

信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

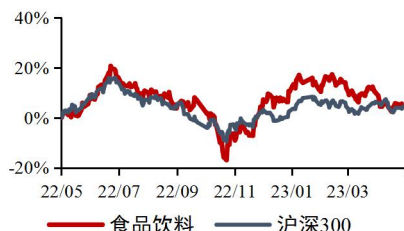
22 年年报&23Q1 季报总结及中期展望 领先大市-A(维持)

白酒业绩分化 大众品底部复苏

2023 年 5 月 8 日

行业研究/行业分析

食品饮料板块近一年市场表现



资料来源：最闻

投资要点：

➢ 22 年整体食品饮料板块收入端增速放缓，利润端稳步增长。2022 年食品饮料（中信）行业整体实现营业总收入 9938.06 亿元，同比增长 7.70%，实现净利润 1813.02 亿元，同比增长 11.02%，归母净利润 1754.37 亿元，同比增长 11.25%。2022 年在多地疫情反复&经济承压之下，整体食品饮料板块收入端表现出较强韧性，实现增长，但增速有所回落。利润端，在原材料成本上涨背景下，各企业积极推进产品结构升级&控费增效，助力其增速优于收入端增速。

伴随去年 12 月疫情封控解除，同时叠加 23 年春节旺季背景，消费场景逐步复苏，2023Q1 行业收入利润均有所增长，利润增速优于收入增速。23Q1 食品饮料（中信）行业整体实现营业总收入 3003.59 亿元，同比增长 10.90%，实现整体净利润 721.35 亿元，同比增长 17.35%，归母净利润实现 702.74 亿元，同比增长 17.94%。

➢ 白酒板块高端/地产酒表现优异，次高端分化加剧。2022 年白酒行业整体面临全国多地疫情反复，消费场景趋势，需求相对疲软，终端动销整体承压的大环境。虽各种扰动因素下承压，但在产品结构优化及区域消费升级助力下，23Q1 白酒板块整体实现营业总收入 1311.81 亿元，同比增长 15.39%，实现归母净利润 535.23 亿元，同比增长 19.12%。分价格带来看，高端酒对应的送礼场景基本恢复，业绩表现稳健，营收/归母净利润同比 +16.53%/+19.73%；次高端业绩出现分化，其中有基市场备书的次高端酒企表现相对较优，整体次高端酒营收/归母净利润同比 +10.59%/+12.93%；地产酒在春节返乡潮背景下，消费场景较快复苏，业绩表现较好，地产酒营收/归母净利润同比 +23.47%/+26.22%。整体来看，在 22 年底封控解除，春节旺季消费场景逐步恢复背景下，整体白酒行业周期逐步向好，多数酒企采取以价换量，库存得到有效消化。23Q1 板块毛利率为 80.85%，同比 +0.45pcts，高端酒和地产酒表现较优，毛利率同比分别 +0.38/+0.53pcts，次高端酒在动销承压下，毛利率亦承压，23Q1 毛利率同比 -0.63pcts。

啤酒板块 22 年疫情下销量增速放缓，高端化进程持续。2022 上半年啤酒行业现饮渠道受到管控，动销有所放缓。6 月后伴随华东等地疫情解封，需求端持续回暖，加之夏季多地气温较高推动啤酒终端需求。综合之下，22 年啤酒行业整体销量略有承压，但在吨价同比提升助力下，22 年上市啤酒企业实现总营收 654.98 亿元，同比增长 7.25%，实现归母净利润 58.69 亿，同比增长 12.95%。23Q1 伴随多地封控解除，餐饮等消费场景阶段性修复，助力啤酒行业在去年低基数背

首选股票	评级
600519.SH 贵州茅台	买入-A
000858.SZ 五粮液	买入-A
600809.SH 山西汾酒	买入-A
603369.SH 今世缘	买入-A
000596.SZ 古井贡酒	买入-A
600600.SH 青岛啤酒	买入-A
600132.SH 重庆啤酒	买入-B
603027.SH 千禾味业	增持-A
603317.SH 天味食品	买入-B
600887.SH 伊利股份	买入-A
603517.SH 绝味食品	增持-A
000860.SZ 顺鑫农业	增持-A
603288.SH 海天味业	增持-A
600305.SH 恒顺醋业	增持-A

相关报告：

【山证食品饮料】确定为守，复苏为攻-食品饮料行业 23 年年度投资策略 2023.1.11

【山证食品饮料】龙头白酒韧性依旧 大众品改善初显-食品饮料行业 22Q3 季报总结及四季度展望 2022.11.4

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



分析师:

周蓉

执业登记编码: S0760522080001

邮箱: zhourong1@sxzq.com

陈振志

执业登记编码: S0760522030004

邮箱: chenchenzhi@sxzq.com

景下销量实现高增。23Q1 上市啤酒企业分别实现营收/归母净利润 195.74/19.81 亿元, 同比+12.98%/+29.82%。板块 23Q1 毛/净利率分别为 39.38%/10.12%, 同比+0.09/+1.31pcts, 一季度部分原材料成本上升压力虽有所趋缓, 但整体仍处于高位, 毛利率略有提升, 但在各酒企控费增效背景下, 净利率水平稳定提升。总体来看各啤酒企业吨价提升趋势不变, 长期看行业仍处于升级过程中。

➤ **食品板块底部确立, 期待边际改善。乳制品板块**疫情下需求复苏缓慢, 区域乳企表现较优。22 年/23Q1 乳制品板块分别实现收入 1923.77/509.96 亿元, 同比+7.75%/+5.60%; 实现归母净利润 105.00/41.57 亿元, 同比-1.25%/+2.24%。2022 年多地疫情反复, 消费场景的缺失对需求造成压制; 供给端封控区域终端暂停营业, 综合之下大部分乳企收入端有所承压。23Q1 春节在返乡潮带动下, 作为区县市场礼赠首选的常温奶产品, 动销超预期。但春节后整体需求处于弱复苏态势, 叠加去年同期高基数背景, 行业整体有所承压, 其中龙头企业着眼全年, 更为关注渠道良性发展, 一季度实现平稳过渡; 而区域乳企受景气新品类带动表现更优。23Q1 原奶价格同比略有下降, 整体保持稳定; 费用端, 在收入增速下降背景下规模效应收缩, 同时广告费用按照预期收入投放, 销售费用率同比提升, 整体乳制品板块盈利端承压。展望 23 年二季度及以后, 原奶价格预计整体平稳或略有下降; 加之乳企费用投放在总体理性前提下, 保持正常节奏, 盈利能力有望环比向好。**调味品板块**消费疲软背景下, 企业业绩分化。整体来看, 22 年/23Q1 调味品板块分别实现收入 485.80/133.37 亿元, 同比+5.28%/+4.09%; 实现归母净利润 77.65/26.66 亿元, 同比-14.98%/+4.62%。2022 年全年调味品板块整体需求、成本双承压持续。23Q1 餐饮端需求逐步改善, 主动进行渠道拓展及产品品类丰富的企业, 营收表现较好, 企业业绩有所分化。总体而言去年四季度以来仍是调味品板块基本面的相对低点, 疫后伴随需求逐步企稳, 受益于低基数, 调味品板块有望轻装上阵。**休闲食品板块业绩承压, 零食专营渠道表现亮眼。**整体来看, 22 年/23Q1 休闲食品板块分别实现收入 774.20/189.18 亿元, 同比 -1.01%/-3.30%; 实现归母净利润 43.37/14.81 亿元, 同比 -31.72%/+24.87%。2022 年在疫情反复扰动影响下, 需求及商超客流影响, 板块整体经营承压。23Q1 开始部分原材料价格有所下降, 成本压力趋缓, 盈利能力逐步向好。23 年伴随零食贩卖店渠道进一步下沉, 其营收规模仍有望保持良好增长。其中率先在该渠道布局的休闲食品品牌有望在该渠道下沉放量期间, 不断提升市占率从中受益, 业绩表现相对亮眼。

➤ **投资建议:** 今年二季度之后伴随消费旺季逐步到来, 同时在房地产相关刺激政策不断出台综合作用下, 国内经济有望逐步复苏, 消费者收入水平及消费信心逐步恢复, 预计食品饮料行业将渐入上行周期。**白酒方面,** 目前板块情绪已逐步筑底, 估值性价比凸显, 后续消费旺季、低基数等利好因素显

现，板块逐步向好趋势明确。1) 首选确定性个股，坚守需求韧性及估值优势。优先推荐**贵州茅台、五粮液、山西汾酒**，重点关注**泸州老窖、今世缘及古井贡酒**；2) 同时关注自身改革品种**顺鑫农业**；**大众品**方面，目前整体大众食品板块经历前期的回调，逐步步入合理区间。23 年伴随消费逐步恢复，期待其释放业绩弹性。大众品建议重点布局：短期结构升级&成本压力减缓、长期竞争格局优化标的：1) 首选短期产品高端化依旧、成本压力趋缓，同时长期竞争格局优化的**啤酒板块**，重点推荐**青岛啤酒、重庆啤酒**、建议关注**燕京啤酒**；2) 细分龙头在产品及渠道变革下，有望迎来加速改善的标的：推荐**千禾味业**、建议关注**安井食品**以及**甘源食品**等；3) 估值进入中长期合理区间，同时受益行业竞争格局确定性机会的标的，推荐**伊利股份**等；4) 中长期布局业绩压力见底，逐步释放收入利润弹性的标的：建议关注**绝味食品**等。



风险提示：宏观经济波动对居民消费的影响；食品安全事故；政策变化的风险；行业竞争加剧；产能投放不达预期；原材料价格波动风险；国内外疫情反复等。

目录

1. 食品饮料整体板块综述:	8
1.1 22 年整体食品饮料板块: 收入端增速放缓, 利润端稳步增长.....	8
1.2 23Q1 整体食品饮料板块: 疫后&春节旺季下, 收入利润稳步增长.....	9
2. 酒水板块:	10
2.1 白酒: 高端/地产酒表现优异, 次高端分化加剧.....	10
2.1.1 收入端: 22 年疫情下周期盘整, 龙头酒企全年业绩韧性显著.....	10
2.1.1.1 22 年收入端: 22 年高端酒稳健增长, 次高端增速最快.....	10
2.1.1.2 23Q1 收入端: 周期向好, 业绩分化.....	11
2.1.2 利润端: 高端及地产酒盈利能力稳步提升, 次高端有所承压.....	11
2.1.2.1 22 年利润端: 高端及地产酒盈利能力稳步提升, 次高端酒控费助力下净利率提升.....	11
2.1.2.2 23Q1 利润端: 高端酒稳健, 次高端相对承压.....	12
2.1.3 合同负债: 季节打款节奏扰动下, 23Q1 行业合同负债环比下降.....	13
2.1.4 分公司: 高端白酒持续稳健, 次高端相对承压.....	14
2.1.4.1 高端酒: 需求相对韧性, 23Q1 实现稳健增长.....	14
2.1.4.2 次高端酒: 高基背景下, 23Q1 业绩分化加剧.....	15
2.1.4.3 地产酒: 基地市场不同, 龙头业绩更有保障.....	16
2.1.4.4 光瓶酒: 新国标落地, 加速光瓶酒行业升级.....	17
2.2 啤酒: 22 年疫情下销量增速放缓, 高端化进程持续.....	18
2.2.1 收入端: 22 年疫情下, 销量增速放缓.....	18
2.2.2 利润端: 疫情&提价影响下, 高端化略有放缓, 趋势依旧.....	19
2.2.3 分公司: 高端化进程持续, 成本端压力趋缓.....	20
3. 食品板块:	22
3.1 乳制品: 22 年收入端承压, 期待 23 年盈利边际向好.....	22
3.1.1 收入端: 疫情下需求复苏缓慢, 区域乳企表现较优.....	22
3.1.2 利润端: 成本压力趋缓, 广告投放及促销加大盈利承压.....	23
3.2 调味品: 需求/成本双承压延续, 密切跟踪业绩拐点.....	24

3.2.1 收入端：消费疲软背景下，企业业绩分化.....	24
3.2.2 利润端：原材料成本压力下，盈利能力仍承压.....	25
3.3 休闲食品：板块业绩承压，零食专营渠道表现亮眼.....	28
3.3.1 休闲卤制品子板块：需求&成本双承压，期待业绩改善.....	28
3.3.2 休闲零食子板块：需求分层背景下，渠道扩张企业实现高增.....	29
4. 投资建议.....	30
5. 风险提示.....	31

图表目录

图 1： 食品饮料行业收入及增速（2012-2022）	8
图 2： 食品饮料行业归母净利润及增速（2012-2022）	8
图 3： 食品饮料行业毛利率及净利率（2012-2022）	8
图 4： 食品饮料行业三项费用率（2012-2022）	8
图 5： 食品饮料行业收入及增速（2020Q1-2023Q1）	9
图 6： 食品饮料行业归母净利润及增速（2020Q1-2023Q1）	9
图 7： 食品饮料行业毛利率及净利率（2020Q1-2023Q1）	9
图 8： 食品饮料行业三项费用率（2020Q1-2023Q1）	9
图 9： 白酒板块收入及增速（2020Q1-2023Q1）	10
图 10： 白酒板块归母净利润及增速（2020Q1-2023Q1）	10
图 11： 白酒子板块毛利率及变动情况（2020Q1-2023Q1）	12
图 12： 白酒子板块净利率及变动情况（2020Q1-2023Q1）	12
图 13： 白酒子板块销售费用率及变动情况（2020Q1-2023Q1）	12
图 14： 白酒子板块管理费用率及变动情况（2020Q1-2023Q1）	12
图 15： 啤酒板块收入及增速（2020Q1-2023Q1）	18

图 16: 啤酒板块归母净利润及增速 (2020Q1-2023Q1)	18
图 17: 啤酒板块毛/净利率变动情况 (2020Q1-2023Q1)	19
图 18: 啤酒板块费用率变动情况 (2020Q1-2023Q1)	19
图 19: 各上市啤酒企业吨酒价格 (元/吨) (2020Q1-2023Q1)	20
图 20: 大麦价格走势跟踪 (元/吨)	20
图 21: 铝锭价格走势跟踪 (元/吨)	20
图 22: 乳制品板块收入及增速 (2020Q1-2023Q1)	22
图 23: 乳制品板块归母净利润及增速 (2020Q1-2023Q1)	22
图 24: 中国主产区生鲜乳价格走势 (元/公斤)	23
图 25: 恒天然原奶价格走势跟踪 (新西兰元/100 千克)	23
图 26: 调味品板块收入及增速 (2020Q1-2023Q1)	25
图 27: 调味品板块归母净利润及增速 (2020Q1-2023Q1)	25
图 28: 调味品板块毛/净利率变动情况 (2020Q1-2023Q1)	25
图 29: 调味品板块费用率变动情况 (2020Q1-2023Q1)	25
图 30: 大豆价格走势跟踪 (元/吨)	26
图 31: PET 价格走势跟踪 (元/吨)	26
图 32: 休闲食品板块收入及增速 (2020Q1-2023Q1)	28
图 33: 休闲食品板块归母净利润及增速 (2020Q1-2023Q1)	28
图 34: 疫情期间休闲卤制品市场规模增长 (2012-2023E)	29
图 35: 毛鸭价格跟踪 (201108-202304)	29
图 36: 零食很忙近 5 年门店数量不断增长 (家)	30
图 37: 零食很忙门店展示	30

表 1： 白酒板块业绩概览（亿元）	11
表 2： 白酒板块合同负债概览（亿元）	13
表 3： 啤酒板块业绩概览（亿元）	19
表 4： 乳制品板块业绩概览（亿元）	23
表 5： 调味品板块业绩概览（亿元）	26

1. 食品饮料整体板块综述：

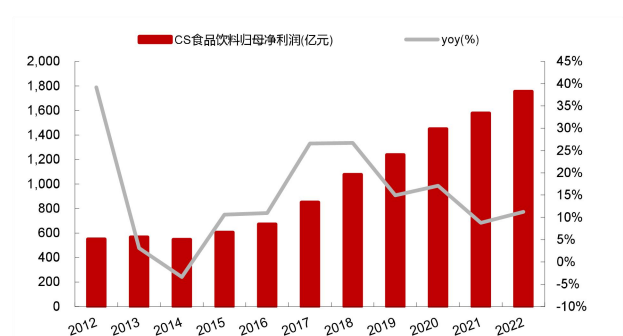
1.1 22 年整体食品饮料板块：收入端增速放缓，利润端稳步增长

2022 年在多地疫情反复&经济承压之下，整体食品饮料板块收入端表现出较强韧性，收入利润仍旧实现稳步增长。同时在整体消费疲软背景下，收入增速有所回落。2022 年食品饮料（中信）行业整体实现营业收入 9938.06 亿元，同比增长 7.70%，实现净利润 1813.02 亿元，同比增长 11.02%，归母净利润 1754.37 亿元，同比增长 11.25%。利润端，在原材料成本上涨背景下，各企业积极推进产品结构升级&控费增效，助力其增速优于收入端增速。

图 1：食品饮料行业收入及增速（2012-2022）



图 2：食品饮料行业归母净利润及增速（2012-2022）

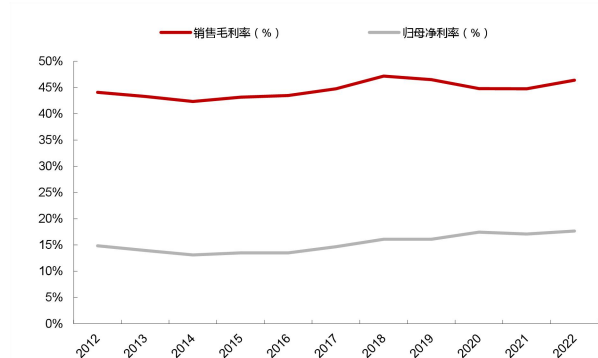


资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

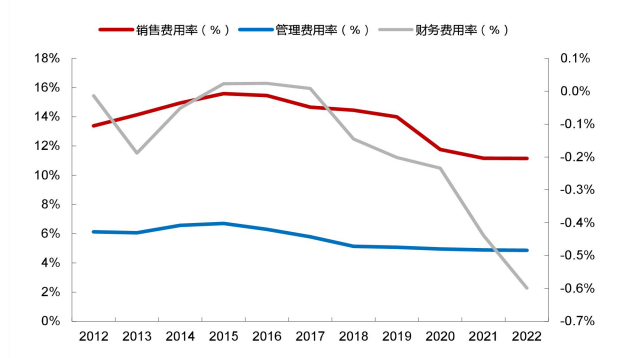
毛/净利率略有上升，费用率同比有所下降：2022 年行业整体毛利率为 46.39%，同比上升 1.63pcts；三项费用率合计 15.42%，同比下降 0.19pcts，其中整体销售费用率 11.15%，同比下降 0.01pcts，管理费用率 4.86%，同比下降 0.02 pcts。综合影响下，整体净利率为 17.65%，同比上升 0.56pcts。

图 3：食品饮料行业毛利率及净利率（2012-2022）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：食品饮料行业三项费用率（2012-2022）

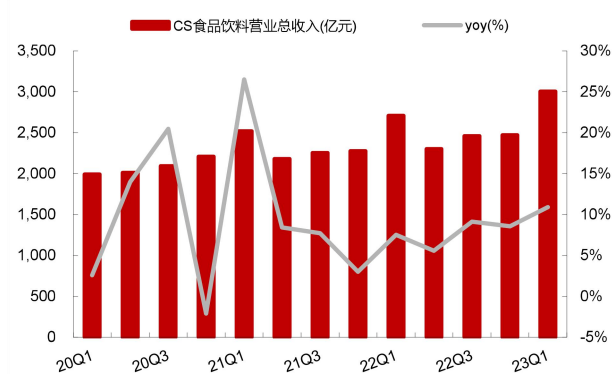


资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2 23Q1 整体食品饮料板块：疫后&春节旺季下，收入利润稳步增长

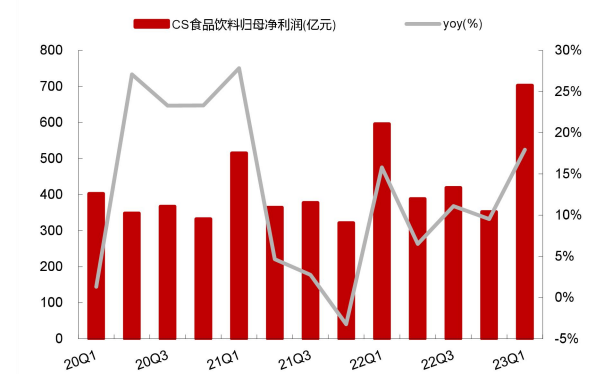
伴随去年 12 月疫情封控解除，同时叠加 23 年春节旺季背景，消费场景逐步复苏，2023Q1 行业收入利润均有所增长，其中利润增速优于收入增速。2023Q1 食品饮料（中信）行业整体实现营业总收入 3003.59 亿元，同比增长 10.90%，实现整体净利润 721.35 亿元，同比增长 17.35%，归母净利润实现 702.74 亿元，同比增长 17.94%。

图 5：食品饮料行业收入及增速（2020Q1-2023Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

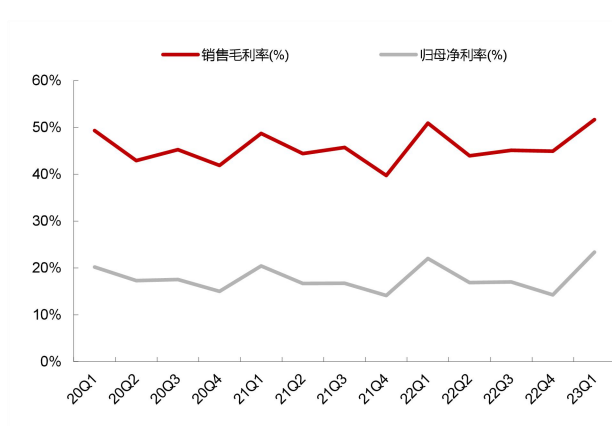
图 6：食品饮料行业归母净利润及增速（2020Q1-2023Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

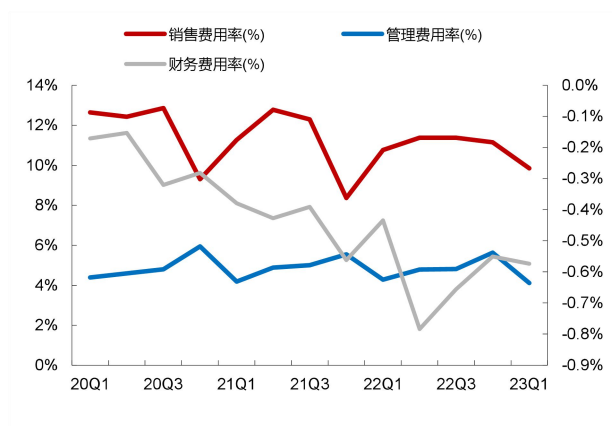
成本压力趋缓毛利率略有上升，降本增效助力归母净利率同比提升：23 年一季度部分原材料成本压力略有缓解，2023Q1 整体毛利率 51.66%，同比上升 0.72pcts；三项费用率合计 13.38%，同比下降 1.22pcts，其中整体销售费用率 9.85%，同比下降 0.91pcts，管理费用率 4.11%，同比下降 0.17pcts。综合影响下，整体归母净利率 23.40%，同比上升 1.40pcts。

图 7：食品饮料行业毛利率及净利率（2020Q1-2023Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：食品饮料行业三项费用率（2020Q1-2023Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 酒水板块：

2.1 白酒：高端/地产酒表现优异，次高端分化加剧

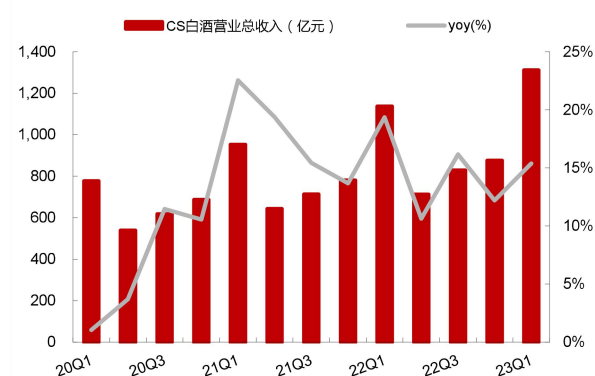
2.1.1 收入端：22 年疫情下周期盘整，龙头酒企全年业绩韧性显著

2.1.1.1 22 年收入端：22 年高端酒稳健增长，次高端增速最快

2022 年白酒行业整体面临全国多地疫情反复，消费场景趋势，需求相对疲软，终端动销整体承压的大环境。在此背景之下，全年处于周期盘整格局当中。具体到季度间来看，22Q1 春季开局尚好；22Q2 上海等多地疫情爆发，酒企通过终端加大投入，调整产品结构等措施应对，高端酒企及区域酒企表现相对良好，次高端酒企在高基数背景下相对承压；22Q3 国庆中秋双节旺季，行业整体表现平淡，多数酒企通过优化费用释放利润弹性；22Q4 在多地封控背景下，消费场景缺失，终端以消化库存为主。全年来看，虽各种扰动因素下承压，但在产品结构优化及区域消费升级助力下，主要上市公司 2022 年实现营业总收入 3552.54 亿元，同比增长 15.00%，归母净利润 1304.73 亿元，同比增长 20.36%。

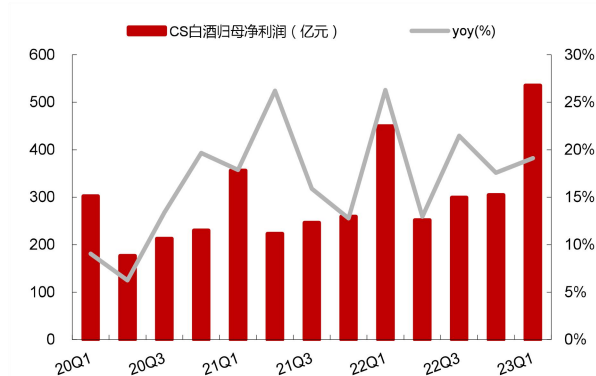
细分板块来看，高端酒 22 年在经济环境波动下体现出需求韧性，整体表现稳健，营收/归母净利润同比增速分别为+15.45%/+19.07%；次高端酒收入及利润增速最快，营收/归母净利润同比增速分别为+21.47%/+33.73%；地产酒板块，由于大本营市场受疫情影响程度不同，表现出不同节奏，江苏及安徽地区酒企表现较好，整体营收/归母净利润同比增速分别为+16.35%/+15.86%；光瓶酒板块，受消费升级不达预期及相关行业政策影响，拖累业绩，但伴随企业主动作为，环比边际改善，顺鑫为代表的光瓶酒龙头营收/归母净利润同比增速分别为-21.46%/-758.08%。

图 9：白酒板块收入及增速（2020Q1-2023Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：白酒板块归母净利润及增速（2020Q1-2023Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.1.1.2 23Q1 收入端：周期向好，业绩分化

在去年底封控解除，春节旺季消费场景逐步恢复下，整体白酒行业周期逐步向好，多数酒企采取以价换量，库存得到有效消化。23Q1 白酒板块整体实现营业总收入 1311.81 亿元，同比增长 15.39%，实现归母净利润 535.23 亿元，同比增长 19.12%。分价格带来看，高端酒对应的送礼场景基本恢复，业绩表现稳健，营收/归母净利润同比+16.53%/+19.73%；次高端业绩出现分化，其中有基地市场备书的次高端酒企表现相对较优，整体次高端酒营收/归母净利润同比+10.59%/+12.93%；地产酒在春节返乡潮背景下，消费场景较快复苏，业绩表现较好，地产酒营收/归母净利润同比+23.47%/+26.22%。

表 1：白酒板块业绩概览（亿元）

		收入				利润			
		22FY	yoy (%)	23Q1	yoy (%)	22FY	yoy (%)	23Q1	yoy (%)
000568.SZ	泸州老窖	251.24	21.71%	76.10	20.57%	103.65	30.29%	37.13	29.10%
000596.SZ	古井贡酒	167.13	25.95%	65.84	24.83%	31.43	36.78%	15.70	42.87%
000799.SZ	酒鬼酒	40.50	18.63%	9.65	-42.87%	10.49	17.38%	3.00	-42.38%
000858.SZ	五粮液	739.69	11.72%	311.39	13.03%	266.91	14.17%	125.42	15.89%
000860.SZ	顺鑫农业	116.78	-21.46%	40.88	4.63%	-6.73	-758.08%	3.28	214.40%
000995.SZ	ST皇台	1.36	49.77%	0.39	14.00%	0.07	-154.27%	0.02	56.32%
002304.SZ	洋河股份	301.05	18.76%	150.46	15.51%	93.78	24.91%	57.66	15.66%
002646.SZ	天佑德酒	9.80	-7.04%	3.96	-6.23%	0.75	19.05%	0.77	-29.61%
600197.SH	伊力特	16.23	-16.24%	7.40	18.53%	1.65	-47.10%	1.48	36.97%
600199.SH	金种子酒	11.86	-2.11%	4.32	25.48%	-1.87	12.45%	-0.41	228.11%
600519.SH	贵州茅台	1,275.54	16.53%	393.79	18.66%	627.16	19.55%	207.95	20.59%
600559.SH	老白干酒	46.53	15.54%	10.03	10.43%	7.08	81.81%	1.02	-61.51%
600702.SH	舍得酒业	60.56	21.86%	20.21	7.28%	16.85	35.31%	5.69	7.34%
600779.SH	水井坊	46.73	0.88%	8.53	-39.69%	12.16	1.40%	1.59	-56.02%
600809.SH	山西汾酒	262.14	31.26%	126.82	20.44%	80.96	52.36%	48.19	29.89%
603198.SH	迎驾贡酒	55.05	20.29%	19.16	21.60%	17.05	23.38%	7.00	27.17%
603369.SH	今世缘	78.88	23.09%	38.03	27.26%	25.03	23.34%	12.55	25.20%
603589.SH	口子窖	51.35	2.12%	15.92	21.35%	15.50	-10.24%	5.36	10.37%
603919.SH	金徽酒	20.12	12.49%	8.93	26.61%	2.80	-13.73%	1.82	10.41%

资料来源：Wind，山西证券研究所

2.1.2 利润端：高端及地产酒盈利能力稳步提升，次高端有所承压

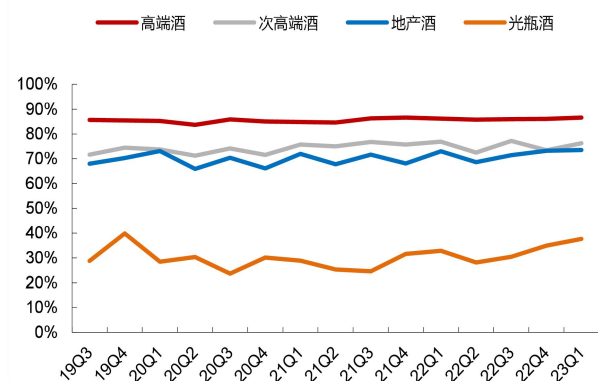
2.1.2.1 22 年利润端：高端及地产酒盈利能力稳步提升，次高端酒控费助力下净利率提升

2022 年板块毛利率为 80.37%，同比+1.31pcts，行业分化显著，高端酒消费相对刚性，受益于产品结构升级，毛利率稳中略升，高端酒企毛利率为 86.04%，同比+0.43pcts；次高端在疫情扰动之下中高端产品动

销短期承压，其毛利率为 75.61%，同比-0.20pcts；地产酒在区域消费升级助力下，毛利率为 71.77%，同比+1.74pcts；光瓶酒顺鑫农业虽受猪肉和地产业务拖累，白酒产品结构升级成效初显，毛利率为 31.73%，同比+3.83pcts，低基背景下同比改善。

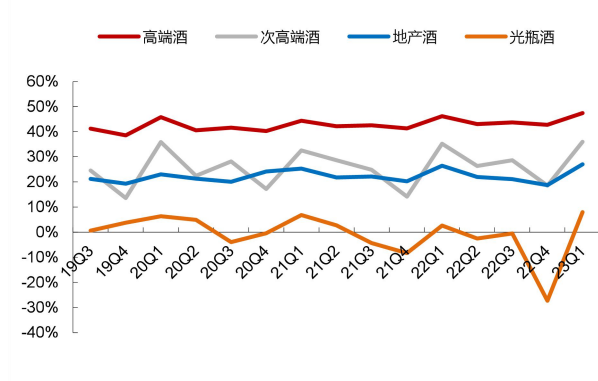
总体看 22 年疫情之下上市酒企费用投入相对理性，地产酒在区域扩张过程中费用投放比较积极。22 年销售费用率为 9.94%，同比-0.31pcts，管理费用率为 5.99%，同比-0.47pcts，其中 22 年高端酒/次高端酒/地产酒销售费用率分别-0.54/-1.23/+0.45 pcts。光瓶酒受相关费用支出较高致归母净利率有所承压。整体看，行业盈利能力稳定向好，同比+1.64pcts 至 36.73%。

图 11：白酒子板块毛利率及变动情况（2020Q1-2023Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：白酒子板块净利率及变动情况（2020Q1-2023Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.1.2.2 23Q1 利润端：高端酒稳健，次高端相对承压

23Q1 板块毛利率为 80.85%，同比+0.45pcts。

图 13：白酒子板块销售费用率及变动情况（2020Q1-2023Q1）

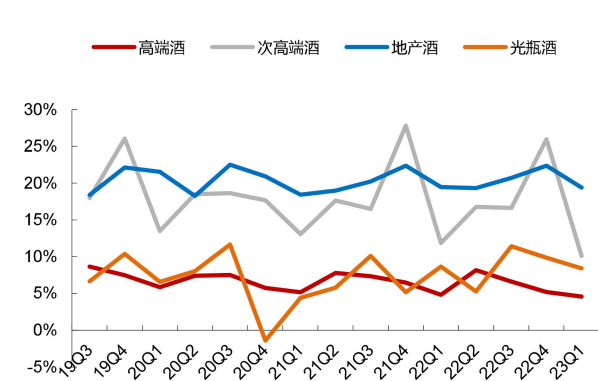
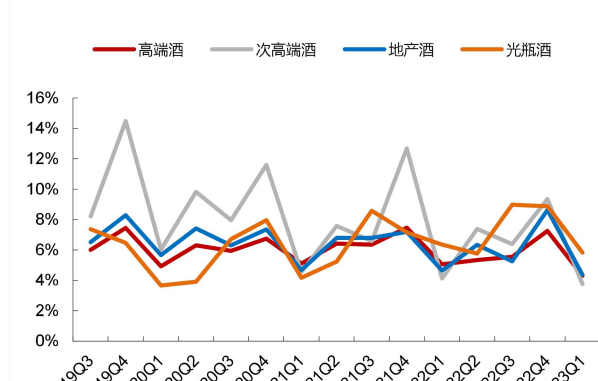


图 14：白酒子板块管理费用率及变动情况（2020Q1-2023Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

高端酒和地产酒表现较优，毛利率同比分别+0.38/+0.53pcts，次高端酒在动销承压下，毛利率亦承压，23Q1 毛利率同比-0.63pcts。同时，板块 23Q1 销售费用率同比-0.58pcts，管理费用率同比-0.59pcts。高端龙头酒企表现优异，保持较强的盈利能力；次高端酒在控费增效助力下，盈利能力仍然有提升；同时部分地产酒受益于产品结构升级，助力其盈利能力稳中有升。23Q1 白酒板块净利率为 40.80%，同比+1.28pcts，其中高端/次高端/地产/光瓶酒分别同比+1.27/+0.74/+0.59/+5.35pcts。

2.1.3 合同负债：季节打款节奏扰动下，23Q1 行业合同负债环比下降

23Q1 末白酒板块合同负债为 405.12 亿元，同比+1.35%；同时 23Q1 环比 22Q4 白酒板块合同负债-35.73%。由于酒企经销商打款为春节作准备，23Q1 合同负债下降为正常现象。

表 2：白酒板块合同负债概览（亿元）

	合同负债				
	23Q1	22Q1	22Q4	YoY	QoQ
泸州老窖	17.3	17.6	25.7	-2%	-33%
古井贡酒	47.5	46.9	8.3	1%	474%
酒鬼酒	3.7	6.8	4.3	-46%	-15%
五粮液	55.4	36.1	123.8	53%	-55%
顺鑫农业	18.4	13.3	38.6	38%	-52%
ST皇台	0.0	0.0	0.0	-44%	22%
洋河股份	69.7	97.7	137.4	-29%	-49%
天佑德酒	0.6	0.4	0.6	34%	-4%
伊力特	0.8	1.2	0.8	-39%	-5%
金种子酒	1.7	0.7	1.1	141%	54%
贵州茅台	83.3	83.2	154.7	0%	-46%
老白干酒	22.1	20.8	14.9	6%	48%
舍得酒业	8.0	3.9	3.0	104%	168%
水井坊	10.0	8.4	10.3	19%	-3%
山西汾酒	41.7	38.8	69.1	8%	-40%
迎驾贡酒	5.0	4.7	6.6	7%	-24%
今世缘	11.4	11.4	20.4	1%	-44%
口子窖	4.5	3.8	5.6	18%	-21%
金徽酒	4.3	4.0	5.1	7%	-16%

资料来源：Wind，山西证券研究所

拉长周期看，白酒板块的合同负债金额仍处于较高位置，总体势能充足。其中，23Q1 高端白酒合同负债同比/环比+13.88%/-48.74%；次高端合同负债同比/环比-11.99%/-35.07%；地产酒合同负债同比/环比+3.46%/+55.99%。其中次高端酒中舍得酒业合同负债环比增加；地产酒中古井贡酒、金种子酒合同负债表

现亮眼。

2.1.4 分公司：高端白酒持续稳健，次高端相对承压

2.1.4.1 高端酒：需求相对韧性，23Q1 实现稳健增长

22 年高端酒凭借其刚需属性和品牌力支撑，动销受影响程度相对较小，营收/利润增速实现稳步增长。茅台持续释放改革红利，五粮液 22Q4 周转提速，助力其全年任务的完成。同时 22 年底封控解除后，23 年春节高端酒对应的礼赠场景基本恢复，酒企的动销、回款相对稳健，其中五粮液周转表现比较亮眼。总体而言，高端酒 23Q1 实现稳健增长。

贵州茅台：公司 2022 年实现营业总收入 1275.54 亿元，同比增长 16.53%；实现归母净利润 627.16 亿元，同比增长 19.55%。产量方面，2022 年公司完成茅台酒及系列酒基酒总产量 9.18 万吨，同比增长 8.38%，其中茅台酒基酒产量 5.68 万吨，同比增长 0.60%；生产系列酒基酒 3.50 万吨，同比增长 24%。销量方面，2022 年茅台酒实现销量 3.79 万吨，系列酒实现销量 3.03 万吨。系列酒增速有所放缓，主要系茅台 1935 提前完成全年目标，22Q4 开始控量挺价。22 年公司归母净利润 627.16 亿元，同比增长 19.55%，毛利率和净利率分别+0.29/+1.24pcts 至 92.09%/49.17%，毛利率维持稳定态势，盈利能力持续提升。22 年公司在产品结构与渠道调整方面持续进行。产品方面，积极推出虎年生肖茅台、珍品茅台、茅台 1935、100ml 飞天茅台等新品，精准营销势头向好。渠道方面，“i”茅台数字营销平台正式上线开辟便捷购物新渠道，同时有利于公司产品中长期的量价调整和吨价提升，公司有望通过多维渠道协同形成销售合力，助力业绩长期稳健增长。根据渠道反馈，当前散飞批价 2750 元左右，其体外利润依旧丰厚，公司改革步伐坚定，回收体外利润仍是长期方向，由此助力公司盈利水平的稳步提升和品牌影响力的不断扩大，我们看好公司长期投资价值。预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 59.07/68.57/79.28 元，维持“买入-A”投资评级。风险提示：宏观经济回暖节奏放缓业绩增长不及预期，改革推进不及预期，行业竞争加剧等。

五粮液：公司 2022 年实现营业收入 739.69 亿元，同比增长 11.72%；实现归母净利润 266.91 亿元，同比增长 14.17%。23Q1 实现营业收入 311.39 亿元，同比增长 13.03%；实现归母净利润 125.42 亿元，同比增长 15.89%。1) 分产品看，22 年酒类收入为 675.63 亿元，同比+9.4%，五粮液/系列酒产品分别实现营收 553.35/122.27 亿元，同比+12.7%/-3.1%；销量方面，五粮液/系列酒产品分别实现销量 3.28/9.44 万吨，同比+12.2%/-38.1%，系列酒销量下滑主要系 22 年公司优化产品结构，向中高价位产品聚焦所致。2) 分区域看，东部/南部/西部/北部/中部分别实现营收 189.86/74.82/215.38/84.15/111.42 亿元，同比+1.1%/+0.7%/+26.9%/+11.7%/+1.3%，西部及北部区域收入实现较快增长；3) 分渠道看，经销/直销模式分别实现营收 404.92/270.70 亿元，同比+7.2%/+13.0%。22 年公司毛利率为 75.42%，同比+0.07ptc，其中酒类毛利率为 81.88%，

同比+1.59pct。公司净利率为 36.08%，同比+0.78pct，公司盈利能力稳定向好。23Q1 合同负债为 55.4 亿元，同比+19.3 亿元（+53.5%）。目前公司估值水平处于历史中位值附近，今年春节在行业表现普遍平淡背景下，公司动销和库存水平表现较优，证明了其强大的品牌优势，看好其长期发展。预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 8.08/9.35/10.60 元，维持公司“买入-A”投资评级。风险提示：经济基本面影响白酒消费；价格走势不及预期；食品安全问题等。

泸州老窖：公司 2022 年实现营业总收入 251.24 亿元，同比增长 21.71%；归母净利润 103.65 亿元，同比增长 30.29%。23Q1 实现营业总收入 76.10 亿元，同比增长 20.57%；归母净利润 37.13 亿元，同比增长 29.10%。分产品看，公司中高档酒类实现营业收入 221.33 亿元，同比增长 20.30%；其他酒类实现营业收入 26.34 亿元，同比增长 30.52%。疫情放开后，2023 年春节期间国窖等产品动销良好，库存维持在良性水平，叠加费用管控合理，今年一季度公司业绩表现亮眼，为全年业绩奠定了坚实基础。2022 年公司毛利率 86.59%，同比+0.89pcts；净利率 41.44%，同比+2.99pcts。在产品与费用结构优化的背景下，公司今年一季度盈利水平保持上行。随着公司产品结构不断优化以及管理逐步精细化，预计公司的产品势能将进一步释放。叠加限制性股票激励计划的顺利开展，公司业绩有望增厚。风险提示：经济基本面影响白酒消费；价格走势不及预期；食品安全问题等。

2.1.4.2 次高端酒：高基背景下，23Q1 业绩分化加剧

次高端酒 22 年分化加剧，多地疫情及封控下日常经济活动受之影响，其中餐饮、宴席等消费场景受限，进而动销也受到阶段性拖累。其中汾酒经营节奏把控良好，22 年全年业绩超预期。23Q1 次高端酒整体面临高基数、回款相对较慢，动销修复滞后等不利因素，总体有所承压，业绩持续分化。

山西汾酒：公司 2022 年营业收入 262.14 亿元，同比增长 31.26%；归母净利润为 80.96 亿元，同比增长 52.36%。具体来看：1）分产品，青花汾酒全系列同比增长 60%，其中青花 25 迎合省内结构升级，预计增速 80%+，青花 20 延续较快增长，预计增速 50%+；腰部产品巴拿马、老白汾发力，玻汾适当贡献增量。2）分渠道看长江以南市场实现稳步突破，同比增长超 50%，公司动态布局省内和省外市场，季度省内短时贡献主要增速，以利于稳定价格和省外市场的健康发展。公司 22 年/23Q1 净利率分别为 31.12%/38.11%，同比+4.13/2.71pct，盈利能力不断提高。展望 23 年，公司将围绕“13348”经营思路，经营战略灵活可控，结构优化有望逐渐演绎，助力公司高质量发展。中长期看公司产品高端化+渠道全国化的目标明确，业绩确定性强。预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 8.62/11.27/14.85 元，维持“买入-A”投资评级。风险提示：省外扩张不达预期；宏观经济恢复不达预期，食品安全等。

舍得酒业：公司 2022 年实现营业收入 60.56 亿元，同比增长 21.86%；归母净利润 16.84 亿元，同比

35.31%。23Q1 实现营业总收入 20.21 亿元，同比增长 7.3%；归母净利润 5.69 亿元，同比增长 7.3%。分产品来看，2022 年中高档酒/低档酒实现营收 48.77/7.80 亿元，同比+25.9%/+10.9%；23Q1 公司中高档酒/普通酒分别实现收入 16.70/2.36 亿元，分别同比+6.0%/+13.2%。其中沱牌大曲、T68 等大众消费价格带的普通酒恢复速度较快。分区域来看，23Q1 省内外分别实现收入 4.83/14.23 亿元，分别同比-6.7%/+12.4%。公司 23Q1 毛利率为 78.4%，同比-2.5pct，主因产品结构短期波动导致；净利率为 28.2%，同比-0.2pct，基本持平。公司计划三年内将藏品十年打造成销售规模达 10 亿级的大单品。延续“老酒”战略+创新全国化平台商模式+锚定品牌高端化目标，我们看好公司中长期量价齐升，向百亿迈进。风险提示：经济复苏不及预期；动销及库存消化速度不及预期；行业竞争加剧，食品安全问题等；

2.1.4.3 地产酒：基地市场不同，龙头业绩更有保障

22 年全年多地疫情反复，疫情及封控阶段性趋缓时，渠道能力强的酒企在终端动销推动力上更强、恢复更好。在中秋国庆双节期间，苏皖地区疫情防控精细化，白酒消费场景影响较小，动销水平恢复较好。徽酒古井贡酒、苏酒今世缘表现亮眼。23Q1 封控解除后，在春节返乡潮带动下，走亲访友等消费场景率先恢复，龙头地产酒业绩增长更为亮眼。

今世缘：公司 2022 年实现营业收入 78.85 亿元，同比增长 23.1%，归母净利润 25.03 亿元，同比增长 23.34%。23Q1 实现营业收入 38.02 亿元，同比增长 27.26%，归母净利润 12.55 亿元，同比增长 25.20%。分产品看，22 年特 A+类/特 A 类/A 类营收分别为 51.97/20.93/3.25 亿元，同比+24.8%/+22.1%/+22.6%，特 A+/特 A 类产品合计占比达 92.47%，同比+0.68pct；其中 22Q4 特 A+类/特 A 类/A 类营收分别为 8.53/3.87/0.69 亿元，同比+36.5%/+10.6%/+74.6%。22 年全年受疫情持续影响，消费信心有所承压，产品结构升级略有放缓。分地区看，22 年淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海区/省外分别实现营收 15.81/19.44/10.12/11.44/8.75/7.79/5.19 亿元，同比+24.4%/+23.2%/+18.9%/+31.6%/+15.6%/+28.6%/+16.1%，其中，苏南、盐城地区 22Q2 受疫情影响较为严重，增速略慢于平均水平。在公司主动优化管理、提振整体势能背景下，公司 2022 年完成“营收同比不低于+22%，扣非归母净利润同比不低于+15%”的业绩考核目标。22 年/23Q1 公司毛利率分别为 76.60%/75.40%，同比+1.98/+1.09pct；净利率分别为 31.73%/33.00%，同比+0.07/-0.54pct。在产品结构升级下，公司毛/净利率稳定提升，公司盈利能力稳定向好。中长期看，公司省内“产品结构升级+市占率提升”的逻辑有望持续兑现，同时省外扩张仍有增长空间。同时加持股股权激励，公司收入利润增速有望保持。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 2.54/3.21/4.01 元，维持“买入-A”投资评级。风险提示：消费疲软下业绩增长不及预期，产品升级不及预期，行业竞争加剧等。

古井贡酒：公司 2022 年实现营业收入 167.13 亿元，同比增长 25.9%，归属净利润 31.43 亿元，同比增

长 36.78%；23Q1 实现营业收入 65.84 亿元，同比增长 24.8%；归母净利润 15.70 亿元，同比增长 42.87%。分产品看，22 年年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼系列分别实现收入 121.07/18.74/12.63 亿元，同比 +30.1%/+16.5%/+11.4%；分地区看，华北/华中/华南分别实现收入 13.26/143.55/10.11 亿元，同比 +23.8%/+26.9%/+15.2%。22 年省内产品结构升级，省外加速扩张，助力其全年业绩实现高增。22 年公司毛利率为 77.17%，同比+2.07ptc；净利率为 18.81%，同比+1.49ptc。在产品结构升级&23 年春节后主要单品提价助力下，公司毛利率水平稳步提升。同时伴随费用持续优化，其盈利能力预计保持稳步提升态势。23 年从产品结构来看，省内市场古 16 在商务及宴席市场不断突破，省外市场古 8 及以上产品销量稳步提升；同时公司 23Q1 在山东、河南市场实现较高增长，全年来看省内平稳增长&省外实现高增，助力其业绩稳健增长。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 8.00/9.67/11.39 元，给予“买入-A”投资评级。风险提示：行业竞争加剧；省内消费升级不及预期；省外及新品推广不及预期；食品安全问题等。

2.1.4.4 光瓶酒：新国标落地，加速光瓶酒行业升级

近年来光瓶酒的年复合增长率快速回归，市场规模从 2014 年约 400 亿元增长至目前约 1000 亿元（按规模以上企业营收计）。我们预计 2021-2024 年的复合平均增速大致在 15%-20%之间，至 2024 年中国光瓶酒市场规模预计将超过 1500 亿元。2022 年 6 月 1 日，白酒“新国标”正式实施，对白酒原料界定进行了更新。根据“新国标”分类，低线光瓶酒多为调香配制酒，各酒企为顺应新规定，纷纷对光瓶酒进行升级换代，推出纯粮发酵白酒，产品品质与价格同步提升，光瓶酒企业盈利能力有望随之提升。同时从主流光瓶酒产品价位来看，已经出现从 20 元/瓶以下上升至 30 元/瓶消费趋势。展望 23 年，伴随大众消费场景的逐步恢复，我们预计光瓶酒重回消费者视线，同时光瓶酒板块有望持续升级，高线光瓶酒或将成为未来最具潜力的子赛道。

顺鑫农业：公司 2022 年实现营业收入 116.78 亿元，同比减少 21.46%，归母净利润-6.73 亿元，同比减少 758.08%。23Q1 实现营业收入 40.88 亿元，同比增长 4.63%，归母净利润 3.28 亿元，同比增长 214.40%。分产品看，22 年公司高/中/低档酒分别占营业总收入 5.76%/11.61%/52.06%，同比+0.30/+0.38/-6.56pts。22H2 新品金标陈酿逐步推广，在江苏、广东、安徽、新疆等地区表现亮眼，实现销量 1.1 万千升，在其助力下中档酒营收表现相对亮眼。22 年公司猪肉业务（养殖+屠宰）实现收入 27.23 亿元，同比减少 24.40%，生猪价格承压拖累猪肉板块盈利水平。总体而言，白酒和猪肉业务仍然是公司主要的两个业务板块，占比公司全年营业收入分别为 69.44%/23.32%，同比-5.88/+5.52pts。22 年房地产业务实现收入 6.76 亿元，同比减少 21.75%，公司房地产业务持续去化。公司 22 年毛利率为 31.73%，同比+3.83pts。其中 22Q4 毛利率 34.96%，同比+3.32pts。公司 22 年公司资产减值共计 6.42 亿元，主要系北京项目房价下跌所致，致使公司全年净利率承压。从现金

流看，截至 22 年末公司合同负债为 38.65 亿元，环比 22Q3 +22.2 亿元，经营活动逐步向好。23 年公司将持续推进传统陈酿、金标陈酿两大核心单品共同发力，实现“新工艺白酒”与“纯粮固态白酒”的双轮驱动。公司白酒主业营收增长有望触底回升，长期聚焦主业，期待下一步结构升级与市场精耕取得新成效，业绩有望持续实现稳步增长。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.86/1.27/1.64 元，维持“增持-A”投资评级。风险提示：消费恢复不及预期；行业竞争加剧；公司改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期；食品安全问题等。

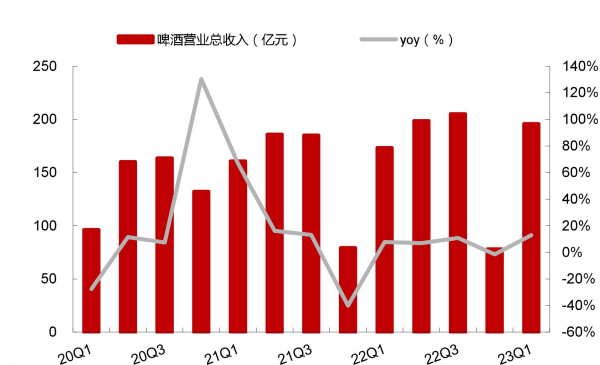
2.2 啤酒：22 年疫情下销量增速放缓，高端化进程持续

2.2.1 收入端：22 年疫情下，销量增速放缓

2022 上半年啤酒行业现饮渠道受到管控，非现饮渠道人流量减少，渠道库存承压，动销有所放缓。6 月后伴随华东等地疫情解封，需求端持续回暖，啤酒迎来疫后的回补性消费，且 2021 年 6-9 月旺季基数较低，同时去年夏季多地气温较高，进一步推动啤酒终端需求。综合影响之下，22 年啤酒行业整体销量略有承压。在吨价同比提升助力下，22 年上市啤酒企业实现总营收 654.98 亿元，同比增长 7.25%，实现归母净利润 58.69 亿，同比增长 12.95%。

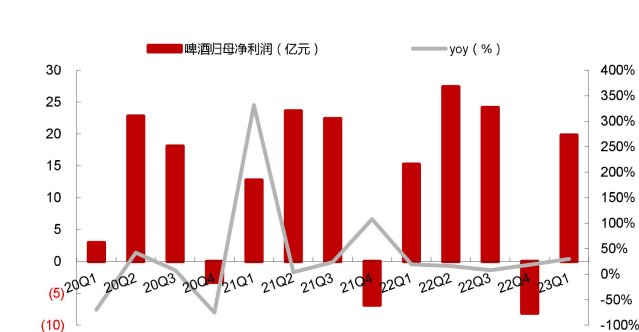
23Q1 伴随多地封控解除，餐饮等消费场景阶段性修复，助力啤酒行业在去年低基数背景下销量实现高增。23Q1 上市啤酒企业分别实现营收/归母净利润 195.74/19.81 亿元，同比+12.98%/+29.82%。

图 15：啤酒板块收入及增速（2020Q1-2023Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 16：啤酒板块归母净利润及增速（2020Q1-2023Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

从 23Q1 销量数据来看，青岛啤酒实现双位数增长；重庆啤酒受渠道梳理影响，销量同比微增；燕京啤酒在大单品 U8 放量下实现高增。从吨价水平来看，龙头公司整体提升较多，主要是受提价动作和产品结构升级的带动，青岛啤酒、珠江啤酒同比均在 5% 左右。

表 3：啤酒板块业绩概览（亿元）

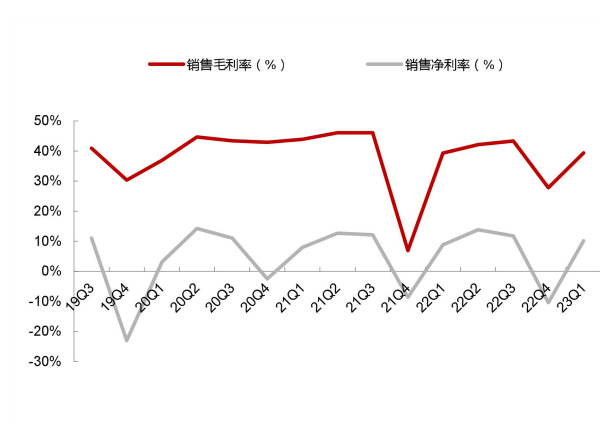
		收入				利润			
		22FY	yoy (%)	23Q1	yoy (%)	22FY	yoy (%)	23Q1	yoy (%)
000729.SZ	燕京啤酒	132.02	10.38%	35.26	13.74%	3.52	54.51%	0.65	7373.28%
000752.SZ	*ST西发	2.77	-29.50%	0.90	-19.16%	-0.66	358.96%	-0.07	-15.27%
000929.SZ	兰州黄河	2.66	-13.63%	0.74	1.42%	-0.29	-253.00%	-0.03	-9.19%
002461.SZ	珠江啤酒	49.28	8.60%	10.35	18.75%	5.98	-2.11%	0.87	22.15%
600132.SH	重庆啤酒	140.39	7.01%	40.06	4.52%	12.64	8.35%	3.87	13.63%
600573.SH	惠泉啤酒	6.13	5.39%	1.37	7.04%	0.40	28.41%	0.01	-152.38%
600600.SH	青岛啤酒	321.72	6.65%	107.06	16.27%	37.11	17.59%	14.51	28.86%
000869.SZ	张裕A	39.19	-0.86%	11.31	-2.96%	4.29	-14.28%	2.77	-4.75%
002568.SZ	百润股份	25.93	-0.04%	7.60	41.11%	5.21	-21.74%	1.88	104.73%

资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2.2 利润端：疫情&提价影响下，高端化略有放缓，趋势依旧

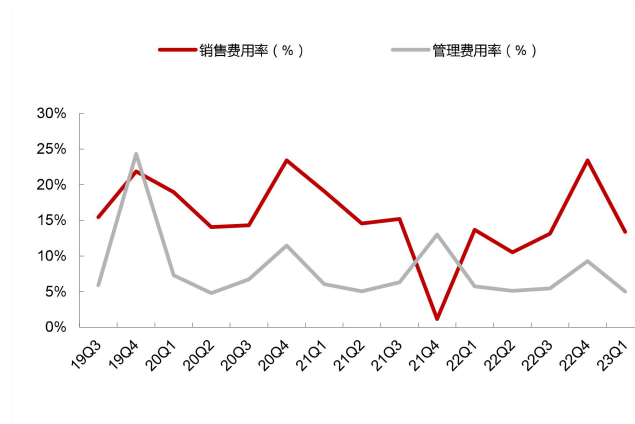
啤酒板块 22 年毛/净利率分别为 40.04%/8.96%，同比-0.41/+0.45pcts，毛利率同比减少主要受 22 年原材料成本压力上升所致。22 年多地疫情反复，疫情下夜场、高端餐饮等渠道封闭，产品结构升级节奏有所放缓。同时 22 年行业整体销售费用率有所下降，销售/管理费用率分别为 13.70%/5.87%，同比-0.49/-0.85pcts。

图 17：啤酒板块毛/净利率变动情况（2020Q1-2023Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

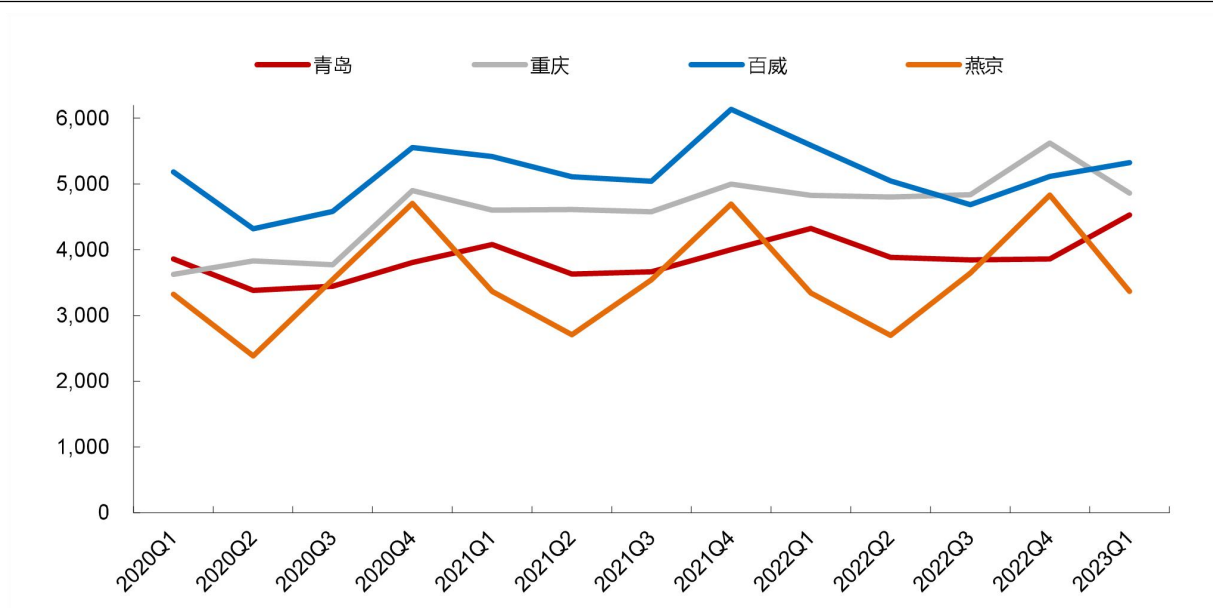
图 18：啤酒板块费用率变动情况（2020Q1-2023Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

板块 23Q1 毛/净利率分别为 39.38%/10.12%，同比+0.09/+1.31pcts，一季度部分原材料成本上升压力虽有所趋缓，但整体仍处于高位，毛利率略有提升，但在各酒企控费增效背景下，净利率水平稳定提升。总体来看各啤酒企业吨价提升趋势不变，长期看行业仍处于升级过程中。

图 19：各上市啤酒企业吨酒价格（元/吨）（2020Q1-2023Q1）



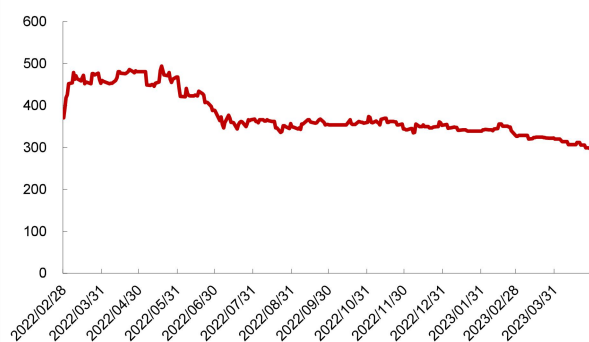
资料来源：公司公告，山西证券研究所（备注：燕京啤酒 21Q3-Q4/22Q3-Q4 根据 21H2/22H2 数据估算）

2.2.3 分公司：高端化进程持续，成本端压力趋缓

2020 年年初疫情爆发，现在复盘来看，疫情并未改变啤酒行业高端化的整体走势。23 年伴随即饮渠道逐步恢复，啤酒产品结构将回归正常的升级状态，叠加前期提价落地，均价环比有望持续提升。

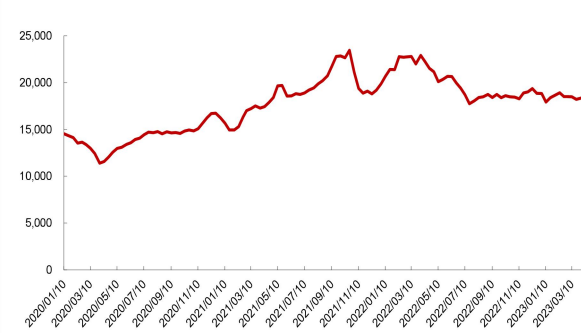
同时包材成本价格压力有所缓解。其中易拉罐主要原材料铝价环比下滑明显，23Q1 铝价压力趋缓；纸箱价格环比也出现回落。大麦价格虽在高位运行，但环比压力有所趋缓。综合之下，啤酒行业 2023 年盈利能力有望稳定向好，释放利润空闲。

图 20：大麦价格走势跟踪（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 21：铝锭价格走势跟踪（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

青岛啤酒：公司 2022 年实现营业收入 321.72 亿元，同比增长 6.65%；归母净利润 37.11 亿元，同比增长 17.59%；扣非归母净利润 32.09 亿元，同比增长 45.43%。从销量来看，2022 年公司实现啤酒销量 807 万千升，同比+1.79%；分品牌看，青岛主品牌销量实现 444 万千升，同比+2.54%，占比达 55.0%；其他品牌销量同比+0.89%。从吨价看，22 年公司啤酒平均吨价为 3986 元/吨，同比+4.77%，其中青岛品牌/其他品牌吨价分别+5.51%/+3.17%。分地区看，22 年公司在强势区域山东和华北地区实现收入 213.67/78.63 亿元，同比+8.20%/+8.07%；境外地区受疫情影响相对较小，实现收入 7.21 亿元，同比+11.97%。总体而言，疫情下公司结构升级节奏虽略有放缓，在量价平稳增长下助力公司 22 年全年营收增长。公司 2022 年毛利率/净利率为 36.85%/11.53%，同比+0.13/+1.07pct，尽管 2022 年成本端承压，公司通过部分原材料价格锁价及产品提价，助力毛利率稳定向好。未来成本逐步进入下降通道，同时 23 年疫后时代，伴随消费逐步复苏以及高端产品占比的持续提升，预计公司盈利能力将保持良好增长。中长期看，公司继续进行产品结升级，同时不断完善终端布局。未来将继续凭借优质渠道，不断扩大中高端市场份额，助力其收入稳定增长。预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 3.19/3.65/4.18 元，维持“买入-A”投资评级。风险提示：产品升级不及预期，行业竞争加剧，疫情反复，原材料价格上涨超预期等。

重庆啤酒：公司 2022 年实现营业总收入 140.39 亿元，同比+7.01%；归母净利润 12.64 亿元，同比+8.35%。23Q1 实现营业收入 40.06 亿元，同比增长 4.52%；实现归母净利润 3.87 亿元，同比增长 13.63%。总销量方面，2022 年公司实现啤酒销量 285.66 万千升，同比+2.41%；其中 22Q4 实现啤酒销量 33.01 万千升，同比-11.41%。22Q4 受各区域疫情扰动及封控影响，消费场景缺失，致销量端承压增速放缓。分产品来看，2022 年高档/主流/经济产品分别实现收入 49.47/70.44/17.05 亿元，同比+5.67%/+7.56%/+6.25%。吨价方面，2022 年公司啤酒吨价为 4915 元/吨，同比+4.49%。全年整体来看，高端化进程持续。22 年公司毛利率为 50.48%，同比-0.46pct，归母净利率水平为 9.00%，同比+0.11pct。22 年全年公司成本端受原材料价格高位持续承压，毛利率略有下降。23 年预计大麦价格压力仍在，但纸箱价格及运费方面压力有所趋缓，同时伴随公司渠道梳理逐步完善，乌苏及 1664 销量回升，产品结构升级逐步恢复，公司盈利能力有望逐步向好。22 年公司坚定推进扬帆 27 计划，新增大城市 15 个，其渠道执行力及深耕程度均有望逐步加强。我们认为目前乌苏啤酒产品矩阵趋于完善，23 年在渠道改革优化助力之下乌苏仍有较大增长空间，同时在高端产品带动及各品牌内部不断升级双重驱动下，重庆啤酒高端化有望稳步推进。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 3.10/3.79/4.47 元，维持“买入-B”投资评级。风险提示：产品升级不及预期，行业竞争加剧，原材料价格上涨超预期等。

燕京啤酒：公司 2022 年实现营业收入 132.02 亿元，同比增长 10.38%；归母净利润 3.52 亿元，同比增长 54.51%。23Q1 实现营业收入 35.26 亿元，同比增长 13.74%；归母净利润 0.65 亿元，同比+7373.28%。销量方面，23Q1 公司实现销量 96.31 万千升，同比+12.8%，消费场景复苏后，公司销量提升显著，主要系 U8

放量带动销量双位数增长。吨价方面，23Q1 同比+0.83%至 3661 元/千升，实现量价齐升。公司 23Q1 毛利率为 36.78%，同比+2.24pct；归母净利率 1.83%，同比+1.80 pct，盈利能力改善显著。23 年公司将继续通过提高生产效率、优化人员、产品结构升级等手段减亏，预计公司净利率进一步提升。2023 年是公司新管理层上任后第一个完整年度，我们认为在啤酒行业疫后复苏背景下，公司有望以高端大单品 U8 为抓手，持续提升产品结构，同时在管理端不断改革优化，推动公司逐步向高质量发展迈进。风险提示：宏观经济增速不及预期；新品推广不及预期；食品安全事件等。

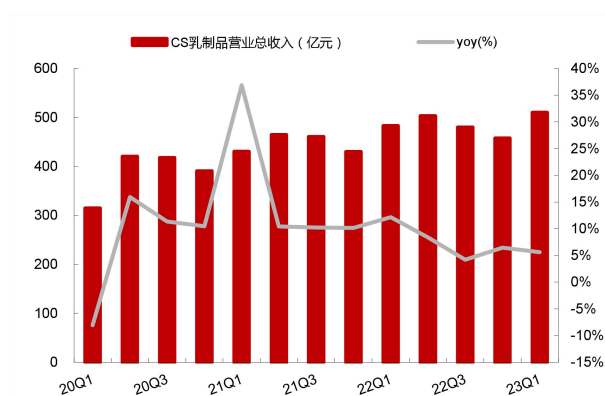
3. 食品板块：

3.1 乳制品：22 年收入端承压，期待 23 年盈利边际向好

3.1.1 收入端：疫情下需求复苏缓慢，区域乳企表现较优

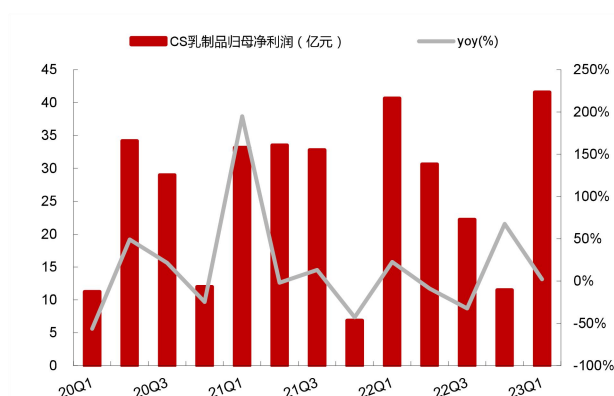
22 年乳制品板块分别实现收入 1923.77 亿元，同比+7.75%。2022 年多地疫情反复，从需求看，作为需求相对刚性的品种，基础白奶表现稳健；同时消费场景的缺失对常温乳饮料等其他液奶的需求造成压制；从供给端来看，封控区域终端暂停营业，销售有所承压。综合之下，22 年大部分乳企收入端有所承压。

图 22：乳制品板块收入及增速（2020Q1-2023Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 23：乳制品板块归母净利润及增速（2020Q1-2023Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

23Q1 乳制品板块实现收入 509.96 亿元，同比+5.60%。23Q1 春节在返乡潮带动下，作为区县市场礼赠首选的常温奶产品，动销超预期。但春节后整体需求处于弱复苏态势，叠加去年同期高基数背景，行业整体有所承压，其中龙头企业着眼全年，更为关注渠道良性发展，一季度实现平稳过渡；而区域乳企受景气新品类带动表现更优。

表 4：乳制品板块业绩概览（亿元）

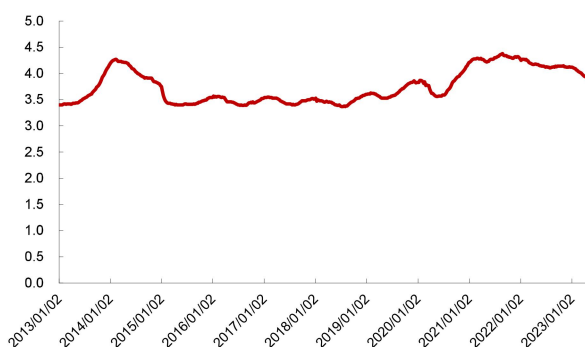
		收入				利润			
		22FY	yoy (%)	23Q1	yoy (%)	22FY	yoy (%)	23Q1	yoy (%)
001318.SZ	阳光乳业	5.70	-9.68%	1.16	-2.84%	1.11	-18.29%	0.22	-10.65%
002329.SZ	皇氏集团	28.91	12.54%	8.69	53.83%	0.12	-102.55%	0.05	-93.62%
002570.SZ	贝因美	26.55	4.53%	7.17	3.04%	-1.76	-340.06%	0.12	-39.13%
002719.SZ	麦趣尔	9.89	-13.71%	1.75	-49.40%	-3.51	-2002.79%	-0.08	-310.17%
002732.SZ	燕塘乳业	18.75	-5.52%	4.29	10.89%	0.99	-37.01%	0.28	41.81%
002910.SZ	庄园牧场	10.50	2.78%	2.50	2.59%	0.61	13.85%	0.06	-44.10%
300898.SZ	熊猫乳品	8.92	4.05%	2.15	11.30%	0.53	-30.95%	0.19	62.94%
002946.SZ	新乳业	100.06	11.59%	25.21	8.84%	3.62	15.77%	0.61	40.56%
600419.SH	天润乳业	24.10	14.25%	6.31	16.26%	1.97	31.33%	0.55	55.58%
600429.SH	三元股份	80.03	3.52%	21.68	0.55%	0.37	-85.11%	0.42	0.38%
600597.SH	光明乳业	282.15	-3.39%	70.71	-2.42%	3.61	-39.11%	1.87	13.05%
600882.SH	妙可蓝多	48.30	7.84%	10.23	-20.47%	1.35	-12.32%	0.24	-67.08%
600887.SH	伊利股份	1,231.71	11.37%	334.41	7.71%	94.31	8.34%	36.15	2.73%
605179.SH	一鸣食品	24.33	5.02%	5.78	3.98%	-1.29	-737.89%	0.05	-111.46%
605337.SH	李子园	14.04	-4.50%	3.45	1.11%	2.21	-15.80%	0.59	44.97%
605388.SH	均瑶健康	9.86	7.94%	4.45	79.73%	0.77	-47.87%	0.24	30.88%

资料来源：Wind，山西证券研究所

3.1.2 利润端：成本压力趋缓，广告投放及促销加大盈利承压

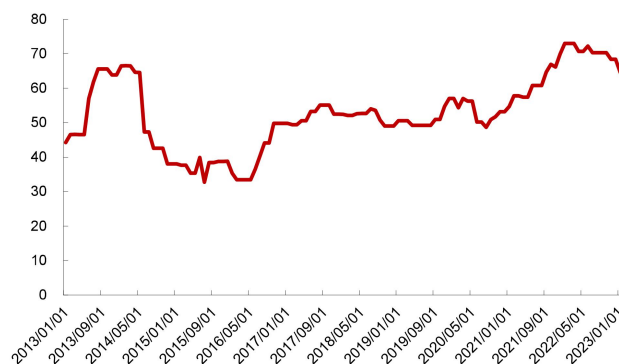
22 年/23Q1 乳制品板块分别实现归母净利润 105.00/41.57 亿元，同比-1.25%/+2.24%。成本端，22 年及 23Q1 原奶价格同比略有下降，整体保持稳定；费用端，在收入增速下降背景下规模效应收缩，同时广告费用按照预期收入投放，加之买赠促销加大，销售费用率同比提升，整体乳制品板块盈利端承压。

图 24：中国主产区生鲜乳价格走势（元/公斤）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 25：恒天然原奶价格走势跟踪（新西兰元/100 千克）



资料来源：Wind，山西证券研究所

展望 23 年二季度及以后，原奶价格预计整体平稳或略有下降，企业原材料成本压力有所减轻；加之乳企费用投放在总体理性前提下，保持正常节奏，盈利能力有望环比向好。中长期看，在企业高端产品放量&产品结构优化背景下，仍有望带动企业盈利能力的同比提升。

伊利股份：2022 年公司实现营业总收入 1231.71 亿元，同比增长 11.37%；归母净利润 94.31 亿元，同比增长 8.34%。23Q1 公司实现营业总收入 334.41 亿元，同比增长 7.71%；归母净利润 36.15 亿元，同比增长 2.73%。具体收入端来看，22 年/22Q4 公司液体乳分别实现营收 849.26/208.24 亿元，同比+0.02/+3.1%，奶粉及奶制品营收 262.60/75.32 亿元，同比+62.0/+65.9%，冷饮产品营收 95.67/3.67 亿元，同比+33.6/+72.1%。22 年全年液体乳、奶粉及奶制品、冷饮收入占比分别为 69.2%/21.4%/7.8%，同比-7.9/+6.7/+1.3pcts。22 年前三季度在疫情反复、物流受阻等影响下，液奶业绩短期承压；22Q4 疫情管控优化后，经销商信心有所恢复，液态奶需求逐步复苏，Q4 整体实现正增长。奶粉业务由于内生及并表澳优因素，增速高于整体，助力公司全年业绩增长。公司 22 年毛利率为 32.52%，同比+1.61pcts；净利率为 7.66%，同比-0.21pcts，主因澳优并表影响，剔除并表后内生净利率同比有所提升。展望 23 年原奶价格趋缓，公司产品结构持续提升及优化，公司毛/净利率将逐季改善。中长期看，国内乳业液奶在下沉城市仍有增长空间，同时品类方面，原有产品的结构升级以及奶酪等市场渗透率仍有待提高，增长空间仍在。公司作为行业龙头，未来公司的业绩增速稳健且可期。目前的市场估值水平已回落至估值中枢之下，其中长期配置价值凸显。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.72/2.04/2.35 元，维持“买入-A”投资评级。风险提示：食品安全问题；行业竞争加剧风险；成本超预期上升；行业需求超预期下滑；海外业务进展不及预期。

3.2 调味品：需求/成本双承压延续，密切跟踪业绩拐点

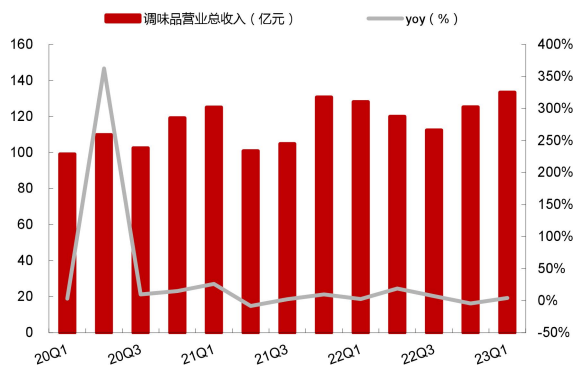
3.2.1 收入端：消费疲软背景下，企业业绩分化

整体来看，22 年/23Q1 调味品板块分别实现收入 485.80/133.37 亿元，同比+5.28%/+4.09%；实现归母净利润 77.65/26.66 亿元，同比-14.98%/+4.62%。2022 年全年调味品板块整体需求、成本双承压持续，期间多个地区疫情反复，餐饮端需求延续疲软态势，调味品整体行业销量存在缺口。其中 C 端受益宅家囤货消费，表现好于 B 端，同时不同企业及不同品类间亦有分化。一方面受舆情影响海天味业业绩显著承压，另一方面抓住风口、提高行业市占率的千禾味业从 22Q4 以来保持增长态势，同时在新品助力及渗透率提升驱动下天味食品等复调企业业绩实现高增长。

23Q1 餐饮端需求逐步改善，主动进行渠道拓展及产品品类丰富的企业，营收表现较好。总体而言去年四季度以来仍是调味品板块基本面的相对低点，疫后伴随需求逐步企稳，受益于低基数，调味品板块有望

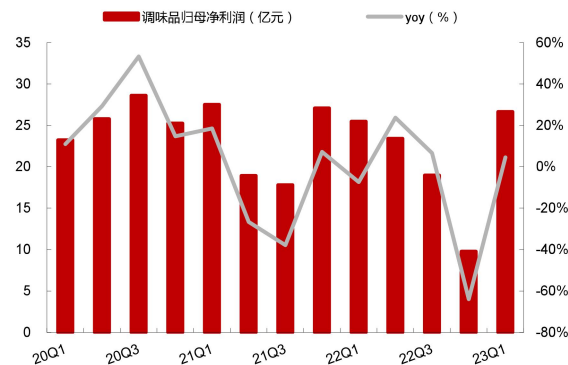
轻装上阵。

图 26：调味品板块收入及增速（2020Q1-2023Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 27：调味品板块归母净利润及增速（2020Q1-2023Q1）

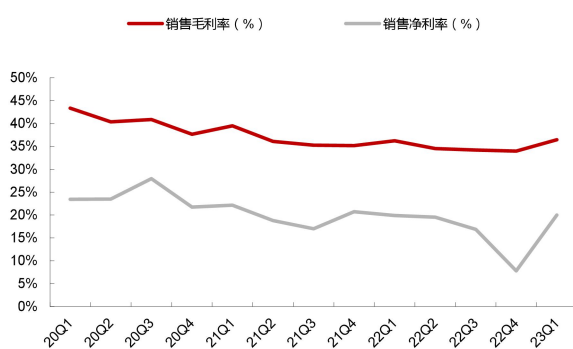


资料来源：Wind，山西证券研究所

3.2.2 利润端：原材料成本压力下，盈利能力仍承压

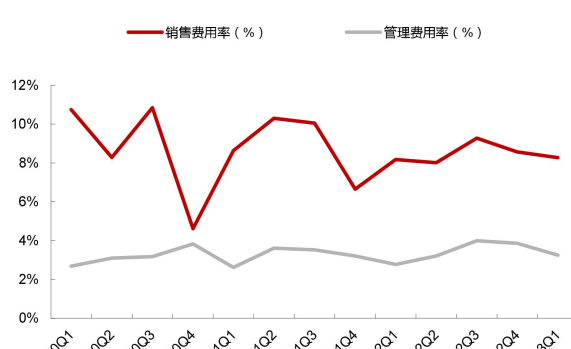
毛利率方面，22 年/23Q1 调味品板块毛利率 34.75%/36.45%，同比-1.81/+0.25pcts。22Q3 起主要包材铝、瓦楞纸及玻璃价格同比有所下降，主要原材料大豆、白糖等价格 22 年仍维持高位，成本压力下各企业盈利能力仍承压，23Q1 边际有所缓解。销售费用方面，22 年/23Q1 调味品板块整体销售费用率 8.49%/8.28%，同比-0.27/+0.10pcts，22 年销售费用率同比有所下降，23Q1 略有上升。总体而言，在成本压力下各企业积极控费增效，尽量保证净利率水平稳定，23Q1 同比略有提升至 19.99%。

图 28：调味品板块毛/净利率变动情况（2020Q1-2023Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 29：调味品板块费用率变动情况（2020Q1-2023Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

短期看，疫情下需求疲软导致行业复苏的时点有所延迟，同时部分企业 23Q1 积极去库存，其库存水平逐步趋于良性；对于成本端，随着大豆和 PET 价格下行，其压力有望得到边际缓解。调味品各企业一方面

通过内部挖潜、降本增效应对成本压力；另一方面积极在产品、营销等方面主动求变应对市场变化。建议密切关注调味品企业经营边际改善机会，业绩有望逐季修复。

图 30：大豆价格走势跟踪（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 31：PET 价格走势跟踪（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 5：调味品板块业绩概览（亿元）

		收入				利润			
		22FY	yoy (%)	23Q1	yoy (%)	22FY	yoy (%)	23Q1	yoy (%)
000576.SZ	甘化科工	4.45	-17.46%	0.85	-5.88%	1.19	274.81%	0.21	-14.94%
002495.SZ	佳隆股份	2.08	-25.80%	0.68	23.85%	-0.55	-305.01%	-0.02	-29.00%
002507.SZ	涪陵榨菜	25.48	1.18%	7.60	10.41%	8.99	21.14%	2.61	22.02%
002650.SZ	加加食品	16.86	-3.91%	4.35	-15.61%	-0.80	-0.66%	0.13	1239.54%
300908.SZ	仲景食品	8.82	9.35%	2.23	12.26%	1.26	6.27%	0.39	132.55%
600186.SH	莲花健康	16.91	-6.83%	4.56	9.18%	0.46	4.06%	0.21	43.23%
600305.SH	恒顺醋业	21.39	12.98%	6.13	7.15%	1.38	16.04%	0.73	-5.66%
600872.SH	中炬高新	53.41	4.41%	13.67	1.46%	-5.92	-179.82%	1.50	-5.53%
603027.SH	千禾味业	24.36	26.55%	8.19	69.81%	3.44	55.35%	1.45	162.94%
603170.SH	宝立食品	20.37	29.10%	5.39	27.20%	2.15	16.15%	0.76	82.36%
603288.SH	海天味业	256.10	2.42%	69.81	-3.17%	61.98	-7.09%	17.16	-6.20%
603317.SH	天味食品	26.91	32.84%	7.66	21.79%	3.42	85.11%	1.28	27.74%
603696.SH	安记食品	5.57	1.50%	1.45	33.33%	0.14	-69.51%	0.13	357.32%
603755.SH	日辰股份	3.09	-8.84%	0.80	7.21%	0.51	-37.19%	0.11	-21.54%

资料来源：Wind，山西证券研究所

海天味业：公司 2022 实现营业收入 256.10 亿元，同比增长 2.42%；实现归属净利润 61.98 亿元，同比减少 7.09%。23Q1 公司实现营业收入 69.81 亿元，同比减少 3.17%；实现归母净利润 17.16 亿元，同比减少 6.20%。分品类看，酱油/调味酱/蚝油/其他调味品 22 年同比分别-2.3%/-3.1%/-2.5%/+32.6%，22Q4 同比分别-13.7%/-7.9%/-10.0%/+36.0%，去年公司通过加大 C 端投入，发力食醋、料酒等潜力品类助力营收微增。分

区域看，22 年东部/南部/中部/北部/西部地区营收同比分别-2.6%/+2.9%/-0.7%/+2.8%/+2.1%。23Q1 需求弱复苏，公司更为注重渠道良性发展，短期收入端有所承压。22 年公司毛利率为 35.68%，同比-2.98ptc，净利率为 24.20%，同比-2.48ptc。22 年毛利率方面由于原材料成本上行，持续承压。一季度毛利率方面，PET 价格延续回落，但白砂糖价格上涨超预期，综合之下成本压力犹在，但略有减轻。建议积极跟踪其后续成本变动及拐点出现后的业绩弹性。费用投入方面，预计公司还将通过内部挖潜、新品扩张等手段一定程度上对冲成本上行及同业竞争压力，助力其盈利能力逐步改善。23 年伴随疫后外出就餐频次增加，餐饮产业需求持续释放，公司是调味品 B 端龙头，有望率先受益。叠加前期公司积极拓展新兴渠道并初见成效，经营情况将逐步向好。预计 2023-2025 年分别为 EPS 1.47/1.70/1.95 元，维持“增持-A”投资评级。风险提示：消费复苏不及预期；行业竞争加剧；原材料成本快速上升；新品推广不及预期；食品安全问题等。

千禾味业：公司 2022 年实现营业收入 24.4 亿元，同比增长 26.6%，实现归母净利润 3.4 亿元，同比增长 55.4%。收入端来看，22 年受食品添加剂事件影响，调味品行业的健康消费概念突出，公司显著受益。一是公司加快渠道铺设及终端陈列投入；二是消费量改善明显，市场占有率提升；三是 23 年春节提前备货，助力公司 22Q4 零添加系列表现亮眼。22 年公司毛利率同比-3.8pcts，净利率为 14.1%，同比+2.6 pcts。由于 22Q4 广告费用投放相较于 21 年同期节省，助力其利润端同步实现高增。伴随公司新一轮股权激励落地以及产能投放持续，长期来看，在消费健康化趋势之下，公司零添加品类有望持续强化，同时在渠道扩张&品类结构不断丰富之下，公司业绩向好趋势依旧。预计公司 2023-2025 年 EPS 0.47/0.59/0.73 元，维持“增持-A”投资评级。风险提示：局部地区疫情反复；行业竞争加剧；原材料成本快速上升；食品安全问题等。

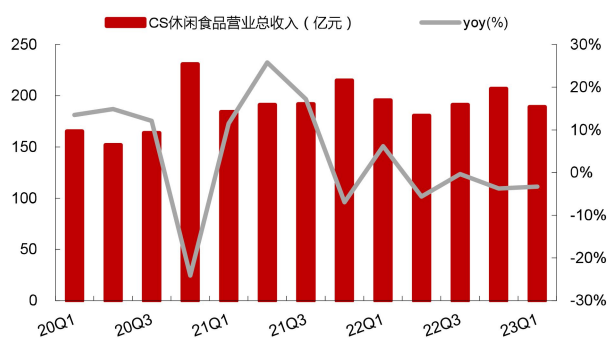
天味食品：公司 2022 年实现营业收入 26.91 亿元，同比增长 32.8%；归母净利润 3.42 亿元，同比增长 85.1%。分品类来看，2022 年火锅底料/中式菜品调料/香肠腊肉调料/鸡精/香辣酱分别实现营收 11.98/11.81/2.01/0.41/0.46 亿元，同比+36.9%/+39.1%/-5.1%/+15.6%/+29.7%。其中 22Q4 火锅底料/中式菜品调料分别实现营收 4.00/2.93 亿元，同比+38.8%/+89.5%。分渠道来看，22 年公司经销商/定制餐调/电商渠道分别实现营收 21.66/2.41/2.04 亿元，同比+38.3%/-4.9%/+30.0%，疫情下餐饮场景部分缺失，定制餐调渠道相对承压。公司 22 年毛利率为 34.2%，同比+2.0pct，在原材料成本压力下，产品提价及促销改善助力公司毛利率有所提升。净利率为 12.7%，同比+3.6pct。经过 21 年的行业激励竞争，公司在市场费用投放上将更为精简，盈利能力仍处于改善通道。展望 23 年，公司产品&渠道仍将不断完善，包括持续推进大单品战略，丰富地方风味调味料品类；大力发展小 B 端业务，定制餐调聚焦大 B 端业务等。同时公司也在积极布局团餐及预制菜业务，发展第二增长曲线。综合之下，公司 23 年景气有望延续，年度目标有望顺利达成。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.56/0.69/0.84 元，维持“买入-B”评级。风险提示：行业竞争加剧；新冠疫情反复及原材料成本上升；股本变动尚需股东大会批准等。

恒顺醋业：公司 2022 年实现营业收入 21.39 亿元，同比增长 12.98%；归母净利润为 1.38 亿元，同比增长 16.04%。23Q1 实现营业收入 6.13 亿元，同比增长 7.15%；归母净利润为 0.73 亿元，同比下降 5.66%。分产品看，2023Q1 醋/料酒/酱分别实现营收 3.83/1.11/0.65 亿元，同比+8.04%/+4.35%/-2.43%，醋系列增速较快，主要是做深醋改革效果显现；分区域看，23Q1 东/华南/华中/西部/华北实现营业收入分别为 3.00/1.05/1.01/0.53/0.42 亿元，同比+6.71%/+14.87%/+4.19%/+2.43%/+12.13%。分渠道看，线上和线下营收增速分别为 21.52%/6.09%，线上渠道 O2O 持续发力。公司 23Q1 毛利率为 35.08%，同比-2.82pct，展望后半年，随着公司零添加系列收入比重提升，复调自产致 OEM 比例下降，成本边际改善，预计盈利能力逐渐提高。2023 年我们认为公司随着新产品拓展，产能释放、激励落地三重作用下，业绩目标有望实现。预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.19/0.25/0.34 元，维持“增持-A”投资评级。风险提示：行业需求低于预期，原材料价格波动风险，食品安全风险等。

3.3 休闲食品：板块业绩承压，零食专营渠道表现亮眼

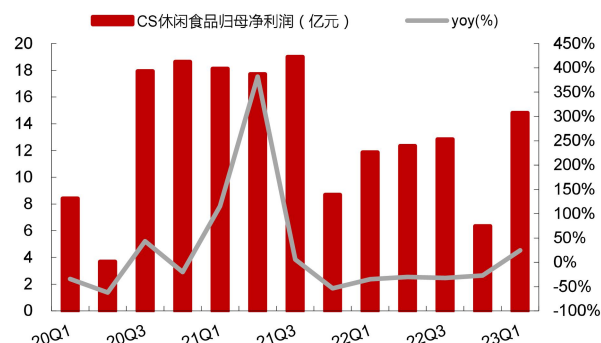
整体来看，22 年/23Q1 休闲食品板块分别实现收入 774.20/189.18 亿元，同比-1.01%/-3.30%；分别实现归母净利润 43.37/14.81 亿元，同比-31.72%/+24.87%。休闲食品行业 2022 年在疫情反复扰动影响下，需求及商超客流影响，板块整体经营承压。此外大豆、禽类、豆油、棕榈油等成本端压力仍在，甚至部分原材料价格高位继续上行，板块全年业绩同比表现欠佳。

图 32：休闲食品板块收入及增速（2020Q1-2023Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 33：休闲食品板块归母净利润及增速（2020Q1-2023Q1）



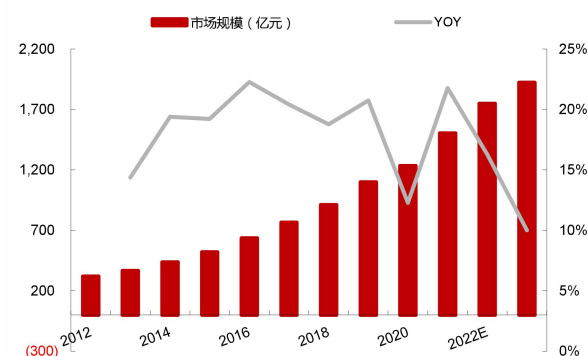
资料来源：Wind，山西证券研究所

3.3.1 休闲卤制品子板块：需求&成本双承压，期待业绩改善

其中关于休闲卤制品子板块，22Q3 环比略有改善，但疫情封控影响出行及人流，从而影响卤制品同店，整体 22 年业绩承压。22Q3 初期环比 Q2 疫情影响削弱，行业单店恢复情况较好，但 9 月伴随全国疫情加重，

单店压力再次提升。2023 年伴随出行及人流逐步回暖，同店表现有望回升，同时补贴减少。成本端，22 年及 23Q1 鸭副价格处于上涨阶段，企业毛利率持续承压。

图 34：疫情期间休闲卤制品市场规模增长（2012-2023E）



资料来源：中商产业研究院，山西证券研究所

图 35：毛鸭价格跟踪（201108-202304）



资料来源：Wind，山西证券研究所

展望 23 年全年，疫后时代需求逐步回暖，加之 22Q2 后去年同期低基数背景下，期待休闲卤制品子板块迎来较高业绩增速。

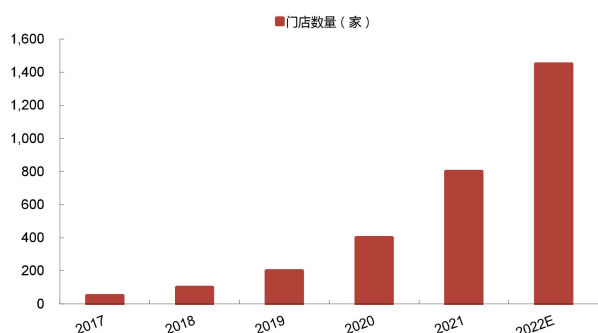
绝味食品：公司 2022 年实现营业收入 66.23 亿元，同比增长 1.13%；归母净利润 2.33 亿元，同比减少 76.29%。23Q1 实现营业收入 18.24 亿元，同比增长 8.04%；归母净利润 1.37 亿元，同比增长 54.37%。截至 22 年末，公司大陆地区门店总数 15076 家，净增 1362 家，同比+9.93%。分品类看，22 年鲜货类收入同比-3.03%，销量/单价同比-7%/+4.27%，单店销量同比-15.4%。包装类收入同比+56.26%，表现亮眼。全年公司实现毛利率 25.57%，同比-6.11pct；23Q1 毛利率同比-6.01pct 至 24.3%，主要受鸭副原材料价格上行影响。我们预计今年一季度新开店数量超去年同期。从单店的角度看，一季度单店同比去年接近持平，预计随着经济的复苏，公司单店呈现逐季改善的趋势。展望 2023 年，公司提出“保持定力，韧性成长”的经营方针，公司发展思路清晰，在深耕鸭脖主业的同时，积极构建美食生态第二增长曲线，我们认为公司经营底部已现，在低基数背景下，消费的复苏有望为公司收入端提供弹性。预计公司 2023-2024 年分别 EPS 1.84/2.21 元，维持“增持-A”投资评级。风险提示：行业竞争加剧；渠道拓展不及预期；原材料等成本快速上升；食品安全问题等。

3.3.2 休闲零食子板块：需求分层背景下，渠道扩张企业实现高增

22 年疫情期间休闲零食需求呈分层态势，一方面，会员类商超、品牌专营店拥抱新中产，另一方面，主打性价比的零食贩卖店迎来高增。企业表现相应分化，渠道型零食企业普遍承压，制造型企业在拓展渠

道及改革逻辑下更加稳健。例如积极拥抱新兴渠道的甘源食品 22 年/23Q1 实现营业收入 14.51/3.91 亿元，实现归母净利润 1.58/0.55 亿元，实现业绩高增。

图 36：零食很忙近 5 年门店数量不断增长（家）



资料来源：Foodtalks，山西证券研究所

图 37：零食很忙门店展示



资料来源：零食很忙官网，山西证券研究所

23 年伴随零食贩卖店渠道进一步下沉，其营收规模仍有望保持良好增长。其中率先在该渠道布局的休闲食品品牌有望在渠道下沉放量期间，不断提升市占率从中受益，比如甘源食品、盐津铺子。行业利润端，在油脂及包材等成本下行背景下，预计整体成本稳中有降，盈利有望持续修复。

甘源食品：公司 2022 年实现营业收入 14.51 亿元，同比增长 12.11%；归母净利润 1.58 亿元，同比增长 3.03%。23Q1 实现营业收入 3.91 亿元，同比增长 22.15%；归母净利润 0.55 亿元，同比增长 145.02%。分产品来看，22 年综合果仁及豆果/青豌豆/瓜子仁/蚕豆/其他系列产品营业收入分别为 3.82/3.69/2.31/2.09/2.53 亿元，同比+29.27%/+11.19%/-1.32%/+0.28%/+14.76%，综合果仁及豆果的快速增长主要系芥末味夏威夷果等口味型坚果的增长所致。2022 年公司毛利率/净利率分别为 34.26%/10.91%，同比-0.84/-0.96pct。23Q1 毛利率/净利率分别为 36.35%/14.10%，同比+1.5/+7.07pcts，我们估计主要系棕榈油等原材料成本下降和渠道提价逐步到位带动。公司 2022Q4 进行了组织架构调整，对各渠道进行梳理，同时加强新品研发、积极优化供应链，丰富产品矩阵，预计后续电商、零食、会员店等渠道有望持续放量，同时今年原材料成本有较大幅度下降，有望带来较大利润弹性。风险提示：原材料价格大幅上行，新品推出不及预期，食品安全问题等。

4. 投资建议

2022 年餐饮、出行的线下消费场景受疫情反复的扰动，现饮渠道占比过半的啤酒板块、餐饮渠道占比较高的调味品板块，以及主要依托门店经营的连锁卤味板块等面临较大压力。同时 22 年大豆、大麦、白糖、

包材等原材料成本均处于高位运行，各板块企业的盈利能力也有所承压。

今年一季度以来，在封控解除及春节旺季促进下，消费需求阶段性有所恢复。二季度之后伴随消费旺季逐步到来，同时在房地产相关刺激政策不断出台综合作用下，国内经济有望逐步复苏，消费者收入水平及消费信心逐步恢复，预计食品饮料行业将渐入上行周期。

白酒方面，中长期来看，消费升级仍在途中，白酒行业集中度仍有较大的提升空间。短期来看，目前板块情绪已逐步筑底，估值性价比凸显，后续消费旺季、低基数等利好因素显现，板块逐步向好趋势明确。

1) 首选确定性个股，坚守需求韧性及估值优势。优先推荐贵州茅台、五粮液、山西汾酒，重点关注泸州老窖、今世缘及古井贡酒；2) 同时关注自身改革品种顺鑫农业；

大众品方面，22年在疫情扰动&需求整体疲软背景之下，收入端增速承压。同时受到成本超预期上行利润端也继续承压。面对外界较多的扰动因素，目前整体大众食品板块经历前期的回调，逐步步入合理区间。23年伴随消费逐步恢复，期待其释放业绩弹性。基于此，大众品建议重点布局：短期结构升级&成本压力减缓、长期竞争格局优化标的：1) 首选短期产品高端化依旧、成本压力趋缓，同时长期竞争格局优化的啤酒板块，重点推荐青岛啤酒、重庆啤酒、建议关注燕京啤酒；2) 细分龙头在产品及渠道变革下，有望迎来加速改善的标的：建议关注千禾味业、安井食品以及甘源食品等；3) 估值进入中长期合理区间，同时受益行业竞争格局确定性机会的标的，推荐伊利股份等；4) 中长期布局业绩压力见底，逐步释放收入利润弹性的标的：建议关注绝味食品等。

5. 风险提示

宏观经济波动对居民消费的影响。宏观经济疲软降低居民消费欲，存在经济波动下需求低于预期。

食品安全事故。食品安全事故会对整个行业造成重创。

政策变化的风险。政策变化对酒类存在显著影响，三公消费整治期存在行业性疲软。

行业竞争加剧，影响业绩增长。白酒、啤酒、乳制品等行业竞争激烈，行业竞争加剧将增加费用减少利润，影响公司业绩。

产能投放不达预期，部分公司供不应求，存在以销定产的状况，产能投放不达预期将影响业绩增长，会影响到业绩增长。

原材料价格波动风险。原材料价格波动会对生产成本、提价节奏产生一定影响。

国内外疫情控制不达预期。疫情反复，影响出口及消费等。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报

告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话: 010-83496336

