

需求回暖，积极布局

——大众品22年年报&23Q1业绩总结

行业评级：看好

2023年5月14日

分析师

姓名

杨骥

邮箱

yangji@stocke.com.cn

电话

13911632184

证书编号

S1230522030003

分析师

姓名

孙天一

邮箱

suntianyi@stocke.com.cn

电话

18621835115

证书编号

S1230521070002

分析师

姓名

杜宛泽

邮箱

duwanze@stocke.com.cn

电话

17621373969

证书编号

S1230521070001

1、大众品2022年收入增速放缓，23Q1业绩恢复显著，速冻板块增速领涨。

2022全年业绩披露完毕，大众品行业相比去年业绩增速略有下降，全年收入增速为3.74%（-3.93pct），归母净利润增速为-3.88%（+0.97pct）。

分板块来看，2022全年啤酒板块、调味品、卤制品、烘焙食品、速冻、乳制品板块收入增速为正，除速冻板块以外各板块收入增速均同比放缓。具体如下：2022年收入增速：啤酒6.06%（-5.80pct）、调味品8.35%（-0.96pct）、软饮料-0.40%（-23.13pct）、卤制品1.67%（-14.35pct）、烘焙3.53%（-13.31pct）、速冻17.10%（+0.50pct）、休闲零食-3.01%（-6.82pct）、乳制品板块7.20%（-8.60pct）。

归母净利润来看，由于受到原材料成本上涨影响，2022年全年除速冻与啤酒板块外其他板块利润增速均出现下滑：啤酒5.26%（-60.96pct）、调味品-13.72%（-8.59pct）、软饮料-11.57%（-30.59pct）、卤制品-66.61%（-74.87pct）、烘焙-25.74%（-28.44pct）、速冻37.30%（+49.80pct）、休闲零食-11.9%（+36.6pct）、乳制品1.10%（-26.60pct）。

23Q1单季度来看，复苏态势强劲，除休闲零食板块外均实现收入增速增长，软饮料、卤制品、速冻板块利润增速较快。

(%、pct)	2022年收入增速	同比变动	2022年利润增速	同比变动	23Q1收入增速	同比变动	23Q1利润增速	同比变动
大众品板块总览	3.74	-3.93	-3.88	0.97	7.22	7.84	14.83	20.90
啤酒板块	6.06	-5.80	5.26	-60.96	16.95	13.37	33.78	11.68
调味品板块	8.35	-0.96	-13.72	-8.59	5.72	0.97	5.69	15.85
软饮料板块	-0.40	-23.13	-11.57	-30.59	12.67	10.73	41.54	61.57
卤制品板块	1.67	-14.35	-66.61	-74.87	6.81	1.24	42.25	100.79
烘焙板块	3.53	-13.31	-25.74	-28.44	13.04	5.18	20.85	52.79
速冻板块	17.10	0.50	37.30	49.80	19.30	9.00	41.50	14.30
休闲零食板块	-3.01	-6.82	-11.90	36.60	-12.72	-11.08	24.51	51.05
乳制品板块	7.20	-8.60	1.10	-26.60	5.90	-5.40	3.90	-18.10

2、大众品2022毛利率与净利率普遍下滑，原材料成本上涨下盈利持续承压。

大众品盈利普遍承压，2022年大众品毛利率为28.03% (+0.26pct)，净利率为7.89% (-0.45pct)；23Q1大众品毛利率为29.55% (-0.36pct)，净利率为10.34% (+0.55pct)。

毛利率来看，仅休闲零食、乳制品板块录得同比正增长，卤制品、烘焙、调味品板块降幅明显。具体如下：啤酒41.44 (-1.62pct)、调味品32.46% (-2.31pct)、饮料37.72% (-1.62pct)、卤制品23.15% (-6.19pct)、烘焙32.85% (-3.61pct)、速冻22.53% (-0.62pct)、休闲零食29.98% (+0.02pct)、乳制品板块28.68% (+0.84pct)；

净利率来看，净利率降幅较毛利率有所扩张。具体来看，啤酒11.57% (-0.09pct)、调味品14.86% (-3.76pct)、饮料15.06% (-1.89pct)、卤制品3.52% (-8.43pct)、烘焙8.83% (-3.44pct)、速冻8.20% (+1.20pct)、休闲零食4.92% (-0.55pct)、乳制品板块5.33% (-0.61pct)。

23Q1单季度来看，软饮料毛利率增长强劲，卤制品、速度板块下滑较为明显；除乳制品板块外，其他板块均实现净利率正增长，软饮料、休闲零食板块实现强势增长。

(%、pct)	2022年毛利率	同比变动	2022年净利率	同比变动	23Q1毛利率	同比变动	23Q1净利率	同比变动
大众品板块总览	28.03	0.26	7.89	-0.45	29.55	-0.36	10.34	0.55
啤酒板块	41.44	-1.62	11.57	-0.09	44.01	1.95	12.93	0.25
调味品板块	32.46	-2.31	14.86	-3.76	34.04	-0.24	18.21	0.11
软饮料板块	37.72	-1.62	15.06	-1.89	39.83	1.25	18.77	3.85
卤制品板块	23.15	-6.19	3.52	-8.43	23.72	-3.70	6.77	1.70
烘焙板块	32.85	-3.61	8.83	-3.44	31.51	-0.76	7.72	0.68
速冻板块	22.53	-0.62	8.20	1.20	23.60	-1.40	9.50	1.50
休闲零食板块	29.98	0.02	4.92	-0.55	30.63	0.21	8.81	2.66
乳制品板块	28.68	0.84	5.33	-0.61	30.05	-0.52	8.10	-0.24

3、大众品2022年提效降费为主旋律，销售费用率普遍收缩，管理费用率略有增长

成本端承压下，大众品企业普遍开启费用收缩，2022年大众品销售费用率为12.17% (+0.27pct)，管理费用率为4.26% (+0.15pct)；22Q1大众品销售费用率为11.72% (-0.99pct)，管理费用率为4.05% (+0.15pct)。

销售费用率端，速冻、休闲零食、软饮料板块大幅下滑，乳制品板块逆势费率有所提升。具体如下：啤酒16.08 (-0.92pct)、调味品7.90% (-0.40pct)、饮料13.66% (-0.75pct)、卤制品9.04% (+0.55pct)、烘焙14.54% (-0.06pct)、速冻7.90% (-1.40pct)、休闲零食17.10% (-1.13pct)、乳制品板块19.20% (-0.30pct)。

管理费用率来看，卤制品、休闲零食、烘焙板块费率提升明显，啤酒、速冻板块费率收窄。具体来看，啤酒5.93% (-0.76pct)、调味品3.30% (+0.14pct)、饮料4.04% (+0.09pct)、卤制品6.87% (+0.77pct)、烘焙5.69% (+0.38pct)、速冻4.00% (-0.30pct)、休闲零食5.70% (+0.52pct)、乳制品板块4.50% (+0.50pct)。

23Q1单季度来看，销售费用率普遍收缩，卤制品、休闲零食、速冻板块销售费用率下滑较多，啤酒板块管理费用率下滑明显，休闲零食板块管理费用增长较大。

(%、pct)	2022年				2023Q1			
	销售费用率	变动	管理费用率	变动	销售费用率	变动	管理费用率	变动
大众品板块总览	12.17	0.27	4.26	0.15	11.72	-0.99	4.05	0.15
啤酒板块	16.08	-0.92	5.93	-0.76	13.46	-0.26	4.96	-0.75
调味品板块	7.90	-0.40	3.30	0.14	7.66	-0.25	3.21	0.40
软饮料板块	13.66	-0.75	4.04	0.09	13.59	-1.15	3.33	-0.33
卤制品板块	9.04	0.55	6.87	0.77	7.07	-4.92	6.53	0.05
烘焙板块	14.54	-0.06	5.69	0.38	14.46	-1.14	5.78	-0.21
速冻板块	7.90	-1.40	4.00	-0.30	8.40	-1.90	3.50	-0.30
休闲零食板块	17.10	-1.13	5.70	0.52	15.44	-2.92	5.43	0.76
乳制品板块	19.20	-0.30	4.50	0.50	15.91	-1.16	4.21	0.54

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

- 1) 在疫后防控全面放开后，板块带来整体的估值和预期的修复；
- 2) 伴随消费场景的修复，终端数据持续恢复，表现亮眼，行业 β 性机会显著；
- 3) 当前阶段，我们认为应重视 α 机会，即重点把控数据恢复可持续以及边际改善明显、处在持续复苏的标的。

4月份大众品的表现印证我们上述的观点，板块表现已经反映了市场预期，但根据我们的观测，五一数据有所恢复，根据商务部商务大数据显示，五一假期首日和第三天，全国重点零售和餐饮企业销售额分别同比增长21.4%/15.6%；美团数据显示，假期前三天，全国生活服务业务线上日均消费规模较2019年同期增长133%。其中，全国餐饮消费规模较2019年同期增长92%。与此同时，叠加成本端有望边际向好，建议积极布局大众品板块投资机会。重点关注经营数据加速改善、二季度有催化剂的标的，如啤酒板块、休闲零食板块等。

我们认为当前大众品板块正在经历第三阶段的机会，投资主线如下：

- 1) 赛道高景气维度下带来整体板块机会，重点提示休闲零食板块及啤酒板块。休闲零食板块23年仍处于渠道变革红利期，业内企业通过新渠道的布局和拓展以及新品类的开拓带来业绩的快速增长；啤酒板块23年高端化大周期加速演绎，气温回暖较早或导致旺季提前到来，驱动业绩超预期。涉及标的：盐津铺子、劲仔食品、华润啤酒、青岛啤酒。
- 2) 需求上行成本下行主线下的投资机会重点提示烘焙、餐饮供应链、乳品和保健品板块的机会。伴随23年终端需求回暖，此前受疫情影响严重的板块需求有望快速恢复，同时23年大众品大部分原材料价格持续下行带来利润端的修复。涉及标的：烘焙板块（南侨食品、立高食品、海融科技）、餐饮供应链（千味央厨、日辰股份、安井食品）、乳品（伊利股份、妙可蓝多、新乳业）、保健品（仙乐健康）。
- 3) 依托于事件驱动，标的具备潜在催化的投资机会。涉及标的：中炬高新、安琪酵母、莱茵生物。

推荐标的：重庆啤酒、青岛啤酒、劲仔食品、盐津铺子、中炬高新、千味央厨等。

01

业绩端

1、啤酒22年&23Q1收入实现稳健增长，23Q1低基数下销量实现较快增长，结构升级+提价贡献下吨价持续提升

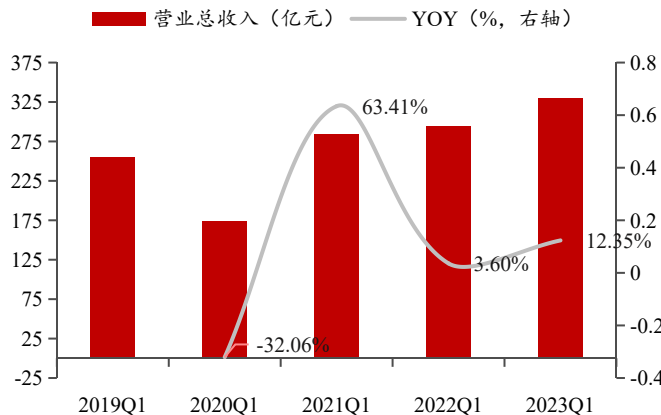
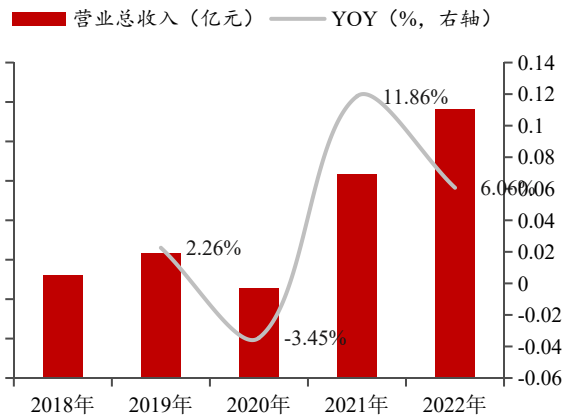
主要啤酒企业2022年&23Q1收入实现较快增长，价增贡献高于量增。1) 青岛啤酒：2022年公司收入321.72亿元(+6.65%)，2023Q1公司收入107.06亿元(+16.27%)。2) 重庆啤酒：2022年公司收入140.39亿元(+7.01%)，2023Q1公司收入40.06亿元(+4.52%)。3) 华润啤酒：2022年公司实现收入352.63亿元(+5.6%)。4) 燕京啤酒：2022年公司收入132.02亿(+10.38%)，2023Q1公司收入35.26亿元(+13.74%)。5) 百威亚太：2022年公司收入64.78亿美元(+2.4%)，2023Q1公司收入17.02亿美元(+12.9%)。

1) 量：2022年啤酒行业实现产量3568.7万吨(+1.10%)，23Q1啤酒行业实现产量852.7万吨(+4.50%)，22年疫情影响下啤酒行业产量仍稳健增长，23Q1低基数下销量实现较快增长。具体来看：①青岛啤酒：22年销量为807万千升(+1.78%)，23Q1实现销量236.3万千升(+11.02%)，23Q1中高端以上产品销量占比提升0.21pct，白啤、经典、纯生均表现较优。②重庆啤酒：2022年销量为285.66万吨(+2.41%)，23Q1销量为82.36万吨(+3.69%)，23Q1高档收入占比下降2.66pct，主因1-2月现饮场景恢复较慢致使乌苏、1664承压，伴随现饮场景恢复预计3月后乌苏动销表现边际向好。③华润啤酒：22年实现销量1109.6万千升(+0.4%)，其中次高档及以上销量为210.2万千升(+12.6%)，22年喜力增速超30%，纯生、superX、老雪、黑狮白啤均实现较好增长，勇闯销量承压。④燕京啤酒：2022年实现销量377.02万吨(+4.12%)，其中燕京U8销量39万千升，同比增长超50%，23Q1实现销量96.31万吨(+12.80%)。⑤百威亚太：22年销量同比提升0.70%，23Q1销量同比提升9.10%。

2) 价：2022年及23Q1啤酒企业吨价呈持续提升态势，主因结构提升+提价，高端化持续推进。①青岛啤酒：2022年吨价为0.40万元/千升(+4.80%)，23Q1公司平均吨价为4530.76元/千升(+4.76%)。②重庆啤酒：2022年均价为4795元/吨(+4.20%)，23Q1吨价为4759元/吨(+0.51%)。③华润啤酒：22年实现吨价3178元/千升(+5.2%)。④燕京啤酒：22年吨价为3502元/千升(+6.01%)，23Q1吨价为3661元/千升(+0.83%)。⑤百威亚太：22年吨价同比提升1.70%，23Q1吨价同比提升3.50%。

2022年啤酒板块收入实现稳健增长

23Q1啤酒板块收入实现较快增长



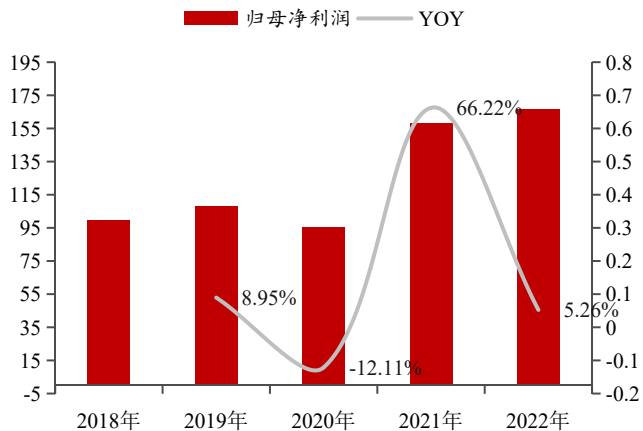
(亿元, %)	22年收入	同比变动	23Q1增速	同比变动
啤酒板块总览	1440.34	6.06%	16.95%	13.37pct
青岛啤酒	321.72	6.65%	16.27%	13.13pct
重庆啤酒	140.39	7.01%	4.52%	-12.60pct
燕京啤酒	132.02	10.38%	13.74%	2.08pct

2、啤酒22年&23Q1利润增速快于收入增速，主要系结构升级+费用管控下盈利能力提升

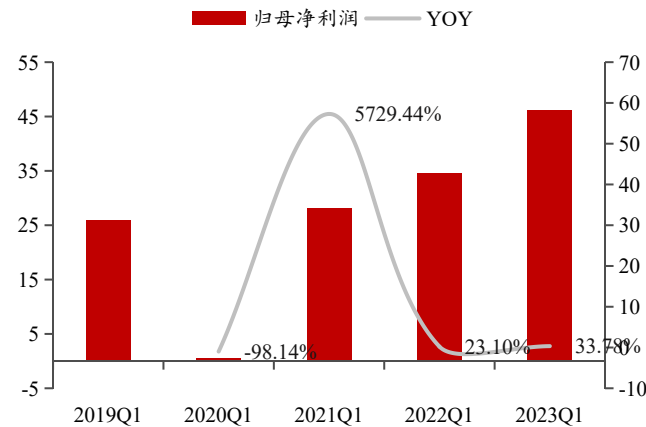
主要啤酒企业22年&23Q1利润实现快速增长，主因盈利能力提升。1) 青岛啤酒：2022年实现归母净利润37.11亿元(+17.59%)，2023Q1归母净利润107.06亿元(+16.27%)。2) 重庆啤酒：2022年实现归母净利润12.64亿元(+8.35%)，2023Q1归母净利润3.87亿元(+13.63%)。3) 华润啤酒：2022年实现归母净利润43.44亿元(+23.4%，剔除21年出让土地确认的税后收益13.16亿元)。4) 燕京啤酒：2022年实现归母净利润3.52亿(+54.51%)，2023Q1归母净利润0.65亿元(同比+7373.28%)。5) 百威亚太：2022年实现净利润63.59亿(-3.89%)，2023Q1归母净利润20.41亿(-1.66%)。

主要酒企利润增速快于收入增速，主因盈利能力提升，23Q1后成本增幅趋缓，有望贡献业绩弹性。1) 盈利能力：主要酒企盈利能力持续提升，成本上行背景下毛利率提升主要系结构升级+提价贡献，此外费用有效管控助力净利率提升。2) 成本：2023年4月20日玻璃、瓦楞纸、铝价格同比下降7%、25%、13%，环比23年3月20日变动+8%、-2%、+2%，较22年均值变动+1%、-20%、-7%；2023年3月进口大麦价格同比增长16%，环比下降5%。主要酒企已于22年末完成23年度大麦锁价，进口大麦成本同比上涨幅度近20%；当前玻璃、瓦楞纸、铝材成本均呈现同比下行趋势；当前能源价格走弱，预计23年运费成本有望持续下降，预计23年吨成本涨幅为低个位数，成本增幅小于22年，对于23Q1后成本走势更加乐观。

22年啤酒板块归母净利润实现快速增长



23Q1啤酒板块归母净利润实现快速增长



(亿元, %)	2022归母净利润	同比变动	23Q1增速	同比变动
啤酒板块总览	166.58	5.26%	33.78%	10.68pct
青岛啤酒	37.11	17.59%	16.27%	18.66pct
重庆啤酒	12.64	8.35%	13.63%	-1.7pct
燕京啤酒	3.52	54.51%	7373.28%	7272.48pct

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：啤酒板块利润选取青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、华润啤酒、百威亚太

1、收入端：

22年调味品板块实现收入增速6.76%，23Q1收入增速4.49%，基础调味品中海天味业低于预期，千禾味业大幅超预期，中炬高新、涪陵榨菜业绩超预期；复合调味品整体收入（主要是宝立食品、天味食品等）增速快于基础调味品。

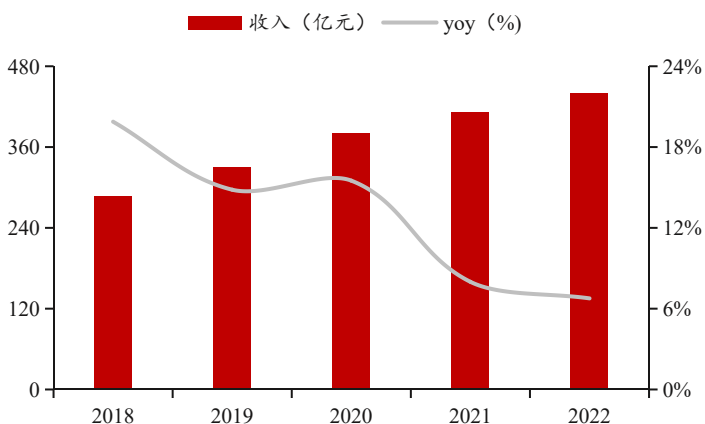
重点公司：

1) 海天味业：22年全年公司实现营收256.10亿（+2.42%），23Q1实现收入69.81亿（-3.17%），收入低于预期，主因为渠道去库存周期。此外，渠道网络效率提升+醋料酒等高潜品类高增为核心亮点。①渠道网络效率提升—我们认为在行业变革期，公司积极聚焦于渠道网络效率提升（主要表现为调整弱势经销商），同时历时近一年时间帮助重新梳理渠道利润，将为公司长期市长期率提升打下良好基础；②醋&料酒等高潜品类高增—22年/23Q1醋&料酒高潜品分别同比+32.6%/+13.8%。

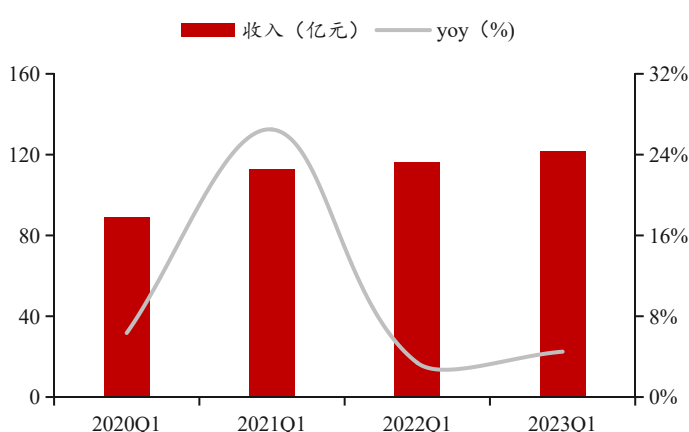
2) 千禾味业：22年全年收入24.36亿（+26.55%），23Q1收入8.19亿元（+69.81%），收入超预期，23年成长势能不减，产品结构、渠道结构均有亮眼表现。①亮点一：零添加动销大幅超预期，产品结构持续提升。酱油/食醋/其他品类实现收入5.2亿/1.2亿/1.8亿，分别同比+79.2%/+53.2%/57.2%。预计零添加酱油品类增速高于酱油大盘增速，同时零添加产品占比显著提升。；②2) 亮点二：传统渠道开发进度超预期，传统渠道占比提升带动外埠市场高速增长。23Q1公司继续加快传统渠道招商与铺货，我们预计公司整体传统渠道实现高速增长，占比显著提升。

3) 涪陵榨菜：22年全年公司实现营收25.48亿（+1.18%），23Q1收入7.60亿（+10.41%），收入超预期。23Q1公司动销恢复情况良好，同时公司给予了客户适度的信用额度来支持市场销售工作，经销商调货积极性显著提高，我们预计23Q1公司量增贡献约10%。

图：22年调味品板块营业收入同比增速为6.76%



图：23Q1调味品板块营业收入同比增速为4.49%



(亿元, %)	22年收入	同比增速	23Q1收入	同比增速
海天味业	256.10	+2.42%	69.81	-3.17%
中炬高新	53.41	+4.41%	13.67	+1.46%
千禾味业	24.36	+26.55%	8.19	+69.81%
涪陵榨菜	25.48	+1.18%	7.60	+10.41%
恒顺醋业	21.39	+12.98%	6.13	+7.15%
日辰股份	3.09	-8.84%	0.80	+7.21%
宝立食品	20.37	+29.10%	5.39	+27.20%
天味食品	26.91	+32.84%	7.66	+21.79%
仲景食品	8.82	+9.35%	2.23	+12.26%
板块整体	439.92	+6.76%	121.48	+4.49%

2、利润端：

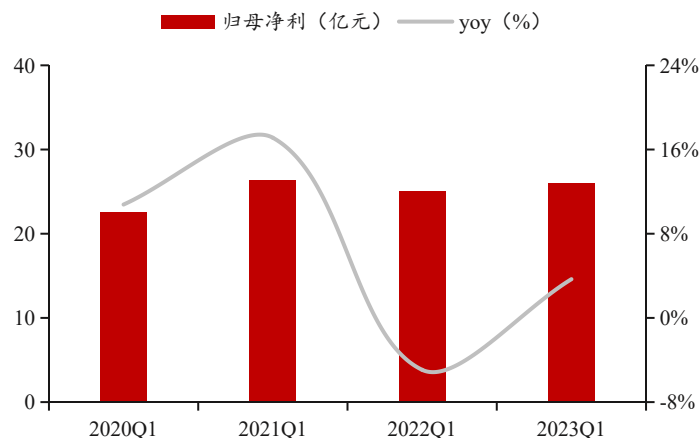
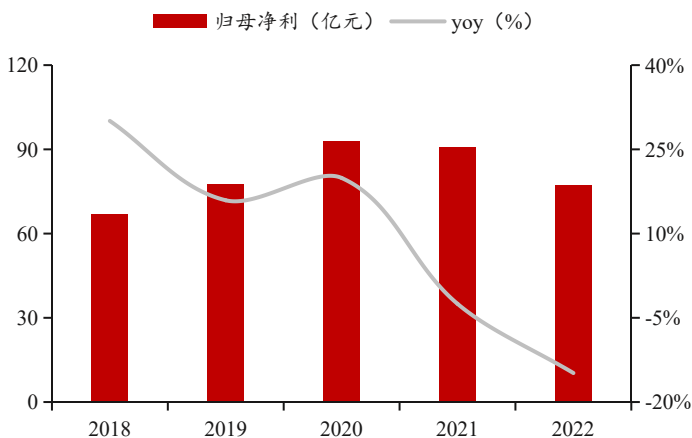
22年全年调味品板块实现业绩增速-14.83%；23Q1业绩同比增速+3.68%，主因为：1) 费用收缩：春节旺季期间，渠道提货积极性较高，销售费用中促销费用相对缩减；2) 成本从高位回落，毛利率有所改善。

重点公司：

- 1) 海天味业：22年全年公司实现归母净利润61.98亿（-7.09%），23Q1实现实现归母净利润17.16亿（-6.20%），业绩低于预期，主要因为成本上行导致利润承压，但公司多措并举挖潜降本，亦有成效。
- 2) 千禾味业：22年全年公司实现归母净利润3.44亿（+55.35%），23Q1实现归母净利润1.45亿（+162.94%），业绩大幅超预期，23Q1实现归母净利率17.7%（同比+6.3pct），主因为产品结构提振+销售费用率收缩，带动盈利能力大幅改善；
- 3) 涪陵榨菜：22年全年公司实现归母净利润8.99亿（+21.14%），23Q1实现实现归母净利润2.61亿（+22.02%），23Q1净利率为34.4%（同比+3.3pct），业绩超预期，主因为动销改善拉动收入高增+成本低位带来盈利改善。

图：22调味品板块利润同比增速为-14.83%

图：23Q1调味品板块利润同比增速为3.68%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

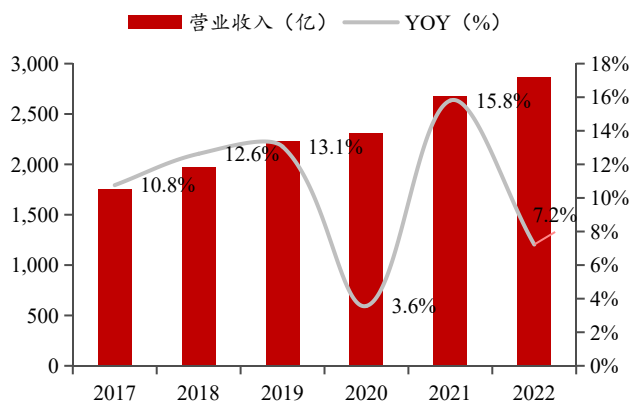
(亿元, %)	22年利润	同比增速	23Q1利润	同比增速
海天味业	61.98	-7.09%	17.16	-6.20%
中炬高新	-5.92	-179.82%	1.50	-5.55%
千禾味业	3.44	+55.35%	1.45	+162.94%
涪陵榨菜	8.99	+21.14%	2.61	+22.02%
恒顺醋业	1.38	+16.04%	0.73	-5.66%
日辰股份	0.51	-37.19%	0.11	-21.54%
宝立食品	2.15	+16.15%	0.76	+82.36%
天味食品	3.42	+85.11%	1.28	+27.74%
仲景食品	1.26	+6.27%	0.39	+132.55%
板块整体	77.20	-14.83%	25.99	+3.68%

1、收入端：

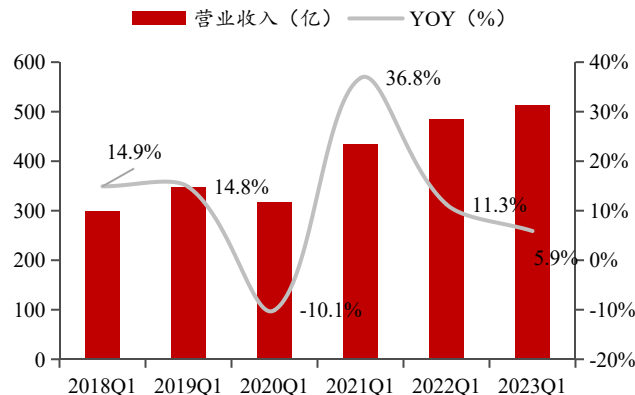
面对疫情挑战，22&23Q1板块收入实现增长。22年乳制品板块收入为2862.8亿元，同比增长7.2%（-8.6pct），收入上涨主要系：城乡居民健康意识提升，国内乳制品消费升级，疫情期间拓展新零售渠道。增速放缓主因：22年全国疫情多发，物流运输受阻，行业增速较去年同期回落。23Q1板块收入为513.5亿元，同比增长5.9%（-5.4pct），23Q1行业仍实现稳健增长主要系：疫情过后的消费复苏与回暖，新零售渠道的拓展和产品结构优化推动消费升级，提振乳品需求。

产品结构升级+渠道拓展+品类扩张是龙头乳企实现收入稳增长的核心抓手。1) 伊利股份：22年实现收入1231.7亿元，同比增长11.4%（-2.8pct），对主营业务收入增速归因进行拆分，销量/结构升级（含澳优并表贡献）/单价/其他分别贡献+1.2%/+8.0%/+2.2%/+0.2%；23Q1单季度实现收入334.4亿元，同比增长7.7%（-5.8pct），分产品看，23Q1液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他分别实现收入217.4/74.4/37.9/1.4亿元，同比-2.6%/+37.9%/+35.7%/+70.9%，奶粉同增38%预计主因澳优并表贡献；2) 妙可蓝多：22年实现收入48.3亿元，奶酪业务中即食营养系列保持平稳态势，家庭餐桌（+54.7%）及餐饮工业（+75.6%）系列保持快速增长。23Q1公司营收10.2亿元，同比下降20.5%，渠道库存管理在22Q4起面临一定挑战，导致23Q1收入下降。3) 新乳业：22年实现收入100.1亿元，同比增长11.6%（-21.3pct），收入破百，其中新品收入贡献占比超过10%、低温产品收入贡献占比超过50%；23Q1收入25.2亿元，同比增长8.8%（-6.2pct），增长稳健。

22乳制品板块收入同增7.2%



23Q1乳制品板块收入同增5.9%



亿元/%/pct	22年收入	22年收入增速	22收入增速变动	23Q1收入	23Q1收入增速	23Q1收入增速变动
乳制品板块	2862.8	7.2%	-8.6pct	513.5	5.9%	-5.4pct
伊利股份	1231.7	11.4%	-2.8pct	334.4	7.7%	-5.8pct
妙可蓝多	48.3	7.8%	-49.5pct	10.2	-20.5%	-55.7pct
新乳业	100.1	11.6%	-21.3pct	25.2	8.8%	-6.2pct

资料来源：Wind，浙商证券研究所

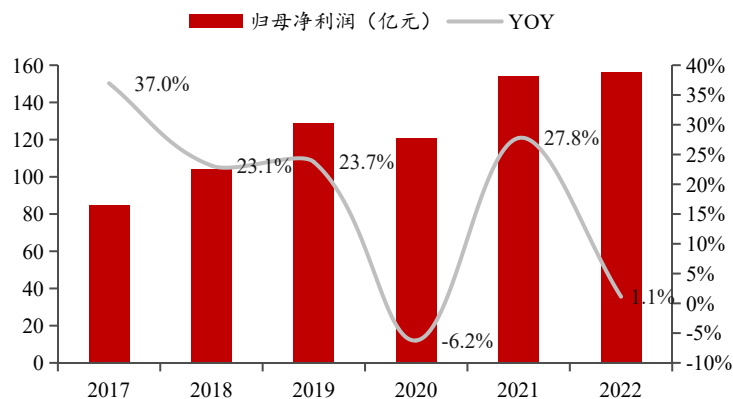
乳制品板块收入选取：皇氏集团、贝因美、燕塘乳业、新乳业、熊猫乳品、天润乳业、三元股份、光明乳业、妙可蓝多、伊利股份、一鸣食品、均瑶健康、麦趣尔、西部牧业、庄园牧场、佳禾食品、蒙牛乳业

2、利润端：

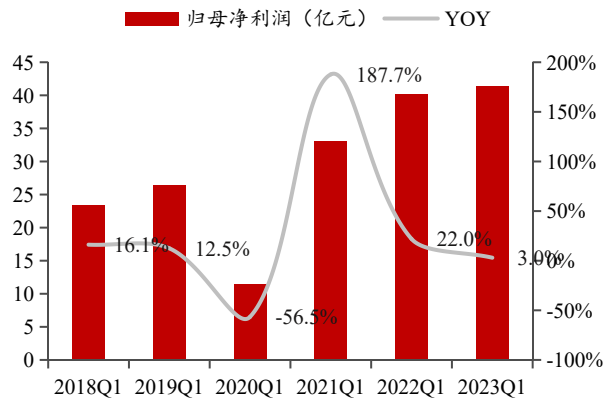
22&23Q1板块业绩实现正增长。22年乳制品板块归母净利润为156.0亿元，同比增长1.1%（-26.6pct），23Q1板块归母净利润为41.4亿元，同比增长3.0%（-18.9pct）。利润增速同比下滑，主因22H2疫情扩散，物流不畅、消费疲软以及各乳企加大促销折扣节奏。

23年内板块业绩有望持续改善。1) **伊利股份**：22年实现归母净利润94.3亿元（+8.3%），23Q1归母净利润36.2亿元（+2.7%），业绩基本符合预期；23年公司计划实现营收1355亿元（+10.4%），利润总额125亿元（+17.9%），年内或迎逐季改善，估值有望抬升。2) **妙可蓝多**：22年实现归母净利润1.4亿元（-12.3%），23Q1归母净利润0.2亿元（-67.1%），经营有望逐步改善，关注新品市场开拓。3) **新乳业**：22年实现归母净利润3.6亿元（+15.8%），23Q1归母净利润0.6亿元（+40.6%），结构持续优化，盈利弹性释放开启。

22乳制品板块归母净利润同增1.1%



23Q1乳制品板块归母净利润同增3.0%



亿元/%/pct	22年利润	22年利润增速	22年利润增速变动	23Q1利润	23Q1利润增速	23Q1利润增速变动
乳制品板块	156.0	1.1%	-26.6pct	41.4	3.0%	-18.9pct
伊利股份	94.3	8.3%	-14.6pct	36.2	2.7%	-21.6pct
妙可蓝多	1.4	-12.3%	-172.9pct	0.2	-67.1%	-196.6pct
新乳业	3.6	15.8%	0.5pct	0.6	40.6%	-8.1pct

资料来源：Wind，浙商证券研究所

乳制品板块收入选取：皇氏集团、贝因美、燕塘乳业、新乳业、熊猫乳品、天润乳业、三元股份、光明乳业、妙可蓝多、伊利股份、一鸣食品、均瑶健康、麦趣尔、西部牧业、庄园牧场、佳禾食品、蒙牛乳业

1、收入端：22年受疫情影响收入略有下滑，23Q1受春节错峰影响，收入增速放缓。

22年休闲零食板块实现收入增速-3.01% (-6.82pct)，收入略有下降，增速有所下降，主要系疫情影响，对于公司的终端需求有所影响；23Q1收入增速为-12.72% (-11.01pct)，我们认为主要系春节错峰影响对公司23Q1的收入有所影响。

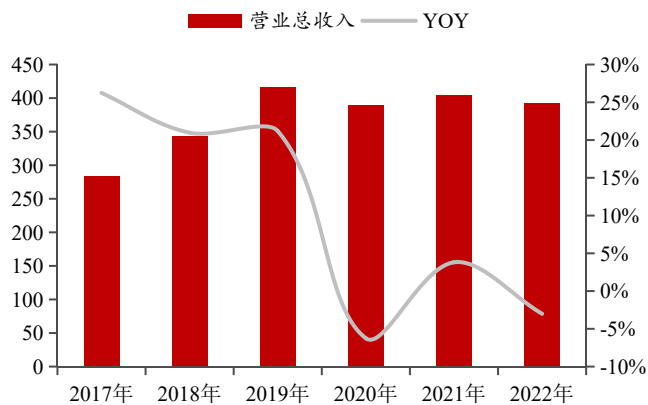
1) **盐津铺子**：22年实现营收28.94亿元，同比增长26.83%；23Q1公司实现营收8.93亿元，同比增长55.37%；公司23Q1业绩超预期，主要得益于公司改革效果显著，我们预计主要是新拓展渠道的贡献。预计直营渠道主动调整下略有系下滑，散装渠道略有增长，但定量流通、电商、零食专营预计均保持翻倍以上增长，社区团购和2B业务预计保持高速增长。

2) **劲仔食品**：23Q1公司实现收入4.37亿元，同比增长68.4%，公司大包装拓展顺利，BC超和KA+CVS等渠道布局积极，成效显著，23Q1公司业绩超市场预期，公司正处在整体势能提升的强势红利期，依托于新品及新包装对于现代渠道和新渠道的打通，和公司团队能力的提升，公司品牌势能得到长足的提升，从而带动全渠道销售势能的提升。

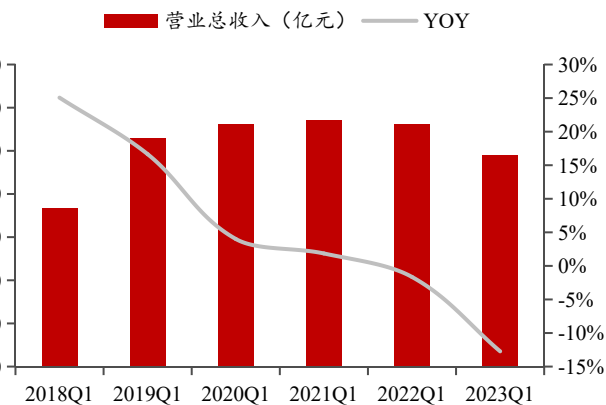
3) **甘源食品**：22年公司实现营收14.51亿元 (+12.11%)；23Q1实现营收3.91亿元 (+22.15%)，2023Q1得益于公司渠道和组织架构的调整，公司积极布局零食量贩、电商全平台及会员制商超等，各渠道均实现快速增长。

4) **洽洽食品**：22年公司实现营收68.83 亿元 (+15.01%)；23Q1公司实现收入13.36亿元，同比减少6.73%。2023Q1由于春节备货错峰以及备货不足的影响，收入略有下滑。若我们剔除春节错峰影响，公司22Q4+23Q1收入预计同比8.5%的增长

2022年休闲零食板块收入略有下降



23Q1零食板块收入增速持续下滑



(亿元, %)	2022年收入	同比变动	23Q1收入	同比变动
洽洽食品	68.83	15.01	13.36	-6.73
盐津铺子	28.94	26.83	8.93	55.37
甘源食品	14.51	12.11	3.91	22.15
劲仔食品	14.62	31.59	4.37	68.40
三只松鼠	72.93	-25.35	19.00	-38.48
良品铺子	94.40	1.24	23.85	-18.94

2、利润端：22年利润增速有所下滑主要系成本影响，但23Q1恢复明显。

22年休闲零食板块实现归母净利润增速-11.90% (+36.60pct)，归母净利润有所下滑，但是增速同比改善明显。其中23Q1归母净利润端实现24.51%的增速 (+51.05pct)。休闲零食板块22年利润下滑的原因主要系原材料、包材、能源等费用仍在高位，导致利润端受损。23Q1部分原材料成本有所回落，利润端增速改善明显。

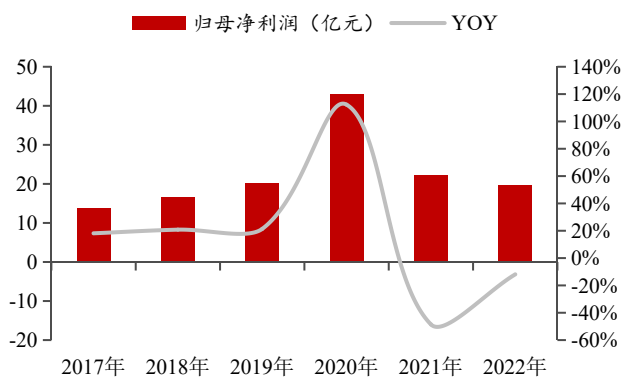
1) **盐津铺子**：21年盐津铺子由于费用投放策略失误，导致费销比较低，导致利润受损，产生较低的基数，所以22年公司归母净利润同比实现100.01%，实现3.01亿元；23Q1公司归母净利润实现81.67%的增长，实现1.12亿元。主要由于供应链优化和公司费用管控效果显著，归母净利润略超市场预期。

2) **劲仔食品**：2022年公司净利润实现1.25亿元，同比增长46.77%；23Q1实现0.39亿元，同比增长95.39%，略超市场预期。我们认为主要系新品如鹤鹑蛋等规模提升，费用管理合理，同时规模提升后带来费用率的下降，使得净利润实现快速增长。

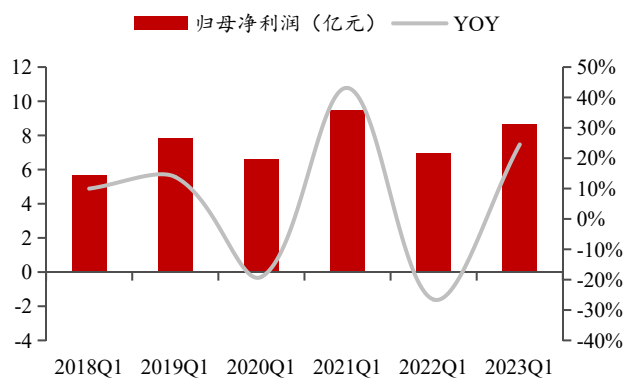
3) **甘源食品**：公司2022年实现归母净利润1.58亿元，同比增长3.03%；23Q1实现归母净利润0.55亿元，同比增长145%；23Q1利润增速略超预期主要系由于棕榈油、坚果等原材料价格从高位逐步回落，叠加销量增加带来的规模效应的提升。

4) **洽洽食品**：2022年归母净利润9.76亿元(+5.10%)。23Q1实现归母净利润1.78亿元，同比下降14.35%，业绩符合市场预期。若我们剔除春节错峰影响，公司22Q4+23Q1利润实现2.7%的下滑，整体业绩稍显承压，主要系采购成本较高所致。

2022年休闲零食板块利润略有下降



23Q1零食板块利润增速同比改善明显



(亿元, %)	2022年利润	同比变动	23Q1利润	同比变动
洽洽食品	9.76	5.10	1.78	-14.35
盐津铺子	3.01	100.01	1.12	81.67
甘源食品	1.58	3.03	0.55	145.02
劲仔食品	1.25	46.77	0.39	95.39
三只松鼠	1.29	-68.61	1.92	18.73
良品铺子	3.35	19.16	1.49	59.78

1.5 卤制品板块：Q1逐步复苏，旺季来临收入有望加速

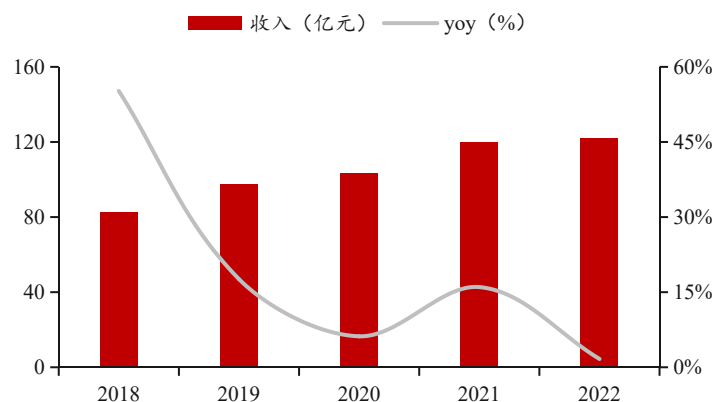
1、收入端：

作为22年疫情严重受损板块，卤味连锁22年全年/23Q1营收同比分别增长1.7%/6.8%，22年华东等重点卤味市场受疫情反复和静态管控影响，线下业态客流锐减，对营收拖累严重，23Q1春节旺季下复苏态势良好。

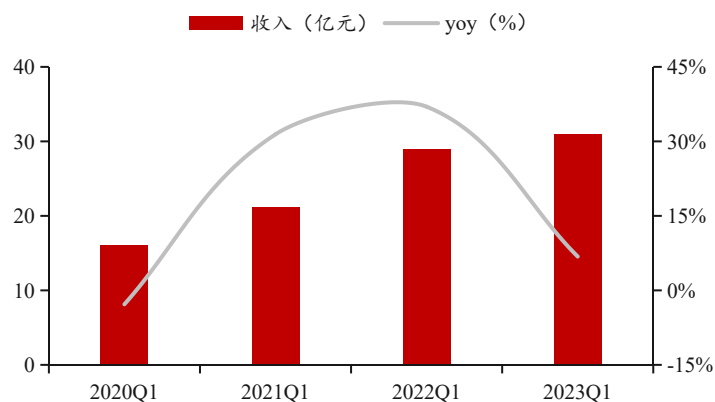
重点公司：

个股中龙头绝味食品22年全年/23Q1实现营收66.2/18.2亿，同比+1.1%/8.0%。1) 开店&同店：公司2022年净增1362家至15076家门店，拓店稳步推进。拆分门店收入结构看，单店平均店效受损较为明显。23Q1开店表现超预期，春节期间旺季加持下，单店店效恢复情况较好，Q2起逐步进入销售旺季，单店有望持续改善。2) 分业务来看：2022年鲜货/包装/加盟商管理/其他业务实现收入54.4/2.1/0.7/7.3亿元，分别同比-3%/56%/11%/34%，鲜货销售受到疫情影响较大；23Q1收入增速分别+5.83%/+142.47%/-4.44%/+13.78%，鲜货业务环比复苏明显。3) 分区域来看：22年华中/华南/华东/西南/华北收入同比+6.20%/+5.71%/-8.93%/-6.64%/+1.95%。

22年卤味连锁板块营收增长1.7%



23Q1卤味连锁板块营收增长6.8%



(亿元, %)	22年收入	同比增速	23Q1收入	同比增速
卤味板块	121.79	+1.67%	30.90	+6.81%
绝味食品	66.23	+1.13%	18.24	+8.04%
煌上煌	19.54	-16.46%	5.12	-5.59%
紫燕食品	36.03	+16.51%	7.55	+13.84%

资料来源：Wind，浙商证券研究所。注：板块数据不包含周黑鸭

资料来源：Wind，浙商证券研究所。注：板块数据不包含周黑鸭

资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：因周黑鸭为港股未披露一季报，为保持数据前后一致性，板块数据不包含周黑鸭

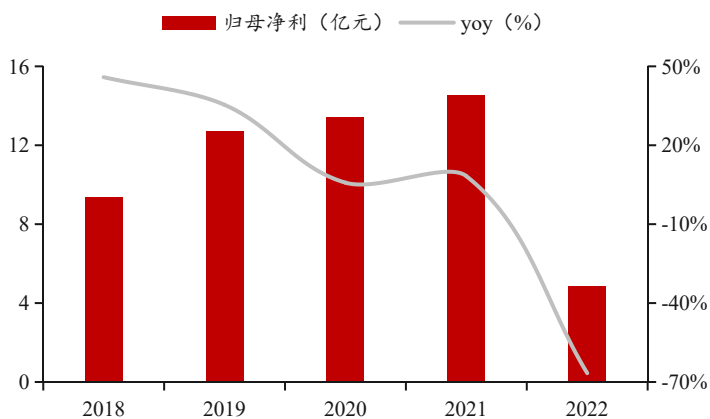
2、利润端：

22年全年/23Q1卤味连锁板块整体归母净利分别为4.85/2.18亿，同比-66.6%/+42.25%。22年为大众品中净利润下滑最为严重的细分赛道，这主要系板块内公司受原材料成本冲击及一次性费用集中释放等因素影响所致；23年需求好转+费用收缩，板块利润同比改善。

重点公司：

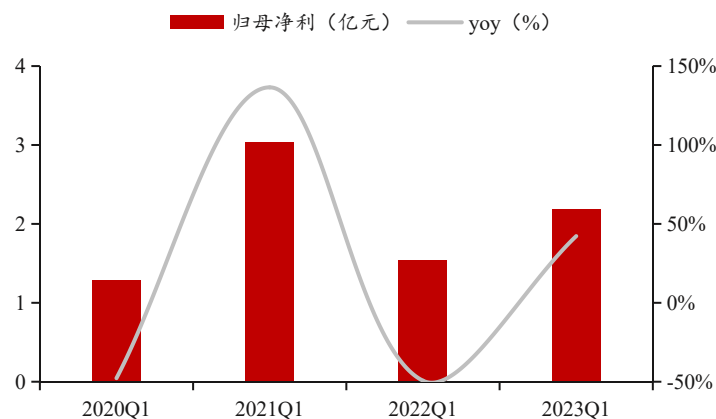
个股中，绝味食品22年全年/23Q1净利润分别为2.33/1.37亿，同比-76.3%/+54.4%，22年业绩大幅下滑归因为：1) 原材料成本高企；2) 疫情期间给予关店加盟商货折补贴；3) 开店补贴营销费用支出加大；4) 股权激励费用集中计提。23Q1需求复苏+费用收缩，业绩有望逐季改善。

22年卤味连锁板块利润同比增速为-66.61%



资料来源：Wind，浙商证券研究所。注：板块数据不包含周黑鸭

23Q1卤味连锁板块利润同比增速为42.25%



资料来源：Wind，浙商证券研究所。注：板块数据不包含周黑鸭

(亿元, %)	22年利润	同比增速	23Q1利润	同比增速
卤味板块	4.85	-66.61%	2.18	+42.25%
绝味食品	2.33	-76.29%	1.37	+54.37%
煌上煌	0.31	-78.69%	0.36	-0.98%
紫燕食品	2.22	-32.28%	0.45	+60.29%

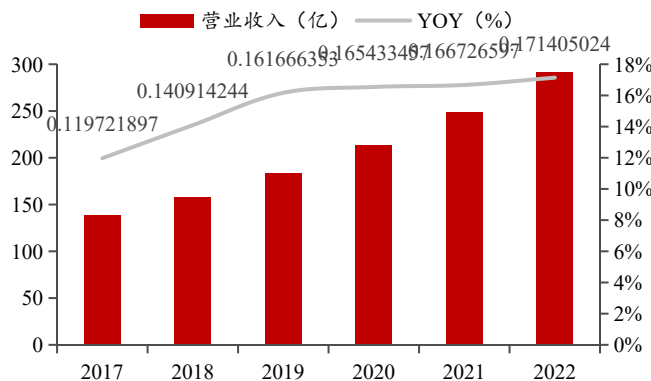
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：因周黑鸭为港股未披露一季报，为保持数据前后一致性，板块数据不包含周黑鸭

1、收入端：

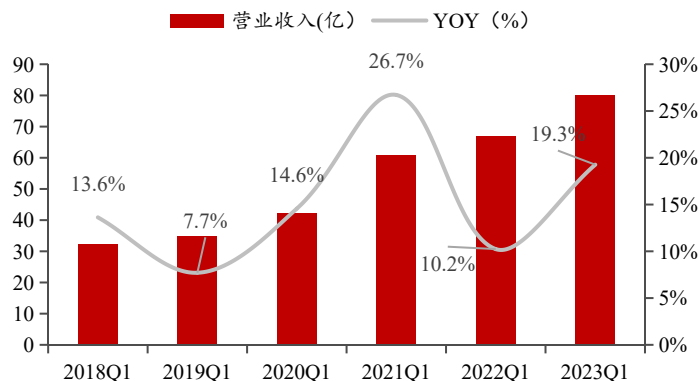
整体来看板块收入稳健增长。22年速冻板块收入291.3亿元，同比增长17.1%（+0.5pct），收入增长主因：22疫情下C端传统速冻和预制菜业务需求稳定，以及22Q4放开后，B端需求场景恢复。23Q1收入79.9亿元，同比增长19.3%（+9.0pct），收入增长加速主因：C端平稳，B端恢复。

龙头公司表现持续亮眼。①安井食品：22年实现收入121.8亿元（+31.4%），23Q1实现收入31.9亿元（+36.4%）。分产品看，22年米面制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品/农副产品/休闲食品/其他业务收入分别实现收入24.1/23.8/39.5/30.2/3.8/0.1/0.2亿元，同比增加17.6%/11.3%/13.4%/111.6%/156.1%/243.8/36.4%。主因公司充分利用近年来“销地产”布局的产能优势，加之BC兼顾、均衡发展的产品矩阵和渠道资源共同作用，传统速冻火锅料制品和速冻面米制品收入业绩稳步增长，重点布局的预制菜肴板块业务快速上量所致。②千味央厨：22年实现收入14.9亿元（+16.9%），23Q1实现收入4.3亿元（+23.2%）。分产品看，22年油炸类/烘焙类/蒸煮类/菜肴类及其他分别实现收入7.0/2.8/2.9/2.1亿元，同比增长6.1%/23.1%/15.4%/63.5%；烘焙类产品收入增幅较高，主因公司加大调整烘焙产品结构，其中蛋挞类收入1.8亿（+48.9%）；菜肴类产品高增速主因蒸煎饺的计入，其中蒸煎饺收入1.8亿（+96.8%）；大单品策略持续发力，预计23年蒸煎饺收入超2亿，23年计划打造春卷、米糕、大包子、烧卖四个核心大单品以贡献增量。

22速冻板块收入同增17.1%



23Q1速冻板块收入同增19.3%



亿元/%/pct	22年收入	22年收入增速	22收入增速变动	23Q1收入	23Q1收入增速	23Q1收入增速变动
速冻板块	291.3	17.1%	0.5pct	79.9	19.3%	+9.0pct
安井食品	121.8	31.4%	-1.7pct	31.9	36.4%	+12.3pct
三全食品	74.3	7.1%	6.8pct	23.7	1.3%	+0.8pct
千味央厨	14.9	16.9%	-18.0pct	4.3	23.2%	+3.0pct

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：速冻板块收入选取安井食品、三全食品、海欣食品、味知香、惠发食品、春雪食品、千味央厨、巴比食品

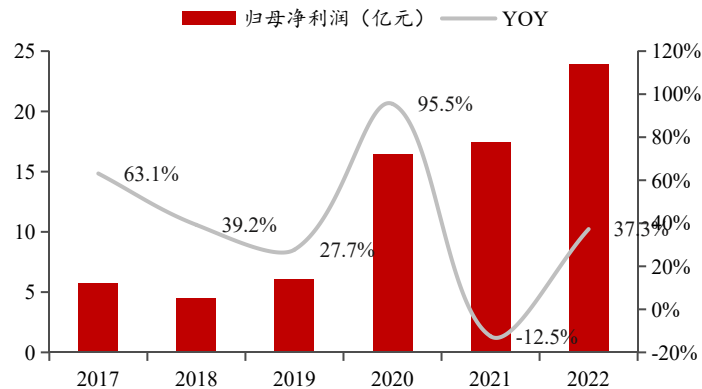
1.6 速冻板块：盈利能力提升+费控突出，22&23Q1业绩增速皆快于收入

2、利润端：

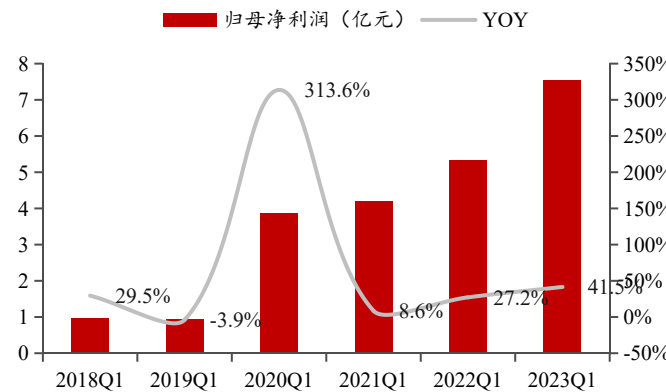
22&23Q1板块业绩增速快于收入，主因盈利能力提升+费控效果突出。22年归母净利润为23.9亿元，同比增长37.3% (+49.8pct)；23Q1板块归母净利润为7.5亿元，同比增长41.5% (-14.3pct)。尽管22年成本仍处高位+物流费高企，但毛利率稳中有进、净利率持续提升+企业降本增效，22年板块业绩增速表现亮眼。

疫情下C端业务成压舱石，龙头企业预制菜业绩迎快速增长。①安井食品：22年实现利润11.0亿元 (+61.4%)，利润增长主要系安井“销地产”布局的产能优势+产品渗透率及市场份额双提升+预制菜肴板块业务快速上量。23Q1实现利润3.6亿元 (+76.9%)。高增速主因高端产品占比提升+需求旺盛促销缩进+原料价格可控。②千味央厨：22年实现利润1.0亿元 (+15.2%)，23Q1实现收入0.3亿元 (+5.5%)。22年利润增长主因降本增效+大单品策略叠加产品结构优化，其中蒸煎饺表现突出影响，但23Q1业绩承压主因非经常性损益-营业外收入项在22Q1收到500万上市补贴，而23Q1补助尚未到位影响。

22速冻板块归母净利润同增37.3%



23Q1速冻板块归母净利润同增41.5%



亿元/%/pct	22利润	22利润增速	22利润增速变动	23Q1利润	23Q1利润增速	23Q1利润增速变动
速冻板块	23.9	37.3%	49.8pct	7.5	41.5%	-14.3pct
安井食品	11.0	61.4%	48.4pct	3.6	76.9%	59.3pct
三全食品	8.0	25.0%	41.5pct	2.8	7.0%	-41.3pct
千味央厨	1.0	15.2%	-0.3pct	0.3	5.5%	-39.3pct

资料来源：Wind，浙商证券研究所

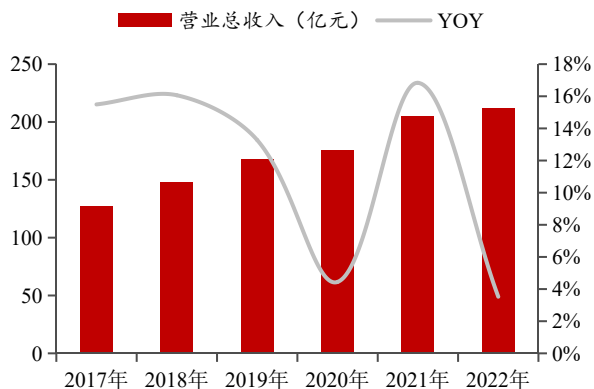
注：速冻板块利润选取安井食品、三全食品、海欣食品、味知香、惠发食品、春雪食品、千味央厨、巴比食品

1、收入端：22年疫情封控对板块需求端影响较大，收入增速相比去年同期下滑较大；但23Q1恢复明显

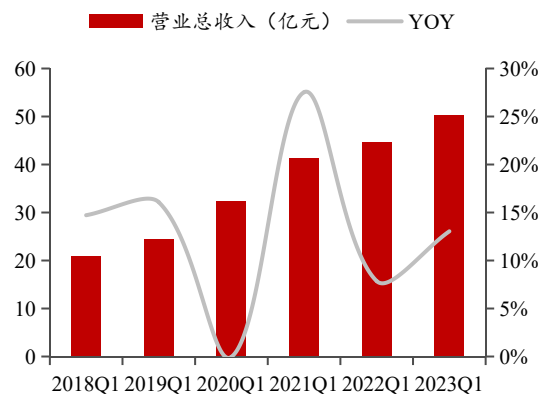
22年烘焙板块实现收入增速3.52%（-13.31pct），收入实现增长，但增速略有下降；23Q1收入端实现13.04%的增速（+5.18pct）。烘焙板块22年收入实现稳健增长，但增速相比去年同期略有下降，我们认为主要系受到疫情封控影响，烘焙门店、商超等主要渠道的需求受损，导致行业收入增速放缓。23Q1伴随后续疫情的缓解，收入增速回升。

- 立高食品**：22年实现营收29.11亿元（+3.32%）；23Q1实现营收7.94亿元（+26.19%）。当前公司渠道融合和改革效果已经初见成效，伴随后续改革效果的进一步显现，和终端的持续恢复，预计公司销售将会持续向好。
- 海融科技**：2022年公司实现营业收入8.68亿元（+16.23%）；2023Q1实现营业收入2.40亿元（+11.74%）。奶油业务得益于进口替代和终端产品升级，疫情下仍保持较好的增长。
- 南侨食品**：2022年公司收入同比持平，主要系疫情对于烘焙行业终端需求产生较大影响；23Q1实现收入7.41亿元，同比增长12.29%，收入同比有所恢复。
- 桃李面包**：2022年实现收入66.86亿元，同比增长5.54%；23Q1实现收入14.76亿元，同比增长1.66%。

2022年烘焙板块收入实现小幅增长



23Q1烘焙板块收入增速略有上涨



(亿元, %)	2022年收入	同比变动	23Q1收入	同比变动
立高食品	29.11	3.32	7.94	26.19
海融科技	8.68	16.23	2.40	11.74
南侨食品	28.61	-0.40	7.41	12.29
桃李面包	66.86	5.54	14.76	1.66
爱普股份	32.02	-4.26	7.26	-7.71

2、利润端：22年受到原材料成本上涨，利润受损明显，23Q1恢复明显。

22年烘焙板块实现归母净利润增速-25.74%（-28.44pct），利润端下滑幅度较大；其中23Q1板块归母净利润实现20.85%的增速（+52.79pct）。烘焙板块22H1利润下滑明显，增速相比去年同期下滑严重，主要系由于棕榈油等原材料价格持续上涨所致。虽然年初至今原材料成本略有回落，但整体价格仍处在高位，对于烘焙原料企业的盈利能力造成较大影响。

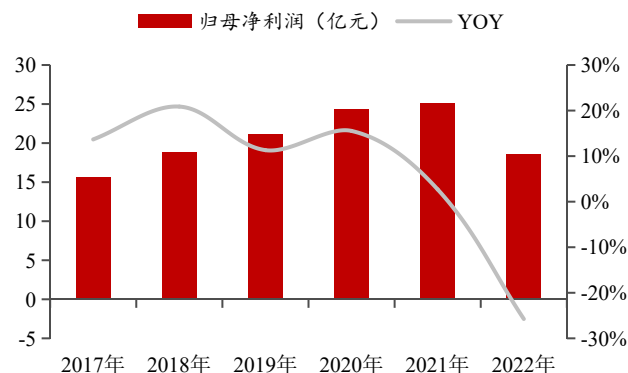
1) **立高食品**：2022年实现归母净利1.44亿元（-49.22%），剔除股权激励费用公司归母净利润同比下降28.37%；23Q1实现归母净利0.50亿元（+24.60%）。22年受到原材料上涨影响，利润受损；23Q1渠道融合成效显著，成本下行后压力减小。

2) **海融科技**：2022年归母净利润0.93亿元（-17.00%）；23Q1实现归母净利润0.24（-27.01%）。2022年公司业绩符合预期，23Q1利润稍显承压，主要系受到成本棕榈油价格的持续上涨，毛利率有所下滑。

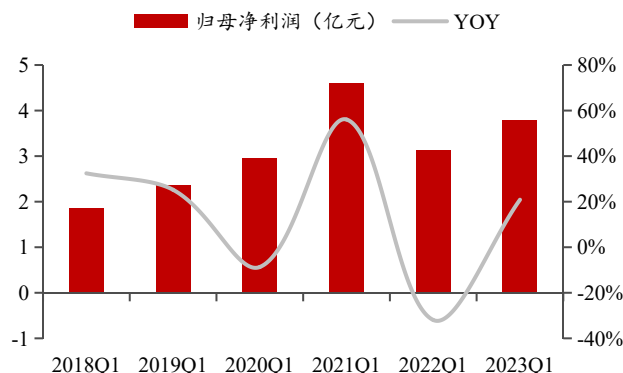
3) **南侨食品**：2022年实现归母净利润1.61亿元，同比下滑56.41%；23Q1实现归母净利润3895万元，同比下降26.53%。公司产品以烘焙油脂为主，油脂成本占比较大，油脂价格的高位对公司成本造成较大压力。

4) **桃李面包**：2022年实现归母净利润6.40亿元，同比下降16.14%；23Q1实现1.39亿元，同比下降12.15%。

2022年烘焙板块利润下滑明显



23Q1烘焙板块利润增速增长态势强劲



(亿元, %)	2022年归母净利	同比变动	23Q1归母净利	同比变动
立高食品	1.44	-49.22	0.50	24.60
海融科技	0.93	-17.01	0.24	-27.01
南侨食品	1.61	-56.41	0.39	-26.53
桃李面包	6.40	-16.14	1.39	-12.15
爱普股份	1.10	-45.70	0.39	-16.38

1、收入端：疫情封控对22年板块需求端影响较大，收入增速相比去年同期下滑较大，但23Q1快速恢复。

22年软饮料收入增速为-0.4%（-23.13pct），增速基本保持平稳，但增速同比去年下滑较大，主要系22年受到疫情影响，软饮料消费场景受到影响，从而使得收入增速下滑较大；23Q1由于需求场景的恢复，软饮料收入实现快速恢复，23Q1收入增速为12.67%（+10.73pct）

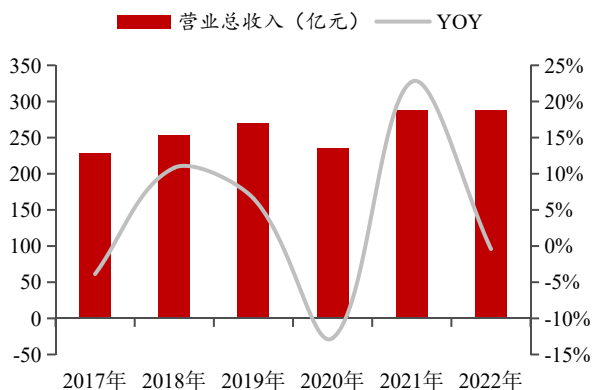
1) **东鹏饮料**：2022年公司业绩保持高增，23Q1收入符合预期。2022年公司实现营业收入85.05亿元（+21.89%）；2023Q1公司实现营业收入24.91亿元（+24.14%）；公司针对广东区域进行市场细分、全渠道精耕和产品全系列覆盖；同时针对省外市场持续进行终端网点拓展，提升产品铺市率和覆盖度，并通过精进管理促进单点卖力提升。

2) **香飘飘**：2022年公司实现收入31.28亿元，同比下滑9.76%；23Q1实现6.79亿元，同比增长37.03%。即饮渠道改革加速落地（独立组建部门/建立即饮渠道/加大投放力度及精准性等）+新品试销积极+冰冻化率加速提升+股权激励落地激活活力下，即饮板块第二曲线有望实现弹性增长。

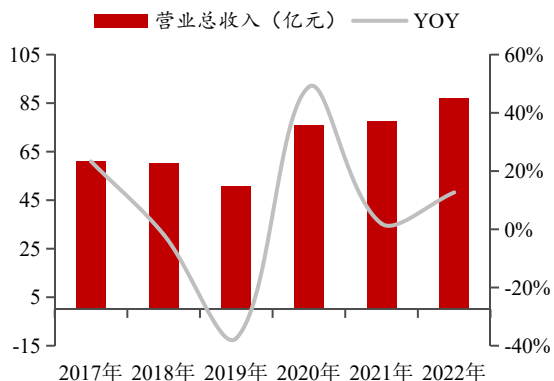
3) **承德露露**：2022年公司实现收入26.92亿元，同比增长6.66%；23Q1实现11.41亿元，同比增长2.08%。

4) **养元饮品**：2022年公司实现59.23亿元，同比下降14.24%；23Q1实现22.29亿元，同比增长8.82%。

2022年软饮料板块收入实现稳健增长



23Q1软饮料板块收入高速增长



(亿元, %)	2022年收入	同比变动	23Q1收入	同比变动
东鹏饮料	85.05	21.89	24.91	24.14
香飘飘	31.28	-9.76	6.79	37.03
承德露露	26.92	6.66	11.41	2.08
养元饮品	59.23	-14.24	22.29	8.82

2、利润端：23年原材料成本仍处在高位，利润端受损明显；23Q1有所恢复

2022年软饮料板块实现归母净利润增速-11.57%（-30.58pct），主要系包材等原材料成本上涨叠加需求场景受损影响；23Q1归母净利润恢复明显，实现41.54%，同比增长61.57pct。略超市场预期，主要系原材料成本有所回落，且规模效应提升后费用率有所下降所致。

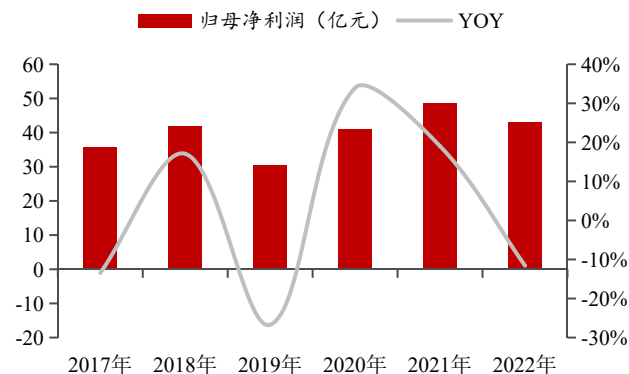
1) **东鹏饮料**：2022年实现归母净利润14.41亿元，同比增长20.75%；23Q1实现归母净利润4.97亿元，同比增长44.28%。利润略超市场预期。2022年受到大宗原材料包材和白糖价格的提升，利润增速稍显放缓；但伴随23Q1规模效应的提升和原料成本的下行，公司净利润恢复明显

2) **香飘飘**：2022年实现归母净利润2.14亿元，同比下降3.89%；23Q1实现归母净利润0.06亿元，同比增长109.80%。主要系费用率下行下，受益于提价红利释放毛利率提升，带动公司利润的明显恢复。

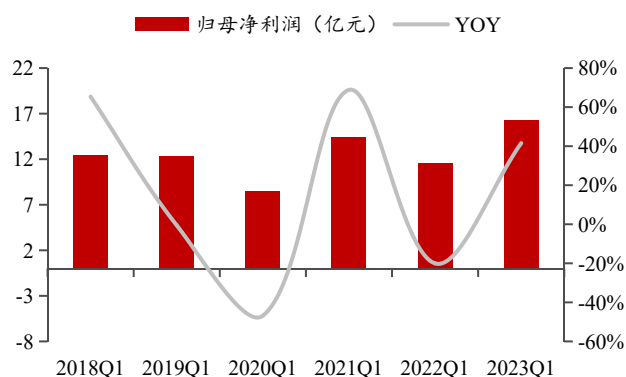
3) **承德露露**：2022年实现归母净利润6.02亿元，同比增长5.69%；23Q1实现归母净利润2.39亿元，同比增长1.60%。

4) **养元饮品**：2022年实现归母净利润14.74亿元，同比下降30.16%；23Q1实现归母净利润7.33亿元，同比增长39.93%。

2022年软饮料板块利润小幅下滑



23Q1软饮料板块利润实现高速增长



(亿元, %)	2022年归母净利	同比变动	23Q1归母净利	同比变动
东鹏饮料	14.41	20.75	4.97	44.28
香飘飘	2.14	-3.89	0.06	109.80
承德露露	6.02	5.69	2.39	1.60
养元饮品	14.74	-30.16	7.33	39.92

02

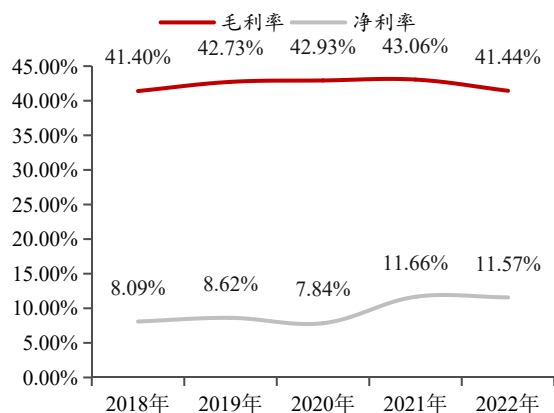
盈利能力

1、盈利能力显著提升，加强费用管控聚焦费用投放

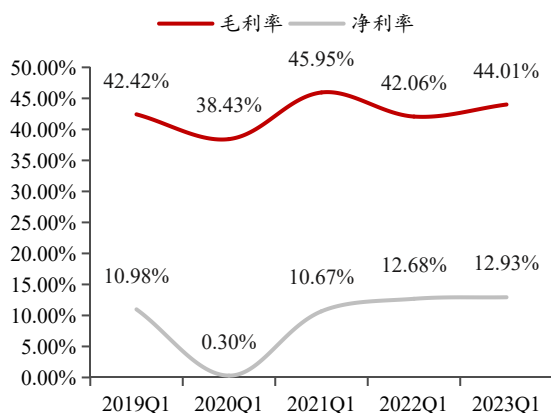
盈利能力显著提升，主因结构升级+费用管控。①青岛啤酒：22年毛利率/净利率分别为36.85% (+0.13pct) /11.83% (+1.03pct)，23Q1公司毛利率/净利率较上年同期增长0.47 /1.25个百分点至38.32% /13.76%。②重庆啤酒：22年毛利率为50.48% (-0.46pct)、归母净利率为9.00% (+0.11pct)，23Q1毛利率为45.16% (-2.52pct)、归母净利率为9.66% (+0.77pct)，毛利率下降主因1-2月乌苏、1664承压所致。③华润啤酒：22年毛利率为38.49% (-0.7pct)，归母净利率为12.32% (+2.12pct)。④燕京啤酒：22年毛利率、净利率同比变动-1.00、+1.71个百分点至37.44%、4.16%，23Q1毛利率、净利率同比变动+2.24、+1.53个百分点至36.78%、2.55%。

主要酒企加强促销及推广费用管控，聚集费用投放，22年及23Q1费用率有所回落。①青岛啤酒：22年销售费用率/管理费用率分别为13.05% (-0.53pct) /4.78% (-0.94pct)，管理费用率下降较多主因职工薪酬减少0.86亿元，股份支付费用减少0.73亿元，23Q1销售费用率/管理费用率同比变动-0.35/-0.83个百分点至13.84%/3.09%，费用率下行主因22Q1存在冬奥广告费及股权激励费基数较高。②重庆啤酒：22年销售/管理费用率下降0.30/0.59pct，23Q1销售/管理费用率下降0.76/0.25pct，费用有所管控。③华润啤酒：22年销售费用率为19.1% (-1.05pct)，管理费用率为9.41% (-1.42%)。④燕京啤酒：2022年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比变动-0.66、-1.28、-0.17个百分点至12.37%、12.49%、-1.16%，23Q1销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比变动+0.58、-1.40、-0.11个百分点至12.49%、13.94%、-1.18%。

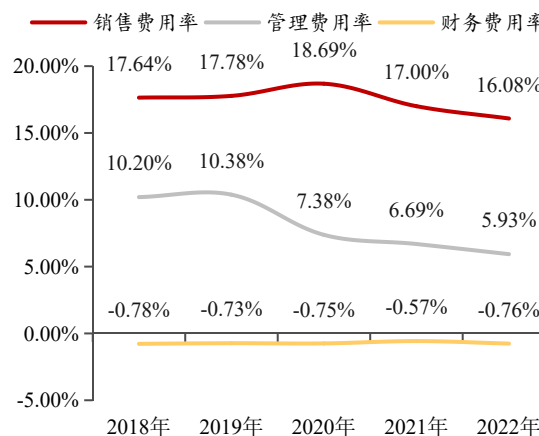
22年啤酒板块净利率维持稳定



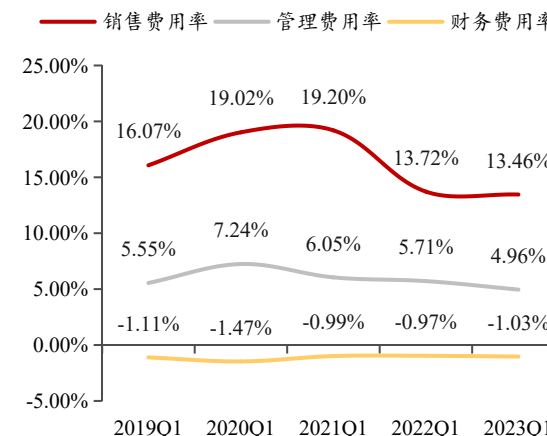
23Q1啤酒板块毛/净利率与22Q1同比提升



22年啤酒板块销售/管理费用率显著下降



23Q1啤酒板块销售/管理费用率显著下降



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：1、啤酒板块毛利率、净利率选取青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、华润啤酒、百威亚太

2、啤酒板块销售费用率、管理费用率、财务费用率选取青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒

3、22Q1毛利率下降主要系会计政策变更，相关运输费用自销售费用调整到营业成本列报，同口径下主要酒企毛利率实现增长

4、销售费用率下降主因会计政策变更+费用精准投放

1、盈利端：

基本面逐步修复，盈利有望逐季改善。22Q1开始需求端持续受到疫情影响&成本上行超预期（提价幅度不足以覆盖成本上行幅度），基本面压力仍存。随着疫情影响逐步消退与23Q1旺季来临，需求复苏+成本改善，盈利能力有望逐步修复。

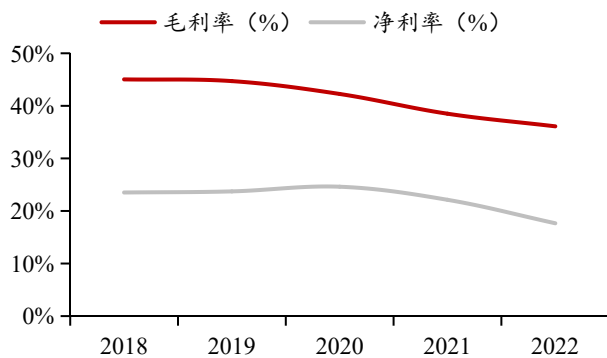
2、重点公司：

1) 海天味业：22年全年公司实现归母净利润61.98亿（-7.09%），23Q1实现实现归母净利润17.16亿（-6.20%），业绩低于预期，主要因为成本上行导致利润承压，但公司多措并举挖潜降本，亦有成效。22年全年/23Q1毛利率分别为35.7%/36.9%，同比-3.0pct/-1.2pct，公司已进一步扩大集约化规模和精益管理消化成本上涨压力；22年全年/22Q4/23Q1净利率为24.2%/24.7%，同比-2.5pct/-0.7pct。

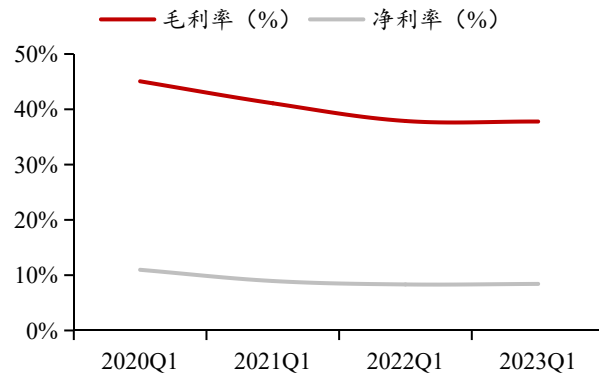
2) 千禾味业：23Q1年实现归母净利润1.5亿(+162.9%)，扣非归母净利1.4亿(+168.6%)，业绩超预期主因为产品结构提振+销售费用率收缩，带动盈利能力大幅改善。具体来看：①23Q1毛利率分别为39.03%（同比+4.1pct），虽然公司仍有部分成本压力，但公司通过产品结构升级，带动毛利率提升，盈利能力改善；②23Q1公司销售费用率仅为11.7%（同比-3.4pct），可见虽然公司为零添加高增长加大了费用投放力度、同时大量招聘负责传统渠道的业务代表人员，但费用使用效率极高，从侧面印证公司23Q1的零添加动销超预期，带来了业绩的高质量增长。23Q1公司管理/研发/财务费用率分别同比+0.3pct/+0.4pct/同比持平，费用控制得当。

3) 涪陵榨菜：22年全年公司实现归母净利润8.99亿（+21.14%），23Q1实现归母净利润2.61亿（+22.02%），23Q1净利率为34.4%（同比+3.3pct），业绩超预期。具体来看：①23Q1使用低价原料，毛利率同比改善。22Q1青菜头采购成本处于高位，23Q1使用的是22H2采购的低价原材料，23Q1毛利率为56.3%（同比+3.9pct/环比+9.0pct）；②售费用同比稳定，地推费用结构性增加。23Q1公司销售费用率为17.8%（同比持平/环比+13.7pct），拆分结构看，我们预计公司为推动市场动销加快，费用投放更多的向地推、促销等方向增加，缩减了部分空中广告费用，其他销售费用细项变动幅度不大。

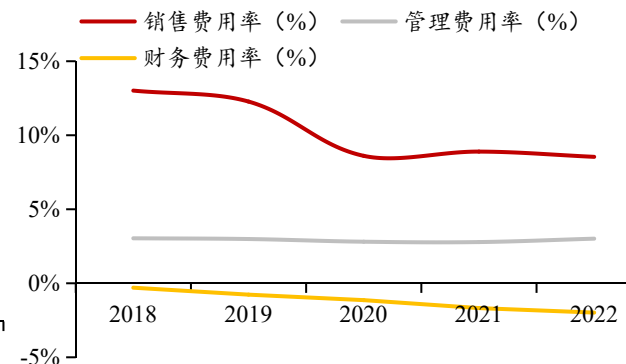
22年调味品板块毛/净利率略有下降



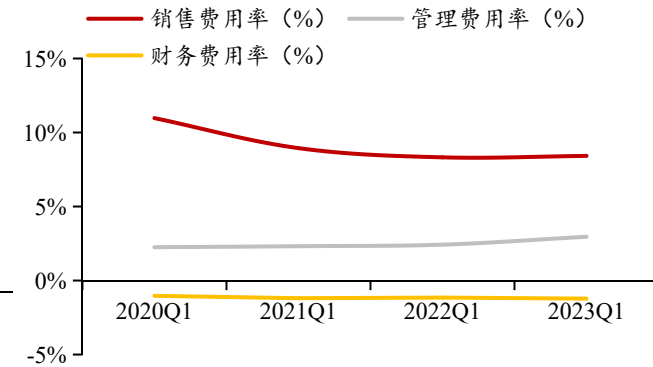
23Q1调味品板块毛/净利率与22Q1基本持平



22年调味品板块销售/管理费用率略降/升



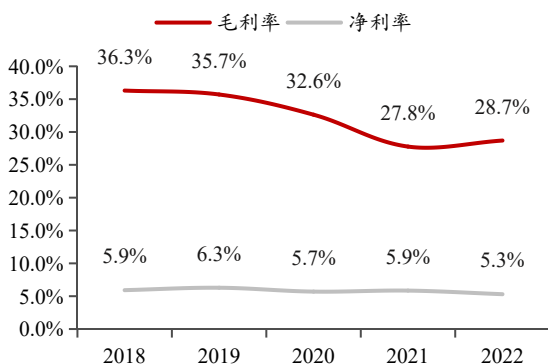
23Q1调味品板块费用率小幅提升



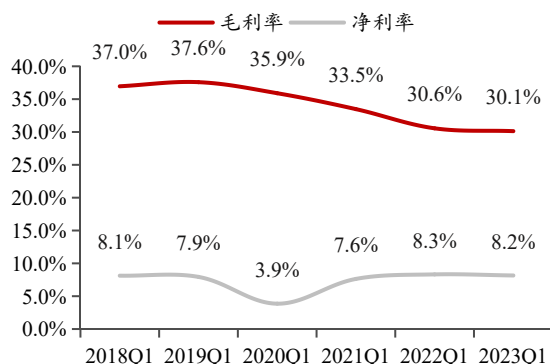
伴随需求逐渐，盈利能力或呈恢复性改善。①伊利股份：22年毛利率32.3% (+1.6pct)，净利率7.6% (-0.3pct)。23Q1毛利率33.8% (-0.7pct)，净利率10.9% (-0.5pct)。②妙可蓝多：22年毛利率34.2% (-4.1pct)，净利率3.5% (-0.8pct)。23Q1毛利率32.7% (-6.1pct)，净利率3.4% (-3.0pct)。毛利率下降受到家庭餐饮以及餐饮工业产品销售占比提升+产品销售不及预期+原材料上涨等多维因素影响。③新乳业：22年毛利率24.0% (-0.5pct)，净利率3.6% (-0.2pct)。23Q1毛利率27.1% (+3.1pct)，净利率2.5% (+0.5pct)。毛利率提升主因产品结构的优化，鲜奶占比的提升以及新品类的贡献。

各乳企费用控制良好，费用率整体持续走低。①伊利股份：22年销售/管理/财务费用率18.6%/4.3%/-0.2%，同比+1.1pct/+0.5pct/-0.2pct，23Q1销售/管理/财务费用率为17.1%/4.2%/-0.2%，同比-1.1pct/+0.9pct/+0.2pct。公司计划提升费用使用效率来促进利润提升。②妙可蓝多：22年销售/管理/财务费用率25.2%/5.0%/-0.4%，同比-0.6pct/-2.6pct/+0.3pct，23Q1销售/管理/财务费用率24.3%/5.7%/0.0%，同比-0.6pct/-1.0pct/+1.2pct。23Q1在增加销售人员和渠道扩充的同时销售费用率逐渐下降，表明公司销售费用的使用效率不断提升。③新乳业：22年销售/管理/财务费用率13.6%/4.7%/1.5%，同比-0.4pct/-0.8pct/+0.2pct，23Q1销售/管理/财务费用率为15.5%/4.4%/1.6%，同比+0.9pct/-0.8pct/+0.2pct。我们预计23全年销售费用结构会进一步优化和调整，预计23年费用率水平稳中有升。

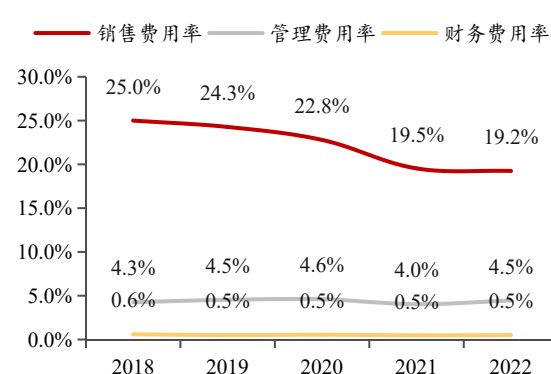
22年乳制品板块毛利率回升，净利率下降



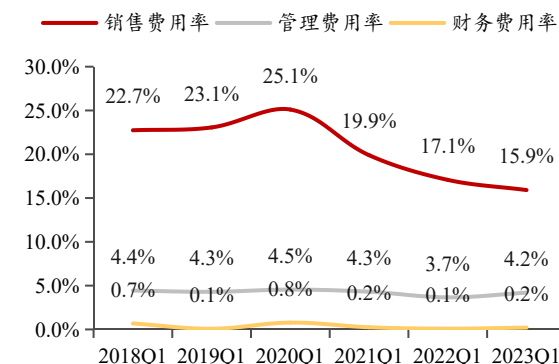
23Q1乳制品毛/净利率略有下降



22年乳制品销售费用率持续走低



23Q1乳制品销售费用率走低，管理费用率略升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1、成本下行叠加费用管控良好，规模效应下，盈利能力有所恢复。

毛利率：22年休闲零食板块毛利率实现29.98%，同比增长0.02pct；23Q1毛利率为30.63%，同比增长0.21pct。毛利率同比有所提升主要系原材料成本有所下降，叠加板块内产品结构调整等影响，使得毛利率有所恢复。

费用率：从费用率来看，22年休闲零食板块销售费用率/管理费用率分别为17.10%/+5.70%，同比变动分别为-1.13pct/+0.52pct，销售费用率略有下降；从23Q1来看，休闲零食板块销售/管理费用率分别为15.44%/5.43%，相比去年同期分别变动-2.92pct/+0.76pct。

净利率：在毛利率提升，费用率下降背景下，板块净利率有所提升。22年板块净利率为4.92%，同比下降0.55pct；23Q1净利率为8.81%，同比提升2.66pct。

(%, pct)	2022年毛利率	同比变动	23Q1毛利率	同比变动	2022年净利率	同比变动	23Q1净利率	同比变动
洽洽食品	31.96%	0.01	28.52%	-2.34	14.18%	-1.34	13.32%	-1.20
盐津铺子	34.72%	-0.99	34.57%	-4.02	10.40%	3.78	12.54%	1.93
甘源食品	34.26%	-0.84	36.35%	1.50	10.89%	-1.01	14.07%	6.88
劲仔食品	25.62%	-1.21	25.98%	-0.58	8.55%	0.90	8.92%	1.20
三只松鼠	26.74%	-2.64	28.27%	-1.29	1.77%	-2.44	10.11%	4.89
良品铺子	27.57%	0.80	29.16%	2.86	3.55%	0.52	6.25%	3.09

资料来源：Wind，浙商证券研究所

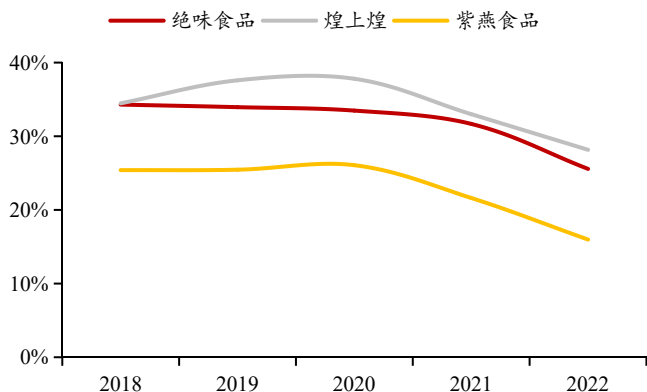
1、成本端：

卤味板块22全年/23Q1毛利率分别为23.2%/23.7%，同比-6.2pct/-3.7pct。个股来看，绝味食品22全年/23Q1毛利率分别为25.6%/24.3%，同比大幅下滑6.1/6.0pct，主因为：1) 原材料上涨。22年二季度以来公司低价库存见底，二季度受高温天气影响，鸭苗病死率有所提升，上游屠宰和养殖农户成本压力更甚，全年鸭脖/鸭舌价格同比大幅上涨；2) 货折补贴。22年为维护加盟商利益，公司针对疫情期间受关店影响门店给予一定程度货折补贴，从而牺牲了部分毛利空间；3) 供应链业务占比提升。公司供应链业务毛利率为6.0%，较鸭脖主业毛利有明显差距，随着供应链业务贡献比重持续提升预计对公司整体毛利率水平有一定影响。

2、费用端：

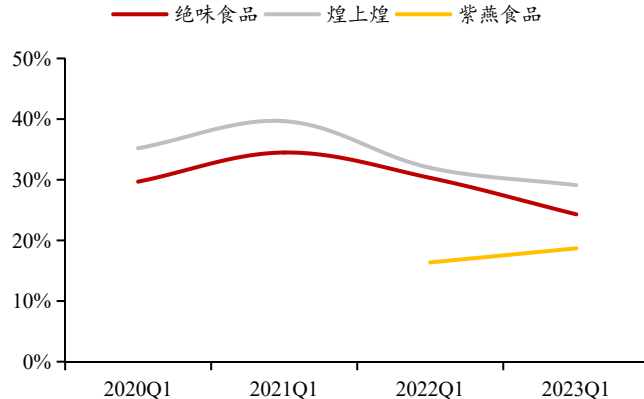
板块22年全年/23Q1销售费用率为9.0%/7.1%，同比+0.6pct/-4.9pct；板块22年全年/23Q1管理费用率为6.9%/6.5%，同比+0.8pct/+0.1pct。个股来看：绝味食品22年全年/23Q1销售费用率同比+1.8pct/-7.2pct至9.8%/6.8%，22年盈利承压主要为营销活动费用扩大及开店补贴等一次性费用支出所致，23Q1对经销补贴费用有所减少；公司22年全年/23Q1管理费用率为7.8%/6.3%，同比+1.4pct/-0.2pct，22年管理费用率明显抬高是因为股权激励费用一次性计提所致。

22年各卤味企业毛利率均出现较大幅度下滑



资料来源：Wind，浙商证券研究所。

23Q1原材料成本高位导致毛利仍承压



资料来源：Wind，浙商证券研究所。注：板块数据不包含周黑鸭

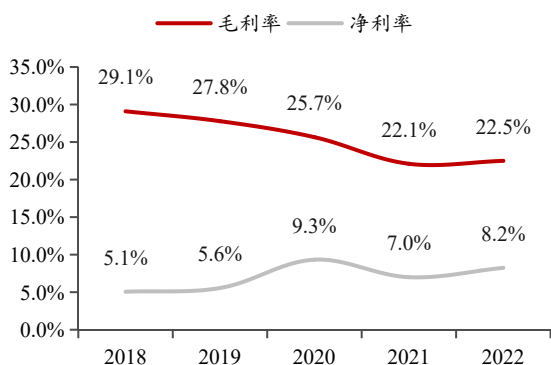
	22年销售费率	23Q1销售费率	22年管理费率	23Q1管理费率
卤味板块	9.04% (+0.55pct)	7.07% (-4.92pct)	6.87% (+0.77pct)	6.53% (+0.05pct)
绝味食品	9.75% (+1.75pct)	6.79% (-7.22pct)	7.77% (+1.39pct)	6.32% (-0.19pct)
煌上煌	16.31% (-0.58pct)	11.82% (-3.40pct)	7.99% (+1.86pct)	7.38% (+0.63pct)
紫燕食品	3.80% (+0.64pct)	4.54% (+0.29pct)	4.62% (-0.88pct)	6.46% (+0.27pct)

资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：因周黑鸭为港股未披露一季报，为保持数据前后一致性，板块数据不包含周黑鸭

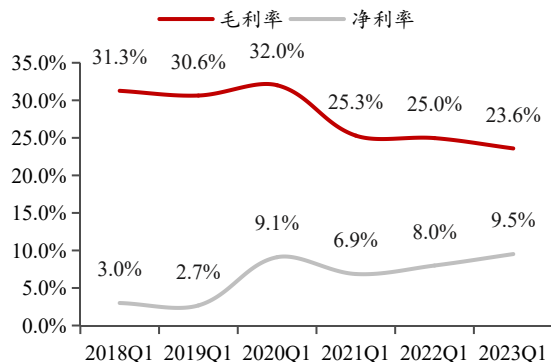
大单品策略+产品结构优化，毛利率稳中有进。①安井食品：22年毛利率/净利率22.0%（-0.2pct）/9.2%（+1.8pct）；23Q1毛利率/净利率24.7%（+0.5pct）/11.6%（+2.7pct）。23Q1高毛利率主因：锁鲜装增长下高端产品占比提升，一季度旺盛的需求下促销缩进，以及原料端收购两家鱼糜工厂后带来控价能力，其他肉类、粉类随行就市，逐渐稳定。②千味央厨：22年毛利率/净利率23.4%（+1.1pct）/6.8%（-0.1pct）；23Q1毛利率/净利率24.0%（+1.4pct）/7.0%（-1.1pct）。大单品策略叠加产品结构优化，毛利率稳中有进。

板块费用率持续走低，净利率持续提升。①安井食品：22年销售/管理/研发/财务费用率7.2%（-2.0pct）/2.8%（-0.6pct）/0.8%（-0.2pct）/-0.6%（-0.6pct），23Q1销售/管理/研发/财务费用率7.4%（-2.9pct）/2.8%（-0.2pct）/0.6%（-0.3pct）/-0.6%（-0.3pct），费用率持续优化。②千味央厨：22年销售/管理/研发/财务费用率3.9%（+0.6pct）/9.3%（+0.9pct）/1.1%（+0.4pct）/0.1%（-0.3pct）；23Q1销售/管理/研发/财务费用率5.1%（+1.9pct）/7.8%（-0.9pct）/0.8%（+0.1pct）/0.2%（+0.3pct）。23Q1销售费用率增加较多主要系增设华东仓导致仓储成本增加，及报告期较同期增加子公司导致费用增加所致。

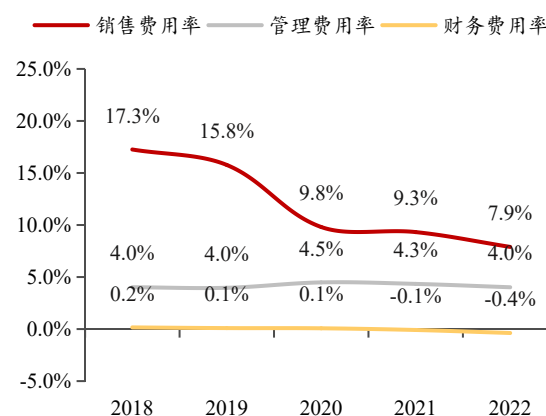
22年板块毛/净利率均略有回升



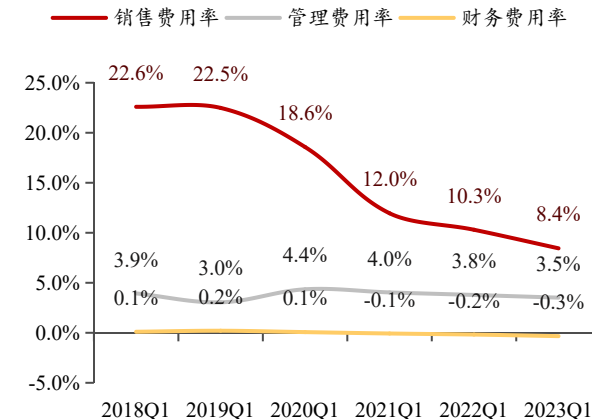
23Q1板块毛利率略降，净利率回升



22年板块费用率持续走低



23Q1板块费用率持续走低



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：速冻板块毛/净利率及期间费用选取安井食品、三全食品、海欣食品、味知香、惠发食品、春雪食品、千味央厨、巴比食品

1、由于油脂等价格居高不下，22年对于烘焙板块盈利水平造成较大影响；23Q1略有恢复

毛利率：22年烘焙板块毛利率实现32.85%，同比下降3.61pct；23Q1毛利率为31.51%，同比下降0.76pct。22年毛利率同比略有下降除了口径调整之外，主要系油脂原材料成本价格仍处在高位，板块整体成本压力较大，使得毛利率略有下降；23年降幅收窄主要系原材料成本有所下降。

费用率：从费用率来看，22年烘焙板块销售费用率/管理费用率分别为14.54%/5.69%，同比变动分别为-0.06pct/+0.38pct，销售费用率略有下降；从23Q1来看，烘焙板块销售/管理费用率分别为14.46%/5.78%，相比去年同期分别变动-1.14pct/-0.21pct。

净利率：由于22年毛利率略有下降，净利率略有下降，但23年净利率有所改善。22年板块净利率为8.83%，同比下降3.44pct；23Q1净利率为7.72%，同比增长0.68pct。

(%, pct)	2022年毛利率	同比变动	23Q1毛利率	同比变动	2022年净利率	同比变动	23Q1净利率	同比变动
立高食品	31.77%	-3.13	32.03%	-1.06	4.95%	-5.10	6.30%	-0.05
海融科技	32.98%	-10.68	34.34%	-1.97	10.71%	-4.28	10.00%	-4.88
南侨食品	21.73%	-9.39	19.93%	-6.27	5.63%	-7.18	5.26%	-2.77
桃李面包	23.98%	-2.30	23.94%	-1.68	9.57%	-2.47	9.42%	-1.46
爱普股份	14.42%	-1.58	16.41%	-0.47	3.44%	-2.63	5.37%	-0.60

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1、22年由于成本影响，毛净利率下降，但23Q1盈利能力快速恢复。

毛利率：22年软饮料板块毛利率实现37.72%，同比下降1.62pct；23Q1毛利率为39.83%，同比提升1.25pct。22年毛利率同比略有下降除了口径调整之外，主要系原材料成本价格处在高位，板块整体成本压力较大，使得毛利率略有下降。23年由于原材料成本回落叠加规模效应影响，毛利率有所恢复。

费用率：从费用率来看，22年软饮料板块销售费用率/管理费用率分别为13.66%/4.04%，同比变动分别为-0.75pct/+0.09pct，销售费用率略有下降；23Q1，软饮料板块销售/管理费用率分别为13.59%/3.33%，相比去年同期分别变动-1.15pct/-0.33pct。

净利率：22年由于毛利率略有下降，净利率略有下降，23Q1改善明显，超市场预期。22年板块净利率为15.06%，同比下降1.89pct；23Q1实现18.77%，同比提升3.85pct。

(%, pct)	2022年毛利率	同比变动	23Q1毛利率	同比变动	2022年净利率	同比变动	23Q1净利率	同比变动
东鹏饮料	42.33%	-2.04	43.53%	0.34	16.94%	-0.15	19.95%	2.76
香飘飘	33.80%	0.20	31.01%	10.42	6.84%	0.41	0.88%	12.98
承德露露	44.85%	-1.94	47.65%	0.84	22.36%	-0.22	20.95%	-0.07
养元饮品	45.11%	-4.01	46.94%	-1.31	24.89%	-5.68	32.88%	7.30

资料来源：Wind，浙商证券研究所

03

总结与展望

啤酒旺季将至，短期具备四大催化，中长期高端化升级趋势延续，全年成本增速放缓有望贡献业绩弹性。

我们于2023年大众品年度策略中将【啤酒】作为23年大众品首推板块，于2月中旬开始提示啤酒板块投资机会，3月发布报告重点推荐啤酒板块，近期啤酒板块有所回调，我们认为当前估值性价比渐显，多重催化下持续推荐。

催化1：旺季将至，低基数下销量有望快速增长。由于22年5月华润、重啤等酒企销量基数仍较低，预计低基数下23年5月销量可维持较快增长，旺季将至动销有望加速。

催化2：现饮场景显著恢复，烧烤&五一出行带来正向催化。近期淄博烧烤火爆，带动当地部分门店啤酒消费高增，徐州、东北等多地纷纷依托本地烧烤吸引外地游客；此外五一铁路车票数再创新高。五一出行创新高、烧烤话题升温，叠加旺季将至，将有利于啤酒现饮场景动销加快&高端化升级。

催化3：23年夏季高温天气或延续，关注旺季气温变化的影响。据美国海洋和大气管理局（NOAA）、英国气象办公室等机构监测，今年5月至7月期间“厄尔尼诺”出现的几率为62%，2023年夏天的全球气温可能超过此前最热的2016年夏天。参考22年旺季动销高增，啤酒动销与气温具显著正相关性，若今年夏季延续高温，啤酒旺季动销或有望超预期，建议持续关注旺季气温变化。

催化4：23Q2成本或显著改善，贡献业绩弹性。据wind数据统计，2023年4月30日玻璃、瓦楞纸、铝价格同比变动+4%、-24%、-11%，较22年均值变动+12%、-19%、-6%。主要酒企已于22年末完成23年度大麦锁价，进口大麦成本同比上涨幅度近20%；当前瓦楞纸、铝材成本均呈现同比下行趋势、能源价格走弱，包材成本下行或有望贡献业绩弹性，23Q2低基数下成本弹性更为明显。

投资建议：4大催化下，我们仍坚定看好23年啤酒板块β性大行情，持续推荐啤酒板块，推荐青岛啤酒、重庆啤酒，关注华润啤酒、燕京啤酒。

标的	23年预测收入（亿元，%）	23年预测利润（亿元，%）
青岛啤酒	348.69 (+8.4%)	44.16 (+19.0%)
重庆啤酒	158.22 (+12.7%)	15.54 (+23.0%)

3.2 调味品板块：基本面正修复，业绩有望逐季改善

1、板块一季度总结及下半年展望：板块整体看，22年疫情反复影响行业需求+成本上行超预期+高基数影响，板块基本面表现较差；23Q1以来餐饮需求恢复+成本高位回落+产品升级趋势明显，板块基本面开始修复。个股经营表现分化：①基础调味品：基础调味品中海天味业、恒顺醋业低于预期，千禾味业大幅超预期，中炬高新、涪陵榨菜业绩超预期；②复合调味品：整体收入（主要是宝立食品、天味食品等）增速快于基础调味品。展望下半年，需重点观察行业需求复苏情况与成本变化，在需求复苏的过程中，渠道库存变化、终端真实动销情况与价盘稳定为核心指标，我们认为伴随需求持续改善&成本拐点显现，后续布局机会仍存。在当前阶段应重视α机会，即短期存在催化如数据恢复可持续以及边际改善明显、长期业绩可持续提升的标的：①千禾味业：零添加带动产品结构升级，23年业绩有望超预期；②中炬高新：上半年股权变更有望落地，23H2基本面修复有望加速，长期盈利能力提升可期。

2、重点标的更新：海天味业、中炬高新、涪陵榨菜

- 1) **海天味业：**23年海天将持续推进零添加产品推广，为公司带来新增长点。我们长期看好公司成为平台型公司，公司在巩固传统三大品类的基础上创新发展新品类（醋/料酒/复合调味料），产能持续扩张，叠加公司渠道效率的不断提升，长期看我们认为公司市占率有望加速提升。
- 2) **千禾味业：**4月份公司延续较好的铺货情况，传统渠道占比持续提升。终端动销良性，零添加复购率有望持续提升，我们预计公司Q2仍可延续高增长趋势，全年弹性可期。
- 3) **中炬高新：**23基本面有望加速改善：①收入端：23Q1公司经销商在利润改善的情况下积极完成任务，公司在低库存健康状态下（预计主销区/非主销区库存为1.5个月/1个月）实现稳健增长，达成挑战目标；若市场完全恢复至19年水平，全年有望实现冲刺目标；②盈利端：若成本下行逻辑兑现，盈利能力有望加速修复。公司各级市场分级明确，成熟市场进行通过品类延伸&细化经销商进行渠道下沉，在非成熟市场对空白市场进行渠道扩张，全国化进程有望加速；叠加厨邦智造提效降本+管理效率改善，长期看公司的净利率将稳步提升。

标的	23年预测收入 (YOY)	23预测利润 (YOY)
海天味业	282.90亿元 (+10.47%)	67.86亿元 (+9.49%)
中炬高新	59.18亿元 (+10.80%)	7.65亿元 (+229.22%)
千禾味业	33.62亿元 (+37.99%)	4.85亿元 (+40.87%)

资料来源：浙商证券研究所

3.3 乳制品板块：盈利能力或呈恢复性改善，业绩趋势向好

1、板块总结与展望：

- 1) **总结：**面对疫情挑战，22&23Q1收入&业绩实现正增长。23Q1新乳业、天润乳业、燕塘乳业等区域乳企业绩变现亮眼。我们此前持续推荐乳品板块内高业绩弹性标的的机会。
- 2) **展望：**我们认为，伴随需求逐渐恢复，龙头乳企有望通过产品结构升级+渠道拓展+品类扩张实现收入稳增，年内板块盈利能力或呈恢复性改善，叠加费用使用效率提升，23年内板块业绩趋势向好。板块内需重视两类机会：①伴随经营逐季改善，全国性乳企估值有望修复；②区域乳企业绩高成长。

2、重点更新标的：伊利股份、妙可蓝多、新乳业

1) **伊利股份：**23年公司计划持续产品结构升级以及渠道拓展增加营收，同时控制费用投入，提升费用使用效率来促进利润提升，以实现营收1355 亿元（+10.4%），利润总额125 亿元（+17.9%）。对应利润率（利润总额/营业收入）需从22年8.6%提升0.6pct至23年目标9.2%。该目标体现了公司对于23 年接下来三个季度行业需求恢复和公司利润率扩张（产品结构优化+费用管控）的双重信心，年内或迎逐季改善，估值有望抬升。

2) **妙可蓝多：**公司发布了新品有机奶酪棒和慕思奶酪杯，以期完成从儿童零食向成人零食进阶，从零食向餐饮跨越，形成休闲+餐饮，由TO C及TO B的双轮驱动模式。我们认为，在奶酪这样一个快速成长的赛道中，通过产品的快速迭代、奶酪应用场景的广泛开发和对消费者心智的抢占来积极找寻下一个奶酪大单品是龙头企业的核心使命。建议积极关注新品表现。

3) **新乳业：**22收入破百亿，23Q1全口径收入增速符合预期。强研发赋能结构优化+毛利提升+核心品类成长：22年低温收入占比超50%，新品收入占比超10%。我们认为23Q1是盈利能力提升的起点，公司通过产品结构优化+降本增效实现中期业绩改善的思路清晰、规划详细。中期维度，盈利弹性释放开启。

标的	23年预测收入（亿元）	23年预测利润（亿元）
伊利股份	1362.2（+10.6%）	110.3（+16.9%）
妙可蓝多	60.8（+26.0%）	3.0（+120.5%）
新乳业	113.0（+12.9%）	5.1（+39.9%）

3.4 零食板块：重视渠道变革红利期，关注月度数据变动机会

1、板块23Q1总结及展望：板块23Q1收入和利润增速恢复，其中盐津、劲仔、甘源等重点标的的业绩超市场预期。我们此前曾多次强调重视休闲零食板块渠道变革的机会；我们认为自21年开始休闲零食行业开启新一轮的渠道变革，企业内标的的改革效果在22年和23年得到实现。23Q1原材料价格有所回落，板块利润有所恢复，我们认为23年仍处在渠道变革红利期，且优质标的的改革举措效果继续显现，将为板块带来更多机会。

2、重点标的更新：劲仔食品、盐津铺子、洽洽食品、甘源食品

1) 劲仔食品：当前我们认为公司正处在整体势能提升的强势红利期，依托于新品及新包装对于现代渠道和新渠道的打通，和公司团队能力的提升，公司产品势能得到长足的提升，从而带动全渠道销售势能的提升，我们继续重点推荐。

2) 盐津铺子：短期来看，市场更多的因为零食量贩渠道的放量来定义盐津铺子近年的增长，但是我们认为公司是全渠道全线开花，借助当前渠道变革红利期，真正通过自身战略的调整，演绎多品类和全渠道的全面增长。中长期来看，公司产品从低成本下的“高品质+高性价比”逐步升级成长为“低成本之上的高品质+高性价比”，由“渠道驱动”增长升级为“产品+渠道双轮驱动”增长。更为清晰的规划和战略和高效优秀的团队有效保证公司在长期的发展中拥有较强的竞争力和竞争优势。

3) 洽洽食品：短期来看公司业绩承压，期待后续改善。公司我们认为伴随消费力恢复和公司多渠道的铺设预计环比有望持续改善。费用端我们认为总体可控，精细化管理和提价效果显现有望驱动公司毛、净利率的持续改善。当前估值较低，仍需密切关注动销情况，合理布局。

4) 甘源食品：产品持续创新，渠道多点开花，基本面持续上行，23Q1实现快速增长。成本端来看，由于棕榈油、坚果等原材料价格从高位逐步回落，叠加销量增加带来的规模效应的提升。

(亿元，%)	23年预测收入 (YOY)	23年预测归母净利润 (YOY)
洽洽食品	79.2 (+15.05%)	10.9 (+11.3%)
盐津铺子	38.0 (+31.3%)	4.81 (+59.2%)
甘源食品	20.3 (+40.0%)	2.6 (+63.9%)
劲仔食品	19.0 (+30.1%)	1.8 (+43.3%)

3.5 卤制品板块：23Q1需求修复较好，静待成本改善

1、22年年报&23年一季报总结：

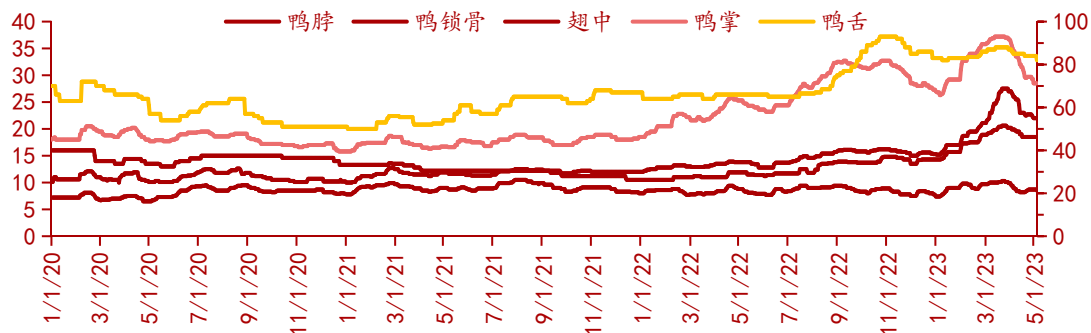
1) **营收方面**：22年重点市场疫情影响，卤味连锁企业普遍面临门店关停和终端配送不畅等问题，重重压力下，卤味连锁板块销售压力凸显。23Q1春节旺季期间复苏需求复苏趋势较好；2) **成本方面**：22年至23Q1原材料成本高企。3) **下半年展望**：我们认为卤味连锁需重点关注4个维度：①前期加速开店对营收贡献的增厚贡献能否体现；②卤味旺季配合营销活动和新品推广带来的门店收入修复机会；③世界杯等重点体育对销售的贡献；④原材料走势及提价后带来的利润修复。

2、重点个股跟踪：

1) **绝味食品**：23Q1开店表现超预期，春节期间旺季加持下，单店店效恢复情况较好，Q2起逐步进入销售旺季，单店有望持续改善。上游鸭苗供给量提升，后续成本有望进入下行周期，盈利能力有望持续改善。截至2023年4月30日，鸭脖4月均价23.8元/公斤，同比上涨74.2%，环比下降5.7%；鸭舌4月均价84.7元/公斤，同比上涨28.3%，环比下降3.1%；鸭锁骨4月均价8.6元/公斤，同比下降2.3%，环比下降14.0%；鸭翅中4月均价19.0元/公斤，同比上涨66.1%，环比下降4.7%；鸭掌4月均价31.6元/公斤，同比上涨27.7%，环比下降14.4%。

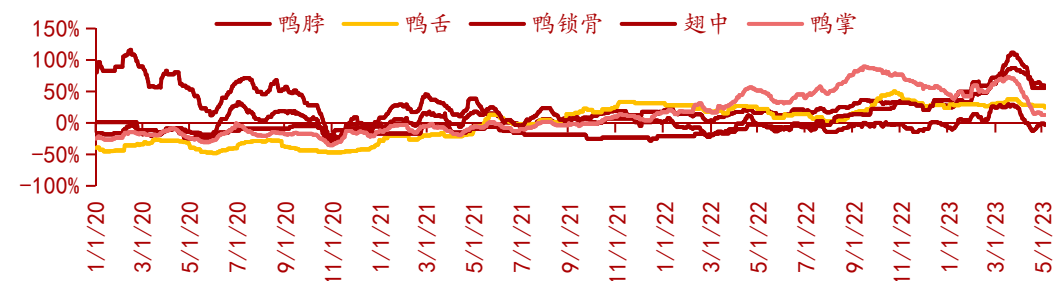
2) **紫燕食品**：23Q1经营稳健，核心单品夫妻肺片增长强劲，开店+店效同步助力收入抬升。2023Q1得益于近期进口牛肉等原材料价格的下降，公司毛利率环比实现大幅改善，我们预计伴随疫后复苏、口岸通畅，公司将持续受益。公司作为餐卤上市第一股、赛道龙头，全国共有近5700家门店，品牌力已初显，已具备一定品牌溢价权，我们预期公司将通过缓步提价的方式进一步提升盈利能力。

图：日度重点鸭副产品价格跟踪（元/公斤）



数据来源：水禽行情网，Wind，浙商证券研究所

图：重点鸭副产品同比跟踪



数据来源：水禽行情网，Wind，浙商证券研究所

标的	23年预测收入 (YOY)	23年预测利润 (YOY)
绝味食品	79.2亿元 (+19.6%)	9.2亿元 (+293.5%)
紫燕食品	42.8亿元 (+18.8%)	4.0亿元 (+79.9%)

资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.6 速冻板块：23年有望维持收入稳健增长，业绩增速快于收入的趋势

1、板块总结与展望

1) 总结：22&23Q1收入稳健增长，疫情下C端业务成压舱石，其中预制菜赛道迎快成长。22&23Q1板块业绩增速快于收入，主因盈利能力提升+费控效果突出。板块内企业紧抓大单品策略+产品结构优化，从而实现毛利率稳中有进。同时板块费用率持续走低，净利率持续提升。此前我们重点推荐高B端占比标的的投资机会。

2) 展望：我们认为，23年板块有望维持收入稳健增长，业绩增速快于收入的趋势。质优公司潜力大单品推广+新渠道拓展+降本增效多点发力，弹性更足。

2、重点更新标的：安井食品、千味央厨

1) 安井食品：公司22年和23Q1收入同比皆实现快速增长，传统速冻板块收入业绩稳步增长，重点布局的预制菜肴板块业务快速上量。费用率优化，盈利能力提升。23年提质增效重视盈利能力，新品推广和渠道扩展规划清晰。1) 产品端：计划推出的“锁鲜装4.0+虾滑系列”和“1:1:1:1”（即火山石烤肠、蒸煎饺、小酥肉、烤鱼），有望成为超级大单品。面向C端全渠道销售的中高端火锅料锁鲜装系列在渠道持续扩张的同时迅速抢占行业制高点；同时陆续推出锁鲜装新品，丰富产品系列。虾滑品类应用场景广泛，符合公司BC兼顾的渠道定位，具有广阔前景。未来三年内，安井锁鲜装和虾滑将在此前体量基础上以超级大单品为目标继续推广。2) 渠道端：在区域上，加强西南、华南、西北等地三四线城市的开发，并进一步加大县乡层级市场拓展力度；在渠道上，加强电商直营、特通、商超O2O、新零售的开发力度，提升销售占比。

2) 千味央厨：公司22年、23Q1收入和扣非业绩符合预期，在22Q2低基数下，期待23Q2弹性释放。23Q1产品结构优化，高毛利产品占比提高。23年渠道+产品+并购多点发力，餐饮工业化高景气赛道大有可为。1) 渠道端：预计23年公司直营渠道收入将实现修复性增长（22年低基数），同时预计头部经销商培育计划下23年经销渠道收入仍将保持快增速；2) 产品端：23年收入分结构来看，预计小B端油条、蒸煎饺增速快于平均，大B端烘焙增速快于平均；大单品策略持续发力，预计23年蒸煎饺收入超2亿，23年我们预计发力春卷、米糕、大包子、烧卖四个核心大单品以贡献增量；伴随烘焙类等高毛利产品占比持续提高，在后续原料成本偏稳定的判断下，我们认为盈利能力或将延续稳中有进态势；3) 并购端：收购味宝后，有望协同进行业务拓展。

(亿元, %)	23年预测收入 (YOY)	23年预测利润 (YOY)
安井食品	159.4 (+30.8%)	15.1 (+37.0%)
千味央厨	19.4 (+30.0%)	1.5 (+47.4%)

3.7 烘焙板块：需求有望后续回暖，建议布局优质龙头标的

1、板块23Q1总结及展望：1) 板块23Q1业绩边际改善。整体收入保持稳定增长，主要系消费场景恢复使得需求端有所恢复，利润改善明显主要系原材料价格同比回落，使得盈利能力恢复。我们认为伴随业绩的持续改善，以及成本拐点的显现，后续布局机会仍存，近期可关注后续业绩持续改善的优质龙头。

2、重点标的更新：立高食品、南侨食品、海融科技

1) 立高食品：当前公司渠道融合和改革效果已经初见成效，看好后续发展。23年烘焙行业的终端需求开始逐步恢复，且立高食品在22年进行的渠道融合效果逐步显现，冷冻烘焙产品持续推进，进一步提升渗透率，奶油产品焕发新生，通过稀奶油补充中高端产品线，有望实现快速增长；成本端棕榈油价格持续下行，公司盈利能力将边际改善，

2) 南侨食品：收入端：23年公司主业烘焙油脂在线下门店的重新开店下将得到恢复；冷冻面团在山姆对于贝果产品需求的快速提升下，产能有望翻倍，我们预计冷冻面团业务23年有望实现4-5亿元左右的收入；同时伴随奶油行业的产品升级，淡奶油和进口乳制品的需求也将快速提升。利润端：考虑到当前棕榈油等原材料的供求关系逐步平衡等，价格同比将有所回落，有利于公司毛利率的快速回升和改善。我们看好公司23年需求向上，成本下行带来的业绩持续改善和修复。。

3) 海融科技：公司盈利能力后续有望环比改善，进口替代叠加终端产品升级带来的行业性机会有望为公司带来新的增长，期待后续业绩的持续修复。

(亿元，%)	23年预测收入 (YOY)	23年预测利润 (YOY)
立高食品	32.44 (+15.16%)	2.41 (-14%)
南侨食品	38.4 (+34.2%)	3.9 (+141.3%)
海融科技	11.3 (+30%)	1.3 (+38%)

04

投资建议

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

- 1) 在疫后防控全面放开后，板块带来整体的估值和预期的修复；
- 2) 伴随消费场景的修复，终端数据持续恢复，表现亮眼，行业β性机会显著；
- 3) 当前阶段，我们认为应重视α机会，即重点把控数据恢复可持续以及边际改善明显、处在持续复苏的标的。

4月份大众品的表现印证我们上述的观点，板块表现已经反映了市场预期，但根据我们的观测，五一数据持续恢复，根据商务部商务大数据显示，五一假期首日和第三天，全国重点零售和餐饮企业销售额分别同比增长21.4%/15.6%；美团数据显示，假期前三天，全国生活服务业务线上日均消费规模较2019年同期增长133%。其中，全国餐饮消费规模较2019年同期增长92%。与此同时，叠加成本端有望边际向好，建议积极布局大众品板块投资机会。重点关注经营数据加速改善、二季度有催化剂的标的，如啤酒板块、休闲零食板块等。

我们认为当前大众品板块正在经历第三阶段的机会，投资主线如下：

- 1) 赛道高景气维度下带来整体板块机会，重点提示休闲零食板块及啤酒板块。休闲零食板块23年仍处于渠道变革红利期，业内企业通过新渠道的布局和拓展以及新品类的开拓带来业绩的快速增长；啤酒板块23年高端化大周期加速演绎，气温回暖较早或导致旺季提前到来，驱动业绩超预期。涉及标的：盐津铺子、劲仔食品、华润啤酒、青岛啤酒。
- 2) 需求上行成本下行主线下的投资机会重点提示烘焙、餐饮供应链、乳品和保健品板块的机会。伴随23年终端需求回暖，此前受疫情影响严重的板块需求有望快速恢复，同时23年大众品大部分原材料价格持续下行带来利润端的修复。涉及标的：烘焙板块（南侨食品、立高食品、海融科技）、餐饮供应链（千味央厨、日辰股份、安井食品）、乳品（伊利股份、妙可蓝多、新乳业）、保健品（仙乐健康）。
- 3) 依托于事件驱动，标的具备潜在催化的投资机会。涉及标的：中炬高新、安琪酵母、莱茵生物。

推荐标的：重庆啤酒、青岛啤酒、劲仔食品、盐津铺子、中炬高新、千味央厨等。

05

风险提示

疫情反复或散点爆发：新冠疫情近期有所反复，将对终端需求和供给都产生影响。若后续疫情继续反复或散点爆发，会影响企业经营业绩及板块的估值修复。

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

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

行业数据存在主观分类和筛选，存在实际情况与数据结论不符的风险。

行业的投资评级

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

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

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

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

法律声明及风险提示

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

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

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

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

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

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>