

2022 年 06 月 22 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

精选白酒个股，大众品边际改善 -食品饮料行业 2022 年中期投资策略

增持（维持）

投资要点

分析师：孙山山

执业证书编号：S1050521110005

邮箱：sunss@cfsc.com.cn

联系人：何宇航

执业证书编号：S1050122010030

邮箱：heyh1@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料（申万）	-7.8	-21.7	-17.6
沪深 300	-0.6	-5.9	-16.6

市场表现



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

相关研究

《华鑫证券食品饮料行业周报：茅台股东大会即将召开，关注大众品边际改善》2022-06-11

《中炬高新（600872）：内改外拓双管齐下，聚焦主业做大版图》2022-05-22

《天味食品（603317）：川式复调领导者，角逐高成长赛道》2022-05-15

《涪陵榨菜（002507）：榨菜龙头迎拐点，扩大腌制菜版图》2022-04-29

《食品饮料行业之预制菜行业深度报告：蓝海新格局，掘金正当时》2022-04-08

《食品饮料行业之调味品深度：行业景气度仍存，细分赛道掘金时》2022-03-10

《李子园（605337）：含乳饮料龙头焕新生，全国化加速中》2022-03-05

《2022 年食品饮料行业投资策略：把握白酒结构性行情，重视大众品拐点机会》2021-12-26

白酒板块：下半年加速恢复，精选白酒个股

进入下半年，白酒加速恢复动销和控库存，为三季度中秋国庆蓄势，酒企将努力完成全年任务。考虑酒企制定年度目标偏保守，故完成全年任务概率较大。高端酒确定性较高，次高端酒恢复在加速，地产酒分化明显。分子板块来看，高端酒茅台高质量加速发展，五泸价大于量。次高端酒下半年加速追赶，控库存挺价是关键。地产酒聚焦主力产品，寻找预期差标的。

大众品板块：布局边际改善机会，重视休闲食品和调味品

分子板块来看，啤酒高端化进程不变，下半年有望弹性机会。休闲食品及卤制品低基数下叠加自身改善，下半年利润有望改善。速冻食品及预制菜是疫情受益股，但因物流进度二季度受到影响，目前已逐月改善，此外建议重点关注预制菜进度。软饮料二季度疫情影响发货进度，下半年边际改善加速。调味品行业有所分化，主要调味品企业经营逐月向好，下半年有望边际改善。

行业评级及投资策略

维持 2022 年食品饮料行业增持评级。整体来看，我们的观点继续不变，坚定看好食品饮料板块特别是白酒板块，选择两条主线进行强烈推荐：

- 1) 弹性角度，白酒推荐山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、伊力特、金徽酒等，大众品推荐盐津铺子、绝味食品、涪陵榨菜、青岛啤酒、天味食品等。
- 2) 确定性角度，白酒推荐贵州茅台、山西汾酒、五粮液、泸州老窖、今世缘等，大众品推荐涪陵榨菜、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等。

风险提示

疫情拖累消费、重点公司业绩不及预期的风险、白酒政策调整、竞争进一步加剧风险、产品提价不及预期、因疫情等不可抗力因素致外流流出等。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2022/6/22 股价	EPS			PE			投资评级
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
600519.SH	贵州茅台	1936.00	49.62	58.00	67.41	39.02	33.38	28.72	推荐
000858.SZ	五粮液	178.07	6.97	8.20	9.47	25.55	21.72	18.80	推荐
000568.SZ	泸州老窖	225.06	6.79	8.37	10.17	33.15	26.89	22.13	推荐
600809.SH	山西汾酒	293.06	5.80	7.60	9.75	50.53	38.56	30.06	推荐
002304.SZ	洋河股份	169.69	6.37	7.93	9.68	26.64	21.40	17.53	推荐
000799.SZ	酒鬼酒	183.19	4.50	6.17	8.15	40.71	29.69	22.48	推荐
600702.SH	舍得酒业	188.88	5.74	7.60	9.71	32.91	24.85	19.45	推荐
600779.SH	水井坊	84.40	2.96	3.85	4.90	28.51	21.92	17.22	推荐
000596.SZ	古井贡酒	227.48	5.58	7.04	8.78	40.77	32.31	25.91	推荐
603369.SH	今世缘	49.21	1.95	2.34	2.78	25.24	21.03	17.70	推荐
603589.SH	口子窖	56.45	3.59	4.41	5.38	15.72	12.80	10.49	推荐
603198.SH	迎驾贡酒	61.00	2.24	2.88	3.59	27.23	21.18	16.99	推荐
603919.SH	金徽酒	33.58	0.97	1.22	1.50	34.62	27.52	22.39	推荐
600197.SH	伊力特	30.08	1.08	1.52	1.93	27.85	19.79	15.59	推荐
603288.SH	海天味业	82.47	1.81	2.06	2.33	45.56	40.03	35.39	推荐
603027.SH	千禾味业	15.46	0.30	0.39	0.48	51.53	39.64	32.21	推荐
603317.SH	天味食品	22.27	0.32	0.41	0.52	69.59	54.32	42.83	推荐
600872.SH	中炬高新	30.15	0.94	1.08	1.23	32.07	27.92	24.51	推荐
002507.SZ	涪陵榨菜	32.32	1.17	1.42	1.70	27.62	22.76	19.01	推荐
600305.SH	恒顺醋业	11.75	0.12	0.18	0.22	97.92	65.28	53.41	推荐
603755.SH	日辰股份	36.07	1.10	1.44	1.88	32.79	25.05	19.19	推荐
300999.SZ	金龙鱼	46.61	1.15	1.44	1.71	40.53	32.37	27.26	推荐
300908.SZ	仲景食品	34.77	1.32	1.54	1.81	26.34	22.58	19.21	推荐
300755.SZ	华致酒行	39.83	2.49	3.40	4.38	16.00	11.71	9.09	推荐
605499.SH	东鹏饮料	145.80	3.84	4.71	5.67	37.97	30.96	25.71	推荐
603711.SH	香飘飘	11.53	1.06	1.18	/	10.88	9.77	/	推荐
605337.SH	李子园	24.11	1.46	1.75	2.10	16.51	13.78	11.48	推荐
600132.SH	重庆啤酒	130.88	2.90	3.64	4.36	45.13	35.96	30.02	推荐
600600.SH	青岛啤酒	92.87	2.50	2.99	3.48	37.15	31.06	26.69	推荐
603345.SH	安井食品	148.00	3.96	4.92	6.15	37.37	30.08	24.07	推荐
603517.SH	绝味食品	47.40	1.67	1.88	2.32	28.38	25.21	20.43	推荐
002847.SZ	盐津铺子	77.08	2.04	3.08	4.11	37.78	25.03	18.75	推荐
603719.SH	良品铺子	25.35	0.87	1.25	1.72	29.14	20.28	14.74	推荐
002991.SZ	甘源食品	56.07	2.01	2.63	3.46	27.90	21.32	16.21	推荐
002557.SZ	洽洽食品	52.53	2.15	2.48	2.84	24.43	21.18	18.50	推荐
003000.SZ	劲仔食品	8.14	0.26	0.32	0.39	31.31	25.44	20.87	推荐
605338.SH	巴比食品	28.59	1.09	1.33	1.59	26.23	21.50	17.98	推荐
300973.SZ	立高食品	81.25	1.76	2.35	2.83	46.16	34.57	28.71	推荐
002216.SZ	三全食品	19.61	0.74	0.89	1.06	26.50	22.03	18.50	推荐
600882.SH	妙可蓝多	40.38	0.80	1.26	1.85	50.48	32.05	21.83	推荐
001215.SZ	千味央厨	46.68	1.32	1.77	2.29	35.36	26.37	20.38	推荐

605089.SH	味知香	59.80	1.74	2.26	2.86	34.37	26.46	20.91	推荐
002330.SZ	得利斯	7.45	0.12	0.19	0.26	62.08	39.21	28.65	推荐
603043.SH	广州酒家	22.35	1.14	1.37	1.62	19.61	16.31	13.80	推荐
002956.SZ	西麦食品	14.18	0.54	0.70	0.87	26.26	20.26	16.30	推荐
002570.SZ	贝因美	4.86	0.12	0.17	0.24	40.50	28.59	20.25	推荐
600887.SH	伊利股份	37.44	1.68	1.99	2.32	22.25	18.82	16.16	未评级

资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究（注：表中“未评级”的公司预测数据均为万得一致预期）

正文目录

1、2022 年中期板块展望：精选白酒个股，大众品边际改善.....	6
1.1、白酒板块：下半年加速恢复，精选白酒个股.....	6
1.2、高端酒：茅台高质量加速发展，五泸价大于量.....	7
1.3、次高端酒：下半年加速追赶，控库存挺价是关键.....	12
1.4、地产酒：聚焦主力产品，寻找预期差标的.....	18
1.5、大众品：布局边际改善机会，重视休闲食品和调味品.....	21
2、行业评级及投资策略.....	35
3、风险提示.....	37

图表目录

图表 1：预计十四五期间将达 8000 亿元，未来 5 年 CAGR 为 6%；2021 年销售收入 6033 亿元，同增 18.6%	6
图表 2：预计十四五期间将达 800 万吨，未来 5 年 CAGR 为 1.3%；2021 年产量为 715.6 万吨，同降 0.6%	6
图表 3：2021 年规模以上白酒企业数量为 965 家，预计十四五规划期间将不到 1000 家，龙头市占率提升	7
图表 4：预计十四五期间将达 800 万吨，未来 5 年 CAGR 为 1.3%；2021 年利润总额 1702 亿元，同增 33%	7
图表 5：截止 6 月中旬，i 茅台上线注册人数超 1500 万人.....	8
图表 6：i 茅台上预约申购的四款产品，包括茅台 1935、珍品茅台和虎年茅台	8
图表 7：i 茅台上线销售的除五款产品外，还有茅台冰淇淋.....	9
图表 8：6 月 12 日起贵州全省可配送茅台冰淇淋，共有三种口味.....	9
图表 9：贵州茅台批价长期站稳 2500 元以上价格带，为五粮液批价跨越 1000 元提供可能	10
图表 10：国窖 1573 批价稳在 915 元左右，稳步上行.....	11
图表 11：预计十四五期间次高端整体规模超 1000 亿元.....	12
图表 12：主要次高端品牌规模（亿元）一览.....	13
图表 13：预计 2025 年酱酒规模将超 2000 亿元，其中高端酱酒 1200 亿元	14
图表 14：目前酱酒收入 1350 亿元左右，预计 2025 年将超 2000 亿元规模.....	14
图表 15：按规模将酱香企业分成四个梯队一览.....	14
图表 16：主要酱酒企业产能扩张计划一览.....	14
图表 17：2022Q1 青花系列保持高增长，预计全年继续.....	15
图表 18：2022Q1 舍得酒业招商进度持续推进.....	15
图表 19：2022Q1 舍得招商质量在改善.....	16
图表 20：2022Q1 末次高端酒企合同负债仍有余力.....	16
图表 21：2022 年内参保底目标 24.5 亿元，冲刺目标 30 亿元.....	17

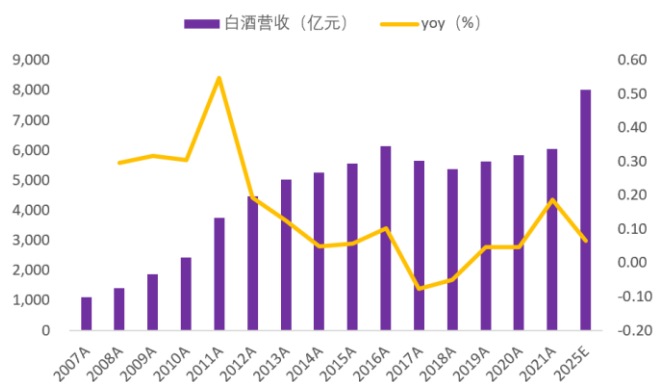
图表 22: 安徽省内消费升级受益者依次为古井贡酒、口子窖及迎驾贡酒	18
图表 23: 省内消费升级驱动古井贡酒、口子窖和迎驾贡酒增长, 6 年 CAGR 古井贡酒>口子窖>迎驾贡酒	18
图表 24: 金徽酒百元以上占比从 2017 年 30%提升至 2021 年的 61%左右, 引领省内消费升级	19
图表 25: 甘肃省内消费升级引领金徽酒营收增至 2021 年 17.88 亿元, 4 年 CAGR 为 7.62%	19
图表 26: 主要地产酒省外扩张情况一览	19
图表 27: 目前地产酒中山西汾酒和洋河股份省外扩张效果显著	20
图表 28: 十四五期间预计优异地产酒省外占比将进一步提升	20
图表 29: 2010 年-2021 年啤酒产量 CAGR 为-2.1%, 啤酒行业进入横盘状态	22
图表 30: 2021 年 1 月-2022 年 5 月啤酒产量, 二三季度是啤酒行业旺季	22
图表 31: 2022Q1 主要休闲食品企业留有余力应对二三季度	23
图表 32: 2021 年整体来看, 休闲食品量价齐升, 预计 2022 年前低后高	23
图表 33: 近五个季度速冻食品企业增速, 整体来看, 表现比较平稳	25
图表 34: 我国预制菜行业规模从 2015 年 650.3 亿元增至 2020 年 2527 亿元	25
图表 35: 近五个季度李子园和东鹏饮料增速, 波动比较明显	28
图表 36: 全球大包粉价从去年十一后走高, 目前有回落趋势	28
图表 37: 2022 年 5 月社会消费品零售总额餐饮收入当月同比-21.1%, 环比+1.6pct	30
图表 38: 2022 年 5 月社会消费品零售总额餐饮收入累计同比-8.5%	30
图表 39: 2022Q1 调味品营收总收入同比+10%, 增速环比下降 11pct	30
图表 40: 2022Q1 主要调味品企业营收增速环比下滑	30
图表 41: 2022 年 5 月大豆/白砂糖/棕榈油/PET 切片/玻璃/瓦楞纸吨价同比+13%/5%/72%/49%/-24%/3%	31
图表 42: 主要调味品企业 2022Q1 净利润同比增速出现下滑	31
图表 43: 主要调味品企业均在 2021Q4 进行提价, 提价传导情况良好	32
图表 44: 重点关注公司及盈利预测	35

1、2022 年中期板块展望：精选白酒个股，大众品边际改善

1.1、白酒板块：下半年加速恢复，精选白酒个股

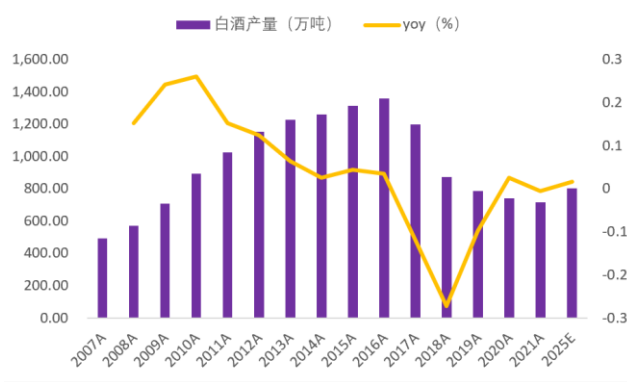
十四五整体稳健发展，2022年继续稳中求进。中国酒业协会发布《中国酒业“十四五”发展指导意见(征求意见稿)》，提出“十四五”期间白酒产量将控制在800万吨，较“十三五”末增长6.7%，CAGR1.3%；销售收入8000亿元，较“十三五”末增长35.6%，CAGR6.3%；实现利润2000亿元，较“十三五”末增长37.0%，CAGR6.5%。

图表 1：预计十四五期间将达 8000 亿元，未来 5 年 CAGR 为 6%；2021 年销售收入 6033 亿元，同增 18.6%



资料来源：中国酒业协会，国家统计局，华鑫证券研究

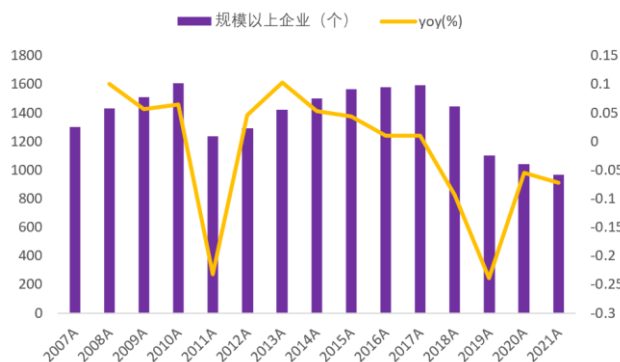
图表 2：预计十四五期间将达 800 万吨，未来 5 年 CAGR 为 1.3%；2021 年产量为 715.6 万吨，同降 0.6%



资料来源：中国酒业协会，产业信息网，华鑫证券研究

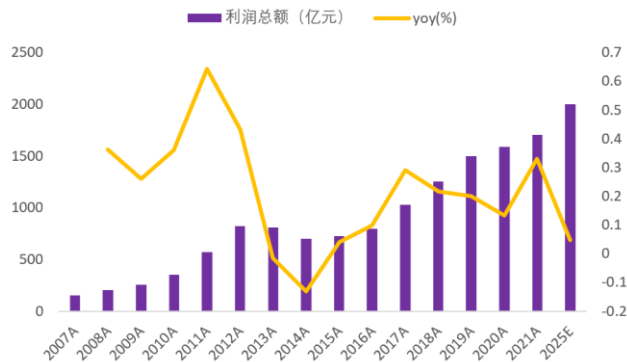
据中国酒业协会最新数据显示，2021年中国白酒行业规模以上企业数量965家，同减75家；产量完成716万千升，下降0.6%；销售收入完成6033亿元，增长18.6%；利润总额完成1702亿元，增长33%。疫情后的2021年白酒仍旧保持稳增长，头部效应仍旧明显。

图表 3：2021 年规模以上白酒企业数量为 965 家，预计十四五规划期间将不到 1000 家，龙头市占率提升



资料来源：中国酒业协会，国家统计局，财经头条，华鑫证券研究

图表 4：预计十四五期间将达 800 万吨，未来 5 年 CAGR 为 1.3%；2021 年利润总额 1702 亿元，同增 33%



资料来源：中国酒业协会，智研咨询，前瞻数据库，华鑫证券研究

我们在2022年食品饮料板块投资策略中已经对高端酒、次高端酒和地产酒给出自己的预判，我们当时预判“高端酒：关注茅台改革进度，成本倒逼下五粮液批价有望破千元”、“次高端酒：出现明显分化，继续看好舍得和酒鬼”及“地产酒：2022年行情可期，产品渠道有望双轮驱动”。目前时间即将过半，我们对此给出最新的思考和预判。

2021年年报和2022年一季报已落下帷幕，白酒板块整体符合预期。高端酒整体受疫情影响较小，次高端酒表现仍旧亮眼，地产酒受益于部分区域无疫情或淡化疫情亦实现开门红（部分酒企如迎驾贡酒因洞藏系列实现高增长，洋河因返乡流动及疫情影响小实现开门红，金徽酒因西北疫情小业绩超预期）。进入二季度传统淡季叠加4月疫情点状式疫情特别是上海地区影响，白酒五一表现一般，端午节表现好于五一。进入下半年，白酒加速恢复动销和控库存，为三季度中秋国庆蓄势，我们认为酒企将努力完成全年任务，加速追赶因疫情带来的回款和发货进度。考虑酒企制定年度目标偏保守，故完成全年任务概率较大。高端酒确定性较高，次高端酒恢复在加速，地产酒分化明显。

1.2、高端酒：茅台高质量加速发展，五泸价大于量

■ 贵州茅台：五线思路清晰，高质量加速发展

公司从确定“五线”发展道路以来，基本构建起高质量发展的“四梁八柱”，“五线”在实践中也逐步清晰起来。其中“蓝线”要更加美好，十四五目标是打造成为世界一流的上市企业；“绿线”要更具美态，坚定不移走好“生态优先、绿色发展”之路，全方位、深层次、一体化推进绿色高质量发展；“白线”要更兴美业，围绕“改革、创新、建设”，发挥改革的突破先导作用，其中围绕质量提出五匠质量观，构建“365”质量管理体系，围绕营销提出“营销美时代”和“五合营销法”，围绕供应提出“供以质胜、应为伙伴、链接现代”理念，构建茅台供应链生态圈。创新围绕新项目、新产品和新平台展开，其中新项目：围绕酿造技术、微生物等7大领域23个研究方向，稳

步推进200余项科技创新项目。新产品指的是陆续推出珍品茅台、茅台1935、100ML53%飞天茅台、茅台冰淇淋等一系列新产品，产品带、价格带不断优化，美酒美食深受消费者青睐。新平台指的是公司加速推进“智慧茅台”建设，成功上线“i茅台”数字化营销平台。目前已启动建设习水同民一期项目，持续推进3万吨酱香系列酒技改工程，加快包装物流园等配套项目建设。“紫线”要更富美韵，从构建文化体系、开发文化产品、丰富文化活动、打造文化场景四大领域推动文化建设；“红线”要更讲美行，安全和环保是公司高质量发展必须牢牢守住的底线和红线。

图表5：截止6月中旬，i茅台上注册人数超1500万人



资料来源：i茅台，华鑫证券研究

图表6：i茅台上预约申购的四款产品，包括茅台1935、珍品茅台和虎年茅台



资料来源：i茅台，华鑫证券研究

5月19日i茅台正式上线，前面投放的4款产品（贵州茅台酒（珍品，零售价4599元）、500ml贵州茅台酒（壬寅虎年，零售价2499元）、375ml贵州茅台酒（壬寅虎年，零售价3599两瓶）、茅台1935（零售价1188元），仍然沿用预约申购模式。在以上产品的基础上，增加飞天53%vol 100ml贵州茅台酒、飞天43%vol 500ml贵州茅台酒、43%vol 500ml贵州茅台酒（喜宴·红）、茅台王子酒（金王子）、茅台迎宾酒（紫）5款产品的线上售卖。共计9款产品，共同组成i茅台的产品矩阵，围绕“品价匹配、层次清晰、梯度合理”的品牌体系。

截至6月14日，i茅台已实现营收30-40亿元。茅台冰淇淋则在线上“i茅台”当日，仅用51分钟就全部售罄，销量超4万个，销售金额达250万元。

图表7：i 茅台上线上销售的除五款产品外，还有茅台冰淇淋



资料来源：i 茅台，华鑫证券研究

图表8：6月12日起贵州全省可配送茅台冰淇淋，共有三种口味



资料来源：i 茅台，华鑫证券研究

优化调整是看点，十四五稳中前行。优化调整是重要看点，主要分为调价格、调产品结构和调渠道结构。价格方面，公司已取消拆箱政策，回归市场化，整茅和散茅批价有望继续收窄，我们预计十四五期间茅台至少提价一次。产品结构方面，我们认为公司将继续调非标产品占比带动吨价提升，对非标产品进行提价亦证实这一点；系列酒产品结构将持续优化，内部实施“大单品”战略，以茅台王子酒为核心的“1+N”大单品群，汉酱和贵州大曲已成10亿级大单品。渠道结构调整是十四五期间又一重要看点，未来经销商配额将保持不变，公司将重点开拓直营渠道（包括自营、电商、商超及企业团购等渠道）。2018年以来公司加强重视对直营渠道的投放，特别是中秋国庆、春节等旺季的投放，先后与全国性超市如永辉等、区域性超市如步步高、电商如天猫、京东等非经销渠道签约茅台配额；此外，还有今年新上线的i茅台，更增加和消费者接触的频次，增加当年茅台的开瓶率。

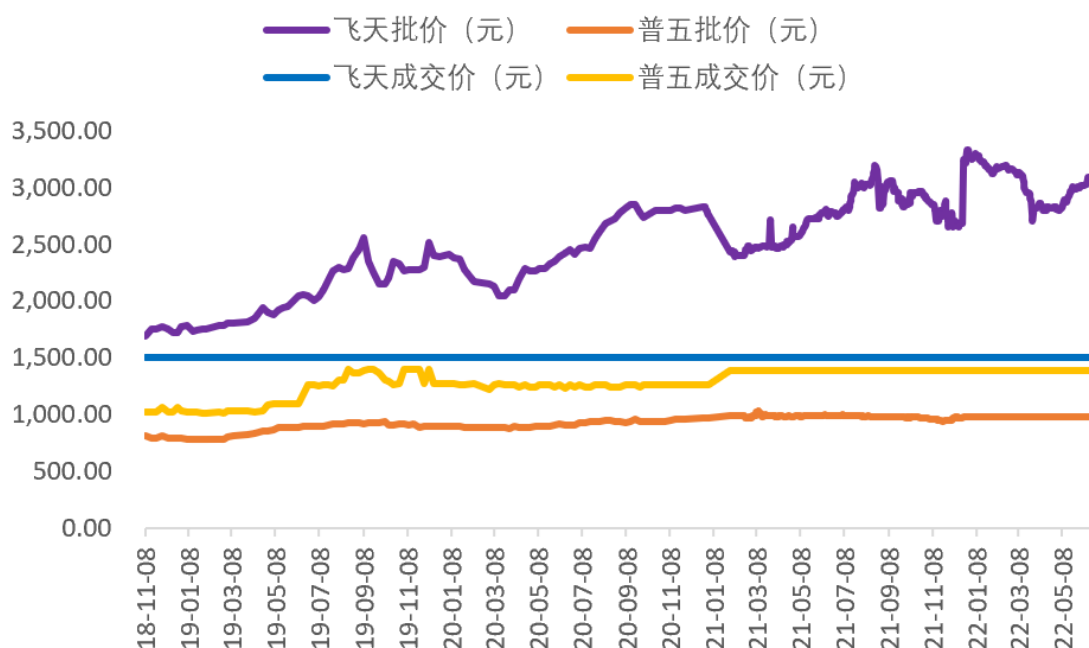
■ 五粮液：多措并举进行时，稳中求进固根基

十四五期间集团实现“5111”的发展目标：1) 闯进世界500强；2) 酒业主业销售收入过千亿；3) 多元产业销售收入过千亿；努力打造产品卓越、品牌卓越、创新领先、治理现代的世界一流酒企。股份公司实现“2118”发展目标：1) 原酒产能达到20万吨；2) 基酒存储能力达到100万吨；3) 销售收入突破1000亿；4) 利润总额达到800亿。2022年经营目标：营业总收入继续保持两位数稳健增长。

近几年公司加快推进一批项目建设，不断补短板、拉长板，项目陆续投产使用，其中包括酿酒产能建设（10万吨生态酿酒一期建设、园区酿酒库能改造项目等）、配套产能建设（磨粉粮仓改造项目、储酒库技改项目、智能包装仓储一体化项目等）等。预计整体项目完成后，公司酿酒产能由10万吨增加到20万吨，制曲由10万吨增加到20万吨，储酒能力由40万吨达到100万吨，磨粉能力由20+万吨到60万吨。产能建设前瞻性布局，为公司完成十四五目标保驾护航。

第八代五粮液基本目标是小步慢跑，稳中有涨，逐步实现批价稳步上涨。公司通过数字化营销手段、15个分仓建设、抢抓消费者弥补、分阶段抢抓宴席消费者培育、持续发力新零售和高端团购消费及组织建设上战区主战，给一线营销团队充分赋能进行量价平衡把握。系列酒通过优化商家结构、加强样板市场打造、强化终端建设、拓展电商和KA渠道及加强消费者培育，已实现销售由汇量增长转为结构性增长。经典五粮液目前处于产品导入期，主要做高端消费者培育（通过一大一小一阵地实现）和品牌影响力拉升工作（通过参与配合有影响力活动及在核心商圈、核心地段、核心媒体做广告实现）。

图表 9：贵州茅台批价长期站稳 2500 元以上价格带，为五粮液批价跨越 1000 元提供可能



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

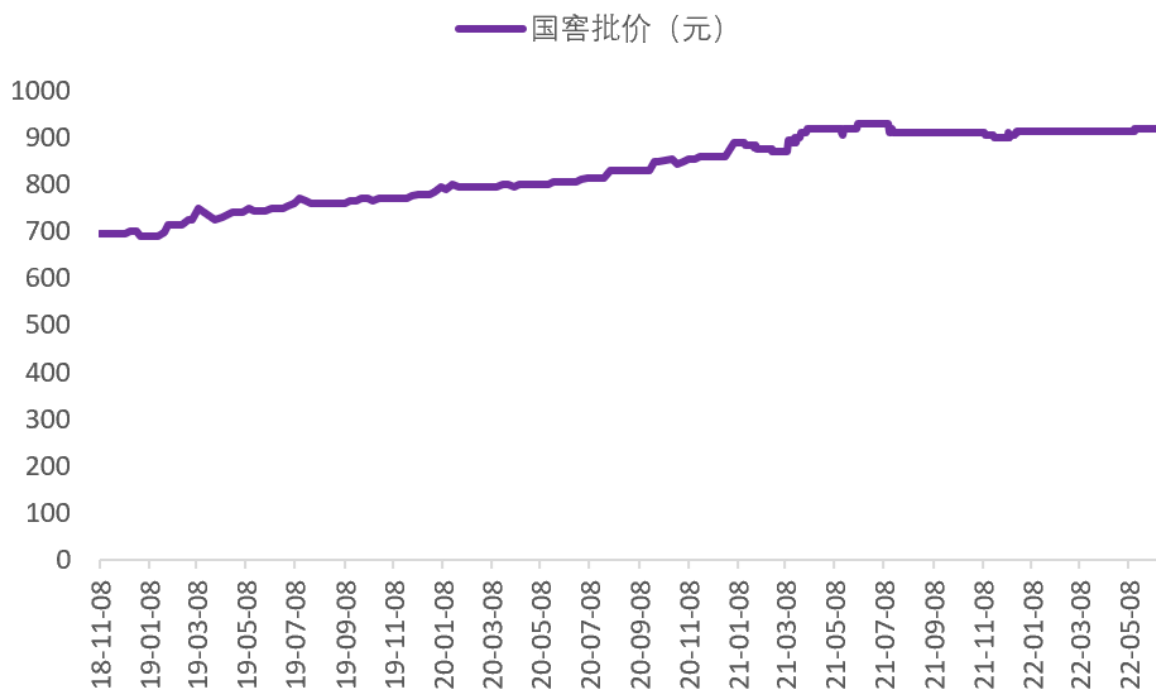
未来公司四大看点：第一，主品牌“1+3”产品体系不变，持续推进既定战略，高举高打推进经典五粮液发展。第二，渠道方面，持续推进团购渠道，去年公司主动开拓团购渠道，2021年团购目标30%。第三，系列酒方面，聚焦资源打造尖庄、五粮醇、五粮春、五粮特曲四个全国性战略品牌，十四五期间力争销售额200亿元以上：尖庄目标100亿元，五粮醇和五粮春目标50亿元，五粮特曲目标20亿元。第四，当前茅台批价稳步在2500元以上，为普五批价站上1000元提供可能。

■ 国窖跟随者策略长期存在，深度地产化有效弥补品牌力不足

当前泸州老窖实施国窖1573和泸州老窖双品牌战略，国窖1573跟随者策略将长期存在。五粮液批价若率先站上千元价格带，其受益最大。作为浓香型白酒领导者之一，五粮液注重圈层营销和开拓团购，国窖深度地产化模式推广平台公司模式和强化终端控制力，两者渠道重叠度不高，利于两者发挥各自优势。当前国窖优势区域位于西南、华北等区域，公司东进南下策略意图覆盖公司弱势区域。当前国窖批价910左右，2022年春节以后有望站上950元价格带，紧随五粮液步伐，以防止品牌力被削弱。

特曲未来发力靠老字号和60版，已迈入250元-300元价格带。特曲批价已经从原来的100多元涨至目前250元左右，顺利迈入250-300元价格带，跳开地产酒竞争最激烈的100-200元价格带。我们认为公司未来有望在250元价格带放量。由于公司品牌复兴持续进行时，品牌势能持续提升，特曲的价格还将继续往上走，有望迈入300元价格带。

图表 10：国窖 1573 批价稳在 915 元左右，稳步上行



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

当前公司围绕“136发展目标”制定“十四五”战略规划及2030年远景目标，并提出要带动浓香大品类向上而生的方向和策略。其中“1”指围绕坚定迈向行业前三这一目标，泸州老窖提出做强传统白酒、做大创新白酒、做实养生白酒来实现“三大曲线”产品支撑体系；同时启动全国化战略和城市群战略以确保营收规模分别在2025年和2030年达到既定高度。“3”指围绕坚定发展三大原则，即坚守名酒品牌价值、坚守名酒品质价值、坚守名酒文化价值。“6”指坚定品牌、品质、文化、创新、数智、和谐“六位一体”举措。

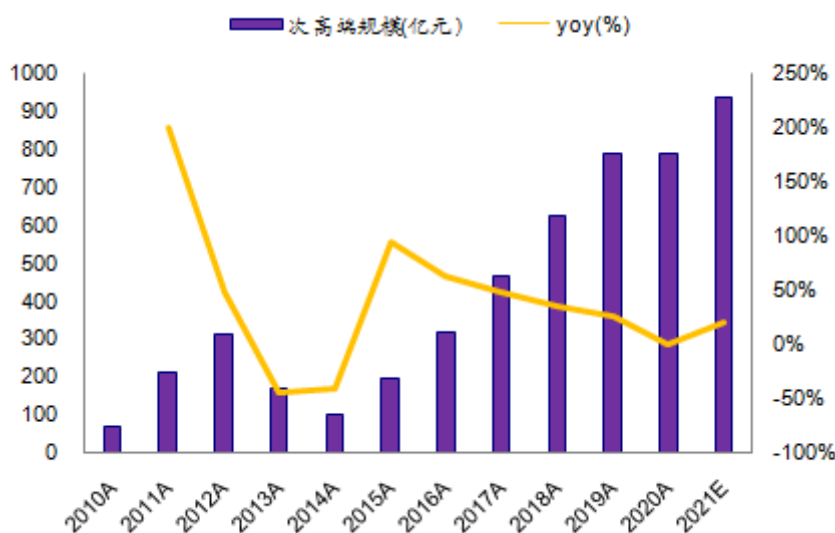
未来公司五大看点：第一，品牌端：双品牌战略运作，品牌复兴进行时。国窖1573和泸州老窖双品牌战略，国窖1573通过国窖荟等圈层营销，提升品牌影响力；对泸州老窖提出品牌复兴，不断挖掘老窖历史文化资源，通过打造“封藏大典”等文化IP，提升泸州老窖品牌影响力。第二，产品端：聚焦五大单品，国窖和特曲持续发力。1) 高端酒聚焦打造国窖1573；2) 中档酒特曲系列承担腰部产品崛起重担，老字号主做流通渠道，60版目前做全国团购渠道。第三，价格端：国窖跟随者策略，特曲有望迈入300元价格带。1) 国窖跟随五粮液提价策略中长期不变，未来有望迈入1000元价格带；2) 特曲已提价至200-250元左右，未来有望迈入300元价格带。第四，渠道端：品牌专营模式效果显著，粗放式向精细化运作转变。公司实施品牌专营模式，设立三大品牌专营公司，产品聚焦精细化运营。第五，区域扩张：全国化补短板，持续会战和东进南图并举。公司传统优势区域西南、华中和华北地区合计占比超85%。公司于2018年提出东进南图工程，华东和华南市场排名靠后，与公司地位不符且体量也有较大差距。

1.3、次高端酒：下半年加速追赶，控库存挺价是关键

次高端天花板被打开，行业扩容在即。随着五粮液批价破千和国窖1573批价迈上900元以上成为可能，次高端酒企天花板被打开，次高端价格带从过去300-600元拉长为300-800元，价格带变宽带来行业容量变大。部分酒企已前瞻性布局600-800元价格带产品，如洋河M6+、国缘V3。

据产业信息网显示，次高端酒规模从2010年超70亿元增长至2017年超460亿元，7年CAGR为31.1%，预计到2021年超1000亿元。

图表 11：预计十四五期间次高端整体规模超 1000 亿元



资料来源：Wind 资讯，产业信息网，华鑫证券研究

我们认为次高端继续扩容成趋势的理由如下：第一，从白酒行业来看，景气度仍将持续，并不是断崖式下跌而是增速换挡，进入成熟阶段的正常表现；第二，从中长期

来看，考虑贵州茅台产量有限性，普飞一批价下行空间不大，这为次高端价格带打开天花板；第三，高端酒茅五泸的系列酒也加速进入次高端领域，试图分次高端一杯羹；第四，剑南春和郎酒集团已恢复百亿规模，两者主攻次高端领域，尽享次高端扩容之势；第五，洋河股份的天梦比重进一步提升，特别是梦之蓝系列占比继续提升，M6+未来三年100亿销售额目标；第六，地产酒中前瞻性布局的酒企，其次高端占比不断提升，例如今世缘的国缘系列（占比超75%）、古井的年份原浆系列（特别是古8以上，占比超30%）、口子窖的十年以上系列（占比超25%）、老白干的十八酒坊系列等等；第七，从需求端来看，中国的新中产人数已超2亿，不断增加的需求群体是次高端扩容的有力支撑；第八，茅五泸占高端酒份额超95%且茅台在高端酒的份额还在不断提升，我们认为高端酒的挤出效应也将推动部分品牌进入次高端行列。

图表 12：主要次高端品牌规模（亿元）一览

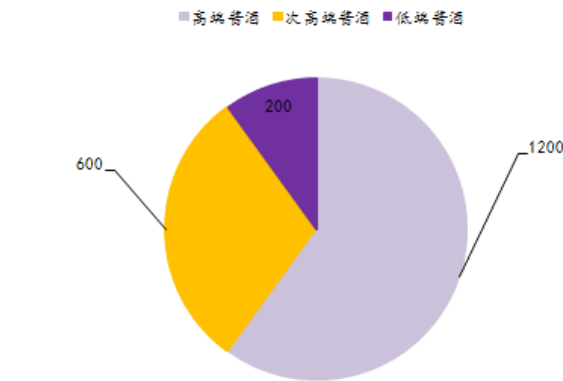
序号	规模（亿元）	主要代表品牌
1、	10 亿元以下	迎驾洞藏系列、西凤、酒鬼内参、国台等
2、	10 亿元-50 亿元	泸州老窖特曲及窖龄系列、汾酒青花系列、水井坊臻酿八号和井台装、品味舍得、今世缘国缘系列、古 8 以上、口子 10 年以上
3、	50 亿元-100 亿元	习酒、五粮液系列酒等
4、	100 亿元以上	茅台系列酒、郎酒的青花郎系列、剑南春的水晶剑等

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

此外，高端酒茅五泸系列酒的加入也让次高端竞争进一步加剧，系列酒凭借高端酒的品牌溢价空间，最早依附于原有的经销商渠道实现放量，后单独招商，聚焦品牌，实施渠道下沉和资源配套。最典型的代表如茅台系列酒，茅台系列酒从最早的普飞渠道销售系列酒，到后来单独招聘系列酒的经销商，专营销售系列酒。

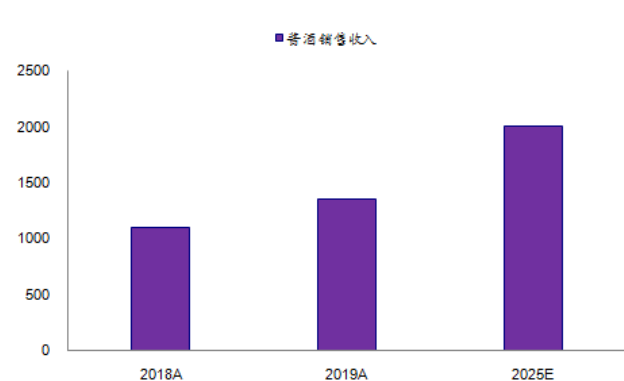
酱酒热带动酱香品牌入局，一超多强格局形成。随着消费者对白酒品质和品牌的重视，近几年酱香热开始流行，酱香迎来风口。2019年酱香型白酒产量约55万吨，占行业总产能的7%，销售收入1350亿（+22.7%），占比20%左右，利润总额约550亿（+22%），占比38%。其中2019年贵州酱香型白酒产量约为47万吨，占全国酱酒产能85%，销售收入1250亿元，占全国酱酒市场90%以上。贵州茅台作为中国酱酒领头羊，带领习酒、郎酒等众多优秀酱酒企业做大做强酱酒市场。我们预计未来3-5年酱香型白酒市场将扩容至2000亿元以上，其中高端酱香酒规模将达到1200亿元，次高端酱香酒将达到600亿元左右，中档酱香型白酒200亿元左右。

图表 13：预计 2025 年酱酒规模将超 2000 亿元，其中高端酱酒 1200 亿元



资料来源：搜狐网，华鑫证券研究

图表 14：目前酱酒收入 1350 亿元左右，预计 2025 年将超 2000 亿元规模



资料来源：搜狐网，华鑫证券研究

按规模划分，我们将酱酒企业分成四个梯队：第一梯队，飞天茅台独占鳌头；第二梯队，主要代表有习酒、郎酒和茅台系列酒，销售额在100亿以上；第三梯队以国台、金沙、珍酒和钓鱼台为主，销售额在10亿-50亿之间；第四梯队是其他地方酱香酒企。

图表 15：按规模将酱香企业分成四个梯队一览

序号	销售额 (亿元)	主要代表品牌
第一梯队	200 亿以上	贵州茅台
第二梯队	100 亿-200 亿	习酒、郎酒、茅台系列酒
第三梯队	10 亿-100 亿	国台、金沙、珍酒、钓鱼台
第四梯队	10 亿以下	贵州安酒、武陵酒、仙潭酒业等

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

此外，随着行业和消费者对酱酒的关注度日益提升，酱酒企业也纷纷进行产能扩张。2019年以来，主要酱酒企业均进行较大规模的产能扩张。

图表 16：主要酱酒企业产能扩张计划一览

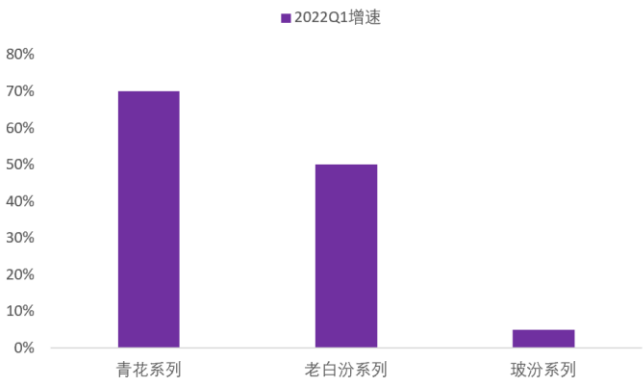
序号	主要酒企	扩产计划	扩产后产能情况
1、	贵州茅台	十三五中华片区技改项目	5.6 万吨
2、	茅台系列酒	投资 80 亿元，扩产 3 万吨	5.6 万吨
3、	郎酒	扩产 2 万吨	5 万吨
4、	习酒	投资约 85 亿元，扩产 2 万吨	4.3 万吨
5、	劲牌茅台镇酱酒	2019 年投粮 1 万吨+酱香酒技改三期项目	三期建成后 2 万吨
6、	金沙酒业	扩产 1 万吨，分两年完成	3 万吨

7、	国台酒业	扩产 6000 吨	预计 2026 年 2.6 万-2.8 万吨
8、	贵州醇	2021H1 完成技改	1.25 万吨
9、	贵州安酒	投资约 50 亿元，规划 2 万吨建安酒“赤水酒谷”	项目建成后达 2 万吨
10、	小糊涂仙	5000 吨	
11、	金沙古酒	万吨技改项目	1 万吨
12、	贵州珍酒	110 亿元百亿珍酒增产扩能项目	预计 2025 年达 3.5 万吨
13、	金东集团	拟投资 200 亿元	
14、	茅溪镇	投资约 200 亿元	
15、	贵州贵酒	20 亿元建造 2000 亩大型生态酿酒园	建成后产能 1 万吨
16、	茅台技开	修建 3 万吨基酒基地	预计 2023 年 3 万吨
17、	仁怀酒投		未来规划 3 万吨
18、	丹泉	技改扩建项目	未来规划 2 万吨
19、	金沙古酒	万吨技改项目二期工程	预计 2025 年产能 1 万吨
20、	夜郎古酒		未来规划 1 万吨

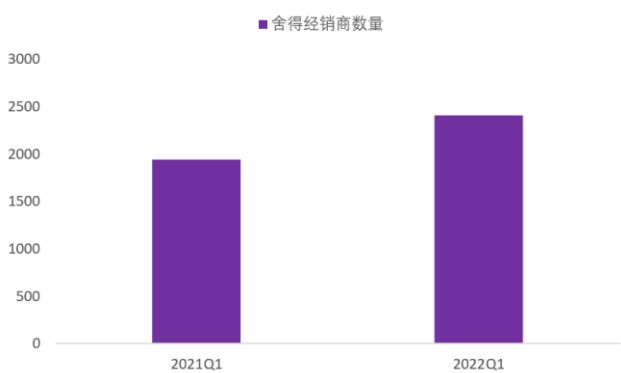
资料来源：酒业家，微酒，华鑫证券研究

一季度次高端整体表现优异，汾酒、舍得和酒鬼酒继续高增长，水井坊因华东地区疫情及一季度加大对典藏大师费用投放致业绩受到影响。汾酒的青花系列继续保持高增长，青花30复兴版谋求千元价格带放量单品；舍得招商进度顺利，酒鬼酒内参持续高增长。二季度以来，次高端酒企因华东地区疫情带来消费场景暂时消失，受到部分影响，目前逐月改善，5月环比4月改善，6月环比5月改善，端午反馈好于五一。我们认为一二季度由于基数效应，次高端增速放缓是既定事实，但进入三四季度不存在基数问题，更多是酒企自身努力完成任务进度。从目前进度来看，汾酒领先，酒鬼酒和舍得其次，水井坊努力完成财年目标。当前对酒企更重要的是努力控库存保持价格稳定，为中秋国庆蓄势发力。

图表 17：2022Q1 青花系列收入保持高增长，预计全年继续



图表 18：2022Q1 舍得酒业招商进度持续推进



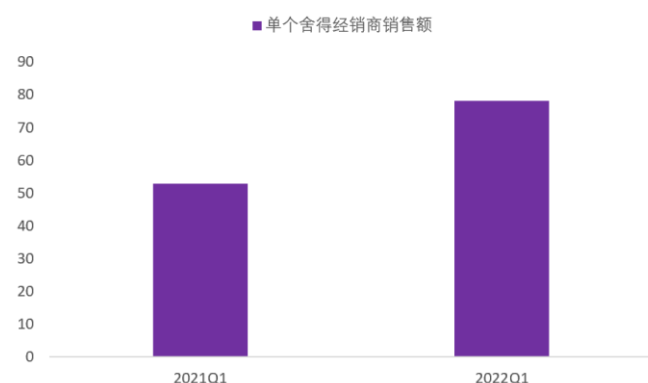
资料来源：华鑫证券预测

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

舍得酒业：当前公司坚持双品牌战略不变，舍得核心产品主推品味舍得和藏品10年，流通渠道进一步向品味舍得集中，水晶舍得、智慧舍得逐步收缩到团购渠道，高端、KA店主推藏品10年。当前沱牌重点恢复影响力，故进行定制开发产品，品质、渠道、市场均由公司进行管控。沱牌事业部目前重点打造沱牌曲酒、陶醉、窖龄特曲、T68、六粮酒等大单品。未来有望成立单独沱牌运营公司，产品、生产、运作团队、客户渠道都独立。

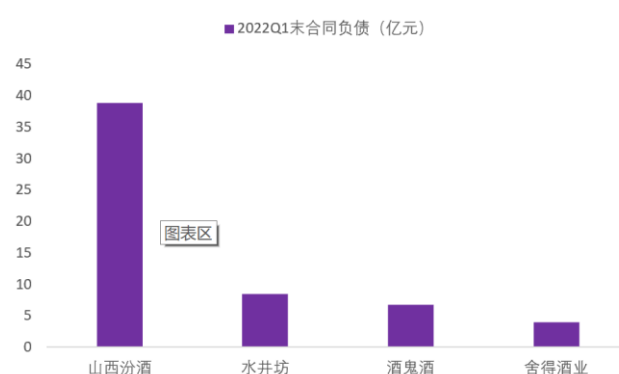
整体公司按照既定节奏稳步推进，重申看好公司逻辑：1) 产品端，公司聚焦老酒战略，坚持舍得、沱牌双品牌战略，聚焦打造品味舍得、智慧舍得等战略单品。2) 渠道端，恢复老市场老客户，发展新市场新客户，聚焦打造重点市场、重点客户。3) 圈层营销方面，公司主打名酒进名企和智慧俱乐部，精准靶向圈层，渗透头部+腰部+腿部，聚焦核心目标客户。4) 复星入主公司近一年，预计后续加速赋能，推动公司进入新阶段。

图表 19：2022Q1 舍得招商质量在改善(万元)



资料来源：华鑫证券预测

图表 20：2022Q1 末次高端酒企合同负债仍有余力

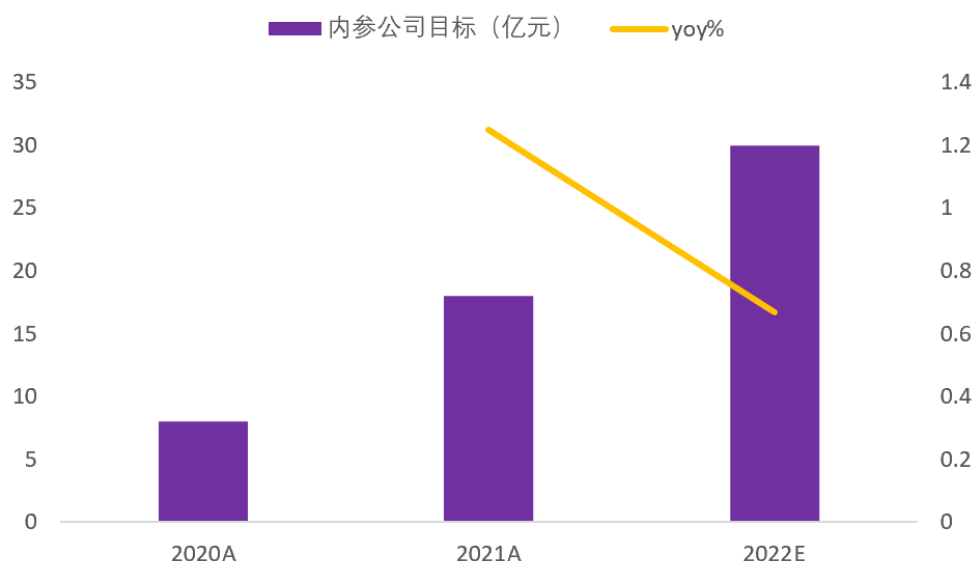


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

酒鬼酒：中粮集团接管五年来，对公司品牌端（强调无上妙品·文化酒鬼，三大品牌定位清晰）、产品端（次高端及以上占比持续提升，聚焦打造三大战略性单品）、价格端（梳理产品价格体系，全面导入控价模式）和渠道端（内参股权经销商模式与酒鬼酒明确厂商分工）进行重塑，扩产能保品质，十四五公司将全力以赴冲刺短期30亿、中期50亿、长期100亿目标。

内参经过公司几年的经营和运作，目前已成功走出省内，省外招商布局持续进行。当前公司优势区域主要在京津冀、山东、广东地区，其他区域需要时间培育。华东地区有望成为公司下一个粮仓。公司未来3-5年以规模为重要考核指标，其中内参将发挥动力引擎作用，将全力以赴冲刺短期30亿、中期50亿、长期100亿目标，中期目标实现在即。我们预计未来公司产品结构为内参占：酒鬼系列：湘泉=4:5:1。

图表 21：2022 年内参保底目标 24.5 亿元，冲刺目标 30 亿元



资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

当前公司管理层稳定，公司是中粮酒业唯一一家白酒企业，中粮对公司重视超过以往。前期中粮酒业副总郑轶先生就任于公司副董事长、总经理兼财务总监，有望推动公司股权激励进展。目前公司前置布局产能，生产二区扩建四条生产线，完成后可增基酒产能2000吨/年；拟投15亿元新建三区二期，项目完成后新增基酒产能7800吨/年，届时总产能达2.28万吨/年。

山西汾酒：当前公司按照正常进度回款，Q2-Q3做好三方面工作：1) 投放节奏调控；利用一季度向好趋势，合理分配二季度的销售节奏，保证市场良性；2) 投放产品结构调控；要加大腰部产品投放；3) 投放区域调控；投放产品要符合当地渠道结构和终端情况。

我们认为公司未来五大看点：1、构建2+2品牌，其中第一个2是指汾酒和竹叶青，第二个2是指杏花村品牌和系列级品牌，汾酒和竹叶青核心驱动公司发展，杏花村品牌和系列品牌是有益补充。2、以竹叶青为核心的大健康产业平台，竹叶青是公司未来打造的一个核心品牌，未来有望放量。3、“抓两头强腰部”产品策略下青花系列持续提升公司品牌力，青花30·复兴版谋求千元价格带放量单品，玻汾巩固40-60元价格带大单品，强化腰部老白汾和巴拿马产品竞争力。4、区域扩张实施“1357”全国化布局，逐步搭建起31个省区+10个直属管理区营销组织架构，十四五期间省内外营收比重有望从目前的4:6提升至未来的3:7。5、随着公司布局逐步完成，产品结构优化叠加全国化布局深化，规模效应下公司净利率有望从目前的20%以上提升至未来的30%以上。

水井坊：2021年7月，公司推动24个省份的25位经销商成立高端白酒销售有限公司，陈总任总经理，经销商骆总任董事长，与经销商形成命运共同体，加快全国渠道建设，推动高端化战略在各个区域有效落地，聚焦典藏及以上产品，并对典藏进行全新升级。当前高端酒事业部进行时，预计一年后将有明显效果。

公司持续实施高端化战略，聚焦两个方面：第一，市场销售方面：公司持续深耕八大核心市场，进一步推动区域差异化营销；优化经销商布局，开发团购性经销商，针

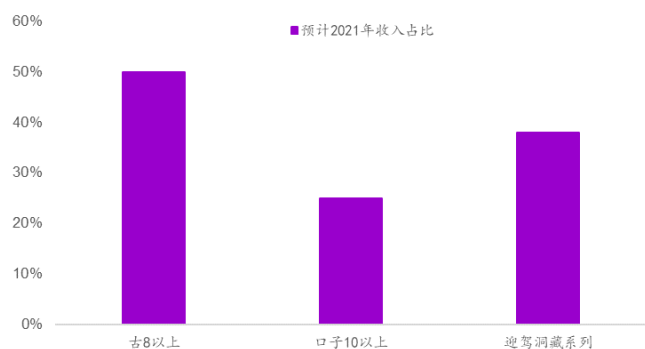
对性投入定制化资源，并推动名企行活动，促进团购业务成长；持续贯彻数字化战略，寻求电商业务突破。第二，品牌建设方面，公司赞助国家宝藏及网球巡回赛，助力品牌高端化；深度参与全国糖酒会，成功营造品牌主场氛围；深化数字营销创新改革，加强下沉市场传播覆盖。

1.4、地产酒：聚焦主力产品，寻找预期差标的

一季度地产酒整体符合预期，江苏、安徽、甘肃等地疫情影响较小叠加人员返乡流动，带来中低端产品复苏；伊力特因新疆一月疫情影响叠加去年同期高基数及加大对伊力王费用投放力度，致利润端出现下滑，今世缘和口子业绩表现符合预期，继续稳健增长。其中个股如洋河股份、古井贡酒、迎驾贡酒、金徽酒利润端表现更好，主要系各自主力产品如M6+、M3水晶瓶、古20、洞藏系列和百元以上产品持续发力，释放业绩弹性所致。2022年4月以来，江苏地区受到上海疫情影响，苏酒受到部分影响但可控；徽酒回款进度符合预期，西北地区疫情影响较小。2022年是新疆恢复经济和基建大年，作为新疆白酒龙头的伊力特有望享经济红利和消费升级红利。

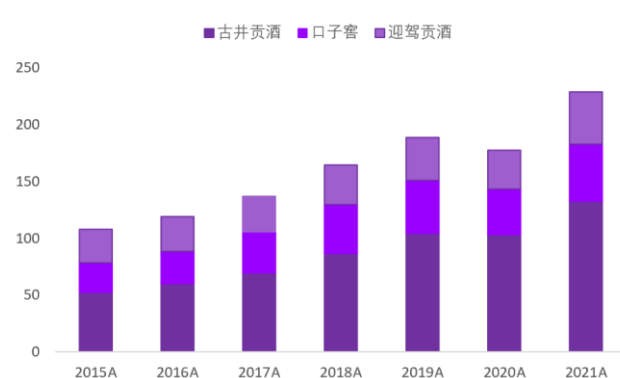
当前省酒消费升级顺利，省内酒企轮动享红利。自2015年白酒复苏以来，白酒主旋律就是消费升级。我们发现地产酒中抓住省内消费升级并提前布局产品的酒企，将在新一轮白酒竞争中占据有利和主动地位。以徽酒为例，本轮安徽省内消费升级（白酒价格带从80-120元向200元以上升级）的最受益者是古井贡酒的古8以上系列，其次是口子窖的10年以上系列等和迎驾贡酒的洞藏系列。但随着安徽省内古井贡酒高举高打古20后，卡位500-600元价格带，自身产品结构在向上升，逐步让出古5和献礼版所在价格带，洞藏系列中洞6和洞9迎来高增长。

图表 22：安徽省内消费升级受益者依次为古井贡酒、口子窖及迎驾贡酒



资料来源：华鑫证券预测

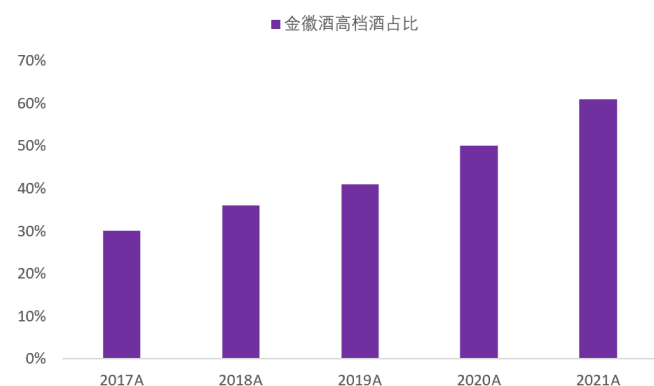
图表 23：省内消费升级驱动古井贡酒、口子窖和迎驾贡酒增长，收入6年CAGR 古井贡酒>口子窖>迎驾贡酒



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

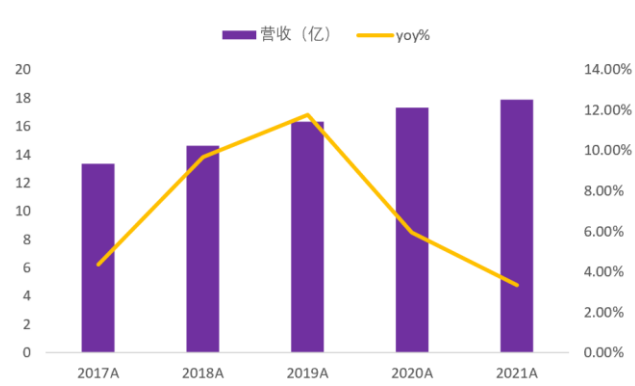
年份原浆于2009年推出，其中古8以上收入占比已提升至2020年35%以上，驱动古井贡酒营收从2009年13.41亿元增至2021年132.70亿元，12年CAGR为21%。口子窖10年以上收入占比25%左右，驱动公司营收从2012年25.07亿元增至2021年50.29亿元，9年CAGR为8%。洞藏系列收入占比从2016年不到5%提升至2020年30%以上，驱动公司营收从2015年29.27亿元增至2021年45.77亿元，6年CAGR为7.74%。

图表 24：金徽酒百元以上收入占比从 2017 年 30%提升至 2021 年的 61%左右，引领省内消费升级



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 25：甘肃省内消费升级引领金徽酒营收增至 2021 年 17.88 亿元，4 年 CAGR 为 7.62%



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

陇酒以金徽酒为例，作为甘肃省内唯一一个上市的白酒企业，陇酒龙头的领头羊，引领省内消费升级从30-100元向100元以上升级，其高档酒收入占比从2017年30%提升至2021年的61%左右。消费升级驱动金徽酒营收从2017年13.33亿元增至2021年17.88亿元，4年CAGR为7.62%。

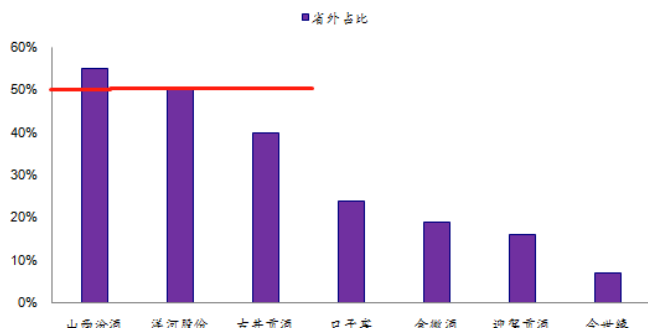
图表 26：主要地产酒省外扩张情况一览

序号	主要酒企	省外扩张情况
1、	山西汾酒	1+3 重点板块扩张，1357 全国化布局
2、	洋河股份	先环江苏地区、后扩张到全国
3、	古井贡酒	先环安徽地区、后逐步扩张到全国
4、	口子窖	环安徽周边地区
5、	迎驾贡酒	环安徽周边地区
6、	金徽酒	西北六省+上海为主的长三角
7、	今世缘	率先江苏周边化，长三角一体化，采取 345 策略
8、	伊力特	疆外拓展

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

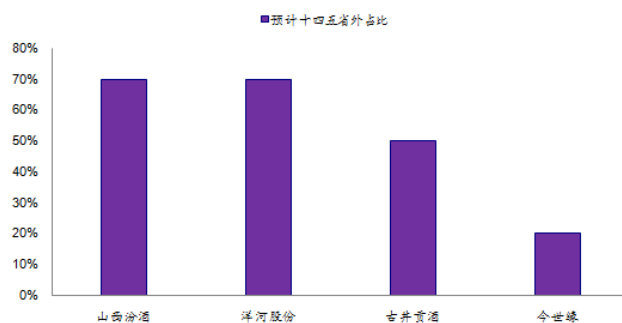
省外扩张进行时，泛周边化效果明显。当前主要酒企均提出全国化概念，但目前已实现全国化的只有茅五剑，泸州老窖和洋河股份仅是类全国化，其他酒企的全国化道路任重道远。近几年主要酒企均加快省外扩张步伐，目前山西汾酒省内外营收比重为4：6，未来省内外目标3：7，古井贡酒提出近期省内外目标6：4，长期目标是5：5，今世缘十四五规划提出省外占比20%以上目标，洋河股份省内外比重5：5，未来省内外目标4：6乃至3：7。我们发现优异的地产酒均是在省内做到头部，随后向省外进行扩张，省外扩张均选择周边扩张，打造样板市场，随后复制扩张。

图表 27：目前地产酒中山西汾酒和洋河股份省外扩张效果显著



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 28：十四五期间预计优异地产酒省外占比将进一步提升



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

二季度以来，地产酒蓄水池比较明显。进入下半年，地产酒将全力以赴完成全年任务，叠加自身边际改善，我们建议重点关注有预期差的伊力特、金徽酒、洋河股份、今世缘等。

伊力特：目前公司伊力特可克达拉市技术研发中心及配套设施建设项目、可克达拉市伊力特酿酒分厂搬迁技术技改项目、伊力特总部酿酒技术技改建设项目均已全面竣工，酿酒四厂包装车间全自动包装生产线首批产品下线，酿酒五厂正式出酒。年产 5000 吨小曲酒车间出酒，填补公司清香型产品空白。公司拟在新疆生产建设兵团第三师四十一团草湖经济技术开发区建设伊力特草湖酒文化产业园，占地规模约130亩，投资2.93亿元。年度内计划在酿酒五厂投资2100万元新建陶坛储酒库，建筑面积5000平方米，储酒能力1150 吨。投资1100万元新建酿酒三厂窖泥培养车间，建筑面积 1260 平方米，新建酿酒四厂、五厂水循环系统。

伊力王回归蓄力，重塑市场渠道，结合伊力特品牌特性和“伊力王”特点，通过意见领袖、援疆干部、大宗团购形式进行推广，组建伊力王团购部，开展疆内外团购业务。借助疆内经济复苏和次高端扩容机遇，伊力王将加快落实核心终端建设政策，推出伊力王更高端产品，补全产品线。疆外加快推进市场开拓战略，积极寻找大商、强商，扶持、培育、壮大重点市场，打造疆外样板市场。加强销售终端核查和支持，保证产品出库扫码达到60%，深入开展二维码扫码促销活动。完善销售公司组织架构，扩充市场服务队伍，实施二次绩效考核，强化团队管理，提升市场服务能力。

金徽酒：2020Q2复星入主公司，为公司发展注入新的活力，复星坚持公司此前提出的五年规划目标不变（即2023年收入30亿元、净利润6亿元）。公司力争到2031年，实现“跻身中国白酒10强，打造中国知名白酒品牌，建成中国大型白酒酿造基地”的三大发展战略，把金徽酒打造成以白酒酿造为主业的大型产业集团。

目前，公司正按照“布局全国，深耕西北，重点突破”的战略路径，不断巩固省内市场，积极拓展省外市场。目前陕西、宁夏、新疆、青海和内蒙市场布局，在北京、上海、海口等城市设立办事处。2021年通过合伙人招募，启动华东市场。省外青海和内蒙在培育，处在初创期；新疆亦运营几年，预计陕西市场有望在未来2-3年进入收获期。

未来公司四大看点：第一，预计省内市占率有望提升至30%以上，源自省内薄弱区域如甘肃西部地区持续补短板 and 收割省内其他小品牌份额；第二，百元以上产品占比持续提升，未来有望提至60%以上；第三，省外拓展主要策略为“梯次滚动发展，不对称营销”，大西北地区有望加速扩张，提升市场份额；第四，公司重新推出“陇南春”品牌，定位次高端以上产品，目前酒体已准备完毕，未来该产品有望放量。

今世缘：当前公司正深入推进差异、高端化、全国化，全力落实好国缘V系攻坚战、K系提升战、今世缘品牌激活战、省外突破战。以长三角为中心，加快形成战略板块；以京津冀、广东、江西、湖南、湖北重点区域为核心，培育重点市场；地市市场开发采取市县区互动布局开发策略，县区市场开发坚持“聚焦法则”。省外突破遵循“全面规划，重点突破，周边辐射，梯次开发”的区域拓展策略。

未来公司三大看点：第一，V系列未来十年百亿目标，V3和竞品M6+提前卡位600-700元价格带；第二，苏南地区十四五规划预计近40亿，未来增长空间较大；第三，十四五规划省外占比20%以上，省外扩张是公司打开天花板上行的必选题。

洋河股份：公司对蓝色经典特别是梦之蓝定位升级为梦想“蓝图”：消费所需，即是蓝图；潮流所向，必是蓝图；情怀所至，皆是蓝图。公司对梦想升级为家国情怀，坚持“最硬核、最潮流、最情怀”三位一体：1) 回归价值，锻造“最硬核”品质。2) 回应时代，打造“最潮流”品牌。3) 回报社会，创造“最情怀”品格。

自2019年下半年以来公司主动调整，经过两年多时间，目前基本走出低谷。2021年1月下旬，张联东先生担任公司董事长，6月全面主持工作。目前公司在人事调整、营销改革、产品升级等方面效果初显。人事方面，股权激励方案实施绑定中层管理人员，激发组织活力和动力，打开年轻人上升空间；营销改革方面，公司将大区变革成62个事业部，推动组织下沉、人员下沉、权力下沉，提升组织反应灵活度。产品升级，自2019年底推出M6+，随后推出M3水晶瓶，紧随其后推出新品天之蓝产品，市场反应良好。今年5月启动海之蓝升级，新版海之蓝采用3年以上基酒，目前已在部分地区试销。成立高端酒事业部，推进以手工版和M9为主千元价格带，大师版手工班对标精品茅台，继续拉升品牌高度。2022年经营目标：实现营业收入同增15%以上。

公司未来四大看点：第一，M6+是公司未来动力引擎，通过M6+放量实现两个目标：销售口径和财务口径均超100亿元；第二，M3水晶瓶卡位400-500元价格带，有望加快恢复，海之蓝和天之蓝保证基本盘稳定同时价格带上移（预计海之蓝卡位150-200元，天之蓝卡位300-400元）；第三，复苏双沟品牌，未来双沟销售额有望超100亿；第四，当前酱香热下贵州贵酒（洋河于2016年6月收购）有望分一杯羹，获得较快发展。随着M6+逐步成为公司新动力引擎，将继续巩固公司白酒前三甲地位，同时也为公司进入高端酒阵营提供一定机遇。

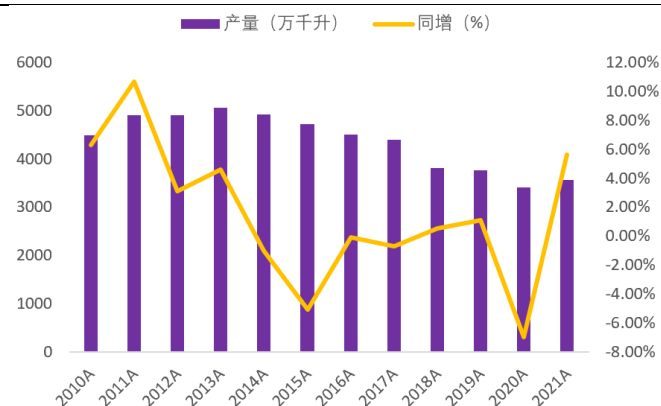
1.5、大众品：布局边际改善机会，重视休闲食品和调味品

■ 啤酒：高端化进程不变，下半年有望弹性机会

啤酒行业2013年产量到达高峰后，进入放缓乃至下滑阶段。从近十年发展趋势来看，中国啤酒产量呈现出下滑趋势，10年CAGR为-2.7%。2021年中国啤酒产量为3562.4万千

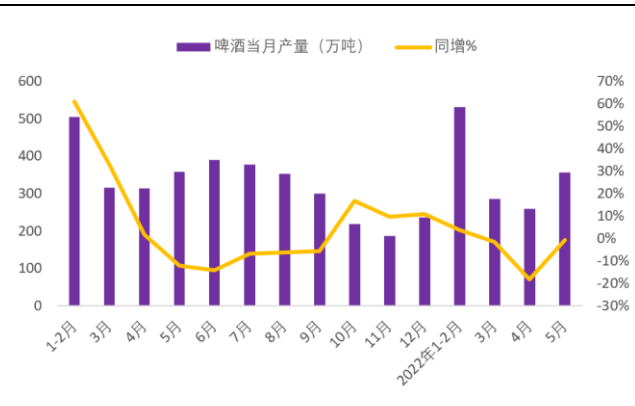
升，同增5.6%，产量恢复增长。受疫情影响，2022年5月中国啤酒产量为356.7万千升，同降0.7%。2022年1-5月中国啤酒产量1425.8万千升，同降5.2%。整体来看，5月环比4月改善明显，预计6月环比5月改善更明显。

图表 29：2010 年-2021 年啤酒产量 CAGR 为-2.1%，啤酒行业进入横盘状态



资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

图表 30：2021 年 1 月-2022 年 5 月啤酒产量，二三季度是啤酒行业旺季



资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

重庆啤酒：2021年公司以“国际高端品牌+本地强势品牌”的品牌组合为依托，推出一系列包括“夏日纷”、“楼兰秘酿”等新品。公司自2020年12月完成与嘉士伯重大资产重组项目，生产网络从3个省市的14家控（参）股酒厂，增至9个省份的26家控（参）股酒厂，核心市场从重庆、四川和湖南，扩展到新疆、宁夏、云南、广东和华东多个区域，并实现全国布局，推动产品打开全国化空间。

2022年是公司扬帆22战略收官之年，公司已于2022年2月3日发布扬帆27战略。我们认为需要关注公司以下五点：1）2022年重庆品牌将持续焕新品牌形象，加强本土连接。同时会持续加速产品高端化进程，通过中高端以及以上的产品单品组合，不断拉动品牌高端化。2）在核心市场持续推进产品高端化并巩固核心啤酒的份额；大城市计划继续加速扩张，同时在部分重点市场优化产品组合，强化落地执行；推动销售通路数字化。3）电商将利用平台大数据开发新口味、新包装，加速产品创新迭代，显著提升电商特供产品的占比。4）传统零售方面，公司将快速推动非现饮渠道小业态的业务成长，同时持续保持大业态和现饮渠道的销售增长并进一步增加市场份额。5）供应链方面，公司将进一步打破产能瓶颈，实现产品就近供给的原则。重点优化回瓶网络，实现回瓶率的提升。

青岛啤酒：2022Q1总销量为212.9万千升（同减2.8%），对应吨价为0.43万元/千升（同增6.1%）。其中主品牌青啤销量130.4万千升（同增5.1%），保持良好增长态势。

2022年公司将持续推进“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略，积极培育及研发战略性新产品和新特产品。公司将发挥覆盖全国主要市场的生产和销售网络布局优势，巩固和提高在基地市场的优势地位和新兴市场的占有率，构建以消费者为中心的营销管理体系。

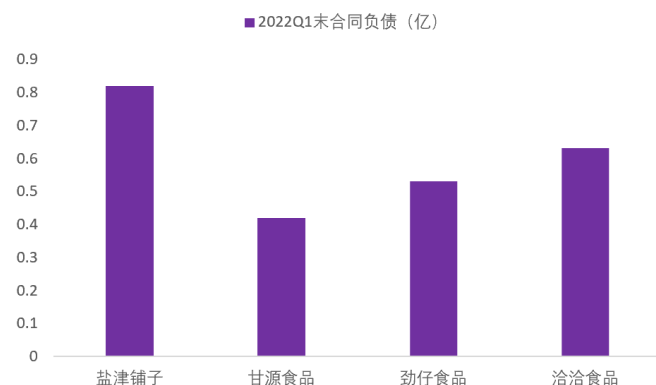
此外，公司将构建多业态深度关联、相互补充、利他共生的生态圈。依托“TSINGTAO1903青岛啤酒吧”连锁业务，着力打造品牌推广的新高地、消费者体验的新

高地、生鲜啤酒等高端啤酒销售的新高地。公司既定高端化进程不变，产品结构仍将持续优化。展望2022年，随着原材料持续上涨，我们认为公司有望通过直接提价或间接提价等方式应对，产品结构持续优化下有望持续释放业绩。

■ 休闲食品及卤制品：低基数下叠加自身改善，下半年利润有望改善

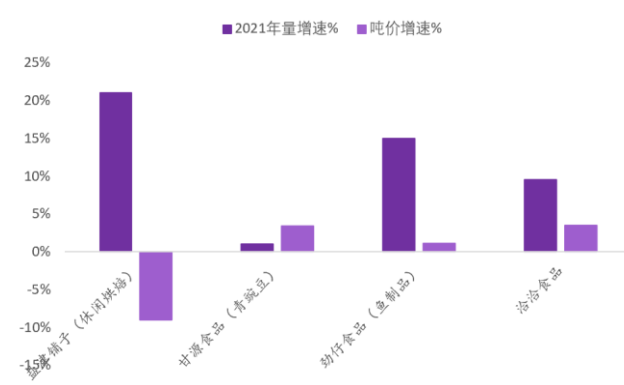
考虑2021年因社区团购冲击等因素致休闲食品2021Q2低基数，结合疫情好转下有望迎来边际改善，我们认为二季度有不错表现。进入三、四季度有望继续边际改善，结合休闲食品企业如盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、洽洽食品及绝味食品等自身变化，我们认为可持续关注并寻找预期差标的，建议重点关注盐津铺子、甘源食品、洽洽食品、劲仔食品及绝味食品。

图表 31：2022Q1 主要休闲食品企业留有余力应对二三四季度



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 32：2021 年整体来看，休闲食品量价齐升，预计 2022 年前低后高



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

洽洽食品：品牌端：公司继续强化坚果和瓜子营养健康的宣传和普及工作，定位坚果为日常营养必需品，加大洽洽“质造”的优势宣传，打造坚果专家的品牌认知。

产品端：总部、事业部和业务单元（BU）继续围绕战略目标和经营计划，聚焦坚果休闲食品，聚焦主航道品类，遵循“数一数二”的原则，占据市场领导地位；打造“葵珍”葵花籽高端第一品牌，抢占市场份额；打造经典红袋和蓝袋系列新产品，不断进行风味化延伸，推出藤椒瓜子、海瓜子、陈皮瓜子等新风味，强化国葵产品核心竞争力。

渠道端：公司加速推进渠道精耕，线上渠道、新渠道等同步拓展，实现全渠道发展。选择差异化的产品、差异化的营销方案促进弱势市场提升、县乡渠道渗透，抢占市场份额；匹配新场景，坚持渠道创新，强化推进TO-B渠道、餐饮渠道、社区团购等新渠道，实现创新突破。

盐津铺子：公司致力于打造以“源头控制、自主生产、产品溯源”为核心的食品安全质量控制体系，实现对采购、生产、销售三个环节的食品安全保障。公司注重营销渠道的建设，以“直营商超树标杆，经销商全面拓展、渠道下沉，电商、零食渠道等新兴渠道积极突破”，大力推进“盐津铺子”零食屋和“憨豆爸爸”面包屋“双中岛战略”。目前在湖南浏阳、江西修水、广西凭祥、河南漯河共有4个生产基地，公司销售的所有休闲零食95%以上均为公司自己生产。

2022年公司聚焦两点：1) 聚焦深海零食、辣卤、短保烘焙、薯类、果干五大品类，打造四大品牌，即“盐津铺子”辣卤零食品类主品牌、“31°鲜”中高端深海零食品类子品牌、“憨豆爸爸”品牌中短保休闲烘焙和“薯惑”薯片子品牌。2) 咸味事业部新增售点计划翻番，全面推进售点标准化陈列；烘焙事业部投放1万个新专柜，开拓3.5万家售点；定量装事业部将发力16个核心省市，铺市启动会+多点陈列，把产品覆盖到10万家终端上。

甘源食品：公司前期已完成股权回购，拟对公司副总、财务总监等共计155名中高层管理进行授予，拟授予价格25.66元/股。员工持股计划考核要求：以2021年营收和归母净利润（且剔除员工持股计划及股权激励计划的股份支付费用影响的数值）为基数，要求营收和归母净利润增速2022年均不低于20%、2023年均不低于56%、2024年均不低于103%。

产品端：当前公司已开发口味性坚果、口味性花生、烘焙类、膨化类和酥类等一系列新产品，坚持“口味佳”、“品质优”的产品理念，同时针对部分产品包装进行全新设计，使产品包装更具系列化，品牌更具识别度。**渠道端：**推进全渠道发展，继续同步推进线上渠道和线下渠道发展。线下渠道通过新品和老品叠加，呈现多元化品类丰富的产品组合，吸引优质经销商，进一步下沉渠道，提升市场占有率。线上渠道在天猫、京东、拼多多等主要电商平台继续投放产品，同时加大线上直播力度，建立厂家直播间，加强与终端消费者的互动，强化品牌势能。

劲仔食品：品牌端，2022年公司将继续聚焦打造销量领先的卤味零食专家品牌形象，培育品类认知，深化品牌建设。一是注重线上品牌传播，集中优势资源面向年轻消费群体开展品牌策划及传播活动。二是抓好市场终端形象打造，线上与线下结合进行广告投放及品牌曝光，促进品效合一，优化传播效率，实现品牌影响力的快速提升和品类市场规模的快速崛起。

产品端，2021年公司聚焦鱼制品、豆制品、禽肉制品三大品类，根据消费者需求和渠道拓展需要，2021年公司重点推出三大品类大包装（整袋销售、整盒销售）系列，同时还开发了“湖湘劲辣”“热辣火锅”等创新升级口味产品，取得一定市场效果。2022年公司将继续通过技术升级和标准化带动核心品类革代和升级，以达成优化产品口感、降低产品成本和提升产品的核心竞争力的目标。同时，公司将积极研发创新，开发创新型鱼制品，新型豆制品、禽肉制品、蛋制品、风味素食等产品，进一步优化产品结构，满足消费者的多样需求。

渠道端，公司坚持线上线下全渠道发展战略，以渠道布建为公司发展核心，持续提高产品的市场竞争力。销售模式以经销模式为主、直营模式为辅；销售渠道已逐步形成线上线下双轮驱动，均衡发展的格局。当前公司营销网络基本覆盖全国各省、自治区和直辖市，合作经销商达到1800余家。2022年将公司紧跟线上及线下的渠道变化趋势，针对空白市场提速渠道布建，做好广度扩张全力提升铺货率。针对已覆盖渠道加强精细化运营，做好深度精耕以提升产出，进而不断完善公司的线上线下营销网络。

绝味食品：公司于2021年1月底发布股权激励方案，同意以2021年3月8日为限制性股票首次授予日，并同意以41.46元/股的价格向124名激励对象授予559.80万股（不含预留部分）限制性股票。股权激励目标要求2021年营收不低于25%、2022-2023年营收增速分别不低于20%、20%。公司于2022年04月27日召开大会通过管理办法，拟回购注销离职激励对象持有的和由于未完成业绩考核目标无法解除限售的限制性股票，并终止实施

2021年限制性股票激励计划。公司本次回购注销共计598.63万股已授予但尚未解除限售的限制性股票，约占公司目前股份总数的0.97%。

长期以来，公司坚持“深耕鸭脖主业、构建美食生态，致力打造一流特色美食平台”的发展战略：1) 坚持鸭脖主业，提升鸭脖市占率：从“跑马圈地，饱和开店”升级为“深度覆盖，渠道精耕”，通过步步为营的复合式饱和开店，进一步提升市占率，巩固公司行业领先地位；2) 立足细分赛道，扩大产品品类；3) 构建美食生态：重点聚焦卤味核心赛道，通过投资孵化和资本整合等方式，以项目为中心、以服务为驱动、以结果为导向，与主业密切协作，形成支撑公司“内生+外延”、“产业×资本”的战略增长双引擎。

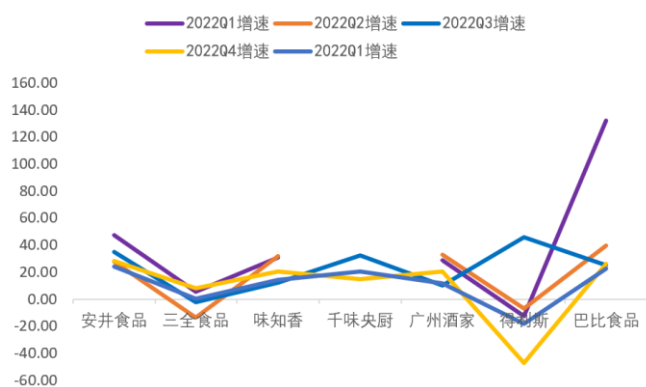
2022年经营计划：产品方面：1) 在卤味赛道仍保持较高增长，休闲卤味行业集中度还有提升空间；2) 门店数量扩张，重点加大在疫情影响较小场景的开店布局；3) 促进加盟商一体化，推动异业联盟试点，加大对区域中小品牌投资力度。营销方面：1) 发扬年轻化品牌态度，兼具社交、娱乐以及身份认同属性；2) 拥抱数字化、社群化，具体表现为数据智能、内容创造、社群运营、会员营销等方式。

■ 速冻食品及预制菜：疫情受益股，关注预制菜进度

受益于疫情影响，个股业绩均有不错表现。其中三全因去年春节错峰因素影响及疫情影响物流等致收入个位数增长，得利斯因屠宰猪肉价格下跌较多所致，巴比食品因持股鹏饮料致公允价值下跌影响净利润所致。由于上述企业基本均涉及预制菜，目前预制菜行业处在发展早期，但对个股具体业务有明显促进和拉升作用，建议重点关注安井食品、三全食品、味知香、千味央厨。

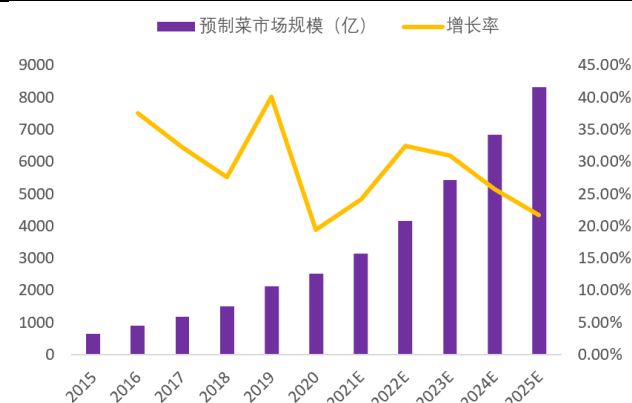
国内预制菜行业已成千亿市场，发展空间广阔。NCBD数据显示，2015-2020年我国预制菜行业规模呈增长趋势，销售额从2015年650.3亿元增至2020年2527亿元，5年CAGR为31%，为餐饮行业整体增速6.2倍。其中2015-2018年行业增速放缓，2019年重新迎来40%高增长；2020年受疫情影响，餐饮行业增速为-15.4%，预制菜行业仍保持19.4%增长。预计2021年预制菜市场规模超3000亿元，同增24.1%，2025年销售额将超8300亿元。

图表 33：近五个季度速冻食品企业增速，整体来看，表现比较平稳



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 34：我国预制菜行业规模从 2015 年 650.3 亿元增至 2020 年 2527 亿元



资料来源：餐宝典，华鑫证券研究

安井食品：疫情对公司4-5月工厂和销售产生一定影响，但整体来看C端米面制品表现不错，B端有所波动但亦逐步改善。当前公司速冻米面、速冻火锅料肉制品和预制菜肴三路并进既定战略不变，实施“BC 兼顾、全渠发力”的渠道策略，按照“主食发力、主菜上市”思路，坚持“高质中高价”的产品定价策略。并购新宏业和新柳伍使得公司对调味小龙虾布局更具优势，预计今年调味小龙虾有良好表现。

预制菜方面公司坚持BC兼顾、南北通用、高频复购、还原度好、可复制性强等原则，注重选品和爆品打造。冻品先生以C端为主，B端为辅，聚焦川湘系列，近期已成立预制菜肴事业部，根据资源和需求进行布局。安井小厨以B端为主，C端为辅，主要聚焦点心调理类产品、蒸炸类产品，后续将有产品陆续上市。

三全食品：目前线下公司已建成覆盖全国各省、市、县销售渠道布局。截止2021年年底，公司共有5638家经销商，净增16家。线上方面，公司与京东等头部电商平台、叮咚买菜等生鲜电商、兴盛优选等社区电商、以及京东到家等卖场到家平台建立良好合作关系，并将不断加大线上业务投入。2021年聚焦零售终端，积极探索农贸市场渠道，推出高性价比和高品质产品系列，其中三全鲜食“生”系列产品引入大型商超系统。2022年公司将着力重点开展新品类的开发和新渠道的布局，新产品、新渠道的布局成果将逐步显现。

产品创新方面，早餐场景推出薄皮包子、杭州小笼包等；新品类推出香酥薄饼，沙县风味蒸饺、节庆型汤圆（零售端：“福”系列印字汤圆；餐饮端：小圆子系列）；涮烤场景方面，为商超提供定制化产品，保持较高增长；鲜食业务方面，与战略伙伴深度合作，强化研发创新能力。

味知香：截止2021年末，公司现有产能1.5万吨/年，产能利用率为128.16%。公司产能已经实现满产满销。募投建设年产5千吨的食品用发酵菌液及年产5万吨发酵调理食品项目厂房主体工程已经完工。本项目建成后，公司产能有望从现有1.5万吨/年提至6.5万吨/年。

2022年经营计划：品牌方面，对“味知香”、“饕玉”进一步品牌升级，分别针对C端和B端客户，满足B、C端差异化需求。产品方面，针对B端和C端渠道特点，坚持BC端并进，双渠道同步发力；针对已经占优战略品类，继续迭代出新，目前有300多种类产品。市场方面，公司高度关注打造供应链模式改革，通过打通上游优质采购、自有生产基地配合自有冷链物流体系快速高频配送、冷链系统保鲜把控品质与安全；深耕C端渠道建设，同时精准把握B端客户需求；不断优化组织结构，精干小部队作战，小单元发展，提高人效与团队协同效率。

千味央厨：公司已于2021年12月15日向总经理白总和徐总在内的80人以31.01元/股首次授予152.62万股，考核要求是以2020年营收9.44亿元为基数，要求2022-2023年营收增速不低于67%、101%，即要求2022-2023年最低营收目标分别为15.76、18.97亿元，完成考核目标80%以上即触发业绩考核。

产品端：公司续围绕油条、油炸糯米类、蒸煎饺、烘焙类四大优势产品线，稳固自身在油条产品上的领先地位，同时加大其他大单品的开发和推广力度，争取在未来3-5年内形成3-5个亿元核心大单品。在四大产品线的基础上，2022年将加大预制菜的研发、生产和销售力度，公司计划成立专业的预制菜公司，专门开展相关业务。公司预制菜主要围绕B端餐饮业务用市场进行定制化开发，其目的是方便厨师操作，提升餐厅后厨效率；公司在目前的基础上，充分利用好大客户优势，有针对性的根据餐饮加工场景进行

预制菜开发。

渠道端：公司围绕直营和经销两种渠道，有针对性的开展渠道策略。在直营大客户层面，要深耕细作，围绕客户需求，开发更多产品。目前公司和主要客户长期合作，对客户的运营情况和需求把握比较准确，在现有产品的基础上，努力拓展供应的品类，除速冻面米制品以外，还争取获得如烘焙类产品、预调理产品，加大预制菜的定制化研发力度。在经销商渠道上，要继续服务和支持核心经销商做强做大，开发餐饮渠道商。在策略上，主要通过三种模式为核心经销商“赋能”：一是提升对核心经销商的支持力度，在销售政策和销售策略上进行倾斜；二是为核心经销商开发餐饮终端客户赋能，对于一些规模较小的连锁餐饮企业，公司开发后直接交给经销商进行日常服务，对于区域性的团餐市场，也由公司协助经销商一起开发，待产生销售后交予经销商日常维护和管理；三是助力经销商朝着“专业化、市场化”方向转型，加大对经销商的培训力度，组织各类的经验交流会、学习会等活动，组织核心经销商之间的学习交流，提高经销商的专业化水平。

广州酒家：从品牌来看，餐饮方面坚持“餐饮强品牌”战略，新开和复业各品牌门店共7家，完成并购海越陶陶居门店6家；升级陶陶居装修，广州酒家2家主力门店完成升级改造；推出“民国粤味宴”等文化筵席，夯实“食在广州第一家”品牌优势。食品制造方面，加大端午粽投资，以“一代粽师”为主题，加强IP联合，提升品牌形象。

公司继续推动“餐饮+食品”协同发展。各生产基地持续技改挖潜提升产能，降本增效严控成本，深耕市场优化渠道助力销售业绩保持增长。随着疫情防控日趋科学精准，公司餐饮业务持续好转，且公司不断开拓新的餐饮门店，餐饮业务整体业绩同比提升。3月初深圳受疫情影响较为严重，公司深圳2家广州酒家、1家陶陶居餐饮门店基本停止堂食，目前已恢复堂食。近期广州、深圳、东莞等周边城市都有不同程度疫情影响，广州外出消费的人流也出现下降，聚餐活动也相对减少。我们预计后疫情时代，餐饮业务有望加快复苏。

巴比食品：当前公司组织架构清晰，升级团餐事业部为大客户事业部，明确业务定位；升级巴比商城为电商经营中心，结合第三方平台，加强业务扩展；将信息管理中心升级为数字化研发中心，强化公司数字管理能力，新建智能化工厂等。

2022年公司主要举措：1) 稳定扩大产能，推进南京、上海与武汉项目建设，提升华北、华南工厂产能利用率，推动业务全国化布局；2) 拓展连锁门店与团餐大客户两大核心业务，2022年目标新增至少700家门店；3) 保持研发和创新核心产品，丰富两大核心业务产品种类；4) 通过新媒体、直播带货等营销手段，提升品牌影响力；5) 强化人力资源建设，重点开展选拔人才、培育人才、发展人才工作；6) 推进兼并收购，扩大销售规模 and 市场份额。

得利斯：4月28日，公司向副董事长闫德中先生授予20万股限制性股票，授予价格为4.36元/股，授予时间为2022年04月29日。考核要求：以2020年营收和净利润为基数，要求2022-2024年营收增速分别不低于60%、100%、120%或净利润增速不低于50%、80%、110%，我们认为此举利于高管发挥积极性并开拓业务。

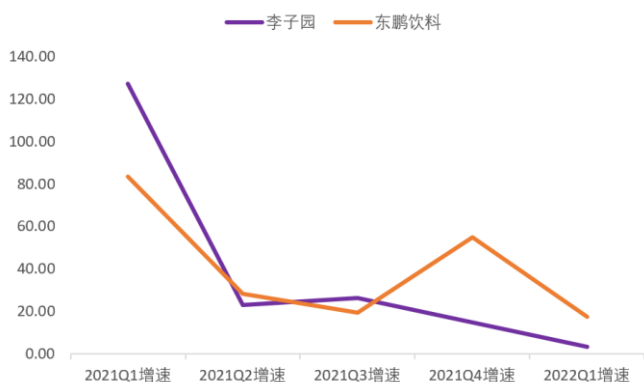
当前公司在品牌、产品和渠道端均有所发力，其中品牌方面，公司聘请团队完成得利斯品牌形象、企业VI视觉设计的全新更迭；积极引领国内大众消费潮流，立足屠宰、发力低温肉制品、延伸预制菜产业，不断进行产品升级，积极探索“农业产业化、农产品标准化、餐饮业预制化”的新路径。产品方面，公司加快推进定向增发募投项目建设

工作，山东10万吨/年肉制品加工项目已具备生产能力并已投入生产，陕西200万头/年生猪屠宰及肉制品加工项目正加紧建设，增加预制菜产品储备。渠道方面，积极构建全国化营销体系，加快得利斯专卖店和宾得利快厨门店布局；重点布局预制菜需求旺盛的华东及西南区域，不断提升品牌产品的知名度与认可度。加强营销管理及渠道开发维护，打造预制菜全国知名品牌；B端大力推进与餐饮行业头部客户的战略合作，提供全方位、立体式综合服务；C端拓展新销售渠道，强化传统线上渠道，在优势区域加大线下旗舰店及门店建设。

■ 软饮料：疫情影响发货进度，下半年边际改善加速

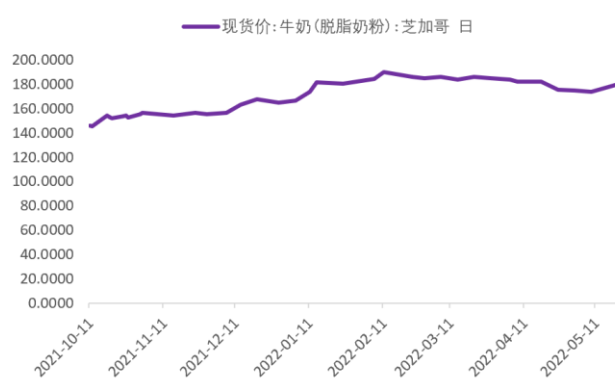
疫情扰动下，软饮料个股如李子园和东鹏饮料业绩受到影响，其中东鹏饮料亦受到春节错峰因素影响。李子园优势区域华东地区因上海疫情影响发货速度，我们预计二季度有望得到改善，下半年加速完成全年任务。东鹏饮料500ml产品增速仍保持稳健增长。一季度原材料上涨亦对软饮料产生影响，二季度李子园边际改善，东鹏饮料短期毛利率承压但公司拥有优秀的成本管控能力有望有效缓解成本压力。建议重点关注李子园和东鹏饮料。

图表 35：近五个季度李子园和东鹏饮料增速，波动比较明显



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 36：全球大包粉价从去年十一后走高，目前有回落趋势（美分/磅）



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

李子园：六个角度解析公司，全国化加速中：1) 品牌端：公司以“新新鲜鲜李子园，自然而然爱上你”为品牌诉求和理念；以“年轻消费群体和青春休闲、营养便利”为品牌市场定位；以甜味口感和优秀品质赢得15-35岁目标群体的青睐。

2) 产品端：以甜牛奶为基本盘，推陈出新。2021年推出果蔬饮料、奶咖和椰奶等新品，当年新品销售额约1亿元，预计2022年公司新品销售额有望翻倍。

3) 渠道端：近五年经销模式收入占比均超95%。直销主要通过电商渠道开展，线上占比3%左右。近3年合作时间超3年的经销商收入占经销渠道比例均超60%。

4) 区域扩张：公司以华东、华中、西南为核心区域，2021年公司三大核心区域营收占比90%左右。公司通过渠道下沉，向周边地区辐射，新兴区域继续保持高增长态势。

5) 产能端：公司现有五个生产基地，包括浙江金华、浙江龙游、江西上高、云南曲靖、河南鹤壁。2021年公司总产能大概30万吨，江西和龙游进行二期产能扩张，预计

公司总产能最终达55-60万吨，能够满足公司未来2-3年全国化扩张需求。

6) 成本端：公司以奶粉为主要原料，占总成本50%以上，一般提前半年锁定第二年奶粉价格。目前已实施提价，我们认为将有效改善成本端压力。

东鹏饮料：公司2022年度核心经营目标：预计2022年公司营收同增不低于15.00%。

公司坚持五大战略：1) 产业战略：构建集团大供应链的管理组织，推进供应链产销协同模式，由供应端到业务端实现产销存一体化管理；公司将在增城基地、华南基地、安徽基地、重庆基地新增产品生产线，继续推进长沙基地和衢州基地的建设工作，稳步推进深圳基地和汕尾基地的选址、征地和土地招拍挂等相关事宜，为华南、华中、华东、西南区域市场的巩固和发展提供坚实的保障，减少长距离物流运输成本。

2) 市场战略：加速全国化布局，加强终端网点开拓的同时对现有市场进行渠道细分，继续加强广东营销本部、全国营销本部、直营本部的智能冰柜投放力度（包括现代渠道/特通渠道和传统渠道等），持续开拓终端网点，强化产品曝光度。

3) 客户战略：在巩固维护好现有自驾车主、货车司机等“开车一族”，外卖骑手、快递小哥等“蓝领/新蓝领人群”，医护白领、IT程序员等“白领消费者”的基础上，满足“运动人群”、“学生人群”、“娱乐人群”、“公务人群”、“加班人群”、“需要好状态人群”的场景需求，打造精准专案。

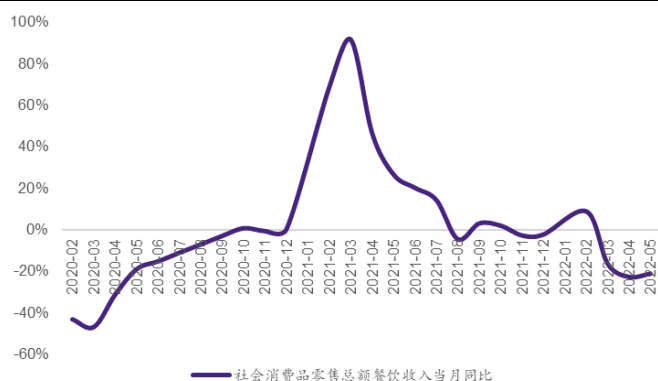
4) 产品战略：聚焦饮料赛道，锁定“累了困了”的消费场景。2022年计划推出一款针对运动场景的清淡型能量饮料“东鹏运动特饮”、一款劲爽气泡经典原味的能量饮料“东鹏气泡特饮”、“250ml新金罐”及“335ml苗条罐”，构建以东鹏特饮为核心的东鹏“能量+”产品矩阵。

5) 品牌战略：持续进行大众品牌传播，深化公司产品的功能价值教育，使东鹏特饮成为“累困”状态的第一选择。

■ 调味品：成本叠加疫情扰动，下半年有望迎来边际改善

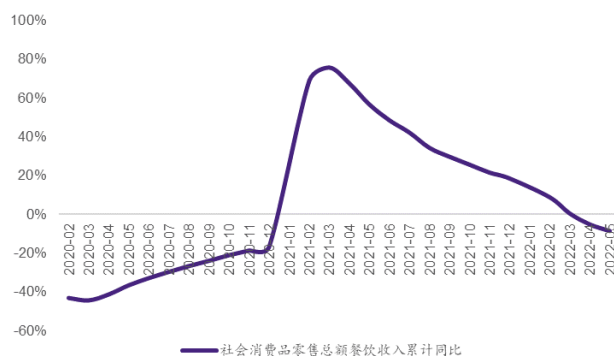
疫情持续影响，上半年需求复苏不及预期。调味品消费中50%在餐饮渠道，因此餐饮渠道需求对调味品行业有较大影响。由于上半年疫情持续点、块、面状爆发，许多区域为追求动态清零，对堂食等要求较为严格，且以上海、深圳、北京为代表的华南、华东、华北区域均为需求较大区域，受疫情影响，消费需求复苏不及预期。2022年前5月餐饮收入累计同比下滑8.5%。2022Q1调味品营收总收入同比+10.05%，增速环比下降11.32pct，2022Q1调味品企业实现分化，受餐饮端影响较大的企业如海天味业、中炬高新营收增速环比下滑，天味食品、涪陵榨菜等实现恢复性增长。但餐饮收入同比降幅有所收窄，2022年5月单月餐饮收入同比下滑21.1%，环比增长1.6pct。我们认为随着疫情控制趋于稳定，餐饮亦将在下半年迎来恢复性增长，叠加下半年为餐饮旺季，需求有望改善，调味品有望在2022Q3迎来拐点。

图表 37：2022 年 5 月社会消费品零售总额餐饮收入当月同比-21.1%，环比+1.6pct



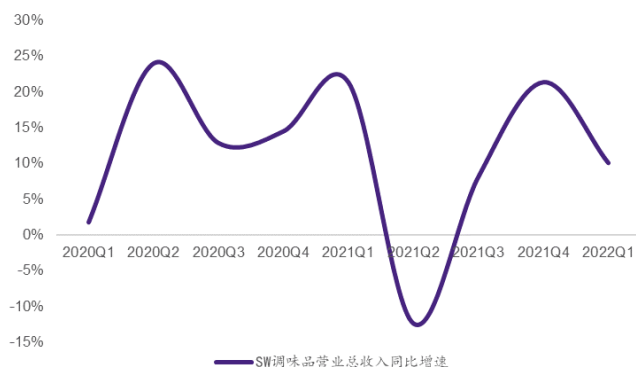
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 38：2022 年 5 月社会消费品零售总额餐饮收入累计同比-8.5%



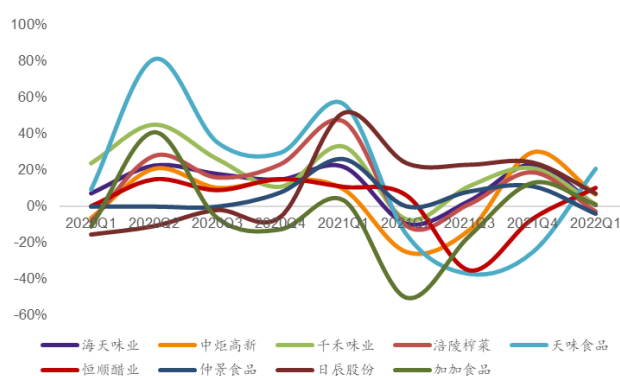
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 39：2022Q1 调味品营收总收入同比+10%，增速环比下降 11pct



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 40：2022Q1 主要调味品企业营收增速环比下滑



资料来源：海天味业、中炬高新、千禾味业、天味食品、涪陵榨菜、加加食品、恒顺醋业、日辰股份、仲景食品公告，华鑫证券研究

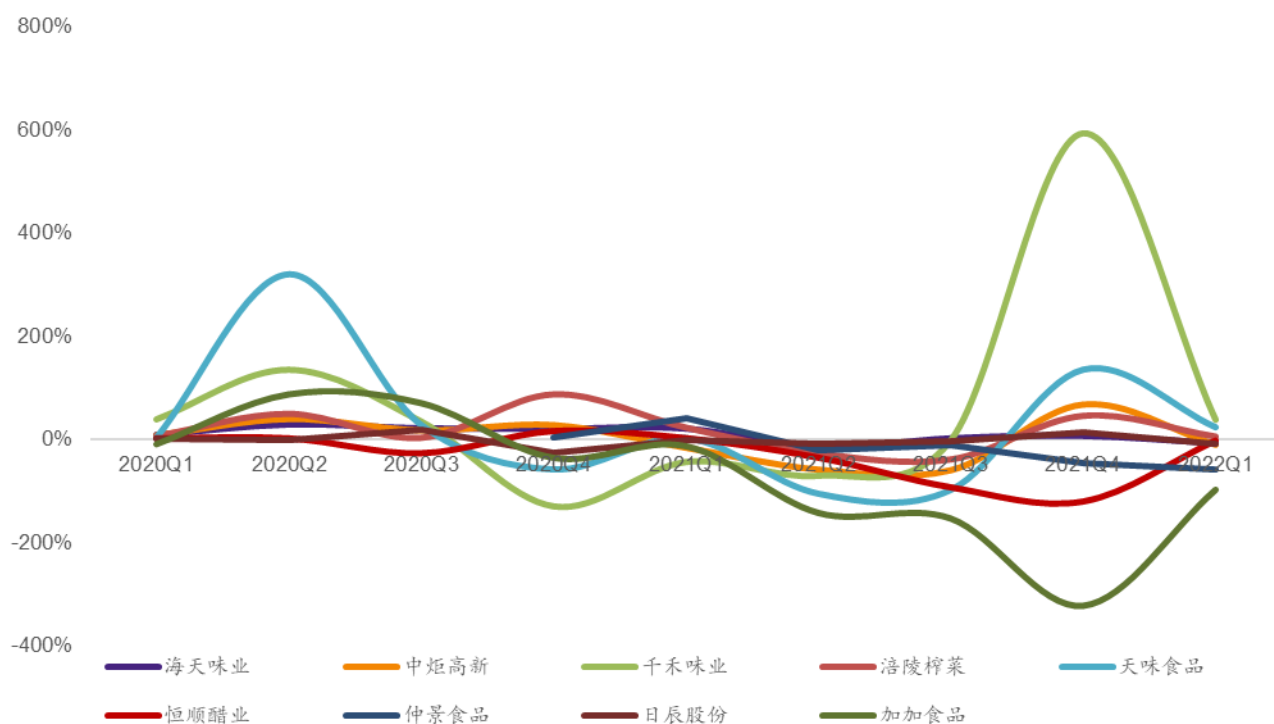
成本仍处于高位，部分调味品企业利润端承压。调味品最主要的原材料大豆、白砂糖、棕榈油等，包装物PET、玻璃、瓦楞纸等价格在2021年以来便持续上涨。2022年涨幅虽有所下滑，但仍处于上涨趋势，仅玻璃和青菜头价格出现下降。上半年看，原材料价格处于高位震荡，调味品企业利润端有所承压。2022Q1海天味业/中炬高新/千禾味业/涪陵榨菜/天味食品/恒顺醋业/仲景食品/日辰股份/加加食品净利润同比增速分别为-6.36%/-9.46%/38.47%/5.39%/25.27%/-0.75%/-58.46%/-7.51%/-97.79%。

图表 41：2022 年 5 月大豆/白砂糖/棕榈油/PET 切片/玻璃/瓦楞纸吨价同比+13%/5%/72%/49%/-24%/3%

	大豆	白砂糖	棕榈油	PET切片	玻璃	瓦楞纸
2021-01	33%	-10%	11%	-20%	28%	-2%
2021-02	36%	-9%	29%	-4%	22%	1%
2021-03	37%	-7%	68%	24%	35%	12%
2021-04	29%	-4%	66%	34%	63%	26%
2021-05	30%	3%	85%	29%	87%	46%
2021-06	29%	3%	59%	26%	85%	43%
2021-07	21%	4%	58%	57%	85%	30%
2021-08	19%	7%	49%	59%	69%	21%
2021-09	19%	3%	46%	54%	57%	13%
2021-10	25%	3%	57%	77%	40%	33%
2021-11	25%	10%	47%	78%	11%	35%
2021-12	20%	10%	36%	62%	0%	22%
2022-01	12%	8%	43%	57%	-8%	12%
2022-02	9%	6%	57%	43%	11%	9%
2022-03	8%	7%	60%	34%	-1%	0%
2022-04	11%	9%	67%	41%	-12%	4%
2022-05	13%	5%	72%	49%	-24%	3%

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 42：主要调味品企业 2022Q1 净利润同比增速出现下滑



资料来源：海天味业、中炬高新、千禾味业、天味食品、涪陵榨菜、加加食品、恒顺醋业、日辰股份、仲景食品公告，华鑫证券研究

调味品行业完成新一轮提价，2022Q3有望迎来边际改善。2021Q4主要调味品企业均对旗下产品进行提价操作，目前提价传导情况顺利，主要调味品企业新价格基本传导至终端。但若原材料价格若持续维持高位，去年提价或难以完全覆盖成本上涨。我们可以看到原材料成本上涨趋势放缓，预计2022年下半年有望迎来拐点，届时调味品行业利润

弹性或将得以释放。

图表 43：主要调味品企业均在 2021Q4 进行提价，提价传导情况良好

时间	公司	提价情况	传导情况
2021.10	海天味业	酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格进行调整，调整幅度为 3%~7%不等	已传导至终端
2021.11	天味食品	对部分非核心大单品进行提价	已传导至终端
2021.11	涪陵榨菜	对部分产品出厂价格进行调整，各品类上调幅度为 3%-19%不等	已传导至终端
2021.11	加加食品	加加酱油、蚝油、料酒、鸡精和醋系列产品的出厂价格进行调整，上调幅度为 3%~7%不等	传导情况良好
2021.11	千禾味业	对部分中低端产品提价，幅度预计在 5%左右	已传导至终端
2021.11	恒顺醋业	对部分产品进行价格调整，调整幅度 5%-15%不等	已传导至终端
2021.11	中炬高新	对超过 70%的产品进行，平均提价幅度 3-10%。	已传导至终端

资料来源：海天味业、天味食品、涪陵榨菜、加加食品、千禾味业、恒顺醋业、中炬高新公告，华鑫证券研究

我们认为2022年上半年，调味品仍受疫情影响较大而出现分化，但主要调味品企业经营逐月改善。展望下半年，随着疫情影响的消退，调味品行业终端需求有望迎来复苏，叠加提价落地以及原材料成本或将下滑，调味品行业有望边际改善。

海天味业：2022年的公司计划营业收入目标为280亿元，同比+12%，利润目标为74.7亿元，同比+12%。主要从以下方面布局：

产品端：拉大酱油、蚝油、酱料三大核心品类的领先优势，加快醋、料酒、复合调味品等新品的的发展。争取在“三五规划”结束后，料酒做到行业第一，食醋进入行业前三。渠道端：加快渠道、产品、终端建设等方面创新，加快在新零售、大客户等渠道取得实质突破，加快居民端渠道扩展以及线上和特通渠道突破，实现线上线下、多渠道协同发展。产能端：多基地产能布局加快，高明基地酱油、酱等年产能增加30万吨，宿迁基地蚝油、醋等年产能增加20万吨，新基地产能将在2022年开始逐步释放，提供了产能保障。

针对疫情影响，公司目前通过加快居民端渠道扩展以及线上和特通渠道突破，弥补餐饮销量损失。海天将加快销售转型，努力实现双位数增长目标。通过调整降低社区团购影响：扩充新零售团队，做好线上业务。加快布局专业网络渠道，扩充专业经销商。大力整顿市场环境，提升经销商能力。加强与美团、拼多多、抖音等平台的战略合作。预制菜等新品类方面：由于调味品占预制菜生产成本较小，预制菜企业仍通过外购调味品进行加工，因此预制菜企业是公司食品加工渠道重要客户，一定程度上增加公司基础调味品销量

中炬高新：公司战略目标分三个阶段：1) 以内生式发展为主，外延式发展为辅，做大做强调味品，实现双百发展计划；2) 向调味品产业链上下游及健康食品产业拓展，赶超行业龙头；3) 适时拓展海外食品业务。

2021年对超过70%产品提价3-10%，平均提价5%左右，预计将在2022Q2完成终端提价，业绩有望在2022年下半年迎来拐点。目前公司产能约70万吨，其中酱油50万吨。远期规划酱油产能约70-80万吨，合计超160万吨，加上募资修建阳西美味鲜300万吨调味品扩产项目，总产能约460万吨。

公司持续瘦身聚焦主业，剥离房地产等业务，大股东问题有望迎来边际改善。2021年4月公告拟回购3-6亿元的股票用于股权激励，截至2022年4月回购3.8亿元，随着股权激励方案落地，员工利益绑定积极性有望继续提升。

天味食品：2022年4月公司公告将以1.2-2.4亿元自有资金回购股份，回购价格上限24元/股。若以上限计算，预计公司可回购数量为500-1000万股，约占公司总股本的0.66%-1.33%，回购的股份将用于实施股权激励计划或员工持股计划。公司在2022年2月已经发布股权激励计划草案，向董监高邓共237名对象授予1197万股限制性股票，业绩考核要求为：2022/2023营业收入同比增速为15%/15%。我们认为回购方案和股权激励方案落地，将有助于绑定核心员工利益，激发员工积极性，提升公司经营活力。

2022年公司计划营业收入目标同比增长不低于15%，净利润增长不低于30%。主要从以下方面布局：1) 产品方面：继续补齐大红袍产品线。10月对部分产品进行提价，有助于2022年利润弹性释放。2) 渠道方面：好人家公司品牌精耕C端，大红袍品牌在C端业务基础上拓展小B端业务，定制餐调聚焦大B端业务，新零售业务成为业绩增长重要引擎。

涪陵榨菜：公司在上中下游产业链中优势明显，具备较强定价权。2008-2021年几乎每2-3年便通过直接或间接提价转嫁成本压力，且提价均较为顺畅，对销量影响较小。2021年提价，将重塑渠道价格体系，流通渠道终端价由2元走向2.5元时代。较强的定价权使得公司经营穿越周期。

2022年提价+降本+缩费，红利持续兑现。提价进展良好，终端已经基本完成，提价效应下，价增红利凸显。成本端总体下降，2022年青菜头采购均价为800元/吨（同降约30%），预计在5月左右陆续投放新青菜头，成本显著回落，拉动毛利率提升。2022年费用投放更加精准，整体销售费用率预计有所下降，利润端具备较大弹性。

恒顺醋业：新董事长上任后，对公司进行多角度全方面的改革：营销上积极引入外部人才，外部聘请张冰为公司营销总监，构建全方位、全渠道构建品牌营销体系。渠道上从八大战区升级为九大战区，聚焦农贸渠道和KA、MA渠道的陈列打造，大力推进流通渠道、商超渠道、餐饮渠道、特通渠道和新零售渠道等多方面发展。激励上以业绩为导向，提高一线销售人员的基本工资和绩效奖励；并于2021年8月完成回购1002万股，拟用于股权激励，有望激发员工积极性。

公司围绕“做深醋业、做高酒业、做宽酱业”，布局豆瓣、复合调味品等新品类。今年推出新品油醋汁、蚝汁酱油、复合调味料等，有望拓宽新领域。2021年11月公布定增计划，拟募资不超过20亿元，新建43.5万吨调味品产能，其中包括食醋、料酒、复合调味品12.5/10/13万吨，完善公司产品布局，奠定长期发展基础。

千禾味业：公司预计2022年营业收入+18.5%；归母净利润+9.34%。主要从以下几点发力：

产品上：推出高端产品继续巩固千禾在高端的品牌形象，同时发力高鲜酱油和平价零添加酱油，主打性价比以进一步扩大消费群体覆盖。

渠道上：强化营销网络建设，扩大铺市范围，积极尝试直播带货等新渠道、新模式。

产能上：公司拟投资12.60亿元，其中拟募集资金5-8亿元，扣除发行费用后全部用于建设“年产60万吨调味品智能制造项目”。该项目已经累计投入2.95亿元，此次定增将由公司控股股东、实际控制人伍超群先生全额认购。发行价格15.59元/股，对应增发股本0.32-0.51亿股，占发行前总股本4.0%-6.4%。项目建设期共5年，从2020-2024年，分两期建设，其中第一期将完成年产20万吨酱油、10万吨料酒生产线建设，第二期将完成年产30万吨酱油生产线建设。建设完成后，将新增年产50万吨酿造酱油、10万吨料酒产能。届时公司总产能将超过110万吨，能有效保障公司长期稳定发展。

激励方面：公司向董监高及核心骨干等共计73名对象授予459万股限制性股票，其中包括董事刘德华、副总裁徐毅、财务总监何天奎、董秘吕科霖等。该股权激励业绩考核要求为：以公司2021年营收为基数，2022-2024年营收较2021年分别增长18%、38%、60%，或以公司2021年净利润为基数，2022-2024年净利润较2021年分别增长50%、90%、130%。按照限制性股票授予价格9.79元/股和公告前一日收盘价19.66元/股，具有较大吸引力。我们认为此次股权激励计划落地，有望进一步激发公司员工积极性和经营活力，实现阶段性发展目标和中长期战略规划。

日辰股份：公司向董监高等71人授予200万份股票期权，约占公司总股本的2.03%，行权价格为每份37元。业绩目标为定比2021年，2023-2025年营收或净利润增长率为69%/119%/186%，由于2021年10月公司推出股权激励计划，定比2021年，2022-2024年营收或净利润增长率为30%/69%/119%，因此2022-2025年每年公司均要实现营收或净利润同比增长30%。股权激励计划的落地将极大调动公司中高层管理人员和核心骨干人员的工作积极性。

公司以募集资金对日辰嘉兴增加注册资本2亿，日辰嘉兴注册资本将增加至3亿，日辰股份对其持股比例仍为100%。日辰嘉兴是募投项目“年产15000吨复合调味品生产基地建设项目、年产5000吨汤类抽提生产线建设项目”实施主体，此次增资将推进募投项目稳步实施。目前公司拥有产能16750吨，项目建设完毕后将新增2万吨产能，有助于优化公司的产品结构，奠定公司长期发展基础。

仲景食品：经营整体维持稳健，成本影响整体可控。经营端：公司上半年经营整体维持稳健，疫情对公司影响整体可控，预计二季度将逐月改善。成本端：大豆油的成本由于国际形势有所增长，香菇原料价格比较稳定，花椒价格全年有望回落。费用端：公司在2022年央视春晚投放广告增加产品知名度，并在电梯、高铁、地铁等持续投放广告，增加品牌影响力。

新产品持续推出，产能建设有序推进。渠道上，推进线下渠道的下沉和深耕，不断增加有效终端覆盖，构建线上线下融合、覆盖B端C端的一体化营销网络。2) 品类上，优先做好风味配料和调味品，上海葱油、香菇蚝油、快手菜调料等新品不断推出，另外储备开发有预制菜，加快速冻预制食品的产业链延伸。新品有望成为公司业绩新增长点。3) 产能上，1200万吨调味配料生产项目基本建设完成，年产6000万瓶调味酱生产项目的建设稳步推进。公司拟在南阳市建设仲景食品产业园项目，投资15亿元，形成从西峡到南阳，从郑州到上海的跨越式发展布局，有利于提升公司市场竞争力和盈利能力。

金龙鱼：公司拟以不低于每股30.76元向董监高及核心骨干共计1635名对象授予2980万股限制性股票，其中包括董事长郭孔丰、总裁穆彦魁、常务副总裁牛余新等，约占本激励草案公告日公司股本总额的0.55%。该激励计划分三次解锁，业绩考核要求为：

2022年-2023年两年的合计产品销量不低于9020万吨，2022年-2024年三年的合计产品销量不低于13725万吨，2022年-2025年四年的合计产品销量不低于18580万吨。预计2022-2025年销量约为4457、4566、4678、4792万吨，4年CAGR约为2.5%，由于2017-2021年整体单位均价CAGR约为6%，假设均价继续按此增速增长，则2022-2025年营收增速均有望实现8.7%以上。该激励计划选用“产品销量”作为公司层面业绩考核指标，我们认为直接反映主营业务经营情况和市场价值成长性，并本次激励人员众多，能够最大化绑定核心管理层并提升整体员工积极性，进一步激发公司经营活力。

随着消费恢复趋势延续，公司厨房食品、饲料原料及油脂科技等传统业务将实现恢复性发展。新业务上加快中央厨房和调味品项目的建设。中央厨房、调味品与传统粮油米面等厨房食品业务关系密切，有望将公司现有产品和渠道资源更好整合。1) 中央厨房：目前重庆、廊坊、西安等中央厨房项目加速建设，将在2022年陆续投产。未来公司将在全国布局100家中央厨房，形成规模优势。2) 调味品：酱油用双品牌、双策略，泰州丸庄酱油二期项目建成将产能翻倍，广东阳江正筹建工厂。调味品业务更加注重量快速增长，并通过自建和收购实现产能扩张。

2、行业评级及投资策略

维持 2022 年食品饮料行业增持评级。整体来看，我们的观点继续不变，坚定看好食品饮料板块特别是白酒板块，选择两条主线进行强烈推荐：

1) 弹性角度，白酒推荐山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、伊力特、金徽酒等，大众品推荐盐津铺子、李子园、绝味食品、涪陵榨菜、青岛啤酒、天味食品等。

2) 确定性角度，白酒推荐贵州茅台、山西汾酒、五粮液、泸州老窖、今世缘等，大众品推荐涪陵榨菜、青岛啤酒、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等。

图表 44：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2022/6/22 股价	EPS			PE			投资评级
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
600519.SH	贵州茅台	1936.00	49.62	58.00	67.41	39.02	33.38	28.72	推荐
000858.SZ	五粮液	178.07	6.97	8.20	9.47	25.55	21.72	18.80	推荐
000568.SZ	泸州老窖	225.06	6.79	8.37	10.17	33.15	26.89	22.13	推荐
600809.SH	山西汾酒	293.06	5.80	7.60	9.75	50.53	38.56	30.06	推荐
002304.SZ	洋河股份	169.69	6.37	7.93	9.68	26.64	21.40	17.53	推荐
000799.SZ	酒鬼酒	183.19	4.50	6.17	8.15	40.71	29.69	22.48	推荐
600702.SH	舍得酒业	188.88	5.74	7.60	9.71	32.91	24.85	19.45	推荐
600779.SH	水井坊	84.40	2.96	3.85	4.90	28.51	21.92	17.22	推荐
000596.SZ	古井贡酒	227.48	5.58	7.04	8.78	40.77	32.31	25.91	推荐
603369.SH	今世缘	49.21	1.95	2.34	2.78	25.24	21.03	17.70	推荐
603589.SH	口子窖	56.45	3.59	4.41	5.38	15.72	12.80	10.49	推荐
603198.SH	迎驾贡酒	61.00	2.24	2.88	3.59	27.23	21.18	16.99	推荐
603919.SH	金徽酒	33.58	0.97	1.22	1.50	34.62	27.52	22.39	推荐
600197.SH	伊力特	30.08	1.08	1.52	1.93	27.85	19.79	15.59	推荐

请阅读最后一页重要免责声明

35

603288.SH	海天味业	82.47	1.81	2.06	2.33	45.56	40.03	35.39	推荐
603027.SH	千禾味业	15.46	0.30	0.39	0.48	51.53	39.64	32.21	推荐
603317.SH	天味食品	22.27	0.32	0.41	0.52	69.59	54.32	42.83	推荐
600872.SH	中炬高新	30.15	0.94	1.08	1.23	32.07	27.92	24.51	推荐
002507.SZ	涪陵榨菜	32.32	1.17	1.42	1.70	27.62	22.76	19.01	推荐
600305.SH	恒顺醋业	11.75	0.12	0.18	0.22	97.92	65.28	53.41	推荐
603755.SH	日辰股份	36.07	1.10	1.44	1.88	32.79	25.05	19.19	推荐
300999.SZ	金龙鱼	46.61	1.15	1.44	1.71	40.53	32.37	27.26	推荐
300908.SZ	仲景食品	34.77	1.32	1.54	1.81	26.34	22.58	19.21	推荐
300755.SZ	华致酒行	39.83	2.49	3.40	4.38	16.00	11.71	9.09	推荐
605499.SH	东鹏饮料	145.80	3.84	4.71	5.67	37.97	30.96	25.71	推荐
603711.SH	香飘飘	11.53	1.06	1.18	/	10.88	9.77	/	推荐
605337.SH	李子园	24.11	1.46	1.75	2.10	16.51	13.78	11.48	推荐
600132.SH	重庆啤酒	130.88	2.90	3.64	4.36	45.13	35.96	30.02	推荐
600600.SH	青岛啤酒	92.87	2.50	2.99	3.48	37.15	31.06	26.69	推荐
603345.SH	安井食品	148.00	3.96	4.92	6.15	37.37	30.08	24.07	推荐
603517.SH	绝味食品	47.40	1.67	1.88	2.32	28.38	25.21	20.43	推荐
002847.SZ	盐津铺子	77.08	2.04	3.08	4.11	37.78	25.03	18.75	推荐
603719.SH	良品铺子	25.35	0.87	1.25	1.72	29.14	20.28	14.74	推荐
002991.SZ	甘源食品	56.07	2.01	2.63	3.46	27.90	21.32	16.21	推荐
002557.SZ	洽洽食品	52.53	2.15	2.48	2.84	24.43	21.18	18.50	推荐
003000.SZ	劲仔食品	8.14	0.26	0.32	0.39	31.31	25.44	20.87	推荐
605338.SH	巴比食品	28.59	1.09	1.33	1.59	26.23	21.50	17.98	推荐
300973.SZ	立高食品	81.25	1.76	2.35	2.83	46.16	34.57	28.71	推荐
002216.SZ	三全食品	19.61	0.74	0.89	1.06	26.50	22.03	18.50	推荐
600882.SH	妙可蓝多	40.38	0.80	1.26	1.85	50.48	32.05	21.83	推荐
001215.SZ	千味央厨	46.68	1.32	1.77	2.29	35.36	26.37	20.38	推荐
605089.SH	味知香	59.80	1.74	2.26	2.86	34.37	26.46	20.91	推荐
002330.SZ	得利斯	7.45	0.12	0.19	0.26	62.08	39.21	28.65	推荐
603043.SH	广州酒家	22.35	1.14	1.37	1.62	19.61	16.31	13.80	推荐
002956.SZ	西麦食品	14.18	0.54	0.70	0.87	26.26	20.26	16.30	推荐
002570.SZ	贝因美	4.86	0.12	0.17	0.24	40.50	28.59	20.25	推荐
600887.SH	伊利股份	37.44	1.68	1.99	2.32	22.25	18.82	16.16	未评级

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究（注：表中“未评级”的公司预测数据均为万得一致预期）

3、风险提示

- (1) 疫情拖累消费；
- (2) 重点公司业绩不及预期的风险；
- (3) 白酒政策调整；
- (4) 竞争进一步加剧风险；
- (5) 产品提价不及预期；
- (6) 因疫情等不可抗力因素致外资流出；

■ 食品饮料组简介

孙山山：经济学硕士，4 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，1 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 证券分析师承诺

本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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	<(-) 15%

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。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。