

食品饮料行业 8 月月报暨 2022 年中报业绩前瞻

二季度多因素扰动下业绩承压，下半年改善可期

超配

核心观点

白酒板块：二季度业绩短期承压，消费复苏下基本面逐步修复。4-5 月疫情反复对白酒终端动销影响较大，酒企销售节奏普遍放慢；6 月以来随着疫情得控，白酒需求逐渐回暖。基于此，预计 2022Q2 酒企增速环比明显放缓，考虑回款端表现好于动销端，预计 Q2 多数上市酒企收入端仍能实现正增长，不少上市酒企利润端承压。分价格带看，名酒需求展现较强韧性，头部集中和分化趋势仍在继续。其中高端酒表现稳健，茅台收入利润增速在 16%左右，五泸亦有望实现双位数增长；区域酒龙头凭借基地市场疫情影响有限优势表现突出，但二三线品牌表现一般，预计洋河收入利润增速在 15%以上，古井收入利润增速在 20%以上；次高端酒因宴席消费和区域扩张受阻降速明显，预计汾酒/酒鬼/舍得收入增速或为个位数，利润增速或低于收入增速。当前疫情形势稳定向好，我们对下半年白酒销售保持相对乐观态度，酒企基本面环比有望持续改善，疫情短期扰动不改行业中期景气度向上趋势，景气维持下板块仍有持续上涨动力。重点推荐确定性强的优质底仓配置标的贵州茅台、泸州老窖、五粮液，建议关注疫情改善后有望释放业绩弹性的山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业。

大众品板块：Q2 多数企业业绩承压，下半年疫后修复、成本下行，改善可期。

①**啤酒：**Q2 主要酒企销量同比持平，提价顺利、结构升级或支撑营收微增；成本与费率管控得当促进利润实现同比正增长。重点推荐青岛啤酒、重庆啤酒。

②**乳制品：**疫下需求坚挺，龙头表现稳健；奶价下行、竞争趋缓、结构升级有望驱动企业盈利能力改善。重点推荐伊利股份、妙可蓝多。

③**调味品：**餐饮消费场景缺失叠加成本大幅上行，行业基本面已触底；下半年需求恢复与成本下行有望带来业绩弹性。重点推荐海天味业、涪陵榨菜。

④**速冻食品：**Q2 受疫情影响，板块表现分化；随着疫后需求恢复，ToB 企业的边际改善值得重点关注。重点推荐安井食品、立高食品。

⑤**休闲食品：**需求回暖后企业管理改革的成效开始显现，叠加同期低基数，预计 Q2 业绩表现良好；未来改革成效有望加速兑现。重点推荐盐津铺子、甘源食品。

风险提示：疫情反复风险，食品安全风险，宏观经济增速放缓风险等。

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	
					2022E	2023E	2022E	2023E
600519	贵州茅台	买入	1,919.60	2,384,263	49.72	58.19	38.61	32.99
000858	五粮液	买入	188.10	726,326	7.03	8.18	26.75	22.98
000568	泸州老窖	买入	231.50	337,059	6.82	8.51	33.94	27.21
600809	山西汾酒	买入	287.12	349,283	6.41	8.48	44.82	33.84
000799	酒鬼酒	买入	156.57	50,634	4.24	5.72	36.94	27.37
600702	舍得酒业	买入	178.41	58,224	5.51	7.51	32.36	23.75
600132	重庆啤酒	买入	128.70	61,019	2.97	3.70	43.40	34.83
600600	青岛啤酒	买入	100.00	116,275	2.48	2.97	40.36	33.63
603288	海天味业	买入	83.84	395,868	1.61	1.90	52.13	44.17
002507	涪陵榨菜	买入	30.68	27,206	1.13	1.32	27.21	23.22
600887	伊利股份	买入	36.41	235,333	1.68	1.99	21.64	18.30
600882	妙可蓝多	买入	39.57	20,430	0.89	1.53	44.30	25.91
603345	安井食品	买入	154.09	44,669	3.15	4.03	48.92	38.24
300973	立高食品	买入	89.57	14,733	1.63	2.30	54.86	38.99
002991	甘源食品	买入	62.47	5,732	2.04	2.72	30.62	22.97
002847	盐津铺子	买入	90.54	11,482	2.29	3.25	39.54	27.86

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

食品饮料

超配 · 维持评级

证券分析师：陈青青

0755-22940855

0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn

S0980520110001

证券分析师：廖望州

0755-22940911

liaowangzhou@guosen.com.cn

S0980521010001

联系人：刘显荣

liuxianrong@guosen.com.cn

证券分析师：李依琳

010-88005029

liyilin1@guosen.com.cn

S0980521070002

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

《周专题（2022年第31周）-二季报基金持仓分析：基本面触底改善，情绪回暖持仓增加》——2022-07-27

《周专题（2022年第30周）-油脂成本回落对大众食品公司影响探讨》——2022-07-19

《食品饮料行业 2022 年中期投资策略-基本面改善趋势已显，关注需求恢复与成本回落节奏》——2022-06-28

《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》——2022-06-22

《食品饮料行业 5 月投资策略暨 2022 年一季报综述-白酒亮眼，大众品分化，疫情变化仍是核心关注点》——2022-05-06

内容目录

白酒：二季度业绩短期承压，基本面逐步修复	4
中报业绩前瞻：高端酒和区域酒龙头稳健，次高端酒短期承压.....	4
下半年消费复苏可期，白酒基本面边际改善趋势明朗.....	5
白酒重点公司点评：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等.....	5
啤酒：提价传导顺利叠加高端化趋势仍存，带动利润实现同比增长	7
量稳价增，成本上涨压力被有效对冲.....	7
至暗时期已过，三季度销售旺季有望实现销量环比改善.....	8
啤酒重点公司点评：青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒.....	8
乳制品：不惧疫情扰动，整体边际向好	9
不惧疫情扰动，龙头稳健增长.....	9
三季度中秋消费旺季来临，动销趋势边际向好.....	9
乳制品重点公司点评：伊利股份、妙可蓝多.....	9
调味品：至暗时刻已过，关注需求恢复与成本下行带来的业绩弹性	10
餐饮消费场景缺失叠加成本大幅上行，行业基本面已触底.....	10
关注需求恢复与成本下行带来的业绩弹性.....	11
调味品重点公司点评：海天味业、天味食品、涪陵榨菜、中炬高新.....	11
速冻食品：Q2 表现分化，关注成本下行和疫后恢复带来的业绩改善	12
二季度疫情多点爆发，ToC 和 ToB 企业业绩表现分化.....	12
关注成本下行和疫后恢复带来的业绩改善.....	13
速冻食品重点公司点评：立高食品、千味央厨、三全食品、安井食品.....	14
休闲食品：经营改革成效显著，低基数下具备较高增长的基础	14
同期低基数&经营改革成效显著，预计 Q2 业绩表现良好.....	15
休闲食品重点公司点评：甘源食品、洽洽食品、盐津铺子.....	15
其他重点公司点评：承德露露.....	16
投资建议：把握需求回暖和成本下行两大投资主线	16
白酒板块投资策略：基本面改善趋势确立，龙头业绩确定性强.....	16
大众食品板块投资策略：成本下行、提价落地、需求回暖，下半年改善可期.....	17
市场回顾：7 月食品饮料板块跑输大盘 1pct 以上	19
数据追踪：酒水饮料进入产销旺季，猪肉价格上涨明显	20
风险提示	24
免责声明	25

图表目录

图 1: 茅台和五粮液主要白酒单品批价走势图.....	5
图 2: 2016-2022 年中国啤酒产量及增长情况.....	8
图 3: 2016-2022 年中国啤酒销售收入统计.....	8
图 4: 调味品板块单季度收入及增速.....	11
图 5: 调味品板块单季度利润及增速.....	11
图 6: 棕榈油、豆油、菜籽油期货结算价自高点大幅回落.....	13
图 7: 食品饮料行业分板块 PE 变化图.....	19
图 8: 7 月以来个股板块涨跌幅榜.....	20
图 9: 7 月以来食品饮料行业个股涨跌幅 (%)	20
图 10: 各行业产量最新数据.....	21
图 11: 36 大中城市啤酒价格走势 (元/瓶、元/罐)	21
图 12: Liv-ex100 红酒指数图.....	21
图 13: 牛奶零售价变化趋势图 (元/升)	22
图 14: 酸奶零售价变化趋势图 (元/公斤)	22
图 15: 婴幼儿奶粉变化趋势图 (元/公斤)	22
图 16: 白砂糖柳州现货价趋势图 (元/吨)	23
图 17: 南宁糖蜜价格趋势图 (元/吨)	23
图 18: 22 个省市平均生猪价趋势图 (元/千克)	23
图 19: 生鲜乳平均价趋势图 (元/公斤)	23
图 20: 大豆现货价格走势 (元/吨)	23
图 21: 进口大麦平均单价走势图 (美元/吨)	23
表 1: 重点白酒上市公司 2022 年中报业绩前瞻.....	4
表 2: 重点乳制品上市公司 2022 年中报业绩前瞻.....	9
表 3: 重点乳制品上市公司 2022 年中报业绩前瞻.....	10
表 4: 主要调味品厂商与社区团购平台合作情况.....	11
表 5: 调味品板块重点公司中报前瞻.....	12
表 6: 速冻食品上市公司 2022 年中报业绩前瞻.....	14
表 7: 休闲食品上市公司 2022 年中报业绩前瞻.....	16
表 8: 重点食品饮料上市公司 2022 年中报业绩前瞻.....	18
表 9: 重点公司盈利预测及估值.....	19

白酒：二季度业绩短期承压，基本面逐步修复

中报业绩前瞻：高端酒和区域酒龙头稳健，次高端酒短期承压

前期板块有所回调，主要系疫情反复影响下市场对行业景气度有所担忧以及部分重点标的业绩预期有所波动。结合近期对公司的跟踪交流，我们认为，疫情短期扰动不改行业中期景气度向上趋势，酒企全年销售根基尚未明显动摇，基本面仍较为稳健，主要系：①1季度酒企春节销售进度较好，开门红顺利达成（回款进度平均在30-40%左右），且预收款较为充足，为全年销售奠定良好基础；②2季度酒企销售虽受到疫情反复影响，但2季度是传统的白酒销售淡季，全年销售占比较小（回款占比约为15%左右）；③白酒行业因先款后货的结算方式，酒企2季度回款端表现好于动销端（渠道商出于保护名酒经销权以及未来销售仍有信心的考量，不会因疫情短期扰动轻易选择不回款），当前核心酒企回款进度良好（回款进度预计在45-50%左右）；④5月中旬以来，随着华东等地疫情形势明显好转，白酒终端动销呈现环比改善趋势，端午可见次高端及以上白酒动销明显恢复。

总体而言，疫情影响下名酒需求展现较强韧性。单2季度看，因4-5月疫情反复对白酒终端动销影响较大，酒企销售节奏和区域扩张步伐普遍放慢，预计2022Q2酒企增速较2022Q1会有所放缓。分价格带看，结构性升级和头部集中趋势仍在继续，行业头部效应凸显，高端及区域酒头部品牌表现更优，业绩确定性更强。

- **高端酒**：高端酒消费场景受疫情影响较小，需求韧性较强，经营较为稳健，2022Q1表现稳中有好，2022Q2基本面保持平稳，其中茅台受益供销两旺及茅台上线贡献增量，Q2有望继续稳健增长；五粮液因主销区受疫情影响较大及控量挺价，Q2增长环比或有放缓；老窖主动控量挺价但考虑低度国窖和中档酒销售势头向好，Q2增长有望保持较快增长。
- **次高端酒**：次高端酒受益消费升级和价格带扩容，2022Q1产品结构升级和区域深耕扩张共振，业绩表现亮眼；2022Q2因疫情下宴席和聚饮等消费场景受损和人员流动受限，正在全国化的酒企区域扩张步伐受阻，叠加去年同期基数较高，预计Q2业绩承压，增速环比或明显放缓。与此同时，酒企分化依旧明显，其中品牌力占优的次高端单品如汾酒青花系列动销表现相对良好。
- **区域酒**：区域酒龙头在基地市场的支撑下经营较为稳健，2022Q1受益安徽和江苏等地疫情影响较小，洋河和古井产品实现恢复性增长，环比明显提速；2022Q2洋河和古井持续受益基地市场疫情影响有限，消费升级的带动下，500-600元价格带持续扩容，产品结构稳步升级，业绩确定性较强。

表1：重点白酒上市公司2022年中报业绩前瞻

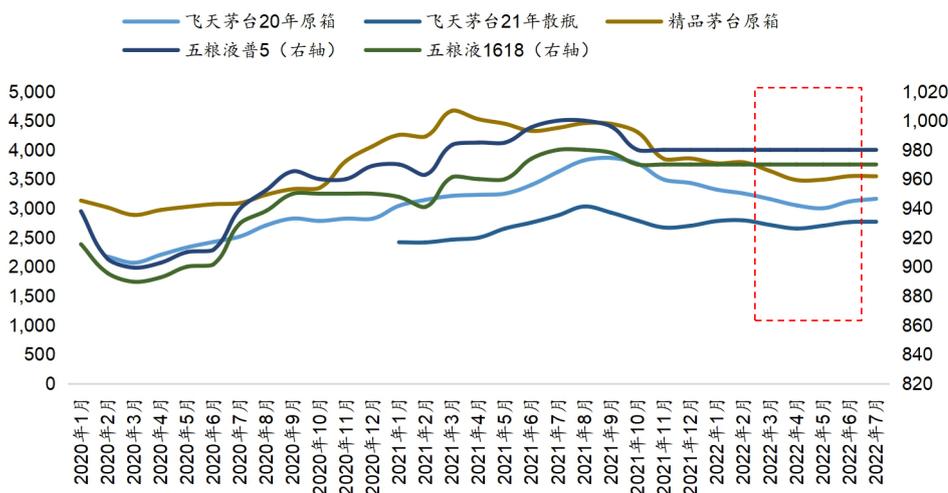
	营业收入增速				归母净利润增速			
	2021H1	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2021H1	2022Q1	2022Q2E	2022H1E
贵州茅台	11.68%	18.43%	~16%	~17%	9.08%	23.58%	~16%	~20%
五粮液	19.45%	13.25%	9~10%	~12%	21.60%	16.08%	10~11%	14~15%
泸州老窖	22.04%	26.15%	15~20%	21~23%	31.23%	32.72%	20~22%	~27%
山西汾酒	75.64%	43.62%	8~10%	~30%	120.80%	70.03%	5~10%	45~47%
酒鬼酒	137.31%	86.04%	6~8%	48~49%	176.55%	94.46%	-5~-1%	47~49%
舍得酒业	133.09%	83.25%	6~8%	39~40%	347.94%	75.75%	-5~-1%	28~31%
水井坊	128.44%	14.10%	10.36%	12.89%	266.01%	-13.54%	116.88%	-2.00%
古井贡酒	26.96%	27.71%	20~22%	~25%	34.53%	34.90%	20~25%	29~31%
口子窖	42.90%	11.80%	-10~-5%	1~4%	41.34%	15.53%	-5~0%	8~9%
洋河股份	15.75%	23.82%	15~18%	21~22%	4.82%	29.07%	15~18%	25~26%
今世缘	32.20%	24.70%	8~10%	18~19%	30.92%	24.46%	5~10%	17~19%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

下半年消费复苏可期，白酒基本面边际改善趋势明朗

当前疫情防控形势稳定向好，3季度尤其中秋国庆会是今年观察行业发展情况的最重要的观测窗口，后续仍需持续关注中秋旺季动销恢复情况。我们对下半年尤其中秋国庆旺季白酒销售保持相对乐观态度，主要基于以下几点考量：①稳增长是今年宏观政策的重心，促消费是稳增长的重要着力点，上半年各地相继出台政策以复苏经济、提振消费；同时，随着全国疫情形势继续向好，我国多部委相继调整防疫相关政策，防疫政策边际宽松，多措并举下居民消费意愿有望稳步回归；②在疫情防控精准化、消费场景复苏及人员流动逐渐恢复的背景下，疫情最艰难的时刻可能已经过去，6月以来白酒终端动销持续改善；③2季度疫情反复下酒企纷纷做出应对，调控销售节奏，保障渠道健康，厂商合力下渠道库存始终在正常可控范围内，批价短期有所承压但近来已企稳回升，当下渠道价盘平稳、库存保持良性，为后续旺季平稳渡过奠定了一定的基础。总体而言，在疫情逐步缓解和管控政策逐步放松的预期下，白酒板块先迎来了估值修复，后续将逐步进入基本面修复的验证阶段，2季度或是全年业绩低点。我们认为当下白酒企业基本面环比改善趋势已经确立，行业景气度维持下板块仍有持续上涨的动力。

图1：茅台和五粮液主要白酒单品批价走势图



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

白酒重点公司点评：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等

1) 贵州茅台：2022Q2 茅台酒销售表现平稳，2 季度公司收入增速约 16%，利润增速约 16%。目前经销商 7 月配额陆续打款，预计经销商回款进度在 60%左右。飞天茅台依然供不应求，批价在高位徘徊，目前飞天整箱批价在 3050 元左右，散瓶批价在 2750 元左右，环比微增，渠道库存较少。2 季度公司展现较强业绩韧性，2022H1 公司预计实现营业总收入 594 亿元左右（+17%左右），归母净利润 297 亿元左右（+20%左右），其中茅台酒/系列酒同比+16%/24%左右；2022Q2 预计营业总收入 262 亿元左右（+16%左右），归母净利润 125 亿元左右（+16%左右），其中茅台酒/系列酒同比+15%/19%左右。此外，根据我们测算，i 茅台年初上线至今，贡献

增量收入超 50 亿元，对公司吨价和利润率拉升明显，后续有望持续贡献收入。

2) 五粮液：2022Q2 公司积极控量稳价，预计 2 季度公司收入增速约 9%~10%，利润增速约 10%~11%。3 月以来河南、华东等地疫情反复对公司主销区销售影响较大，在此背景下公司主动控量挺价，普五一度全国停货，同时严查渠道低价货，对经典五粮液开启回购。目前经销商回款进度预计在 70%以上，发货进度预计在 50%以上，库存比例约 10%~15%，保持良性；普五批价稳定在 970~980 元左右，端午动销小高峰期间亦保持稳定，顺利度过压力测试。考虑 2 季度公司受疫情影响较大、销售节奏放缓，预计 2 季度收入利润增速环比有所放缓。

3) 泸州老窖：2022Q2 回款动销良性，主动控量挺价为中秋旺季蓄力，预计 2 季度公司收入增速约 15%~20%，利润增速约 20%~22%。目前国窖专营公司回款预计完成了全年任务的 55%以上，华北等区域反馈 3 季度需完全全年任务，高度国窖批价稳定在 920 元左右，价盘保持平稳，渠道库存良性。考虑 2 季度公司回款发货节奏正常，考虑高度国窖淡季主动控量挺价，低度国窖和中档酒销售良好稳定放量有望拉动增长，预计 2 季度收入增速环比略有放缓，此外考虑年初以来国窖、特曲、窖龄等多款主要单品提价拉升吨价，叠加费用效率逐步提升，公司有望维持较高利润水平。

4) 山西汾酒：2022Q2 销售整体平稳，预计 2 季度公司收入增速约 8~10%，利润增速约 5~10%。4 月份公司出货受疫情影响相对较小，6 月份公司对青花系列控量挺价，虽同时加大玻汾投放量，但产品结构相对稳定。目前预计经销商回款比例在 60%左右，青花 30 复兴版/青花 20 批价在 840/365 元左右，环比基本持平，库存较为良性。考虑今年 2 季度公司销售节奏放缓，叠加去年 2 季度收入利润基数较高，今年 2 季度收入利润增长环比或明显放缓。

5) 酒鬼酒：预计 2 季度公司收入增速约 6%~8%，利润增速约-5%~-1%。2 季度内参价盘因疫情影响和淡季需求平淡有所承压，公司为此加强了价格管控和渠道梳理；酒鬼表现较为平稳，目前公司已成立红坛事业部，后续红坛独立运作下收入占比有望进一步提升。目前经销商回款进度约 60%~70%，发货进度在 50%以上；内参批价在 790~800 元左右，较 1 季度下降 10~20 元，近期价格相对稳定；库存比例约 10%~20%，省外库存有一定压力；动销持续回暖，6 月份动销已恢复至接近去年同期水平。考虑今年内参回款进度略慢于去年同期，叠加去年 2 季度公司收入利润基数较高，预计今年 2 季度公司收入利润增速或明显放缓。

6) 舍得酒业：预计 2 季度公司收入增速约 6~8%，利润增速约-5%~-1%。上半年公司重视渠道健康，理性推进销售，着重稳固价盘，舍得系列控量挺价，沱牌系列表现平稳。2 季度公司在重庆等相对薄弱区域开启会战，抢抓销售，效果良好，后续或逐步向其他区域推广。预计目前经销商回款进度在 50%左右，5 月中旬开始加强宴席促销，动销逐步恢复，6 月起积极备战中秋旺季，回款发货有所提速，品味/智慧舍得批价在 350/450 元左右，库存在安全范围内。考虑公司上半年销售节奏平稳，稳固价盘为先，预计今年 2 季度收入利润增速环比明显放缓。

7) 水井坊：2 季度公司收入增速约 10%，利润扭亏为盈。公司 F22 财年已顺利结束，7 月起公司进入新财年，F23 财年目标增速在 15%以上，目前经销商已启动开门红回款。新版井台铺货进展顺利，目前井台/臻酿 8 号批价在 430/320 元左右，环比基本持平，库存在良性范围内。2022H1 公司实现营业收入 12.9 亿元(+13%)，归母净利润 3.7 亿元(-2%)；2022Q2 实现营业收入 6.6 亿元(+10%)，归母净利润 0.1 亿元(+117%，扭亏)。公司表示全年收入和利润均增长 15%的目标保持不变，考虑下半年白酒动销有望持续转好，我们预计公司全年目标有望顺利达成。

8) 古井贡酒：预计 2 季度公司收入增速约 20%，利润增速约 20~25%。公司上半年

动销良好，古 8 以下产品平稳增长，古 8 以上产品继续快速放量。目前经销商回款进度预计约 75%左右，略快于去年同期。目前古 20/古 16/古 8 批价在 550/320/205/105 元左右，价格走势平稳，库存在良性范围内。未来公司更加注重费用管控，转型费用投放模式，有望带动费用率逐渐下降。考虑公司 2 季度回款发货顺利推进，动销表现良好，古 8 以上产品快速增长推动产品结构持续升级，预计 2 季度公司收入利润有望继续较快增长。

9) 口子窖：2022Q2 经营平稳，预计 2 季度公司收入增速约-10~-5%，利润增速约-5~-1%。2 季度公司回款和动销有一定压力，端午动销略有增长，新品兼香 518 消费者认可度较好，各地推广逐步推进。目前经销商回款进度预计约 45%左右，略慢于去年同期；口子 20 年/10 年/6 年批价在 320/215/100 元左右，价盘保持稳定。考虑 2 季度公司回款进度略慢，销售和库存有所承压，预计 2 季度收入利润小幅增长。

10) 洋河股份：预计 2 季度公司收入增速约 15%~18%，扣非利润增速约 15%~18%。梦 6+放量势头不减，新版海之蓝铺货基本完成，海天升级后实现较快增长，梦 3 水晶瓶动销逐步向好。公司 4 月份开展“大干 70 天”营销专项活动，预计经销商目前回款进度超 70%，快于去年同期 10~15pct；目前梦 6+/梦 3 水晶瓶/天之蓝/海之蓝批价在 580/410/270/125 元左右，环比基本持平，库存比例在 20%左右，处于良性范围内。考虑 2 季度公司营销积极，销售进展良好，预计 2 季度收入利润实现较快增长。

11) 今世缘：预计 2 季度公司收入增速约 8~10%，利润增速约 5~10%。上半年四开和对开动销良好，V 系控量挺价。2 季度公司重新调整产品梯队和事业部划分，目前组织架构调整和人员配备基本到位，在省内各大区针对 V 系单独成立运作团队，同时为 V99 经销商联盟体绑定利益链条，有望推动 V 系进一步发展。公司此前提出百日会战，目前经销商回款进度预计在 60%左右，其中 V 系回款进度相对较慢；四开/对开批价在 430/270 元左右，环比基本稳定。考虑公司 2 季度销售平稳，内部改革动力强，预计 2 季度收入利润有望保持快速增长。

啤酒：提价传导顺利叠加高端化趋势仍存，带动利润实现同比增长

量稳价增，成本上涨压力被有效对冲

经过多年市场培育与消费者教育，啤酒的消费习惯已经深入人心。我们认为消费场景受到外部因素扰乱而导致的动销下降属于短期影响，不会改变啤酒行业的中长期高端化逻辑。另外在啤酒企业端，随着啤酒行业整体销量见顶进入存量竞争后，结构升级已成为各家酒企的核心经营目标：即依靠产品结构的升级带动销售均吨价提升，推动业绩实现增长。

量稳价升，带动啤酒版块整体收入实现同比微增。从销量的角度看，由于 2022H1 消费场景受到管控影响，终端动销承压。3、4 月在全国范围内出现散发疫情，多地受到封控、静默的管控，对啤酒的消费场景带来较大影响；但我们观测到 5 月起动销已开始出现环比改善，6 月由于炎热天气进一步促进啤酒销量快速上涨，回补了 3、4 月销量的同比缺口，带动上半年的啤酒销量基本实现同比持平。从吨价的角度看，中长期啤酒高端化的逻辑持续验证，结构升级节奏平稳；同时短期看提价传导顺畅，进一步带动吨价水平提升。

图2：2016-2022 年中国啤酒产量及增长情况



资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

图3：2016-2022 年中国啤酒销售收入统计



资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

在成本端，我们已观测到包材成本在高位有所回落，近期维持高位震荡的走势，且啤酒企业针对包材采购价格均在年初完成锁价，锁价维度约 3-6 个月不等，有效控制成本压力。预计上半年成本较去年有中单位数增加，但公司通过产品提价与结构升级有效对冲成本压力，预计毛利率有望持平。全年看成本在下半年有望自高位回落，成本压力进一步降低，带动毛利率水平稳中有升。

至暗时期已过，三季度销售旺季有望实现销量环比改善

综合来看，啤酒企业尽管在上半年面临着动销与成本的压力，但得益于结构优化的高确定性以及提价的顺利传导，毛利率水平仍有望维持同期水平。与此同时，上半年许多大型销售活动未能如期开展，同时为应对外界环境变化带来的不确定性，各家啤酒企业均致力于提高销售费用的使用效率，费效比同比改善有望支撑盈利能力较同期有所提高。

我们判断啤酒最艰难的时点已经过去，未来如果外部环境相对平稳，配合销售旺季的来临，啤酒销量有望迎来环比改善。

啤酒重点公司点评：青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒

青岛啤酒：外部销售环境受到较大扰动，给公司上半年动销带来一定压力。我们判断公司在 6 月开始配合旺季来临的时间节点开始加大压货力度，上半年工厂出货量维度看有望实现持平或微降；叠加结构优化与提价提振吨价水平，上半年收入有望实现低单位数增长。预计上半年毛利率水平较同期相比略有降低，但由于销售费用投放效率提升，费率有所下降，带动盈利能力保持平稳，利润实现约高单位数的同比增长。

华润啤酒：决战高端稳步推进，但受外部环境不确定性增加。6 月整体销售环境平稳且天气炎热，有利于啤酒销售。我们预计 2022 年上半年公司销量实现同比持平，且得益于结构优化，收入有望实现中单位数的增长。提价与结构升级有效对冲成本压力，毛利率预计将实现同比持平。销售费用与管理费用在上半年有所节省，费效比提升，促使利润实现约 10% 的同比增速。

重庆啤酒：公司大城市计划推进顺利，且由于市场相对分散，上半年受外部环境变化的影响也相对有限，自 4 月起我们预计公司动销已经开始实现逐月的环比改善。我们预计上半年公司收入将实现 15% 左右的同比增速，其中销量与吨价上涨各自贡献一半增速。公司成本管控得当，上半年运输费用随国际原油价格上涨以

及人工成本上升有所提升，预计毛利率水平在高基数下将略有下降，但由于销售活动的费效比有所提升，销售费率有所下降，带动净利润率维持平稳，带动公司上半年利润实现 15%左右的增速。

表2：重点乳制品上市公司 2022 年中报业绩前瞻

	营业收入增速				归母净利润增速			
	2021H1	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2021H1	2022Q1	2022Q2E	2022H1E
青岛啤酒	16.66%	3.14%	~3%	~3%	30.22%	10.20%	~5%	~7%
重庆啤酒	27.51%	17.12%	~13%	~15%	-3.34%	15.33%	~15%	~15%
华润啤酒	12079%	-	-	~5%	106.40%	-	-	~10%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

乳制品：不惧疫情扰动，整体边际向好

不惧疫情扰动，龙头稳健增长

板块二季度前瞻：乳制品消费属性偏向必选，受疫情影响相对较小。首先，板块季节性来看，往年二季度原奶价格一般低于全年平均，牧场会对部分供过于求的鲜奶进行喷粉，由此可见，二季度为液态奶销售传统淡季，但龙头报表端二季度季节性并不明显，受季节性影响较小。今年二季度受到疫情影响，整体消费板块均有承压，在消费相对疲软的背景下，乳制品的重点细分赛道受到不同程度的影响，具体而言：1) 液态奶方面，常温液态奶作为大众品，消费属性偏向必选，且渠道以 C 端为重，疫情期间属于保供品，受疫情影响相对可控，表现优于低温液态奶，大单品稳健增长，高端化趋势延续，2) 奶粉方面，疫情影响生育意愿，出生率压力较大，奶粉板块承压，3) 奶酪方面，因品类尚处成长期，虽有承压，增速仍快于成熟品类，疫情之下竞争趋缓，利于龙头集中度提升。

展望未来，以下重点趋势建议关注：1) 原奶价格下降，成本边际改善。原奶价格自 21 年 9 月见顶回落，22 年 2 月开始已进入同比下降区间，二季度平均原奶价格同比下降约 2.4%，根据我们测算，奶价下降可对应伊利二季度毛利率同比提升约 0.16-0.84pct。2) 疫情后健康意识提升利好乳制品长期需求增长，消费升级背景之下高端化趋势有望提速。3) 竞争趋缓，盈利改善。伊利蒙牛分别发力差异化细分品类，竞争趋缓、盈利能力改善逻辑持续兑现。

三季度中秋消费旺季来临，动销趋势边际向好

短期来看，疫情影响逐渐减弱，叠加三季度中秋消费旺季来临，乳制品整体动销趋势边际向好，长期来看，液态奶已至成熟期，结构升级+控费释放利润，龙头伊利强者恒强，奶粉国产替代持续演绎，奶酪尚处成长期，大单品奶酪棒持续放量+餐饮奶酪打开第二增长曲线，关注妙可蓝多。

乳制品重点公司点评：伊利股份、妙可蓝多

伊利股份：若不考虑澳优并表，二季度收入预计同比增长 8%，净利润预计同比增长 8%，若考虑澳优并表，二季度收入预计同比增长 12.8%，净利润预计同比增长 9-10%。收入端，二季度疫情对各业务板块影响程度有所分化，其中液态奶相对稳健，婴配粉、奶酪维持高增，受影响较小，冷饮处于旺季，预计双位数增长，成人奶粉受到一定影响。据渠道反馈，液态奶 4 月同比低个位数下滑，5-6 月同比高个位数增长，液态奶整体二季度预计同比增长 5%，金领冠二季度同比增速预计

20%以上，冷饮二季度同比增速预计 15%左右，若不考虑澳优并表，伊利整体收入二季度预计同比增长 8%，若考虑澳优并表，伊利二季度收入预计同比增长 12.8%。利润端，根据我们测算，若不考虑澳优并表，结构升级预计同比提升二季度毛利率 0.2pct，奶价下降预计同比提升二季度毛利率 0.5pct，运费涨价预计同比拉低二季度毛利率 0.9pct，综合来看，伊利二季度毛利率预计同比-0.2pct，费用率预计同比略有下降，二季度净利率预计同比持平。综上，若不考虑澳优并表，伊利二季度净利润预计同比增长 8%，若考虑澳优并表，伊利二季度净利润预计同比增长 9-10%。

妙可蓝多：二季度收入预计同比增长 15-20%，净利润预计同比增长 12-17%。生产端，公司产能主要分布于上海、吉林和天津，其中上海主要生产奶酪棒，吉林主要生产液态奶、餐饮奶酪，天津主要生产餐饮奶酪，二季度疫情期间工人住厂，尽可能保证正常生产，但交通受阻无可避免，4-5 月物流费用上涨、运输效率下降，公司发货端因此受到一定阻碍。需求端，复盘 2020 年上半年，疫情对餐饮奶酪有显著的催化作用，妙可蓝多于 2022 年春节后推出奶酪片新品，3 月开始进行广告宣传，4-5 月疫情期间厨房做饭成为“必选”，餐饮奶酪消费者教育提速，上海 4-5 月小区团购情况来看，奶酪片、马苏里拉两大餐饮奶酪单品销售均超预期。收入端，预计公司二季度整体收入同比增长 15-20%，具体业务来看，二季度奶酪棒预计同比增长 25%左右，餐饮奶酪预计同比增长 50%，液态奶、贸易预计同比持平或略有下滑。市占率方面，疫情叠加原材料压力，小品牌加速出清，根据凯度，妙可蓝多奶酪棒市占率由 21 年底 36%增至 22 年中 40%以上，奶酪市占率由 21 年底 30%增至 22 年中 35%以上。利润端，公司通过提价消化运费和原材料压力，但去年二季度利润基数较高，22Q2 利润增速或略低于收入增速，同比增速预计 12-17%。

表 3：重点乳制品上市公司 2022 年中报业绩前瞻

	营业收入增速				归母净利润增速			
	2021H1	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2021H1	2022Q1	2022Q2E	2022H1E
伊利股份	18.89%	13.47%	~12.8%	~13%	42.48%	24.32%	9~10%	17~17.6%
妙可蓝多	90.80%	35.24%	15~20%	24~27%	247.12%	129.55%	12~17%	45~50%

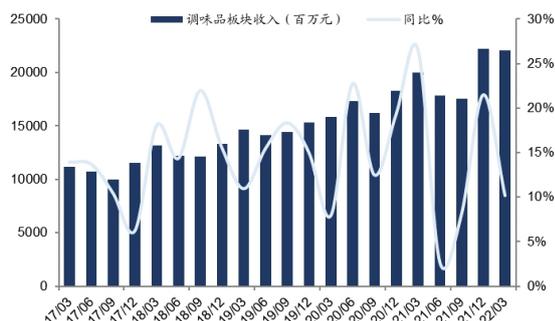
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

调味品：至暗时刻已过，关注需求恢复与成本下行带来的业绩弹性

餐饮消费场景缺失叠加成本大幅上行，行业基本面已触底

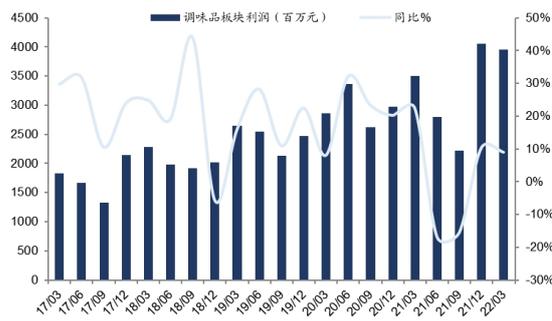
疫情影响下餐饮消费场景缺失叠加成本大幅上行，调味品板块上半年业绩承压明显。2022 年 Q1 调味品板块收入 220.4 亿元，同比+10.18%；2022 年 Q1 调味品板块利润 39.5 亿元，同比+12.7%。1Q22 调味品板块收入环比有所放缓主要系：1) 1Q21 基数较高；2) 3 月份以来部分地区疫情持续反复，餐饮消费场景受损，动销承压。毛利率方面，2021 年调味品板块毛利率 30.30%，同比下滑 2.95pct，单 Q4 环比上升 2.29pct。1Q22 毛利率为 31.84%，同比+0.82pct，环比+1.57pct，由于 Q4 多数企业采用提价应对成本压力且成本并未出现进一步上涨，因此 4Q21-1Q22 毛利率环比有所提升。但由于 2022Q1-Q2 原材料成本出现进一步上涨并维持高位，且考虑调味品的发酵周期较长，预计板块 22Q2-Q4 毛利率仍将继续承压。

图4: 调味品板块单季度收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 调味品板块单季度利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

团购平台间竞争更加规范，调味品龙头加强应对，冲击边际减弱。客观看，当前疫情仍有扰动，消费需求仍显疲软。展望下半年，疫情和消费恢复仍存在不确定性，但社区团购冲击和渠道高库存等压力，边际上有所减轻。去年下半年开始，一方面国家陆续出台限制不正当价格竞争的政策，规范社区团购发展，另一方面，由于经营遇到困境，中小型社区平台已陆续推出市场，目前平台间竞争已更加规范。同时，调味品龙头企业也已开始积极拥抱社区渠道，企业已探索出了跟社区团购的多种合作方式，并研发生产了社区团购的定制款产品，渠道利润和渠道信心逐渐修复，新兴渠道的直接冲击边际有所减弱，传统渠道库存也已恢复至良性水平。

表4: 主要调味品厂商与社区团购平台合作情况

时间	企业	合作方式及产品布局
2021年2月	李锦记	指定经销商做，精选、薄盐生抽等大单品均有上架，多采取1L以上的大包装
2021年5月	海天味业	指定经销商、指定产品做，核心大单品如：味极鲜、金标生抽、上等蚝油等大单品均有布局，并推出1.28L、1.9L等差异化规格产品
2021年6月	恒顺醋业	指定经销商、指定产品做，多以线下销售的香醋产品为主
2021年6月	千禾味业	指定经销商、指定产品做，主推高性价比产品，零添加、高鲜产品均有布局，高鲜酱油以1.8L、2.8L为主

资料来源: 公司公告，国信证券经济研究所整理

关注需求恢复与成本下行带来的业绩弹性

展望2022年下半年：由于2021H2调味品主要公司报表端基数较低，随着各地疫情得到有效控制，我们预计终端消费需求将在下半年迎来回暖，若成本出现明显下行，则调味品企业业绩弹性将得到明显增厚，因此我们建议关注调味品企业经营边际改善机会。具体到标的，我们认为可以从两个方向来做选择标的：

主线一：首先可以选择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、中炬高新等；

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、天味食品等。

调味品重点公司点评：海天味业、天味食品、涪陵榨菜、中炬高新

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、刀刃向己，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。预计海天 Q2 收入同比+15%，利润同比+10%。目前原材料成本上涨已放缓，并且多地疫情已得到有效控制，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，预计 Q2 收入同比+13%，利润同比+35%。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。

中炬高新：今年以来公司吸收教训夯实经营，一是制定目标更趋务实，制定确保 6%、调整 10%和冲刺 15%三档目标，并推动轮岗制度落实，增加销售人员固薪比例，对超额完成部分给予高激励，驱动销售团队积极性高。二是在业务端对客户类型的细分，提高资源投入产出效率，如主销区分品类分渠道进行裂分，非主销区进入往区县市场全面裂分的阶段，B 端重点亦向餐饮终端资源倾斜，预计单 Q2 收入增速 12%，利润同比基本持平。目前渠道库存 1.5-2 个月、报表基数较低，尽管盈利端仍有压力，但经营至暗时刻已过，建议把握治理变化带来的催化。

表 5：调味品板块重点公司中报前瞻

代码	公司简称	收入：亿元			收入同比%			净利润：亿元			净利润同比%		
		22Q1	22Q2E	22H1E	22Q1	22Q2E	22H1E	22Q1	22Q2E	22H1E	22Q1	22Q2E	22H1E
603288.SH	海天味业	72.10	59.50	131.60	0.7%	15%	7%	18.29	15.39	33.68	-6.4%	10%	0%
600872.SH	中炬高新	13.47	11.79	25.26	6.6%	12%	9%	1.58	1.00	2.58	-9.5%	-5%	-8%
603027.SH	千禾味业	4.82	4.77	9.59	0.9%	17%	8%	0.55	0.60	1.15	38.5%	130%	75%
002507.SZ	涪陵榨菜	6.89	7.21	14.09	-2.9%	13%	5%	2.14	2.33	4.48	5.4%	35%	19%
600298.SH	安琪酵母	30.32	30.16	60.48	14.1%	17%	16%	3.13	3.66	6.79	-29.3%	-5%	-18%
603317.SH	天味食品	6.29	5.85	12.14	20.6%	18%	19%	1.00	0.66	1.66	25.3%	扭亏	120%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

速冻食品：Q2 表现分化，关注成本下行和疫后恢复带来的业绩改善

二季度疫情多点爆发，ToC 和 ToB 企业业绩表现分化

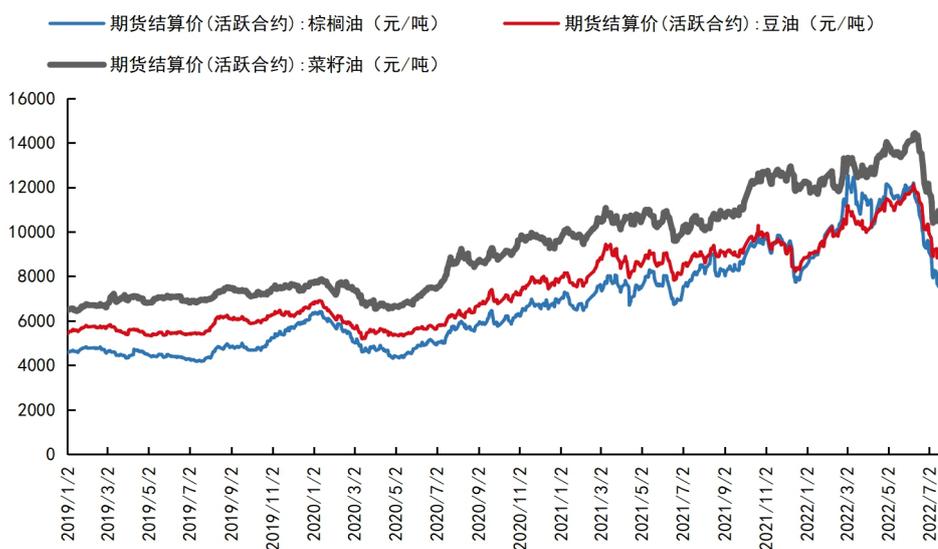
回顾 22 年上半年，Q1 在春节提前、疫情反复、天气等的影响下，主要速冻食品

增速有所放缓；此后，3月下旬疫情在全国多地点状爆发后，4月为全国疫情最严重时期，5/6月疫情逐步缓解，纵观Q2，疫情扰动以及疫后恢复成为市场关注的焦点。与此前不同的是，Q2疫情在全国多地持续性地点状爆发，疫情爆发后对食品企业在当地的经营主要产生以下几点影响：①疫情下，餐饮、休闲娱乐等场所经营受限，对ToB企业营收造成较大影响；②在疫情严重的地区（如上海），政府指定保供企业（如三全食品、克明面业等）为居民提供食品等生活必需品，因此Q2此类企业在疫区的营收同比大幅增加；③由于疫情期间人力、运力不足，食品企业运费大幅增加。综合来看，三全食品、克明面业等ToC企业受益于疫情，预计Q2业绩表现亮眼。而如安井食品、千味央厨、立高食品等ToB企业在疫情和成本的双重压力下，业绩有所承压，但随着疫情逐步恢复，业绩有望逐步改善，亦值得重点关注。

关注成本下行和疫后恢复带来的业绩改善

油脂价格大幅回落，企业盈利能力有望修复。近期受到美联储加息、印尼因胀库调整棕榈油出口政策、丰产季来临等因素影响，棕榈油价格大幅下跌，期货主力合约下跌幅度约40%，豆油、菜籽油等植物油期货价格也分别下跌约为25%和27%。我们认为油脂上涨周期或已结束，未来油脂的价格中枢有望大幅下移，从而显著降低食品公司的油脂采购成本。叠加大部分食品公司去年至今因成本高涨都进行了提价，目前提价均基本落地，油脂成本下跌或带来较好利润弹性。

图6：棕榈油、豆油、菜籽油期货结算价自高点大幅回落



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

下半年随着疫情管控的放松，建议重点关注ToB企业业绩的改善，如立高食品、千味央厨、安井食品等。疫情影响下，预计Q2立高食品、千味央厨、安井食品等ToB企业的业绩受到较大冲击。下半年随着疫情管控的放松，如烘焙门店、餐饮等企业的经营有望回归正规，ToB企业业绩有望逐步改善。同时，疫情加速门店的连锁化趋势，利于冷冻烘焙产品在烘焙门店的渗透以及餐饮供应链工业化进程，如立高食品、千味央厨、安井食品等ToB企业未来成长空间广阔，建议重点关注。

速冻食品重点公司点评：立高食品、千味央厨、三全食品、安井食品

立高食品：随着疫后烘焙消费场景逐步恢复，二季度经营逐月向好。由于疫情严重影响公司下游客户商超、烘焙门店等的正常经营，故4月份公司营收小幅下滑；随着疫情缓解，烘焙消费场景逐渐恢复，公司5/6月营收环比改善，预计Q2营收增长约10%。成本端，油脂约占公司总成本的20%，随着棕榈油价格的回落，公司盈利能力有望于四季度及23年逐步修复；且公司已成立油脂公司，全产业链布局有望提高公司平滑上游成本波动的能力并保障上游原材料供应。立高食品是国内冷冻烘焙行业的绝对龙头，随着疫后烘焙消费场景的恢复以及油脂成本的回落，公司基本面在22年下半年有望逐步改善；中长期看，疫情加速冷冻烘焙食品在BC端的渗透，利好行业发展，公司发展逻辑不变，建议重点关注。

千味央厨：疫情影响下游餐饮企业经营，二季度业绩承压。3月下旬疫情在全国多地点状爆发后，4月为全国疫情最严重时期，此后5、6月虽然全国疫情呈现逐渐缓解的趋势，但疫情持续点状爆发对餐饮企业的堂食经营仍有较严重的影响，尤其是对大型餐饮企业的影响更为明显。这使得公司大B端业务（直营业务）未达预期，预计同比持平。由于疫情期间米面制品需求相对旺盛，经销端的油条、蒸煎饺、米糕等大单品依旧保持良好的增长势头，预计经销业务增速15%左右。利润端，由于公司原材料锁价在Q2基本到齐，故Q2成本压力相对较大。整体看，我们预计公司Q2营收实现约8%的增长，利润增速同步。

三全食品：Q2净利润表现亮眼，渠道拓展及新品推出有望助力长期成长。根据2022年半年度业绩预告：公司预期2022H1实现归母净利润4.03-4.45亿元，同比增长45%-60%；预期实现扣非净利润3.32-3.74亿元，同比增长31%-47%。对应22Q2归母净利1.42-1.84亿，同比增39.2%-80.1%，扣非净利0.92-1.34亿，同比增11.7%-62.4%，业绩表现亮眼，主要系二季度疫情形式较为严峻，公司作为速冻米面制品的龙头，有所收受益，因此我们预计公司Q2营收增速约20%左右。展望22年下半年，公司有望通过渠道拓展（如农贸市场等）和新品推出（如炒饭、空气炸锅产品系列、油炸丸子等）实现营收的稳定增长，值得期待。

安井食品：B端业务逐渐恢复、成本端压力减小、控费提效，Q2稳增长可期。4月份公司受疫情影响（物流、需求等）较为严重，5/6月份逐渐恢复，且预制菜业务低基数下保持高速增长，预计公司Q2营收增速35%左右；利润端，考虑4月物流费用翻倍增长、新宏业计提超额业绩奖金及广告费用支出等，预计公司利润增速慢于营收，约25%左右。公司作为中国速冻食品行业龙头企业，通过持续的产品创新和渠道深耕，速冻火锅料和速冻面点业务有望维持稳定增长，凭借丰富的行业经验、显著的渠道优势，预制菜业务亦处于高速成长期，值得重点关注。

表6：速冻食品上市公司2022年中报业绩前瞻

	营业收入增速				归母净利润增速			
	2021H1	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2021H1	2022Q1	2022Q2E	2022H1E
立高食品	86.79%	8.83%	~8%	~8%	79.95%	-45.29%	-	-
三全食品	-2.44%	0.49%	~20%	~10%	-38.55%	48.36%	~40%-80%	~45%-60%
千味央厨	54.80%	20.17%	~8%	~15%	50.51%	44.78%	~8%	~30%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

休闲食品：经营改革成效显现，低基数下具备

较高增长的基础

同期低基数&经营改革成效显著，预计 Q2 业绩表现良好

2021 年上半年，在终端需求疲软、原材料价格上涨吞噬利润、社区团购等新零售渠道冲击的影响下，多数休闲食品业绩承压，基数较低。此后企业通过提价、加强费用投放管控、提高供应链效率等方式对冲成本端压力，并积极开拓新零售渠道（如线上直播、社区团购等）、持续推进渠道下沉、拓展零食专卖店（如老婆大人等）等渠道，成效显著。今年 Q2 随着终端需求的恢复，企业精耕渠道、管理改革的成效开始显现，且提价动作基本落地，叠加同期低基数，业绩具备较高增长的基础。

我们认为下半年休闲食品板块的投资主线有二：一是关注稳增长龙头企业，如洽洽食品等；二是关注改革成效显著，有望进入加速兑现期的企业，如甘源食品、盐津铺子等。

值得一提的是，成本端，油脂价格出现回落，虽然油脂在休闲食品中占成本比较低，但在包含油炸生产环节的企业中占比较高，如甘源食品的油脂占成本比约 13%，而洽洽食品和盐津铺子的油脂类占成本比为小个位数。建议重点关注如甘源食品等显著受益于油脂价格回落的企业。

休闲食品重点公司点评：甘源食品、洽洽食品、盐津铺子

甘源食品：新品铺货稳步推进，Q2 营收有望实现较高增长，净利润同比扭亏。目前公司的渠道拓展和新品铺货工作有序进行：①散装柜升级和下沉工作稳步推进，下半年疫情缓解后，有望提速；②全国商超会员店基本谈完，产品已进入家乐福、麦德龙等，疫情缓解后，后续营销工作也有望逐步落地；③其他渠道如零食很忙等零食专卖店以及便利蜂等便利店也已成功进入，未来合作有望逐步深入。从出货量来看，Q2 公司代工产品出货稳定，口味型坚果预计出货约 1000+万，河南新品出货 2000+万，由于去年同期受终端动销疲软及提价的影响，基数较低，预计 Q2 营收有望实现 40%以上的增长，同时净利率同比扭亏。我们认为公司兼具短期弹性与长期空间，值得重点关注。

洽洽食品：Q2 疫情受益，预计营收、净利润表现俱佳。Q2 疫情下公司的瓜子业务受益于居家消费，叠加坚果渠道的持续拓展，预计公司 Q2 营收实现增速 20%+；考虑提价顺利传导和控费提效措施，预计 Q2 利润增速 25%左右。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。

盐津铺子：改革成效持续兑现，盈利能力逐步改善。公司披露 2022 年半年报业绩预告：预计 2022H1 归母净利润为 1.23-1.30 亿元，同增 152.97%-167.37%；扣非归母净利润为 1.08-1.15 亿元，同增 491.35%-528.10%。由此，我们预计公司 2022Q2 归母净利润为 0.62-0.69 亿元；扣非归母净利润为 0.59-0.66 亿元，同比扭亏。2022Q2，在疫情反复、物流成本大幅增加、原材料价格高位震荡等的影响下，公

司通过聚焦核心大单品、渠道全方位覆盖实现净利润的同比扭亏，表现亮眼，且随着规模效应显现，公司盈利能力有望逐步改善。我们认为 Q2 公司有望实现营收较高增长，约 30%：①产品方面，公司聚焦辣卤零食、深海零食、烘焙、薯片以及果干五大核心品类，通过研发持续升级产品力，并通过最大化供应链优势为消费者提供高品质、高性价比的产品。②渠道方面，公司通过散装和定量装产品的协同发展，致力于做好渠道的全面覆盖：在保持原有 KA、AB 类超市优势外，公司还重点发展电商、CVS、零食专卖店、校园店等，并与当下热门零食量贩品牌零食很忙、戴永红等深度合作。此外，公司在抖音平台与主播种草引流、在拼多多以爆款出击，引领电商、直播、社区团购等渠道实现快速发展。公司是拥有供应链壁垒的商超散称休闲食品重要玩家。2021 年上半年，在后疫情时代商超人流量下滑的大背景下，公司积极调整经营战略，并针对性地引入优秀管理人才，战略转型成效逐渐显现，或进入兑现期，值得重点关注。

表 7：休闲食品上市公司 2022 年中报业绩前瞻

	营业收入增速				归母净利润增速			
	2021H1	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2021H1	2022Q1	2022Q2E	2022H1E
盐津铺子	12.54%	-2.91%	~30%	~12%	-62.59%	-25.15%	扭亏	~153%-167%
洽洽食品	3.76%	3.86%	~20%-25%	~12%	10.86%	5.15%	~20%-25%	~13%
甘源食品	10.92%	-5.19%	~40%-50%	~12%-14%	-46.16%	-45.30%	扭亏	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

其他重点公司点评：承德露露

承德露露：疫情影响走亲访友的送礼需求，Q2 业绩承压；新品落地，后续推广值得期待。 Q2 疫情影响端午的走亲访友需求，叠加去年同期高基数，预计公司 Q2 营收小幅下滑；利润端，去年上半年由于锁价未受成本上涨的影响，故 Q2 利润端亦承压。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），线下也已开始销售，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，新品推出效果值得关注。

投资建议：把握需求回暖和成本下行两大投资主线

白酒板块投资策略：基本面改善趋势确立，龙头业绩确定性强

综合来看，前期疫情扰动未动摇全年销售根基，白酒板块基本面具备较强支撑，伴随着需求回暖，估值和基本面有望逐步修复。展望下半年，基本面信心仍强，板块布局价值依旧凸显。近期白酒板块波动较大，我们认为主要系在宏观经济和 3 月以来疫情变化有一定风险和行业环比平稳降速的大背景下，市场对消费需求有一定担忧，板块受情绪和资金面等因素影响短期估值有所承压。这一背景下，市场对业绩表现更为敏感，经营良好、业绩确定性强的标的是配置优选。中长期看，我们对白酒行业景气度仍持乐观态度，白酒公司成长空间仍广，业绩稳定仍强，且当下估值具备较高性价比，继续坚定推荐，建议逢低布局。

展望全年，我们对白酒行业景气度仍持乐观态度，高端和次高端有望量价齐升，

高端延续稳中有进，次高端结构升级和全国化仍有余力，区域酒升级加速推进。**白酒板块投资主线仍为业绩成长，业绩确定性及中长期成长性兼具的行业龙头仍是重点推荐标的。建议把握三条投资主线：**

1、成长空间最广、业绩确定性最强的高端酒。高端酒需求稳健背景下，2022年茅台受益茅台酒基酒充足和系列酒产能释放，量增有望提速；五粮液计划外提价有望带动吨价和利润率提升；老窖股权激励落地进一步激发内生势能。目前茅台2023年市盈率在34倍左右，估值相对具备一定性价比，五粮液和老窖2023年市盈率在23-28倍左右，中长期配置价值凸显。

2、受益消费回暖、全国化扩张仍在进程中的次高端酒。汾酒青花全国化放量势头不减，玻汾旺销势头仍强，支持公司稳健增长。酒鬼内参开启全国化放量，酒鬼系列恢复性增长，全国汇量式高速增长有望延续。舍得区域招商下沉和动销拉动稳步推进，长远看高增亦可期。虽当下受疫情影响次高端酒扩张节奏有所放缓，但未来在消费升级趋势下，仍有望持续释放业绩弹性。

3、基地市场支撑强、产品结构升级和边际改善趋势明显的区域酒。徽酒产品升级势头迅猛，叠加内生体制改善，整体动销已起势，龙头古井最先受益，口子跟随向上。洋河改革红利正释放，梦6+成功占位600元价格带实现全国化放量，水晶梦和天之蓝升级换代也步入正轨，业绩有望继续稳健增长。

大众食品板块投资策略：成本下行、提价落地、需求回暖，下半年改善可期

大众板块方面，二季度受疫情影响业绩表现分化，大部分企业经营承压；下半年疫后需求复苏及成本下行有望助力企业基本面改善、释放利润弹性。2季度大众品板块受疫情反复、成本端压力、终端需求疲软等多方面影响波动较大，细分版块走势出现分化。随着疫情逐步缓解、终端需求回暖、提价逐步落地、成本下行、企业改革成效逐渐显现，企业的基本面有望逐步修复，**我们认为大众品板块应积极关注提价顺利传导且受益于消费回暖、成本下行、产品结构升级等能够释放利润弹性的企业。重申2022年投资的三条主线：**1) 优选成长潜力充足的赛道，以长期视角审视公司价值；2) 优选边际改善显著，具有估值性价比的公司；3) 优选业绩确定性强、估值合理的行业龙头。基于以上投资主线，我们继续看好啤酒、乳制品、调味品、休闲食品等板块龙头的中长期发展机会，重点推荐高端化进程稳步推进的青岛啤酒、重庆啤酒；原奶涨幅收窄、结构升级、竞争趋缓背景下利润弹性较大的伊利股份、市场空间广阔的奶酪龙头妙可蓝多；行业地位稳固的龙头公司海天味业；业绩弹性较大的千禾味业、涪陵榨菜；优质赛道稳定增长的龙头立高食品、安井食品；改革成效有望逐步显现的盐津铺子、甘源食品等。

重点个股推荐：

我们认为下半年应把握疫后需求回暖及成本下行两大投资主线。白酒板块，持续推荐竞争格局最优、需求刚性最强、基本面确定性最高的高端酒龙头贵州茅台、五粮液、泸州老窖；同时推荐业绩弹性有待释放的次高端酒龙头山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业以及基地市场支撑较强的区域酒龙头古井贡酒、洋河股份。大众品板块，建议重点关注高端化趋势明显、提价逐渐落地、成本压力有望逐渐缓解的啤酒和乳制品板块，建议关注青岛啤酒、重庆啤酒、伊利股份；其次我们还看好处于高增长细分赛道的成长型投资机会，建议关注安井食品、立高食品、妙可蓝多；同时我们建议关注调味品行业需求复苏、成本下移的改善型投资机会，建议关注海天味业、涪陵榨菜、天味食品；最后我们认为经营改革成效逐步显现、有望进入加速兑现期的甘源食品、盐津铺子也值得重点关注。

表8: 重点食品饮料上市公司 2022 年中报业绩前瞻

	营业收入增速				归母净利润增速			
	2021H1	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2021H1	2022Q1	2022Q2E	2022H1E
白酒板块								
贵州茅台	11.68%	18.43%	~16%	~17%	9.08%	23.58%	~16%	~20%
五粮液	19.45%	13.25%	9~10%	~12%	21.60%	16.08%	10~11%	14~15%
泸州老窖	22.04%	26.15%	15~20%	21~23%	31.23%	32.72%	20~22%	~27%
山西汾酒	75.64%	43.62%	8~10%	~30%	120.80%	70.03%	5~10%	45~47%
酒鬼酒	137.31%	86.04%	6~8%	48~49%	176.55%	94.46%	-5~-1%	47~49%
舍得酒业	133.09%	83.25%	6~8%	39~40%	347.94%	75.75%	-5~-1%	28~31%
水井坊	128.44%	14.10%	10.36%	12.89%	266.01%	-13.54%	116.88%	-2.00%
古井贡酒	26.96%	27.71%	20~22%	~25%	34.53%	34.90%	20~25%	29~31%
口子窖	42.90%	11.80%	-10~-5%	1~4%	41.34%	15.53%	-5~0%	8~9%
洋河股份	15.75%	23.82%	15~18%	21~22%	4.82%	29.07%	15~18%	25~26%
今世缘	32.20%	24.70%	8~10%	18~19%	30.92%	24.46%	5~10%	17~19%
大众品板块								
青岛啤酒	16.66%	3.14%	~3%	~3%	30.22%	10.20%	~5%	~7%
重庆啤酒	27.51%	17.12%	~13%	~15%	-3.34%	15.33%	~15%	~15%
华润啤酒	12079%	-	-	~5%	106.40%	-	-	~10%
伊利股份	18.89%	13.47%	~12.8%	~13%	42.48%	24.32%	9~10%	17~17.6%
妙可蓝多	90.80%	35.24%	15~20%	24~27%	247.12%	129.55%	12~17%	45~50%
海天味业	6.36%	0.70%	15%	7%	3.07%	-6.40%	10%	0%
中炬高新	-9.34%	6.60%	12%	9%	-38.51%	-9.50%	-5%	-8%
千禾味业	10.82%	0.90%	17%	8%	-58.09%	38.50%	130%	75%
涪陵榨菜	12.46%	-2.90%	13%	5%	-6.97%	5.40%	35%	19%
安琪酵母	20.55%	14.10%	17%	16%	15.14%	-29.30%	-5%	-18%
天味食品	10.62%	20.60%	18%	19%	-62.12%	25.30%	扭亏	120%
立高食品	86.79%	8.83%	~8%	~8%	79.95%	-45.29%	-	-
三全食品	-2.44%	0.49%	~20%	~10%	-38.55%	48.36%	~40%-80%	~45%-60%
千味央厨	54.80%	20.17%	~8%	~15%	50.51%	44.78%	~8%	~30%
盐津铺子	12.54%	-2.91%	~30%	~12%	-62.59%	-25.15%	扭亏	~153%-167%
洽洽食品	3.76%	3.86%	~20%-25%	~12%	10.86%	5.15%	~20%-25%	~13%
甘源食品	10.92%	-5.19%	~40%-50%	~12%-14%	-46.16%	-45.30%	扭亏	-

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

表9：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)	2022E	2023E	2022E	2023E
白酒								
600519	贵州茅台	买入	1,939.00	2,435,768	49.65	58.08	39.05	33.38
000858	五粮液	买入	186.70	724,696	7.03	8.18	26.55	22.81
000568	泸州老窖	买入	233.89	344,196	6.81	8.51	34.32	27.50
000596	古井贡酒	买入	235.03	108,882	5.63	7.07	41.73	33.27
002304	洋河股份	买入	168.50	253,927	6.38	7.75	26.42	21.74
600809	山西汾酒	买入	290.20	354,065	6.41	8.48	45.30	34.20
000799	酒鬼酒	买入	159.80	51,924	4.24	5.72	37.70	27.93
600702	舍得酒业	买入	180.16	59,821	5.51	7.51	32.68	23.98
大众食品								
600132	重庆啤酒	买入	126.69	61,314	2.97	3.70	42.73	34.29
600600	青岛啤酒	买入	97.01	110,877	2.47	2.96	39.24	32.76
603288	海天味业	买入	83.88	388,686	1.61	1.90	52.15	44.19
002507	涪陵榨菜	买入	30.35	26,940	1.13	1.32	26.91	22.97
603317	天味食品	买入	27.31	20,790	0.39	0.52	69.26	52.11
600887	伊利股份	买入	36.12	231,173	1.68	1.99	21.47	18.15
600882	妙可蓝多	买入	41.45	21,396	0.89	1.53	46.41	27.14
603345	安井食品	买入	157.10	46,077	3.15	4.03	49.87	38.98
300973	立高食品	买入	93.50	15,833	1.63	2.30	57.26	40.70
002991	甘源食品	买入	63.12	5,884	2.04	2.72	30.94	23.21
002847	盐津铺子	买入	89.98	11,579	2.29	3.25	39.29	27.69
002557	洽洽食品	买入	49.57	25,132	2.17	2.51	22.84	19.75

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

市场回顾：7月食品饮料板块跑输大盘 1pct 以上

7月以来上证指数下跌 4.36%，沪深 300 下跌 6.07%，食品饮料板块下跌 7.29%。食饮各子板块（中信分类）均出现一定程度的下跌，跌幅介乎 4%-10% 之间。其中休闲食品和速冻食品板块跌幅最大，分别约 10%、8.9%。从估值（整体法剔除负值）来看，截至 2022 年 7 月 26 日，上证综指动态 PE12.65X，沪深 300 动态 PE12.22X，食饮板块 38.43X，细分板块估值：白酒 39.44X，啤酒 45.05X，乳制品 29.57X，调味品 59.79X，休闲食品 36.43X，速冻食品 45.44X，肉制品 34.19X。

图7：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

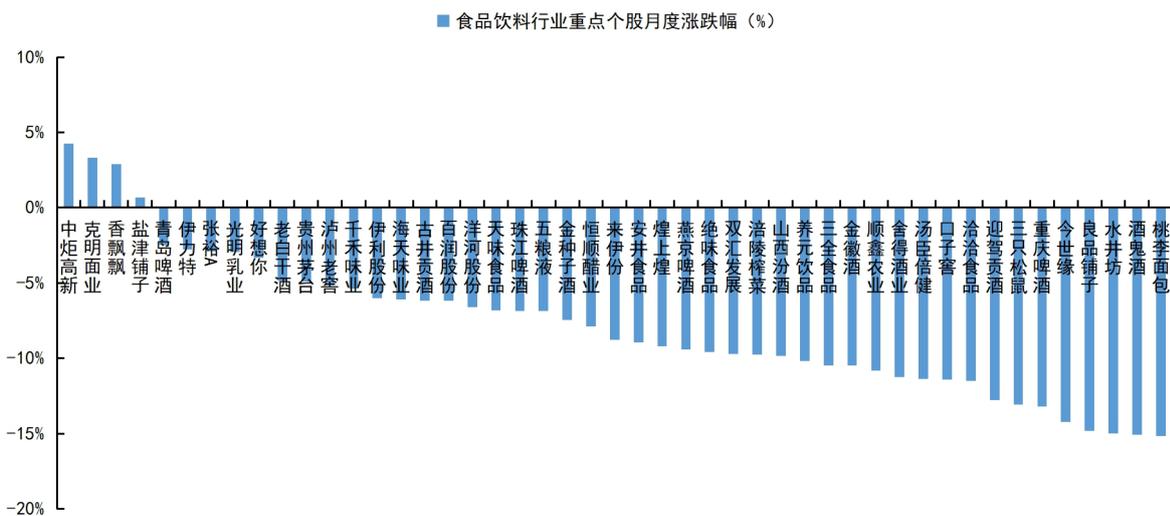
从个股来看，7月以来食品饮料板块仅中炬高新/克明面业/香飘飘/盐津铺子实现上涨；跌幅前五大的是桃李面包/酒鬼酒/水井坊/良品铺子/今世缘，跌幅介乎14%-16%之间。

图8：7月以来个股板块涨跌幅榜

个股涨幅前十	涨幅 (%)	个股跌幅前十	跌幅 (%)
中炬高新	4.27%	口子窖	-11.43%
克明面业	3.34%	洽洽食品	-11.51%
香飘飘	2.89%	迎驾贡酒	-12.77%
盐津铺子	0.66%	三只松鼠	-13.09%
青岛啤酒	-2.48%	重庆啤酒	-13.21%
伊力特	-2.76%	今世缘	-14.22%
张裕 A	-2.88%	良品铺子	-14.81%
光明乳业	-2.93%	水井坊	-15.01%
好想你	-3.34%	酒鬼酒	-15.07%
老白干酒	-4.84%	桃李面包	-15.17%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：7月以来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：酒水饮料进入产销旺季，猪肉价格上涨明显

产销量：乳制品产量同比转正，酒水饮料进入产销旺季

产量数据：根据 wind 数据显示，2022 年 6 月乳制品产量 275.10 万吨，同比微增；啤酒产量 419.30 万千升，同比增长 6.40%；葡萄酒产量 1.90 万千升，同比减少 38.70%；软饮料产量 1828.00 万吨，同比降低 2.80%。

图10: 各行业产量最新数据

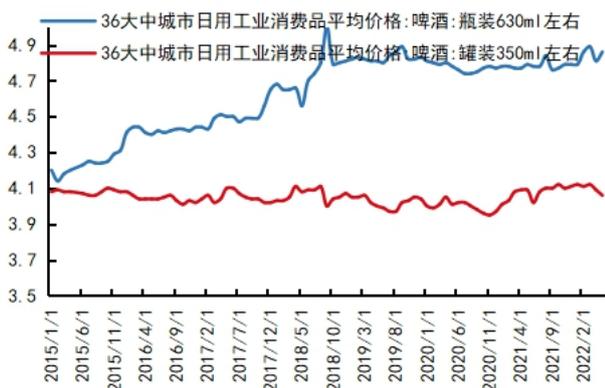
时间	乳制品产量 (万吨)	同比: 乳制品	啤酒产量 (万千升)	同比: 啤酒	葡萄酒产量 (万千升)	同比: 葡萄酒	软饮料产量 (万吨)	同比: 软饮料
2021-06	268.90	5.80	390.40	-14.20	3.00	15.40	1,884.90	2.70
2021-07	253.40	0.30	377.10	-7.00	1.80	-10.00	1,887.20	10.10
2021-08	259.40	1.90	352.90	-6.40	1.70	-19.00	1,790.80	1.70
2021-09	261.80	1.00	298.90	-5.70	2.10	-30.00	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	-14.90	1,358.80	8.30
2022-03	250.10	-1.90	284.90	-10.30	1.80	-21.70	1,723.70	-1.60
2022-04	238.80	-2.90	258.70	-18.30	1.50	-34.80	1,410.10	-8.50
2022-05	275.90	2.90	356.70	-0.70	1.30	-38.10	1,543.60	-7.00
2022-06	275.10	0.30	419.30	6.40	1.90	-38.70	1,828.00	-2.80

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

零售价: 酒类、乳制品价格基本持平

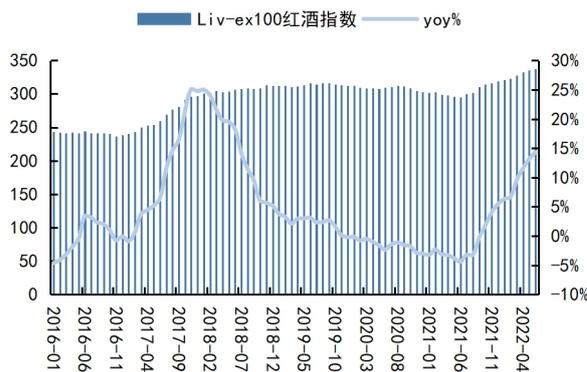
酒类: 2022年5月36大中城市630ml瓶装啤酒平均价格4.86元/瓶, 同比微涨1.46%; 36大中城市罐装350ml啤酒平均价格4.06元/罐, 同比下降5.32%。红酒方面, 2022年6月红酒价格指数为412.50, 同比上涨22.11%。

图11: 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12: Liv-ex100 红酒指数图



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

乳制品: 截止2022年7月15日, 牛奶零售价12.97元/公斤, 周同比增长4.01%, 周环比基本持平; 酸奶价格16.45元/公斤, 周同比增长2.94%, 周环比基本持平; 国内外婴幼儿奶粉价格分别为218.78、268.06元/公斤, 分别周同比上涨2.15%、2.44%, 周环比基本持平。

图13: 牛奶零售价变化趋势图 (元/升)



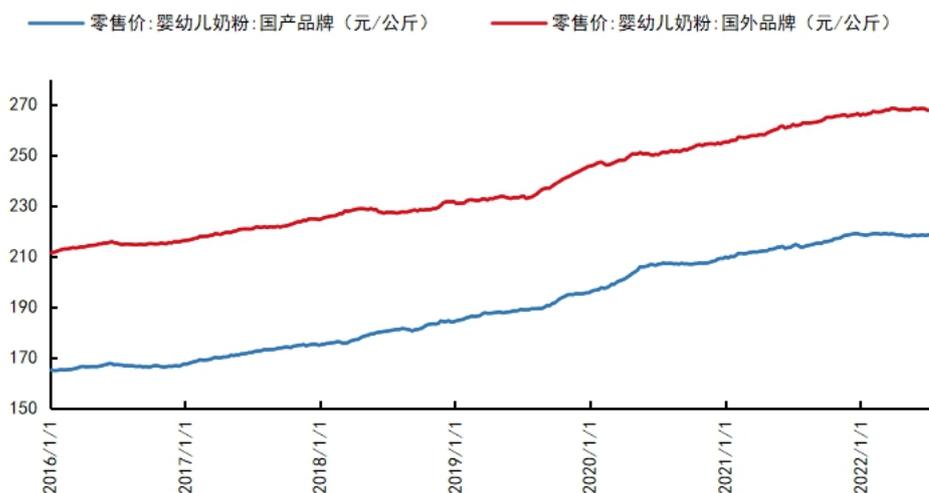
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 酸奶零售价变化趋势图 (元/公斤)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 婴幼儿奶粉变化趋势图 (元/公斤)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

成本: 原材料价格仍处于较高位置

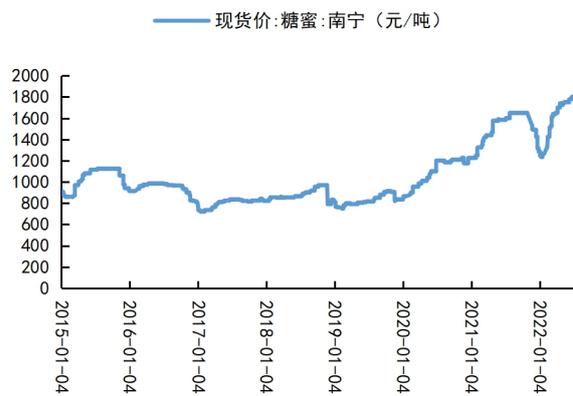
截止 2022 年 7 月 26 日, 白砂糖 7 月平均价格 5912 元/吨, 环比微降 1.44%; 南宁糖蜜平均价格 1800 元/吨, 环比微增 1.25%; 7 月 22 日生猪价格 22.83 元/千克, 同比上升 41.80%, 环比基本持平; 7 月 20 日生鲜乳平均价格 4.12 元/公斤, 同比下降 4.63%, 环比基本持平; 进口大麦 5 月平均价格 363.42 美元/吨, 同比上升 23.30%, 环比微升 2.35%; 7 月大豆平均价格 5800.18 元/吨, 环比基本持平。综合上, 糖类、大豆、进口大麦等仍处高位震荡状态, 生猪价格上涨明显, 生鲜乳价格则有所回落, 整体看原材料价格仍处于较高位置。

图16: 白砂糖柳州现货价趋势图 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 南宁糖蜜价格趋势图 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 22个省市平均生猪价趋势图 (元/千克)



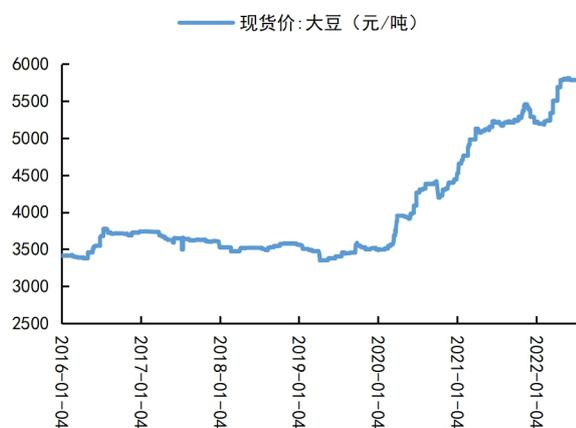
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 生鲜乳平均价趋势图 (元/公斤)



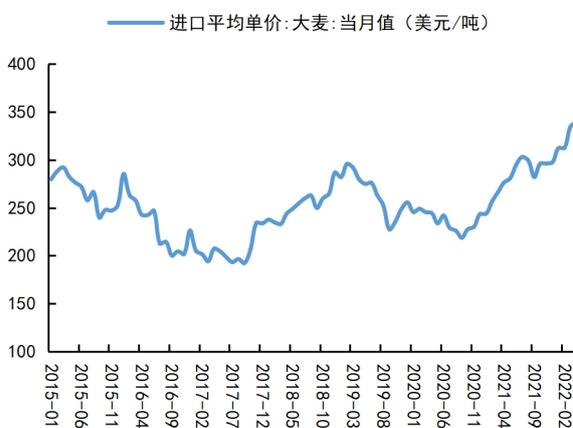
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 大豆现货价格走势图 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 进口大麦平均单价走势图 (美元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

1、行业政策调整风险：未来国家如果对食品饮料产业政策或外商投资政策进行重大调整，限制行业生产和销售，进一步加强行业调控，将对行业内公司生产经营情况产生不利影响，如白酒等。

2、宏观经济增速放缓风险：如果总需求有下行压力，影响企业和居民人均收入及消费意愿，会对整体食品饮料行业消费造成压力，如果消费需求增长不及预期，食品饮料公司基本面或受到影响，食品饮料公司收入利润增长或将放缓。

3、食品安全风险：食品安全问题一旦出现，相关公司乃至全行业的生产经营都可能受到较大的冲击。

4、疫情持续反复风险：疫情影响人们出行、娱乐、聚餐等正常生活需求以餐饮企业正常经营，如果疫情持续点状爆发，会对终端消费需求以及餐饮企业经营产生持续的影响。

5、市场竞争加剧风险：市场竞争加剧，可能对公司市场份额、定价能力、费用投放等均产生一定影响，导致企业增速放缓，并影响企业盈利水平。

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