

食品饮料

报告日期：2023年03月26日

## 需求修复成本下行，重视业绩兑现投资机会

### ——大众品 23Q1 业绩前瞻专题报告

#### 投资要点

- **啤酒**：高端化升级加速，23Q1 低基数下销量弹性可期；包材成本下降，23H1 成本弹性可期。预计青啤、重啤 23Q1 收入/业绩增速分别为 15%/7%、23%/16%。
- **休闲零食**：低基数叠加渠道变革红利，23Q1 或保持良好增长。预计 23Q1 洽洽食品/劲仔食品收入增速分别为 10%/35-40%。
- **速冻食品**：23Q1 餐饮消费显著恢复，预期板块稳健增长。预计 23Q1 安井食品/千味央厨/巴比食品收入增速分别为 30%/20%-25%/7%。
- **乳制品**：原奶成本紧平衡，需求有待逐季恢复。预计 23Q1 伊利股份/妙可蓝多收入增速分别为同比增长/持平或略降。
- **调味品**：餐饮需求恢复+成本高位回落+产品升级趋势明显，板块基本面开始修复。预计 23Q1 海天味业/日辰股份/千禾味业/中炬高新/涪陵榨菜/天味食品/安琪酵母收入增速分别为 3%/23%/38%/9%/3%/22%/11%。
- **烘焙**：终端需求恢复+棕榈油等原材料价格持续下行，预计 23Q1 企业毛利率边际修复，业绩同比改善。预计南侨食品/立高食品/海融科技收入增速分别为 10%/20%/个位数。
- **卤制品**：门店加速拓展，单店修复超预期，静待成本下行改善盈利水平。预计 23Q1 绝味食品收入增速为 11%。
- **软饮料**：日常生活常态化促使消费场景恢复，动销水平逐渐步入正轨，未来增长可期。预计 23Q1 东鹏饮料/李子园收入增速分别为 26%/25%。

#### 投资建议

- 重视当前修复窗口期，积极布局大众品投资机会。当前我们认为大众品板块在疫后的修复过程中正在演绎三大阶段的投资机会：
  - 1) 在疫后防控全面放开后，板块带来整体的估值和预期的修复；
  - 2) 伴随消费场景的修复，终端数据持续恢复，表现亮眼，行业  $\beta$  性机会显著；
  - 3) 在当前阶段，我们认为应重视  $\alpha$  机会，即重点把控数据恢复可持续以及边际改善明显、处在持续复苏的标的，并重点提示啤酒板块和休闲零食板块的投资机会。
- 我们认为当前大众品板块正在经历第三阶段的机会，投资主线如下：
  - 1) **赛道高景气维度下带来整体板块机会，重点提示休闲零食板块及啤酒板块。**  
休闲零食板块 23 年仍处于渠道变革红利期，业内企业通过新渠道的布局和拓展以及新品类的开拓带来业绩的快速增长；啤酒板块 23 年高端化大周期加速演绎，气温回暖较早或导致旺季提前到来，驱动业绩超预期。涉及标的：盐津铺子、劲仔食品、华润啤酒、青岛啤酒。
  - 2) **需求上行成本下行主线下的投资机会重点提示烘焙、餐饮供应链、乳品和保健品板块的机会。**伴随 23 年终端需求回暖，此前受疫情影响严重的板块需求有望快速恢复，同时 23 年大众品大部分原材料价格持续下行带来利润端的修

#### 行业评级：看好(维持)

分析师：杨骥  
执业证书号：S1230522030003  
yangji@stocke.com.cn

分析师：孙天一  
执业证书号：S1230521070002  
suntianyi@stocke.com.cn

分析师：杜宛泽  
执业证书号：S1230521070001  
17621373969  
duwanze@stocke.com.cn

#### 相关报告

- 1 《23Q1 白酒表现平稳，业绩确定性较强》 2023.03.19
- 2 《口子窖股权激励落地，关注季报行情——食品饮料周报（2023年3月第3期）》 2023.03.19
- 3 《白酒表现平稳，继续强调啤酒板块投资机会——食品饮料周报（2023年3月第2期）》 2023.03.12

复。涉及标的：烘焙板块（南侨食品、立高食品、海融科技）、餐饮供应链（千味央厨、日辰股份、安井食品）、乳制品板块（伊利股份、妙可蓝多、新乳业）、保健品板块（仙乐健康）和安琪酵母。

- 3) **依托于事件驱动，标的具备潜在催化的投资机会。** 涉及标的：中炬高新、莱茵生物。

## 正文目录

<b>1 大众品：餐饮领头发力需求向好，部分原材料趋势下行</b>	<b>5</b>
<b>2 子板块：23Q1 消费场景恢复，成本压力有待释放</b>	<b>7</b>
2.1 啤酒：现饮场景恢复加速高端化，低基数下弹性可期	7
2.2 休闲零食：仍处在渠道变革红利期，业绩有望保持良好增长	7
2.3 速冻：23Q1 餐饮消费显著恢复，预计板块稳健增长	7
2.4 乳制品：原奶成本紧平衡，需求有待逐季恢复	7
2.5 调味品：零添加拉动行业升级，需求复苏下企业表现分化	7
2.6 烘焙：需求修复叠加成本下行，23Q1 业绩将略有改善	7
2.7 卤制品：Q1 开店加速，静待成本改善	8
2.8 软饮料：场景修复带来需求的恢复，23Q1 业绩有望实现较好增长	8
<b>3 重点公司跟踪</b>	<b>9</b>
3.1 青岛啤酒：23Q1 低基数，销量有望迎较快增长	9
3.2 重庆啤酒：渠道尚处调整期，23Q1 增长稳健	9
3.3 洽洽食品：高基数影响下预计增速略有放缓	10
3.4 劲仔食品：大包装放量新渠道拓展顺利，Q1 预计保持高增	10
3.5 海融科技：高基数下预计业绩保持增长	10
3.6 南侨食品：贝果放量带来新的增量，23Q1 经营稳健	10
3.7 安井食品：23Q1 冻品主业稳健，预制菜肴高增	10
3.8 千味央厨：23Q1 稳健修复，全年产品+渠道+产能多点发力弹性足	10
3.9 巴比食品：23Q1 业绩表现平稳，期待 23H2 弹性表现	10
3.10 妙可蓝多：23Q1 C 端动销或逐步改善，B 端高增有望延续	10
3.11 伊利股份：23Q1 动销良好，年内或逐季改善	11
3.12 海天味业：经营稳健，逐步修复	11
3.13 日辰股份：餐饮业务复苏，客户开发持续推进	11
3.14 千禾味业：零添加动销超预期，传统渠道开发加快	11
3.15 中炬高新：基本面有望加速改善，股权实控变更落地可期	11
3.16 涪陵榨菜：主品类动销改善，新品类推广上市	11
3.17 天味食品：1-2 月份经营符合预期，3 月迎来小龙虾铺市旺季	11
3.18 安琪酵母：23Q1 需求修复，海外增速快于国内	12
3.19 立高食品：需求回暖叠加成本下行，业绩边际改善	12
3.20 绝味食品：主业加速修复，龙头势能不改	12
3.21 东鹏饮料：场景修复带来业绩的良好增长	12
3.22 仙乐健康：中国区欧洲区需求回暖，23Q1 收入高增	12
3.23 李子园：23Q1 表现平稳向好，看好成本下行趋势下全年利润弹性	12
3.24 莱茵生物：订单加速释放，预计实现较快速增长	12
3.25 路德环境：23Q1 产能落地，期待 Q2 放量带来业绩高增	12
<b>4 投资建议</b>	<b>13</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>13</b>

## 图表目录

图 1: 宏观经济形势稳定, 22Q4 GDP 增速保持平稳.....	5
图 2: 需求端改善良好, 制造业与商业活动 PMI 重回景气区间.....	5
图 3: 2023 一、二月社零数据回升, 消费回暖餐饮收入同比高增.....	5
图 4: 疫后经济稳步恢复, 消费者信心逐月提振.....	5
图 5: 大众品主要原材料成本.....	6
图 6: 大众品重点公司 Q1 前瞻预测一览表.....	9

## 1 大众品：餐饮领头发力需求向好，部分原材料趋势下行

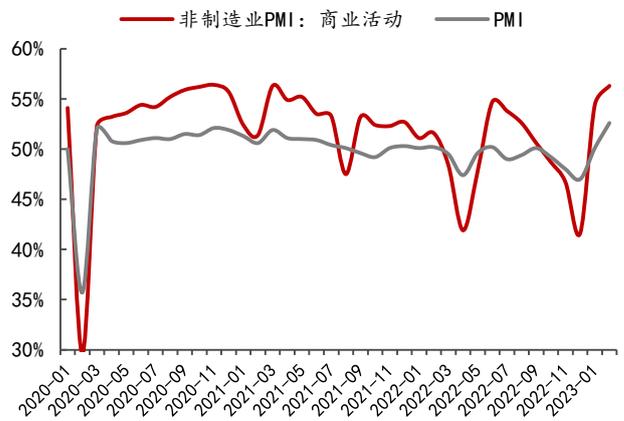
消费需求触底回升伴随信心进一步提升，餐饮端改善较为显著。22Q4 GDP 增速保持平稳（当季同比+2.9%），需求端改善良好，制造业与商业活动 PMI 指数均反弹突破并维持在荣枯线之上，两指数一、二月数据分别为 50.1%/54.4%、52.6%/56.3%。23Q1 随着疫情对消费需求的压力逐步出清，叠加春节期间基于返乡热潮和消费场景复苏带来的大众品动销的优秀表现，1-2 月社会消费品零售总额 7.71 万亿元，同比由负转正（+3.5%）扭转 22Q4 下降趋势，其中餐饮/商品零售收入同比分别增长 9.2%/2.9%。消费者信心指数从 22 年 4 月至 12 月低位徘徊九个月于 23 年 1 月突破回到 90 以上，社会消费意愿有所增强。

图1：宏观经济形势稳定，22Q4 GDP 增速保持平稳



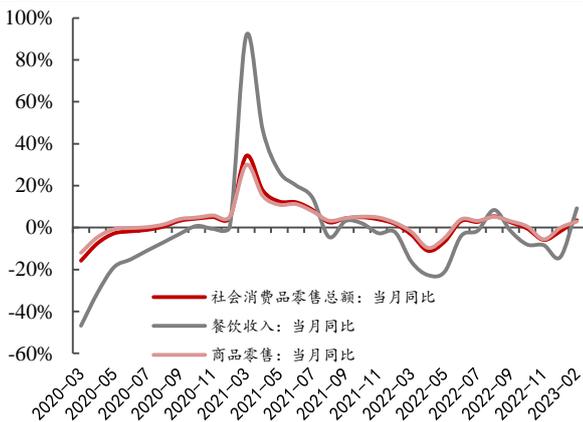
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图2：需求端改善良好，制造业与商业活动 PMI 重回景气区间



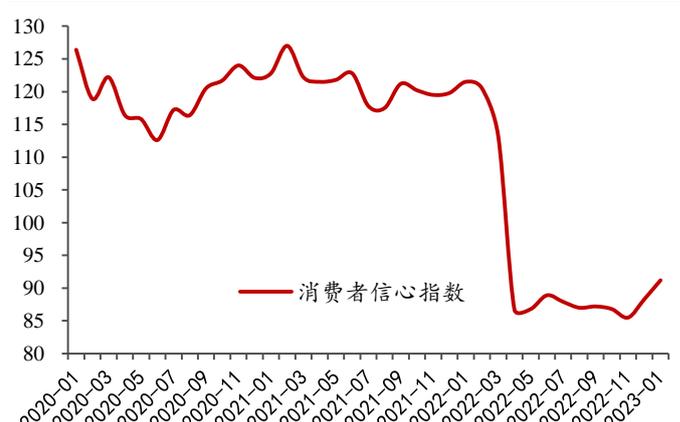
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图3：2023 一、二月社零数据回升，消费回暖餐饮收入同比高增



资料来源：WIND、国家统计局、浙商证券研究所

图4：疫后经济稳步恢复，消费者信心逐月提振



资料来源：WIND、浙商证券研究所

主要原材料价格略有上涨，部分原料成本呈现较大跌幅。年初至今，鸡肉、面粉、白糖价格出现小幅上涨，猪肉价格已有一定幅度的上涨，大麦价格涨幅明显。大豆、油脂价格结束连续上升趋势开始回调；生鲜乳、鱼糜、PET 切片价格延续小幅下跌趋势；玻璃、瓦楞纸、铝、棕榈油、大包粉价格出现较大跌幅且呈现加速下跌状态。预计 23 年作为生物柴油

的棕榈油价格将随夏季欧洲能源危机的缓解持续下降；原奶价格紧平衡；猪肉价格或逐季升高，判断全年均价高于 2022 年。

图5：大众品主要原材料成本

板块	啤酒板块				休闲零食		烘焙板块			卤制品				
	大麦	铝	玻璃	瓦楞纸	开心果 (未去壳)	去壳夏威夷米	棕榈油	白砂糖	面粉	鸭脖	鸭舌	鸭翅	鸭掌	锁骨
2022年1月	28%	43%	3%	-3%	68%	24%	55%	8%	25%	17%	28%	-21%	18%	-3%
2022年2月	22%	34%	13%	-8%	-9%	200%	59%	7%	23%	9%	22%	-19%	24%	-13%
2022年3月	26%	33%	-5%	-10%	-88%	92%	64%	7%	28%	10%	19%	-16%	25%	-14%
2022年4月	23%	15%	-10%	0%	-83%	55%	90%	9%	29%	18%	26%	-6%	50%	2%
2022年5月	27%	11%	-32%	-9%	49%	9%	80%	5%	31%	16%	15%	-5%	41%	-8%
2022年6月	23%	4%	-36%	-12%	-6%	46%	26%	7%	30%	18%	13%	-5%	39%	-6%
2022年7月	14%	-7%	-48%	-15%	33%	78%	13%	5%	30%	19%	7%	-2%	49%	-9%
2022年8月	35%	10%	-45%	19%	61%	207%	3%	2%	32%	24%	7%	10%	64%	10%
2022年9月	34%	20%	-39%	20%	49%	18%	-23%	1%	31%	35%	22%	16%	86%	-3%
2022年10月	29%	13%	-34%	29%	53%	62%	19%	0%	40%	33%	45%	25%	79%	-2%
2022年11月	33%	0%	-22%	31%	-8%	-7%	11%	-9%	36%	32%	35%	30%	67%	-9%
2022年12月	-5%	-5%	-25%	26%	-5%	-27%	16%	1%	37%	27%	24%	36%	45%	-8%
2023年1月	31%	14%	-18%	-16%	10%	-46%	-28%	1%	11%	33%	29%	47%	45%	2%
2023年2月	31%	19%	-27%	19%	17%	29%	-39%	4%	10%	51%	29%	64%	55%	12%
2023年3月		-19%	-29%	-20%			-44%	7%	7%	91%	34%	79%	70%	27%

板块	速冻板块					乳制品板块		调味品				
	鸡肉	猪肉	鱼糜	大豆	油脂	生鲜乳	大包粉	大豆	白砂糖	味精	PET切片	玻璃
2022年1月	8%	-53%	22%	12%	14%	0%	19%	5%	8%	21%	57%	13%
2022年2月	-2%	-53%	16%	9%	28%	-1%	25%	3%	7%	21%	43%	13%
2022年3月	-3%	-51%	11%	8%	36%	-2%	11%	2%	7%	10%	34%	-5%
2022年4月	4%	-42%	1%	11%	38%	-2%	7%	7%	9%	8%	41%	-10%
2022年5月	3%	-25%	7%	13%	31%	-2%	-5%	11%	5%	23%	49%	-32%
2022年6月	5%	-7%	13%	12%	30%	-3%	3%	16%	7%	25%	57%	-36%
2022年7月	9%	31%	-8%	12%	11%	-5%	2%	12%	5%	11%	27%	-48%
2022年8月	13%	36%	-21%	13%	14%	-6%	-3%	13%	2%	23%	23%	-45%
2022年9月	12%	55%	-7%	13%	13%	-5%	-2%	11%	1%	17%	24%	-39%
2022年10月	13%	74%	-8%	6%	16%	-4%	-7%	7%	0%	12%	-1%	-34%
2022年11月	9%	5%	-9%	1%	23%	-4%	-5%	-9%	-9%	0%	-9%	-22%
2022年12月	5%	12%	-5%	4%	16%	-4%	-16%	4%	1%	7%	-9%	-25%
2023年1月	4%	4%	-11%	3%	9%	-4%	-21%	3%	1%	1%	-7%	-18%
2023年2月	6%	13%	-5%	2%	-7%	-5%	-28%	2%	4%	9%	-6%	-27%
2023年3月	8%	1%	-11%	6%	-8%	-5%	-30%	-6%	7%		-2%	-29%

资料来源：WIND、浙商证券研究所

综上，2023 年大众品板块整体需求有望逐季恢复，同时部分原料成本或现拐点，有望贡献板块业绩弹性。

## 2 子板块：23Q1 消费场景恢复，成本压力有待释放

### 2.1 啤酒：现饮场景恢复加速高端化，低基数下弹性可期

23 年啤酒高端化升级加速，23Q1 低基数下销量弹性可期。1) 高端化加速：疫情压制下 20-22 年啤酒高端化升级持续，预计 23 年伴随高端餐饮及娱乐渠道恢复，主要酒企高端化升级有望加速，对标海外高端化空间仍大。2) 低基数下销量有望迎较快增长：22 年 3-4 月受疫情影响多地实施封控，低基数下 3-4 月销量有望迎快速增长。3) 23H1 成本弹性可观：22 年包材成本呈现前高后低走势，2023 年 3 月 10 日玻璃、瓦楞纸、铝价较 22 年均值下降 8%、14%、8%，预计 23H1 成本弹性可观。

### 2.2 休闲零食：仍处在渠道变革红利期，业绩有望保持良好增长

23Q1 受益于渠道变革红利，叠加低基数，预计零食板块业绩有望保持较好的增长。我们此前曾多次强调自 21 年开始休闲零食行业开始进入新一轮的变革周期，业内企业开始主动进行改革，22 年是效果显现的第一年，23 年红利仍会持续。从春节动销来看，伴随礼赠场景恢复，零食表现优秀；叠加 22Q1 低基数，预计板块内改革效果明显的休闲零食标的依托于自身改革措施，以及零食专营等新渠道的贡献，23Q1 均会有较好的业绩表现。展望全年，休闲零食板块作为我们 22 年重点推荐的子板块之一，23 年仍然持续推荐，继续看好渠道和公司变革红利期带来的机会。

### 2.3 速冻：23Q1 餐饮消费显著恢复，预计板块稳健增长

23Q1 餐饮消费显著恢复，整体原材料成本高位震荡，预期板块稳健增长。前三季度疫情下 C 端受益，持续放量，C 端消费习惯进一步培养。下半年以来，伴随部分地区餐饮场景边际修复，B 端需求逐步恢复。同时，22 年下半年起板块原材料成本走势出现分化，部分肉类、油脂及大豆成本端压力缓和，总体来看原材料成本仍处高位。基数效应+餐饮恢复+原料成本有望趋势下行，板块企业产品渠道齐发力，叠加强费控降本增效策略，有望共同推升 23 年板块业绩增长。

### 2.4 乳制品：原奶成本紧平衡，需求有待逐季恢复

全年原料奶供过于求几成定局，伴随着地缘政治、气候、疫情等不确定因素增加，同时上游集中度进一步加强，反向一体化加强，政策加强对上游保护，判断奶价波动幅度减少，养殖利润维持较低水平。上游奶价大概率企稳，成本高企，利润空间继续收窄。需求端，消费复苏可期，上下游市场集中度进一步提升，头部企业有望获得更大发展空间。龙头企业结构升级+降本增效有望推升盈利能力。

### 2.5 调味品：零添加拉动行业升级，需求复苏下企业表现分化

板块整体看，22Q1 疫情反复影响行业需求+成本上行超预期+高基数影响，板块基本面表现较差，23Q1 以来餐饮需求恢复+成本高位回落+产品升级趋势明显，板块基本面开始修复；个股来看，千禾味业为板块业绩表现最好的个股，显著受益于零添加红利，23Q1 收入端有望实现高增长，利润端或超预期；中炬高新 23Q1 基本面稳健增长，股权变更进展顺利，23Q2 实控人变更进度或超预期。

### 2.6 烘焙：需求修复叠加成本下行，23Q1 业绩将略有改善

23 年受益于需求上行+成本下行，23Q1 烘焙板块业绩有望环比改善。2022 年由于疫情防控，终端烘焙店面临闭店和需求持续下行；与此同时由于棕榈油等油脂价格的持续上涨给烘焙板块成本端带来较大压力，2022 年烘焙企业业绩受损严重。23Q1 由于防控放开，烘焙

终端需求有所恢复；而自 22 年 6 月棕榈油价格达到年内高点后开始持续下行，截至 2023 年 3 月 17 日，棕榈油主力期货合约价格同比下降 37%，烘焙企业毛利率有望边际修复，由此 23Q1 我们预计烘焙板块业绩有望同比改善。

### **2.7 卤制品：Q1 开店加速，静待成本改善**

疫情至暗时刻已过，23Q1 起需求将加速修复。1) **需求复苏下开店加速**：加盟商盈利能力基本修复，开店动力充足，卤味头部企业在行业小厂出清的情况下重回快速开店通道；2) **单店修复超预期**：1-2 月份单店店均恢复良好，超卤味企业年初预期。3) **成本静待改善**：Q1 鸭副成本处于高位，盈利仍承压。若后续原材料成本出现改善，板块盈利能力将逐步修复。

### **2.8 软饮料：场景修复带来需求的恢复，23Q1 业绩有望实现较好增长**

**场景修复下，需求恢复，23Q1 业绩有望持续保持较好增长。**22 年由于疫情对于场景消费的限制，软饮料市场受到一定冲击，伴随 23 年疫情防控放开后，软饮料消费场景快速恢复，需求端快速提升；与此同时年节期间礼赠、聚餐等消费场景恢复，饮料产品动销良好。根据国家统计局披露的数据，居民日常消费 23 年 1-2 月有所回暖，其中饮料同比增长实现 5.2%，预计 23Q1 饮料板块业绩将保持较好的增长。

### 3 重点公司跟踪

图6: 大众品重点公司 Q1 前瞻预测一览表

代码	标的	收入增速(%)			归母净利润增速(%)		
		2021Q1	2022Q1	2023Q1E	2021Q1	2022Q1	2023Q1E
600600.SH	青岛啤酒	42%	3%	15%	90%	10%	23%
600132.SH	重庆啤酒	57%	17%	7%	141%	15%	16%
002557.SZ	洽洽食品	20%	4%	10%	33%	5%	11%
003000.SZ	劲仔食品	50%	-11%	35%-40%	-18%	-6%	60%-70%
300915.SZ	海融科技	44%	37%	个位数增长	324%	96%	持平/略降
605339.SH	南侨食品	50%	2%	10%	127%	-46%	0%
603345.SH	安井食品	47%	24%	30%	98%	18%	32%
001215.SZ	千味央厨	-	20%	20%-25%	-	45%	20%-25%
605338.SH	巴比食品	132%	22%	7%	-	200%	5%
600882.SH	妙可蓝多	141%	35%	持平/略降	216%	130%	持平/略降
600887.SH	伊利股份	32%	13%	增长	148%	24%	增长
603288.SH	海天味业	22%	1%	3%	21%	-6%	5%
603755.SH	日辰股份	52%	7%	23%	0%	-8%	25%
603027.SH	千禾味业	33%	1%	38%	-43%	39%	60%
600872.SH	中炬高新	10%	7%	9%	-15%	-10%	13%
002507.SZ	涪陵榨菜	47%	-3%	3%	23%	5%	16%
603317.SH	天味食品	56%	21%	22%	4%	25%	22%
600298.SH	安琪酵母	30%	14%	11%	46%	-29%	15%
300973.SZ	立高食品	131%	9%	20%	300%	-45%	63%
603517.SH	绝味食品	41%	12%	11%	275%	-62%	35%
605499.SH	东鹏饮料	83%	17%	26%	123%	1%	36%
300791.SZ	仙乐健康	42%	-17%	60%	15%	-74%	35%
605337.SH	李子园	127%	3%	25%	307%	-24%	29%
002166.SZ	莱茵生物	89%	28%	28%	32%	78%	40%-50%
688156.SH	路德环境	191%	15%	19%	192%	-54%	195%

资料来源: WIND, 浙商证券研究所

#### 3.1 青岛啤酒: 23Q1 低基数, 销量有望迎较快增长

我们预计青啤 23Q1 收入、利润增速可达 15%、23% 左右, 主要基于: 1) 量: 由于场景恢复&2 月气温回暖较早提振渠道信心, 1-2 月销量增长中单位数, 3 月低基数下销量增长有望高增, 因此预计 23Q1 销量增速或有望达双位数。2) 价: 伴随娱乐渠道及高端餐饮渠道恢复, 纯生、白啤、经典均迎来较快增长, 预计 23Q1 吨价提升幅度可达中单位数。3) 盈利: 22Q1 成本基数较高, 预计 23Q1 成本端具有弹性, 叠加高端化升级, 净利率有望提升, 利润增速有望高于收入增速。

#### 3.2 重庆啤酒: 渠道尚处调整期, 23Q1 增长稳健

我们预计重啤 23Q1 收入、利润增速可达 7%、16% 左右, 主要基于: 1) 量: 由于重啤在 22 年末对 BU 进行重新划分, 渠道尚处于调整期, 春节前后销量总体持平, 因此预计 23Q1 销量持平或微增。2) 价: 伴随娱乐渠道及高端餐饮渠道恢复, 1664 迎来较快增长, 乐堡在全国化扩张下增速较快, 乌苏区域间表现分化, 综合预计 23Q1 吨价提升幅度可达中单位数。

3) 盈利: 22Q1 成本基数较高, 预计 23Q1 成本端具有弹性, 叠加高端化升级, 净利率有望提升, 利润增速有望高于收入增速。

### 3.3 洽洽食品: 高基数影响下预计增速略有放缓

考虑到公司在春节期间礼盒装动销优秀, 但由于备货稍显不足部分礼盒产品缺货; 叠加 22Q1 高基数, 我们预计公司 23Q1 收入端实现 10% 左右的增长, 利润端提价后预计略高于收入增速。

### 3.4 劲仔食品: 大包装放量新渠道拓展顺利, Q1 预计保持高增

考虑到公司大包装仍在持续放量铺货, KA、BC 商超、CVS 等渠道进展顺利, 新品鹤鹑蛋散称装销售表现优秀, 整体销售势能持续增长, 我们预计 23Q1 公司收入端预计实现 35%-40% 左右的增长; 同时考虑到公司成本端相比去年同期减少由于疫情防控带来的仓储、防疫检验等成本, 以及新品规模起量后毛利率提升带来的盈利能力的提升, 我们预计利润端将超过收入端。

### 3.5 海融科技: 高基数下预计业绩保持增长

考虑到烘焙终端的需求修复和成本下行, 公司业绩有望边际持续修复, 但由于 22Q1 高基数影响, 我们预计 23Q1 公司收入端将实现个位数增长, 利润端预计持平或略降。

### 3.6 南侨食品: 贝果放量带来新的增量, 23Q1 经营稳健

根据 1-2 月公司披露经营数据, 1-2 月收入端预计实现 6.5% 的增长, 考虑到贝果新产线在 3 月陆续释放, 由此带来贝果在山姆放量带来的贡献; 以及终端需求恢复带来各业务条线的修复, 我们预计公司 23Q1 实现 10% 左右的增速; 但由于棕榈油价格仍在高位, 1-2 月利润同比仍有下滑, 预计 23Q1 利润端有望实现持平或个位数增长。

### 3.7 安井食品: 23Q1 冻品主业稳健, 预制菜肴高增

收入端: (1) 渠道推力 (BC 兼顾+全渠发力+渠道下沉)+产品引力 (火锅料结构升级+打造米面大单品)+销地产模式下各地区新增产能 (抢占竞品空间) 将推升安井在传统速冻行业市占率; (2) 同时公司通过嫁接上述三大优势, 辅以“并购+自产+OEM”三种业务模式, 最有望成为速冻派预制菜领军企业, 保障预制菜业务市占率、实现收入快速增长; 盈利端: (1) 传统速冻业务 (火锅料+米面) 产品结构升级有望提升盈利能力; (2) 预制菜业务中自产+并购两种模式业务量提升亦将改善预制菜肴制品利润率; (3) 部分原材料成本 23 年或现拐点+加大控费力度优化费用率, 业绩弹性可期。综上, 我们坚定看好安井长期投资价值。公司公告 1+2 月收入约 25.8 亿元, 同增约 37.4%, 预计 1+2 月主业 (含安井小厨) 同增近 30%。我们预计 23Q1 维持 1+2 月快增速。

### 3.8 千味央厨: 23Q1 稳健修复, 全年产品+渠道+产能多点发力弹性足

我们预计 23 年公司大 B 端收入将实现修复性增长 15-20% (22 年低基数), 同时头部中小 B 经销商培育成效显著+大单品策略持续发力或将贡献双亮点。我们预计 1+2 月收入同增近 30% (去年 2 月低基数), 预计 23Q1 收入增速 20-25%。

### 3.9 巴比食品: 23Q1 业绩表现平稳, 期待 23H2 弹性表现

考虑到巴比食品门店以及团餐业务均保持稳健拓展速度, 预计 23Q1 收入/扣非归母净利润增速约 7%, 看好经济加速修复下, 巴比食品门店加速开拓+团餐加速开拓逻辑演绎。

### 3.10 妙可蓝多: 23Q1 C 端动销或逐步改善, B 端高增有望延续

我们预计 23 年公司家庭餐桌、餐饮工业系列高增长趋势将延续；即食营养系列希望低温产品恢复至 2021 年水平，常温在快速渠道拓展之下形成较快增长（预计常温奶酪零食产品也将后续铺货）；期望“N 系列”即有发展潜力的新品带来增量贡献（如有机奶酪棒、慕斯奶酪杯等）。我们预计 23Q1 起 C 端动销或逐步改善。

### 3.11 伊利股份：23Q1 动销良好，年内或逐季改善

礼赠场景恢复下，我们预计 1+2 月动销良好，产品结构持续升级；考虑到部分春节发货体现在 22Q4，预计 23Q1 平稳恢复，23 年内或逐季改善。

### 3.12 海天味业：经营稳健，逐步修复

- 1) 收入端：1-2 月份春节备货顺利，但由于去年舆论事件影响，终端仍有一部分库存消化，叠加春节备货库存，当前库存水位偏高；公司 Q1 重点发力零添加产品，我们预计公司 Q1 收入端增长 3%。
- 2) 盈利端：公司 23Q1 控费得当，我们预计公司利润增速略高于收入增速。

### 3.13 日辰股份：餐饮业务复苏，客户开发持续推进

- 1) 收入端：公司核心收入来源于大 B 端，Q1 餐饮业务逐步恢复；同时公司去年储备了一批优质连锁餐饮客户，今年有望逐步放量。我们预计 Q1 公司有望实现 23% 增长。
- 2) 盈利端：23 年为公司大展宏图之年，公司更加追求收入规模提升，费用率同比去年保持稳定，我们预计 Q1 公司利润端增速略高于收入增长。

### 3.14 千禾味业：零添加动销超预期，传统渠道开发加快

- 1) 收入端：1-2 月份公司春节备货与动销超预期，线下零添加酱油产品放量，较去年同期比结构提升明显；传统渠道经销商、空白网点开发顺利；电商渠道持续高增长。我们预计公司 Q1 有望实现接近 40% 增长。
- 2) 盈利端：公司在渠道库存健康的情况下零添加产品占比提升、费用投放精细化，我们预计公司利润或超预期。

### 3.15 中炬高新：基本面有望加速改善，股权实控变更落地可期

- 1) 收入端：1-2 月份春节备货与动销情况较好，主销区增长稳健，非主销区冲刺挑战目标，23Q1 公司经销商在利润改善的情况下积极完成任务，我们预计公司在低库存健康状态下有望实现 9% 增长，达成确保目标无虞；
- 2) 盈利端：原料价格从高位有所回落，若成本下行逻辑兑现，公司盈利能力有望逐季加速修复。

### 3.16 涪陵榨菜：主品类动销改善，新品类推广上市

- 1) 收入端：1-2 月份主品类春节备货与动销符合预期，增长主要由量贡献，经销商发货量（动销）快于公司发货，去年 3 月份受益于疫情基数较高，我们预计 Q1 收入端约 3% 增长；新品方面，公司推出翠小菜、轻盐下饭酱等多款新品。
- 2) 盈利端：Q1 使用的仍是去年低价原料，预计毛利率环比持平；费用端投放合理，我们预计利润增速将显著快于收入增速。

### 3.17 天味食品：1-2 月份经营符合预期，3 月迎来小龙虾铺市旺季

- 1) 收入端:公司 1-2 月份动销情况良好,我们预计酸菜鱼调料发货增速大于火锅底料;3 月份将主推鱼调料与小龙虾调料,加大陈列资源投放,特别是小龙虾调料提早铺市以抢占竞品份额,我们预计 Q1 收入端有望实现 22%增长。
- 2) 盈利端:1 月份针对核心品类鱼调料与火锅底料进行陈列与促销费用投放,2 月份自然动销为主,3 月份资源向小龙虾倾斜做专项陈列,我们预计 Q1 利润与收入基本同步增长。

### 3.18 安琪酵母: 23Q1 需求修复, 海外增速快于国内

公司糖蜜已完成较大量的采购,自产水解糖产线仍在调试产出品质。能源和辅料成本价格稳定。全年原料成本预计持平。1-2 月需求回暖拉动销量增长,海外增长约 20+,判断 23Q1 收入增速 11%,海外增速快于国内。

### 3.19 立高食品: 需求回暖叠加成本下行, 业绩边际改善

1-2 月终端需求持续回暖,与此同时公司组织架构调整基本落地,销售趋势良好;考虑到冷冻烘焙新品如烘焙代餐等持续推广带来的新的增长,我们预计公司收入端有望实现 11% 左右的增长,原材料价格同比下降带来利润的修复,由此利润端增速高于收入端。

### 3.20 绝味食品: 主业加速修复, 龙头势能不改

- 1) 收入端:1-2 月份单店店均恢复良好,加盟商盈利能力逐步修复,Q1 开店目标有望超额达成。我们预计公司 Q1 收入有望实现 11%增长。
- 2) 成本:Q1 鸭副成本处于高位,盈利仍承压。若后续原材料成本出现改善,公司盈利能力将逐步修复。

### 3.21 东鹏饮料: 场景修复带来业绩的良好增长

考虑到场景修复带来的需求的修复,以及我们跟踪到公司近期动销数据保持良好态势,我们预计 23Q1 公司收入端实现 25%左右增长,同时考虑到包材成本等有所回落,我们预计利润增速略高于收入增速。

### 3.22 仙乐健康: 中国区欧洲区需求回暖, 23Q1 收入高增

内生展望:考虑到中国区需求显著回暖、美洲区持续去库存(预计 23Q2 结束时去库存完成),预计 23Q1 中国区收入增速>欧洲区>美洲区。外延展望:BF 工厂从 1-6 开始并表,结合并表,预计 23Q1 内生+外延合计收入增速近 60%,利润增速 30+。

### 3.23 李子园: 23Q1 表现平稳向好, 看好成本下行趋势下全年利润弹性

考虑到 23Q1 公司渠道开拓顺利叠加成本下行趋势延续,预计 23Q1 收入/净利润增速约为 20-25%。看好李子园全年渠道加速开拓+成本下行逻辑下,利润端弹性机会演绎。

### 3.24 莱茵生物: 订单加速释放, 预计实现较快速增长

考虑到芬美意订单的加速释放,我们预计公司收入端有望实现 20%-30%左右,伴随公司技改和生产效率恢复,利润端有望高于收入端增速。

### 3.25 路德环境: 23Q1 产能落地, 期待 Q2 放量带来业绩高增

我们预计路德环境 23Q1 收入、利润增速可达 19%、195%左右,主要基于:1) 食品饮料糟渣业务:由于金沙工厂在 3 月中旬已顺利完成试生产工作,预计对于 23Q1 的增量业绩贡献仅为 3 月中下旬;2) 工程泥浆业务:由于 22 年工程泥浆业务已恢复至疫情前水平,且产能基本满产,因此预计 23Q1 工程泥浆业务或保持持平;3) 河湖淤泥业务:河湖淤泥业

务尚存不确定性,预计较去年持续恢复;4)盈利能力:我们预计23Q1净利率可恢复至21Q1水平,低基数下利润增速较快。

## 4 投资建议

重视当前修复窗口期,积极布局大众品投资机会。当前我们认为大众品板块在疫后的修复过程中正在演绎三大阶段的投资机会:

- 1) 在疫后防控全面放开后,板块带来整体的估值和预期的修复;
- 2) 伴随消费场景的修复,终端数据持续恢复,表现亮眼,行业 $\beta$ 性机会显著;
- 3) 在当前阶段,我们认为应重视 $\alpha$ 机会,即重点把控数据恢复可持续以及边际改善明显、处在持续复苏的标的,并重点提示啤酒板块和休闲零食板块的投资机会。

我们认为当前大众品板块正在经历第三阶段的机会,投资主线如下:

**1) 赛道高景气维度下带来整体板块机会,重点提示休闲零食板块及啤酒板块。**休闲零食板块23年仍处于渠道变革红利期,业内企业通过新渠道的布局和拓展以及新品类的开拓带来业绩的快速增长;啤酒板块23年高端化大周期加速演绎,气温回暖较早或导致旺季提前到来,驱动业绩超预期。涉及标的:盐津铺子、劲仔食品、华润啤酒、青岛啤酒。

**2) 需求上行成本下行主线下的投资机会重点提示烘焙、餐饮供应链、乳品和保健品板块的机会。**伴随23年终端需求回暖,此前受疫情影响严重的板块需求有望快速恢复,同时23年大众品大部分原材料价格持续下行带来利润端的修复。涉及标的:烘焙板块(南侨食品、立高食品、海融科技)、餐饮供应链(千味央厨、日辰股份、安井食品)、乳制品板块(伊利股份、妙可蓝多、新乳业)、保健品板块(仙乐健康)和安琪酵母。

**3) 依托于事件驱动,标的具备潜在催化的投资机会。**涉及标的:中炬高新、莱茵生物。

## 5 风险提示

**终端需求疲软或需求修复不及预期:**消费者消费信心和能力下滑导致产品销售不及预期,则会导致需求疲软,直接影响企业销售,从而对经营造成较大影响。

**原材料价格大幅上涨:**由于疫情和海外战争及疫情导致部分原材料价格及包材价格持续上涨,并维持在高位,会对大众品板块内各个标的成本端造成较大压力,从而影响企业利润水平和盈利能力。

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>