

大众食品 2022 年 6 月投资策略

关注消费场景恢复下的弹性品种与需求复苏节奏

超配

核心观点

消费场景逐步恢复，需求料将逐月回暖。随着复工复产的推进消费场景逐渐恢复，需求有望逐月回暖，带来大众食品基本面的缓慢复苏。不同细分板块在严格管控中短期得到的“受益”或“受损”的影响逐渐模糊，后续市场关注点或将聚焦于下半年的业绩恢复。市场预期或将先于实际动销数据转向乐观，随后通过跟踪终端动销，对基本面恢复的弹性以及需求复苏的节奏进行验证。在成本端，我们观察到原材料价格走势分化加剧，部分原材料延续快速上涨的势头，龙头企业凭借产品提价、供应链提效、原材料锁价等手段有效对冲，盈利能力未受影响，待成本回落更有望释放超预期的业绩弹性。

经营环境和消费需求稳步改善，板块业绩有望环比回升。①**啤酒：**随着餐饮场景逐步复苏，叠加啤酒销售旺季的到来，销量有望实现环比的快速提升，是疫情修复下的弹性品种。②**调味品：**至暗时刻已过，6月起需求复苏将是主线，叠加 Q2-Q3 报表低基数，企业业绩将逐季恢复。③**速冻食品：**B 端业务有望逐步复苏，C 端需求或将沿此前消费惯性部分延续，整体迎来需求的稳步增长。④**休闲食品：**消费需求回暖，叠加提价的顺利传导，成本压力趋缓，企业的基本面有望得到改善。

投资建议：消费场景逐步恢复的背景下，建议关注需求迅速恢复，业绩弹性更大的细分板块。参考 2021 年 H1 前后的市场需求变化来看，消费需求和长期发展逻辑没有发生改变的板块，在消费环境平稳后大多可以恢复正常的需求水平；其中短期受影响更大的细分板块，同样有望在事后呈现出需求的快速反弹，释放业绩弹性。随着复工复产的推进，短期建议关注需求快速恢复，业绩弹性较大的啤酒、卤味等细分品种，如**青岛啤酒、重庆啤酒、安井食品**等；中期视角应当回归基本面，建议关注需求稳步复苏以及成本压力有所缓解的细分品种，如**海天味业、涪陵榨菜、洽洽食品、立高食品**等。

风险提示：宏观经济不达预期，需求增长不达预期，食品安全问题。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
600132	重庆啤酒	买入	128.48	62,181	3.43	2.50	44.13	51.33
600600	青岛啤酒	买入	93.00	105,301	2.08	2.39	47.66	38.93
600887	伊利股份	买入	36.16	231,429	1.41	1.47	29.49	24.64
603288	海天味业	买入	75.78	351,152	1.55	1.41	67.71	53.64
002507	涪陵榨菜	买入	32.31	28,679	0.75	0.85	50.29	38.09
603027	千禾味业	买入	17.81	14,226	0.14	0.30	169.03	60.09
600872	中炬高新	买入	26.41	21,039	0.74	0.91	51.37	29.00
603345	安井食品	买入	137.53	40,337	2.94	2.43	58.10	56.58
300973	立高食品	买入	89.00	15,071	1.60	1.48	82.55	60.29
002847	盐津铺子	买入	74.33	9,615	1.01	1.01	84.82	73.90
002991	甘源食品	买入	57.00	5,313	1.42	1.45	53.70	39.35
002557	洽洽食品	买入	56.87	28,833	1.72	1.85	35.78	30.71
000848	承德露露	买入	9.05	9,742	0.49	0.55	21.94	16.42
600882	妙可蓝多	买入	37.84	19,532	0.29	0.38	193.02	99.69

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业月报

食品饮料

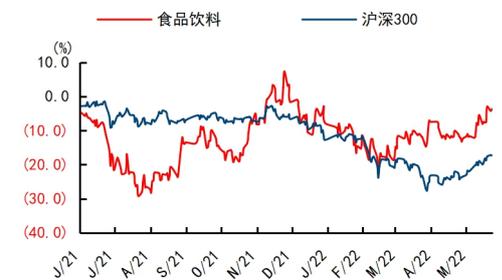
超配 · 维持评级

证券分析师：陈青青 证券分析师：廖望州
0755-22940855/0755-819830755-22940911
057

chenqingq@guosen.com.cn liaowangzhou@guosen.com.cn
S0980520110001 S0980521010001

联系人：胡瑞阳
0755-81982908
huruiyang@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《食品饮料行业 5 月投资策略暨 2022 年一季度综述-白酒亮眼，大众品分化，疫情变化仍是核心关注点》——2022-05-06
- 《食品饮料行业周报（2022 年第 17 周）——一季度基金持仓分析：行业配置比例略降，持股占比比例分化，防御性细分板块占比提升》——2022-04-26
- 《大众食品 2022 年 4 月投资策略及一季度前瞻-短期波动下价值买点已现，静待成本与疫情拐点出现》——2022-04-06
- 《白酒 2 月投资策略暨业绩前瞻：开门红景气有望延续，重点关注区域酒》——2022-02-16
- 《大众食品板块 2 月投资策略：春节动销平稳，把握提价和需求改善带来的板块投资机会》——2022-02-15

内容目录

市场回顾：大众食品板块 5 月表现分化，非乳饮料涨势较好.....	4
数据追踪：酒水饮料产销回暖，原材料价格走势分化.....	5
产销量：乳制品产量持续增长，酒水饮料产销回暖.....	5
零售价：酒类、牛奶、酸奶、婴幼儿奶粉价格持续上涨.....	5
成本：糖蜜价格出现明显上涨，整体看原材料价格自高位回落.....	7
啤酒：关注消费场景恢复带动的旺季动销弹性.....	8
旺季迎来平稳销售环境，动销逐月改善预期乐观.....	8
啤酒重点公司点评：青岛啤酒、重庆啤酒.....	8
调味品：至暗时刻已过，边际改善渐现.....	9
调味品重点公司点评：海天味业、涪陵榨菜、天味食品.....	10
速冻食品：B 端需求逐步恢复，关注企业基本面改善.....	10
速冻食品重点公司点评：立高食品、三全食品.....	10
休闲食品：需求有望稳步恢复，企业经营改革成效将于未来显现.....	11
休闲食品重点公司点评：甘源食品、洽洽食品.....	11
其他重点公司点评：承德露露、妙可蓝多.....	11
投资建议.....	12
风险提示.....	13
免责声明.....	14

图表目录

图 1: 食品饮料行业分板块 PE 变化图.....	4
图 2: 5 月食品饮料行业个股涨跌幅 (%)	5
图 3: 36 大中城市啤酒价格走势 (元/瓶、元/罐)	6
图 4: 红酒价格指数变化.....	6
图 5: 牛奶零售价变化 (元/升)	6
图 6: 酸奶零售价变化 (元/升)	6
图 7: 婴幼儿奶粉变化 (元/公斤)	6
图 8: 白砂糖柳州现货价 (元/吨)	7
图 9: 南宁糖蜜价格 (元/吨)	7
图 10: 22 个省市平均生猪价 (元/千克)	7
图 11: 生鲜乳均价 (元/公斤)	7
图 12: 大豆现货价格走势 (元/吨)	7
图 13: 进口大麦平均单价走势 (美元/吨)	7
图 14: 中国玻璃价格指数走势 (点)	8
图 15: 瓦楞纸高强市场价格走势 (元/吨)	8
表 1: 5 月个股板块涨跌幅榜.....	4
表 2: 各行业产量最新数据.....	5
表 3: 重点公司盈利预测及估值.....	12

市场回顾：大众食品板块 5 月表现分化，非乳饮料涨势较好

5 月上证指数上涨 4.6%，沪深 300 上涨 1.89%，食品饮料板块上涨 2.0%。大众食品各子板块（中信分类）中，各板块出现分化走势，其中调味品跌幅最大，为-4.0%，非乳饮料涨幅最大，为 11.1%。从估值（整体法剔除负值）来看，截至 2022 年 5 月 31 日，上证综指动态 PE12.5X，沪深 300 动态 PE12.4X，食饮板块 36.1X，细分板块估值：白酒 36.8X，非乳饮料 26.7X，调味品 53.9X，肉制品 35.2X，其他食品 28.5X。

图 1： 食品饮料行业分板块 PE 变化图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

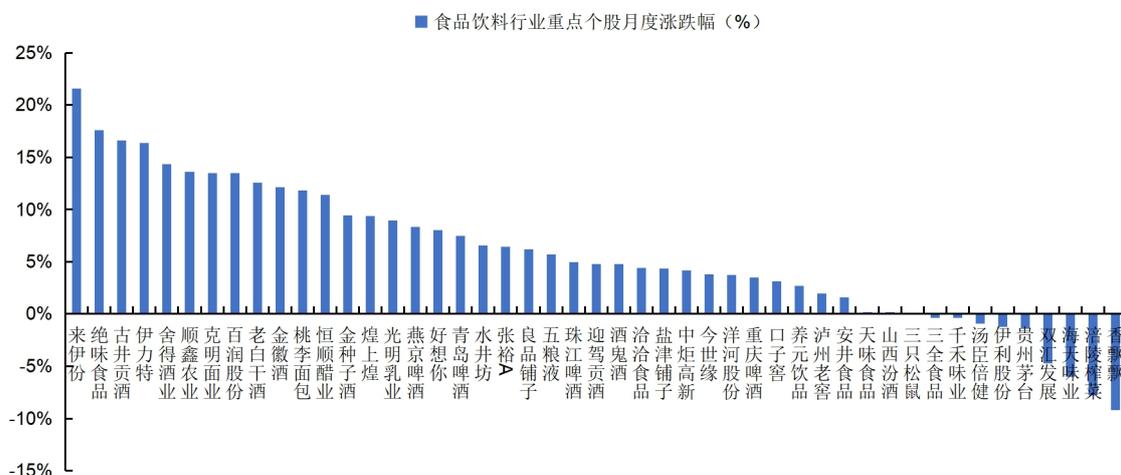
从个股来看，2 月食品饮料板块个股涨幅最大的前五名是分别是来伊份/绝味食品/古井贡酒/伊力特/舍得酒业；跌幅前五名是贵州茅台/双汇发展/海天味业/涪陵榨菜/香飘飘，跌幅介乎 1%-10%之间。

表 1： 5 月个股板块涨跌幅榜

个股涨幅前十	涨幅 (%)	个股跌幅前十	跌幅 (%)
来伊份	21.55%	三只松鼠	0.00%
绝味食品	17.59%	三全食品	-0.37%
古井贡酒	16.61%	千禾味业	-0.40%
伊力特	16.38%	汤臣倍健	-0.90%
舍得酒业	14.35%	伊利股份	-1.22%
顺鑫农业	13.61%	贵州茅台	-1.33%
克明面业	13.51%	双汇发展	-4.74%
百润股份	13.50%	海天味业	-5.99%
老白干酒	12.60%	涪陵榨菜	-7.79%
金徽酒	12.12%	香飘飘	-9.17%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2： 5 月食品饮料行业个股涨跌幅 (%)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

数据追踪：酒水饮料产销回暖，原材料价格走势分化

产销量：乳制品产量持续增长，酒水饮料产销回暖

产量数据：根据wind 数据显示，2021 年乳制品 12 月产量 281.2 万吨，同比增长 11.8%，环比增长 9%；啤酒 12 月产量 235.8 万千升，同比增加 10.9%，环比增加 26.1%；葡萄酒 12 月产量 4 万千升，同比减少 29.8%，环比增加 53.8%；软饮料 12 月产量 1358.8 万吨，同比增加 8.3%，环比增加 16.1%。

表 2： 各行业产量最新数据

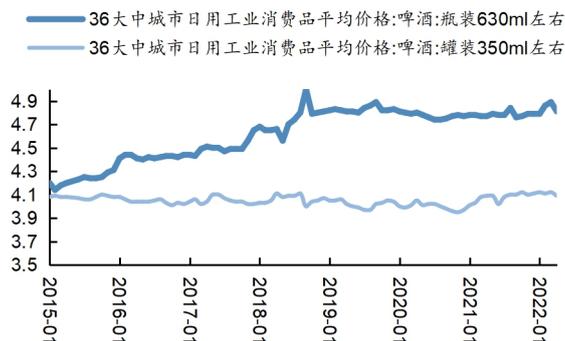
时间	乳制品产量 (万吨)	同比: 乳制品	啤酒产量 (万千升)	同比: 啤酒	葡萄酒产量 (万千升)	同比: 葡萄酒	软饮料产量 (万吨)	同比: 软饮料
2020-12	251.10	-1.90	212.70	-12.10	5.70	-26.90	1,254.90	-9.60
2021-03	256.90	32.60	316.00	33.30	2.80	33.30	1,770.70	27.00
2021-04	245.50	11.00	314.30	1.70	2.80	-15.20	1,577.20	11.60
2021-05	266.90	6.90	357.20	-12.10	2.40	14.30	1,657.20	4.90
2021-06	268.90	5.80	390.40	-14.20	3.00	15.40	1,884.90	2.70
2021-07	253.40	0.30	377.10	-7.00	1.80	-10.00	1,887.20	10.10
2021-08	259.40	1.90	352.90	-6.40	1.70	-19.00	1,790.80	1.70
2021-09	261.80	1.00	298.90	-5.70	2.10	-30.00	1,597.60	-7.00
2021-10	283.40	8.30	218.40	16.70	1.70	-54.10	1,294.15	20.80
2021-11	258.00	7.50	187.00	9.60	2.60	-29.70	1,170.00	13.30
2021-12	281.20	11.80	235.80	10.90	4.00	-29.80	1,358.80	8.30

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

零售价：酒类、牛奶、酸奶、婴幼儿奶粉价格持续上涨

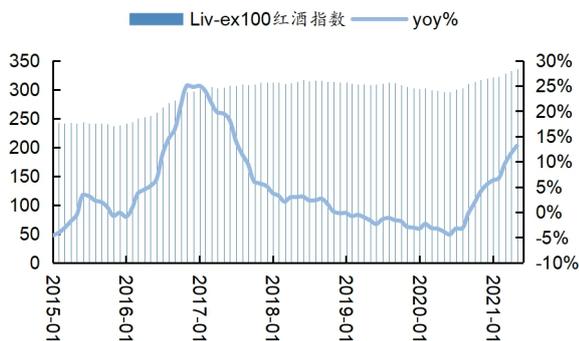
酒类：2022 年 4 月 36 大中城市 630ml 瓶装啤酒平均价格 4.81 元/瓶，环比基本持平；36 大中城市罐装 350ml 啤酒平均价格 4.09 元/罐，同比上涨 2.74%。红酒方面，2022 年 5 月红酒价格指数为 409.70，同比上涨 22.21%。

图 3: 36 大中城市啤酒价格走势 (元/瓶、元/罐)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 红酒价格指数变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

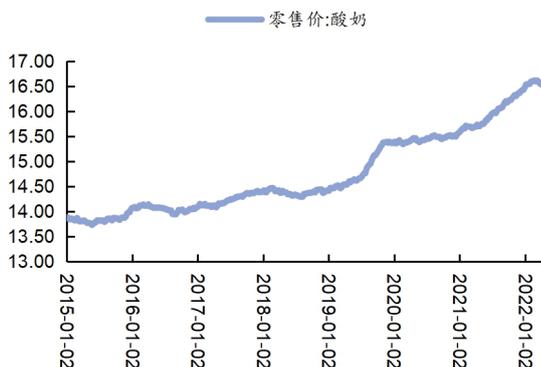
乳制品: 2022 年 5 月底数据, 牛奶零售价 12.97 元/升, 环比基本持平; 酸奶价格 16.51 元/升, 环比上涨 0.02 元/升; 国内外婴幼儿奶粉价格分别为 218.36、268.45 元/升, 环比基本持平。

图 5: 牛奶零售价变化 (元/升)



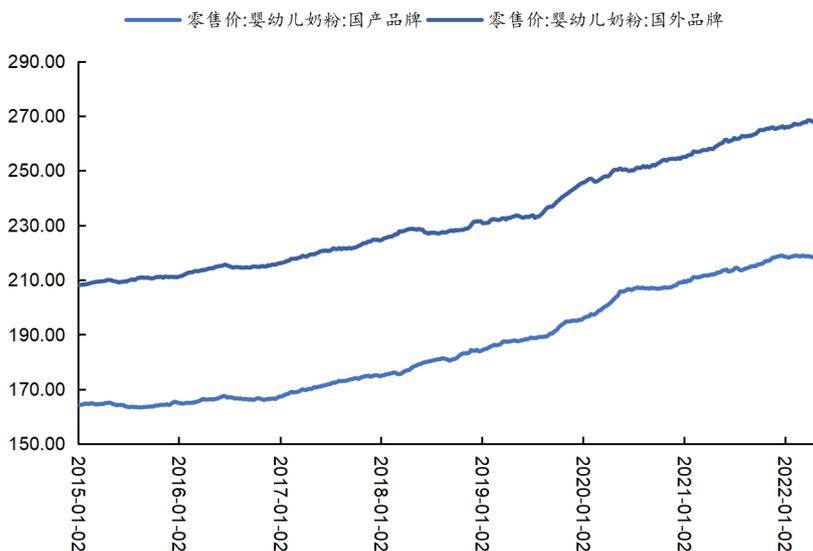
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 酸奶零售价变化 (元/升)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 婴幼儿奶粉变化 (元/公斤)

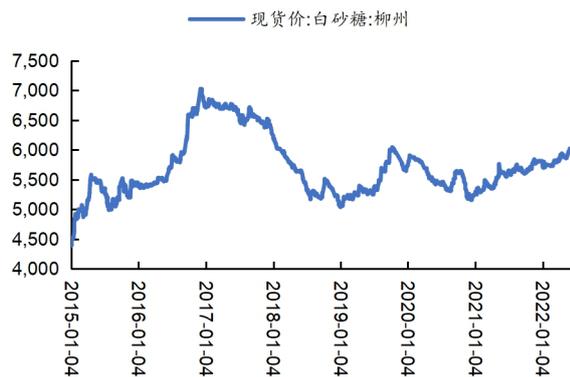


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

成本：糖蜜价格出现明显上涨，整体看原材料价格自高位回落

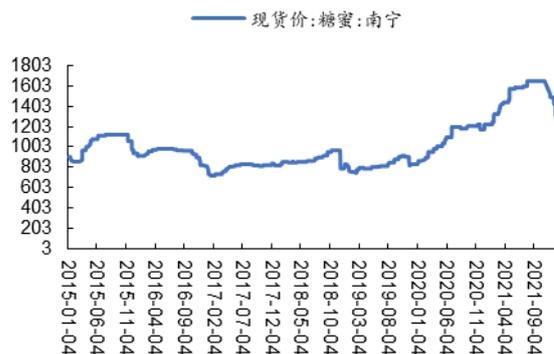
2022年5月，白砂糖平均价格6020元/吨，同比增加7.3%，环比微增0.3%；南宁糖蜜平均价格1750元/吨，同比增长10.41%；生猪平均价格15.69元/千克，同比下降15.46%；生鲜乳平均价格4.15元/公斤，同比微降2.58%，环比基本持平；进口大麦4月平均价格340.21美元/吨，同比上升23.11%，环比微升1.62%；大豆平均价格5808.42元/吨，环比持平，同比增长13.66%。综上，整体看原材料价格走势出现分化，部分原材料价格出现大幅上涨。

图 8： 白砂糖柳州现货价（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 9： 南宁糖蜜价格（元/吨）



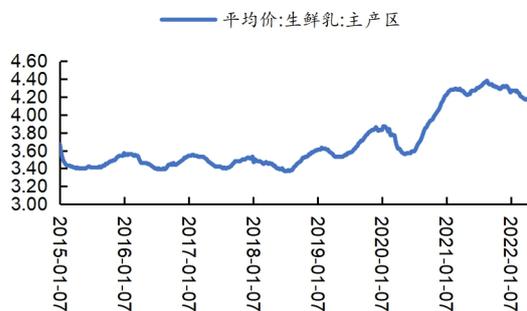
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 10： 22个省市平均生猪价（元/千克）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 11： 生鲜乳平均价（元/公斤）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 12： 大豆现货价格走势（元/吨）



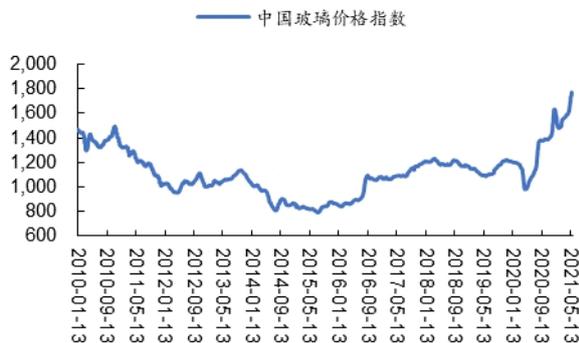
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 13： 进口大麦平均单价走势（美元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 14： 中国玻璃价格指数走势（点）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15： 瓦楞纸高强市场价格走势（元/吨）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

啤酒：关注消费场景恢复带动的旺季动销弹性

旺季迎来平稳销售环境，动销逐月改善预期乐观

进入 6 月以来全国疫情已得到初步管控，根据 6 月 6 日卫健委数据显示全国新增感染人数已连续 7 日保持在百人以下，相较 4、5 月已有明显改善。啤酒行业的销量高度依赖消费场景，疫情影响的减弱将会有效带动餐饮场景的复苏，终端需求有望迅速回暖，从而释放出较大的业绩恢复弹性。

5 月以来各家啤酒厂商的出货量均有明显增长，其中既包含着终端需求回升带来的订单数量增长，也是厂商主动压库存备战销售旺季的经营策略。回顾过往受疫情影响地区在得到有效管控后的复苏态势，渠道层面一般从流通渠道开始率先恢复，紧接着为餐饮及夜店渠道。居民外出就餐消费的意愿和习惯需要时间逐步恢复，因此餐饮端需求无法像流通渠道一样，快速恢复至无疫情影响的程度；但从需求量级来看并没有出现明显下降，即啤酒销量均恢复至疫情前的水平。因此疫情得到管控后，各家啤酒厂商均对未来预期乐观，在 6 月前后加大了出货量，增加渠道库存：一方面为旺季叠加疫情后逐步恢复的销量进行储备，另一方面也是希望尽可能地追赶全年销售目标。

2021 年下半年由于原材料价格上涨促使各啤酒公司采取提价措施应对，目前看已顺利落地，传导至消费者。根据过往提价节奏，一般率先针对餐饮端、瓶装产品进行提价，后续再分批次、分地区针对非现饮渠道、罐装产品进行提价，后续不排除继续针对部分产品和部分渠道进行提价的动作，但对公司整体业绩而言进一步提升效果相对有限。除提价外，公司同时采取了对原材料锁价的措施控制成本，如小麦等部分生产原材料均在年初就完成了全年的锁价，但同样有部分包材如铝材按照 3-6 个月的周期进行采购，因此会对啤酒公司成本造成短期扰动，有待进一步跟踪关注。

啤酒重点公司点评：青岛啤酒、重庆啤酒

青岛啤酒：山东单 5 月销量同比增长大单位数，其中主品牌增长超 30%，崂山第二品牌下降不到 5%，其中青岛经典同比增长超 45%；1903 同增约 20%；纯生同比小双位数下降。全国看单 5 月销量同比增长约 6%，1-5 月全国销量下滑收敛至小个位数。公司并未改变全年销量目标，并于 5 月中召开大会下达了销量追赶任务。我们判断 5 月销量快速增长主要系补库存及压货所致，同时山东、华北地区等此前消费场景受影响较为严重的地区，已得到有效控制，带来消费需求的快速复苏

贡献部分增量。

由于6月起啤酒销售进入旺季，且外部消费环境趋于稳定，我们判断未来销量将逐月向好，并在公司销售活动、追赶策略的引导下出现同比提升，单6月有望延续同比单位数增长态势，1-6月销量同比下降的幅度有望进一步收窄。与此同时，叠加提价以及结构优化，吨价有望实现单位数增长，带动2022H1整体收入同比实现持平，利润在成本压力下实现微增。但全年看完成销售目标压力仍大，后续餐饮终端的经营环境仍有较大不确定性，有待后续跟踪。

重庆啤酒：乌苏捆绑新疆餐厅、烧烤场景居多，非现饮渠道销售占比相对较低，更为依赖旺季销售情况。得益于公司推行的“大城市计划”，销售市场分布76个大城市，因此个别地区受到管控给公司整体带来的影响较小，销量情况相对稳定。据反馈公司整体销量在4月出现单位数下滑，但5月随着外部环境与消费意愿的增强，整体销量出现较为明显的环比改善。其中乌苏和1664作为全国化扩张的核心产品，5月均实现小双位数增速。随着上海复工复产的推进，对当地消费场景的管控以及周边地区防止上海外溢的压力均会减弱，包括消费者在心理上的放松亦会对消费意愿造成正向影响，公司销量有望实现自4月起的逐月环比改善。

在“扬帆27”五年计划的指引下，公司新增空白市场的同时亦加大了现有市场除乌苏外其他产品的渗透率，同时着力于成本控制及结构升级。我们判断公司2022H1有望实现销量同比低双位数的增长，叠加结构优化带来吨价的单位数增长，收入有望实现低双位数增长；尽管运费增加带来毛利率的小幅下降，但是整体利润在结构升级和提价的支撑下仍将保持双位数增长。

投资建议：长期逻辑高端化平稳推进确定性高，短期看提价有望顺利落地，啤酒板块值得关注配置。纵观2022年全年来看，啤酒今年持续高端化，产品结构优化的趋势确定性强，原材料成本上涨的影响在22年开始在表端体现，啤酒板块有望通过21年末的这轮提价有效对冲成本上涨的压力，如果下半年原材料成本回落至正常水平，更是有机会释放出超预期的业绩弹性。

尽管22年以来疫情管控趋严，消费场景受到较严重的冲击，但整体看仍然属于短期影响，行业高端化趋势没有改变：①消费场景未受管控的地区，结构优化的趋势仍然明显；②消费场景受到管控的地区，短期内消费场景受到影响从而短期内啤酒销量（中高档啤酒为主）出现下降，但一旦疫情得到控制，我们可以观察到销量同样会出现快速反弹，同时结构优化的趋势也会同步恢复，因此**啤酒高端化长逻辑并未受到影响**。在此基础上，6月需要针对旺季来临后终端需求的恢复情况，以及库存是否保持良性水平做进一步的跟踪。

调味品：至暗时刻已过，边际改善渐现

我们认为调味品行业至暗时刻已过，去年下半年随着社区平台促销力度减弱叠加主要厂商积极应对社区团购，社区团购等新兴渠道对行业冲击基本消除。今年虽然由于地缘政治导致主要原材料价格出现大幅上涨，并且管控趋严对行业短期动销有所扰动，但目前原材料成本上涨已放缓，并且多地餐饮场景开始恢复，行业需求逐渐恢复。6月起需求复苏将是主线，叠加Q2-Q3报表低基数，企业业绩将逐季恢复，建议关注调味品企业经营边际改善机会。我们认为可以从两个方向来选择标的：

- ◆ 主线一：提价传导顺利且中长期竞争优势突出、行业地位稳固的龙头公司，如海天味业、安琪酵母等；

- ◆ 主线二：公司处在全国化扩张的高增长阶段，同时受益于低基数和提价，利润有望实现明显增厚，如涪陵榨菜、天味食品、千禾味业等。

调味品重点公司点评：海天味业、涪陵榨菜、天味食品

海天味业：业绩承压明显，需求与成本拐点已现。虽然疫情阻碍了需求恢复及成本持续上涨导致调味品行业景气度下行及公司 1Q22 业绩承压，但海天龙头地位和竞争优势依旧明显，行业下行周期时抗风险能力差的中小企业将加速出清。公司层面，面对外界环境的变化，龙头海天内部也发出“逆境搏杀”的号召，全体员工眼光朝内、刀刀向己，公司也在不断调整产品、品牌及渠道策略，未来将继续通过加快市场转型、降本增效、加强研发和推广等方式，进一步挤压竞品份额，市占率有望逆势提升。目前原材料成本上涨已放缓，并且多地餐饮场景开始回暖，行业需求逐渐恢复，建议关注调味品龙头改善型投资机会。

天味食品：渠道优化驱动业绩显著改善，2022 年业绩弹性可期。公司近年来持续对员工激励与渠道进行优化调整，2021 年开始销售人员薪酬持续提高，2022 年销售人员基本工资占比将从 3 成提高至 7 成，销售积极性得到显著提振。另外，过去两年公司经销商开拓较快，部分小商经营实力与公司发展不匹配，公司今年开始逐步梳理经销团队，资源逐渐向当地大商倾斜；并针对过往出现的窜货问题，公司加强买赠促销的审核和窜货管控，目前渠道已重回健康。在行业竞争趋缓和费用收缩的背景下，我们看好天味 2022 年的业绩释放。

涪陵榨菜：采购成本下降，利润弹性可期。榨菜 2022Q1 实现营收 6.9 亿元，同比 -2.9%；实现归母净利 2.1 亿元，同比 +5.4%。由于 2021 年高基数+提价影响部分销量，预计公司 1 月收入同比有所下滑。目前公司渠道库存在 8 周左右，比历史平均偏高一些。我们预计 22 年公司青菜头收购价为 800 元/吨，1 月份公司已经开始执行新收购价格，预计 Q2 起成本端有望大幅下降。我们认为，2022 年公司受益于提价、成本下降和费用收缩，利润弹性有望充分释放。

速冻食品：B 端需求逐步恢复，关注企业基本面改善

投资建议：B 端需求逐步复苏释放业绩弹性，C 端需求有望延续此前增长惯性确定性更强。3 月中下旬疫情在全国多地散发，速冻米面类产品刚需属性更强，带动三全食品、安井食品 C 端业务明显增长。随着消费场景的复苏，餐饮端需求回暖，立高食品和安井食品 B 端业务有望逐步恢复。速冻板块 5 月份估值有所修复，建议继续关注需求复苏、提价顺利传导等因素驱动的企业基本面修复，把握布局良机，建议重点关注速冻稳增长龙头安井食品、经营改革成效有望逐步显现的三全食品以及冷冻烘焙行业高壁垒龙头立高食品的布局机会。

速冻食品重点公司点评：立高食品、三全食品

立高食品：随着公司下游门店业务的复苏，经营有望实现环比改善。公司下游客户如商超、烘焙门店等受管控的影响较大，4 月份预计公司营收出现个位数下滑。随着新增确诊人数的下降，管控逐渐放宽，下游烘焙店等客户逐步恢复营业，冷冻烘焙行业 5 月份有望回暖；终端消费有分化降级趋势，加速冷冻烘焙食品在烘焙门店的渗透；行业竞争加剧的现象暂不明显。在华东尤其是上海周边区域，公司积极开展社区团购业务，预计可以弥补一大部分烘焙、餐饮渠道的订单缺口。立高食品是国内冷冻烘焙行业的绝对龙头，由于主营 B 端业务，故短期经营受影

响较大，但我们认为公司中长期的发展逻辑不变，同时也加速了冷冻烘焙食品在BC端的渗透，长期看好行业发展，疫情缓和后公司基本面有望改善。

三全食品：受端午节粽子产品销量良好的提振，4/5月份维持平稳增长。受端午节粽子产品销量良好(同比+20%)以及疫情的影响，三全食品4月份销量同比+20%，预计5月份同比维持20%左右的增速。预计公司未来增长主要由新品和次新品贡献，其中，如鲜食，比如鲜饺子、鲜混沌，未来有望做到5-6亿的体量；炒饭系列目前产能不足，今年有望做到1亿，未来产能规划约2-3亿；即将推出的空气炸锅系列也是规划上亿的产品。三全食品是中国速冻食品行业老牌龙头企业，饺子、汤圆、粽子基本盘扎实，公司拟通过扩品类和拓渠道寻找新的营收增长点，成效可期。

休闲食品：需求有望稳步恢复，企业经营改革成效将于未来显现

投资建议：随着终端需求的逐步恢复，提价顺利传导、控费提效、精耕渠道等企业经营改革成效有望逐步显现。展望Q2，企业精耕渠道、组织调整、控费提效等经营改革效果有望逐步显现，叠加同期低基数，业绩有望回暖。成本端，虽然棕榈油等主要原材料价格仍处于高位，但如甘源食品、洽洽食品等已成功对产品进行提价，企业盈利能力维持稳固，待成本价格回落后有望释放盈利弹性。建议关注提价顺利带动盈利能力提升的洽洽食品，口味坚果和安阳新品推出后有望放量的甘源食品，以及SKU优化顺利、渠道调整见效的盐津铺子。

休闲食品重点公司点评：甘源食品、洽洽食品

甘源食品：新品铺货稳步推进，短期看业绩弹性大。公司已于2022年2-3月份在多地召开多场新品发布会，推出口味性坚果和花生、米制品、薯片、薄脆、米酥等多个系列产品，其中口味型坚果是公司顺应消费趋势创新性推出的系列产品，有望成为公司新的成长驱动；米制品等其他新品亦包含一定的创新元素，主要以散装为主，可助力公司散装柜升级，提升单店营收。目前公司口味型坚果已出货约500万，河南新品出货1500万，在山姆店的销售额恢复至1000万+，虽然新品铺货及招商短期受到疫情的影响，但出货进度符合公司预期。随着公司新品的顺利推出，我们认为公司短期业绩弹性较大，且公司产品亦具备较大的成长空间，值得重点关注。

洽洽食品：国葵延续需求韧性，全年看业绩确定性较强。公司小幅受益于居家消费，4月份预计同增约30%，其中国葵增长35%+，坚果增长25%左右；5月份国葵有望维持较高速增长，端午节备货有望支撑坚果加快增长，整体看预计5月份增速20%+。展望2022年，我们认为公司的业绩确定性也比较强，主要系①成本压力可控：公司于2021年10月的提价已顺利传导至终端，且公司已于春节前采购约60%全年用量的葵花籽原材料，虽采购成本小幅上涨，但整体可控，提价预计基本能够覆盖价格上涨；②量增空间较大：瓜子业务方面，随着渠道下沉、蓝袋瓜子/葵珍占比提升、海外业务拓展尚有较大成长空间；坚果业务方面，增速较快的社区店、生鲜店、水果店等渠道尚有70%以上的拓展空间，预计未来2-3年内仍能维持较高速增长；③盈利能力尚有提升空间：随着营收体量扩大、产品结构升级、生产效率提高以及产业链协同效应加强（坚果自产率提高），公司盈利能力仍有进一步提升的空间。

其他重点公司点评：承德露露、妙可蓝多

承德露露：新品落地，推广效果值得期待。公司 4/5 月份经营承压，增速有所下滑。公司新品已于 5 月底落地，产品包括根据南方人口味改造的经典低糖核桃露和杏仁露，目前已在线上销售（京东自营等），线下也即将开始销售，优先向华东、西南市场推出。营销方面，公司拟通过新媒体渠道，如抖音、小红书、直播等方式加强宣传。公司是中国杏仁露绝对龙头企业，品牌势能强、北方市场根基深厚，新董事长沈志军上任后，各项改革措施有序落地，经营趋稳，新品推出效果值得重点关注。

妙可蓝多：家庭端奶酪产品的渗透加强，整体经营稳健。居家场景增加加速奶酪产品在家庭端的渗透，公司计划今年推出高端奶酪片等多款契合早餐场景产品，并在分众播出全新奶酪片广告，加强家庭端奶酪消费教育。自 2021 年 9 月份常温奶酪上市以来，公司坚持“低温做精、常温做广”策略，持续产品迭代升级，Q1 推出线上款干酪含量 55%、纯牛奶含量 20%、0 蔗糖添加的常温奶酪棒以及金装升级奶酪片（家庭餐桌系列）。渠道方面，公司继续快速拓展，截至 Q1 末，公司拥有经销商 5690 个，相比 2021 年末增加 327 个，覆盖约 60 万个零售终端。公司是高增长奶酪市场龙头，有望充分受益于奶酪行业高速发展的红利，且随着产品结构升级和销售体量扩大，费效比及整体盈利能力有望持续上移，蒙牛入主后亦有望全方面赋能公司，值得重点关注。

投资建议

消费场景开始稳步恢复，预期或将先于实际动销数据转向乐观，现阶段建议关注消费需求迅速恢复，带动业绩弹性较大的细分板块。随着复工复产的逐步推进，以及全国范围内新增确诊人数保持低位运行，消费者需求有望逐月回暖，带来整体大众食品基本面的缓慢复苏。消费需求没有受到根本性影响，长期发展逻辑没有改变的板块，需求水平大多可以恢复至正常水平，其中受短期影响更大的细分板块，同样也具有更大的需求反弹空间，快速反弹释放业绩弹性。短期建议关注需求快速恢复，业绩弹性较大的细分品种，如青岛啤酒、重庆啤酒、安井食品等；中期视角回归基本面，建议关注需求稳步复苏且成本压力得到缓解的细分品种，如涪陵榨菜、洽洽食品、立高食品等。

表 3：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2021	2022E	2021	2022E
600132	重庆啤酒	买入	128.48	62,181	3.43	2.50	44.13	51.33
600600	青岛啤酒	买入	93.00	105,301	2.08	2.39	47.66	38.93
600887	伊利股份	买入	36.16	231,429	1.41	1.47	29.49	24.64
603288	海天味业	买入	75.78	351,152	1.55	1.41	67.71	53.64
002507	涪陵榨菜	买入	32.31	28,679	0.75	0.85	50.29	38.09
603027	千禾味业	买入	17.81	14,226	0.14	0.30	169.03	60.09
600872	中炬高新	买入	26.41	21,039	0.74	0.91	51.37	29.00
603345	安井食品	买入	137.53	40,337	2.94	2.43	58.10	56.58
300973	立高食品	买入	89.00	15,071	1.60	1.48	82.55	60.29
002847	盐津铺子	买入	74.33	9,615	1.01	1.01	84.82	73.90
002991	甘源食品	买入	57.00	5,313	1.42	1.45	53.70	39.35
002557	洽洽食品	买入	56.87	28,833	1.72	1.85	35.78	30.71
000848	承德露露	买入	9.05	9,742	0.49	0.55	21.94	16.42
600882	妙可蓝多	买入	37.84	19,532	0.29	0.38	193.02	99.69

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观经济不达预期，需求增长不达预期，食品安全问题。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 \pm 10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 \pm 10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032