



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告
2023年5月3日
行业：食品饮料
增持（维持）

稳健收官，复苏延续

——食品饮料22年报与23Q1业绩总结

分析师：花小伟 SAC编号：S0870522120001

1. 业绩总结：食品饮料板块业绩分化，酒类与成长性品类增速优异，看好全年板块复苏行情

- 2022年食品饮料行业收入9821.4亿元（申万），同比增长7.9%，归母净利润1791.5亿元，同比增长12.67%；2023Q1食品饮料行业收入3001.0亿元，同比增长10.92%，归母净利润719.1亿元，同比增长18.46%。
- 白酒板块连续5年保持业绩双位数增长，体现了优异的抗风险能力，是行业的中流砥柱；啤酒板块受益于结构升级和竞争格局改善，连续4年保持了业绩双位数增长。我们持续看好未来白酒啤酒板块的表现。
- 预制食品、零食、烘焙等品类作为高成长赛道，也展现出较好的增长趋势，随着产品和渠道不断的创新与下沉，我们认为成长性有望持续。
- 乳制品、肉制品、调味品作为成熟品类渗透率提升空间有限，未来终端消费需求的回暖有望带动业绩修复。

图1 子板块营收、归母净利润增速一览

申万二级	申万三级	代码	营业总收入同比增速						归母净利润同比增速					
			2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
白酒 II (申万)	白酒 III (申万)	851251.SI	25.53%	16.12%	6.35%	17.90%	15.00%	15.39%	33.39%	17.74%	11.95%	17.74%	20.36%	19.12%
非白酒(申万)	啤酒(申万)	851232.SI	1.89%	3.86%	13.56%	10.62%	7.25%	12.98%	-3.91%	53.72%	38.08%	28.09%	12.95%	29.82%
	其他酒类(申万)	851233.SI	-2.09%	-1.56%	-20.61%	19.20%	-2.87%	-1.50%	-6.58%	9.86%	-26.59%	-4.81%	-86.08%	27.47%
饮料乳品(申万)	软饮料(申万)	851271.SI	10.83%	6.59%	-12.73%	22.72%	-0.40%	12.67%	17.06%	-26.79%	33.97%	19.02%	-11.57%	41.54%
	乳品(申万)	851243.SI	11.79%	11.48%	7.56%	15.50%	7.92%	5.53%	14.11%	16.38%	-15.11%	42.80%	-1.17%	2.13%
调味发酵品 II (申万)	调味发酵品 III (申万)	851242.SI	14.11%	14.34%	14.70%	14.66%	12.05%	4.61%	14.14%	18.69%	19.92%	6.30%	4.63%	-5.85%
食品加工(申万)	肉制品(申万)	851241.SI	1.61%	26.82%	21.48%	-9.52%	-4.18%	6.34%	10.47%	12.08%	25.28%	-43.46%	44.57%	-0.13%
	预加工食品(申万)	851246.SI	14.09%	16.17%	16.54%	16.67%	17.14%	19.26%	39.24%	27.73%	95.47%	-12.50%	37.27%	41.54%
	保健品(申万)	851247.SI	28.78%	11.99%	14.34%	14.70%	-2.09%	30.18%	-18.65%	-84.33%	1001.85%	2.66%	-37.11%	42.63%
休闲食品(申万)	零食(申万)	851281.SI	18.58%	22.28%	-5.29%	3.70%	-0.57%	-12.95%	26.69%	23.80%	116.77%	-45.85%	-10.00%	24.15%
	烘焙食品(申万)	851282.SI	20.88%	13.28%	0.53%	14.67%	-1.17%	10.09%	16.43%	10.32%	14.13%	-2.14%	-28.22%	22.02%

资料来源：Wind，上海证券研究所



2.1 白酒：高端酒企经营韧性强，茅台老窖持续超预期，五粮液保持稳健（1/4）

- 茅台22A/23Q1营收增速16.53%/18.66%，归母净利润增速19.55%/20.59%，业绩超过经营数据预告。2022年，公司逆势增长，坚持“五合营销法”、上线i茅台数字营销平台，业绩再创新高。2023年公司经营目标：一是营业总收入较2022年度增长15%左右；二是基本建设投资71.09亿元。预计茅台将通过提高直营比例、增加非标酒配额、系列酒提价等举措并举实现目标。
- 泸州老窖22A/23Q1营收增速21.71%/20.57%，归母净利润增速30.29%/29.10%。公司“双品牌、三品系、大单品”的产品矩阵结构持续完善，费用管控能力强，销售费用率、管理费用率持续下降，业绩延续高增。2023年公司力争实现营业收入同比增长不低于15%，业绩增长确定性高。
- 五粮液22A/23Q1营收增速11.72%/13.03%，归母净利润增速14.17%/15.89%，继续保持高质量稳健增长。产品方面，公司加速推新个性化、高价值、稀缺性文化酒产品；项目建设方面，公司全力推进“倍增工程”，力求自2022年起，实现“3年产能倍增、4年产量倍增、5年效益倍增”。公司2023年经营目标：营业总收入继续保持两位数的稳健增长。

图2 高端白酒营收、归母净利润增速一览

细分板块	公司简称	营业总收入同比增速						归母净利润同比增速					
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
高端白酒	贵州茅台	26.43%	15.10%	10.29%	11.71%	16.53%	18.66%	30.00%	17.05%	13.33%	12.34%	19.55%	20.59%
	五粮液	32.61%	25.20%	14.37%	15.51%	11.72%	13.03%	38.36%	30.02%	14.67%	17.15%	14.17%	15.89%
	泸州老窖	25.60%	21.15%	5.28%	23.96%	21.71%	20.57%	36.27%	33.17%	29.38%	32.47%	30.29%	29.10%

资料来源：Wind，上海证券研究所

图3 高端白酒毛利率、净利率增速一览

细分板块	公司简称	综合毛利率 (%)						归母净利润率 (%)					
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
高端白酒	贵州茅台	91.14	91.30	91.41	91.54	91.87	92.60	51.37	51.47	52.18	52.47	52.68	55.54
	五粮液	73.80	74.46	74.16	75.35	75.42	78.39	35.07	36.37	36.48	37.02	37.81	42.09
	泸州老窖	77.53	80.62	83.05	85.70	86.59	88.09	26.89	29.35	35.78	38.45	41.44	48.91

资料来源：Wind，上海证券研究所



2.1 白酒：次高端表现分化，汾酒舍得继续领跑，酒鬼水井有望改善（2/4）

- 汾酒22A/23Q1营收增速31.26%/20.44%，归母净利润增速52.36%/29.89%，全国化+高端化实现突破。产品端，青花汾酒系列销售额成功突破百亿，大单品打造成效凸显。渠道端，经销商结构进一步优化，全国可掌控终端数量突破 112 万家，实现终端动销可视化溯源管理。2023 经营计划：力争营业收入较2022年增长 20%左右。
- 舍得22A/23Q1营收增速21.86%/7.28%，归母净利润增速35.31%/7.34%。2022年，公司坚持“老酒、多品牌矩阵、年轻化、国际化”战略，实施老酒“3+6+4”营销策略，业绩略超预期。2023Q1公司增长韧性凸显，合同负债同比增长103.6%，销售收现比同比增长14.1%，预收款表现亮眼。2023年，公司将持续加强品牌建设，坚持“稳价格、控库存、强动销”核心原则，积极扩大产能，加强老酒储备，提升老酒品质，加快向“白酒发展为主、生态酒旅融合、科研高效转化、供应链生态友好”的平台型企业进化。

图4 次高端白酒营收、归母净利润增速一览

细分板块	公司简称	营业总收入同比增速						归母净利润同比增速					
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
次高端白酒	山西汾酒	55.39%	26.63%	17.76%	42.75%	31.26%	20.44%	55.36%	32.16%	58.85%	72.56%	52.36%	29.89%
	舍得酒业	35.02%	19.79%	2.02%	83.80%	21.86%	7.28%	138.05%	48.61%	14.42%	114.35%	35.31%	7.34%
	酒鬼酒	35.13%	27.38%	20.79%	86.97%	18.63%	-42.87%	26.45%	34.50%	64.15%	81.75%	17.38%	-42.38%
	水井坊	37.62%	25.53%	-15.06%	54.10%	0.88%	-39.69%	72.72%	42.60%	-11.49%	63.96%	1.40%	-56.02%

资料来源：Wind，上海证券研究所

图5 次高端白酒毛利率、净利率增速一览

细分板块	公司简称	综合毛利率 (%)						归母净利润率 (%)					
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
次高端白酒	山西汾酒	66.21	71.92	72.15	74.91	75.36	75.56	16.63	17.29	22.27	26.99	31.12	38.11
	舍得酒业	72.63	76.20	75.87	77.81	77.72	78.38	16.86	20.32	22.46	25.57	28.08	28.16
	酒鬼酒	78.83	77.75	78.87	79.97	79.63	81.54	18.76	19.81	26.92	26.17	25.89	31.12
	水井坊	81.87	82.87	84.19	84.51	84.49	83.17	20.55	23.35	24.33	25.89	26.02	18.69

资料来源：Wind，上海证券研究所



2.1 白酒：地产酒充分享受集中度提升红利，古井引领徽酒苏酒，老白千金徽亦有亮点 (3/4) 上海证券 SHANGHAI SECURITIES

- 徽酒板块持续受益省内价格带升级+春节消费回补+渠道效率不断提升，古井加速推进全国化进程，提速省外市场，产品结构不断提升。2023年度公司经营计划：计划实现营业收入 201 亿元，较2022年增长 20.26%；计划实现利润总额 60 亿元，较2022年增长 34.21%。
- 苏酒板块持续引领地产酒的消费升级，洋河产品端，围绕“产品做精、结构优化、规模做大”的理念，产品矩阵进一步优化，渠道端，省内/省外经销商较去年同比分别增加27/69个，公司积极开拓省外市场。2023年公司经营计划：力争实现营业收入同比增长 15%。

图6 地产酒营收、归母净利润增速及毛利率、净利率一览

细分板块	公司简称	营业总收入同比增速						归母净利润同比增速					
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
地产酒	洋河股份	21.30%	-4.28%	-8.76%	20.14%	18.76%	15.51%	22.45%	-9.02%	1.35%	0.34%	24.91%	15.66%
	古井贡酒	24.65%	19.93%	-1.20%	28.93%	25.95%	24.83%	47.57%	23.73%	-11.58%	23.90%	36.78%	42.87%
	今世缘	26.49%	30.28%	5.09%	25.13%	23.09%	27.26%	28.45%	26.71%	7.46%	29.50%	23.34%	25.20%
	迎驾贡酒	11.17%	8.26%	-8.60%	32.58%	20.29%	21.60%	16.81%	19.49%	2.47%	44.96%	23.38%	27.17%
	口子窖	18.50%	9.44%	-14.15%	25.37%	2.12%	21.35%	37.62%	12.24%	-25.84%	35.38%	-10.24%	10.37%
	老白干酒	41.34%	12.48%	-10.73%	11.93%	15.54%	10.43%	114.26%	15.39%	-22.68%	24.50%	81.81%	-61.51%
	金种子酒	1.89%	-30.46%	13.55%	16.70%	-2.11%	25.48%	1144.09%	-300.71%	-133.94%	-339.76%	12.45%	228.11%
	金徽酒	9.72%	11.76%	5.89%	3.34%	12.49%	26.61%	2.24%	4.64%	22.44%	-1.95%	-13.73%	10.41%
	伊力特	10.70%	8.36%	-21.71%	7.53%	-16.24%	18.53%	21.10%	4.43%	-23.48%	-8.53%	-47.10%	36.97%
顺鑫农业	2.90%	23.40%	4.10%	-4.14%	-21.46%	4.63%	69.78%	8.73%	-48.10%	-75.64%	-758.08%	214.40%	
细分板块	公司简称	综合毛利率 (%)						归母净利润率 (%)					
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
地产酒	洋河股份	73.70	71.35	72.27	75.32	74.60	76.60	33.59	31.94	35.47	29.64	31.19	38.39
	古井贡酒	77.76	76.71	75.23	75.10	77.17	79.67	20.04	20.71	17.95	17.89	19.46	24.26
	今世缘	72.87	72.79	71.12	74.61	76.59	75.39	30.80	29.94	30.61	31.68	31.74	33.01
	迎驾贡酒	60.92	64.36	67.13	67.54	68.02	71.18	22.34	24.66	27.72	30.30	31.03	36.71
	口子窖	74.37	74.97	75.17	73.90	74.16	76.63	35.90	36.82	31.80	34.35	30.19	33.66
	老白干酒	61.15	61.47	64.74	67.32	68.36	65.42	9.78	10.03	8.70	9.65	15.21	10.21
	金种子酒	51.25	37.87	27.72	28.80	26.45	27.23	7.82	-22.29	6.80	-13.66	-15.69	-9.36
	金徽酒	62.30	60.72	62.51	63.74	62.78	64.97	17.68	16.56	19.14	18.15	13.88	20.28
	伊力特	49.01	51.45	48.61	51.45	48.05	51.45	20.42	19.90	18.90	16.58	10.45	20.45
顺鑫农业	39.96	36.20	28.36	27.91	31.73	37.72	6.03	5.49	2.75	0.71	-5.90	7.97	

资料来源：Wind，上海证券研究所



2.1 白酒：合同负债及收现比分化，整体看地产酒指标较优（4/4）

图7 白酒板块合同负债及变动（亿元，%）

公司简称	合同负债及变动（亿元）									
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q1 同比	23Q1同比 (%)	23Q1环 比	23Q1环比 (%)
贵州茅台	127.2	83.2	96.7	118.4	154.7	83.3	0.1	0.1%	-71.4	-46.2%
五粮液	130.6	36.1	18.8	29.6	123.8	55.4	19.3	53.5%	-68.4	-55.3%
泸州老窖	35.1	17.6	23.3	19.0	25.7	17.3	-0.4	-2.1%	-8.4	-32.8%
山西汾酒	73.8	38.8	48.4	47.3	69.1	41.7	2.9	7.5%	-27.4	-39.6%
舍得酒业	6.6	3.9	4.3	3.6	3.0	8.0	4.1	103.6%	5.0	167.9%
酒鬼酒	13.8	6.8	5.6	3.5	4.3	3.7	-3.1	-45.7%	-0.7	-15.3%
水井坊	9.6	8.4	8.6	9.8	10.3	10.0	1.6	18.9%	-0.3	-2.9%
洋河股份	158.0	97.7	79.1	81.7	137.4	69.7	-27.9	-28.6%	-67.7	-49.2%
古井贡酒	18.3	46.9	34.3	37.6	8.3	47.5	0.5	1.1%	39.2	474.0%
今世缘	20.7	11.4	10.2	13.7	20.4	11.4	0.1	0.6%	-9.0	-44.0%
迎驾贡酒	6.0	4.7	3.8	4.2	6.6	5.0	0.3	7.1%	-1.6	-24.2%
口子窖	6.8	3.8	4.0	3.8	5.6	4.5	0.7	18.1%	-1.2	-20.9%
老白干酒	13.6	20.8	17.1	19.8	14.9	22.1	1.3	6.2%	7.2	48.2%
金种子酒	1.0	0.7	0.8	0.9	1.1	1.7	1.0	140.6%	0.6	54.4%
金徽酒	3.6	4.0	2.9	2.8	5.1	4.3	0.3	6.8%	-0.8	-16.2%
伊力特	0.8	1.2	0.9	0.7	0.8	0.8	-0.5	-39.2%	0.0	-4.9%
顺鑫农业	25.7	13.3	19.3	16.5	38.6	18.4	5.0	37.5%	-20.3	-52.5%

资料来源：Wind，上海证券研究所



图8 白酒板块收现比及变动（亿元，%）

公司简称	收现比及变动（%）							
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q1同比 (pct)	22Q4+23Q1同 比(pct)
贵州茅台	123.1	94.9	113.0	114.9	118.3	90.8	-4.1	-8.9
五粮液	175.8	49.9	129.4	120.8	180.0	92.0	42.1	46.3
泸州老窖	111.7	118.8	141.8	90.2	73.0	105.7	-13.1	-51.9
山西汾酒	228.9	84.2	121.2	114.3	153.2	77.4	-6.8	-82.5
舍得酒业	122.7	96.5	114.5	110.0	79.1	110.7	14.1	-29.4
酒鬼酒	184.9	55.8	117.6	91.7	104.4	78.8	23.0	-57.5
水井坊	118.1	98.0	112.9	119.1	120.8	102.8	4.8	7.6
洋河股份	410.7	61.5	83.2	114.2	257.7	68.6	7.1	-145.8
古井贡酒	114.5	116.9	117.2	91.9	85.0	117.8	0.9	-28.6
今世缘	240.0	85.8	105.8	159.9	171.7	90.1	4.3	-63.9
迎驾贡酒	127.3	102.5	101.6	114.6	144.7	101.6	-0.9	16.4
口子窖	105.4	86.6	99.3	79.6	141.1	76.3	-10.3	25.4
老白干酒	79.6	185.4	81.5	114.4	70.3	168.5	-17.0	-26.3
金种子酒	173.6	95.2	107.4	185.5	112.7	105.0	9.8	-51.0
金徽酒	142.5	119.9	73.0	123.9	177.7	104.2	-15.7	19.6
伊力特	178.7	102.9	102.4	101.6	125.3	96.6	-6.4	-59.8
顺鑫农业	83.7	75.9	145.9	109.7	203.0	55.9	-20.1	99.3

资料来源：Wind，上海证券研究所

2.2 啤酒：高端化趋势业绩兑现，成本压力有所趋缓

2022A重啤/青啤/燕京/珠江营收增速7.01%/6.65%/10.38%/8.60%，归母净利润增速8.35%/17.59%/54.51%/-2.11%，2023Q1重啤/青啤/燕京/珠江营收增速4.52%/16.27%/13.74%/18.75%，归母净利润增速13.63%/28.86%/7373.28%/22.15%。重庆啤酒延续了自2018年开始的持续增长势头，再次实现销量、营收、利润三大指标的全面增长，对比2019年业绩，重啤股份2022年销量、营收和营业利润分别增长22%、37%和103%。青岛啤酒加快产品结构优化提升，聚焦资源加快中高端市场的发展，实现了利润增幅高于收入增幅、收入增幅高于销量增幅的良好发展态势。燕京啤酒构建“1+5+N”总部全新组织架构，持续开展U8全链路营销，多款燕京战略单品研发上市，公司发展呈现了质的有效提升和量的稳步增长的良好态势。

图9 啤酒板块营收、归母净利润增速一览

细分板块	公司简称	营业收入同比增速 (%)						归母净利润同比增速 (%)					
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
啤酒	青岛啤酒	1.13%	5.30%	-0.80%	8.67%	6.65%	16.27%	12.60%	30.23%	18.86%	43.34%	17.59%	28.86%
	重庆啤酒	9.19%	3.30%	205.47%	19.90%	7.01%	4.52%	22.62%	62.61%	63.92%	8.30%	8.35%	13.63%
	珠江啤酒	7.33%	5.06%	0.13%	6.79%	8.60%	18.75%	97.68%	35.77%	14.43%	7.36%	-2.11%	22.15%
	燕京啤酒	1.32%	1.10%	-4.71%	9.45%	10.38%	13.74%	11.47%	27.76%	-14.32%	15.82%	54.51%	7373.28%

资料来源：Wind，上海证券研究所

图10 啤酒板块毛利率、净利率一览

细分板块	公司简称	综合毛利率 (%)						归母净利润率 (%)					
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
啤酒	青岛啤酒	37.70	38.96	40.42	36.71	36.85	38.32	5.87	6.89	8.38	10.79	11.83	13.76
	重庆啤酒	39.93	41.69	50.61	50.94	50.48	45.16	12.15	20.34	16.02	18.29	18.43	19.34
	珠江啤酒	40.55	46.84	50.19	44.95	42.44	40.79	9.39	12.06	13.78	13.83	12.29	8.87
	燕京啤酒	38.53	39.06	39.19	38.44	37.44	36.78	1.98	2.30	2.61	2.45	4.16	2.55

资料来源：Wind，上海证券研究所



2.3 软饮预调：产品渠道双驱动，增长势能有望持续

2022A百润/东鹏/养元营收增速-0.04%/21.89%/-14.24%，归母净利润增速-21.74%/20.75%/-30.16%，2023Q1百润/东鹏/养元营收增速41.11%/24.14%/8.82%，归母净利润增速104.73%/44.28%/39.92%。企业通过多种工具赋能增长，大单品持续贡献收入端增速，如百润的强爽系列在多维营销下，销量强劲增长、终端覆盖率大幅提升；同时渠道推力亦成为成长重要抓手，如东鹏饮料加速拓展终端网点，持续完善渠道体系建设，经销商数量从2312家增加至2779家，同比增长20.20%，全国区域实现销售收入42.60亿元，收入占比由43.10%上升至50.17%，全国化布局加速显现。

图11 软饮预调板块营收、归母净利润增速一览

细分板块	公司简称	营业总收入同比增速 (%)						归母净利润同比增速 (%)					
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
软饮预调	百润股份	4.95%	19.39%	31.20%	34.66%	-0.04%	41.11%	-32.24%	142.67%	78.31%	24.38%	-21.74%	104.73%
	东鹏饮料	6.81%	38.56%	17.81%	40.72%	21.89%	24.14%	-27.13%	164.36%	42.32%	46.90%	20.75%	44.28%
	养元饮品	5.21%	-8.41%	-40.65%	55.99%	-14.24%	8.82%	22.82%	-4.99%	-41.46%	33.78%	-30.16%	39.92%

资料来源：Wind，上海证券研究所

图12 软饮预调板块毛利率、净利率一览

细分板块	公司简称	综合毛利率 (%)						归母净利润率 (%)					
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
软饮预调	百润股份	68.68	68.27	65.50	65.43	63.78	65.45	10.06	20.44	27.79	25.61	20.08	24.63
	东鹏饮料	45.97	46.74	46.60	44.37	42.33	43.53	7.11	13.56	16.38	17.10	16.94	19.96
	养元饮品	49.96	52.83	47.82	49.12	45.11	46.94	34.83	36.13	35.64	30.57	24.89	32.87

资料来源：Wind，上海证券研究所



2.4 调味品：需求成本双承压，餐饮复苏业绩回暖

2022A海天/千禾/中炬/恒顺营收增速2.42%/26.55%/4.41%/12.98%，归母净利润增速-7.09%/55.35%/-179.82%/16.04%，2023Q1海天/千禾/中炬/恒顺营收增速-3.17%/69.81%/1.46%/7.15%，归母净利润增速-6.20%/162.94%/-5.53%/-5.66%。2022年，调味品板块部分企业陷入增收不增利的困境，系需求端受制于疫情封控、餐饮消费场景受损、家庭端消费力下降影响，同时叠加成本端原材料价格持续高企，市场复苏缓慢，行业增长乏力所致，各公司持续推进渠道下沉、产品矩阵升级及品牌形象升级。2023Q1随着餐饮、商务宴席等场景回补，调味品中B端占比高的公司有望持续受益。

图13 调味品板块营收、归母净利润增速一览

细分板块	公司简称	营业总收入同比增速						归母净利润同比增速					
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
调味品	海天味业	16.80%	16.22%	15.13%	9.71%	2.42%	-3.17%	23.60%	22.64%	19.61%	4.18%	-7.09%	-6.20%
	中炬高新	15.43%	12.20%	9.59%	-0.15%	4.41%	1.46%	34.01%	18.19%	23.96%	-16.63%	-179.82%	-5.53%
	千禾味业	12.37%	27.19%	24.95%	13.70%	26.55%	69.81%	66.61%	-17.40%	3.81%	7.58%	55.35%	162.94%
	恒顺醋业	9.87%	8.18%	9.94%	-6.01%	12.98%	7.15%	8.44%	6.55%	-3.01%	-62.22%	16.04%	-5.66%
	天味食品	32.56%	22.26%	36.90%	-14.34%	32.84%	21.79%	45.05%	11.39%	22.66%	-49.32%	85.11%	27.74%
	涪陵榨菜	25.92%	3.93%	14.23%	10.82%	1.18%	10.41%	59.78%	-8.55%	28.42%	-4.52%	21.14%	22.02%

资料来源：Wind，上海证券研究所

图14 调味品板块毛利率、净利率一览

细分板块	公司简称	综合毛利率 (%)						归母净利润率 (%)					
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
调味品	海天味业	46.47	45.44	42.17	38.66	35.68	36.93	25.63	27.06	28.12	26.68	24.22	24.69
	中炬高新	39.12	39.55	38.26	34.87	31.70	31.41	16.35	16.93	18.96	15.33	-10.38	11.67
	千禾味业	45.74	46.21	43.85	40.38	36.56	39.03	22.53	14.63	12.15	11.50	14.12	17.74
	恒顺醋业	42.19	45.32	40.76	37.58	34.37	35.08	17.94	18.03	15.89	6.25	6.05	11.63
	天味食品	39.38	37.29	41.49	32.22	34.22	40.62	18.87	17.19	15.40	9.10	12.66	16.68
	涪陵榨菜	55.76	58.61	58.26	52.36	53.15	56.28	34.57	30.42	34.19	29.46	35.27	34.38

资料来源：Wind，上海证券研究所



2.5 速冻食品：预制菜拉动高增，看好优质龙头成长性

2022A安井/三全/千味营收增速31.39%/7.07%/16.86%，归母净利润增速61.37%/24.98%/15.20%，2023Q1安井/三全/千味营收增速36.43%/1.29%/23.18%，归母净利润增速76.94%/7.03%/5.49%。从收入拆分来看，企业多受益于预制菜业务高成长性，如2022年千味央厨预制菜业务实现收入2843.46万元，同增101.23%，安井食品主打C端的锁鲜装实现收入已超11亿元。我们认为行业有望继续受益于B端餐饮需求向上以及C端家庭消费粘性的形成。考虑到我国人均预制菜消费水平仍较低，我们看好B/C端兼有布局、具备规模化产能及渠道优势的龙头企业。

图15 速冻食品板块营收、归母净利润增速一览

细分板块	公司简称	营业总收入同比增速						归母净利润同比增速					
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
速冻食品	安井食品	22.25%	23.66%	32.25%	33.12%	31.39%	36.43%	33.50%	38.14%	61.73%	13.00%	61.37%	76.94%
	三全食品	5.39%	8.06%	15.71%	0.25%	7.07%	1.29%	41.49%	115.91%	249.01%	-16.55%	24.98%	7.03%
	千味央厨	18.18%	26.82%	6.20%	34.89%	16.86%	23.18%	26.03%	26.32%	3.33%	15.51%	15.20%	5.49%

资料来源：Wind，上海证券研究所

图16 速冻食品板块毛利率、净利率一览

细分板块	公司简称	综合毛利率 (%)						归母净利润率 (%)					
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
速冻食品	安井食品	26.51	25.76	25.68	22.12	21.96	24.71	6.35	7.09	8.67	7.41	9.17	11.62
	三全食品	35.52	35.17	29.87	27.17	28.07	28.28	1.83	3.66	11.08	9.22	10.78	11.78
	千味央厨	23.83	24.50	21.71	22.36	23.41	23.95	8.37	8.34	8.11	6.85	6.78	6.97

资料来源：Wind，上海证券研究所



2.6 烘焙：23Q1底部反转，全年充满信心

2022A立高/南侨/桃李营收增速3.32%/-0.40%/5.54%，归母净利润增速-49.22%/-56.41%/-16.14%，2023Q1立高/南侨/桃李营收增速26.19%/12.29%/1.66%，归母净利润增速24.60%/-26.53%/-12.15%。2022年，因外部环境和烘焙下游需求减弱，行业业绩普遍承压，23Q1迎显著边际改善。烘焙龙头推新积极，销售规模持续扩大，同时深挖渠道潜力并积极下沉。我们认为终端消费升温将继续带动冷冻烘焙产业链景气提升，看好冷冻烘焙行业在消费升级下渗透率提升逻辑。

图17 烘焙板块营收、归母净利润增速一览

细分板块	公司简称	营业总收入同比增速						归母净利润同比增速					
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
烘焙	立高食品	37.39%	20.58%	14.27%	55.66%	3.32%	26.19%	18.90%	246.78%	27.95%	21.98%	-49.22%	24.60%
	南侨食品	12.08%	-0.53%	-1.22%	23.71%	-0.40%	12.29%	27.84%	7.54%	9.02%	13.27%	-56.41%	-26.53%
	桃李面包	18.47%	16.77%	5.66%	6.24%	5.54%	1.66%	25.11%	6.42%	29.19%	-13.54%	-16.14%	-12.15%

资料来源：Wind，上海证券研究所

图18 烘焙板块毛利率、净利率一览

细分板块	公司简称	综合毛利率 (%)						归母净利润率 (%)					
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
烘焙	立高食品	37.58	41.27	38.27	34.90	31.77	32.03	3.98	11.45	12.83	10.05	4.93	6.26
	南侨食品	34.97	38.74	38.78	31.12	21.73	19.93	11.75	12.69	14.02	12.85	5.61	5.25
	桃李面包	39.68	39.57	29.97	26.28	23.98	23.94	13.29	12.11	14.81	12.05	9.57	9.40

资料来源：Wind，上海证券研究所



2.7 卤制品：底部已过，静待拾级而上

2022A绝味/煌上煌营收增速1.13%/-16.46%，归母净利润增速-76.29%/-78.69%，2023Q1绝味/煌上煌营收增速8.04%/-5.59%，归母净利润增速54.37%/-0.98%。2022年线下场景消费受压制导致相关企业业绩承压明显，23Q1随消费复苏，修复弹性初步显现。卤味行业中小企业逐步出清趋势下，卤制品龙头内生外延延续扩张，市场份额有望持续提升，进一步强化竞争优势。

图19 烘焙板块营收、归母净利润增速一览

细分板块	公司简称	营业总收入同比增速						归母净利润同比增速					
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
卤制品	绝味食品	13.45%	18.41%	2.01%	24.12%	1.13%	8.04%	27.69%	25.06%	-12.46%	39.86%	-76.29%	54.37%
	煌上煌	28.41%	11.56%	15.09%	-4.01%	-16.46%	-5.59%	22.72%	27.45%	28.04%	-48.76%	-78.69%	-0.98%

资料来源：Wind，上海证券研究所

图20 烘焙板块毛利率、净利率一览

细分板块	公司简称	综合毛利率 (%)						归母净利润率 (%)					
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
卤制品	绝味食品	34.30	33.95	33.48	31.68	25.57	24.30	14.44	15.29	13.12	14.77	2.93	7.22
	煌上煌	34.47	37.59	37.80	33.00	28.16	29.10	9.48	10.69	11.74	6.19	0.99	6.56

资料来源：Wind，上海证券研究所



2.8 休闲零食：聚焦多品类战略，渠道变革迎红利

2022A盐津/洽洽/三只松鼠/良品/甘源营收增速26.83%/15.04%/-25.35%/1.24%/12.11%，归母净利润增速100.01%/5.10%/-68.61%/19.16%/3.03%，2023Q1盐津/洽洽/三只松鼠/良品/甘源营收增速55.37%/-6.73%/-38.48%/-18.94%/22.15%，归母净利润增速81.67%/-14.35%/18.73%/59.78%/145.02%。盐津铺子从2017年开始寻找第二曲线，同年烘焙、薯类、肉枣、魔芋等品类上线；2018年至2020年实行双中岛战略，做品牌零食终端方案解决者；2021至2022年升级战略为产品+渠道双轮驱动，持续打磨产品力，加速全渠道发展，业绩领跑休闲零食板块。

图21 休闲零食版块营收、归母净利润增速一览

细分板块	公司简称	营业收入同比增速						归母净利润同比增速					
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
休闲零食	盐津铺子	46.81%	26.34%	39.99%	16.47%	26.83%	55.37%	7.27%	81.58%	88.83%	-37.65%	100.01%	81.67%
	洽洽食品	16.50%	15.25%	9.35%	13.15%	15.01%	-6.73%	35.58%	39.44%	33.40%	15.35%	5.10%	-14.35%
	三只松鼠	26.05%	45.30%	-3.72%	-0.24%	-25.35%	-38.48%	0.61%	-21.43%	26.21%	36.43%	-68.61%	18.73%
	良品铺子	17.58%	20.97%	2.32%	18.11%	1.24%	-18.94%	520.65%	42.68%	0.95%	-18.06%	19.16%	59.78%
	甘源食品	15.72%	21.69%	5.70%	10.38%	12.11%	22.15%	92.96%	40.14%	6.71%	-14.29%	3.03%	145.02%

资料来源：Wind，上海证券研究所

图22 休闲零食版块毛利率、净利率一览

细分板块	公司简称	综合毛利率 (%)						归母净利润率 (%)					
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
休闲零食	盐津铺子	39.13	42.87	43.83	35.71	34.72	34.57	6.43	9.12	12.36	6.77	10.43	12.56
	洽洽食品	31.16	33.26	31.89	31.96	31.96	28.52	10.52	12.48	15.22	15.53	14.21	13.33
	三只松鼠	28.25	27.80	23.90	29.38	26.74	28.27	4.34	2.35	3.08	4.21	1.77	10.09
	良品铺子	31.21	31.87	30.47	26.77	27.57	29.16	3.89	4.53	4.36	3.03	3.54	6.23
	甘源食品	40.57	41.60	40.08	35.10	34.26	36.35	13.15	15.15	15.29	11.87	10.91	14.10

资料来源：Wind，上海证券研究所



1. 白酒：建议关注四条主线：1) 复苏趋势明显，确定性较强：古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘、洋河股份等；2) 品牌效应显著，全年稳中有进：贵州茅台、五粮液、泸州老窖等；3) 经济回暖带动商务和宴席复苏：舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、山西汾酒等；4) 经济复苏，公司管理提效：金种子酒、老白干酒等。
2. 啤酒：建议关注产品结构优化趋势明确的青岛啤酒、产品升级与渠道拓展齐发力的重庆啤酒、大单品持续向上的燕京啤酒、高端化进程明确的华润啤酒等。
3. 软饮预调：建议关注全国化扩张稳健的东鹏饮料、渠道精准营销，品类矩阵明朗的百润股份等。
4. 调味品：建议关注收入端随场景修复之后，全年利润端有望同样拐点向上的海天味业、中炬高新、千禾味业等。
5. 速冻食品：建议关注BC端兼顾、预制菜发力可期的安井食品，受益春节后团餐宴席需求持续修复的千味央厨等。
6. 冷冻烘焙：建议关注内生改革优势明显的立高食品、成本有望逐季改善的烘焙油脂龙头南侨食品等。
7. 卤制品：建议关注恢复弹性较强、供应链建设完善的绝味食品、门店结构优化空间大的周黑鸭等。
8. 休闲零食：建议关注转型成效显著、业绩进入释放期的盐津铺子、渠道拓展积极的洽洽食品、传统KA合作稳健，会员商超推进顺利的甘源食品等。



1. 宏观经济下行风险；
2. 食品安全问题；
3. 市场竞争加剧；
4. 提价不及预期。



行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



行业评级与免责声明

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

