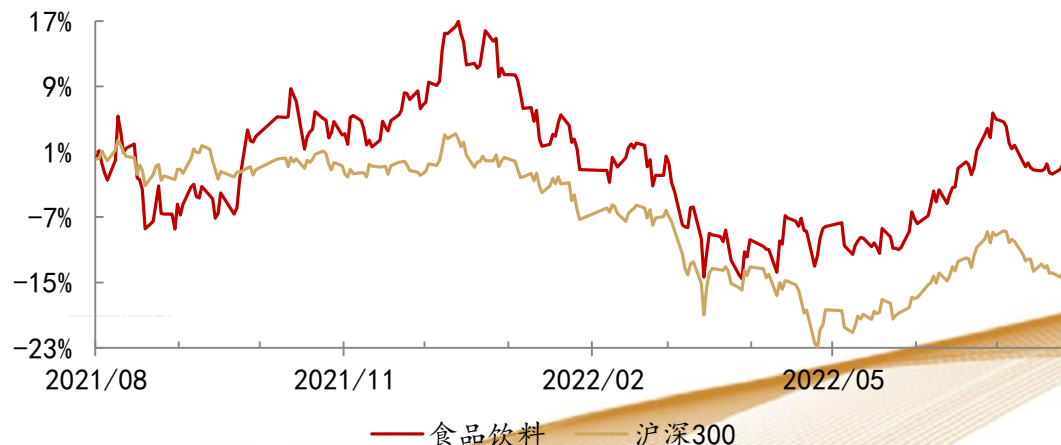


2022年食品饮料行业二季度前瞻

华西食品：寇星

评级及分析师信息

行业评级：推荐



分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

contents

01 二季度前瞻

02 当前观点

03 风险提示

报告结论

问题1. 要买什么赛道？ ——白酒成长+食品加速

- 6月份板块估值修复后，进入业绩和疫情干扰下的震荡期，认为三季度业绩将是板块下一波核心驱动力。逻辑在于三季度疫情修复和经济改善后动销改善。
- 拐点在于8-9月的跟踪动销催化。建议重视白酒业绩环比向上+估值弹性大标的以及非白酒板块三季度业绩向上标的。

问题2. 白酒成长买什么？ ——高端和次高端成长股

- 白酒成长特指具备区域扩张和全国化量增在途的标的，包括酒鬼、舍得、汾酒等。
- 酒鬼当前存在分歧，预期差较大，重点推荐。
- 舍得与酒鬼一致，判断三季度有望环比加速，且当前估值较低，重点推荐。
- 白酒其余标的我们也推荐作为稳健标的的长期持有。

问题3. 非白酒加速买什么？ ——伊利、妙可、榨菜，绝味、立高、青岛、重啤、华润等

- 经历了二季度食品低基数的预期释放后，估值也已到达一定水平。三季度建议重视有业绩且业绩预期向上的标的选择，确定性较高。
- 标的上建议重视伊利、妙可、涪陵榨菜等业绩确定性较高标的，以及绝味和立高等三季度基数均低，且业绩环比改善确定性较高标的。
- 啤酒板块建议继续重视仍在右侧，数据催化的青岛啤酒、重庆啤酒和华润啤酒。



01

二季报前瞻

白酒、乳制品、啤酒、调味品、休闲食品

22Q2前瞻预测表

(单位: 亿元)	22Q2收入	同比	22H1收入	同比	22Q2净利润	同比	22H1净利润	同比	2022E	2022E
	预计金额	增速	预计金额	增速	预计金额	增速	预计金额	增速	EPS	P/E
贵州茅台	262.6	16%	594.4	17%	125.5	17%	297.9	21%	48.64	40
五粮液	134.2	8%	409.7	11%	42.6	10%	150.9	14%	6.98	26
洋河股份	58.7	17%	188.9	22%	21.7	21%	71.5	26%	6.59	26
今世缘	15.7	8%	45.6	18%	5.8	10%	15.8	19%	2.07	23
山西汾酒	52.2	9%	157.5	30%	15.7	15%	52.8	49%	6.56	42
酒鬼酒	8.5	5%	25.3	48%	1.9	-20%	7.1	40%	4.36	35
舍得酒业	14.3	5%	33.2	39%	3.9	-10%	9.2	25%	5.18	32
古井贡酒	37.3	30%	90.0	28%	8.2	45%	19.2	39%	4.92	51
迎驾贡酒	9.4	0%	25.1	20%	2.2	0%	7.7	31%	2.26	25
重庆啤酒	40.6	5%	78.9	11%	3.5	8%	6.9	12%	3.05	40
华润啤酒	-	-	205.4	2%	-	-	26.7	-38%	1.39	34
青岛啤酒	98.3	5%	190.4	4%	15.0	8%	26.3	9%	2.49	41
伊利	324.3	12%	633.4	13%	27.0	8%	62.1	17%	1.74	21
蒙牛	-	-	477.4	4%	-	-	25.8	-13%	1.40	21
妙可蓝多	12.9	16%	25.8	25%	0.9	11%	1.6	45%	0.82	46
中炬高新	11.4	8%	24.9	7%	1.1	6%	2.7	-3%	0.97	36
海天味业	58.0	12%	130.0	5%	15.9	14%	34.2	2%	1.79	46
千禾味业	11.6	10%	25.1	8%	1.4	35%	3.0	7%	0.33	48
涪陵榨菜	7.3	15%	14.2	6%	3.0	75%	5.2	37%	1.16	28
颐海国际	-	-	27.5	4%	-	-	3.4	-2%	0.80	24
东鹏饮料	23.1	17%	43.1	17%	3.7	11%	7.1	6%	3.78	42
百润股份	7.0	0%	12.3	2%	1.8	-23%	2.7	-26%	0.95	29
立高食品	7.2	7%	6.7	-46%	0.5	-22%	0.9	-31%	1.79	46
千味央厨	3.3	20%	6.8	20%	0.2	40%	0.5	43%	1.32	36
绝味食品	15.7	-4%	32.6	4%	0.1	-97%	1.0	-81%	1.43	37
安井食品	26.5	32%	49.9	28%	2.2	26%	4.3	22%	3.11	47
三全食品	15.0	15%	38.5	6%	1.5	47%	4.1	48%	0.87	20
洽洽食品	12.5	25%	26.8	13%	1.8	35%	3.8	17%	2.21	24
盐津铺子	5.7	20%	11.4	7%	0.6	-	1.3	160%	2.46	38

注: 截止2022
年8月5日, 1
港元=0.8587
元人民币

茅台：22年加速改革，兼具行业龙头稳定性+收入业绩成长空间

- 二季度分析：**公司发布半年报，22H1实现营业总收入594.44亿元，同比+17.2%，其中茅台酒/系列酒分别实现收入499.65/75.98亿元，同比+16.3%/+25.4%；归母净利润297.94亿元，同比+20.8%。22Q2实现营业总收入262.56亿元，同比+15.9%，其中茅台酒/系列酒分别实现收入211.05/41.70亿元，同比+15.0%/+22.0%；归母净利润125.49亿元，同比+17.3%。分渠道来看，22H1直营收入占比36.4%，同比+17.0pct；22Q2直营收入占比39.8%，同比+18.1pct。22H1i茅台数字营销平台实现酒类不含税收入44.16亿元，拉动直销渠道收入占比进一步提升。22H1毛利率92.1%，同比+0.7pct；22Q2毛利率91.8%，同比+0.8pct；我们判断渠道优化直营占比提升进一步提高盈利空间。22H1净利率54.0%，同比+0.6pct；22Q2净利率51.9%，同比-0.5pct，主因税金及附加+2.9pct，但整体盈利能力有明显提高。
- 投资策略：**1) 22年以来茅台产品体系和渠道营销改革策略均取得了一定程度的效果，产品批价方面2021年12月13日起新增12瓶/箱规格专门用于开箱零售，并全面取消“拆箱令”将飞天茅台整箱批价稳定在3000元相对合理位置，即使在春节白酒销售旺季也维持了飞天茅台批价的平稳；渠道营销方面，3月31日上线直营电商平台加强线上渠道销售，5月29日上线战略单品“茅台冰淇淋”进行年轻化的品牌营销。2) 茅台的高净值人群消费主体在当前外部经济环境不稳定和疫情影响白酒消费场景的条件下几乎不会受到影响，叠加额外增加的直营电商投放增厚利润，行业龙头收入业绩具备极强稳定性。3) 长期来看茅台仍然是白酒行业内发展最稳健的公司，且22年多方面加速改革效果显著，在具备业绩稳定性的基础上拥有一定成长空间。我们维持公司22-24年营收1269/1458/1648亿元的预测，维持22-24年EPS 48.64/56.23/63.95元的预测，对应2022年8月5日1923.96元/股收盘价，PE分别为40/34/30倍，维持买入评级。
- 风险提示：**疫情持续超预期；经济下行导致需求减弱；食品安全问题等。

图1：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2021Q2	2022H1	2021H1
营业收入（亿元）	979.93	1094.64	1268.93	1458.07	1648.26	262.56	226.57	594.44	507.22
YoY (%)	10.3%	11.7%	15.9%	14.9%	13.0%	15.9%	11.4%	17.2%	11.1%
归母净利润（亿元）	466.97	524.60	611.04	706.38	803.33	125.49	107.00	297.94	246.54
YoY (%)	13.3%	12.3%	16.5%	15.6%	13.7%	17.3%	12.5%	20.8%	9.1%
毛利率 (%)	91.6%	91.6%	91.7%	91.8%	92.0%	91.8%	91.0%	92.1%	91.4%
净利率 (%)	50.5%	50.9%	51.1%	51.4%	51.7%	51.9%	52.4%	54.0%	53.4%
每股收益（元）	37.17	41.76	48.64	56.23	63.95				
ROE	28.9%	27.7%	27.1%	26.4%	25.5%				
市盈率	52	46	40	34	30				

五粮液：板块修复行情驱动，估值存在上修空间

- 二季度预测分析：**股东大会上管理层强调，22年营销工作抓住八代五粮液量稳价升，进一步巩固发展五粮液千元价格带的核心地位。我们认为全年普五将维持量持平价升、系列酒量价齐升贡献增速的发展趋势，预计上半年公司整体回款进度有望与往年基本持平，Q2收入和业绩增速有望落于低双位数区间。
- 投资策略：**1) 根据今日酒价的数据，当前八代普五批价960-980元基本稳定，我们认为6月初批价回落主要因为4-5月疫情封控地区几乎没有动销，经销商和终端存在资金压力低价出货回流资金导致，但是五粮液高端品牌力支撑足，预计下半年随着渠道合理管控和动销企稳上升，我们认为今年普五批价有望达到千元，存在一定预期差。2) 我们认为新管理层正在逐步落实改革，渠道信心正在逐步建立过程中，看好未来经典五粮液带来的品牌力提升，进而增加大单品八代五粮液的挺价动力。3) 短期来看二季度业绩预期稳健，我们认为公司产品批价、渠道和品牌力均存在一定的预期差，将优先受益于业绩稳健释放和管理层有效改革落实后的估值提升，我们维持公司22-24年营收762/890/1025亿元的预测，维持22-24年EPS 6.98/8.22/9.58元的预测，对应2022年8月5日179.18元/股收盘价，PE分别为26/22/19倍，公司相对其他高端白酒在板块行情催化下有望存在确定性修复空间，维持买入评级。
- 风险提示：**疫情持续超预期；经济下行导致需求减弱；食品安全问题等。

图2：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2021Q2	2022H1	2021H1
营业收入（亿元）	573.21	662.09	762.04	890.25	1025.11	134.21	124.27	409.69	367.52
YoY (%)	14.4%	15.5%	15.1%	16.8%	15.1%	8.0%	18.0%	11.5%	19.4%
归母净利润（亿元）	199.55	233.77	270.85	318.97	371.82	42.64	38.77	150.87	132.00
YoY (%)	14.7%	17.2%	15.9%	17.8%	16.6%	10.0%	23.0%	14.3%	21.6%
毛利率 (%)	74.2%	75.4%	75.7%	76.0%	76.2%	72.5%	72.1%	76.4%	75.0%
净利率 (%)	36.5%	37.0%	37.3%	37.6%	38.0%	31.8%	31.2%	36.8%	35.9%
每股收益（元）	5.14	6.02	6.98	8.22	9.58				
ROE	23.3%	23.6%	23.8%	24.3%	24.5%				
市盈率	35	30	26	22	19				

山西汾酒：省内市场稳定，库存合理，下半年有望加速

- 二季度预测分析：**省内基地市场在本轮疫情影响中受到影响相对较小，渠道库存不高；省外来看，我们认为玻汾作为光瓶酒超级大单品，在二季度次高端消费场景几乎消失和高端消费场景受限的环境下支撑了部分收入增量。整体二季度回款我们判断有望增速双位数，但考虑到业绩平滑和二季度结构相对弱化，我们预计Q2公司营业收入和归母净利润分别实现9%/15%的增长。
- 投资策略：**1) 煤炭价格保持在相对的高位，省内经济发展速度快（21年山西省GDP增速排名全国第三）带动汾酒在省内基地市场量价齐升（21年省内市场收入80.7亿元，同比+34.6%），汾酒的省内龙头地位稳固，随着经济发展向好基地市场规模有望持续突破。2) 即使在宏观经济和疫情影响下，“抓两头、带中间”产品战略使得公司在各价格带均有可以贡献高增速的产品，保证全年收入业绩稳定高增。3) 汾酒省内基地市场经济稳定向好，全年收入业绩高增确定性强，从基本面来看汾酒仍然是白酒行业的次高端白马公司。当前消费行业已经平稳度过了4-5月市场情绪的低谷期，预计下半年消费将迎来持续修复。我们维持公司22-23年营收275/342亿元的预测，维持22-23年EPS 6.56/8.54元的预测，对应2022年8月5日275.53元/股收盘价，PE分别为42/32倍，但多价格带发力的产品布局和清香龙头品牌的支撑，全年来看公司存在收入业绩超预期的可能，估值既有向上拔高的空间，基本面稳健又奠定了股价回调空间小，维持买入评级。
- 风险提示：**疫情持续超预期；经济下行导致需求减弱；食品安全问题等。

图3：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2022Q2	2021Q2	2022H1	2021H1
营业收入（亿元）	139.90	199.71	275.19	341.82	52.17	47.87	157.48	121.19
YoY（%）	17.6%	42.8%	37.8%	24.2%	9.0%	73.2%	29.9%	75.5%
归母净利润（亿元）	30.79	53.14	79.99	104.23	15.66	13.62	52.76	35.44
YoY（%）	56.4%	72.6%	50.5%	30.3%	15.0%	239.4%	48.9%	117.5%
毛利率（%）	72.2%	73.1%	74.2%	75.1%	77.5%	77.2%	75.7%	75.0%
净利率（%）	22.3%	26.9%	29.3%	30.7%	30.0%	29.1%	33.5%	29.5%
每股收益（元）	3.55	4.36	6.56	8.54				
ROE	31.5%	38.7%	40.8%	38.4%				
市盈率	78	63	42	32				

舍得酒业：基本面逐渐夯实，全年有望回归高增长通道

- 二季度预测分析：**22年4-5月全国疫情多点爆发，以宴席和政商务消费场景为主的全国化次高端白酒企业受到很大影响，多地经营活动基本停滞，但受益于22Q1开门红，我们判断公司22H1回款进度仍会超过去年同期。我们认为6月疫情防控逐渐放开后白酒消费场景加速恢复，能够对22年4-5月因疫情延后的回款产生一定回补，预计22Q2营业收入/归母净利分别同比+5%/-10%。
- 投资策略：**1) 21年复星入主后延续了大单品和全国化的战略，并且对产品线、渠道和品牌战略进行细节规划，经过了1年多的调整公司基本面逐渐夯实。通过老酒战略增加消费者对产品力的认知，通过长期的大单品运作形成了舍得+沱牌的双品牌基础，加速全国化布局“3+6+4”战略调动渠道积极性。2) 我们认为次高端白酒行业仍处在结构提升通道，舍得作为拥有强竞争力的全国化品牌能够享受行业消费升级红利，并且在白酒行业进入品牌集中化阶段后，公司可以凭借自身实力抢夺次高端白酒行业更多市场份额。3) 长期来看，公司具备全国化的品牌实力，通过老酒战略差异化进行消费者培育，渠道方面积极招优商大商、增加终端费用管控，我们认为经过股东轮换和策略调整公司已经逐步走向品牌复兴，并且对比历史上经过重大改革的酒鬼和汾酒，中长期公司同样具备收入和业绩想象空间。我们维持公司22-24年营收71/93/117亿元的预测，维持22-24年EPS 5.18/7.31/9.85元的预测，对应2022年8月5日167.6元/股收盘价，PE分别为32/23/17倍，看明年估值属于较低水平，维持买入评级。
- 风险提示：**疫情持续超预期；经济下行导致需求减弱；食品安全问题等。

图4：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2021Q2	2022H1	2021H1
营业收入（亿元）	27.04	49.69	70.57	93.27	117.27	14.31	13.63	33.15	23.91
YoY (%)	2.0%	83.8%	42.0%	32.2%	25.7%	5.0%	119.3%	38.6%	133.1%
归母净利润（亿元）	5.81	12.46	17.19	24.27	32.72	3.90	4.34	9.21	7.36
YoY (%)	14.4%	114.3%	38.0%	41.2%	34.8%	-10.0%	215.3%	25.2%	347.9%
毛利率 (%)	75.9%	77.8%	79.7%	81.1%	82.0%	75.0%	79.7%	78.4%	78.8%
净利率 (%)	22.5%	25.1%	24.4%	26.0%	27.9%	27.3%	32.3%	27.8%	31.4%
每股收益（元）	1.75	3.78	5.18	7.31	9.85				
ROE	16.2%	26.0%	28.3%	30.6%	31.1%				
市盈率	96	44	32	23	17				

数据来源：wind，华西证券研究所

酒鬼酒：深蹲起跳，三季度具备强预期差

- **二季度预测分析：**4月预计受疫情影响大；5月通过端午节销售有所弥补；6月预计继续改善。由于二季度结构可能弱化，内参占比可能下降。我们预计Q2收入中个位数增长、利润同比下降20%。目前全国库存控制在合理范围内。
- **2022年展望：**公司今年打款发货节奏前提，Q1业绩增幅较大，一定程度上实现了“未雨绸缪”；即使Q2淡季在疫情压力之下实现持平，上半年仍可实现近50%的收入增长。下半年来看，预计Q3旺季节奏会快一些，完成全年回款目标；四季度压力较小，主要为发货和下一年的开门红做准备。
- **投资策略：**短期基本面挺过二季度，渠道库存合理，批价稳定。疫情是二季度白酒重要需求制约因素，但我们判断伴随三季度动销环比加速，公司库存和发货形成良性平衡，有望实现三季度环比增长加速。我们维持公司22-24年营收48/63/79亿元的预测，维持22-24年EPS 4.36/5.80/7.34元的预测，对应2022年8月5日150.79元/股收盘价，PE分别为35/26/21倍。由于内参较强千元品牌力和中粮管理层溢价（唯一央企），未来2025年前看好公司上千亿市值，翻倍空间。当前维持买入评级，板块行情回归后弹性较大。
- **风险提示：**疫情扩大影响白酒消费，食品安全风险。

图5：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2021Q2
营业收入（亿元）	18.26	34.14	48.07	62.94	79.47	8.46	8.06
YoY（%）	20.8%	87.0%	40.8%	30.9%	26.3%	5.0%	96.8%
归母净利润（亿元）	4.92	8.93	14.15	18.84	23.86	1.94	2.42
YoY（%）	64.1%	81.7%	58.4%	33.1%	26.6%	-20.0%	174.0%
毛利率（%）	78.9%	80.0%	80.8%	81.3%	81.5%	80.5%	81.2%
净利率（%）	26.9%	26.2%	29.4%	29.9%	30.0%	22.9%	30.1%
每股收益（元）	1.51	2.75	4.36	5.80	7.34		
ROE	17.2%	25.4%	32.8%	35.0%	35.3%		
市盈率	100	55	35	26	21		

洋河：二季度增长加快，全年增长确定性较强

- 二季度预测分析：**我们认为Q2洋河延续强劲发展势头，收入端有望超预期。从批价来看，根据今日酒价披露的数据，海之蓝/梦之蓝M3/梦之蓝M6+分别稳定在143/457/642元，较上周持平，较去年同期分别+2.14%/+3.86%/-1.98%，整体保持稳定。我们判断目前省内外库存良性，省内库存低于省外。我们预计22Q2收入同比+17%，净利润同比+21%；22H1收入同比+22%，净利润同比+26%。全年公司股权激励目标为营收同比+15%，我们预计全年营收增长将超过这一目标。
- 投资策略：**整体来看，华东疫情影响已经逐步淡化，疫情封控最严格时期处于白酒淡季，对全年影响可控。洋河次高端核心大单品M6+在600元价格带继续稳步放量，推进全国化；在对产品从酒质、包装等方面进行升级后，新版海之蓝已经于5月上市，老版海之蓝已经停货进入库存消化期。作为白酒行业的超级大单品以及洋河的“塔基产品”，海之蓝自推出在20年内已经历6次更新换代。新版海之蓝已启动上市导入工作，我们判断其现阶段目标是对老版海之蓝进行存量替换。综合上述情况，我们认为洋河自19年以来的改革与调整已经显现成效，基本面向上趋势明确。我们维持公司22-24年营收308/354/390亿元的预测，维持22-24年EPS 6.59/7.64/8.68元的预测，对应2022年8月5日168.84元/股收盘价，PE分别为26/22/19倍，处在较为合理区间，维持买入评级。
- 风险提示：**疫情反复风险、经济复苏不及预期风险、食品安全风险

图6: 公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2021Q2	2022H1	2021H1
营业收入（百万元）	21,101	25,350	30,800	35,421	38,963	5,877	5,023	18,962	15,543
YoY (%)	-8.76%	20.1%	21.5%	15.0%	10.0%	17.0%	20.7%	22.0%	15.8%
归母净利润（百万元）	7,482	7,508	9,930	11,510	13,087	2,177	1,799	7,153	5,661
YoY (%)	1.35%	0.34%	32.3%	15.9%	13.7%	21.0%	28.6%	26.0%	4.8%
毛利率 (%)	72.3%	75.3%	75.6%	76.2%	77.2%	72.3%	70.8%	75.9%	74.4%
净利率 (%)	35.5%	29.6%	32.2%	32.5%	33.6%	37.0%	35.8%	37.6%	36.4%
每股收益（元）	4.97	4.98	6.59	7.64	8.68				
ROE	19.4%	17.7%	20.7%	21.0%	20.6%				
市盈率	34	34	26	22	19				

今世缘：下半年或存在预期差

- 二季度预测分析：**我们预计公司Q2由于疫情影响回款发货，可能同其他很多白酒一样回款进度慢于同期。根据今日酒价披露的数据，从批价来看，国缘四开/对开/单开稳定在420/260/140元，较上周持平，与去年同期相比+13.51%/+6.12%/+7.69%，整体有所上涨。我们判断目前渠道整体库存与往年相比基本持平，处于合理水平。由于疫情扰动次高端，我们对公司二季度增长略保守，预计22Q2收入同比+8%，净利润同比+10%；22H1收入同比+18%，净利润同比+19%。
- 投资策略：**（1）整体来看华东地区疫情对全年销量影响有限。分产品来看，主力产品国缘四开、对开批价稳定，库存良性，动销平稳。高端V系列仍在培育期；（2）公司定位与洋河在省内错位竞争，主力产品价位带与洋河错位，同时在喜宴等特殊场景渠道有竞争力，十四五百亿目标依然可期；（3）6月25日起，今世缘上调国缘四开与对开的出厂价，我们分析主要是为了配合前三季度销售目标的完成。结合近期公司发布股权激励草案，我们认为今世缘有望全年完成营收增长22%的目标。我们维持公司22-24年营收80/99/121亿元的预测，维持22-24年EPS 2.07/2.59/3.21元的预测，对应2022年8月5日47.18元/股收盘价，PE分别为23/18/15倍，处在合理区间，维持买入评级。
- 风险提示：**疫情反复风险、经济复苏不及预期风险、食品安全风险

图7：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2021Q2	2022H1	2021H1
营业收入（百万元）	5,122	6,408	7,979	9,861	12,080	1,572	1,456	4,561	3,852
YoY (%)	5.09%	25.13%	24.5%	23.6%	22.5%	8.0%	15.8%	18.4%	32.2%
归母净利润（百万元）	1,567	2,029	2,593	3,244	4,030	582	529	1,584	1,335
YoY (%)	7.46%	29.50%	27.8%	25.1%	24.2%	10.0%	20.5%	18.7%	30.9%
毛利率 (%)	71.1%	74.6%	74.9%	75.0%	75.2%	65.1%	66.2%	70.1%	70.6%
净利率 (%)	30.6%	31.7%	32.5%	32.9%	33.4%	37.0%	36.3%	34.7%	34.7%
每股收益（元）	1.25	1.62	2.07	2.59	3.21				
ROE	19.0%	21.83%	23.0%	23.5%	23.6%				
市盈率	38	29	23	18	15				

数据来源：wind，华西证券研究所

古井贡酒：二季度收入业绩超预期，维持增持评级

- 二季度分析：**公司发布业绩预告，2022H1实现营业总收入90.02亿元，同比+28.5%；归母净利润19.20亿元，同比+39.2%；合同负债34.28亿元，同比+54.9%，环比22Q1末-26.9%。2022Q2实现营业总收入37.28亿元，同比+29.5%；归母净利润8.21亿元，同比+45.5%。受益于春节返乡潮，22Q1实现开门红奠定全年良好发展基础。即使安徽受到疫情影响，我们判断公司22H1收入+预收款124.30亿元，占预计的全年总收入+预收款72%，回款进度超过去年同期。并且我们判断公司重点发力的古8及以上产品同比增速有望超过整体增速。
- 投资策略：**1) 古井安徽地产酒龙头地位稳固，品牌力和渠道力强将率先享受省内消费升级红利；安徽省经济发展速度较快，宴席、聚饮政商务场景对于白酒消费需求稳定提升。长期来看公司产品结构升级和量价齐升逻辑稳固，省内基地市场的稳健增长给予公司整体收入利润高增极强的确定性。2) 安徽省外出务工人员数量较多，有望带动省外消费者对龙头品牌认知提升，并且公司已经连续7年独家冠名春节联欢晚会，预计公司省外区域存在发展空间，有望突破地产酒区域单一的收入规模上限。3) 半控价深度分销的运作模式使得公司在拥有较强渠道掌握力的同时费用率一直保持相对较高的水平，我们认为公司收入已经达到百亿，预计未来规模效应和产品结构升级费用率会呈现逐渐下降的趋势，存在业绩释放预期。4) 长期来看徽酒龙头确定性强并存在超预期的可能性。我们维持公司22-24年营收153/187/221亿元的预测，维持22-24年EPS 4.92/6.17/7.52元的预测，对应2022年8月5日253.1元/股收盘价，PE分别为51/41/34倍，已经处在合理估值区间，建议当前持有，维持增持评级。
- 风险提示：**疫情持续超预期；经济下行导致需求减弱；食品安全问题等。

图8：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2021Q2	2022H1	2021H1
营业收入（亿元）	102.92	132.70	153.28	186.66	220.79	37.28	28.77	90.01	70.07
YoY (%)	-1.2%	28.9%	15.5%	21.8%	18.3%	29.5%	28.6%	28.4%	27.0%
归母净利润（亿元）	18.55	22.98	26.03	32.63	39.76	8.20	5.64	19.19	13.79
YoY (%)	-11.6%	23.9%	13.3%	25.3%	21.8%	45.3%	45.4%	39.2%	34.5%
毛利率 (%)	75.2%	75.1%	75.4%	76.2%	76.8%	76.0%	75.6%	77.2%	76.4%
净利率 (%)	18.0%	17.9%	17.3%	17.8%	18.4%	22.0%	20.2%	21.3%	20.3%
每股收益（元）	3.68	4.45	4.92	6.17	7.52				
ROE	18.5%	13.9%	14.5%	16.5%	18.1%				
市盈率	69	57	51	41	34				

伊利股份：三季度有望业绩环比向上，当前最佳买入点

- 22Q2前瞻：**预计常温奶（伊利液态奶中常温占比90%+）4月销售受到疫情影响，5月、6月逐月恢复。相对其他消费品品类有较强的消费韧性。另一方面二季度伊利奶粉在激烈的行业竞争中预计保持逆势增长。我们预计伊利（不含澳优）Q2收入保持增长。毛利率方面，我们判断虽然奶价同比有小幅下降，但是包材等价格上升叠加部分喷粉可能性影响，加上二季度基础白奶增速略快，预计毛利率同比下降；费用率方面，虽然二季度后期可能有所提升，但4-5月预计投放有限。整体维持二季度利润率持平预期。我们判断二季度主业给予收入利润保持增长。叠加二季度澳优并表，预计合并后收入增速快于利润增速。
- 2022年展望：**我们预计下半年在中秋国庆双节分开，及明年春节阳历日期较早的驱动下，常温有望站上双位数以上增速，叠加奶价持续高增，判断整体公司收入有望达到双位数增长。利润方面，预计全年成本将受益于原奶价格稳中略降，同时两强的竞争可控、伊利保持理性的费用投入，叠加高毛利奶粉业务逆势增长，下半年判断利润率提升确定性较高。
- 投资策略：**我们预计伊利液态奶在Q2展现消费韧性，同时奶粉业务保持逆势强劲增长状态，将持续延续到下半年，且具备环比提速预期。利润率有望受益于下半年结构提升毛利率提升及费用率控制得到提升。澳优上半年虽然收入利润低于预期，但已price in 伊利股价，且下半年澳优奶粉有望通过调整后实现环比加速，对伊利合并报表实现环比更多增量。我们维持公司22-24年营收1311/1476/1617亿元的预测，维持22-24年EPS 1.74/2.06/2.39元的预测，对应2022年8月5日36.36元/股收盘价，PE分别为21/18/15倍，当前已是左侧，三季度业绩提升催化有望驱动估值修复，维持买入评级。
- 风险提示：**原材料价格大幅度波动，需求下降，竞争加剧，食品安全风险。

图9：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2021Q2
营业收入（亿元）	968.86	1105.95	1310.96	1475.71	1616.72	324.32	290.35
YoY (%)	7.4%	14.2%	18.5%	12.6%	9.6%	11.7%	8.3%
归母净利润（亿元）	70.78	87.05	111.41	131.88	152.92	27.00	24.91
YoY (%)	2.1%	23.0%	28.0%	18.4%	16.2%	8.3%	-3.9%
毛利率 (%)	30.4%	30.9%	32.8%	33.6%	33.7%	36.5%	37.1%
净利率 (%)	7.4%	7.9%	8.5%	8.9%	9.5%	8.3%	8.6%
每股收益（元）	1.17	1.43	1.74	2.06	2.39		
ROE	23.3%	18.2%	21.8%	23.9%	25.6%		
市盈率	31	25	21	18	15		

蒙牛乳业：上半年预期底部，下半年预计提速，推荐买入

- 2022半年报前瞻：**我们预计上半年收入同比增长。成本端，考虑原奶价格略有下降和运输费用上升对冲，结构端由于奶粉表现欠佳可能弱化，买赠可能加强，预计毛利率同比下降；蒙牛针对局部市场库存有阶段性促销，但预计整体销售费用率同比下降；管理费用率因股权激励费用预计上升，综合来看我们预计上半年核心盈利能力同比下降。
- 2022年展望：**公司在3月召开的年度业绩发布会上指引2022全年收入低双位数增长，OPM同比扩张30-50bp。我们认为收入端确定性高，利润端不确定性因素较多。但由于二季度疫情持续影响收入和利润，导致上半年收入和利润承压。但好在市场对上半年收入利润预期达到底部。我们判断下半年在中秋国庆及明年春节备货驱动下，有望下半年收入站上中双或中低双增速，全年收入目标依然有望达成10%上下，利润率有望持平微增。而明年将会实现低基数下的业绩提升，看好明年更好的恢复。
- 投资策略：**疫情和局部市场阶段性促销影响投资人对于蒙牛信心，股价回调已消化。展望下半年在相对低基数下预期收入和利润表现将好于上半年。我们维持公司22-24年营收969/1071/1157亿元的预测，维持22-24年EPS 1.40/1.67/1.95元的预测，对应2022年8月5日29.925元/股收盘价，PE分别为21/18/15倍，估值较低，维持买入评级。
- 风险提示：**疫情扩大，饲料价格上涨致原料奶价格上涨，食品安全风险。

图10：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022H1	2021H1
营业收入（亿元）	762.99	884.56	969.39	1071.21	1156.83	477.41	459.05
YoY（%）	-3.6%	15.9%	9.98%	10.5%	8.0%	4.1%	22.3%
归母净利润（亿元）	35.25	50.26	55.51	66.23	77.2	25.82	29.47
YoY（%）	-14.1%	42.6%	10.5%	19.3%	16.5%	-13.0%	143.2%
毛利率（%）	37.7%	36.8%	36.1%	36.9%	37.1%	38.1%	38.2%
净利率（%）	4.6%	5.6%	5.7%	5.7%	7.2%	5.4%	6.4%
每股收益（元）	0.89	1.27	1.40	1.67	1.95		
ROE	10.69%	13.65%	13.15%	13.61%	13.73%		
市盈率	34	24	21	18	15		

数据来源：wind，华西证券研究所

注：1港元=0.8587人民币；归母净利润不考虑任何一次性收益。

妙可蓝多：预计Q2平稳过渡，下半年基本面环比改善

- 22Q2前瞻：**今年即使在疫情严重的4月、5月，妙可蓝多在现代渠道终端零售仍然保持强劲的增长。供应链方面，由于公司提前安排工人驻厂保生产以及借助蒙牛力量拿到保供资质，考虑到全国疫情物流影响情况，疫情之下公司能够维持部分需求发货。此外，公司家庭餐桌线产品预计受益于疫情增长较快。但由于疫情影响，判断结构提升有限。另外小品牌受大环境影响陆续退出行业，行业竞争状况好转，公司费用投放预计得到优化。结构影响可能大于费用优化，我们预计公司利润增速低于收入增速。
- 2022年展望：**全年来看常温奶酪棒铺货、低温保持良性动销、家庭餐桌线产品借助于广告和疫情促进渗透，公司仍将具备较好的成长性。历经过去2年行业竞争后今年行业呈现竞争局面好转的趋势，这将有助于公司减少不必要的费用投入，实现利润率提升。
- 投资策略：**我们预期公司Q2业绩横向对比其他消费品属不错，Q2良好的业绩表现将重拾投资人信心。下半年大环境稳定加快常温产品铺货，仍有望实现业绩增长进一步加速。我们维持公司22-24年营收66/85/105亿元的预测，维持22-24年EPS 0.82/1.34/1.80元的预测，对应2022年8月5日38.1元/股收盘价，PE分别为46/28/21倍。看明年估值属于较低水平，维持买入评级。
- 风险提示：**常温新品销售不及预期；市场竞争加剧风险；食品安全问题。

图11：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2021Q2
营业收入（亿元）	28.47	44.78	66.41	85.23	104.51	12.95	11.16
YoY（%）	63.2%	57.3%	48.3%	28.3%	22.6%	16.0%	62%
归母净利润（亿元）	0.59	1.54	4.25	6.9	9.3	0.88	0.80
YoY（%）	208.2%	160.6%	175.2%	62.3%	34.9%	10.6%	262%
毛利率（%）	35.9%	38.2%	42.2%	43.6%	44.2%		40.6%
净利率（%）	2.6%	4.3%	6.4%	8.1%	8.9%	6.8%	7.2%
每股收益（元）	0.11	0.30	0.82	1.34	1.80		
ROE	4.0%	3.4%	8.6%	14.6%	14.2%		
市盈率	346	127	46	28	21		

数据来源：wind，华西证券研究所

注：22Q1E净利率为归母净利率

海天味业：仍在复苏期，静待下半年回暖

- **Q2预测分析：**
 - **基数：**去年同期受疫情、社团等多重因素影响，收入、利润基数偏低。
 - **收入：**4、5月份持续受疫情影响，6月放开后逐步恢复，预计整体弱复苏；分渠道来看，4/5/6月份全国餐饮行业增速分别为-22.7%/-21.1%/-4.0%，6月环比改善，但难以改变整体趋势，预计公司餐饮端收入也将同比下滑，流通渠道承接了部分餐饮需求，叠加低基数，预计同比增长；另一方面提价红利预计在Q2有所呈现。目前库存预计仍在中高水位。
 - **成本：**黄豆仍在高位，包材高位回落，叠加提价促进，成本端仍有压力，但环比改善。
 - **费用：**二季度无较为重要的新品或大单品推广，预计整体费用率同比微降
 - **利润：**综合考虑来看，预计利润增速略高于收入增速，同比双位数增长。
- **H1综合判断：**综合Q1业绩和Q2预测，公司上半年整体经营平稳，收入利润个位数增长，年度目标仍有待下半年恢复推动完成。
- **投资策略：**我们维持公司22-24年营收281.6/321.5/365.3亿元的预测，维持22-24年EPS 1.79/2.05/2.33元的预测，对应2022年8月5日83.2元/股收盘价，PE分别为46/41/36倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情持续时间超预期、市场恢复不及预期、成本压力

图12：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2022H1
营业收入(亿元)	227.92	250.04	281.55	321.52	365.25	57.95	130.05
YoY	15.1%	9.7%	12.6%	14.2%	13.6%	12.0%	5.5%
归母净利润(亿元)	64.03	66.71	75.25	86.56	98.34	15.94	34.23
YoY	19.61%	4.18%	12.81%	15.02%	13.62%	13.89%	2.09%
毛利率	42.2%	38.7%	38.8%	38.9%	39.1%	37.3%	37.8%
净利率	28.1%	26.7%	26.7%	26.9%	26.9%	27.5%	26.3%
每股收益(元)	1.52	1.58	1.79	2.05	2.33		
市盈率	55	53	46	41	36		

中炬高新：逐步走出困境，期待底部反弹

- **Q2预测分析：**
 - **基数：**去年同期受疫情、社团等多重因素影响，收入、利润低基数，净利率处近几年低位。
 - **收入：**虽然行业整体复苏偏弱，但流通渠道表现明显优于餐饮渠道，公司流通C端占比70%以上，受疫情影响可控，叠加提价推动，预计Q2调味品（不含食用油）业务双位数增长；食用油受餐饮渠道所累，预计增速仅个位数；地产业务收入预计Q2环比下降；综合来看，预计公司Q2收入增长8%左右。
 - **成本：**黄豆仍在高位，包材高位回落，叠加提价促进，成本端压力仍然较大，预计可比口径下毛利率同比下降。
 - **费用：**二季度疫情影响费用投放，预计费用率同比微降。
 - **利润：**考虑综合因素，预计Q2利润增速略低于收入增速。
- **H1综合判断：**综合Q1业绩和Q2预测，公司上半年整体经营平稳，收入个位数增长，利润同比微降。
- **投资策略：**中炬表现层面低基数，今年基本面向上是大概率事件，Q3压制因素进一步解除，估值处相对底部，具有安全边际，最差赚业绩的钱，同时具备进攻属性。长期来看疫情和经济修复后估值中枢回归。参考公司经营，我们维持公司22-24年营收56.02/63.34/69.23亿元的预测，下调22-24年EPS 1.01/1.18/1.33元的预测至0.97/1.13/1.29元，对应2022年8月5日34.62元/股收盘价，PE分别为36/31/27倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情持续时间超预期、市场恢复不及预期、大股东流动性危机

图13：公司盈利预测表

财务摘要	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2022H1
营业收入(亿元)	51.16	56.02	63.34	69.23	11.39	24.86
YoY	-0.2%	9.5%	13.1%	9.3%	8.2%	7.3%
归母净利润(亿元)	7.42	7.75	8.98	10.27	1.12	2.70
YoY	-16.63%	4.42%	15.87%	14.45%	6.48%	-3.49%
毛利率	34.9%	32.2%	32.7%	33.6%	32.0%	32.2%
净利率	14.5%	13.8%	14.2%	14.8%	9.8%	10.9%
每股收益(元)	0.93	0.97	1.13	1.29		
市盈率	37	36	31	27		

图14：公司收入拆分预测

	21Q1	21Q2	21H1	22Q1	22Q2E	22H1E
调味品	10.87	9.17	20.04	11.10	10.25	21.35
食用油	1.36	0.70	2.06	1.06	0.74	1.80
房地产	0.40	0.65	1.05	1.31	0.40	1.71
合计	12.63	10.53	23.16	13.47	11.39	24.86
				Q1增速	Q2增速	H1增速
			调味品	2.1%	11.7%	6.5%
			食用油	-21.8%	5.0%	-12.6%
			房地产	224.1%	-38.4%	62.3%
			合计	6.6%	8.2%	7.3%

千禾味业：恢复弹性可期，维持增持

- Q2预测分析：**
 - 基数：**去年同期受疫情、社团等多重因素影响，收入、利润低基数，净利率处近几年低位。
 - 收入：**公司强化产品品质、积极开拓市场、优化营销渠道，市场竞争力提升，销售规模扩大，低基数下收入有望恢复双位数增长。
 - 成本：**黄豆仍在高位，包材高位回落，叠加提价促进，成本端压力相对可控，预计可比口径下毛利率同比下降。
 - 费用：**去年同期投放力度较大，今年同期无大额广告费用支出，预计费用率同比有大幅下降。
 - 利润：**考虑综合因素，去年同期净利率偏低，预计二季度净利率回归常态水平，公司已发中报业绩预告，预计二季度归母净利润同比增长108%~159%
- H1综合判断：**综合Q1业绩和Q2预测，公司上半年整体经营平稳，收入接近双位数增长，净利润在低基数下高增长，公告披露增速在66%~86%之间。
- 投资策略：**零添加是消费升级的大方向，占酱油整体比例仍然偏低，千禾酱油收入仅12亿元左右（2021年年报），新推出了10元档零添加产品仍然有增长潜力。千禾是基础调味品中成长性最好的标的，享受一定的估值溢价。参考公司经营，我们下调公司22/23年收入预测23.60/27.94亿元至22.60/27.94亿元，新增24年收入预测32.87亿元；下调22/23年EPS 0.39/0.50元至0.33/0.42元，新增24年EPS 预测0.53元，对应2022年8月5日15.73元/股收盘价，PE分别为48/37/30倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**疫情持续时间超预期、市场恢复不及预期、成本压力

图15：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2022H1
营业收入(亿元)	1,925	2,260	2,794	3,287	11.58	25.05
YoY	13.7%	17.4%	23.6%	17.6%	10.0%	8.2%
归母净利润(亿元)	221	317	406	509	1.41	3.00
YoY	7.6%	43.2%	28.0%	25.3%	34.79%	7.11%
毛利率	40.4%	41.7%	42.8%	43.3%	32.0%	32.2%
净利率	11.5%	14.0%	14.5%	15.5%	12.2%	12.0%
每股收益(元)	0.28	0.33	0.42	0.53		
市盈率	56	48	37	30		

图16：公司中报业绩预告拆分

	H1下限	H1上限	H1增速	Q2下限	Q2上限	Q2增速
归母净利润	1.09	1.22	66%~86%	0.54	0.67	108.36%~159.08%
扣非归母净利润	1.05	1.19	60%~80%	0.52	0.65	119.41%~175.18%
业绩变化原因	1. 公司强化产品品质、积极开拓市场、优化营销渠道，市场竞争力提升，销售规模扩大；2. 公司2021年同期支出了大量广告费用，2022年半年度未发生该类大额广告费用支出，销售费用同比减少。					

涪陵榨菜：周期共振，进入业绩兑现期

- **中报分析：**
 - 上半年在居家需求提升+多品类拓展+提价共同推动下，实现收入14.22亿元，同比+5.58%，其中Q1/Q2增速分别为-2.88%/+14.98%，Q2增速环比提升。分产品来看，公司H1榨菜/萝卜/泡菜及其他分别实现营收12.36/0.56/1.05/0.23亿元，同比+2.99%/+37.02%/+26.81%/+3.55%，品类多元化布局逻辑持续验证；拆分量价来看，榨菜和泡菜吨价提升均超14%，提价基本完成，萝卜实现量价齐升。分渠道来看，公司直销/经销模式分别同比+40.83%/+4.55%，直销低基数下高成长。分区域来看，公司华东、中原、东北和出口收入增长较快。
 - 成本端，H1实现毛利率55.1%，同比-4.4pct，还原运费口径，可比口径下-1.2pct，其中Q2实现毛利率57.7%，环比+5.3pct，主因公司22年主要原材料青菜头受市场供需影响，价格同比下降约40%，22年低价青菜头陆续于5月、6月投用，原材料成本红利开始兑现，下半年预计毛利率将持续环比提升。费用端，H1销售/管理费用率分别14.2%/3.1%，分别较去年同期-10.97/+0.51pct，其中单Q2销售费用率下降-15.5pct，费用收缩更为明显，主要系公司品牌宣传费减少以及会计准则调整，公司大幅缩减了品牌宣传费用，增加市场推广费用，加大地面推广，提升费用有效性，加速下沉市场推广。
 - 综合来看，得益于收入增长和销售费用率下降，公司上半年整体实现归母净利润5.16亿元，同比+37.2%，对应净利率36.3%，同比+8.4pct；单Q2实现归母净利润3.02亿元，同比+74.7%，对应净利率41.2%，同比+14.1pct，经营效率明显提升。
- **投资策略：**公司迎来多重利好共振，下半年进入业绩兑现期，估值弹性进一步凸显，我们维持公司22-24年营收29.07/32.67/36.33亿元的预测，维持22-24年EPS 1.16/1.31/1.52元的预测，对应2022年8月5日32.62元/股收盘价，PE分别为28/25/21倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场扩张不及预期、行业竞争加剧

图17：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2022H1
营业收入(亿元)	22.73	25.19	29.07	32.67	36.33	7.33	14.22
YoY	14.2%	10.8%	15.4%	12.4%	11.2%	15.0%	5.6%
归母净利润(亿元)	7.77	7.42	10.30	11.67	13.46	3.02	5.16
YoY	28.42%	-4.52%	38.86%	13.23%	15.40%	74.7%	37.2%
毛利率	58.3%	52.4%	59.3%	59.4%	59.8%	57.7%	55.1%
净利率	34.2%	29.5%	35.4%	35.7%	37.1%	41.2%	36.3%
每股收益(元)	0.98	0.87	1.16	1.31	1.52		
市盈率	33	37	28	25	21		

颐海国际：第三方恢复增长，关联方逐步好转

- **H2预测分析：**
 - **基数：**去年同期关联方恢复较好，基数较高，第三方基数不高；去年结构变化影响毛利率，营销加大拖累净利润，利润基数不高。
 - **收入：**第三方来看，一季度低基数下增速较慢，Q2低基数+需求回暖，增速较高，上半年整体预计小双位数增长；关联方来看，持续爆发的疫情对关联方影响较大，预计同比下降；综合来看，预计上半年收入整体持平略增。
 - **成本：**上半年油脂、包材等原材料价格均同比上涨，但涨幅相对可控，成本端略有承压。公司2月开始推进的部分产品降价预计对毛利率产生直接影响。
 - **利润：**考虑综合因素，预计公司收入微增，受毛利率影响预计净利润同比下降。
- **投资策略：**公司经营经历了前期的持续调整和改革，第三方收入有望恢复双位数增长，关联方业务随着疫情好转收入也持续回升，下半年业绩弹性可期。我们维持公司22-24年营收67.29/80.07/92.88亿元的预测，维持22-24年EPS 0.80/1.00/1.22元的预测，对应2022年8月5日19.406元/股收盘价，PE分别为24/19/16倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**关联方恢复不及预期、市场恢复不及预期、成本压力

图18：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022H1
营业收入(亿元)	53.72	59.60	67.29	80.07	92.88	27.46
YoY	25.1%	10.9%	12.9%	19.0%	16.0%	4.0%
归母净利润(亿元)	8.85	7.66	8.41	10.47	12.74	3.43
YoY	23.18%	-13.45%	9.80%	24.42%	21.74%	-1.60%
毛利率	39.0%	32.4%	32.8%	33.0%	33.3%	30.0%
净利率	16.5%	12.9%	12.5%	13.1%	13.7%	12.5%
每股收益(元)	0.85	0.73	0.80	1.00	1.22	
市盈率	23	27	24	19	16	

重庆啤酒：疫情下需求不减，旺季持续追回

- **Q2预测分析：**
 - **基数：**去年同期大单品乌苏放量，带动业绩放量，收入、利润表现较好，但公司整体成长性较好，基数不高。
 - **收入：**Q2前期受疫情冲击，后续市场逐步复苏，二季度整体销量预计持平略增，考虑结构和提价因素，预计二季度整体收入中位数增长。
 - **成本：**成本同比仍有提升，但最近包材价格环比下行，考虑公司提价应对，成本端压力相对可控。
 - **费用：**二季度疫情影响费用投放，预计费用率同比微降。
 - **利润：**考虑综合因素，预计公司Q2利润增速略高于收入增速，整体业绩平稳。
- **H1综合判断：**综合Q1业绩和Q2预测，公司上半年整体经营平稳，预计收入利润均有望实现双位数增长。
- **投资策略：**疫情6月开始迎来转机，旺季销售仍然值得期待，消费力将进一步释放。我们维持公司22-24年营收153.88/175.90/195.20亿元的预测，维持22-24年EPS 3.05/3.74/4.34元的预测，对应2022年8月5日123.49元/股收盘价，PE分别为40/33/28倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情持续时间超预期、大单品成长不及预期、成本压力

图19：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2022H1
营业收入(亿元)	109.42	131.19	153.88	175.90	195.20	40.60	78.92
YoY	7.1%	19.9%	17.3%	14.3%	11.0%	5.0%	10.6%
归母净利润(亿元)	10.77	11.66	14.75	18.09	21.02	3.53	6.94
YoY	3.26%	8.30%	26.51%	22.61%	16.21%	8.04%	11.50%
毛利率	47.7%	50.9%	51.4%	52.0%	52.3%	47.9%	47.8%
净利率	9.8%	8.9%	9.6%	10.3%	10.8%	8.7%	8.8%
每股收益(元)	2.23	2.41	3.05	3.74	4.34		
市盈率	55	51	40	33	28		

青岛啤酒：旺季率先启动，持续增长可期

- **Q2预测分析：**
 - **基数：**去年同期业绩平稳，基数效应不高。
 - **收入：**Q2前期受疫情冲击，5月开始旺季布局，后续市场逐步复苏。二季度整体销量预计同比基本持平，考虑结构化提价预计收入中低单个位数增长。
 - **成本：**成本同比仍有提升，但最近包材价格环比下行，考虑公司提价应对，成本端压力相对可控。
 - **费用：**二季度疫情影响费用投放，预计费用率同比微降。
 - **利润：**考虑综合因素，Q2利润增速略高于收入增速，整体业绩平稳。
- **H1综合判断：**综合Q1业绩和Q2预测，公司上半年整体经营平稳，预计收入和利润均实现个位数增长。
- **投资策略：**公司旺季销售政策积极，销量预计也将环比逐月好转，我们维持公司22-24年营收324.97/349.45/369.34亿元的预测，维持22-24年EPS 2.49/2.88/3.21元的预测，对应2022年8月5日103.04元/股收盘价，PE分别为41/36/32倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情持续时间超预期、市场恢复不及预期、成本压力

图20：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2022H1
营业收入(亿元)	277.60	301.67	324.97	349.45	369.34	98.32	190.40
YoY	-0.8%	8.7%	7.7%	7.5%	5.7%	5.0%	4.1%
归母净利润(亿元)	22.01	31.55	33.98	39.33	43.86	15.04	26.30
YoY	18.86%	43.34%	7.69%	15.74%	11.52%	7.95%	8.90%
毛利率	35.3%	36.7%	37.0%	37.3%	37.7%	38.0%	37.9%
净利率	7.9%	10.5%	10.5%	11.3%	11.9%	15.3%	13.8%
每股收益(元)	1.61	2.33	2.49	2.88	3.21		
市盈率	64	44	41	36	32		

华润啤酒：次高端领衔增长，估值进入布局区间

- **H1预测分析：**
 - **基数：**去年同期销售恢复较好，收入基数平稳；利润端主业平稳，去年同期确认了较大的一次性收入，净利润基数较高。
 - **收入：**上半年经营整体前高后低，春节前市场需求旺盛，整体销量和次高及以上销量均有不错增长；春节后多点持续爆发的疫情对公司啤酒销量产生影响，5月下半月开始疫情好转，公司啤酒销售持续恢复，预计上半年整体销量同比基本持平，考虑吨价提升，预计收入中单个位数增长。
 - **成本：**成本同比仍有提升，但最近包材价格环比下行，考虑公司提价应对，成本端压力相对可控。
 - **利润：**假设今年上半年无较大一次性收入，预计上半年净利润同比下降；不考虑一次性收益与费用影响，公司主业盈利能力稳步提升，预计EBIT仍同比提升。
- **投资策略：**公司作为行业内规模第一大的企业，高端化布局持续推进，次高及以上产品增长亮眼，有望在高端化市场继续占据领先地位，22年估值降至35倍以下，进入估值区间。我们维持公司22-24年营收375.14/405.37/426.26亿元的预测，维持22-24年EPS 1.39/1.68/1.99元的预测，对应2022年8月5日46.927元/股收盘价，PE分别为34/28/24倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情持续时间超预期、市场恢复不及预期、成本压力

图21：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022H1
营业收入(亿元)	324.68	343.93	375.14	405.37	426.26	205.35
YoY	-3.9%	5.9%	9.1%	8.1%	5.2%	2.0%
归母净利润(亿元)	20.94	45.87	45.06	54.40	64.42	26.70
YoY	59.60%	119.05%	-1.80%	20.70%	18.40%	-37.79%
毛利率	38.4%	39.2%	39.1%	39.5%	40.0%	41.0%
净利率	6.4%	13.3%	12.0%	13.4%	15.1%	13.0%
每股收益(元)	0.65	1.41	1.39	1.68	1.99	
市盈率	72	33	34	28	24	

安井食品：B端修复，三季度有望稳健增长

- **Q2预测分析：**
 - **基数：**去年同期受成本、需求等因素影响，基数不高。
 - **收入：**公司销售渠道BC兼顾，4月上半月受疫情影响物流受阻，下半月开始恢复，5月市场表现较好，6月餐饮需求回暖，预计仍将延续增长趋势。综合来看主业预计仍有双位数增长。另一方面，考虑并购企业贡献增量，预计二季度收入增速在30%以上。
 - **成本：**鱼糜、猪肉下行缓解成本压力；油脂、蛋白同比高位，但环比持平，占比较小；面粉占比小；预计公司综合成本下行，毛利率有望同比提升。
 - **费用：**二季度疫情影响费用投放，预计费用率同比微降。
 - **利润：**考虑综合因素，主业利润增速高于收入增速，考虑一次性费用影响，预计整体利润增速低于收入增速。
- **H1综合判断：**综合Q1业绩和Q2预测，公司上半年经营稳中有升，预计收入利润增速都在20%以上。
- **投资策略：**二季度疫情C端需求提升，疫情恢复后B端迅速贡献增量，并购企业增加预制菜业务增量，叠加成本下行空间，业绩有望超预期。我们维持公司22-24年营收116.3/147.14/175.14亿元的预测，维持22-24年EPS 3.11/3.90/4.72元的预测，对应2022年8月5日145.5元/股收盘价，PE分别为47/37/31倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情持续时间超预期、市场恢复不及预期、成本压力

图22：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2022H1
营业收入(亿元)	69.65	92.72	116.30	147.14	175.14	26.53	49.92
YoY	32.2%	33.1%	25.4%	26.5%	19.0%	32.0%	28.2%
归母净利润(亿元)	6.04	6.82	9.14	11.44	13.86	2.20	4.25
YoY	61.73%	13.00%	33.90%	25.17%	21.19%	26.43%	22.05%
毛利率	25.7%	22.1%	22.7%	23.0%	23.2%	24.5%	24.4%
净利率	8.7%	7.4%	7.9%	7.8%	7.9%	8.3%	8.5%
每股收益(元)	2.06	2.33	3.11	3.90	4.72		
市盈率	71	62	47	37	31		

洽洽食品：居家需求爆发，业绩高增可期

- **Q2预测分析：**
 - **基数：**去年同期需求+社团分流等影响，基数偏低。
 - **收入：**Q2居家消费需求提升，洽洽瓜子市场需求旺盛；坚果业务在多元化渠道布局和屋顶盒包装热卖的共同推动下，有望实现20%以上的增长；综合来看，预计公司主业二季度收入增速在25%左右。
 - **成本：**根据2021年10月22日公司公告，公司核心原材料价格有所提升，公司已提价应对，疫情使得运费短期上升，综合考虑来看，预计公司毛利率持平略增。
 - **费用：**公司二季度疫情影响费用投放，预计费用率稳中有降。
 - **利润：**二季度整体经营稳健，在收入高增基础上，预计利润增长快于收入增长，经营表现较佳。
- **H1综合判断：**综合Q1业绩和Q2预测，公司上半年整体经营平稳，预计收入和利润均实现双位数增长。
- **投资策略：**公司在疫情下支撑需求端，二季度业绩表现亮眼，全年来看需求刚性，长期逻辑依旧通顺（瓜子稳健增长、结构升级，坚果持续放量、做大做强）。我们维持公司22-24年营收70.04/80.73/91.91亿元的预测，维持22-24年EPS 2.21/2.59/3.00元的预测，对应2022年8月5日53.03元/股收盘价，PE分别为24/20/18倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情持续时间超预期、市场恢复不及预期、成本压力

图23：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2022H1
营业收入(亿元)	52.89	59.85	70.04	80.73	91.91	12.52	26.84
YoY	9.3%	13.2%	17.0%	15.3%	13.8%	25.0%	12.8%
归母净利润(亿元)	8.05	9.29	11.20	13.11	15.20	1.75	3.83
YoY	30.73%	15.35%	20.59%	17.09%	15.89%	35.20%	17.06%
毛利率	31.9%	32.0%	32.3%	32.6%	32.8%	30.7%	30.8%
净利率	15.2%	15.5%	16.0%	16.2%	16.5%	14.0%	14.3%
每股收益(元)	1.60	1.84	2.21	2.59	3.00		
市盈率	33	29	24	20	17		

绝味食品：短期经营受阻，轻装上阵走出困境

- **Q2预测分析：**
 - **基数：**去年同期市场恢复+一系列消费促进活动，整体基数不低。
 - **收入：**二季度持续爆发的疫情成为压制公司业绩的主要因素；开店端，公司开展了开店竞赛，加盟商开店热情较高，预计二季度新增400+家门店（数据来源窄门餐眼），上半年整体开店数量有望超过1000家；单店营收端恢复仍然偏弱，预计同比下降，市场还未完全复苏。综合来看，预计二季度收入整体个位数下滑。
 - **成本：**公司核心原材料鸭副因供给端短期收缩，价格上涨较多，考虑公司已经提价应对，预计毛利率同比下降。
 - **费用：**公司二季度无较大的促销活动，重点推进品牌年轻化传播，费用整体可控，预计费用率同比下降。
 - **利润：**除主业外，二季度因终止股权激励，对股份支付费用加速确认，对利润影响较大，预计净利润同比下降较多。公司已发业绩预告，预计Q2归母净利润同比下降99%~92%。
- **H1综合判断：**综合Q1业绩和Q2预测，公司上半年经营受疫情影响较大，整体经营还未完全恢复，预计收入个位数增长，利润下滑幅度较大，归母净利润同比下降82%~78%
- **投资策略：**公司二季度业绩受疫情影响较大，但后续随着疫情好转后高势能门店恢复以及同店预期修复，公司将轻装上阵，基本面和市场预期也将进一步恢复。我们维持公司22-24年营收74.50/89.76/104.61亿元的预测，维持22-24年EPS 1.43/2.00/2.46元的预测，对应2022年8月5日53.11元/股收盘价，PE分别为37/27/22倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情持续时间超预期、市场恢复不及预期、成本压力

图24：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2022H1
营业收入(亿元)	52.76	65.49	74.5	89.76	104.61	15.72	32.60
YoY	2.0%	24.1%	13.8%	20.5%	16.5%	-4.0%	3.7%
归母净利润(亿元)	7.01	9.81	8.8	12.28	15.14	0.08	0.97
YoY	-12.5%	39.9%	-10.3%	39.6%	23.2%	-97.04%	-80.69%
毛利率	33.5%	31.7%	31.5%	32.0%	32.5%	31.0%	30.6%
净利率	13.3%	15.0%	11.8%	13.7%	14.5%	0.5%	3.0%
每股收益(元)	1.14	1.6	1.43	2.00	2.46		
市盈率	47	33	37	27	22		

图25：公司中报业绩预告拆分

	H1下限	H1上限	H1增速	Q2下限	Q2上限	Q2增速
归母净利润	0.90	1.10	-82.07%~-78.08%	0.01	0.21	-99.65%~-92.13%
扣非归母净利润	1.50	1.70	-68.72%~-64.55%	0.68	0.88	-72.51%~-64.38%
业绩变化原因	1. 主营业务影响：公司为响应国家疫情防控的要求，报告期内部分工厂及门店暂停生产与营业，对公司销售及利润造成一定影响。且因原材料成本上涨、销售费用增长及给予加盟商补贴费用导致利润同比减少。2. 非经常性损益的影响：因终止股权激励，对股份支付费用加速确认，计入本报告期非经常性损益。					

三全食品：新业务持续突破，经营向好

- **Q2预测分析：**
 - **基数：**去年同期需求+社团分流等影响，基数偏低。
 - **收入：**二季度居家消费带动公司产品需求提升，公司加快产品供应，4/5月份增长较好，6月预计增速环比下降，公司持续不断的推出预制菜、微波米饭等新品，新业务不断突破，预计二季度整体收入增速在15%以上。
 - **成本：**公司核心原材料猪肉价格下降较多，其他原材料波动不大，预计毛利率同比提升。
 - **费用：**公司二季度疫情影响费用投放，预计费用率稳中有降。
 - **利润：**二季度整体经营稳健，在收入高增基础上，预计利润增长快于收入增长，经营表现较佳。
- **H1综合判断：**综合Q1业绩和Q2预测，公司上半年整体经营平稳，收入个位数增长，利润低基数下增速较快。
- **投资策略：**疫情期间公司紧抓市场需求，积极布局新品，利润率有望进一步改善。参考公司业经营，我们下调公司22/23年收入预测90.00/98.10亿元至76.52/85.97亿元，新增24年收入预测94.06亿元；下调22/23年EPS 1.10/1.26元至0.87/1.00元，新增24年EPS预测1.12元，对应2022年8月5日17.23元/股收盘价，PE分别为20/17/15倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情持续时间超预期、市场恢复不及预期、成本压力

图26：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2022H1
营业收入(亿元)	69.26	69.43	76.52	85.97	94.06	15.04	38.46
YoY	15.7%	0.3%	10.2%	12.3%	9.4%	15.0%	5.7%
归母净利润(亿元)	7.68	6.41	7.68	8.77	9.85	1.50	4.11
YoY	249.01%	-16.55%	19.77%	14.28%	12.26%	47.29%	47.97%
毛利率	29.9%	27.2%	27.3%	27.5%	27.6%	27.0%	29.5%
净利率	11.1%	9.2%	10.0%	10.2%	10.5%	10.0%	10.7%
每股收益(元)	0.87	0.73	0.87	1.00	1.12		
市盈率	20	24	20	17	15		

盐津铺子：改革基本到位，利润扭亏为盈

Q2预测分析：

- **基数：**去年同期需求+社团分流+内部改革等影响，基数偏低，利润亏损。
- **收入：**公司改革效应Q2开始在报表端显现，产品端聚焦五大核心品类辣卤零食、深海零食、烘焙、薯片以及果干，全力打磨供应链，精进升级产品力：除优势散装外，全力发展定量装、小商品以及量贩装产品，满足消费者各种场景的零食需求。渠道端在保持原有KA、AB类超市优势外，重点发展电商、CVS、零食专卖店、校园店等，与当下热门零食量贩品牌零食很忙、戴永红等深度合作，在抖音平台与主播种草引流，拼多多爆款出击，引领突围电商、直播、社区团购等渠道。预计二季度收入在低基数下有望实现20%的增长。
- **成本：**公司产品原材料种类多、用量小，整体成本端压力不大，去年同期低基数，预计毛利率同比提升。
- **费用：**公司改革之后注重费用投放有效性，预计费用率同比下降。
- **利润：**二季度整体经营稳健，在收入高增基础上，预计利润端扭亏为盈，经营表现较佳，公司已发业绩预告，预计Q2归母净利润在0.62~0.69亿之间。
- **H1综合判断：**综合Q1业绩和Q2预测，公司上半年整体经营同比好转较为明显，预计收入个位数增长，利润翻倍增长，利润增速在153%~167%之间。
- **投资策略：**公司改革效应持续在报表端兑现，二季度预计将扭亏为盈，我们维持公司22-24年营收27.85/33.90/39.76亿元的预测，维持22-24年EPS 2.46/3.41/4.34元的预测，对应2022年8月5日93.44元/股收盘价，PE分别为38/27/22倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情持续时间超预期、市场恢复不及预期、成本压力

图27：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2022H1
营业收入(亿元)	19.59	22.82	27.85	33.90	39.76	5.66	11.41
YoY	40.0%	16.5%	22.1%	21.7%	17.3%	20.0%	7.3%
归母净利润(亿元)	2.42	1.51	3.18	4.42	5.61	0.65	1.27
YoY	88.83%	-37.65%	111.18%	38.72%	27.12%	-	160.22%
毛利率	43.8%	35.7%	38.6%	40.0%	40.5%	38.0%	38.3%
净利率	12.3%	6.6%	11.4%	13.0%	14.1%	11.5%	11.1%
每股收益(元)	1.87	1.17	2.46	3.41	4.34		
市盈率	50	80	38	27	22		

数据来源：wind，华西证券研究所

图28：公司中报业绩预告拆分

	H1下限	H1上限	H1增速	Q2下限	Q2上限	Q2增速
归母净利润	1.23	1.30	152.97%~167.37%	0.62	0.69	扭亏为盈
扣非归母净利润	1.08	1.15	491.35%~528.1%	0.59	0.65	扭亏为盈
业绩变化原因	1. 聚焦五大核心品类：辣卤零食、深海零食、烘焙、薯片以及果干，全力打磨供应链，精进升级产品力；2. 原材料价格上涨影响：2022年上半年，大豆油、蛋品、棕榈油、大豆蛋白等部分原材料价格上涨，生产成本上升；3. 研发费用投入：持续加大研发费用投入，22H1公司整体研发费用投入2,951.94万元；4. 股份支付费用列支：22H1所得税前共列支股份支付费用3,090.23万元。					

千味央厨：疫情后B端快速恢复，稳中有升

- **Q2预测分析：**
 - **基数：**去年二季度受成本压力较大，利润基数偏低。
 - **收入：**公司虽然以B端为主，但重客、小B、乡厨等均有覆盖，销售的灵活性较强，公司也在持续不断的扩张品类和区域，二季度整体经营平稳，4月受疫情影响增速放缓，5月快速恢复，6月放开后积极拓展，预计二季度收入整体延续增长趋势。
 - **成本：**公司原材料中油脂类仍处相对高位，但猪肉类价格回调较多，公司成本控制能力较优，预计毛利率同比提升。
 - **费用：**公司业务模式下费用率不高，随着规模提升预计费用率同比下降。
 - **利润：**二季度整体经营稳健，在收入高增基础上，利润增速高于收入增长，经营表现较佳。
- **H1综合判断：**综合Q1业绩和Q2预测，公司上半年整体经营稳健，预计收入、利润均实现双位数增长。
- **投资策略：**我们维持公司22-24年营收16.15/20.08/24.13亿元的预测，维持22-24年EPS 1.32/1.71/2.27元的预测，对应2022年8月5日47.5元/股收盘价，PE分别为36/28/21倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情持续时间超预期、市场恢复不及预期、成本压力

图29：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2022H1
营业收入(亿元)	9.44	12.74	16.15	20.08	24.13	3.34	6.82
YoY	6.2%	34.9%	26.8%	24.3%	20.2%	20.0%	20.1%
归母净利润(亿元)	0.77	0.88	1.14	1.48	1.96	0.23	0.52
YoY	3.33%	15.51%	29.09%	30.04%	32.29%	40.37%	42.77%
毛利率	21.7%	22.4%	22.7%	23.0%	23.7%	21.5%	22.0%
净利率	8.1%	6.9%	7.1%	7.4%	8.1%	6.9%	7.6%
每股收益(元)	1.24	1.25	1.32	1.71	2.27		
市盈率	38	38	36	28	21		

百润股份：关注下半年销售复苏情况

- **22Q2前瞻：**疫情期间百润供应链受到影响。4-5月上海工厂停工，影响华东及电商渠道供货；天津工厂也受到疫情影响。同时考虑去年高基数，我们预计公司Q2业绩承压。
- **2022年展望：**我们预计公司上半年收入增长乏力、利润同比下降，主要因供应链受到疫情冲击。但需求端仍然保持粘性。公司维持了全年收入增长目标（股权激励目标+25%）。展望下半年，若疫情稳定，公司供应链恢复正常，同时加大强爽和新品清爽铺货，仍有望回归快速增长。
- **投资策略：**Q2业绩承压已基本成为市场共识；但需求粘性保持，下半年通过加快铺货仍然有望回归较快增长。我们维持公司22-23年营收36/46亿元的预测，维持22-23年EPS 0.95/1.21元的预测，对应2022年8月5日26.49元/股收盘价，PE分别为29/23倍。
- **风险提示：**疫情进一步扩大，新品销售不及预期；食品安全事件。

图30：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2022Q2	2021Q2
营业收入（亿元）	19.27	25.94	35.83	46.00	6.95	6.95
YoY（%）	31.2%	34.7%	38.1%	28.4%	0.0%	54.4%
归母净利润（亿元）	5.36	6.66	9.99	12.69	1.82	2.38
YoY（%）	78.3%	24.4%	50.0%	27.0%	-23.4%	58.2%
毛利率（%）	65.5%	65.4%	67.3%	67.4%		66.7%
净利率（%）	27.8%	25.6%	27.9%	27.6%	26.2%	34.2%
每股收益（元）	0.51	0.63	0.95	1.21		
市盈率	54	44	29	23		

数据来源：wind，华西证券研究所

注：22Q2E净利率为归母净利率

立高食品：关注下半年销售复苏情况

- **22Q2前瞻：**公司现阶段产品销售仍相对集中在上线城市，疫情对下游客户需求有所冲击，也影响公司开拓新客户节奏，因此预计Q2收入增速受到影响，预计和Q1情况差不多。成本端因油脂等原材料处于高位，预计Q2利润继续承压。
- **2022年展望：**疫情和原材料价格上涨压制上半年业绩。6月开始重要原材料棕榈油价格拐点向下，成本端压制因素开始松动。下半年若疫情稳定，公司通过加快新品导入、加快客户开发，有望回归到较快增长状态。
- **投资策略：**市场对立高中长期成长充满信心。疫情和原材料上涨压制短期业绩，提供买入机会。我们维持公司22-24年营收35/46/58亿元的预测，维持22-24年EPS 1.79/2.54/3.45元的预测，对应2022年8月5日82.67元/股收盘价，PE分别为46/33/24倍。建议高频跟踪下半年销售情况，关注原材料价格变化。
- **风险提示：**新品销售不及预期；市场竞争加剧影响短期销售；食品安全事件。

图31：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2021Q2
营业收入（亿元）	18.10	28.17	35.42	46.48	58.05	7.17	6.73
YoY（%）	14.3%	55.7%	25.7%	31.2%	24.9%	6.5%	60.6%
归母净利润（亿元）	2.32	2.83	3.02	4.3	5.84	0.50	0.64
YoY（%）	27.9%	22.0%	6.8%	42.2%	35.9%	-21.5%	10.2%
毛利率（%）	38.3%	34.9%	33.0%	34.1%	35.1%	33.0%	35.4%
净利率（%）	12.8%	10.1%	8.5%	9.3%	10.1%	7.0%	9.5%
每股收益（元）	1.83	1.67	1.79	2.54	3.45		
ROE	35.6%	14.3%	13.2%	15.8%	17.7%		
市盈率	45	50	46	33	24		

数据来源：wind，华西证券研究所

注：22Q2E净利率为归母净利率

东鹏饮料：保持稳健成长

- **22Q2前瞻：**受天气和疫情影响Q2饮料行业有所承压，东鹏在大本营广东和重点区域华东受此因素影响更大。但根据商超数据观察东鹏饮料仍然保持增长韧性，市场份额保持提升。我们预计Q2收入增速和Q1差不多，仍然快于全年增长目标。利润方面，由于主要原材料PET价格涨幅上涨，预计Q2利润率同比有所下降。
- **2022年展望：**东鹏年报披露2022年经营目标收入增长不低于+15%，我们预计上半年在外部不利环境下收入仍有望超过此增速。7月以来全国多地高温预警，预计有利于促进饮料类产品销售，我们预计下半年公司收入增速快于上半年。原材料价格自6月中旬高位见顶回落，下半年成本端环境有望将好于上半年。
- **投资策略：**尽管外部环境不利，预计东鹏仍然保持稳健成长，全国化和竞品替代也使得东鹏中长期成长逻辑较为顺畅。短期成本和疫情等压制因素下即是配置机会。我们维持公司22-24年营收88/108/131亿元的预测，维持22-24年EPS 3.78/4.68/5.68元的预测，对应2022年8月5日159.5元/股收盘价，PE分别为42/34/28倍。看明年估值属于较低水平，维持增持评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨，新品销售不及预期，食品安全风险。

图32：公司盈利预测表

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2	2021Q2
营业收入（亿元）	49.59	69.78	87.72	107.83	130.52	23.06	19.71
YoY（%）	17.8%	40.7%	25.7%	22.9%	21.1%	17.0%	28.3%
归母净利润（亿元）	8.12	11.93	15.1	18.74	22.72	3.69	3.34
YoY（%）	42.3%	46.9%	26.6%	24.0%	21.3%	10.5%	16.1%
毛利率（%）	43.9%	44.4%	44.1%	44.3%	44.3%		49.8%
净利率（%）	16.4%	17.1%	17.2%	17.4%	17.4%	16.0%	16.9%
每股收益（元）	2.26	3.11	3.78	4.68	5.68		
市盈率	71	51	42	34	28		

数据来源：wind，华西证券研究所



02 当前观点

当前观点

- **当前是非常重要的分歧期，建议食品食品板块持仓继续持有，迎接三季度业绩期的股价弹性。**我们在一季度前瞻报告中准确预判了4月底建仓的时机，板块到6月底迎来了不同子行业的估值修复。尽管本次估值修复更多是基于流动性+疫情修复预期下的估值扩张，但股价行至此处，也已经进入分歧期：一方面多个板块估值已经修复到合理以上水平，另一方面实际基本面右侧尚未完全到来。又进入二季度业绩期考验及三季度基本面实际情况的左侧。因此股价将面临分化和震荡。分化在于业绩表现好的将有望分化上涨，震荡在于三季度仍有预期的还可以维持相对合理估值等待催化。而下半年又没有业绩又没有预期的标的可能将面临持续回调，修正此前底部反弹无基本面支撑的股价。因此，站在当前位置，我们对三季度或下半年的观点将会比较聚焦和集中，即主要推荐三季度预期或基本面确定性向上的板块和个股。主要集中在白酒、乳制品和调味品及部分食品个股。
- ✓ 从白酒板块来看，二季度传统销售淡季+诸多负面因素扰动造成估值下杀到位，底部区间已然探明。Q3在疫情平稳、政策生效等方面的影响下，基本面向好的确定性较强，当下市场对于二季度报表预期已经逐渐下调至合理水平，股价也在一波大反弹后迎来调整，预计二季报前后将是极佳的布局机会。标的建议侧重估值扩张能力强兼三季度业绩环比修复标的，重点关注高端成长股、舍得、酒鬼的右侧机会。
- ✓ 从乳制品板块来看，二季度由于疫情干扰了发货端导致收入增速可能环比降速到中个位数以上同比增速，但三季度中秋国庆旺季催化及四季度春节备货将有望给板块带来环比向上的收入和利润贡献，从而保证全年增长在预期内。而目前正是股价估值被压制到当年底部的阶段，因此从下半年疫情后修复及业绩修复角度，建议当前买入。另外奶酪板块也进入下半年收入利润环比加速时期。整体标的建议当前买入伊利股份，蒙牛乳业，妙可蓝多。

当前观点

- ✓ 从调味品板块来看，二季度从5-6月逐步有了疫情后修复，各公司动销和发货都有所提速，整体二季度板块预计迎来环比较好的业绩。三季度判断在餐饮恢复背景下，各标的动销均有望加速、库存有望消化，形成库存与发货的平衡。叠加下半年如果成本下降，则毛利端有望迎来改善。三季度建议继续持有。标的建议关注海天味业、中炬高新、千禾味业。重点推荐中炬高新。
- ✓ 从啤酒板块来看，4-5月份由于疫情影响，行业销量下降，但6月份迎来拐点，股价和估值已有反映。旺季仍未结束，还剩7-8月催化期。目前7月份数据在持续催化中，我们判断今年北方天气较热，餐饮持续修复，后期啤酒依然有望实现较好的动销和增长，形成催化。建议当前继续持有。标的建议重视重庆啤酒、青岛啤酒和华润啤酒。
- ✓ 从休闲食品板块来看，二季度两类标的走势较好。一类是受益股，以前期我们推荐的洽洽和榨菜为例。另一类是复苏股，包括安井、绝味、立高等。三季度判断风格仍以业绩确定性+复苏为主。因此三季度我们推荐策略将更多倾向于业绩确定性的涪陵榨菜等标的，及三季度基数低和复苏预期的绝味食品和立高。
- 整体来看，最核心三季度推荐左侧建仓底部白酒板块，其次低估值稳健的乳制品板块，再次基本面向上估值有望修复的调味品板块，然后小食品个股和仍在右侧的啤酒板块。标的来看，建议重点关注高端白酒成长股、舍得、酒鬼、伊利、蒙牛、妙可、中炬高新、绝味食品、立高食品、涪陵榨菜、重啤、青啤和华润啤酒。

报告结论

问题1. 要买什么赛道？ ——白酒成长+食品加速

- 6月份板块估值修复后，进入业绩和疫情干扰下的震荡期，认为三季度业绩将是板块下一波核心驱动力。逻辑在于三季度疫情修复和经济改善后动销改善。
- 拐点在于8-9月的跟踪动销催化。建议重视白酒业绩环比向上+估值弹性大标的以及非白酒板块三季度业绩向上标的。

问题2. 白酒成长买什么？ ——高端和次高端成长股

- 白酒成长特指具备区域扩张和全国化量增在途的标的，包括酒鬼、舍得、汾酒等。
- 酒鬼当前存在分歧，预期差较大，重点推荐。
- 舍得与酒鬼一致，判断三季度有望环比加速，且当前估值较低，重点推荐。
- 白酒其余标的我们也推荐作为稳健标的的长期持有。

问题3. 非白酒加速买什么？ ——伊利、妙可、榨菜，绝味、立高、青岛、重啤、华润等

- 经历了二季度食品低基数的预期释放后，估值也已到达一定水平。三季度建议重视有业绩且业绩预期向上的标的选择，确定性较高。
- 标的上建议重视伊利、妙可、涪陵榨菜等业绩确定性较高标的，以及绝味和立高等三季度基数均低，且业绩环比改善确定性较高标的。
- 啤酒板块建议继续重视仍在右侧，数据催化的青岛啤酒、重庆啤酒和华润啤酒。



03 风险提示

- **市场竞争加剧风险：**目前行业内竞争激烈，如果未来行业增长乏力，各个企业将会面临更剧烈的竞争，未来可能会出现过度竞争引起的价格战，从而导致企业盈利受损的风险。同时，乳企巨头持续关注乳制品行业机会，龙头乳企的动作也将给行业竞争格局带来变数。
- **经营管理风险：**面对市场环境行业内公司需要快速抢占市场份额，这依赖于经营团队高效的执行力、核心研发人员的稳定以及公司治理的规范，公司需要持续增强投资人信心。
- **消费者需求转变风险：**由于突发性事件或消费者需求的转变，导致的产品需求下降，可能会有影响行业中企业的业绩和利益的风险。
- **食品安全的风险：**公司作为食品生产制造企业，食品安全问题是重中之重，也是食品企业的红线。公司产品在生产销售过程中经历多个环节，存在食品安全的风险。另一方面行业内其他公司质量不达标降低消费者对整个行业的信任度也会使得公司业绩存在下滑的风险。

分析师与研究助理简介

寇星，华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟，华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业研究助理，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

注：文中报告节选自华西证券研究所已公开发布研究报告，具体报告内容及相关风险提示等详见完整版报告。

分析师：寇星

分析师执业编号：S1120520040004

证券研究报告：《2022年食品饮料行业一季报前瞻及二季度展望》

报告发布日期：2022年4月14日

重要提示：

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施。通过本订阅号发布的观点和信息仅面向华西证券的专业投资机构客户。若您并非华西证券客户中的专业投资机构客户，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本订阅号中的任何信息。因本订阅号受限于访问权限设置，若给您造成不便，敬请谅解。市场有风险，投资需谨慎。

法律声明：

本订阅号为华西证券食品饮料团队设立及运营。本订阅号不是华西证券研究报告的发布平台。本订阅号所载的信息仅面向华西证券的专业投资机构客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。本订阅号所载的信息均摘编自华西证券研究所已经发布的研究报告或者是对已发布报告的后续解读，若因对报告的摘编而产生歧义，应以报告发布当日的完整内容为准。

在任何情况下，本订阅号所推送信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因为使用本订阅号信息所引致的任何损失负任何责任。本订阅号及其推送内容的版权归华西证券所有，华西证券对本订阅号及推送内容保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

谢谢！