

食品饮料

2023年05月25日

消费复苏贯穿全年，结构分化择机布局

——行业投资策略

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

叶松霖（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

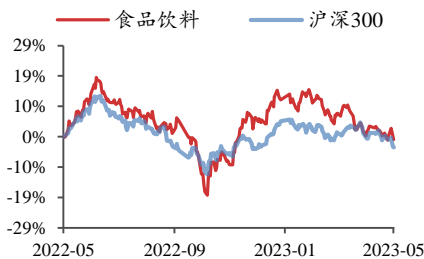
yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790521060001

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《啤酒、饮料复苏趋势确立，高温将至可能受益——行业点评报告》
-2023.5.25

《4月餐饮反弹较快，高温将至啤酒受益——行业周报》-2023.5.21

《淡季价格平稳，寻找确定性标的——行业周报》-2023.5.14

● 市场表现：食品饮料年初至今跑输大盘，主要源于估值回落

2023年1-4月食品饮料板块下跌1.1%，跑输沪深300约13.1pct，在一级子行业中排名靠后。分子行业看，软饮料板块表现突出(+7.2%)，啤酒(+5.8%)也获得明显超额收益。调味品(-8.5%)、熟食(-25.8%)跑输食品饮料板块。我们从市值分解角度观察，食品饮料2023年1-4月PE较2022年底回落21.8%，预计2023年净利增长25.5%，两者共同作用，年初至今板块市值下跌1.9%。

● 总量判断：消费回暖，需求曲线上行

从宏观层面来看，2022年底消费开始缓慢复苏，2023年春节旺销也验证消费回暖表现。观察经济数据，2023年一季度GDP增4.5%，是2022年一季度以后的增速高点。同时3月社零数据也有向好表现(10.6%)。整体来看宏观经济环境表现出向上势头，社零数据也验证消费复苏趋势。从微观层面来看产业表现，呈现弱复苏趋势：食品制造企业2023年1-3月营收增速1.2%，增速略回暖；利润总额同比下滑4.6%，下滑幅度收窄，也表明产业正在缓慢复苏。

● 2023年节奏判断：全年前低后高，复苏趋势不变

(1) 从需求端来看，春节是白酒传统的消费旺季，1-2月份在春节期间居民消费场景恢复，补偿性需求释放之后，3月份进入正常淡季节奏。市场对于弱复苏的情况进行修正，相应白酒股价也有所回落。渠道秩序方面，当前高端与次高端白酒渠道库存处于良性，价格较弱。次高端白酒库存偏高，价格也有企稳迹象。经销商目前以观望为主，但产业普遍对于下半年相对乐观，对复苏回暖趋势仍有信心。

(2) 大众品更多依赖于消费场景，伴随餐饮修复以及礼赠场景增多，春节期间动销也有明显回暖。节后进入淡季，大众品表现相对偏弱，主要表现为餐饮尚未完全复苏，以及消费力尚未完全恢复，背后本质在于经济恢复至正常水平尚需时日。全年维度我们仍判断大众品节奏为前低后高，随着经济活跃度增加，利润至企业端传导至居民端，下半年消费情况可能好于上半年。

● 投资主线：寻找确定性机会

2023年食品饮料最大投资主线就是消费复苏。2023Q1公募基金持仓食品饮料比例环比提升，也从侧面反映市场对于板块复苏回暖趋势仍有信心。从估值角度来看，经过前期回调，食品饮料已步入合理布局区间，部分企业估值已低于近年平均水平。预计2023年板块估值稳定，行业仍需回归业绩增长主线。板块中白酒首选，建议配置高端与地产酒，次高端可低位布局。当前白酒估值处于近年偏低水平。建议按照业绩确定性原则布局，一方面可配置高端白酒与地产酒，业绩稳健；另一方面随着后续商务场景增加，经济活跃度提升可能给次高端白酒带来弹性机会。大众品仍处回暖过程，自上而下配置复苏行业，自下而上寻找弹性标的。全年维度大众品配置两条思路，一是餐饮较快复苏，配置餐饮链条：啤酒、调味品、餐饮供应链；二是出行恢复后客流量增多，配置连锁店模式相关企业。虽然短期市场博弈气氛较浓，但全年维度来看食品饮料还是好选择。可选择弹性大的看涨小标的，如零食行业等。

● 风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原料价格波动风险。

目 录

1、 食品饮料跑输市场，软饮料板块表现较好.....	5
1.1、 2023年1-4月食品饮料板块涨幅跑输市场.....	5
1.2、 个股涨跌幅：业绩预期较好或有基本面变化的股票表现较好.....	7
1.3、 2023Q1基金重仓食品饮料比例回升.....	8
2、 投资主线：复苏贯穿全年，结构分化寻找确定性机会.....	10
2.1、 总量判断：消费回暖，需求曲线上行.....	10
2.2、 2023年节奏判断：全年前低后高，复苏趋势不变.....	11
2.3、 投资主线：寻找确定性机会.....	11
3、 行业：白酒韧性仍强，大众品接近底部.....	12
3.1、 白酒：经营低点已过，行业复苏在途.....	12
3.1.1、 产品升级驱动行业结构性繁荣，龙头企业竞争优势不断提升.....	12
3.1.2、 一季度白酒基本面持续改善，高端和大众高端表现更好.....	14
3.2、 啤酒：3月以来啤酒快速增长，全年景气度维持高位.....	23
3.3、 乳制品：乳制品需求平稳，行业竞争理性.....	26
3.4、 肉制品：屠宰逐渐恢复，肉制品吨利可维持高位.....	28
3.5、 调味品：行业弱复苏，需求曲线平稳.....	30
4、 重点个股：优选龙头，关注消费复苏机会.....	32
4.1、 贵州茅台：成长动力充足，业绩好于预期.....	32
4.2、 五粮液：开局良好，逐步改善.....	33
4.3、 山西汾酒：稳中求进，势头不减.....	33
4.4、 泸州老窖：营收高速增长，利润加速释放.....	34
4.5、 古井贡酒：收入端气势如虹，利润率加速提升.....	35
4.6、 伊利股份：多业务布局，盈利能力可提升.....	35
4.7、 新乳业：盈利能力提升，低温业务持续发力.....	36
4.8、 双汇发展：鲜品利润表现较好，肉制品吨利维持高位.....	36
4.9、 海天味业：短期承压，长期稳健.....	37
4.10、 中炬高新：调味品主业向好，期待机制理顺.....	37
4.11、 涪陵榨菜：业绩超预期，双拓谋发展.....	38
4.12、 西麦食品：业绩超预期，份额持续提升.....	38
4.13、 广州酒家：餐饮消费复苏，业绩增长可期.....	39
4.14、 味知香：餐饮渠道逐渐恢复，B、C端齐发力潜力大.....	39
4.15、 得利斯：B、C端齐发力，预制菜可高增.....	40
4.16、 李子园：成本可控，盈利能力提升.....	40
4.17、 绝味食品：主业平稳恢复，成本拖累利润.....	40
4.18、 煌上煌：疫情影响门店经营，静待公司底部恢复.....	41
4.19、 洽洽食品：短期利润承压，估值低位值得关注.....	42
4.20、 甘源食品：收入增速亮眼，高速增长可期.....	42
4.21、 立高食品：改革效果开始显现，KA新品持续高增.....	43
4.22、 安琪酵母：成本困境已过，收入快速增长.....	43
4.23、 青岛啤酒：需求改善，高端化趋势依旧.....	44
4.24、 东鹏饮料：全国化有序推进，仍处于渠道红利期.....	44
5、 风险提示.....	45

图表目录

图 1: 2023 年 1-4 月食品饮料涨跌幅市场排名 24/31	5
图 2: 2023 年 1-4 月软饮料在食品饮料子行业中领涨	5
图 3: 2023 年 1-4 月食品饮料板块市值回落, 更多来自于估值收缩	6
图 4: 当前食品饮料估值处于行业高位	6
图 5: 2023 年 4 月食品饮料估值已有回落	6
图 6: 2023 年 4 月食品饮料涨跌幅市场排名 30/31	7
图 7: 2023 年 4 月保健品在食品饮料子行业中涨幅最高	7
图 8: 2023 年 1-4 月业绩预期较好或有基本面改善的股票表现较好	8
图 9: 2023Q1 基金重仓食品饮料比例环比回升至 15.42% 水平 (单位: %)	8
图 10: 2023Q1 白酒重仓比例回升	9
图 11: 2023Q1 非白酒行业整体配置比例回落	9
图 12: 2023Q1 基金前十大重仓股中消费公司占有 6 席	9
图 13: 2023Q1 GDP 增 4.5%	10
图 14: 2023 年 3 月社零增速 10.6%	10
图 15: 2023 年 1-3 月食品制造企业营收与利润增速均有缓慢回升	10
图 16: 2023 年 1-3 月啤酒、葡萄酒、软饮料产量增速有所回暖	11
图 17: 2009-2012 年期间, 白酒各价格带均有较快增长	13
图 18: 2015 年起次高端、高端价格带收入表现好于整体	13
图 19: 2017 年起全国白酒企业产量下滑 (万千升)	13
图 20: 2017 年开始, 全国白酒平均价格持续上涨	13
图 21: 上市白酒公司市场份额持续提升	14
图 22: 规模以上白酒企业数量 2018 年以来下降明显	14
图 23: 2023Q1 上市白酒企业收入同比增长 15.5%	14
图 24: 2023Q1 上市白酒企业利润同比增长 19.2%	14
图 25: 2023Q1 预收账款规模同比基本持平	15
图 26: 2023Q1 白酒企业经营性现金净流入同比提升	15
图 27: 2023Q1 白酒企业整体毛利率提升	15
图 28: 2023Q1 上市白酒企业净利率提升	15
图 29: 2023Q1 大众高端和高端收入增速表现更好	16
图 30: 2023Q1 大众普通利润增速最快	16
图 31: 飞天 (散瓶) 价格 2022 年相对平稳 (单位: 元)	20
图 32: 五粮液和国窖价格波动前行 (单位: 元)	20
图 33: 高端白酒规模持续增长	20
图 34: 高净值人群数量持续增长 (单位: 万人)	20
图 35: 高端酒历史销量增长稳健	21
图 36: 高端酒价格仍在可接受范围内	21
图 37: 2021 年销售额角度看次高端占比较低	22
图 38: 2021 年销量角度看次高端销量仍有提升空间	22
图 39: 古井贡酒在安徽市场份额提升明显	22
图 40: 2019 年以来洋河股份和今世缘在江苏省占率提升	22
图 41: 2023 年 3 月啤酒产量同比增长 20.4%	23
图 42: 2023 年 1-3 月啤酒累计产量同比增长 4.5%	23

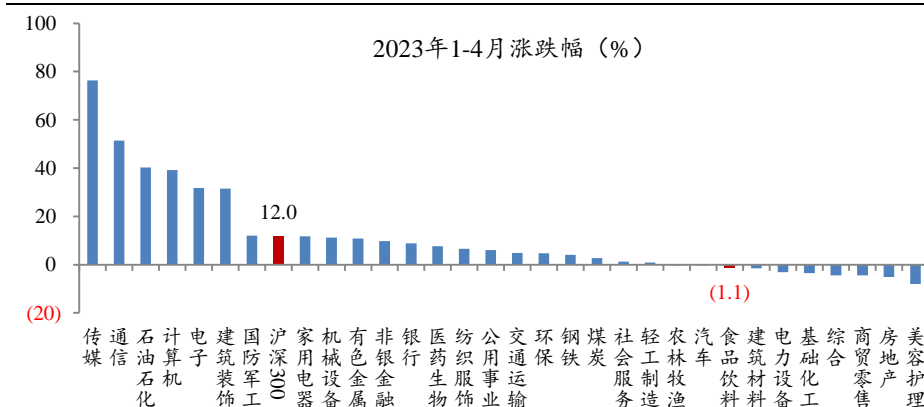
图 46: 铝锭价格自 2022 年高位回落后震荡走稳.....	26
图 47: 2023Q1 玻璃价格环比小幅增长.....	26
图 48: 2023Q1 A 股上市乳企营收同比增 5.6%，净利同比增 4.0%.....	27
图 49: 2023 年 4 月 18 日全脂奶粉中标价同比-26.6%.....	27
图 50: 2023 年 4 月 19 日生鲜乳价格同比-6.0%.....	27
图 51: 2023Q1 地方性乳企营收增速最快.....	28
图 52: 2023Q1 区域乳企净利增长	28
图 53: 2023Q1A 股上市肉企营收同比增长 6.1%，净利同比下降 0.2%	29
图 54: 2023 年 4 月 21 日猪肉价格同比+2.9%.....	29
图 55: 2023 年 3 月生猪定点屠宰量同比增 3.1%	29
图 56: 2023 年 3 月生猪存栏数量同比+2%.....	30
图 57: 2023 年 3 月能繁母猪数量同比+2.9%.....	30
图 58: 2023Q1 调味品营收净利分别增 2.7%与 1.5%.....	31
图 59: 2023Q1 酱醋公司营收净利分别变动 0.9%与-1.2%.....	31
图 60: 2023Q1 调味品上市公司毛利率同比降 0.2pct.....	31
图 61: 2023Q1 调味品上市公司归母净利率同比回落 0.1pct.....	31
表 1: 高端白酒 2023Q1 利润增速高于收入增速，毛利率、净利率提升	17
表 2: 2023Q1 次高端品牌收入和净利润增速有所分化.....	18
表 3: 大众高端白酒 2023Q1 业绩表现最好.....	19
表 4: 2023Q1 单季啤酒上市公司营收增速平稳.....	23
表 5: 2023Q1 啤酒企业毛利率表现分化.....	24
表 6: 2023Q1 多数啤酒企业销售费用率稳中略降.....	24
表 7: 2023Q1 多数啤酒企业毛销差略有提升.....	25
表 8: 2023Q1 啤酒企业净利率表现分化.....	25
表 9: 2023Q1 啤酒企业归母净利润同比分化.....	25
表 10: 调味品重点公司 2023Q1 净利率出现分化.....	31
表 11: 重点公司盈利预测及估值.....	45

1、食品饮料跑输市场，软饮料板块表现较好

1.1、2023年1-4月食品饮料板块涨幅跑输市场

食品饮料涨幅跑输大盘，软饮料板块表现突出。2023年1-4月食品饮料板块下跌1.1%，跑输沪深300约13.1pct，在一级子行业中排名靠后（第二十四）。分子行业看，软饮料板块表现突出（+7.2%），啤酒（+5.8%）也获得明显超额收益。调味品（-8.5%）、熟食（-25.8%）跑输食品饮料板块。软饮料板块表现较好，主要是香飘飘（+40.3%）由于新品推广逻辑涨幅较多。整体来看在疫情背景下食品饮料板块表现欠佳。

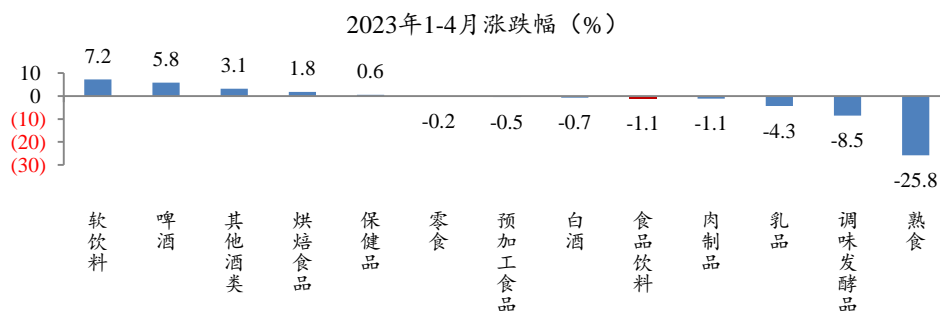
图1：2023年1-4月食品饮料涨跌幅市场排名 24/31



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2023年4月28日

图2：2023年1-4月软饮料在食品饮料子行业中领涨

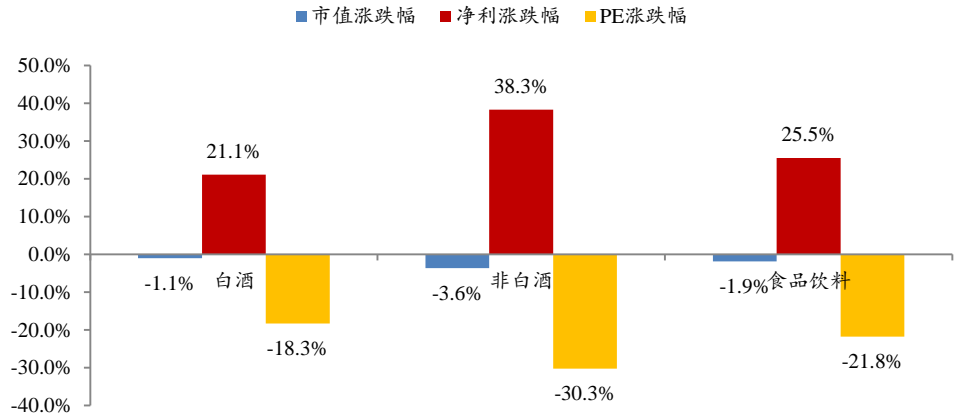


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2023年4月28日

2023年1-4月食品饮料板块市值回落，更多来自于估值收缩。我们从市值分解角度观察，食品饮料2023年1-4月PE较2022年底回落21.7%，预计2023年净利增长25.4%，两者共同作用，年初至今板块市值下跌1.9%。其中：白酒估值同比下降18.3%，预计2023年净利增长21.1%，白酒板块市值回落1.1%；非白酒估值下降29.5%，预计2023年净利增长46.1%，板块市值上升3.0%。整体来看2023年初以来食品饮料板块市值下降，估值回落是主要原因。

图3：2023年1-4月食品饮料板块市值回落，更多来自于估值收缩

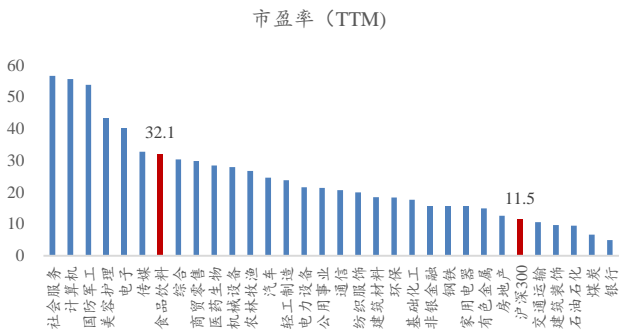


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2023年4月28日

食品饮料板块估值在31个行业中处于高位水平，但环比已有回落。截止2023年4月28日食品饮料估值（TTM）约32.1倍，与其他子行业相比处于中高位置，但环比已从高位有所回落。

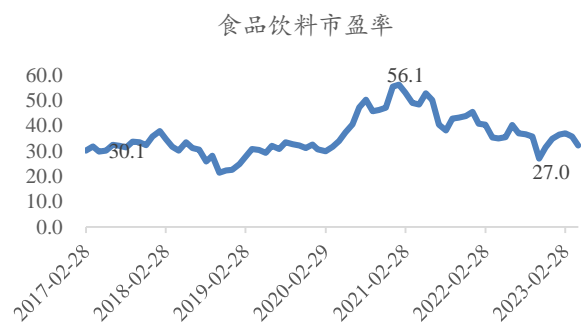
图4：当前食品饮料估值处于行业高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：市盈率截至2023年4月28日

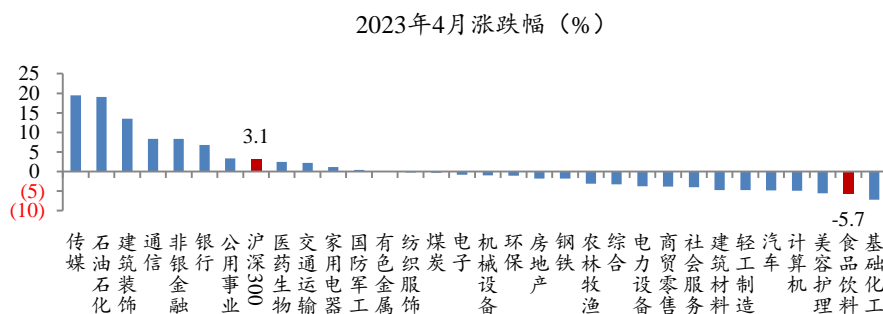
图5：2023年4月食品饮料估值已有回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

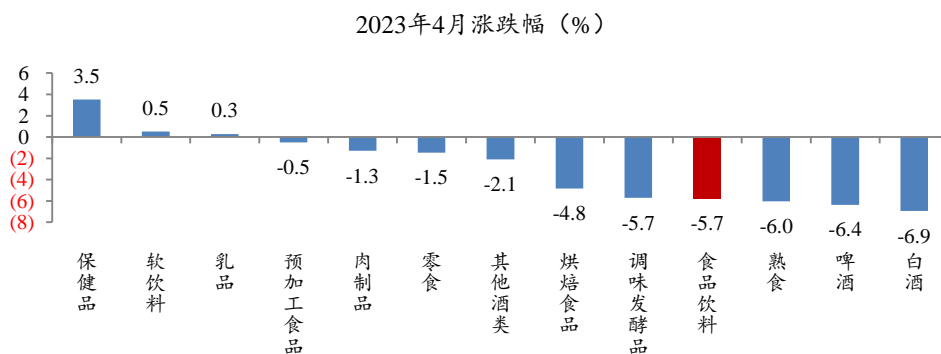
备注：估值截至2023年4月28日

2023年4月食品饮料股价涨幅倒数第二。进入二季度以来，2023年4月食品饮料板块下跌5.7%，跑输沪深300约8.8pct，在一级子行业中排名倒数第二。分子行业看，保健品（+3.5%）表现最好，白酒（-6.9%）表现最差。进入4月以来，食品饮料板块受到糖酒会部分专家担忧产业发展观点，以及市场对于通缩的担心，食品饮料板块表现不佳。但更多是受到情绪影响，以及其他行业投资机会显著带来的资金分流。从季报业绩角度来看，食品饮料一季度收入与利润增速环比均有明显改善，而白酒则表现出较好的业绩平稳性。

图6：2023年4月食品饮料涨跌幅市场排名 30/31


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2023年4月28日

图7：2023年4月保健品在食品饮料子行业中涨幅最高


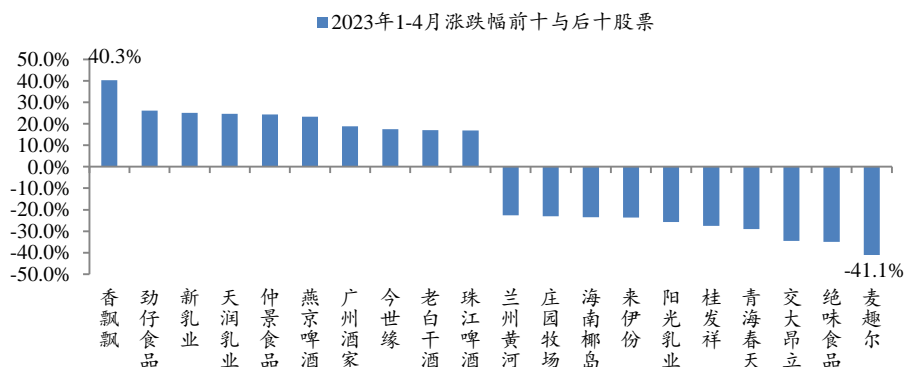
数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2022年11月4日

1.2、个股涨跌幅：业绩预期较好或有基本面变化的股票表现较好

业绩预期较好，或者基本面发生明显变化的公司表现较好。2023年食品饮料板块呈现倒V形走势，年初受益于消费复苏预期，板块涨幅较多；3-4月出于市场弱复苏判断，叠加资金分流，板块出现整体性回落，受此影响基金重仓股均有不同程度下跌。而业绩预期较好或基本面有变化的股票表现较好。2023年1-4月板块涨幅前10股票中：香飘飘（40.3%）、劲仔食品（26.1%）、新乳业（25.1%）涨幅位居第三，天润乳业（24.6%）、今世缘（17.5%）、老白干酒（17.1%）是以业绩预期较好的逻辑排名第四、第八、第九名。排名后十股票，除绝味食品外，其他都是基金持仓较少，业绩不及预期类型股票。

图8：2023年1-4月业绩预期较好或有基本面改善的股票表现较好

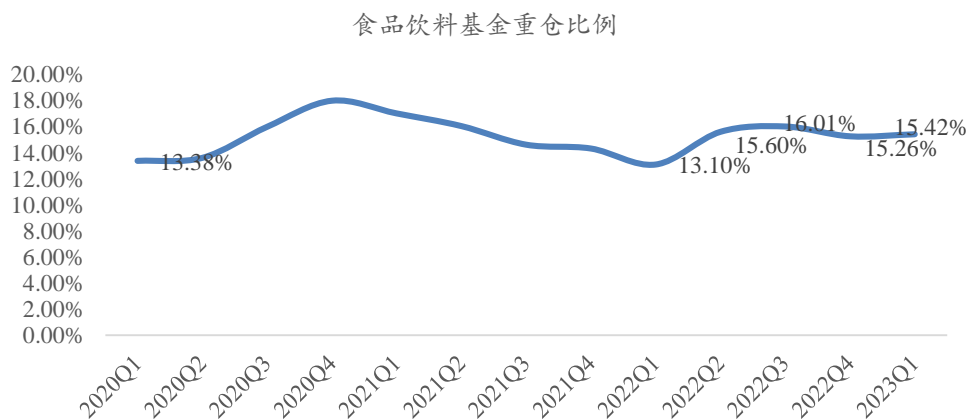


数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2023年4月28日

1.3、2023Q1 基金重仓食品饮料比例回升

2023Q1 食品饮料配置比例回升，一季度板块涨幅跑输大盘。从基金重仓持股情况来看，2023Q1 食品饮料配置比例(持股市值占股票总市值比例)由2022Q4的15.26%略回升至15.42%水平，环比提升0.16pct。一季度期间食品饮料股价跑输大盘：1-2月仍处于消费回暖阶段，春节期间快速复苏，股价表现也领先市场；进入3月市场呈现弱复苏状态，股价也随之回落。单从市场表现来看，2023Q1 食品饮料板块整体涨幅5.1%，市场排名第十六，跑输沪深300约3.2pct。进入4月以来受资金分流以及消费持续弱复苏影响，股价回落较多，我们预判二季度消费可能仍然偏弱，二季度末食品饮料持仓情况可能会有回落。

图9：2023Q1 基金重仓食品饮料比例环比回升至15.42%水平（单位：%）

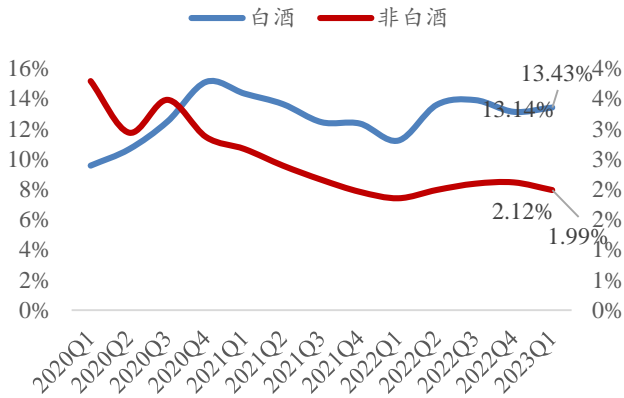


数据来源：Wind、开源证券研究所

从子行业分解来看，基金重仓白酒比例由2022Q4的13.14%回升至2023Q1的13.43%水平。从重仓白酒的持有基金数量来看，仅有酒鬼酒、贵州茅台、水井坊、山西汾酒、金徽酒、天佑德酒的持有基金数量下降，其余白酒持有基金数量均有回升。从基金重仓持股总量变动来看：白酒公司中老白干酒、顺鑫农业、伊力特、金种子酒、舍得酒业、迎驾贡酒、水井坊被基金增持，其余白酒公司均不同程度被基金减持。其中泸州老窖、五粮液、洋河股份等出现重仓持有基金数量增加，同时基

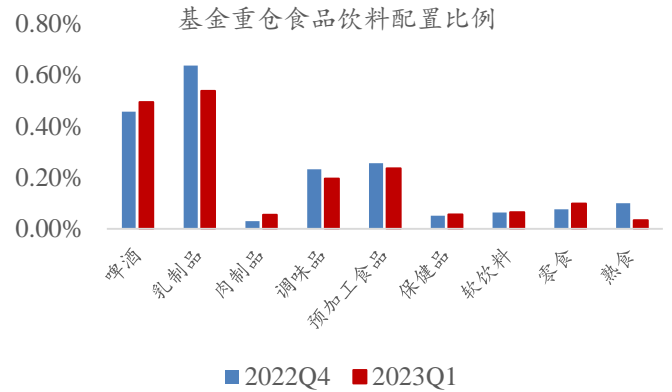
金持股总量缩减的情况，表明有基金新增配置，但老基金在减仓。一季度白酒持仓呈现出特点：一是基金减仓主流白酒、如贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、洋河股份等均被减仓。二是基金增持业绩预期较好或有变化品种，如顺鑫农业、老白干酒、金种子酒等。由于基金减仓较少，加配白酒更多，整体看白酒重仓市值比例仍有回升。2023Q1 整体非白酒食品饮料的基金重仓比例回落 0.13pct 至 1.99%水平，其中啤酒、肉制品、保健品、零食被基金增持；乳制品、调味品、预加工食品、熟食类被基金减持。

图10: 2023Q1 白酒重仓比例回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

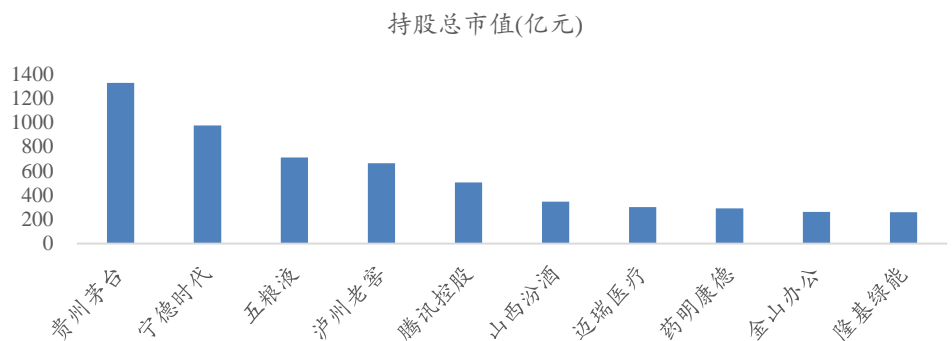
图11: 2023Q1 非白酒行业整体配置比例回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

基金十大重仓股中食品饮料公司占有四席，计算机公司数量增加。观测 2023Q1 市场整体的基金前十大重仓股，食品饮料公司占有四席：贵州茅台、泸州老窖、五粮液、山西汾酒。十大重仓股中消费公司占有六席（除食品饮料公司外，还有医药行业的迈瑞医疗与药明康德），仍是配置主流。一季度基金十大重仓股中，金山办公做为计算机行业新增公司入选。

图12: 2023Q1 基金前十大重仓股中消费公司占有 6 席



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、投资主线：复苏贯穿全年，结构分化寻找确定性机会

2.1、总量判断：消费回暖，需求曲线上行

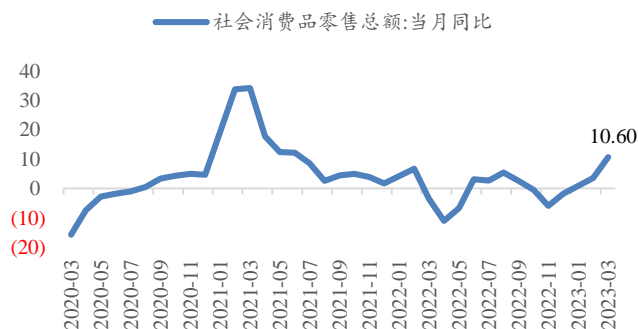
从宏观层面来看，2022年底消费开始缓慢复苏，2023年春节旺销也验证消费回暖表现。观察经济数据，2023年一季度GDP增4.5%，是2022年一季度以后的增速高点。同时3月社零数据也有向好表现（10.6%）。整体来看宏观经济环境表现出向上势头，社零数据也验证消费复苏趋势。

从微观层面来看产业表现，呈现弱复苏趋势：食品制造企业2023年1-3月营收增速1.2%，增速略回暖；利润总额同比下滑4.6%，下滑幅度收窄，也表明产业正在缓慢复苏。观察行业数据，2023年1-3月乳制品、白酒、鲜冷藏肉、成品糖等行业产量增速仍在回落，葡萄酒下滑幅度收窄，啤酒产量同比转正，软饮料增速略有上行。整体来看行业产量增速尚未快速恢复。

图13：2023Q1 GDP增4.5%



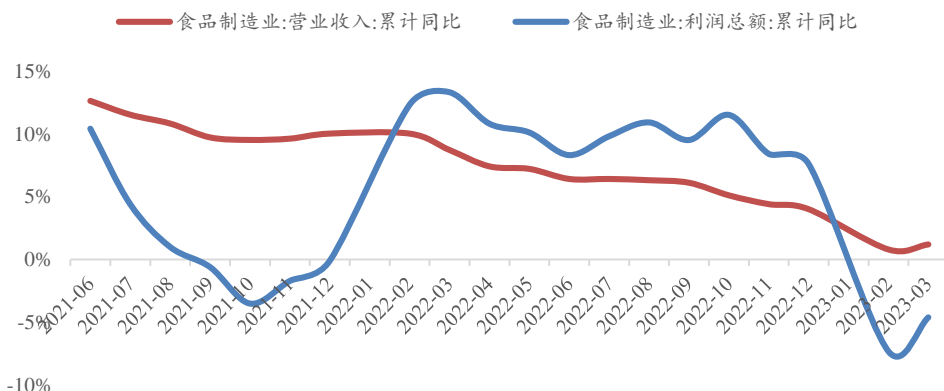
图14：2023年3月社零增速10.6%



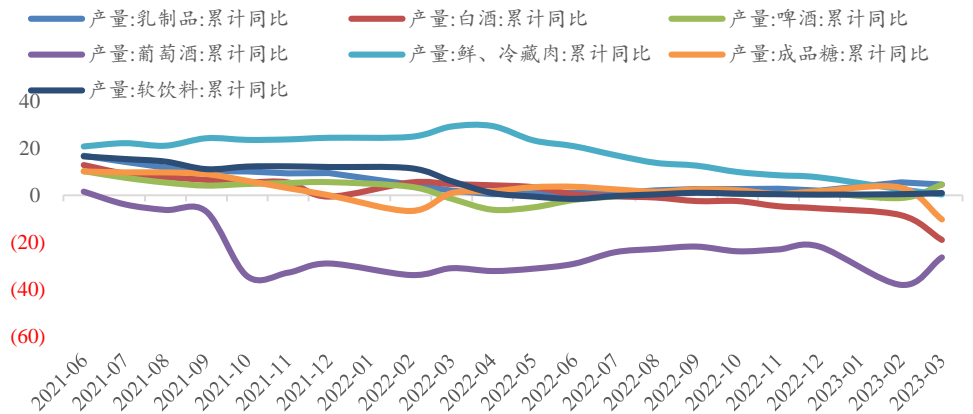
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2023年1-3月食品制造企业营收与利润增速均有缓慢回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2023年1-3月啤酒、葡萄酒、软饮料产量增速有所回暖


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、2023年节奏判断：全年前低后高，复苏趋势不变

白酒：先看场景修复，再看消费力提升。消费复苏分两阶段：首先是消费场景修复带动销量回暖，再看消费升级带动均价提升。而场景修复又包括居民场景与商务场景两种。春节已验证居民场景回暖，商务场景修复还未到来。因此我们判断目前消费复苏仍行至半途。从需求端来看，春节是白酒传统的消费旺季，1-2月份在春节期间居民消费场景恢复，补偿性需求释放之后，3月份进入正常淡季节奏。市场对于弱复苏的情况进行修正，相应白酒股价也有所回落。目前市场对食品饮料行业弱复苏的状态有较为清晰的认知，对于消费力以及消费场景尚未完全恢复也有足够耐心。春节旺销后，二季度消费相对平淡已成为市场共识；渠道秩序方面，当前高端与次高端白酒渠道库存处于良性，价格较弱。次高端白酒库存偏高，价格也有企稳迹象。经销商目前以观望为主，但产业普遍对于下半年相对乐观，对复苏回暖趋势仍有信心。

大众品：需求有回暖，全年应是前低后高。大众品更多依赖于消费场景，伴随餐饮修复以及礼赠场景增多，春节期间动销也有明显回暖。大众品春节表现出几个特性：一是礼盒装产品售卖较好，牛奶、饮料、坚果礼盒动销强劲；二是渠道库存普遍下降，终端产品货龄较新，预计节后有补货行为；三是价盘稳定，渠道利润略有提振；四是餐饮快速恢复，预制菜旺销。节后进入淡季，大众品表现相对偏弱，主要表现为餐饮尚未完全复苏，以及消费力尚未完全恢复，背后本质在于经济恢复至正常水平尚需时日。全年维度我们仍判断大众品节奏为前低后高，随着经济活动度增加，利润至企业端传导至居民端，下半年消费买情况可能好于上半年。

2.3、投资主线：寻找确定性机会

五一节日消费的火热背后体现出场景恢复对于消费复苏的支撑作用较为明显。结合春节旺销情况，我们认为后续端午、中秋等节日消费均值得期待。市场对行业当前复苏的状态有较为清晰的认知，对于消费力以及消费场景尚未完全恢复也有足够耐心。上半年是量强价弱，原因在于部分消费场景恢复对量有支撑，但消费升级未能完全体现。往下半年展望可能会迎来商务场景恢复以及消费力提升的双重刺激，预计全年消费复苏趋势应是前低后高。

2023 年食品饮料最大投资主线就是消费复苏。2023Q1 公募基金持仓食品饮料比例环比提升，也从侧面反映市场对于板块复苏回暖趋势仍有信心。从估值角度来看，经过前期回调，食品饮料已步入合理布局区间，部分企业估值已低于近年平均水平。预计 2023 年板块估值稳定，行业仍需回归业绩增长主线。

板块中白酒首选，建议配置高端与地产酒，次高端可低位布局。当前白酒估值处于近年偏低水平。建议按照业绩确定性原则布局，一方面可配置高端白酒与地产酒，业绩稳健，如泸州老窖、五粮液、洋河股份、古井贡酒等，其他受益标的为今世缘等；另一方面随着后续商务场景增加，经济活跃度提升可能给次高端白酒带来弹性机会，如山西汾酒、舍得酒业等。

大众品仍处回暖过程，自上而下配置复苏行业，自下而上寻找弹性标的。全年维度大众品配置两条思路，一是餐饮较快复苏，配置餐饮链条：啤酒、调味品、餐饮供应链，建议关注青岛啤酒、中炬高新、海天味业等，其他受益标的为华润啤酒等；二是出行恢复后客流量增多，配置连锁店模式相关企业。虽然短期市场博弈气氛较浓，但全年维度来看食品饮料还是好选择。可选择弹性大的看长小标的，如零食行业甘源食品等。

3、行业：白酒韧性仍强，大众品接近底部

2023Q1 食品饮料行业表现出明显的复苏特征。在消费回暖的背景下，一季度食品饮料上市公司整体增速环比回升。其中白酒表现相对平稳，由于渠道库存承担部分蓄水池功能，白酒过去四个季度营收均未有太大波动。但一季度白酒公司有结构性分化：高端酒与地产酒整体表现较好，分别对应了居民春节期间礼赠与宴席场景恢复；次高端白酒相对增速偏慢，与商务消费场景未能在一季度完全体现有关。啤酒在同期低基数效应下，一季度营收明显加速增长。多数大众品行业在 2023Q1 均表现出较好的回暖特性。

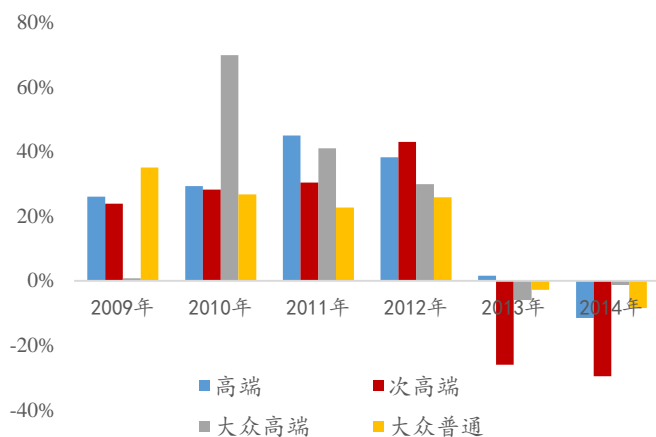
3.1、白酒：经营低点已过，行业复苏在途

3.1.1、产品升级驱动行业结构性繁荣，龙头企业竞争优势不断提升

经营低点已过，白酒行业复苏在途。2022 年白酒行业受到疫情封控和经济增速放缓双重影响，白酒消费频次和档次均有不同程度影响，产品批价和动销承压较大。2023 年疫情防控政策优化后，受益于场景放开、春节返乡、聚餐聚饮、宴席消费等因素，一季度白酒动销改善明显。长期看，在场景复苏和经济环境好转的背景下，白酒行业仍有望延续消费升级、集中度提升、内部结构分化等几个趋势。

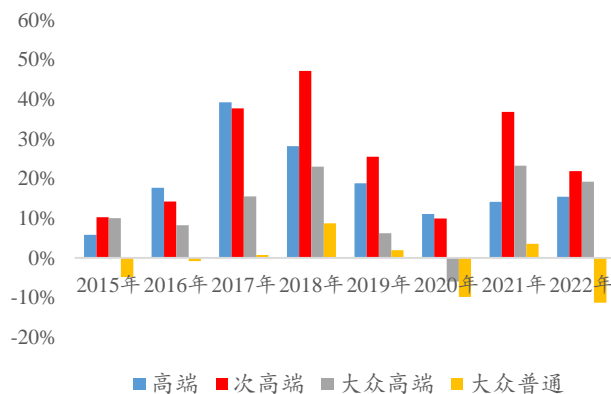
本轮白酒增长本质是由消费升级带动，行业呈现结构性繁荣。2009-2012 年期间，白酒行业普惠式扩容，各个价格带的白酒都有较好表现，但是自 2015 年开始，白酒消费者群体由过去政务消费引领转变为大众消费、商务消费为主，消费者对品牌、品质更加重视。2015 年以来高端白酒引领行业结构性增长，高端、次高端价格带增速明显快于中低端价格带，产品升级成为 2015 年以来白酒行业增长的主要驱动力。因此聚焦产品升级、掌控渠道秩序，成为白酒公司近年来的重点工作。

图17：2009-2012年期间，白酒各价格带均有较快增长



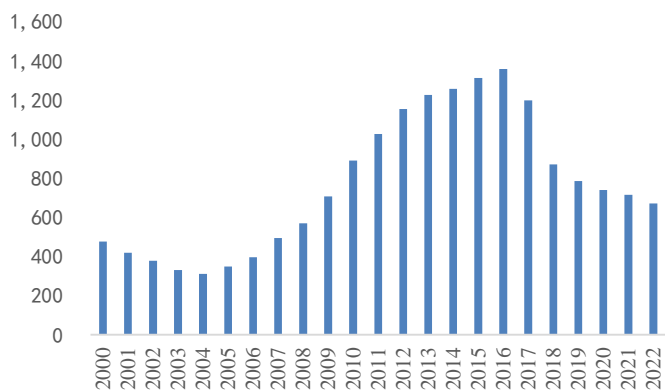
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2015年起次高端、高端价格带收入表现好于整体



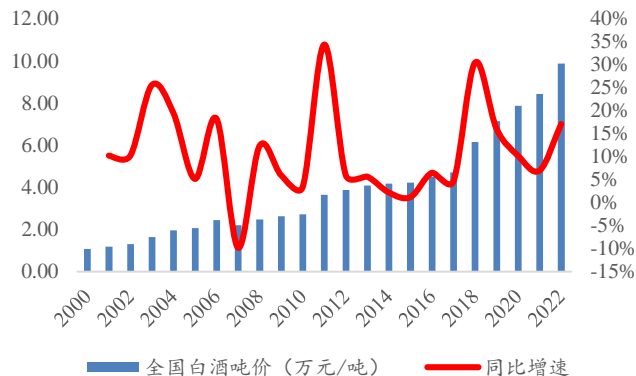
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2017年起全国白酒企业产量下滑（万千升）



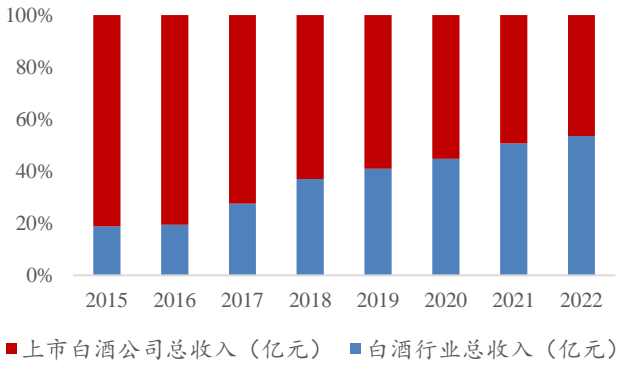
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2017年开始，全国白酒平均价格持续上涨

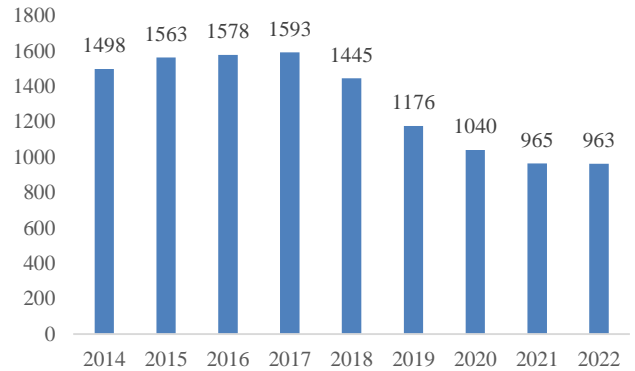


数据来源：Wind、开源证券研究所

行业集中度持续提升，疫情常态化加剧品牌分化。2018年开始，随着消费升级的快速演进，名优酒企之间也出现了明显的分化，提前在产品布局、渠道配合上做的较好的企业势能持续释放，而没有及时把握住升级时机的酒企发展遇到瓶颈。近两年在疫情常态化下，存量竞争态势更加激烈，从而更考验企业的综合内功：例如销售团队建设、对市场状态的判断、政策灵活度和执行能力、渠道关系建设和消费者服务能力等，不同品牌之间分化态势更加明显。

图21：上市白酒公司市场份额持续提升


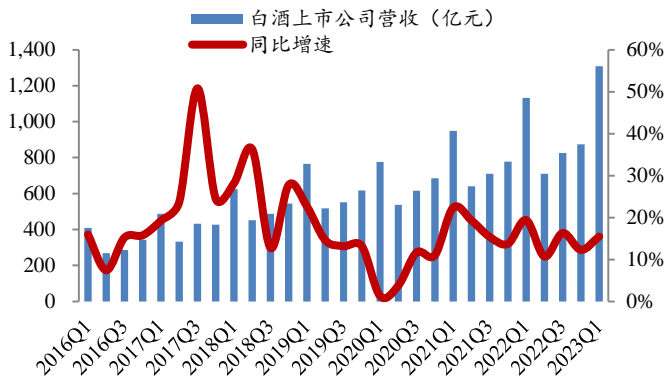
数据来源：国家统计局、中国酒业协会、Wind、开源证券研究所

图22：规模以上白酒企业数量 2018 年以来下降明显


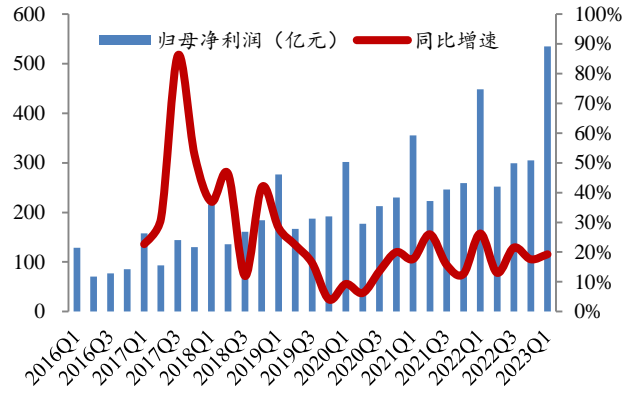
数据来源：国家统计局、中国酒业协会、开源证券研究所

3.1.2、一季度白酒基本面持续改善，高端和大众高端表现更好

一季度上市公司整体收入和净利润同比实现较好增长，行业稳步增长。随着疫情影响逐步消退，受益于春节返乡人数增多和消费场景恢复，2023 年 Q1 白酒行业整体动销如期提速，白酒企业业绩稳步增长。在 2022 年同期的较高基数上，白酒上市公司仍然取得了亮眼的业绩。2023Q1 上市白酒公司整体收入 1307.9 亿元，同比增长 15.5%，实现净利润 534.5 亿元，同比增长 19.2%。同时大部分企业的预收款、现金流情况也有明显改善。

图23：2023Q1 上市白酒企业收入同比增长 15.5%


数据来源：Wind、开源证券研究所

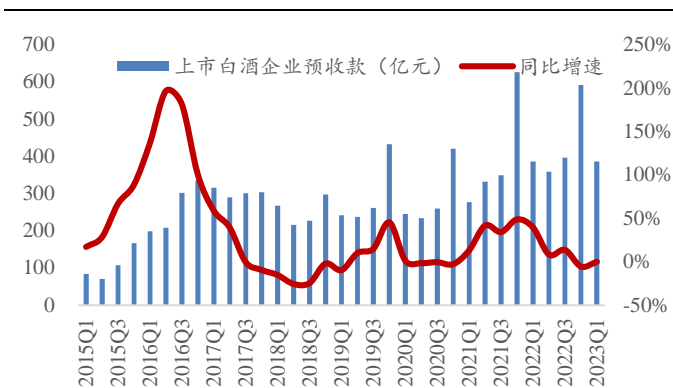
图24：2023Q1 上市白酒企业利润同比增长 19.2%


数据来源：Wind、开源证券研究所

2023 年 3 月末预收款规模环比减少，但仍维持高位。2022 年受到疫情影响，部分经销商存在库存积压，2023 年春节白酒动销速度加快，渠道库存有效去化，经销商打款信心增强。2023 年 3 月末上市白酒公司合同负债总额 386.2 亿元，环比 2022 年 Q4 减少 204.9 亿元，同比 2022 年 3 月末增加 0.2 亿元。

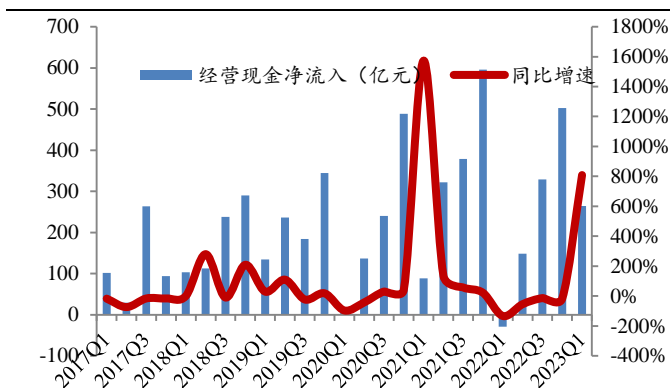
2023Q1 上市公司经营现金流入表现亮眼，较 2022 年 Q1 提升明显。2023 年 Q1 经营现金流入增速同比提升，2022Q1-2023Q1 上市公司整体经营性现金净流入额同比增速分别为-133%、-54%、-13%、-16%、+809%。2022 年受宏观环境影响，白酒行业动销承压较大，上市公司经营活动现金流入表现普遍较弱，2023 年一季度白酒产品动销良好下，经营活动现金流较 2022 年 Q1 显著增长。

图25：2023Q1 预收账款规模同比基本持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

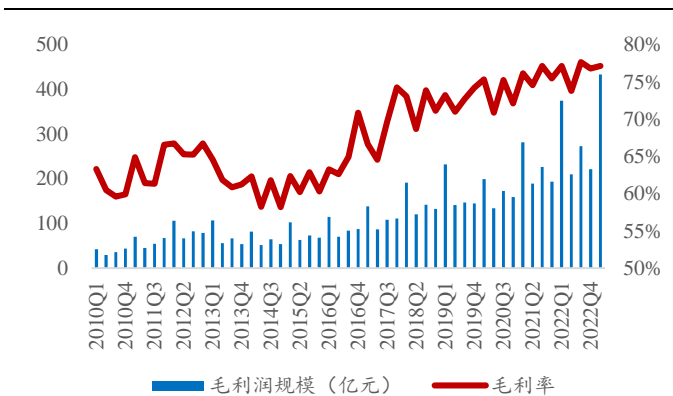
图26：2023Q1 白酒企业经营性现金净流入同比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

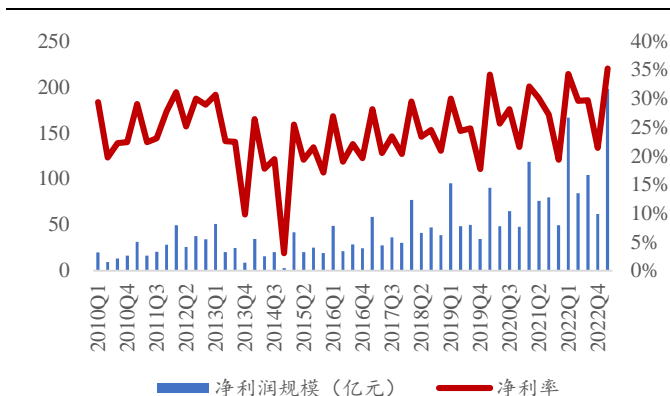
优化产品结构和精准费用投放下，上市酒企毛利率保持平稳，净利率再创新高。 2022年白酒行业经历了消费能力承压、消费场景受限等多重压力，但以上市酒企为代表的头部企业通过规模化效应和费用精细化管理，盈利能力得到进一步提升。2023Q1上市白酒公司（剔除茅五）毛利率为77.2%，同比2022Q1提升0.01pct。虽然竞争更加激烈背景下，酒企费用投放力度加大，但是费用聚焦更高价格带产品、费用方向精准优化等原因导致费效比更高，2023Q1上市公司整体（剔除茅五）净利率为35.2%，同比提升1.0pct，净利率水平达到近年新高。

图27：2023Q1 白酒企业整体毛利率提升



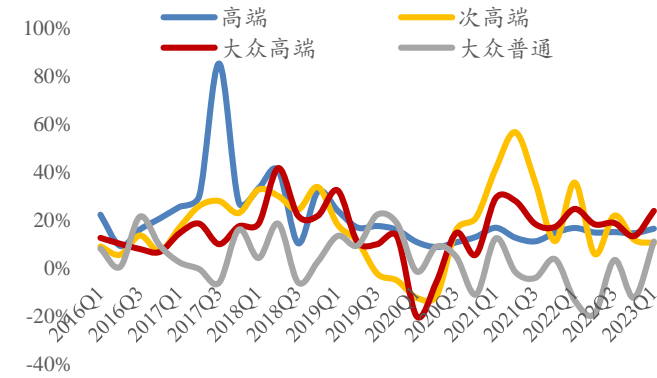
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2023Q1 上市白酒企业净利率提升

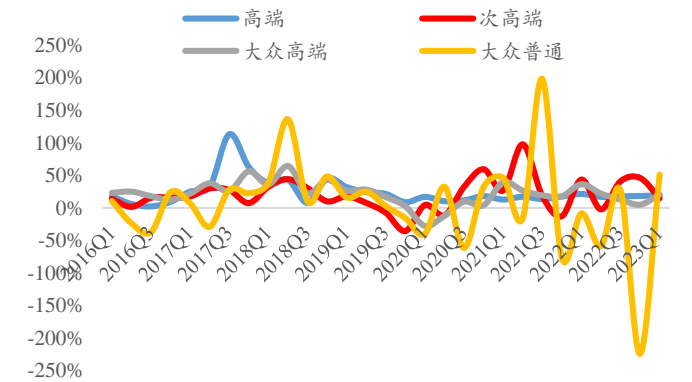


数据来源：Wind、开源证券研究所

分价格带看：受益于春节返乡人数明显增多，2023Q1 高端和大众高端价格带表现最好。 受益于一季度经济提速和春节返乡人数增加，白酒行业消费氛围较为浓厚。分价格带看，由于春节礼品需求较为刚需，推动高端白酒整体动销保持稳步增长，库存基本去化至正常年份水平，2022Q3-2023Q1 高端酒收入同比增速分别为+15%、+15%、+17%。次高端消费大多以商务和宴席消费为主，春节期间商务需求减少，同时宴席消费受年初疫情高峰影响以及春节时间较早，部分宴席场景延后至春节后，一季度次高端增长相对较弱，预计下半年随着经济力恢复和宴席场次增多，次高端将有较好增长。2022Q3-2023Q1 次高端酒收入同比增速分别为+22%、+12%、+11%。一季度返乡潮下，各地三四线城市及城镇市场消费活跃，家庭聚会、走亲访友、礼赠等需求增多，本土 100-300 元大众高端品牌有明显提速，2022Q3-2023Q1 大众高端酒收入增速分别为+19%、+14%、+24%。

图29：2023Q1 大众高端和高端收入增速表现更好


数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2023Q1 大众普通利润增速最快


数据来源：Wind、开源证券研究所

2023Q1 高端白酒量在价先，规模效应下盈利能力仍有明显提升。疫情防控政策优化之后，高端白酒的动销有明显提速，但价格上没有展现出上升趋势。虽然价格上升趋势暂缓对估值形成压制，但销量恢复带来了实打实的收入。同时高端白酒巨头实现增长手段更加丰富，规模效应下，一季度普遍呈现出毛利率微增、期间费用率下降明显，净利率有较大提升的趋势。

贵州茅台一季度再现“大象起舞”，营收和利润增速在行业内都位居前列，其中值得注意的是2023Q1直销渠道实现营业收入178.07亿元，同比+63.56%。贵州茅台不断优化产品矩阵，以及“i茅台”上线之后直营潜力进一步扩大，公司收入业绩增长手段充足。五粮液2022年受疫情和经济扰动，普五动销和批价有所承压，但渠道和库存保持良性健康发展，2023年五粮液努力在量和价之间寻求平衡，全年有望实现稳健增长，中长期看随着千元价格带持续扩容，五粮液在强品牌力下高端市占率有望持续提升。泸州老窖胜在市场运营能力优异，产品矩阵丰富，一季度业绩仍然延续了高增长趋势。

表1: 高端白酒 2023Q1 利润增速高于收入增速, 毛利率、净利率提升

简称	项目/时间	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
贵州茅台	营收增速	14.0%	18.3%	15.9%	15.2%	16.5%	18.7%
	净利润增速	18.1%	23.6%	17.3%	15.8%	20.6%	20.6%
	毛利率	92.6%	92.6%	92.1%	91.6%	92.0%	92.7%
	销售费用率	2.5%	1.6%	3.7%	3.0%	2.4%	1.9%
	净利率	46.9%	52.0%	47.8%	48.1%	48.5%	52.8%
五粮液	营收增速	11.2%	13.3%	10.0%	12.2%	10.3%	13.0%
	净利润增速	11.8%	16.1%	10.3%	18.5%	10.8%	15.9%
	毛利率	75.6%	78.4%	73.9%	73.3%	73.7%	78.4%
	销售费用率	6.7%	7.4%	15.9%	11.4%	5.3%	6.8%
	净利率	36.7%	39.3%	31.3%	33.6%	36.8%	40.3%
泸州老窖	营收增速	29.3%	26.1%	24.1%	22.3%	16.3%	20.6%
	净利润增速	41.1%	32.7%	29.0%	31.0%	27.9%	29.1%
	毛利率	84.4%	86.4%	85.3%	88.5%	86.1%	88.1%
	销售费用率	25.5%	10.7%	10.1%	13.6%	18.9%	9.1%
	净利率	25.7%	45.6%	49.6%	45.8%	28.3%	48.8%

数据来源: Wind、开源证券研究所

次高端业绩分化较大, 2023Q1 多数次高端酒企仍以库存去化为首要目标。2022 年疫情扰动下, 以宴席、商务宴请为主的次高端白酒受冲击较大, 一方面线下消费场景缺失, 另一方面经济增速放缓影响次高端需求, 两方面因素下导致次高端酒渠道库存有较大累积。2023 年疫情放开后, 消费场景基本恢复但需求受经济活跃度影响仍有缺口, 次高端的需求恢复情况弱于高端和大众型产品。2023 年一季度次高端酒企将库存去化放在首要位置, 理性进行市场投放, 营收增速相比去 2022Q1 有明显放缓。由于次高端酒企间的渠道库存情况不同, 因此在业绩表现上存在较大差异。分品牌看, 山西汾酒在 2022 年渠道库存较为良性, 2023 年 Q1 在产品结构升级和全国化市场推动下业绩实现较好增长。舍得酒业在疫情放开后迅速完成库存去化, 并逐步转向市场份额抢夺和消费者建设, 一季度营收实现正增长。水井坊社会库存压力相对较大, 主动控制出货量, 并加大渠道支持, 主动承担短期阵痛, 维护渠道良性发展, 业绩增长短期承压较大, 预计二季度开始恢复正增长, 下半年业绩增长将逐步提速。

表2：2023Q1 次高端品牌收入和净利润增速有所分化

简称	项目/时间	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
水井坊	营收增速	14.0%	14.1%	10.4%	7.0%	-25.4%	-39.7%
	净利润增速	-13.4%	-13.5%	-116.9%	10.0%	-19.1%	-56.0%
	毛利率	82.8%	84.9%	84.6%	84.4%	83.8%	83.2%
	销售费用率	36.2%	29.0%	43.3%	13.3%	39.7%	31.9%
	净利率	16.4%	25.6%	1.1%	40.4%	17.8%	18.7%
舍得酒业	营收增速	44.9%	83.3%	-16.3%	30.9%	5.6%	7.3%
	净利润增速	2.1%	75.7%	-29.7%	55.7%	75.9%	7.3%
	毛利率	77.1%	80.8%	73.8%	78.7%	75.7%	78.4%
	销售费用率	19.7%	18.5%	15.6%	18.6%	13.5%	19.3%
	净利率	20.3%	28.2%	26.7%	22.9%	33.7%	28.2%
山西汾酒	营收增速	-24.9%	43.6%	0.4%	32.5%	50.0%	20.4%
	净利润增速	-29.6%	70.0%	-4.3%	57.0%	127.1%	29.9%
	毛利率	72.1%	74.8%	78.4%	77.9%	69.1%	75.6%
	销售费用率	13.8%	11.2%	15.9%	16.4%	8.6%	8.0%
	净利率	16.0%	35.2%	27.1%	30.8%	24.3%	38.0%
酒鬼酒	营收增速	10.8%	86.0%	5.3%	2.5%	-27.1%	-42.9%
	净利润增速	7.8%	94.5%	-18.7%	21.1%	-55.7%	-42.4%
	毛利率	80.2%	79.8%	77.8%	81.7%	78.5%	81.5%
	销售费用率	28.0%	21.8%	27.0%	26.5%	31.0%	26.0%
	净利率	22.4%	30.9%	23.2%	26.8%	13.6%	31.1%
洋河股份	营收增速	55.8%	23.8%	17.1%	18.4%	6.3%	15.5%
	净利润增速	-0.5%	29.1%	6.1%	40.4%	3.7%	15.7%
	毛利率	77.8%	77.3%	66.5%	76.0%	75.1%	76.6%
	销售费用率	39.4%	6.6%	10.7%	14.0%	45.2%	7.4%
	净利率	8.7%	38.3%	32.4%	28.8%	8.4%	38.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

大众白酒更受益于场景恢复和春节返乡潮，100-300元中高端品牌实现快速增长。区域市场中，安徽、江苏两省份受益于强经济和春节返乡潮，市场消费升级趋势加速，走亲访友、聚餐、赠礼等需求增加带动100-300元地产名酒快速增长，产品动销速度恢复明显更快。分品牌看，古井贡酒在安徽省内认可力和品牌力进一步强化，并持续培育中高端消费氛围，产品结构延续向上升级，利润增速明显高于其他徽酒企业。口子窖有序推进改革方案，当前全新兼系列产品已经基本完成铺货，后续将开启消费者拉动工作，未来有望激发中高档产品新的成长周期，预计后续业绩增速将逐步释放。

表3：大众高端白酒 2023Q1 业绩表现最好

简称	项目/时间	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
古井贡酒	营收增速	42.5%	27.7%	29.5%	21.6%	24.7%	24.8%
	净利润增速	3.8%	34.9%	45.3%	19.3%	58.2%	42.9%
	毛利率	72.1%	77.9%	77.0%	73.7%	79.6%	79.7%
	销售费用率	34.9%	30.2%	26.9%	27.3%	26.4%	28.8%
	净利率	10.4%	20.8%	22.0%	18.7%	13.2%	23.8%
口子窖	营收增速	5.7%	11.8%	-7.9%	5.7%	-1.9%	21.3%
	净利润增速	39.9%	15.5%	-4.9%	-0.2%	-39.6%	10.4%
	毛利率	72.1%	78.0%	72.1%	72.8%	73.4%	76.6%
	销售费用率	10.3%	14.9%	14.9%	12.1%	13.1%	12.7%
	净利率	41.2%	37.0%	25.8%	31.5%	25.4%	33.7%
今世缘	营收增速	15.8%	24.7%	14.0%	26.1%	27.6%	27.3%
	净利润增速	30.4%	24.5%	16.3%	27.3%	27.5%	25.2%
	毛利率	83.7%	74.3%	69.2%	79.6%	86.5%	75.4%
	销售费用率	28.0%	13.0%	10.1%	20.0%	33.5%	15.9%
	净利率	30.8%	33.5%	37.1%	24.8%	30.8%	33.0%
迎驾贡酒	营收增速	14.3%	37.2%	1.8%	24.5%	15.5%	21.6%
	净利润增速	-0.3%	49.1%	3.0%	14.4%	19.5%	27.2%
	毛利率	65.4%	71.4%	63.2%	69.1%	66.7%	71.2%
	销售费用率	9.4%	7.8%	11.9%	8.7%	9.3%	6.4%
	净利率	30.1%	34.9%	24.0%	31.1%	31.1%	36.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

展望 2023 年全年，随着场景恢复叠加经济好转，白酒行业将呈现加速恢复趋势。2023 年白酒消费将呈现两阶段恢复，首先上半年场景恢复将带动白酒销量增长，其次下半年随着经济增长提速，消费能力提升下，白酒产品价位将延续向上升级。

从场景层面看，2022 年受疫情封控影响，线下餐饮停业时间较长，2023 年一季度疫情高峰过后，因疫情压制的消费需求开始快速释放，餐饮消费呈现快速增长，商务、宴席、聚餐、礼赠等需求快速增加，带动白酒动销恢复增长，渠道和终端库存完成较好去化，为下半年酒企销量增长奠定较好基础。

从经济层面看，我国经济政策正逐步走向复苏，2023 年全年经济增长速度目标明确 5% 左右，一季度受阳性高峰影响，部分企业和事业单位在 1 月有较长时间停工状态，导致一季度 GDP 增速仅为 4.5%。随着扩内需、促销费、稳增长等政策推动，下半年经济增长有望提速，在居民收入水平和消费能力提升后，将带动白酒消费升级趋势延续，产品价格将进入上行。

分价格带看，经济持续复苏下，高端白酒价格有望企稳回升。高端白酒在疫情期间虽然销量保持稳步增长，但整体批价上行承压，主要受到消费意愿和供给量线性增长制约。以飞天为例，往年春节期间茅台价格一般都有 100 元左右涨幅，飞天自 2022 中秋之后价格基本平稳。普五价格从 2022 年下半年开始承压明显，春节放量期间价格下探至 920 元左右，经销商基本没有利润，高度国窖也有类似趋势。2023 年高端白酒批价有望迎来稳步上升趋势，一方面当前消费场景恢复较快，高端宴请和礼赠需求得到释放；另一方面企业复工复产，社会经济活跃性提升，商务活动明

显增多。此外，高端酒企也将通过产品结构调整来提升整体均价水平，2023年贵州茅台将加大非标酒和1935投放，推进精品、珍品、生肖酒、二十四节气酒等产品，通过差异化产品推动整体均价水平提升。五粮液将坚持八代五粮液动态减量和渠道窜货管理，目标将普五批价向千元以上挺近，同时将通过文创和定制产品投放，打造超高端产品矩阵，进而拉动普五品牌影响力提升。泸州老窖将坚持高低度国窖协同运作，高度国窖稳步推进控量挺价策略，紧跟五粮液向上挺价，打造高端品牌影响力，低度国窖承担放量增长，主要在华北等地区培育消费氛围。

图31：飞天（散瓶）价格 2022 年相对平稳（单位：元）

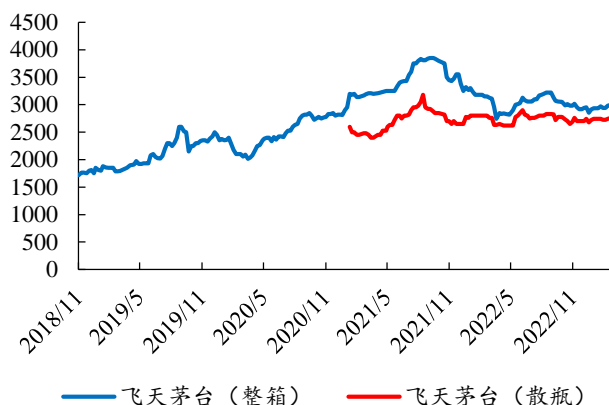
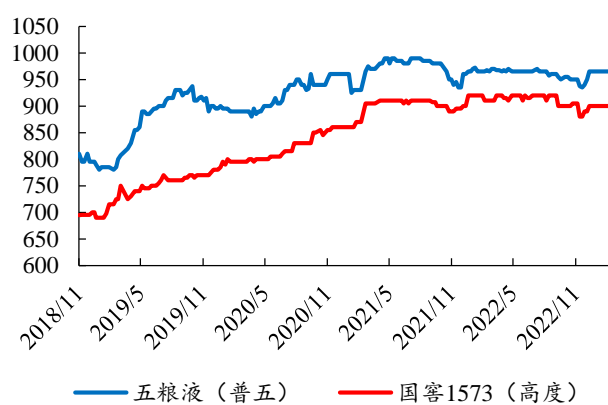


图32：五粮液和国窖价格波动前行（单位：元）

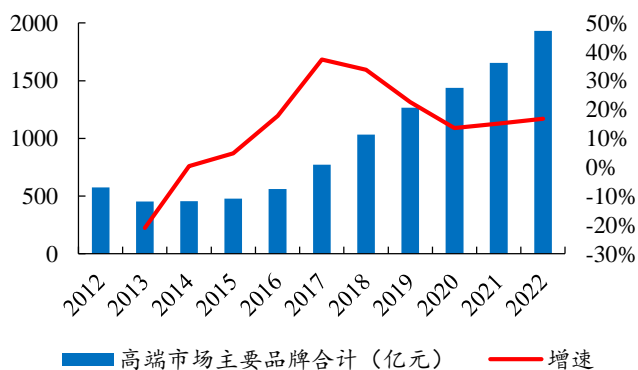


数据来源：今日酒价、开源证券研究所

数据来源：今日酒价、开源证券研究所

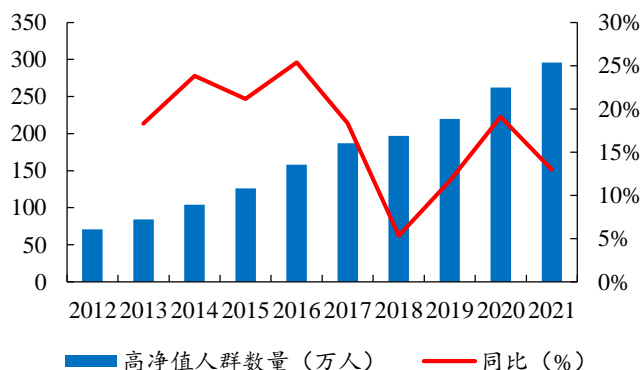
长期来看，高端酒确定性与成长性兼备。居民消费持续升级是高端白酒扩容的基础。2013年以来我国居民收入快速增长，平均财富水平不断增加。一方面中产阶级不断扩容，另一方面富裕阶层财富水平也持续提升。随着财富的提升，消费信心增加，消费者更多的追求高价格、高品质、能体现个人财富地位的商品。2015-2022年，高端白酒市场规模复合增速 22.1%，随着高净值人群数量和资产量的提升，高端白酒市场仍将持续扩容。

图33：高端白酒规模持续增长



数据来源：Wind、酒业家、开源证券研究所

图34：高净值人群数量持续增长（单位：万人）

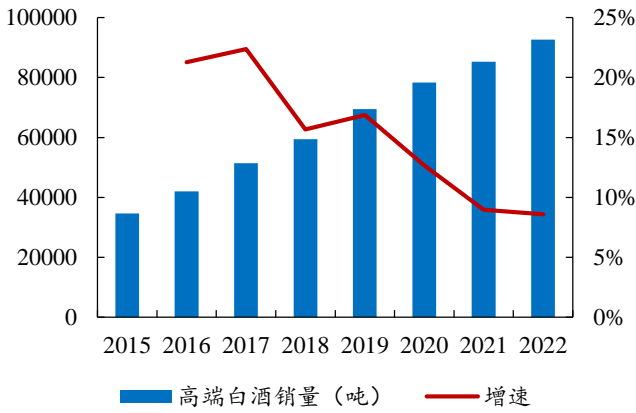


数据来源：招商银行、开源证券研究所

拆分来看，高端白酒量价均有提升空间。高端白酒 2022 年销量约 9.2 万吨，2015-2022 年复合增速 15.1%，受益于消费升级和品牌化带动，预计未来高端酒销量仍能保持年均 6%-10%左右增速。2021 年末城镇居民平均月工资水平较 2011 年已经翻倍，飞天茅台、五粮液、国窖 1573 终端价格刚达到 2011 年时最高点水平，因此

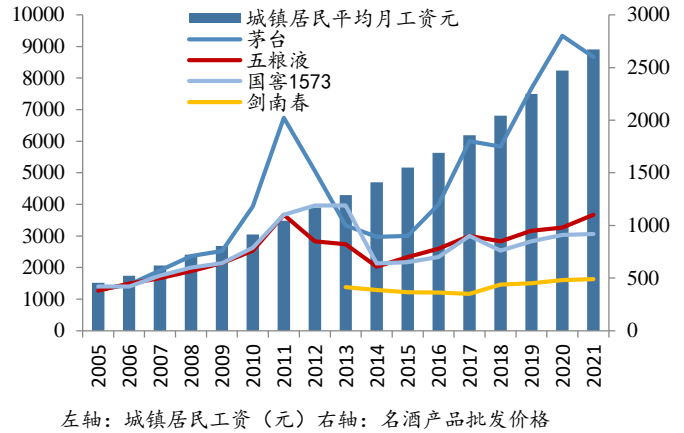
考虑到居民消费水平提升幅度与高端白酒产能的稀缺性，目前高端白酒价格仍有提升空间。

图35：高端酒历史销量增长稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：高端酒价格仍在可接受范围内



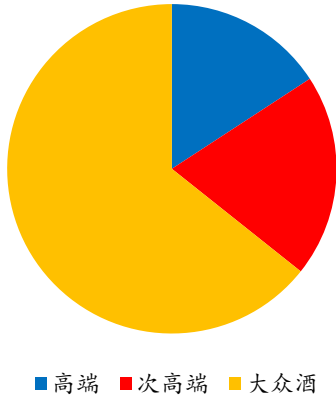
数据来源：Wind、今日酒价、开源证券研究所

疫情期间，受到经济环境影响，次高端白酒经营状态波动较大。部分次高端企业仍处于渠道巩固、空白渠道建设阶段，产品使用场景以商宴为主，阶段性对疫情影响更加敏感。相较高端白酒家喻户晓的品牌知名度以及区域白酒多年完善的渠道建设，部分次高端企业自2015年-2020年才陆续重塑经销商体系，重点市场深耕程度仍有不足（山西汾酒大基地市场质量较好），仍有较多潜力市场等待开发：水井坊2015年开始重塑通路、酒鬼酒2019年正式开始以内参为先锋发力全国，舍得酒业2020年开始重新大规模招商。疫情管控令空白市场招商和销售员异地拓展阶段性受阻，消费者培育活动开展难度加大。次高端产品主要使用场景是商务宴请、企业活动等，疫情常态化对该场景影响较大，次高端酒企阶段性面临的调整和压力会较高端和大众产品更大一些。

短期随着库存去化和消费场景回补，次高端白酒量增将逐步提速。2023年初国内疫情高峰过后，次高端酒企普遍将库存去化作为首要目标，春节期间主流次高端品牌库存较节前均有较好下降，渠道压力得到缓解，同时二季度随着商务活动增多和宴席需求回补，终端需求将呈现逐步改善的趋势，为次高端酒增长奠定基础。

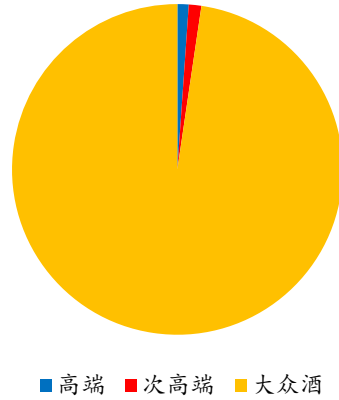
中长期经济复苏将拉动次高端酒价格带上移，次高端仍是成长潜力最大价格带。次高端酒消费升级与经济环境相关性较大，一方面在服务业、制造业经营改善后，居民就业率和收入水平得到提升，推动白酒消费升级趋势延续，大量100-300元消费群体将向升级至300元以上价格带，进而拉动次高端白酒价格提升。另一方面，经济增长下高端白酒批价将先于次高端白酒提升，随着五粮液和泸州老窖提升至千元价位后，将进一步打开次高端价格上限，为次高端酒价格上移提供良好环境。

图37：2021年销售额角度看次高端占比较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

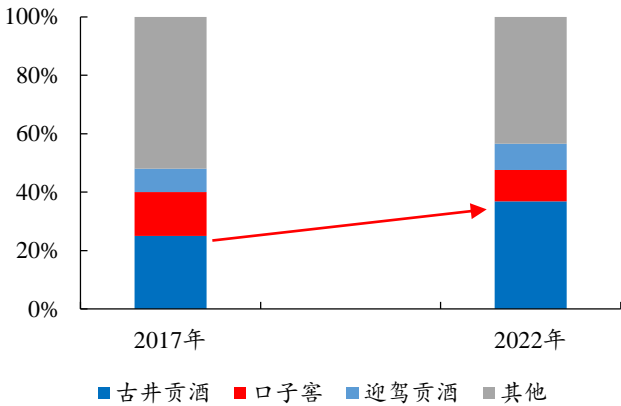
图38：2021年销量角度看次高端销量仍有提升空间



数据来源：观研报告网、开源证券研究所

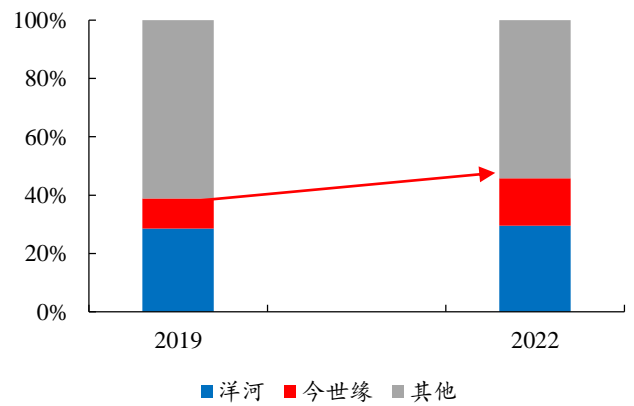
增量放缓背景下，区域酒企在基地市场集中度提升速度加快。面对严峻的行业环境，强势地产酒一方面通过强大的组织能力，进一步加大费用投入，咬定全年目标不放松。另一方面，渠道主动抛弃新兴品牌，加强与传统品牌的合作，区域强势市场份额进一步提升，从而实现了业绩的稳定增长。反观三四线弱势地产白酒，例如安徽的宣酒、金种子，山东的花冠、景芝等。在2022年，面对强势品牌的大力抢夺，弱势地产酒品牌营收普遍出现大幅下滑。

图39：古井贡酒在安徽市场份额提升明显



数据来源：Wind、酒业家、开源证券研究所

图40：2019年以来洋河股份和今世缘在江苏省占率提升



数据来源：Wind、酒说、开源证券研究所

长期展望来看，区域白酒持续升级是主要增长动力。目前全国大部分地区大众宴席主流消费价格带区大部分在200元及以下，近年来区域强势酒企也在大本营市场积极推进产品升级，凭借坚实的渠道基础和消费者品牌忠诚度，近年来普遍在300-500元价格带布局上有了良好的成果，未来结构升级将是大众酒龙头业绩增长的主要驱动力之一。

总结：1、先量后价，销量的增长是价格恢复的先行阶段。2023年防疫政策放开后，首先消费场景快速复苏将带来白酒销量的提升，一季度场景修复下白酒完成库存去化，开始以正常状态开展市场活动。

2、行业生态健康，需求持续恢复，价格有望实现从企稳到回升。对价格和升级趋势的担忧成为压制行业估值的主要因素。随着宏观经济形式逐步好转，经济增速

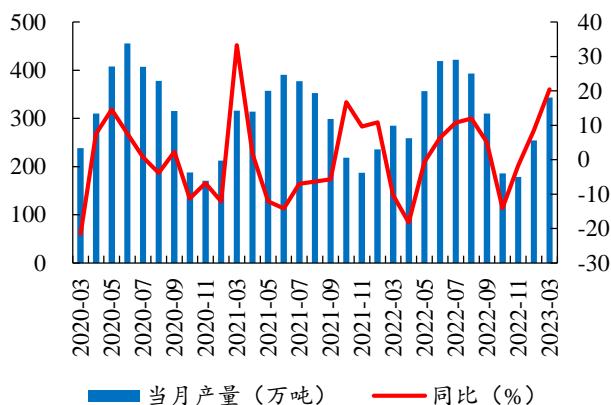
和人均收入稳步提升，居民消费水平有望在 2023 年下半年逐步提升，推动白酒价格回升，行业重新进入量价良性循环。

3、高端兼具稳定性和成长性，次高端将跟随经济迎来弹性增长，区域龙头酒企持续加强竞争力。同时在分化进一步加剧的背景下，我们建议选择管理机制好、营运能力强的公司，推荐贵州茅台，泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、五粮液。

3.2、啤酒：3 月以来啤酒快速增长，全年景气度维持高位

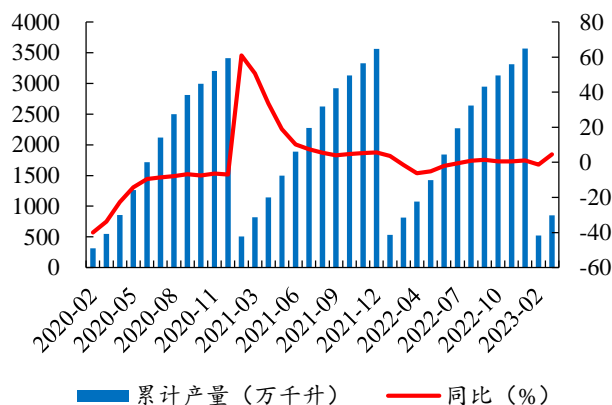
场景修复、餐饮复苏，2023Q1 啤酒需求快速增长，3 月销量同比增 20.4%。2023Q1 国内啤酒累计产量同比增长 4.5%，其中 1-2 月同比略降 1.2%，3 月同比大幅增长 20.4%，主因 2022 年 3 月疫情影响面广。综合来看 2023Q1 啤酒需求呈现较强复苏态势，1-2 月受疫情高峰叠加春节影响，需求小幅下滑；3 月以来随着气温回升和消费场景逐步恢复，需求加速释放，叠加旺季备货需求，啤酒产量快速提升。

图41：2023 年 3 月啤酒产量同比增长 20.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：2023 年 1-3 月啤酒累计产量同比增长 4.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2023Q1 啤酒营收增速稳中有升。2023Q1 主要上市啤酒企业营收均实现正增长，且多数实现量价齐升。其中青岛啤酒、珠江啤酒、燕京啤酒营收实现双位数增长。价格方面，受益于行业高端化趋势和自身产品结构调整，各酒厂吨价水平持续提升。2023Q1 青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、燕京啤酒吨价分别同比增 4.8%、0.8%、6.5%、0.8%。销量方面，青岛啤酒、珠江啤酒、燕京啤酒实现双位数增长，同比分别增 11.0%、11.5%、12.8%。

表4：2023Q1 单季啤酒上市公司营收增速平稳

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
青岛啤酒	3.14%	7.49%	16.00%	-9.83%	16.27%
重庆啤酒	17.12%	6.13%	4.93%	-3.97%	4.52%
珠江啤酒	12.77%	8.02%	11.86%	-0.28%	18.75%
燕京啤酒	11.66%	7.53%	8.50%	19.36%	13.74%
惠泉啤酒	5.56%	-4.66%	14.38%	7.10%	7.04%
兰州黄河	-28.45%	-15.04%	-7.61%	13.08%	1.42%
*ST 西发	16.73%	-21.96%	-74.26%	-28.63%	-19.16%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2023Q1 啤酒企业受益于产品结构改善，盈利能力有所改善，成本压力有所缓解，但仍需关注后续走势。从毛利率表现来看，啤酒企业毛利率表现分化，其中重庆啤酒、惠泉啤酒、兰州黄河、*ST 西发等毛利率同比有所下降，珠江啤酒毛利率同比持平，青岛啤酒毛利率同比略微提升，燕京啤酒等毛利率同比明显提升。毛利率表现分化主要受原材料采购策略、成本压力表现有所差异，其中大麦普遍上涨 15%-20%，铝罐相对平稳，但玻璃瓶有上升趋势。从销售费用率来看，除去珠江啤酒、燕京啤酒外，总体呈现下降趋势，主因格局改善后企业采取、结构升级应对原材价格上涨冲击，销售费用投入收缩。从毛销差和净利率来看，啤酒企业毛销差、净利率略有提升，主因行业格局改善、行业高端化带动盈利能力改善。

2023Q1 龙头净利润保持增长。2023Q1 大部分企业均实现利润正增长，主要受益于淡季提价、产品结构提升、成本压力下锁价、降促控费等带动盈利能力提升。从利润弹性来看，各企业表现分化，青岛啤酒、珠江啤酒归母净利润增速分别为 29%、22%，重庆啤酒归母净利润增速为 14%，龙头归母净利润增速出现差异。燕京啤酒利润同比呈现 74 倍增长，主因受益 U8 等中高档产品增长下实现扭亏为盈。

表5：2023Q1 啤酒企业毛利率表现分化

证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
青岛啤酒	37.85%	38.32%	38.00%	25.25%	38.32%
重庆啤酒	47.68%	49.60%	51.62%	55.59%	45.16%
珠江啤酒	40.39%	44.71%	44.93%	35.14%	40.79%
燕京啤酒	34.54%	44.25%	47.74%	4.21%	36.78%
惠泉啤酒	27.29%	31.94%	33.75%	-11.25%	26.44%
兰州黄河	19.91%	23.84%	24.81%	-16.30%	15.32%
*ST 西发	19.29%	-1.19%	-50.47%	-9.06%	11.19%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表6：2023Q1 多数啤酒企业销售费用率稳中略降

证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
青岛啤酒	14.20%	8.14%	11.16%	31.86%	13.84%
重庆啤酒	13.71%	15.35%	15.24%	28.22%	12.95%
珠江啤酒	16.07%	12.42%	13.38%	21.92%	15.36%
燕京啤酒	11.91%	11.10%	15.97%	7.28%	12.49%
惠泉啤酒	7.33%	5.13%	3.55%	-2.43%	9.09%
兰州黄河	17.23%	12.19%	15.30%	17.38%	11.90%
*ST 西发	2.83%	3.05%	4.87%	1.26%	2.65%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：2023Q1 多数啤酒企业毛销差略有提升

证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
青岛啤酒	23.65%	30.19%	26.85%	-6.61%	24.48%
重庆啤酒	33.97%	34.25%	36.37%	27.37%	32.21%
珠江啤酒	24.32%	32.29%	31.55%	13.22%	25.43%
燕京啤酒	22.63%	33.16%	31.77%	-3.06%	24.29%
惠泉啤酒	19.95%	26.81%	30.21%	-8.81%	17.36%
兰州黄河	2.69%	11.65%	9.51%	-33.69%	3.42%
*ST 西发	16.46%	-4.24%	-55.34%	-10.32%	8.55%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：2023Q1 啤酒企业净利率表现分化

证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
青岛啤酒	12.52%	17.45%	14.82%	-18.33%	13.76%
重庆啤酒	17.87%	19.34%	21.72%	10.01%	19.34%
珠江啤酒	8.74%	15.82%	15.34%	3.07%	8.87%
燕京啤酒	1.02%	10.02%	9.13%	-14.20%	2.55%
惠泉啤酒	-1.63%	9.61%	14.30%	-14.45%	0.56%
兰州黄河	-8.61%	40.92%	-55.86%	-50.42%	-12.52%
*ST 西发	-0.07%	-6.21%	-119.56%	-57.99%	4.64%

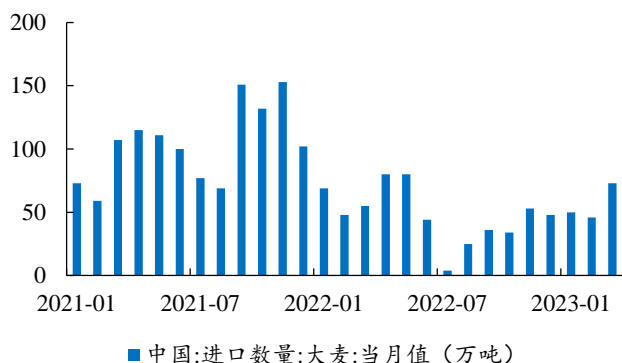
数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：2023Q1 啤酒企业归母净利润同比分化

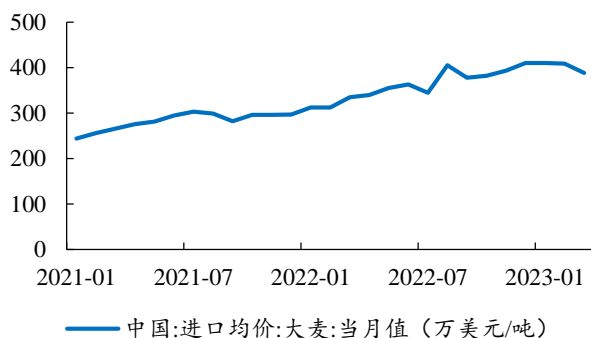
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
青岛啤酒	10.20%	23.85%	18.37%	-22.19%	28.86%
重庆啤酒	15.33%	18.38%	7.88%	-33.63%	13.63%
珠江啤酒	1.45%	0.94%	-9.64%	67.34%	22.15%
燕京啤酒	100.80%	-11.90%	17.06%	4.52%	7373.28%
惠泉啤酒	56.80%	14.31%	13.69%	3.83%	152.38%
兰州黄河	-139.46%	467.91%	-209.98%	51.39%	9.19%
*ST 西发	-29.74%	-145.44%	-731.44%	-1869.10%	15.27%

数据来源：Wind、开源证券研究所

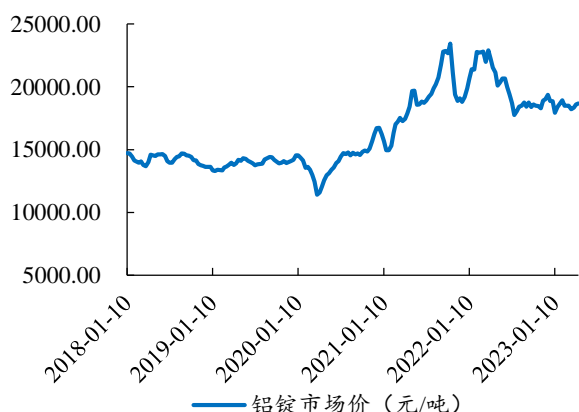
积极关注高端化进程，餐饮复苏、场景修复，啤酒景气度仍高。啤酒行业消费升级尚未充分，高端市场扩容和结构升级较大。受制于啤酒市场格局和行业属性，啤酒行业区域性强，高端啤酒格局尚未落定，积极关注龙头酒企推进高端化进程和核心产品表现。游玻璃瓶、铝罐、运费成本压力有所缓解，大麦成本仍有所上涨，酒企产品结构升级及部分产品提价顺利进行，部分原料成本持续上涨下不排除旺季继续提价，积极关注2023Q2旺季餐饮恢复下补偿性消费和渠道补库存带来的价量提升。从全年来看，行业景气度依然较好，受益于餐饮复苏、场景修复，高端化势头良好，高端啤酒格局或仍有新变化，临近啤酒旺季、消费有望回补。

图 44：2022 年各月份大麦进口量同比回落


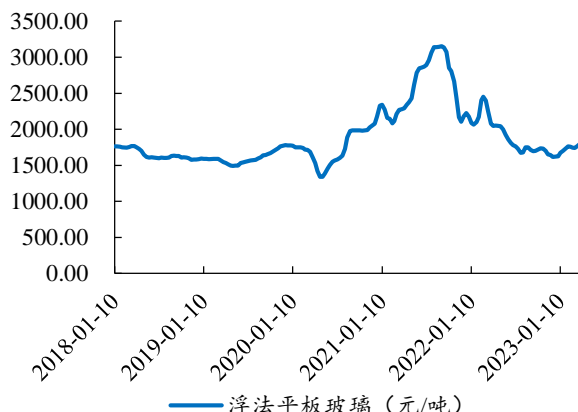
数据来源：Wind、开源证券研究所

图 45：2022 年大麦进口均价延续波动上升趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

图 46：铝锭价格自 2022 年高位回落后震荡走稳


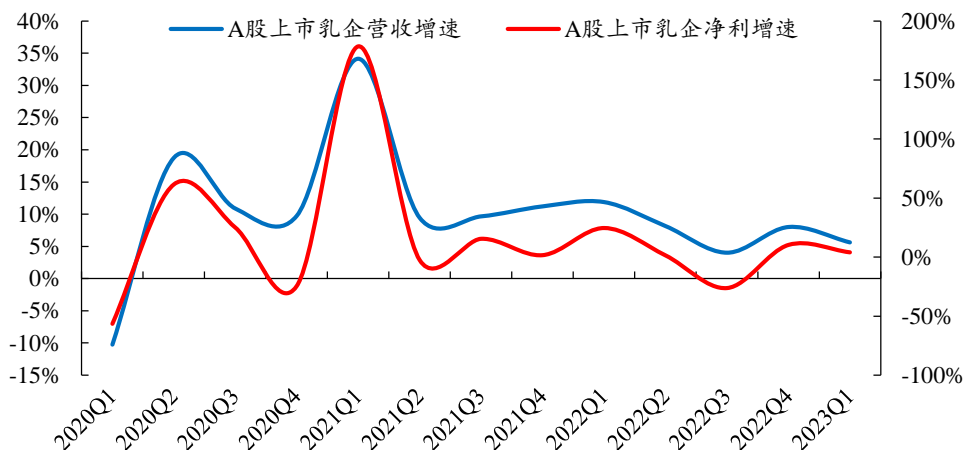
数据来源：Wind、开源证券研究所

图 47：2023Q1 玻璃价格环比小幅增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

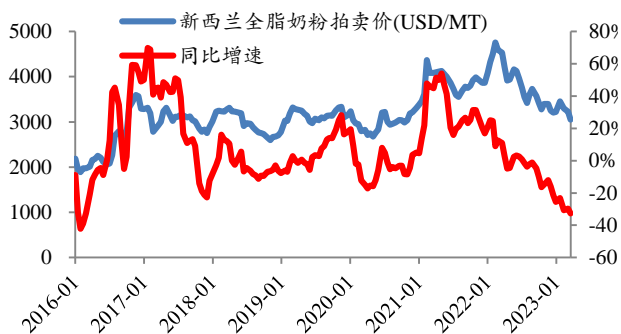
3.3、乳制品：乳制品需求平稳，行业竞争理性

乳制品需求平稳，2023Q1 乳制品企业净利增长。2022 年中国乳制品受疫情影响较小，在春节提前、2022Q1 基数较高下，上市乳企 2023Q1 营收仍实现 5.6% 的增长；2023Q1 费用管控加强下净利同比增 4.0%。目前中国人均牛奶饮用量仅为世界平均水平的三分之一，且各个子行业发展成都不一，未来乳制品行业发展空间广阔。具体来看：（1）消费者对白奶营养价值的认知度持续提升，白奶品类保持稳健增长；（2）伴随消费者对健康的重视程度不断提升，高端化、健康化趋势愈加明显；（3）奶酪目前渗透率较低，随着儿童奶酪零食场景的兴起以及烘焙、新式茶饮的不断发展，奶酪赛道仍在 B 端、C 端均有较大发展空间；（4）儿童粉消费认知不断完善，成人粉礼品市场前景广阔，两者有望为奶粉行业提供新的增长点。

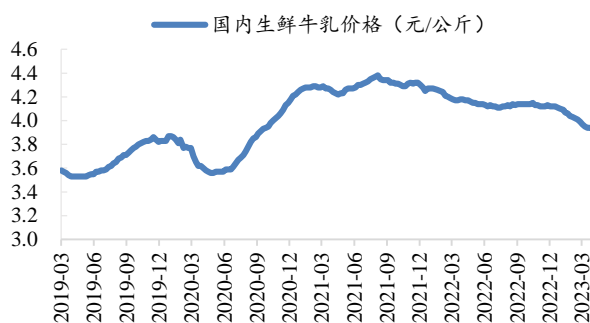
图 48：2023Q1 A 股上市乳企营收同比增 5.6%，净利同比增 4.0%


数据来源：Wind、开源证券研究所

原奶供需相对宽裕，奶价略有下行。2023Q1 原奶供需环境相对宽裕，原奶价格稳中略降。2023 年 4 月 19 日生鲜乳价格为 3.9 元/公斤，同比下降 6%；2023 年 4 月 18 日全脂奶粉中标价 3089 美元/吨，同比下降 26.6%。预计 2023 年随着疫情防控政策优化、供给增加，原奶价格略有下行。长期看，我国奶牛存栏量仍处低位，随着环保政策严格、土地资源紧缺下，奶源供给增长仍较为缓慢；乳制品需求旺盛、上下游合作深化下，预计未来原奶长期会处于供需弱平衡状态，原奶价格相对平稳。

图 49：2023 年 4 月 18 日全脂奶粉中标价同比-26.6%


数据来源：GDT、开源证券研究所

图 50：2023 年 4 月 19 日生鲜乳价格同比-6.0%


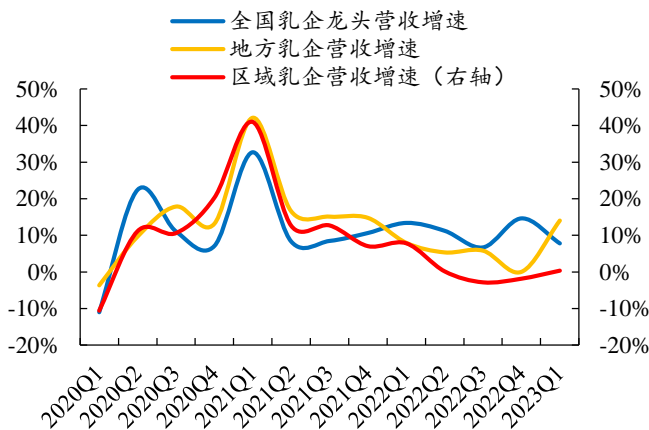
数据来源：Wind、开源证券研究所

2023Q1 乳制品行业促销较为理性。2023Q1 原奶供给稳定，乳制品需求旺盛，行业促销力度维持在正常水平。展望全年，原奶价格稳中略降，但因乳制品龙头企业均重视盈利能力提升，预计行业竞争仍较为理性。往长期展望，龙头乳企伊利股份、蒙牛乳业均对业绩有要求，费用投放更倾向于在品牌等方面投入，形成品牌渠道合力，进一步增强企业核心竞争力，预计长期行业竞争会较为理性。

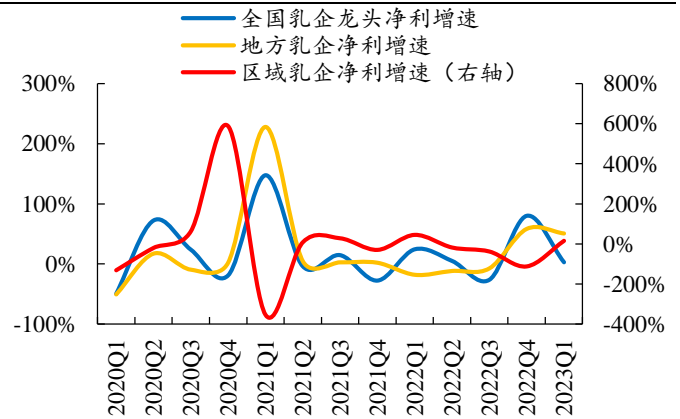
行业集中度可持续提升，龙头领先优势稳固。2023Q1 龙头伊利股份领先优势稳固。2022 年公司液态奶、成人奶粉市占率分别为 33.4%、25.3%，均为细分市场第一；婴幼儿配方奶粉零售额市占份额为 12.4%，跃居细分市场第二；奶酪业务的终端市场零售额份额比 2021 年提升了 3.5 个百分点。龙头伊利股份、蒙牛乳业不断升级产品结构、坚持精耕策略、完善上游奶源战略布局、持续提升品牌力，领先优势稳固，毛利率持续提升，市场份额仍可不断扩大，乳制品行业集中度有望继续提升。

乳企营收、净利稳步增长，地区乳企净利率改善明显。根据乳企规模和经营地域大小分类来看，伊利股份（全国性乳企）多业务发展，在2022Q1高基数和春节提前影响下仍实现增长，2023Q1营收同比增7.8%，其中奶粉及奶制品同比增长37.9%；受春节提前影响，产品结构相较2022Q1弱，2023Q1毛利率同比下降0.67pct；管理费率受澳优并表影响提升，归母净利率同比下降0.5pct至10.8%。区域乳企（光明乳业、新乳业、三元股份）2023Q1营收增0.4%，净利增15.7%，归母净利率增长0.33pct至2.5%。区域性乳企在疫情管控放开后反应速度较快，积极推动主业发展。如新乳业推动鲜奶、低温奶等高毛利主业增长，实现营收稳步增长；持续推进产品结构优化、费用投入优下净利率持续提升。面对消费复苏，地区乳企（燕塘乳业、天润乳业）业绩弹性更大，2023Q1营收增14.0%，净利增50.6%，归母净利率增长1.91pct至7.9%。其中天润乳业疆外市场持续高增，带动公司2023Q1营收增16.3%；产品结构优化、原奶成本回落、费率较为平稳下，净利率快速提升。

推荐护城河稳固，领先优势稳固，多业务布局的龙头伊利股份。伊利股份具备渠道、产品优势，领先地位稳固。公司未来将坚持多业务发力的战略布局：（1）以常温液奶为主，伴随消费能力复苏，借助产品创新升级、渠道精耕下沉，不断提升市场份额，夯实核心业务优势；（2）奶粉：一方面并表澳优赋能，与其实现优势共享，完善海外供应链，提升配方研究能力，不断增强进口奶源控制力；另一方面通过产品结构升级、提升渠道覆盖率等方式推动奶粉增长；（3）积极布局低温奶等潜力业务，参与行业发展红利。展望2023年，行业竞争理性、业务结构优化下预计公司毛利率会较为稳定；规模效应显现下预计费率稳中有降，预计全年可完成营业总收入1355亿元，利润总额125亿元目标。长期来看，伊利股份集中度可持续提升、多元化、全球化布局下业绩可稳步增长，仍具有配置价值。

图 51：2023Q1 地方性乳企营收增速最快


数据来源：Wind、开源证券研究所

图 52：2023Q1 区域乳企净利增长


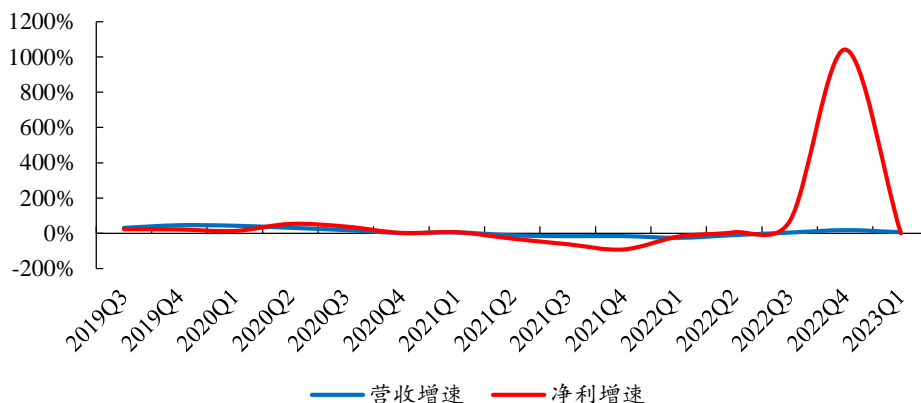
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4、肉制品：屠宰逐渐恢复，肉制品吨利可维持高位

2023Q1 行业营收增长，净利略有下滑。肉制品上市企业2023Q1实现营收282.9亿元，同比增长6.1%；实现净利16.8亿元，同比下降0.2%。其中2023Q1纯屠宰业务持续恢复，屠宰量大幅增加。双汇发展2023Q1屠宰营收同比增14.8%，主因猪价同比略有提升、鲜品销量稳步增长。2023Q1屠宰利润同比增126.3%，其中冻品利润

贡献有限，鲜品利润表现较好。春节期间尽管猪价有所回升，但疫情放开后消费场景复苏，需求较高盈利产品销量良好，叠加公司 2022Q4 借助产品提价、工艺创新等方式对冲成本压力，2023Q1 双汇发展肉制品吨利仍维持高位。

图 53: 2023Q1A 股上市肉企营收同比增长 6.1%，净利同比下降 0.2%

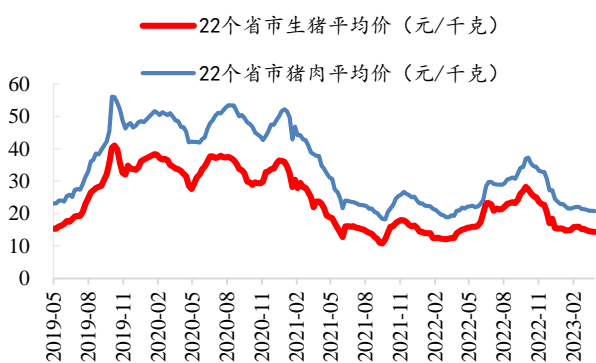


数据来源: Wind、开源证券研究所

生猪存栏量、屠宰量持续恢复，屠宰行业集中度有望提升。2023Q1 生猪定点屠宰企业屠宰量为 7826 万头，同比增 11.7%。此外，生猪存栏逐渐增加，2023 年 3 月生猪存栏同比增 2%；2023 年 3 月能繁母猪存栏 4305 万头，同比增长 2.9%。2023 年猪价较低下，预计双汇发展全年屠宰量会显著增长，且公司积极开拓增加网点数量，鲜品量增长，产能利用率提升下预计鲜品利润表现会较好。

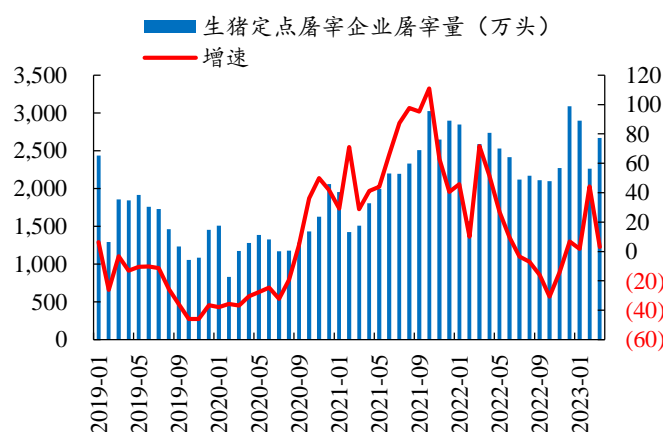
预计 2023 年全年猪价呈前低后高趋势，均价较 2022 年下降。4 月 21 日，生猪价格 14.35 元/公斤，同比+2.9%，环比-0.9%；猪肉价格 20.8 元/公斤，同比持平，环比-0.5%。在国家政策支持、生猪养殖持续恢复下，预计猪价呈现前低后高趋势，但整体全年均价较 2022 年低。

图 54: 2023 年 4 月 21 日猪肉价格同比+2.9%

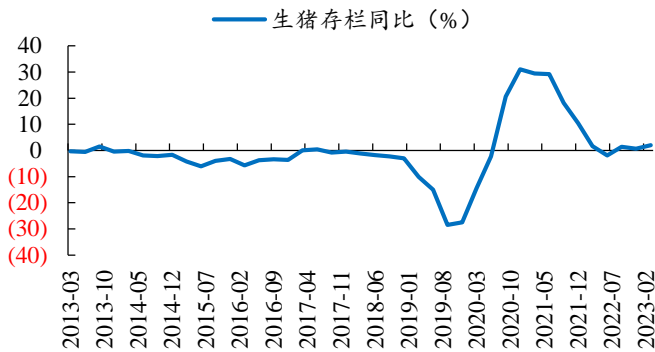


数据来源: Wind、开源证券研究所

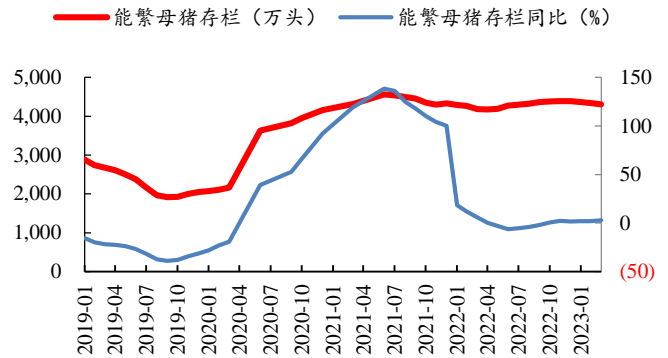
图 55: 2023 年 3 月生猪定点屠宰量同比增 3.1%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图 56: 2023 年 3 月生猪存栏数量同比+2%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图 57: 2023 年 3 月能繁母猪存栏数量同比+2.9%


数据来源: Wind、开源证券研究所

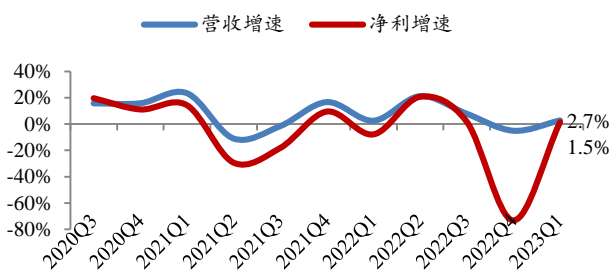
预计 2023 年肉制品吨利可维持高位。2023Q1 龙头双汇发展肉制品销量同比增长 3%，销量增长主因：(1) 2022 年同期受疫情封控影响，基数较低；(2) 疫情放开后，消费场景复苏，叠加春节旺季影响，需求较好。2023Q1 肉制品收入同比增 4.7%。2023Q1 营业利润同比降 6.8%，吨利下降主因 2022 年同期有低价冻肉储备，成本较低。但公司于 2022Q4 对产品提价、工艺创新等方式对冲成本压力，2023Q1 吨利仍维持高位。展望 2023 年，无低价原料储备影响下预计平均成本或较 2022 年提升，但公司已提前采取措施应对成本上行影响，预计 2023 年吨利可维持高位。

推荐已形成产业闭环，布局新赛道，吨利长期稳中有升的龙头双汇发展。双汇发展采用自繁自养方式布局养殖业，构建养殖、屠宰、肉制品加工和销售的产业闭环后，可进一步平滑成本波动，增强产业协同效应，提升屠宰及肉制品业务的盈利能力。随着疫情放开、物流恢复、消费复苏，公司仍可持续发展：(1) 恢复疫情期间弱化的渠道和网点，做网点倍增工程；(2) 通过产品结构调整实现老赛道业务增长；(3) 布局预制菜、方便速食、新兴休闲食品等新赛道产品；(4) 开发新兴或薄弱的高端渠道如山姆会员店、高端超市等；(5) 通过信息化管理提升效率。随着公司未来渠道进一步深耕及多样化、品牌力不断提升、多产品齐头并进，预计肉制品销量可稳步增长，吨利稳中有升。

3.5、调味品：行业弱复苏，需求曲线平稳

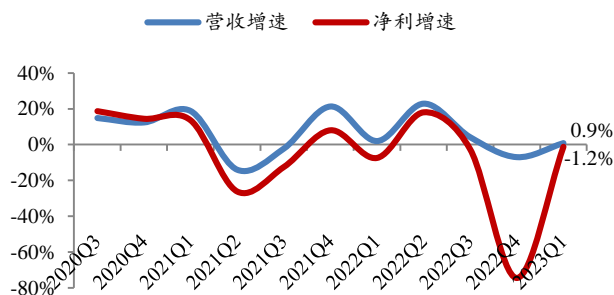
2023Q1 调味品上市公司营收环比略有加速，利润增速上行。2023Q1 调味品上市公司（扣除莲花健康以及星湖科技）整体实现营业收入 115.0 亿元，同比增 2.7%；整体归母净利润为 22.9 亿元，同比增长 1.5%。我们观察酱醋公司，2023Q1 营收增 0.9%；净利下滑 1.2%，环比均有回暖态势。调味品一季度营收增长与消费复苏相关，但增速不快，一是餐饮尚未完全恢复；二是整体消费力还有待提升；三是龙头公司渠道库存偏高，也对厂家出货产生影响。

图 58: 2023Q1 调味品营收净利分别增 2.7%与 1.5%



数据来源: Wind、开源证券研究所

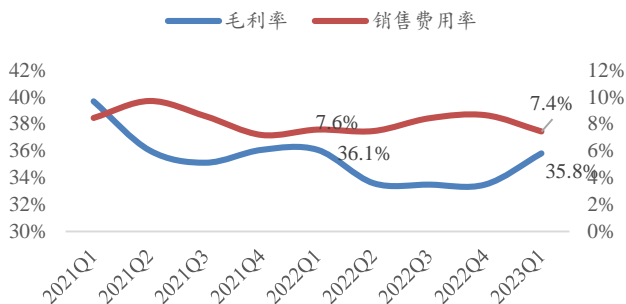
图 59: 2023Q1 酱醋公司营收净利分别变动 0.9%与 -1.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

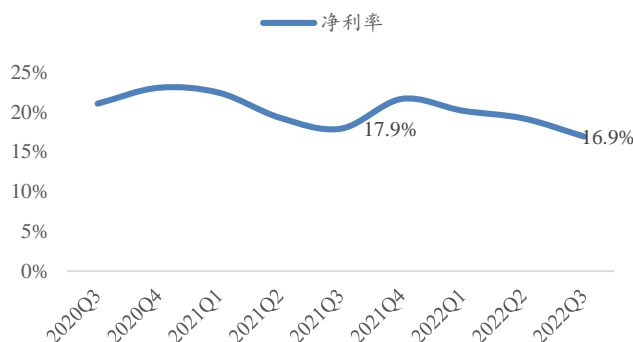
从盈利能力来看, 2023Q1 调味品上市公司 (扣除莲花健康以及星湖科技) 的毛利率为 35.8%, 同比下降 0.3pct, 主因在于原料价格以及产品结构略降, 但成本压力相比 2022 年有所缓解; 一季度上市公司整体销售费用率为 7.4%, 同比下降 0.1pct, 整体来看毛销差仍有回落, 影响利润水平。我们观察 2023Q1 调味品上市公司净利率 19.9%, 同比下降 0.2pct, 企业利润基本维持同期水平。

图 60: 2023Q1 调味品上市公司毛利率同比降 0.2pct



数据来源: Wind、开源证券研究所

图 61: 2023Q1 调味品上市公司归母净利率同比回落 0.1pct



数据来源: Wind、开源证券研究所

2023Q1 重点调味品公司净利率出现分化。就调味品五家重点公司 (海天味业、中炬高新、恒顺醋业、千禾味业、天味食品) 来看, 千禾味业与天味食品 2023Q1 净利率同比升; 中炬高新、恒顺醋业、海天味业利润率回落, 其中中炬高新调味品业务净利率提升。整体来看调味品企业利润压力相比 2022 年有较大缓解。

表10: 调味品重点公司 2023Q1 净利率出现分化

	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	
营收增速	海天味业	22.9%	0.7%	22.2%	-1.8%	-7.1%	-3.2%
	中炬高新	29.7%	6.6%	24.0%	19.0%	-18.7%	1.5%
	恒顺醋业	-6.0%	10.6%	18.0%	53.8%	-14.3%	7.1%
	千禾味业	21.0%	0.9%	30.5%	14.8%	54.9%	69.8%
	天味食品	-25.2%	20.6%	18.2%	82.3%	24.5%	21.8%
毛利率	海天味业	38.1%	38.2%	34.9%	35.3%	34.0%	36.9%
	中炬高新	9.3%	6.0%	6.5%	7.3%	6.7%	6.1%

	恒顺醋业	33.4%	37.9%	33.2%	33.9%	32.0%	35.1%
	千禾味业	37.9%	35.0%	35.7%	33.5%	39.8%	39.0%
	天味食品	28.1%	36.0%	34.5%	32.7%	34.0%	40.6%
销售费用率	海天味业	4.3%	5.4%	4.7%	5.9%	5.6%	5.2%
	中炬高新	6.6%	8.8%	7.5%	9.1%	9.9%	8.6%
	恒顺醋业	23.2%	12.1%	15.6%	17.3%	21.1%	12.4%
	千禾味业	12.7%	15.1%	13.6%	14.1%	12.5%	11.7%
	天味食品	10.8%	13.0%	18.0%	12.6%	14.4%	14.8%
	海天味业	28.0%	25.4%	24.7%	22.9%	23.5%	24.6%
净利率	中炬高新	22.0%	11.8%	11.9%	8.1%	-73.0%	11.0%
	恒顺醋业	-2.9%	13.5%	8.3%	5.3%	-3.6%	11.9%
	千禾味业	15.7%	11.5%	11.9%	12.7%	17.7%	17.7%
	天味食品	16.6%	16.0%	11.2%	11.3%	12.5%	16.7%
净利增速	海天味业	7.2%	-6.4%	11.8%	-6.0%	-22.0%	-6.2%
	中炬高新	68.9%	-9.5%	47.6%	21.5%	-369.4%	-5.5%
	恒顺醋业	-118.7%	-2.1%	4.3%	268.2%	4.6%	-5.7%
	千禾味业	-594.2%	38.5%	145.3%	3.7%	75.0%	162.9%
	天味食品	136.8%	25.3%	-1554.3%	1629.3%	-6.7%	27.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

消费复苏背景下，成本压力减轻，预计调味品 2023 年趋势向上。我们观测到调味品行业压力已在 2022 年体现：营收增速回落，渠道库存偏高，成本压力增大等。2023 年在消费复苏的背景下，行业整体处于向上势头，但需求曲线较为平缓。随着经济逐渐修复，预计下半年行业会好于上半年。此外且成本具有周期属性，预计 2023 年成本回落后企业利润压力大概率减轻。展望 2023 年我们建议调味品两条布局思路：一是长期布局低估值成长稳健的行业龙头；二是关注季度业绩高增长或事件性催化的短期机会。

4、重点个股：优选龙头，关注消费复苏机会

4.1、贵州茅台：成长动力充足，业绩好于预期

公司 2023Q1 实现营业总收入 393.79 亿元，同比+18.66%；实现营业收入 387.56 亿元，同比+20.00%；实现归母净利润 207.95 亿元，同比+20.59%；实现扣非归母净利润 207.78 亿元，同比+20.50%，略高于之前业绩预告。

系列酒增长提速，直营占比持续提升。分产品看，2023 年 Q1 茅台酒实现营业收入 337.22 亿元，同比+16.85%；由“i 茅台”带动，系列酒直营比例提升明显，实现营业收入 50.14 亿元，同比+46.28%。分销售模式看，直销渠道实现营业收入 178.07 亿元，同比+63.56%，其中“i 茅台”是主要增量；批发代理渠道实现营业收入 209.29 亿元，同比-2.20%。

直营占比提升带动公司盈利能力新高。2023 年 Q1 毛利率+0.23pct 至 92.60%，主要是因为公司直营占比提升。2023 年 Q1 税金及附加/销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别 13.87%/1.92%/5.11%/0.06%/-1.07%，分别同比

+0.80pct/+0.32pct/-1.32pct/+0.00pct/-0.06pct。管理费用率在规模效应下继续下降，其他费用比率变化不大，归母净利率+0.85pct至52.81%。

投资建议：公司直营化和高端化路径清晰，成长空间充足，业绩确定性强。预计2023-2025年收入规模为1484亿元、1721亿元、1986亿元，同比分别增长16%、16%、15%，净利润分别为739亿、872亿、1016亿元，同比分别增长18%、18%、17%。

4.2、五粮液：开局良好，逐步改善

五粮液2022年营收739.7亿元，同比+11.7%，归母净利润266.9亿元，同比+14.2%。2022Q4营收181.9亿元，同比+10.3%，归母净利润67.0亿元，同比+10.8%。2023Q1收入311.4亿元，同比+13.0%，归母净利润125.4亿元，同比+15.9%。同时公司公布2023年公司经营目标是营业总收入继续保持两位数的稳健增长。

2022年五粮液系列量增价平，系列酒量跌价升。分产品看，2022年五粮液产品实现营业收入553.4亿元，同比+12.7%，其中销量3.3万吨，同比+12.2%，吨价168.9万元，同比+0.4%；其他酒实现营业收入122.3亿元，同比-3.1%，其中，销量同比-38.1%，吨价同比+56.6%。目前主产品渠道利润不高情况下，公司对提价非常谨慎，我们预计2023年收入仍然是靠增量实现。

直销渠道增长更快，西南区域高基数上高增长。分渠道看，2022年经销渠道收入404.9亿元，同比7.2%；直销渠道收入270.7亿元，同比+13.0%。分市场看，2022年东部区域收入189.9亿元，同比+1.1%；南部地区74.8亿元，同比+0.7%；西部地区收入215.4亿元，同比+26.9%；北部区域收入84.1亿元，同比+11.7%；中部区域111.4亿元，同比+1.3%。

预收款和现金流情况良好，验证利润表质量高。2023年Q1末合同负债55.4亿元，环比2022Q4末减少68.4亿元（2022Q1环比2021Q4减少94.5亿元）。2023年Q1销售商品、提供劳务收到的现金为286.4亿元，同比+108.5%。受益疫情政策放开，2023年春节公司同时完成了库存去化和回款任务，再一次彰显品牌实力。

酒类毛利率提升，期间费用率下降，净利率微增。2022年酒类毛利率提升1.59pct至81.88%，主要是产品原材料、制造费用等成本项具备规模效应。公司产品较为成熟，费用投放基本平稳，销售费用率、管理费用率分别同比-0.57pct、-0.23pct，2023Q1净利率同比+0.81pct至42.09%。展望2023年，主要产品出厂价格平稳，毛利率预计基本稳定，规模效应下费用率基本维持下降趋势，净利率有望持续提升。

投资建议：2023年高端白酒供给呈线性增长，宏观弱复苏背景下，五粮液价格成为压制公司股价的关键因素，我们看到一方面五粮液品牌优势凸显，动销流速领先。另一方面公司不断加强市场掌控水平，动态调节产品投放量而努力维持价格稳定，后续随着需求提速，产品价格有望温和回升。预计2023-2025年净利润为307亿元、352亿元、401亿元，同比+15%、15%、14%。

4.3、山西汾酒：稳中求进，势头不减

2022年营收262.1亿元，同比+31.3%，归母净利润81.0亿元，同比+52.4%，其

中 2022Q4 营收 40.7 亿元，同比+50.0%，归母净利润 9.9 亿元，同比+127.1%。2023Q1 收入 126.8 亿元，同比+20.4%，归母净利润 48.2 亿元，同比+29.9%。2022 年及 2023Q1 业绩均超预期。

Q1 腰部产品发力，省内再扛大旗。2023 年 Q1 中高价位酒收入实现收入 95.0 亿元，其他酒类收入 31.3 亿元。腰部及以下产品发力，一方面 2022 年同期青花基数高，另一方面疫情放开对腰部产品场景刺激更强。2023Q1 省内收入 50.2 亿元，同比+30.3%，省外收入 76.0 亿元，同比+14.7%。近几年省内一方面渠道建设更加精细，一方面升级明显，省外速度放缓主因是 2022Q1 省外节奏太快，2023 年对环山西节奏阶段性放松。

预收款表现仍好，经销商信心依然充足。2023 年 Q1 末合同负债维持高位，环比 2022Q4 末减少 27.4 亿，（2022 年 Q1 合同负债环比减少 34.95 亿元），。2023 年 Q1 销售商品、提供劳务收到的现金为 98.2 亿元，同比+10.7%。

结构升级+规模效应下，净利率提升逻辑持续兑现。2022 年毛利率同比+0.45pct 至 75.36%，销售费用率/管理费用率分别同比-2.84pct/-1.21pct，净利率同比+4.13pct 至 31.12%。2023 年 Q1 毛利率+0.81pct 至 75.56%，净利率+2.71pct 至 38.11%。2023 年销售费用率/管理费用率分别同比+3.20pct/-0.48pct，净利率+2.71pct 至 38.11%。结构优化带来毛利率持续提升，规模效应以及费用精细化管理下，期间费用率进入下降通道，我们预计未来 2-3 年均处于此趋势中。

投资建议：汾酒产品势能仍在持续，公司高端化、精细化、全国化等多方面潜力仍未被充分挖掘，现阶段的组织结构调整将为公司凝聚新的力量、打开更高空间，我们预计 2023-2025 年净利润分别为 105 亿、134 亿、169 亿。

4.4、泸州老窖：营收高速增长，利润加速释放

泸州老窖 2022 年营收 251.2 亿元，同比+21.7%，归母净利润 103.7 亿元，同比+30.3%。2022Q4 营收 76.0 亿元，同比+16.3%，归母净利润 21.5 亿元，同比+27.9%。2023Q1 收入 76.1 亿元，同比+20.6%，归母净利润 37.1 亿元，同比+29.1%。

高档酒平稳增长，腰部及以下产品快速发力。2022 年中高档白酒实现营业收入 221.3 亿元，同比+20.3%，其中我们预计高度国窖个位数增长，低度国窖增速接近 30%，腰部产品增速高于整体。其他酒实现营业收入 26.3 亿元，同比+30.5%，低端酒前几年调整成效初显。

公司现金流情况良好。2023 年 Q1 末合同负债 17.3 亿元，环比 2022Q4 末减少 8.4 亿元（2022Q1 环比 2021Q4 减少 17.5 亿元）。2023 年 Q1 销售商品、提供劳务收到的现金为 80.4 亿元，金额绝对值高于收入。

毛利率提升，期间费用下降，净利率持续提升。2022 年底股份公司对销售公司结算价格提升，2023 年 Q1 毛利率同比+1.66pct 至 88.09%，规模效应下，2023Q1 销售费用率/管理费用率分别同比-1.58pct/-1.10pct，。净利率同比+3.10pct 至 48.91%。考虑结算价格提升，预计全年净利率提升趋势可持续。

投资建议：公司制定 2023 年目标为营业收入同比增长不低于 15%，公司历史上实际落实情况均高于年初目标。公司内部管理水平和渠道利益建设领先行业，产品组合丰富，逆势稳定份额，业绩确定性高。预计 2023-2025 年公司净利润分别为 136 亿元、165 亿元、198 亿元，同比增长 31%、22%、20%。

4.5、古井贡酒：收入端气势如虹，利润率加速提升

古井贡酒 2022 年营收 167.1 亿元，同比+26.0%，归母净利润 31.4 亿元，同比+36.8%，扣非归母净利润 30.7 亿元，同比 40.3%。2023Q1 收入 65.8 亿元，同比+24.8%，归母净利润 15.7 亿元，同比+42.9%，扣非归母净利润 15.5 亿元，同比+41.8%。年报和季报业绩均市场超预期。

年份原浆贡献主要增长，黄鹤楼未达疫情前水平。2022 年年份原浆实现营业收入 121.1 亿元，同比+30.1%，公司坚定均聚焦次高端产品，古 8 及以上产品增长更快；古井贡酒系列基本在百元以下，实现营业收入 18.7 亿元，同比+16.5%；黄鹤楼收入 12.6 亿元，同比+11.4%，仍未恢复至疫情前高点。

省外市场取得重点突破，全国化成为公司要成长逻辑。2022 年华北地区实现营业收入 13.3 亿元，同比+23.8%，其中河北市场增长较快；华中区域收入 143.5 亿元，同比+26.9%，其中江苏市场增长贡献明显，省内我们预计增速在 15-20%之间。华南区域收入 10.1 亿元，同比 15.2%。公司在环安徽实现泛区域化，2023 年进一步扩张东北、西北、华南，全国化扩张成为公司重要成长动力。

动销和渠道信心良好，预收款和现金流表现优秀。2023 年 Q1 末合同负债 47.5 亿元，环比 2022Q4 末增加 39.2 亿元（2022Q1 环比 2021Q4 增加 28.7 亿元）。2023 年 Q1 销售商品、提供劳务收到的现金为 77.6 亿元，同比+25.8%。

毛利率提升，期间费用率下降，业绩具有较大弹性。由于公司产品进一步向 200 元以上价格带聚焦，2022 年毛利率同比+2.07pct 至 77.17%，销售费用率下降 2.8pct，净利率同比+1.57pct 至 19.46%。2023 年 Q1 毛利率同比+1.77pct 至 79.67%，销售费用率下降 1.33pct，净利率同比+2.80pct 至 24.26%。公司持续多年高费用投入之后，消费者认可度具有绝对优势，进入品牌势能收获期，未来还有较大下降空间，公司业绩具有较大弹性。

投资建议：我们预计 2023-2025 年公司净利润分别为 42.4 亿、54.1 亿、67.6 亿，同比分别 35%、28%、25%，公司管理水平位居业内前列，收入增速确定性强，业绩进入释放期，弹性更高。

4.6、伊利股份：多业务布局，盈利能力可提升

春节提前、2022Q1 基数较高下，液奶业务表现平淡。2023Q1 公司液态奶、奶粉、冷饮业务分别同比-2.58%、37%、36%。液奶收入下滑，主因：（1）2023 年春节较早，部分渠道备货提前至 2022Q4；（2）2022Q1 液奶基数较高。展望全年，伊利股份液态奶业务稳步增长，积极开拓奶粉、奶酪等新业务，多业务布局下预计全年可完成 1355 亿元的目标。

2023Q1 公司净利率下降主因毛利率下降、管理费率提升。2023Q1 归母净利率同比降 0.5pct 至 10.8%。2023Q1 毛利率降 0.7pct 至 34%，主因：（1）春节较早，2022Q4 提前备货，影响 2023Q1 产品结构；（2）虽然原奶成本同比下降，但其他原材料上涨，互为抵消。管理费率同比增 0.9pct 至 4.2%，主因澳优并表影响。展望 2023 年，预计毛利率较为稳定：（1）原奶价格稳中略降，但其他成本价格上行；（2）龙头重视利润，预计行业竞争仍较为理性；（3）业务结构持续优化，高毛利业务占比提升。规模效应逐渐显现下预计费率可下降，预计公司可达成 125 亿元的利润总额目标。

多业务布局，新业务高增。根据尼尔森零研数据，公司液态奶、成人奶粉市占率分别为 33.4%、25.3%，均为细分市场第一。新业务上，有机乳品、乳及植物基营养品、奶酪、天然矿泉水等高增长业务同比增长超 20%。液奶领先优势稳固、奶粉及奶酪等潜力业务快速成长，多业务战略下公司中长期仍可稳步增长。

投资建议：根据公司 2023 年战略目标，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 109.6、127.7、149.1 亿元，EPS 为 1.71、2.00、2.33 元。公司多业务布局，长期看盈利能力可稳步提升。

4.7、新乳业：盈利能力提升，低温业务持续发力

春节需求较好，收入稳步增长。2023Q1 营收同比增 8.84%，鲜奶等低温产品持续增长。展望 2023 年，公司坚持鲜立方战略，做大做强鲜奶、低温特色酸奶品类，并不断提升核心渠道如线上渠道、订奶上户渠道占比，预计公司营收可稳步增长。

净利率提升主因毛利率提升。2023Q1 公司净利率同比增 0.51pct 至 2.48%，主因毛利率提升。2023Q1 毛利率同比增 3.1pct 至 27.06%，主因：(1) 原奶价格下行；(2) 产品结构优化。费用投入持续优化下管理费率降 0.8pct。展望 2023 年，持续投入品牌费用下预计销售费率稳中略增；预计奶价处于可控的下行趋势，且公司持续推新，重点布局高毛利产品，产品结构优化下毛利率可提升，预计净利率可稳步提升。

产品结构升级、费用优化，盈利能力可持续改善。公司份额持续提升，2022 年低温鲜奶收入同比保持双位数增长，市占率超过 10%。公司盈利能力可持续改善，发展潜力较大：(1) 产品持续推新，2021 年新品贡献超 10%；(2) 产品结构不断升级；(3) 内生增长强劲，2022 年唯品自有品牌收入同比增长 50%；(4) 上游奶源布局进一步完善，牧场建设稳步推进，目前自有奶源占比已提升至 50%；(5) 渠道持续深耕，推动城市群策略，重点城市群销售额同比增长超过 20%，华东、川南增 50% 以上，大湾区增超 100%。

投资建议：由于原料成本下行、业务结构优化，我们预计 2023-2025 年净利润为 5.2、6.5、8.7 亿元，EPS 为 0.59、0.75、1.01 元，公司坚持鲜战略，盈利能力持续提升。

4.8、双汇发展：鲜品利润表现较好，肉制品吨利维持高位

2023Q1 屠宰收入增长，真实屠宰利润提升。2023Q1 屠宰营收同比增 14.8%，主因猪价同比略有提升、鲜品销量稳步增长。2023Q1 屠宰利润同比增 126.3%，其中冻品利润贡献有限，鲜品利润表现较好。展望 2023 年，预计全年猪价呈前低后高趋势，均价较 2022 年下降。国内外价差收窄，因此冻品利润贡献有限。但 2023 年猪价较低下，预计全年屠宰量会显著增长，且公司积极开拓增加网点数量，鲜品量增长下预计鲜品利润表现会较好。

预计 2023 年肉制品吨利可维持高位。2023Q1 肉制品销量同比增长 3%，销量增长主因：(1) 2022 年同期受疫情封控影响，基数较低；(2) 疫情放开后，消费场景复苏，叠加春节旺季影响，需求较好。2023Q1 肉制品收入同比增 4.7%。2023Q1 营业利润同比降 6.8%，吨利下降主因 2022 年同期有低价冻肉储备，成本较低。但公司于 2022Q4 对产品提价、工艺创新等方式对冲成本压力，2023Q1 吨利仍维持高位。展望 2023 年，无低价原料储备影响下预计平均成本或较 2022 年提升，但公司已提前采取措施应对成本上行影响，预计 2023 年吨利可维持高位。

重视网点质量和数量布局，多业务发展下肉制品销量可增长。展望 2023 年，预计肉制品销量可稳步增长：（1）恢复疫情期间弱化的渠道和网点，做网点倍增工程；（2）通过产品结构调整实现老赛道业务增长；（3）布局预制菜、方便速食、新兴休闲食品等新赛道产品；（4）开发新兴或薄弱的高端渠道如山姆会员店、高端超市等；（5）通过信息化管理提升效率。

投资建议：我们维持 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 61.1、65.7、71.0 亿元，EPS 分别 1.76、1.90、2.05 元。公司全产业链布局。

4.9、海天味业：短期承压，长期稳健

2022Q4 与 2023Q1 业绩略低于预期。2022Q4 受到添加剂事件影响以及年底疫情达峰过程餐饮渠道动销较慢，调味品营收下滑。单四季度酱油、调味酱、蚝油分别降 13.7%、7.9%、10.0%。全年经销商净缩减 258 家至 7172 家水平，在疫情及渠道扰动的双重压力下，公司更多重视大商作用。公司给出 2023 年收入 281.7 亿指引，增速约 10%。在消费行业弱复苏背景下，该目标符合客观实际情况。公司 2023Q1 营收下滑 3.2%，原因一是春节配货时间提前；二是行业整体弱复苏。分品类来看酱油、蚝油、酱料分别下滑 8.9%、6.8%、增长 3.3%，小品类增长 13.8%。随着经济逐渐企稳，消费逐渐回暖，我们判断下半年公司增速应加速增长。

短期利润压力仍存，全年利润率持平。2022Q4 毛利率同比降 4.1pct，主因原料成本上涨及产品结构影响。销售费用率同比增 1.3pct，主因在于公司加大投入促进零添加系列发展。管理费用率变化不大。财务费用率下降 1.6pct，主因利息收增加。四季度整体净利率下降 4.5pct，盈利能力承压。2023Q1 毛利率同比降 1.2pct 至 36.9%，主因可能在于产品结构变化；三项费用率变化不大。往下半年展望，成本压力有望减轻；市场有效投放可推动费用率稳中有降，预计全年净利率维持同期水平。

复苏趋势不变，期待业绩改善。2023 年消费弱复苏主线贯穿全年。调味品受益于餐饮回暖，需求也有恢复性增长。公司一方面加速布局新零售渠道，加快市场转型；另一方面积极与大商合作，实现厂商之间强强联合。新品中零添加酱油已经铺市，未来可乐观展望；粮油类产品也已推出市场，将构建未来新的增长点。压力之下海天更加注重竞争实力的强化，消费复苏到来此时更加从容

投资建议：我们预计 2023-2025 年归母净利润分别 68.2、79.2、92.7 亿元，EPS 分别 1.47、1.71、2.00 元，同比增 10.0%、16.2%、17.0%，海天品牌与渠道优势长期存在，公司不断强化竞争实力。

4.10、中炬高新：调味品主业向好，期待机制理顺

行业复苏回暖，调味品趋势向好。受益于餐饮回暖，一季度美味鲜营收实现 7.9% 增长。目前渠道良性，渠道库存较好。分品类来看，酱油、鸡精鸡粉、食用油分别增 11.0%、0.4%、1.0%，酱油仍是增长主力。小调味品类 5.2% 的增速低于酱油。一季度净新增经销商 52 家至 2055 家水平，渠道精耕仍在持续。我们判断随着经济企稳，全年消费增速可能前低后高，我们预计全年美味鲜营收实现 10% 左右增长，母公司增速略慢，全年预测合并报表营收可能个位数增长。

毛利率提升以及费用率下降推动 2023Q1 美味鲜归母净利快速增长。2023Q1 美味鲜毛利率同比增 0.48pct 至 31.2%，主要是与原料成本价格下行以及产品结构提升（高毛利率酱油占比增加）有关。一季度行业呈明显复苏趋势，费用投放效率提升，美味鲜销售费用率下降 0.48pct，对利润有正面贡献。全年来看预估成本应是下行趋

势，美味鲜利润率应有改善。

复苏趋势确立，期待管理改善。随着餐饮明显改善，消费回暖给调味品行业带来复苏机会。公司一方面加快空白市场开发与核心市场下沉，另一方面打造产品矩阵，形成多品类齐发展势头。建议关注公司股权结构变化带来的预期经营改善机会，股权问题落地，治理机制改善可能成为公司短期股价催化剂。

投资建议：我们预计 2023-2025 年归母净利分别为 7.65、8.94、10.91 亿，EPS 分别为 0.97、1.14、1.39 元，同比分别扭亏、17.0%、22.0%。调味品业务复苏，主业稳健成长。当前股东结构变化是市场关注焦点，股权问题落地后可能会有催化。

4.11、涪陵榨菜：业绩超预期，双拓谋发展

一季度业绩超预期。2023Q1 实现营收增长 10.4%，超市场预期。考虑到合同负债环比下降，应是预收款确认导致报表营收高于回款。公司采取品类与渠道扩张思路，一是优化榨菜规格品类；二是推广下饭菜、下饭酱等新品类；三是对于组织架构与薪酬体系做出改善，团队积极性增加。预计全年应可完成双位数增长。

毛利率提升推动净利率提高。2023Q1 归母净利率提升 3.3pct，主因毛利率提升 3.9pct 至 56.3% 水平，原因在于一季度仍使用 2022 年收购的低价青菜头原料。销售与管理费用率同比不变，财务费用率同比略下降 0.1pct。往全年展望，2023 年收购青菜头价格有所提升，同时预期年内营销活动频率应增加，相应销售费用率可能提升，预计全年利润增速低于营收。

产品渠道双扩张，调整架构促发展。2023 年看点在于：一是新规格产品推广后带来调货增加；二是确立“轻盐榨菜”与“瓶装榨菜”的升级方向；三是下饭菜、调味菜新品以及餐饮渠道推广；四是组织架构（更加细分）与薪资结构调整后带来销售团队能动性提升。此外逐步跨入川式复合调料的探索发展。公司多管齐下，为后续持续发展提供助力支持。

投资建议：预计 2023-2025 年归母净利分别为 9.6、11.2、13.4 亿元，EPS 分别为 1.09、1.26、1.51 元，同比增 7.2%、16.5%、19.2%。品类与渠道扩张是年内看点。

4.12、西麦食品：业绩超预期，份额持续提升

营收稳步增长，复合燕麦片增速较快。2023Q1 西麦食品营收同比增 10.63%。具体分产品来看：纯燕麦片略有增长；复合燕麦片表现较好，增速较快；冷食燕麦片精炼 SKU，产品聚焦，实现增长。公司的领先优势较为稳固，市场份额持续提升。根据尼尔森数据，2022 年公司市占率 18.9%，位居全国第一；线上多平台销售排名位居行业前列。展望 2023 年，公司会持续发力纯燕麦片及复合燕麦片，全渠道布局：
 (1) 目前线上电商如抖音渠道已初有成效，2022 年公司在抖音快手平台 GMV 同比增 299%，未来仍会持续布局线上渠道；(2) 目前全国连锁休闲零食店大系统覆盖超过 65%，未来会发力零食渠道，加大对零食专卖店的合作力度，并进驻更多区域的零食专卖店；(3) 增加团购渠道的资源投入，因此预计 2023 年公司营收仍可双位数增长。

净利率提升主因销售费用率下降。公司 2023Q1 净利率同比增 2.07pct 至 10.14%，主因销售费用率降 4.39pct 至 26.1%。销售费率下降主因：(1) 2022Q1 抖音等平台投入较多，基数较高；(2) 公司对线上费用投入进行调整和优化，费用投入效率提升。2023Q1 公司毛利率降 2.35pct 至 42.43%，主因：(1) 原材料燕麦略上行；(2) 线上

业务毛利率相对较低。展望 2023 年，预计原材料高位运行，但公司可通过产品结构升级、提价等方式应对；费用投放结构优化下预计费率较为稳定。

投资建议：由于费用使用效率提升，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 1.32、1.61、1.88 亿元，EPS 分别为 0.59、0.72、0.84 元。公司线下渠道优势稳固。

4.13、广州酒家：餐饮消费复苏，业绩增长可期

疫情管控放开后，餐饮业务需求旺盛。公司 2023Q1 营收同比增 23.09%，具体来看：(1) 分业务来看：2023Q1 月饼系列产品同比增长 41.6%；春节较早下 2 月较快进入淡季，速冻食品增速放缓，营收同比增长 12.3%；疫情管控放开后餐饮需求旺盛，餐饮业务复苏良好，同比增 55.1%。(2) 分区域来看：基地市场持续深耕，省内市场稳步增长，同比增长 27.9%；持续开拓省外市场，经销商数量净增 6 个至 430 家，省外市场收入同比增长 7.2%。(3) 分渠道来看：直接销售同比增长 40.6%，经销同比增长 6.9%。展望 2023 年：(1) 疫情管控放开后，餐饮业务持续复苏；(2) 餐饮竖品牌，随着华东区域上海门店开出，可为华东食品业务增长做助力；(3) 国庆与中秋接近下月饼或迎大年；(4) 产能释放支撑发展。预计公司 2023 年收入仍可稳步增长。

2023Q1 归母净利率提升主因毛利率增加。2023Q1 归母净利率同比增 0.5pct 至 7.5%，主因毛利率同比增 2.1pct 至 32.4%。毛利率提升主因高毛利业务占比提升，如餐饮业务占比提升 7.5pct 至 37.2%。市场开拓期间，销售费率仍处高位，2022Q1 销售费用率同比增 0.7pct 至 10.15%。往 2023 年展望，随着原材料成本压力缓和，餐饮、月饼等高毛利业务逐渐恢复，公司毛利率可提升；市场开拓期间华东区域仍会持续投入，但精细化管理下预计整体费率会较为稳定，净利可稳步增长。

投资建议：我们预计 2023-2025 年归母净利润为 7.0、8.4、10.4 亿元，EPS 为 1.23、1.47、1.83 元。未来食品、餐饮业务双轮驱动下公司业绩可稳健增长。

4.14、味知香：餐饮渠道逐渐恢复，B、C 端齐发力潜力大

C 端稳步增长，餐饮渠道持续恢复。具体来看：(1) 分产品：2023Q1 牛肉类/家禽类/猪肉类/水产虾类/水产鱼类营收同比分别 +7.18%/+13.39%/+12.77%/-5.34%/+10.46%。春节期间禽类及猪肉类产品需求旺盛，增长较好。(2) 分地区：2023Q1 大本营华东市场稳步增长，营收增 7.79%；外围市场持续扩张，增速较快，华中、华北、华南、西南地区营收同比增 16.32%、32.7%、17.52%、31.11%。(3) 分渠道：疫后 B 端需求旺盛，C 端持续深耕，布局街边店、商超店中店等，2023Q1 加盟店/批发渠道同比分别增 +7.91%/+6.14%。另外，2023 年公司新增商超团队负责商超渠道业务拓展，2023Q1 创收 607.42 万元。往 2023 年展望，新门店模式跑通、开店加速、餐饮恢复、发力食堂及团餐等客户下，营收仍可稳步增长。

净利率下滑主因费用率提升、2022Q1 投资收益基数较高。公司 2023Q1 净利率同比降 1.55pct 至 17.62%。2023Q1 毛利率同比增 1.39pct 至 26.2%，主因：牛肉等原材料成本价格下降。2023Q1 销售费用率同比增 0.21pct 至 4.31%，管理费用率同比增 0.82pct 至 4.59%，主因市场扩张期间人员团队增加。展望 2023 年，原材料成本改善下毛利率预计可提升；开发新渠道下仍需要扩张人员队伍，预计销售费率、管理费率仍处高位。

投资建议：我们预计 2023-2025 年净利分别为 1.81、2.32、2.77 亿元；EPS 分别为 1.81、2.32、2.77 元，多渠道布局潜力大。

4.15、得利斯：B、C 端齐发力，预制菜可高增

受猪价相对较低、疫情影响，营收下滑。具体来看：（1）分产品来看：2022 年由于猪价相对较低，冷却肉及冷冻肉营收同比下降 8.47%；公司 B、C 端齐发力，开拓了山姆等新客户，并推出大单品牛肉饼，预制菜业务快速增长，同比增长 37.91%。

（2）分地区来看：受疫情影响，2022 年山东省营收同比降 7.08%；得利斯稳步自山东向外扩张，2022 年外围市场经销商数量大幅增加，东北、华北、西北、华东及其他地区经销商数量分别增 65、37、71、9、15 家。华东、东北、西北地区营收同比分别增 49.28%、111.67%、31.71%。展望 2023 年，公司仍会发力创新性、区域性中式预制菜，重点布局西式预制菜，B 端和 C 端齐发力，全渠道布局下预计预制菜业务可保持快速增长。

归母净利率下降主因毛利率下降。2022Q4 归母净利率同比下降 2.4pct，主因毛利率同比降 7.0pct 至 2.94%。2022Q4 销售费用率同比降 4.86pct 至 1.33%；管理费用率同比降 1.43pct 至 1.66%。展望 2023 年，公司仍处于新市场开拓、预制菜推广期间，预计费率仍会维持高位。

随着产能陆续释放，全渠道布局，仍处发展黄金期。公司陕西 5 万吨预制菜预计 2023Q3 投产。此外，得利斯全渠道布局：（1）线下：加大与餐饮连锁、大型卖场合作，并布局京酱世家、尚鲜汇等线下渠道；（2）线上：孵化“齐鲜达”品牌。未来随着规模效应显现，公司净利率可进一步改善，仍处发展黄金期。

投资建议：我们预计 2023-2025 年归母净利为 0.9、1.32、1.89 亿元，EPS 为 0.14、0.21、0.30 元。得利斯预制菜业务 B、C 端齐发力，多渠道布局。

4.16、李子园：成本可控，盈利能力提升

外围市场稳步增长，积极开拓多样化渠道。分产品来看：含乳饮料 2023Q1 营收同比增 3.19%。由于 2023 年春节较早，公司部分渠道略受影响。但随着疫情管控放开，消费场景及人流量逐渐恢复，公司营收增长；（2）分渠道来看：2023Q1 经销渠道营收 3.38 亿元，同比增 1.96%；直销渠道有所下滑；（3）分区域来看：2023Q1 除华东同比下降 7.13%外，其余两重点地区华中、西南同比分别增 11.55%、7.91%。外围市场仍保持较好的增长态势，华北、华南、西北地区营收分别同比增 18.72%、49.56%、2.95%。截止 2023Q1 公司经销商数量 2565 家，其中华东经销商净增加 7 家至 872 家，华中经销商增加 6 家至 598 家。展望 2023 年，公司持续推新，推出无蔗糖产品并加大果蔬等新品的推广力度。随着大单品及新品发力，成熟市场布局小餐饮、酒店、食堂、零食系统等渠道，新市场持续开拓下，预计公司营收仍可快速增长。

净利率提升主因毛利率提升。2023Q1 公司净利率提升 5.2pct 至 17.1%，主因毛利率增 5.3pct 至 36.6%。2023Q1 毛利率提升主因：（1）原材料成本下行；（2）提价效果逐渐显现。2023Q1 公司销售费用率降低 3.1pct 至 11.7%，主因广告费用同比减少。展望 2023 年，伴随旺季到来，产能利用率稳步提升，叠加公司持续推新、奶粉成本压力缓解，预计毛利率可环比持续提升。费用使用效率提升下预计销售费率较为稳定。

投资建议：由于成本下行，我们预计 2023-2025 年归母净利为 3.1、3.7、4.55 亿元，EPS 为 1.01、1.22、1.50 元。李子园有品牌、渠道、规模优势，自华东向全国市场稳步拓张。

4.17、绝味食品：主业平稳恢复，成本拖累利润

人流出行复苏, 主业平稳恢复。公司 2022 年报实现收入 66.2 亿元, 同增 1.1%, 归母净利润 2.3 亿元, 同降 76.3%; 其中 2022Q4 实现收入 15.0 亿元, 同降 11.7%, 归母净利润 0.1 亿元, 同降 22.3%。2023 一季报, 实现收入 18.2 亿元, 同增 8.0%, 归母净利润 1.4 亿元, 同增 54.4%。公司 2022Q4 收入下滑 11.7%, 主因 2022 年四季度疫情传播影响。2023Q1 收入增长 8.0%, 主因疫情放开后同店恢复所致。分品类看, 2023Q1 禽类、蔬菜、畜类、其他鲜货、包装产品、加盟商管理、其他主营业务收入分别增长 4.6%、15.2%、-45.6%、8.6%、142.5%、-4.4%、13.8%, 其中调整产品结构畜类下滑较多, 包装产品主因精武鸭脖贡献, 其他主营业务主因绝配供应链业务增长。截至 2022 年末, 公司大陆门店数量 15076 家, 净增长 1362 家, 2023 年公司 will 保持稳步开店节奏。同店方面, 疫情放开后有明显脉冲式恢复, 随着春节后消费降温, 目前同店恢复到接近疫情前 19 年水平, 预计未来保持逐步提升趋势。

成本高位运行, 费用补贴减少, 利润逐步恢复。2022 年、2023Q1 公司毛利率分别为 25.6%、24.3%, 同比下滑 6.1pct、6.0pct, 主因鸭副原材料 2022 年下半年以来大幅上涨所致。2023Q1 公司销售费用率为 6.8%, 同比下滑 7.2pct, 主因加盟商费用补贴收缩所致, 管理费用率下滑 0.2pct, 相对平稳。公司 2023Q1 归母净利润为 1.4 亿元, 同增 54.4%, 主因基数较低, 补贴收缩, 表观增速较快。2023 年一季度末鸭副产品价格已从高位松动, 预计未来成本压力逐步缓解。生态圈方面, 廖记、卤江南、阿满等餐卤品牌对接情况良好, 公司通过采产配等多个角度赋能被投企业, 有望为公司贡献第二增长曲线。

投资建议: 公司作为卤制品行业龙头逆势开店, 宏观环境逐步恢复的背景下, 有望享受行业集中度提升及门店经营提升带来的利润弹性, 底部反转可期。预计 2023-2025 收入分别为 78.6、90.8、105.6 亿元, 增长 18.7%、15.5%、16.3%; 归母净利润分别为 7.8、9.0、10.7 亿元, 增长 233.8%、15.5%、18.8%。

4.18、煌上煌: 疫情影响门店经营, 静待公司底部恢复

人流出行复苏, 门店布局重新拓展。公司 2022 年实现收入 19.5 亿元, 同降 16.5%, 归母净利润 0.3 亿元, 同降 78.7%; 其中 2022Q4 实现收入 3.4 亿元, 同降 17.1%, 归母净利润-0.5 亿元, 同降 37.8%; 发布 2023 一季报, 实现收入 5.1 亿元, 同降 5.6%, 归母净利润 0.4 亿元, 同降 1.0%。公司 2022Q4 收入下滑 17.1%, 主因 2022 年四季度疫情传播影响。2023Q1 收入下滑 5.6%, 疫情放开后同店有所恢复, 但 2022 年关店较多。分品类看, 2023Q1 鲜货、包装、屠宰、米制品收入分别增长-16.3%、-22.3%、26.2%、-18.0%, 主因疫情封控闭店较多, 其中屠宰业务基数较低, 受疫情影响较少。截至 2022 年末, 公司门店数量 3925 家, 净关店 365 家, 2023 年公司重新稳步拓店, 全年规划新开 2000 家左右。同店方面, 疫情放开后有明显脉冲式恢复, 随着春节后消费降温, 目前同店恢复到接近疫情前 19 年水平, 预计未来保持逐步提升趋势。

成本高位运行, 利润环比改善。2022 年、2023Q1 公司毛利率分别为 28.2%、29.1%, 同比下滑 4.8pct、2.9pct, 主因鸭副原材料 2022 年下半年以来大幅上涨所致。2023Q1 公司销售费用率为同比下滑 3.4pct, 主因加盟商费用补贴收缩所致, 管理费用率上升 0.6pct, 相对平稳。公司 2023Q1 归母净利润为 0.36 亿元, 同比下滑 1.0%, 环比扭亏。2023 年一季度末鸭副产品价格已高位松动, 预计未来成本压力逐步缓解, 随着公司 2023 年重新拓店, 利润有望回升。

投资建议: 公司作为卤制品行业龙头, 随着疫情放开 2023Q1 已呈现环比改善,

原材料价格高位有所松动，静待经营反转。预计 2023-2025 年归母净利润分别为净利润分别为 1.3、1.9、2.5 亿元，同比增长 315.1%、48.5%、28.9%。

4.19、洽洽食品：短期利润承压，估值低位值得关注

收入增长平稳，成本上升影响利润。2022 年实现收入 68.8 亿元，同增 15.0%；归母净利润 9.8 亿元，同增 5.1%。2022Q4 实现收入 25.0 亿元，同增 18.9%；归母净利润 3.5 亿元，同增 4.5%。2023Q1 实现收入 13.4 亿元，同降 6.7%，归母净利润 1.8 亿元，同降 14.4%。分产品看，2022 年国葵类、坚果类、其他产品分别实现收入 45.12、16.23、7.05 亿元，分别增长 14.42%、18.78%、30.92%。分渠道看，2022 年公司经销及其他渠道、直营（含电商）分别实现收入 57.93、10.91 亿元，分别增长 14.38%、18.48%。2023Q1 春节错期叠加经销商备货较弱，导致收入有所下滑，预计后续公司瓜子产品持续精耕下沉市场，坚果产品配合端午礼品需求恢复和终端持续渗透，渠道端在特通渠道、零食连锁店、会员店、茶饮渠道等新场景发力下，公司全年有望恢复稳步增长。

原材料侵蚀拖累利润，毛利率改善可期。公司 2022 年毛利率为 32.0%，同比持平；其中瓜子产品毛利率为 33.15%，同比下滑 0.98pct；坚果产品毛利率达 30.54%，同比增加 1.28pct。2023Q1 毛利率 28.5%，同降 2.3pct，主要受到葵花籽价格上涨影响，预计随着公司产品提价和葵花籽种植面积提升，毛利率未来有望改善。公司 2022 年销售费用率为 10.2%，同增 0.1pct，管理费用率为 5.0%，同增 0.5pct，整体保持平稳；2023Q1 销售费用率、管理费用率分别增长 1.4pct、0.8pct，主因旺季拓展市场支出所致，未来有望缓解。

投资建议：预计公司 2023-2025 年收入分别为 79.1、91.0、104.9 亿元，同比增长 14.9%、15.0%和 15.3%；归母净利润分别为 10.8、13.1、15.0 亿元，同比增长 10.7%、21.3%和 14.3%。

4.20、甘源食品：收入增速亮眼，高速成长可期

新产品表现亮眼，新渠道带动收入增长。公司 2022 年实现收入 14.5 亿元，同增 12.1%，归母净利润 1.6 亿元，同增 3.0%，2022Q4 收入 4.8 亿元，同增 9.9%，归母净利润 0.7 亿元，同降 9.9%。2023Q1 收入 3.9 亿元，同增 22.2%，归母净利润 0.55 亿元，同增 145.0%，成本下行，利润弹性释放。公司 2022Q4 收入增长 9.9%，增速较为平稳，主因旺季备货受到萍乡封控和疫情传播影响。2023Q1 收入增长 22.2%，主因新渠道拓展贡献。分产品看 2022 年青豌豆、瓜子仁、蚕豆、综合果仁和其他系列分别增长 11.2%、-1.3%、0.3%、29.3%、14.8%，其中夏果新品贡献较大。分渠道看，2022 年经销、电商、其他模式分别增长 14.7%、-5.6%、14.2%。其中山姆、零食很忙等新渠道为公司带来较大增长。

成本回落费用下行，利润弹性如期释放。公司 2022 年毛利率 34.3%，同比下滑 0.8pct，主因 2022H1 棕榈油涨价影响成本，2023Q1 公司毛利率 36.3%，同比提升 1.5pct，主因棕榈油成本回落及新工厂产能利用率提升所致。公司 2022 年、2023Q1 销售费用率分别下降 2.0pct、3.5pct，主因公司收入体量提升，同时会员店、零食店等新渠道的条码费、陈列费减少所致。2022 年、2023Q1 管理费用率分别下滑 0.1pct、1.0pct，整体保持平稳。

投资建议：公司通过匹配渠道开发合适产品，组织架构对应渠道进行事业部改

革，在会员店、零食连锁、新兴电商等新渠道快速发力，带来收入快速增长。成本下行趋势下，展望 2023Q2 和全年均有较大利润弹性，股权激励目标 2023 年有望顺利追上。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 2.8 亿、3.6、4.5 亿元，同增 75.0%、30.0%、25.7%。

4.21、立高食品：改革效果开始显现，KA 新品持续高增

冷冻烘焙快速增长，KA 渠道新品放量。2022 年冷冻烘焙食品收入同比+3.8%，毛利率同比-3.97pct；烘焙原材料中奶油、水果制品、酱料、其它烘焙原材料收入同比+9.0%、-6.3%、+7.5%、-8.4%。2023Q1 冷冻烘焙食品收入同比增约 50%，主因山姆上市的多款新品表现理想；烘焙食品原料收入同比降约 15%，主因为 2022 年底渠道囤货所致。分渠道看商超同比增长接近翻倍，主因大客户增长。餐饮、茶饮及新零售渠道收入同比增长约 25%。

2023 原料成本下降、产能爬坡，盈利能力有望改善。公司 2022 年净利率同比-5.12pct。其中，毛利率同比-3.13pct，销售费用率、管理费用率分别同比-1.03pct、+2.35pct，管理费用大幅提升，主因是股份支付影响和管理人员增加。2023Q1 净利率同比-0.10pct，其中毛利率同比-1.06pct，主因新产线投产及对工人进行储备培训所致，单位原料及制造费用成本下降。销售费用率、管理费用率分别同比-1.10pct、-1.57pct。

组织变革效果开始显现，期待逐季加速。公司多方位推进营销、研发体系改革、完善供应链。营销公司新设 8 个区域营销分公司，整合销售团队，细分区域、扩大网点覆盖、赋能经销商。研发体系上设立产品项目组，每个产品中心聚焦一类核心单品和品项开发，以市场转化导向为考核，挖掘培育更贴近市场需求的单品、加快产品研发速度。随着 KA 渠道新品推广和爬坡，以及改革效果的持续释放，预计冷冻烘焙有望持续保持高增长。

投资建议：我们预测 2023-2025 年归母净利润预分别为 3.07、4.28、5.89 亿元，对应 2023-2025 年 EPS1.81、2.53、3.48 元，对应 2023-2025 年 52.7、37.7、27.4 倍 PE，冷冻烘焙渗透率提升叠加龙头优势。

4.22、安琪酵母：成本困境已过，收入快速增长

国内稳步弱复苏，国外快速增长。2023Q1 公司各项业务酵母及深加工、制糖、包装、及其他业务营收分别为 23.3、4.8、1.1、4.6 亿元，同比+5.4%、+33.2%、+1.7%、+48.8%，酵母主业平稳增长、短期国内酵母需求仍缓慢复苏，制糖业务快速增长主因糖价持续走高。2023Q1 国内、国外营收 22.0、11.7 亿元，同比+1.7%、+40.7%，国内烘焙需求呈现弱复苏、国外市场延续高增长，预计主因中东、东南亚、俄罗斯等区域增长较好。

盈利能力平稳、毛销差改善。2023Q1 归母净利率同比略升 0.1pct，其中毛利率同比-1.3pct，预计主因制糖等低毛利率业务快速提升以及国际业务占比提升，叠加产能爬坡、短期折旧压力较大所致。销售、管理、研发、财务费用率同比-1.5、+0.1、-0.1、-0.6pct，销售费用率下降预计主因需求逐渐恢复下收窄促销和投入所致，毛销差同比提升；其他费用平稳、管控良好。

成本困境已过，收入稳定增长。国内需求弱复苏、全年有望持续逐季改善，国际市场格局有望持续改善，竞品成本高企、份额下降，公司逐渐在海外设立分公司、实现销售本土化，国际市场份额有望稳步提高。公司已完成采购的糖蜜价格同比略

降，自产水解糖价格略高于糖蜜，预计综合成本同比持平，成本困境已过、长期成本管控更加灵活，展望 2024 年全球大宗农产品有望回落、糖蜜价格有望下降。2023 年在十四五规划引领下，公司收入有望保持快速增长，海外市场增长较好，或有望再提价。

投资建议：预计 2023-2025 年归母净利润 15.47、19.49、25.59 亿元，对应 2023-2025 年 EPS1.78、2.24、2.95 元，对应 2023-2025 年 22.5、17.8、13.6 倍 PE，下游烘焙需求复苏叠加。

4.23、青岛啤酒：需求改善，高端化趋势依旧

场景修复带动销量快速增长，吨价保持约 5% 增长。2023Q1 公司实现销量 236.3 万千升、同比增 11.02%，主因餐饮复苏、场景修复、渠道备货等影响，低基数的贡献相对较小，分区域看预计华北基地市场、东北等区域增长较好。吨价同比增 4.7%，结构持续升级、趋势延续，各价格带在餐饮复苏、场景修复下均有较好增长，其中主品牌销量 140.1 万千升，同比增 7.45%，中高端以上产品实现销量 98.4 万千升，同比增 11.55%；副品牌 96.2 万千升。

成本可控，盈利能力改善。2023Q1 归母净利率同比+1.32pct，盈利能力持续改善，相对 2022 年成本上涨带来的盈利压力缓解。其中毛利率同比+0.47pct，大麦等原料价格上涨带动吨成本+3.9%，但吨价提升下抵消成本上涨、毛利率略有改善；销售费用率、管理费用率分别同比-0.35pct、-0.87pct，费用率有所下降。展望 2023 年，除大麦价格上涨外，铝罐价格平稳、或逐步下行，玻璃瓶价格震荡上涨、后续仍需观察。

需求改善、叠加旺季，业绩确定性高。疫情以来啤酒需求韧性强、高端化节奏稳健，展望 2023 年餐饮复苏、现饮场景修复带动需求改善，行业高端化和结构升级势头依旧，板块整体估值更多反应当前较高的景气度，展望 2023Q2 啤酒板块依然有较高的配置和进攻价值。另外管理层拟减持 75500 股，占高管持股 10% 左右，用于支付股权激励融资还款等，减持股数及所占比例不高。

投资建议：预计 2023-2025 年归母净利润预测至 44.56、51.62、58.66 亿元，对应 2023-2025 年 EPS3.27、3.78、4.30 元，对应 2023-2025 年 33.9、29.3、25.8 倍 PE，高端化延续。

4.24、东鹏饮料：全国化有序推进，仍处于渠道红利期

全国化有序推进，成长市场仍然高速。分区域看，2022 年基地市场广东、广西营收分别同比增 4.84%、26.83%，基地市场基数较大、增速放缓，广东地区收入占比由 45.94% 降至 39.50%；成长市场华东、华中、西南、华北营收分别同比增 32.40%、39.94%、56.83%、80.44%，区域营收结构优化，全国化发展持续推进。经销商数量增至 2779 家，同比增 20.20%；终端网点数量超过 300 万家。2023Q1 持续保持较好势头。

盈利能力逐步爬升，PET 成本压力已过。2022 净利率同比-0.16pct。其中毛利率同比-2.05pct、主因 PET 包材等成本上涨；销售费用率、管理费用率分别同比-2.57pct、-0.61pct，主因市场推广和薪酬费用率下降。2023Q1 净利率同比+2.78pct，其中毛利率同比+0.34pct；销售费用率、管理费用率分别同比-1.15ct、-0.23pct。展望 2023 全年，PET 成本下降弹性有望在 2023Q2 以后逐季显现，但同时需关注白糖价格上涨风险。

竞品纠纷仍胶着，渠道快速扩张。新开网点进度良好，竞品官司仍然胶着，天丝和华彬红牛或可能长时间僵持，双方仍在抢夺渠道。竞争格局演变利于东鹏特饮扩张，公司渠道下沉和网点开拓上未受到竞品干扰，网点开发有望保持较快增长，500ml 大金瓶仍有较好的成长空间。东鹏大咖、电解质水等仍处在前期探索阶段，持续关注后续表现。

投资建议：预计 2023-2025 年归母净利润 19.04、24.19、29.45 亿元，对应 2023-2025 年 EPS4.76、6.05、7.36 元，对应 2023-2025 年 36.8、29.0、23.8 倍 PE，大单品全国化及渠道扩张仍在途中，成本弹性也有望于 2023Q2 显现。

表11：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价(元)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2022E	2023E	2024E
贵州茅台	买入	1760.5	58.84	69.44	80.88	29.9	25.4	21.8
五粮液	买入	169	7.92	9.07	10.33	21.3	18.6	16.4
山西汾酒	买入	248.5	8.61	11.01	13.89	28.9	22.6	17.9
泸州老窖	买入	226.2	9.21	11.21	13.44	24.6	20.2	16.8
古井贡酒	增持	273.7	8.03	10.24	12.78	34.1	26.7	21.4
伊利股份	买入	29.6	1.71	2	2.33	17.3	14.8	12.7
新乳业	增持	16.6	0.59	0.75	1.01	28.1	22.1	16.4
双汇发展	增持	25.0	1.76	1.9	2.05	14.2	13.1	12.2
海天味业	买入	70.6	1.47	1.71	2	48.0	41.3	35.3
中炬高新	增持	36.8	0.97	1.14	1.39	37.9	32.2	26.4
涪陵榨菜	买入	25.8	1.09	1.26	1.51	23.7	20.5	17.1
西麦食品	增持	16.2	0.59	0.72	0.84	27.4	22.4	19.2
广州酒家	增持	30.7	1.23	1.47	1.83	25.0	20.9	16.8
味知香	增持	65	1.81	2.32	2.77	35.9	28.0	23.5
得利斯	增持	6.3	0.14	0.21	0.3	45.0	30.0	21.0
李子园	增持	25.7	1.01	1.22	1.5	25.4	21.1	17.1
绝味食品	增持	39.8	1.23	1.42	1.69	32.4	28.0	23.6
煌上煌	增持	12	0.25	0.37	0.48	48.0	32.4	25.0
洽洽食品	增持	43.3	2.13	2.58	2.95	20.3	16.8	14.7
甘源食品	增持	88.3	2.97	3.86	4.86	29.7	22.9	18.2
立高食品	增持	95.5	1.81	2.53	3.48	52.8	37.7	27.4
安琪酵母	买入	39.5	1.78	2.24	2.94	22.2	17.6	13.4
青岛啤酒	增持	116.8	3.27	3.78	4.3	35.7	30.9	27.2
东鹏饮料	增持	178.5	4.76	6.05	7.36	37.5	29.5	24.3

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2023 年 4 月 28 日）

5、风险提示

宏观经济波动风险、消费复苏进度低于预期风险、原材料价格波动风险等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn