

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）
liuchengqian@gjzq.com.cn

联系人：李本媛
libenyuan@gjzq.com.cn

联系人：叶韬
yetao@gjzq.com.cn

联系人：林晨星
linchenxing@gjzq.com.cn

联系人：陈宇君
chenyujun@gjzq.com.cn

业绩兑现良好，复苏势能延续

投资逻辑

白酒：板块整体兑现质量较高。分子板块来看：1) 高端酒仍延续以稳为主的特征，业绩波动较小；2) 次高端景气度仍有所承压，库存去化、渠道梳理、价盘管控、消费者培育等要素为阶段性重点；3) 区域酒同所在区域景气度息息相关，整体春节受益于人流收获旺销。目前板块 PE-TTM 为 30X，位于近 5 年 24th 分位，近 3 年 3th 分位，估值已经具备较高的安全垫&充足性价比，情绪甚至弱于基本面实际的复苏演绎。短期从景气恢复的节奏来看，五一宴席释放如期而至，端午小旺季也利于库存去化，渠道对往后的信心仍存，背后的支撑点是需求恢复方向的确性。目前优选性价比突出的高端标的，对顺周期的次高端标的建议持续关注。

啤酒：经营韧性彰显，期待高端化和成本红利释放。1) 量：22 年各家销量有低个位数增长，普遍对比 19 年仍存在微小缺口，23 年需求恢复有望修复。2) 价：吨价核心驱动因素从 22 年的直接提价+升级贡献，转变为 23 年的升级驱动。3) 利润：各家吨成本增幅在中到大个位数（铝材、运费两位数涨幅，大麦个位数到双位数），毛利率略有承压（普遍下降低于 1pct），但通过销售、管理费率的优化和所得税率的节约，大多实现了净利率 1.5pct 以上的提升。H2 及 23Q1 吨成本增幅继续收窄，我们判断 23 年将降低至低个位数（大麦涨幅 15-20%、包材缓解）。

休闲食品：从营收端看，零食新渠贡献突出，卤味单店修复在途。利润端看，成本表现分化较大，但费率优化达成一致。我们推荐 1) 休闲零食相关成长型企业：零食专营门店数量快速扩张，有望帮助上游生产型企业快速放量。2) 连锁卤味龙头企业：疫情期间市占率逆势提升，近期单店收入环比 Q1 改善，基本恢复到 19 年同期水平。同时成本端有望在 H2 迎来明确拐点，利润弹性较大。

调味品：22Q4 筑底，23Q1 改善，23 年定调复苏。行业复苏以需求和成本为核心脉络，我们认为，22Q4 为阶段性压力峰值，23Q1 作为观察窗口印证环比改善，当前餐饮步入平稳通道，消费力逐渐修复中，23 年复苏大趋势已明朗。板块内公司业绩表现分化，海天仍需去库存，助力渠道纾困解难，千禾在零添加舆论事件后势头强劲，中炬已走出增长泥淖，开启经营管理双改善。展望后续，海天下半年弹性体现，中炬估值仍有修复空间，推荐细分龙头。

乳制品：偏可选属性，22 年颓势待修复，23 年存改善契机。乳制品可选属性更强，疫情期间面临消费力疲软，结构升级受阻，22Q1 阶段性表现较佳后年内走弱，23Q1 表现来看，龙头费投力度有所收缩，但内生收入增长、结构优化角度尚未表现出明显改善。后续伴随奶价稳中有降、需求回暖后的竞争趋缓，毛销差有望打开空间，利润释放兑现净利率提升逻辑。

速冻食品：逆水行舟，各有千秋。速冻赛道本身在疫情期间为 B 端受损、C 端景气的逻辑，疫后则相反，C 端具备消费粘性，B 端具备需求弹性。各龙头均为 B 端逻辑，但在疫情期间业绩表现依然强劲，通过渠道的均衡发展、新品和新客户的挖掘克服了大环境的不利。安井传统主业弹性叠加预制菜放量，锁鲜装拉动结构升级，年内业绩确定性强，千味大 B 拉动，小 B 锦上添花，势能向上。

风险提示

宏观经济下行风险、疫情持续反复风险、区域市场竞争风险、食品安全问题风险

内容目录

一、白酒板块：业绩兑现质量高，配置性价比凸显.....	4
二、啤酒板块：经营韧性彰显，期待高端化和成本红利释放.....	14
三、休闲食品板块：需求修复在途，关注成本改善.....	19
四、调味品板块：复苏伊始，定调向上.....	21
五、乳制品板块：消费回暖，估值低位.....	24
六、速冻食品板块：突出重围，逆势增长.....	26
七、风险提示.....	27

图表目录

图表 1： 22Q4&23Q1 白酒板块重点标的营业收入（亿元）及同比增速.....	4
图表 2： 2017Q1~2023Q1 白酒板块营收（亿元）及同比增速.....	5
图表 3： 2017Q1~2023Q1 白酒板块分子板块营收（亿元）及同比增速.....	5
图表 4： 2019 年白酒板块分子板块季度营收占比.....	5
图表 5： 2021 年白酒板块分子板块季度营收占比.....	5
图表 6： 22Q4&23Q1 白酒板块重点标的归母净利（亿元）及同比增速.....	5
图表 7： 2017Q1~2023Q1 白酒板块归母净利（亿元）及同比增速.....	6
图表 8： 2017Q1~2023Q1 白酒板块分子板块归母净利（亿元）及同比增速.....	6
图表 9： 白酒板块分子板块重点标的归母净利率及毛利率梳理.....	6
图表 10： 2017Q1~2023Q1 白酒板块归母净利率及毛利率.....	7
图表 11： 2017Q1~2023Q1 白酒板块分子板块毛利率.....	7
图表 12： 白酒板块分子板块重点标的 2022 年费用率梳理.....	7
图表 13： 白酒板块分子板块重点标的 23Q1 费用率梳理.....	8
图表 14： 2017Q1~2023Q1 白酒板块分子板块毛销差.....	9
图表 15： 2017Q1~2023Q1 白酒板块分子板块营业税金及附加占比.....	9
图表 16： 白酒板块分子板块重点标的预收款梳理（单位：亿元）.....	9
图表 17： 白酒板块分子板块重点标的销售收现情况梳理（单位：亿元）.....	10
图表 18： 2017Q1~2023Q1 白酒板块分子板块应收款梳理.....	11
图表 19： 白酒板块分子板块重点标的经销商数量及单经销商体量.....	11
图表 20： 2020 年至今白酒板块行情及成交额（亿元）.....	12
图表 21： 2015 年至今白酒板块 PE-Bands.....	12
图表 22： 22 年末及当前白酒板块重点标的 Wind 一致预期及变化.....	12
图表 23： 2022 年至今白酒板块重点标的沪深港通持股占比.....	13

图表 24:	2020Q1~2023Q1 白酒板块重点标的基金重仓持股占比梳理	13
图表 25:	白酒板块重点标的盈利预测	14
图表 26:	全国规模以上企业啤酒历年产量 (万千升)	15
图表 27:	啤酒 2022 年单月产量及增速	15
图表 28:	重点啤酒酒企历年销量 (万千升)	15
图表 29:	龙头历年吨价 (元/吨)	15
图表 30:	啤酒重点酒企量价拆分	15
图表 31:	啤酒龙头高端化进度	16
图表 32:	啤酒龙头吨成本对比	17
图表 33:	啤酒重点公司 22 年利润率和费用率	18
图表 34:	啤酒重点公司 23Q1 利润率和费用率	18
图表 35:	重点啤酒酒企估值表	19
图表 36:	休闲食品板块标的营收和归母净利变动情况	20
图表 37:	休闲食品板块标的利润端变动情况	20
图表 38:	休闲食品板块重点标的盈利预测	21
图表 39:	11 月疫情多地散发, 放开后第一波感染潮集中表现于 12 月	22
图表 40:	酱油酿造企业主要直接材料价格 (月度平均, 2018M1=100)	22
图表 41:	调味品板块主要公司 22A&23Q1 营收、归母净利润表现	23
图表 42:	调味品重点公司 22A&23Q1 销售费用率和毛利率变化情况	23
图表 43:	调味品重点公司估值表	24
图表 44:	乳制品板块重点公司 22A&23Q1 营收、归母净利润表现	24
图表 45:	乳制品公司 20Q1-23Q1 营收单季增速	24
图表 46:	乳制品公司 20Q1-23Q1 归母净利单季增速	24
图表 47:	乳制品重点公司 22A&23Q1 毛销差和销售净利率变化情况	25
图表 48:	生鲜乳价格走势	25
图表 49:	饲料豆粕、玉米价格走势	25
图表 50:	乳制品重点公司估值表	25
图表 51:	速冻板块重点公司 22A&23Q1 营收、归母净利润表现	26
图表 52:	速冻食品公司 20Q1-23Q1 营收单季增速	26
图表 53:	速冻食品公司 20Q1-23Q1 归母净利单季增速	26
图表 54:	速冻食品重点公司 22A&23Q1 销售费用率和毛利率变化情况	26
图表 55:	速冻食品重点公司估值表	27

一、白酒板块：业绩兑现质量高，配置性价比凸显

整体从业绩兑现程度来看，茅台、老窖、汾酒、古井、伊力特等录得超预期表现，板块其余标的基本符合预期，整体兑现质量较高。分子板块来看：1) 高端酒仍延续以稳为主的特征，业绩波动较小；2) 次高端景气度仍有所承压，库存去化、渠道梳理、价盘管控、消费者培育等要素为阶段性重点；3) 区域酒同所在区域景气度息息相关，整体春节受益于人流收获旺销。具体而言：

1) 22年白酒板块整体实现营收3517亿元(同比+15.1%, 20/21年分别同比+6.6%/+18.0%)，其中次高端(+24.3%)>高端酒(+15.6%)>区域酒及其他(+10.0%)；

2) 23Q1 板块整体实现营收 1305 亿元 (同比+15.7%)，其中区域酒及其他 (+17.4%) > 高端酒 (+17.2%) > 次高端 (+6.5%)；

3) 结合 22Q4&23Q1，板块整体实现营收 2172 亿元 (同比+14.4%)，其中高端酒 (+16.2%) > 区域酒及其他 (+12.4%) > 次高端 (+8.9%)。

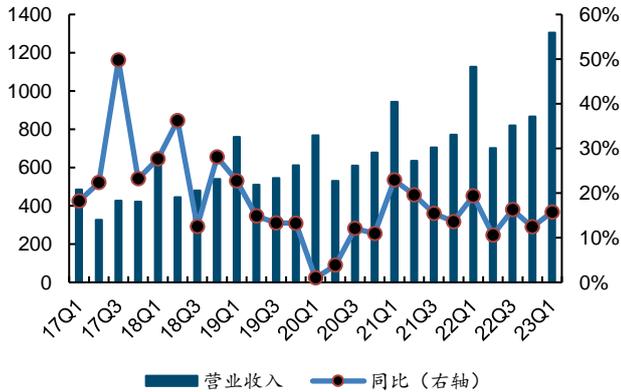
图表1：22Q4&23Q1 白酒板块重点标的营业收入（亿元）及同比增速

分类	公司名称	22Q4	YOY	QY22	YOY	23Q1	YOY	22Q4+23Q1	YOY
高端	贵州茅台	369	17%	1241	17%	388	20%	757	19%
	五粮液	182	10%	740	12%	311	13%	493	12%
	泸州老窖	76	16%	251	22%	76	21%	152	18%
	合计	627	15%	2232	16%	775	17%	1402	16%
次高端	山西汾酒	41	50%	262	31%	127	20%	168	26%
	酒鬼酒	6	-27%	41	19%	10	-43%	15	-38%
	舍得酒业	14	6%	61	22%	20	7%	35	7%
	水井坊	9	-25%	47	1%	9	-40%	18	-33%
	合计	70	15%	410	24%	165	6%	235	9%
区域酒及其他	洋河股份	36	6%	301	19%	150	16%	187	14%
	古井贡酒	39	25%	167	26%	66	25%	105	25%
	今世缘	14	28%	79	23%	38	27%	52	27%
	口子窖	14	-2%	51	2%	16	21%	30	9%
	迎驾贡酒	16	16%	55	20%	19	22%	35	19%
	金徽酒	5	1%	20	12%	9	27%	13	17%
	伊力特	3	-33%	16	-16%	7	19%	11	-4%
	顺鑫农业	26	-21%	117	-21%	41	5%	67	-7%
	老白干酒	12	-5%	47	16%	10	10%	22	2%
	天佑德酒	2	-14%	10	-7%	4	-6%	6	-9%
	金种子酒	4	-8%	12	-2%	4	25%	8	7%
合计	170	3%	875	10%	365	17%	535	12%	
白酒板块合计		867	12%	3517	15%	1305	16%	2172	14%

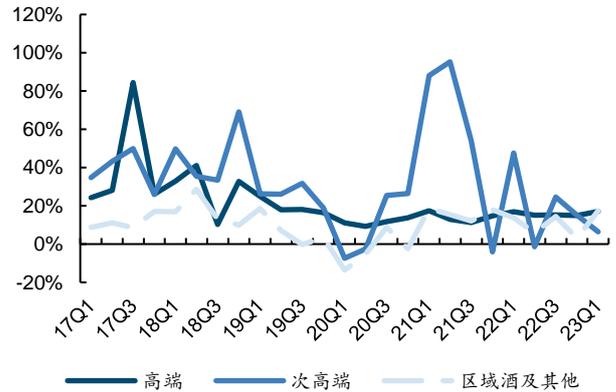
来源：Wind，国金证券研究所

22年全年次高端仍实现相对高增主要系22Q1需求释放较优+22Q3需求存在部分回补，但22Q4&23Q1受外部环境扰动仍较为突出，因此在此期间营收增速相对板块内靠后，季度间营收的节奏变化明显（19年次高端Q1/Q3营收占全年比重分别为31%/23%，而21年该占比提升至38%/27%，季度间节奏的非常态化也会导致23年分季度面临不同的基数背景，而高端酒、区域酒的季度占比变化尚不明显）。实际上各个子板块内分化也不一，特别是次高端&区域酒企，背后是不同区域前期外部环境扰动程度不一。

图表2: 2017Q1~2023Q1 白酒板块营收(亿元)及同比增速



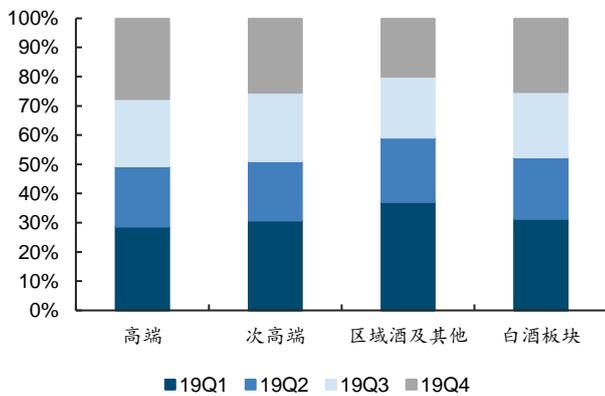
图表3: 2017Q1~2023Q1 白酒板块分子板块营收(亿元)及同比增速



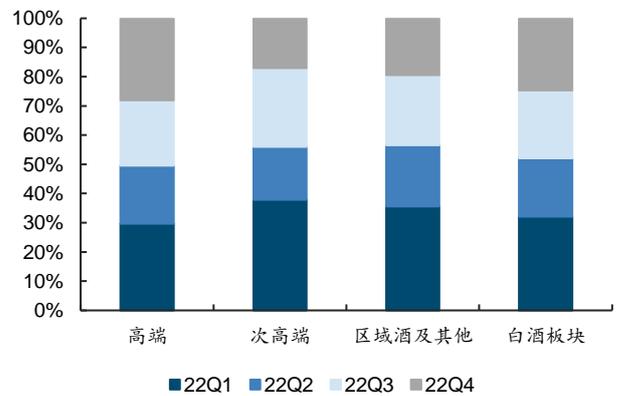
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表4: 2019年白酒板块分子板块季度营收占比



图表5: 2021年白酒板块分子板块季度营收占比



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

■ 从利润端看:

- 22年白酒板块整体实现归母净利润1305亿元(同比+39.2%),其中次高端(+19.1%)>高端酒(+15.6%)>区域酒及其他(+16.8%);
- 23Q1板块整体实现归母净利润535亿元(同比+19.1%),其中区域酒及其他(+19.9%)>高端酒(+19.7%)>次高端(+14.1%);
- 结合22Q4&23Q1,板块整体实现归母净利润840亿元(同比+18.6%),其中次高端(+21.8%)>高端酒(+19.2%)>区域酒及其他(+13.4%)。整体板块仍呈现出明确的利润弹性,相对而言次高端弹性占优,但波动亦较高。

图表6: 22Q4&23Q1 白酒板块重点标的归母净利润(亿元)及同比增速

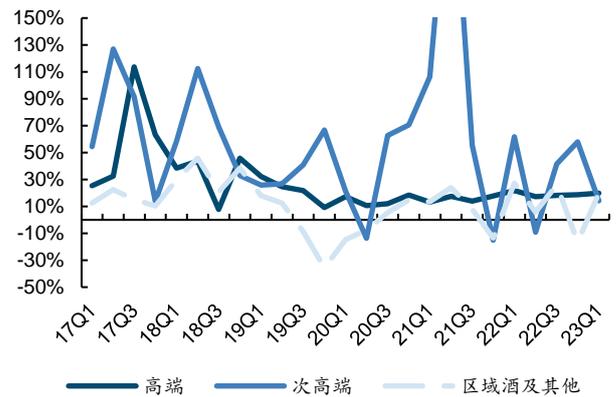
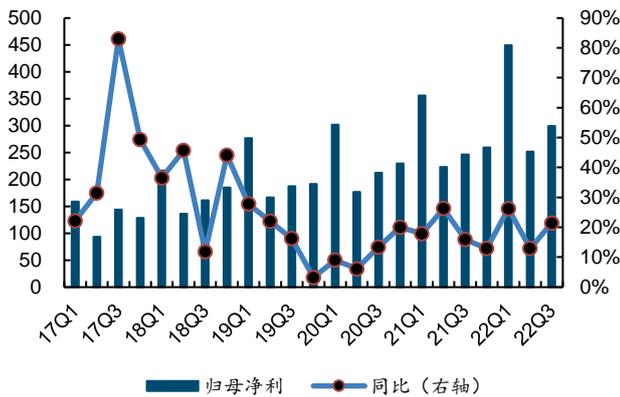
分类	公司名称	22Q4	YOY	QY22	YOY	23Q1	YOY	22Q4+23Q1	YOY
高端	贵州茅台	183	21%	627	20%	208	21%	391	21%
	五粮液	67	11%	267	14%	125	16%	192	14%
	泸州老窖	21	28%	104	30%	37	29%	59	29%
	合计	272	19%	998	19%	370	20%	642	19%
次高端	山西汾酒	10	127%	81	52%	48	30%	58	40%
	酒鬼酒	1	-56%	10	17%	3	-42%	4	-46%
	舍得酒业	5	76%	17	35%	6	7%	11	31%
	水井坊	2	-19%	12	1%	2	-56%	3	-43%

	合计	17	58%	120	39%	58	14%	76	22%
区域酒及其他	洋河股份	3	4%	94	25%	58	16%	61	15%
	古井贡酒	5	58%	31	37%	16	43%	21	46%
	今世缘	4	28%	25	23%	13	25%	17	26%
	口子窖	3	-40%	16	-10%	5	10%	9	-17%
	迎驾贡酒	5	20%	17	23%	7	27%	12	24%
	金徽酒	1	-19%	3	-14%	2	10%	2	1%
	伊力特	0	-44%	2	-47%	1	37%	2	13%
	顺鑫农业	-7	160%	-7	-758%	3	214%	-4	126%
	老白干酒	2	25%	7	82%	1	-62%	3	-32%
	天佑德酒	0	11%	1	19%	1	-30%	1	-40%
	金种子酒	-1	132%	-2	12%	0	228%	-1	167%
	合计	16	-17%	186	17%	106	20%	122	13%
白酒板块合计		305	18%	1305	20%	535	19%	840	19%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: 2017Q1~2023Q1 白酒板块归母净利润(亿元)及同比增速

图表8: 2017Q1~2023Q1 白酒板块分子板块归母净利润(亿元)及同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

22 年板块整体归母净利率 36.7% (同比+1.6pct), 其中高端酒 44.0% (+1.3pct)、次高端酒 29.4% (+3.2pct)、区域酒及其他 21.3% (+1.2pct); 23Q1 板块整体归母净利率 40.8% (同比+1.3pct), 其中高端酒 47.4% (+1.3pct)、次高端 35.4% (+2.4pct)、区域酒及其他 29.1% (+0.6pct)。

从利润弹性的驱动因素角度来看: 高端酒毛利率提升+费用率优化均衡带动, 次高端酒主要由费用率优化带动, 而区域酒及其他主要由毛利率提升带动。从毛利率角度来看, 22 年高端酒/次高端/区域酒及其他毛利率分别+0.5pct/持平/+3.5pct, 23Q1 分别+0.5pct/-0.3pct/+0.9pct。从绝对值角度来看, 毛利率仍为高端酒>次高端酒>区域酒及其他。

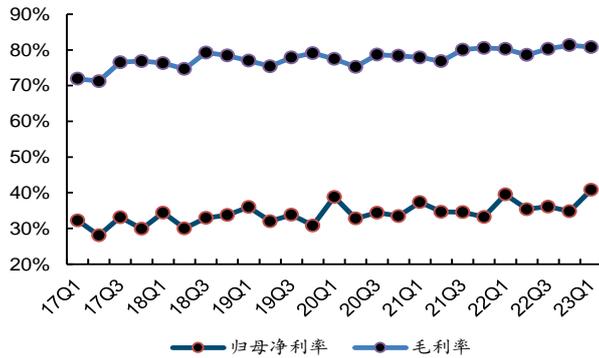
图表9: 白酒板块分子板块重点标的归母净利率及毛利率梳理

分类	公司名称	归母净利率				毛利率			
		CY22	对比 CY21 (pct)	23Q1	对比 22Q1 (pct)	CY22	对比 CY21 (pct)	23Q1	对比 22Q1 (pct)
高端	贵州茅台	49.2%	+1.2	52.8%	+0.8	91.9%	+0.3	92.6%	+0.2
	五粮液	36.1%	+0.8	40.3%	+1.0	75.4%	+0.1	78.4%	持平
	泸州老窖	41.3%	+2.7	48.8%	+3.2	86.6%	+0.9	88.1%	+1.7
	合计	44.0%	+1.3	47.4%	+1.3	85.8%	+0.5	86.4%	+0.5
次高端	山西汾酒	30.9%	+4.3	38.0%	+2.8	75.4%	+0.4	75.6%	+0.8

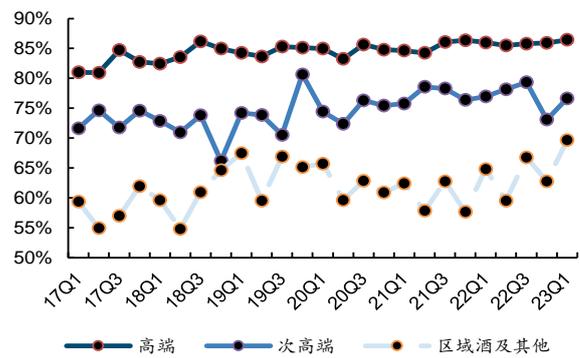
	酒鬼酒	25.9%	-0.3	31.1%	+0.3	79.6%	-0.3	81.5%	+1.8
	舍得酒业	27.8%	+2.8	28.2%	持平	77.7%	-0.1	78.4%	-2.5
	水井坊	26.0%	+0.1	18.7%	-6.9	84.5%	持平	83.2%	-1.7
	合计	29.4%	+3.2	35.4%	+2.4	77.2%	持平	76.6%	-0.3
区域酒及其他	洋河股份	31.2%	+1.5	38.3%	+0.1	74.6%	-0.7	76.6%	-0.7
	古井贡酒	18.8%	+1.5	23.8%	+3.0	77.2%	+2.1	79.7%	+1.8
	今世缘	31.7%	+0.1	33.0%	-0.5	76.6%	+2.0	75.4%	+1.1
	口子窖	30.2%	-4.2	33.7%	-3.3	74.2%	+0.3	76.6%	-1.4
	迎驾贡酒	31.0%	+0.9	36.5%	+1.6	68.0%	+0.9	71.2%	-0.2
	金徽酒	13.9%	-4.2	20.4%	-3.0	62.8%	-1.0	65.0%	-1.4
	伊力特	10.2%	-5.9	20.1%	+2.7	48.0%	-3.4	51.5%	+0.4
	顺鑫农业	-5.8%	-6.5	8.0%	+5.4	31.7%	+3.8	37.7%	+4.9
	老白干酒	15.2%	+5.5	10.2%	-19.1	68.4%	+1.0	65.4%	-4.8
	天佑德酒	7.7%	+1.7	19.5%	-6.5	62.0%	-1.0	63.6%	-4.5
	金种子酒	-15.8%	-2.0	-9.5%	-5.9	26.4%	-2.4	27.2%	-7.4
	合计	21.3%	+1.2	29.1%	+0.6	67.2%	+3.5	70.6%	+0.9
白酒板块合计	36.7%	+1.6	40.8%	+1.3	80.2%	+1.3	80.8%	+0.5	

来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 2017Q1~2023Q1 白酒板块归母净利率及毛利率



图表11: 2017Q1~2023Q1 白酒板块分子板块毛利率



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

■ 从费用率的角度来看:

1) 22 年高端酒/次高端/区域酒及其他销售费用率分别-0.6pct/ -2.2pct/+1.2pct, 管理费用率分别-0.5pct/-1.2pct/-0.1pct, 营业税金及附加占比分别+0.2pct/-0.5pct/持平。

图表12: 白酒板块分子板块重点标的 2022 年费用率梳理

分类	公司名称	销售费用率		管理费用率		营业税金及附加占比	
		GY22	对比 GY21 (pct)	GY22	对比 GY21 (pct)	GY22	对比 GY21 (pct)
高端	贵州茅台	2.7%	+0.1	7.3%	-0.7	14.9%	+0.5
	五粮液	9.3%	-0.6	4.1%	-0.2	14.5%	-0.3
	泸州老窖	13.7%	-3.7	4.6%	-0.5	14.0%	+0.1
	均值	6.1%	-0.6	5.9%	-0.5	14.7%	+0.2
次高端	山西汾酒	13.0%	-2.8	4.6%	-1.2	17.6%	-1.1
	酒鬼酒	25.3%	+0.1	4.3%	-1.0	16.2%	+0.9
	舍得酒业	16.8%	-0.8	9.7%	-2.4	14.9%	+0.2
	水井坊	27.4%	+0.9	7.6%	+1.0	15.7%	-0.2

	均值	16.4%	-2.2	5.7%	-1.2	16.8%	-0.5
区域酒及其他	洋河股份	13.9%	-0.1	6.4%	-0.8	14.6%	-1.8
	古井贡酒	27.9%	-2.3	7.0%	-0.7	16.9%	+1.6
	今世缘	17.6%	+2.5	4.1%	+0.1	16.2%	-1.0
	口子窖	13.6%	+0.9	5.2%	+0.2	15.2%	持平
	迎驾贡酒	9.2%	-0.5	3.5%	-0.8	15.0%	-0.2
	金徽酒	20.9%	+5.3	10.8%	+0.8	14.6%	+0.5
	伊力特	12.2%	+4.1	4.6%	+2.0	16.6%	+0.1
	顺鑫农业	8.8%	+2.9	7.4%	+1.5	11.7%	+1.0
	老白干酒	30.3%	-0.4	8.5%	-0.6	16.1%	+0.5
	天佑德酒	24.9%	-0.2	14.3%	+1.4	15.1%	-0.6
	金种子酒	20.6%	-2.0	10.0%	+0.6	10.7%	-0.6
	均值	17.1%	+1.2	6.5%	-0.1	14.9%	持平
白酒板块平均值		10.0%	-0.3	6.0%	-0.5	15.0%	+0.1

来源: Wind, 国金证券研究所

2) 23Q1 高端酒/次高端酒/区域酒及其他销售费用率分别-0.3pct/-3.2pct/+0.2pct, 管理费用率分别-0.8pct/-0.5pct/-0.3pct, 营业税金及附加占比分别+0.6pct/+0.1pct/-0.5pct。

图表13: 白酒板块分子板块重点标的23Q1费用率梳理

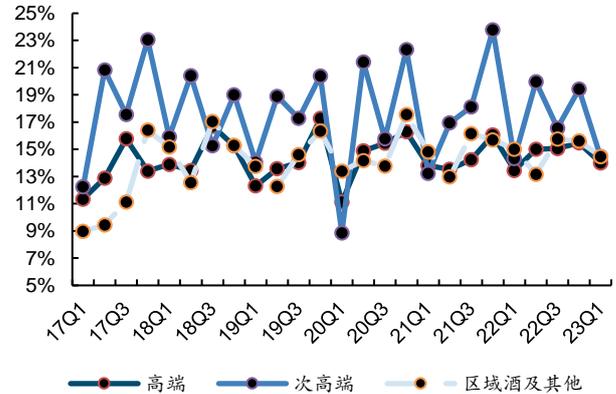
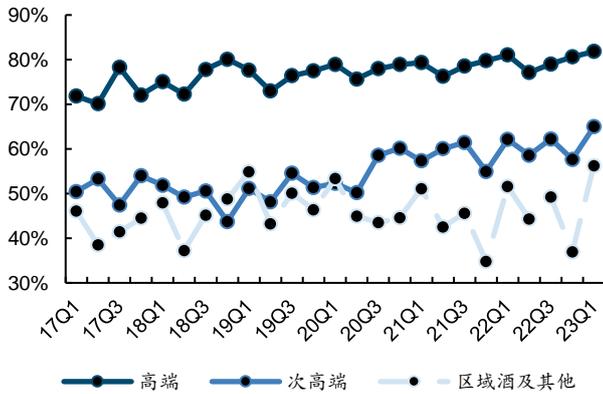
分类	公司名称	销售费用率		管理费用率		营业税金及附加占比	
		23Q1	对比 22Q1 (pct)	23Q1	对比 22Q1 (pct)	23Q1	对比 22Q1 (pct)
高端	贵州茅台	2.0%	+0.3	5.2%	-1.4	14.1%	+0.7
	五粮液	6.8%	-0.6	3.5%	持平	14.3%	+0.2
	泸州老窖	9.1%	-1.6	3.3%	-1.1	12.3%	+1.9
	均值	4.6%	-0.3	4.3%	-0.8	14.0%	+0.6
次高端	山西汾酒	8.0%	-3.2	2.1%	-0.5	14.4%	+0.6
	酒鬼酒	26.0%	+4.2	3.6%	+1.9	15.7%	持平
	舍得酒业	19.3%	+0.8	8.1%	-2.4	13.7%	-1.4
	水井坊	31.9%	+2.9	10.2%	+3.7	15.7%	-0.1
	均值	11.6%	-3.2	3.3%	-0.5	14.5%	+0.1
区域酒及其他	洋河股份	7.4%	+0.8	3.7%	-0.3	15.7%	-1.1
	古井贡酒	28.8%	-1.3	5.5%	-0.6	14.5%	持平
	今世缘	15.9%	+2.9	2.1%	+0.1	15.0%	-1.0
	口子窖	12.7%	-2.3	5.2%	+0.8	14.5%	+1.1
	迎驾贡酒	6.4%	-1.4	2.6%	-0.5	14.4%	+0.2
	金徽酒	17.8%	+2.1	7.2%	-0.2	14.2%	+0.8
	伊力特	6.6%	-0.5	3.0%	+0.5	13.3%	-2.7
	顺鑫农业	8.4%	-0.2	5.8%	-0.5	9.8%	-1.0
	老白干酒	25.9%	-10.9	11.4%	+0.7	15.1%	+1.7
	天佑德酒	14.0%	+1.1	7.7%	+0.6	15.6%	+0.9
	金种子酒	18.6%	-1.0	5.9%	-3.4	12.4%	+1.2
	均值	13.4%	+0.2	4.5%	-0.3	14.5%	-0.5
白酒板块平均值		7.9%	-0.6	4.2%	-0.6	14.2%	+0.2

来源: Wind, 国金证券研究所

22 年及 23Q1 外部环境扰动下，消费者培育、地推营销等活动开展受限，因此多数酒企销售费用率有所下滑，预计 23Q2 及往后渠道活动会愈发加大力度，目前已经初显端倪，扫码赢红包、宴席政策、回厂游等活动已经陆续落地开展。从毛销差角度来看，22 年高端酒/次高端/区域酒及其他分别+0.9pct/+2.7pct/+2.2pct，23Q1 分别+0.8pct/+2.9pct/+4.7pct。

图表14: 2017Q1~2023Q1 白酒板块分子板块毛销差

图表15: 2017Q1~2023Q1 白酒板块分子板块营业税金及附加占比



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

其次，从回款的角度来看，23Q1 末除舍得、古井、老白干、金种子预收款规模环比提升外，其余酒企均环比有所下滑。实际上，考虑 23Q1 营收+环比预收款变化量后同口径下大部分酒企增速会优于纯营收口径下的增速（包括五粮液、老窖、次高端、洋河、古井等）。

我们认为渠道情绪包括终端情绪在切实地回暖，22 年特别是后半程渠道呈现明显的去杠杆、流动性优先的情绪，对于动销受扰动的标的回款情绪较低，对库存的容忍度下行，而从春节前后、包括临近五一的渠道反馈来看，对后续行业景气度回暖的认知较为趋同，23Q1 末的预收款数据较 22 年末亦有所改善。

图表16: 白酒板块分子板块重点标的预收款梳理 (单位: 亿元)

分类	公司名称	22 年末预收款规模	YOY	23Q1 末预收款规模	YOY	环比△	23Q1 营收+环比△预收款	YOY
高端	贵州茅台	175	22%	93	1%	-81.4	306	12%
	五粮液	139	-6%	62	50%	-77.7	234	38%
	泸州老窖	29	-27%	20	-2%	-9.5	67	54%
	合计	343	4%	174	13%	-168.6	606	25%
次高端	山西汾酒	74	-9%	44	0%	-29.9	97	42%
	酒鬼酒	5	-68%	5	-41%	-0.5	9	1%
	舍得酒业	3	-55%	9	107%	+6.0	26	67%
	水井坊	11	6%	10	20%	-0.4	8	-35%
	合计	93	-19%	68	5%	-24.8	140	33%
区域酒及其他	洋河股份	151	-16%	72	-31%	-78.4	72	28%
	古井贡酒	19	-29%	67	6%	+48.5	114	27%
	今世缘	23	-1%	13	1%	-10.1	28	44%
	口子窖	6	-18%	5	18%	-1.3	15	49%
	迎驾贡酒	7	12%	5	7%	-1.7	17	21%
	金徽酒	6	42%	5	7%	-0.9	8	6%
	伊力特	1	-2%	1	-33%	持平	7	11%

	顺鑫农业	44	50%	21	37%	-22.9	18	-28%
	老白干酒	17	10%	25	7%	+8.2	18	6%
	天佑德酒	1	-6%	1	34%	持平	4	-2%
	金种子酒	1	15%	2	137%	+0.7	5	58%
	合计	275	-6%	216	-8%	-58.1	307	21%
白酒板块合计		710	-4%	459	1%	-251.5	1054	25%

来源：Wind，国金证券研究所（注：预收款包括合同负债、预收账款、其他流动负债）

此外，销售收现逐级改善正当时，应收款规模有所缩窄。

1) 22 年板块整体销售收现 3879 亿元，同比+7.7%，慢于同期营收增速。其中，高端酒/次高端/区域酒及其他分别同比+11.5%/+7.2%/-0.8%，均慢于同期营收增速。

2) 23Q1 板块整体销售收现 1173 亿元，同比+27.3%，快于同期营收增速。其中，高端酒/次高端/区域酒及其他分别同比+37.4%/+5.2%/+18.1%，除次高端仍慢于同期营收增速外，高端酒、区域酒及其他均快于同期营收增速，销售现金流改善明显。

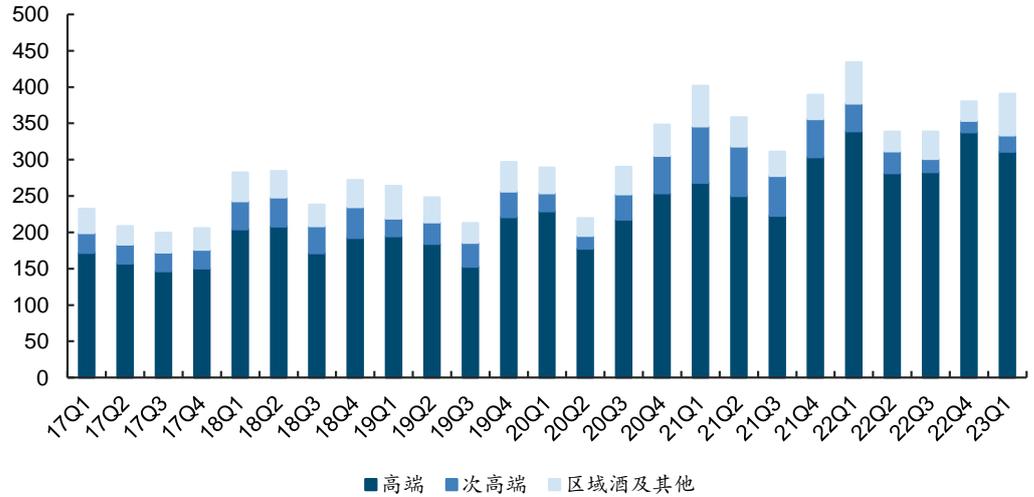
3) 22Q4&23Q1 应收款余额均有所缩窄，22Q4、23Q1 应收款余额同比-2.4%、-10.1%，销售收现回暖部分由于酒企回款政策等变化带动信用收款规模的缩窄。其中，次高端缩窄幅度较高，分别同比-70%/-42%。

图表17：白酒板块分子板块重点标的销售收现情况梳理（单位：亿元）

分类	公司名称	22 销售收现	YOY	是否超过营收增速	23Q1 销售收现	YOY	是否超过营收增速
高端	贵州茅台	1407	18%	是	358	14%	否
	五粮液	818	1%	否	286	108%	是
	泸州老窖	259	15%	否	80	7%	否
	合计	2484	11%	否	724	37%	是
次高端	山西汾酒	287	15%	否	98	11%	否
	酒鬼酒	34	-17%	否	8	-19%	是
	舍得酒业	60	0%	否	22	23%	是
	水井坊	52	-2%	否	9	-37%	是
	合计	434	7%	否	137	5%	否
区域酒及其他	洋河股份	309	-16%	否	103	29%	是
	古井贡酒	173	12%	否	78	26%	是
	今世缘	97	13%	否	34	34%	是
	口子窖	52	7%	是	12	7%	否
	迎驾贡酒	65	24%	是	19	21%	否
	金徽酒	24	12%	否	9	10%	否
	伊力特	17	-19%	否	7	11%	否
	顺鑫农业	148	7%	是	23	-23%	否
	老白干酒	51	-3%	否	17	0%	否
	天佑德酒	11	-7%	是	4	0%	是
	金种子酒	14	7%	是	5	38%	是
合计	962	-1%	否	312	18%	是	
白酒板块合计		3879	8%	否	1173	27%	是

来源：Wind，国金证券研究所

图表18: 2017Q1~2023Q1 白酒板块分子板块应收款梳理(单位: 亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 应收款包括应收票据、应收账款、应收款项融资)

从经销商维度看, 除茅台、老窖、舍得、今世缘、金种子在 22 年经销商数量略有减少外 (其中金种子经销商数量-30%, 其余均在 5%幅度内小幅优化), 其余酒企仍在深化经销商覆盖面, 因此单经销商体量有所下滑。从招商的氛围看, 春糖热度空前, 但渠道当前对于新品代理的情绪仍较为谨慎, 主要集中于头部的名优酒企, 情绪改善的空间明确。

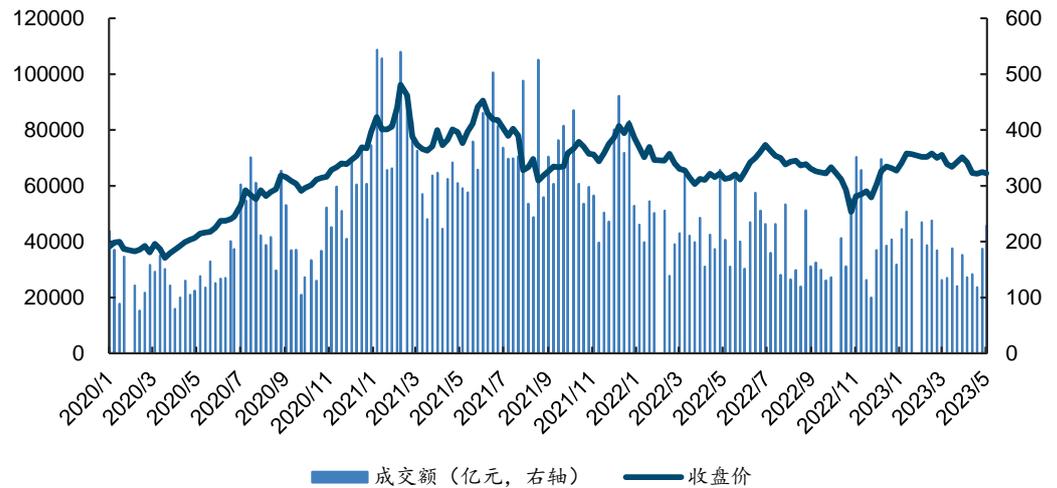
图表19: 白酒板块分子板块重点标的经销商数量及单经销商体量

板块	简称	经销商数量 (个)			单经销商全年收入体量 (万元)		
		20 年末	21 年末	22 年末	GY21	GY22	YOY
高端酒	贵州茅台	2150	2193	2189	4890	5664	16%
	五粮液	2476	2656	3144	2580	2551	-1%
	泸州老窖	2221	1931	1829	994	1336	34%
次高端酒	山西汾酒	2896	3524	3637	622	732	18%
	舍得酒业	1761	2252	2158	248	275	11%
	酒鬼酒	763	1256	1586	338	285	-16%
	水井坊	46	44	50	10293	9942	-3%
区域酒及其他	洋河股份	9051	8142	8238	295	368	25%
	今世缘	948	1051	1014	641	764	19%
	古井贡酒	3391	4007	4399	359	398	11%
	老白干酒	13641	10437	11023	33	43	30%
	口子窖	682	765	859	695	632	-9%
	顺鑫农业	465	432	442	3315	2672	-19%
	迎驾贡酒	1259	1275	1334	361	422	17%
	金种子酒	456	426	297	275	328	19%
	伊力特	53	55	64	3588	2728	-24%
	金徽酒	462	589	736	340	304	-11%
	天佑德酒	506	592	597	192	165	-14%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 单经销商全年收入体量为营业收入/经销商年初、年末数量均值, 未细化至酒类营业收入)

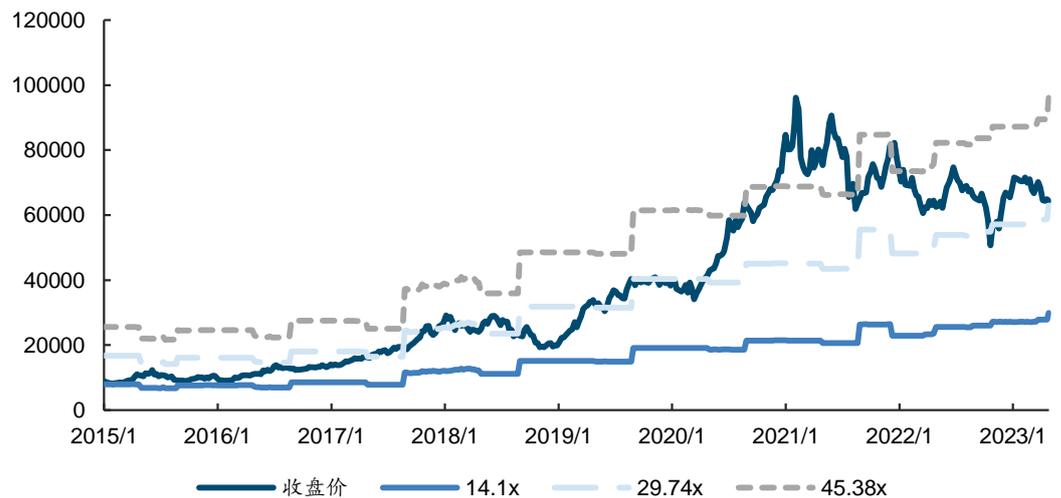
春节节后以来板块情绪仍有所承压, 市场对于复苏的预期不断降低, 但实际表现兑现如前所述仍有不俗的表现。伴随 22 年及 23Q1 业绩落地, 五一消费情绪释放较佳, 预计情绪及业绩的预期短期有望筑底, 静候经济活动等持续修复下商务需求回暖。目前板块 PE-TTM 为 30X, 位于近 5 年 24th 分位, 近 3 年 3th 分位, 估值已经具备较高的安全垫&充足性价比, 情绪甚至弱于基本面实际的复苏演绎。

图表20: 2020年至今白酒板块行情及成交额(亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 23 年 5 月 4 日)

图表21: 2015年至今白酒板块 PE-Bands



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 23 年 5 月 4 日)

图表22: 22年末及当前白酒板块重点标的Wind一致预期及变化

分类	公司名称	23E 营业收入一致预期 (亿元)			23E 归母净利润一致预期 (亿元)		
		22 年末	当前	环比	22 年末	当前	环比
高端	贵州茅台	1472	1480	0.5%	731	738	1.0%
	五粮液	853	849	-0.5%	312	311	-0.3%
	泸州老窖	309	308	-0.3%	127	130	2.5%
次高端	山西汾酒	327	325	-0.8%	100	103	3.1%
	酒鬼酒	57	49	-14.3%	16	13	-18.1%
	舍得酒业	78	79	0.5%	20	21	7.6%
	水井坊	61	52	-14.8%	16	14	-15.2%
区域酒及其他	洋河股份	357	355	-0.7%	116	113	-2.5%
	古井贡酒	197	202	2.6%	38	41	7.9%
	今世缘	98	100	2.4%	31	31	1.9%

口子窖	62	61	-2.0%	21	19	-8.6%
迎驾贡酒	68	67	-0.5%	22	22	-1.0%
金徽酒	27	25	-7.3%	5	4	-15.1%
伊力特	24	24	2.4%	4	4	-2.7%
老白干酒	56	57	0.7%	7	7	4.0%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 23 年 5 月 4 日)

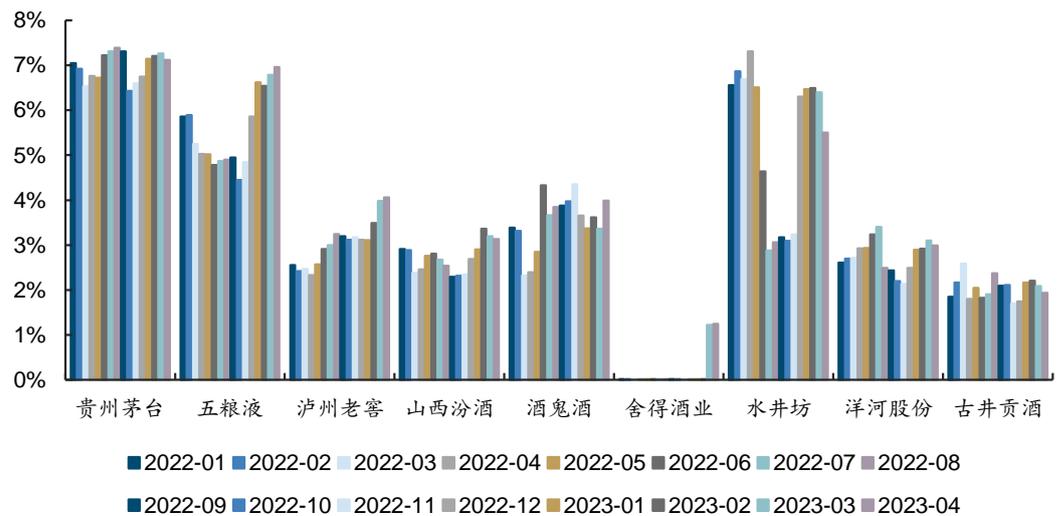
■ 从北上&基金重仓持股情况来看:

1) 环比 22 年末, 北上资金对白酒板块重点标的的持股基本都有加仓表现, 其中茅台/五粮液/泸州老窖/山西汾酒/酒鬼酒/水井坊/洋河股份/古井贡酒分别环比+0.4pct/+1.1pct/+0.9pct/+0.4pct/+0.3pct/+1.2pct/-0.8pct/+0.5pct/+0.2pct。相较于 20 年末, 茅台北上持股占比-1.2pct, 而五粮液/泸州老窖占比+0.6pct/+1.8pct。

2) 环比 22 年末, 23Q1 末基金重仓持股占比表现分化。具体而言, 高端酒环比均有减仓, 茅台/五粮液/泸州老窖占比环比分别-0.7pct/-0.3pct/-0.6pct; 次高端中汾酒/酒鬼酒环比分别-1.1pct/-2.4pct, 舍得环比+2.8pct; 区域酒中洋河/今世缘/古井/口子环比分别-1.1pct/-0.3pct/-0.6pct/-0.8pct, 迎驾/伊力特/老白干环比分别+0.5pct/+2.2pct/+8.8pct。

3) 从重仓持股市值来看, 茅台/五粮液/泸州老窖/汾酒/洋河/古井基金重仓持股总市值分别为 1508/776/733/376/259/229 亿元, 同比-4.3%/+4.7%/+10.5%/-12.7%/-7.0%/+7.4%。

图表23: 2022 年至今白酒板块重点标的的沪深港通持股占比



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 23 年 4 月末)

图表24: 2020Q1~2023Q1 白酒板块重点标的的基金重仓持股占比梳理

类型	公司名称	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1	21Q4	21Q3	21Q2	21Q1	20Q4	20Q3	20Q2	20Q1
高端酒	贵州茅台	6.6%	7.3%	7.5%	7.5%	7.5%	7.0%	7.0%	6.9%	7.1%	6.5%	5.3%	4.5%	4.5%
	五粮液	10.2%	10.5%	10.2%	10.7%	9.0%	9.9%	10.5%	11.6%	11.9%	10.7%	9.6%	8.1%	7.1%
	泸州老窖	19.6%	20.2%	20.1%	19.4%	19.1%	19.0%	17.1%	16.1%	17.7%	16.0%	15.1%	12.1%	12.6%
次高端	山西汾酒	11.3%	12.4%	13.5%	13.8%	12.4%	12.0%	13.0%	13.1%	13.0%	11.2%	9.3%	7.5%	7.5%
	酒鬼酒	7.6%	10.0%	10.3%	16.7%	17.0%	18.8%	20.3%	15.4%	10.3%	9.8%	7.0%	6.6%	0.6%
	舍得酒业	16.5%	13.7%	6.9%	9.7%	8.7%	6.5%	3.7%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.3%	0.1%
	水井坊	0.5%	0.5%	0.1%	4.4%	4.8%	4.9%	8.4%	3.6%	1.7%	4.3%	3.5%	2.9%	3.2%
区域酒及其他	洋河股份	10.4%	11.6%	12.1%	14.8%	14.8%	13.9%	15.9%	13.6%	9.8%	9.0%	6.7%	3.1%	2.6%
	今世缘	9.5%	9.8%	9.6%	8.8%	9.2%	7.2%	7.1%	6.0%	6.9%	7.3%	6.7%	5.5%	4.6%

	古井贡酒	18.9%	19.5%	20.2%	15.4%	12.1%	17.2%	20.9%	10.7%	13.2%	12.6%	9.4%	10.5%	8.0%
	迎驾贡酒	2.9%	2.4%	4.5%	2.2%	3.7%	1.9%	4.4%	0.3%	1.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
	口子窖	4.4%	5.3%	5.5%	5.7%	6.5%	6.6%	0.4%	7.2%	7.9%	5.0%	6.0%	4.5%	4.2%
	伊力特	4.3%	2.1%	0.7%	0.6%	2.0%	0.4%	0.3%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.2%	0.0%
	老白干酒	19.3%	11.2%	8.3%	5.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.0%	0.4%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%
	顺鑫农业	8.2%	0.9%	0.0%	0.1%	0.6%	0.6%	6.9%	7.2%	15.4%	15.9%	14.9%	12.0%	13.8%

来源: Wind, 国金证券研究所

整体而言,我们认为板块处于高性价比区间的配置区间,23Q1业绩兑现程度较市场预期更高。短期从景气恢复的节奏来看,五一宴席释放如期而至,端午小旺季也利于库存去化,渠道对往后的信心仍存,背后的支撑点是需求恢复方向的确定性。同经济活动景气度相关性更强的商务需求仍在恢复中,空间比较明确。目前优选性价比突出的高端(茅五泸)+汾酒、洋河等,对顺周期的次高端标的建议持续关注,往后弹性仍较突出。

图表25: 白酒板块重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入(亿元)			YOY			归母净利润(亿元)			YOY			PE		
		23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E
高端酒	贵州茅台	1477	1705	1957	16%	15%	15%	738	861	998	18%	17%	16%	30	26	22
	五粮液	858	979	1106	16%	14%	13%	315	366	418	18%	16%	14%	21	18	16
	泸州老窖	311	377	450	24%	21%	20%	133	165	201	28%	24%	22%	24	20	16
次高端	山西汾酒	323	392	470	23%	22%	20%	105	132	164	30%	26%	24%	28	22	18
	酒鬼酒	47	59	72	15%	26%	22%	12	16	20	16%	30%	26%	29	22	17
	舍得酒业	79	101	126	31%	27%	25%	21	27	35	26%	29%	28%	27	21	17
	水井坊	50	60	70	7%	19%	17%	13	16	20	9%	24%	19%	23	19	16
区域酒	洋河股份	355	415	480	18%	17%	16%	114	137	162	22%	20%	18%	19	16	14
	古井贡酒	204	246	293	22%	21%	19%	42	55	71	35%	30%	28%	36	28	22
	今世缘	100	124	150	27%	23%	21%	31	38	45	24%	22%	20%	25	20	17
	迎驾贡酒	67	80	95	21%	20%	18%	22	26	32	26%	23%	20%	23	19	16

来源: Wind, 国金证券研究所(注:股价截至23年5月4日)

二、啤酒板块:经营韧性彰显,期待高端化和成本红利释放

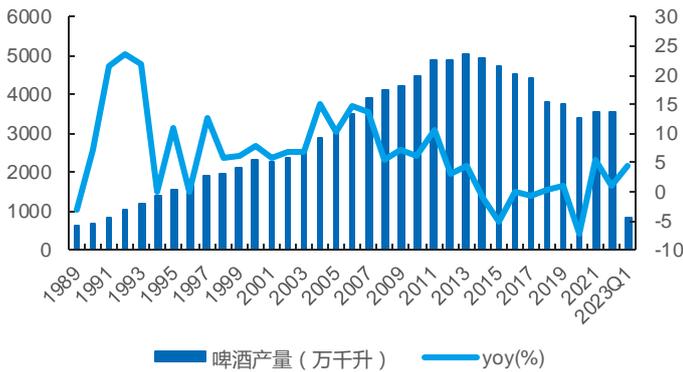
■ 销量:22年恢复但不及19年,23Q1超预期复苏

22年行业低个位数增长,暂未恢复至19年水平。22年全国规模以上啤酒企业产量为3568.70万千升,同比+1.1%,对比19年下滑0.7%。分企业来看,22年华润/青啤/重啤/燕京/珠江的销量为1109.6/807.2/285.7/377.0/133.9万千升,同比+0.4%/1.8%/2.4%/4.1%/4.9%,对比19年变动-2.7%/+0.3%/+21.8%/-1.1%/+6.4%;百威亚太中国地区销量同比-3.0%,对比19年下滑5.3%。啤酒1-2月(春节旺季)、6-8月(天气炎热+限电)动销恢复较好,但3-5月、9-12月受疫情反复影响而承压。销量市占率提升的有青啤(较早开启夏日风暴备货旺季+北方天气热得早于南方)、重啤(重庆、乐堡基地市场稳固)、燕京(改革逻辑+U8放量)、珠江(流通渠道受损低);市占率下滑的有华润(广东主动业务调整+另外2个市场涨价过程中掉量)、百威(夜场占比高、受损重)。

22Q4普遍受疫情影响中大个位数下滑。22Q4青啤/重啤/珠江/百威中国/燕京销量同比-6.7%/-11.4%/+6.6%/-7.0%/20%左右,重啤下滑幅度偏大(西北、重庆疫情+现饮受损重+11月起BU调整),燕京高增系年底市场化淘汰考核下冲击销量。

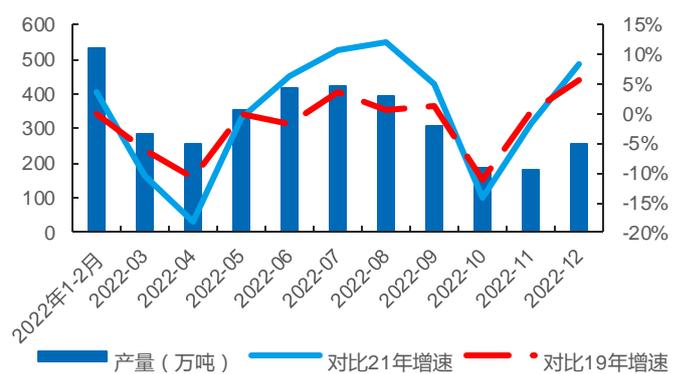
23年1-2月高基数下仍有增长,3月高增,Q1普遍超预期。23Q1全国规模以上啤酒企业产量为852.70万千升,同比+4.5%;其中青啤/重啤/燕京/珠江/百威中国销量同比+11.0%/+3.7%/+12.8%/+11.5%/+7.4%。1-2月龙头增速普遍在中介位数,3月普遍在双位数,主要系餐饮、夜场等场景加快复苏(港股龙头餐企、小酒馆同样超预期修复),叠加渠道提前备货。重啤受BU改革、疫情的影响,销量表现偏弱,但环比改善趋势明显(1月下,3月增速20%)。

图表26: 全国规模以上企业啤酒历年产量 (万千升)



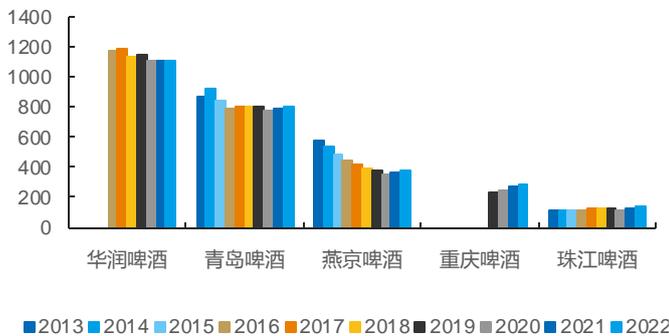
来源: Wind, 国金证券研究所

图表27: 啤酒 2022 年单月产量及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 重点啤酒酒企历年销量 (万千升)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表29: 龙头历年吨价 (元/吨)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表30: 啤酒重点酒企量价拆分

时间	项目	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒	百威中国
22A	销量(万千升)	1109.6	807.2	285.7	377.0	133.9	700-750
	yoy	0.4%	1.8%	2.4%	4.1%	4.9%	-3.0%
	销量对比19年增速	-2.7%	0.3%	21.8%	-1.1%	6.4%	-5.3%
	吨价(元/吨)	3178	3927	4795	3231	3537	na
	yoy	5.2%	4.9%	4.2%	4.6%	5.2%	-1.2%
	营业收入(亿元)	352.6	321.7	140.39	132.02	49.28	na
22Q4	yoy	5.6%	6.7%	7.0%	10.4%	8.6%	-4.2%
	销量 yoy	中介位数下滑	-6.7%	-11.4%	20%左右	6.6%	-7.0%
	吨收入 yoy	na	-3.3%	7.2%	变动不大	-6.5%	-8.6%
	营业收入(亿元)	na	30.62	18.56	18.80	8.17	na
23Q1	营业收入 yoy	na	-9.8%	-4.0%	19.4%	-0.3%	-15.0%
	销量(万千升)	na	236.30	82.36	96.31	26.18	na
	yoy	8%左右	11.0%	3.7%	12.8%	11.5%	7.4%
	吨收入 yoy	中介位数以上	4.7%	0.8%	0.8%	6.5%	3.2%
	营业收入(亿元)	na	107.1	40.06	35.26	10.35	na
营业收入 yoy	小双位数	16.3%	4.5%	13.7%	18.8%	10.9%	

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

■ 吨价：核心驱动从 22 年的直接提价+升级转为 23 年的结构升级

龙头 22 年 ASP 上行中个位数，得益于直接提价（成本驱动）+结构升级。22 年华润/青啤/重啤/燕京/珠江/百威中国的吨价同比+5.2%/+4.9%/+4.2%/+4.6%/+5.2%/-1.2%。主要系：

1) 直接提价（23 年贡献降低）：华润 21Q4 对全国勇闯瓶、基地市场的部分产品进行提价（预计 ASP 贡献在 2-3%），22Q4 区域市场纯生缩费用、勇闯听提价（预计 ASP 贡献 1-2%）；重啤 22 年 2 月、12 月淡季对疆外红乌苏提价（2-3 元，幅度为中到低个位数），22 年底到 23 年初共对 110-120 万吨产品提价 4-8%（贡献 ASP 2-3%），23 年 2 月继续对区域的乐堡、重庆进行提价；青啤 21 年底到 22 年初对 1903（听）、白啤、经典大瓶、纯生小瓶等产品提价（预计对 ASP 贡献在 2%左右），22 年 8 月对超高端的 8-10 个产品提价、10 月底对低档崂山和上海光明纯生提价、12 月底对经典 330 听和 1903 听提价（预计贡献在 0.5%左右）；百威 22 年 4 月、11 月的百威经典、超高端等产品有提价动作。综合来看，提价对 22 年 ASP 的贡献普遍在 2%+。

2) 产品结构（23 年贡献提升）：22 年华润次高及以上销量同比+12.6%，占比+2.1pct 提升至 19%，主要驱动力来自大单品喜力（增速 30%多到 35-40 万吨，福建、浙江已起势）。重啤乌苏 78 万吨（同比-6%），疆外乌苏略下滑系华东、华南疫情影响、餐饮占比高受损重+渠道调整。青啤中高档及以上销量同比+5%，经典中大个位数增长、纯生下滑、白啤增速 40%+。燕京 U8 实现超 50%的增长到 39 万吨，改革阿尔法体现。综合来看，22 年除喜力、U8 大单品表现良好外，其他都有受到餐饮、夜场场景制约的影响，经典、雪花纯生作为成熟大单品基本盘相对稳固、稳健增长。预计 23 年随着现饮场景恢复，高端化进程将加快推进。

23Q1 的 ASP 出现分化，华润、青啤升级势头良好。23Q1 华润/青啤/重啤/燕京/珠江/百威吨收入增长中个位数以上/4.7%/0.8%/0.8%/6.5%/3.2%，增速出现分化，重啤放缓系 1664、乌苏双位数下滑，结构恶化；燕京系货折+其他业务收入有影响。青啤中高档占比略有提升，华润次高及以上有 20%多增速带动增速行业领先。

图表 31：啤酒龙头高端化进度

公司	22H1	22Q1-3	22A	23Q1
华润啤酒	1) 次高及以上销量 114.2 万千升，同比+10%（占比 18%，同比+2pct） 2) 喜力增速 30%左右（福建星银表现亮眼，华东经典大罐推动迅速）；纯生、superX 低到中个位数增长；马尔斯绿增速快，老雪翻倍	1) 次高及以上销量同比+10-15% 2) Q3 次高及以上+20%左右，喜力、纯生、superX 增速均快于 H1。Q1-3 次高及以上增速 10-15%，中档下滑略大，低档有增长，喜力增速 30%多、纯生&superX 为个位数	1) 次高及以上销量同比+12.6% 2) 喜力增速 30%多到 35-40 万吨，纯生、superX 个位数增长，马尔斯绿 10-20%增速至中个位数万吨，黑狮白啤、老雪高两位数增速至小个位数万吨，低档有增长，中档有下滑	1) 次高及以上销量同比+20%多 2) 喜力增速高于 30%多、纯生、superX 双位数增长
青岛啤酒	青岛品牌同比+2.9%，占比+2.1pct；中高档及以上销量 166 万千升，同比+6.6%，预计经典增速 8%、白啤同比+60%以上，纯生、1903 下滑	Q1-3 青岛同比+4.5%，占比+0.9pct；中高档以上量同比+8.2%，预计 1-9 月经典、1903 增小双位数，纯生微增，白啤+40%多，超高端（奥古特、鸿运当头等）增速 10-20%。 Q3 青岛/中高端以上量同比+7.7%/11.5%，白啤增速环比放缓	青岛同比+2.6%，中高档以上量同比+5%，预计经典中高个位数增长、纯生下滑，白啤+40%多，超高端（奥古特、鸿运当头等）增速 10-20%	Q1 青岛同比+7.45%，占比-2pct；中高档以上量同比+11.55%，预计经典、纯生等双位数左右增长，白啤高增
重庆啤酒	1) 高档收入同比+13.3%，占比同比+0.8pct 至 37.1%； 2) 乌苏销量同比+6.4%（疆外增速 6.3%）；乐堡正增长，重庆品牌增速 10%，1664 个位数增长	1) 高档收入 Q1-3 同比+8.7%，Q3 同比+0.5%； 2) Q1-3 乌苏销量同比+1%，疆外乌苏增速 3.4%（疆内下滑），1664 下滑，重庆品牌&乐堡品牌高个位数增长，嘉士伯增速较好，夏日纷在几千吨的低基数下实现高增。	1) 高档收入同比+5.7%，Q4 同比-11%； 2) 22 年乌苏 78 万吨（同降中个位数，疆内降高个位数，疆外降小个位数），1664 降小个位数，乐堡、重庆中到大个位数增长，大理、西夏下滑，山城、天目湖增长，夏日纷基数低而高增	1) 高档收入同比-3.4%，占比-2.7pct 2) Q1 乌苏个位数下滑（疆外双位数下滑、疆内个位数下滑），1664 双位数下滑，重庆、乐堡中个位数以上增长，嘉士伯双位数增长。

燕京啤酒	预计 U8 增速 70%	7-8 月 U8 延续高增, 9 月降至 30-40%	1) 中高档收入同比+13.8%, 占比提升 2.7pct 至 62.9% 2) 燕京 U8 实现 39 万吨, 增速超 50%	预计 U8 增速超 50%
珠江啤酒	H1 纯生销量同比+15.7%, 占比+6.6pct 至 59%, 97 纯生销量同比+51.6%至 10.3 万千升	Q1-3 高档销量同比+16.41%, 97 纯生增速 45.3%	纯生量同比+15.28% (97 纯生量同比 +40.73%)	纯生量同比+21.68% (97 纯生量同比+53.50%)

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

■ 吨成本: 22 年中大个位数上涨, H2 和 23Q1 涨幅继续收窄

俄乌冲突下, 22 年吨成本普遍中大个位数, H2 小幅收窄。22 年华润/青啤/重啤/燕京/珠江/百威亚太的吨成本同比+6.5%/4.6%/4.8%/5.4%/10.1%/7.7%。主要涨价来自: 大麦(个位数到双位数上涨)、铝材(两位数上涨)、玻璃(回瓶之下个位数波动)、纸箱(个位数上涨)、运费(双位数上涨), 22 年青啤/重啤/燕京/珠江的吨直接材料成本同比+8.7%/2.9%/10.1%/8.2%。22H2 华润/青啤/重啤/燕京/珠江/百威的吨成本同比+4.7%/2.3%/5.8%/5.2%/1.9%/5.7%, 压力普遍轻于 H1, 主要系国际局势缓解带动包材、运费价格有改善, 但受包材采购库存影响, 反应存在滞后。

23 年吨成本增幅明显收窄, 大麦涨价、包材降价。23Q1 青啤/重啤/燕京/珠江/百威的吨成本+3.9%/+5.7%/-2.6%/+5.8%/+5.2%, 大麦 22 年初锁价及时导致压力未充分反应, 23 年大麦预计上涨 15-20%; 包材压力不大(个位数变动)。Q1 仍有一定成本压力, 系包材使用节奏带来的翘尾影响, 后续季度有望明显改善。重啤 22 年 3 月提前锁价全年铝材, 量较大、价格偏高, 判断整体成本压力或重于行业平均; 燕京因叠加产能、人员优化效益预计吨成本压力最轻。

图表 32: 啤酒龙头吨成本对比

时间	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒	百威亚太
2023Q1	小于中个位数	3.9%	5.7%	-2.6%	5.8%	5.2%
2022-吨直接材料成本	NA	8.7%	2.9%	10.1%	8.2%	NA
2022A	6.5%	4.6%	4.8%	5.4%	10.1%	内生 7.7%
2022H2	4.7%	2.3%	5.8%	5.2%	1.9%	内生 5.7%
2022Q4	NA	-1.6%	9.0%	下降大个位数	-18.1%	内生 5.5%
22Q1-3	7.7%左右	5.7%	5.0%	同增中个位数	16.7%	8.4%
22Q3	对比 H1 的 7.8%变动不大	5.3%	4.5%	-1.0%	18.4%	6.5%
2022Q2	NA	5.6%	4.8%	10.0%	18.8%	12.3%
2022H1	7.8%	6.4%	5.1%	9.1%	15.8%	9.2%
2022Q1	NA	6.9%	5.2%	7.3%	10.8%	1.3%
2021	5.3%	4.9%	-2.3%	8.2%	10.9%	8.0%
2021-吨直接材料成本	NA	4.8%	8.7%	16.3%	13.3%	NA

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

■ 盈利能力: 经营韧劲彰显, 控费节税减轻毛利率压力

22 年各家净利率仍在提升, 内资龙头已提升至小双位数。青啤/燕京/重啤/珠江/华润/百威净利率同比+2.7(扣非)/+1.7/+0.14/-0.2(扣非)/+1.6(未计特别项的 ebit 率)/+0.2pct, 大部分在 1.5 个点以上。

毛销差: ASP 上升难以覆盖成本, 缩费用保障盈利能力。22 年青啤/燕京/重啤/珠江/华润/百威毛利率同比 +0.13/-1/-0.46/-2.52/-0.7/-3.86pct; 销售费率同比 -0.53/+0.66/-0.30/-0.52/-1.05/-2.96pct; 毛销差同比 +0.7/-1.7/-0.2/-2.0/+0.4/-0.9pct。大部分龙头 ASP 的上涨对比成本压力存在缺口, 导致毛利率略有承压(大部分在 1pct 以内), 但各家普遍进入费用收缩期, 带动毛销差微增。

管理费率: 产能优化进度略放缓, 控费促经营效率提升。22 年青啤/燕京/重啤/珠江/华润/百威管理费率同比-1.0/-1.3/-0.1/-0.9/-1.4/-0.3pct, 华润继续过紧日子(22 年关厂 2 家, 伴随的费用为 2.35 亿元, 21 年 3.87 亿元; 剔除关厂裁员费用后同比-0.9pct),

前期组织架构调整效果也逐步体现；燕京啤酒系关厂、裁员效果明显，22年员工减少9%（近几年一般在7%），主要减在生产、技术和财务人员（幅度16%/5%/13%），带动职工薪酬占比-1.6pct。受外部环境影响，叠加旺季高端产能紧缺，龙头（除燕京外）关厂进度有放缓，青啤关厂1家（21年2家）、华润2家（21年4间、19年7间）。燕京22年关停工厂后实际产能共减少8万千升（按实际产能算的产能利用率同比+3pct），折旧和摊销占收入比重同比-0.8pct；22年辞退福利增加0.53亿元，略低于21年，但仍高于往年。

所得税率：税率的变动也是盈利的重要来源，22年青啤/燕京/重啤/珠江/华润/百威所得税率同比-3.3/-13.2/+3.2/+0.2/-4.8/-4.5pct，燕京税率超预期下滑至21%系子公司减亏效果明显（所有子公司均减亏，5-6家扭亏为盈，少数股东损益占比同比+14pct至36%）；重啤系21Q1资产重组后子公司亏损有一次性税收抵扣，22年考虑已确认的西部大开发优惠后的税率在21-22%；华润系22H2有一笔预提费用无需支付。

Q1毛利率已转正，费率投放态度谨慎。23Q1青啤/燕京/重啤/珠江/百威毛利率同比+0.5/+2.2/-2.5/+0.4/-0.9pct，销售费率同比-0.4/+0.6/-0.8/-0.7/-2.0pct，除重啤、百威外，其余毛利率已正向变动，但幅度有限（系1月疫情影响高端化进度+采购成本使用节奏问题，预期后几个季度将明显改善），费率投放继续谨慎（部分有春节提前、费用前置的因素），带动Q1净利率普遍优化1pct以上。重啤税率降低至18.4%，系缴税节奏影响；燕京子公司减亏带动税率继续下行。

图表33：啤酒重点公司22年利润率和费用率

公司	净利率	变动	毛利率	变动	销售费率	变动	毛销差 变动	管理费	变动	所得 税率	变动	归母净利润 (亿元)	yoy
青岛啤酒	11.83%	2.7% (扣非)	36.85%	0.13%	13.05%	-0.53%	0.7%	4.6%	-1.0%	24.0%	-3.3%	37.11	45.43% (扣非)
燕京啤酒	4.20%	1.7%	38.44%	-1.00%	12.37%	0.66%	-1.7%	10.7%	-1.3%	21.0%	-13.2%	3.52	54.51%
重庆啤酒	18.43%	0.14%	50.48%	-0.46%	16.57%	-0.30%	-0.2%	3.8%	-0.1%	21.6%	3.2%	12.64	8.35%
珠江啤酒	10.8% (扣非)	-0.2%	42.44%	-2.52%	14.97%	-0.52%	-2.0%	6.9%	-0.9%	14.3%	0.2%	5.32 (扣非)	6.62%
华润啤酒	15.5% (未计特殊项的EBIT)	1.6%	38.46%	-0.70%	19.14%	-1.05%	0.4%	9.4%	-1.4%	21.3%	-4.8%	54.62 (未计特殊项的EBIT)	17.4%
百威亚太	14.65%	0.2%	50.02%	-3.86%	17.77%	-2.96%	-0.9%	3.1%	-0.3%	26.0%	-4.5%	63.19	-3.90%

来源：各公司公告，国金证券研究所（注：百威单位为人民币）

图表34：啤酒重点公司23Q1利润率和费用率

公司	净利率	变动	毛利率	变动	销售费率	变动	毛销差 变动	管理费	变动	所得税率	变动	归母净利润(亿元)	yoy
青岛啤酒	13.8%	1.2%	38.3%	0.5%	13.8%	-0.4%	0.8%	3.0%	-0.9%	25.0%	0.7%	14.51	28.9%
燕京啤酒	2.6%	1.5%	36.8%	2.2%	12.5%	0.6%	1.7%	12.0%	-1.3%	28.7%	-16.1%	0.65	7373.3%
重庆啤酒	19.3%	1.5%	45.2%	-2.5%	12.9%	-0.8%	-1.8%	3.1%	-0.3%	18.4%	-7.8%	3.87	13.6%
珠江啤酒	8.9%	0.1%	40.8%	0.4%	15.4%	-0.7%	1.1%	8.4%	0.6%	13.1%	-0.9%	0.87	22.2%
百威亚太	17.9%	-1.0%	50.2%	-0.9%	27.4% (销售、一般及行政开支占比)			-2.0%	27.4%	5.8%	20.40	-1.7%	

来源：各公司公告，国金证券研究所（注：百威单位为人民币）

■ 未来展望：弱化淡季扰动，期待高端化和成本改善、费投兑现

近期股价波动，系4月数据略低于预期（华润+8%、燕京和青啤+10%），我们认为：1）4月下半月天气偏冷；2）提前备货下，部分出货在3月确认，动销向好；3）20年4月、21年4月基数不算低（20年受疫情放开+气温提早升高、旺季提前因素影响）。淡季销量波动并不影响全年盈利预测，我们判断，五一旅游、烧烤火爆，有望带动需求持续修复，提前拉开旺季序幕。预计华润23年销量在低到中个位数，青啤在2-3%，重啤在大个位数，燕京在中个位数，从1-4月实现进度看，完成压力并不大。

当前更应关注：

1) 高端大单品放量的节奏。分2方面，一看22年抗住疫情压力仍保持高势能的大单品，在享受前期铺货红利后如何在更多区域起势、动销、维持阿尔法（例如：喜力看福建、浙江和广东；U8）；二看22年疫情之下受损偏重，23年现饮恢复弹性大+自身有改革变化的

大单品（例如：乌苏、superX 等）。我们认为，高端化的 2 条逻辑（基地市场升级、大单品全国化）将在今年演绎充分，各家都在补齐短板（重啤 BU 调整、华润优化 3+2 产品组合），最终高端取得胜利的会是产品、品牌、渠道综合强势的公司。

2) 成本的优化进度。我们认为，包材处在下降周期（铝材、纸箱同比下滑两位数、玻璃下滑个位数），只是低价材料使用早晚的问题，未来迟早会体现。华润预计 23 年直接材料成本增加不超过 5 亿（不排除最后不增加），百威预计 23 年涨幅不足 22 年一半。此外，澳麦关税反倾销调查重启，若最终落地，将为 23 年大麦原料采购提供更多选择（最终大麦成本减轻幅度需看春播、收割情况）。以华润为例，过去有 1/3 的大麦来自澳麦，澳麦和其他进口大麦差价在个位数到双位数。

3) 费投兑现程度。各家当前费用投放规划普遍低于年初预期（销售费率持平或下降），我们认为，这体现了良性竞争，也体现了费投效率提升（青啤管理咨询项目）、费用结构转变（更针对消费者、低端费用转移向高端），旺季将进一步验证。

我们对啤酒中长期升级+提效的产业趋势充满信心，未来 3 年净利率有望提升至 15-20%，并持续关注龙头在白酒、威士忌、低度酒上的跨界经营。未来高端大单品能否放量会成为胜负手，首推华润（喜力或超预期，白酒估值重塑），推荐青啤（腰部经典基本盘稳固、业绩诉求强，关注白啤单品打造）、燕京（改革兑现、业绩释放大年）、重啤（等待旺季疆外乌苏增速拐点）。

图表 35：重点啤酒酒企估值表

公司简称	收入 (亿元)					归母净利 (亿元)					PE		
	22A	23E	24E	25E	CAGR	22A	23E	24E	25E	CAGR	23E	24E	25E
青岛啤酒	322	346	367	387	6%	37	45	52	61	18%	34	29	25
青岛啤酒股份	322	346	367	387	6%	37	45	52	61	18%	25	21	18
华润啤酒	353	387	420	451	9%	43	54	66	80	23%	28	23	19
重庆啤酒	140	158	180	203	13%	13	15	18	21	18%	34	28	24
燕京啤酒	132	146	158	170	9%	4	6	8	11	45%	61	43	33

来源：Wind，国金证券研究所（注：华润市值剔除 100 亿白酒业务估值，港股为人民币，汇率 1hkd=0.8806rmb；数据截至 23 年 5 月 5 日）

三、休闲食品板块：需求修复在途，关注成本改善

■ 营收端：零食新渠贡献突出，卤味单店修复在途

休闲零食：零食专营渠道释放红利，合作较早的盐津业绩领先；劲仔、甘源分别在产品、渠道方面进行梳理，业绩跟随其后；洽洽、卫龙大单品增速有限，第二曲线在消费力承压背景下提价，业绩表现靠后。盐津 22Q4+23Q1 同比+47.89%，多品类+全渠道转型顺利，零食专营和电商渠道贡献突出，22 年零食很忙成为第一大客户，销售额超 2 个亿。劲仔 22Q4+23Q1 同比+43.39%，其中小鱼销售额突破 10 亿元，大包装开拓商超+散装弥补流通空白取得成效。甘源 22Q4+23Q1 同比+15.05%，22H2 安阳工厂新产品理顺，战略转型全渠道，22 年第一名客户（预计为某会员商超）销售额从 0.6 亿元增长至 1.76 亿元，在头部零食量贩平台（新进入第三大客户）销售额超 3kw。洽洽 22Q4+23Q1 营收同比+8.51%，Q4 表现好于 Q1，主要系春节备货前移叠加提价略有扰动。预计伴随 10 多款特供产品进场零食专营，Q2 业绩有所改善。卫龙 22 年同比-3.50%，主要受提价带来的销量下滑影响，23 年提价消化顺利，叠加新品上市和渠道精耕，有望重回正增长。

连锁卤味：22 年消费场景受限，其中价格带偏高、高势能门店占比较多的周黑鸭、煌上煌受损较为明显，22 年收入分别同比-18.35%/-16.46%。绝味表现相对稳健，疫情期间通过帮扶加盟商逆势开店，收入维持正增，22 年底净增门店 1362 家（同比+9.9%），单点收入仍然承压。但 Q1 恢复情况向好，呈现边际改善趋势。周黑鸭/煌上煌 22 年门店数量分别+648/-356 家，23 年积极规划，预计收入实现稳步提升。紫燕食品积极把握保供、外卖等需求，疫情期间维持快速拓店态势，收入与门店数量齐增长，22 年门店数净增 563 家。

图表36: 休闲食品板块标的营收和归母净利润变动情况

公司	营收 (亿元/%)						归母净利润 (亿元/%)					
	22Q4	yoy	22A	yoy	23Q1	yoy	22Q4	yoy	22A	yoy	23Q1	yoy
盐津铺子	9.2	41.3%	28.9	26.8%	8.9	55.4%	0.8	12.8%	3.0	100.0%	1.1	81.7%
劲仔食品	4.5	25.4%	14.6	31.6%	4.4	68.4%	0.3	63.9%	1.2	46.8%	0.4	95.4%
甘源食品	4.8	9.9%	14.5	12.1%	3.9	22.2%	0.7	-9.9%	1.6	3.0%	0.6	145.0%
洽洽食品	25.0	18.9%	68.8	15.0%	13.4	-6.7%	3.5	4.5%	9.8	5.1%	1.8	-14.4%
卫龙	-	-	46.3	-3.5%	-	-	-	-	1.5	-81.7%	-	-
绝味食品	15.0	-11.7%	66.2	1.1%	18.2	8.0%	0.1	-22.3%	2.3	-76.3%	1.4	54.4%
周黑鸭	-	-	23.4	-18.3%	-	-	-	-	0.3	-92.6%	-	-
煌上煌	3.4	-17.1%	19.5	-16.5%	5.1	-5.6%	-0.5	-	0.3	-78.7%	0.4	-1.0%
紫燕食品	8.6	19.8%	36.0	16.5%	7.6	13.8%	-0.1	-116.9%	2.2	-32.3%	0.4	60.3%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

■ 利润端: 成本表现分化较大, 但费率优化达成一致

休闲零食: 原料价格表现分化, 费用投放基本企稳。22 年大宗商品棕榈油、面粉等价格上涨, 成本普遍承压。23Q1 起部分如大豆油、鸭胸肉等原料价格走低支撑毛利率修复。此外渠道结构变化也对毛利率造成扰动, 但毛销差指标反馈向好。盐津 22Q4/23Q1 毛利率同比 5.72%/-4.02%, 系 Q1 低毛利的电商、零食专营渠道占比提升, 但费投结构优化推动毛销差改善, 毛销差 22Q1+2.28pct。劲仔 23Q1 毛利率同比/环比分别为-0.58%/+1.28%, 系新采购季鳀鱼干成本仍处于高位。甘源 23Q1 毛利率/毛销差分别 1.5pct/5.03pct, 系棕榈油成本下降约 30%。洽洽 23Q1 受新采购季葵花籽涨价影响, 毛利率同比-2.34%, 同期营销投入增加扰动净利润水平。卫龙提价传导顺利, 辅销、助销取得成效, 22 年毛销差同比提升 2.12pct。

连锁卤味: 22 年鸭副成本高位, 23Q1 仍然承压, 龙头精细化费用管控对冲压力。绝味 22Q4/23Q1 毛利率同比-3.86%/-6.01%, 系鸭副成本 3 月达到高位, 但 4 月出现环比改善趋势, 预计 Q2 毛利率逐步修复。同时加盟商补贴逐步退出, 销售费率下降助力毛销差改善。周黑鸭、煌上煌同受成本压力困扰, 22 年利润大幅下滑, 23Q1 费率优化空间较小, 但单店收入修复释放规模效应, 23Q1 净利率同比提升。紫燕食品 22 年成本显著承压, 23Q1 随着牛肉&牛副价格回落, 成本压力改善提振利润, 22Q4/23Q1 毛利率同比-5.0/+2.3pct。

图表37: 休闲食品板块标的利润端变动情况

公司	毛利率变动			净利率变动			销售费率变动			毛销差变动		
	22Q4	22A	23Q1	22Q4	22A	23Q1	22Q4	22A	23Q1	22Q4	22A	23Q1
盐津铺子	5.7%	-1.0%	-4.0%	-2.3%	3.8%	1.8%	5.2%	-6.3%	-6.3%	0.5%	5.4%	2.3%
劲仔食品	-2.8%	-1.2%	-0.6%	1.8%	0.9%	1.2%	-1.9%	-0.8%	-0.1%	-0.9%	-0.4%	-0.5%
甘源食品	-1.3%	-0.8%	1.5%	-3.1%	-1.0%	7.1%	1.2%	-2.0%	-3.5%	-2.5%	1.2%	5.0%
洽洽食品	1.2%	0.0%	-2.3%	-1.9%	-1.3%	-1.2%	-0.6%	0.1%	1.4%	1.7%	-0.1%	-3.8%
卫龙	-	5.0%	-	-	-14.0%	-	-	2.8%	-	-	2.1%	-
绝味食品	-3.9%	-6.1%	-6.0%	-0.1%	-11.5%	2.3%	-2.3%	1.8%	-7.2%	-1.6%	-7.9%	1.2%
周黑鸭	-	-2.8%	-	-	-10.9%	-	-	1.9%	-	-	-4.7%	-
煌上煌	-4.7%	-4.8%	-2.9%	-6.4%	-4.6%	0.3%	-1.5%	-0.6%	-3.4%	-3.3%	-4.3%	0.5%
紫燕食品	-5.0%	-5.6%	2.3%	-5.4%	-4.4%	1.7%	1.7%	0.6%	0.3%	-6.7%	-6.3%	2.0%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

■ 盈利预测及投资建议

回顾 22 年&23Q1 业绩表现, 我们认为休闲食品板块内部收入存在一定的分化, 差异来自于 1) 消费分级和降级趋势明显, 因此零食专营渠道潜力不断释放, 会员商超等业态逐步兴起。反观 22 年具备提价动作的品牌销量表现一般, 且单价较高的产品动销不及预期, 如洽洽坚果礼盒承压明显。2) 消费场景依赖度不同, 如零食倾向于家庭消费, 卤味依赖出行消费, 受损幅度和修复弹性不同。但我们认为 23 年修复节奏斜率较缓, 一方面是报复性消费情绪逐步回落, 另一方面是企业扩张战略更为审慎。3) 企业管理层变革执行力

差异。面对疫情冲击，零食面临商超渠道人流下滑风险，卤味面临单店客流量&人均消费下降风险，但各家的应对举措不同。如盐津最早进行全渠道转型，22年尽享红利。绝味疫情期间加大加盟商补贴，市占率逆势提升，以量增弥补价减。

利润方面的分化主要来自于1)原材料结构不同，大宗商品23Q1大部分回落，但仍有部分细分赛道龙头核心成本压力较大，主要受制于上游供给端缺失。2)费率优化空间不同，一方面考验各家精细化管理能力、供应链建设能力。另一方面，渠道结构改变亦对费率优化有所帮助。3)提价传导能力，龙头企业成本压力逐渐转移给下游，帮助毛利率修复。

综上，我们推荐2条主线。1)休闲零食相关成长型企业：零食专营门店数量快速扩张，有望帮助上游生产型企业快速放量。2)连锁卤味龙头企业：疫情期间市占率逆势提升，近期单店收入环比Q1改善，基本恢复到19年同期水平。同时成本端有望在H2迎来明确拐点，利润弹性较大。

图表38：休闲食品板块重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入(亿元)			YOY			归母净利(亿元)			YOY			PE		
		23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E
休闲零食	盐津铺子	36	44	52	24%	21%	20%	5	6	8	55%	32%	24%	34	26	21
	劲仔食品	19	23	28	28%	23%	20%	2	2	3	40%	33%	23%	37	28	23
	甘源食品	20	27	34	40%	32%	28%	2	3	4	52%	38%	32%	34	25	19
	洽洽食品	79	90	102	14%	14%	14%	11	13	16	10%	24%	18%	21	17	14
	卫龙	57	68	-	24%	18%	-	12	14	-	28%	21%	-	17	14	-
连锁卤味	绝味食品	80	94	110	20%	18%	17%	8	12	16	248%	51%	31%	31	20	16
	紫燕食品	44	53	62	22%	20%	18%	4	5	6	80%	26%	23%	28	23	18

来源：Wind，国金证券研究所(注：劲仔食品尚未覆盖，采用Wind一致预期；股价截至2023年5月5日)

四、调味品板块：复苏伊始，定调向上

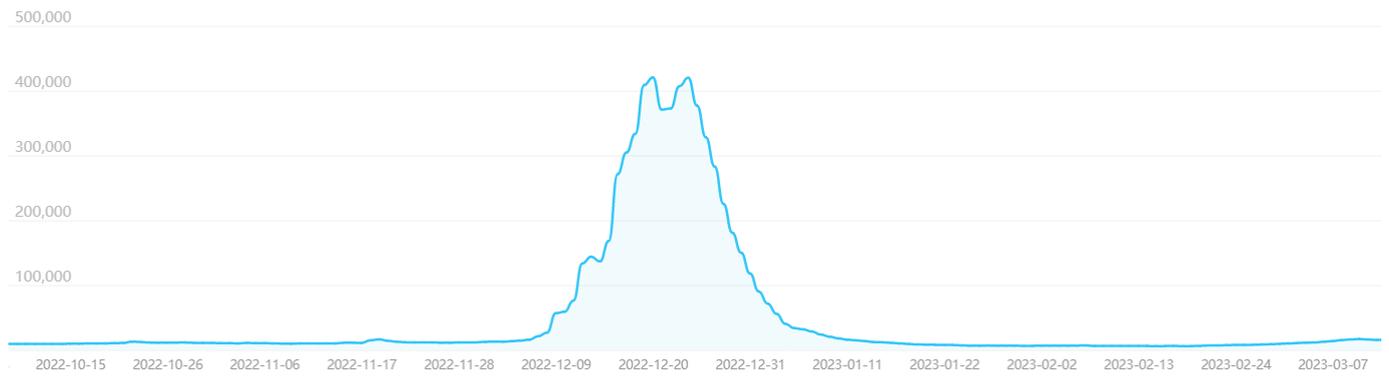
穿越疫情，复苏伊始。2020-2022年，调味品板块历经防疫管控之下的餐饮疲软、消费力疲软之下的结构降级、团购电商兴起后的渠道变革、多因共驱之下的成本普涨和库存淤积等，多重合力致使业绩出现起伏，必需属性于2020年彰显韧性，但不足以抗衡三年大周期。2023Q1开始，制约因素均已得到不同程度的好转。回顾2022年，对于调味品而言依然是疫情和成本压制的一年，2023年我们将其明确调为复苏之年，场景先行，消费力后启。从23Q1的表现来看，板块的环比改善较为显著，但同比压力犹在，释放的复苏信号偏弱，但我们对此仍持乐观态度，相信板块复苏虽迟但到，年内弹性兑现仍可期。

■ 行业视角来看，把握需求和成本两大主线

(1)需求端看疫情，餐饮端调味品消费显著受损，充分演绎存量竞争的逻辑，居民端则因承接餐饮消费出现量增，但消费力受损结构升级受阻，C端容量或略有增长但由于龙头海天餐饮业务占比较高，资源倾斜以抢占C端份额，加剧了C端竞争力度，最终在存量竞争+资源投入下趋于竞争白热化。

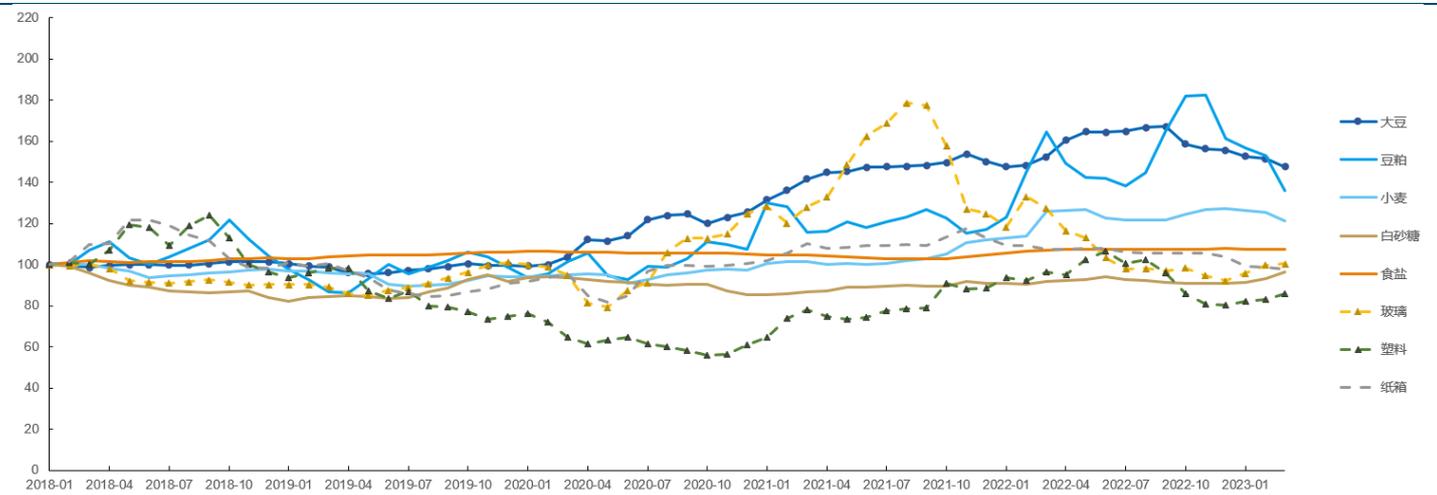
(2)盈利端看成本，以酱油酿造企业为例，22H1大部分农产品、包材、运费等价格持续上涨，对冲21年底提价利好；22H2开始包材价格有明显回落，大豆价格出现回落迹象但幅度有限；考虑生产周期来看，22全年乃至23H1报表端成本仍然处于高位，当前包材已明显回落，大豆价格仍在下行通道中，因酱油的半年酿造时长则需至23H2体现出毛利率的修复弹性。对于其他公司而言逻辑或有不同，如榨菜更多关注青菜头，2月采购价1100元/吨已锁定，酵母更多关注糖蜜价格，天味食品则关注油脂等原材料。

图表39: 11月疫情多地散发, 放开后第一波感染潮集中表现于12月



来源: 百度, 国金证券研究所

图表40: 酱油酿造企业主要直接材料价格(月度平均, 2018M1=100)



来源: Wind, 国金证券研究所

■ 行业维度看: 22Q4 疫情影响为阶段性高点, 23Q1 疫情影响逐渐消除

22Q4 开始全国感染人数出现显著上升, 一线城市北京和广州感染人数走势陡峭, 彼时多地出现管制, 餐饮直接受损, 而 11 月末全国放开后, 12 月迎来第一波感染潮, 在此期间人们更多居家以避免感染, 全国范围内的餐饮均受到打击, 而从元旦到春节期间伴随第一波人群的康复, 迎来餐饮业的反弹行情。成本端则如前文所述, 待 23H2 可能出现实质性改善, 而 22Q4 和 23Q1 的大豆成本可参考 22Q2 和 22Q3 的大豆价格, 彼时正处于 22 年内价格高点。

■ 公司维度看: 板块内公司业绩表现出现分化, 总体呈现环比改善

(1) 基础调味品内酱油龙头分化。海天 22Q4 收入下滑 7.1%, 主要系公司主动放弃目标转为去库存, 该转变可溯源至 22 年 6 月, 当时公司为冲刺上半年业绩, 渠道压库存达到高点, 22H1 录得收入累计增长 9.7% 后, 22Q3 全国多点疫情散发, 22Q4 疫情反复后迎来感染潮, 叠加 10 月初的食品添加剂舆论事件, 公司年内双位数目标无法完成已成定局。23Q1 海天表现承压, 主要系目标和基数影响, 据渠道反馈, 在餐饮需求拉动下公司实际动销有所回暖, 龙头表现总体仍稳健, 盈利端仍有成本干扰, 利润增速慢于收入。中炬核心看美味鲜公司销售情况, 22 年美味鲜增长 7.3%, 23Q1 美味鲜增长 7.9%, 调味品业务增长趋势向好, 与 2021 年美味鲜收入下滑 7% 的历史“失误”相关, 目前步入正常增长通道。千禾一枝独秀, 零添加产品在相关舆论事件后得到催化, 原有渠道动销乃至流通新渠道铺货均更为顺畅, 22Q4 单季收入+55.0%, 拉动全年收入增长 26.6%, 23Q1 环比再度提速, 收入增长近 70%, 利润表现更亮眼, 主要系产能利用率提升、零添加占比提升结构优化、收入大幅增长后费效比提升等因素共驱。

(2) 复合调味品本身属性相异。复调公司本身产品渠道属性和公司禀赋有所区别, 综合来看, 2021 年复调步入整合阶段, 需求疲软、竞争加剧、库存淤积的问题不断消化, 2022

年为行业向好之年，餐饮相关的复调业务则因 22 年餐饮表现不佳仍较为疲软。天味食品面向 C 端，表现较佳，颐海国际、日辰股份因 B 端占比较高 22 年整体表现欠佳，23Q1 后伴随餐饮的恢复和消费力回暖，BC 渠道间的沟壑亦有望收窄。

(3) 其他公司如安琪酵母、涪陵榨菜等因其自有产品属性、成本走势逻辑出现波动。其中榨菜 22 年提价消化不良为核心主因，23Q1 出现环比销售回暖，酵母成本扰动为关键一环，22 年受困于糖蜜价格大幅上涨，23Q1 成本压力犹在，有待后续释放。

总体来看，收入端，需求不景气带来公司收入增长承压，盈利端，原材料成本相对高位带来毛利率压力，22 年表现来看提价难以对冲原材料上涨，企业在销售费用率有所控制，但难抵毛利率下行，盈利能力普遍承压。23Q1 趋势总体延续，但业绩增速出现环比回暖，部分公司存在季度间成本差异（榨菜）和产品结构差异（千禾）等因素毛利率改善。

图表41：调味品板块主要公司 22A&23Q1 营收、归母净利润表现

公司	营收（亿元）			营收 yoy			归母净利润（亿元）			归母净利润 yoy		
	22Q1-Q3	22A	23Q1	22Q1-Q3	22A	23Q1	22Q1-Q3	22A	23Q1	22Q1-Q3	22A	23Q1
海天味业	190.94	256.10	69.81	6.11%	2.42%	-3.17%	46.67	61.98	17.16	-0.86%	-7.09%	-6.20%
安琪酵母	89.83	128.43	33.97	18.29%	20.31%	12.03%	8.97	13.21	3.52	-11.87%	0.97%	12.76%
中炬高新	39.56	53.41	13.67	15.95%	4.41%	1.46%	4.19	-5.92	1.50	14.18%	-179.82%	-5.53%
涪陵榨菜	20.46	25.48	7.60	4.63%	1.18%	10.41%	6.97	8.99	2.61	38.29%	21.14%	22.02%
天味食品	19.09	26.91	7.66	36.58%	32.84%	21.79%	2.44	3.42	1.28	204.76%	85.11%	27.74%
千禾味业	15.54	24.36	8.19	14.63%	26.55%	69.81%	1.87	3.44	1.45	42.05%	55.35%	162.94%
恒顺醋业	16.82	21.39	6.13	23.71%	12.98%	7.15%	1.54	1.38	0.73	14.70%	16.04%	-5.66%
宝立食品	14.75	20.37	5.39	28.41%	29.10%	27.20%	1.53	2.15	0.76	5.15%	16.15%	82.37%
仲景食品	6.54	8.82	2.23	7.84%	9.35%	12.26%	1.02	1.26	0.39	-3.92%	6.27%	132.55%
日辰股份	2.33	3.09	0.80	-2.94%	-8.84%	7.21%	0.41	0.51	0.11	-26.71%	-37.19%	-21.54%
调味品板块	447.45	609.77	166.49	11.31%	8.35%	5.68%	76.13	101.45	29.97	3.65%	-2.54%	5.69%

来源：Wind，国金证券研究所（注：中炬高新归母净利润按 5.86 亿元计算，还原诉讼涉及负债的影响）

图表42：调味品重点公司 22A&23Q1 销售费用率和毛利率变化情况

公司	销售费用率				毛利率			
	22A	22A 同比	23Q1	23Q1 同比	22A	22A 同比	23Q1	23Q1 同比
海天味业	5.38%	-0.05%	5.23%	-0.20%	35.68%	-2.98%	36.93%	-1.25%
安琪酵母	5.68%	-0.57%	5.21%	-1.46%	24.80%	-2.54%	25.40%	-1.28%
中炬高新	8.85%	0.79%	8.58%	-0.22%	31.70%	-3.17%	31.41%	-0.90%
涪陵榨菜	14.34%	-4.52%	17.84%	-0.02%	53.15%	0.79%	56.28%	3.91%
天味食品	14.42%	-5.05%	14.84%	1.83%	34.22%	2.00%	40.62%	4.66%
千禾味业	13.58%	-6.57%	11.70%	-3.36%	36.56%	-3.82%	39.03%	4.05%

来源：Wind，国金证券研究所

后续展望来看，海天当下仍处于去库存阶段，助力渠道纾困解难，下半年收入端弹性显现，配合大豆成本下降带来的毛利率弹性，业绩可期，全年收入/利润目标+10/+10%完成概率高。千禾在零添加舆论事件后势头强劲，23Q1 收入表现奠定顺风开局，为完成 23 年度股权激励收入目标带来更高确定性，期待公司在流通渠道开拓之下的增长后劲。中炬已走出 21 年的增长泥潭，22 年调味品业务增长近 7%，23 年经营、管理表现双双改善趋势，有望实现高单至双位数调味品业务收入增长。天味食品 22 年已经论证改革成效，23 年继续精细化渠道管控，有望实现股权激励目标。安琪酵母仍受糖蜜成本压制，但随着水解糖替代率提升，预计成本端压力趋缓，H2 迎来阶段性改善。

结合当前估值水平，我们认为，海天下半年弹性体现，中炬估值仍有修复空间，榨菜估值底但阶段性高基数，推荐海天、中炬，建议关注榨菜。

图表43: 调味品重点公司估值表

公司	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE		
		22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	23E	24E	25E
海天味业	3214	256.1	283.1	317.5	352.3	62.0	68.6	82.2	96.0	46.9	39.1	33.5
安琪酵母	342	128.4	149.8	173.9	200.0	13.2	15.8	19.3	22.7	21.7	17.7	15.1
中炬高新	290	53.4	57.9	63.6	68.4	-5.9	7.0	9.1	11.1	41.7	31.8	26.1
涪陵榨菜	229	25.5	29.0	32.7	36.4	9.0	9.7	11.1	12.5	23.6	20.7	18.4
天味食品	183	26.9	33.0	38.7	45.3	3.4	4.4	5.5	6.6	41.4	33.2	27.5
千禾味业	247	24.4	32.8	39.5	46.6	3.4	5.2	6.6	7.9	47.1	37.6	31.4

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 涪陵榨菜盈利预测采用 wind 一致预期, 其他公司采用国金证券盈利预测, 股价截至 5.5 日收盘)

五、乳制品板块: 消费回暖, 估值低位

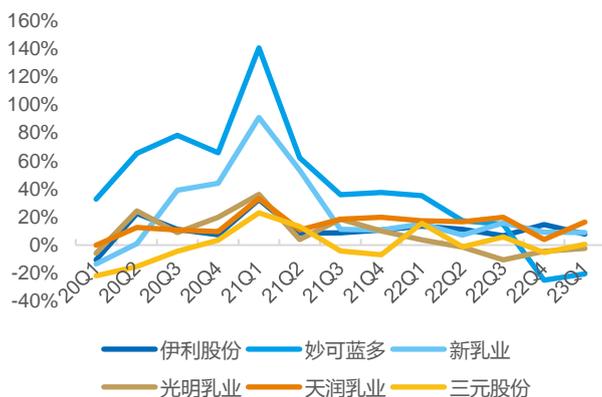
乳制品偏可选属性, 22 年颓势待修复, 23 年存改善契机。乳制品可选属性更强, 疫情期间面临消费力疲软和场景缺失, 结构升级受阻, 22Q1 阶段性表现较佳后年内走弱, 23Q1 表现来看, 龙头伊利费投力度有所收缩, 但内生收入增长、结构优化角度尚未表现出明显改善。后续伴随奶价稳中有降、需求回暖后的竞争趋缓, 毛销差有望打开空间, 利润释放兑现净利率提升逻辑。对于乳制品细分相对高景气赛道内的公司如新乳业、妙可蓝多等, 我们认为净利率改善的逻辑亦有望伴随大环境向好和公司自身的努力逐步兑现。

图表44: 乳制品板块重点公司 22A&23Q1 营收、归母净利润表现

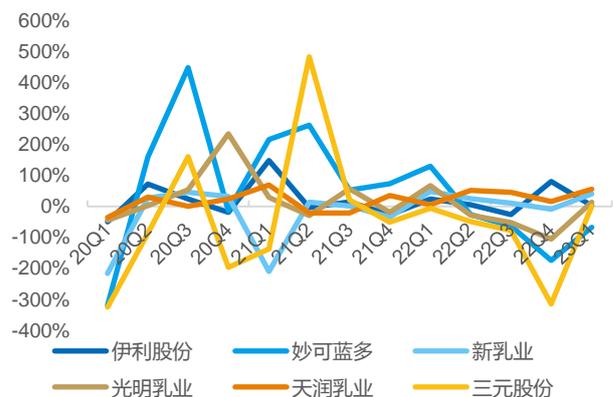
公司	营收 (亿元)			营收 yoy			归母净利润 (亿元)			归母净利润 yoy		
	22Q1-Q3	22A	23Q1	22Q1-Q3	22A	23Q1	22Q1-Q3	22A	23Q1	22Q1-Q3	22A	23Q1
伊利股份	938.61	1231.71	334.41	10.42%	11.40%	7.71%	80.61	94.31	36.15	1.47%	8.34%	2.73%
妙可蓝多	38.29	48.30	10.23	21.78%	7.84%	-20.47%	1.44	1.35	0.24	0.21%	-12.32%	-67.08%
新乳业	74.80	100.06	25.21	12.48%	11.59%	8.84%	3.10	3.62	0.61	21.16%	15.77%	40.56%
光明乳业	213.85	282.15	70.71	-3.05%	-3.39%	-2.42%	3.69	3.61	1.87	-16.98%	-39.11%	13.05%
天润乳业	18.51	24.10	6.31	17.78%	14.25%	16.26%	1.54	1.97	0.55	36.41%	31.33%	55.58%
三元股份	63.02	80.03	21.68	-6.81%	-9.58%	0.55%	1.08	0.37	0.42	-60.60%	-87.77%	0.38%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表45: 乳制品公司 20Q1-23Q1 营收单季增速



图表46: 乳制品公司 20Q1-23Q1 归母净利单季增速



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

收入表现来看, 22 年需求表现走弱, 受到消费力制约和场景缺失影响, 双强 (内生) 收入表现均较弱。盈利表现来看, 22 年原奶价格走低, 存在一定正向贡献, 但大包粉、包材、干酪等价格有所上涨, 总体成本变化不大, 结构升级受阻带来的负面影响制约了盈利能力, 最终兑现为 22 年全年乃至 23Q1 的净利率下修。

相对而言，区域性乳企如新乳业、天润乳业在 22 年和 23Q1 实现较好收入增长，盈利能力表现亦较好，与其拓展区域、产品结构优化有关，区域乳企的成长性更多来自于地域的拓宽，通过渠道的加大覆盖和消费者的更多曝光，同时兼顾产品结构的优化，修炼盈利内功。

图表47：乳制品重点公司 22A&23Q1 毛销差和销售净利率变化情况

公司	毛销差				销售净利率			
	22A	22A 同比	23Q1	23Q1 同比	22A	22A 同比	23Q1	23Q1 同比
伊利股份	13.66%	0.50%	16.71%	0.41%	7.59%	-0.33%	10.85%	-0.50%
妙可蓝多	8.91%	-3.42%	8.44%	-5.57%	3.54%	-0.79%	3.35%	-2.96%
新乳业	10.48%	-0.17%	11.57%	2.17%	3.62%	-0.19%	2.48%	0.51%
光明乳业	6.34%	0.49%	8.18%	1.71%	1.39%	-0.55%	3.39%	0.81%
天润乳业	12.72%	0.95%	14.48%	3.48%	8.33%	0.70%	9.04%	2.25%
三元股份	9.26%	-0.77%	5.69%	-2.96%	0.24%	-2.46%	0.55%	-0.87%

来源：Wind，国金证券研究所

图表48：生鲜乳价格走势



图表49：饲料豆粕、玉米价格走势



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

23 年展望来看，原奶价格仍处于回落通道，但基于饲料价格高位，以及需求端逐渐回暖，回落空间或有限。预计奶价的回落较为温和，对于成本走低后的行业价格战不必过度担忧。当前双强对于年内均有净利率提升的指引，通过结构优化和销售费用率控制共同实现，我们认为在大环境趋好和龙头主动决策之下依然有望兑现。当下伊利基本面和估值或达阶段性底部，新乳业和天润乳业 Q1 收入稳健增长的同时利润亮眼，妙可蓝多奶酪品类可选属性更强，环比弱复苏下后续改善空间足，推荐伊利股份，建议关注新乳业、天润乳业、妙可蓝多。

图表50：乳制品重点公司估值表

公司	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE		
		22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	23E	24E	25E
伊利股份	1901	1227.0	1358.0	1513.2	1659.2	94.3	111.0	130.9	151.9	17.1	14.5	12.5
妙可蓝多	135	48.3	63.5	79.8	98.2	1.4	3.1	5.6	8.9	44.1	24.1	15.2
新乳业	149	100.1	116.8	134.3	152.5	3.6	5.1	6.5	8.1	29.2	22.9	18.5
光明乳业	151	282.1	320.1	355.7	394.6	3.6	6.6	7.5	8.8	23.0	20.2	17.2
天润乳业	64	24.1	28.6	33.9	40.2	2.0	2.5	3.1	3.7	25.1	20.8	17.3

来源：Wind，国金证券研究所（注：新乳业、光明乳业、天润乳业盈利预测采用 wind 一致预期，其他公司采用国金证券盈利预测，股价截至 5.5 日收盘）

六、速冻食品板块：突出重围，逆势增长

逆水行舟，各有千秋。速冻赛道本身在疫情期间为 B 端受损、C 端景气的逻辑，疫后则相反，C 端具备消费粘性，B 端具备需求弹性。安井食品、千味央厨、立高食品均为 B 端逻辑，但在疫情期间业绩表现依然强劲，通过渠道的均衡发展、新品和新客户的挖掘克服了大环境的不利。三全在疫情期间受益于 C 端囤货备货、渗透提升的逻辑，但其餐饮占比依然较低，疫后业绩弹性有限。

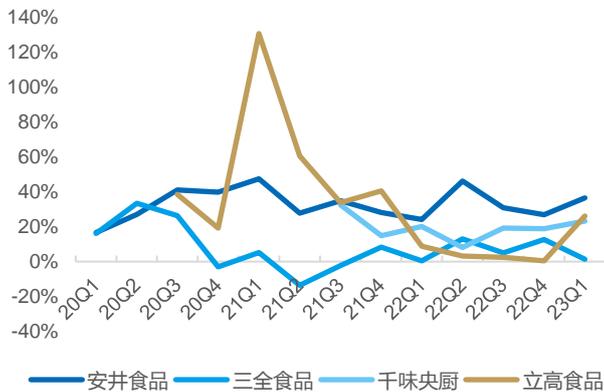
图表51：速冻板块重点公司 22A&23Q1 营收、归母净利润表现

公司	营收（亿元）			营收 yoy			归母净利润（亿元）			归母净利润 yoy		
	22Q1-Q3	22A	23Q1	22Q1-Q3	22A	23Q1	22Q1-Q3	22A	23Q1	22Q1-Q3	22A	23Q1
安井食品	81.56	121.83	31.91	33.78%	31.39%	36.43%	6.89	11.01	3.62	39.62%	61.37%	76.94%
三全食品	53.35	74.34	23.73	5.03%	7.07%	1.29%	5.26	8.01	2.79	36.35%	24.98%	7.03%
千味央厨	10.30	14.89	4.29	16.02%	16.86%	23.18%	0.70	1.02	0.30	23.12%	15.20%	5.49%
立高食品	20.51	29.11	7.94	4.58%	3.32%	26.19%	1.00	1.44	0.50	-49.14%	-49.22%	24.60%

来源：Wind，国金证券研究所

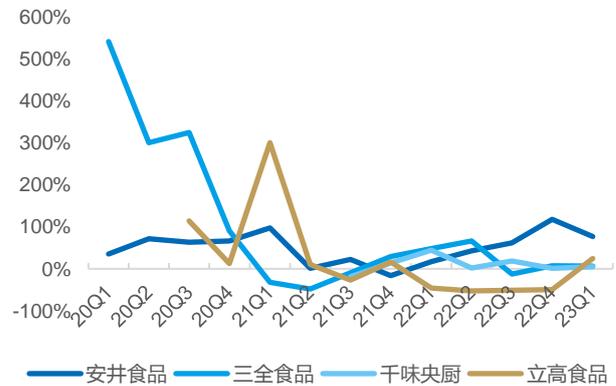
业绩表现来看，安井和千味更为稳健。安井受益于其 BC 兼顾、南北通用的区域布局，C 端锁鲜装的成功推广，以及预制菜作为第二曲线的成功打造。2022 年在餐饮疲软背景下，安井传统主业速冻火锅料表现偏弱，而面米制品因 2C 逻辑具备韧性，预制菜增长亮眼。费用端降本增效主动控费，毛利率端通过结构改善对冲成本压力，并购新柳伍和新宏业后对鱼糜成本具备更好的掌控和平滑能力。23Q1 主业回暖后，公司业绩超预期，我们看好看好公司 BC 兼顾、多点布局后的优秀成长性，22 年显经营韧性，23 年显经营弹性。千味 22Q4 以来大 B 迎来修复，百胜增长靓丽（味宝并表、上新、产品短线转长线），海底捞复苏势头足，小 B 稳健增长，春节期间返乡热潮下乡村宴席场景带来更好修复；同时成本压力缓解叠加产品结构改善助力利润释放。立高 22 年核心渠道饼店、商超均受损，内部渠道融合亦有所拖累，23 年渠道流量复苏的同时，Q1 山姆多款新品上市+老品升级调价，后续有望持续贡献增长。

图表52：速冻食品公司 20Q1-23Q1 营收单季增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表53：速冻食品公司 20Q1-23Q1 归母净利单季增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表54：速冻食品重点公司 22A&23Q1 销售费用率和毛利率变化情况

公司	销售费用率				毛利率			
	22A	22A 同比	23Q1	23Q1 同比	22A	22A 同比	23Q1	23Q1 同比
安井食品	7.17%	-1.99%	7.36%	-2.95%	21.96%	-0.16%	24.71%	0.50%
三全食品	11.89%	-1.09%	12.61%	-1.79%	28.07%	0.90%	28.28%	-2.75%
千味央厨	3.92%	0.59%	5.08%	1.87%	23.41%	1.05%	23.95%	1.39%
立高食品	11.92%	-1.03%	11.89%	-1.10%	31.77%	-3.14%	32.03%	-1.06%

来源：Wind，国金证券研究所

安井传统主业弹性叠加预制菜放量，锁鲜装拉动结构升级，年内业绩确定性强，千味大 B 拉动，小 B 锦上添花，势能向上，立高伴随场景修复、营销融合蓄势待发，推荐安井，建议关注千味、立高。

图表55：速冻食品重点公司估值表

公司	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE		
		22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	23E	24E	25E
安井食品	489	121.8	154.7	188.7	222.8	11.0	14.9	18.5	22.2	32.9	26.5	22.0
三全食品	145	74.3	82.5	91.2	99.7	8.0	8.9	10.0	11.1	16.3	14.5	13.0
千味央厨	61	14.9	19.4	24.3	29.7	1.0	1.5	2.0	2.6	41.7	30.9	23.8
立高食品	157	29.1	40.3	50.9	63.3	1.4	3.1	4.5	6.3	50.3	35.2	25.2

来源：Wind，国金证券研究所（注：三全食品盈利预测采用 wind 一致预期，其他公司采用国金证券盈利预测，股价截至 5.5 日收盘）

七、风险提示

- 宏观经济下行风险——经济增长降速将显著影响整体消费情绪释放节奏；
- 疫情持续反复风险——若国内外疫情不可控将影响经济修复进度；
- 区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策。
- 食品安全问题风险——食品安全问题会对所处行业声誉等造成影响。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402