



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

食品饮料行业2023年中期投资策略

白酒静待消费好转，大众品稳健

西南证券研究发展中心  
食品饮料研究团队  
2023年7月

# 核心观点

- **白酒：一线名酒和地产酒较为稳健，次高端依然有压力**：2023年春节消费较为理想，量价两旺。二季度开始，消费表现并不乐观，静待基本面回暖；4月份糖酒会期间反馈并不乐观，加上4、5月份消费数据表现疲软，行业整体承压。目前看，高端、地产酒受益于宴席等，量较去年同期增加，批价稳定略有下降；次高端，商务影响较大，导致销量不及预期，静待消费好转；重点推荐高端和部分地产酒。
- **啤酒：寡头格局维持稳定，量增空间有限，产品结构升级与提价推动行业高端化程度持续提升**；产能优化步入新阶段，高端产能投放加速叠加规模效应，盈利能力进入快速提升阶段，推荐重庆啤酒（600132）、青岛啤酒（600600）、华润啤酒（0291.HK）。
- **乳制品**：1）收入端：受整体消费环境影响，乳制品需求仍有待恢复，白奶消费韧性更强。2）利润端：2023年以来奶价平稳向下，且头部乳企进入追求盈利增长阶段，价格战明显减少，形成成本、费用共振；叠加需求逐步回暖、产品结构改善，盈利能力将稳步提升。重点推荐伊利股份（600887）。
- **调味品**：随餐饮业的复苏，行业格局将会有所好转。高线市场高端升级+低线市场渠道下沉+餐饮复苏，抗周期能力强，产品结构升级和集中度提升两大行业增长逻辑不变；优选基本面扎实、业绩确定性强的细分子行业龙头企业，推荐海天味业（603288）、恒顺醋业（600305）。
- **速冻食品**：龙头优势明显，长期增长可期。速冻火锅料行业增速10%左右，龙头企业规模优势明显；米面制品竞争较为激烈，同时B端与C端渠道相互渗透，加速中小品牌出清，利于行业集中度提升，推荐安井食品（603345）、三全食品（002216）。
- **食品综合**：推荐各子板块龙头，重点推荐安琪酵母（600298）、绝味食品（603517）、洽洽食品（002557）、盐津铺子（002847）、桃李面包（603866）、晨光生物（300138）、广州酒家（603043）等子板块龙头和优质个股。
- **风险提示**：高端酒价格或大幅下滑；原材料价格波动风险；经济增速大幅放缓风险。

# 目 录

**白酒：一线名酒和地产酒较为稳健，次高端依然有压力**

**啤酒：寡头垄断格局确立，步入高端化快车道**

**乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线**

**调味品：餐饮复苏-需求向上，格局略有变化短期阵痛**

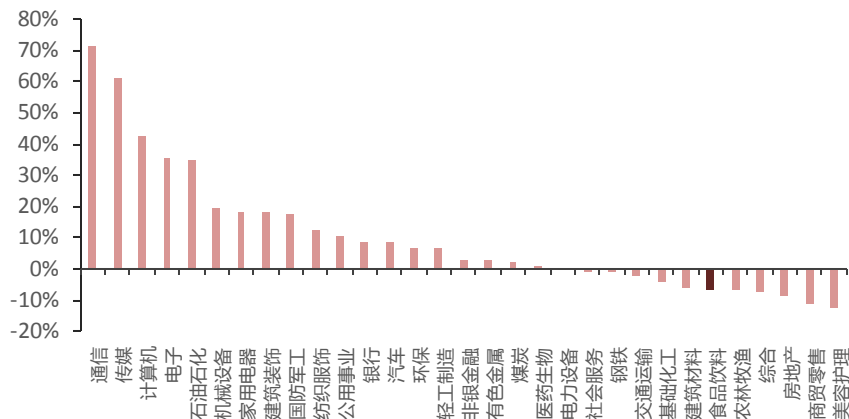
**速冻食品：借力餐饮规模化，行业高景气持续**

**食品综合：优选优质子板块龙头**

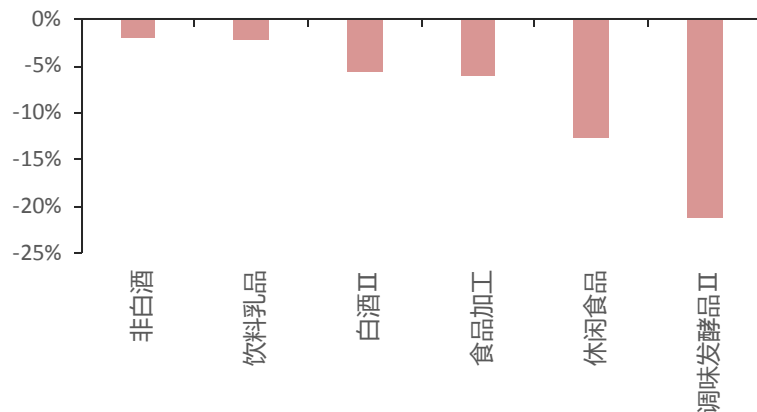
**2023H2重点推荐标的**

# 2023H1行业回顾：食品饮料涨跌幅靠后，各子板块表现均不乐观

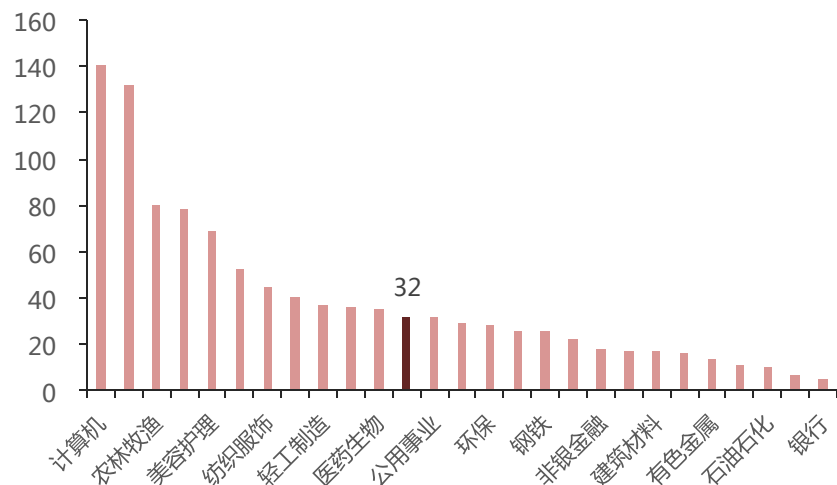
## 2023H1食品饮料涨跌幅靠后



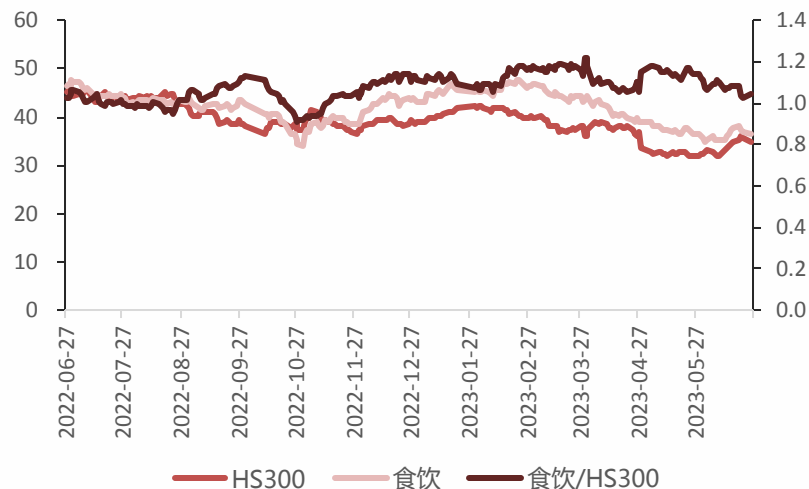
## 2023H1食品饮料各子板块涨跌幅



## 整体估值32倍，较年初估值回落明显



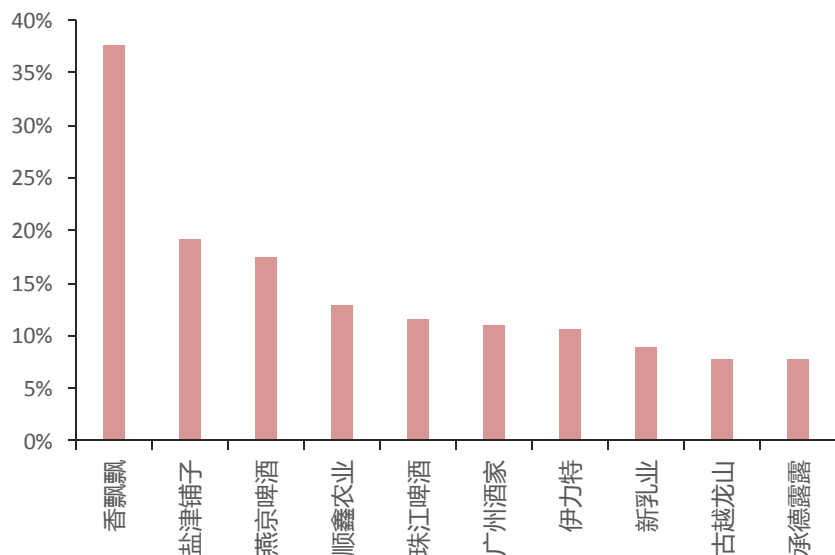
## 食品饮料/A股估值比较为平稳



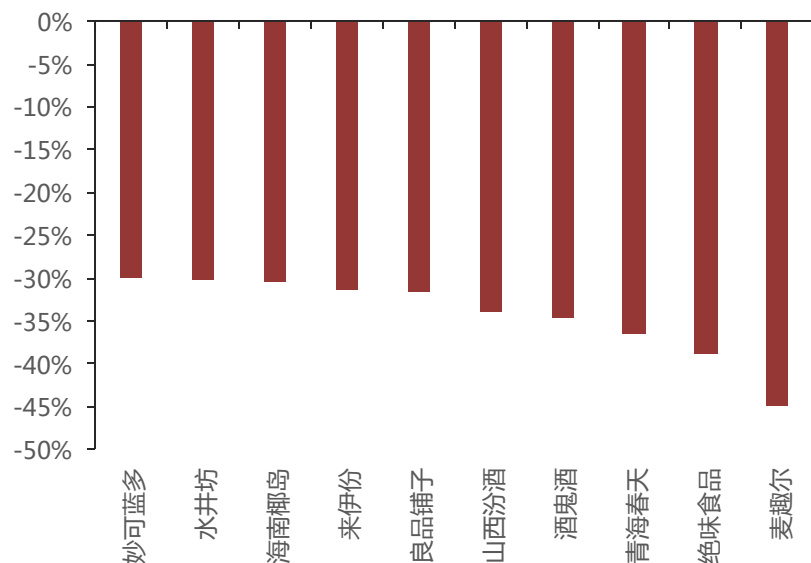
## 2023H1行业回顾：餐饮恢复显著，商务消费乏力

- 从涨幅榜上看，受益消费场景放开，公司积极主动开拓新产品，叠加股权激励下充分激发经营势能，香飘飘涨幅领先；受益餐饮场景的显著恢复、产品结构升级趋势延续，啤酒相关标的涨幅居前。
- 宏观经济承压和商务消费复苏乏力背景下，次高端白酒消费需求较为低迷，叠加估值整体回调，次高端白酒标的调整幅度较大。

### 食品饮料板块涨幅前十名



### 食品饮料板块跌幅前十名

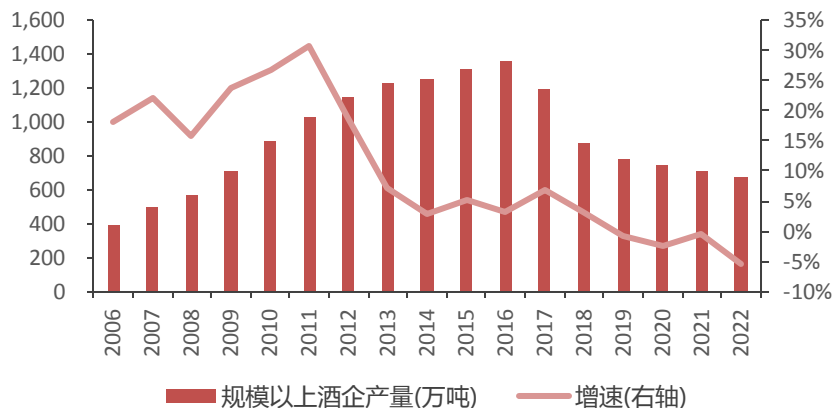


## 白酒：一线名酒和地产酒较为稳健，次高端依然有压力

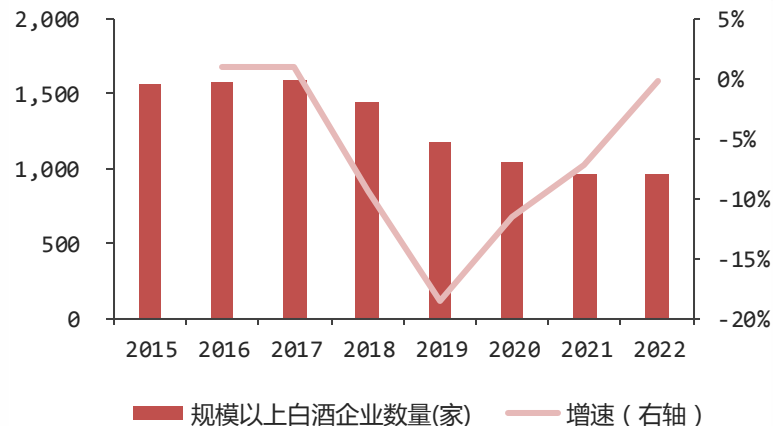
- **2023年春节消费较为理想**：高端和地产酒动销两旺，去化较为理想，次高端逐步好转。一线名酒：总体动销好于预期，高端动销两旺，量价齐升，库存下降较为理想；地产酒：受益于返乡人群增加，销量均有不同程度增长，但并未发现产品结构升级；次高端：春节备货、回款下降不等，动销量下滑，但库存逐步下移。
- **二季度开始，消费表现并不乐观，静待基本面回暖**：二季度开始，消费有所承压，4月份糖酒会期间反馈并不乐观，加上4、5月份消费数据表现疲软，行业整体承压。目前看，高端、地产酒受益于宴席等，量较去年同期增加，批价稳定略有下降；次高端，商务影响较大，导致销量不及预期，静待消费好转：
- ◆ **高端酒**：高端酒最为稳健，竞争格局最为优异，2023年消费大环境低迷的背景下，高端酒批价略有下移，但整体稳定，终端动销旺盛，增长韧性较高。茅台表现稳健，五粮液周转快、动销顺畅，高度国窖价盘稳健，低度走货较快，内参、青花郎、部分酱酒高端动销有所承压。重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖。
- ◆ **次高端**：汾酒青花持续高增，玻汾延续供不应求，核心单品上半年价格较为稳定、库存略微增加。汾酒整体产品结构升级持续，全国化扩张延续靓丽增长。舍得、酒鬼酒、水井坊是纯粹次高端，22年由于疫情反复和经济承压，需求端压力凸显，招商铺市节奏放缓，短期集中于消化渠道库存；春节备货、回款下降不等，春节期间动销量下滑，但库存逐步下移，23年伴随经济复苏和消费场景恢复，次高端弹性可期，推荐山西汾酒、水井坊、酒鬼酒。
- ◆ **苏酒、徽酒**：地产酒受益于返乡人群增加，销量均有不同程度增长，但并未发现产品结构升级，关注商务/宴席等带动的量价情况。江苏经济发展强劲，消费升级引领全国；安徽经济活跃度高，主流价位稳步升级，需求表现较为亮眼。苏酒双强升级节奏强势，M6+全国化品牌形象不断夯实，国缘开系表现亮眼；古井龙头优势明显，古16、古20接棒升级，全国化大单品已初具雏形；洞藏系列延续亮眼表现，渠道渗透率快速提升；口子窖积极推进改革，渠道和组织体系改革成效明显。推荐今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖。

# 白酒：行业进入挤压式增长阶段，业内企业竞争是主要格局

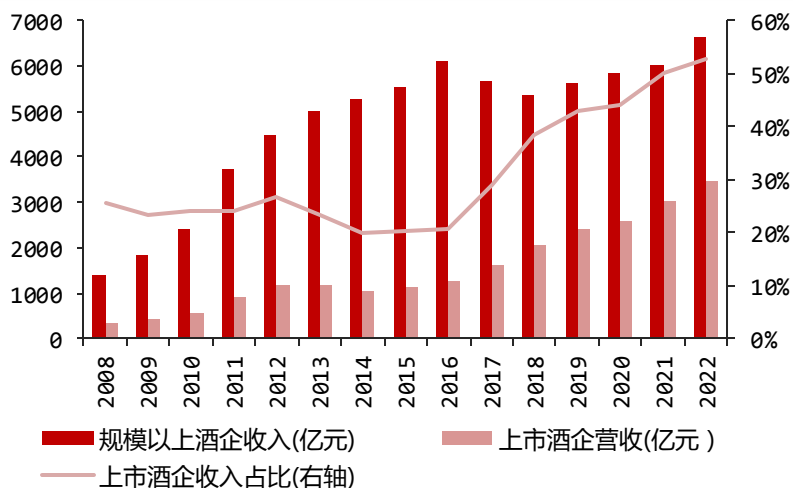
## 白酒产量有所下移



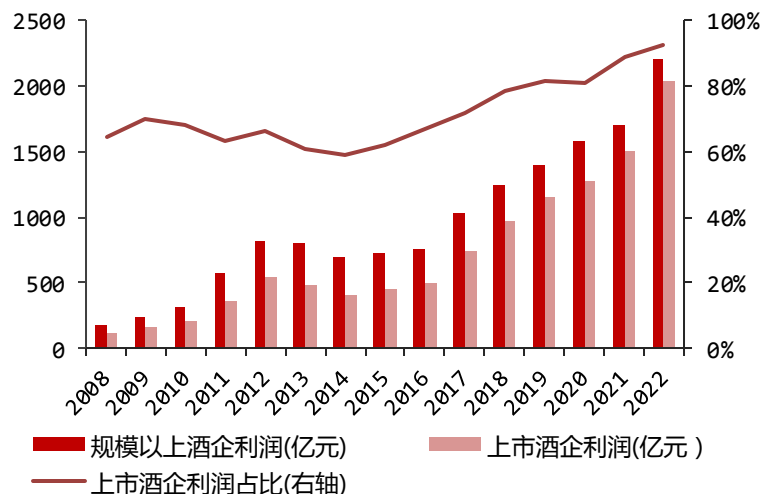
## 规模以上白酒企业数量



## 上市公司收入市占率提升至53%



## 上市公司利润市占率提升至93%



# 白酒：名优白酒占位品牌优势，积极开拓市场

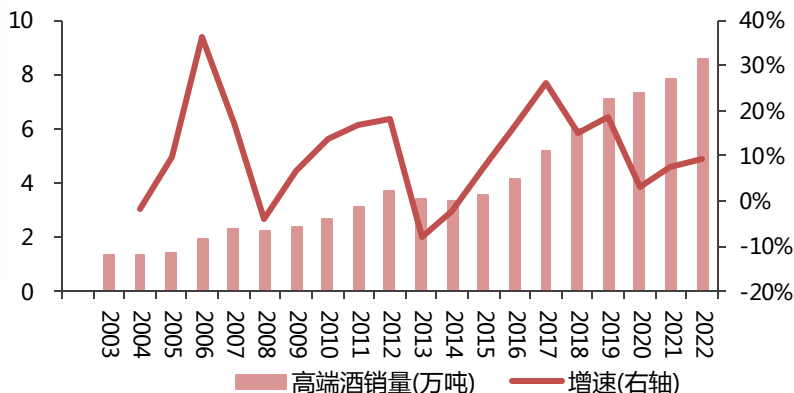
□ 高端：需求依旧稳健增长，批价小幅波动，库存整体良性

◆ 茅台：茅台酒和系列酒动销表现良好，箱茅/散茅批价保持稳定，当前批价分别约为2900/2740元，需求端韧性十足；2023年公司将通过提高非标酒配额占比、提升直销占比、茅台1935放量等措施，多管齐下推动高质量增长；公司内生增长工具丰富，量价齐升趋势明确，确定性最强；

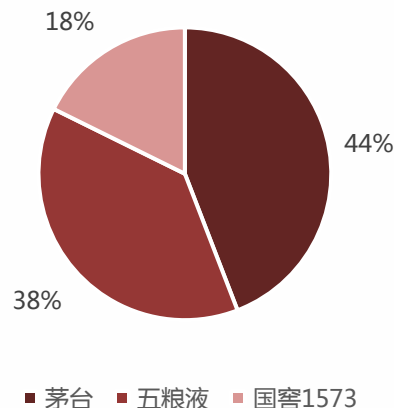
◆ 五粮液：公司是千元价位绝对龙头，核心大单品普五周转高、流速快，动销在千元价位表现最优，公司在保持普五量价平衡基础上，积极发力低度五粮液、1618和文创酒，内生增长工具丰富，稳健增长定力十足；

◆ 国窖：23H1国窖稳字当头，其中高度国窖量价平衡稳健增长，低度国窖快速走量；腰部特曲、特曲60版向全国市场进军，增长势能强劲，23年公司将聚焦华北、西南等核心市场，并加大华东、华南等新兴市场开拓，公司整体增速仍将领跑高端酒。

## 高端酒销量持续稳定增长



## 2022年高端酒销量市场份额

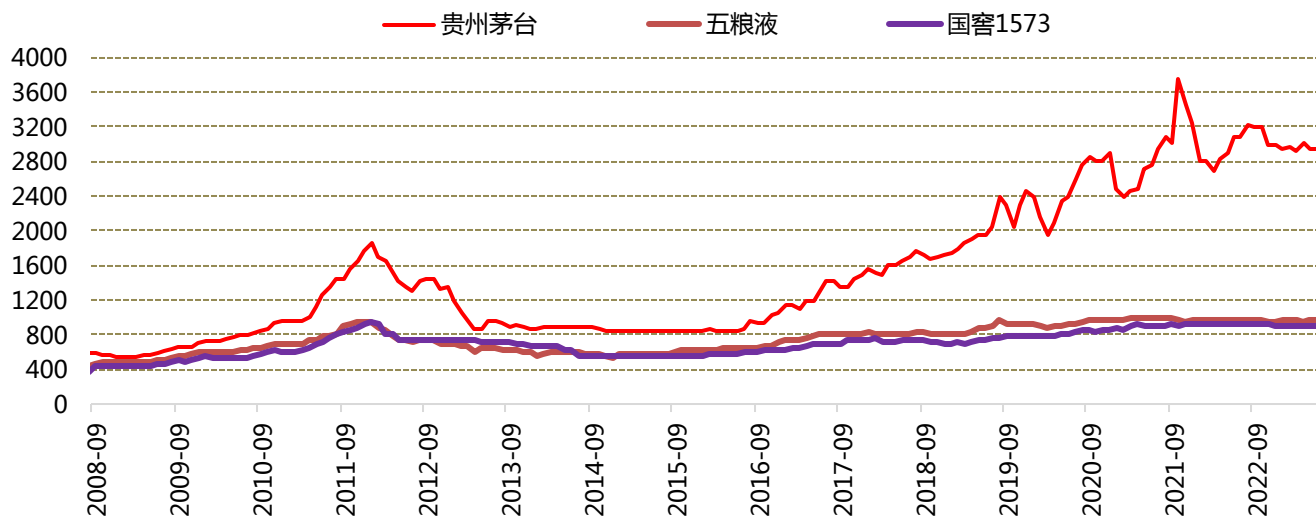




## 白酒：高端酒批价——行业稳定决定因素

- 高端酒批价对于白酒行业尤其重要，直接反映行业景气度和供需状况。在宏观经济缓慢复苏的背景下，高端酒体现出较强的增长韧性，23H1高端酒批价保持在相对稳定的水平；茅台一批价历来是行业的风向标，23H1整箱飞天批价始终处在2900-3000元之间，散瓶飞天批价维持在2730-2800元之间小幅波动；非标酒生肖、精品等由于投放量加大批价小幅下滑，但仍处在合理范围之内；五粮液理性务实，在维持批价窄幅波动的前提下积极走量，当前普五批价稳定在940-950元之间；国窖量价策略跟随五粮液，当前高度国窖批价890-900元之间，批价整体稳定；三大高端酒通过配额制、数字化扫码等措施保持供需的紧平衡，保障批价维持在合理区间，体现出厂家量价管控能力日臻成熟。

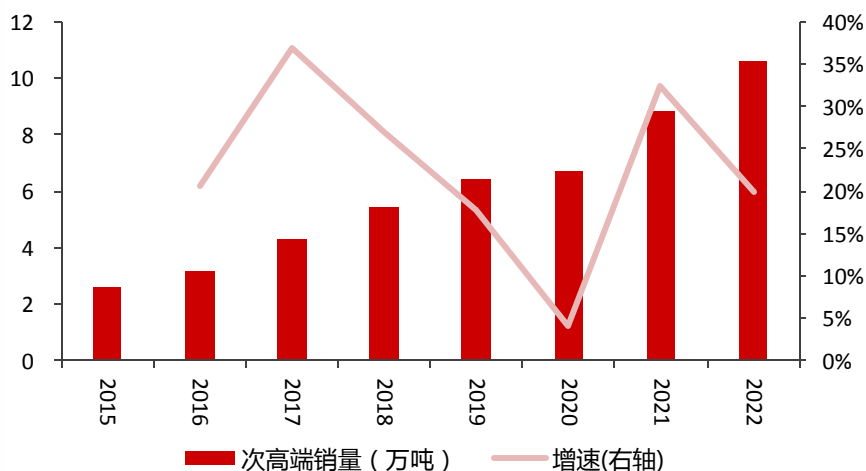
### 高端酒一批价变化趋势（元）



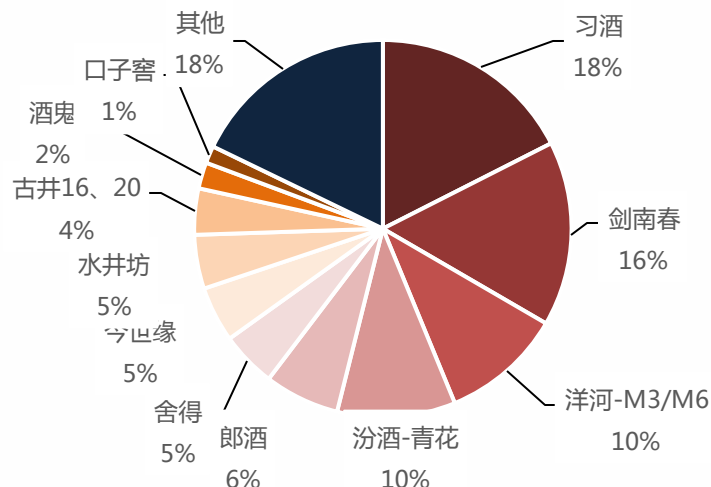
# 白酒：名优白酒占位品牌优势，看好下半年复苏弹性

- **次高端：短期承压，先抑后扬，看好下半年复苏弹性。**当前宏观经济处在疫后复苏进程之中，商务消费复苏处在缓慢爬坡期，23H1次高端以消化库存为主，动销仍短暂承压；从白酒消费结构来看，金字塔特征明显，次高端受益消费升级最为明显，在行业向好之时，爆发力最为明显，伴随着国家出台扩大消费等政策，商务消费复苏可期，看好次高端23H2的业绩弹性。
- ◆ **汾酒：**公司延续“拔中高、控底部”的产品策略，青花系列继续高增，其中青20增速最快，复兴版扎实推进圈层营销，消费热度渐起；玻汾延续控量策略，渠道处在供给紧平衡，新品献礼版玻汾有序向渠道导入；腰部巴拿马和老白汾性价比突出，在宴席市场有不俗表现。
- ◆ **舍得、酒鬼酒、水井坊：**23H1由于宏观经济复苏相对缓慢，需求端仍有所承压，招商铺市节奏放缓，短期集中于消化渠道库存；23H2伴随经济复苏和商务消费起势，次高端弹性可期。
- ◆ **洋河梦、古20、今世缘K/V：**主流价格带提升背景下，地产酒龙头次高端价位快速增长。

## 次高端销量快速增长



## 2022年次高端市场份额



# 白酒：渠道——名酒引流效应显著，看好次高端名酒全国化机会

## □ 渠道角度：名酒引流效应显著，看好次高端名酒全国化机会。

- ◆ 名酒引流效应越发显著，汾酒、水井坊、酒鬼酒、舍得等品牌，依托其全国性名酒的品牌基因，叠加积极主动的招商策略，经销商数量快速增加。
- ◆ 经销商是否具有名酒代理权成为核心竞争力，拥有茅台、五粮液代理权占据制高点。
- ◆ 名酒厂家投入力度大，渠道费用支持，高端酒批价上升，渠道利润增厚；同时，渠道更加侧重于与厂家配合，积极开拓市场，注重终端动销；在信息化为主的管理系统下，厂家议价权增强，对于渠道的管控更加趋严。

## 不同层级白酒渠道运营模式

层级	特征	渠道模式
高端	品牌为主，渠道为辅	直营+经销商，团购占比较大，经销商也以专卖店为主，厂家和经销商可同时供货大型KA，厂家有直接合作电商。厂家侧重于文化和品鉴，茅台直营占比持续提升。
次高端	品牌和渠道双轮驱动	经销商为主，烟酒店流通渠道走货为主。次高端既要有好的品牌，又需要强渠道运营能力，品牌数量众多，竞争比高端更加激烈，渠道的通路和消费者重复购买率至关重要。
中低端	渠道驱动为主，份额向强势品牌集中的趋势明显	经销商为主，主要以烟酒店和KA零售为主。消费者品牌忠诚度不高，品牌之间转换成本低；但近年来，中低端酒市场份额向该价位段强势品牌集中的趋势明显。

## 白酒：库存——良性、弱周期成为主旋律

---

- 2016年白酒复苏以来，库存并未持续累加，基本处于良性状态，随着厂家调控和信息化系统渗透，名优白酒库存周期有望平滑。短期来看，对于名优白酒，渠道库存需要关注，但并不是核心重点，未来以厂家主导的平滑行业周期值得期待。
- ◆ 名酒厂家关注可持续增长，不会主动压很多库存，一旦发现库存高企，主动控量保价。2018年6、7月份五粮液和国窖控量；2020年疫情之下，3月份开始各大酒厂控货；2022年四季度厂家控货。
- ◆ 名优厂家均采用更加精细化，对于库存的把控能力较强。
  - 基本采用扁平化运作+深度分销模式，厂家销售人员大幅增加，对于市场管控更加到位。
  - 信息化系统的导入和使用，增强厂家对于渠道和终端的管理能力。
- ◆ 名优白酒价格，除茅台外，渠道利润并不丰厚，并未触发渠道大规模囤货行为。类比于2012年之前白酒的黄金十年期，此轮白酒复苏周期较短，除茅台外，鲜有渠道暴利的情况，经销商基本没有主动大规模囤货行为。

# 目 录

白酒：一线名酒和地产酒较为稳健，次高端依然有压力

啤酒：寡头垄断格局确立，步入高端化快车道

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

调味品：餐饮复苏-需求向上，格局略有变化短期阵痛

速冻食品：借力餐饮规模化，行业高景气持续

食品综合：优选优质子板块龙头

2023H2重点推荐标的

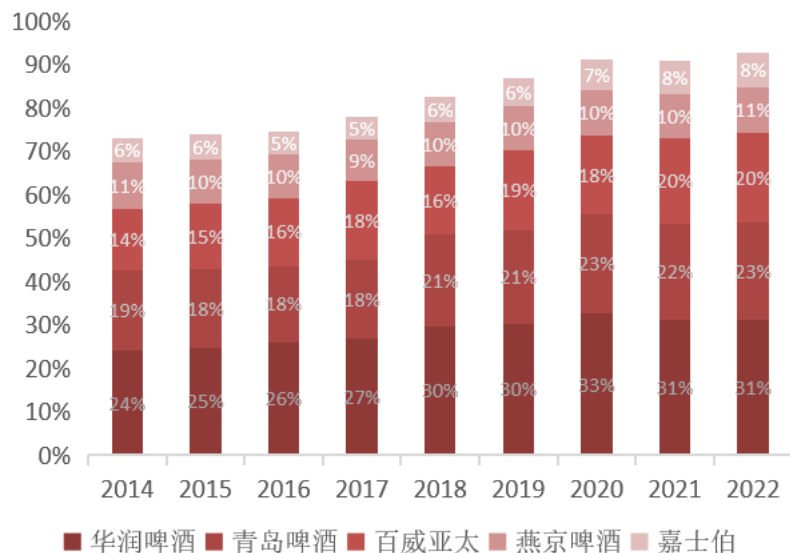
## 啤酒：现饮场景持续复苏，23年高端化步伐坚定

- **上半年销量表现良好，1-5月行业销量增速达到8.4%**：得益于22年3月的低基数以及现饮场景逐步恢复等有利因素，23年上半年行业整体销量表现良好，统计局数据显示1-5月全国啤酒产量同比+8.4%；预计全年行业增速有望接近双位数。
- **成本端压力舒缓**：22年上半年受俄乌战争冲突影响，啤酒主要原材料大麦及包材等均有大幅上行，压制酒企盈利空间。进入23年以来啤酒原材料价格均出现明显下行，预计全年成本端将持平或略微增长。
- **展望下半年**：一方面去年同期消费者报复性消费等因素，存在一定高基数效应；另一方面厄尔尼诺天气现象有望导致23年夏季出现连晴高温，利好旺季啤酒动销，此外现饮场景恢复程度较去年有明显提升。从产品结构上看，随着消费者购买力逐渐恢复，各龙头酒企产品结构升级态势明确，次高及以上产品均维持较高增速，全年吨价增速有望在中单位数以上。
- ◆ **全国性龙头**：华润啤酒因其庞大市占率，受影响最为严重；但润啤高端化步履坚定，一方面深挖次高大单品SuperX在流通端潜力，另一方面高档价位喜力全国化与全麦纯生强势上位，将有力提振雪花在超高端市场份额。青啤得益于华北沿黄强势市场的坚实基础，上半年销量表现优于行业整体；此外下半年现饮场景恢复下高端化进程加速亦值得期待。推荐华润啤酒、青岛啤酒。
- ◆ **区域性龙头**：重庆啤酒受渠道改革磨合期等影响，大单品乌苏阶段性承压；但两大腰部品牌重庆及乐堡表现出色；随着乌苏渠道端的持续改善以及内部BU管理结构的优化完成，重啤全年业绩弹性恢复可期。燕京啤酒大单品U8预计全年高速增长态势持续，且除华北外空白市场23年仍大有可为；同时在内部管理改革持续推进，漓泉品牌触底反弹等有利因素下，燕啤23年高增势头有望延续。

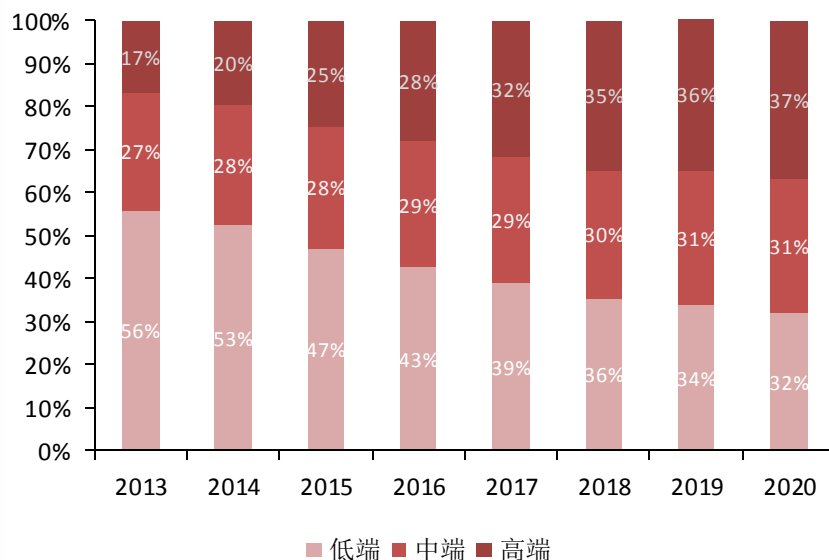
# 啤酒：寡头垄断格局确立，高端化成行业共识

- **行业进入寡头垄断阶段，CR5突破90%。** 历经多年跑马圈地与扩张并购，目前绝大部分省份竞争格局已确立，牢固的基地市场保证了龙头公司业绩下限。此外2010-2015年间啤酒行业价格战激烈，一方面拉低行业整体利润率，另一方面加速中小产能出清；行业CR5由70%迅速提升至90%以上，寡头垄断格局日趋稳固。纵观食品饮料众多子板块，啤酒享有极佳的竞争格局，行业竞争趋于理性。
- **高端化成为行业共识，啤酒步入发展快车道。** 在行业利润率持续低下、低端啤酒消费下滑、进口啤酒连年高增等因素共振下，行业由规模为先向利润导向转变，产品结构升级成为行业主线逻辑。中高档啤酒收入占比从2011年38%上升至2020年68%，国内中高端啤酒市场正迅速扩容。

### 啤酒行业CR5变化



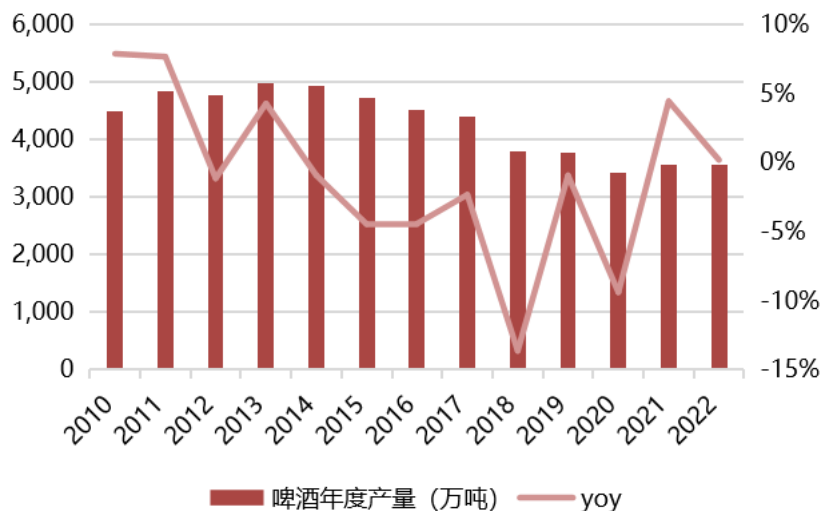
### 高档啤酒收入占比快速提升



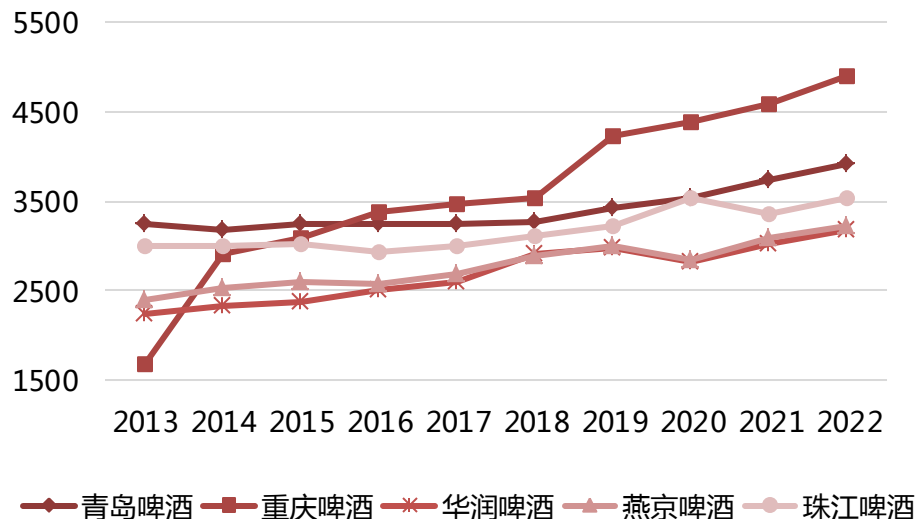
# 啤酒：销量趋势止跌企稳，主动提价+产品升级驱动吨价上行

- ◆ **量**：受老龄化趋势加重、消费者健康意识觉醒、其他低度酒精饮料兴起等多种因素影响，中国啤酒产量自2013年达到历史顶峰4983万吨后开始逐年下滑，并于2020年达到底部，随后21-22年间即使在疫情影响下产量仍维持在3500万吨以上。对标海外，美国啤酒行业自1980年进入成熟期后，行业增速长期维持在低个位数水平，预计国内啤酒未来销量将长期稳定在3500万吨水平。
- ◆ **价**：随着行业高端化趋势确立，啤酒企业通过主动提价+产品结构升级驱动吨价上行，2017-2022年吨价年复合增速约5.1%。2021年大麦、包材等原料价格持续上行，华润、青啤及重啤等企业纷纷官宣提价，2022年地缘冲突进一步拉升主要原材料价格，成本压力下酒企持续提价缓解成本压力。

### 国内啤酒产量呈下降态势



### 啤酒企业吨价逐年提升(元/吨)

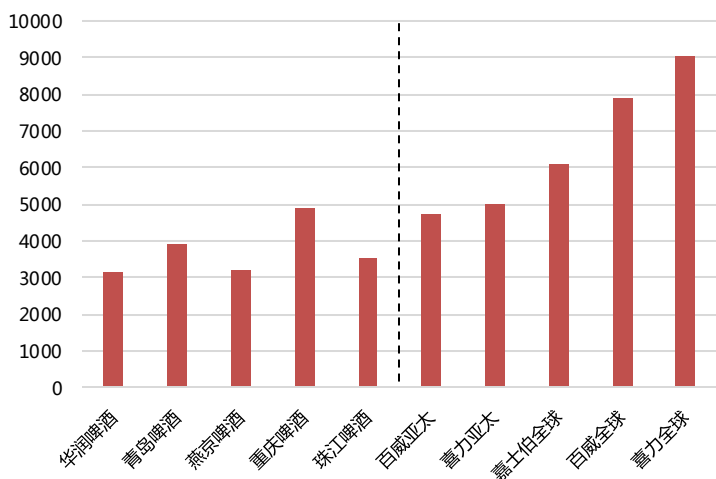




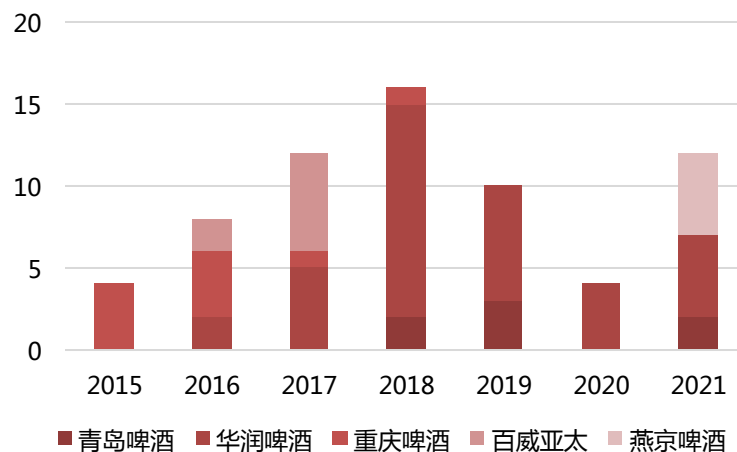
# 啤酒：结构升级+优化产能，盈利提升路径清晰

- 对标世界一流啤酒企业，国内啤酒品牌在产品结构以及经营效率方面仍存在一定差距。对比海外啤酒发展历程，中国啤酒行业目前仍处于高端化的初级阶段，未来产品结构升级空间广阔。国内啤酒企业将通过结构升级、产能优化两种途径，提升盈利能力与经营效率。
- ◆ **结构升级**：与海外啤酒龙头平均6000元/吨水平相比，国内啤酒企业2022年平均3750元/吨水平尚有大量增长空间。各大龙头目前加速推进高端品牌矩阵建设（华润4+4，重啤6+6），以满足消费者差异化需求，此外费用投放重心由渠道抢占转向品牌建设，行业结构升级如火如荼。
- ◆ **产能优化**：目前各大啤酒已完成第一阶段产能优化，低端产能已悉数关闭。酒企开启产能优化新篇章，新建产能向注重高端化与规模化，行业经营效率近一步提升。

### 国内外啤酒企业吨价对比（元/吨）



### 各大啤酒企业关厂数量（个）



# 目 录

白酒：一线名酒和地产酒较为稳健，次高端依然有压力

啤酒：寡头垄断格局确立，步入高端化快车道

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

调味品：餐饮复苏-需求向上，格局略有变化短期阵痛

速冻食品：借力餐饮规模化，行业高景气持续

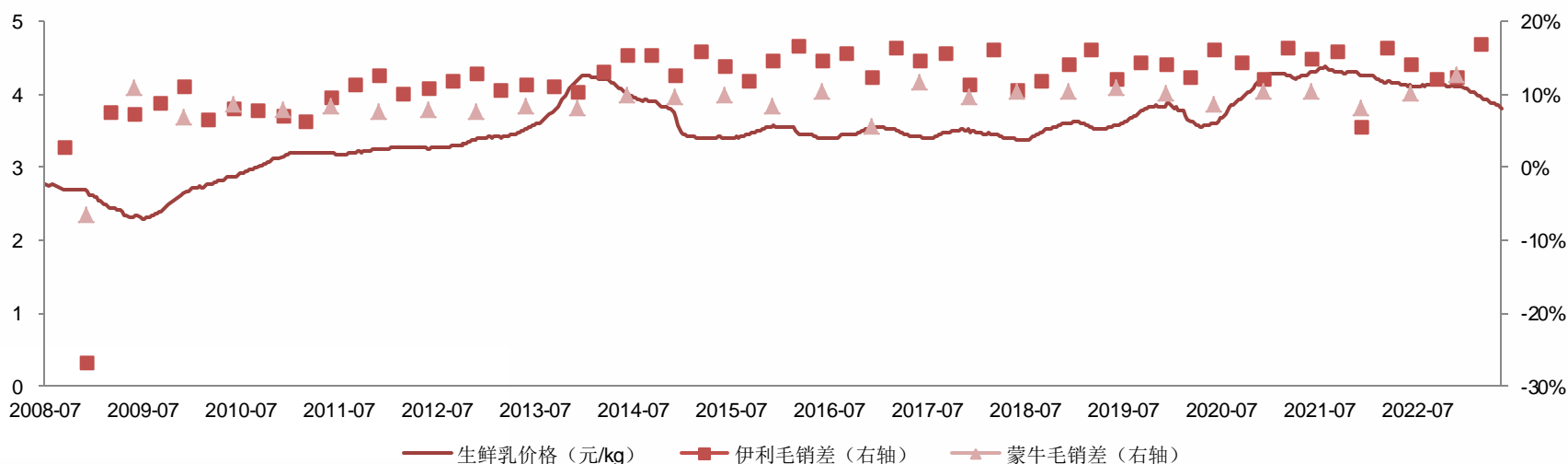
食品综合：优选优质子板块龙头

2023H2重点推荐标的

## 乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

- ◆ **原奶价格上涨时，乳企的毛销差通常不降反升。** 作为乳制品加工必需的原材料，原奶价格直接影响乳企的毛利率水平。通常情况下，奶价下降时，乳企为消化奶源，会增加费用投放从而导致毛销差及盈利能力下降；奶价上涨时，虽然乳企的毛利率受到不利影响，但同时可通过产品结构升级、减少费用投放、直接提价等方式改善利润率，整体盈利能力改善。
- ◆ **行业格局变化，2023年奶价平稳向下，头部乳企盈利能力提升。** 龙头企业市占率持续提升，上下游一体化导致格局发生向好变化：2023年以来，奶价温和下降，同时头部乳企进入追求盈利能力的高质量增长阶段，价格战等竞争明显减少，费用投放力度减弱，形成成本、费用共振，毛销差水平明显改善。此外，需求逐步回暖、产品结构改善同样将释放利润弹性。以伊利为例，2023Q1毛销差达16.7%，净利率达10.9%，为历史高位水平。

原奶价格及伊利、蒙牛毛销差情况对比



# 乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

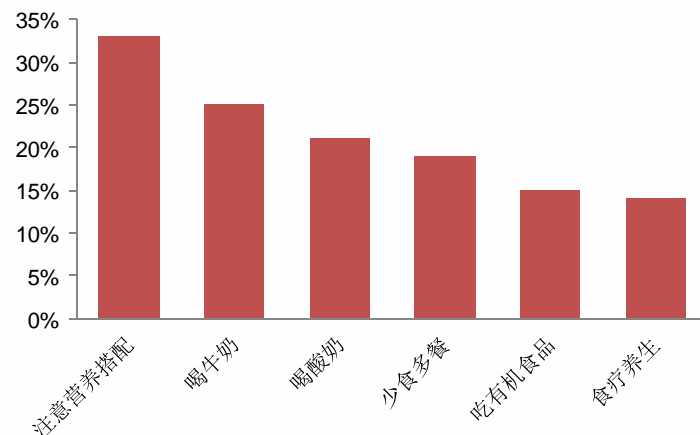
## □ 乳制品需求偏刚性，仍有较大增长空间

- ◆ **人口基数保障乳制品需求空间。**我国人口基数庞大，伴随三胎政策出台、人口老龄化等因素，人口数量缓慢增长，对乳制品的需求空间广阔。此外，2022年人均可支配收入达到3.7万元，近五年人均可支配收入复合增速为7.3%，居民收入水平稳步提高，消费升级趋势明显，为乳制品消费增长提供动力。
- ◆ **乳制品需求韧性强，长期仍将持续增长。**2021年，我国居民人均年奶类消费量14.4kg，同时城乡差距较大，农村居民人均消费量仅为城镇居民的不到一半，增长空间巨大。此外，《中国居民膳食指南2022》将每人每天乳制品摄入量提高至300-500g，长期看仍有增长空间。根据益普索调查，新冠疫情后消费者健康意识提升，分别有25%、21%的消费者认为应该喝牛奶、喝酸奶以改善身体健康，催化乳制品需求增长。

### 全国居民人均可支配收入



### 疫情后消费者喝牛奶、酸奶意识增强

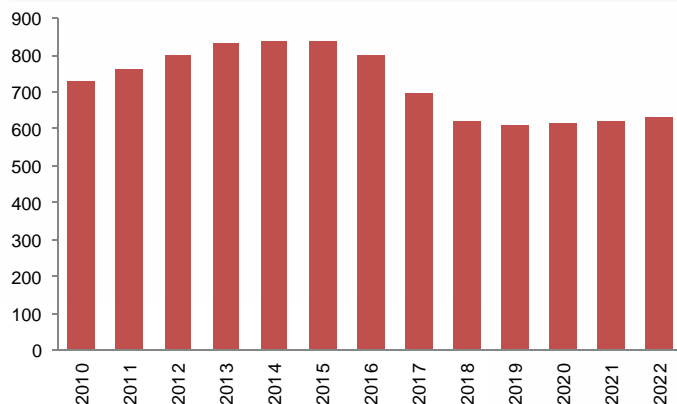


# 乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

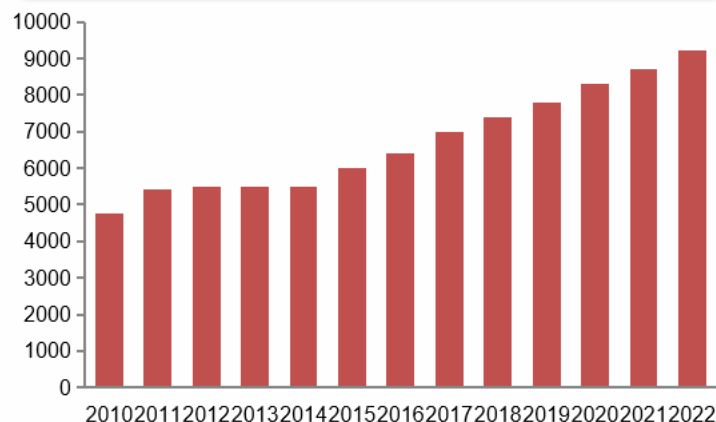
## □ 原奶供给稳健增长

- ◆ **奶牛存栏量持续下降后趋于稳定。**国内奶牛存栏量自2015年起下降，主要由于国内环保政策收紧，散户和中小牧场逐渐退出，规模化牧场占比提升。2019年下降至最低点610万头，2022年奶牛存栏量约为640万头，基本保持稳中有升。
- ◆ **奶牛单产提升。**随着中小牧场退出和我国奶牛养殖规模化程度的快速提升，奶牛单产保持上升趋势，已从2010年的不到5吨/年提升至2022年的9.2吨/年，原奶供给量缓慢提升。
- ◆ **奶牛由出生至产奶需2年，补栏不会影响短期供给。**奶牛出生后13个月可进行第一次受孕，孕期约9.4个月，产犊后泌乳期持续10个月，再次生产前2个月为干奶期，再生产后可进入第二个泌乳期，母牛平均寿命约8胎。奶牛补栏多为外购或进口年轻小牛，从补栏至产出需约2年，不会导致短期内原奶供给快速增长。

### 全国奶牛存栏量（万头）



### 全国奶牛年单产（kg）

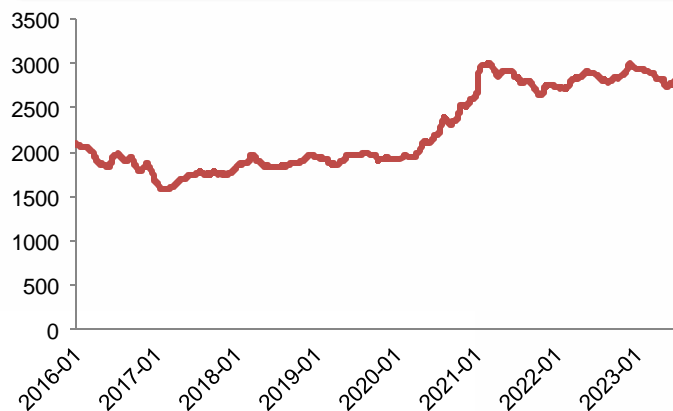


# 乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

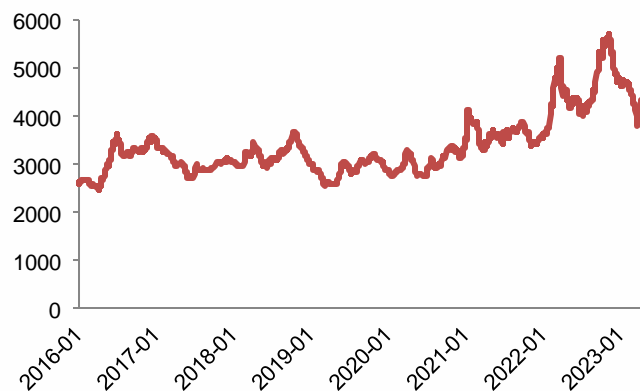
## □ 饲料价格仍为较高水平，对原奶价格形成支撑

- ◆ **饲料价格保持较高水平，支撑原奶价格。**奶牛饲料分为精饲料、粗饲料、补充饲料，其中玉米和豆粕等精饲料占奶牛每日饲料消耗量的40%-50%。2020年下半年以来，玉米、豆粕等奶牛主要饲料价格持续上行后有所回落。截至2023年6月末，玉米、豆粕现货价分别为2.8元/kg、4元/kg，依然保持较高水平。饲料价格攀升带动奶牛饲养成本不断增长，从而支撑原奶价格维持高位。
- ◆ **高品质苜蓿进口为主，价格处于高位。**苜蓿对提高奶牛产奶量和乳蛋白水平有重要作用。随着奶牛养殖规模扩大、大型牧场占比提高，高品质苜蓿需求快速增长。国产苜蓿多属于一级或二级，而优级或一级苜蓿多依靠进口，价格较高，成为牧场成本的重要组成部分。近年来，苜蓿价格较高，截至2023年5月末，进口紫苜蓿粗粉价格为359美元/吨，依然处于历史高位。

### 玉米现货均价（元/吨）



### 豆粕现货均价（元/吨）

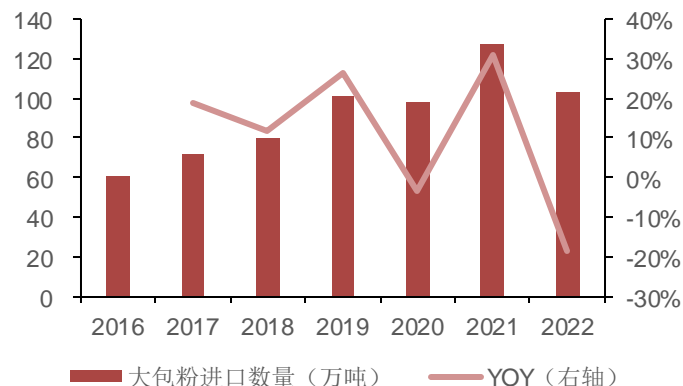


# 乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

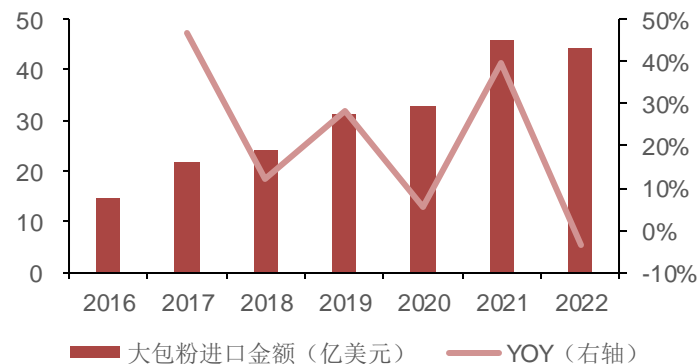
## □ 全球原奶产量平稳，大包粉进口价格回落

- ◆ **2022年大包粉进口量下降。**除国产原奶外，进口大包粉也是国内乳制品重要的来源。2022年进口量103.5万吨，价格为4279美元/吨，按照1吨大包粉折合8.5吨原奶换算，2022年进口大包粉对应原奶880万吨，对国内原奶供需关系影响较大。2022年全球原奶产量增速减缓、国际大宗商品价格大幅上涨、国内消费需求下降，大包粉进口量下滑，进口价格大幅上涨后回落。
- ◆ **全球原奶供给总体平稳。**2020年下半年起，全球原奶主产国合计产量增速减缓，根据CLAL预测，2022年欧盟、美国、新西兰乳制品产量增速分别为-0.3%、0.1%、-4.2%。近年来，全球奶牛存栏量略微增长，2022年原料奶产量约5.4亿吨，奶牛数量约1.4亿头。总体看，全球原奶供给总体稳定，短期不会大幅增长。

### 2016-2022大包粉进口数量情况



### 2016-2022大包粉进口金额情况



## 乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

---

- **预计原奶价格稳中有降，行业竞争弱化。** 1) 需求端：居民收入水平稳步提高，为乳制品消费增长提供动力；乳制品需求偏刚性，长期有量价齐升空间。2) 供给端：存栏量稳中有升叠加奶牛单产提高，原奶供给量缓慢提升，带动本轮原奶价格温和下降。3) 饲料价格居高不下，奶牛养殖成本依然较高，对原奶价格形成支撑。4) 全球原奶产量增速减缓、国际大宗商品价格大幅上涨、国内消费短期需求下降，大包粉进口量下滑，进口价格大幅上涨后回落。
- **多因素共振，盈利改善可期。** 1) 收入端：2023Q1由于外部环境扰动及同期高基数短期承压，随着消费力逐步改善，偏刚性消费的乳制品收入端有望恢复，白奶消费韧性更强。2) 利润端：2023年以来奶价平稳向下，且头部乳企进入追求盈利增长阶段，价格战明显减少，形成成本、费用共振；叠加需求逐步回暖、产品结构改善，盈利能力将稳步提升。重点推荐伊利股份（600887）。



# 目 录

白酒：一线名酒和地产酒较为稳健，次高端依然有压力

啤酒：寡头垄断格局确立，步入高端化快车道

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

调味品：餐饮复苏-需求向上，格局略有变化短期阵痛

速冻食品：借力餐饮规模化，行业高景气持续

食品综合：优选优质子板块龙头

2023H2重点推荐标的

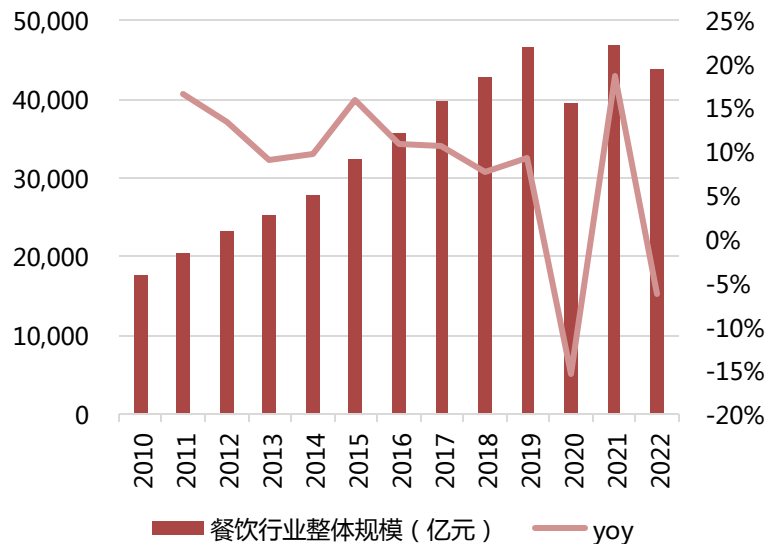
# 调味品：行业空间广阔，未来持续稳定增长

- 纵观食品饮料诸多子板块，调味品赛道景气度始终不减。得益于其发酵后的独特风味形成的口味壁垒，以及其必选消费品属性带来的强消费者粘性，过去5年行业维持稳定增长，调味品行业规模复合增速约为8.4%，2022年调味品市场规模已突破5000亿元。
- 随着经济发展和城镇化率提升，一方面带来消费能力的提升，家庭调味品往量价齐升方向发展；另一方面人口大量聚集带来生活习惯改变，外出就餐及外卖频次显著增加，拉动餐饮市场规模迅速提升，近五年整体餐饮市场CAGR约为5.5%，其中外卖和团餐渠道分别为37%/14%。

## 调味品行业持续稳定增长



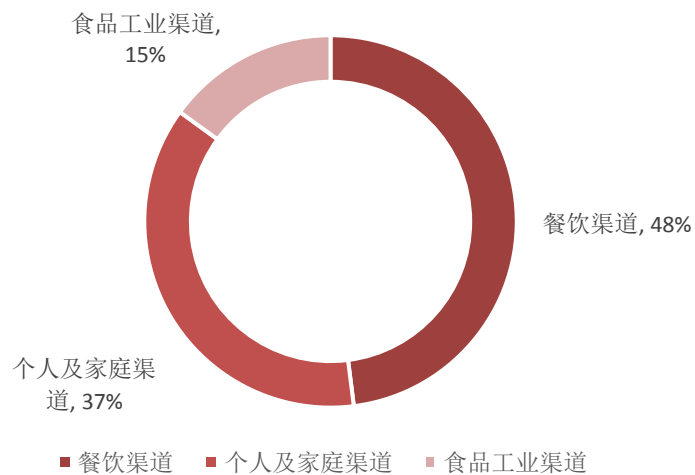
## 餐饮行业规模持续增长



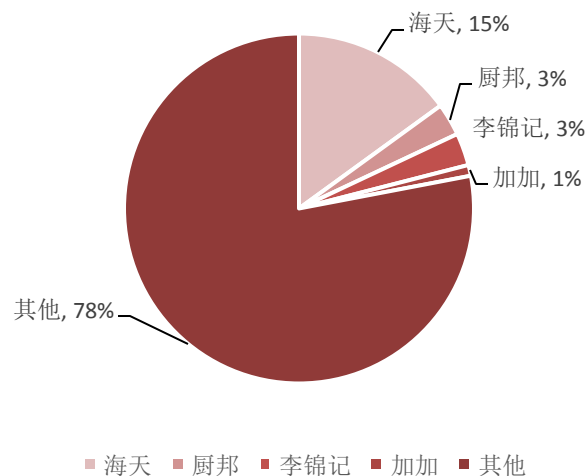
# 调味品：下游餐饮持续复苏，疫情加速集中度提升

- **下游餐饮持续复苏，改善行业整体供需结构。**从调味品行业下游渠道占比来看，餐饮渠道占比仍维持在半数以上，C端渠道占比约37%。新冠疫情爆发以来，线下B端需求遭受持续冲击，进而带动行业整体表现低迷；随着23年疫情明显放开，下游餐饮端需求的持续复苏，调味品企业增速有望边际好转。
- **集中度提升：**中国调味品行业集中度仍处于较低水平，以酱油为例，CR5约30%。随着行业走向成熟市场竞争逐步加剧，未来调味品将进入挤压式增长阶段。近年来新冠疫情在客观上加速了中小产能的快速出清，19-22年间酱油行业CR5从17.9%提升至22%；竞争格局改善为后续行业反正打下基础。

## 调味品下游渠道占比



## 2022年酱油行业集中度



## 调味品：行业逐步走出底部，静待基本面回暖

---

- 2022年受制于需求以及成本端压力明显，行业整体表现不佳。随着负面因素的逐渐消弭，以及行业估值水平逐渐回落至合理区间，23年调味品行业回暖值得期待：
- ◆ **餐饮复苏**：消费欲望的爆发将带来人流量明显增长，下游餐饮的逐步复苏，将有效改善调味品企业的外部经营环境，行业整体景气度回升可期。
- ◆ **成本下行**：经历21-22年主要原材料成本持续上涨后，目前大豆、包材等大宗价格已处于成本下行期，成本端压力舒缓将为23年调味品企业贡献利润弹性。
- ◆ **产品结构升级**：零添加在22Q3的意外走红，侧面印证了消费者对于健康以及高品质产品的需求依旧强劲；以零添加、轻盐等健康系列产品为代表，23年调味品行业整体结构升级仍存在广袤空间。
- ◆ **改革成效持续显现**：在调味品行业整体低估期，各大龙头均纷纷开启内部管理改革措施，开启内部蓄力调整：例如海天、恒顺调整经销商结构，中炬股权结构优化等。随着行业竞争格局持续改善，改革成效显现叠加消费需求复苏，行业有望实现困境反转。

# 目 录

白酒：一线名酒和地产酒较为稳健，次高端依然有压力

啤酒：寡头垄断格局确立，步入高端化快车道

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

调味品：餐饮复苏-需求向上，格局略有变化短期阵痛

**速冻食品：借力餐饮规模化，行业高景气持续**

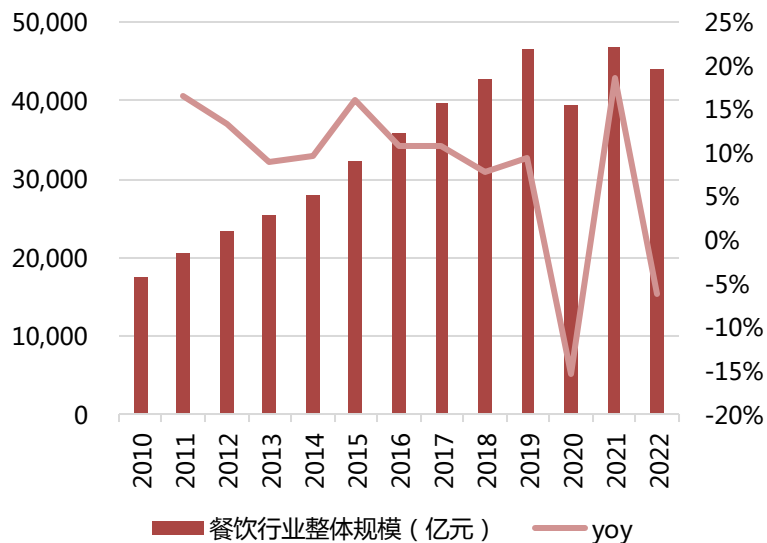
食品综合：优选优质子板块龙头

2023H2重点推荐标的

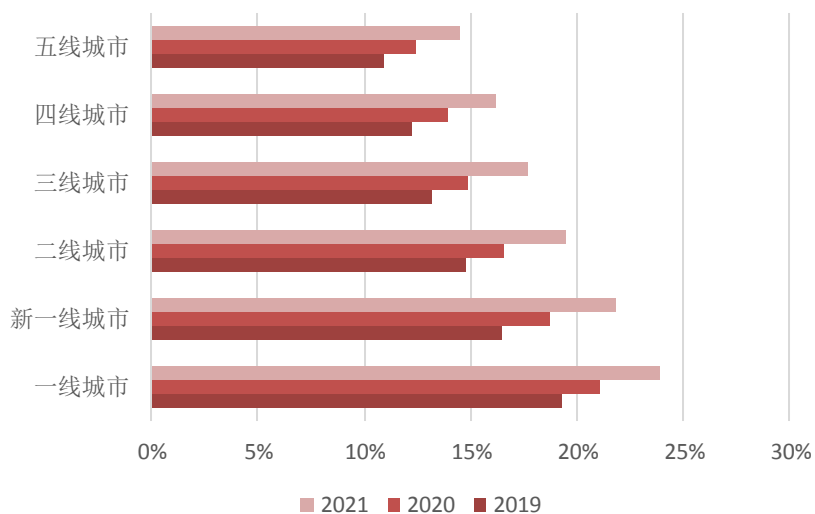
# 速冻食品：餐饮行业高景气，连锁化率持续提升

- 据国家统计局数据，2022年全国餐饮收入43941亿元，同比下降6.3%，主要系下半年多地疫情仍有严格管控所致，随着疫情持续放开，餐饮行业复苏态势逐渐明显。随着下游餐饮连锁化率的不断提升，作为行业中上游的餐饮供应链将维持高景气。
- ◆ **需求端**：城镇化程度逐渐升高带动居民收入水平提升，外出就餐机会和频次增长，餐饮行业维持高景气，2012-2022年CAGR为8%；
- ◆ **供给端**：行业竞争加剧叠加人力与店租成本上升，倒逼商家降本增效，优化供应链。

## 中国餐饮市场规模持续增长



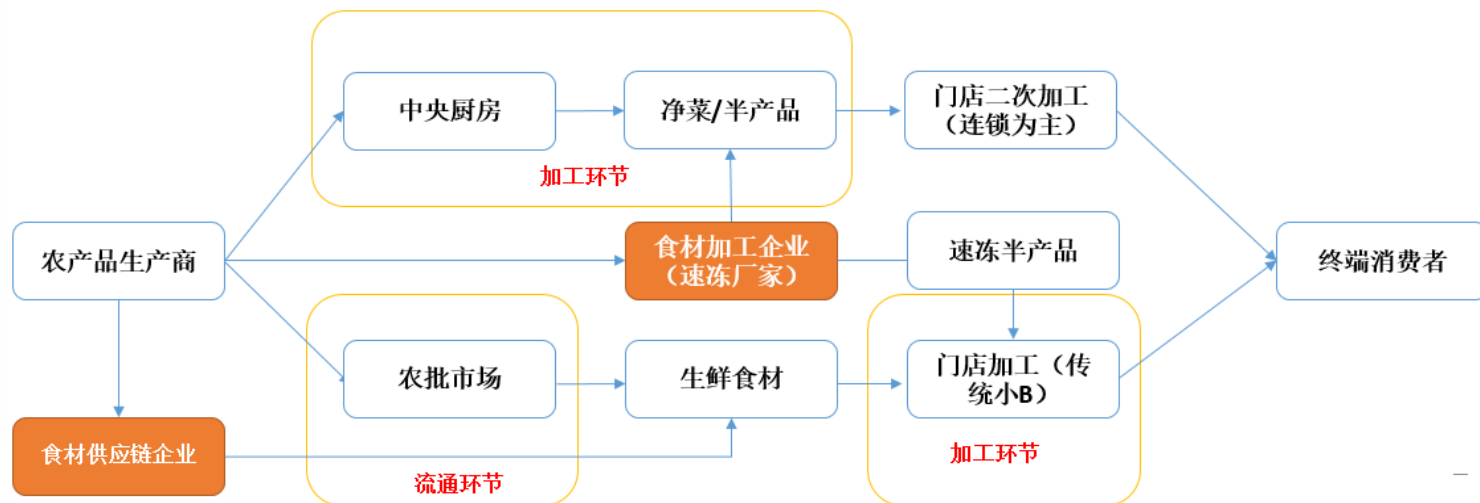
## 连锁餐饮门店数量保持快速增长



# 速冻食品：餐饮行业高景气，连锁化率持续提升

- **速冻食品行业**作为餐饮供应链中最要的组成部分，尤其是针对B端餐饮客户的速冻火锅料、速冻面米制品、速冻菜肴等标准化半成品将极大提升后厨效率，迎来巨大的需求爆发。
- ◆ **餐饮连锁化趋势拉动食材标准化需求**：根据美团统计，2022年我国餐饮连锁化率19%，同比20年提升4%；但相较日本49%水平仍有较大提升空间。
- ◆ **餐饮渠道占比低，加速渗透可确立**：相比较日本超60%以上的速冻食品消化在餐饮渠道内，而中国速冻食品餐饮渠道占比低（不到30%），冻品B端需求仍未得到充分释放。

餐饮供应链图

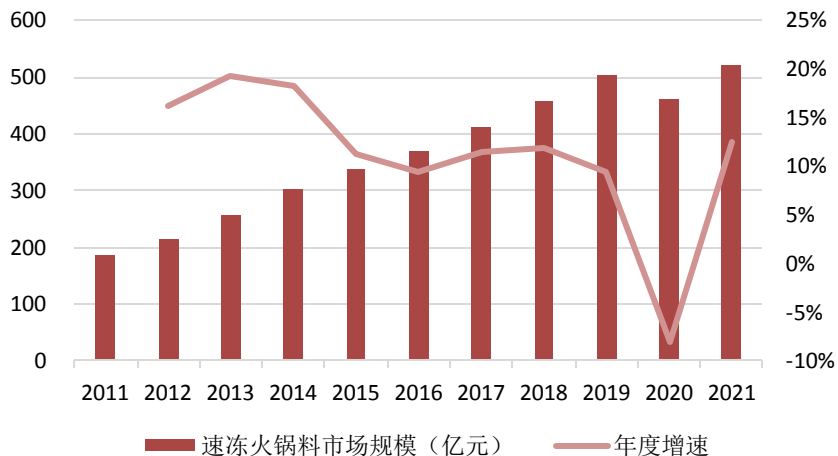


# 速冻食品：B端需求爆发，拉动火锅料高速增长

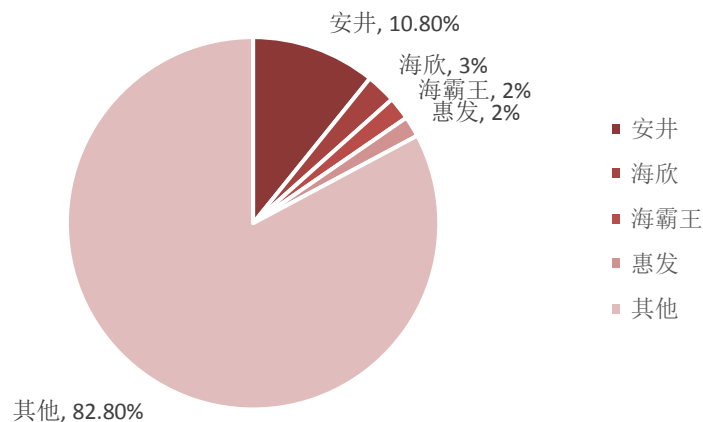
## □ 速冻火锅料

- ◆ **行业规模**：2021年速冻火锅料的市场规模约520亿元，2016-2021年行业整体复合增速约为7.1%。受益于B端餐饮连锁化率的不断提升，叠加火锅业态在全国范围内的持续渗透，预计未来五年B端火锅料将保持双位数高速增长；此外，受益于三年疫情下的封控，C端火锅料消费习惯已逐渐形成，以及疫后消费复苏带来的消费升级趋势，C端火锅料在未来3年将维持中高单位数增速。
- ◆ **竞争格局**：1) 行业格局较为分散，CR5接近20%，其中安井作为绝对龙头，市占率已超10%；2) 22年原材料成本上行加速行业洗牌，成本能力控制弱、品牌力弱且缺乏提价能力的小企业在加速退出，行业集中度持续提升。

### 速冻火锅料保持高速增长



### 2021年速冻火锅料行业竞争格局





# 速冻食品：传统米面增速放缓，新式面点蓄势待发

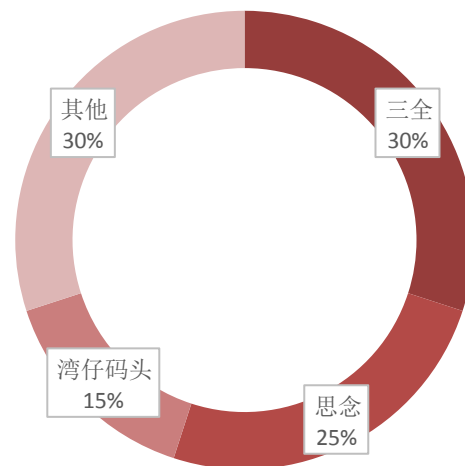
## □ 速冻面米制品

- ◆ **行业规模**：2021年速冻米面行业规模约为780亿元，其中零售C端占比超70%；其中传统米面已进入成熟期，行业维持个位数增长；同时，以手抓饼、小笼包为代表的新式面点正处于高速发展阶段，预计在未来三年内将维持双位数增速。
- ◆ **竞争格局**：1) C端零售市场集中度较高，传统的汤圆水饺领域主要主要集中在三全、湾仔码头、思念三家手中，市占率接近70%；2) B端餐饮快速发展，手抓饼、油条、蒸饺等一系列符合餐饮渠道消费的新品推出，千味央厨、三全绿标、正大、安井等企业为头部玩家。

### 速冻米面市场规模



### 传统速冻面米制品行业竞争格局



# 目 录

白酒：一线名酒和地产酒较为稳健，次高端依然有压力

啤酒：寡头垄断格局确立，步入高端化快车道

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

调味品：餐饮复苏-需求向上，格局略有变化短期阵痛

速冻食品：借力餐饮规模化，行业高景气持续

食品综合：优选优质子板块龙头

2023H2重点推荐标的

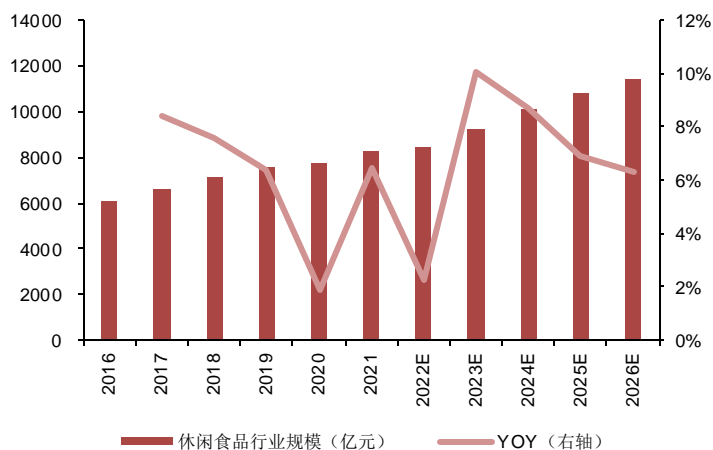
# 食品综合：优选优质子板块龙头

## □ 休闲零食万亿市场

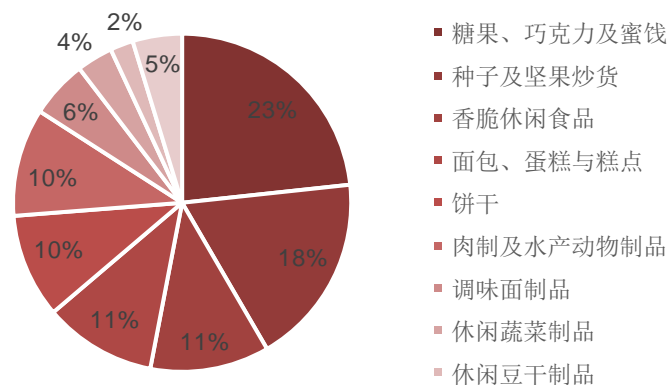
□ **休闲食品行业市场规模初现，未来仍有较大提升空间。**近年来，休闲食品市场规模发展迅速，2021年市场规模超过8000亿元，疫情之下仍保持增长，具有一定刚需属性。2016-2021年复合增速约6.1%，预计2021-2026年复合增速6.8%。同时，根据中研网显示，2022年中国休闲食品的人均消费量仅约14kg，与其他国家相比仍存在较大差距，仍有较大增长空间，休闲食品行业整体依然处于增长阶段。

◆ **休闲食品品类丰富，处于不同成长阶段。**休闲零食品类丰富，既有西方的糖果、膨化饼干、烘焙食品，又有中国传统的卤制品、坚果炒货、果脯蜜饯，各品类所处的成长阶段不尽相同。其中，糖巧、坚果炒货、膨化、烘焙等品类已较为成熟，规模占比较大；休闲蔬菜制品、调味面制品等处于成长初期，增速领先。

### 休闲零食行业市场容量



### 休闲食品品类丰富 (2021)

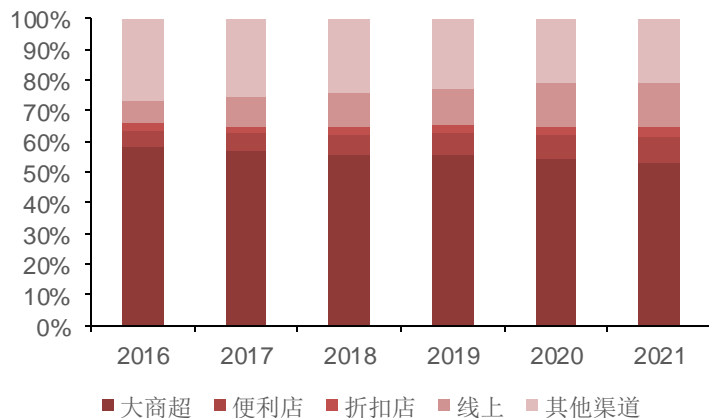


# 食品综合：优选优质子板块龙头

## □ 休闲食品渠道为王，新兴渠道加速发展

- ◆ **传统商超渠道占比下降，渠道变革加速。**从休闲食品销售渠道占比看，商超渠道虽仍占据主要部分，占比持续下降，由2016年的58%下降至2021年的53%，2020年后新冠疫情对商超渠道人流量下降的影响尤为明显。便利店、线上渠道占比提升明显，各类渠道均有发展机会。对于休闲食品企业而言，积极拥抱新渠道、加快自身变革节奏将充分受益。
- ◆ **零食专营渠道迅速发展。**近年来，以零食很忙、零食有鸣、戴永红等为代表的零食专营店迅速扩张，处于跑马圈地阶段。零食渠道凭借高效率、低费用的性价比优势受到消费者青睐，库存周转率高；同时定位下沉社区店，商业模式可支撑未来长期发展。

休闲零食行业市场容量超万亿



零食连锁、特卖渠道迅速发展

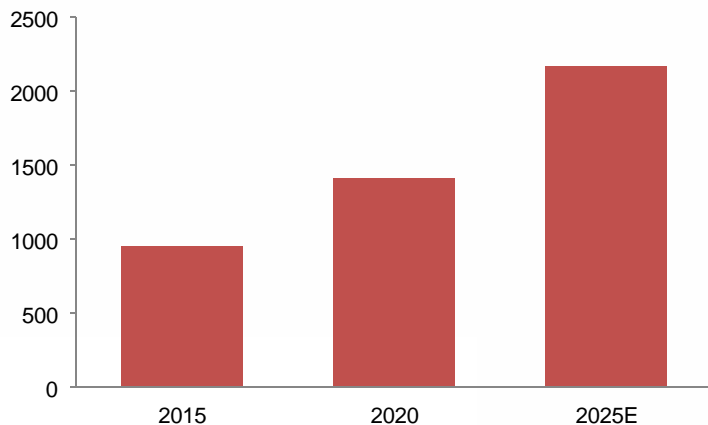
门店名称	门店数量	融资额	主要投资方
零食很忙	3000+	2.4亿元	红杉中国、高榕资本联合领投
零食有鸣	1000+	数千万元	云麓资本、何劲鹏
戴永红	600		
好特卖	250+	完成5轮融资	金沙江创投、五源资本

# 食品综合：优选优质子板块龙头

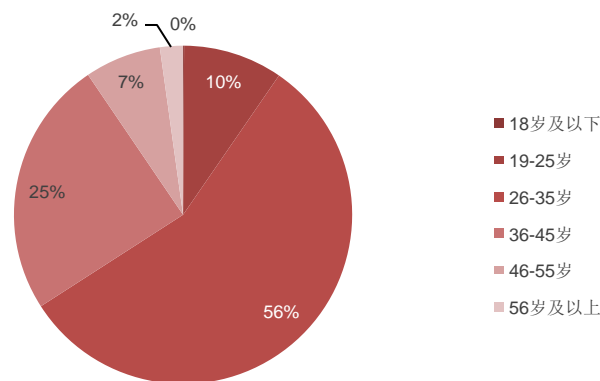
## □ 坚果炒货：坚果炒货两千亿大市场，集中度提升趋势明显

- ◆ **两千亿大市场，保持强劲扩张势头。** 预计坚果炒货行业2020-2025年复合高个位数增长，2025年将突破2000亿元。坚果消费者以85后年轻人、一二线城市人群为主，而中老年、低线城市消费增速领跑，大众消费档次人群不断扩大，为行业扩容提供有力支撑。
- ◆ **“小个体、大市场”，集中度提升趋势明显。** 由于进入门槛较低，坚果炒货行业经营主体数量众多，行业集中度较低，呈现出“小个体、大市场”的特征，近年来行业集中度不断提升。随着国家的行业标准不断出台和执行，休闲食品企业在生产加工、质量检测等方面更加规范化、标准化，叠加消费者健康意识提升，市场份额将进一步向头部企业集中。

### 我国坚果炒货行业规模（亿元）



### 坚果消费人群画像

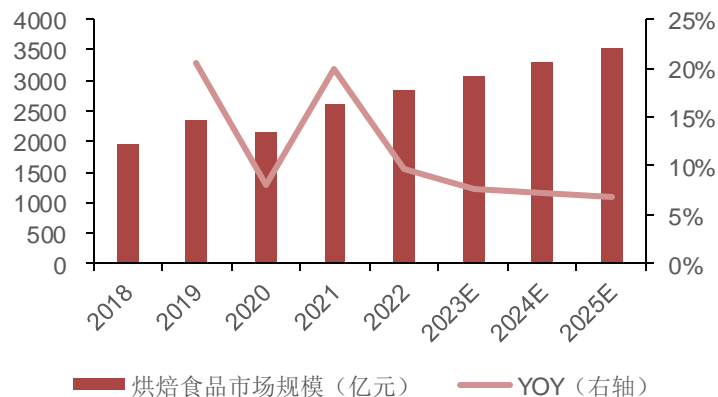


# 食品综合：优选优质子板块龙头

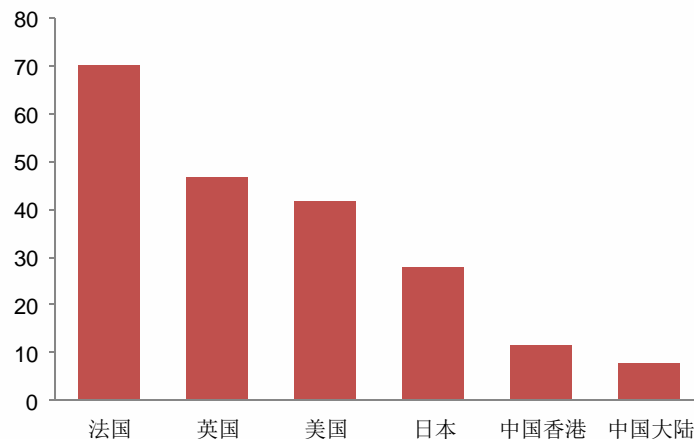
## □ 烘焙：消费场景拓宽，长期空间巨大

- ◆ **烘焙食品疫后复苏，仍处于扩容期。** 2022年我国烘焙食品零售额为2853亿元，同比增长10%，2018-2022年复合增为10%；预计2025年将突破3500亿元。2020年上半年烘焙行业受疫情影响较大，增速放缓，当前处于逐步复苏阶段。烘焙食品已进入主食消费、休闲消费、节日消费多个场景，在各场景中的渗透率逐渐提升，将带来可观的增量；餐饮、茶饮等渠道占比逐渐提升。
- ◆ **人均消费量提升空间大。** 2021年中国大陆人均烘焙食品消费量仅7.7kg，处于全球较低水平；而与中国大陆饮食结构相近的日本人均消费量达27.8kg。随着烘焙消费习惯的逐渐培育，具有健康、快捷、口味多样等特点的烘焙食品受到欢迎，人均消费量提升空间巨大。

### 我国烘焙食品市场规模



### 2021年各国家及地区人均烘焙食品消费额 (kg/人)

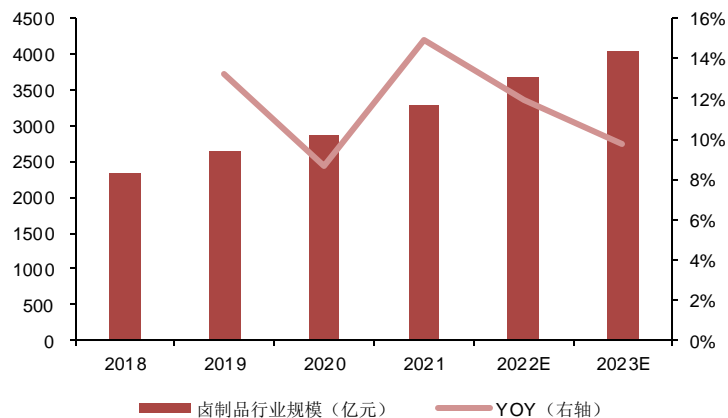


# 食品综合：优选优质子板块龙头

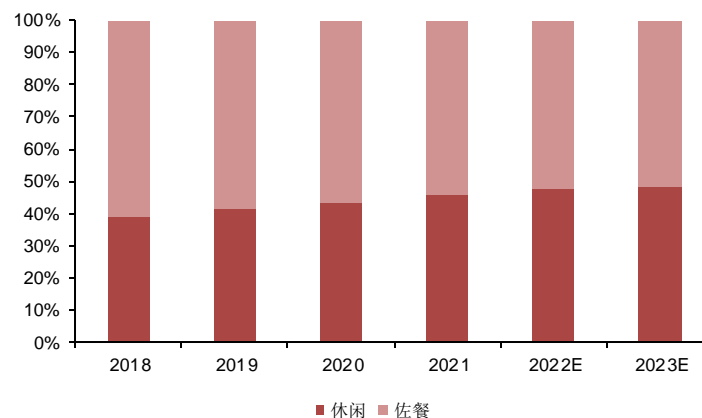
□ 卤制品：行业方兴未艾，疫情不改扩容趋势

◆ 行业持续扩容，佐餐、休闲共同发展。2018-2021年我国卤制品行业复合增速约12.3%；2022年以来疫情反复的背景下行业仍保持扩容趋势，预计2023年行业规模将突破4000亿元。卤制品口味整体以酱香、麻辣为主，符合国人饮食习惯，并具有一定成瘾性，为食品行业中的优质赛道。根据消费场景的不同，卤制品可分为佐餐及休闲两大类，其中佐餐占据主要部分，需求较为刚性；休闲卤制品偏向冲动消费、即买即食。近年来，卤制品的口味、形式趋于多样化、年轻化，休闲卤制品增速略高于佐餐卤制品。

### 卤制品行业规模及增速



### 卤制品行业构成

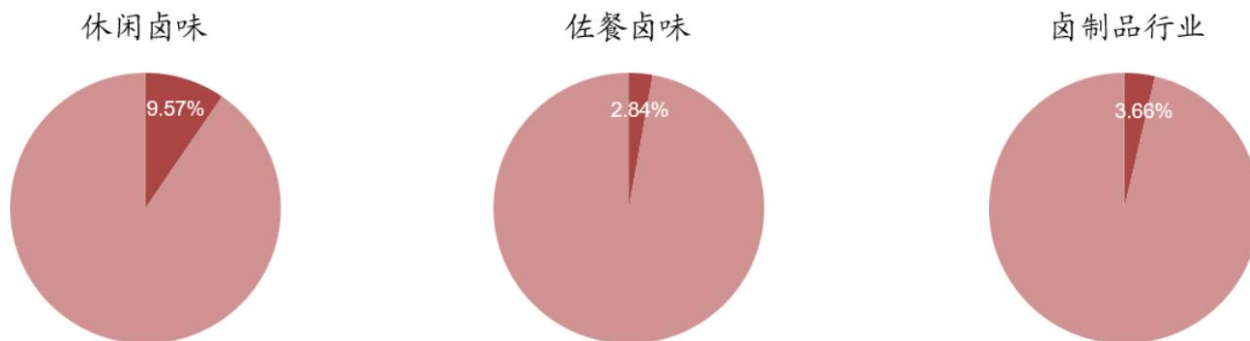


# 食品综合：优选优质子板块龙头

## □ 卤制品：竞争格局分散，龙头企业迎来发展良机

- ◆ **卤制品行业分散，头部连锁品牌有望吸收更多份额。**我国卤制品行业竞争分散，整体CR3仅3.7%；其中休闲卤制品集中度稍高，CR3达到9.6%，佐餐卤制品CR3仅2.8%。头部企业在规模化采购、标准化生产、食品质量管控等方面优势显著，同时运用信息化技术提升管理能力，将进一步抢占份额。
- ◆ **四大品牌格局清晰，共同整合中小企业。**分层级看，绝味以万店规模占据行业绝对领先地位，2022年末门店数量超1.5万家；周黑鸭、煌上煌、紫燕、久久丫以千家以上门店形成第二梯队，2022年末门店数量分别为3429家、3925家、5695家，头部企业竞争格局清晰；区域性品牌、地方性品牌、夫妻店等规模较小的卤制品门店同样占据很大部分。随着龙头疫情期间逆势开店、下沉开店，区域及全国范围优势进一步确立，将共同整合中小企业的份额。

卤制品行业CR3情况





## 食品综合：优选优质子板块龙头

---

- 食品子板块较多，赛道分散，行业整体处于扩容和升级过程中，容易出现爆款大单品，带动业绩快速增长。消费行为理性化背景下，渠道变革加剧，零食专营、内容电商兴起，传统商超、流通同样有提升机会。主动拥抱渠道变革、全渠道精耕的公司更能充分享受渠道红利。此外，在原材料价格大幅上涨的背景下，食品企业均采取不同程度的提价措施，成本回落后将有望充分释放利润弹性，预计将获得盈利修复。重点推荐安琪酵母（600298）、洽洽食品（002557）、盐津铺子（002847）、绝味食品（603517）、桃李面包（603866）、晨光生物（300138）、广州酒家（603043）等子板块龙头和优质个股。

# 目 录

白酒：一线名酒和地产酒较为稳健，次高端依然有压力

啤酒：寡头垄断格局确立，步入高端化快车道

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

调味品：餐饮复苏-需求向上，格局略有变化短期阵痛

速冻食品：借力餐饮规模化，行业高景气持续

食品综合：优选优质子板块龙头

**2023H2重点推荐标的**

# 贵州茅台（600519）：稳中向好，迈向一流

## □ 投资逻辑

**1、需求韧性十足，延续高质量增长。**得益于经济复苏和消费场景恢复，茅台酒和系列酒动销表现良好，其中箱茅/散茅批价保持稳定，当前批价分别约为2900/2740元，需求端韧性十足，顺利实现时间过半、任务过半；

**2、产品矩阵多点开花，渠道改革持续推进。**公司积极推进价格体系和营销体系改革，2023年公司将通过提高非标酒配额占比、提升直销占比、茅台1935放量等措施，多管齐下推动高质量增长；公司内生增长工具丰富，量价齐升趋势明确，确定性行业最强；

**3、稳中向好，迈向一流。**公司治理结构不断优化，管理层将“五线发展道路”升级为“五线生态体系”，并通过有序扩产、布局增量价格带、拓展海外市场等措施挖掘增长潜力，稳步向世界一流企业迈进。

## 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为59.29元、69.23元，“买入”评级。

## □ 风险提示

宏观经济复苏不及预期风险，行业竞争加剧风险。

### 业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（亿元）	1275.5	1495.1	1731.7
营业收入增长率	16.5%	17.2%	15.8%
归母净利润（亿元）	627.2	744.9	869.7
归母净利润增长率	19.6%	18.8%	16.8%
EPS（元）	49.93	59.29	69.23
P/E	34	29	25

### 股价表现



# 五粮液（000858）：动销旺盛库存良性，稳健增长确定性高

## □ 投资逻辑

**1、普五动销旺盛，批价整体稳定。**公司核心大单品普五动销旺盛，周转高、流速快，在渠道放量的背景下，普五批价在940-950元左右小幅波动，普五在千元价位动销表现最为优异，市场份额稳中有升；

**2、管理层积极作为，内生增长工具丰富。**管理层积极作为，在保持核心大单品普五量价平衡的同时，对低度五粮液和1618设置扫码红包，有效提高经销商和终端利润，带来消费者开瓶率大幅提升；

**3、千元价位绝对龙头，稳健增长确定性高。**公司千元价位绝对龙头地位稳固，在消费逐步复苏的大背景下，公司依托强品牌力和丰富的产品矩阵，全年收入双位数以上增长目标完成无虞，业绩兼具确定性和成长性，当前股价对应23年估值仅21倍左右，估值性价比优势明显，长线布局正当时。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为8.05元、9.36元，“买入”评级。

## □ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险，竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标			
指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（亿元）	739.7	851.2	972.5
营业收入增长率	11.7%	15.1%	14.2%
归母净利润（亿元）	266.9	312.4	363.3
归母净利润增长率	14.2%	17.0%	16.3%
EPS（元）	6.88	8.05	9.36
P/E	24	21	18



# 泸州老窖 ( 000568 ) : 国窖、特曲双轮驱动 , 业绩弹性持续释放

## □ 投资逻辑

1、**高端酒需求强劲，国窖延续稳健增长。**国窖作为三大高端酒品牌之一，高度价盘稳定，低度延续放量，兼顾价格体系稳定和市场份额扩张，实现高质量增长；

2、**国窖、特曲双轮驱动，全国化征程顺利推进。**产品端，高端国窖保持量价平衡稳健增长，腰部特曲、特曲60势能强劲，叠加黑盖、1952等新品逐步起势，产品矩阵多点开花；渠道端，公司在成熟的西南、华北市场推动渠道下沉；在华东、华南推进招商布局和消费者培育，全国化进程加速推进；

3、**核心骨干年富力强，业绩弹性值得期待。**公司管理和销售团队年富力强，销售条线核心高管均为80后，具有丰富的一线实战经验，营销团队稳步推进消费者培育和市场建设，扎实推进产品结构升级，业绩弹性有望持续释放。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别8.87元、10.96元，“买入”评级。

## □ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险，竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标			
指标	2022A	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	251.2	306.6	368.8
营业收入增长率	21.7%	22.1%	20.3%
归母净利润 (亿元)	103.7	130.6	161.3
归母净利润增长率	30.3%	26.0%	23.5%
EPS (元)	7.04	8.87	10.96
P/E	30	24	19



# 山西汾酒（600809）：增长势能延续，汾酒复兴在途

## □ 投资逻辑

- 1、动销延续强势，渠道库存良性。** 受益于需求复苏和场景修复，23H1青花、玻汾等主力产品实现较快增长，青花系列渠道库存保持在2个月左右的良性水平，批价整体保持稳定，彰显出强大的增长韧性；
- 2、产品结构升级持续，腰部产品贡献增量。** 2023年公司产品战略为“抓两头、强腰部”，全面发力三大产品系列，青花30稳步推进圈层营销，青花20延续快速放量，玻汾系列继续控量，稳步扩大清香消费人群培育，腰部产品加大市场投入，导入数字化体系提升渠道利润；
- 3、清香复兴趋势明确，长线布局正当时。** 伴随着宏观经济稳步复苏，叠加公司人事调整完毕，公司增长动能有望充分释放；当前公司仍处在全国化扩张产品结构优化的黄金期，当前股价对应23年估值仅为23倍，估值性价比优势明显，长线布局正当时。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为8.53元、10.85元，“买入”评级。

## □ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险，商务消费复苏不及预期风险。

### 业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（亿元）	262.1	323.5	396.6
营业收入增长率	31.3%	23.4%	22.6%
归母净利润（亿元）	81.0	104.1	132.3
归母净利润增长率	52.4%	28.5%	27.2%
EPS（元）	6.64	8.53	10.85
P/E	29	23	18

### 股价表现



# 水井坊（600779）：23H1动销短暂承压，23H2有望环比改善

## □ 投资逻辑

**1、积极消化库存，动销有所承压。**22Q4商务和宴席场景受损严重，渠道库存积累较多，23H1公司主动控货消化渠道库存，逐步理顺渠道价值链，在商务复苏相对缓慢的背景下，公司动销短暂承压；

**2、品牌高端化推进，加强营销能力。**2023年公司将继续推动品牌高端化、营销突破、产品升级及创新，在重点市场增加高质量经销商，加速团购、宴席等渠道，进一步优化组织结构，提升销售人员的能力和敏捷性。

**3、全年前低后高，逐季改善可期。**全年展望来看，公司规划22Q4和23Q1消化社会库存，从23Q2起收入端恢复增长，从23年第三季度开始收入恢复双位数成长，规划全年收入和利润较22年实现增长；伴随着商务消费逐步复苏，全年收入和利润增长目标有望实现。

## 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为2.58元、3.14元，“买入”评级。

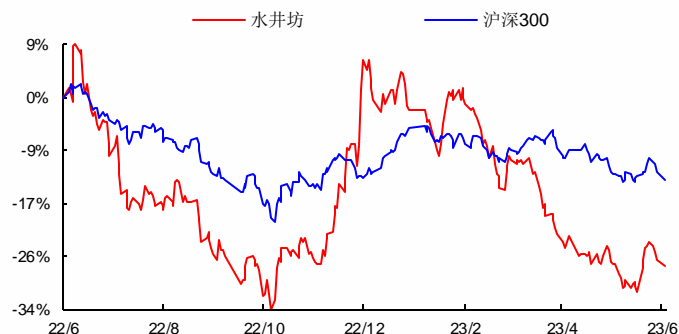
## □ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险，商务消费复苏不及预期风险。

### 业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（亿元）	46.7	50.1	59.0
营业收入增长率	0.9%	7.2%	17.9%
归母净利润（亿元）	12.2	12.6	15.4
归母净利润增长率	1.4%	3.8%	21.7%
EPS（元）	2.49	2.58	3.14
P/E	25	24	20

### 股价表现



# 古井贡酒（000596）：兼具确定性和成长性，奋力冲刺两百亿

## □ 投资逻辑

- 1、年份原浆动销旺盛，任务进度完成较好。**公司是徽酒绝对龙头，公司在春节、端午等旺季通过扫码赢红包等措施，有效带动终端动销提升，得益于强势品牌力和活动促销，23H1任务进度完成较好；
- 2、股权激励落地，有望加速成长。**22年底公司公告经理层成员薪酬与考核管理办法，任期激励收入与经营业绩考核结果直接挂钩，平台公司激励落地背景下，管理层激励考核机制不断完善，积极性有望充分释放；
- 3、兼具确定性和成长性，业绩弹性有望持续释放。**2023年公司计划实现营收201亿元，同比+20.3%，利润总额60亿元，同比+34.2%，收入目标冲刺200亿元以上，且利润弹性加速释放；公司省内龙头地位稳固，全国化加速推进，迈入发展新时代。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为8.22元、10.54元，“买入”评级。

## □ 风险提示

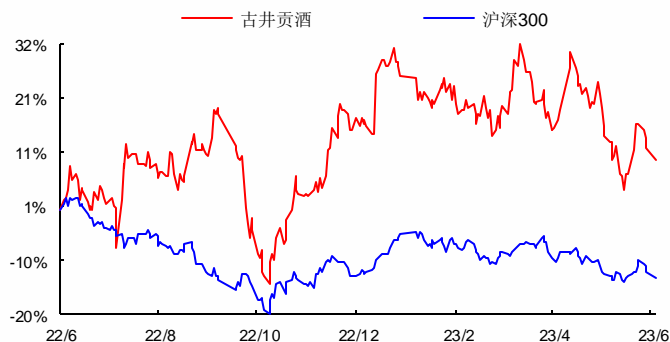
宏观经济大幅下滑风险，全国化不及预期风险。

业绩预测与估值指标			
指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（亿元）	167.1	205.1	246.7
营业收入增长率	26.0%	22.7%	20.2%
归母净利润（亿元）	31.4	43.4	55.7
归母净利润增长率	36.8%	38.2%	28.2%
EPS（元）	5.95	8.22	10.54
P/E	42	31	24

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券

## 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理



# 迎驾贡酒（603198）：洞藏势能强劲，看好全年高增

## □ 投资逻辑

**1、洞藏动销优于竞品，渠道库存较为良性。**洞藏在五一、端午旺季动销靓丽，在宴席市场表现尤为突出，核心包量终端补货积极，动销强于同价位竞品，渠道库存低于去年同期，全年目标稳步推进；

**2、成功举办合肥演唱会，强化消费者培育。**公司重点打造进攻学习型销售队伍，23年上线数字化扫码系统，通过盒盖扫红包促销等措施，加大消费者培育力度，23Q2公司成功举办合肥演唱会，消费者认可度持续提升；

**3、洞藏引领结构升级，业绩爆发力十足。**23年洞藏延续强劲增长势能，当前洞藏系列占比仍低于省内竞品，未来洞6、9将继续快速放量，洞16、20有望接棒发力，产品结构升级空间广阔；此外，公司扎实推进皖北、皖南市场布局，新兴市场高增可期。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为2.67元、3.31元，“买入”评级。

## □ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险，省内竞争加剧风险。

### 业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（亿元）	55.1	67.7	81.4
营业收入增长率	20.0%	23.0%	20.2%
归母净利润（亿元）	17.1	21.3	26.5
归母净利润增长率	23.0%	25.1%	24.1%
EPS（元）	2.13	2.67	3.31
P/E	28	22	18

### 股价表现



# 口子窖 ( 603589 ) : 营销改革成果初显, 拐点向上值得期待

## □ 投资逻辑

- 1、渠道体系变革, 推荐厂商一体化建设。**2023年公司聚焦于市场营销, 成立平台公司推进渠道扁平化, 分产品、分渠道细化经销商考核, 成立合肥营销中心推动销售职能前置, 搭建厂商一体化体系, 渠道改革深度推进;
- 2、“兼”系列焕新上市, 动销表现值得期待。**23Q1公司推出重磅新品“兼”系列年份酒, 新品在包装、酒质、概念上全面升级, 价格体系较老产品显著提升, 新品价位向上提升品牌势能, 当前正加速布局市场, 有望成为公司全新的增长极。
- 3、股权激励顺利落地, 有效调动管理层积极性。**23H1公司顺利落地股权激励计划, 激励覆盖对象58人, 授予价格35.16元/股, 授予313.4万股限制性股票; 股权激励落地将有效调动员工积极性, 经营势能有望全面向上。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为3.10元、3.63元, “买入”评级。

## □ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险, 省内竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标			
指标	2022A	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	51.4	60.6	70.4
营业收入增长率	2.1%	18.1%	16.1%
归母净利润 (亿元)	15.5	18.6	21.8
归母净利润增长率	-10.2%	19.9%	17.2%
EPS (元)	2.58	3.10	3.63
P/E	19	16	14



# 今世缘（603369）：百亿征程路径清晰，长期成长动力充足

## □ 投资逻辑

**1、苏酒升级如火如荼，扩容红利持续释放。**江苏消费升级引领全国，省内主流消费已升级至300元以上，国缘四开、对开占据次高端300-500元核心价格带，今世缘在省内品牌力、渠道力具备突出竞争优势，将充分享受苏酒扩容红利。

**2、深度变革稳步推进，激励到位动力充足。**2022年以来，公司改革节奏提速，市场投入力度加大，营销团队战斗力提升；产品结构上聚焦打造国缘四开全国性大单品，稳步推进国缘V3的放量；省外市场开拓上更加聚焦江苏周边重点市场，资源投放更加高效；变更后的股权激励考核目标更高、行权价格更高，管理层和股东利益高度一致，激励到位，经营势能强劲。

**3、短期延续高增长，高端化、全国化值得期待。**短期来看，苏酒升级提速叠加国缘开系稳增长、国缘V3积极放量，2023年业绩确定性强；长期来看，公司省内精耕、省外开拓，成长空间广阔；激励到位，动力充足，前景可期。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为2.58元、3.25元，“买入”评级。

## □ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险，高端化、全国化不及预期风险。

### 业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（亿元）	78.88	101.22	126.36
营业收入增长率	25.03%	32.39%	40.83%
归母净利润（亿元）	25.03	32.39	40.83
归母净利润增长率	23.34%	29.41%	26.05%
EPS（元）	2.00	2.58	3.25
P/E	27	21	17

### 股价表现



# 洋河股份（002304）：产品升级提质加速，经营质量持续向好

## □ 投资逻辑

**1、苏酒升级如火如荼，扩容红利持续释放。**江苏消费升级引领全国，省内主流消费已升级至300元以上，M6+承接省内商务消费升级，水晶M3、天之蓝占据次高端300-500元核心价格带，洋河在省内品牌影响力坚实，可充分享受苏酒扩容红利；省外品牌建设聚焦M6+，品牌高度持续提升，产品结构升级空间广阔。

**2、产品升级提质加速，经营势能持续增强。**2022年推出梦之蓝手工班（大师），升级海之蓝、生态苏酒、帝坊等产品，新产品培育和产品焕新升级能力突出。梳理淘汰218个SKU，巩固M6+战略主体地位、加强水晶版梦之蓝消费者培育、不断做大海之蓝规模，产品战略更加聚焦。聚焦经销商结构优化，持续增强渠道活力；区域市场布局因地制宜，省内市场不断夯实竞争力，省外成熟市场稳扎稳打持续深化、培育市场聚焦资源不断实现突破。

**3、短期稳健增长，中长期持续向好。**短期来看，苏酒升级提速叠加M6+稳步放量，省外积极推进产品结构升级，2023年业绩确定性强；长期来看，省内基本盘稳固，省外成长空间持续拓宽，看好公司长期成长性。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为7.51元、8.61元，“买入”评级。

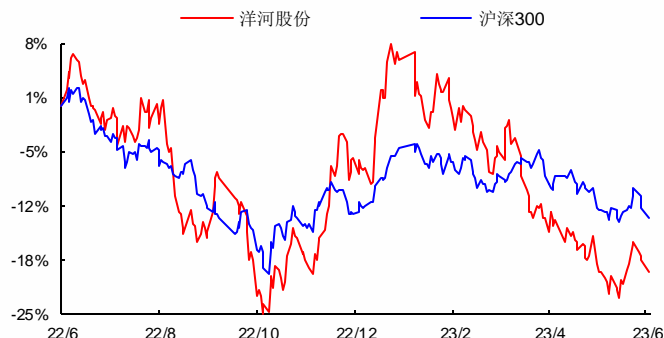
## □ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险，商务消费复苏不及预期风险。

### 业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（亿元）	301.05	347.97	395.12
营业收入增长率	18.76%	15.59%	13.55%
归母净利润（亿元）	93.78	113.14	129.68
归母净利润增长率	24.91%	20.65%	14.62%
EPS（元）	6.22	7.51	8.61
P/E	22	18	16

### 股价表现



# 老白干酒（600559）：一树三香五花齐放，冀鲁湘皖香飘全国

## □ 投资逻辑

**1、深化管理机制改革，武陵发力全国化布局。**公司深度推进内部机制改革，积极优化渠道结构，进一步强化降本增效；武陵酱酒开始全国化布局，产品结构持续优化，显著增强盈利能力，利润弹性十足。

**2、一树三香五花齐放，武陵酱酒再添醇香。**公司分设创新酒事业部、高端酒事业部、十八酒坊事业部等，品牌运作更加精细化；渠道管理上，经销商考核更为全面，经销体系持续优化。武陵酒开启全国化，新产能放量在即，将有利支撑武陵酒的全国招商布局，武陵酒放量将显著拔高公司的产品结构。2022年公司股权激励计划落地，管理层和股东利益高度一致，治理体系优化效能正待释放，激励到位，长期发展动力十足。

**3、短期聚焦恢复性增长，中长期利润弹性十足。**短期来看，公司聚焦河北省内渠道结构调整，渠道力恢复持续夯实省内基本盘；长期来看，武陵酒放量优化产品结构，降本增效提升净利率水平，看好公司利润弹性。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为0.82元、1.09元，“买入”评级。

## □ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险，产品结构升级不及预期风险。

业绩预测与估值指标			
指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（亿元）	46.53	56.61	68.38
营业收入增长率	15.54%	21.66%	20.79%
归母净利润（亿元）	7.08	7.46	10.00
归母净利润增长率	81.81%	5.45%	33.97%
EPS（元）	0.77	0.82	1.09
P/E	33	31	23



# 酒鬼酒（000799）：内参酒鬼双品牌驱动，积极调整拐点向上可期

## □ 投资逻辑

**1、省内持续提升份额，省外深度开拓市场。**内参在湖南省内高端市场占比不足10%，酒鬼在次高端市场占比不足15%，酒鬼酒作为省内龙头，将尽享湘酒品牌集中度提升红利；全国化布局由快速覆盖转向深度培育，伴随着商务消费复苏全国化成果将持续释放。

**2、内参酒鬼双擎驱动，品牌振兴路径清晰。**公司聚焦高端和次高端，内参卡位高端拔高整体产品结构、强化品牌力，红坛、透明装等卡位300-500元次高端核心价格带，依托全国化的品牌形象、中粮背书、渠道活力，高端、次高端长期成长动力十足。省内湘酒振兴机遇下，公司市场份额持续提升，基本盘更加稳固，省外多点开花，冀鲁豫、京沪苏等重点区域均持续取得突破，高端化、全国化成效显著。

**3、短期积极调整，中长期极具弹性。**短期来看，公司积极拉动终端动销，库存压力逐渐缓解，2023年下半年有望迎来拐点向上；长期来看，省内基本盘持续夯实，省外品牌影响力持续扩大，看好公司长期成长弹性。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为3.71元、4.88元，“买入”评级。

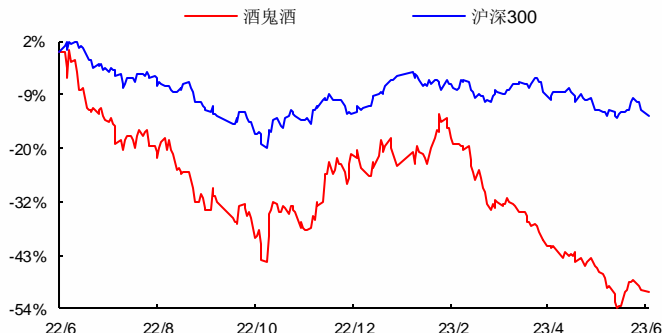
## □ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险，商务消费复苏不及预期风险。

### 业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（亿元）	40.50	45.23	55.75
营业收入增长率	18.63%	11.68%	23.24%
归母净利润（亿元）	10.49	12.06	15.85
归母净利润增长率	17.38%	14.99%	31.46%
EPS（元）	3.23	3.71	4.88
P/E	29	25	19

### 股价表现





# 天佑德酒（002646）：深度变革积聚势能，经营拐点向上可期

## □ 投资逻辑

**1、青稞酒别具一格，真年份高端醇厚。**受益于消费升级、品牌意识增强、消费者偏好多元化，高端、次高端市场持续扩容，白酒细分品类持续丰富，公司是青稞酒细分品类龙头，将充分受益于消费结构升级和口感多元化。

**2、经营质量显著提升，品牌振兴路径清晰。**1、公司聚焦次高端和中端，国之德真年份G6主动引领、承接商务消费升级，人之德卡位省内主流消费价格带，积极打造价格标杆，持续推进产品结构升级。2、西北旅游经济持续向好，消费复苏空间广阔，公司品牌力、产品力、渠道力竞争优势突出，将充分受益行业复苏红利。3、公司深度调整成效显著，费用结构持续改善，积聚起的经营势能强劲，规模效应下利润弹性十足。

**3、短期恢复性增长，中长期极具成长弹性。**短期来看，青海将迎来旅游旺季，对公司动销带动作用明显，省内西宁市恢复性增长势能强劲，2023年下半年恢复弹性十足；长期来看，省外聚焦晋陕豫，成长空间持续拓宽，看好公司长期成长弹性。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为0.33元、0.54元，“买入”评级。

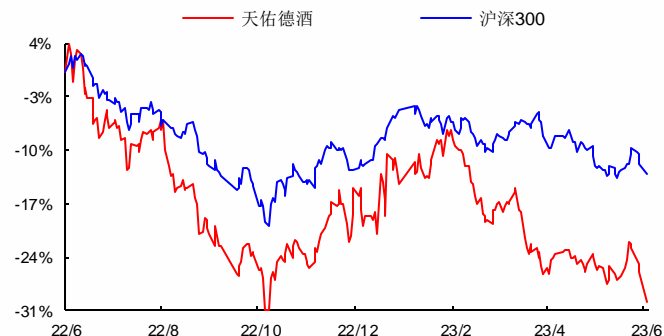
## □ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险，产品结构升级不及预期风险。

### 业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（亿元）	9.80	12.75	16.05
营业收入增长率	-7.04%	30.15%	25.87%
归母净利润（亿元）	0.75	1.55	2.53
归母净利润增长率	19.05%	105.78%	63.54%
EPS（元）	0.16	0.33	0.54
P/E	83	40	25

### 股价表现



# 华润啤酒 (0291.HK) : 喜力高增剑指高端, 结构升级如火如荼

## □ 投资逻辑

1、公司作为国内啤酒龙头, 具备行业领先的渠道和体量优势, “金字塔形” 高端战略清晰: 在8-10元次高价格带稳固排名第一的同时, 维持10-12元普高价格带前三的市场地位, 并借助喜力、马尔斯绿等大单品占据12元以上超高价带的市场份额, 从而实现全国高端份额第一的战略目标。

2、渠道方面, 公司三级大客户制度运行良好, 高端酒大客户占比相比去年同期有10%以上提升; 此外公司将发力小酒馆业务布局, 积极拓展新营销渠道。

3、产品方面, 1) 普高档大单品纯生将逐步升级为全麦纯生, 价格带由12元跃升至14元, 借助纯生品牌优秀的消费者知名度, 开拓高档第二增长曲线; 2) 高档大单品喜力23年将在稳固福建+广东+浙江等基地市场基础上, 加大全国化开辟力度, 巩固华润高档市场地位; 3) 次高档大单品SuperX将借助非现饮渠道维持较快增速。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为1.68元、1.95元, “买入” 评级。

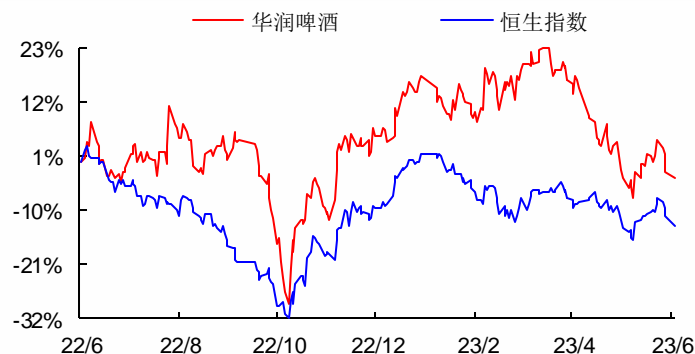
## □ 风险提示

原材料价格或大幅波动, 新品推广或不及预期。

### 业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	352.63	383.3	410.6
营业收入增长率	5.6%	8.7%	7.1%
归母净利润 (亿元)	43.4	54.2	63.3
归母净利润增长率	-5.3%	24.8%	16.7%
EPS (元)	1.34	1.68	1.95
P/E	39	31	27

### 股价表现





# 青岛啤酒（600600）：高端化势能强劲，盈利能力持续提升

## □ 投资逻辑

**1、结构升级稳扎稳打，高端新品持续扩容。**公司作为业内全国化啤酒龙头，现已建立起以青岛纯生与1903两大单品为核心的高端产品矩阵，带动全麦白啤、皮尔森等新特产品快速发展。此外公司加速低端崂山向主流经典价格带的升级，通过罐化与换包装等手段优化整体产品结构。

**2、沿黄沿海稳步实施全国化。**公司在沿黄河流域享有较高市占率，核心基本盘市场山东为公司业绩提供稳定销量支持，并承接大量提价需求，此外山东产能辐射效应下，东三省近年来维持高速增长。公司加大沿海市场开发力度，沿海市场产品结构持续升级将为公司释放大量利润弹性。

**3、成本下降+罐化率提升打开利润空间。**疫情期间消费者居家饮酒需求带动行业非现饮渠道表现出色，公司持续加大罐装产能投放，预计未来4年内年均提升约5%罐化率，同时23年成本下降将带来盈利能力提升。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为3.20元、3.77元，“买入”评级。

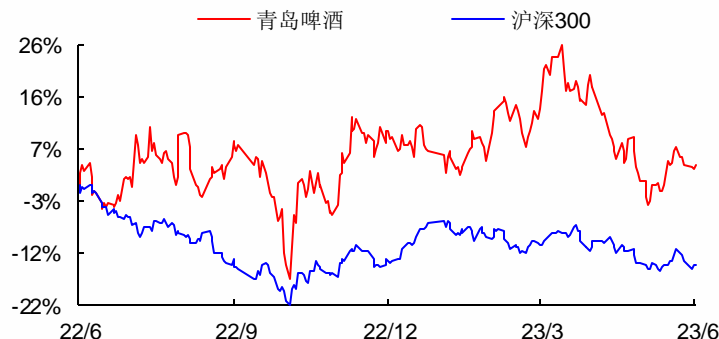
## □ 风险提示

原材料价格波动风险，啤酒销量下滑风险，高端化进度不及预期风险。

### 业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（亿元）	321.72	345.41	369.61
营业收入增长率	6.65%	7.36%	7.01%
归母净利润（亿元）	37.11	43.59	51.41
归母净利润增长率	17.59%	17.47%	17.95%
EPS（元）	2.72	3.20	3.77
P/E	39	33	28

### 股价表现



# 重庆啤酒（600132）：乌苏渠道调整见效，扬帆27再出发

## □ 投资逻辑

**1、乌苏22年有所承压，减轻包袱轻装上阵。**乌苏作为12元档的绝对大单品。22年来受制于疫情反复和渠道调整增长不及预期，但随着乌苏渠道结构的调整已有明显成效，预计23年乌苏将重回高速增长；此外乐堡及重庆两大腰部品牌表现良好，三驾马车为嘉士伯高端化发展保驾护航。

**2、内部结构再次调整。**公司22年11月进行内部组织结构的二次调整，在去年同期的基础上将华东及华南大部分区域重新调整BU管辖范围，并增加中国区总部的管理深度。各BU管理权限的划分得到更清晰的改善，有助于发挥各BU合力，保证渠道稳定性。

**3、高端产能扩建，经营效率显著提升。**公司目前产能集中在中西部地区，伴随沿海高端啤酒需求攀升，公司不断加大华东、华南地区高端产能布局，盐城工厂顺利投产缓解华东产能短缺压力，佛山工厂预计将于24年达产，供应链效率持续提升。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为3.18元、3.68元，“买入”评级。

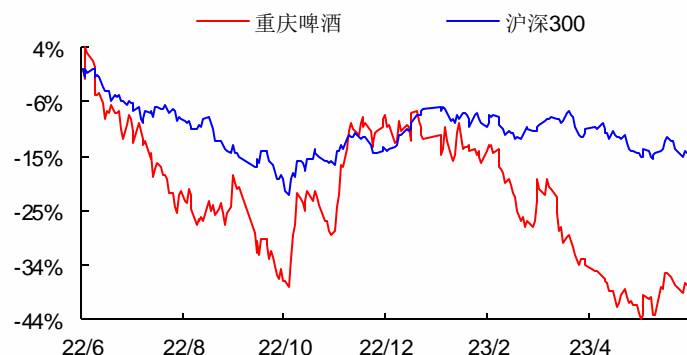
## □ 风险提示

原材料价格或大幅波动，乌苏恢复或不及预期，高端化竞争恶化风险。

### 业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（亿元）	140.39	159.46	181.40
营业收入增长率	7.01%	13.59%	13.75%
归母净利润（亿元）	12.64	15.45	17.89
归母净利润增长率	8.35%	22.25%	15.83%
EPS（元）	2.61	3.18	3.68
P/E	36	29	26

### 股价表现



# 伊利股份（600887）：盈利能力提升趋势明确，白奶更具韧性

## □ 投资逻辑

**1、23Q1液奶收入下滑，白奶增速领先。**2022年受疫情影响，乳制品送礼场景减少、物流运输效率降低，行业增速放缓；2023Q1由于外部环境扰动、同期基数较高，液体乳收入略下滑。分品类看，白奶类产品刚需属性较强，需求依然保持旺盛；酸奶、乳饮料类产品整体下滑。此外，消费分级趋势明显，高端产品、下沉市场均有增长机会。预计2023年随着疫情管控放开，消费场景将逐步恢复，需求将有所好转。

**2、澳优并表拉低盈利水平，内生净利率稳健。**1、2022年整体毛利率32.3%，同比提升1.6pp，主要由于产品结构升级、控制促销力度。2023Q1整体毛利率33.8%，同比下降0.7pp。2、费用率方面：1) 2022年销售费用率18.6%，同比增加1.1pp，主要由于并表澳优、冬奥会及世界杯相关产品宣费用增加。3、2022年、2023Q1净利率分别为7.6% (-0.3pp)、10.9% (-0.5pp)。剔除并表澳优影响后，2022年、2023Q1公司内生净利率分别提升0.1pp、持平。

**3、长期目标明确，盈利能力提升可期。**2022年公司保持全球乳业第五，大概率将提前实现全球乳业第一目标。预计2023年成本端将平稳，叠加产品结构改善、费用投放效率提高，公司盈利能力将逐步提高；2025年公司目标利润率达到9%-10%。奶价温和下降的背景下，通过结构升级、减少费用投放，龙头乳企盈利能力将重回增长区间。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为1.74元、2.01元，“买入”评级。

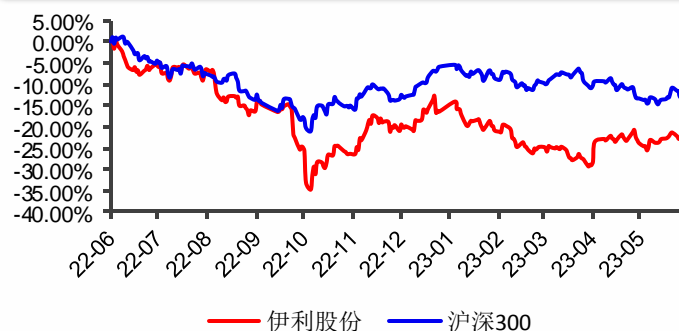
## □ 风险提示

原奶价格持续上涨风险；行业竞争加剧风险；食品安全风险。

## 业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（亿元）	1231.71	1361.95	1502.28
营业收入增长率	11.37%	10.57%	10.30%
归母净利润（亿元）	94.31	111.06	128.15
归母净利润增长率	8.34%	17.76%	15.38%
EPS（元）	1.48	1.74	2.01
P/E	19	16	14

## 股价表现



# 海天味业（603288）：行业龙头壁垒深厚，平台优势逐步确立

## □ 投资逻辑

**1、产品、品牌、渠道与供应链壁垒深厚。**公司在产品力、品牌知名度、渠道广度和深度与供应链效率方面均大幅领先其他业内竞争对手，构筑超强壁垒，龙头优势明显，竞争者无法撼动。

**2、渠道深耕+品类扩充，调味品平台属性显现。**公司未来增长主要来自两块：1、现有产品在结构升级+渠道扩充、深耕下仍有增长空间；2、借助调味品平台属性实现品类扩充，通过海天品牌背书+导入现有销售网络，能实现快速放量，未来海天将在更多的调味品品类上做到最大，不断打开成长的天花板。

**3、渠道改革加速发展。**公司开始核心经销商模式改革，将核心单品和营销资源聚焦于大经销商，借助大经销商的力量在终端进一步挤压其他品牌的生存空间，有望加速承接被淘汰企业所留下来的需求，中长期格局向好。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为1.50元、1.71元，“买入”评级。

## □ 风险提示

原材料价格或大幅波动，食品安全风险，提价不及预期风险。

业绩预测与估值指标			
指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（亿元）	256.10	284.44	317.90
营业收入增长率	2.42%	11.07%	11.76%
归母净利润（亿元）	61.98	69.72	79.41
归母净利润增长率	-7.09%	12.50%	13.89%
EPS（元）	1.34	1.50	1.71
P/E	36	32	28

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券

## 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 恒顺醋业（600305）：内部改革步履坚定，基本面改善可期

## □ 投资逻辑

1、**战略方面**，公司将坚持“做深醋业、做高酒业、做宽酱业”三大核心发展战略不变，剥离非主业资产完成后，专注发展调味品主业。

2、**产品方面**，一方面定期梳理现有产品线，逐步淘汰老化、低毛利产品；另一方面食醋通过恒顺+北固山双品牌优化产品结构；料酒/复调持续推出新品，完善产品矩阵。

3、**改革方面**，持续推进内部管理改革：原八大战区在战区总换血后升级为九大战区，进一步提升团队战斗力；优化薪酬激励机制；并构建全新营销体系。伴随股权激励等方案落地，管理、营销以及产品端改革持续深化，叠加公司食醋行业龙头地位巩固，未来增长空间广阔。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为0.18元、0.23元，“持有”评级。

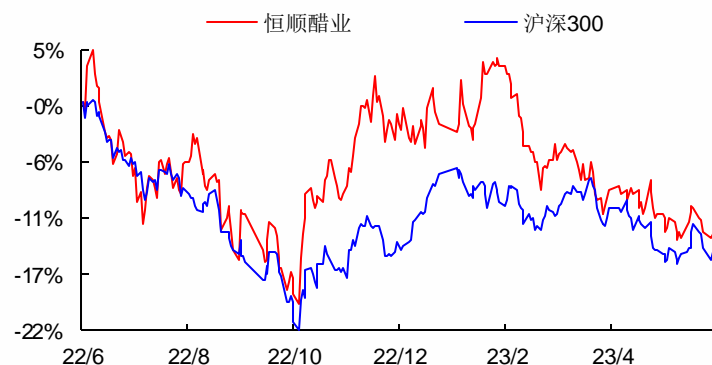
## □ 风险提示

原材料价格或大幅波动，新品推广或不及预期，市场竞争恶化风险。

### 业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2139.02	2449.32	2811.78
营业收入增长率	12.98%	14.51%	14.80%
归母净利润（百万元）	137.99	197.84	256.56
归母净利润增长率	16.04%	43.37%	29.68%
EPS（元）	0.14	0.18	0.23
P/E	87	61	47

### 股价表现



# 安井食品（603345）：深耕优质赛道，龙头优势稳固

## □ 投资逻辑

**1、速冻食品优质赛道。**速冻食品行业景气度高，行业增长来源于C端便捷性生活消费需求+B端餐饮提升效率需求，行业未来5-10年提供较快的增长环境。速冻火锅制品行业集中度低，CR5不到20%，大行业小公司格局明显，行业龙头仍有广阔提升空间。

**2、公司质地优秀,成长路径清晰：**1) 安井作为速冻火锅料和发面类面米制品双龙头，规模效应下的成本优势、覆盖全国的营销网络、强执行力的营销团队和突出的大单品打造能力构筑起公司核心竞争力。在速冻火锅料行业竞争格局改善和公司产能加速释放的背景下，公司业绩高成长确定性强；2) 成本上涨倒逼餐饮企业降本提效，B端速冻食品迎来需求爆发，安井较早切入餐饮食材供应链，B端客户高粘性铸就公司渠道壁垒；3) 品类扩充稳步推进，菜肴制品实现爆发：公司通过“轻资产+自产+外延并购”三路发力预制菜领域，凭借冷链体系与渠道优势打开成长空间；因此，从行业竞争格局来看，安井处于市占率快速提升阶段，同时龙头地位和规模优势帮助公司步入良性循环的发展快车道，盈利能力有望实现快速提升。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为5.03元、6.17元，“买入”评级。

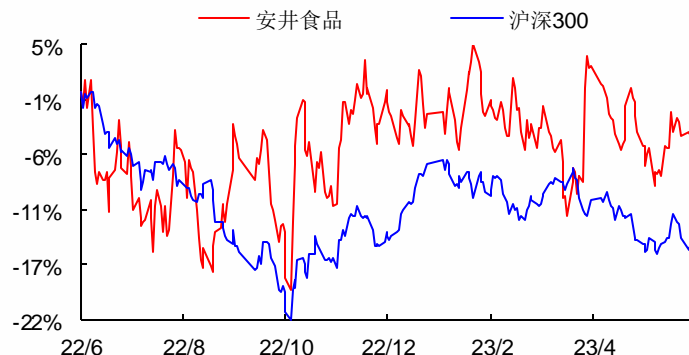
## □ 风险提示

原材料价格波动风险，餐饮复苏不及预期风险。

### 业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（百万元）	12182.66	15849.98	19480.43
营业收入增长率	31.39%	30.10%	22.91%
归母净利润（百万元）	1101.03	1455.27	1812.28
归母净利润增长率	61.37%	32.17%	24.53%
EPS（元）	3.75	5.03	6.17
P/E	42	31	26

### 股价表现





# 三全食品（002216）：渠道结构持续优化，有望开辟第二曲线

## □ 投资逻辑

**1、渠道方面**，公司将持续推进渠道改革，成立营销中心协调红标绿标管理；一方面借助绿标及福满记等性价比产品进攻农贸及低线市场；另一方面加大餐饮及新零售渠道开拓力度，持续提升渠道渗透率。

**2、产品方面**，公司在维持米面制品原有竞争优势的基础上，借助微波系列和焦炸丸子等创新单品切入预制菜行业，加速构筑第二增长曲线。

**3、激励方面**，22年末公司调整股权激励行权比例，达到原定目标的95%即可行权，有助于维护激励有效性，提振员工积极性。公司速冻米面行业龙头地位稳固，改革成效逐步显现，产品推新加渠道优化共同推动下，公司长期业绩有望稳健增长。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为1.04元、1.16元，“买入”评级。

## □ 风险提示

原材料价格波动风险，新品推广不及预期风险。

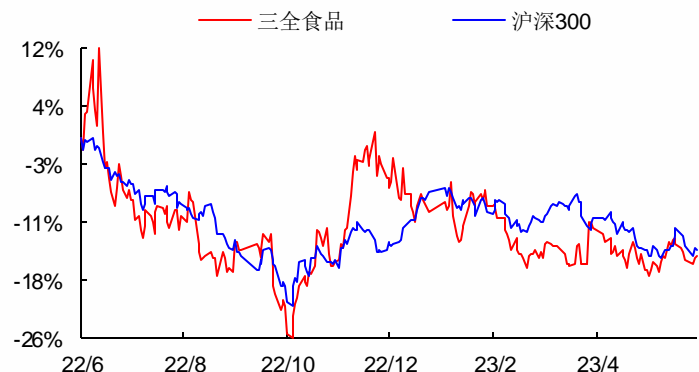
### 业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7434.30	8350.59	9244.80
营业收入增长率	7.07%	12.33%	10.71%
归母净利润（百万元）	800.91	913.86	1020.49
归母净利润增长率	24.98%	14.10%	11.67%
EPS（元）	0.91	1.04	1.16
P/E	17	15	13

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券

### 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 安琪酵母（600298）：成本拐点初现，盈利改善可期

## □ 投资逻辑

**1、传统酵母增速稳健，YE与衍生品领域发展迅猛。** 1) 传统酵母：传统酵母行业成熟，竞争格局稳定，预计未来将维持稳健增长。2) 酵母抽提物（YE）：公司在YE领域的产能及渠道布局处于全球领先地位，仍将保持较快增长。3) 酵母衍生品：保健品、动物营养、微生物营养等行业尚处成长阶段，伴随消费者健康意识提升，未来发展空间广阔。

**2、自产水解糖推进顺利，成本拐点初现。** 1) 糖蜜：2020年以来糖蜜价格持续上涨至突破历史高位，2022/23榨季糖蜜价格仍保持高位，公司已在春节前后价格相对较低时完成大部分采购。2) 水解糖：宜昌工厂15万吨水解糖产能爬坡较快，已基本开满，玉米水解糖成本明显低于糖蜜及外购水解糖价格，成本拐点初现。相关技术工艺可快速复制，短期将拥有45万吨水解糖产能，随着规模效应显现，水解糖成本将逐渐下降，同时可减少对外购糖蜜的依赖。

**3、多因素共振支撑利润率持续向上。** 除成本外，折旧、汇率、海运费等影响公司利润率的其他主要因素均处于改善区间，多因素共振支撑利润率持续向上；剥离喜旺及部分贸易糖等盈利能力较差的资产，更聚焦主业经营。长期看，公司作为全球酵母行业龙头，具备很强的定价能力，看好公司长期利润率波动减缓、盈利能力提升。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为1.79元、2.16元，“买入”评级。

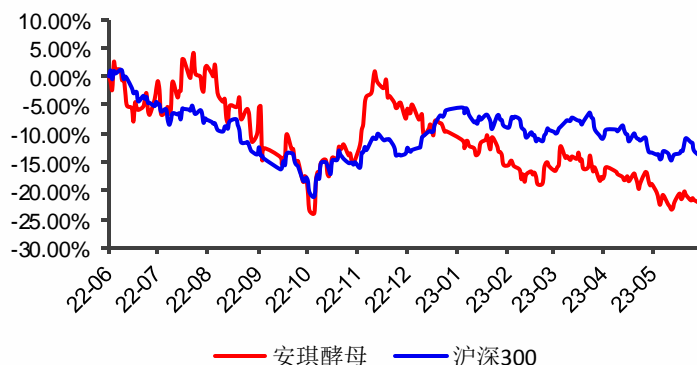
## □ 风险提示

原材料价格或大幅波动；汇率或大幅波动；水解糖开工进度或不及预期。

### 业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（百万元）	12843.30	14626.56	16989.56
营业收入增长率	20.31%	13.88%	16.16%
归母净利润（百万元）	1321.22	1552.84	1872.65
归母净利润增长率	0.97%	17.53%	20.59%
EPS（元）	1.52	1.79	2.16
P/E	24	20	17

### 股价表现





# 绝味食品（603517）：门店数量持续增加，单店收入恢复

## □ 投资逻辑

**1、开店节奏提速，单店营收环比改善。**1) 开店方面，2023年以来公司加快开店节奏，开店进度快于往年，疫情期间公司给予加盟商较大支持，疫后放开以来加盟商经营状况较好、开店热情较高。公司开店空间广阔，高线城市拓展、低线城市下沉方面均有增量空间。2) 单店营收方面，春节期间需求较高叠加疫情管控放开人流量恢复，一季度单店营收逐步好转；4月以来进一步好转。单店营收提升与门店数量增加将形成共振，带动收入释放弹性。

**2、连续实行股权激励，未来高增速可期。**2022年9月，公司发布新一轮股权激励计划，已对177名核心员工授予847.7万份股票期权，并要求公司2023-2025年营业收入相对2021年增速不低于19%、39%、67%。公司连续实行股权激励计划，覆盖人员较广，将激发相关员工积极性，从而提升公司整体经营效率。

**3、H股上市推动海外业务发展，外延投资拓展成长曲线。**1、2023年3月公司发布拟在H股上市的公告，将以H股上市推动海外业务发展。公司海外门店主要分布于港澳、东南亚、日本、加拿大等地，将以直营+加盟方式拓店，并逐步建立供应链体系。2、公司围绕卤味、特色味型调味品、轻餐饮等进行外延股权投资，探索第二、第三成长曲线，致力于构建美食生态圈。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为1.57元、1.98元，“买入”评级。

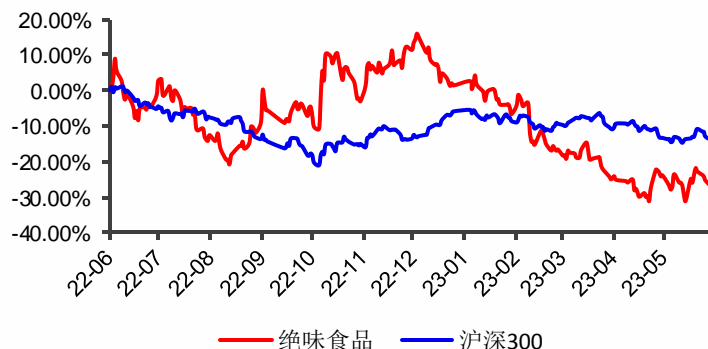
## □ 风险提示

原材料价格或大幅波动；汇率或大幅波动。

### 业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6622.84	8035.40	9512.80
营业收入增长率	1.13%	21.33%	18.39%
归母净利润（百万元）	232.54	993.63	1250.03
归母净利润增长率	-76.29%	327.30%	25.80%
EPS（元）	0.37	1.57	1.98
P/E	104	24	19

### 股价表现



# 洽洽食品（002557）：渠道精耕优化，延续稳健增长

## □ 投资逻辑

**1、瓜子、坚果双轮驱动，延续稳健增长。** 1) 瓜子增长空间主要来自国际化、渠道精耕、品类拓展。国际化：公司已经做到泰国市场第一，公司将积极布局印尼等其他东南亚市场。渠道精耕：在县乡下沉市场仍有很大空间。3) 品类拓展：口味拓展、细分特通渠道拓展。2) 每日坚果已成为第一，未来将成为线下绝对第一。后续除每日坚果外，公司将陆续培育风味坚果、壳坚果产品。随着规模扩大，原料采购、渠道控制等方面效率提高，毛利率将持续提升。

**2、渠道精耕优化，积极渗透新渠道。** 1) 优化渠道精耕模式，2022年末渠道数字化平台掌控终端网点数量超20万家。计划在未来3-5年将终端数量提升至100万个，并抓住社区团购等新渠道发展机会，巩固渠道优势。2) 公司积极布局餐饮、茶饮、会员店、零食量贩店等渠道，推出风味各异的新品以满足不同渠道消费者的需求。3) 电商回归主航道，在抖音、直播电商等渠道逐步突破，已实现有所减亏。

**3、连续实行员工持股计划，长期发展动力充足。** 公司发布第七期、第八期员工持股计划，分别有不超31名、630名高管人员及骨干员工参与，持股金额分别为1091万元、5000万元。连续实行员工持股，且激励范围较广，有助于充分激发员工动力、完善公司激励制度，利于公司长期健康发展。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为2.29元、2.69元，“买入”评级。

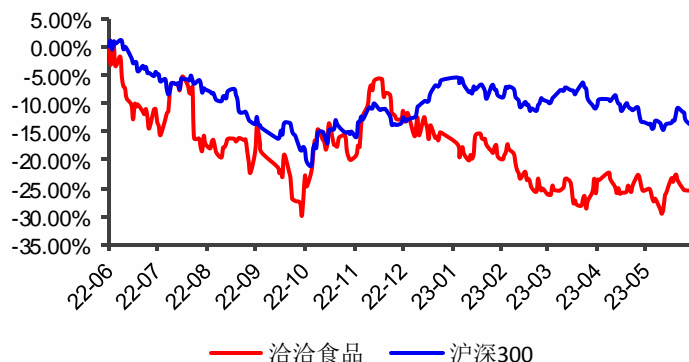
## □ 风险提示

渠道拓展或不及预期；原材料价格或大幅波动；食品安全风险。

### 业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6883.37	7974.55	9139.84
营业收入增长率	15.01%	15.85%	14.61%
归母净利润（百万元）	976.00	1158.97	1366.35
归母净利润增长率	5.10%	18.75%	17.89%
EPS（元）	1.93	2.29	2.69
P/E	21	18	15

### 股价表现



# 盐津铺子（002847）：产品、渠道全面改革，持续兑现高增

## □ 投资逻辑

**1、行业空间广阔，差异化竞争突显优势。**休闲零食市场空间千亿元，且行业较为分散，尚未形成品牌龙头企业；部分品类竞争格局已经形成，难以突破。盐津产品端以差异化竞争为突破口，避开龙头优势产品，注重特色；生产端自加工，保证质量；产品和渠道协同，将充分享受行业快速增长。公司聚焦辣卤零食、深海零食、烘焙、薯片、蒟蒻、果干六大核心品类，产品品类齐全，以实验工厂模式对市场变化快速作出反应，新品储备丰富。

**2、渠道全面覆盖，零食专营成为增长新引擎。**公司与大型连锁商超合作关系紧密，并由大型连锁商超带动地区经销商发展，全面覆盖线下渠道；同时积极拥抱电商、CVS、零食专卖店、校园店等，形成全渠道覆盖。公司与零食专营渠道深度合作，2022年零食很忙系统已成为公司最大客户，销售收入占比7.3%，主要零食专营系统均与公司有合作，全面拥抱渠道变革。

**3、尽享改革成效，长远发展可期。**2021年公司提出“多品牌、多品类、全渠道、全产业链、（未来）全球化”的中长期发展战略，由渠道驱动增长转型为产品、渠道双轮驱动。转型以来效果显著，公司产品及渠道持续优化，整体表现略超预期。此外，公司发布2023年限制性股票激励计划（草案），拟对86名中高管及核心技术（业务）人员授予220万股，占公司股本的1.71%，公司长期激励制度进一步健全。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为2.37元、3.00元，“买入”评级。

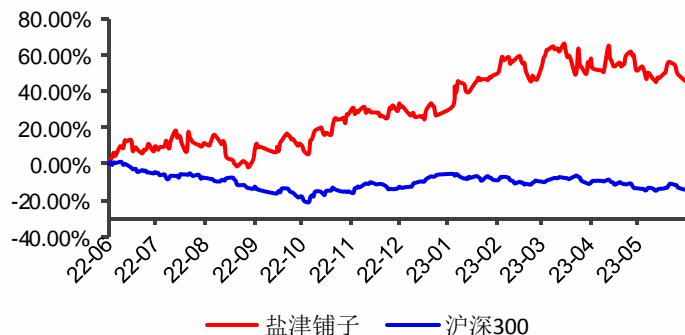
## □ 风险提示

原材料价格或大幅波动；渠道拓展或不及预期；新品开拓或不及预期。

### 业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2893.52	3511.63	4235.35
营业收入增长率	26.83%	21.36%	20.61%
归母净利润（百万元）	301.49	465.26	588.97
归母净利润增长率	100.01%	54.32%	26.59%
EPS（元）	1.54	2.37	3.00
P/E	52	33	26

### 股价表现



# 桃李面包（603866）：利润压力仍存，期待全年改善

## □ 投资逻辑

**1、主业稳健增长，华东地区增速亮眼。**明星产品醇熟系列稳健增长，新品轻乳芝士蛋糕、撕圈黄油面包等高速增长，产品竞争力持续提升；同时加快新品推出速度，满足消费者多样需求。继续加大拓展华东、华南市场，进一步挖掘华北、东北市场潜力，同时积极拓展西南市场、新疆市场，完善全国市场布局。

**2、成本+新产能爬坡带来利润双重压力。**整体毛利率23.9%，同比下滑1.7pp，主要由于：1) 原材料价格持续上涨；2) 部分新建项目投产后产能未完全释放、前期费用较高。整体净利率9.4%，同比下滑1.5pp，利润端持续承压。

**3、产能储备充足，继续推进全国化。**1) 产能方面，公司已在全国22个区域建立生产基地，并向周边辐射销售，合计产能45万吨，整体产能利用率81.4%。逐步推进产能扩张，沈阳、青岛、泉州、广西、长春、河南、上海生产基地正在建设中，预计将逐步释放新产能30.9万吨。新产能释放后将进一步丰富面包品类、提升市场份额，同时规模效应将逐步显现。2) 渠道方面，公司在巩固线下优势的同时积极拓展线上及新零售，实现线上线下融合发展。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为0.46元、0.52元，“持有”评级。

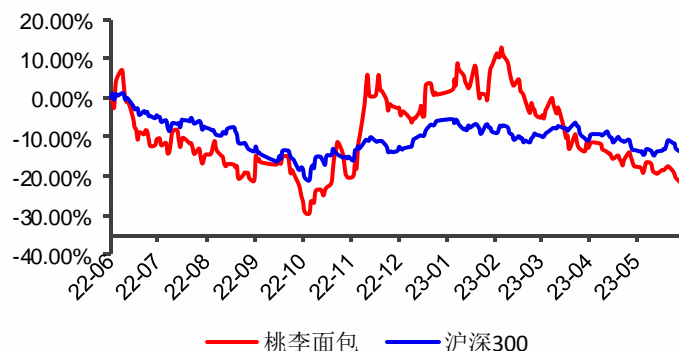
## □ 风险提示

原材料价格或大幅波动；市场开拓不达预期风险。

### 业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6686.26	7458.41	8304.61
营业收入增长率	5.54%	11.55%	11.35%
归母净利润（百万元）	640.06	734.43	838.55
归母净利润增长率	-16.14%	14.74%	14.18%
EPS（元）	0.40	0.46	0.52
P/E	25	22	19

### 股价表现



# 晨光生物 (300138) : 品类扩张拓展边界, 技术研发降本增效

## □ 投资逻辑

**1、主力产品稳中求进, 梯队潜力产品延续高增。**辣椒红、辣椒精、叶黄素已做到世界第一, 通过在国外发展种植基地及加强育种研发进一步加深成本优势。甜菊糖苷持续改进工艺、改造设备和提升技术, 未来份额有望提升; 姜黄素和水飞蓟势头较好, 正在培育做成过亿的产品; 番茄红素增长偏慢, 在推动国家标准往食品应用方面推广。

**2、竞争优势明显, 阶段性目标逐步实现。**第一梯队产品优势突出, 众多潜力品种构建第二成长曲线, 规模效应初步形成。1、辣椒红素、辣椒精和叶黄素三个主力品种全球市占率第一, 分别约为70%、40%和30%, 话语权较大; 2、众多潜力品种崭露头角, 已有甜菊糖、花椒提取物、番茄红素、姜黄素、水飞蓟、胡椒等近十个单品收入在千万级别以上, 成为未来成长主力。3、保健品、中药提取等大健康产业已开启前期布局, 是公司中长期拓展目标。

**3、全球布局原料基地, 夯实成本优势。**原料端, 印度原料种植面积增长, 赞比亚万寿菊颗粒车间已建成投产。生产端, 甜菊糖、辣椒新疆车间、迷迭香萃取车间等生产成本均大幅下降。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为1.04元、1.31元, “买入”评级。

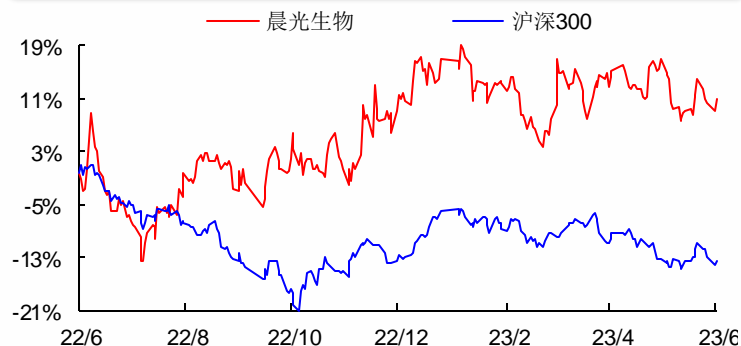
## □ 风险提示

市场需求低迷风险; 原材料供应及价格波动风险。

### 业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	6295.87	7631.29	9066.42
营业收入增长率	29.18%	21.21%	18.81%
归母净利润 (百万元)	434.03	555.75	700.24
归母净利润增长率	23.48%	28.04%	26.00%
EPS (元)	0.81	1.04	1.31
P/E	22	17	13

### 股价表现





# 广州酒家 ( 603043 ) : 食品业务助力上行, 餐饮复苏释放弹性

## □ 投资逻辑

**1、月饼优势显著, 速冻产能放量, 餐饮疫后反转。**公司是粤菜餐饮老字号, 通过品牌和研发优势赋能食品业务, 业绩有望持续兑现。月饼作为公司基本盘, 短期受益于月饼大年+需求复苏, 中长期看头部提价+市占率提升。速冻业务作为公司新增长曲线, 梅州、湘潭工厂速冻车间工程陆续投产以及广州基地新产线带来增量, 产能仍有释放空间, 短期是公司业绩增长主力军, 中长期或有望接力月饼成为公司第一大业务。广州酒家和陶陶居餐饮品牌力强, 短期内关注复苏和经营杠杆带动业绩高增, 中长期期待全国布局。

**2、省内渠道提升效率, 省外线上持续扩张。**公司省内外协同发展, 积极开拓上海为中心的华东市场, 重点布局粤港澳大湾区优势市场。主动减少低效经销商以提升渠道效率, 加强广东省内外经销商网络铺设并重点推进电商营销。

**3、开启新一轮国改, 从广州走向全国。**公司实控人广州市国资委提出将对标世界一流企业建设。2020年初新管理层上任后遇疫情省外扩张受影响, 现负面因素逐步消除。餐饮行业出清、湘潭二期储备、渠道拓展推进为扩张助力。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024年EPS分别为1.25元、1.54元, “买入”评级。

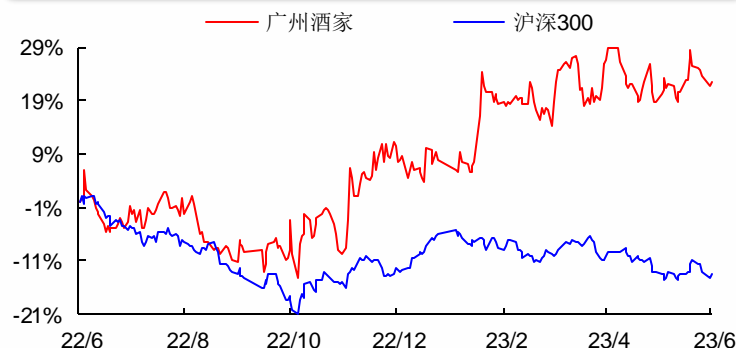
## □ 风险提示

产能建设或不及预期; 省外市场拓展或不及预期; 原材料价格上涨风险。

### 业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	41.12	51.34	59.96
营业收入增长率	5.72%	24.84%	16.79%
归母净利润 (亿元)	5.20	7.08	8.77
归母净利润增长率	-6.68%	36.07%	23.88%
EPS (元)	0.92	1.25	1.54
P/E	31	23	19

### 股价表现



# 重点公司估值表

代码	公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			投资评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600159	贵州茅台	1709.00	49.93	59.29	69.23	34	29	25	买入
000858	五粮液	166.66	6.88	8.05	9.36	24	21	18	买入
000568	泸州老窖	212.46	7.04	8.87	10.96	30	24	19	买入
600809	山西汾酒	195.60	6.64	8.53	10.85	29	23	18	买入
600779	水井坊	61.28	2.49	2.58	3.14	25	24	20	买入
000596	古井贡酒	252.04	5.95	8.22	10.54	42	31	24	买入
603198	迎驾贡酒	59.03	2.13	2.67	3.31	28	22	18	买入
603589	口子窖	49.93	2.58	3.10	3.63	19	16	14	买入
603369	今世缘	54.37	2.00	2.58	3.25	27	21	17	买入
002304	洋河股份	134.97	6.22	7.51	8.61	22	18	16	买入
600559	老白干	25.51	0.77	0.82	1.09	33	31	23	买入
000799	酒鬼酒	92.85	3.23	3.71	4.88	29	25	19	买入
002646	天佑德酒	13.18	0.16	0.33	0.54	83	40	25	买入
600887	伊利股份	28.73	1.48	1.74	2.01	19	16	14	买入
600298	安琪酵母	36.40	1.52	1.79	2.16	24	20	17	买入
603517	绝味食品	38.15	0.37	1.57	1.98	104	24	19	买入
002557	洽洽食品	41.20	1.93	2.29	2.69	21	18	15	买入
002847	盐津铺子	79.16	1.54	2.37	3.00	52	33	26	买入
603866	桃李面包	10.04	0.40	0.46	0.52	25	22	19	持有
0291.HK	华润啤酒	50.40	1.29	1.68	1.95	36	31	27	买入
600600	青岛啤酒	102.30	2.72	3.20	3.77	39	33	28	买入
600132	重庆啤酒	97.08	2.61	3.18	3.68	36	29	26	买入

## 重点公司估值表

代码	公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			投资评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
603288	海天味业	48.65	1.34	1.50	1.71	36	32	28	买入
600305	恒顺醋业	11.01	0.14	0.18	0.23	87	61	47	持有
603345	安井食品	158.20	3.75	5.03	6.17	42	31	26	买入
300138	晨光生物	17.63	0.81	1.04	1.31	22	17	13	买入
603043	广州酒家	28.71	0.92	1.25	1.54	31	23	19	买入





**西南证券**  
SOUTHWEST SECURITIES

**分析师：朱会振**

**执业证号：S1250513110001**

**电话：023-63786049**

**邮箱：zhz@swsc.com.cn**

**联系人：王书龙**

**电话：023-63786049**

**邮箱：wsl@swsc.com.cn**

**联系人：夏霁**

**电话：021-58351969**

**邮箱：xiaji@swsc.com.cn**

**联系人：舒尚立**

**电话：023-63786049**

**邮箱：ssl@swsc.com.cn**

**联系人：杜雨聪**

**电话：023-63786049**

**邮箱：dyuc@swsc.com.cn**

**联系人：笪文钊**

**电话：023-63786049**

**邮箱：dwzyf@swsc.com.cn**

## 西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

### 公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上  
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间  
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间  
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

### 行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上  
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间  
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



# 西南证券研究发展中心

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	汪艺	销售经理	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	陈阳阳	销售经理	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn	卜黎旻	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfy@swsc.com.cn	徐铭婉	销售经理	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	巢语欢	销售经理	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn				
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				