

分化加剧，修复可期

——食品饮料行业2022年报及2023一季报总结

证券分析师

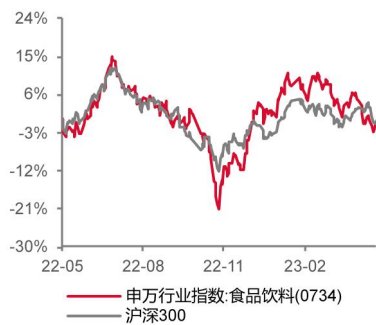
丰毅 S0630522030001
fengyi@longone.com.cn

证券分析师

任晓帆 S0630522070001
rxf@longone.com.cn

联系人

龚理
gongli@longone.com.cn



相关研究

1.食品饮料行业深度报告：2022年三季报总结-道阻且长，行则将至-20221201

2.食品饮料中报总结：不畏浮云遮望眼-预期底部，复苏可期-20220906

投资要点：

- **白酒行业：疫情中彰显经营韧性，2023Q1发挥稳定**
- **行业结构分化，马太效应强。**基于2022年白酒行业高库存、疫情二次冲击、春节后淡季较往年提前，2023Q1行业动销存在一定恢复，但结构分化。结合一季报和糖酒会调研，**场景方面**，春节期间礼赠快速修复，节后宴席恢复较好，商务宴请恢复有限。**价位方面**，两头表现较好，大众价位段酒受益春节返乡人群表现较好，龙头高端酒品牌及地域酒品牌打款、发货、库存、招商健康，次高端、多数酱酒、白牌预计今年全年主题仍为去库存，马太效应明显。
- **规模以上企业：量减价增，利润增厚。**产量仍处下行通道，结构升级推动盈利能力增强。
①**数量和产量**：2022年规上白酒企业数量963家(-2家)，酿酒总产量671万千升(-5.58%)，白酒企业数量下跌企稳，产量自2016年达到历史峰值后连续6年下行，2022年销量因疫情防控加剧需求收缩、供给冲击出现大幅下跌，2023Q1伴随消费修复和春节旺季，动销逐渐好转。
②**收入和利润**：2022年规上白酒企业销售收入6626亿(+9.64%)，利润总额2202亿(+29.36%)，利润增速快于收入增速，受益于结构化升级，盈利能力进一步增强。
- **整体业绩：高端酒及地产龙头表现相对稳健，次高端承压。**营收方面，2022年/2023Q1白酒板块营收3563.45/1315.70亿，分别同比增长+15.12%/+15.50%。**利润方面**，2022年/2023Q1白酒板块归母净利润1305.10/535.54亿，分别同比增长+20.33%/+19.16%。**分公司看**，高端酒及地产龙头表现相对稳健，次高端承压，一季度茅台酒、古井贡酒、山西汾酒超预期，水井坊、酒鬼酒、舍得相对承压。
- **盈利能力：延续结构升级，盈利能力增强。**2022年12家核心企业中除口子窖、今世缘、金徽酒外有9家利润增速高于收入增速，2023Q1 12家核心企业中除酒鬼酒、口子窖、今世缘外有9家利润增速高于收入增速。我们认为，高端酒及大众价位带表现较好，低线光瓶酒占比仍在降低，白酒整体延续结构升级。**白酒板块毛利率持续提升，次高端及以上毛利率因结构优化稳步提升。**2022年白酒板块毛利率为80.25% (+1.31pct)，12家核心企业毛利率实现正增长的有8家。2023Q1毛利率为80.79% (+0.48pct)，12家核心企业毛利率实现正增长的有6家。**分公司看**，泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、今世缘毛利率持续提升且提升较快。结构优化，毛利率稳步提升。
- **现金流：高端回款正常，恢复有限。**2022年白酒板块合同负债为631.60亿(-3.26%)，经营活动现金流净额965.14亿(-30.31%)，贵州茅台、金徽酒回款增速较高。2023Q1白酒板块合同负债为407.31亿(+1.59%)，经营活动现金流净额251.30亿，转负为正。五粮液、舍得酒业、口子窖回款增速较高。
- **啤酒行业：业绩稳健，高端化趋势持续**
- **结构化升级，盈利能力增强。****销量方面**，2022年行业销量平稳略有增长，四季度即饮场景受到疫情干扰显著拉低整体销量水平。2023年即饮场景修复，啤酒销量呈现高增长态势，预计进入夏日消费旺季，销量仍有望维持较高增长水平。**吨价方面**，国内啤酒吨价与高端品牌、海外公司相比仍有较大提价空间，各公司通过经典产品升级、推出高端新品等优化产品结构，吨价持续上涨。
- **整体业绩：增长稳健，弹性充足。**2022年整体业绩增长稳健，疫情扰动致增速放缓，2023Q1强势复苏。A股7家啤酒上市公司2022年实现总营收654.98亿元(+7.25%)、归母净利润

58.69亿元(+12.95%)，相比去年分别放缓3.37pct、15.14pct；2023Q1板块总营收195.74亿元(+12.98%)、归母净利润19.81亿元(+29.82%)，相比2022Q4分别提速14.54pct、11.22pct。展望2023年，消费场景修复叠加消费旺季临近，餐饮、夜场等现饮渠道的打开助推高端产品放量，低基数下啤酒板块业绩具备充足弹性。

- **盈利能力：成本压力望缓解，费率管控持续优化。成本压力致毛利率下行，强化费控能力向内挖潜促归母净利率提升。**①2022年啤酒行业整体毛利率为40.04%，同比下滑0.41pct；整体归母净利率为8.96%，同比增长0.45pct。2022年行业整体销售/管理/研发/财务费率分别为13.70%/5.87%/0.92%/-1.35%，期间费用率同比下降1.70pct，费率管控效果显著；②2023Q1啤酒行业整体毛利率为39.38%，同比改善0.09pct；整体归母净利率为10.12%，同比增长1.31pct。2023Q1行业整体销售/管理/研发/财务费率分别为13.40%/5.00%/0.63%/-0.98%，期间费用率同比下降1.12pct，费率管控持续优化。我们预计在2023年大麦价格上涨有限，且玻璃、铝、瓦楞纸等包材价格回落的背景下，啤酒企业原材料成本压力有望逐渐缓解，高端化红利的释放将助推企业盈利能力改善提升。
- **预加工食品行业：B端修复，大单品放量**
- **B端修复，大单品放量。场景端，2022年B端整体受到疫情冲击影响较大，宴席、社餐需求疲软，团餐发展较好。2023年消费场景放开带动B端持续修复，宴席、社餐对团餐形成增长切换，同时B端对居家餐饮场景进行了一定增长切换。产品端，速冻核心公司依托大单品放量，同时积极培育第二单品，打造新品矩阵。在场景修复的背景下，逐步迎来成熟及放量期，推新逐步成为2023年业绩驱动。此外，面对原材料上涨，各公司通过控费、优化产品结构等方式缓解成本压力，随着原材料成本从高位开始下降，预加工板块企业有望实现利润释放。**
- **整体业绩：预加工板块2022年表现较为良好，B端业务受损。**A股9家预加工食品上市公司2022年实现总营收为315.88亿元，同比增长13.80%，环比下降3.16pct。实现归母净利润25.29亿元，同比增长30.64%，环比提升39.89pct。2023Q1实现总营收82.09亿元，同比增长17.18%，实现归母净利润6.90亿元，同比增长37.79%。2022年受疫情影响，B端大客户下游需求较弱业务受损。
- **盈利能力：2022年原材料上涨导致毛利略降，费用管控效果显著。**①**产品结构优化。**各公司抓住B端和C端用户推出大单品以及持续推出新品。通过淘汰低盈利产品，对结构进行优化升级。②**销售费用投放效率提高。**公司缩减促销费用，营收规模持续提升导致销售费用率下降。未来随着宣传/促销费用投入效率提升，费用投入效率将持续提升。2022年预加工板块毛利率为23.67%(-0.64pct)。期间费用率为13.64%(-2.80pct)，销售费用率为8.99%(-2.18pct)。2023Q1预加工板块毛利率为23.88%(-1.75pct)。期间费用率为13.65%，同比下降2.42pct，销售费用率为9.45%，同比下降1.99pct。
- **零食行业：板块持续承压，部分标的增长强劲**
- **零食板块持续承压，分化加剧。**生产型龙头如盐津铺子、甘源食品、劲仔食品逆势强劲增长。消费渠道变革大背景下，生产型龙头优势明确、替代持续，渠道改革红利持续释放，进一步拉开与渠道型龙头的业绩差距。
- **整体业绩：板块业绩持续承压，营收持续下滑。**2022年，A股10家零食上市公司实现营收392.46亿元(-3.01%)，实现归母净利润19.51亿元(-11.90%)。2023Q1，A股10家零食上市公司实现营收98.20亿元(-12.72%)，实现归母净利润8.66亿元(+24.50%)。①**盐津铺子营收再超预期。**公司围绕六大品类(新增蒟蒻品类)，持续优化渠道结构，经销渠道和新兴渠道占比显著提高。②**劲仔食品深化大包装战略。**2022年公司创造了豆干、手撕肉干、魔芋、鹌鹑蛋4个亿级单品，线上、线下渠道同步发力，大包装产品营收增速超70%。③**甘源食品完善渠道布局，2023年有望放量。**产品上青豌豆增长稳健，新品综合果仁及豆果表现亮眼，山姆渠道、零食专营渠道布局顺利，2023年有望迎来放量。

- **盈利能力：毛利率稳定，盈利能力显著改善。**上游原材料价格变化导致零食板块整体毛利率小幅波动，但整体维稳。2022年，A股10家零食上市公司总体毛利率达29.98% (+0.02pct)，总费率达23.61% (-0.53pct)，归母净利率达4.97% (-0.50pct)。2023Q1，A股10家零食上市公司总体毛利率达30.63% (+0.21pct)，总费率达21.62% (-2.02pct)，归母净利率达8.81%(+2.64pct)。①**盐津铺子**：商超渠道投入和终端推广活动投入的减少使销售费率明显回落，带动盈利能力提升。②**劲仔食品**：成本把控优秀，整体费率回落，公司盈利能力持续优化。③**甘源食品**：原料价格回落叠加低费率渠道占比上升，2023Q1归母净利率显著恢复。
- **投资建议：长期来看**，“坚持实施扩大内需战略”政策驱动需求。**短期来看**，场景修复从餐饮向旅游、购物中心、街边客流传导仍在持续，Q2低基数下，消费市值变化从估值走向业绩，从贝塔走向阿尔法明确。今年我们对消费特征的判断为，第一为分化加剧，如白酒，看好省区龙头、一线名酒加速对小品牌的替代；第二为场景切换带来的“需求挤压”，如宴席、社餐快速恢复，居家餐饮、团餐等表现有所回落或增速放缓；第三为趋势性行业迎来加速期，如零食、益生菌、啤酒等板块。重点关注白酒公司有贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、迎驾贡酒、口子窖等；重点关注的非白酒公司有盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、科拓生物、安井食品、味知香、干味央厨等。
- **风险提示：疫情影响；政策影响；竞争加剧的影响。**

正文目录

1. 白酒：疫情中彰显经营韧性，2023Q1 发挥稳定	7
1.1. 行业：量减价增，利润增厚	7
1.2. 营收情况：高端酒及地产龙头表现相对稳健，次高端承压	8
1.3. 盈利能力：延续结构升级，盈利能力增强	12
1.4. 现金流：高端回款正常，恢复有限	18
2. 啤酒：业绩稳健，高端化趋势持续	22
2.1. 营收情况：增长稳健，弹性充足	23
2.2. 盈利能力：成本压力望缓解，费率管控持续优化	26
2.3. 现金流：经营现金流稳健，总体改善	28
3. 预加工食品：B 端修复，大单品放量	30
3.1. 营收情况：表现较为亮眼，B 端修复	30
3.2. 盈利能力：成本压制毛利率，费用管控效果显著	33
3.3. 现金流情况：经营性现金流保持稳健	35
4. 零食：板块持续承压，部分标的增长强劲	37
4.1. 营收情况：板块业绩持续承压	37
4.2. 盈利能力：毛利率稳定，盈利能力显著改善	39
4.3. 现金流：板块经营活动现金流净额改善	41
5. 投资建议	43
6. 风险提示	43

图表目录

图 1 2018 年至今规模上白酒企业数量 (家)	7
图 2 2018 年至今规模上白酒企业酿酒总产量和同比	7
图 3 2018 年至今规模上白酒企业销售收入和同比	7
图 4 2018 年至今规模上白酒企业利润总额和同比	7
图 5 白酒板块和核心公司 2022 年营收	11
图 6 白酒板块和核心公司 2022 年归母净利润	11
图 7 白酒板块和核心公司 2023Q1 营收	11
图 8 白酒板块和核心公司 2023Q1 归母净利润	11
图 9 2019 年至今白酒板块毛利率 (%)	14
图 10 2019 年至今白酒板块费用率	16
图 11 2019 年至今白酒板块归母净利率	17
图 12 2019 年至今白酒板块经营活动现金流净额(亿元)	20
图 13 核心白酒企业经营活动现金流净额(亿元)	20
图 14 2019 年至今白酒板块销售收现比情况	20
图 15 2019 年至今啤酒总营收及增速	23
图 16 2019 年至今啤酒归母净利润及增速	23
图 17 2022 年 2 月至 2023 年 3 月啤酒产量	23
图 18 2019 年至今青岛啤酒总营收及增速	25
图 19 2019 年至今青岛啤酒归母净利润及增速	25
图 20 2019 年至今重庆啤酒总营收及增速	25
图 21 2019 年至今重庆啤酒归母净利润及增速	25
图 22 2019 年至今燕京啤酒总营收及增速	26
图 23 2019 年至今燕京啤酒归母净利润及增速	26
图 24 2019 年至今华润啤酒主营业务收入及增速	26
图 25 2019 年至今华润啤酒归母净利润及增速	26
图 26 2019 年至今百威亚太主营业务收入及增速	26
图 27 2019 年至今百威亚太归母净利润及增速	26
图 28 2019 年至今啤酒板块毛利率 (%)	27
图 29 2019 年至今核心公司毛利率 (%)	28
图 30 2019 年至今核心公司归母净利率 (%)	28
图 31 2019 年至今啤酒板块销售期间费用率	28
图 32 2019 年至今板块经营活动现金流净额情况	29
图 33 核心公司经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	29
图 34 2019 年至今预加工食品营业总收入及增速	30
图 35 2019 年至今预加工食品归母净利润及增速	30
图 36 干味央厨营收及增速	32
图 37 干味央厨归母净利润及增速	32
图 38 三全食品营收及增速	32
图 39 三全食品归母净利润及增速	32
图 40 安井食品营收及增速	32
图 41 安井食品归母净利润及增速	32
图 42 味知香营收及增速	33
图 43 味知香归母净利润及增速	33
图 44 2019 年至今预加工板块毛利率 (%)	34
图 45 2019 年以来预加工板块核心公司毛利率	34
图 46 2019 年至今预加工板块费用率情况	34

图 47 2019 年至今板块经营活动现金流净额情况	35
图 48 核心公司经营活动产生的现金流量净额（亿元）	35
图 49 2019 年至今零食板块营收及增速	37
图 50 2019 年至今零食板块归母净利润及增速	37
图 51 盐津铺子营收及增速	38
图 52 盐津铺子归母净利润及增速	38
图 53 劲仔食品营收及增速	38
图 54 劲仔食品归母净利润及增速	38
图 55 甘源食品营收及增速	39
图 56 甘源食品归母净利润及增速	39
图 57 2019 年至今零食板块毛利率	40
图 58 2019 年至今零食板块归母净利率	40
图 59 2019 年至今核心公司毛利率	40
图 60 2019 年至今核心公司归母净利率	40
图 61 2019 年至今零食板块费用率	41
图 62 2019 年至今零食板块经营活动现金流净额	42
图 63 2019 年核心公司经营活动现金流量净额（亿元）	42
表 1 白酒板块和核心公司营收情况	12
表 2 白酒板块和核心公司归母净利润情况	12
表 3 白酒板块和核心公司毛利率情况	14
表 4 白酒板块和核心公司 2022 和 2023Q1 费用率情况	16
表 5 白酒板块和核心公司 2022 和 2023Q1 费用率变化情况	17
表 6 白酒板块和核心公司归母净利率变化情况	18
表 7 白酒板块及核心公司合同负债情况	20
表 8 白酒板块及核心公司 2019 年至今销售收现比情况	21
表 9 2022 年初至 2023Q1 白酒行业事件汇总	21
表 10 2022 年及 2023Q1 代表酒企销量及吨价	24
表 11 啤酒板块及核心公司 2022 及 2023Q1 单季费用率情况（%）	28
表 12 2022 年 1 月至 2023 年 4 月底啤酒行业事件汇总	29
表 13 预加工板块及核心公司 2022 年及 2023 年 Q1 单季费用率情况	35
表 14 预加工板块重要事件汇总	36
表 15 零食板块及核心公司 2022 及 2023Q1 费率情况	41
表 16 零食板块核心公司 2022 费率情况	41
表 17 零食板块核心公司 2023Q1 费率情况	41
表 18 零食板块重要事件汇总	42

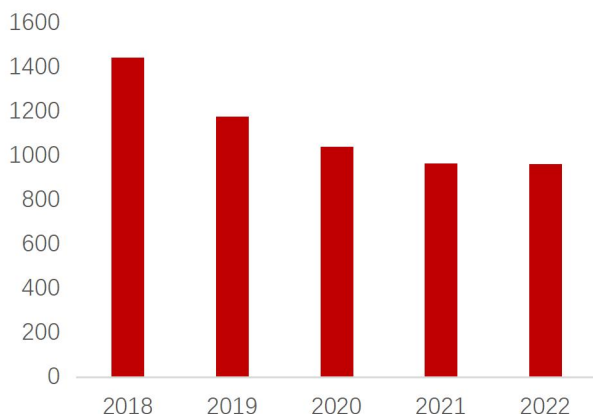
1.白酒：疫情中彰显经营韧性，2023Q1 发挥稳定

结构分化，马太效应强。基于 2022 年白酒行业高库存、疫情二次冲击、春节后淡季较往年提前，2023Q1 行业动销存在一定恢复，但结构分化。结合一季报和糖酒会调研，**场景方面**，春节期间礼赠快速修复，节后宴席恢复较好，商务宴请恢复有限。**价位方面**，两头表现较好，大众价位段酒受益春节返乡人群表现较好，龙头高端酒品牌及地域酒品牌打款、发货、库存、招商健康，次高端、多数酱酒、白牌预计今年全年主题仍为去库存，马太效应明显。

1.1.行业：量减价增，利润增厚

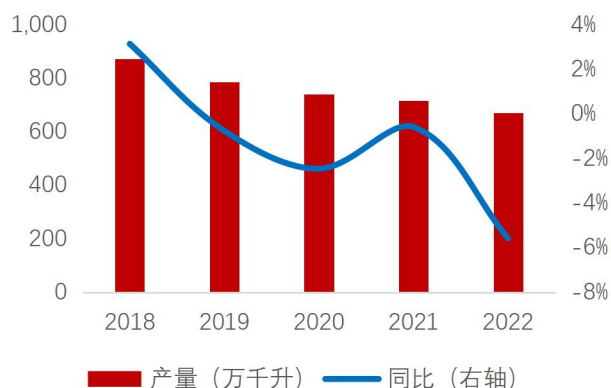
产量仍处下行通道，结构升级推动盈利能力增强。①**数量和产量**：2022 年规上白酒企业数量 963 家（-2 家），酿酒总产量 671 万千升（-5.58%），白酒企业数量下跌企稳，产量自 2016 年达到历史峰值后连续 6 年下行，2022 年销量因疫情防控加剧需求收缩、供给冲击出现大幅下跌，2023Q1 伴随消费修复和春节旺季，动销逐渐好转。②**收入和利润**：2022 年规上白酒企业销售收入 6626 亿（+9.64%），利润总额 2202 亿（+29.36%），利润增速快于收入增速，受益于结构化升级，盈利能力进一步增强。

图 1 2018 年至今规模上白酒企业数量（家）



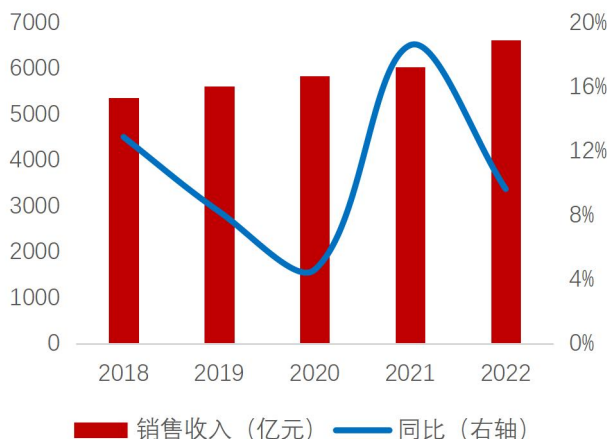
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 2 2018 年至今规模上白酒企业酿酒总产量和同比



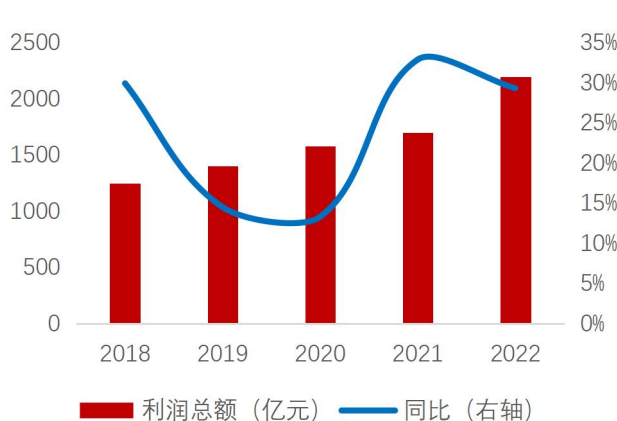
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 3 2018 年至今规模上白酒企业销售收入和同比



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 4 2018 年至今规模上白酒企业利润总额和同比



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

1.2. 营收情况：高端酒及地产龙头表现相对稳健，次高端承压

高端酒及地产龙头表现相对稳健，次高端承压。营收方面，2022年/2023Q1白酒板块营收3563.45/1315.70亿，分别同比增长+15.12%/+15.50%。利润方面，2022年/2023Q1白酒板块归母净利润1305.10/535.54亿，分别同比增长+20.33%/+19.16%。**分公司看**，高端酒及地产龙头表现相对稳健，次高端承压，一季度茅台酒、古井贡酒、山西汾酒超预期，水井坊、酒鬼酒、舍得相对承压。

贵州茅台：2022年符合预期，2023Q1超预期

2022年营收、归母净利润同比增长16.53%和19.55%。受益于i茅台放量、高单价产品（非标、茅台1935）及直营占比提升，营收增速超出年初15%的增长目标。分量价，酒类营收为1237.72亿，营收/销量/吨价分别同增+16.70%/+2.62%/+13.73%，价增为主要驱动因素。分产品，茅台酒营收为1078.34亿，营收/销量/吨价分别同增+15.37%/+4.52%/+10.38%，非标提价（2022年初15年茅台、珍品茅台）、非标直营渠道投放、直营化加速，带动吨价快速提升。系列酒营收为159.39亿，营收/销量/吨价分别同增+26.55%/+0.32%/+26.14%，茅台1935在i茅台放量成为推升系列酒吨价主因（此外，2022年初茅台王子酒金王子、酱香经典也有提价贡献）。分渠道，直销营收为493.79亿（+105.49%），批发代理营收为743.94亿（-9.31%）。其中，I茅台注册用户超3000万，实现销售收入118.83亿，贡献年度收入增量接近7成。

2023Q1营收、归母净利润同比增长18.66%和20.59%。受益于春节宴席、送礼白酒消费旺季，以及茅台1935持续放量、直营渠道加速，Q1喜迎开门红。分产品，茅台酒/系列酒营收分别为337.22/50.14亿，同增+16.85%/+46.28%，茅台酒增长稳健，系列酒增长强劲。分渠道，直销营收为178.07亿（+63.56%），批发营收为209.29亿（-2.20%）。其中，I茅台营收为49.03亿，环比增长+43.33%，占比直销收入27.54%。I茅台表现亮眼加速直营化，预计非标直营渠道投放增加，生肖酒及茅台1935在i茅台放量带动直营量价齐升。

五粮液：2022年和2023Q1均符合预期

2022年营收、归母净利润同比增长11.72%和14.17%。分量价，酒类营收为675.63亿，酒类营收/销量/吨价分别同比增长+9.45%/-30.04%/+56.45%，价增驱动明显，系列酒因品牌清理表现为缩量。分产品，五粮液营收为553.35亿，营收/销量/吨价分别同增+12.67%/+12.21%/+0.41%，系列酒营收为122.27亿，营收/销量/吨价分别同增-3.11%/-38.13%/56.61%，系列酒销量下滑明显主因公司聚焦中高价位产品以及去年同期系列酒销量基数较高。分渠道，经销/直销营收分别为404.92/270.70亿，同增+7.19%/+13.00%，直销渠道增速较快，主因公司加速布局智慧门店2.0建设，专卖店提升至1630家（+85家）。方针上，公司2023年提出“稳中求进、稳中向好”，将21个营销战区调整为26个营销大区，同时明确坚持八代五粮液动态减量、传统渠道不增量，更多向差异化规格装和个性化产品倾斜投放。

2023Q1营收、归母净利润同比增长13.03%和15.89%。春节期间动销实现两位数增长，普五表现优秀。

泸州老窖：2022年符合预期，2023Q1利润超预期

2022年营收、归母净利润同比增长21.71%和30.29%。分产品，中高档酒类营收为221.33亿，营收/销量/吨价分别同增+20.30%/+16.87%/+2.94%，其他酒类营收为26.34亿，营收/销量/吨价分别同增+30.52%/+6.52%/+22.52%，中高档酒持续扩容，其他酒类升级换代提价明显。分渠道，传统渠道/新兴渠道营收分别为233.02/14.64亿，同增

+19.36%/+64.17%，其中境内经销商数量 1703 家，平均经销商规模为 1466 万元（+27%），经销商质量进一步提高。

2023Q1 营收、归母净利润同比增长 20.57%和 29.11%。春节期间，国窖实现良性回款与动销，中档特曲控货挺价，低度酒价盘稳步升级。

山西汾酒：2022 年符合预期，2023Q1 利润超预期

2022 年营收、归母净利润同比增长 31.26%和 52.36%。**分量价**，酒类营收为 262.14 亿，营收/销量/吨价分别同增+31.46%/+16.98%/+12.38%，量价贡献均衡。其中，**青花汾酒系列销售额突破百亿、同比增长 60%，青花 20、青花 30 保持热销**。**分区域**，省内收入 100.36 亿（+24.35%），省内经销商 768 家（+40 家）。省外收入 160.04 亿（+36.35%），省内经销商 2868 家（+73 家）。**品牌势能带动省外加速扩张，青花 20 与玻汾表现强劲，长江以南市场同比增长 50%+，全国化市场拓展稳步推进。**

2023Q1 营收、归母净利润同比增长 20.44%和 29.89%。省内收入 50.22 亿（+30.30%），省外收入 76.01 亿（+14.71%），一季度表现更多来自于省内基地市场的贡献，青花 25 持续成为省内招待主要用酒。同时，公司继续深化“1357+10”的市场战略，加速全国化布局。

古井贡酒：2022 年符合预期，2023Q1 利润超预期

2022 年营收、归母净利润同比增长 25.95%和 36.78%。**分量价**，系列酒类营收为 152.44 亿，营收/销量/吨价分别同增+26.50%/+15.18%/+9.82%。**分产品**，年份原浆系列营收为 121.07 亿元，营收/销量/吨价分别同增+30.07%/+21.77%/+6.82%，**古 8、古 16、古 20 销售步伐加快，量增驱动明显，年份原浆占比进一步提升**。古井贡酒系列营收为 18.74 亿元，营收/销量/吨价分别同增+16.45%/+9.11%/+6.72%。黄鹤楼系列营收为 12.63 亿，营收/销量/吨价分别同增+11.38%/+5.13%/+5.94%，增长稳健。**分区域**，华中地区收入 143.55 亿（+26.91%），华北地区收入 13.26 亿（+23.84%），华南地区收入 10.11 亿（+15.16%），基地市场稳健增长，省外稳步拓展。**分渠道**，线上 6.1 亿（+14.9%），线下 161 亿（+26.4%），经销商数量为 4399 家（+392 家），渠道进一步扩张。**十四五规划**，公司十三五提前完成百亿目标，十四五锚定双百亿目标，2023 年营收目标为 201 亿元，决心坚定。

2023Q1 营收、归母净利润同比增长 24.83%和 42.87%。受益于春节返乡潮，宴席场景复苏较强，各价位产品动销旺盛，顺利实现开门红。

洋河股份：2022 年符合预期，2023Q1 超预期

2022 年营收、归母净利润同比增长 18.76%和 24.91%。**分量价**，酒类营收为 295.00 亿，营收/销量/吨价分别同增+19.73%/+6.15%/+13.09%。**分产品**，中高档酒营收为 262.27 亿元（+21.87%），普通酒营收为 32.73 亿元（+4.97%），预计天之蓝维持稳健增长，海之蓝、梦系列增长较快。**分区域**，省内收入 133.21 亿元（+15.28%），省外收入 161.79 亿元（+23.66%），省外拓展步伐加快，河南、山东、江西等表现较好。

2023Q1 营收、归母净利润同比增长 15.51%和 15.66%。经济弱复苏下商务恢复慢于大众餐饮，春节期间次高端整体承压，但公司一季度延续稳健表现。

舍得酒业：2022 年符合预期，2023Q1 略超预期

2022 年营业收入、归母净利润同比增长 21.86%和 35.31%，公司持续推进老酒战略，老酒品质进一步得到消费者的认可。**分量价**，酒类营收为 56.56 亿元（+23.58%），销量/吨价分别同比+16.88%/+5.73%，量价齐升推动业绩增长。**分产品**，2022 年中高档实现营收 48.77 亿元（+25.88%），普通酒实现营收 7.8 亿元（+10.92%），中高档酒量升价减（销量+29.19%、吨价-2.56%），普通酒量减价升（销量-4.11%、吨价+15.67%）；中高档酒营收占比提高 1.57pct 至 86.22%。**分区域**，2022 年省内实现营收 16.12 亿元（+13.48%）

省外实现营收 40.45 亿元 (+28.12%)，分别占营收的 28.49%/71.51%。**综合来看**，公司产品结构持续升级，中高档酒收入稳步增长，预计品味、舍之道表现较好；全国化布局稳步推进，省外拓展效果显著，2023Q1 经销商数量较 2022 年末增加 127 家至 2285 家。

2023Q1 营收、归母净利润同比增长 7.28%和 7.34%。**分产品**，2023Q1 中高档实现营收 16.7 亿元 (+6.05%)，普通酒实现营收 2.36 亿元 (+13.21%)。**分区域**，2023Q1 省内实现营收 4.83 亿元 (-6.65%) 省外实现营收 14.23 亿元 (+12.43%)。

酒鬼酒：2022 年符合预期，2023Q1 低于预期

2022 年营业收入、归母净利润同比增长 18.63%和 17.38%。**分产品**，2022 年内参系列实现营收 11.57 亿元 (+11.88%)、酒鬼系列实现营收 22.7 亿元 (+18.55%)、湘泉系列实现营收 2.21 亿元 (+25.69%)、其他系列实现营收 3.88 亿元 (+39.47%)，内参系列因消费场景受损，增速有所影响；2022 年公司成立红坛业务部，强化红坛地位，预计红坛营收增速较高。**分渠道**，2022 年实现省级市场全覆盖、市级市场覆盖 72%、省内县级市场覆盖 99%，经销商数量同比增长 25%至 1586 家 (含专卖店)。

2023Q1 营收、归母净利润同比增长-42.87%和-42.38%。**分产品**，2023Q1 业绩承压主要系酒鬼和内参系列收入较去年同期下降。

迎驾贡酒：2022 年及 2023Q1 符合预期

2022 年营业收入、归母净利润同比增长 19.59%和 23.38%。**分量价**，酒类营收为 51.98 亿元 (+20.74%)，销量/吨价分别同比+10.33%/+9.43%，量价齐升推动业绩增长。**分产品**，2022 年中高档实现营收 39.28 亿元 (+27.59%)，普通酒实现营收 12.69 亿元 (+3.55%)，中高档和普通酒销量分别同比+20.03%、+2.22%，吨价分别同比+6.30%、+1.30%。中高端营收占酒类营收比例 75.58% (+4.05pct)，中高档白酒量价齐升以及占比提高，驱动业绩增长。**分区域**，2022 年省内实现营收 34.35 亿元 (+25.65%)，省外实现营收 17.63 亿元 (+12.19%)，省内增速高于省外。**综合来看**，洞藏系列占比持续提升，产品结构持续升级；省内基本盘发展较好。

2023Q1 营收、归母净利润同比增长 21.60%和 27.17%。**分产品**，2023Q1 中高档实现营收 15.14 亿元 (+22.3%)，普通酒实现营收 3.19 亿元 (+20.04%)，大众白酒消费旺盛，普通白酒增速较快。**分区域**，2023Q1 省内实现营收 13.6 亿元 (+30.28%) 省外实现营收 4.73 亿元 (+2.86%)。

口子窖：2022 年符合预期，2023Q1 略超预期

2022 年营业收入、归母净利润同比增长 2.12%和-10.24%。**分量价**，酒类营收 50.59 亿元 (+1.86%)，销量/吨价分别同比-0.76%/+2.64%，价增为核心驱动力。**分产品**，2022 年高档白酒实现营收 48.7 亿元 (+1.94%)，中档白酒实现营收 0.95 亿元 (-5.95%)，低档白酒实现营收 0.94 亿元 (+6.47%)，高档酒营收占酒类营收比例 96.26% (+0.08pct)，高档酒销量/吨价分别同比-1.29%/+3.27%，占比高达 96%高档酒价升推动收入增长。**分区域**，2022 年省内实现营收 41.7 亿元 (+2.27%)，省外实现营收 8.89 亿元 (-0.03%)。

2023Q1 营收、归母净利润同比增长 21.35%和 10.37%。**分产品**，2023Q1 高档白酒实现营收 15.09 亿元 (+21.81%)，主要由于百元价位的口子 5/6 年春节动销较好，中档白酒实现营收 0.27 亿元 (+8.36%)，低档白酒实现营收 0.23 亿元 (-19.91%)。**分区域**，2023Q1 省内实现营收 13.28 亿元 (+31.55%)，省外实现营收 2.32 亿元 (-18.27%)，省内高增速受益于营销改革。

今世缘：2022 年及 2023Q1 符合预期

2022 年营业收入、归母净利润同比增长 23.09%和 23.34%。**分量价**，酒类营收 78.46 亿元(+23.18%)，销量/吨价分别同比+21.78%/+1.15%，量增为核心驱动力。**分产品**，2022 年特 A+类实现营收 51.97 亿元(+24.78%)，特 A 类实现营收 20.93 亿元(+22.12%)，A 类实现营收 3.25 亿元(+22.64%)；特 A+、特 A 类和 A 类销量分别同比+28.40%、+29.17%、32.35%，吨价分别同比-2.82%、-5.46%、-7.33%。

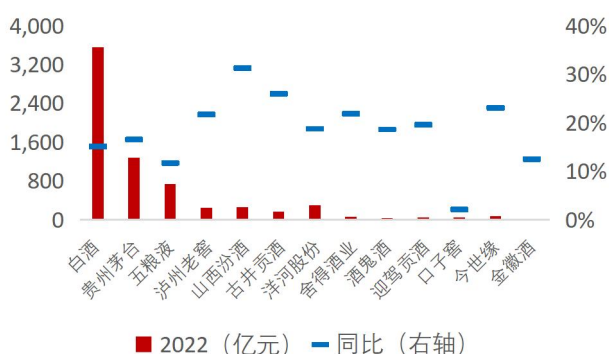
2023Q1 营收、归母净利润同比增长 27.26%和 25.20%。**分产品**，2023Q1 特 A+类实现营收 24.29 亿元(+25.01%)，特 A 类实现营收 11.11 亿元(+34.15%)，A 类实现营收 1.53 亿元(+32.35%)。

金徽酒：2022 年低于预期，2023Q1 超预期

2022 年营业收入、归母净利润同比增长 12.49%和-13.73%。**分量价**，酒制造营收 19.81 亿元(+12.37%)，销量/吨价分别同比+1.77%/+10.42%，价增为核心驱动力。**分产品**，2022 年高档酒实现营收 12.67 亿元(+15.66%)，中档酒实现营收 6.81 亿元(+4.47%)，低档酒实现营收 0.34 亿元(+106.95%)。高档、中档、低档销量分别同比+14.31%、-8.75%、+25.88%，吨价分别同比+1.19%、+14.49%、64.4%，营收占比分别为 63.93%、34.36%、1.71%。

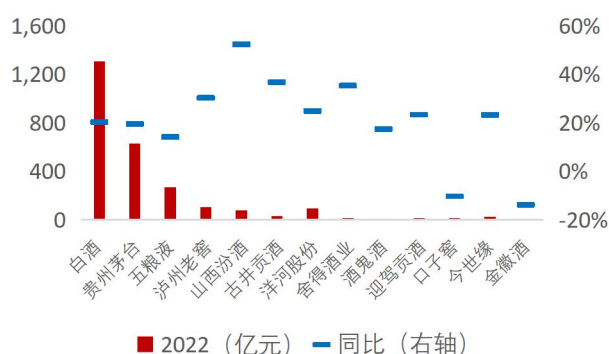
2023Q1 营收、归母净利润同比增长 26.61%和 10.41%。**分产品**，2023Q1 高档酒实现营收 5.46 亿元(+24.73%)，延续高增速，中档酒实现营收 3.32 亿元(+31.22%)，中档产品受益春节返乡，增速较高，低档酒实现营收 0.06 亿元(-20.54%)。

图 5 白酒板块和核心公司 2022 年营收



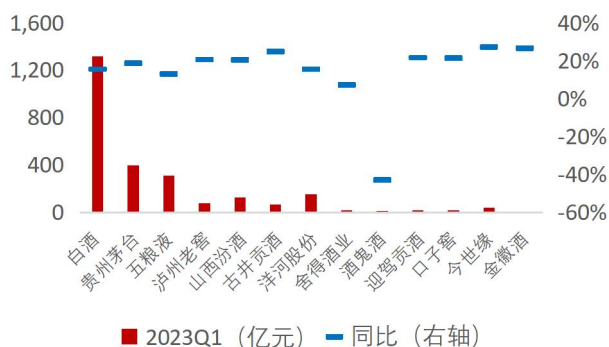
资料来源：wind，东海证券研究所

图 6 白酒板块和核心公司 2022 年归母净利润



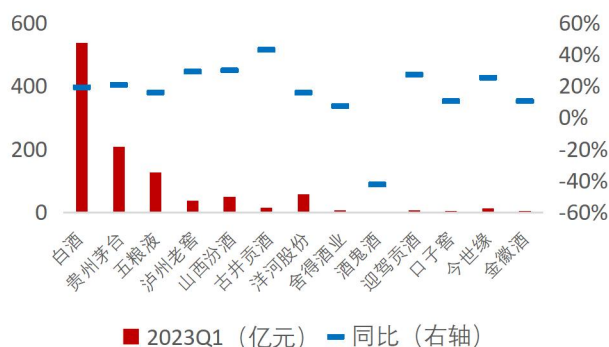
资料来源：wind，东海证券研究所

图 7 白酒板块和核心公司 2023Q1 营收



资料来源：wind，东海证券研究所

图 8 白酒板块和核心公司 2023Q1 归母净利润



资料来源：wind，东海证券研究所

表 1 白酒板块和核心公司营收情况

公司名称	2023Q1 (亿元)	同比	2022 (亿元)	同比	2023Q1 增速环比 2022(pct)
白酒	1315.70	15.50%	3563.45	15.12%	0.37
贵州茅台	393.79	18.66%	1275.54	16.53%	2.13
五粮液	311.39	13.03%	739.69	11.72%	1.31
泸州老窖	76.10	20.57%	251.24	21.71%	-1.14
山西汾酒	126.82	20.44%	262.14	31.26%	-10.82
古井贡酒	65.84	24.83%	167.13	25.95%	-1.12
洋河股份	150.46	15.51%	301.05	18.76%	-3.25
舍得酒业	20.21	7.28%	60.56	21.86%	-14.58
酒鬼酒	9.65	-42.87%	40.50	18.63%	-61.50
迎驾贡酒	19.16	21.60%	55.05	19.59%	2.01
口子窖	15.92	21.35%	51.35	2.12%	19.23
今世缘	38.03	27.26%	78.88	23.09%	4.17
金徽酒	8.93	26.61%	20.12	12.49%	14.12

资料来源: wind, 东海证券研究所

表 2 白酒板块和核心公司归母净利润情况

公司名称	2023Q1 (亿元)	同比	2022 (亿元)	同比	2023Q1 增速环比 2022(pct)
白酒	535.54	19.16%	1305.10	20.33%	-1.16
贵州茅台	207.95	20.59%	627.16	19.55%	1.03
五粮液	125.42	15.89%	266.91	14.17%	1.71
泸州老窖	37.13	29.11%	103.65	30.29%	-1.19
山西汾酒	48.19	29.89%	80.96	52.36%	-22.47
古井贡酒	15.70	42.87%	31.43	36.78%	6.08
洋河股份	57.66	15.66%	93.78	24.91%	-9.25
舍得酒业	5.69	7.34%	16.85	35.31%	-27.97
酒鬼酒	3.00	-42.38%	10.49	17.38%	-59.76
迎驾贡酒	7.00	27.17%	17.05	23.38%	3.80
口子窖	5.36	10.37%	15.50	-10.24%	20.62
今世缘	12.55	25.20%	25.03	23.34%	1.86
金徽酒	1.82	10.41%	2.80	-13.73%	24.14

资料来源: wind, 东海证券研究所

1.3. 盈利能力: 延续结构升级, 盈利能力增强

白酒板块整体延续结构升级, 盈利能力增强。2022 年 12 家核心企业中除口子窖、今世缘、金徽酒外有 9 家利润增速高于收入增速, 2023Q1 12 家核心企业中除酒鬼酒、口子窖、今世缘外有 9 家利润增速高于收入增速。我们认为, 高端酒及大众价位带表现较好, 低线光瓶酒占比仍在降低。白酒整体延续结构升级。

白酒板块毛利率持续提升, 次高端及以上毛利率因结构优化稳步提升。2022 年白酒板块毛利率为 80.25% (+1.31pct), 12 家核心企业毛利率实现正增长的有 8 家。2023Q1 毛利率为 80.79% (+0.48pct), 12 家核心企业毛利率实现正增长的有 6 家。分公司看, 泸州

老窖、古井贡酒、山西汾酒、今世缘毛利率持续提升且提升较快，结构优化，毛利率稳步提升。

贵州茅台：毛利率稳中有升。2022年毛利率为91.87% (+0.33pct)，小幅提升。茅台酒i茅台直营加速、非标投放、茅台1935放量为公司毛利率提升主因，其中i茅台毛利率为95.26%，高于公司毛利率。2023Q1毛利率为92.60% (同比+0.23pct，环比+0.75pct)，毛利率稳中回升，创2022年以来季度新高，预计主要得益于吨价较高的茅台非标酒和茅台1935放量，以及直营占比提升。

五粮液：毛利率2023Q1环比提升明显。2022年毛利率为75.42% (+0.07pct)，2023Q1毛利率为78.39% (同比-0.01pct，环比+4.65pct)，环比提升明显。

泸州老窖：毛利率持续上行。2022年毛利率为86.59% (+0.89pct)，2023Q1毛利率为88.09% (同比+1.66pct，环比+1.94pct)，低度国窖、特曲保持较快增长，产品结构优化带动毛利率提升。

山西汾酒：毛利率2023Q1环比提升明显。2022年毛利率为75.36% (+0.45pct)，2023Q1毛利率为75.56% (同比+0.80pct，环比+6.51pct)，受益于青花20驱动青花系列占比提升，毛利率环比提升明显。

古井贡酒：毛利率持续上行。2022年毛利率为77.17% (+2.07pct)，2023Q1毛利率为79.67% (同比+1.78pct，环比+0.04pct)，年份原浆系列占比提升带动毛利率持续上行。

洋河股份：毛利率2023Q1环比改善。2022年毛利率为74.60% (-0.72pct)，2023Q1毛利率为76.60% (同比-0.70pct，环比+1.52pct)。受材料成本上升影响，2022年毛利率下降，2023Q1毛利率环比相对改善。

舍得酒业：短期产品结构调整毛利率略下滑。2022年毛利率77.72% (-0.09pct)；2023Q1毛利率为78.38% (同比-2.45pct，环比+2.63pct)，主要由于低档酒短期营收占比提高。

酒鬼酒：产品优化带动毛利率上行。2022年毛利率79.63% (-0.34pct)；2023Q1毛利率为81.54% (同比+1.77pct，环比+3.07pct)，预计内参占比提升推动毛利率上行。

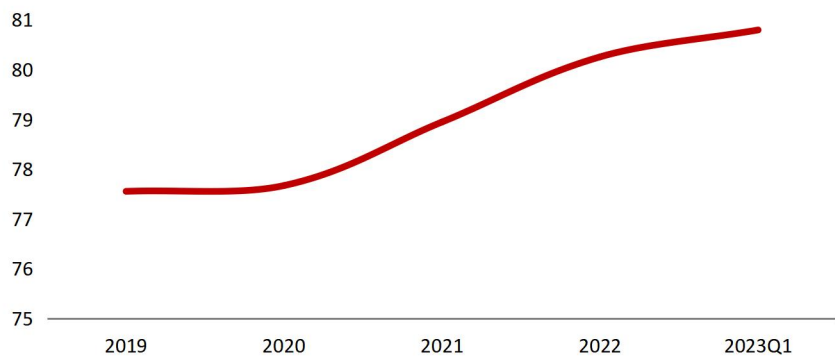
迎驾贡酒：产品结构推动毛利率稳中有升。2022年毛利率68.02% (+0.48pct)，小幅增长，中高档白酒营收占比提高为公司毛利率提升核心原因，中高档白酒毛利率为76.67%，高于公司毛利率。2023Q1毛利率为71.18% (同比-0.19pct，环比+4.46pct)。

口子窖：稳中有升。2022年毛利率74.16% (+0.26pct)。2023Q1毛利率为76.63% (同比-1.4pct，环比+3.21pct)，2023Q1毛利率同比下滑预计主要由于新品“兼”系列上市推广，初期赠酒所致。

今世缘：稳步抬升。2022年毛利率76.59% (+1.98pct)，产品结构优化助推毛利率上行。2023Q1毛利率为75.39% (同比+1.09pct，环比-11.06pct)。虽然环比因产品结构波动有所下降，但同比上呈现稳步抬升态势

金徽酒：2023Q1环比改善。2022年毛利率62.78% (-0.96pct)。2023Q1毛利率为64.97% (同比-1.38pct，环比+1.5pct)，2023Q1毛利率同比下降主要系原材料成本上涨。

图9 2019年至今白酒板块毛利率(%)



资料来源: wind, 东海证券研究所

表3 白酒板块和核心公司毛利率情况

公司名称	2023Q1(%)	同比(pct)	2022(%)	同比(pct)	2023Q1 环比 2022(pct)
白酒	80.79	0.48	80.25	1.31	0.54
贵州茅台	92.60	0.23	91.87	0.33	0.73
五粮液	78.39	-0.01	75.42	0.07	2.97
泸州老窖	88.09	1.66	86.59	0.89	1.50
山西汾酒	75.56	0.80	75.36	0.45	0.20
古井贡酒	79.67	1.78	77.17	2.07	2.51
洋河股份	76.60	-0.70	74.60	-0.72	1.99
舍得酒业	78.38	-2.45	77.72	-0.09	0.66
酒鬼酒	81.54	1.77	79.63	-0.33	1.91
迎驾贡酒	71.18	-0.19	68.02	0.48	3.16
口子窖	76.63	-1.40	74.16	0.26	2.47
今世缘	75.39	1.09	76.59	1.98	-1.20
金徽酒	64.97	-1.38	62.78	-0.96	2.19

资料来源: wind, 东海证券研究所

白酒板块费率持续回落，次高端及以上得益于规模效应费用管控效果明显。2022年白酒板块期间费率为15.09% (-0.85pct)，拆分来看，销售费率为10.04% (-0.24pct)，管理费率为6.00% (-0.47pct)。2023Q1白酒板块期间费率为11.46% (-1.19pct)，拆分来看，销售费率为8.02% (-0.53pct)，管理费率为4.24% (-0.58pct)。其中，次高端及以上得益于规模效应费用管控效果明显，泸州老窖、山西汾酒和古井贡酒收缩促销费用，费率回落较大。

贵州茅台：费率进一步回落。2022年期间费率为8.67% (-0.76pct)，销售、管理费率分别为2.59% (+0.08pct)、7.07% (-0.65pct)。其中销售费用因酱香系列酒广告及市场拓展费（广告宣传及市场拓展费用28.87亿，+22.21%）同比增长20.47%，因收入增速较快，销售费率表现为小幅提升。2023Q1期间费率为6.02% (-1.06pct)，销售、管理费率分别为1.92% (+0.32pct)、5.11% (-1.32pct)。规模效应进一步凸显，整体费率回落。

五粮液：费率进一步回落。2022年期间费率为10.98% (-0.88pct)，销售、管理费率分别为9.25% (-0.57pct)、4.15% (-0.23pct)，促销费占比下降带动销售费率下行。2023Q1

期间费率为 8.58% (-0.70pct)，销售、管理费率分别为 6.78% (-0.60pct)、3.52% (-0.03pct)，费用管控良好。

泸州老窖：销售费率降幅明显。2022 年期间费率为 18.04% (-4.13pct)，销售、管理费率分别为 13.73% (-3.71pct)、4.63% (-0.49pct)，销售费率降幅明显主要系促销费用投入减少。2023Q1 期间费率为 12.22% (-2.45pct)，销售、管理费率分别为 9.08% (-1.58pct)、3.28% (-1.10pct)，销售费率降幅明显主要系促销费用投入减少。

山西汾酒：销售费率降幅明显。2022 年期间费率为 17.70% (-3.92pct)，销售、管理费率分别为 12.98% (-2.84pct)、4.63% (-1.21pct)。2023Q1 期间费率为 10.16% (-3.55pct)，销售、管理费率分别为 7.95% (-3.20pct)、2.08% (-0.48pct)。收入端增速较快，员工薪酬和广告费用凸显规模效应及确认节奏致销售费率下降明显。

古井贡酒：毛销差优势扩大。2022 年期间费率为 33.96% (-2.80pct)，销售、管理、分别为 27.93% (-2.27pct)、6.98% (-0.72pct)。2023Q1 期间费率为 33.17% (-1.75pct)，销售、管理费率分别为 28.83% (-1.33pct)、5.47% (-0.61pct)。促销费用收缩，销售费率持续下降带动期间费率进一步回落，同时毛销差优势分别同比扩大 4.34/3.11pct。

洋河股份：2023Q1 销售费率略上升。2022 年期间费率为 19.04% (-1.61pct)，销售、管理费率分别为 13.88% (-0.10pct)、6.43% (-0.79pct)。2023Q1 期间费率为 10.69% (+0.09pct)，销售、管理费率分别为 7.41% (+0.81pct)、3.74% (-0.32pct)，销售费率提升预计主因公司在春节期间为加速去库存增加渠道激励。

舍得酒业：费率较为稳定。2022 年期间费率为 27.07%，销售、管理费率分别为 16.78% (-0.85pct)、9.69% (-0.61pct)。2023Q1 期间费率为 27.85%，销售、管理费率分别为 19.26% (+0.8pct)、8.1% (-2.47pct)，公司费用控制较好，销售费用率增长有限，管理费用率下降幅度较大。

酒鬼酒：费率有所下降。2022 年期间费率为 28.67%，销售、管理费率分别为 25.28% (+0.1pct)、4.32% (-0.11pct)，管理费率降低受益于规模效应。2023Q1 期间费率为 24.67%，销售、管理费率分别为 26.03% (+4.21pct)、3.63% (-1.1pct)。销售费率增长主要系去年营收高基数，一季度营收同比下滑幅度较大所致。

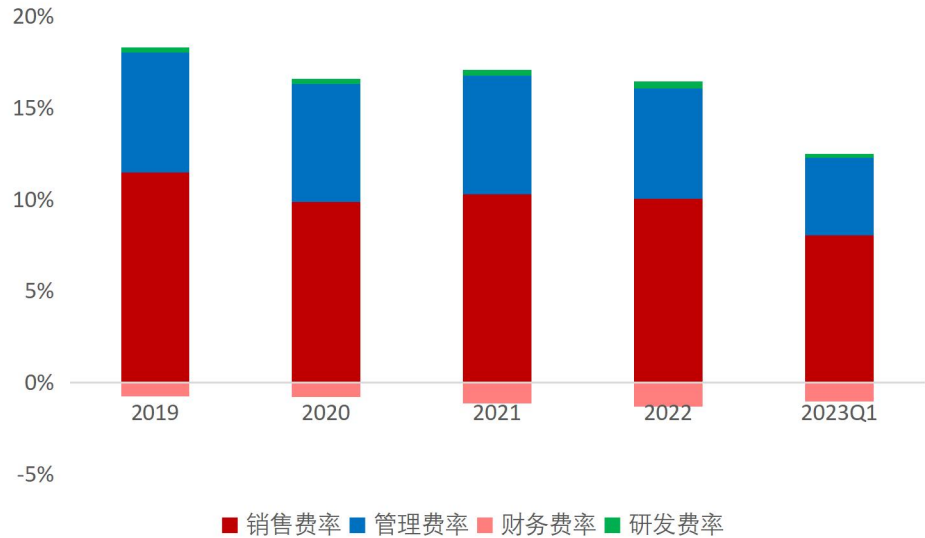
迎驾贡酒：规模效应带动费率持续下行。2022 年期间费率为 13.72%，销售、管理费率分别为 9.17% (-0.56pct)、3.47% (+0.04pct)。2023Q1 期间费率为 9.88%，销售、管理费率分别为 6.41% (-1.36pct)、2.61% (-1.16pct)，费率下滑主要得益于规模效应。

口子窖：费率有所下降。2022 年期间费率为 18.52%，销售、管理费率分别为 13.63% (+0.92pct)、5.22% (-0.05pct)，销售费率上升主要系公司加大与消费者促销投放所致。2023Q1 期间费率为 17.89%，销售、管理费率分别为 12.66% (-2.28pct)、5.22% (-0.04pct)。

今世缘：整体费率下降，销售费率上行。2022 年期间费率为 20.92%，销售、管理费率分别为 17.62% (+2.52pct)、4.09% (-0.01pct)，销售费率增长主要系消费者培育费用增加所致。2023Q1 期间费率为 17.11%，销售、管理费率分别为 15.92% (+2.87pct)、2.08% (-2.27pct)。

金徽酒：费率有所回落。2022 年期间费率为 33.57%，销售、管理费率分别为 20.89% (+5.34pct)、10.80% (+0.13pct)，销售费率上升主要由于公司深入开展大客户运营，加大消费者培育互动及品牌建设所致。2023Q1 期间费率为 26.07%，销售、管理费率分别为 17.83% (+2.11pct)、7.22% (-4.92pct)。

图 10 2019 年至今白酒板块费用率



资料来源：wind，东海证券研究所

表 4 白酒板块和核心公司 2022 和 2023Q1 费用率情况

公司名称	2023Q1					2022				
	整体费率	销售费率	管理费率	财务费率	研发费率	整体费率	销售费率	管理费率	财务费率	研发费率
白酒	11.46%	8.02%	4.24%	-1.03%	0.24%	15.09%	10.04%	6.00%	-1.33%	0.38%
贵州茅台	6.02%	1.92%	5.11%	-1.07%	0.06%	8.67%	2.59%	7.07%	-1.09%	0.11%
五粮液	8.58%	6.78%	3.52%	-1.97%	0.25%	10.98%	9.25%	4.15%	-2.74%	0.32%
泸州老窖	12.22%	9.08%	3.28%	-0.47%	0.33%	18.04%	13.73%	4.63%	-1.14%	0.82%
山西汾酒	10.16%	7.95%	2.08%	-0.01%	0.15%	17.70%	12.98%	4.63%	-0.14%	0.22%
古井贡酒	33.17%	28.83%	5.47%	-1.33%	0.19%	33.96%	27.93%	6.98%	-1.29%	0.34%
洋河股份	10.69%	7.41%	3.74%	-0.90%	0.44%	19.04%	13.88%	6.43%	-2.11%	0.84%
舍得酒业	27.85%	19.26%	8.10%	-0.33%	0.82%	27.07%	16.78%	9.69%	-0.67%	1.26%
酒鬼酒	24.67%	26.03%	3.63%	-5.11%	0.12%	28.67%	25.28%	4.32%	-1.34%	0.41%
迎驾贡酒	9.88%	6.41%	2.60%	-0.09%	0.95%	13.72%	9.17%	3.47%	-0.03%	1.11%
口子窖	17.89%	12.66%	5.22%	-0.21%	0.22%	18.52%	13.63%	5.22%	-0.81%	0.48%
今世缘	17.11%	15.92%	2.08%	-1.14%	0.24%	20.92%	17.62%	4.09%	-1.27%	0.48%
金徽酒	26.07%	17.83%	7.23%	-0.31%	1.32%	33.57%	20.89%	10.80%	-0.62%	2.50%

资料来源：wind，东海证券研究所

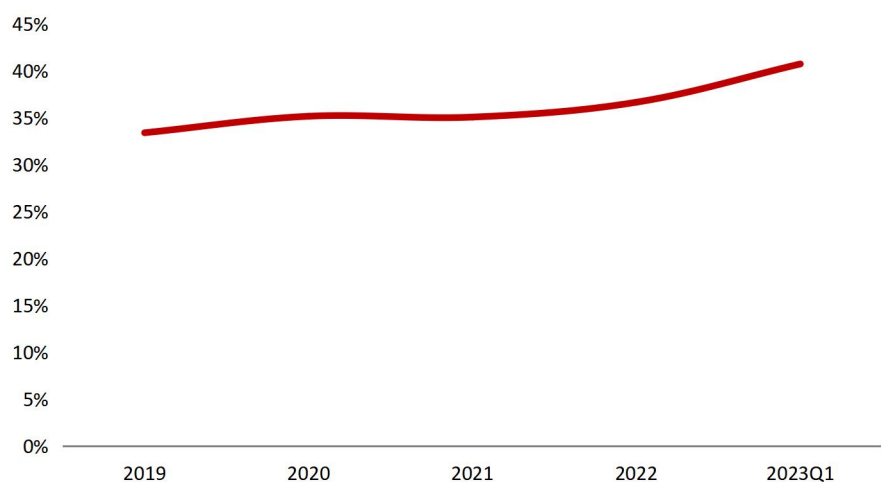
表 5 白酒板块和核心公司 2022 和 2023Q1 费用率变化情况

公司名称	总费率		销售费率		管理费率		财务费率		研发费率	
	2023Q1	2022 年	2023Q1	2022 年	2023Q1	2022 年	2023Q1	2022 年	2023Q1	2022 年同
	同比	同比	同比	同比	同比	同比	同比	同比	同比	比(pct)
	(pct)	(pct)	(pct)	(pct)	(pct)	(pct)	(pct)	(pct)	(pct)	
白酒	-1.19	-0.85	-0.53	-0.24	-0.58	-0.47	-0.05	-0.19	-0.02	0.04
贵州茅台	-1.06	-0.76	0.32	0.08	-1.32	-0.65	-0.06	-0.24	0.00	0.05
五粮液	-0.70	-0.88	-0.60	-0.57	-0.03	-0.23	-0.11	-0.12	0.05	0.05
泸州老窖	-2.45	-4.13	-1.58	-3.71	-1.10	-0.49	0.36	-0.09	-0.13	0.15
山西汾酒	-3.55	-3.92	-3.20	-2.84	-0.48	-1.21	0.06	0.03	0.07	0.11
古井贡酒	-1.75	-2.80	-1.33	-2.27	-0.61	-0.72	0.25	0.24	-0.06	-0.05
洋河股份	0.09	-1.61	0.81	-0.10	-0.32	-0.79	-0.15	-0.54	-0.26	-0.18
舍得酒业	-0.96	-2.95	0.80	-0.84	-2.36	-2.44	0.15	-0.27	0.45	0.60
酒鬼酒	1.68	-1.19	4.22	0.10	1.90	-1.02	-4.55	-0.38	0.12	0.11
迎驾贡酒	-1.81	-1.29	-1.36	-0.51	-0.51	-0.79	-0.07	0.04	0.14	-0.03
口子窖	0.93	0.55	-2.28	0.92	0.77	0.17	2.66	-0.59	-0.22	0.05
今世缘	2.34	2.34	2.88	2.53	0.14	0.07	-0.70	-0.25	0.02	0.00
金徽酒	2.21	5.75	2.11	5.34	-0.23	0.75	0.17	-0.22	0.16	-0.13

资料来源：wind，东海证券研究所

白酒板块归母净利率持续提升，泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒归母净利率持续提升且提升较快。2022 年白酒板块归母净利率为 36.62% (+1.58pct)，12 家核心企业归母净利率实现正增长的有 9 家。2023Q1 白酒板块归母净利率为 40.70% (+1.25pct)，12 家核心企业归母净利率实现正增长的有 9 家。其中，泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒因毛利率和费率均表现优秀归母净利率持续提升且提升较快。

图 11 2019 年至今白酒板块归母净利率



资料来源：wind，东海证券研究所

表 6 白酒板块和核心公司归母净利率变化情况

公司名称	2023Q1	同比(pct)	2022	同比(pct)	2023Q1 环比 2022(pct)
白酒	40.70%	1.25%	36.62%	1.59%	-0.33%
贵州茅台	52.81%	0.84%	49.17%	1.24%	-0.40%
五粮液	40.28%	0.99%	36.08%	0.78%	0.22%
泸州老窖	48.79%	3.23%	41.26%	2.72%	0.51%
山西汾酒	38.00%	2.76%	30.88%	4.28%	-1.51%
古井贡酒	23.84%	3.01%	18.81%	1.49%	1.52%
洋河股份	38.32%	0.05%	31.15%	1.53%	-1.48%
舍得酒业	28.18%	0.01%	27.83%	2.77%	-2.75%
酒鬼酒	31.12%	0.27%	25.89%	-0.27%	0.54%
迎驾贡酒	36.53%	1.60%	30.97%	0.95%	0.65%
口子窖	33.66%	-3.35%	30.19%	-4.16%	0.81%
今世缘	33.00%	-0.54%	31.73%	0.07%	-0.61%
金徽酒	20.35%	-2.99%	13.93%	-4.23%	1.25%

资料来源：wind，东海证券研究所

1.4. 现金流：高端回款正常，恢复有限

高端回款正常，恢复有限。2022 年白酒板块合同负债为 631.60 亿（-3.26%），经营活动现金流净额 965.14 亿（-30.31%），贵州茅台、金徽酒回款增速较高。2023Q1 白酒板块合同负债为 407.31 亿（+1.59%），经营活动现金流净额 251.30 亿，转负为正。五粮液、舍得酒业、口子窖回款增速较高。

贵州茅台：2022 年合同负债 154.72 亿（+21.65%），同比增速、环比增量均好于去年同期。销售收现同比+17.91%，高于报表收入增速，好于去年同期。经营活动产生的现金流量净额同比下降 42.68%，主因集团公司划转贵州习酒股份有限公司股权引发吸收存款减少，贵州茅台集团财务有限公司存入不可提前支取的同业定期存款增加。

2023Q1 合同负债 83.30 亿（+0.10%），销售收现同比增长 13.58%，低于报表收入增速。经营活动产生的现金流量净额由-68.76 亿转正为 52.45 亿，主要与贵州茅台集团财务有限公司存放中央银行和同业款项净增加额减少和贵州茅台集团财务有限公司客户存款和同业存放款项净增加额增加有关。

五粮液：2022 年合同负债 123.79 亿（-5.20%），销售收现同比+1.01%，经营活动产生的现金流量净额同比-8.75%。2023Q1 合同负债 55.36 亿（+53.48%），销售收现同比+108.49%，经营活动产生的现金流量净额同比+380.37%，蓄水池充沛，渠道回款明显提升，现金流表现亮眼，预计与公司提供现金返利、现金收取比例提高有关。

泸州老窖：2022 年合同负债 25.66 亿（-26.89%），销售收现同比+14.93%，经营活动产生的现金流量净额同比+7.33%。2023Q1 合同负债 17.26 亿（-2.11%），销售收现同比+7.26%，经营活动产生的现金流量净额同比+33.34%，受公司主动放宽回款要求影响，回款增速弱于营收增速。

山西汾酒：2022 年合同负债 69.08 亿（-6.34%），销售收现同比+14.63%，经营活动产生的现金流量净额同比+34.86%。2023Q1 合同负债 41.72 亿（+7.51%），销售收现同比+10.66%，经营活动产生的现金流量净额同比-2.98%，蓄水池充沛。

古井贡酒：2022 年合同负债 8.27 亿（-54.72%），销售收现同比+11.69%，经营活动产生的现金流量净额同比-40.85%。2023Q1 合同负债 47.45 亿（+1.12%），销售收现同比+25.76%，经营活动产生的现金流量净额同比+10.89%，预计消费场景复苏提振渠道信心，经销商回款意愿积极。

洋河股份：2022 年合同负债 137.42 亿（-13.05%），销售收现同比-16.09%，经营活动产生的现金流量净额同比-76.19%，2023Q1 合同负债 69.75 亿（-28.58%），销售收现同比+28.88%，经营活动产生的现金流量净额同比+145.81%，2022 年因放宽回款进度以及票据使用，回款降速、现金流承压，2023Q1 回款、现金流明显改善。

舍得酒业：2022 年合同负债 2.98 亿元（-54.8%）。销售收现同比+0.19%，低于收入增速，主要系预收款减少以及应收账款增加所致。经营净现金流 10.41 亿元(-53.29%)。2023Q1 合同负债 7.97 亿元（+103.57%），预计受“关于调整品味舍得终端售价的通知”影响，经销商提前付款所致，销售收现同比+22.99%，经营活动现金流净额 2.28 亿元（-45.59%）。

酒鬼酒：2022 年合同负债 4.33 亿元（-68.63%）。销售收现同比-16.74%。经营净现金流 4.01 亿元(-74.39%)，主要系本期销售商品收到的现金减少、支付的税费及支付的其他与经营活动有关的现金增加所致。2023Q1 合同负债 3.67 亿元（-45.67%），销售收现同比-19.27%，经营活动现金流净额 1.66 亿元（+286.52%），主要系支付税费减少。

迎驾贡酒：2022 年合同负债 6.61 亿元（+10.63%），销售收现同比+23.84%。经营净现金流 18.4 亿元(+21.28%)。2023Q1 合同负债 5.01 亿元(+7.15%)，销售收现同比+20.51%，渠道回款顺畅，经营活动现金流净额 4.89 亿元（-10.6%）。

口子窖：2022 年合同负债 5.63 亿元（-16.87%），销售收现同比+6.99%。经营净现金流 8.29 亿元(+5.55%)。2023Q1 合同负债 4.45 亿元（+18.11%），或因新品“兼”系列 2 月上市后经销商打款积极所致，销售收现同比+6.93%，经营活动现金流净额-2.31 亿元（-247.89%）。

今世缘：2022 年合同负债 20.4 亿元（-1.31%），销售收现同比+12.93%，经营活动现金流净额 27.8 亿元（-8.08%），2023Q1 合同负债 11.43 亿元（+0.62%），销售收现同比增长 33.69%，高于收入增速，经营活动现金流净额 8.97 亿元（+46.56%），未来业绩蓄水池稳定。

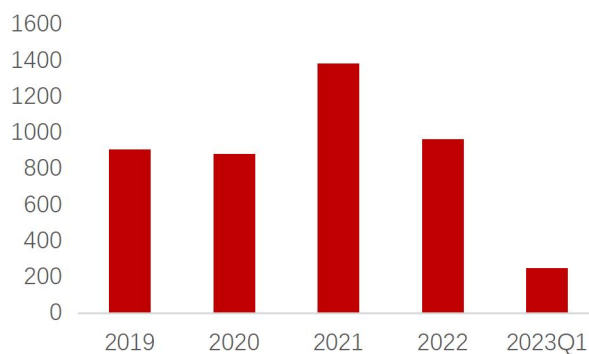
金徽酒：2022 年合同负债 5.1 亿元（+42.29%），销售收现同比+12.18%。经营净现金流 3.19 亿元(+14.32%)。2023Q1 合同负债 4.27 亿元(+6.78%)，销售收现同比+10.02%，经营活动现金流净额 2.34 亿元（-12.92%），主要原因是经营活动现金流入较上年同期增加，但采购原材料及接受劳务支付现金、支付各项税费及支付职工薪酬较上年同期增加，导致经营活动产生的现金净流量净额减少。

表 7 白酒板块及核心公司合同负债情况

公司名称	2023Q1 (亿元)	同比	2022 (亿元)	同比
白酒	407.31	1.59%	631.60	-3.26%
贵州茅台	83.30	0.10%	154.72	21.65%
五粮液	55.36	53.48%	123.79	-5.20%
泸州老窖	17.26	-2.11%	25.66	-26.89%
山西汾酒	41.72	7.51%	69.08	-6.34%
古井贡酒	47.45	1.12%	8.27	-54.72%
洋河股份	69.75	-28.58%	137.42	-13.05%
舍得酒业	7.97	103.57%	2.98	-54.80%
酒鬼酒	3.67	-45.67%	4.33	-68.63%
迎驾贡酒	5.01	7.15%	6.61	10.63%
口子窖	4.45	18.11%	5.63	-16.87%
今世缘	11.43	0.62%	20.40	-1.31%
金徽酒	4.27	6.78%	5.10	42.29%

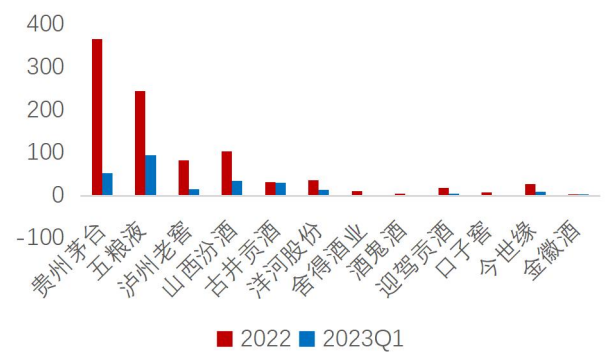
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 12 2019 年至今白酒板块经营活动现金流净额(亿元)



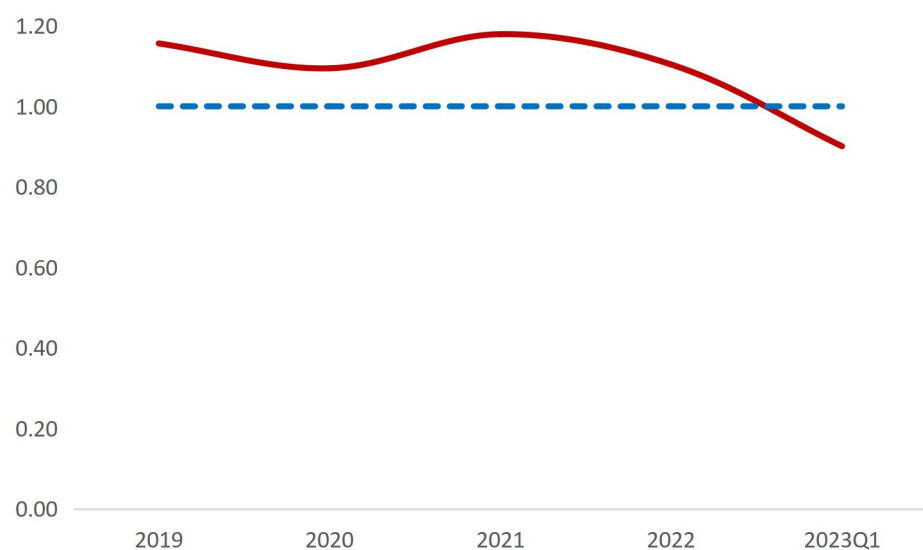
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 13 核心白酒企业经营活动现金流净额(亿元)



资料来源: wind, 东海证券研究所

图 14 2019 年至今白酒板块销售收现比情况



资料来源: wind, 东海证券研究所

表 8 白酒板块及核心公司 2019 年至今销售收现比情况

公司名称	2019	2020	2021	2022	2023Q1
白酒	1.16	1.09	1.18	1.10	0.90
贵州茅台	1.11	1.13	1.12	1.13	0.92
五粮液	1.26	1.09	1.22	1.11	0.92
泸州老窖	1.17	1.03	1.09	1.03	1.06
山西汾酒	1.13	0.97	1.25	1.10	0.77
古井贡酒	1.03	1.05	1.17	1.04	1.18
洋河股份	1.22	1.02	1.45	1.03	0.69
舍得酒业	1.11	1.17	1.21	0.99	1.11
酒鬼酒	1.00	1.23	1.20	0.84	0.79
迎驾贡酒	1.10	1.05	1.14	1.18	1.02
口子窖	1.01	0.95	0.97	1.02	0.76
今世缘	1.12	1.13	1.34	1.23	0.90
金徽酒	1.18	1.15	1.22	1.21	1.04

资料来源：wind，东海证券研究所

表 9 2022 年初至 2023Q1 白酒行业事件汇总

时间	公司名称	主要内容
2022.01.01	贵州茅台	2022 年 1 月 1 日起，茅台新珍品零售指导价上调 100 元，由 4499 上调到 4599 元；茅台陈年酒 15 由 4999 上调到 5999 元
2022.01.09	贵州茅台	茅台 1935 正式发布上市，市场零售指导价格为 1188 元/瓶
2022.02.13	五粮液	五粮春名门将于 2 月 15 日线上首发，定价 728 元
2022.02.22	泸州老窖	2022 年 3 月 1 日起，“绵柔窖 6/9”产品结算价格上调 5 元/瓶
2022.03.18	顺鑫农业	以净含量 500ml 为核算单位，清香型白酒：上调 3 元至 15 元；浓香型白酒：上调 10 元至 15 元。本次价格调整计划于 2022 年 5 月 1 日起执行
2022.03.21	洋河股份	40.8 度“苏酒·绿苏”终端零售指导价由 788 元/瓶调整为 828 元/瓶
2022.03.25	五粮液	第八代五粮液建议指导价调整至 1499 元/瓶，每瓶较此前上调 100 元
2022.03.26	衡水老白干	39 度甲等 20 十八酒坊系列：瓶储不足 1 年 898 元/瓶，瓶储 1 年 948 元/瓶，瓶储两年 998 元/瓶，瓶储 3 年 1048 元/瓶；39 度古法 30 衡水老白干系列：瓶储不足 1 年 898 元/瓶，瓶储 1 年 948 元/瓶，瓶储两年 998 元/瓶，瓶储 3 年 1048 元/瓶；39 度衡水老白干 1915 系列：瓶储不足 1 年 1688 元/瓶，瓶储 1 年 1788 元/瓶，瓶储两年 1888 元/瓶，瓶储 3 年 1988 元/瓶
2022.03.31	贵州茅台	茅台自建 APP “i 茅台”上线试运营
2022.03.31	洋河股份	洋河股份老版海之蓝 4 月 1 日起停货
2022.04.11	水井坊	发布全新升级新一代井台，52° 新一代井台建议零售价 808 元、38° 建议零售价 768 元
2022.04.14	青花郎	即日（4 月 14 日）起，53 度青花郎计划内出厂价上调 100 元
2022.05.11	酒鬼酒	自 2022 年 5 月 15 日起，52 度 500ml 红坛酒鬼酒（18）、42/45 度红坛酒鬼酒（20）、39/52 度 500ml 酒鬼酒（传承）、42/52 度 500ml 酒鬼酒（透明装）（鉴赏）、52 度 500ml 黄坛酒鬼酒（12）终端供货指导价上调 20 元/瓶；42/52 度 500ml 内品酒终端供货指导价上调 15 元/瓶
2022.05.19	贵州茅台	i 茅台正式运营，同时上架 100ml “迷你版”飞天茅台
2022.05.20	泸州老窖	国窖 1573 经典装停止接收订单
2022.05.20	山西汾酒	于 5 月 20 日起暂停营收贡献超 9 成的主品牌“汾酒”系列的全国招商工作。
2022.05.31	舍得酒业	从 6 月 1 日起，2020 年出品的 64.5%vol500ml 天子呼（陈香）零售指导价调整至 6980 元/

瓶。500ml 品味舍得酒的瓶贮年份酒执行新的零售指导价格。以 52%vol 品味舍得酒为例，2001 年生产装瓶的瓶贮年份达到 21 年，其零售指导价为 4498 元/瓶；2021 年生产装瓶的瓶贮年份为 1 年，其零售指导价为 598 元/瓶。500ml 藏品舍得（10 年）和 500ml 沱牌曲酒（80 年代）两款产品的瓶贮年份酒执行新的零售指导价格。以 500ml 藏品舍得（10 年）为例，2019 年生产装瓶的瓶贮年份达到 3 年，其零售指导价为 1499 元/瓶；2021 年生产装瓶的瓶贮年份为 1 年，其零售指导价为 1299 元/瓶

2022.06.11	今世缘	自 6 月 25 日，在现有开票价格基础上四开国缘上调 10 元/瓶，对开国缘上调 5 元/瓶
2022.06.20	西凤酒	从 6 月 20 日起上调全线产品价格
2022.06.21	泸州老窖	泸州老窖黑盖于 6 月 21 日全面上市
2022.06.27	泸州老窖	即日起，52 度泸州老窖特曲 60 版 500ml 装计划内配额结算价上调 20 元/瓶。
2022.07.12	贵州茅台	公司将所持习酒 82% 股权无偿划转贵州省国资委
2022.07.29	酒鬼酒	自 2022 年 9 月 1 日起，52 度 500ml 酒鬼酒（传承）战略价上调 30 元/瓶，39 度 500ml 酒鬼酒（传承）及 42 度 500ml 酒鬼酒（传承）（1987）战略价各上调 10 元/瓶
2022.08.11	衡水老白干	自 2022 年 10 月 1 日起，衡水老白干（62 度 500ml 白干酒）终端供货价上调 10 元/箱，终端零售指导价 上调至 19.8 元/瓶
2022.09.01	泸州老窖	泸州老窖区域头曲 9 月 1 日起停货
2022.09.02	五粮液	五粮液新零售平台“官宣”上线试运行
2022.09.21	泸州老窖	停止接收国窖 1573 销售订单
2022.10.01	泸州老窖	泸州老窖特曲 60 版（红 60）上市，定价为 688 元/瓶
2022.10.25	金沙酒业	华润啤酒 123 亿收购金沙酒业 55.19% 股权
2022.10.28	剑南春	剑南春·经典版新品上市，发售价为 659 元/瓶
2022.11.05	五粮液	董事会通过了 10 万吨生态酿酒项目(二期)、五粮液 501 古窖池中国白酒文化圣地项目、五粮液门户区项目等三个建设议案，总投资估算分别为 48.61 亿元、16.14 亿元、50.28 亿元
2022.11.22	泸州老窖	泸州老窖与苏宁易购深化战略合作，达成 10 亿元/年成长计划
2022.12.01	贵州茅台	公司投资约 155.16 亿元建设茅台酒“十四五”技改建设项目
2022.12.30	水井坊	拟与关联方签订新一期 1 亿元经销协议
2023.02.07	贵州茅台	53%vol、500ml 规格的贵州茅台酒二十四节气酒之立春售价为 2899 元
2023.02.09	泸州老窖	泸州老窖老字号特曲和晶彩特曲两款产品提价
2023.02.23	口子窖	口子窖兼系列新品是口子窖最新推出的次高端、高端系列产品
2023.03.08	五粮液	拟投资建设五粮液技术研究中心项目，项目总投资估算金额为 4.8 亿元；为匹配公司酿酒产能需求，拟调整制曲车间扩能项目建设内容，项目总投资金额由 27.5 亿元调整为 23.58 亿元
2023.03.16	口子窖	拟推 313.42 万股的 2023 年限制性股票激励计划，授予价格为 35.16 元/股
2023.03.21	水井坊	公司法定代表人已变更为代理总经理 Mark Anthony Edwards（艾恩华）先生
2023.03.27	金种子酒	推出高线光瓶新品“头号种子”，终端定价 68 元/瓶
2023.04.18	五粮液	目前集团在考察新能源领域，主要是光伏、储能方面，并于今日成立四川五粮液新能源投资有限责任公司

资料来源：ifind，东海证券研究所

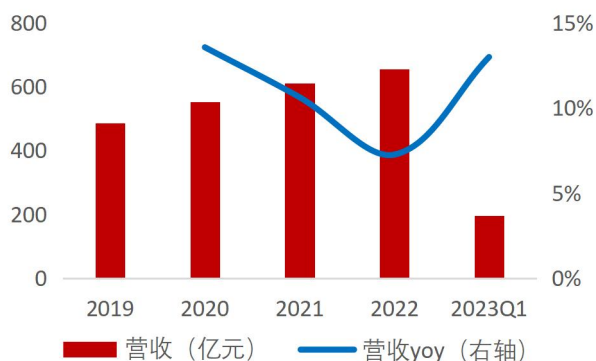
2. 啤酒：业绩稳健，高端化趋势持续

结构化升级，盈利能力增强。销量方面，2022 年行业销量平稳略有增长，四季度即饮场景受到疫情干扰显著拉低整体销量水平。2023 年即饮场景修复，啤酒销量呈现高增长态势，预计进入夏日消费旺季，销量仍有望维持较高增长水平。**吨价方面**，国内啤酒吨价与高端品牌、海外公司相比仍有较大提价空间，各公司通过经典产品升级、推出高端新品等优化产品结构，吨价持续上涨。

2.1. 营收情况：增长稳健，弹性充足

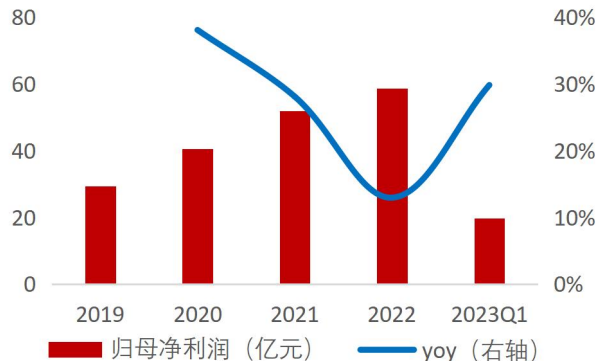
啤酒板块 2022 年整体业绩增长稳健，疫情扰动致增速放缓，2023Q1 强势复苏。A 股 7 家啤酒上市公司 2022 年实现总营收 654.98 亿元（+7.25%）、归母净利润 58.69 亿元（+12.95%），相比去年分别放缓 3.37pct、15.14pct；2023Q1 板块总营收 195.74 亿元（+12.98%）、归母净利润 19.81 亿元（+29.82%），相比 2022Q4 分别提速 14.54pct、11.22pct。展望 2023 年，消费场景修复叠加消费旺季临近，餐饮、夜场等现饮渠道的打开助推高端产品放量，低基数下啤酒板块业绩具备充足弹性。

图 15 2019 年至今啤酒总营收及增速



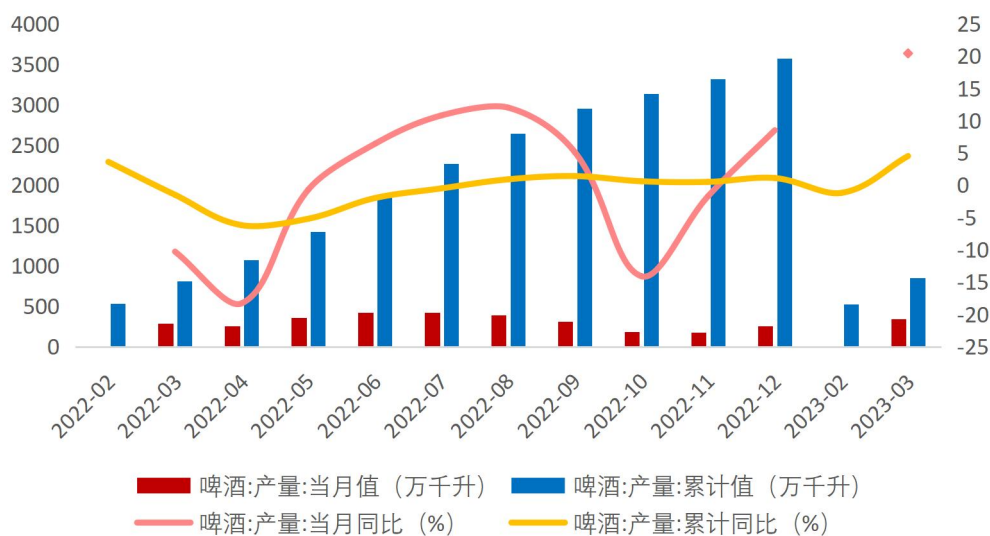
资料来源：wind，东海证券研究所

图 16 2019 年至今啤酒归母净利润及增速



资料来源：wind，东海证券研究所

图 17 2022 年 2 月至 2023 年 3 月啤酒产量



资料来源：wind，东海证券研究所

表 10 2022 年及 2023Q1 代表酒企销量及吨价

	2022				2023Q1			
	销量 (万千升)	销量 yoy	吨价 (元/千升)	吨价 yoy	销量 (万千升)	销量 yoy	吨价 (元/千升)	吨价 yoy
青岛啤酒	807.20	1.78%	3926.83	4.94%	236.3	11.02%	4530.76	4.76%
重庆啤酒	285.66	2.41%	4794.59	4.20%	82.36	3.69%	4758.86	0.51%
燕京啤酒	377.02	4.12%	3231.47	4.56%	96.31	12.80%	3661.28	0.83%

资料来源：wind，东海证券研究所

青岛啤酒超预期。公司 2022 年实现营业总收入 321.72 亿元（+6.65%）、归母净利润 37.11 亿元（+17.59%）；2023Q1 实现营业总收入 107.06 亿元（+16.27%）、归母净利润 14.51 亿元（+28.86%）。①**量价齐升**：2022 年公司销量/吨价分别同比+1.78%/+4.94%；23Q1 分别+11.02%/+4.76%。1>**分产品看，结构稳步升级**：2022 年主品牌青岛啤酒实现销量 444 万千升（+2.61%），中高端以上产品销量 293 万千升（+4.99%）；其他品牌销量 363 万千升（+0.79%）。2>**分渠道看**：餐饮、夜场等即饮市场销售占比约 40.6%；KA、流通等渠道非即饮市场销量占比约 59.4%。3>**分地区看**：营收分别为山东 213.67 亿元（同比+8.20%，占比 67.41%）、华北 78.63 亿元（同比+8.07%，占比 24.81%）、华南 34.00 亿元（同比+0.98%，占比 10.72%）、华东 27.79 亿元（同比-0.48%，占比 8.77%）、东南 9.16 亿元（同比+2.82%，占比 2.89%）、港澳及其他海外地区 7.21 亿元（同比+11.97%，占比 2.27%）。②**战略上**：公司加快产品结构调整，推动中高端产品规模持续壮大；以体育营销、音乐营销和体验营销为主线。展望 2023 年，即饮渠道持续恢复叠加旺季来临等利好，预计中高档产品销量增速高于整体，结构加速优化升级带动业绩加速释放。

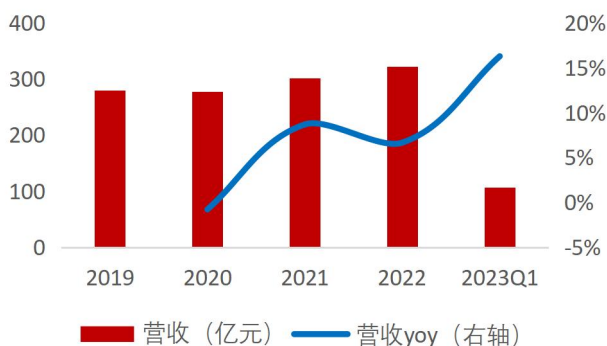
重庆啤酒符合预期。公司 2022 年实现营业总收入 140.39 亿元（+7.01%）、归母净利润 12.64 亿元（+8.35%）；2023Q1 实现营业总收入 40.06 亿元（+4.52%）、归母净利润 3.87 亿元（+13.63%）。①**量价持续提升，高端短期承压**：2022 年公司销量/吨价分别同比+2.41%/+4.20%；2023Q1 分别同比+3.69%/+0.51%，高端化持续但短期承压。1>**分产品看**，2022 年高档/主流/经济产品分别实现收入 49.47 亿元（+0.57%）、70.44 亿元（+7.56%）、17.05 亿元（+6.25%）。2>**分地区看**，2022 年西北区/中区/南区分别实现收入 39.79 亿元（同比-5.09%，占比 29.06%）、70.44 亿元（同比+11.10%，占比 43.12%）、17.05 亿元（同比+14.57%，占比 27.82%），西北区受疫情影响较大。②**战略上**，公司将推动扬帆 27 战略，以“国际高端品牌+本地强势品牌”的组合为依托推进高端化；大城市计划继续加速扩张；积极加强新零售渠道建设。展望 2023 年，公司计划实现营收中高个位数增长。

燕京啤酒超预期。公司 2022 年实现营业总收入 132.02 亿元（+10.38%）、归母净利润 3.52 亿元（+54.51%）；2023Q1 实现营业总收入 35.26 亿元（+13.74%）、归母净利润 0.65 亿元（+7373.28%）。①**结构升级迅速，中高端放量**：2022 年公司销量/吨价分别同比+4.12%/+4.56%；2023Q1 分别同比+12.80%/+0.83%。1>**分产品看**，2022 年中高档产品实现营收 76.58 亿元（同比+13.77%，占比 62.86%），其中燕京 U8 销量 39 万千升，同比增长超 50%；普通产品实现营收 42.25 亿元（同比+1.54%，占比 37.14%）。2>**分渠道看**，传统渠道/KA 渠道/电商渠道分别实现收入 114.71 亿元（+7.72%）、4.73 亿元（+19.87%）、2.39 亿元（+65.98%）。3>**分地区看**，华北/华东/华南/华中/西北分别实现营收 69.14 亿元（同比+16.94%，占比 52.38%）、8.98 亿元（同比+10.32%，占比 6.81%）、35.91 亿元（同比-3.77%，占比 27.20%）、12.13 亿元（同比+22.53%，占比 9.18%）、5.85 亿元（同比+14.28%，占比 4.43%）。②**战略上**，公司通过构建“1+5+N”总部全新组织架构，强化垂直管理和赋能指导，提高集团化经营管控效能；以营销变革加速品牌高端化进程，持续开展 U8 全链路营销；产品上不断推陈出新，推出 U8plus、老燕京 12 度、狮王精酿高端品牌系列等，多款燕京主品牌战略单品研发上市。展望 2023 年，现饮复苏+成本压力趋缓背景下，公司高端化有望持续推进，业绩实现加速释放。

华润啤酒符合预期。公司 2022 年实现主营收入 352.6 亿元(+5.6%)、归母净利润 43.4 亿元(-5.3%，剔除出让土地收入、资产减值损失及员工安置费用影响后，同比+25.2%)。①**量价来看**，公司 2022 年实现销量 1110 万千升(+0.4%)，吨价约 3178 元(+5.2%)：**具体来看**，次高档及以上产品实现销量 210.2 万千升(同比+12.6%，占比 18.9%)，喜力全年增长达 30%以上，产品结构高端化持续提升。**分部来看**，东区/中区/南区分别实现营收 179.6 亿元(同比+4.3%，占比 49.0%)、95.0 亿元(同比+12.9%，占比 26.0%)、95.0 亿元(同比+4.8%，占比 25.0%)。②**战略上**，公司持续推进“3+3+3”高端化战略发展，展望 2023 年，现饮复苏+高端化全速发展预计进一步带动量价齐升；白酒业务逐步发力叠加“啤白”赋能协同优势，预计中长期发展空间充足。

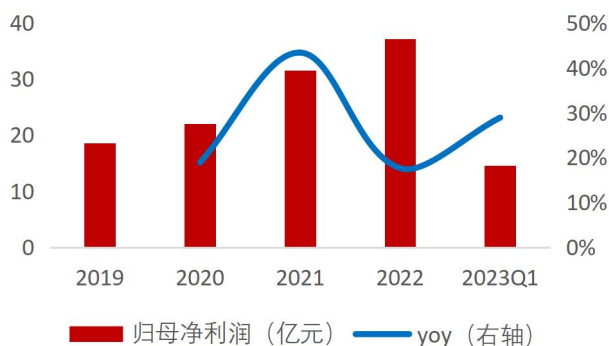
百威亚太符合预期。公司 2022 年实现主营收入 64.8 亿美元(内生+2.4%)、归母净利润 9.1 亿美元(-3.9%)、EBITDA19.3 亿美元(-5.2%)；2023Q1 实现主营收入 17.0 亿美元(+12.9%)、归母净利润 3.0 亿美元(-1.7%)、EBITDA5.8 亿美元(+10.4%)。①**量价来看**，公司 2022 年销量 884.9 万千升(+0.7%)，吨价约 732.1 美元，每百升收入增长 1.7%。**分地区看**，1>**亚太区西部**销量 769.2 万千升(-0.4%)，实现收入 52.3 亿美元(-0.6%)，每百升收入减少 0.1%；其中**中国市场**受疫情影响销量同比减少 3.0%、收入减少 4.2%、每百升收入减少 1.2%，但高端及超高端收入仍高于疫情前水平。2>**亚太区东部**销量 115.7 万千升(+8.9%)，实现收入 12.5 亿美元(+15.5%)，每百升收入+6.1%，其中韩国市场得益于零售及餐饮渠道的持续增长，总市场份额扩大约 1.5pct，市占率超过疫情前水平。②**战略上**，公司持续推进在中国的精酿啤酒布局，门店扩充 3 家并与英国精酿品牌 BrewDog 合作；在 2023 年消费复苏与餐饮、夜场等渠道快速全面恢复的背景下，公司 2023Q1 实现收入 17.0 亿美元(+12.9%)，预计全年业绩修复可期，弹性充足。

图 18 2019 年至今青岛啤酒总营收及增速



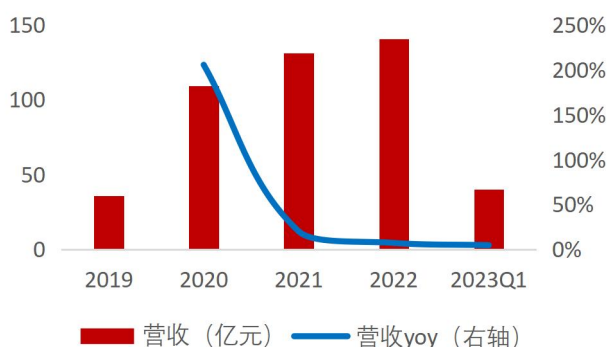
资料来源：wind，东海证券研究所

图 19 2019 年至今青岛啤酒归母净利润及增速



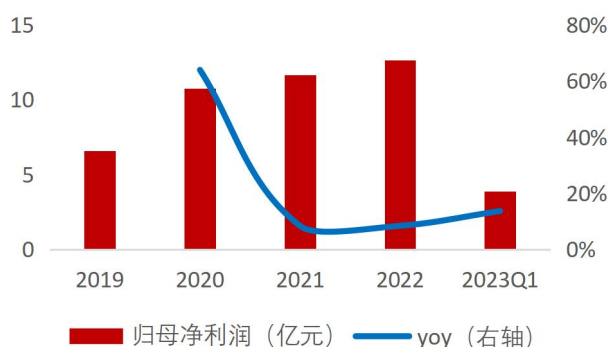
资料来源：wind，东海证券研究所

图 20 2019 年至今重庆啤酒总营收及增速



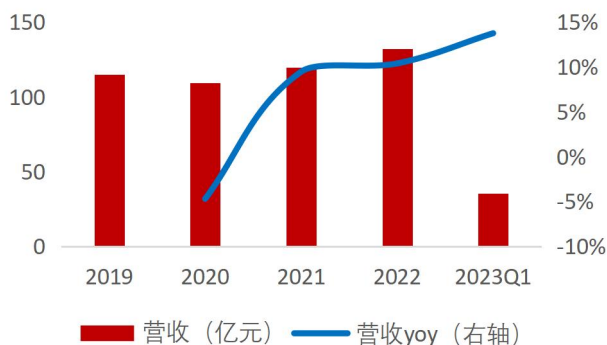
资料来源：wind，东海证券研究所

图 21 2019 年至今重庆啤酒归母净利润及增速



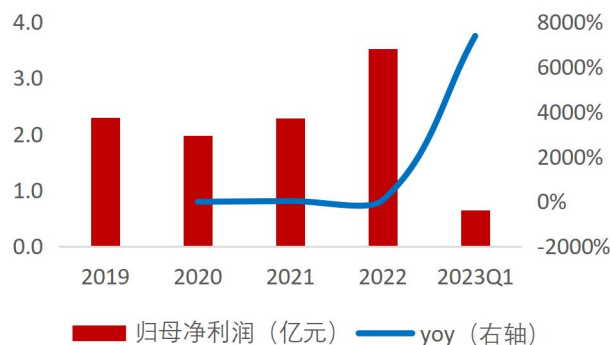
资料来源：wind，东海证券研究所

图 22 2019 年至今燕京啤酒总营收及增速



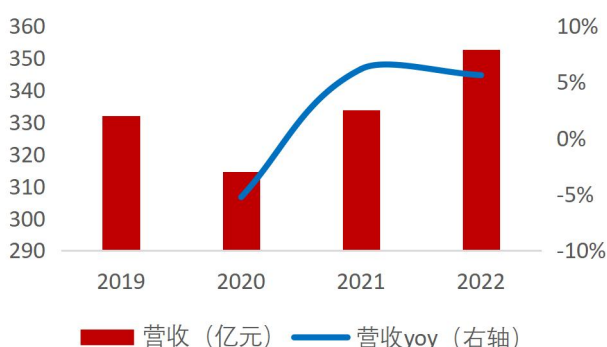
资料来源：wind，东海证券研究所

图 23 2019 年至今燕京啤酒归母净利润及增速



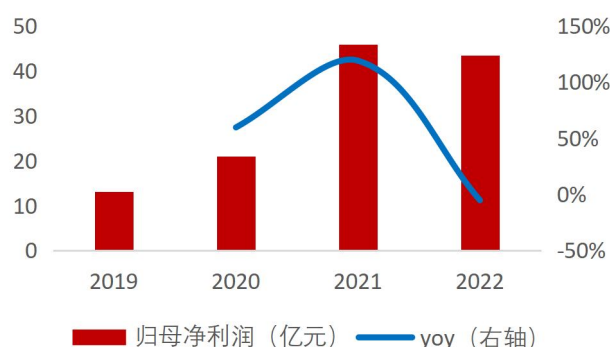
资料来源：wind，东海证券研究所

图 24 2019 年至今华润啤酒主营业务收入及增速



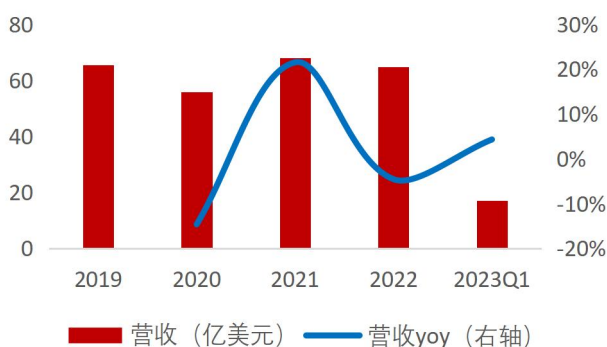
资料来源：wind，东海证券研究所

图 25 2019 年至今华润啤酒归母净利润及增速



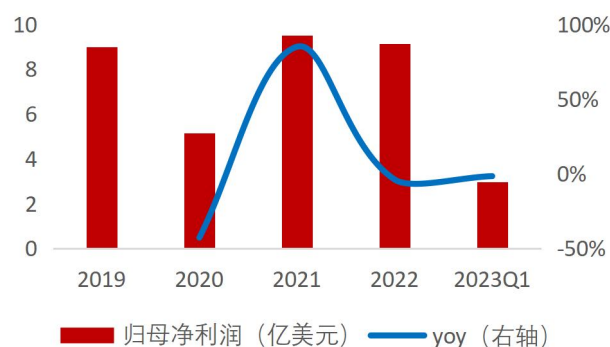
资料来源：wind，东海证券研究所

图 26 2019 年至今百威亚太主营业务收入及增速



资料来源：wind，东海证券研究所

图 27 2019 年至今百威亚太归母净利润及增速



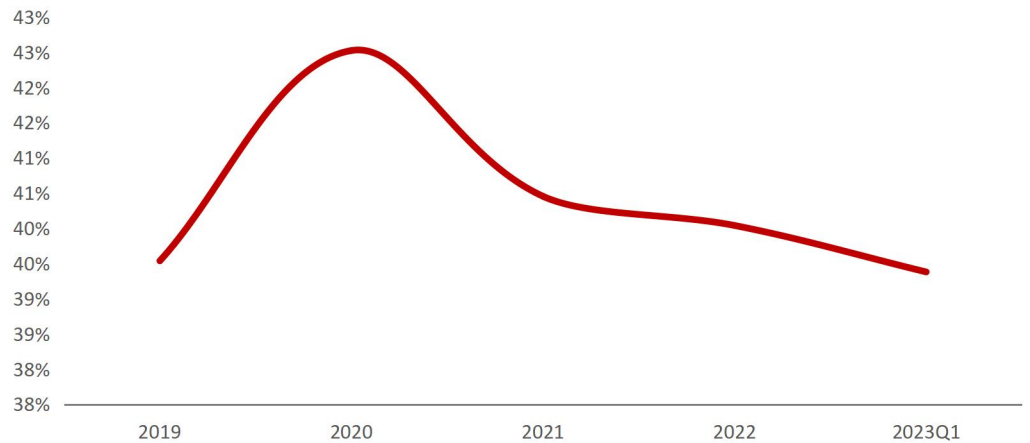
资料来源：wind，东海证券研究所

2.2.盈利能力：成本压力望缓解，费率管控持续优化

成本压力致毛利率下行，强化费控能力向内挖潜促归母净利率提升。①2022 年啤酒行业整体毛利率为 40.04%，同比下滑 0.41pct；整体归母净利率为 8.96%，同比增长 0.45pct。2022 年行业整体销售/管理/研发/财务费率分别为 13.70%/5.87%/0.92%/-1.35%，期间费用率同比下降 1.70pct，费率管控效果显著；②2023Q1 啤酒行业整体毛利率为 39.38%，同比改善 0.09pct；整体归母净利率为 10.12%，同比增长 1.31pct。2023Q1 行业整体销售/管理/研发/财务费率分别为 13.70%/5.87%/0.92%/-1.35%，期间费用率同比下降 1.12pct，费率管控持续优化。我们预计在 2023 年大麦价格上涨有限，且玻璃、铝、瓦楞纸等包材价格回

落的背景下，啤酒企业原材料成本压力有望逐渐缓解，高端化红利的释放将助推企业盈利能力改善提升。

图 28 2019 年至今啤酒板块毛利率 (%)



资料来源：wind，东海证券研究所

青岛啤酒：盈利能力提升。2022 年公司毛利率为 36.85%，较去年同期+0.13pct，2023Q1 毛利率为 38.32%，在 22 年行业整体面临原材料上涨压力的背景下，公司通过结构优化、高端化产品占比的提升改善吨价，缓解原材料成本上涨的压力，整体毛利率保持稳健。**费用率方面**，2022 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.05% (-0.53pct)、4.58% (-1.03pct)、0.20% (+0.09pct)、-1.31% (-0.50pct)，管理费用的下降主要因股份支付费用及职工薪酬的减少；2023Q1 单季各费用率分别为 13.84%/2.99%/0.10%/-0.96%。综合来看，2022 年公司归母净利率 11.53%，同比+1.07pct；2023Q1 单季归母净利率 13.56%。

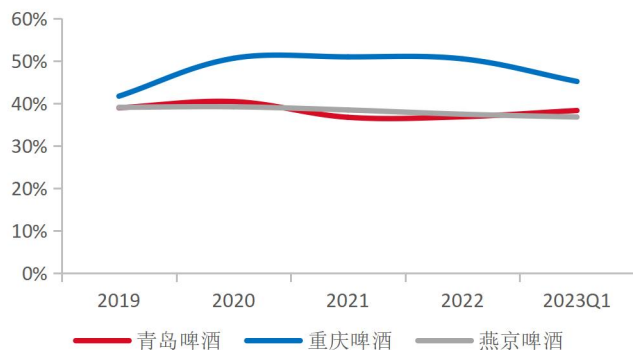
重庆啤酒：盈利稳健。2022 年公司毛利率为 50.48%，较去年同期-0.46pct，2023Q1 毛利率为 45.16%，公司通过提价及成本控制缓解原材料价格上涨压力，毛利率小幅下滑。**费用率方面**，2022 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.57% (-0.30pct)、3.81% (-0.13pct)、0.79% (-0.45pct)、-0.40% (-0.28pct)，疫情影响下公司通过加强费用管控，精益费用投放使归母净利率基本维稳；2023Q1 单季各费用率分别为 12.95%/3.11%/0.04%/-0.34%。综合来看，2022 年公司归母净利率 9.00%，同比+0.11pct；2023Q1 单季归母净利率 9.66%。

燕京啤酒：毛利略降，归母净利提升。2022 年公司毛利率为 37.44%，较去年同期-1.00pct，2023Q1 毛利率为 36.78%，原材料价格上涨压力使毛利承压，同比略降。**费用率方面**，2022 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.37% (-0.66pct)/10.70% (-1.32pct)/1.79% (+0.04pct)/-1.16% (-0.17pct)，期间费率合计下降 2.10pct，主要受益于费用精益投放及管理效能的提升；2023Q1 单季各费用率分别为 12.49%/11.97%/1.97%/-1.18%。综合来看，2022 年公司归母净利率 2.67%，同比+0.76pct；2023Q1 单季归母净利率 1.83%。

华润啤酒：费率精益，盈利提升。2022 年公司毛利率为 38.5%，较去年同期-0.7pct，主要系材料成本压力较大。**费用率方面**，公司 2022 年销售及分销费用与 2021 年基本持平，销售费用率同比下降 1.1pct 至 19.1%，主要受益于销售的精益、销售费用的节约、组织二次转型产销分离后产销成本的精益；推行“过紧日子”措施下，行政及其他费用较 2021 年下降 8.3%。费率的精益使归母净利提升改善明显，综合来看，2022 年公司核心归母净利率 12.8%，同比+2.1pct。

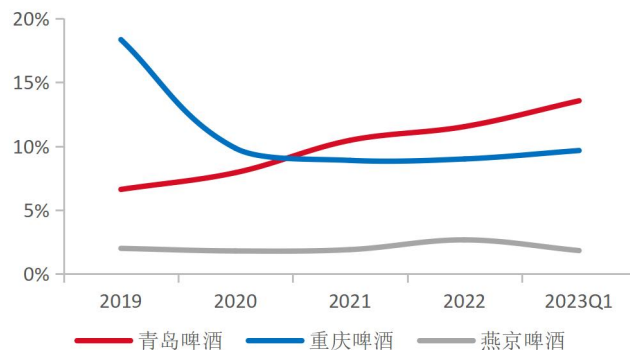
百威亚太：盈利修复。2022年公司毛利率为50.0%，较去年同期-2.8pct，2023Q1毛利率为50.2%，主要由于原材料及包装成本上升，销售成本增加8.5%。**费用率方面**，2022年公司销售、一般及行政开支21.2亿元（-10.9%），占收入比例32.7%（-2.3pct），主要受益于合理预期疫情对中国的影响，实施灵活资源分配及商业措施管理。综合来看，2022年公司归母净利润率14.1%，同比+0.1pct；2023Q1单季归母净利润率17.5%。

图 29 2019 年至今核心公司毛利率（%）



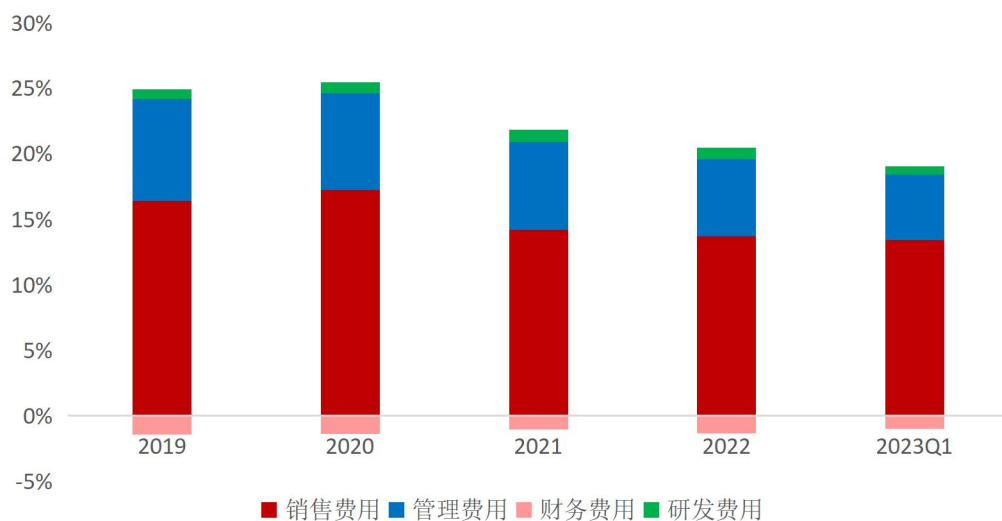
资料来源：wind，东海证券研究所

图 30 2019 年至今核心公司归母净利润率（%）



资料来源：wind，东海证券研究所

图 31 2019 年至今啤酒板块销售期间费用率



资料来源：wind，东海证券研究所

表 11 啤酒板块及核心公司 2022 及 2023Q1 单季费用率情况（%）

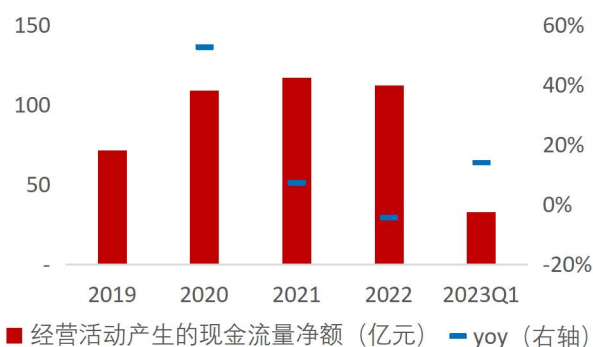
公司名称	2022					2023Q1				
	整体费率	销售	管理	财务	研发	整体费率	销售	管理	财务	研发
啤酒	18.06%	13.40%	5.00%	-0.98%	0.63%	19.14%	13.70%	5.87%	-1.35%	0.92%
青岛啤酒	15.97%	13.84%	2.99%	-0.96%	0.10%	16.52%	13.05%	4.58%	-1.31%	0.20%
重庆啤酒	15.75%	12.95%	3.11%	-0.34%	0.04%	20.77%	16.57%	3.81%	-0.40%	0.79%
燕京啤酒	25.25%	12.49%	11.97%	-1.18%	1.97%	23.71%	12.37%	10.70%	-1.16%	1.79%

资料来源：wind，东海证券研究所

2.3. 现金流：经营现金流稳健，总体改善

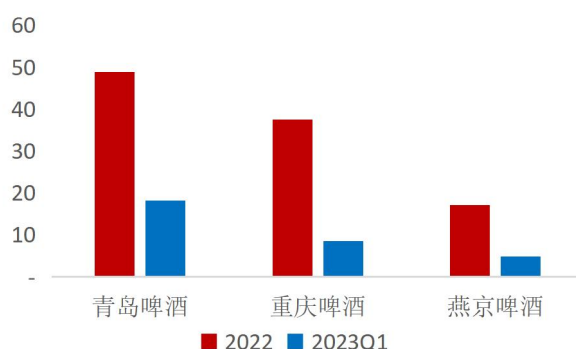
2022 年行业整体现金流净额为 19.07 亿元，去年同期现金流净额为-53.37 亿元，大幅改善并由负转正；其中经营/投资/筹资现金流净额分别为 112.06/-52.12/-40.87 亿元，同比 -4.31%/+60.34%/-4.66%，整体经营现金维持稳健。**重庆啤酒**：2022 年公司投资活动净流出减少，主要系本年收回去去年期末未到期结构性存款所致；**青岛啤酒**：2022 年投资活动净流出大幅减少主要系全资子公司财务公司理财净投入同比减少所致；**燕京啤酒**：2022 年因新增贷款及偿还贷款，致筹资活动现金流入/流出大幅提升。

图 32 2019 年至今板块经营活动现金流净额情况



资料来源：wind，东海证券研究所

图 33 核心公司经营活动产生的现金流量净额（亿元）



资料来源：wind，东海证券研究所

表 12 2022 年 1 月至 2023 年 4 月底啤酒行业事件汇总

时间	公司名称	主要内容
2022.01.09	青岛啤酒	发布超高端新品“一世传奇”，电商平台上售价达到 2338 元/1.5L*2 瓶
2022.01.09	百威啤酒	上线“百威大师传奇虎年限量版”产品，售价 1588 元/瓶
2022.05.19	乐惠国际	精酿鲜啤进驻海底捞
2022.05.30	青岛啤酒	复星国际出售所持青岛啤酒股份
2022.06.17	百威英博	百威集团签约京东超市 GSKA RISE 计划
2022.06.20	重庆啤酒	许可方嘉士伯啤酒厂提出全球 1664 Blanc 系列产品特许权使用费率从目前实施的 6% 提高到 7%
2022.06.21	燕京啤酒	燕京鲜啤 2022 上市
2022.07.25	燕京啤酒	推出 U8plus
2022.07.28	*ST 西发	子公司拉萨啤酒拟新建啤酒生产线
2022.08.22	朝日集团	公司旗下意大利高端啤酒品牌贝罗尼正式进入中国市场
2022.09.26	*ST 西发	拉萨啤酒停工停产，预计将对三季度利润产生重大不利影响
2022.09.27	华润啤酒	雪花啤酒年产 100 万千升啤酒生产基地项目在章丘开工
2022.12.19	青岛啤酒	超高端品鉴会在海口圆满举行
2023.01.17	百威英博	投资超过 4 亿美元在哥伦比亚建啤酒厂
2023.01.31	朝日啤酒	神奈川工厂 1 月底停产关闭
2023.02.07	青岛啤酒	2023 年将在青岛市新开工 4 个项目
2023.02.10	*ST 西发	拉萨啤酒听装生产线升级改造项目投产
2023.02.14	华润啤酒	雪花啤酒凉山公司 40 万千升迁建项目预计 7 月土建全部完工
2023.02.17	青岛啤酒	荣成公司 15 万千升智能化生产项目主体框架已完工
2023.02.21	华润啤酒	雪花啤酒旗下高端产品全麦纯生全新登场
2023.02.22	百威中国	酿酒狗宣布与百威中国合作，3 月底在雪津啤酒厂代工
2023.02.23	百威中国	百威冰啤 500ml 听装、瓶装两款新品在四川资阳工厂下线
2023.03.07	燕京啤酒	燕京啤酒投资公司拟转让燕京啤酒长沙公司 80% 股权

2023.03.10	天湖啤酒	辽宁天湖啤酒黑龙江省海林市项目 2024 年投产
2023.03.15	华润啤酒	雪花啤酒嘉善公司 5 升装铁金刚啤酒生产线试生产
2023.03.22	燕京啤酒	四川燕京啤酒公司拟投资 2 亿元实施三期技改扩能
2023.04.07	青岛啤酒	百万千升级高端特色啤酒生产基地项目落子崂山
2023.04.17	燕京啤酒	漓泉啤酒推出漓泉加料 1998 小度加料啤酒

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

3. 预加工食品：B 端修复，大单品放量

B 端修复，大单品放量。场景端，2022 年 B 端整体受到疫情冲击影响较大，宴席、社餐需求疲软，团餐发展较好。2023 年消费场景放开带动 B 端持续修复，宴席、社餐对团餐形成增长切换，同时 B 端对居家餐饮场景进行了一定增长切换。**产品端**，速冻核心公司依托大单品放量，同时积极培育第二单品，打造新品矩阵。在场景修复的背景下，逐步迎来成熟及放量期，推新逐步成为 2023 年业绩驱动。此外，面对原材料上涨，各公司通过控费、优化产品结构等方式缓解成本压力，随着原材料成本从高位开始下降，预加工板块企业有望实现利润释放。

3.1. 营收情况：表现较为亮眼，B 端修复

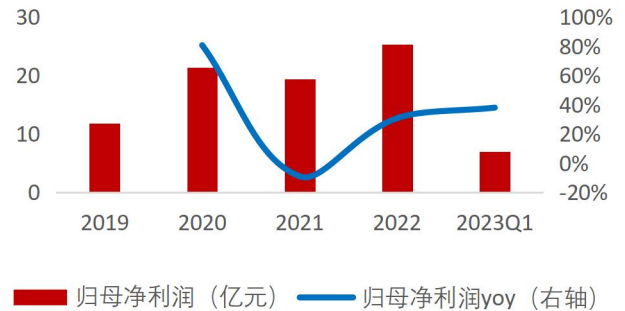
预加工板块 2022 年表现较为亮眼，B 端业务受损。A 股 9 家预加工食品上市公司 2022 年实现总营收为 315.88 亿元，同比增长 13.80%，环比下降 3.16pct。实现归母净利润 25.29 亿元，同比增长 30.64%，环比提升 39.89pct。2023Q1 实现总营收 82.09 亿元，同比增长 17.18%，实现归母净利润 6.90 亿元，同比增长 37.79%。2022 年受疫情影响，B 端大客户下游需求较弱业务受损。

图 34 2019 年至今预加工食品营业总收入及增速



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 35 2019 年至今预加工食品归母净利润及增速



资料来源：ifind，东海证券研究所

干味央厨公司业绩稳健，经销增速较快。2022 年营收 14.89 亿元 (+16.86%)，归母净利润 1.02 亿元 (+15.20%)，相比去年放缓 18.03pct 和 0.31pct。2023Q1 实现营收 4.29 亿元 (+23.18%)，归母净利润 0.30 亿元 (+5.49%)，相比去年 Q4 营收提速 4.41pct 和 4.36pct。①分产品看，2022 年油炸类营收 7.01 亿元 (同比+6.06%)，烘焙类营收 2.75 亿元 (+23.14%)，蒸煮类营收 2.95 亿元 (+15.37%)，菜肴类及其他营收 2.13 亿元 (+63.50%)。菜肴类以及其他增幅较快，主要是蒸煎饺和预制菜快速放量带来的积极影响。油炸类受大客户因素增速放缓，实际相对稳健，目前油条等大单品规模效应突出，市场竞争优势明显，核心客户恢复存弹性，产品同样适合小 B 推广，2023 年望维持较快增长。②分渠道看，2022

年直营营收为 5.17 亿元 (+1.28%)，经销营收 9.66 亿元 (+27.29%)，电商营收为 651 万元 (+89.89%)。公司直营增速明显放缓，经销增速较快。

三全食品新品增长良好，利润进入释放期。2022 年营收 74.34 亿元 (+7.07%)，归母净利润 8.01 亿元 (+24.98%)，相比去年提速 6.82pct 和 41.53pct。公司 2022 年新品增长良好，渠道改革、下沉带动盈利能力稳步提升。2023Q1 实现营收 23.73 亿元 (+1.29%)，归母净利润 2.79 亿元 (+7.03%)，相比去年 Q4 放缓 11.35pct 和 0.77pct，预计春节有效销售时间缩短且公司产品库存不足导致销售额增长有限。**①分产品看**，2022 年速冻面米制品营收 64.38 亿元 (+6.73%)，速冻调制食品营收 8.38 亿元 (+12.27%)，冷藏及短保类营收 1.04 亿元 (-15.36%)，其他业务营收 0.54 亿元 (+28.21%)。速冻调制食品中针对年轻人推出的空气炸锅类新品表现亮眼带动该品类增速提升。便利店、餐馆等线下消费场景受到疫情冲击，导致冷藏及短保类营收同比略有下降。**②分渠道看**，2022 年经销营收 56.44 亿元 (+10.15%)，直营营收 15.46 亿元 (-4.42%)，直营电商营收 1.90 亿元 (+19.17%)，公司电商渠道拓展加速，经销营收稳健上涨。

安井食品 2022 年成长强劲，2023Q1 再超预期。2022 年营收 121.83 亿元 (+31.39%)，归母净利润 11.01 亿元 (+61.37%)，相比去年放缓 1.73pct 和提速 48.37pct。公司 2022 年预制菜显著放量，产品、渠道持续深耕带动盈利能力提升，业绩超越市场预期。2023Q1 实现营收 31.91 亿元 (+36.43%)，归母净利润 3.62 亿元 (+76.94%)，相比去年 Q4 提速 9.63pct 和放缓 41.41pct。一季度业绩再超预期，预计主要原因为 1-2 月为销售旺季，春节假期刺激公司产品销售提升。**①分产品看**，2022 年面米制品营收 24.14 亿元 (+17.56%)，肉制品营收 23.84 亿元 (+11.28%)，鱼糜制品营收 39.45 亿元 (+13.44%)，菜肴制品营收 30.24 亿元 (+111.61%)，农副产品营收 3.80 亿元 (+156.13%)。菜肴制品营收大幅增长，主因公司新宏业与新柳伍纳入公司合并报表范围带来增量、安井小厨事业部成立等导致菜肴制品营收高速增长。**②分渠道看**，2022 年经销营收 98.04 亿元 (+26.95%)，商超营收 9.78 亿元 (+6.03%)，特通直营营收 8.31 亿元 (+116.79%)，新零售营收 4.39 亿元 (+146.69%)，电商营收 1.30 亿元 (+98.33%)。特通直营、新零售、电商渠道营收增速较快，主因公司将新零售渠道单独列示，不断加大开发渠道，持续巩固京东、天猫等电商渠道。

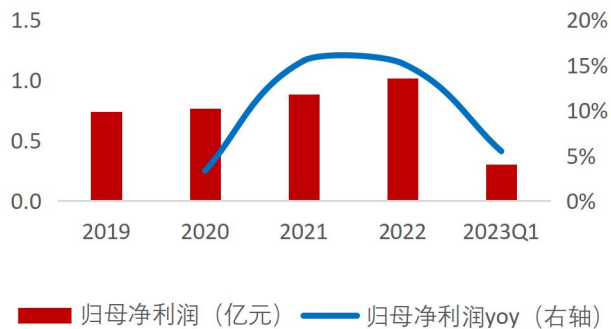
味知香 2022 年受疫情影响业绩承压，公司拓店速度稳健。2023Q1，B 端实际复苏好于 C 端，并持续改善。2022 年营收 7.98 亿元 (+4.40%)，归母净利润 1.43 亿元 (+7.95%)，相比去年放缓 18.44pct 和提速 1.89pct。公司 2022 年疫情同时影响 B 端客户经营情况以及 C 端开店情况，业绩承压。公司门店拓展有力，B 端受到影响较大。2023Q1 实现营收 2.02 亿元 (+8.61%)，归母净利润 0.36 亿元 (-0.17%)，相比去年 Q4 提速 10.28pct 和放缓 9.15pct。**①分渠道看**，加盟店、经销店、批发渠道、直销及其他、电商渠道收入分别为 4.26 亿元 (+22.71%)、1.27 亿元 (-2.71%)、2.17 亿元 (-10.80%)、0.11 亿元 (-40.29%)、0.08 亿元 (-47.05%)。因拓店积极，在疫情持续对 B 端造成影响，以及疫情期间关店影响的情况下，公司占比最高的加盟业务维持相对较快的增长，其他业务受到一定影响。**②分品类看**，2022 年公司牛肉类、家禽类、猪肉类、羊肉类、鱼类、虾类收入分别达 3.35 亿元 (-5.78%)、1.24 亿元 (+18.14%)、0.55 亿元 (+30.29%)、0.14 亿元 (-6.40%)、1.13 亿元 (+14.53%)、1.03 亿元 (+6.95%)。2022 年公司水产和家禽类保持较高增长。2023 基于消费降级现象（预计与餐饮复苏的挤出效应有关），低单价产品增长整体好于高单价产品。

图 36 干味央厨营收及增速



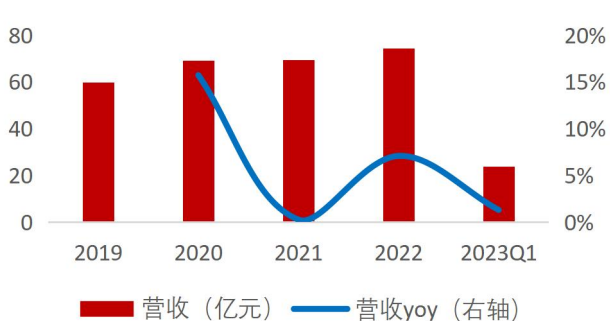
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 37 干味央厨归母净利润及增速



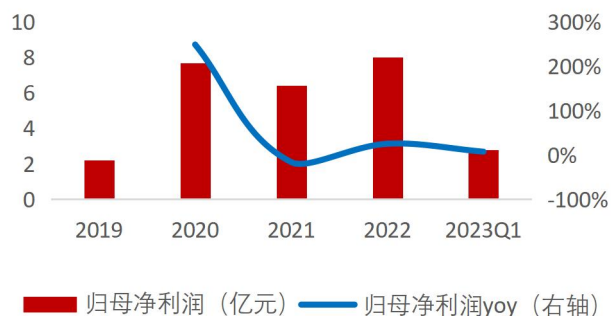
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 38 三全食品营收及增速



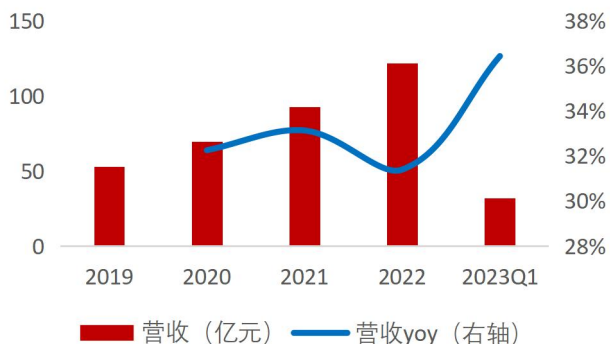
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 39 三全食品归母净利润及增速



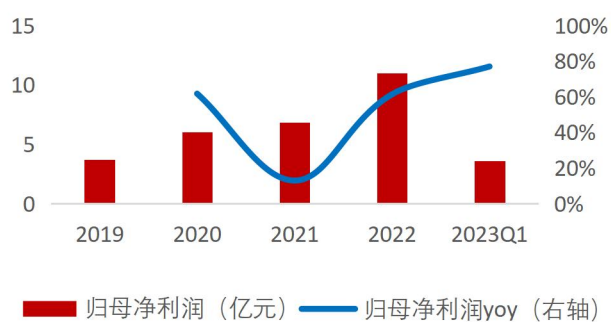
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 40 安井食品营收及增速



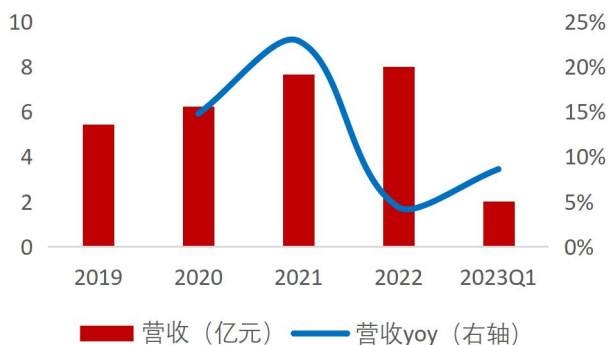
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 41 安井食品归母净利润及增速



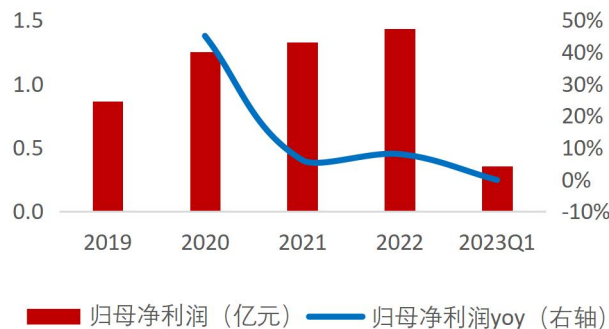
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 42 味知香营收及增速



资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 43 味知香归母净利润及增速



资料来源: ifind, 东海证券研究所

3.2. 盈利能力: 成本压制毛利率, 费用管控效果显著

毛利率增长趋缓, 费用管控较好。①产品结构优化。各公司抓住 B 端和 C 端用户推出大单品以及持续推出新品。通过淘汰低盈利产品, 对结构进行优化升级。②销售费用投放效率提高。公司缩减促销费用, 营收规模持续提升导致销售费用率下降。未来随着宣传/促销费用投入效率提升, 费用投入效率将持续提升。

2022 年预加工板块毛利率为 23.67% (-0.64pct)。期间费用率为 13.64% (-2.80pct), 销售费用率为 8.99% (-2.18pct)。2023Q1 预加工板块毛利率为 23.88% (-1.75pct)。期间费用率为 13.65% (-2.42pct), 销售费用率为 9.45% (-1.99pct)。

干味央厨毛利率提升。①2022 年毛利率为 23.41% (+1.06pct), 归母净利率为 6.78% (-0.07pct)。2022 年公司期间费率为 14.44% (+1.60pct), 销售费率为 3.92% (+0.59pct), 管理费率为 9.34% (+0.91pct), 研发费率为 1.06% (+0.35pct)。期间费率进一步提升主要因公司进行股权激励计划费用确认增加, 同时销售费率上升还与销售人员增加、新增华东仓储费有关。研发人员数量同比增加 31 人 (+73.81%), 研发投入金额同比增加 76.29% 导致研发费率提升。②2023Q1 毛利率和归母净利率分别为 23.95% 和 6.97%, 同比提升 1.39pct 和下降 1.13pct。2023Q1 费用率为 13.95% (+1.29pct), 其中销售费用率 5.08% (+1.87pct)、管理费用率 7.81% (-0.93pct) 公司 2023Q1 毛利率提升, 预计主要原因为烘焙类等高毛利产品营收占比提升, 产品结构进一步优化。

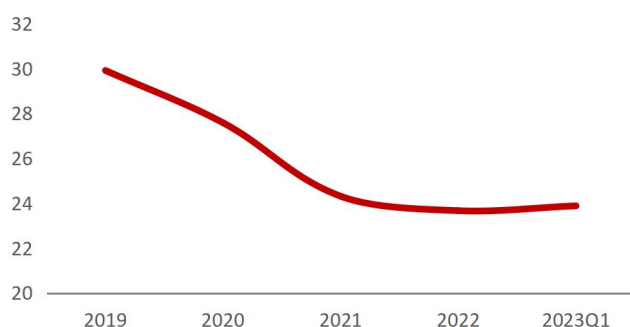
三全食品毛利率提升。①2022 年毛利率和归母净利率分别为 28.07% 和 10.78%, 同比提升 0.90pct 和 1.56pct。2022 年费用率为 15.28% (-1.19pct), 其中销售费用率 11.89% (-1.09pct)、管理费用率 2.93% (+0.10pct)。管理费用率提升主要是计提股权激励费用约 1763 万所致。②2023Q1 毛利率和归母净利率分别为 28.28% 和 11.78%, 同比下降 2.75pct 和提升 0.64pct。2023Q1 费用率为 14.76% (-2.02pct), 其中销售费用率 12.61% (-1.79pct)、管理费用率 2.04% (-0.16pct)。公司 2023Q1 毛利率略降, 预计主要原因是公司糯米粉原材料价格上涨叠加公司产品提价传导较为滞后。

安井食品毛利下降, 但公司控费效果显著。①2022 年毛利率和归母净利率分别为 21.96% 和 9.17%, 同比下降 0.16pct 和提升 1.76pct。2022 年费用率为 10.12% (-3.43pct), 其中销售费用率 7.17% (-1.99pct)、管理费用率 2.81% (-0.64pct)。公司 2022 年预制菜放量, 占比提升, 预制菜毛利承压、人工成本及运费影响, 导致公司毛利下降。但是公司控费效果显著带动归母净利率同比提升。②2023Q1 毛利率和归母净利率分别为 24.71% 和 11.62%, 同比提升 0.51pct 和 2.66pct。2023Q1 费用率为 10.13% (-3.76pct), 其中销售

费用率 7.36% (-2.95pct)、管理费用率 2.82% (-0.21pct)。公司 2023Q1 销售费用同比下降显著，预计主要原因为公司缩减了促销费用导致销售费用减少。

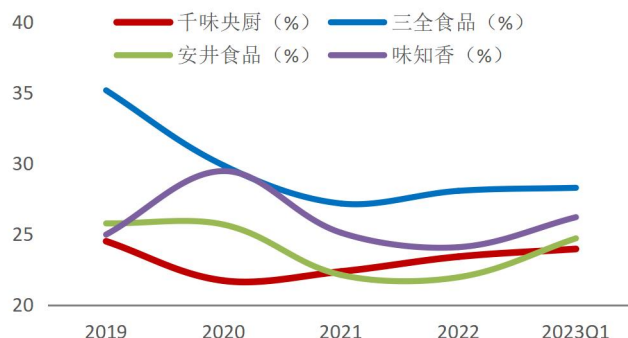
味知香 2022 年毛利略有下滑，2023 年 Q1 毛利提升。①2022 年毛利率和归母净利率分别为 24.08% 和 17.94%，同比下降 1.03pct 和提升 0.59pct。2022 年费用率为 6.11% (-1.54pct)，其中销售费用率 3.85% (-0.88pct)、管理费用率 3.90% (-0.59pct)。2022 年电商费用减少导致销售费用同比下降。②2023Q1 毛利率和归母净利率分别为 26.20% 和 17.62%，同比提升 1.39pct 和下降 1.55pct。2023Q1 费用率为 8.02% (+1.30pct)，其中销售费用率 4.31% (+0.21pct)、管理费用率 4.59% (+0.83pct)。2023Q1 毛利率提升，销售、管理费用上涨，主因牛肉等原材料价格下降以及市场扩张期间人员团队增加。

图 44 2019 年至今预加工板块毛利率 (%)



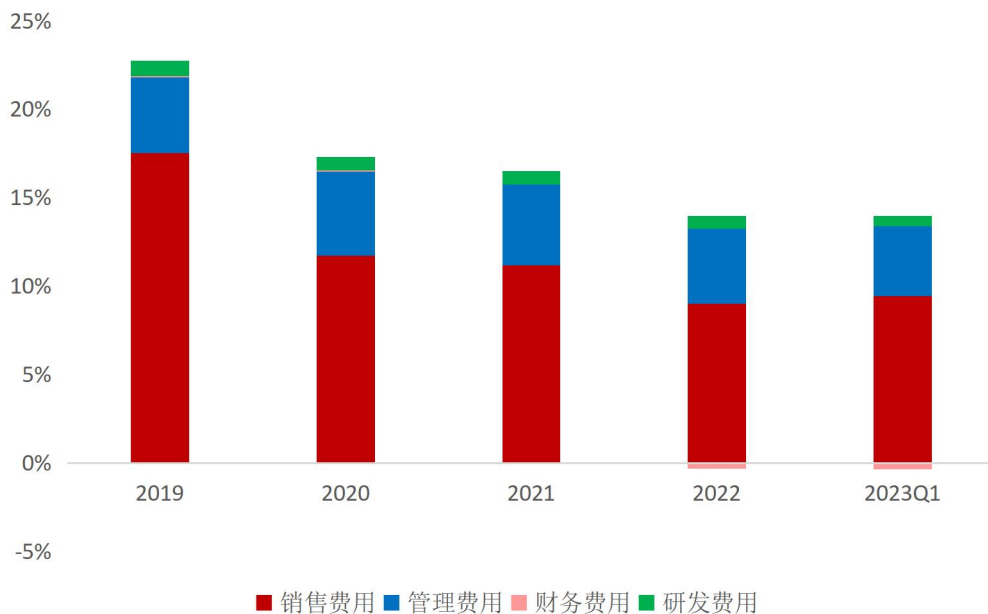
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 45 2019 年以来预加工板块核心公司毛利率



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 46 2019 年至今预加工板块费用率情况



资料来源：ifind，东海证券研究所

表 13 预加工板块及核心公司 2022 年及 2023 年 Q1 单季费用率情况

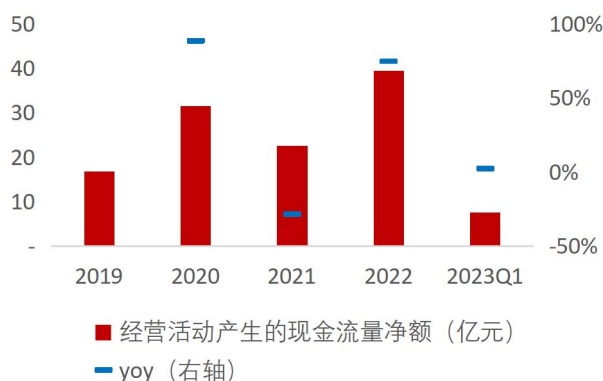
公司名称	2022					2023Q1				
	费用率	销售	管理	财务	研发	费用率	销售	管理	财务	研发
预加工食品	13.64%	8.99%	4.24%	-0.31%	0.72%	13.65%	9.45%	3.95%	-0.34%	0.59%
千味央厨	14.44%	3.92%	9.34%	0.11%	1.06%	13.95%	5.08%	7.81%	0.23%	0.83%
三全食品	15.28%	11.89%	2.93%	-0.17%	0.62%	14.76%	12.61%	2.04%	-0.18%	0.28%
安井食品	10.12%	7.17%	2.81%	-0.62%	0.77%	10.13%	7.36%	-2.82%	-0.64%	0.58%
味知香	6.11%	3.85%	3.90%	-2.07%	0.43%	8.02%	4.31%	4.59%	-1.40%	0.51%

资料来源：ifind，东海证券研究所

3.3. 现金流情况：经营性现金流保持稳健

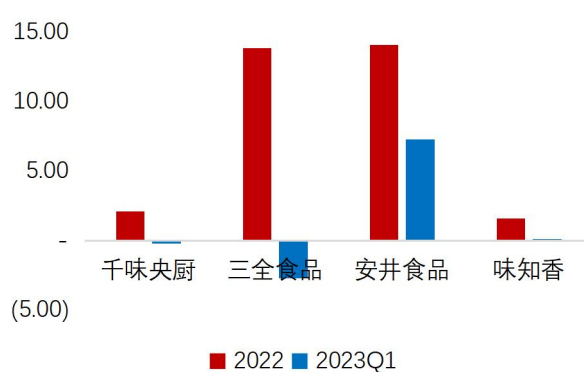
板块 2022 年经营活动现金流净额为 39.40 亿元，同比增长 74.78%。2023 年 Q1 板块经营活动现金流净额为 7.60 亿元，同比增长 2.41%，现金流保持稳健。2022 年经营现金流保持较高增长，由于 C 端业务普遍采取先款后货或者严控账期，大 B 客户现金情况良好，行业整体现金流依然维持稳健。

图 47 2019 年至今板块经营活动现金流净额情况



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 48 核心公司经营活动产生的现金流量净额（亿元）



资料来源：ifind，东海证券研究所

表 14 预加工板块重要事件汇总

时间	公司名称	主要内容
2022.01.05	预制菜	广东将在肇庆打造大湾区首家预制菜产业园
2022.01.20	预制菜	中石化易捷发布“丰餐路舒”招商计划，包括餐饮预制菜加工企业等，入选餐饮企业将进入中石化易捷渠道
2022.01.19	预制菜	2021 年每日优鲜预制菜商品的销量同比增长超 300%，渗透率超过 40%，在会员用户中的复购率接近 70%
2022.02.10	预制菜	山东将成立预制菜产业联盟
2022.03.10	安井食品	速冻龙头安井食品 10 亿元投资预制菜
2022.03.23	三全食品	三全食品布局预制菜细分赛道，推出油炸丸子新品
2022.04.06	安井食品	旗下冻品先生推出四款预制菜新品
2022.04.07	预制菜	山东潍坊市委、市政府办公室印发《潍坊市预制菜产业高质量发展三年行动计划（2022-2024 年）》
2022.04.16	预制菜	中国预制菜产业联盟正式成立
2022.05.18	味知香	味知香表示运营社区店的条件尚不成熟
2022.04.29	安井食品	拟以总计不超过 6.44 亿元分步收购湖北新柳伍食品集团有限公司（以下简称“新柳伍食品”）70% 股权，首期已完成对新柳伍 40% 的股权收购。
2022.06.06	安井食品	公司明确“BC 兼顾、全渠发力”的渠道策略，将按照“自产+并购+贴牌”布局预制菜
2022.06.20	安井食品	安井食品入选中证 500 指数样本
2022.06.27	预制菜	中国西部预制菜产业园重点项目开工
2022.06.24	惠发食品	惠发食品与中国石化潍坊石油分公司正式开启合作
2022.06.24	千味央厨	千味央厨参股成立预制菜新公司
2022.07.08	预制菜	首个省级预制菜产业投资基金成立，规模将达 100 亿元以上
2022.07.11	千味央厨	拟联合中原金控等设立 2.5 亿餐饮产业投资基金
2022.07.08	预制菜	首个省级预制菜产业投资基金成立，规模将达 100 亿元以上
2022.07.24	安井食品	华北生产基地三期项目开工
2022.08.08	预制菜	中国（上海）预制菜产业联盟成立
2022.08.18	千味央厨	华东生产基地投产
2022.09.13	味知香	公司目前坚持深耕长三角，同时逐步向外围扩展的策略
2022.10.14	预制菜	广东立项制定预制菜五项基础性关键性地方标准
2023.01.16	预制菜	江苏省政协委员建议设长三角预制菜谱数据库
2023.01.17	预制菜	上海市市场监管局制定了《上海市预制菜生产许可审查方案》，明确了预制菜的定义、8 大类产品类别、生产条件要求、冷链管理要求、食品添加剂使用要求等
2023.02.13	预制菜	《中共中央国务院关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》发布，其中明确，深入实施“数商兴农”和“互联网+”农产品出村进城工程，鼓励发展农产品电商直采、定制生产等模式，建设农副产品直播电商基地。提升净菜、中央厨房等产业标准化和规范化水平。培育发展预制菜产业
2023.03.14	千味央厨	公司第三届董事会非独立董事叶威先生辞职
2023.03.20	预制菜	中洋鱼天下携手盒马就水产预制菜全面展开深度合作
2023.03.23	千味央厨	拟向特定对象发行股票募集资金总额不超过 5.9 亿元，将用于食品加工建设项目、收购味宝食品 80% 股权、补充流动资金。为扩充速冻面食制品产能、拟在鹤壁浚县投建食品加工基地
2023.04.03	海欣食品	拟受让东鸥食品 51% 股权
2023.04.13	预制菜	盒马预制菜部门在中国连锁餐饮峰会上首次亮相，将加速新品开发

资料来源：ifind，东海证券研究所

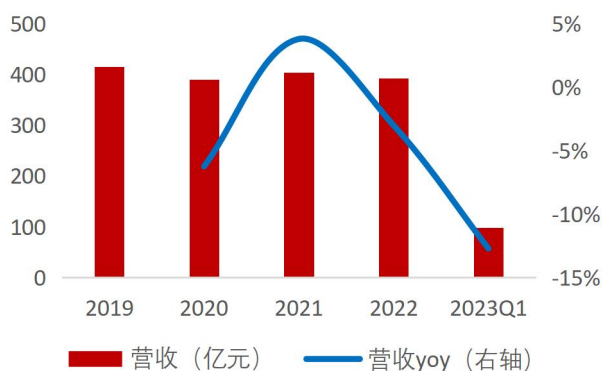
4.零食：板块持续承压，部分标的增长强劲

零食板块持续承压，分化加剧。生产型龙头如盐津铺子、甘源食品、劲仔食品逆势强劲增长。消费渠道变革大背景下，生产型龙头优势明确、替代持续，渠道改革红利持续释放，进一步拉开与渠道型龙头的业绩差距。

4.1.营收情况：板块业绩持续承压

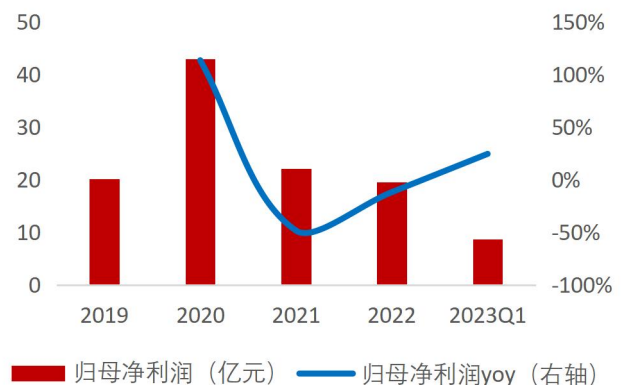
零食板块整体业绩持续承压，营收持续下滑，2023Q1 归母净利润表现大幅改善，盈利能力显著提高。2022 年，A 股 10 家零食上市公司实现营收 392.46 亿元，同比下降 3.01%，比去年同期增速下降 6.82pct；实现归母净利润 19.51 亿元，同比下降 11.90%，比去年同期增速提高 36.60pct。2023Q1，A 股 10 家零食上市公司实现营收 98.20 亿元，同比下降 12.72%，比去年同期增速下降 11.08pct；实现归母净利润 8.66 亿元，同比增长 24.50%，比去年同期增速提高 51.05pct。生产型龙头（盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）与渠道型龙头（三只松鼠、良品铺子、来伊份）业绩分化：①营收方面，2022 年生产型龙头营收增速普遍高于渠道型龙头；2023Q1 生产型龙头营收普遍高增，渠道型龙头营收普遍下滑。②归母净利润方面，2023Q1 生产型龙头归母净利增速普遍高于渠道型龙头。

图 49 2019 年至今零食板块营收及增速



资料来源：wind，东海证券研究所

图 50 2019 年至今零食板块归母净利润及增速



资料来源：wind，东海证券研究所

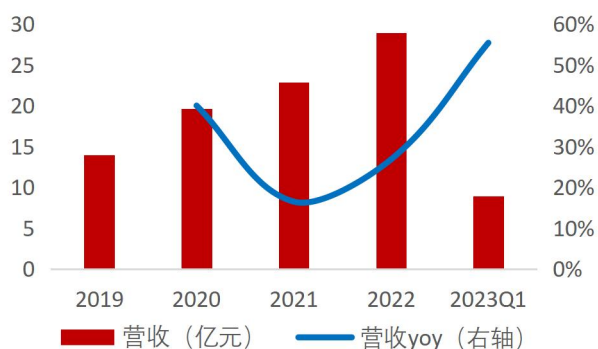
盐津铺子营收再超预期，发展势能强劲。2022 年，盐津铺子实现营收 28.94 亿元，同比增长 26.83%；实现归母净利润 3.01 亿元，同比增长 100.01%。2023Q1，盐津铺子实现营收 8.93 亿元，同比增长 55.37%；实现归母净利润 1.12 亿元，同比增长 81.67%。①产品上，公司新增蒟蒻品类，聚焦辣卤零食、深海零食、休闲烘焙点心、薯片、果干、蒟蒻六大品类，多数品类于 2022 年实现双位数增长，辣卤零食、薯片表现突出。②渠道上，渠道结构变化显著，直营占比下降，低费用的经销渠道和新兴渠道占比明显提升，电商低基数高成长，推动营收高速增长但费用增长有限。③区域上，公司在不断夯实华中市场的同时，全力开拓华南市场为新的根据地，将加速布局华东、华北市场。④展望未来，短期内零食专营店红利持续释放叠加公司渠道结构调整，长期来看制造型龙头替代，将主力打开公司成长及盈利空间。

劲仔食品大包装战略深化，Q1 营收高势能增长。2022 年，劲仔食品实现营收 14.62 亿元，同比增长 31.59%；实现归母净利润 1.25 亿元，同比增长 46.77%。2023Q1，劲仔食品实现营收 4.37 亿元，同比增长 68.40%；实现归母净利润 0.39 亿元，同比增长 95.39%。①产品上，公司深化大包装战略，2022 年公司大包装产品营收增速超 70%。公司聚焦核心品类，新品推广及产能扩张及时有效，鹤鹑蛋等新品快速放量，在小鱼干成为 10 亿级单品

同时，同时创造豆干、手撕肉干、魔芋、鹌鹑蛋 4 个亿级单品。②**渠道上**，公司线上、线下渠道同步发力，2022 年线上营收 3.09 亿元，同比增长 48.6%；线下渠道营收 11.53 亿元，同比增长 27.68%。截至目前，公司合作了约 30 家零食专营系统客户，包括零食很忙、糖巢、老婆大人等。③**区域上**，公司市场布局均衡，华东市场在维持营收体量的同时仍保持了较高的增长速度。④**展望未来**，公司深化大包装战略，大单品叠加优质新品进入商超渠道驱动客群扩张，业绩值得期待。

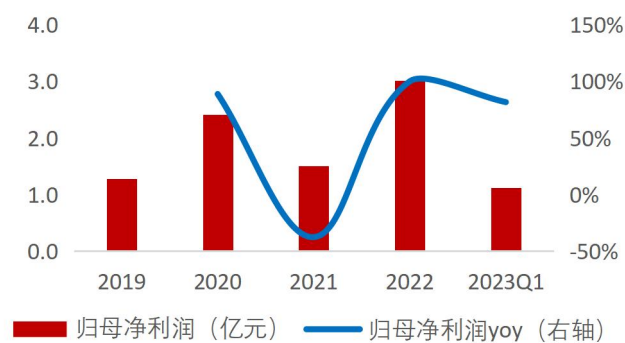
甘源食品完善渠道布局，2023 年有望放量。2022 年，甘源食品实现营收 14.51 亿元，同比增长 12.11%；实现归母净利润 1.58 亿元，同比增长 3.03%。2023Q1，甘源食品实现营收 3.91 亿元，同比增长 22.15%；实现归母净利润 0.55 亿元，同比增长 145.02%。①**产品上**，经典产品“老三样”中青豌豆增长稳健，新品综合果仁及豆果表现亮眼。2022 年，公司青豌豆、瓜子仁、蚕豆、综合果仁及豆果、其他系列分别实现收入 3.69 亿元、2.31 亿元、2.09 亿元、3.82 亿元、2.53 亿元，同比+11.19%、-1.32%、+0.28%、+29.27%、+14.76%。②**渠道上**，公司积极调整渠道布局，目前各渠道布局顺利，山姆渠道、零食专营渠道为公司带来较大增长，2023 年各渠道有望放量。③**展望未来**，成本下行趋势下叠加公司各渠道逐步起势，利润端颇具弹性。

图 51 盐津铺子营收及增速



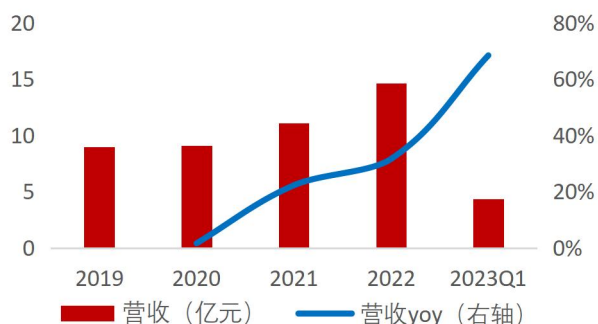
资料来源：wind，东海证券研究所

图 52 盐津铺子归母净利润及增速



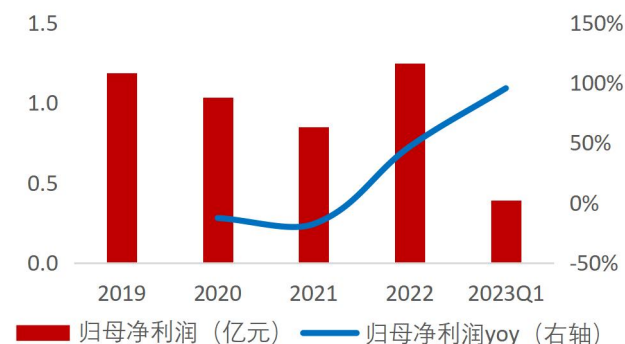
资料来源：wind，东海证券研究所

图 53 劲仔食品营收及增速



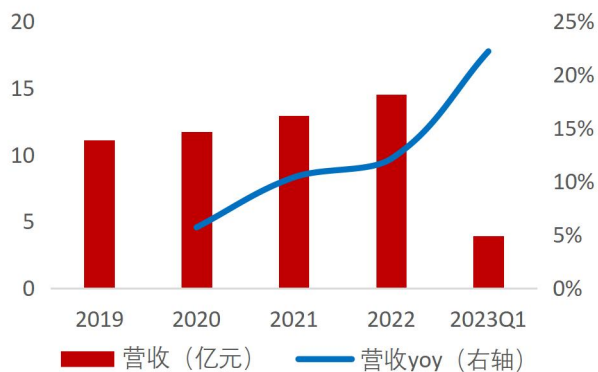
资料来源：wind，东海证券研究所

图 54 劲仔食品归母净利润及增速



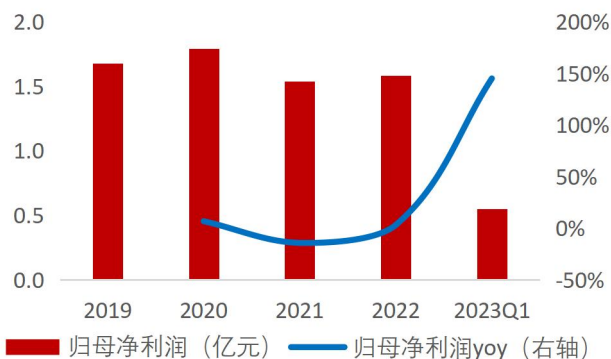
资料来源：wind，东海证券研究所

图 55 甘源食品营收及增速



资料来源：wind，东海证券研究所

图 56 甘源食品归母净利润及增速



资料来源：wind，东海证券研究所

4.2. 盈利能力：毛利率稳定，盈利能力显著改善

零食板块毛利率整体维稳，2023Q1 归母净利率显著改善。上游原材料价格变化导致零食板块整体毛利率小幅波动，但整体维稳。2022 年，A 股 10 家零食上市公司总体毛利率同比上升 0.02pct 至 29.98%，总费率同比下降 0.53pct 至 23.61%，归母净利率同比下降 0.50pct 至 4.97%。2023Q1，A 股 10 家零食上市公司总体毛利率同比上升 0.21pct 至 30.63%，总费率同比下降 2.02pct 至 21.62%，归母净利率同比上升 2.64pct 至 8.81%。

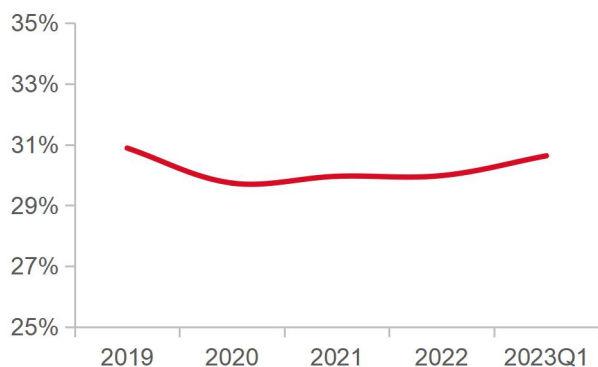
盐津铺子销售费率显著下滑，带动盈利能力提升。①毛利率方面，渠道结构调整下盐津铺子毛利率小幅下降，整体保持健康。公司积极调整渠道结构，高毛利高费用的直营渠道减少，部分低毛利低费用高渠道占比提升。2022 年公司毛利率达 34.72%，同比下降 0.99pct，并于 2023Q1 进一步下降至 34.57%，同比下降 4.02pct。②期间费率方面，商超渠道投入和终端推广活动投入的减少使销售费率明显回落。2022 年公司期间费率为 23.20%，同比下降 7.51pct，其中销售、管理、财务、研发费率分别为 15.81% (-6.34pct)、4.52% (-0.69pct)、0.30% (-0.62pct)、2.57% (+0.15pct)；2023Q1 公司期间费率为 21.21%，同比下降 7.20pct，其中销售、管理、财务、研发费率分别为 13.77% (-6.29pct)、4.38% (-1.33pct)、0.34% (-0.13pct)、2.72% (+0.54pct)。③归母净利率方面，公司盈利能力大幅改善。2022 年公司归母净利率达 10.42%，同比上升 3.81pct；2023Q1 公司归母净利率达 12.49%，同比上升 1.81pct。

劲仔食品盈利能力持续提升：①毛利率方面，原料价格变化致使毛利率小幅下降。2022 年公司毛利率达 25.62%，同比下降 1.20pct；2023Q1 公司毛利率达 25.98%，同比下降 0.58pct。②期间费率方面，成本把控优秀，整体费率回落。2022 年公司期间费率达 16.21%，同比下降 2.34pct，其中销售、管理、财务、研发费率分别为 10.67% (-0.83pct)、4.48% (-1.58pct)、-1.00% (+0.18pct)、2.06% (-0.10pct)；2023Q1 公司期间费率达 16.85%，同比下降 2.58pct，其中销售、管理、财务、研发费率分别为 11.88% (-0.13pct)、3.87% (-2.72pct)、-0.52% (+0.72pct)、1.62% (-0.45pct)。③归母净利率方面，公司盈利能力持续优化。2022 年公司归母净利率达 8.53%，同比上升 0.88pct；2023Q1 公司归母净利率达 8.97%，同比上升 1.24pct。

甘源食品盈利能力恢复。①毛利率方面，棕榈油等原料价格波动导致毛利率小幅波动。2022 年公司毛利率达 34.26%，同比下降 0.84pct；2023Q1 公司毛利率达 36.35%，同比上升 1.50pct。②期间费率方面，渠道结构调整下低费率渠道占比上升，带动整体费率大幅下降。2022 年公司期间费率达 19.31%，同比下降 1.71pct，其中销售、管理、财务、研发费率分别为 14.05% (-2.01pct)、4.50% (-0.07pct)、-0.79% (-0.02pct)、1.55% (+0.38pct)；2023Q1 公司期间费率达 18.49%，同比下降 5.24pct，其中销售、管理、财务、研发费率分

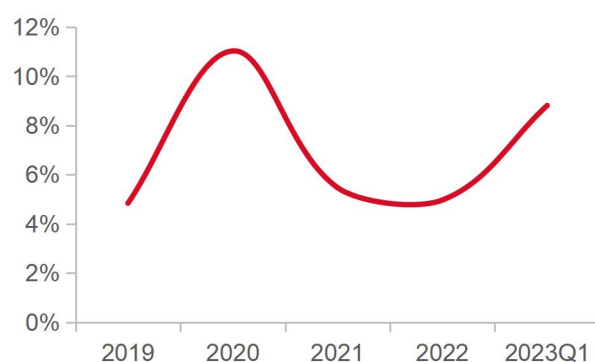
别为 13.67% (-3.54pct)、4.32% (-1.04pct)、-0.64% (+0.12pct)、1.14% (-0.79pct)。
 ③归母净利率方面，渠道调整下叠加成本压力减小，2023Q1 归母净利率显著恢复。2022 年公司归母净利率达 10.91%，同比下降 0.96pct；2023Q1 公司归母净利率达 14.10%，同比上升 7.07pct。

图 57 2019 年至今零食板块毛利率



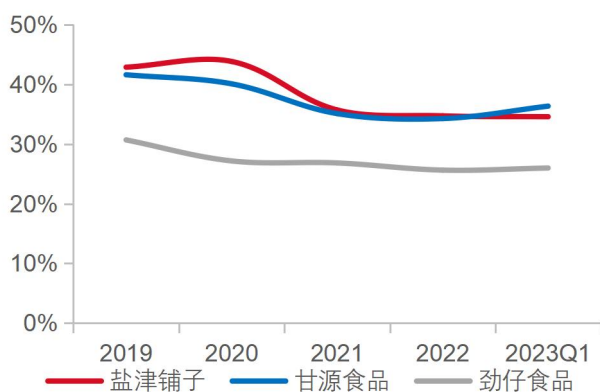
资料来源：wind，东海证券研究所

图 58 2019 年至今零食板块归母净利率



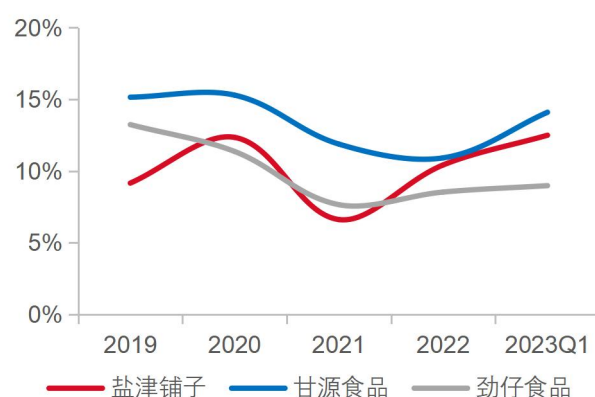
资料来源：wind，东海证券研究所

图 59 2019 年至今核心公司毛利率



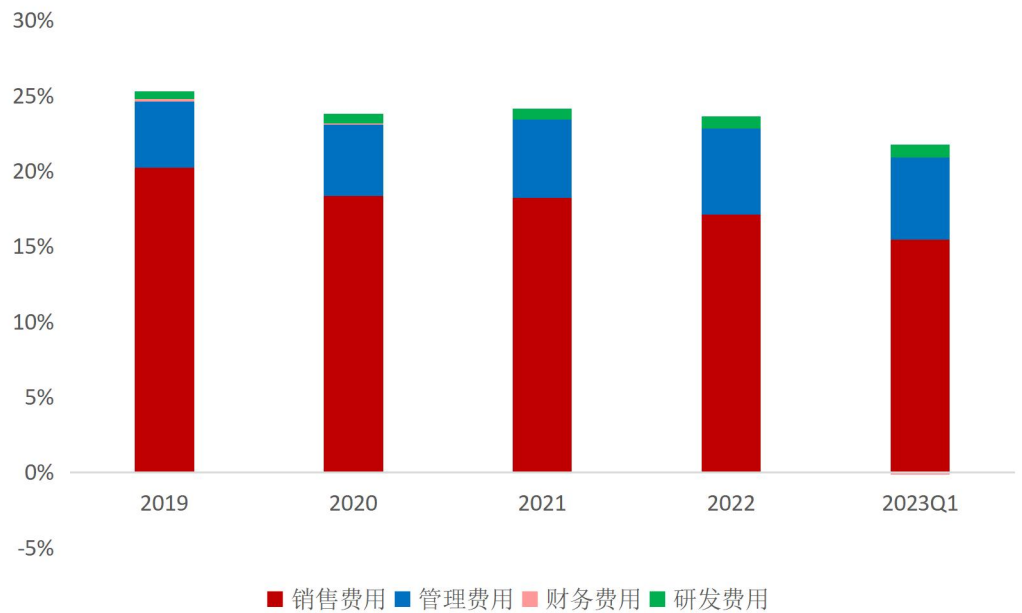
资料来源：wind，东海证券研究所

图 60 2019 年至今核心公司归母净利率



资料来源：wind，东海证券研究所

图 61 2019 年至今零食板块费用率



资料来源：wind，东海证券研究所

表 15 零食板块及核心公司 2022 及 2023Q1 费率情况

公司名称	2023Q1					2022				
	总费率	销售	管理	财务	研发	总费率	销售	管理	财务	研发
零食	21.62%	15.44%	5.43%	-0.13%	0.87%	23.61%	17.10%	5.70%	-0.02%	0.85%
盐津铺子	21.21%	13.77%	4.38%	0.34%	2.73%	23.20%	15.81%	4.52%	0.30%	2.57%
劲仔食品	16.85%	11.88%	3.87%	-0.52%	1.62%	16.21%	10.67%	4.48%	-1.00%	2.06%
甘源食品	18.49%	13.67%	4.32%	-0.64%	1.14%	19.31%	14.05%	4.50%	-0.79%	1.55%

资料来源：wind，东海证券研究所

表 16 零食板块核心公司 2022 费率情况

公司名称	总费率	同比 (pct)	销售	同比 (pct)	管理	同比 (pct)	财务	同比 (pct)	研发	同比 (pct)
盐津铺子	23.20%	-7.51	15.81%	-6.35	4.52%	-0.69	0.30%	-0.61	2.57%	0.15
劲仔食品	16.21%	-2.34	10.67%	-0.83	4.48%	-1.58	-1.00%	0.18	2.06%	-0.10
甘源食品	19.31%	-1.71	14.05%	-2.01	4.50%	-0.07	-0.79%	-0.02	1.55%	0.38

资料来源：wind，东海证券研究所

表 17 零食板块核心公司 2023Q1 费率情况

公司名称	总费率	同比 (pct)	销售	同比 (pct)	管理	同比 (pct)	财务	同比 (pct)	研发	同比 (pct)
盐津铺子	21.21%	-7.20	13.77%	-6.29	4.38%	-1.33	0.34%	-0.12	2.73%	0.55
劲仔食品	16.85%	-2.58	11.88%	-0.13	3.87%	-2.72	-0.52%	0.72	1.62%	-0.45
甘源食品	18.49%	-5.24	13.67%	-3.54	4.32%	-1.04	-0.64%	0.12	1.14%	-0.79

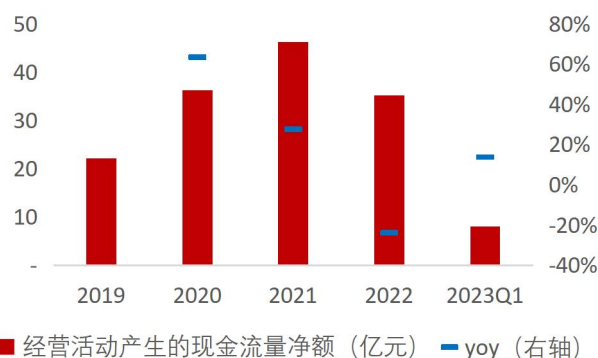
资料来源：wind，东海证券研究所

4.3. 现金流：板块经营活动现金流净额改善

2022 年零食板块经营活动产生的现金流量净额达 35.13 亿元，同比下降 23.94%，其中，盐津铺子、甘源食品、劲仔食品经营活动产生的现金流量净额达 4.26 亿元、3.12 亿元、0.93

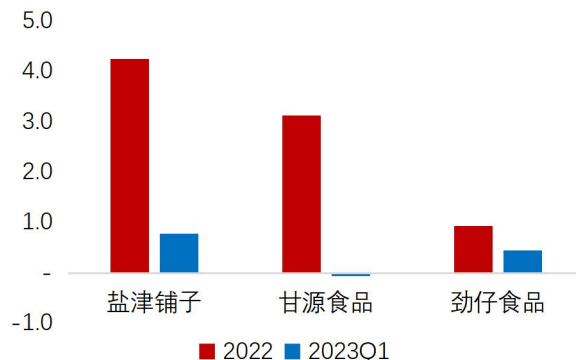
亿元，同比-10.95%、+138.75%、-51.54%。2023Q1 零食板块经营活动产生的现金流量净额达 7.96 亿元，同比增长 13.73%，其中，盐津铺子、甘源食品、劲仔食品经营活动产生的现金流量净额达 0.79 亿元、-0.06 亿元、0.44 亿元，同比-9.23%、-118.29%、-29.04%，现金流承压，可能与直营占比提升、货到付款的零食专营系统客户占比提升有关。

图 62 2019 年至今零食板块经营活动现金流净额



资料来源：wind，东海证券研究所

图 63 2019 年核心公司经营活动现金流量净额（亿元）



资料来源：wind，东海证券研究所

表 18 零食板块重要事件汇总

时间	公司名称	主要内容
2022.01.04	好想你	公司取得河南省首份 RCEP 原产地证书。
2022.01.04	盐津铺子	公司发布 2021 年限制性股票激励计划。
2022.01.10	劲仔食品	公司入选农业产业化国家级龙头企业。
2022.01.25	良品铺子	公司投资刘米雅食品。
2022.04.22	三只松鼠	公司发布战略转型升级公告，明确未来十年“聚焦坚果产业，打造多品牌模式”，全面暂停门店扩张，聚焦优质门店发展，优化 SKU 等。
2022.05.12	洽洽食品	公司在天津成立电子商务公司。
2022.05.30	劲仔食品	公司拟向实控人定增募资不超 2.85 亿元。
2022.06.15	良品铺子	公司中长期发展战略是夯实高端零食的品牌定位。
2022.08.20	三只松鼠	首座坚果“示范工厂”已投产。
2022.08.23	洽洽食品	公司葵花子系列产品整体提价约 3.8%。
2022.10.14	盐津铺子	公司合资设立子公司魔芋初加工。
2022.10.19	劲仔食品	岳阳市委副书记、市长李挚调研劲仔食品智能制造基地
2022.11.18	好想你	公司拟扩大经营范围，增加“食品用塑料包装容器制品的生产与销售”。
2022.11.18	好想你	公司拟注销公司股票回购专用证券账户的全部股份 13,742,564 股进行注销。
2022.11.22	劲仔食品	中国证监会核准公司本次非公开发行不超过 47,899,159 股新股。
2023.01.13	良品铺子	公司发布 2023 年员工持股计划（草案修订稿）。
2023.01.16	黑芝麻	公司拟继续向工行容县支行申请总额度不超过 11,000 万元人民币、期限为 1 年期的流动资金借款，用于公司的生产经营资金周转。
2023.02.07	有友食品	公司决定终止实施 2021 年限制性股票激励计划，并回购注销激励对象已获授但尚未解除限售的全部限制性股票。
2023.02.14	良品铺子	公司拟将“研发中心建设项目”尚未使用的募集资金及专户利息共计 1,834.02 万元投入至“直营门店扩建项目”。
2023.02.24	劲仔食品	公司审议通过了《关于调整公司 2021 年限制性股票激励计划首次授予部分限制性股票回购价格的议案》。
2023.03.31	黑芝麻	公司决定终止实施拟对天臣新能源有限公司的增资，同时将江西小黑小蜜食品有限责任

2023.04.02	劲仔食品	公司的主营业务转型为储能锂电池生产经营，并投资建设磷酸铁锂电池生产基地。公司公布 2023 年限制性股票激励计划（草案）。
2023.04.28	好想你	公司拟开展商品期货和衍生品交易业务，交易将限于红枣、白糖、苹果、花生和油脂油料等其他与公司生产经营相关的原材料。

资料来源：wind，东海证券研究所

5.投资建议

长期来看，“坚持实施扩大内需战略”政策驱动需求。**短期来看**，场景修复从餐饮向旅游、购物中心、街边客流传导仍在持续，Q2 低基数下，消费市值变化从估值走向业绩，从贝塔走向阿尔法明确。今年我们对消费特征的判断为，第一为分化加剧，如白酒，看好省区龙头、一线名酒加速对小品牌的替代；第二为场景切换带来的“需求挤压”，如宴席、社餐快速恢复，居家餐饮、团餐等表现有所回落或增速放缓；第三为趋势性行业迎来加速期，如零食、益生菌、啤酒等板块。重点关注白酒公司有贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、迎驾贡酒、口子窖等；重点关注的非白酒公司有盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、科拓生物、安井食品、味知香、干味央厨等。

6.风险提示

（1）疫情影响：目前餐饮等主要消费场景虽恢复明显，甲流等其他疫情因素仍有可能对部分市场产生影响，积极关注。

（2）政策影响：目前政策方向整体积极，以“扩内需”为重点，如果政策变化，仍有可能对整体消费产生系统性影响。

（3）竞争加剧的影响：去年以疫情以来，白酒、食品等部分行业受到需求减少影响，部分品牌竞争有所加剧，集中度有所提升，如果竞争进一步剧烈，可能对部分公司业绩产生实际影响。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8621) 20333619
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8610) 59707105
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089