

# 食品饮料行业 2022 年中期投资策略

## 基本面改善趋势已显，关注需求恢复与成本回落节奏

超配

### 核心观点

**白酒：基本面边际改善趋势基本确立，板块布局价值依旧凸显。**2022 白酒终端动销受疫情影响较大，酒企基本面虽短期承压，但消费升级和头部集中趋势不改，高端及地产酒头部品牌依然展现了较强的抗风险能力。目前白酒终端动销呈边际复苏态势，酒企普遍时间过半任务过半，优势酒企 2022 报表业绩确定性较强。展望后续，本轮白酒疫后需求复苏或更平缓且更不均衡，高端酒和次高端及地产酒头部品牌需求韧性更强。一方面，对比 2020 年，当下白酒的疫后消费复苏可能更加平缓，或有反弹性消费，但难出现报复性消费；另一方面，本轮疫后白酒消费复苏相较于 2020 年可能更不均衡，高端酒、次高端及地产酒龙头品牌复苏更快，低端酒复苏更慢。总体而言，高端酒受益需求刚性经营稳健，基本面有望保持平稳；次高端酒乘消费升级东风，需求有望加速回暖，疫情影响消退后业绩弹性有望继续显现；地产酒凭借基地市场优势，产品恢复性增长和结构升级并现，业绩确定性较强。

**大众品：需求复苏与成本下降或将带来业绩超预期表现。**2022H1 受疫情管控、需求疲软、成本上行等多重因素影响下，板块业绩承压明显。但 5 月以来全国每日新增确诊数持续下降，疫情对消费场景、消费渠道约束减弱，叠加全国和各省市区刺激消费政策出台，线下消费企稳回暖。目前虽然出行和餐饮恢复节奏仍存不确定性，但消费需求改善趋势不变。展望下半年，压制板块上半年基本面的影响因素都将边际减弱，需求复苏或成为主旋律，同时成本下移将进一步增厚板块业绩弹性。建议关注和线下消费场景强相关的啤酒、卤制品、餐饮供应链，这些板块在需求复苏的背景下业绩弹性较大。其次，我们依然看好例如复合调味品、奶酪、休闲食品等处于高增长期的细分赛道成长型投资机会，龙头公司在行业多重压力下积极进行调整，竞争力得到不断强化。今年股价波动给予了较为舒适的买点，建议把握中长期布局机会。

**投资建议：**白酒持续推荐竞争格局优、需求刚性强、基本面确定性高的高端酒龙头贵州茅台/五粮液/泸州老窖；同时重点推荐业绩弹性持续释放的次高端酒山西汾酒/酒鬼酒/舍得酒业以及边际改善逻辑较强的古井贡酒/口子窖/洋河股份。大众品重点推荐疫后复苏业绩弹性大的青岛啤酒/绝味食品/安井食品；今年受成本上涨影响较小且需求稳定的涪陵榨菜/洽洽食品；成本回落预期下弹性大的立高食品/甘源食品/安琪酵母。

**风险提示：**宏观经济不达预期，食品安全问题，需求增长不达预期。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
600519.SH	贵州茅台	买入	2,010.6	25,256.5	50.1	59.3	40.2	33.9
000858.SZ	五粮液	买入	193.0	7,491.5	7.0	8.1	27.4	23.7
600809.SH	山西汾酒	买入	319.5	3,898.1	6.3	8.6	50.5	37.0
603288.SH	海天味业	买入	87.30	4,045.34	1.61	1.90	54.26	46.00
002507.SZ	涪陵榨菜	买入	34.50	306.23	1.13	1.32	30.59	26.11
600132.SH	重庆啤酒	买入	138.37	669.67	2.97	3.69	46.66	37.45
600600.SH	青岛啤酒	买入	99.65	1,359.58	2.47	2.96	40.31	33.70
603517.SH	绝味食品	买入	53.09	326.30	1.60	2.08	33.17	25.50
300973.SZ	立高食品	买入	99.40	168.32	1.81	2.58	54.80	38.56
603345.SH	安井食品	买入	162.00	475.14	3.31	4.26	48.96	38.07

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究 · 行业投资策略

#### 食品饮料

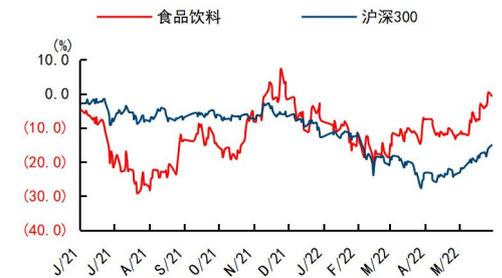
#### 超配 · 维持评级

证券分析师：陈青青 证券分析师：李依琳  
0755-22940855/0755-81983010-88005029  
057

chenqingq@guosen.com.cn liyilin1@guosen.com.cn  
S0980520110001 S0980521070002

证券分析师：廖望州 联系人：胡瑞阳  
0755-22940911 0755-81982908  
liaowangzhou@guosen.com.cn huruiyang@guosen.com.cn  
S0980521010001

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《大众食品 2022 年 6 月投资策略-关注消费场景恢复下的弹性品种与需求复苏节奏》——2022-06-22
- 《食品饮料行业 5 月投资策略暨 2022 年一季度综述-白酒亮眼，大众品分化，疫情变化仍是核心关注点》——2022-05-06
- 《食品饮料行业周报（2022 年第 17 周）-一季度基金持仓分析：行业配置比例略降，持股占比比例分化，防御性细分板块占比提升》——2022-04-26
- 《大众食品 2022 年 4 月投资策略及一季度前瞻-短期波动下价值买点已现，静待成本与疫情拐点出现》——2022-04-06
- 《白酒 2 月投资策略暨业绩前瞻：开门红景气有望延续，重点关注区域酒》——2022-02-16

## 内容目录

<b>白酒：基本面边际改善趋势基本确立，板块布局价值依旧凸显</b>	<b>4</b>
白酒终端动销呈边际复苏态势，头部酒企业绩确定性优势仍凸显	4
本轮疫后需求复苏或更平缓且更不均衡，头部品牌需求韧性更强	6
白酒重点公司点评：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等	7
<b>啤酒：高端化长逻辑不改，短期关注终端需求恢复节奏</b>	<b>8</b>
存量竞争背景下，啤酒长期高端化趋势不变	8
短期看成本压力仍在，关注终端需求恢复节奏	9
啤酒重点公司经营情况更新：青岛啤酒、重庆啤酒	10
<b>调味品：至暗时刻已过，关注需求恢复与成本下行带来的业绩弹性</b>	<b>11</b>
上半年需求疲软+成本上行，板块业绩承压明显	11
行业基本面已触底，关注需求恢复与成本下行带来的业绩弹性	12
调味品重点公司点评：海天味业、天味食品、涪陵榨菜	14
<b>速冻食品：疫后需求逐渐恢复，油脂价格出现回落，企业盈利能力有望改善</b>	<b>15</b>
疫后餐饮消费场景逐步恢复，利好 B 端企业	15
棕榈油价格出现下行，企业能力有望修复	15
速冻食品重点公司点评：立高食品、安井食品	15
<b>休闲食品：同期低基数叠加自身经营改善，Q2 业绩有望回暖</b>	<b>16</b>
同期低基数&经营改善&成本下行，企业基本面边际逐步改善	16
休闲食品重点公司点评：甘源食品、洽洽食品	16
其他重点公司点评：承德露露、妙可蓝多	16
<b>投资建议：把握疫后需求复苏带来的投资机会，关注中报催化行情</b>	<b>17</b>
白酒投资策略：基本面改善趋势确立，龙头业绩确定性强	17
大众品投资策略：需求复苏背景下，成本下降或带来超预期表现	18
<b>风险提示</b>	<b>18</b>
<b>免责声明</b>	<b>19</b>

## 图表目录

图 1: 白酒上市公司分季度营业收入及同比增速 .....	4
图 2: 白酒上市公司分季度归母净利润及同比增速 .....	4
图 3: 白酒行业分季度预收款及同比增速 .....	4
图 4: 白酒行业分价格带预收款同比增速对比 .....	4
图 5: 高端酒一批价走势 (元/瓶) .....	5
图 6: 次高端酒一批价走势 (元/瓶) .....	5
图 7: 2016-2022 年中国啤酒产量及增长情况 .....	9
图 8: 2016-2022 年中国啤酒销售收入统计 .....	9
图 9: 调味品板块单季度收入及增速 .....	11
图 10: 调味品板块单季度利润及增速 .....	11
图 11: 调味品板块毛利率走势 (%) .....	11
图 12: 调味品板块单季度费用率走势 (%) .....	11
图 13: 2020 年零售渠道市场份额 .....	13
图 14: 2009-2020 年海天在调味品行业中份额持续提升 .....	13
图 15: 社区团购平台 SKU 数量与商超、流通渠道 SKU 数量对比 .....	14
图 16: 期货结算价(活跃合约):棕榈油 (元/吨) .....	15
表 1: A 股部分啤酒核心公司 2022 年 Q1 业绩同比变化情况 .....	10
表 2: 主要调味品厂商与社区团购平台合作情况 .....	12
表 3: 调味品板块 2021Q4 及 2022Q1 业绩概览 .....	12
表 4: 调味品行业规模预测 .....	13

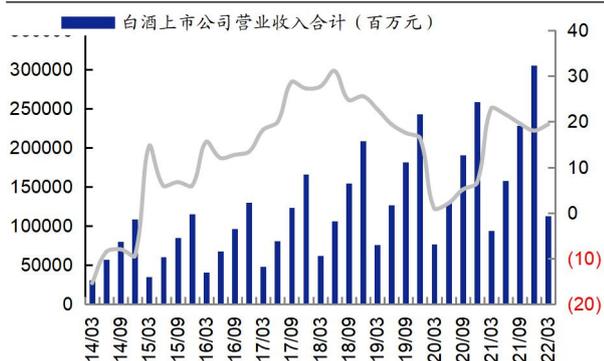
## 白酒：基本面边际改善趋势基本确立，板块布局价值依旧凸显

白酒终端动销呈边际复苏态势，头部酒企业绩确定性优势仍凸显

1 季度白酒公司顺利开门红，且预收款充足，为全年销售任务达成奠定较强基础

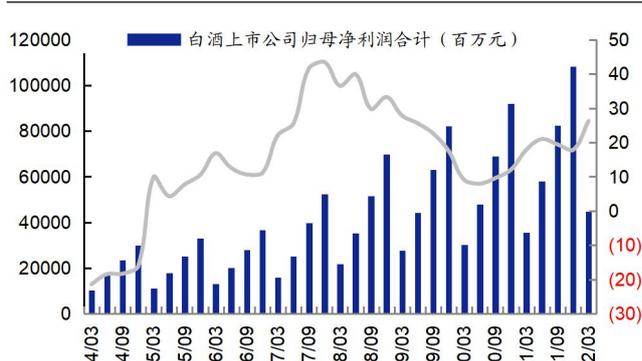
2022Q1 白酒上市公司顺利实现春节开门红，疫情扰动未动摇全年销售根基。2022Q1 上市酒企收入和利润增长 19.4%/和 26.3%，分价格带营收增速排序为：次高端酒（47.7%）>地产酒（25.0%）>高端酒（16.9%）>其他白酒（-21.0%），头部酒企表现较佳。高端酒受益需求偏刚性，2022Q1 表现稳中有好，其中茅台和老窖业绩略超预期，五粮液因控量挺价节奏有所放缓；次高端酒受益产品结构升级和区域深耕扩张共振，2022Q1 业绩弹性继续释放，表现依旧亮眼；地产酒受益产品结构升级，边际改善趋势明显，2022Q1 增长环比提速。此外，2022Q1 末白酒上市公司预收款同比实现较好增长，其中高端酒和次高端酒预收稳增长，地产酒预收同比增长显著，为酒企 Q2 报表提供保障。2022Q1 末白酒上市公司合计预收款为 453.02 亿元，同比增长 29.25%，其中地产酒企同比增速居前（+81.32%），反映出 1 季度行业需求及动销稳健，渠道打款意愿较强。

图1：白酒上市公司分季度营业收入及同比增速



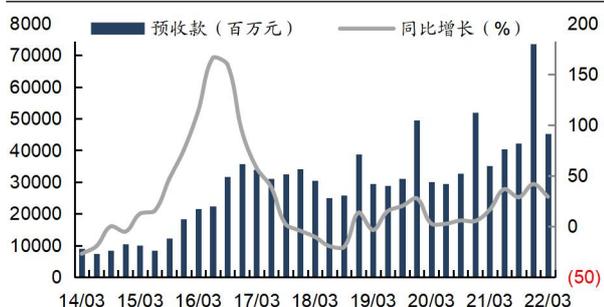
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：白酒上市公司分季度归母净利润及同比增速



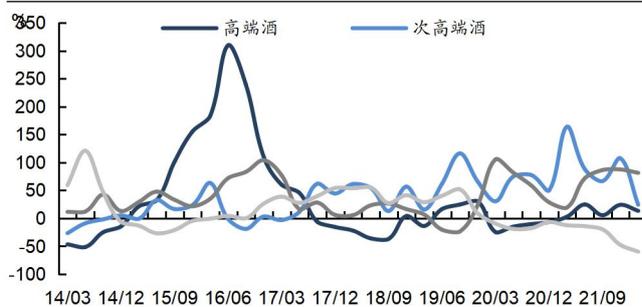
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：白酒行业分季度预收款及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：白酒行业分价格带预收款同比增速对比

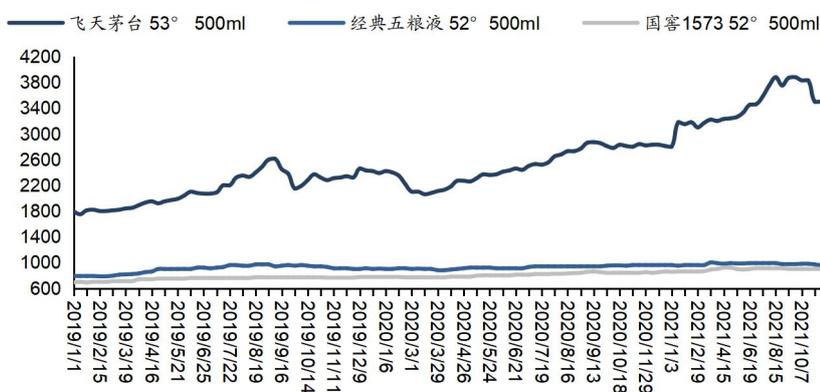


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 2 季度基本面短期承压但不改向好趋势，当下终端动销边际复苏态势基本确立

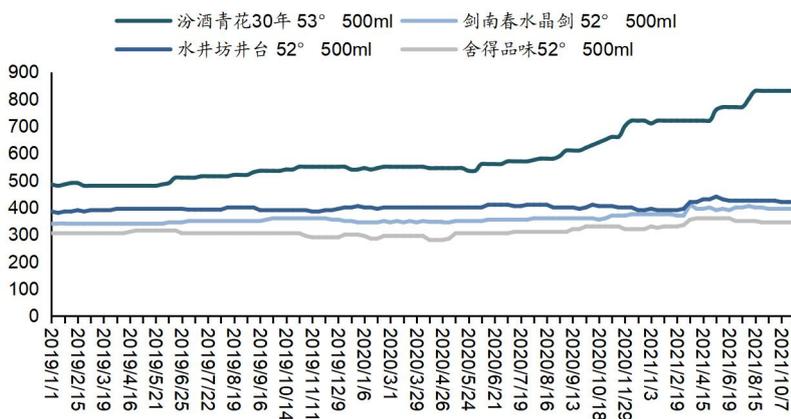
2 季度白酒终端动销受疫情影响较大，但消费升级和头部集中趋势未改，高端及地产酒头部品牌依然展现了较强的抗风险能力。3 月中旬开始多地疫情有所反复，对白酒终端动销造成了一定影响，部分地区如河南、华东等地白酒终端动销预计同比至少下滑 30%，全年动销损失或在 5%左右。酒企依区域疫情动态、市场情况不同推进差异化政策，在疫情影响较小的区域抢抓动销，在疫情影响较大的区域控量挺价，维持渠道库存良性。5 月中旬以来，随着华东等地疫情形势明显好转，宴请、聚饮等消费场景和需求逐渐修复，白酒终端动销也迎来边际复苏。端午动销虽未完全恢复至往年正常水平，但可见次高端及以上白酒动销明显恢复，消费升级和头部集中趋势仍在继续，高端及地产酒头部品牌表现更优，整体渠道价盘维持相对稳定，渠道库存也控制在良性范围内。

图5: 高端酒一批价走势（元/瓶）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 次高端酒一批价走势（元/瓶）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 酒企销售任务进度正常，时间过半任务过半，优势酒企 2022Q2 业绩确定性较强

从回款层面看，主流公司 2 季度回款节奏正常，进度与往年同期基本持平，上半年基本均已完成全年 50-60%左右的既定目标任务。目前酒企基本未调整全年任务目标，对下半年展望乐观，我们对酒企的全年业绩预测暂未调整。**分价格带看，高端酒受益需求刚性经营稳健，基本面有望保持平稳。**今年以来疫情反复的大背景下，高端酒凭借高档次宴请和礼赠等偏刚性的需求属性，依然是白酒中动销受疫情影响相对较小的品类，渠道价盘始终保持良性状态。**次高端酒乘消费升级东风，需求有望加速回暖，疫情影响消退后业绩弹性有望继续显现。**在当下社交场景修复和白酒需求整体改善的大背景下，次高端酒需求有望加速恢复。次高端酒仍在全国化的进程中，品牌力占优的次高端单品有望继续快速成长。**地产酒凭借基地市场优势，产品恢复性增长和结构升级并现，业绩确定性较强。**地产酒凭借在省内基地市场强大的品牌和渠道优势，以徽酒和苏酒为典型代表，在疫情影响逐渐减弱后，主要单品实现了恢复性增长，且高价位单品继续放量拉升产品结构。

### 本轮疫后需求复苏或更平缓且更不均衡，头部品牌需求韧性更强

**对比 2020 年，当下白酒的疫后消费复苏可能更加平缓，或难出现报复性消费**

我们认为本轮疫后白酒消费复苏相较于 2020 年可能更加平缓，或有反弹性消费但难有报复性消费，主要基于以下三点分析：1) 行业景气度偏弱。2020 年疫情发生前，国内经济处在上行周期，白酒行业景气度也保持在较高的水平。而当下，在经历了两年半的疫情反复影响，国内经济承压，消费、出口、投资增速均有不同程度的放缓，白酒行业景气度也有所减弱。2) 居民消费力偏弱。受疫情和宏观经济大环境的影响，居民收入水平和消费水平下降，直接影响到白酒的终端消费。3) 消费心态和消费意愿偏审慎。相较于 2020 年，当下的消费心态更加审慎，疫后更可能出现反弹性消费而非报复性消费。2020 年疫情发生时，大众的收入和消费能力虽受到疫情一定冲击，但由于冲击时间尚短，大众对未来疫情消退的期待值较高，疫后消费信心和消费意愿的恢复较快。而当下，根据 BCG《2022H1 中国消费者信心报告》，在未来可能的疫情防控常态化背景预期之下，审慎消费是今年消费者普遍的心声，对 2022 年的收入预期也明显持谨慎态度，且消费意愿按收入阶层出现分化，富裕人群有意提升居家质量，中产及以下人群消费更加理性，各收入阶段人群对刚需和常备品类保持一致的积极态度，对改善品类出现消费分化。

**对比 2020 年，当下不同价格带白酒需求复苏速度更不均衡，头部品牌复苏更快**

我们认为本轮疫后白酒消费复苏相较于 2020 年可能更不均衡，高端酒、次高端及地产酒龙头品牌复苏更快，低端酒复苏更慢，主要基于以下两点分析：1) 不同价格带白酒的消费人群和消费能力有分化。在疫情影响持续的大背景下，其中高端酒和次高端酒对应的消费人群通常是中产阶层及以上，这类人群的消费能力相对更强，收入受疫情影响的程度也相对较小；而低端酒的消费人群更多的是城镇工薪阶层，财务状况承压的可能性更大。2) 不同价格带白酒的消费需求刚性程度和消费意愿有分化。高端酒社交需求相对更为刚性，一些高端宴请、礼赠、办事的场合对高端酒的需求相对较高；次高端酒次之，在一些中高档的宴席场合也不可或缺，尤其对于地产酒，在省内大本营市场，需求较为稳固；相比之下，低端酒自饮和亲朋聚饮的消费占比更高，在疫情冲击下需求受影响也较大。

**酒企基本面边际改善已显现，但仍需持续中秋旺季动销表现**

端午作为今年疫情反复后第一个重要的基本面压力测试窗口，既实现了动销的明显恢复，也为渠道注入了强心剂。目前主要酒企时间过半，任务也过半，2 季度

业绩较有保障。酒企也把握 2 季度窗口期着重梳理渠道、稳固价盘，不少酒企如茅台、五粮液、洋河等在内部营销体系和组织架构上也在继续深化改革，基本面的边际改善充分显现。上半年已基本渡过，疫情防控形势也大体稳定，3 季度尤其中秋国庆会是今年观察行业发展情况的最重要的观测窗口，后续仍需持续关注中秋旺季动销恢复情况。当下随着疫情防控精准化常态化及人员流动逐渐恢复，疫情扰动逐渐消散，消费意愿逐渐回归，渠道信心有所增强，我们依然对下半年尤其中秋国庆旺季动销持续修复持乐观态度，且当下渠道价盘整体坚挺、库存正常可控、酒企业经营不乏改善亮点，也为后续旺季平稳渡过奠定了一定的基础。

## 白酒重点公司点评：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等

- ◇ **贵州茅台：基本面持续向好，直营体系构建更进一步。**2022 年公司经营目标为营业总收入同比增长去 15%左右。近年来，公司通过产品结构升级和直营体系构建不断强化内生增长动力，拉升整体利润率。在产品结构升级上，茅台酒通过加大非标酒投放拉升吨价和毛利率，系列酒方面，茅台 1935 自年初上市以来，销量稳步增长，有望显著贡献系列酒业绩；在直营体系构建上，公司通过增加自营店供货量、上线 i 茅台等方式提升直销占比，后续随着 i 茅台上线产品的常态化投放，有望逐步增厚业绩。当下全年时间过半，公司任务也过半，我们预计全年营收目标实现无忧。展望未来，产能充足+产品结构优化+营销渠道优化等多重因素保障公司业绩持续稳健增长。
- ◇ **五粮液：内生经营改善有望支撑中长期成长潜力持续释放。**2022 年公司目标营业总收入继续保持双位数的稳健增长。2021 年下半年以来市场对公司渠道管理、批价走势、高端品运作有一定担忧。目前公司人事调整落地，新一届领导班子分工明确、战略清晰，为后续发展打下良好基础。我们认为在高端白酒需求和消费力仍强的大的行业趋势背景下，公司凭借深入人心的品牌力、近两年营销改革带来的内生改善、核心大单品终端需求和动销持续良性的发展根基，伴随着精准管控能力逐步增加和渠道价值链的优化，未来业绩仍有较强的成长潜力，短期挑战不能掩盖长期向好趋势。
- ◇ **泸州老窖：品牌复兴和全国化加速推动下业绩弹性有望持续释放。**2022 年公司目标收入同比增长不低于 15%，并提出“一定要实现放量增长”、“形成全国化发展和各类市场齐头并进的进攻态势”。短期看，疫情扰动下受益高端酒需求平稳，公司高档酒终端销售表现稳健，价格体系稳定、库存保持良性，中档酒动销明显改善，后续有望继续稳增长。中长期看，产品方面，公司产品布局完善，高档酒享稳健增长红利，中档酒享次高端升级扩容红利；渠道方面，公司渠道质量在不断提升；市场方面，公司在主销区域西南、华北实现较好增长，在中原、华东、华南三大战略市场亦实现良好突破。展望未来，公司品牌和渠道势能有望持续提升，全国化布局加速推进下业绩有望持续稳健成长。
- ◇ **山西汾酒：公司目标更优结构更好效益，全年收入目标有望稳步兑现。**2022 年公司计划营收增长 25%左右。4 月以来渠道回款有序推进，终端动销保持良好；展望全年，省内需求企稳下青花和老白汾有望延续稳增长态势，省外长江以南市场青花高增势头不减有望持续放量，预计全年有望目标达成无忧，且在更优结构更好效益的规划下，预计费用率有望小幅下降，带动利润率稳步提升。中长期看，目前公司“高端化、全国化”战略有序推进，以青花系列为引领，精耕重点板块，逐步夯实全国化基础，汾酒亿元市场已增至 22 家，华东、华南市场拓展成效初显，公司长期成长性可期。
- ◇ **酒鬼酒：产品结构持续优化，全国汇量式增长有望延续。**产品层面，内参品

牌和渠道势能持续向上，放量潜力十足，当前内参收入占比接近 30%，全年看内参占比有望进一步提升；酒鬼系列享受次高端扩容红利亦有望延续较高增长，且在控量挺价下利润率也或有所提升。区域层面，2022 年公司继续秉承做强基地市场、打造高地市场、深度全国化的策略，省内着力推进县乡镇级渠道下沉，省外继续完善招商布局。业绩层面，2022 年公司销售节奏有所提前，后续业绩预计会逐渐平稳降速。全年看，公司在品牌势能不断提升的基础上和招商汇量及渠道下沉的支撑下，业绩依然有望保持较快增长。

- ◇ **舍得酒业：全国化招商布局稳步推进，中长期成长可期。**公司注重渠道良性发展，舍得和沱牌齐头并进，回款和动销表现良好，经销商质量不断提升。公司按照“聚焦川冀鲁豫、提升东北西北、突破华东华南”的策略，加快全国化布局，大本营市场地位进一步提升。当下，公司老酒战略逐步被市场接受，在成熟市场动销氛围日益提升，在发展市场终端氛围渐起，品牌和渠道已形成一定势能，外部次高端升级扩容红利叠加内生改善有望助推公司业绩稳健成长。
- ◇ **洋河股份：营销改革和产品升级红利持续释放，未来发展后劲十足。**2 季度公司动销虽受到了疫情一定的影响，但 5 月以来随着疫情得控，宴会接待等消费场景逐步恢复，开瓶数据和终端出货数据明显向好。目前，梦 6+ 在省内市场进入了快速成长和放量阶段；在省外培育型市场，开瓶数量环比和同比都持续向好。短期看，考虑当前回款进度和动销恢复情况，公司全年业绩具备较强支撑；中长期看，公司紧抓次高端酒升级扩容红利，内生改革催生动能，梦 6+ 成长势能十足，全国化放量稳步推进，看好公司业绩持续稳健增长。
- ◇ **古井贡酒：全国化和次高端战略稳步推进，利润率有望逐步提升。**公司在省内地位稳固，强势引领次高端产品结构升级，古 8 以上产品占比提升明显，古 16 和古 20 增长强劲。目前古 20 在省内已成功占据有利地位，乘 600 元价格带扩容东风实现快速放量，2021 年古 20 销售体量近 20 亿元，2022 年有望延续高增。随着古 20 逐渐向省外铺开，未来有望逐步实现全国化放量。公司在省内依靠结构升级，成长仍有较大空间，省外高举高打有望加速突破，看好公司产品结构持续升级和省外加速扩张，2024 年 200 亿营收目标实现可期。

## 啤酒：高端化长逻辑不改，短期关注终端需求恢复节奏

### 存量竞争背景下，啤酒长期高端化趋势不变

上半年啤酒消费场景受疫情反复的影响，终端动销受到较大影响。上半年东北、华北、华东等地区的啤酒销量受到疫情零散反复的影响同比出现下滑，但拉长角度来看，我们认为随着消费者恐慌情绪逐步消散和认知的改善以及经验的积累，消费意愿层面受到的影响在逐步下降。消费场景恢复后，动销情况有望快速恢复常态水平。

**啤酒高端化趋势明显。**2020 年受疫情影响，我国啤酒产量下降明显，产量 3411.1 万千升，同比下降 7%。2021 年啤酒产量在低基数下有所回升明显，22 年 Q1 产量同比继续下降，啤酒整体销量仍处于下行通道中。但从销售收入角度看，受啤酒高端化趋势带动销售收入持续攀升，2021 年销售收入已回升至 2019 年水平。消费意愿为决定啤酒高端化以及提价传导顺畅的其中一个核心因素，消费场景受到冲击属于短期影响，对啤酒行业的中长期高端化逻辑没有影响。未来追求更有质

量的啤酒销售成为各家酒企的核心经营目标，依靠销售结构的升级带动销售均吨价提升，推动业绩快速增长。高端啤酒与非高端啤酒的价差绝对值相对白酒更小，且在 2015 年前后由于行业激烈竞争的缘故整体价格仍维持在低位，因此消费能力不会是阻碍消费者购买更高端啤酒的阻碍。随着消费者对高端啤酒认知得到进一步的培育，高端化的趋势确定性持续增强。

图7：2016-2022 年中国啤酒产量及增长情况



资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

图8：2016-2022 年中国啤酒销售收入统计



资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

根据中国酒业协会对“十四五”啤酒行业发展的指导意见来看，协会预计 2025 年啤酒行业产量有望达到 3800 万 kL，相较“十三五”末增长 11.4%，CAGR 为 2.2%；销售收入有望达到 2400 亿元，同比增长 63.4%，CAGR 为 10.3%；利润有望实现 300 亿元，同比增长 124.0%，CAGR 为 17.5%，其中收入与利润的主要增量来源则是高端化所带来的均吨价提升与毛利率上涨。

### 短期看成本压力仍在，关注终端需求恢复节奏

2022 年原材料成本上涨影响已开始表端体现，但啤酒企业均已采取原材料锁价、出厂价提价的方式对冲成本压力，伴随着高端化进程的持续推进，我们相信大部分成本上涨的压力将被提价和结构优化所消化，同比视角看不会拖累啤酒企业毛利率下降。原材料成本的压力开始在表端体现，规模较小的啤酒公司毛利率呈现压力，利润增速亦受到负面影响。在此基础上，龙头啤酒企业毛销差整体与 21 年 q1 持平，侧面印证结构优化与提价对成本上升的对冲效应。

**短期成本波动仍存不确定性，建议关注需求恢复及旺季动销。**目前外部环境仍存在较大不确定性，导致以大小麦为主的原材料短期内出现价格快速回落的可能性较低；同时包含瓦楞纸、玻璃、铝材等在内的包材仍维持着价格的高位震荡，油费上升亦带来运费的同比提升，下半年的成本压力仍大。动销端，由于上半年消费场景缺失导致销量出现短期扰动，啤酒企业在下半年开始预计将加大压货力度，借助 Q3 的销售旺季以及相对平稳的销售环境填补上半年的销量缺口，以完成年初所制定的销量目标。经过上半年的验证我们可以初步判断啤酒企业提价已顺利传导，下半年我们建议继续跟踪销量与库存的情况，但关注的重点从提价传导变为验证终端销量的恢复情况以及全年销量目标的追赶进度。**基于成本和完成全年销量目标的压力，我们判断今年啤酒企业业绩增速的主要贡献来源为结构升级度以及下半年陆续分区域、分渠道推出的非现饮渠道瓶装产品提价的提振。**

**表 1: A 股部分啤酒核心公司 2022 年 Q1 业绩同比变化情况**

	2022Q1					2021Q1				
	营业收入	Yoy%	净利润	Yoy%	毛销差 (同比变化)	营业收入	Yoy%	净利润	Yoy%	毛销差 (同比变化)
000729.SZ 燕京啤酒	31	11.66%	0.31	128.25%	22.63% (+2.25pcts)	27.76	38.49%	-1.11	亏损减少	20.38% (+4.51pcts)
000752.SZ *ST 西发	1.12	16.73%	0	-102.40%	16.48% (-4.62pcts)	0.96	105.93%	0.03	扭亏	21.10% (+8.32pcts)
000929.SZ 兰州黄河	0.73	-28.45%	-0.06	-170.04%	2.68% (-10.43pcts)	1.01	66.87%	0.09	扭亏	13.11% (+9.20pcts)
002461.SZ 珠江啤酒	8.72	12.77%	0.76	1.15%	24.32% (-0.11pcts)	7.73	39.74%	0.75	248.44%	24.43% (+6.18pcts)
600132.SH 重庆啤酒	38.33	17.12%	6.85	11.17%	33.97% (-0.79pcts)	32.72	489.25%	6.16	1280.67%	34.76% (+16.56pcts)
600573.SH 惠泉啤酒	1.28	5.56%	-0.02	48.82%	19.96% (+0.05pcts)	1.21	10.54%	-0.04	亏损减少	19.91% (+0.88pcts)
600600.SH 青岛啤酒	92.08	3.14%	11.52	9.27%	23.65% (+0.77pcts)	89.28	41.87%	10.55	90.35%	22.88% (+4.13pcts)

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

总体而言,我们认为在消费意愿和消费能力未出现明显减弱信号时,高端化逻辑平稳推进的确定性仍高。从成本端角度考虑,啤酒板块有望通过结构优化叠加提价对冲成本上涨的压力。短期看,我们判断下半年啤酒企业压货及促销力度料将加大,建议跟踪渠道库存及终端需求恢复情况,结构升级的幅度或将成为今年业绩的主要贡献来源;同时可关注下半年可能到来的非现饮渠道瓶装产品的提价情况。

### 啤酒重点公司经营情况更新: 青岛啤酒、重庆啤酒

**青岛啤酒:** 尽管在完成全年销量目标上面临较大压力,但据我们了解公司并未调整全年销量目标,且已于 5 月中召开大会下达了销量追赶任务。我们判断近期出货量的快速增长主要系补库存及压货所致,同时山东、华北、华东等地区消费需求的快速复苏将有效消化部分增量。由于 6 月起啤酒销售进入旺季,且外部消费环境趋于稳定,我们判断未来销量将逐月向好,并在公司销售活动、追赶策略的引导下出现同比提升;但全年看完成销售目标压力仍大,后续餐饮终端的经营环境仍有较大不确定性,有待后续持续跟踪终端需求复苏情况。

**重庆啤酒:** 乌苏捆绑新疆餐厅、烧烤场景居多,非现饮渠道销售占比相对较低,更为依赖旺季销售情况。得益于公司推行的大城市计划,销售市场分布 76 个大城市,因此个别地区受到管控给公司整体带来的影响较小,销量情况相对稳定。随着上海逐步恢复堂食,各地迎来平稳的消费环境,消费者在心理上的放松亦会对消费意愿造成正向影响,预计公司销量有望实现逐月的环比改善。

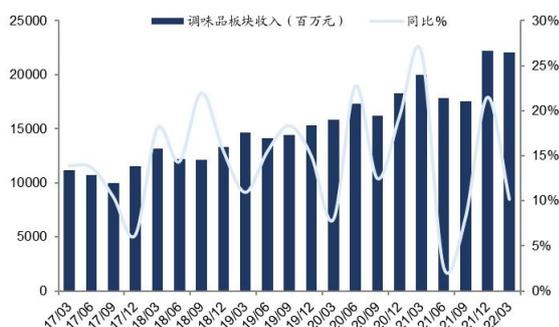
在“扬帆 27”五年计划的指引下,公司新增空白市场的同时亦加大了现有市场除乌苏外其他产品的渗透率,但新增空白市场亦加大了产品运输的路程,叠加油价上涨带来额外的运费支出。在成本高企的影响下,毛利率想要实现上涨将面临不小的阻力,下半年需重点关注除乌苏外其他产品的渗透率,以及产品结构进一步优化幅度。

## 调味品：至暗时刻已过，关注需求恢复与成本下行带来的业绩弹性

上半年需求疲软+成本上行，板块业绩承压明显

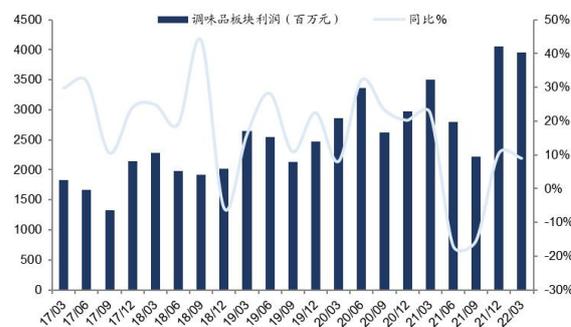
疫情影响下餐饮消费场景缺失叠加成本大幅上行，调味品板块上半年业绩承压明显。2022年Q1调味品板块收入220.4亿元，同比+10.18%；2022年Q1调味品板块利润39.5亿元，同比+12.7%。1Q22调味品板块收入环比有所放缓主要系：1) 1Q21基数较高；2) 3月份以来部分地区疫情持续反复，餐饮消费场景受损，动销承压。毛利率方面，2021年调味品板块毛利率30.30%，同比下滑2.95pct，单Q4环比上升2.29pct。1Q22毛利率为31.84%，同比+0.82pct，环比+1.57pct，由于Q4多数企业采用提价应对成本压力且成本并未出现进一步上涨，因此4Q21-1Q22毛利率环比有所提升。但由于Q2成本上涨势头虽有放缓但仍维持高位，预计板块2Q22毛利率仍将继续承压。

图9：调味品板块单季度收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

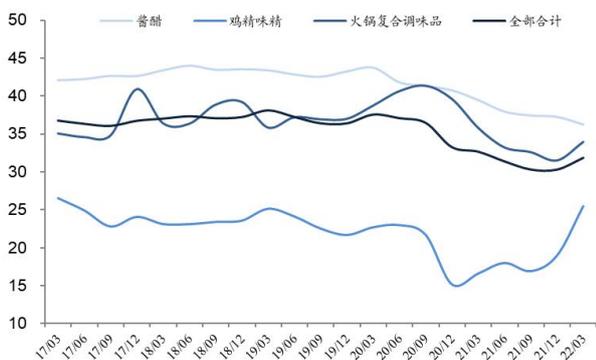
图10：调味品板块单季度利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

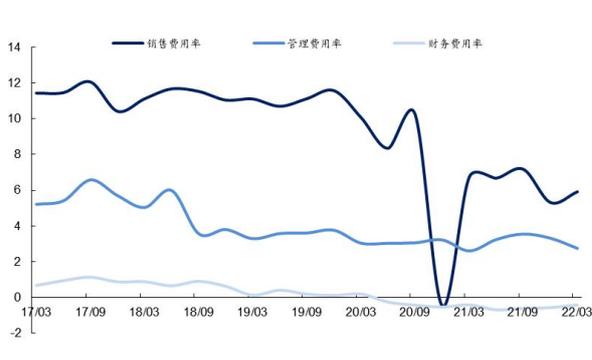
行业竞争略有趋缓，但销售费用率仍维持在高位。销售费用方面，2021年调味品板块整体销售费用率6.40%，同比下滑0.41pct，2022Q1板块整体销售费用率5.91%，同比下滑0.82pct。销售费用率同比下滑主要系多数企业启用新的会计准则，运费及包装费在确认在成本中；但由于4Q21-1Q22主要企业费用投放有所收缩，因此销售费用率环比有所提高。其中火锅调味料板块销售费用率11.51%，同比提升3.08pct，主要系区域龙头企业积极渠道扩张与品牌建设，同时促销费用有所增加所致。

图11：调味品板块毛利率走势 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：调味品板块单季度费用率走势 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 行业基本面已触底，关注需求恢复与成本下行带来的业绩弹性

团购平台间竞争更加规范，调味品龙头加强应对，冲击边际减弱。客观看，当前疫情仍有扰动，消费需求仍显疲软，但行业内主要上市公司业绩已于 21Q2-Q 3 陆续触底。展望明年，疫情和消费恢复仍存在不确定性，但社区团购冲击和渠道高库存等压力，边际上有所减轻。下半年开始，一方面国家陆续出台限制不正当竞争的政策，规范社区团购发展，另一方面，由于经营遇到困境，中小型社区平台已陆续推出市场，目前平台间竞争已更加规范。同时，调味品龙头企业也已开始积极拥抱社区渠道，企业已探索出了跟社区团购的多种合作方式，并研发生产了社区团购的定制款产品，渠道利润和渠道信心逐渐修复，新兴渠道的直接冲击边际有所减弱，传统渠道库存也已恢复至良性水平。

表2：主要调味品厂商与社区团购平台合作情况

时间	企业	合作方式及产品布局
2021 年 2 月	李锦记	指定经销商做，精选、薄盐生抽等大单品均有上架，多采取 1L 以上的大包装
2021 年 5 月	海天味业	指定经销商、指定产品做，核心大单品如：味极鲜、金标生抽、上等蚝油等大单品均有布局，并推出 1.28L、1.9L 等差异化规格产品
2021 年 6 月	恒顺醋业	指定经销商、指定产品做，多以线下销售的香醋产品为主
2021 年 6 月	千禾味业	指定经销商、指定产品做，主推高性价比产品，零添加、高鲜产品均有布局，高鲜酱油以 1.8L、2.8L 为主

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

展望 2022 年下半年：由于 2021 年下半年板块主要公司经营承压明显，因此调味品企业报表端基数较低，随着各地疫情得到有效控制，我们预计终端消费需求将在下半年迎来回暖，若成本出现明显拐点，则调味品企业业绩弹性将得到明显增厚，因此我们建议关注调味品企业经营边际改善机会。具体到标的，我们认为可以从两个方向来做选择标的：

**主线一：**首先可以选择提价传导顺利且中长期竞争优势突出、行业地位稳固的龙头公司，如海天味业、安琪酵母等；

**主线二：**公司处在全国化扩张的高增长阶段，同时受益于低基数和提价，利润有望实现明显增厚，如涪陵榨菜、天味食品等。

表3：调味品板块 2021Q4 及 2022Q1 业绩概览

证券简称	2021 Q4				2022 Q1			
	营业收入 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 (亿元)	YOY (%)	营业收入 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 (亿元)	YOY (%)
海天味业	70.10	22.85	19.63	7.19	72.10	0.72	18.29	-6.36
中炬高新	17.04	29.70	3.75	68.93	13.47	6.63	1.58	-9.46
恒顺醋业	5.34	-6.01	-0.16	-118.70	5.72	10.58	0.77	-2.07
加加食品	5.59	13.00	-0.82	-322.77	5.15	1.11	0.01	-97.79
千禾味业	5.70	20.95	0.89	-594.17	4.82	0.93	0.55	38.47
涪陵榨菜	5.63	18.74	2.38	45.75	6.89	-2.88	2.14	5.39
安琪酵母	30.81	22.91	2.91	-10.06	30.32	14.14	3.13	-29.30
仲景食品	1.99	11.15	0.12	-45.39	1.99	-3.96	0.17	-58.46
梅花生物	65.52	31.74	10.24	528.42	67.12	26.45	11.59	183.71
*ST 莲花	4.85	9.06	0.08	-65.11	4.17	0.72	0.15	32.80
佳隆股份	0.69	-24.98	0.08	-43.95	0.55	-12.70	-0.02	-171.04
安记食品	1.49	11.20	0.10	-29.71	1.09	-16.46	0.03	-78.52
天味食品	6.28	-25.22	1.04	136.78	6.29	20.60	1.00	25.27
日辰股份	0.98	24.25	0.25	13.50	0.75	7.11	0.14	-7.51

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

中长期看，我国调味品市场仍有扩容空间，预计未来五年行业增速 7.2%。根据我们的测算，2020 年我国调味品市场规模为 4929.5 亿元，过去 5 年 CAGR 为 8.5%，而伴随着消费升级和城镇化率提升，我国调味品行业未来量价仍将保持稳健增长趋势，行业量增主要看餐饮扩容和品类创新，价增则看通胀压力及产品结构升级。根据欧睿的预测，调味品零售端人均支出将从 2020 年 103.6 元/人提升到 2025 年 131.7 元/人，据此我们预计 2025 年我国调味品行业整体市场规模将提升到 6974.0 亿元，未来 5 年复合增长率约为 7.2%。

表 4：调味品行业规模预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
欧睿零售口径市场规模（亿元）	1,206.4	1,301.3	1,449.9	1,489.6	1,574.3	1,662.0	1,752.1	1,844.2
中国人口数量（亿人）	13.9	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
调味品零售端人均支出（元/人）	86.6	93.1	103.6	106.4	112.4	118.7	125.2	131.7
调味品零售端人均支出增速%	8.3%	7.5%	11.2%	2.7%	5.7%	5.6%	5.4%	5.3%
城镇人口占比%	59.6%	60.6%	61.6%	62.5%	63.5%	64.5%	65.5%	66.5%
城镇居民零售端调味品人均支出（元/人）	126.3	135.7	151.0	155.1	163.9	173.1	182.5	192.0
农村居民零售端调味品人均支出（元/人）	42.7	45.9	51.0	52.4	55.4	58.5	61.6	64.9
城镇人口零售端调味品支出（亿元）	1,047.9	1,149.7	1,302.1	1,357.3	1,457.4	1,562.9	1,673.2	1,788.0
农村人口零售端调味品支出（亿元）	240.1	252.5	274.2	275.1	283.0	290.6	297.7	304.2
调整后的调味品零售市场规模（亿元）	1,288.1	1,402.2	1,576.3	1,632.4	1,740.4	1,853.5	1,970.8	2,092.2
根据零售占比换算的调味品总规模（亿元）	4,293.6	4,674.0	4,925.9	5,265.7	5,706.2	6,178.2	6,569.5	6,974.0
调味品市场规模增速%	9.8%	8.9%	5.4%	6.9%	8.4%	8.3%	6.3%	6.2%

资料来源：Euromonitor、Wind、国信证券经济研究所预测

当下行业竞争格局仍较为分散，龙头仍然大有可为。根据欧睿数据，2020 年调味品零售渠道 CR10 为 25.6%，竞争格局非常分散，其中海天市占率排名第一，份额为 6.9%，李锦记、老干妈、雀巢、美味鲜份额分列 2-5 位，市占率为 3.3%、3.2%、2.8%、2.3%。此外，我们在上述测算调味品市场规模的基础上，考虑各渠道环节的利润，测算出 2020 年调味品市场规模（出厂口径）为 3460.4 亿元，由此可以得出海天 2020 年出厂全口径的份额为 6.6%，作为龙头的海天味业依旧大有可为，市占率仍有较大提升空间。虽然今年的渠道变化给了中小品牌一定喘息机会，但由于社区团购货架 SKU 少，反而意味着品牌商的集中度将更高，中长期社区团购平台仍需要依靠大品牌的核心单品进行引流，调味品龙头市占率仍将持续提升。

图 13：2020 年零售渠道市场份额

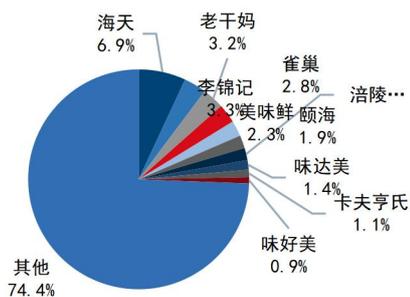


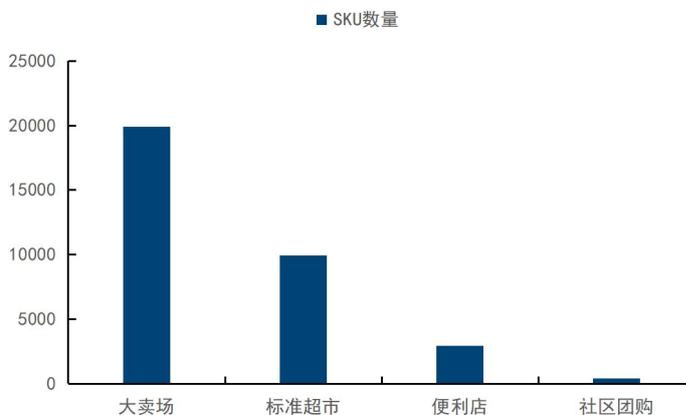
图 14：2009-2020 年海天在调味品行业中份额持续提升



资料来源: Euromonitor, Wind, 国信证券经济研究所整理

资料来源: Euromonitor, Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 社区团购平台 SKU 数量与商超、流通渠道 SKU 数量对比



资料来源: 第一财经、国信证券经济研究所整理

### 调味品重点公司点评：海天味业、天味食品、涪陵榨菜

**海天味业：业绩承压明显，需求与成本拐点已现。**虽然疫情阻碍了需求恢复及成本持续上涨导致调味品行业景气度下行及公司1Q22业绩承压，但海天龙头地位和竞争优势依旧明显，行业下行周期时抗风险能力差的中小企业将加速出清。公司层面，面对外界环境的变化，龙头海天内部也发出“逆境搏杀”的号召，全体员工眼光朝内、刀刃向己，公司也在不断调整产品、品牌及渠道策略，未来将继续通过加快市场转型、降本增效、加强研发和推广等方式，进一步挤压竞品份额，市占率有望逆势提升。目前原材料成本上涨已放缓，并且多地疫情已得到有效控制，行业需求逐渐恢复，建议关注调味品龙头改善型投资机会。

**天味食品：渠道优化驱动业绩显著改善，2022年业绩弹性可期。**公司近年来持续对员工激励与渠道进行优化调整，2021年开始销售人员薪酬持续提高，2022年销售人员基本工资占比将从3成提高至7成，销售积极性得到显著提振。另外，过去两年公司经销商开拓较快，部分小商经营实力与公司发展不匹配，公司今年开始逐步梳理经销团队，资源逐渐向当地大商倾斜；并针对过往出现的窜货问题，公司加强买赠促销的审核和窜货管控，目前渠道已重回健康。在行业竞争趋缓和费用收缩的背景下，我们看好天味2022年的业绩释放。

**涪陵榨菜：采购成本下降，利润弹性可期。**榨菜2022Q1实现营收6.9亿元，同比-2.9%；实现归母净利2.1亿元，同比+5.4%。由于2021年高基数+提价影响部分销量，预计公司1月收入同比有所下滑。目前公司渠道库存在8周左右，比历史平均偏高一些。我们预计22年公司青菜头收购价为800元/吨，1月份公司已经开始执行新收购价格，预计Q2起成本端有望大幅下降。我们认为，2022年公司受益于提价、成本下降和费用收缩，利润弹性有望充分释放。

## 速冻食品：疫后需求逐渐恢复，油脂价格出现回落，企业盈利能力有望改善

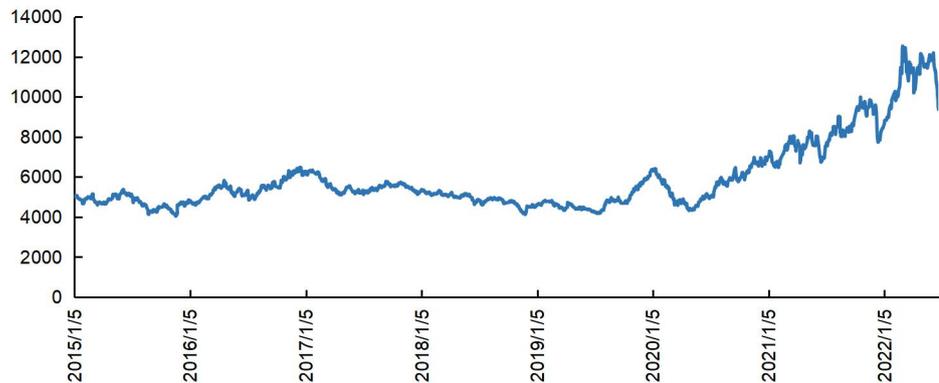
### 疫后餐饮消费场景逐步恢复，利好 B 端企业

回顾 22 年上半年，Q1 在春节提前、疫情反复、天气等的影响下，主要速冻食品增速有所放缓；此后，3 月下旬疫情在全国多地点状爆发后，4 月为全国疫情最严重时期，5/6 月疫情逐步缓解，纵观 Q2，疫情扰动以及疫后恢复成为 Q2 市场关注的焦点。展望 Q2，三全食品、克明面业等受益于疫情，预计业绩表现亮眼；随着疫情逐步恢复，如安井食品、千味央厨、立高食品等 B 端收入占比较高的企业有望迎来边际改善，值得重点关注。

### 棕榈油价格出现下行，企业能力有望修复

6 月 24 日大连商品交易所的棕榈油期货结算价为 9108 元/吨，相比于 3 月峰值下降约 28%，主要系印尼为胀库压力，鼓励棕榈油出口（此前为限制出口）叠加美联储加息影响，马来西亚棕榈油价格有望回落，企业成本端压力有望缓解，盈利能力有望逐步修复，建议重点关注立高食品等油脂成本占比较高的企业。

图 16: 期货结算价(活跃合约): 棕榈油 (元/吨)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

### 速冻食品重点公司点评：立高食品、安井食品

**立高食品：**受益于疫后烘焙消费场景恢复及油脂价格回落趋势，基本面有望逐步修复。由于公司下游主要为商超、烘焙门店等 B 端客户，随着疫情缓解，烘焙消费场景逐渐恢复，公司 5/6 月营收环比改善，预计 Q2 营收增长约 10%。成本端，油脂约占公司总成本的 20%，随着棕榈油价格的回落，公司盈利能力有望逐步修复；且公司已成立油脂公司，全产业链布局有望提高公司平滑上游成本波动的能力并保障上游原材料供应。立高食品是国内冷冻烘焙行业的绝对龙头，随着疫后烘焙消费场景的恢复以及油脂成本的回落，公司基本面在 22 年下半年有望逐步改善；中长期看，疫情加速冷冻烘焙食品在 BC 端的渗透，利好行业发展，公司发展逻辑不变，建议重点关注。

**安井食品：B 端业务恢复、成本端压力减小、控费提效，Q2 稳增长可期。**随着物流和 B 端需求的恢复，公司主业逐月改善，冻品先生持续高增长，预计 Q2 公司营收有望实现 30%+ 增长；提价顺利传导叠加同期低基数，预计利润端表现更佳。公司作为中国速冻食品行业龙头企业，通过持续的产品创新和渠道深耕，速冻火锅料和速冻面点业务有望维持稳定增长，凭借丰富的行业经验、显著的渠道优势，预制菜业务亦处于高速成长期，值得重点关注。

## 休闲食品：同期低基数叠加自身经营改善，Q2 业绩有望回暖

### 同期低基数&经营改善&成本下行，企业基本面边际逐步改善

回顾 22 年上半年，在春节错期和同期高基数的影响下，企业 1、2 月份业绩承压，3 月中下旬疫情在全国多地点状爆发，对休闲食品的终端动销亦产生一定影响，叠加成本端压力，休闲食品企业 Q1 业绩普遍承压。看 Q2，随着终端需求的恢复，企业精耕渠道、组织调整、控费提效等经营改革效果有望逐步显现，叠加同期低基数，业绩有望回暖。成本端，棕榈油价格出现回落，甘源食品等油脂用量大且提价顺利的企业有望逐步释放业绩弹性。建议关注提价顺利带动盈利能力提升的洽洽食品，口味坚果和安阳新品推出后有望放量的甘源食品。

### 休闲食品重点公司点评：甘源食品、洽洽食品

**甘源食品：新品铺货稳步推进，Q2 有望释放业绩弹性。**目前公司的渠道拓展和新品铺货工作有序进行：①散装柜升级和下沉工作稳步推进，下半年疫情缓解后，有望提速；②全国商超会员店基本谈完，产品已进入家乐福、麦德龙、盒马等，疫情缓解后，后续营销工作也有望逐步落地；③其他渠道如零食很忙等零食专卖店以及便利蜂等便利店也已成功进入，未来合作有望逐步深入。从出货量来看，Q2 公司代工产品出货稳定，口味型坚果预计出货约 1000+ 万，河南新品出货 2000+ 万，由于去年同期受终端动销疲软及提价的影响，基数较低，预计 Q2 营收有望实现 50% 左右的增长，同时净利率相比 Q1 有所提升。我们认为公司兼具短期弹性与长期空间，值得重点关注。

**洽洽食品：业绩弹性逐步释放，全年看业绩确定性较强。**Q2 疫情下公司小幅受益于居家消费，预计营收增速约 25%，考虑提价顺利传导和控费提效措施，Q2 利润端表现有望更佳。展望 2022 年，我们认为公司的业绩确定性也比较强，主要系①成本压力可控：公司于 2021 年 10 月的提价已顺利传导至终端，且公司已于春节前采购约 60% 全年用量的葵花籽原材料，虽采购成本小幅上涨，但整体可控，提价预计基本能够覆盖价格上涨；②量增空间较大：瓜子业务方面，随着渠道下沉、蓝袋瓜子/葵珍占比提升、海外业务拓展尚有较大成长空间；坚果业务方面，增速较快的社区店、生鲜店、水果店等渠道尚有 70% 以上的拓展空间，预计未来 2-3 年内仍能维持较高速增长；③盈利能力尚有提升空间：随着营收体量扩大、产品结构升级、生产效率提高以及产业链协同效应加强（坚果自产率提高），公司盈利能力仍有进一步提升的空间。

### 其他重点公司点评：承德露露、妙可蓝多

**承德露露：新品落地，推广效果值得期待。**受疫情及同期高基数的影响，预计公司 Q2 营收有所下滑，同时去年上半年由于锁价未收成本上涨的影响，故 Q2 利润端亦承压。公司新品已于 5 月底落地，产品包括根据南方人口味改造的经典低糖

核桃露和杏仁露，目前已在线上销售（京东自营等），线下也即将开始销售，优先向华东、西南市场推出。营销方面，公司拟通过新媒体渠道，如抖音、小红书、直播等方式加强宣传。公司是中国杏仁露绝对龙头企业，品牌势能强、北方市场根基深厚，新董事长沈志军上任后，各项改革措施有序落地，经营趋稳，新品推出效果值得关注。

**妙可蓝多：疫情促进家庭端奶酪产品的渗透，低温奶酪动销稳健，常温奶酪渠道拓展工作稳步推进。**低温方面，公司今年将加大高端奶酪棒（金装、梦可宝、零添加等）和奶酪片的销售力度，全年目标做到高端奶酪在低温中占比 20%；奶酪片预计今年 9 月份完成全国铺货，全年销售目标 5 亿。常温方面，渠道拓展稳步推进中，全年百万终端的拓展计划不变。预计 Q2 公司营收环比增长，利润端，虽然疫情影响下运费有所上升，但公司优化促销、广告等费用投放，预计利润表现会好于营收。全年来看，公司将兼顾营收与利润，通过收缩渠道费用和广告费用、在销售人员 KPI 中设置相关考核指标等措施，公司全年净利率有望改善。妙可蓝多是中国奶酪市场绝对龙头，在渠道、品牌、产品等方面领先竞争对手，公司未来将进一步通过 1+N+X 的产品战略拓宽奶酪的消费场景和消费人群，成长空间有望逐步打开，值得重点关注。

## 投资建议：把握疫后需求复苏带来的投资机会，关注中报催化行情

### 白酒投资策略：基本面改善趋势确立，龙头业绩确定性强

综合来看，前期疫情扰动未动摇全年销售根基，白酒板块基本面具备较强支撑，确定性溢价开始凸显。端午过后前期的市场担忧有一定解除，伴随着市场情绪回暖，估值有望逐步修复。展望下半年，基本面信心仍强，板块布局价值依旧凸显。近期白酒板块波动较大，我们认为主要系在宏观经济和 3 月以来疫情变化有一定风险和行业环比平稳降速的大背景下，市场对消费需求有一定担忧，板块受情绪和资金面等因素影响短期估值有所承压。这一背景下，市场对业绩表现更为敏感，经营良好、业绩确定性强的标的是配置优选。中长期看，我们对白酒行业景气度仍持乐观态度，白酒公司成长空间仍广，业绩稳定仍强，且当下估值具备较高性价比，继续坚定推荐，建议逢低布局。

展望明年，投资主线仍为业绩成长，业绩确定性及中长期成长性兼具的行业龙头仍是重点推荐标的。建议把握三条投资主线：

1) **成长空间最广、业绩确定性最强、估值性价比高的高端酒。**高端酒需求稳健背景下，2022 年茅台受益茅台酒基酒充足和系列酒产能释放，量增有望提速。五粮液明年计划外提价有望带动吨价和利润率提升，超高端战略单品经典五粮液逐步放量。老窖股权激励落地进一步激发内生势能。目前茅台 2022 年市盈率在 40 倍左右，估值相对具备一定性价比，五粮液和老窖 2022 年市盈率在 30-35 倍左右，中长期配置价值凸显。

2) **受益消费回暖、全国化扩张仍在进程中的次高端酒。**汾酒青花延续高增，玻汾势头仍强，明年有望继续快速增长。酒鬼内参开启全国化放量，酒鬼系列恢复性增长，明年全国汇量式高速增长有望延续。舍得发展势头正猛，区域招商下沉稳步推进，明年高增亦可期。

3) **基地市场支撑强、产品结构升级和边际改善趋势明显的地产酒。**徽酒产品升级势头迅猛，叠加内生体制改善，整体动销已起势，龙头古井最先受益，口子跟

随向上。洋河改革红利正释放，梦 6+成功占位 600 元价格带实现全国化放量，水晶梦和天之蓝升级换代也步入正轨，明年业绩有望继续稳健增长。

**重点个股推荐：**持续推荐竞争格局最优、需求刚性最强、基本面确定性最高的高端酒龙头贵州茅台、五粮液、泸州老窖；同时重点推荐业绩弹性持续释放的次高端酒山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业以及边际改善逻辑较强的古井贡酒、口子窖、洋河股份。

### 大众品投资策略：需求复苏背景下，成本下降或带来超预期表现

21 年及 2022 年上半年，受高基数、疫情管控、渠道变革（社区团购冲击）、需求疲软、成本上行等多重因素影响下，食品板块经历至暗时刻。然而站在当下时点，我们建议从疫后修复和成本回落两条主线来把握大众食品板块的投资机会：

**从疫后修复角度来看：**餐饮消费复苏趋势确定，餐饮供应链、啤酒、卤制品需求弹性较强。5 月以来随着全国每日新增确诊数下降，防疫措施对出行限制边际减弱，疫情对消费场景、消费渠道约束逐步下降，叠加全国和各省市区刺激消费政策出台，线下消费开始企稳回暖。虽然目前出行和餐饮恢复节奏在收入效应和常态化核酸等防控手段影响下动能略有不足，但改善趋势不变，下半年与餐饮和线下消费场景强相关的餐饮供应链、啤酒、卤制品等板块需求弹性持续释放有望带动基本面改善。

**从成本回落的角度来看：**一方面，当前行业成本压力普遍较高，但部分标的由于其自身原材料价格周期与大宗周期有所错位，成本上涨压力总体可控；另一方面，近期原材料价格上涨趋势趋缓，部分原料（棕榈油等）价格近期有所松动，未来价格若持续下行，原料成本占比高的标的业绩将得到明显增厚。因此建议首先关注/成本上涨可控且收入端相对稳健且成本回落确定性强的标的。

**重点个股推荐：**重点推荐疫后复苏业绩弹性大的青岛啤酒/绝味食品/安井食品；今年受成本上涨影响较小且需求稳定的涪陵榨菜/洽洽食品；成本回落预期下弹性大的立高食品/甘源食品/安琪酵母。同时我们继续看好啤酒、速冻食品、乳制品、调味品、休闲食品等板块龙头的中长期发展机会，建议关注高端化、全国化加速推进的重庆啤酒；随着原奶价格回落，利润弹性逐渐开始释放的伊利股份；空间广阔、有望通过常温奶酪棒打开成长空间的妙可蓝多。

## 风险提示

宏观经济不达预期，疫情持续反复，食品安全问题。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032