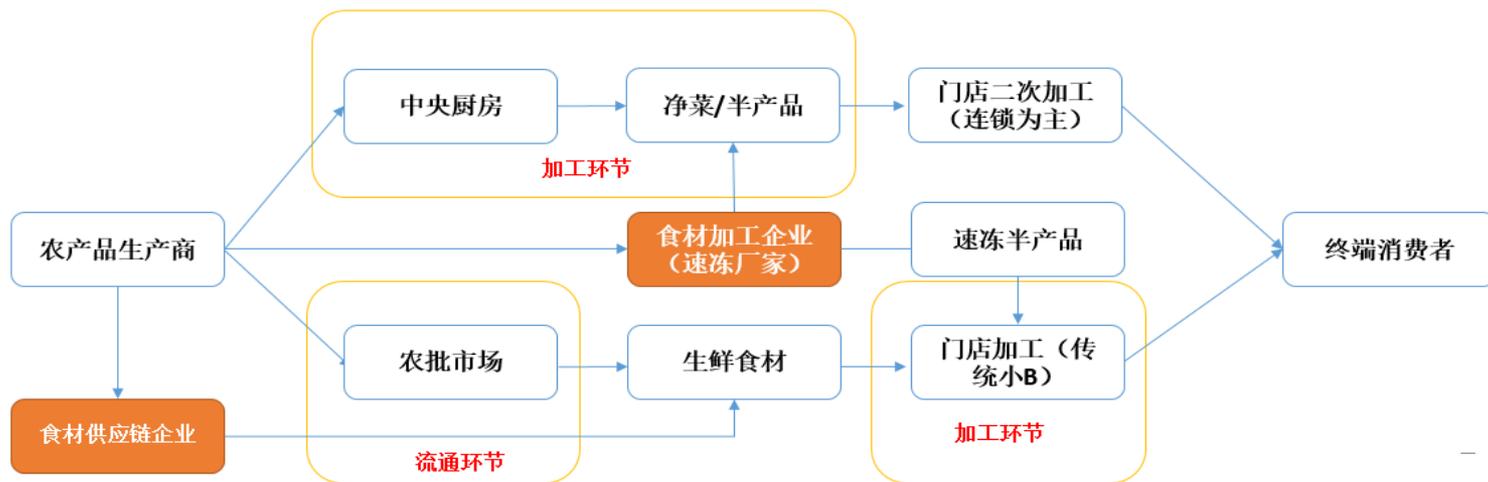
连锁餐饮门店总数保持快速增长



速冻食品：餐饮行业高景气，连锁化率持续提升

- **速冻食品行业**作为餐饮供应链中最要的组成部分，尤其是针对B端餐饮客户的速冻火锅料、速冻面米制品、速冻菜肴等标准化半成品将极大提升后厨效率，迎来巨大的需求爆发。
- ◆ 餐饮连锁化趋势拉动食材标准化需求：2019年我国餐饮连锁化率10%，相较日本49%水平仍有大幅提升空间。速冻食品是未来餐饮业降低成本、简化烹饪流程、加强门店复制能力的必要手段。
- ◆ 餐饮渠道占比低，加速渗透可确立：相比较日本超60%以上的速冻食品消化在餐饮渠道内，而中国速冻食品餐饮渠道占比低（不到30%），冻品B端需求仍未得到充分释放。

餐饮供应链图

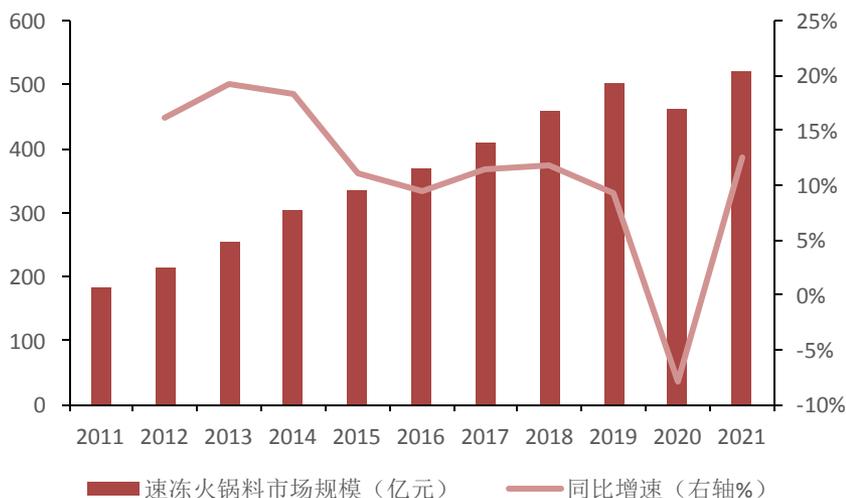


速冻食品：B端需求爆发，拉动火锅料高速增长

□ 速冻火锅料

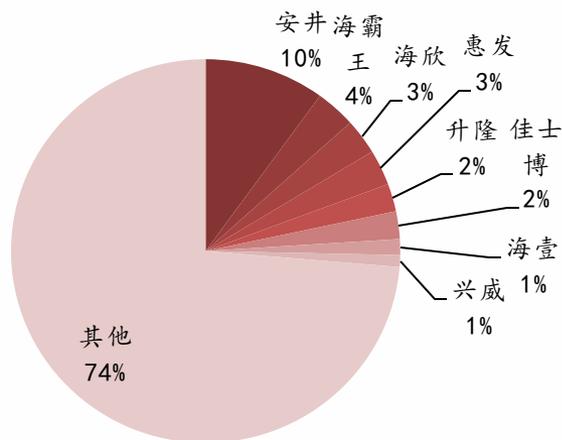
- ◆ **行业规模**：速冻火锅料的市场规模大概在500亿元左右，行业整体保持接近10%左右复合增速。受益于B端连锁餐饮火锅行业的快速发展，预计未来五年B端火锅料将保持15%的高速增长。
- ◆ **竞争格局**：1) 行业格局较为分散，CR5不足25%，安井作为绝对龙头，市占率10%左右；2) 21年原材料成本上行加速行业洗牌，10月安井率先开启提价拉动速冻行业涨价潮，成本能力控制弱、品牌力弱且缺乏提价能力的小企业在加速退出，行业集中度持续提升。

速冻火锅料行业保持高速增长



数据来源：欧睿，西南证券整理

速冻火锅料行业竞争格局



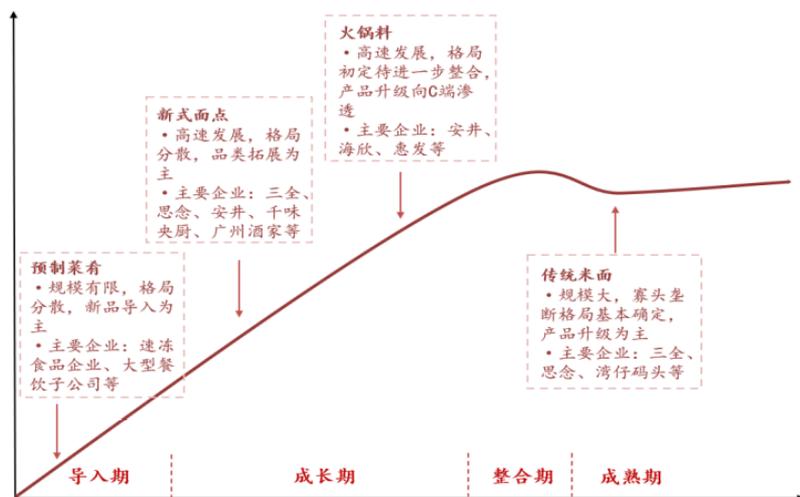
数据来源：公司公告，西南证券整理

速冻食品：传统米面增速放缓，新式面点蓄势待发

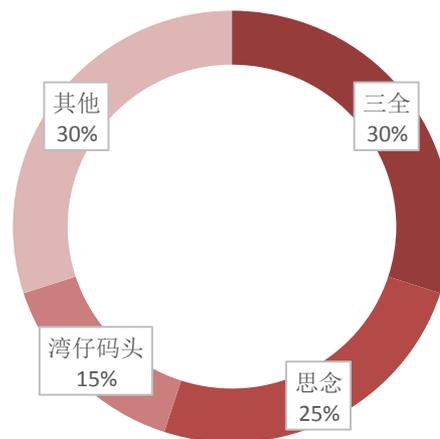
□ 速冻面米制品

- ◆ **行业规模**：速冻米面行业规模大概在500亿元，零售C端占比超70%，其中传统米面进入成熟期，行业增速基本在5%以内；新式面点正处于快速发展阶段，预计行业增速超15%以上。
- ◆ **竞争格局**：1) C端零售市场集中度较高，传统的汤圆水饺领域主要主要集中在三全、湾仔码头、思念三家手中，市占率接近70%；2) B端餐饮快速发展，手抓饼、油条、蒸饺等一系列符合餐饮渠道消费的新品推出，千味央厨、三全绿标、正大、安井等企业为头部玩家。

速冻食品子品类生命周期



传统速冻面米制品行业竞争格局



目 录

- ◆ 2022H1年行业回顾
- ◆ 白酒：分化越发明显，优选名酒和区域强势品牌
- ◆ 乳制品：原奶价格维持高位，龙头有望充分受益
- ◆ 调味品：空间广阔，格局略有变化短期阵痛
- ◆ 啤酒：寡头垄断格局确立，步入高端化快车道
- ◆ 速冻食品：借力餐饮规模化，行业高景气持续
- ◆ 食品综合：优选优质子板块龙头
- ◆ 2022年投资标的推荐

食品综合：优选优质子板块龙头

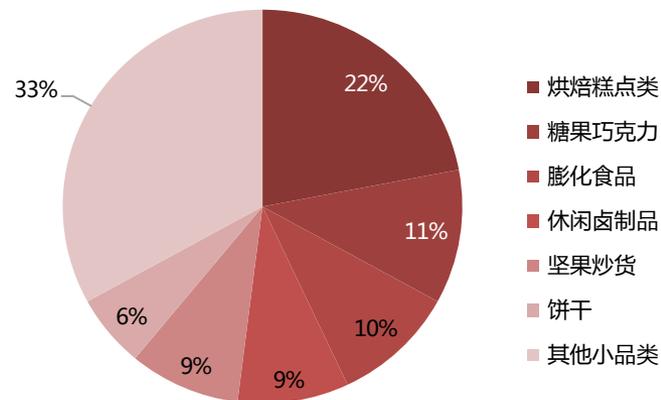
□ 休闲零食万亿市场高景气度

- ◆ **大市场，高景气度**：据Frost & Sullivan 统计，中国休闲零食市场规模2018年破万亿，并保持着双位数的增长，在品类创新、高端化、健康化升级、人均消费量提升推动下，预计未来5-10年休闲零食行业仍将保持较高的景气度。
- ◆ **品类丰富，格局分散**：休闲零食品类丰富，既有西方的糖果、膨化饼干、烘焙食品，又有中国传统的卤制品、坚果炒货、果脯蜜饯。品类众多导致行业集中度分散，各个品类均有相应的龙头存在。头部品牌依靠产品品质、成本控制能力、营销能力等竞争力不断抢占市场份额，未来集中度将逐渐提高。

休闲零食行业市场容量超万亿



休闲食品品类丰富

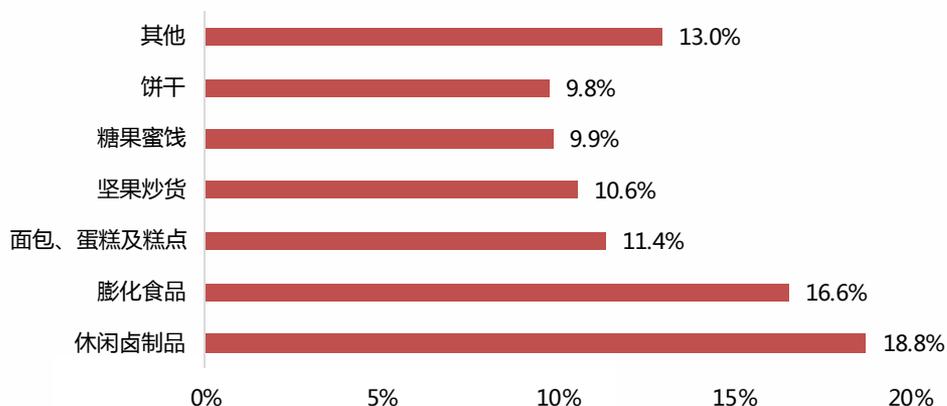


食品综合：优选优质子板块龙头

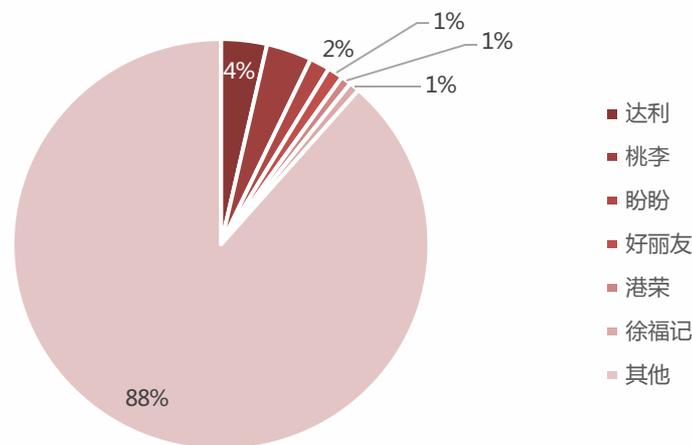
□ 线下休闲零食：品类增长红利+健康化趋势，各有机会。

- ◆ 线下休闲零食企业享受品类增长红利。从休闲食品各子品类看，烘焙食品、休闲卤制品、新型坚果这三个细分品类蕴藏较大机会。
- ◆ **烘焙**：千亿市场，健康理念驱动消费从长保产品向中短保产品升级。短保面包龙头企业桃李面包抢占先机，完成全国产能布局，保持高个位数至双位数稳定增长；美焙辰（达利）强势入局，新业务带动营收增长；盐津铺子通过在商超渠道发力“憨豆先生”中保口袋面包产品同样取得不俗表现。受益中短保烘焙产品品类增长红利，各企业业绩实现快速增长。

各子品类增速预测（2015-2020复合增速）



烘焙行业集中度有待提升



食品综合：优选优质子板块龙头

- 食品子板块较多，赛道分散，行业整体处于扩容和升级过程中，容易出现爆款大单品，带动业绩快速增长。同时，考虑到管理和渠道的驱动，通过产品渠道的调整，亦能较好体现出管理业绩。在原材料价格大幅上涨的背景下，食品企业均采取不同程度的提价措施，成本回落后将有望充分释放利润弹性。重点推荐安琪酵母（600298）、洽洽食品（002557）、绝味食品（603517）、桃李面包（603866）等子板块龙头和优质个股。

目 录



2022H1年行业回顾



白酒：分化越发明显，优选名酒和区域强势品牌



乳制品：原奶价格维持高位，龙头有望充分受益



调味品：空间广阔，格局略有变化短期阵痛



啤酒：寡头垄断格局确立，步入高端化快车道



速冻食品：借力餐饮规模化，行业高景气持续



食品综合：优选优质子板块龙头



2022年投资标的推荐

贵州茅台（600519）：量价齐升确定性高，治理优化加速可期

□ 投资逻辑

1、改革力度持续加大，直销占比继续提升。公司积极推进产品和渠道体系变革，推出珍品茅台、茅台1935等新品，产品矩阵得到完善；22年3月上线的“i茅台”app受到消费者追捧，22Q1公司直销占比提升至33.7%，带动吨价稳步提升，渠道结构持续优化。

2、管理层锐意进取，增长目标规划积极。公司坚持“五线发展道路”和“五合营销法”，22年明确大踏步、高质量发展；22年收入15%的增速规划目标为近三年最高，彰显出新管理层主动发力，锐意进取的新面貌，治理优化下将最大程度释放公司增长潜力。

3、估值处在历史中枢，稳健增长确定性高。茅台酒品牌力一骑绝尘，且具备行业最强定价权，在宏观经济和疫情不确定性较大的背景下，公司需求高确定性，且业绩确定性极强，叠加估值回落至历史中枢位置，中长期建议重点布局。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为50.16元、59.22元、69.46元，“买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险，新冠疫情反复风险。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	1094.6	1295.1	1515.7	1759.48
营业收入增长率	11.7%	18.3%	17.0%	16.08%
归母净利润（亿元）	524.6	630.2	743.9	872.50
归母净利润增长率	12.3%	20.1%	18.1%	17.29%
EPS（元）	41.76	50.16	59.22	69.46
P/E	47	39	33	28

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

五粮液（000858）：安全边际充足，着眼长远价值

□ 投资逻辑

1、千元价位龙头，发展逻辑清晰。高端酒需求稳步扩容+竞争格局清晰，商业模式最为优异，五粮液是千元价位绝对龙头，行业前二品牌地位牢固，中长期受益于千元价位扩容和茅台供给不足带来的需求外溢的逻辑依旧清晰。

2、终端动销韧劲十足，批价破千值得期待。22上半年由于散点疫情扰动，需求阶段承压下公司积极调整经销商打款政策，缓解经销商资金压力，批价整体稳定；22年下半年伴随着需求复苏，公司提高经销商打款成本倒逼批价提升，加之公司积极控货引导批价上行，22年中秋旺季前批价有望突破千元大关，打开中长期发展空间。

3、估值合理偏低，安全边际充足。22下半年刺激消费政策将密集出台，需求恢复叠加公司管理理顺，普五批价上行将打开增长空间，经典五粮液亦将贡献可观增量，当前估值性价比优势明显，长线配置时机已至。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为7.03元、8.05元、9.12元，“买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险，新冠疫情反复风险。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	662.09	747.68	845.19	942.05
营业收入增长率	15.51%	12.93%	13.04%	11.46%
归母净利润（亿元）	233.77	272.97	312.49	353.86
归母净利润增长率	17.15%	16.77%	14.48%	13.24%
EPS（元）	6.02	7.03	8.05	9.12
P/E	30	26	23	20

数据来源：Wind，西南证券
www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

泸州老窖 (000568) : 产品结构持续优化, 高端国窖香飘全国

□ 投资逻辑

1、**高端酒赛道优异, 品牌势能持续释放。**高端酒需求稳步扩容, 竞争格局清晰, 商业模式最为优异; 国窖作为三大高端酒品牌之一, 千元价位唯二的放量品牌, 当前品牌势能加速释放, 将充分受益于消费升级和茅台酒需求外溢。

2、**新兴市场招商顺利, 全国化征程顺利推进。**公司在成熟的西南、华中、华北市场推动渠道下沉精耕, 在新兴市场探索出高效可复制的市场开拓方法, 华东、华南招商布局顺利推进, 国窖增速有望持续领跑高端酒; 与此同时, 公司完善产品矩阵, 推出肩部大单品1952布局高线次高端, 低端酒亦有望恢复性增长, 增长动能十足。

3、**品牌势能持续增强, 业绩弹性将持续释放。**华东、华南等新兴市场消费者自点率不断提升, 品牌势能进入加速释放阶段。当前国窖逐步由费用推力转变为品牌拉力, 费用率将边际递减, 业绩弹性可期。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别7.05元、9.01元、11.31元, “买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险, 新冠疫情反复风险。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	206.42	258.64	312.97	372.21
营业收入增长率	23.96%	25.30%	21.01%	18.93%
归母净利润 (亿元)	79.56	103.70	132.65	166.42
归母净利润增长率	32.47%	30.35%	27.92%	25.46%
EPS (元)	5.41	7.05	9.01	11.31
P/E	43	33	26	20

数据来源: Wind, 西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

山西汾酒（600809）：高端化与全国化并进，汾酒复兴势不可挡

□ 投资逻辑

1、**“拔中高、控底部”**，产品结构加速升级。青花系列继续高举高打，其中青30·复兴版圈层营销稳步推进，价盘稳定动销良好；青花20在400元次高端价位品牌力和渠道力优势明显，全年延续高增可期；腰部巴拿马、老白汾向环山西市场导入，实现高速增长，玻汾已成为最具性价比的爆款光瓶酒，公司主动控量下仍实现高速增长。

2、**渠道建设步入收获期，全国化仍在半途**。公司逐步夯实全国化战略基础，不断提高终端覆盖率，积极打造长三角、珠三角、粤港澳大湾区市场新高地，2021年省外经销商净增545家至2796家，省外高增势能不断延续。

3、**高端化与全国化并进，兼具成长性和成长空间**。持续推进汾酒青花系列大单品战略，有效发挥高端引领作用，推动中高端产品稳步增长；公司仍处在全国化高速扩张的黄金时期，渠道渗透空间依旧广阔，持续高增路径清晰。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为6.54元、8.97元、12.02元，“买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险，新冠疫情反复风险。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	199.71	270.10	351.35	446.24
营业收入增长率	42.75%	35.25%	30.08%	27.01%
归母净利润（亿元）	53.14	79.79	109.43	146.70
归母净利润增长率	72.56%	50.16%	37.15%	34.06%
EPS（元）	4.37	6.54	8.97	12.02
P/E	69	46	33	25

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

水井坊（600779）：尽享次高端扩容红利，内生变革激发动能

□ 投资逻辑

1、坚定高端化战略，品牌势能持续增强。明确高端化战略，品牌培育力度持续加大；成立专门的高端品牌事业部，以股权绑定核心省代调动渠道积极性；升级版典藏焕新上市，营销资源向高端典藏倾斜，公司向高端浓香头部品牌冲刺迈出实质步伐。加大团购业务布局、开展消费者扫码活动精准投放费用、持续开展圈层营销等，品牌势能持续增强。

2、战略清晰执行落地，产能扩充蓄力成长。公司持续推进“品牌高端化、产品升级、营销突破”三大战略，战略理顺、执行落地、治理优化，中长期发展逻辑得到强化。邛崃项目进展顺利，产能不断提升，为长期成长奠定坚实基础。

3、内生变革积聚势能，厚积薄发未来可期。公司稳步推进高端化战略、有序升级产品矩阵、改革销售模式、发力圈层营销、积极开拓团购客户，为长期成长积聚起强大势能，未来3-5年是改革成效释放期，将尽享次高端扩容红利。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为3.07元、3.84元、4.64元，“买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险，新冠疫情反复风险。

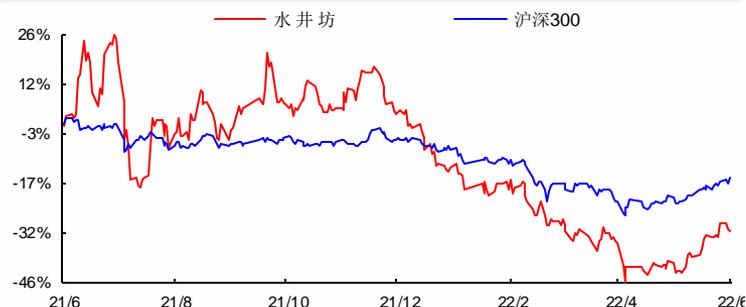
业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	46.32	55.73	66.29	78.19
营业收入增长率	54.10%	20.32%	18.95%	17.95%
归母净利润（亿元）	11.99	15.08	18.51	22.67
归母净利润增长率	63.96%	25.75%	22.78%	21.90%
EPS（元）	2.45	3.07	3.84	4.64
P/E	34	27	22	18

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

古井贡酒（000596）：产品结构加速升级，盈利能力提升值得期待

□ 投资逻辑

- 1、徽酒升级如火如荼，绝对龙头充分受益。** 徽酒迎来主流价位快节奏升级，叠加次高端成为徽酒品牌的第二成长曲线，升级节奏感已起，公司是徽酒绝对龙头和领军品牌，将充分受益于徽酒结构升级和份额集中红利。
- 2、聚焦次高端和全国化，产品结构加速升级。** 公司在品牌、产品、渠道上构建起全方位的领先优势，古20在省内次高端价位领先优势明显，古16高速放量承接古8升级需求；依托老八大名酒底蕴、持续费用投入和强大营销铁军，公司在江苏、河南、河北等市场取得较大突破，全国化扩张渐入佳境。
- 3、增长余力充足，业绩高弹性可期。** 22年一季度末合同负债46.9亿元，环比绝对额增加28.7亿，为全年高增提前蓄力。伴随着品牌势能持续释放，省外样板市场逐步具备造血功能，规模效应&渠道费用收缩，业绩弹性有望持续释放。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为5.92元、7.68元、9.73元，“买入”评级。

□ 风险提示

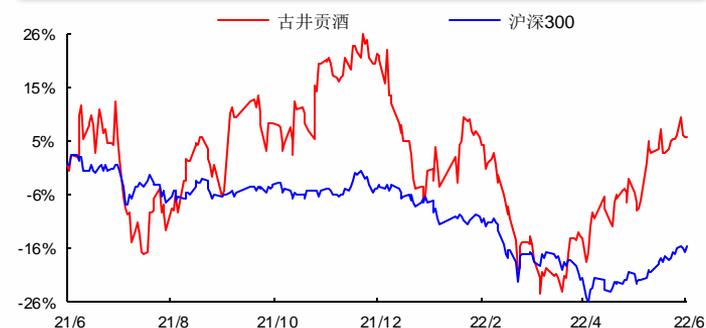
宏观经济大幅下滑风险，新冠疫情反复风险。

业绩预测与估值指标				
指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	132.70	162.66	196.21	232.65
营业收入增长率	28.93%	31.32%	40.59%	18.57%
归母净利润（百万元）	22.98	31.28	40.59	51.42
归母净利润增长率	23.90%	36.12%	29.77%	26.68%
EPS（元）	4.45	5.92	7.68	9.73
P/E	51	39	30	23

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

迎驾贡酒（603198）：品牌势能加速释放，业绩爆发力十足

投资逻辑

- 1、**徽酒升级竞争缓和，外部环境利于公司发展。**徽酒迎来新一轮主流价位快节奏升级，叠加次高端成为徽酒品牌的第二成长曲线，升级节奏感十足；此外，伴随古井重心放至古20及全国化，省内竞争相对缓和，外部环境利好公司崛起；
- 2、**品牌势能全面崛起，积极蓄力高增可期。**公司品牌、品质基础扎实，生态概念契合消费潮流，洞藏系列处在产品生命周期较早阶段，渠道推力显著领先竞品。2022Q2疫情冲击严重，在此期间公司推进渠道精细化管理、采用数字化管控模式、强化业务人员与网点联系的紧密程度等，其中核心市场厂家业务人员增加50%左右，为下半年旺季积极蓄力。
- 3、**洞藏引领结构升级，业绩爆发力十足。**洞6、9 实现高速放量，重点培育的洞16、20有望接棒发力，产品结构优化带动毛利率将快速提升；当前库存较为合理，渠道利润仍略高于竞品，渠道推力保持强势，利润爆发力十足。

业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为2.30元、2.96、3.74元，“买入”评级。

风险提示

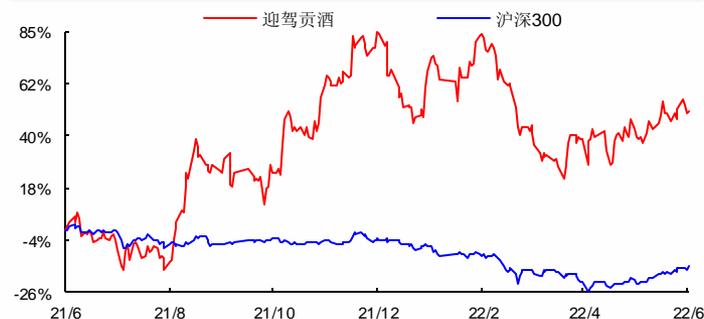
宏观经济大幅下滑风险，疫情反复风险。

业绩预测与估值指标				
指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	45.77	56.26	68.44	82.40
营业收入增长率	32.58%	22.92%	21.65%	20.40%
归母净利润（百万元）	13.82	18.37	23.65	29.93
归母净利润增长率	44.96%	32.92%	28.74%	26.56%
EPS（元）	1.73	2.30	2.96	3.74
P/E	35	27	21	16

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

伊利股份 (600887) : 22Q1业绩开门红, 盈利能力再创新高

□ 投资逻辑

1、量价齐升, 乳制品消费高景气。 1) 液奶业务持续领先, 2021年伊利基础白奶、金典、安慕希销售规模均超200亿元, 臻浓纯牛奶增长约60%; 产品结构持续升级, 有机奶市场份额提升0.64pp。2) 2021年金领冠奶粉收入超100亿元, 有机A2奶源通过中欧双重有机认证, 实现有机婴配粉的突破。此外, 伊利与澳优将在奶源、供应链、技术、渠道等方面全面协同、强强联合, 有望加速抢占奶粉市场份额。3) 预计公司二季度收入增速高个位数至双位数, 随着全国疫情好转, 6月增长趋势较好。

2、奶价维持高位叠加产品结构升级、费用收缩, 净利率提升逻辑明显。 2021年整体毛利率30.9%, 同比提升0.5pp, 2022Q1整体毛利率34.4%, 同比提升1.8pp, 原奶价格维持高位叠加产品结构升级, 毛利率稳中有升。2021年整体净利率7.9%, 同比提升0.6pp, 2022Q1整体净利率11.3%, 同比提升1pp, 盈利能力持续提升, 再创新高。

3、定增募资120亿元, 液奶、奶粉优势巩固。 2021年12月, 公司以37.89元/股的价格向22名对象定向发行3.18亿股, 募资120亿元。其中, 液态奶生产基地、婴配粉智能制造项目、数字化建设分别拟使用募资金额50亿元、15.5亿元、11亿元, 将进一步巩固公司在液态奶和婴配粉的优势, 并通过数字化和信息化建设提高整体效率, 支撑公司长远发展。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为1.71元、2.06元、2.45元, “买入”评级。

□ 风险提示

原奶价格持续上涨; 行业竞争加剧; 食品安全风险。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	1105.95	1308.20	1503.61	1702.88
营业收入增长率	14.15%	18.29%	14.94%	13.25%
归母净利润 (亿元)	87.05	109.37	132.00	156.56
归母净利润增长率	22.98%	25.64%	20.69%	18.61%
EPS (元)	1.36	1.71	2.06	2.45
P/E	28	22	18	15

股价表现



海天味业（603288）：行业龙头壁垒深厚，平台优势逐步确立

□ 投资逻辑

1、产品、品牌、渠道与供应链壁垒深厚。公司在产品力、品牌知名度、渠道广度和深度与供应链效率方面均大幅领先其他业内竞争对手，构筑超强壁垒，龙头优势明显，竞争者无法撼动。

2、渠道深耕+品类扩充，调味品平台属性显现。公司未来增长主要来自两块：1、现有产品在结构升级+渠道扩充、深耕下仍有增长空间；2、借助调味品平台属性实现品类扩充，通过海天品牌背书+导入现有销售网络，能实现快速放量，未来海天将在更多的调味品品类上做到最大，不断打开成长的天花板。

3、提价覆盖成本压力，重塑渠道价格体系。公司自17年提价后，价格体系逐渐透明，渠道利润微薄叠加社团与成本上行冲击，致使公司业绩承压。本次提价缓解成本压力，重塑渠道价格体系，提振经销商积极性。

业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为1.77元、2.01元、2.25元，“买入”评级。

□ 风险提示

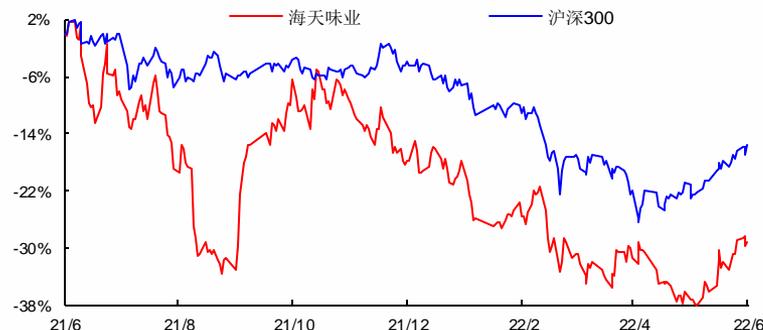
原材料价格或大幅波动，食品安全风险，提价不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	250.04	280.31	316.81	352.42
营业收入增长率	9.71%	12.11%	13.02%	11.24%
归母净利润（百万元）	66.71	74.77	84.68	94.90
归母净利润增长率	4.18%	12.08%	13.26%	12.07%
EPS（元）	1.58	1.77	2.01	2.25
P/E	66	52	44	38

数据来源：Wind，西南证券
www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

青岛啤酒（600600）：高端化势能强劲，盈利能力持续提升

□ 投资逻辑

1、结构升级稳扎稳打，高端新品持续扩容。公司作为业内全国化啤酒龙头，现已建立起以青岛纯生与1903两大单品为核心的高端产品矩阵，带动全麦白啤。皮尔森等新特产品快速发展。此外公司加速低端崂山向主流经典价格带的升级，通过罐化与换包装等手段优化整体产品结构。

2、沿黄沿海稳步实施全国化。公司在沿黄河流域享有较高市占率，核心基本盘市场山东为公司业绩提供稳定销量支持，并承接大量提价需求，此外山东产能辐射效应下，东三省增速喜人。公司加大沿海市场开发力度，2020年华东区域大幅减亏，华南区域小幅盈利，沿海市场产品结构持续升级将为公司释放大量利润弹性。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为2.43元、2.82元、3.11元，“买入”评级。

□ 风险提示

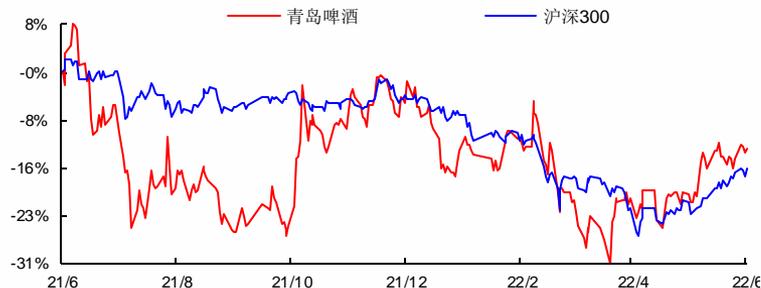
原材料价格波动风险，啤酒销量下滑风险，高端化进度不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	301.67	328.92	360.91	387.03
营业收入增长率	8.67%	9.03%	9.73%	7.24%
归母净利润（百万元）	31.55	33.21	38.43	42.46
归母净利润增长率	43.34%	5.26%	15.71%	10.48%
EPS（元）	2.31	2.43	2.82	3.11
P/E	43	38	32	27

数据来源：Wind，西南证券
www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

重庆啤酒（600132）：乌苏疆外高增，嘉士伯扬帆起航

□ 投资逻辑

1、产品矩阵丰富，大单品乌苏驱动业绩高增。公司以“本地强势品牌+国际高端品牌”形成“6+6”品牌组合拳，覆盖各层次消费群体；根据渠道反馈，5月公司整体销量同比中单位数增长，其中乌苏预计有高单位数增速，乌苏疆外高增长持续，带动整体高端啤酒迅速扩容。

2、高端产能扩建，经营效率显著提升。公司不断加大华东、华南地区高端产能布局，盐城工厂顺利投产缓解华东产能短缺压力，佛山工厂预计将于24年达产，供应链效率持续提升。

3、公司开启内部团队结构调整：此次重大市场调整后每个省级行政区域将由单一业务单元负责，一方面以省份划分各BU销售范围，大幅改善过去多个BU在渠道端各自为战的分散局面，提高整体渠道运营效率形成合力；另一方面各个区域销售团队均有使用“6+6”品牌矩阵的权利，有助于充分利用乌苏、1664等全国化单品强劲势能，因地制宜投放产品组合，提升各个区域市场渠道渗透率。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为2.90元、3.45元、4.00元，“买入”评级。

□ 风险提示

原材料价格或大幅波动，疫情持续导致需求不及预期，夏季炎热天气偏少。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	131.19	154.15	178.15	201.91
营业收入增长率	19.90%	17.50%	15.57%	13.34%
归母净利润（百万元）	11.66	14.05	16.69	19.37
归母净利润增长率	8.30%	20.45%	18.80%	16.10%
EPS（元）	2.41	2.90	3.45	4.00
P/E	63	44	36	30

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

安井食品（603345）：深耕优质赛道，龙头优势稳固

□ 投资逻辑

1、速冻食品优质赛道。速冻食品行业景气度高，行业增长来源于C端便捷性生活消费需求+B端餐饮提升效率需求，行业未来5-10年提供较快的增长环境。速冻火锅制品行业集中度低，CR5仅25%左右，大行业小公司，且安井一家独大，优势明显。

2、公司质地优秀,成长路径清晰：1) 安井作为速冻火锅料和发面类面米制品双龙头，规模效应下的成本优势、覆盖全国的营销网络、强执行力的营销团队和突出的大单品打造能力构筑起公司核心竞争力。在速冻火锅料行业竞争格局改善和公司产能加速释放的背景下，公司业绩高成长确定性强；2) 成本上涨倒逼餐饮企业降本提效，B端速冻食品迎来需求爆发，安井较早切入餐饮食材供应链，B端客户高粘性铸就公司渠道壁垒；3) 品类扩充稳步推进，21年菜肴制品实现爆发，公司通过“轻资产+自产+外延并购”三路发力预制菜领域，凭借冷链体系与渠道优势打开成长空间；因此，从行业竞争格局来看，安井处于市占率快速提升阶段，同时龙头地位和规模优势帮助公司步入良性循环的发展快车道，盈利能力有望实现快速提升。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为3.25元、4.20元、5.24元，“买入”评级。

□ 风险提示

原材料价格波动风险，新冠疫情反复风险。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9272.20	11723.68	14451.19	17334.74
营业收入增长率	33.12%	26.44%	23.26%	19.95%
归母净利润（百万元）	682.30	953.40	1232.85	1536.04
归母净利润增长率	13.00%	39.73%	29.31%	24.59%
EPS（元）	2.79	3.25	4.20	5.24
P/E	61	45	35	28

数据来源：Wind，西南证券
www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

安琪酵母（600298）：全球化布局稳步推进，盈利能力持续承压

□ 投资逻辑

1、**国内市场稳居龙头，具备定价能力。**安琪酵母是国内酵母行业绝对龙头，市占率达55%，全球份额达15%，具备定价权。

2、**定增扩产+外延收购，持续扩张产能。**公司已在全球建立12个工厂，发酵产能达到31.6万吨，同比增加10.3%，在国内、全球占比分别为60%、15%，产销规模位居全球第二；其中酵母抽提物产量突破10万吨，同比增长22.9%。

3、**对主要产品持续提价，将贡献较大利润弹性。**2021年9月以来，由于糖蜜价格保持高位、海外成本承压，公司已对主要产品进行多轮提价，对大包装酵母、酵母抽提物、动物营养分别提价30%、20%、20%，总提价幅度约高个位数。随着糖蜜价格回归理性，利润弹性有望释放。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为1.74元、2.07元、2.40元，“买入”评级。

□ 风险提示

原材料价格或大幅波动；汇率或大幅波动。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10675.33	12650.56	14710.56	16969.11
营业收入增长率	19.50%	18.50%	16.28%	15.35%
归母净利润（百万元）	1308.54	1512.46	1795.82	2083.74
归母净利润增长率	-4.59%	15.58%	18.74%	16.03%
EPS（元）	1.51	1.74	2.07	2.40
P/E	30	26	22	19

数据来源：Wind，西南证券
www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

洽洽食品（002557）：提价释放弹性，长期成长可期

□ 投资逻辑

1、瓜子+坚果双轮驱动。公司实施瓜子+坚果双主业战略，依托“坚果+”战略丰富消费场景，围绕每日坚果进行品类拓展，未来有望进一步放量；同时，深耕瓜子领域，蓝袋系列快速放量，红袋渠道下沉持续增长，2021年亦推出多款新品，值得期待。随着葵花籽提价约8%，南瓜子提价约10%，小而香提价约18%，利润弹性将进一步释放。疫情期间瓜子消费场景增加，预计二季度瓜子收入将实现高速增长。

2、全渠道共同发展。实行百万终端计划，未来3-5年终端数量将由40万个提升至100万个，并抓住社区团购等新渠道发展机会，巩固渠道优势。线上渠道兼具销售和新品推广功能，与线下渠道协同形成合力。

3、组织架构、战略方针、激励机制多管齐下，内部机制调整激发活力。公司推动全面改革，推行BU制度、事业部改革，聚焦主业、采取内部PK机制，实行第六期股权激励计划，充分激发员工积极性。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为2.15元、2.49元、2.86元，“买入”评级。

□ 风险提示

渠道拓展不及预期；原材料价格或大幅波动；食品安全风险。

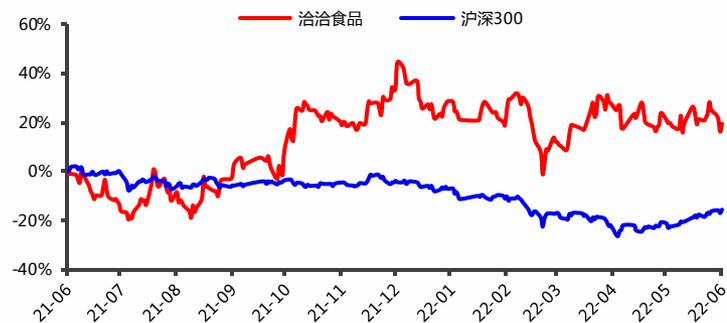
业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5985.03	6956.65	8012.32	9169.91
营业收入增长率	13.15%	16.23%	15.17%	14.45%
归母净利润（百万元）	928.66	1089.47	1264.02	1449.48
归母净利润增长率	15.35%	17.32%	16.02%	14.67%
EPS（元）	1.83	2.15	2.49	2.86
P/E	29	25	22	19

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

桃李面包（603866）：面包消费稳步好转，全国化指日可待

□ 投资逻辑

1、好赛道：面包行业发展空间大。受益于消费升级、城镇化率持续提升以及面包产品和业态的多样化，我国面包人均消费量有望持续提升，预计未来烘焙行业仍保持高个位数增长。行业集中度低利于龙头提升市占率。

2、竞争优势明显：高性价比产品+强大的终端掌控力。桃李目前是我国最大的短保面包企业，核心壁垒主要体现在：1) 规模优势明显，产品性价比突出；2) 物流体系完善，配送服务质量高，销售终端掌控力较强。

3、成长路径清晰：产能逐步释放，渠道建设稳步推进，全国化指日可待。1) 桃李通过模式复制的方式实现区域扩张，公司已在全国20个区域建立生产基地，基本完成全国省会城市和直辖市布局。目前公司在建的沈阳、浙江、四川、青岛工厂将陆续贡献新增产能。2) 目前公司已经拥有31万个终端网络，随着新区域的拓展以及成熟区域的精耕，公司渠道网络将进一步优化，承载更大销量。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为0.64元、0.71元、0.78元，“持有”评级。

□ 风险提示

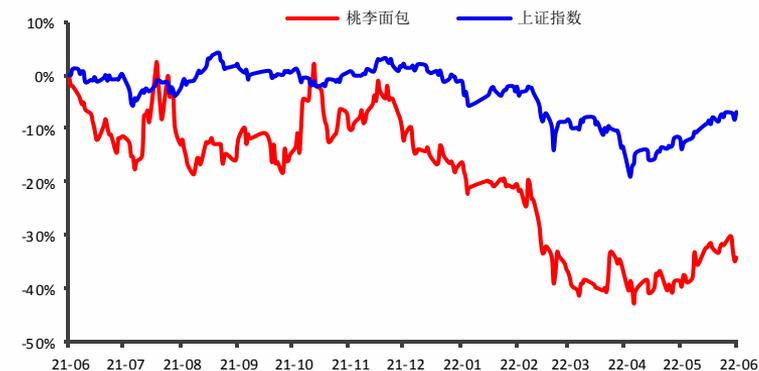
原材料价格或大幅波动；市场开拓不达预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6335.38	7000.56	7721.84	8531.98
营业收入增长率	6.24%	10.50%	10.30%	10.49%
归母净利润（百万元）	763.27	847.61	940.18	1039.89
归母净利润增长率	-13.54%	11.05%	10.92%	10.61%
EPS（元）	0.57	0.64	0.71	0.78
P/E	26	24	21	19

数据来源：Wind，西南证券
www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

部分公司估值表

代码	公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				投资 评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
600159	贵州茅台	1957.10	41.76	50.16	59.22	69.46	47	39	33	28	买入
000858	五粮液	180.40	6.02	7.03	8.05	9.12	30	26	23	20	买入
000568	泸州老窖	226.39	5.41	7.05	9.01	11.31	43	33	26	20	买入
600809	山西汾酒	300.28	4.37	6.54	8.97	12.02	69	46	33	25	买入
600779	水井坊	83.99	2.45	3.07	3.84	4.64	34	27	22	18	买入
000596	古井贡酒	228.01	4.45	5.92	7.68	9.73	51	39	30	23	买入
603198	迎驾贡酒	61.20	1.73	2.30	2.96	3.74	35	27	21	16	买入
600887	伊利股份	37.60	1.36	1.71	2.06	2.45	28	22	18	15	买入
603288	海天味业	84.18	1.58	1.77	2.01	2.25	66	52	44	38	买入
600600	青岛啤酒	95.59	2.31	2.43	2.82	3.11	43	38	32	27	买入
600132	重庆啤酒	132.90	2.41	2.90	3.45	4.00	63	44	36	30	买入
603345	安井食品	150.37	2.79	3.25	4.20	5.24	61	45	35	28	买入
600298	安琪酵母	44.96	1.51	1.74	2.07	2.40	30	26	22	19	买入
002557	洽洽食品	54.00	1.83	2.15	2.49	2.86	29	25	22	19	买入
603866	桃李面包	15.07	0.57	0.64	0.71	0.78	26	24	21	19	持有

数据来源：Wind，西南证券（截止2022/06/23）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

联系人：王书龙
电话：023-63786049
邮箱：wsl@swsc.com.cn

联系人：夏霁
电话：021-58351959
邮箱：xiaji@swsc.com.cn

联系人：舒尚立
电话：023-63786049
邮箱：ssl@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn