

推荐（维持）

业绩表现分化，龙头彰显韧性

风险评级：中风险

食品饮料行业 2022 年半年度业绩综述

2022 年 9 月 9 日

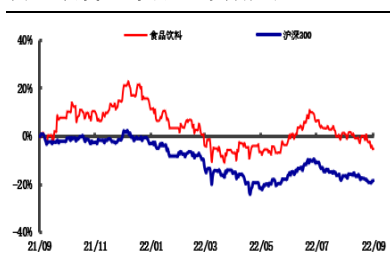
投资要点：

分析师：魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119410
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：黄冬祎
SAC 执业证书编号：
S0340121020013
电话：0769-22119410
邮箱：
huangdongyi@dgzq.com.cn

- **食品饮料行业上半年营收实现个位数增长，利润实现双位数增长。**2022H1，食品饮料行业实现营业总收入4849.01亿元，同比增长6.75%；实现归属于母公司股东的净利润978.69亿元，同比增长13.27%。分季度看，考虑到今年二季度部分地区疫情反复、终端需求尚未完全恢复等因素影响，行业Q2业绩增速环比下滑。2022Q2食品饮料行业实现营业总收入2206.19亿元，同比增长6.13%；实现归母净利润382.71亿元，同比增长7.67%。
- **投资策略：维持对行业的推荐评级。白酒板块：业绩表现分化，高端白酒确定性强。**高端白酒Q2业绩维持稳健增长，凸显高确定性；次高端白酒受疫情、去年同期高基数等因素影响，Q2业绩表现有所分化。随着双节临近，白酒企业回款进度加大，经销商逐步进入双节备货阶段，白酒需求有望平稳改善。目前市场对白酒二季度悲观预期已逐步消化，叠加白酒步入中秋国庆旺季销售阶段，预计白酒存在边际改善机会，后续需进一步关注白酒批价、动销等重要指标，把握确定性高的投资机会。标的方面，建议关注高端白酒贵州茅台（600519）、五粮液（000858）、泸州老窖（000568），次高端白酒山西汾酒（600809）、酒鬼酒（000799）、洋河股份（002304）、舍得酒业（600702）、水井坊（600779），以及中端白酒古井贡酒（000596）、今世缘（603369）、口子窖（603589）等。**大众品板块：龙头彰显韧性，关注需求、成本等边际改善机会。**从2022年上半年的业绩情况来看，大众品业绩亦呈现分化态势。其中啤酒板块在成本压力下高端化持续推进，调味品板块基于去年低基数Q2业绩有所好转，乳企Q2受疫情影响业绩增速放缓。随着疫情趋于常态化，后续需求或以缓慢复苏为主。与此同时，由于各子板块的影响因素不同，修复节奏亦有所差异。市场可持续关注产品提价、成本下降、需求复苏等因素带来的边际改善，把握行业中确定性高的优质板块。标的方面，可重点关注青岛啤酒（600600）、重庆啤酒（600132）、伊利股份（600887）、海天味业（603288）、中炬高新（600872）、千禾味业（603027）、洽洽食品（002557）、味知香（605089）、安井食品（603345）、千味央厨（001215）、绝味食品（603517）等。
- **风险提示：**原材料价格波动，产品提价不及预期，渠道开展不及预期，行业竞争加剧风险，食品安全风险，宏观经济下行风险等。

食品饮料（申万）指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

目 录

1. 食品饮料行业 2022 年上半年业绩	4
1.1 行业 Q2 业绩增速环比下降	4
1.2 上半年行业内细分板块业绩表现分化	4
2. 白酒板块：业绩表现分化，高端白酒确定性强	5
2.1 白酒板块上半年业绩实现双位数增长	5
2.2 白酒板块上半年盈利能力同比提升	8
2.3 白酒板块上半年预收账款同比实现个位数增长	10
2.4 白酒板块上半年经营活动现金流承压	11
2.5 白酒重点公司梳理	13
3. 调味品板块：Q2 业绩改善，盈利水平仍承压	15
3.1 调味品板块二季度业绩改善	15
3.2 调味品板块上半年盈利水平仍承压	17
3.3 调味品重点公司梳理	19
4. 啤酒板块：Q2 业绩良性增长，高端化稳步进行	20
4.1 啤酒板块 Q2 业绩稳健增长	20
4.2 啤酒板块上半年净利率稳中有升	22
4.3 啤酒重点公司梳理	23
5. 乳品板块：疫情影响 Q2 业绩，龙头彰显韧性	24
5.1 受疫情影响，乳品板块 Q2 业绩放缓	24
5.2 乳品板块上半年毛利率下降，净利率增加	26
5.3 乳品重点公司梳理	27
6. 投资策略	28
7. 风险提示	29

插图目录

图 1：2018H1-2022H1 食品饮料行业营业总收入与增速（亿元，%）	4
图 2：2018H1-2022H1 食品饮料行业归母净利润与增速（亿元，%）	4
图 3：2022H1 食品饮料细分板块营收增速（%）	5
图 4：2022H1 食品饮料细分板块归母净利润增速（%）	5
图 5：2018H1-2022H1 白酒行业营业总收入与增速（亿元，%）	5
图 6：2018H1-2022H1 白酒行业归母净利润与增速（亿元，%）	5
图 7：2018H1-2022H1 白酒板块毛利率与净利率（%）	8
图 8：2018H1-2022H1 白酒板块期间费用率（%）	8
图 9：2018H1-2022H1 白酒板块预收账款与增速（亿元，%）	10
图 10：2018H1-2022H1 白酒板块经营活动现金流与增速（亿元，%）	12
图 11：2018H1-2022H1 调味品板块营业总收入与增速（亿元，%）	16
图 12：2018H1-2022H1 调味品板块归母净利润与增速（亿元，%）	16
图 13：2018H1-2022H1 调味品板块毛利率与净利率（%）	18
图 14：2018H1-2022H1 调味品板块期间费用率（%）	18
图 15：2018H1-2022H1 啤酒板块营业总收入与增速（亿元，%）	20
图 16：2018H1-2022H1 啤酒板块归母净利润与增速（亿元，%）	20

图 17: 2018H1-2022H1 啤酒板块毛利率与净利率 (%)	22
图 18: 2018H1-2022H1 啤酒板块期间费用率 (%)	22
图 19: 2018H1-2022H1 乳品板块营业总收入与增速 (亿元, %)	24
图 20: 2018H1-2022H1 乳品板块归母净利润与增速 (亿元, %)	24
图 21: 2018H1-2022H1 乳品板块毛利率与净利率 (%)	26
图 22: 2018H1-2022H1 乳品板块期间费用率 (%)	26

表格目录

表 1: 2022H1 食品饮料行业业绩单季度表现 (亿元, %)	4
表 2: 2022H1 白酒板块业绩单季度表现 (亿元, %)	6
表 3: 2022H1 白酒板块上市公司营收情况 (亿元, %)	7
表 4: 2022H1 白酒板块上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	7
表 5: 2022H1 白酒板块上市公司盈利能力 (%)	9
表 6: 2022H1 白酒板块上市公司预收账款情况 (亿元, %)	11
表 7: 2022H1 白酒板块上市公司经营活动现金流净额情况 (亿元, %)	12
表 8: 2022H1 调味品板块业绩单季度表现 (亿元, %)	16
表 9: 2022H1 调味品板块上市公司营业总收入情况 (亿元, %)	17
表 10: 2022H1 调味品板块上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	17
表 11: 2022H1 调味品板块上市公司盈利能力 (%)	18
表 12: 2022H1 啤酒板块业绩单季度表现 (亿元, %)	21
表 13: 2022H1 啤酒板块上市公司营业总收入情况 (亿元, %)	21
表 14: 2022H1 啤酒板块上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	21
表 15: 2022H1 啤酒板块上市公司盈利能力 (%)	23
表 16: 2022H1 乳品板块业绩单季度表现 (亿元, %)	25
表 17: 2022H1 乳品板块上市公司营业总收入情况 (亿元, %)	25
表 18: 2022H1 乳品板块上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	26
表 19: 2022H1 乳品板块上市公司盈利能力 (%)	27
表 20: 重点公司盈利预测及投资评级 (2022/9/8)	28

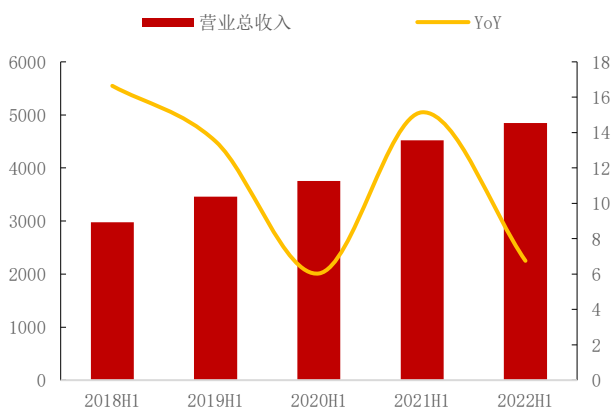
1. 食品饮料行业 2022 年上半年业绩

1.1 行业 Q2 业绩增速环比下降

食品饮料行业上半年营收实现个位数增长，利润实现双位数增长。2022H1，食品饮料行业（SW 食品饮料行业剔除 B 股，共 121 家样本公司，下同）实现营业总收入 4849.01 亿元，同比增长 6.75%，增速同比下降 8.40 个百分点；实现归属于母公司股东的净利润 978.69 亿元，同比增长 13.27%，增速同比下降 2.54 个百分点。

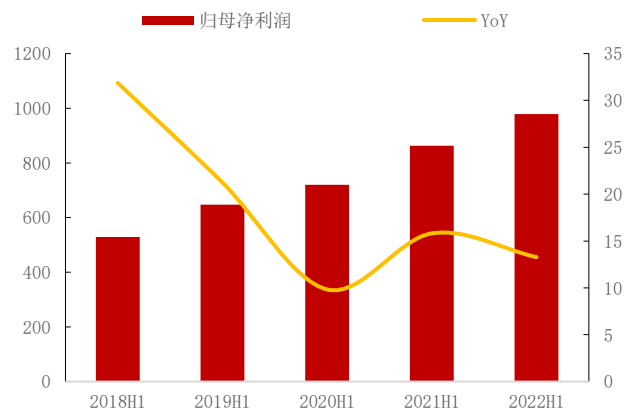
食品饮料行业 Q2 业绩增速环比下滑。分季度看，食品饮料行业 2022Q1 实现营业总收入 2644.08 亿元，同比增长 7.27%；实现归母净利润 596.23 亿元，同比增长 17.23%。考虑到今年二季度部分地区疫情反复、终端需求尚未完全恢复等因素影响，行业 Q2 业绩增速环比下滑。2022Q2 食品饮料行业实现营业总收入 2206.19 亿元，同比增长 6.13%；实现归母净利润 382.71 亿元，同比增长 7.67%。

图 1：2018H1-2022H1 食品饮料行业营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 2：2018H1-2022H1 食品饮料行业归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 1：2022H1 食品饮料行业业绩单季度表现（亿元，%）

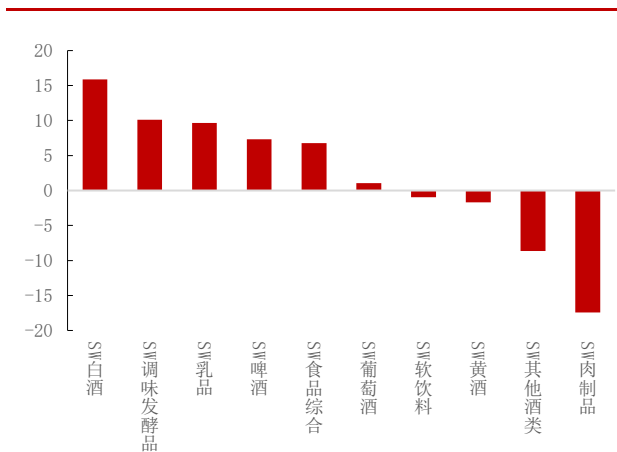
	营业总收入（亿元）	营业总收入 YoY	归母净利润（亿元）	归母净利润 YoY
2022Q1	2644.08	7.27	596.23	17.23
2022Q2	2206.19	6.13	382.71	7.67

资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.2 上半年行业内细分板块业绩表现分化

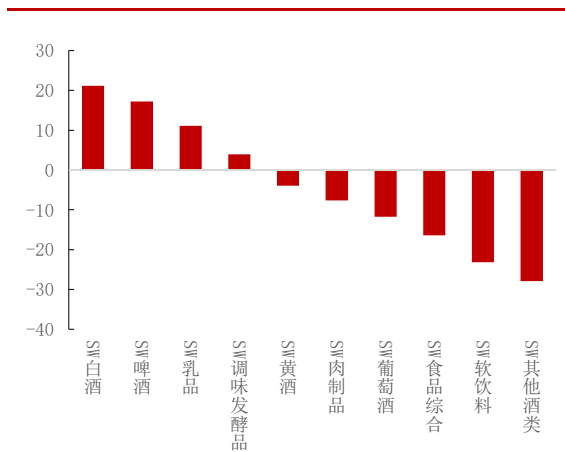
上半年行业内细分板块业绩表现分化。分板块看，2022 年上半年白酒板块业绩增速领涨，营业总收入与归母净利润增速分别为 15.88% 与 21.13%。调味品、乳品与啤酒板块 2022H1 业绩亦实现增长，营业总收入同比增速在 7.0%-10.5% 之间，归母净利润同比增速在 3.5%-17.5% 之间。相比之下，其他酒类、肉制品等板块上半年业绩表现相对弱势。

图 3：2022H1 食品饮料细分板块营收增速（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：2022H1 食品饮料细分板块归母净利润增速（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

2. 白酒板块：业绩表现分化，高端白酒确定性强

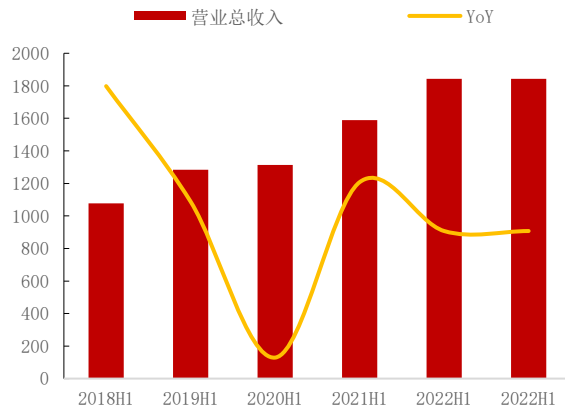
2.1 白酒板块上半年业绩实现双位数增长

白酒板块上半年业绩实现双位数增长。今年上半年，白酒板块业绩实现稳健增长。2022H1，白酒板块（SW 白酒剔除古井贡酒 B，共 18 家样本公司，下同）实现营业总收入 1842.60 亿元，同比增长 15.88%，增速同比下降 5.25 个百分点；实现归属于母公司股东的净利润 700 亿元，同比增长 21.13%，增速同比增加 0.49 个百分点。

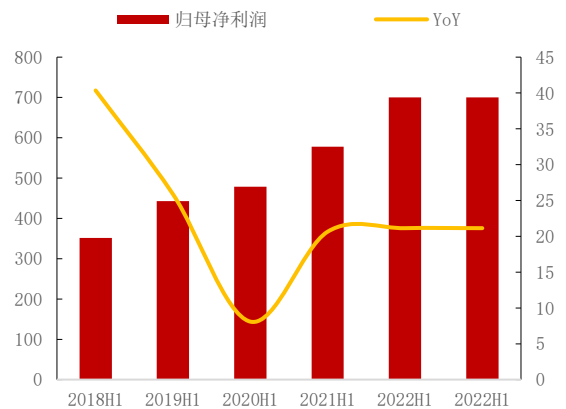
Q2 业绩增速环比下降。分季度看，2022 年春节期间部分核心产品动销表现良好，经销商打款积极性较高，2022 年第一季度白酒板块顺利实现了开门红，板块业绩实现了双位数增长。2022Q1，白酒板块实现营业总收入 1132.64 亿元，同比增长 19.39%；实现归母净利润 448.22 亿元，同比增长 26.22%。4 月以来部分地区疫情反复对白酒消费场景产生了一定影响，叠加去年同期部分酒企业绩高基数，2022Q2 白酒业绩增速环比下降。2022Q2，白酒板块实现营业总收入 709.96 亿元，同比增长 10.68%；实现归母净利润 251.78 亿元，同比增长 13.02%。

图 5：2018H1-2022H1 白酒行业营业总收入与增速（亿元，%）

图 6：2018H1-2022H1 白酒行业归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源: Wind, 东莞证券研究所



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

表 2: 2022H1 白酒板块业绩单季度表现 (亿元, %)

	营业总收入 (亿元)	营业总收入 YoY	归母净利润 (亿元)	归母净利润 YoY
2022Q1	1132.64	19.39	448.22	26.22
2022Q2	709.96	10.68	251.78	13.02

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

上半年白酒业绩表现分化, 高端白酒确定性强。按白酒层级来看, 上半年白酒业绩表现分化。2022H1 营收增速: 次高端白酒 (+24.62%) > 中端白酒 (+21.71%) > 高端白酒 (+16.06%) > 大众白酒 (-9.10%); 归母净利润增速: 次高端白酒 (+27.72%) > 中端白酒 (+25.74%) > 高端白酒 (+19.83%) > 大众白酒 (-0.59%)。2022Q2 营收增速: 中端白酒 (+17.95%) > 高端白酒 (+14.94%) > 次高端白酒 (+6.03%) > 大众白酒 (-11.27%); 归母净利润增速: 中端白酒 (+24.17%) > 高端白酒 (+17.10%) > 次高端白酒 (-1.97%) > 大众白酒 (-40.93%)。

其中, 高端白酒确定性最强, 受疫情影响相对较小, 上半年业绩实现稳健增长。2022H1, 高端白酒实现营业收入 1123.30 亿元, 同比增长 16.06%; 实现归母净利润 504.25 亿元, 同比增长 19.83%。其中, 贵州茅台与五粮液上半年业绩实现稳健增长, 泸州老窖在疫情影响下 4 月主动控货, 5-6 月随着疫情逐步得到控制, 公司按原计划积极回款, Q2 业绩表现优异。2022Q2, 泸州老窖的营业收入同比增长 24.09%, 归母净利润同比增长 28.97%。

次高端白酒大部分酒企 2021Q4 控货挺价为今年开门红做准备, 2022 年春节期间核心产品动销表现良好, 产品库存处于相对良性水平, 2022Q1 次高端白酒分别实现营业收入与归母净利润 285.43 亿元与 101.10 亿元, 同比分别增长 35.74%与 43.73%, 业绩增速领跑白酒板块。步入二季度, 次高端白酒受疫情影响较大, 汾酒、舍得等公司 Q2 控货挺价, 叠加去年同期高基数, 次高端白酒 Q2 业绩增速放缓, 营业收入同比增长 6.03%。同时, 考虑到部分次高端白酒企业加大招商扩张、增加费用投入等, 次高端白酒 Q2 归母净利润同比下降 1.97%, 增速慢于营收增速。具体公司来看, 舍得酒业、水井坊与酒鬼酒 Q2 业绩承压, 山西汾酒 Q2 营收同比持平, 洋河股份受益于产品与渠道改革逐步取得成效, Q2 业绩表现相对优异。

中端白酒 Q2 业绩表现分化。受益于产品结构升级以及省外市场的扩张，古井贡酒与今世缘 Q2 业绩表现亮眼。2022Q2，古井贡酒与今世缘营收分别同比增长 29.55%与 14.00%，归母净利润分别同比增长 45.32%与 16.30%。口子窖受疫情影响，Q2 动销受到冲击，同时公司在合肥进行营销改革，一定程度上影响了整体收入规模，Q2 公司的营收与归母净利润同比分别下降 7.87%与下降 4.92%。相比而言，大众白酒 Q2 受疫情影响大，内部分化明显。2022Q2，大众白酒分别实现营业总收入与归母净利润 60.06 亿元与 2.87 亿元，同比分别下降 11.27%与下降 40.93%。

表 3：2022H1 白酒板块上市公司营收情况（亿元，%）

白酒层级	公司名称	2022H1 营业总收入	2022H1 YoY	2022Q1 营业总收入	2022Q1 YoY	2022Q2 营业总收入	2022Q2 YoY
高端白酒	贵州茅台	594.44	17.20	331.87	18.25	262.56	15.89
	五粮液	412.22	12.17	275.48	13.25	136.74	10.04
	泸州老窖	116.64	25.19	63.12	26.15	53.52	24.09
高端白酒合计		1123.30	16.06	670.47	16.82	452.83	14.94
次高端白酒	山西汾酒	153.34	26.53	105.30	43.62	48.03	0.35
	洋河股份	189.08	21.65	130.26	23.82	58.82	17.10
	水井坊	20.74	12.89	14.15	14.10	6.59	10.36
	酒鬼酒	25.37	48.04	16.88	86.04	8.49	5.25
	舍得酒业	30.25	26.51	18.84	83.25	11.41	-16.27
次高端白酒合计		418.78	24.62	285.43	35.74	133.34	6.03
中端白酒	今世缘	46.48	20.65	29.88	24.69	16.59	14.00
	古井贡酒	90.02	28.46	52.74	27.71	37.28	29.55
	口子窖	22.97	2.42	13.12	11.80	9.86	-7.87
中端白酒合计		159.47	21.71	95.74	24.34	63.73	17.95
大众白酒	顺鑫农业	65.19	-29.07	39.07	-28.78	26.12	-29.52
	老白干酒	20.26	22.65	9.08	20.36	11.18	24.57
	迎驾贡酒	25.30	20.38	15.76	37.23	9.54	0.09
	伊力特	11.33	9.96	6.24	14.67	5.09	4.70
	金徽酒	12.26	26.13	7.06	38.79	5.20	12.23
	金种子酒	6.02	10.39	3.45	17.05	2.57	2.57
	ST 皇台	0.71	179.60	0.34	183.15	0.37	176.42
大众白酒合计		141.05	-9.10	80.99	-7.41	60.06	-11.27

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 4：2022H1 白酒板块上市公司归母净利润情况（亿元，%）

白酒层级	公司名称	2022H1 归母净利润	2022H1 YoY	2022Q1 归母净利润	2022Q1 YoY	2022Q2 归母净利润	2022Q2 YoY
高端白酒	贵州茅台	297.94	20.85	172.45	23.58	125.49	17.29
	五粮液	150.99	14.38	108.23	16.08	42.76	10.30
	泸州老窖	55.32	30.89	28.76	32.72	26.56	28.97
高端白酒合计		504.25	19.83	309.44	21.61	194.81	17.10
次高端白酒	山西汾酒	50.13	41.46	37.10	70.03	13.03	-4.33

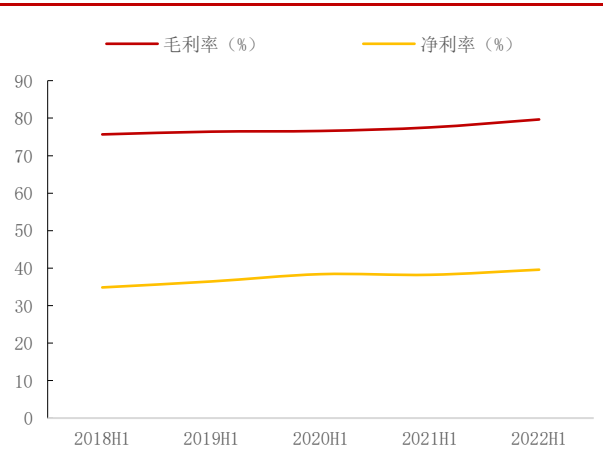
	洋河股份	68.93	21.76	49.85	29.07	19.08	6.07
	水井坊	3.70	-2.00	3.63	-13.54	0.07	—
	酒鬼酒	7.18	40.68	5.21	94.46	1.97	-18.74
	舍得酒业	8.36	13.60	5.31	75.75	3.05	-29.67
次高端白酒合计		138.29	27.72	101.10	43.73	37.20	-1.97
中端白酒	今世缘	16.18	21.22	10.02	24.46	6.16	16.30
	古井贡酒	19.19	39.17	10.99	34.90	8.20	45.32
	口子窖	7.40	7.58	4.85	15.53	2.54	-4.92
中端白酒合计		42.76	25.74	25.86	26.79	16.90	24.17
大众白酒	顺鑫农业	0.40	-91.60	1.04	-72.06	-0.64	-162.74
	老白干酒	3.63	191.43	2.66	373.72	0.97	41.60
	迎驾贡酒	7.79	32.30	5.50	49.07	2.29	4.13
	伊力特	1.28	-39.46	1.08	-17.55	0.20	-75.18
	金徽酒	2.12	13.06	1.65	42.78	0.47	-34.50
	金种子酒	-0.55	43.63	-0.13	74.21	-0.43	13.32
	ST 皇台	0.03	—	0.02	—	0.01	—
大众白酒合计		14.70	-0.59	11.83	19.18	2.87	-40.93

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.2 白酒板块上半年盈利能力同比提升

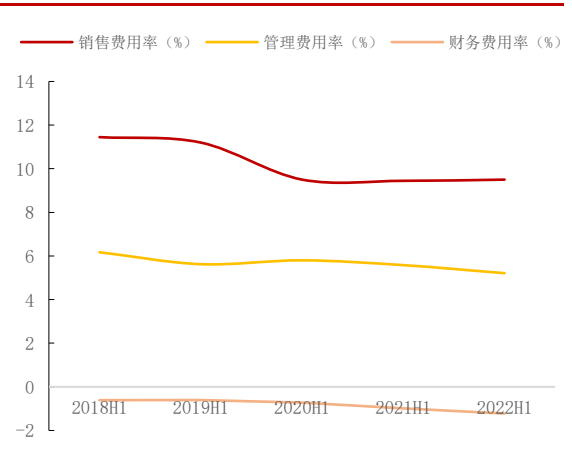
白酒板块上半年盈利能力同比提升。2022H1，白酒板块的毛利率为 79.65%，同比增加 2.12 个百分点，主要受益于产品结构升级以及部分产品提价。从费用端来看，2022H1 白酒板块的销售费用率为 9.50%，同比增加 0.06 个百分点；管理费用率为 5.21%，同比减少 0.37 个百分点；财务费用率为-1.22%，同比减少 0.24 个百分点。综合毛利率与费用率的情况，今年上半年白酒板块的净利率为 39.58%，同比增加 1.37 个百分点，盈利能力有所提升。

图 7：2018H1-2022H1 白酒板块毛利率与净利率 (%)



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 8：2018H1-2022H1 白酒板块期间费用率 (%)



数据来源：Wind，东莞证券研究所

上半年不同层级的白酒盈利水平均实现不同程度的提升，次高端白酒盈利水平增幅相对较小。按白酒层级来看，2022H1 毛利率同比增幅：大众白酒（+6.04pct）>中端白酒（+1.35pct）>高端白酒（+1.31pct）>次高端白酒（+0.02pct）；净利率同比增幅：高端白酒（+0.96pct）>中端白酒（+0.88pct）>次高端白酒（+0.78pct）>大众白酒（+0.76pct）。

分层级看，受益于产品结构升级与部分产品吨价提升，高端白酒茅五泸 2022 年上半年盈利能力均实现不同程度的增长。2022H1，高端白酒毛利率为 85.79%，同比增加 1.31 个百分点；净利率为 47.54%，同比增加 0.96 个百分点。其中，五粮液 2022H1 毛利率同比增加 1.96 个百分点，增幅较为亮眼，主要系五粮液产品的营收占比提高以及打款价提升所致。受产品结构优化、非标投放量增加等因素影响，贵州茅台 2022H1 毛利率与净利率分别同比增加 0.73 个百分点与 0.60 个百分点至 92.11%与 53.99%。泸州老窖目前精细化管理已取得一定成效，2022 年上半年公司期间费用率同比下降 1.83 个百分点，拉动公司净利率同比增加 2.00 个百分点。

与其他白酒层级相比，次高端白酒今年上半年盈利水平增幅相对较小，内部表现不一。2022H1，次高端白酒毛利率为 75.81%，同比增加 0.02 个百分点；净利率为 33.16%，同比增加 0.78 个百分点。具体公司来看，山西汾酒青花系列今年上半年引领业绩增长，产品结构进一步优化升级，毛利率同比增加 0.90 个百分点至 75.89%。而洋河股份、酒鬼酒与舍得酒业 2022H1 毛利率出现不同幅度下降。洋河股份 2022H1 毛利率同比下降 0.49 个百分点，主要系公司上半年海之蓝系列产品放量所致；酒鬼酒 2022H1 毛利率同比下降 1.13 个百分点，主要系湘泉及其他系列产品占比提升，产品结构有所调整。费用率方面，二季度部分次高端白酒公司加大招商力度并持续进行省外市场扩张，费用投放力度有所加大，水井坊与酒鬼酒的期间费用率同比均出现不同程度的增加。综合毛利率与费用率的情况，次高端白酒中水井坊、酒鬼酒与舍得酒业今年上半年净利率均出现不同幅度下降。

中端白酒受益于产品结构升级、新品推出以及吨价提高等因素影响，今年上半年盈利能力有所提升。2022H1，中端白酒毛利率为 75.76%，同比增加 1.35 个百分点；净利率为 27.15%，同比增加 0.88 个百分点。其中，古井贡酒受古 8 及以上产品结构升级叠加费用结构持续优化，今年上半年毛利率同比增加 1.13 个百分点至 77.53%，净利率同比增加 1.64 个百分点至 21.91%。今世缘今年上半年产品与渠道结构优化升级，毛利率同比增加 1.89 个百分点至 72.48%，净利率同比增加 0.16 个百分点至 34.82%。受产品结构、期间费用与税金等因素影响，大众白酒今年上半年各公司的盈利能力表现不一。

表 5：2022H1 白酒板块上市公司盈利能力（%）

白酒层级	公司名称	2022H1 毛利率 (%)	同比变动	2022H1 净利率 (%)	同比变动	2022H1 期间费用率 (%)	同比变动
高端白酒	贵州茅台	92.11	0.73	53.99	0.60	7.87	-1.17
	五粮液	76.92	1.96	38.45	0.78	12.00	0.28
	泸州老窖	85.92	0.25	47.79	2.00	14.61	-1.83

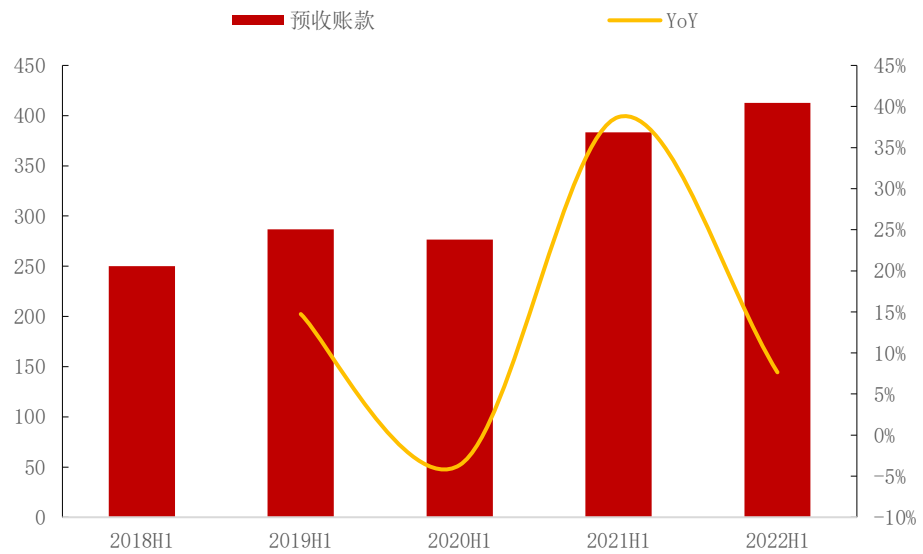
高端白酒合计		85.79	1.31	47.54	0.96	11.49	-0.91
次高端白酒	山西汾酒	75.89	0.90	32.97	3.43	16.03	-4.39
	洋河股份	73.94	-0.49	36.49	0.04	12.70	-2.15
	水井坊	84.82	0.28	17.83	-2.71	43.41	3.54
	酒鬼酒	79.11	-1.13	28.30	-1.48	25.41	-0.06
	舍得酒业	78.17	-0.61	27.91	-3.44	27.44	3.21
次高端白酒合计		75.81	0.02	33.16	0.78	25.00	0.03
中端白酒	今世缘	72.48	1.89	34.82	0.16	13.90	1.45
	古井贡酒	77.53	1.13	21.91	1.64	33.91	-1.01
	口子窖	75.47	0.71	32.19	1.54	19.23	-0.66
中端白酒合计		75.76	1.35	27.15	0.88	22.35	-0.07
大众白酒	顺鑫农业	30.96	3.50	0.43	-4.83	15.23	4.60
	老白干酒	68.20	0.58	17.91	10.41	42.64	-0.44
	迎驾贡酒	68.27	2.37	30.95	2.49	14.27	-0.47
	伊力特	46.26	-10.65	11.83	-9.25	12.18	1.69
	金徽酒	63.13	-2.55	17.29	-1.99	26.61	-0.72
	金种子酒	33.25	7.63	-8.97	8.91	33.13	-0.22
	ST 皇台	66.13	6.35	4.34	52.16	42.04	-51.17
大众白酒合计		47.30	6.04	10.41	0.76	26.58	-6.68

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.3 白酒板块上半年预收账款同比实现个位数增长

白酒板块上半年预收账款同比实现个位数增长。今年 4 月以来，疫情一定程度上影响了白酒动销与发货节奏，但考虑到二季度为白酒淡季，多数酒企一季度顺利实现了开门红，2022 年上半年白酒板块预收账款实现稳步增长。2022H1，白酒板块实现预收账款 412.78 亿元，同比增长 7.64%。具体公司来看，多数白酒企业今年上半年预收账款同比实现正增长，仅五粮液、酒鬼酒、口子窖等 7 家公司预收账款出现不同幅度下降。五粮液今年上半年预收账款增速出现下滑，主要是公司降低了预收账款中的现金比例以及优化经销商打款结构所致。酒鬼酒 2022H1 预收账款同比下降 36.29%，主要系上半年疫情一定程度上影响了白酒消费场景，叠加公司逆势加大投放，使合同负债有所承压。

图 9：2018H1-2022H1 白酒板块预收账款与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 6：2022H1 白酒板块上市公司预收账款情况（亿元，%）

白酒层级	公司名称	2022H1 预收账款（亿元）	同比增速
高端白酒	贵州茅台	96.69	4.59%
	五粮液	18.88	-70.22%
	泸州老窖	23.30	65.44%
次高端白酒	山西汾酒	48.44	48.66%
	洋河股份	79.08	43.35%
	水井坊	8.57	34.14%
	酒鬼酒	5.56	-36.29%
	舍得酒业	4.36	17.05%
中端白酒	今世缘	10.17	56.99%
	古井贡酒	34.28	54.85%
	口子窖	3.96	-20.11%
大众白酒	顺鑫农业	19.75	-34.05%
	老白干酒	17.05	32.64%
	迎驾贡酒	3.78	-5.18%
	伊力特	0.86	-22.83%
	金徽酒	2.89	49.28%
	金种子酒	0.86	-37.93%
	*ST 皇台	0.03	11.36%

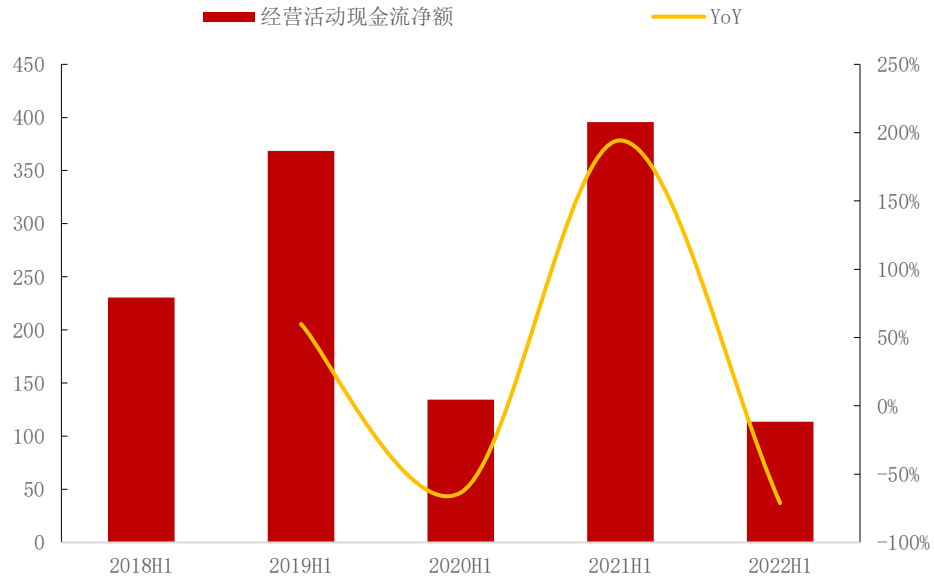
资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.4 白酒板块上半年经营活动现金流承压

上半年白酒板块经营活动现金流承压。今年上半年受疫情反复等因素影响，白酒板块经营活动现金流普遍承压。2022H1，白酒板块实现经营活动现金流净额 113.77 亿元，同比下降 71.25%。在白酒的上市公司中，今年上半年仅泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒与金徽酒等公司经营活动现金流同比增加。贵州茅台上半年经营活动现金流为负值，

主要系控股子公司的客户存款和同业存放款项净的增加额减少叠加存放央行和同业款项目的净增加额增加所致。五粮液由于去年同期银行承兑汇票到期收现额度较高，且今年上半年公司应收票据同比增幅较大，2022H1 经营性现金流净额同比减少 78.33%。

图 10：2018H1-2022H1 白酒板块经营活动现金流与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 7：2022H1 白酒板块上市公司经营活动现金流净额情况（亿元，%）

白酒层级	公司名称	2022H1 经营活动现金流净额（亿元）	同比增速
高端白酒	贵州茅台	-0.11	-100.05%
	五粮液	18.87	-78.33%
	泸州老窖	40.77	48.89%
次高端白酒	山西汾酒	46.82	116.85%
	洋河股份	-44.54	-312.77%
	水井坊	0.01	-99.48%
	酒鬼酒	3.01	-55.73%
	舍得酒业	4.11	-52.86%
中端白酒	今世缘	8.53	-26.49%
	古井贡酒	41.91	1487.78%
	口子窖	-2.97	—
大众白酒	顺鑫农业	-5.11	—
	老白干酒	1.77	-65.01%
	迎驾贡酒	1.83	-25.31%
	伊力特	0.11	—
	金徽酒	1.74	103.95%
	金种子酒	-3.02	—
	*ST 皇台	0.03	—

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.5 白酒重点公司梳理

(1) 贵州茅台

公司 2022Q2 业绩稳健增长，全年目标有望顺利完成。单季度看，Q2 为白酒传统的销售淡季，疫情对高端白酒影响有限，叠加 i 茅台的成功上线，公司 Q2 业绩实现稳健增长。2022Q2，公司实现营业总收入 262.57 亿元，同比增长 15.89%；实现归母净利润 125.49 亿元，同比增长 17.28%。公司在 2021 年年报中披露 2022 年力争实现营业总收入同比增长 15%左右，截至 2022H1 公司营业总收入已完成全年目标的 47.2%。步入三四季度，在疫情可控、中秋国庆等因素催化下，预计经销商备货积极性将提高，公司产品销量有望进一步释放，全年 15%的营收增长目标有望顺利完成。

i 茅台推动公司渠道结构进一步优化。近几年公司持续进行渠道改革，i 茅台的成功上线使公司的渠道结构加速优化。截至 7 月 8 日，“i 茅台”上线试运营达到 100 天，酒类产品实现营收 46 亿元，带动公司上半年直销营收实现快速增长。2022H1，公司批发代理实现营收 366.14 亿元，同比下降 7.32%；直销渠道实现营收 209.49 亿元，同比增长 120.42%。

公司 Q2 毛利率有所提高。受产品结构优化、非标投放量增加等因素影响，公司 2022Q2 实现毛利率 91.78%，同比增加 0.78 个百分点。费用端来看，Q2 销售费用率为 3.72%，同比增加 0.53 个百分点；管理费用率为 5.87%，同比下降 1.71 个百分点；财务费用率为-1.27%，同比下降 0.25 个百分点。综合毛利率与费用率的情况，公司 2022Q2 的净利率为 51.95%，同比下降 0.46 个百分点。

(2) 五粮液

公司 2022 年上半年业绩实现稳健增长。公司 2022 年上半年实现营业总收入 412.22 亿元，同比增长 12.16%；实现归母净利润 150.99 亿元，同比增长 14.38%。单季度看，2022 年春节期间，公司核心产品八代普五动销表现良好，同时经典五粮液的出货速度亦相对较快，公司 2022Q1 业绩良性增长。Q2 疫情在多地反复，普五表现出品牌韧性，21 个战区中 11 个实现了正增长，动销基本持平。2022Q2，公司实现营业收入 136.74 亿元，同比增长 10.04%；实现归母净利润 42.76 亿元，同比 10.30%。

五粮液产品引领业绩增长，系列酒结构持续优化。分品类看，公司八代普五千元价格带核心地位持续巩固，经典五粮液发力 2000 元+白酒市场，品牌影响力进一步提升。2022 年上半年，公司五粮液产品实现营业收入 319.73 亿元，同比增长 17.82%，引领公司业绩增长。在强化五粮液主品牌的同时，公司持续推动其他酒产品结构升级，坚持集中力量打造五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四大全国性战略品牌，今年上半年完成五粮春·名门、五粮特曲金彩装、五粮特曲皇冠版的上市，产品吨价进一步提升。受疫情扰动，叠加高基数，公司其他酒类产品营收增速有所下滑，2022H1 实现营业收入 65.40 亿元，同比下降 6.09%。

2022 年上半年盈利能力稳步提升。2022 年上半年，公司毛利率为 76.92%，同比增加 1.96 个百分点，主要系产品结构优化升级与打款价提升所致；净利率为 38.45%，同

比增加 0.78 个百分点。单季度看，公司 Q2 毛利率为 73.92%，同比增加 1.86 个百分点。从费用率来看，公司 2022Q2 的销售费用率为 15.94%，同比增加 1.21 个百分点；管理费用率为 5.11%，同比增加 0.10 个百分点；财务费用率为-3.56%，同比下降 0.31 个百分点。结合毛利率与费用率的情况，公司 2022Q2 的净利率为 32.75%，同比增加 0.08 个百分点，盈利能力稳步提升。

(3) 泸州老窖

公司 Q2 业绩表现优异。公司 2022 年上半年实现营业总收入 116.64 亿元，同比增长 25.19%；实现归属于上市公司股东的净利润 55.32 亿元，同比增长 30.89%。单季度看，2022Q1 公司核心产品国窖 1573 动销良好，经销商打款积极性较高，同时公司推出的新品国窖 1952 节前约完成 40% 的全年回款，2022 年公司顺利实现了开门红。步入二季度，在疫情影响下公司 4 月主动控货，5-6 月随着疫情逐步得到控制，公司按原计划积极回款，Q2 业绩表现优异。2022Q2，公司实现营业收入 53.52 亿元，同比增长 24.09%；实现归母净利润 26.56 亿元，同比增长 28.97%。

公司中高端产品占比提升，渠道结构持续优化。公司目前聚焦国窖与老窖双品牌战略，并致力于产品结构的优化升级，国窖 1573、特曲等中高档酒占比有所提高。2022 年上半年，公司中高端产品实现营业收入 103.72 亿元，同比增长 26.21%，营收占比同比增加 0.71 个百分点至 88.92%；其他酒类实现营业收入 11.77 亿元，同比增长 20.47%。分渠道看，公司在夯实传统渠道的基础上，积极扩展新兴渠道业务，渠道结构持续优化。2022H1，公司传统渠道业务实现营业收入 108.37 亿元，同比增长 25.09%；新兴渠道业务实现营业收入 7.12 亿元，同比增长 33.88%。

精细化管理取得一定成效，盈利能力稳步提高。受益于产品结构优化升级以及中高端产品占比的提高，公司的毛利率稳步提升。2022H1 公司毛利率为 85.92%，同比增加 0.25 个百分点，单二季度毛利率同比增加 0.08 个百分点至 85.32%。2021 年以来，公司深入贯彻“精细化管理增效益，精准营销拓市场”的发展方针，推动经营规模和盈利水平的良性增长，进一步降低了费用率，精细化管理取得一定成效。2022 年上半年，公司的期间费用率为 14.61%，同比下降 1.83 个百分点。在毛利率提高与费用率下降的综合作用下，公司 2022H1 的净利率为 47.79%，同比增加 2.00 个百分点；2022Q2 的净利率为 50.14%，同比增加 1.77 个百分点。

(4) 山西汾酒

基于去年高基数与疫情等因素影响，公司 Q2 营收同比持平。公司 2022 年上半年实现营业总收入 153.34 亿元，同比增长 26.53%；实现归属于上市公司股东的净利润 50.13 亿元，同比增长 41.46%。单季度看，2022 年春节期间，经销商打款积极性较高，公司核心产品的渠道库存处于相对低位水平，青花、老白汾等产品表现优异，2022Q1 业绩超预期。步入二季度，除了公司主动控制发货节奏之外，受疫情影响，公司青花系列等产品销量受到一定影响，叠加去年高基数，公司 Q2 营收同比持平。2022Q2，公司实现营业收入 48.03 亿元，同比增长 0.35%；由于公司二季度加大了费用与活动支持力度，2022Q2 实现归母净利润 13.03 亿元，同比下降 4.33%。

青花上半年延续稳健增长，省外市场稳步扩张。分品类看，公司在发展过程中坚持“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略，实行青花玻汾双轮驱动，青花品牌势能延续向上趋势，产品结构持续优化。2022 年上半年，公司的汾酒实现营业收入 141.96 亿元，同比增长 28.66%。其中，公司的青花系列产品延续稳健增长，上半年实现销售收入 61 亿元，同比增长约 56%，中高端产品占比不断提升。单季度看，受疫情等因素影响，公司 Q2 汾酒实现营收 43.23 亿元，同比增长 3%，增速有所放缓。此外，公司的竹叶青酒与杏花村酒 2022H1 分别实现营业收入 5.48 亿元与 4.83 亿元。公司在竹叶青酒方面不断积蓄发展动能，青享中高端系列产品实现稳步增长。分地区看，公司持续深化“1357+10”市场布局，在夯实省内市场的基础上加大省外市场的扩张。2022H1 公司省内市场与省外市场分别实现营业收入 56.34 亿元与 95.92 亿元，同比分别增长 19.42%与 31.51%；单二季度分别实现营业收入 17.80 亿元与 29.65 亿元，同比分别下降 0.17%与增长 0.58%。

（5）洋河股份

公司 Q2 营收稳健增长，扣非归母净利润增速亮眼。公司 2022 年上半年实现营业总收入 189.08 亿元，同比增长 21.65%；实现归属于上市公司股东的净利润 68.93 亿元，同比增长 21.76%。单季度看，2022Q1 公司核心产品回款较高，动销总体良性，2022 年公司顺利实现开门红。步入二季度，在疫情扰动下公司仍坚持“大干 70 天”的营销活动，回款进度相对较快，Q2 业绩表现较好。2022Q2 公司实现营业收入 58.82 亿元，同比增长 17.10%。受公允价值变动与同期公司营业税率较低等因素影响，Q2 公司实现归母净利润 19.08 亿元，同比增长 6.07%。若剔除相关影响，公司 Q2 实现扣非归母净利润 17.45 亿元，同比增长 28.59%。

产品结构持续优化，省外市场占比提升。自 2019 年下半年开始，公司相继对产品、渠道等进行改革，改革成效渐显。目前公司围绕高端化和品牌化战略，今年上半年全面升级的新版海之蓝与梦之蓝手工班（大师）上市，产品结构持续优化。2022 年上半年，以梦系列为代表的中高档酒实现营业收入 162.00 亿元，同比增长 29.05%。受疫情等因素影响，以洋河大曲、双沟大曲为代表的普通酒实现营业收入 23.18 亿元，同比下降 10.88%。分地区看，公司积极进行全国化布局，省外市场占比提升。2022H1，公司省内市场与省外市场分别实现营业收入 86.06 亿元与 99.12 元，同比分别增长 19.12%与 25.00%。其中，公司省外市场营收占比提升 1.2 个百分点至 53.5%。

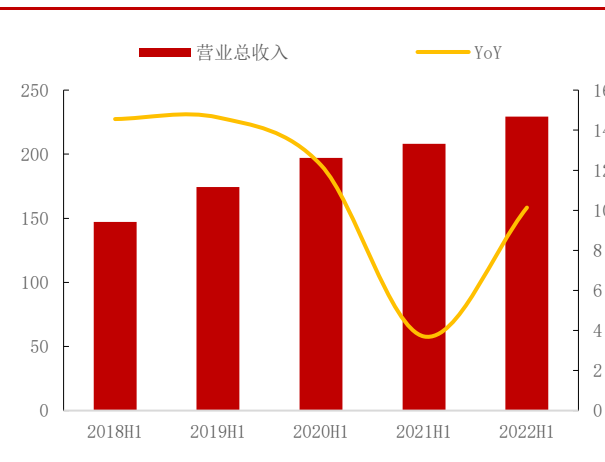
3. 调味品板块：Q2 业绩改善，盈利水平仍承压

3.1 调味品板块二季度业绩改善

调味品板块上半年营业总收入实现双位数增长，归母净利润实现个位数增长。2022H1，调味品板块（SW 调味品共 12 家样本公司，下同）实现营业总收入 229.31 亿元，同比增长 10.14%；实现归属于母公司股东的净利润 43.26 亿元，同比增长 3.97%。

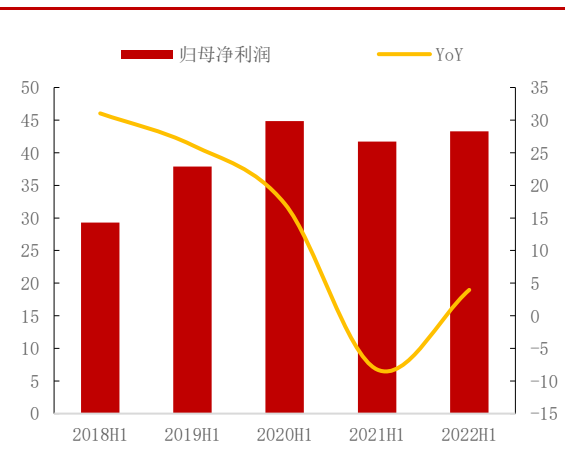
板块 Q2 业绩改善明显，营收与归母净利润均实现双位数增长。分季度看，2022Q1 调味品板块业绩承压。一季度调味品板块业绩承压主要体现在以下几个方面：（1）2022 年春节时间较早，经销商提前完成备货；（2）3 月部分地区疫情反复，消费场景与终端需求受到一定影响；（3）受南美旱情等因素影响，大豆、豆粕等成本处于高位。在多因素的扰动下，2022 年第一季度调味品板块实现营业收入 118.88 亿元，同比增长 2.16%；实现归母净利润 22.90 亿元，同比下降 7.93%。步入二季度，4 月疫情反复一定程度上影响了调味品公司的发货节奏与订单出货速度。5-6 月随着餐饮与零售渠道逐步恢复，调味品产品销量有所改善，叠加去年 Q2 业绩低基数、社区团购冲击减弱以及提价逐步体现至报表端，调味品板块 Q2 业绩改善明显。2022Q2 调味品板块实现营业收入 110.44 亿元，同比增长 20.25%，增速环比增加 18.09 个百分点；实现归母净利润 20.36 亿元，同比增长 21.65%，增速环比增加 29.57 个百分点。

图 11：2018H1-2022H1 调味品板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 12：2018H1-2022H1 调味品板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 8：2022H1 调味品板块业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入（亿元）	营业总收入 YoY	归母净利润（亿元）	归母净利润 YoY
2022Q1	118.88	2.16	22.90	-7.93
2022Q2	110.44	20.25	20.36	21.65

资料来源：Wind，东莞证券研究所

受大豆、豆粕价格上涨等因素影响，板块内以酱油为主营业务的多数公司上半年归母净利润下降幅度大于营业总收入。2022 年以来，受俄乌冲突、南美旱情等因素影响，我国大豆、豆粕价格持续走高。虽步入二季度后南美旱情等因素弱化，大豆、豆粕等原材料价格上涨压力趋缓，但整体来看以酱油为主营业务的公司成本仍处于高位水平，上半年多数公司的归母净利润增速下降幅度大于营业总收入。具体公司来看，在以酱油为主营业务的公司中，仅千禾味业 2022 年上半年归母净利润增速快于营收增速，海天味业、中炬高新、加加食品等归母净利润增速均慢于营收增速。千禾味业 2022 年上半年归母净利润同比增长 145.32%，主要系公司二季度对费用支出进行控制，广告宣传推广费用同比大幅下降所致。单季度看，中炬高新二季度归母净利润增速快于营收增速，同比增长 47.58%，主要系公司费用率以及税率下降，利润弹性有所释放。恒

顺醋业 2022H1 营业总收入同比增长 14.26%，归母净利润同比增长 0.91%，主要是公司加大了广告宣传与人员投入支出。以复合调味品为主营业务的天味食品 2022H1 归母净利润同比增长 119.61%，主要与公司大幅减少折扣促销力度与广告宣传费用，叠加公司原材料成本价格压力趋缓有关。

表 9：2022H1 调味品板块上市公司营业总收入情况（亿元，%）

公司名称	2022H1 营业总收入	2022H1 营业总收入 YoY	2022Q1 营业总收入	2022Q1 YoY	2022Q2 营业总收入	2022Q2 YoY
海天味业	135.32	9.73	72.10	0.72	63.22	22.19
中炬高新	26.52	14.52	13.47	6.63	13.05	23.98
千禾味业	10.15	14.56	4.82	0.93	5.33	30.51
恒顺醋业	11.83	14.26	5.72	10.43	6.11	18.09
天味食品	12.14	19.44	6.29	20.60	5.85	18.22
佳隆股份	1.02	-32.94	0.55	-12.70	0.47	-47.37
加加食品	9.43	12.02	5.15	1.11	4.28	28.77
仲景食品	4.17	6.12	1.99	-3.96	2.18	17.35
莲花健康	8.60	1.16	4.17	0.72	4.43	1.57
星湖科技	6.31	5.52	2.78	-8.68	3.53	20.21
安记食品	2.37	-6.86	1.09	-16.46	1.28	3.19
日辰股份	1.45	-0.36	0.75	7.11	0.70	-7.22

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 10：2022H1 调味品板块上市公司归母净利润情况（亿元，%）

公司名称	2022H1 归母净利润	2022H1 归母净利润 YoY	2022Q1 归母净利润	2022Q1 YoY	2022Q2 归母净利润	2022Q2 YoY
海天味业	33.93	1.21	18.29	-6.36	15.64	11.79
中炬高新	3.13	11.91	1.58	-9.46	1.55	47.58
千禾味业	1.19	80.56	0.55	38.47	0.64	145.32
恒顺醋业	1.28	0.91	0.77	-0.75	0.51	3.55
天味食品	1.66	119.61	1.00	25.27	0.66	—
佳隆股份	-0.05	-127.90	-0.02	-171.04	-0.03	-119.15
加加食品	0.03	-83.47	0.01	-97.79	0.02	—
仲景食品	0.63	-8.61	0.17	-58.46	0.46	61.86
莲花健康	0.32	11.67	0.15	32.80	0.17	-1.62
星湖科技	0.78	21.36	0.23	-33.82	0.56	84.97
安记食品	0.10	-63.28	0.03	-78.52	0.07	-47.70
日辰股份	0.26	-24.86	0.14	-7.51	0.12	-38.07

资料来源：Wind，东莞证券研究所

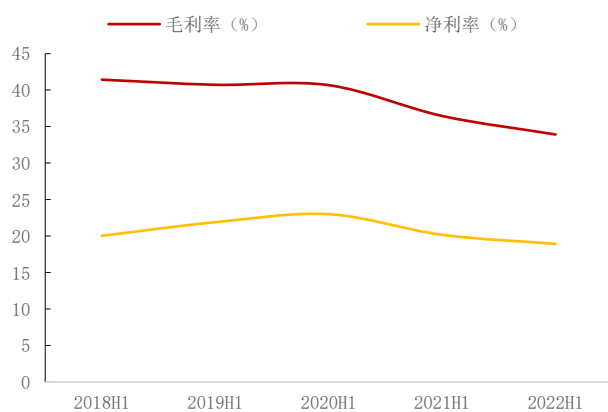
3.2 调味品板块上半年盈利水平仍承压

上半年调味品板块盈利水平仍承压。2022 年以来，受俄乌冲突、南美旱情等因素影响，我国大豆、豆粕价格进一步走高。虽然近期南美旱情等因素影响弱化，成本上涨压力趋缓，但原材料价格仍处于高位水平，调味品公司面临较大的成本压力。叠加疫

情反复与需求疲软等因素扰动，调味品的动销与去库存进度放缓，今年上半年调味品板块盈利水平仍承压。2022H1，调味品板块毛利率为 33.92%，同比减少 2.54 个百分点。考虑到部分公司今年上半年减少广告宣传等费用支出，优化费用结构，调味品板块 2022H1 销售费用率下降 0.99 个百分点至 7.18%；管理费用率与财务费用率分别下降 0.14 个百分点与 0.20 个百分点至 3.09%与-1.53%。综合毛利率与费用率的情况，2022H1 调味品板块的净利率为 18.93%，同比下降 1.25 个百分点，下滑幅度整体小于毛利率。

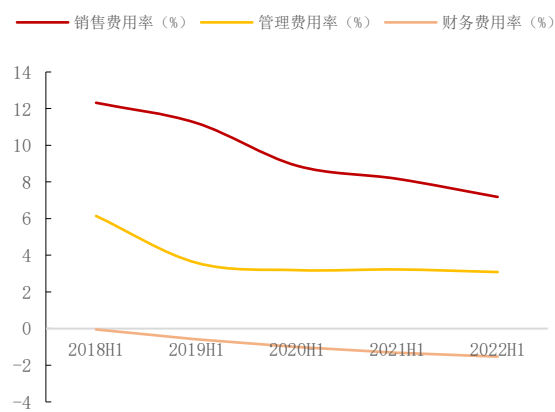
在调味品上市公司中，除了天味食品上半年的毛利率与净利率同比均有所增加之外，其余公司的毛利率或净利率均出现不同程度的下滑。海天味业作为调味品公司的龙头，于去年 10 月对部分产品进行提价。虽然公司目前提价逐步体现到报表端，但整体来看仍难以完全覆盖成本上涨压力，上半年盈利能力有所下滑。2022H1，海天味业的毛利率为 36.63%，同比下滑 2.68 个百分点；净利率为 25.08%，同比下滑 2.12 个百分点。中炬高新上半年毛利率与净利率同比分别下降 2.25 个百分点与 0.44 个百分点，净利率下降幅度小于毛利率主要是因为公司费用结构优化以及税率下降所致。千禾味业由于上半年大幅削减了广告宣传的投放力度，2022H1 净利率同比增加 4.28 个百分点。复合调味品龙头天味食品上半年原材料上涨压力趋缓，叠加公司大幅减少折扣促销力度与广告宣传费用，2022H1 毛利率增加 0.99 个百分点至 35.26%，净利率增加 6.21 个百分点至 13.65%。

图 13：2018H1-2022H1 调味品板块毛利率与净利率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 14：2018H1-2022H1 调味品板块期间费用率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 11：2022H1 调味品板块上市公司盈利能力（%）

公司名称	2022H1 毛利率 (%)	同比变动	2022H1 净利率 (%)	同比变动	2022H1 期间费用率 (%)	同比变动
海天味业	36.63	-2.68	25.08	-2.12	7.08	-0.44
中炬高新	31.99	-2.25	12.58	-0.44	16.74	-1.79
千禾味业	35.37	-6.84	11.71	4.28	20.07	-12.44
恒顺醋业	35.48	-2.69	10.42	-1.94	22.21	-1.34
天味食品	35.26	0.99	13.65	6.21	20.27	-5.66

佳隆股份	25.50	-11.02	-4.99	-17.00	25.95	8.19
加加食品	19.52	-3.85	0.11	-2.15	18.60	-0.87
仲景食品	37.74	-3.09	15.13	-2.47	25.97	2.33
莲花健康	12.78	-1.88	3.88	0.42	6.88	-2.73
星湖科技	30.33	1.41	12.44	-0.65	16.81	-0.53
安记食品	17.41	-5.49	4.14	-6.37	11.43	-0.60
日辰股份	39.25	-4.92	17.62	-5.75	22.14	3.06

资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.3 调味品重点公司梳理

(1) 海天味业

基于去年低基数叠加提价逐步体现至报表端，公司 Q2 业绩改善。公司 2022 年上半年实现营业总收入 135.32 亿元，同比增长 9.73%；实现归母净利润 33.93 亿元，同比增长 1.21%。单季度看，受成本高位、疫情影响下终端消费尚未完全恢复以及同期高基数等因素的扰动，公司 2022Q1 业绩承压。步入二季度，4 月疫情反复一定程度上影响了发货节奏与订单出货速度。5-6 月随着餐饮渠道逐步恢复，公司产品销量有所改善，叠加去年 Q2 低基数以及提价逐步体现至报表端，公司 Q2 业绩改善。2022Q2，公司实现营业收入 63.22 亿元，同比增长 22.19%；实现归母净利润 15.64 亿元，同比增长 11.79%。

公司 Q2 三大核心产品实现稳健增长，产品创新稳步推进。分产品看，酱油、蚝油与调味酱是公司的三大核心产品，基于去年同期低基数，Q2 公司的核心产品实现稳健增长。2022H1 公司的酱油实现营收 74.93 亿元，同比增长 6.81%；蚝油实现营收 22.09 亿元，同比增长 3.69%；调味酱实现营收 14.22 亿元，同比下降 3.60%。单二季度公司的酱油实现营收 34.17 亿元，同比增长 17.02%；蚝油实现营收 10.78 亿元，同比增长 12.29%；调味酱实现营收 6.15 亿元，同比增长 4.24%。公司在夯实原有品类的基础上，持续加快新产品的开发力度，醋、料酒等产品上半年实现较快增长。2022H1，公司其他产品实现营业收入 15.64 亿元，同比增长 39.02%。

公司 2022Q2 盈利能力有所下滑。2022 年以来，受南美旱情等因素影响，大豆、豆粕等原材料价格进一步走高，公司面临较大的成本压力。虽然公司目前提价逐步体现到报表端，但整体来看仍难以完全覆盖成本上涨压力，上半年盈利能力有所下滑。2022H1/Q2 公司的毛利率分别为 36.63%/34.87%，同比分别下降 2.68 个百分点与 2.19 个百分点。从费用端来看，2022Q2 公司的销售费用率为 4.68%，同比下降 0.48 个百分点；管理费用率为 4.87%，同比增加 0.45 个百分点；财务费用率为-3.39%，同比下降 0.40 个百分点。综合毛利率与费用率的情况，公司 2022H1/Q2 净利率分别为 25.08%/24.73%，同比分别下降 2.13 个百分点与 2.31 个百分点。

(2) 中炬高新

公司 Q2 业绩表现亮眼。公司 2022 年上半年实现营业总收入 26.52 亿元，同比增长 14.52%；实现归母净利润 3.13 亿元，同比增长 11.91%。单季度看，受部分地区疫情

反复、成本持续处于高位、终端需求复苏弹性有限等因素影响，2022 年第一季度公司业绩承压。步入二季度，公司持续深耕渠道，基于去年同期的低基数，2022Q2 业绩表现亮眼，超市场预期。2022Q2 公司实现营业总收入 13.05 亿元，同比增长 23.98%；实现归母净利润 1.55 亿元，同比增长 47.58%。

美味鲜二季度业绩超市场预期。基于去年低基数，叠加营销渠道改善，美味鲜 Q2 业绩超市场预期。2022H1，美味鲜实现营业收入 24.64 亿元，同比增长 10.10%；单二季度实现营业收入 13.05 亿元，同比增长 23.98%。分品类看，公司 2022Q2 酱油、鸡精鸡粉、食用油与其他产品的营业收入分别为 7.53 亿元、1.43 亿元、1.13 亿元与 2.06 亿元，同比分别增长 21.24%、7.52%、60.45%与 26.00%。

2022Q2 公司毛利率下降，净利率同比提升。2022 年以来，受南美旱情等因素影响，大豆、豆粕等原材料价格进一步走高，公司面临较大的成本压力。2022Q2，公司毛利率为 31.68%，同比下降 1.07 个百分点。费用率与税率方面，由于公司 Q2 费用结构优化以及税率下降，Q2 净利率同比提升 1.73 个百分点至 12.63%。

4. 啤酒板块：Q2 业绩良性增长，高端化稳步进行

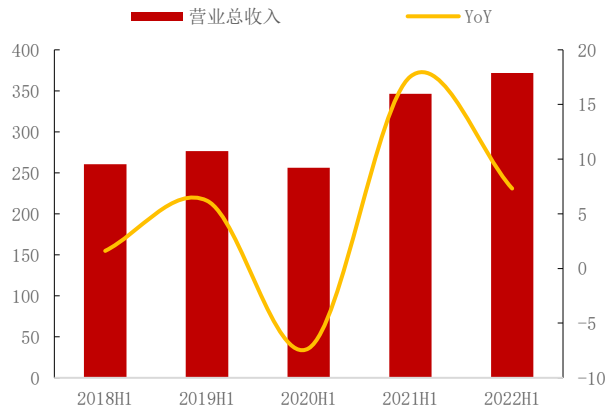
4.1 啤酒板块 Q2 业绩稳健增长

啤酒板块上半年营收实现个位数增长，归母净利润实现双位数增长。2022H1，啤酒板块（SW 啤酒共 7 家样本公司，下同）实现营业总收入 371.91 亿元，同比增长 7.31%；实现归属于母公司股东的净利润 42.65 亿元，同比增长 17.20%。

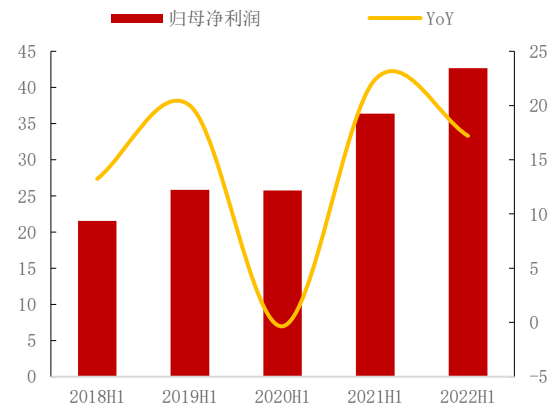
Q2 啤酒板块业绩实现稳健增长。分季度看，一季度是啤酒传统的消费淡季，与此同时 2022 年以来部分地区疫情反复一定程度上影响了餐饮、酒吧等啤酒消费场景，叠加俄乌冲突影响下大麦等原材料成本持续走高，2022Q1 啤酒板块实现营业总收入 173.25 亿元，同比增长 7.82%；实现归母净利润 15.26 亿元，同比增长 19.48%。步入二季度，4 月疫情影响了啤酒公司的发货节奏，5-6 月随着餐饮等消费场景陆续恢复，叠加今年高温天气影响，啤酒出现回补性消费，Q2 业绩实现稳健增长。2022Q2，啤酒板块实现营业收入 198.67 亿元，同比增长 6.88%；实现归母净利润 27.40 亿元，同比增长 15.97%。啤酒板块 Q2 利润增速整体快于营收增速主要系多数公司在疫情期间减少了宣传投放等费用支出。

图 15：2018H1-2022H1 啤酒板块营业总收入与增速（亿元，%）

图 16：2018H1-2022H1 啤酒板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源: Wind, 东莞证券研究所



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

表 12: 2022H1 啤酒板块业绩单季度表现 (亿元, %)

	营业总收入 (亿元)	营业总收入 YoY	归母净利润 (亿元)	归母净利润 YoY
2022Q1	173.25	7.82	15.26	19.48
2022Q2	198.67	6.88	27.40	15.97

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

在啤酒板块的上市公司中,上半年啤酒公司业绩表现有所分化。其中,青岛啤酒作为啤酒行业的龙头,4月疫情一定程度上影响了啤酒的销售,5月中下旬起在疫情逐步得到控制与公司产品积极补量的催化下,啤酒销量表现优于行业整体水平。叠加公司二季度主动控费,Q2业绩超市场预期。2022Q2,青岛啤酒的营收与归母净利润增速分别为7.49%与23.85%。重庆啤酒Q2受疫情影响销量增速有所放缓,乌苏等核心大单品增速回落,Q2营业总收入同比增长6.13%,增速环比下降。但由于重庆啤酒二季度费用管控良好,Q2归母净利润同比增长18.38%,增速快于营收增速。相比而言,燕京啤酒、珠江啤酒等公司Q2业绩存在一定压力,板块内部表现有所分化。

表 13: 2022H1 啤酒板块上市公司营业总收入情况 (亿元, %)

公司名称	2022H1 营业总收入	2022H1 营业总收入 YoY	2022Q1 营业总收入	2022Q1 营业总收入 YoY	2022Q2 营业总收入	2022Q2 营业总收入 YoY
青岛啤酒	192.73	5.37	92.08	3.14	100.65	7.49
重庆啤酒	79.36	11.16	38.33	17.12	41.03	6.13
燕京啤酒	69.08	9.35	31.00	11.66	38.07	7.53
珠江啤酒	24.32	9.68	8.72	12.77	15.60	8.02
惠泉啤酒	3.14	-0.75	1.28	5.56	1.86	-4.66
兰州黄河	1.44	-22.37	0.73	-28.45	0.72	-15.04
*ST 西发	1.85	-2.41	1.12	16.73	0.73	-21.95

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

表 14: 2022H1 啤酒板块上市公司归母净利润情况 (亿元, %)

公司名称	2022H1 归母净利润	2022H1 归母净利润 YoY	2022Q1 归母净利润	2022Q1 归母净利润 YoY	2022Q2 归母净利润	2022Q2 归母净利润 YoY
青岛啤酒	15.26	19.48	15.26	19.48	27.40	15.97
重庆啤酒	15.26	19.48	15.26	19.48	27.40	15.97
燕京啤酒	15.26	19.48	15.26	19.48	27.40	15.97
珠江啤酒	15.26	19.48	15.26	19.48	27.40	15.97
惠泉啤酒	15.26	19.48	15.26	19.48	27.40	15.97
兰州黄河	15.26	19.48	15.26	19.48	27.40	15.97
*ST 西发	15.26	19.48	15.26	19.48	27.40	15.97

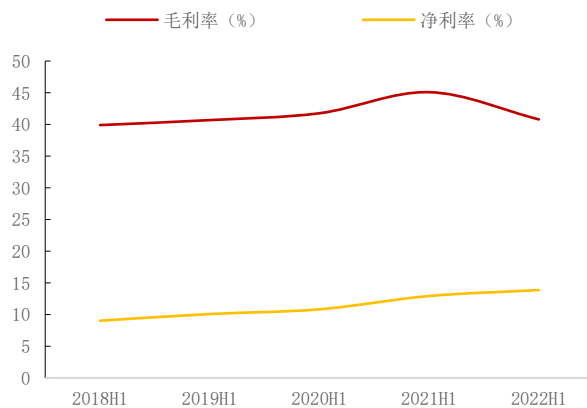
青岛啤酒	28.52	18.07	11.26	10.20	17.26	23.85
重庆啤酒	7.28	16.93	3.41	15.33	3.87	18.38
燕京啤酒	3.51	21.58	0.01	—	3.50	-11.90
珠江啤酒	3.14	1.06	0.71	1.45	2.43	0.94
惠泉啤酒	0.16	38.63	-0.02	56.80	0.18	14.32
兰州黄河	0.23	1801.53	-0.03	-139.46	0.26	—
*ST 西发	-0.18	-74.95	-0.08	-29.74	-0.10	-145.44

资料来源：Wind，东莞证券研究所

4.2 啤酒板块上半年净利率稳中有升

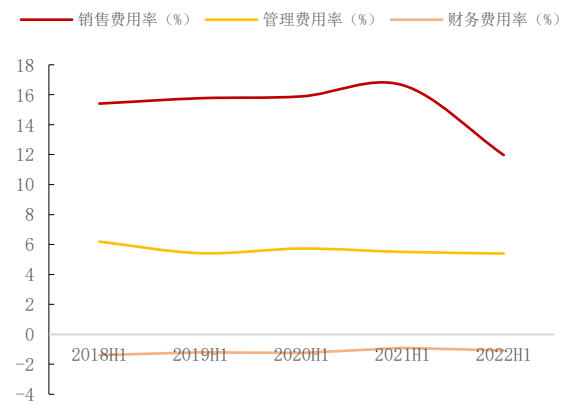
上半年啤酒板块毛利率下滑，净利率稳中有升。2022 年以来，受俄乌冲突等因素影响，大麦价格进一步走高，叠加铝锭等包材成本上涨，啤酒公司面临较大的成本压力。与此同时，由于疫情反复与需求疲软等因素扰动，啤酒销量出现下滑，一定程度上影响了啤酒板块的营收水平。叠加青岛啤酒等公司会计口径发生变化，今年上半年啤酒板块毛利率有所下滑。2022H1，啤酒板块毛利率为 40.80%，同比减少 4.30 个百分点。考虑到部分公司 2022H1 持续降费控效，广告宣传等费用支出进一步优化，啤酒板块今年上半年销售费用率下降 4.67 个百分点至 11.97%；管理费用率与财务费用率分别下降 0.11 与下降 0.18 个百分点至 5.40% 与 -1.08%。综合毛利率与费用率的情况，2022 年上半年啤酒板块的净利率为 13.87%，同比增加 0.94 个百分点。

图 17：2018H1-2022H1 啤酒板块毛利率与净利率 (%)



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 18：2018H1-2022H1 啤酒板块期间费用率 (%)



数据来源：Wind，东莞证券研究所

龙头公司高端化进程稳步推进。在我国啤酒产销量下滑的背景下，行业内的公司近几年致力于产品结构升级，高端化进程稳步推进。青岛啤酒近几年积极进行高端化战略布局，2020 年以来相继推出 IPA、琥珀拉格等超高端产品优化产品结构，今年上半年产品吨价同比增长 6.4%。考虑到青岛啤酒由于会计统计口径发生变动，部分运费自销售费用重新分类至营业成本，2022H1 公司毛利率为 38.10%，同比下降 6.30 个百分点；期间费用率为 13.82%，同比下降 7.66 个百分点。综合毛利率与费用率的情况，2022 年上半年青岛啤酒的净利率为 15.09%，同比增加 1.49 个百分点。重庆啤酒在完成资

产重组之后，高端化进程稳步推进，今年上半年产品吨价同比提升 4.21%。受成本上涨以及公司核心产品销量受疫情冲击等因素影响，今年上半年重庆啤酒毛利率同比下降 3.46 个百分点至 48.67%。由于重庆啤酒在疫情期间费用管控良好，较好的对冲了成本压力，2022H1 净利率为 18.63%，同比增加 0.47 个百分点。珠江啤酒、燕京啤酒目前均在产品进行产品结构升级，但盈利能力受疫情影响提升幅度相对有限。珠江啤酒与燕京啤酒上半年净利率分别下滑 1.12 个百分点与提升 0.28 个百分点。

表 15：2022H1 啤酒板块上市公司盈利能力（%）

公司名称	2022H1 毛利率 (%)	同比变动	2022H1 净利率 (%)	同比变动	2022H1 期间费用率 (%)	同比变动
青岛啤酒	38.10	-6.30	15.09	1.49	13.82	-7.66
重庆啤酒	48.67	-3.45	18.63	0.47	18.36	-4.10
燕京啤酒	39.90	-0.44	5.98	0.28	24.90	0.46
珠江啤酒	43.16	-4.45	13.28	-1.12	19.02	-3.65
惠泉啤酒	30.05	1.08	5.04	1.28	12.85	-1.90
兰州黄河	21.85	-2.63	15.97	17.85	17.67	-0.74
*ST 西发	19.44	-3.68	-2.50	-6.44	16.27	3.66

资料来源：Wind，东莞证券研究所

4.3 啤酒重点公司梳理

(1) 青岛啤酒

公司 Q2 业绩表现超预期。2022H1，公司实现营业收入 192.73 亿元，同比增长 5.37%；实现归母净利润 28.52 亿元，同比增长 18.07%。单季度看，4 月疫情一定程度上影响了啤酒销量，5-6 月销量有所回暖，叠加产品结构升级、成本费用管控力度较好以及今年的高温天气，公司二季度业绩表现超市场预期。2022Q2，公司实现营收 100.65 亿元，同比增长 7.49%；实现归母净利润 17.26 亿元，同比增长 23.85%。

公司上半年高端化进程稳步推进。公司在发展过程中，加快“1（青岛经典）+1（青岛纯生）+N（新特产品）”产品组合的整合与优化力度，中高档产品规模稳步扩大。2022 年上半年，公司产品销量为 472 万千升，同比下降 1.03%。其中，公司的主品牌产品实现销量 260 万千升，同比增长 2.85%；中高档及以上产品实现销量 166 万千升，同比增长 6.6%。从吨价来看，公司高端化进程稳步推进，产品结构优化叠加价格体系调整，2022H1 公司产品吨价为 4040 元/千升，同比增长 6.4%。

公司 Q2 净利率同比提升。2022Q2，公司毛利率为 38.32%，同比下降 5.38 个百分点，主要系公司调整统计口径将部分运费从销售费用重新分类至营业成本所致。费用结构方面，公司积极控制成本与费用支出，费用结构有所优化。2022Q2 公司的销售费用率为 8.14%，同比下降 6.37 个百分点；管理费用率为 3.60%，同比下降 0.43 个百分点；财务费用率为 -1.23%，同比下降 0.58 个百分点。综合毛利率与费用率的情况，2022Q2 公司的净利率为 17.45%，同比增加 2.15 个百分点，盈利能力有所提升。

(2) 重庆啤酒

公司 Q2 核心大单品销量放缓。公司 2022 年上半年实现营业收入 79.36 亿元，同比增长 11.16%；实现归母净利润 7.28 亿元，同比增长 16.93%。单季度看，公司 Q2 实现营业收入 41.03 亿元，同比增长 6.13%；实现归母净利润 3.87 亿元，同比增长 18.38%。受疫情等因素扰动，公司乌苏等核心大单品增速有所放缓，2022Q2 啤酒销量同比增长 1.8%至 85.4 万千升。

产品高端化进程稳步推进。分品类看，2022 年上半年公司的高档产品、主流产品与经济产品分别实现营业收入 28.8 亿元、39.3 亿元与 9.6 亿元，同比分别增长 13.33%、9.09%与 11.55%。分季度看，二季度受疫情影响，餐饮、夜场等渠道受到冲击，一定程度上影响了公司高端产品的销量，2022Q2 公司的高档、主流与经济产品营收分别为 15.1 亿元、19.4 亿元与 5.6 亿元，同比分别增长 5.1%、5.2%与 10.7%。但整体来看，公司在发展过程中致力于产品结构升级，高端化进程稳步推进。2022Q2，公司产品吨价同比提升 4.21%至 4804 元/千升。

公司今年上半年毛利率下滑，净利率提升。受成本上涨以及公司核心产品销量受疫情冲击等因素影响，今年上半年公司毛利率同比下降 3.46 个百分点至 48.67%。由于公司在疫情期间的费用管控良好，较好的对冲了成本压力，2022H1 净利率为 18.63%，同比增加 0.47 个百分点。

5. 乳品板块：疫情影响 Q2 业绩，龙头彰显韧性

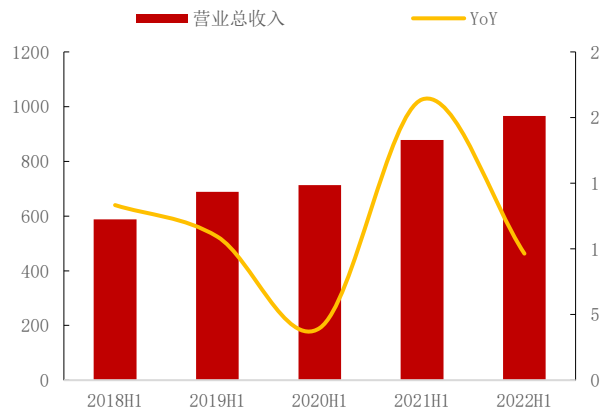
5.1 受疫情影响，乳品板块 Q2 业绩放缓

乳品板块上半年营收实现个位数增长，归母净利润实现双位数增长。2022H1，乳品板块（SW 乳品共 13 家样本公司，下同）实现营业总收入 966.13 亿元，同比增长 9.64%；实现归属于母公司股东的净利润 70.98 亿元，同比增长 11.13%。

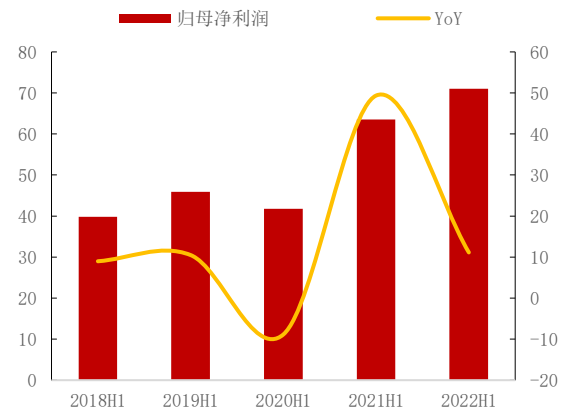
受疫情影响，乳品板块 Q2 业绩放缓。分季度看，2022 年春节期间，乳品终端动销表现良好，核心产品库存处于良性水平。虽然 3 月部分地区疫情一定程度上影响了发货节奏，但整体来看 3 月对乳品开门红影响相对有限。2022Q1，乳品板块实现营业总收入 474.80 亿元，同比增长 11.68%；实现归母净利润 40.04 亿元，同比增长 25.08%。步入二季度，疫情反复使部分地区物流受阻，乳品动销放缓，Q2 板块业绩增速环比下降。2022Q2，乳品板块实现营业总收入 492.58 亿元，同比增长 7.73%；实现归母净利润 31.20 亿元，同比下降 2.20%。Q2 乳品板块的归母净利润增速慢于营收增速主要系部分公司买赠促销等活动力度加大所致。

图 19：2018H1-2022H1 乳品板块营业总收入与增速（亿元，%）

图 20：2018H1-2022H1 乳品板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源: Wind, 东莞证券研究所



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

表 16: 2022H1 乳品板块业绩单季度表现 (亿元, %)

	营业总收入 (亿元)	营业总收入 YoY	归母净利润 (亿元)	归母净利润 YoY
2022Q1	474.80	11.68	40.04	25.08
2022Q2	492.58	7.73	31.20	-2.20

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

乳品板块龙头 Q2 业绩彰显韧性。4 月疫情一定程度上影响了乳品的发货节奏, 为加快去库存进程, 伊利股份在二季度疫情恢复常态化后加大了买赠促销力度, 业绩实现稳健增长, 彰显龙头韧性。2022Q2, 公司实现营业收入 324.16 亿元, 同比增长 11.23%; 实现归母净利润 26.14 亿元, 同比增长 4.91%; 实现扣非归母净利润 25.98 亿元, 同比增长 9.06%。光明乳业、三元股份与燕塘乳业等公司受疫情、成本处于高位等因素影响, Q2 业绩承压。妙可蓝多主营奶酪业务, 疫情影响下奶酪业务维持一定增长, Q2 营收同比增长 17.17%。Q2 妙可蓝多的归母净利润同比下降 26.72% 主要系物流、原材料成本上涨等因素所致。

表 17: 2022H1 乳品板块上市公司营业总收入情况 (亿元, %)

公司名称	2022H1 营业总收入	2022H1 营业总收入 YoY	2022Q1 营业总收入	2022Q1 营业总收入 YoY	2022Q2 营业总收入	2022Q2 营业总收入 YoY
伊利股份	634.63	12.31	310.47	13.47	324.16	11.23
妙可蓝多	25.94	25.48	12.86	35.24	13.08	17.17
光明乳业	144.11	1.03	72.46	3.68	71.64	-1.52
三元股份	42.62	-6.64	21.56	1.29	21.06	-13.56
新乳业	47.80	10.76	23.17	15.02	24.63	7.02
天润乳业	12.33	16.86	5.43	17.33	6.90	16.50
贝因美	16.14	43.95	8.14	43.68	8.00	44.23
皇氏集团	13.19	0.91	5.65	-6.09	7.54	6.88
燕塘乳业	8.99	-5.16	3.86	-2.99	5.12	-6.74
庄园牧场	4.96	3.25	2.44	4.16	2.53	2.39
熊猫乳品	3.78	-3.10	1.93	-1.76	1.85	-4.46
一鸣食品	11.64	5.71	5.56	12.95	6.07	-0.16

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

表 18：2022H1 乳品板块上市公司归母净利润情况（亿元，%）

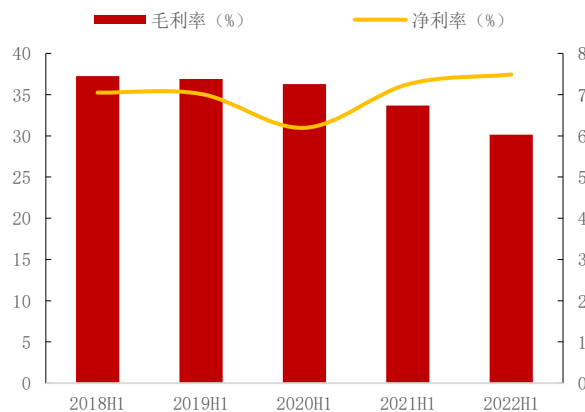
公司名称	2022H1 归母净利润	2022H1 归母净利润 YoY	2022Q1 归母净利润	2022Q1 YoY	2022Q2 归母净利润	2022Q2 YoY
伊利股份	61.33	15.23	35.19	24.32	26.14	4.91
妙可蓝多	1.32	18.03	0.74	129.55	0.58	-26.72
光明乳业	2.81	7.83	1.66	65.93	1.16	-28.21
三元股份	0.93	-51.18	0.42	-42.72	0.51	-56.41
新乳业	1.89	29.42	0.43	48.70	1.46	24.60
天润乳业	1.08	32.93	0.35	5.69	0.73	51.99
贝因美	0.43	28.01	0.20	38.45	0.23	20.02
皇氏集团	0.96	813.61	0.76	1387.70	0.20	264.17
燕塘乳业	0.58	-48.19	0.20	-41.49	0.38	-51.15
庄园牧场	0.09	-60.31	0.11	-45.50	-0.02	-207.69
熊猫乳品	0.23	-37.28	0.12	-19.21	0.11	-49.37
一鸣食品	-0.66	-210.34	-0.40	-497.66	-0.26	-152.58

资料来源：Wind，东莞证券研究所

5.2 乳品板块上半年毛利率下降，净利率增加

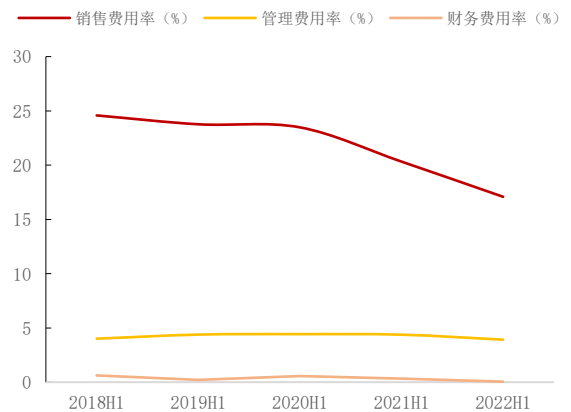
乳品板块上半年毛利率下降，净利率增加。今年以来，虽生鲜乳价格上涨压力趋缓，但价格仍维持在近五年高位水平，叠加伊利股份等公司会计政策发生变化，调整部分销售与管理费用计入营业成本，行业整体毛利率水平同比有所下滑。2022H1，乳品板块的毛利率为 30.16%，同比下降 3.52 个百分点。从费用端来看，2022H1，乳品板块的销售费用率为 17.08%，同比下降 3.24 个百分点；管理费用率为 3.92%，同比下降 0.46 个百分点；财务费用率为 0.05%，同比下降 0.28 个百分点。综合毛利率与费用率的情况，2022H1 乳品板块实现净利率 7.49%，同比增加 0.24 个百分点。

图 21：2018H1-2022H1 乳品板块毛利率与净利率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 22：2018H1-2022H1 乳品板块期间费用率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

在乳品上市公司中，生鲜乳价格、物流运输等成本处于高位使多数公司上半年毛利率承压，但由于乳企在发展过程中优化相关费用结构，2022 年上半年仅三元股份与一鸣食品的净利率下滑幅度大于毛利率。

表 19：2022H1 乳品板块上市公司盈利能力（%）

公司名称	2022H1 毛利率 (%)	同比变动	2022H1 净利率 (%)	同比变动	2022H1 期间费用率 (%)	同比变动
伊利股份	33.48	-3.92	9.71	0.26	22.39	-4.53
妙可蓝多	36.32	-3.38	5.74	-0.34	29.32	-3.38
光明乳业	19.11	-5.08	2.60	1.06	15.63	-6.22
三元股份	26.85	0.47	1.88	-1.25	24.21	-0.47
新乳业	25.13	-0.74	4.04	0.24	21.34	-0.77
天润乳业	18.14	0.00	9.00	0.63	8.61	0.07
贝因美	38.02	-15.58	2.72	-0.68	33.24	-11.80
皇氏集团	20.68	-1.21	7.68	5.46	22.43	1.95
燕塘乳业	24.19	-6.54	6.46	-5.47	15.03	-1.76
庄园牧场	21.20	-9.91	1.83	-2.93	16.37	-4.91
熊猫乳品	20.75	-4.82	6.37	-3.75	14.62	-0.55
一鸣食品	29.82	-4.00	-5.69	-11.14	36.90	8.39

资料来源：Wind，东莞证券研究所

5.3 乳品重点公司梳理

（1）伊利股份

公司上半年业绩实现稳健增长。单季度看，2022Q1，公司产品终端动销表现良好，核心产品库存处于良性水平，如期实现了开门红。步入二季度，4 月公司的常温奶动销一定程度上受到疫情影响，渠道库存偏高，5-6 月逐步改善。考虑到疫情恢复常态化后公司加大了买赠促销力度，公司 Q2 归母净利润增速整体慢于营收增速。2022Q2，公司实现营业收入 324.16 亿元，同比增长 11.23%；实现归母净利润 26.14 亿元，同比增长 4.91%；实现扣非归母净利润 25.98 亿元，同比增长 9.06%。

公司奶粉及奶制品业务 Q2 增速较快。分品类看，液体乳受疫情影响动销放缓，2022Q2 公司的液体乳实现营业收入 205.74 亿元，同比分别下降 4.53%。相对而言，其他品类受疫情影响相对较小。受益于澳优并表，公司 Q2 奶粉与奶制品业务营收增速较快。2022Q2，公司的奶粉与奶制品业务实现营业收入 66.76 亿元，同比增长 83.41%。冷饮产品与其他产品 Q2 营收分别为 44.99 亿元与 1.26 亿元，同比分别增长 29.28%与 113.56%。

公司上半年渠道渗透率进一步提升。分渠道看，公司目前加快全渠道战略布局，在夯实现有渠道的基础上，大力拓展新兴渠道，公司的渠道渗透率进一步提升。2022 年上半年，公司的经销渠道与直营渠道分别实现营业收入 606.10 亿元与 18.55 亿元，同

比分别增长 12.38%与 7.85%。凯度消费者调研数据显示,2022H1 公司液态乳品在新零售渠道营收同比增长 16.8%。

6. 投资策略

维持对行业的推荐评级。考虑到今年二季度部分地区疫情反复、终端需求尚未完全恢复等因素影响,行业 Q2 业绩增速环比下滑。分板块看, **白酒板块: 业绩表现分化, 高端白酒确定性强。** 高端白酒 Q2 业绩维持稳健增长, 凸显高确定性; 次高端白酒受疫情、去年同期高基数等因素影响, Q2 业绩表现有所分化。随着双节临近, 白酒企业回款进度加大, 经销商逐步进入双节备货阶段, 白酒需求有望平稳改善。目前市场对白酒二季度悲观预期已逐步消化, 叠加白酒步入中秋国庆旺季销售阶段, 预计白酒存在边际改善机会, 后续需进一步关注白酒批价、动销等重要指标, 把握确定性高的投资机会。标的方面, 建议关注高端白酒贵州茅台(600519)、五粮液(000858)、泸州老窖(000568), 次高端白酒山西汾酒(600809)、酒鬼酒(000799)、洋河股份(002304)、舍得酒业(600702)、水井坊(600779), 以及中端白酒古井贡酒(000596)、今世缘(603369)、口子窖(603589)等。 **大众品板块: 龙头彰显韧性, 关注需求、成本等边际改善机会。** 从 2022 年上半年的业绩情况来看, 大众品业绩亦呈现分化态势。其中啤酒板块在成本压力下高端化持续推进, 调味品板块基于去年低基数 Q2 业绩有所好转, 乳企 Q2 受疫情影响业绩增速放缓。随着疫情趋于常态化, 后续需求或以缓慢复苏为主。与此同时, 由于各子板块的影响因素不同, 修复节奏亦有所差异。市场可持续关注产品提价、成本下降、需求复苏等因素带来的边际改善, 把握行业中确定性高的优质板块。标的方面, 可重点关注青岛啤酒(600600)、重庆啤酒(600132)、伊利股份(600887)、海天味业(603288)、中炬高新(600872)、千禾味业(603027)、洽洽食品(002557)、味知香(605089)、安井食品(603345)、千味央厨(001215)、绝味食品(603517)等。

表 20: 重点公司盈利预测及投资评级 (2022/9/8)

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E		
600519	贵州茅台	1,815.00	41.76	50.11	58.03	43.46	36.22	31.28	推荐	维持
000858	五粮液	159.07	6.02	7.01	8.14	26.42	22.69	19.54	推荐	维持
000568	泸州老窖	220.78	5.41	6.84	8.53	40.81	32.28	25.88	推荐	维持
600809	山西汾酒	285.59	4.36	6.39	8.44	65.50	44.69	33.84	推荐	维持
002304	洋河股份	146.66	4.98	6.39	7.74	29.45	22.95	18.95	推荐	维持
600702	舍得酒业	150.71	3.75	5.02	6.84	40.19	30.02	22.03	推荐	维持
000799	酒鬼酒	136.31	2.75	3.98	5.34	49.57	34.25	25.53	推荐	维持
600779	水井坊	70.28	2.46	2.84	3.54	28.57	24.75	19.85	推荐	维持
603369	今世缘	41.58	1.62	1.98	2.44	25.67	21.00	17.04	推荐	维持
000596	古井贡酒	242.17	4.35	5.73	7.26	55.67	42.26	33.36	推荐	维持
603589	口子窖	47.29	2.88	3.17	3.72	16.42	14.92	12.71	推荐	维持
603288	海天味业	75.80	1.44	1.64	1.91	52.64	46.22	39.69	推荐	维持

600872	中炬高新	32.74	0.93	0.96	1.13	35.20	34.10	28.97	推荐	维持
603027	千禾味业	14.58	0.28	0.31	0.40	52.07	47.03	36.45	推荐	维持
600600	青岛啤酒	97.20	2.31	2.53	3.06	42.08	38.42	31.76	推荐	维持
600132	重庆啤酒	105.00	2.41	2.90	3.63	43.57	36.21	28.93	推荐	维持
600887	伊利股份	33.27	1.36	1.66	1.94	24.46	20.04	17.15	推荐	维持
603517	绝味食品	43.40	1.60	1.14	1.90	27.13	38.07	22.84	推荐	维持
002557	洽洽食品	47.00	1.83	2.10	2.52	25.68	22.38	18.65	推荐	维持
603345	安井食品	137.61	2.79	3.44	4.43	49.32	40.00	31.06	推荐	维持
605089	味知香	55.20	1.33	1.56	1.96	41.50	35.38	28.16	推荐	维持
001215	千味央厨	45.00	1.02	1.19	1.58	44.12	37.82	28.48	推荐	维持

资料来源：Wind，东莞证券研究所

7. 风险提示

(1) **原材料价格波动风险**。调味品、啤酒等大众品板块原材料价格存在波动的风险，若原材料价格上涨幅度较大，将增加大众品企业的成本压力，进而对行业业绩产生一定影响。

(2) **产品提价不及预期**。我国高端、次高端白酒企业价格带呈现扩容态势。后续若受疫情反复、终端需求不景气等因素扰动，白酒企业提价节奏或将受到影响。

(3) **渠道开展不及预期**。为扩大市场竞争力，行业中的公司积极进行渠道布局，扩张全国业务区域。若后续受疫情、经销商等因素影响而不能顺利开拓销售市场，将一定程度上影响公司渠道扩张进展。

(4) **行业竞争加剧**。目前我国食品饮料行业中的部分子板块市场竞争格局相对分散，市场竞争较为激烈。市场竞争加剧或一定程度上影响市场竞争格局，进而影响行业盈利水平。

(5) **食品安全风险**。食品安全问题是社会普遍关注的重要问题之一。若板块发生食品安全及品质问题，将对行业产生一定的负面影响。

(6) **宏观经济下行风险**。若后续疫情反复扰动，消费场景、渠道扩展等或将受到一定冲击，进而影响产品需求。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn