

食品饮料

报告日期：2023年07月10日

复苏呈现新特点，紧抓三条投资主线

——大众品 23Q2 业绩前瞻专题报告

投资要点

- **啤酒：**高基数下销量仍显强韧性，重点关注结构升级和成本改善。预计青啤、重啤 23Q2 收入增速分别为 8%/7%。
- **休闲零食：**渠道变革红利期+自身改革举措显现，业绩保持良好增长。预计 23Q2 洽洽食品/劲仔食品/盐津铺子收入增速分别为 5%左右/35-40%/55%左右。
- **速冻食品：**板块趋势稳健，更需重视长期竞争力持续加强的质优公司。预计 23Q2 安井食品/千味央厨收入增速分别为 25%-30%/37%-40%。
- **乳制品：**本轮原奶下行期，龙头企业更注重盈利能力。预计 23Q2 伊利股份/新乳业/李子园收入增速分别为个位数增长/10%/持平略降，预计 23H1 飞鹤收入中低个位数增长。
- **调味品：**零添加拉动行业升级，需求复苏下企业表现分化。预计 23Q2 海天味业/日辰股份/千禾味业/中炬高新/涪陵榨菜/天味食品/安琪酵母收入增速分别为 2%/11%/35%/5%/-6%/18%/11%。
- **烘焙：**需求修复叠加成本下行，23Q2 业绩将略有改善。预计南侨食品/立高食品/海融科技收入增速分别为 5%-10%/25%左右/15-20%。
- **卤制品：**需求逐步恢复，静待成本改善。预计 23Q2 绝味食品收入增速为 13%。
- **软饮料：**场景修复带来需求的恢复，23Q2 业绩有望实现较好增长。预计 23Q2 东鹏饮料收入增速为 25%-30%。

投资建议

- 我们认为 23 年经济的温和复苏与大众品的渐进式回暖为主旋律，但疫后复苏亦存在新的消费特点，冲动性消费让位于理智型消费，在此背景下消费者希望以更合适的价格获得高品质产品，因此“高质性价比”产品更受消费者青睐；另外从终端恢复来看，以中小餐饮和门店为代表的线下场景恢复较慢，线上和家庭消费恢复较好。由此，我们针对以上情况，对推荐的板块/赛道进行归类：
 - (1) 基于当前消费者希望以更合适的价格获得高品质产品，我们重点推荐具备“高质性价比”特点的标的，主要涉及量贩零食、低温奶、高档啤酒、预制菜、保健品等赛道；
 - (2) 基于当前场景消费恢复较缓，我们推荐不太依赖中小 B 门店&场景受损带来低基数的标的，主要涉及乳制品、饮料、烘焙板块；
 - (3) 具备事件催化&成本下行标的。
- 结合二季报业绩，我们梳理以下三条投资主线：
 - (1) 二季报/全年业绩高确定性的标的：推荐安井食品、青岛啤酒、伊利股份、新乳业、千味央厨、东鹏饮料、立高食品；建议关注华润啤酒、燕京啤酒、紫燕食品；
 - (2) 二季报业绩有望超预期的标的：推荐盐津铺子、劲仔食品，建议关注甘源食品、百润股份、燕塘乳业；
 - (3) 下半年基本面趋势改善明显/趋势反转的标的：推荐中炬高新、重庆啤酒、路德环境、仙乐健康、三只松鼠、日辰股份、均瑶健康。

行业评级：看好(维持)

分析师：杨骥
执业证书号：S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

分析师：孙天一
执业证书号：S1230521070002
suntianyi@stocke.com.cn

分析师：杜宛泽
执业证书号：S1230521070001
17621373969
duwanze@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《关注二季报超预期机会，休闲零食延续高增态势》
2023.07.09
- 2 《估值底+预期底背景下，关注二季报有望超预期标的》
2023.07.06
- 3 《持续推荐顺鑫农业，关注二季报有望超预期标的》
2023.07.02

正文目录

1 大众品：复苏呈现新特点，成本助力弹性释放	4
2 子板块分析	5
2.1 啤酒：高基数下销量仍显强韧性，重点关注结构升级和成本改善	5
2.2 休闲零食：渠道变革红利期+自身改革举措显现，业绩保持良好增长	5
2.3 速冻：板块趋势稳健，更需重视长期竞争力持续加强的质优公司	5
2.4 乳制品：本轮原奶下行期，龙头企业更注重盈利能力	5
2.5 调味品：零添加拉动行业升级，需求复苏下企业表现分化	5
2.6 烘焙：需求修复叠加成本下行，23Q2 业绩将略有改善	5
2.7 卤制品：需求逐步恢复，静待成本改善	6
2.8 软饮料：场景修复带来需求的恢复，23Q2 业绩有望实现较好增长	6
3 重点公司跟踪	7
3.1 青岛啤酒：结构升级&成本改善，盈利弹性有望释放	7
3.2 重庆啤酒：乌苏处于持续恢复通道，盈利能力趋势向上	7
3.3 洽洽食品：高基数影响下预计增速缓慢恢复	8
3.4 盐津铺子：多渠道发力驱动 Q2 业绩的快速增长	8
3.5 劲仔食品：大包装放量新渠道和新品类拓展顺利，Q2 预计保持高增	8
3.6 海融科技：高基数下预计业绩保持增长	8
3.7 南侨食品：贝果放量带来新的增量，23Q2 经营稳健	8
3.8 安井食品：淡季蓄力夯实内功，持续加强长期竞争力	8
3.9 千味央厨：大 B 密集推新+品类拓展，静待弹性释放	8
3.10 伊利股份：利润率扩张，估值有望抬升	9
3.11 新乳业：收入稳健增长，盈利弹性释放开启	9
3.12 李子园：成本改善+提价拉动，预计 Q2 毛利率提升	9
3.13 海天味业：经营稳健，库存去化	9
3.14 日辰股份：餐饮业务复苏，客户开发持续推进	9
3.15 千禾味业：零添加动销超预期，传统渠道开发加快	9
3.16 中炬高新：股权变更进度超预期，管理改善可期	9
3.17 涪陵榨菜：主品类动销改善，新品类推广上市	9
3.18 天味食品：小龙虾旺季来临，大单品持续放量	9
3.19 安琪酵母：23Q2 经营稳定，海外快于国内	10
3.20 立高食品：需求回暖叠加成本下行，业绩边际改善	10
3.21 绝味食品：主业加速修复，龙头势能不改	10
3.22 东鹏饮料：场景修复带来业绩的良好增长	10
3.23 五芳斋：端午旺季动销良好，23Q2 预计保持快速增长	10
3.24 仙乐健康：23Q2 承压，下半年加速	10
3.25 路德环境：期待短期催化落地，下半年有望加速	10
3.26 中国飞鹤：出生人口下降，行业需求承压	11
4 投资建议	11
5 风险提示	11

图表目录

图 1: 大众品主要原材料成本.....	4
图 2: 大众品重点公司 Q2 前瞻预测一览表 (截至 20230709)	7

1 大众品：复苏呈现新特点，成本助力弹性释放

我们认为 23 年经济的温和复苏与大众品的渐进式回暖为主旋律，但疫后复苏亦存在新的消费特点。从产品视角来看：“高质性价比”产品更受消费者青睐，如零食量贩、低温奶、高端啤酒、零添加调味品等；从渠道视角来看：线下场景恢复较慢，线上和家庭消费恢复较好，由此我们看到饮料、乳制品等在 22 年低基数且不依托餐饮和门店修复的板块在本轮复苏中具有较好的表现。

多种原材料成本出现回落，有望助力业绩弹性释放。

图1：大众品主要原材料成本

板块	啤酒板块				休闲零食		烘焙板块			卤制品				
	大麦	铝	玻璃	瓦楞纸	开心果 (未去壳)	去壳夏威夷果	棕榈油	白砂糖	面粉	鸭肝	鸭舌	鸭翅	鸭掌	锁骨
2022年1月	28%	43%	3%	-3%	68%	24%	55%	8%	25%	17%	28%	-21%	18%	-3%
2022年2月	22%	34%	3%	-8%	9%	200%	59%	7%	23%	9%	22%	-19%	24%	-13%
2022年3月	26%	33%	-5%	10%	88%	92%	64%	7%	28%	10%	19%	-16%	25%	-14%
2022年4月	23%	5%	-10%	0%	83%	155%	90%	9%	29%	18%	26%	-6%	50%	2%
2022年5月	27%	1%	32%	9%	49%	9%	80%	5%	31%	16%	15%	-5%	41%	-8%
2022年6月	23%	4%	-36%	-12%	6%	146%	26%	7%	30%	18%	13%	-5%	39%	-6%
2022年7月	4%	-7%	-48%	-15%	-33%	178%	13%	5%	30%	19%	7%	-2%	49%	-9%
2022年8月	35%	-10%	-45%	-19%	-61%	207%	3%	2%	32%	24%	7%	10%	64%	-10%
2022年9月	34%	-20%	-39%	-20%	-49%	18%	-23%	1%	31%	35%	22%	16%	86%	-3%
2022年10月	29%	-13%	-34%	-29%	-53%	62%	-19%	0%	40%	33%	45%	25%	79%	-2%
2022年11月	33%	0%	-22%	-31%	-8%	-7%	-11%	-9%	36%	32%	35%	30%	67%	-9%
2022年12月	-5%	-5%	25%	26%	-5%	-27%	-16%	1%	37%	27%	24%	36%	45%	-8%
2023年1月	31%	-14%	-18%	-16%	-10%	-46%	-28%	1%	1%	33%	29%	47%	45%	2%
2023年2月	31%	-19%	-27%	-19%	-17%	-29%	-39%	4%	10%	51%	29%	64%	55%	12%
2023年3月	6%	-19%	-29%	-20%	-4%	15%	-44%	7%	7%	94%	34%	80%	68%	26%
2023年4月	10%	-11%	4%	-24%	1%	-36%	-54%	9%	6%	74%	28%	66%	28%	-2%
2023年5月	1%	-12%	3%	-22%	-11%	-12%	-55%	3%	3%	51%	16%	49%	11%	3%
2023年6月		-7%	1%	-23%	-5%		-57%	4%	3%	41%	9%	38%	12%	2%

板块	速冻板块				乳制品板块		调味品					
	鸡肉	猪肉	鱼糜	大豆	油脂	生鲜乳	大包粉	大豆	白砂糖	味精	PET切片	玻璃
2022年1月	2.7%	-52.7%	21.8%	2.2%	14.4%	0.4%	18.9%	5%	8%	21%	57%	13%
2022年2月	-2.4%	-53.5%	15.9%	8.9%	27.7%	-0.7%	24.8%	3%	7%	21%	43%	13%
2022年3月	-3.3%	-51.3%	10.7%	7.6%	36.3%	-2.1%	10.7%	2%	7%	10%	34%	-5%
2022年4月	4.2%	-42.1%	0.9%	0.9%	37.7%	-1.9%	6.8%	7%	9%	8%	41%	-10%
2022年5月	3.1%	-24.8%	-7.5%	3.3%	30.6%	-1.8%	-4.7%	11%	5%	23%	49%	-32%
2022年6月	5.0%	-7.3%	-12.7%	1.6%	30.5%	-3.4%	2.8%	16%	7%	25%	57%	-36%
2022年7月	9.1%	-30.9%	-18.2%	1.8%	11.4%	-4.5%	1.6%	12%	5%	11%	27%	-48%
2022年8月	12.5%	36.0%	-20.7%	2.8%	14.0%	-5.6%	-2.6%	13%	2%	23%	23%	-45%
2022年9月	11.8%	-54.9%	-16.7%	2.8%	12.7%	-4.6%	-1.7%	11%	1%	17%	24%	-39%
2022年10月	12.9%	73.6%	-18.3%	6.1%	15.6%	-3.9%	-7.4%	7%	0%	12%	-1%	-34%
2022年11月	9%	5%	-9%	1%	23%	-4%	-15%	-9%	-9%	0%	-9%	-22%
2022年12月	5%	12%	-5%	4%	16%	-4%	-16%	4%	1%	7%	-9%	-25%
2023年1月	4%	4%	-11%	3%	9%	-4%	-21%	3%	1%	1%	-7%	-18%
2023年2月	6%	13%	-5%	2%	-7%	-5%	-28%	2%	4%	9%	-6%	-27%
2023年3月	8%	11%	-11%	-6%	-8%	-5%	-30%	-3%	7%	9%	-11%	-29%
2023年4月	0%	-1%	-11%	-13%	-16%	-6%	-27%	-9%	19%	7%	-7%	4%
2023年5月	1%	-9%	-9%	-16%	-20%	-7%	-18%	-15%	13%	0%	-16%	13%
2023年6月	0%	-10%	-10%	-17%	-22%	-8%	-24%	-18%	14%	3%	-23%	11%

资料来源：WIND、浙商证券研究所

2 子板块分析

2.1 啤酒：高基数下销量仍显强韧性，重点关注结构升级和成本改善

高基数下旺季销量表现平稳，重点关注结构升级和成本改善。市场担忧中小餐饮复苏较慢&22年旺季高基数影响动销下啤酒 Q2 业绩承压，我们认为更应关注啤酒 23Q2 的结构升级和成本改善。**亮点 1:** 在大众品渐进式回暖的背景下，当前消费者希望以更合适的价格获得高品质产品，高档啤酒则属于“高质性价比”特点的产品，23 年啤酒结构升级仍延续，主要次高以上大单品均迎较快增长，23Q2 次高以上产品增速显著更优。**亮点 2:** 费用率维持稳定，由于目前易拉罐、纸箱等包材成本下降幅度较大，预计 23Q2 成本端有望迎显著改善，2023 年 6 月 30 日玻璃、瓦楞纸、铝价格较 22 年均值变动+4%、-23%、-7%。

伴随二季度结构升级、成本改善、高温天气催化，23Q2 业绩弹性可期，基本面仍强劲。推荐青岛啤酒、重庆啤酒，关注华润啤酒、燕京啤酒。

2.2 休闲零食：渠道变革红利期+自身改革举措显现，业绩保持良好增长

23Q2 受益于渠道变革红利，和业内企业自身的改革举措持续生效，预计零食板块业绩有望保持较好的增长。我们此前曾多次强调自 21 年开始休闲零食行业开始进入新一轮的变革周期，业内企业开始主动进行改革，22 年是效果显现的第一年，23 年红利仍会持续。23 年以来，零食板块优质企业的动销持续保持高增，预计板块内改革效果明显的休闲零食标的依托于自身改革措施，以及零食专营等新渠道的贡献，23Q2 均会有较好的业绩表现。展望全年，休闲零食板块作为我们 22 年重点推荐的子板块之一，23 年仍然持续推荐，继续看好渠道和公司变革红利期带来的机会。

2.3 速冻：板块趋势稳健，更需重视长期竞争力持续加强的质优公司

23Q2 进入 C 端淡季，板块内企业 C 端业务苦练内功，B 端业务密集推新。展望下半年，市场担忧板块在三年高基数后增长中枢或下移，我们认为：首先 23 年板块收入稳健增长，业绩增速快于收入的趋势不变；其次更需重视通过潜力大单品推广+新渠道拓展+降本增效多点发力从而持续加强长期竞争力的质优公司。

2.4 乳制品：本轮原奶下行期，龙头企业更注重盈利能力

市场担忧本轮原奶下行后市场竞争或加大，我们认为本轮原奶下行期龙头企业更注重盈利能力。①伴随需求逐渐恢复，龙头乳企有望通过产品结构升级+渠道拓展+品类扩张实现收入稳增，②同时原奶下行，年内板块盈利能力或呈恢复性改善，③叠加费用使用效率提升，23 年内板块业绩趋势向好。板块内需重视两类机会：①伴随经营逐季改善，全国性乳企估值有望修复；②区域乳企更受益原奶下行，如有新品新渠道逻辑，业绩有望实现高成长。

2.5 调味品：零添加拉动行业升级，需求复苏下企业表现分化

餐饮需求恢复+成本高位回落+产品结构性升级，23 年板块基本面开始修复。市场关注短期需求复苏情况，我们认为在需求复苏的过程中，也需关注不同需求结构变化（包括渠道结构、产品结构等），伴随需求持续改善&成本拐点显现，后续布局机会仍存。我们认为在当前阶段应重视 α 机会，即短期存在催化如数据恢复可持续以及边际改善明显、长期业绩可持续提升的标的：①千禾味业：零添加带动产品结构升级，23 年业绩有望超预期；②中炬高新：23H2 基本面修复有望加速，长期盈利能力提升可期。

2.6 烘焙：需求修复叠加成本下行，23Q2 业绩将略有改善

23年受益于需求上行+成本下行，23Q2烘焙板块业绩有望改善。2022年由于防控，终端烘焙店面临闭店和需求持续下行；与此同时由于棕榈油等油脂价格的持续上涨给烘焙板块成本端带来较大压力，2022年烘焙企业业绩受损严重。23年以来烘焙终端需求有所恢复；而自22年6月棕榈油价格达到年内高点后开始持续下行，截至2023年6月30日，棕榈油主力期货合约价格同比下降23%，烘焙企业毛利率有望边际修复，由此23Q1我们预计烘焙板块业绩有望同比改善。

2.7 卤制品：需求逐步恢复，静待成本改善

至暗时刻已过，23Q1起需求逐步修复。1) **需求复苏下开店加速：**加盟商盈利能力基本修复，开店动力充足，卤味头部企业在行业小厂出清的情况下重回快速开店通道；2) **单店修复符合预期：**23Q1春节期间单店恢复情况较好，23Q2单店维持相对稳定。3) **成本静待改善：**23Q2鸭副成本已从高位回落，后续成本改善有望兑现至报表端。在关注行业成本拐点与需求复苏的过程中，我们认为23H2卤味连锁需重点关注4个维度：①前期加速开店对营收贡献的增厚贡献能否体现；②卤味旺季配合营销活动和新品推广带来的门店收入修复机会；③世界杯等重点体育对销售的贡献；④原材料走势及提价后带来的利润修复。

2.8 软饮料：场景修复带来需求的恢复，23Q2业绩有望实现较好增长

消费场景修复下，需求恢复，23Q2业绩有望持续保持较好增长。22年场景消费的限制，软饮料市场受到一定冲击，伴随23年防控放开后，软饮料消费场景快速恢复，需求端快速提升；与此同时夏季销售旺季及聚餐等消费场景恢复，饮料产品动销良好。叠加原材料成本回落和规模效应带来的费用率下降，板块净利润恢复明显。同时，各企业新品储备充足，有望于旺季实现增量，预计23Q2饮料板块业绩将保持较好的增长。

3 重点公司跟踪

图2: 大众品重点公司 Q2 前瞻预测一览表 (截至 20230709)

板块	A股标的	代码	收入增速(%)			归母净利润增速(%)		
			2021Q2	2022Q2	2023Q2E	2021Q2	2022Q2	2023Q2E
啤酒	青岛啤酒	600600.SH	0%	8%	8%	6%	24%	18%
	重庆啤酒	600132.SH	10%	6%	7%	-20%	18%	12%
零食	洽洽食品	002557.SZ	-13%	24%	5%左右	-11%	11%	0-5%
	盐津铺子	002847.SZ	-2%	35%	55%左右	-14%	302%	100%左右
	劲仔食品	003000.SZ	-4%	46%	35%-40%	-48%	85%	35%左右
烘焙	立高食品	300973.SZ	61%	3%	25%左右	10%	-52%	60%左右
	海融科技	300915.SZ	62%	6%	15%-20%	48%	-44%	下滑
	南侨食品	605339.SH	30%	7%	5%-10%	27%	-26%	下滑双位数
	五芳斋	603237.SH	-	-	30%左右	-	-	约35%
速冻	安井食品	603345.SH	28%	46%	25%-30%	1%	43%	30%+
	千味央厨	001215.SZ	-	8%	37%-40%	-	2%	40%+
乳制品	伊利股份	600887.SH	8%	11%	个位数增长	-4%	5%	快于收入增速
	新乳业	002946.SZ	53%	7%	10%	13%	25%	28%
	李子园	605337.SH	23%	3%	持平/略降	9%	-18%	20%+
调味品	海天味业	603288.SH	-9%	22%	2%	-15%	12%	3%
	日辰股份	603755.SH	24%	-7%	11%	-9%	-38%	6%
	千禾味业	603027.SH	-7%	31%	35%	-70%	145%	65%
	中炬高新	600872.SH	-25%	24%	5%	-58%	48%	8%
	涪陵榨菜	002507.SZ	-11%	15%	-6%	-28%	75%	-12%
	天味食品	603317.SH	-15%	18%	18%	-104%	1554%	20%
卤制品	绝味食品	603517.SH	22%	1%	13%	26%	-96%	950%
软饮料	东鹏饮料	605499.SH	28%	16%	25%-30%	16%	23%	30%-35%
保健品	仙乐健康	300791.SZ	18%	5%	24%	19%	8%	-27%
其他	安琪酵母	600298.SH	13%	19%	11%	-7%	-8%	12%
	路德环境	688156.SH	52%	-5%	45%	85%	-34%	118%
板块	H股标的	代码	收入增速(%)			扣非归母净利润增速(%)		
			2021H1	2022H1	2023H1E	2021H1	2022H1	2023H1E
乳制品	中国飞鹤	06186.HK	33%	-16%	中低个位数增长	32%	-45%	中低个位数增长

资料来源: WIND, 浙商证券研究所

3.1 青岛啤酒: 结构升级&成本改善, 盈利弹性有望释放

我们预计青啤 23Q2 收入、利润增速可达 8%、18%左右, 主要基于: 1) 量: 由于场景恢复&高温天气催化, 低基数下 4 月销量增长双位数, 5-6 月高基数下销量表现平稳, 因此预计 23Q2 销量增速或为低单位数。2) 价: 预计 Q2 主品牌增速显著高于整体, 经典、纯生、白啤等大单品均表现优异, 罐化率水平持续提升, 预计 23Q2 吨价提升幅度可达中单位数。3) 盈利: 在结构升级、费用率稳定、成本端改善下, 23Q2 净利率提升确定性高, 利润增速有望高于收入增速。

3.2 重庆啤酒: 乌苏处于持续恢复通道, 盈利能力趋势向上

我们预计重啤 23Q2 收入、利润增速可达 7%、12%左右, 主要基于: 1) 量: 当前乌苏已恢复增长, 1664、乐堡、重庆、天目湖、大理等其他单品增长较快, 因此预计 23Q2 销量增长低个位数。2) 价: 伴随娱乐渠道及高端餐饮渠道恢复, 1664 迎来较快增长, 乐堡在全国化扩张下增速较快, 乌苏区域间表现分化, 罐化率水平持续提升, 综合预计 23Q2

吨价提升幅度可达中单位数。3) 盈利: 在销量费用率持平、成本端改善下, 23Q2 净利率有望小幅提升, 利润增速有望高于收入增速。

3.3 洽洽食品: 高基数影响下预计增速缓慢恢复

考虑到公司在 22 年二季度基数较高, 且动销由于需求端恢复较为缓慢及低端瓜子造成的一定冲击, 公司瓜子业务动销一般; 坚果业务由于销售旺季在下半年, 由此我们给予公司二季度收入个位数增长; 利润由于高基数及原材料上涨等因素给予持平微增左右的预期。

3.4 盐津铺子: 多渠道发力驱动 Q2 业绩的快速增长

考虑到公司多渠道表现亮眼, 零食量贩+电商+定量流通多渠道发力, 有望驱动公司二季度收入的快速增长, 我们预计公司二季度收入端有望实现 55%左右增长; 利润端来看, 公司积极缩减品类后, 规模效应和供应链优化效果显著, 叠加原材料成本下行, 给予高于收入端的增速预期。

3.5 劲仔食品: 大包装放量新渠道和新品类拓展顺利, Q2 预计保持高增

考虑到公司大包装仍在持续放量铺货, KA、BC 商超、CVS 等渠道进展顺利, 新品鹤鹑蛋散称装销售表现优秀, 整体销售势能持续增长, 我们预计 23Q2 公司收入端预计实现 35%-40%左右的增长; 但同时考虑到公司新品类规模逐步起量带来的结构性毛利率的影响和原材料的压力, 叠加 22Q2 利润高基数, 我们给予利润略低于收入端的增速预期。

3.6 海融科技: 高基数下预计业绩保持增长

考虑到烘焙终端的需求修复和成本下行, 公司业绩有望边际持续修复, 22Q2 基数较低, 我们预计 23Q2 公司收入端将实现 15%-20%左右增长, 利润端考虑到棕榈油价格虽然下滑但仍在高位, 预计略降。

3.7 南侨食品: 贝果放量带来新的增量, 23Q2 经营稳健

根据 4-5 月公司披露经营数据, 4 月公司收入端实现 11%的增长, 5 月实现 5.8%的增长, 考虑到贝果新产线在 3 月陆续释放, 由此带来贝果在山姆放量带来的贡献; 以及终端需求恢复带来各业务条线的修复, 我们预计公司 23Q2 实现 5-10%左右的增速; 但由于棕榈油价格仍在高位, 4-5 月利润同比仍有下滑, 4 月下滑 42%, 5 月下滑 28%, 预计 23Q2 利润端下滑 30%左右。

3.8 安井食品: 淡季蓄力夯实内功, 持续加强长期竞争力

1) 产品端: 计划推出的“锁鲜装 4.0+虾滑系列”和“1: 1: 1: 1” (即火山石烤肠、蒸煎饺、小酥肉、烤鱼), 有望成为超级大单品。面向 C 端全渠道销售的中高端火锅料锁鲜装系列在渠道持续扩张的同时迅速抢占行业制高点; 同时陆续推出锁鲜装新品, 丰富产品系列。虾滑品类应用场景广泛, 符合公司 BC 兼顾的渠道定位, 具有广阔前景。未来三年内, 安井锁鲜装和虾滑将在此前体量基础上以超级大单品为目标继续推广。2) 渠道端: 在区域上, 加强西南、华南、西北等地三四线城市的开发, 并进一步加大县乡层级市场拓展力度; 在渠道上, 加强电商直营、特通、商超 O2O、新零售的开发力度, 提升销售占比。我们观察到公司在淡季蓄力夯实内功, 将更多精力投入新品推广和渠道建设, 有望持续加强长期竞争力。我们预计公司 23Q2 收入同增 25-30%。

3.9 千味央厨: 大 B 密集推新+品类拓展, 静待弹性释放

我们预计 22Q2 公司大 B 端收入将实现修复性快增长 (22 年低基数), 我们预计 23Q2 收入同增约 37%, 业绩同增 40+%。

3.10 伊利股份：利润率扩张，估值有望抬升

23年公司计划持续产品结构升级以及渠道拓展增加营收，同时控制费用投入，提升费用使用效率来促进利润提升，估值有望抬升。我们预计23Q2收入个位数增长。

3.11 新乳业：收入稳健增长，盈利弹性释放开启

23-27年目标一复合年均双位数增长：（1）以“24小时”系列产品为代表的高品质鲜奶产品复合年均增长率超20%；（2）新品年复合增长率超10%；（3）D2C占比从15%提到30%；目标二净利率翻番；目标三负债率降低10%。我们认为23Q1是盈利能力提升的起点，公司通过产品结构优化+降本增效实现中期业绩改善的思路清晰、规划详细。中期维度，盈利弹性释放开启。

3.12 李子园：成本改善+提价拉动，预计Q2毛利率提升

Q2需求偏淡，预计收入持平/略降。Q2成本端改善明显，国产大包粉开始投入使用。预计Q2毛利率提升，主因成本改善+提价拉动。期待下半年弹性释放。

3.13 海天味业：经营稳健，库存去化

收入端：2023年为公司战略调整起始年，23Q2短期以去库存任务为主，现阶段库存已逐步降至相对健康水平；产品端：公司23H1重点发力零添加产品，我们预计公司23Q2收入端增长为小个位数，增速环比稳健；盈利端：公司23Q2控费得当，我们预计公司利润增速略高于收入增速。

3.14 日辰股份：餐饮业务复苏，客户开发持续推进

收入端：（1）公司核心收入来源于大B端，23Q2餐饮业务持续恢复；（2）同时公司去年储备了一批优质连锁餐饮客户，今年有望逐步放量。我们预计Q1公司有望实现双位数增长；盈利端：23年为公司大展宏图之年，公司更加追求收入规模提升，我们预计23Q2公司利润端增速略低于收入增长。

3.15 千禾味业：零添加动销超预期，传统渠道开发加快

收入端：（1）23Q2线下零添加酱油产品持续放量，较去年同期结构提升明显；（2）传统渠道经销商、空白网点开发顺利；（3）电商渠道保持较高增长。我们预计公司23Q2有望实现35%增长；盈利端：公司在渠道库存健康的情况下零添加产品占比提升、费用投放精细化，我们预计公司利润或超预期。

3.16 中炬高新：股权变更进度超预期，管理改善可期

收入端：23Q2主销区增长稳健，非主销区渠道持续拓展，增速高于主销区，23Q2公司经销商在利润改善的情况下积极完成任务，我们预计公司在低库存健康状态下有望实现中个位数增长；盈利端：原料价格从高位有所回落，若成本下行逻辑兑现，公司盈利能力有望逐季加速修复。

3.17 涪陵榨菜：主品类动销改善，新品类推广上市

收入端：（1）23Q2主品类动销相对改善，但去年同期显著受益、基数较高，我们预计23Q2收入端约中个位数下滑；（2）新品方面，公司推出翠小菜、轻盐下饭酱等多款新品；盈利端：23Q2大部分使用的仍是去年低价原料，预计毛利率相对稳定；费用端：投放合理，但由于去年基数太高，我们预计利润增速下滑幅度大于收入端。

3.18 天味食品：小龙虾旺季来临，大单品持续放量

收入端：（1）公司 23Q2 动销情况良好，我们预计酸菜鱼等中式调料发货增速大于火锅底料；（2）二季度为每年小龙虾旺季，公司主推鱼调料与小龙虾调料，加大陈列资源投放，特别是小龙虾调料提早铺市以抢占竞品份额，我们预计 23Q2 收入端有望实现接近 20% 增长；盈利端：公司费用结构上向小龙虾倾斜做专项陈列，但整体费用率保持相对稳定，我们预计 23Q2 利润增速与收入基本同步增长。

3.19 安琪酵母：23Q2 经营稳定，海外快于国内

公司糖蜜已完成较大量的采购，自产水解糖产线仍在调试产出质。能源和辅料成本价格稳定。我们预计 23Q2 收入呈双位数增长，其中海外收入增速快于国内。

3.20 立高食品：需求回暖叠加成本下行，业绩边际改善

4-5 月终端需求持续回暖，与此同时公司组织架构调整基本落地，销售趋势良好；考虑到冷冻烘焙新品如烘焙代餐等持续推广带来的新的增长，以及新品奶油依乐斯的贡献我们预计公司收入端有望实现 25% 左右的增长，原材料价格同比下降带来利润的修复，由此利润端增速高于收入端。

3.21 绝味食品：主业加速修复，龙头势能不改

收入端：加盟商盈利能力基本修复，开店动力充足，卤味头部企业在行业小厂出清的情况下重回快速开店通道，23Q2 单店维持相对稳定。我们预计公司 23Q2 收入有望实现接近 15% 增长；盈利端：Q1 鸭副成本处于高位，盈利仍承压。若后续原材料成本出现改善，公司盈利能力将逐步修复。Q2 利润高增主因去年同期基数低。

3.22 东鹏饮料：场景修复带来业绩的良好增长

考虑到场景修复带来的需求的修复，以及我们跟踪到公司近期动销数据保持良好态势，我们预计 23Q2 公司收入端实现 25%-30% 左右增长，同时考虑到包材成本等有所回落，我们预计利润增速略高于收入增速。

3.23 五芳斋：端午旺季动销良好，23Q2 预计保持快速增长

考虑到公司二季度为端午销售旺季，且 23 年 618 和端午间隔较小，旺季叠加动销良好，同时李增场景恢复带来一定催化，我们预计公司收入端实现 30% 左右的增长，利润端考虑到 23 年毛利率较高的产品销售较好，且原材料成本有所回落，预计利润端增速高于收入端。

3.24 仙乐健康：23Q2 承压，下半年加速

综合考虑内生中国区、美洲区、欧洲区渠道库存情况，我们预计 23Q2 单季度内生收入基本持平，内生业绩小幅下滑。跟踪美国渠道去库存节奏，我们预计 23Q2 BF 收入环比略增，业绩减亏，我们判断后续 BF 业绩有望逐季提升。综上：我们预计 23Q2 单季度收入同增 20+%，业绩同比下滑。

3.25 路德环境：期待短期催化落地，下半年有望加速

我们预计路德环境 23Q2 收入、利润增速可达 45%、118% 左右，主要基于：1) 食品饮料糟渣业务：金沙工厂于 4 月拿到生产许可证，5 月举办新产品发布会，6 月进行竣工验收，预计对于 23Q2 销量有一定贡献，古蔺工厂正常生产运营；2) 工程泥浆业务：由于 22 年工程泥浆业务已恢复至前期水平，且产能基本满产，考虑亚运会的工期节奏，预计 23Q2 工程泥浆业务或环比 23Q1 略有下行，同比增长显著；3) 河湖淤泥业务：河湖淤泥业务预计较去年持续恢复；4) 盈利能力：我们预计 23Q2 净利率可恢复至接近正常水平，低基数下利润增速较快。

3.26 中国飞鹤：出生人口下降，行业需求承压

出生人口下降导致行业需求承压，叠加新国标注册制背景下渠道承压，我们预计 23H1 收入小幅增长。

4 投资建议

我们认为 23 年经济的温和复苏与大众品的渐进式回暖为主旋律，但疫后复苏亦存在新的消费特点，冲动性消费让位于理智型消费，在此背景下消费者希望以更合适的价格获得高品质产品，因此“高质性价比”产品更受消费者青睐，比如零食量贩、低温奶、高端啤酒、零添加调味品、保健品等；另外我们认为从终端恢复来看，由于中小餐饮和门店的修复稍显缓慢，使得相关线下场景恢复较慢；线上和家庭消费恢复较好，由此我们看到饮料、乳制品等在 22 年低基数且不依托餐饮和门店修复的板块在本轮复苏中具有较好的表现。

由此，我们针对以上情况，对推荐的板块/赛道进行归类：

- 1) 基于当前消费者希望以更合适的价格获得高品质产品，我们重点推荐具备“高质性价比”特点的标的，主要涉及零食板块、低温奶、高档啤酒、预制菜、保健品赛道等；
- 2) 基于当前场景消费恢复较缓，我们推荐不太依赖中小 B 门店&场景受损带来低基数的标的，主要涉及乳制品、饮料、烘焙板块；
- 3) 具备事件催化&成本下行标的；

进一步，结合二季报业绩，我们梳理以下三条投资主线：

- 一、二季报/全年业绩高确定性的标的：推荐安井食品、青岛啤酒、伊利股份、新乳业、千味央厨、东鹏饮料、立高食品；建议关注华润啤酒、燕京啤酒、紫燕食品；
- 二、二季报业绩有望超预期的标的：推荐盐津铺子、劲仔食品，建议关注甘源食品、百润股份、燕塘乳业；
- 三、下半年基本面趋势改善明显/趋势反转的标的：推荐中炬高新、重庆啤酒、路德环境、仙乐健康、三只松鼠、日辰股份、均瑶健康。

5 风险提示

原材料价格大幅上涨:由于地缘政治导致部分原材料价格及包材价格持续上涨，并维持在高位，会对大众品板块内各个标的的成本端造成较大压力,从而对企业利润水平和盈利能力。

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

行业数据存在主观分类和筛选，存在实际情况与数据结论不符的风险。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

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

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

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

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

法律声明及风险提示

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

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

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

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

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

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>