

食品饮料

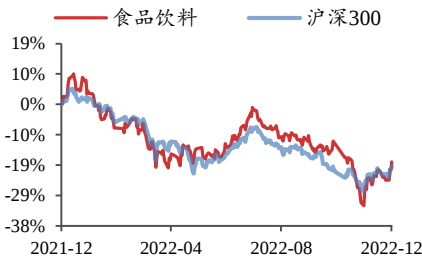
2022 年 12 月 01 日

延续消费复苏主线，把握确定性原则

——行业投资策略

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《底部盘整，静待复苏—行业周报》
-2022.11.27

《静待消费复苏，把握确定性原则—
行业周报》-2022.11.20

《稳中求进，否极泰来—行业周报》
-2022.11.13

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

逢晓娟（分析师）

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790521060002

叶松霖（分析师）

yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790521060001

● 市场表现：食品饮料年初至今跑输大盘，主要源于估值回落

2022 年 1-11 月食品饮料板块下跌 22.8%，跑输沪深 300 约 9.8pct，在一级子行业中排名靠后。分子行业看，葡萄酒一枝独秀（+11.6%），食品饮料中唯一获得正收益的板块。啤酒（-3.6%）也跌幅较少。白酒（-24.9%）、乳品（-27.6%）跑输食品饮料板块。涨幅分解来看，股价下跌主要源于估值回落：食品饮料 2022 年 1-11 月 PE 较 2021 年底回落 36.1%，预计 2022 年净利增长 17.2%，两者共同作用，年初至今板块股价下跌 22.8%。

● 总量判断：经济仍受影响，需求曲较为平缓

从宏观层面看，2021 年开始疫情缓慢复苏，2022 年疫情多地蔓延，给经济带来较大影响。并且疫情仍在持续，全年来看经济低速运行或已成为行业共识。2022 年前三季度 GDP 增 3.0%，是 2021 年以来的增速低点。同时 9 月社零数据仍延续低速运行（2.3%），1-9 月累计增速 0.7%，预计四季度也在偏低位置。整体看由于疫情影响，宏观经济环境尚未表现出强劲增长，社零数据也在偏弱区间运行。

● 2022 年节奏回顾：疫情是最大变量，全年呈降速走势

（1）从需求端来看，一季度是白酒传统的消费旺季，春节期间全国疫情控制较好，白酒正常回款。二季度华东区域有疫情蔓延，白酒动销受到疫情扰动，从报表来看二季度也体现出压力。三季度中秋国庆旺季，虽也有疫情影响，但企业回款端正常进行，报表均有较好表现，更多压力体现在渠道端。

（2）年内多数大众品面临需求收缩问题，库存成为此时厂家平衡发货与动销的调节器。二季度在低基数效应下公司业绩普遍较好，年中企业考虑到完成季度任务目标，选择提高库存以完成出货任务；三季度部分企业降速增长。我们判断当前行业需求接近底部。考虑到低基数效应，展望 2023 年大众品增速可能更优。

● 投资主线：延续消费复苏主线，把握确定性原则

往 2023 年展望，食品饮料最大投资主线就是消费复苏。受疫情影响经济 2022 年仍在低位运行，消费走弱后，从基本面的角度来看，我们判断行业已经处于筑底过程。二季度以华东为主的多个市场不同程度受到疫情影响，主要体现在餐饮需求与物流供给受限。三季度疫情仍在多个区域蔓延，中秋国庆旺季受到疫情影响。在全国对疫情重视程度提升背景下，我们认为疫情对于消费的影响在年内达到最大化，多数子行业 2023 年应处于回暖改善过程；从估值角度来看，经过前期回调，食品饮料已步入合理布局区间，部分企业估值已低于近年平均水平。假定现有政策不发生明显变化，预计 2023 年行业估值稳定，板块仍需回归业绩增长主线，建议把握确定性原则。我们选取 2023 年食品饮料交易策略四条主线：一是选择基本面稳健向上品种，布局白酒龙头；二是关注企业由于自身业务周期向上，处于困境反转的投资机会；三是上游成本变化情况，布局成本回落品种。四是关注主题性投资机会，比如共同富裕背景下乡村振兴带来的投资机会。

● 风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原料价格波动风险。

目 录

1、食品饮料跑输市场，葡萄酒板块表现较好.....	5
1.1、2022年1-11月食品饮料板块涨幅跑输市场.....	5
1.2、个股涨跌幅：非基金重仓的概念股表现较好.....	7
1.3、2022Q3基金重仓食品饮料比例连续两季度回升.....	8
2、投资主线：把握复苏节奏，寻找底部修复及高增长标的.....	9
2.1、总量判断：经济仍受影响，需求曲较为平缓.....	9
2.2、2022年节奏回顾：疫情是最大变量，全年呈降速走势.....	11
2.3、投资主线：延续消费复苏主线，把握确定性原则.....	11
3、行业：白酒韧性仍强，大众品接近底部.....	12
3.1、白酒：行业展现经营韧性，品牌之间分化明显.....	12
3.1.1、产品升级驱动行业结构性繁荣，龙头企业竞争优势不断提升.....	12
3.1.2、三季度白酒基本面环比改善，品牌之间分化明显.....	14
4、啤酒销量回升，结构持续升级.....	22
4.1、乳制品：疫情短期扰动，乳品需求弱复苏.....	25
4.2、肉制品：猪价处于上行周期，多措施缓解成本压力.....	29
4.3、调味品：疫情仍有扰动，期望外部环境改善.....	31
5、重点个股：优选龙头，关注消费复苏机会.....	33
5.1、贵州茅台：直销推进提速，旺季平稳过渡.....	33
5.2、五粮液：品牌优势凸显，业绩确定性高.....	34
5.3、山西汾酒：稳中求进，势头不减.....	35
5.4、洋河股份：收入维持高增，盈利能力改善.....	35
5.5、伊利股份：疫情及费用投放扰动，业绩短期承压.....	36
5.6、新乳业：疫情影响有限，业绩稳步增长.....	36
5.7、双汇发展：屠宰冻品利润释放，肉制品吨利略降.....	37
5.8、海天味业：外部压力持续，期待消费复苏.....	37
5.9、中炬高新：业绩如期增长，关注股权结构变化.....	38
5.10、涪陵榨菜：需求受益，利润可期.....	38
5.11、西麦食品：营收稳步增长，费用管控良好.....	39
5.12、味知香：营收恢复增长，多渠道布局潜力大.....	39
5.13、李子园：疫情短期扰动，稳步开拓全国市场.....	40
5.14、绝味食品：短期疫情拖累业绩，逆势拓店布局成长.....	40
5.15、周黑鸭：短期疫情反复影响，逆势拓店蓄力成长.....	41
5.16、煌上煌：疫情影响门店经营，静待公司底部恢复.....	41
5.17、洽洽食品：短期利润承压，估值低位值得关注.....	42
5.18、甘源食品：收入增速亮眼，高速增长可期.....	42
6、风险提示.....	43

图表目录

图1：2022年1-11月食品饮料涨跌幅市场排名 26/28.....	5
图2：2022年1-11月葡萄酒在食品饮料子行业中领涨.....	5
图3：2022年1-11月食品饮料板块股价回落，更多来自于估值收缩.....	6

图 4: 2022 年 11 月食品饮料估值处于行业高位.....	6
图 5: 2022 年 11 月食品饮料估值已有回落.....	6
图 6: 2022 年 10-11 月食品饮料涨跌幅市场排名 28/28	7
图 7: 2022 年 10-11 月其他酒类在食品饮料子行业中涨幅最高.....	7
图 8: 2022 年 1-11 月非基金重仓的概念股表现较好	8
图 9: 2022Q3 基金重仓食品饮料比例环比回升至 8.6%水平（单位：%）	8
图 10: 2022Q3 白酒重仓与非白酒重仓比例均有回升	9
图 11: 2022Q3 啤酒配置比例回升.....	9
图 12: 2022Q3 基金前十大重仓股中消费公司占有 5 席.....	9
图 13: 2022Q1-Q3GDP 增 3.0%在低位运行	10
图 14: 2022 年 9 月社零增速 2.5%.....	10
图 15: 2022 年 1-9 月食品制造企业营收增速回落	10
图 16: 2022 年 1-11 月除葡萄酒、鲜冷藏肉外，其他行业增速环比回落.....	10
图 17: 2009-2012 年期间，白酒各价格带均有较快增长	13
图 18: 2015 年起次高端、高端价格带收入表现好于整体.....	13
图 19: 2017 年起全国白酒企业产量下滑（万千升）	13
图 20: 2017 年开始，全国白酒平均价格持续上涨.....	13
图 21: 上市白酒公司市场份额持续提升	14
图 22: 规模以上白酒企业数量 2018 年以来下降明显.....	14
图 23: 2022Q3 上市白酒企业收入同比增长 16.3%	14
图 24: 2022Q3 上市白酒企业利润同比增长 21.5%	14
图 25: 2022Q3 预收账款规模同比增长 14.0%	15
图 26: 2022Q3 白酒企业经营性现金净流入同比下降.....	15
图 27: 2022Q3 白酒企业整体毛利率提升.....	15
图 28: 2022Q3 上市白酒企业净利率提升.....	15
图 29: 2022Q3 次高端和大众高端收入增速表现更好.....	16
图 30: 2022Q3 次高端利润增速最快.....	16
图 31: 飞天（散瓶）价格 2021 年下半年回落（单位：元）	19
图 32: 五粮液价格 2021 年下半年回落（单位：元）	19
图 33: 高端白酒规模持续增长	19
图 34: 高净值人群数量持续增长（单位：万人）	19
图 35: 高端酒历史销量增长稳健	20
图 36: 高端酒价格仍在可接受范围内	20
图 37: 销售额角度看次高端占比在三个价格带中最低.....	21
图 38: 销量角度看次高端销量仍有提升空间.....	21
图 39: 古井贡酒在安徽市场份额提升明显.....	21
图 40: 洋河股份和今世缘在江苏市场市占率提升.....	21
图 41: 全国大部分地区宴席用白酒主流价格处在 100-200 元区间	22
图 42: 2022 年 7 月啤酒产量同比上升 10.8%	22
图 43: 2022 年 1-9 月啤酒产量同比上升 1.4%.....	22
图 44: 包材价格同比降低，总体呈缓慢下降趋势.....	25
图 45: 2022Q3A 股上市乳企营收同比增 4.4%，净利同比降 26.2%	25
图 46: 中国人均乳制品消费量仍较低	26
图 47: 中国城镇与农村居民人均奶类消费较低.....	26
图 48: 中国人均乳制品消费金额仍较低	27

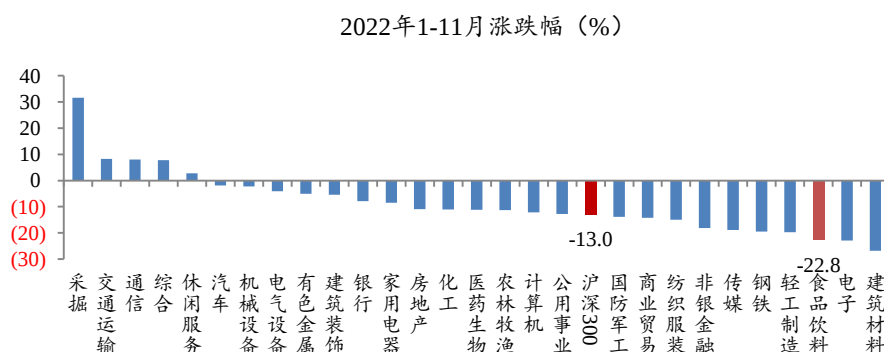
图 49: 2021 年中国乳制品消费结构以饮用奶为主.....	27
图 50: 2022 年 10 月 18 日全脂奶粉同比降 10.0%	28
图 51: 2022 年 10 月 26 日生鲜乳价格同比降 3.7%	28
图 52: 2021 年乳制品行业 CR2 占比达 48%.....	28
图 53: 2022Q3 全国性乳企营收增速最快.....	29
图 54: 2022Q3 乳制品企业业绩承压.....	29
图 55: 2022Q3A 股上市肉企营收同比增长 4.1%，净利同比增长 69.6%	30
图 56: 2022 年 3 月以来猪价、生猪价筑底回升.....	30
图 57: 2022 年 8 月生猪定点屠宰量同比降 6.96%	30
图 58: 2022 年 9 月生猪存栏同比增 1.4%	31
图 59: 2022 年 9 月能繁母猪存栏同比降 2.2%.....	31
图 60: 2022Q3 调味品营收净利分别增 7.8%与 1.8%.....	32
图 61: 2022Q3 酱醋公司营收净利分别增 4.1%与-2.7%.....	32
图 62: 2022Q3 调味品上市公司毛利率同比降 1.6pct.....	32
图 63: 2022Q3 调味品上市公司净利率同比回落 1.0pct.....	32
 表 1: 高端白酒 2022Q3 利润增速高于收入增速，毛利率、净利率相对平稳.....	16
表 2: 2022Q3 次高端品牌收入和净利润整体有所回暖.....	17
表 3: 大众高端白酒 2022Q3 业绩表现较好.....	18
表 4: 2022Q3 啤酒上市公司营收平稳增长.....	23
表 9: 调味品重点公司 2022Q3 净利率出现分化.....	33
表 10: 重点公司盈利预测及估值	43

1、食品饮料跑输市场，葡萄酒板块表现较好

1.1、2022 年 1-11 月食品饮料板块涨幅跑输市场

食品饮料涨幅跑输大盘，葡萄酒板块一枝独秀。2022 年 1-11 月食品饮料板块下跌 22.8%，跑输沪深 300 约 9.8pct，在一级子行业中排名靠后（第二十六）。分子行业看，葡萄酒一枝独秀（+11.6%），食品饮料中唯一获得正收益的板块。啤酒（-3.6%）也跌幅较少。白酒（-24.9%）、乳品（-27.6%）跑输食品饮料板块。葡萄酒板块表现较好，主要是中葡股份（+72.5%）摘帽后涨幅较多。啤酒主要是受益于三季度高温天气，销量改善较为明显。整体来看在疫情背景下食品饮料板块表现欠佳。

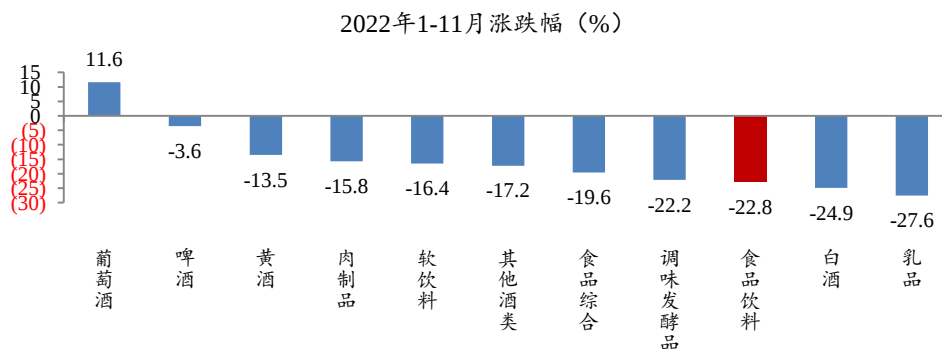
图1：2022 年 1-11 月食品饮料涨跌幅市场排名 26/28



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至 2022 年 11 月 4 日

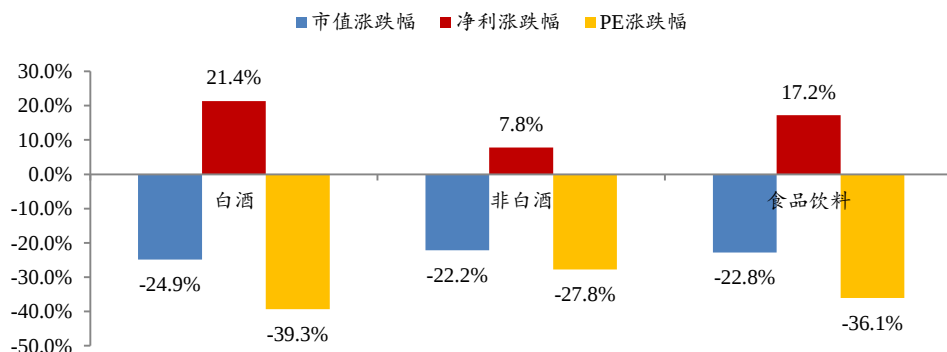
图2：2022 年 1-11 月葡萄酒在食品饮料子行业中领涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至 2022 年 11 月 4 日

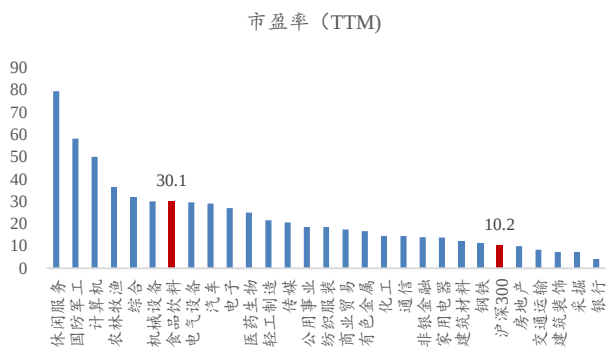
2022 年 1-11 月食品饮料板块股价回落，更多来自于估值收缩。食品饮料 2022 年 1-11 月 PE 较 2021 年底回落 36.1%，预计 2022 年净利增长 17.2%，两者共同作用，年初至今板块股价下跌 22.8%。其中：白酒估值同比下降 39.3%，预计 2022 年净利增长 21.4%，白酒板块股价回落 24.9%；非白酒估值下降 27.8%，预计 2022 年净利增长 7.8%，板块股价回落 22.2%。整体来看 2022 年初以来食品饮料板块股价下降，估值回落是主要原因。

图3：2022年1-11月食品饮料板块股价回落，更多来自于估值收缩


数据来源：Wind、开源证券研究所

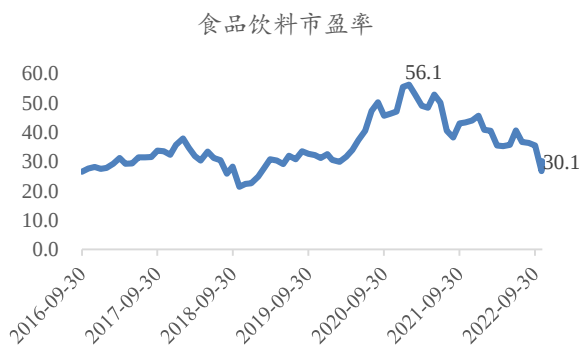
备注：股价涨跌幅截至2022年11月4日

食品饮料板块估值在28个行业中处于高位水平，但环比已有回落。食品饮料估值（TTM）约30.1倍，与其他子行业相比处于中高位置，但环比已从高位有所回落。

图4：2022年11月食品饮料估值处于行业高位


数据来源：Wind、开源证券研究所

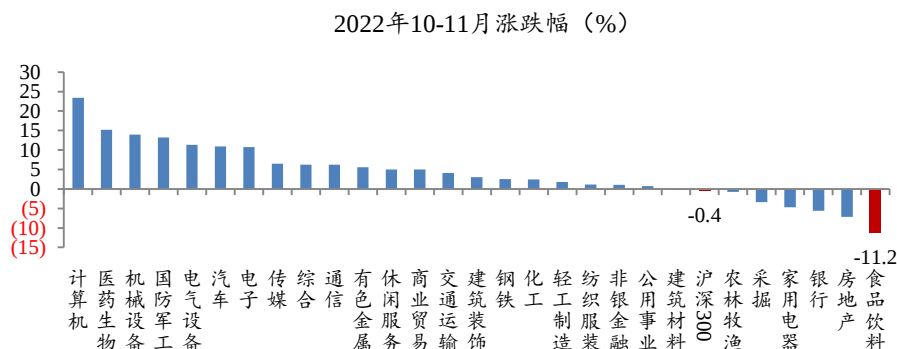
备注：市盈率截至2022年11月4日

图5：2022年11月食品饮料估值已有回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

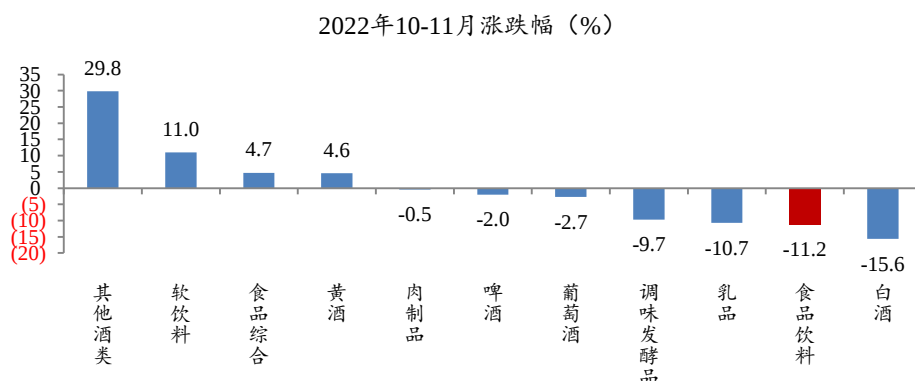
备注：估值截至2022年11月4日

2022年10-11月食品饮料股价涨幅垫底。进入四季度以来，2022年10-11月食品饮料板块下跌11.2%，跑输沪深300约10.8pct，在一级子行业中排名垫底。分子行业看，其他饮料（+29.8%）表现最好，除白酒（-15.6%）以外的其他子行业均跑赢食品指数。10月白酒板块大幅回落，更多是非基本面原因导致，如禁酒令的市场传闻、外资外流等。从三季报角度来看，白酒反而是食品饮料中表现最佳的子行业。

图6：2022年10-11月食品饮料涨跌幅市场排名 28/28


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2022年11月4日

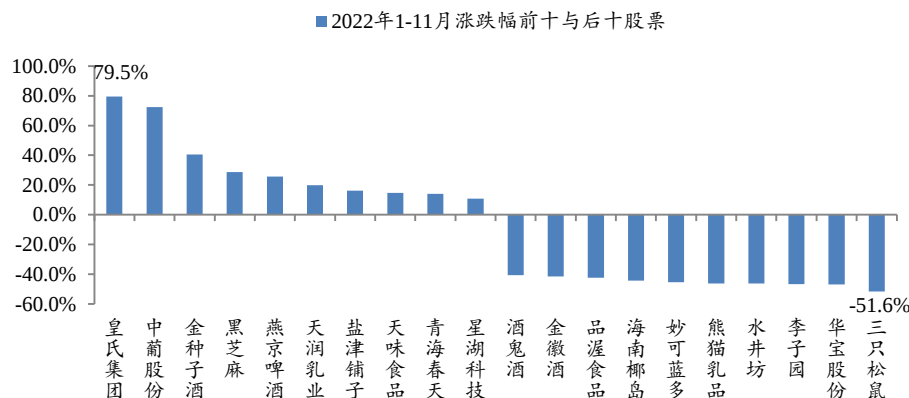
图7：2022年10-11月其他酒类在食品饮料子行业中涨幅最高


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2022年11月4日

1.2、个股涨跌幅：非基金重仓的概念股表现较好

非基金重仓的概念股表现较好。2022年市场受到疫情以及大宗原料价格上涨影响，出现整体性回落，受此影响基金重仓股均有不同程度下跌，相比之下非基金重仓概念股的股价表现突出。2022年1-11月板块涨幅前10股票中：皇氏股份(79.5%)、中葡股份(72.5%)、金种子酒(40.6%)涨幅位居第三，天润乳业(20.0%)、盐津铺子(16.1%)、天味食品(14.6%)是以业绩反转或较快增长的逻辑排名第六至八名。排名后十股票，部分是基金有部分持仓但业绩不及预期，导致利润与估值均有较大幅度回落，如酒鬼酒、妙可蓝多、水井坊等。

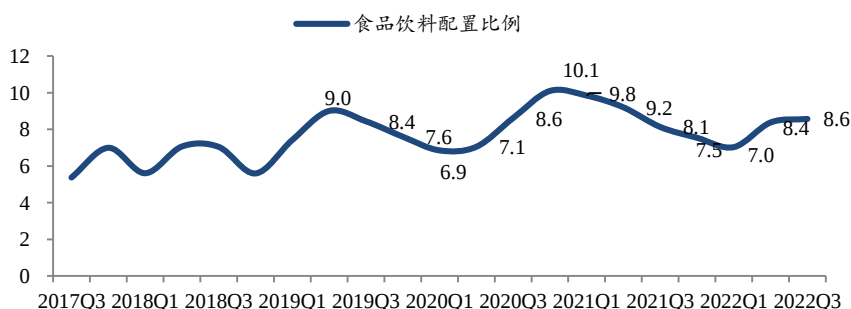
图8：2022年1-11月非基金重仓的概念股表现较好


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2022年11月4日

1.3、2022Q3 基金重仓食品饮料比例连续两季度回升

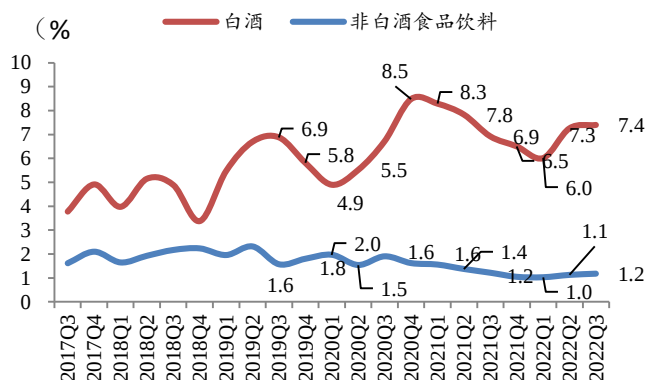
2022Q3 食品饮料配置比例回升，二季度板块涨幅跑输大盘。从基金重仓持股情况来看，2022Q3 食品饮料配置比例（持股市值占基金股票投资市值比例）由2022Q2的8.4%略回升至8.6%水平，环比提升0.2pct，持仓连续两个月出现回升。三季度以来食品饮料股价表现较弱，原因应与疫情在多区域出现，旺季对需求产生负面影响有关。单从市场表现来看，2022Q3 食品饮料板块整体下跌10.3%，市场排名第十四，跑输沪深300约0.7pct。我们预判受外资流出以及疫情影响，四季度消费可能仍然偏弱，预计年末食品饮料持仓情况可能会有回落。

图9：2022Q3 基金重仓食品饮料比例环比回升至8.6%水平（单位：%）


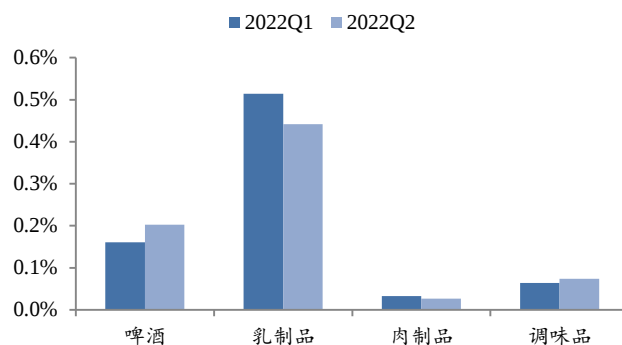
数据来源：Wind、开源证券研究所

从子行业分解来看，基金持有白酒比例由2022Q2的7.3%回升至2022Q3的7.4%水平。从重仓基金数量来看，泸州老窖、古井贡酒、贵州茅台、老白干酒、山西汾酒、迎驾贡酒、今世缘的持有基金数量均有回升。从基金重仓股份数量变动来看：白酒公司中泸州老窖、古井贡酒、老白干酒、迎驾贡酒、今世缘被基金增持，其余白酒公司均不同程度被基金增持。其中贵州茅台与山西汾酒出现重仓基金数量增加，同时基金减仓的情况，表明有新基金进行加配，但老基金减仓。三季度白酒持仓呈现出特点：一是基金增持业绩较好品种，如泸州老窖、古井贡酒、迎驾贡酒等；二是持股出现持续分化，五粮液、酒鬼酒等被持仓进一步缩减。由于基金持有白酒股

票相对集中，整体看白酒重仓市值比例仍有回升。2022Q3 整体非白酒食品饮料的基金重仓比例回升 0.05pct 至 1.17% 水平。

图10：2022Q3 白酒重仓与非白酒重仓比例均有回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

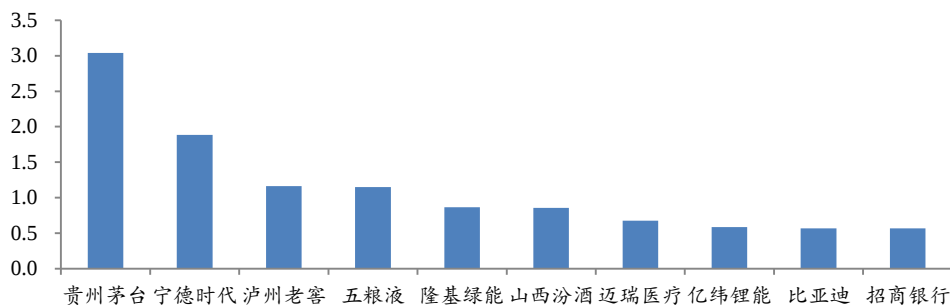
图11：2022Q3 啤酒配置比例回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

基金十大重仓股中食品占有四席，新能源产业公司数量增加。观测 2022Q3 市场整体的基金前十大重仓股，食品饮料占有四席：贵州茅台、泸州老窖、五粮液、山西汾酒。十大重仓股中消费公司占有五席（除食品饮料公司外，还有医药行业的迈瑞医疗），仍是配置主流。但三季度基金十大重仓股中，新能源赛道公司增加，包括宁德时代、隆基绿能、亿纬锂能、比亚迪四家公司。

图12：2022Q3 基金前十大重仓股中消费公司占有 5 席

持股市值占基金股票投资市值比(%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、投资主线：把握复苏节奏，寻找底部修复及高增长标的

2.1、总量判断：经济仍受影响，需求曲较为平缓

从宏观层面来看，2021 年开始疫情缓慢复苏，2022 年疫情多地蔓延，给经济带来较大影响。并且疫情仍在持续，全年来看经济低速运行或已成为行业共识。2022 年前三季度 GDP 增 3.0%，是 2021 年以来的增速低点。同时 9 月社零数据仍延续低速运行（2.3%），1-9 月累计增速 0.7%，预计四季度也在偏低位置。整体来看由于疫情影响，宏观经济环境尚未表现出强劲增长，社零数据也在偏弱区间运行。

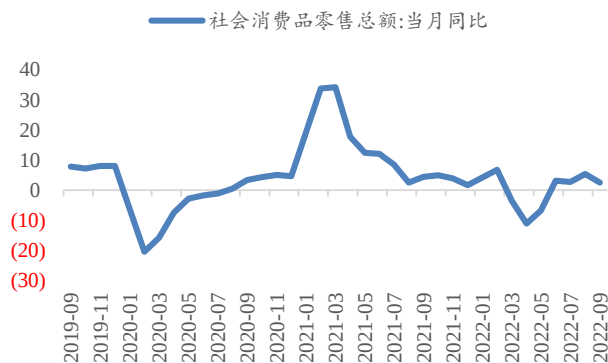
从微观层面来看产业表现：食品制造企业 2022 年 1-9 月营收增速 6.1%，增速回落，应是受到基数与疫情的双重影响；利润总额同比增 9.5%。观察行业数据，2022 年 1-9 月多数行业产量增速回落。其中除了葡萄酒、鲜冷藏肉以外，其他行业产量在疫情期间影响较大。

图13：2022Q1-Q3GDP 增 3.0%在低位运行



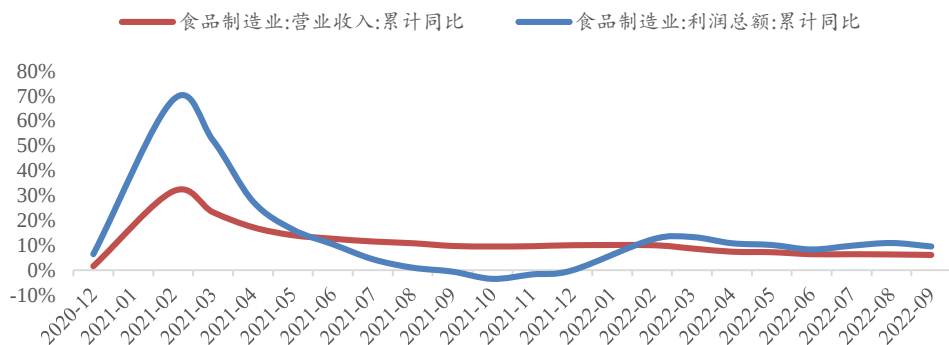
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2022 年 9 月社零增速 2.5%



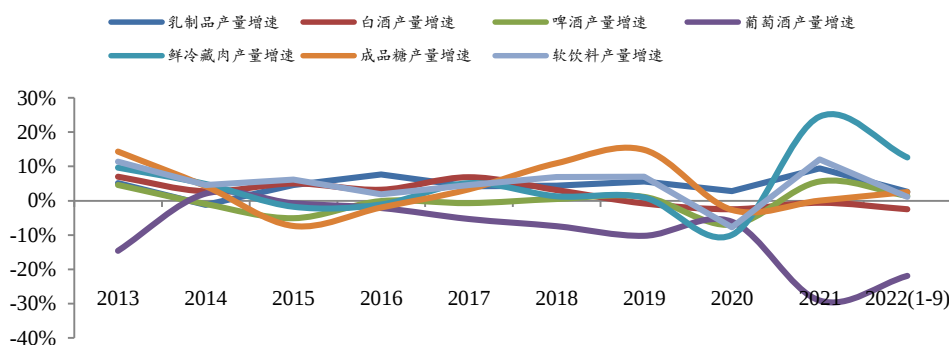
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2022 年 1-9 月食品制造企业营收增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2022 年 1-11 月除葡萄酒、鲜冷藏肉外，其他行业增速环比回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、2022 年节奏回顾：疫情是最大变量，全年呈降速走势

白酒：全年波动较大，疫情扰动较多。从需求端来看，一季度是白酒传统的消费旺季，春节期间全国疫情控制较好，白酒正常回款，也可以从白酒一季报普遍较好的业绩上得到验证。二季度华东区域有疫情蔓延，白酒动销受到疫情扰动，从报表来看二季度也体现出压力，增速降至低点。三季度中秋国庆旺季，虽也有疫情影响，但企业回款端正常进行，报表均有较好表现，更多压力体现在渠道端。往 2023 年展望，春节备货在高基数背景下可能会有压力；二季度由于低基数体现，预计业绩应普遍较好。

大众品：疫情影响需求，当前行业接近底部，后续低基数效应下增长可能更优。疫情对于大众品的扰动在于：一方面通过消费场景的限制来影响大众品需求；另一方面通过物流的限制来影响消费品的供给。年内多数大众品面临需求收缩问题，库存成为此时厂家平衡发货与动销的调节器。二季度在低基数效应下公司业绩普遍较好，年中企业考虑到完成季度任务目标，选择提高库存以完成出货任务；三季度部分企业降速增长。考虑到春节备货时间提前，渠道通常不愿产品日期跨年销售，我们预判四季度多数企业会通过费用投放的方式加大终端促销以降低库存，实际效果与疫情防控程度、需求恢复速度以及渠道执行力度相关。我们判断当前行业需求接近底部。考虑到低基数效应，展望 2023 年大众品增速可能更优。

2.3、投资主线：延续消费复苏主线，把握确定性原则

年内企业压力主要来自于疫情导致需求下移以及成本原料价格上行。10 月份伴随三季报披露，全年业绩已成定局，市场已重新审视并修正全年盈利预测。近年来市场对于企业盈利预测方差较大，核心原因在于市场对于外部经济环境以及疫情蔓延程度判断失真。而当下市场对于食品饮料板块的分歧，本质上也在于对于后续经济预期未能达成共识。我们对未来的判断，也是基于当前政策不变的条件下，对后续投资机会做出预判。

往 2023 年展望，食品饮料最大投资主线就是消费复苏。消费复苏分两个层面，首先是疫情得到有效控制后的消费场景恢复；其次经济上行带来的消费力提升。前者约束条件较少，只要疫情管控政策放松，消费者物理隔离限制减少，消费场景自然修复。受疫情影响经济 2022 年仍在低位运行，消费走弱后，从基本面的角度来看，我们判断行业已经处于筑底过程。行业最大不确定性在于疫情对需求影响的持续时间。二季度以华东为主的多个市场不同程度受到疫情影响，主要体现在餐饮需求与物流供给受限。三季度疫情仍在多个区域蔓延，中秋国庆旺季受到疫情影响。在全国对疫情重视程度提升背景下，我们认为疫情对于消费的影响在年内达到最大化，多数子行业 2023 年应处于回暖改善过程；从估值角度来看，经过前期回调，食品饮料已步入合理布局区间，部分企业估值已低于近年平均水平。假定现有政策不发生明显变化，预计 2023 年行业估值稳定，板块仍需回归业绩增长主线，建议把握确定性原则。我们选取 2023 年食品饮料交易策略四条主线：一是选择基本面稳健向上品种，布局白酒龙头；二是关注企业由于自身业务周期向上，处于困境反转的投资机会；三是上游成本变化情况，布局成本回落品种。四是关注主题性投资机会，比如共同富裕背景下乡村振兴带来的投资机会。具体来看：

策略一：选择基本面稳健向上品种，积极布局白酒。白酒需求韧性较足，防疫政策优化后将缓解白酒消费场景压制现象。行业分化明显，高端白酒品牌力强，周转速度快，仍保持稳定增长；次高端白酒波动较大，剑南春与山西汾酒表现较好；区域名酒在基地市场集中度持续提升。我们建议积极布局稳健成长的高端白酒，以及持续快速增长的次高端白酒，推荐贵州茅台、五粮液、山西汾酒等酒企。同时关注地产酒龙头，如洋河股份、古井贡酒等。

策略二：关注企业由于自身业务周期向上，处于困境反转的投资机会。2022 年部分行业由于受到基数、组织架构、渠道结构转变等自身因素影响，处于经营困境。2023 年在企业自身调整后，有望出现反转局面，或可能加速增长。重点关注调味品以及休闲食品行业的机会。

策略三：把握上游成本变化情况，布局成本回落品种。2022 年多数大宗商品以及农产品原料价格提升，给企业利润带来压力。年中虽有部分原料价格环比回落，同比仍有上涨。往 2023 年展望，部分上游成本价格可能回落，企业利润可能释放。建议关注成本回落品种，如啤酒等。

策略四：关注共同富裕背景下的乡村振兴带来的投资机会。共同富裕背景下乡村振兴是重要主题。国家重提供销社发展改革，意在乡镇市场发挥重要作用，加快农业社会化服务。如果政策得当，三四线城市以及县级市场人均收入水平提升，将对于下线城市消费起到较大提升作用，礼品市场升级速度有望加快，具有乡镇礼品属性的产品可能会受益。

3、行业：白酒韧性仍强，大众品接近底部

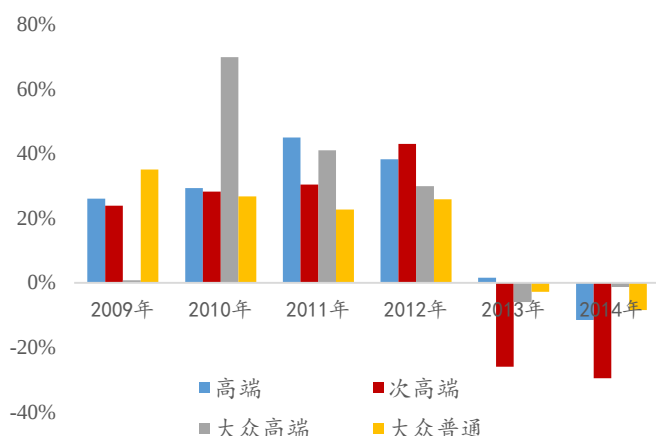
3.1、白酒：行业展现经营韧性，品牌之间分化明显

3.1.1、产品升级驱动行业结构性繁荣，龙头企业竞争优势不断提升

2015 年白酒行业复苏以来，产品提价升级、企业管理改革、行业集中度提升、参与者强弱分化是本轮白酒行业的四个主要趋势。2021 年行业从上半年资本持续入局延续酱酒热潮，下半年国家政策出台抑制酱酒乱象，行业回归品牌化和规范化竞争。2022 年，在全国疫情点状复发下，存量挤压市场将加速行业分化，白酒将进入以品牌与品质为核心的价值消费时代，市场份额进一步向优势品牌、优势企业、优势产区集中。

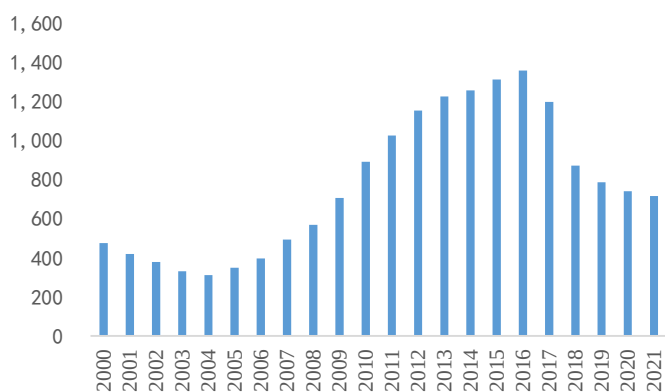
本轮白酒增长本质是由消费升级带动，行业呈现结构性繁荣。2009-2012 年期间，白酒行业普惠式扩容，各个价格带的白酒都有较好表现，但是自 2015 年开始，白酒消费者群体由过去政务消费引领转变为大众消费、商务消费为主，消费者对品牌、品质更加重视。2015 年以来高端白酒引领行业结构性增长，高端、次高端价格带增速明显快于中低端价格带，产品升级成为 2015 年以来白酒行业增长的主要驱动力。因此聚焦产品升级、掌控渠道秩序，成为白酒公司近年来的重点工作。

图17：2009-2012年期间，白酒各价格带均有较快增长



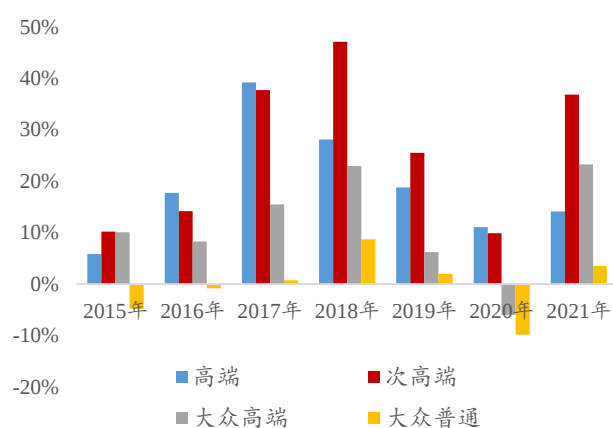
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2017年起全国白酒企业产量下滑（万千升）



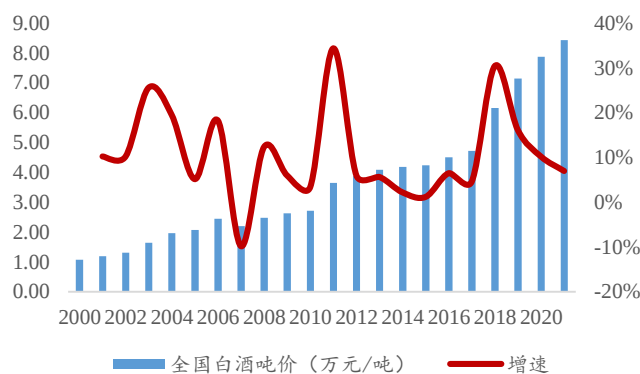
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2015年起次高端、高端价格带收入表现好于整体



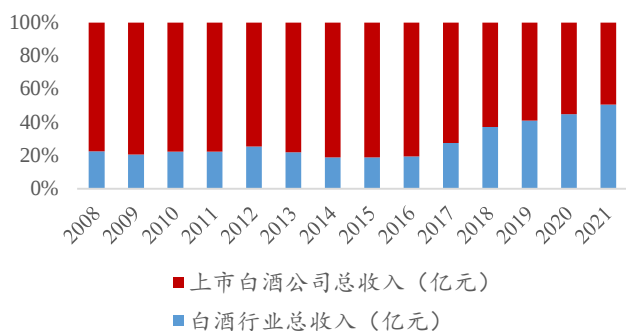
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2017年开始，全国白酒平均价格持续上涨

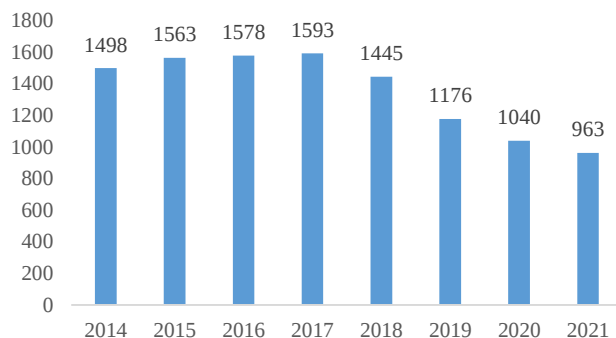


数据来源：Wind、开源证券研究所

行业集中度持续提升，疫情常态化加剧品牌分化。2018年开始，随着消费升级的持续、快速演进，名优酒企之间也出现了明显的分化，提前在产品布局、渠道配合上做的较好的企业势能持续释放，而没有及时把握住升级时机的酒企发展遇到瓶颈。近两年在疫情常态化下，需要做一地一策的市场方案，也需要根据市场情况及时灵活的转变方向，更考验不同品牌的综合管理能力、应变灵活度、厂商利益建设水平和消费者服务能力，分化态势更加明显。

图21：上市白酒公司市场份额持续提升


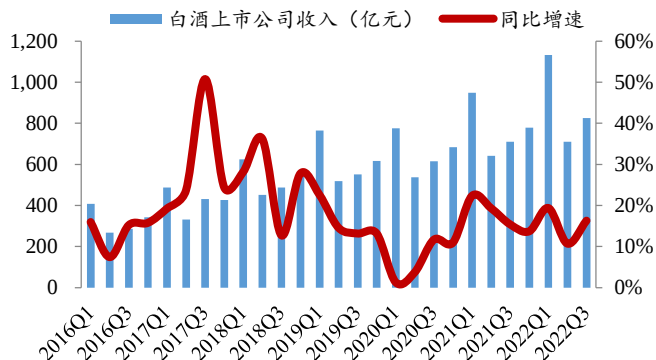
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图22：规模以上白酒企业数量 2018 年以来下降明显


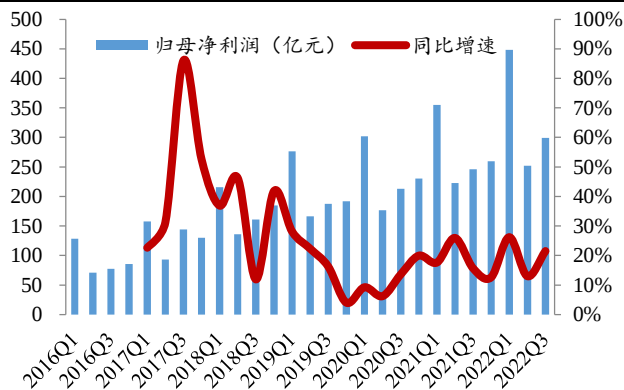
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

3.1.2、三季度白酒基本面环比改善，品牌之间分化明显

三季度上市公司整体收入和净利润同比实现较好增长，环比二季度改善更加明显。2022 年 4-5 月全国局部地区疫情复发，白酒消费场景受到较大限制，影响渠道回款节奏。三季度是白酒消费旺季，期间全国疫情整体可控，白酒消费场景和消费意愿均有回暖，酒厂也积极进行回款冲刺。2022Q3 上市白酒公司整体收入 826.2 亿元，同比增长 16.3%，实现净利润 299.0 亿元，同比增长 21.5%。

图23：2022Q3 上市白酒企业收入同比增长 16.3%


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

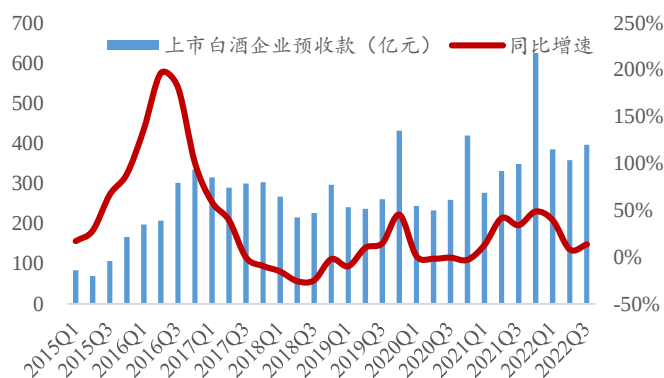
图24：2022Q3 上市白酒企业利润同比增长 21.5%


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

2022 年 9 月末预收款规模环比提升。三季度酒企和渠道积极追赶上半年因疫情耽误的回款进度，部分上市公司在 9 月底已完成 2021 年同期进度水平。2022 年 9 月末上市白酒公司合同负债总额 396.5 亿元，环比 Q2 增加 37.9 亿元，同比 2021 年 9 月末增加 47.9 亿元。

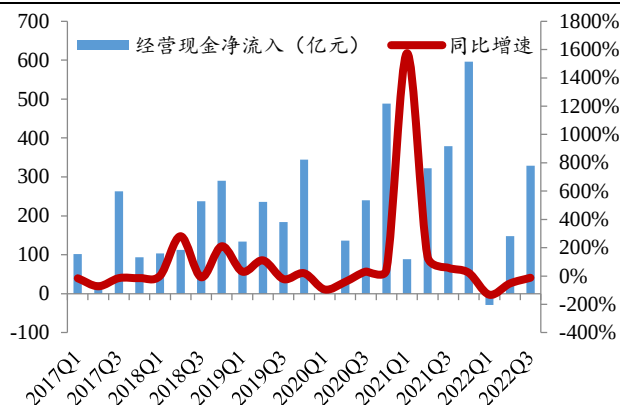
2022Q3 上市公司经营现金流入同比下降，但环比改善明显。2022Q3 经营现金流入增速同比下降，2021Q3-2022Q3 上市公司整体经营性现金净流入额同比增速分别为+58%、+22%、-133%、-54%、-13%。由于行业动销有压力，酒企普遍给经销商提供了票据回款、授信背书等金融支持，减轻经销商资金压力，上市公司经营活动现金流入表现普遍不好，但环比二季度情况还是有明显好转。

图25：2022Q3 预收账款规模同比增长 14.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

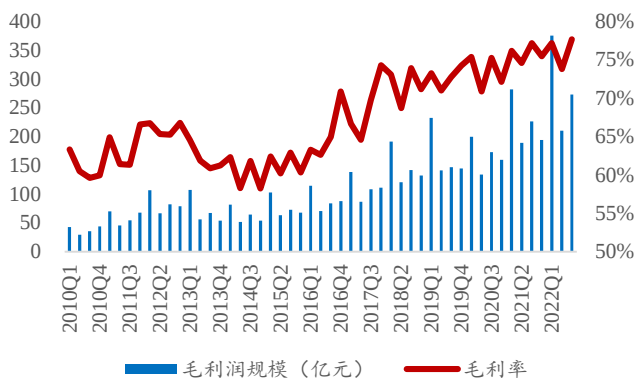
图26：2022Q3 白酒企业经营性现金净流入同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

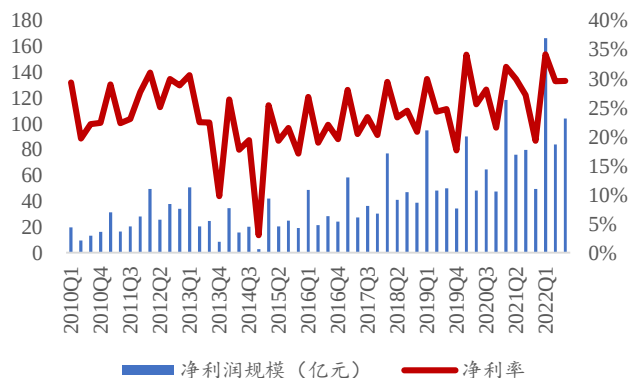
通过产品结构优化，上市酒企毛利率小幅提升，规模效应下，净利率弹性更大。在原材料、能源成本普遍上升的背景下，上市白酒企业通过引导产品结构升级，Q3整体毛利率仍然有小幅提升。2022Q3上市白酒公司（剔除茅五）毛利率为77.7%，同比2021Q3提升0.5pct。规模效应下，虽然酒企费用投放力度加大，但是费用聚焦更高端产品、费用方向精准优化等原因导致费效比更高，2022Q3上市公司整体（剔除茅五）净利率为29.7%，同比提升2.5pct。

图27：2022Q3 白酒企业整体毛利率提升



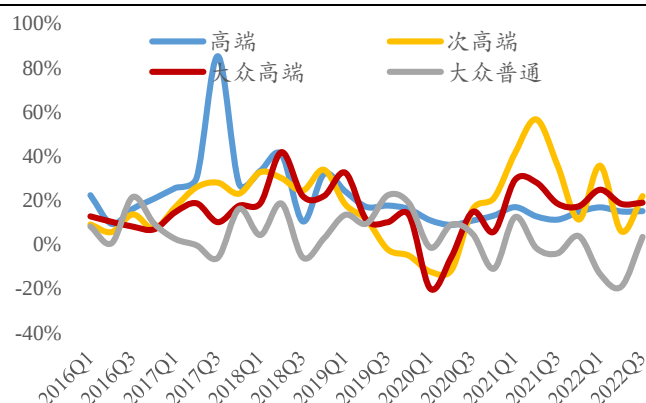
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2022Q3 上市白酒企业净利率提升

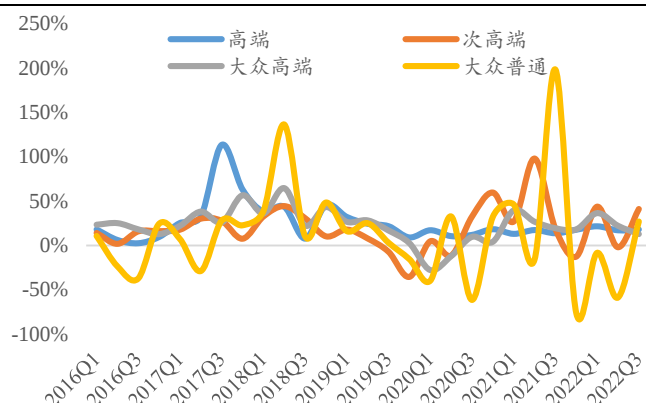


数据来源：Wind、开源证券研究所

分价格带看：前三季度高端价格带收入增速，次高端波动较大，大众高端价格带表现最好。高端白酒需求具有一定刚性，整体动销保持平稳，而且渠道质量高，抗风险能力强。2022Q1-2022Q3 高端酒收入同比增速分别为+17%、+15%、+15%。次高端消费大多集中在餐饮和宴席，二季度疫情导致消费场景缺失，三季度疫情影响减弱，动销环比改善，收入改善较为明显，2022Q1-2022Q3 收入同比增速分别为+36%、+6%、+22%。大众高端酒主要为江苏和安徽龙头酒企，两省份疫情影响有限，省内经济稳定增长也为白酒消费升级提供良好环境，整体基本面表现处于行业前列，2022Q1-2022Q3 收入增速分别为+25%、+18%、+19%。

图29：2022Q3 次高端和大众高端收入增速表现更好


数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2022Q3 次高端利润增速最快


数据来源：Wind、开源证券研究所

三季度高端白酒延续稳健发展，业绩、利润均实现双位数增长。贵州茅台三季度直营渠道贡献主要增量，单三季度 i 茅台酒类不含税营收 40.5 亿元，后续随着品类丰富以及线下配送网点增加，i 茅台承载能力进一步释放，带动直营占比持续提升，此外茅台 1935 产品填补公司千元价格带空缺，打开系列酒向上成长空间，延续高增长趋势，整体看公司经营势能充分，市场化改革仍有空间。五粮液面对疫情不确定性风险，坚持将价盘稳定列为首要任务，核心大单品八代普五在双节期间动销良好，批价和渠道利润保持平稳，彰显千元价位龙头优势，公司内部动能充分，全年业绩有望高质量完成。泸州老窖三季度业绩延续高增长趋势，经营节奏调控有序，高度国窖控货挺价稳步增长，低度国窖放量高增分担业绩压力，中低档产品调整后渐入佳境，老字号特曲和特曲 60 逐步起量，公司内部管理势能提升，成长潜力有望延续。

表1：高端白酒 2022Q3 利润增速高于收入增速，毛利率、净利率相对平稳

简称	项目/时间	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
贵州茅台	营收增速	11.4%	10.0%	14.0%	18.3%	15.9%	15.2%
	净利润增速	12.5%	12.4%	18.1%	23.6%	17.3%	15.8%
	毛利率	91.3%	91.1%	92.6%	92.6%	92.1%	91.6%
	销售费用率	3.2%	2.4%	2.5%	1.6%	3.7%	3.0%
	净利率	47.2%	47.9%	46.9%	52.0%	47.8%	48.1%
五粮液	营收增速	18.0%	10.6%	11.2%	13.3%	10.0%	12.2%
	净利润增速	23.0%	11.8%	11.8%	16.1%	10.3%	18.5%
	毛利率	72.1%	76.1%	75.6%	78.4%	73.9%	73.3%
	销售费用率	14.7%	14.2%	6.7%	7.4%	15.9%	11.4%
	净利率	31.2%	31.8%	36.7%	39.3%	31.3%	33.6%
泸州老窖	营收增速	5.7%	20.9%	29.3%	26.1%	24.1%	22.3%
	净利润增速	36.1%	28.5%	41.1%	32.7%	29.0%	31.0%
	毛利率	85.2%	87.5%	84.4%	86.4%	85.3%	88.5%
	销售费用率	11.8%	15.7%	25.5%	10.7%	10.1%	13.6%
	净利率	47.7%	42.8%	25.7%	45.6%	49.6%	45.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

次高端三季度整体环比提速，同时内部分化明显。次高端产品由于消费场景多为宴席场合，客户群体主要是企业单位，其增长与经济相关性更高，在经济波动和

疫情管控下，次高端白酒整体受到的冲击较为明显。2021 年浓香次高端企业扩张较快，酱酒产品大热，整个社会库存较高，今年受宏观环境影响进入库存去化周期，导致 2022 年次高端整体降速比较明显。但部分单品如青花 20 和水晶剑表现的仍然较好，其共性是过去几年库存控制良好，品牌和渠道建设更加扎实牢固。全国化起步较晚的次高端品牌，面对行业变化，进一步加强了市场管理水平和组织建设，维护了核心单品的价格稳定，也为未来健康发展奠定了基础。

表2：2022Q3 次高端品牌收入和净利润整体有所回暖

简称	项目/时间	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
水井坊	营收增速	691.5%	38.9%	14.0%	14.1%	10.4%	7.0%
	净利润增速	-52.0%	56.3%	-13.4%	-13.5%	-116.9%	10.0%
	毛利率	83.5%	85.8%	82.8%	84.9%	84.6%	84.4%
	销售费用率	52.7%	13.0%	36.2%	29.0%	43.3%	13.3%
	净利率	-7.1%	39.3%	16.4%	25.6%	1.1%	40.4%
舍得酒业	营收增速	119.3%	64.8%	44.9%	83.3%	-16.3%	30.9%
	净利润增速	215.3%	59.7%	2.1%	75.7%	-29.7%	55.7%
	毛利率	79.7%	76.7%	77.1%	80.8%	73.8%	78.7%
	销售费用率	14.5%	21.4%	19.7%	18.5%	15.6%	18.6%
	净利率	31.8%	19.3%	20.3%	28.2%	26.7%	22.9%
山西汾酒	营收增速	73.4%	47.9%	-24.9%	43.6%	0.4%	32.5%
	净利润增速	258.2%	55.9%	-29.6%	70.0%	-4.3%	57.0%
	毛利率	77.2%	76.2%	72.1%	74.8%	78.4%	77.9%
	销售费用率	14.9%	14.7%	13.8%	11.2%	15.9%	16.4%
	净利率	28.4%	26.0%	16.0%	35.2%	27.1%	30.8%
酒鬼酒	营收增速	96.8%	128.7%	10.8%	86.0%	5.3%	2.5%
	净利润增速	174.0%	43.4%	7.8%	94.5%	-18.7%	21.1%
	毛利率	81.2%	79.2%	80.2%	79.8%	77.8%	81.7%
	销售费用率	21.5%	29.0%	28.0%	21.8%	27.0%	26.5%
	净利率	30.1%	22.7%	22.4%	30.9%	23.2%	26.8%
洋河股份	营收增速	20.7%	16.7%	55.8%	23.8%	17.1%	18.4%
	净利润增速	28.6%	-13.1%	-0.5%	29.1%	6.1%	40.4%
	毛利率	70.8%	76.1%	77.8%	77.3%	66.5%	76.0%
	销售费用率	13.5%	13.5%	39.4%	6.6%	10.7%	14.0%
	净利率	35.8%	24.2%	8.7%	38.3%	32.4%	28.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

基地市场经济环境良好，酒企加强份额争夺，大众高端白酒表现超越行业平均水平。上市公司中，地产白酒主要集中在江苏省和安徽省，较好的经济环境下，产品结构升级趋势延续。分品牌看，今世缘业绩增速表现亮眼，核心单品国缘对开和四开充分受益江苏省内结构升级，收入增速提振，省内地位稳固下，公司在 V 系列培育和省外市场布局上将更加顺利。古井贡酒和迎驾贡酒增长良好，主要系三季度安徽白酒动销氛围浓厚，合肥市内大众和商务消费场景增加明显，带动 200-500 元价位产品快速增长，其中古 8、古 16、洞 9、洞 16 等升级产品均实现较好增量。2022 年，地产白酒强势品牌集中度提升速度加快。

表3：大众高端白酒 2022Q3 业绩表现较好

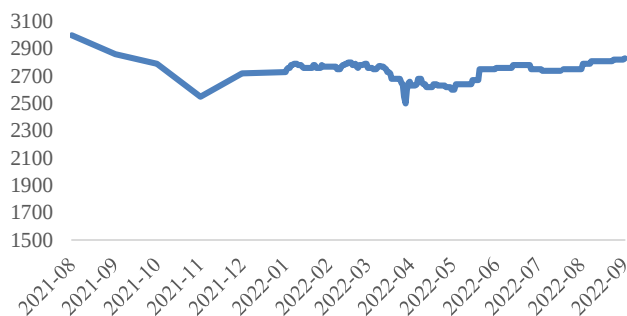
简称	项目/时间	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
古井贡酒	营收增速	28.6%	21.4%	42.5%	27.7%	29.5%	21.6%
	净利润增速	45.4%	15.1%	3.8%	34.9%	45.3%	19.3%
	毛利率	75.6%	75.2%	72.1%	77.9%	77.0%	73.7%
	销售费用率	28.1%	28.3%	34.9%	30.2%	26.9%	27.3%
	净利率	19.6%	19.1%	10.4%	20.8%	22.0%	18.7%
口子窖	营收增速	35.0%	24.0%	5.7%	11.8%	-7.9%	5.7%
	净利润增速	10.0%	22.7%	39.9%	15.5%	-4.9%	-0.2%
	毛利率	72.8%	74.3%	72.1%	78.0%	72.1%	72.8%
	销售费用率	17.1%	12.3%	10.3%	14.9%	14.9%	12.1%
	净利率	25.0%	33.4%	41.2%	37.0%	25.8%	31.5%
今世缘	营收增速	27.3%	15.8%	15.8%	24.7%	14.0%	26.1%
	净利润增速	20.5%	23.8%	30.4%	24.5%	16.3%	27.3%
	毛利率	66.2%	78.5%	83.7%	74.3%	69.2%	79.6%
	销售费用率	7.6%	18.4%	28.0%	13.0%	10.1%	20.0%
	净利率	36.4%	24.5%	30.8%	33.5%	37.1%	24.8%
迎驾贡酒	营收增速	57.1%	27.0%	14.3%	37.2%	1.8%	24.5%
	净利润增速	122.3%	86.2%	-0.3%	49.1%	3.0%	14.4%
	毛利率	61.3%	73.4%	65.4%	71.4%	63.2%	69.1%
	销售费用率	10.8%	10.8%	9.4%	7.8%	11.9%	8.7%
	净利率	23.7%	33.8%	30.1%	34.9%	24.0%	31.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

挑战和机遇并存，企业之间分化将更加明显。自 2022 年二季度开始，新冠病毒变异之后传染速度更快，疫情防控趋于严格，同时房地产、平台经济等宏观产业政策变化较大，居民长期消费信心不足，这些都对白酒行业形成挑战，我们也观察到各个价格带趋势有新的变化，企业之间出现明显分化，更考验企业管理水平和组织反应能力，同时我们展望长期，仍然对白酒行业需求充满信心。

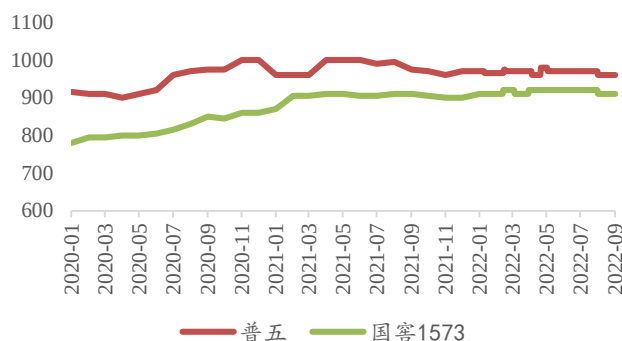
短期来看：贵州茅台主动控价、宏观经济压力下，高端白酒价格自 2021 年下半年开始承压。背景之一是贵州茅台取消拆箱、成立电商平台，主动管控价格，尽量还原茅台消费属性，飞天价格快速回落后趋于平稳。背景之二是贵州茅台启动战略单品 1935，终端定价 1200-1400 元价格带，投放量加大给千元价格带格局带来新变化。背景之三是千元价格带龙头五粮液价格自 2021 年三季度回落之后，渠道利润缩窄，虽然采取一系列控价措施，但又碰到疫情影响，价格拉升仍在途中。展望未来，第一，多维度改革下，飞天茅台价格逐步回归市场化，对高端价格带是带动作用。第二，疫情影响减弱之后，五粮液严格的价格管控措施效果将明显生效，提振渠道和行业信心。

图31：飞天（散瓶）价格 2021 年下半年回落（单位：元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

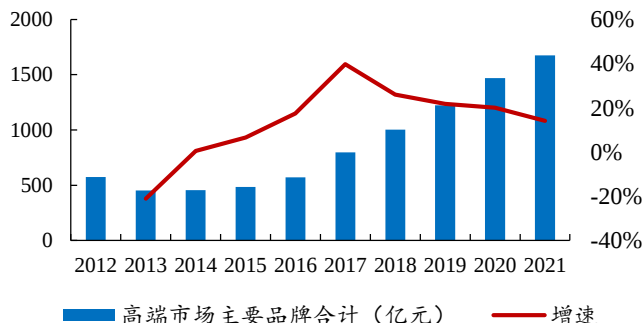
图32：五粮液价格 2021 年下半年回落（单位：元）



数据来源：今日酒价、开源证券研究所

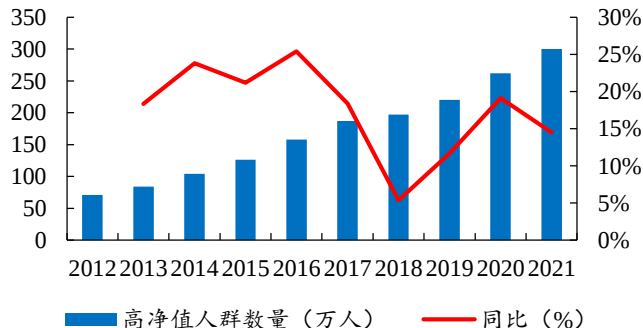
长期来看，**高端酒确定性与成长性兼备**。居民消费持续升级是高端白酒扩容的基础。2013 年以来我国居民收入快速增长，平均财富水平不断增加。一方面中产阶级不断扩容，另一方面富裕阶层财富水平也持续提升。随着财富的提升，消费信心增加，消费者更多的追求高价格、高品质、能体现个人财富地位的商品。2015-2021 年，高端白酒市场规模复合增速 22.9%，随着高净值人群数量和资产量的提升，高端白酒市场仍将持续扩容。

图33：高端白酒规模持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

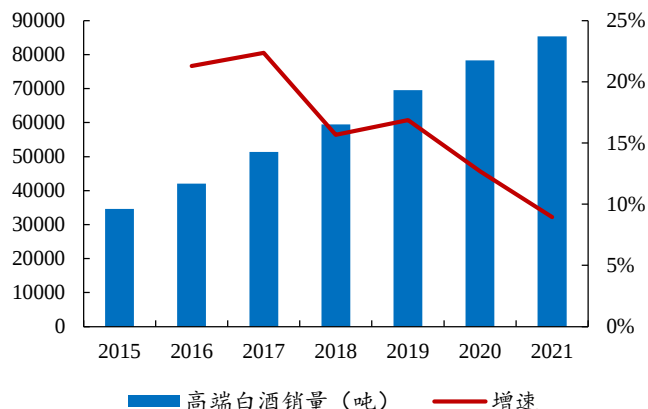
图34：高净值人群数量持续增长（单位：万人）



数据来源：招商银行私人财富报告、开源证券研究所

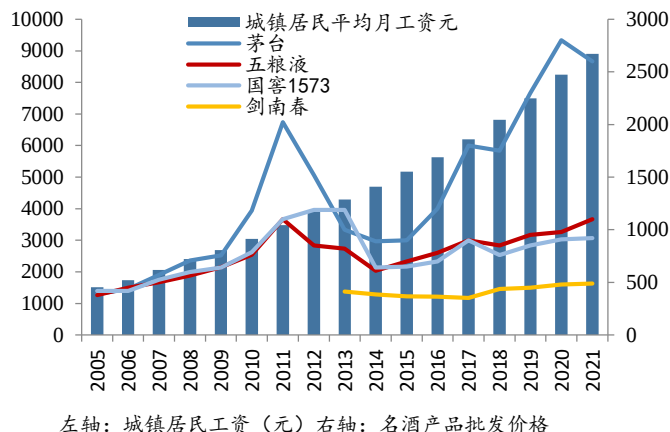
拆分来看，**高端白酒量价均有提升空间**。高端白酒 2021 年销量约 8.5 万吨，2015-2021 年复合增速 16.2%，受益于消费升级和品牌化带动，预计未来高端酒销量仍能保持年均 6%-10% 左右增速。2021 年末城镇居民平均月工资水平较 2011 年已经翻倍，飞天茅台、五粮液、国窖 1573 终端价格刚达到 2011 年时最高点水平，因此考虑到居民消费水平提升幅度与高端白酒产能的稀缺性，目前高端白酒价格仍有提升空间。

图35：高端酒历史销量增长稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：高端酒价格仍在可接受范围内

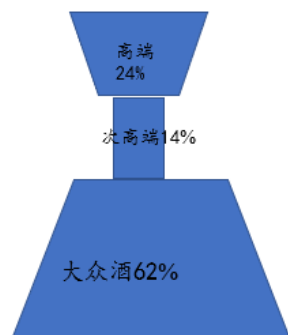


数据来源：Wind、开源证券研究所

次高端产品动销对宏观经济变化更加敏感，经营状态波动较大。部分次高端企业仍处于渠道巩固、空白渠道建设阶段，产品使用场景以商宴为主，阶段性对疫情影响更加敏感。相较高端白酒家喻户晓的品牌知名度以及区域白酒多年完善的渠道建设，部分次高端企业自2015年-2020年才陆续重塑经销商体系，重点市场深耕程度仍有不足（山西汾酒大基地市场质量较好），仍有较多潜力市场等待开发：水井坊2015年开始重塑通路、酒鬼酒2019年正式开始以内参为先锋发力全国，舍得酒业2020年开始重新大规模招商。疫情管控令空白市场招商和销售员异地拓展阶段性受阻，消费者培育活动开展难度加大。次高端产品主要使用场景是商务宴请、企业活动等，疫情常态化对该场景影响较大，次高端酒企阶段性面临的调整和压力会较高端和大众产品更大一些。

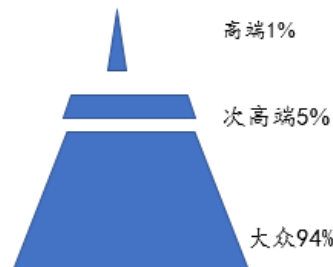
展望未来，次高端价格带销量和价格均有提升空间，属于成长潜力最大价格带。随着五粮液、国窖2019年提价之后逐步站稳，为次高端价格带上移提供外部环境，2020年开始400元以上价格带增势明显，例如剑南春、红花郎、红坛酒鬼酒等2020年初以来不断提升标杆价格，今世缘四开升级换代。600-800元价格带刚刚形成，次高端代表品牌积极占位，角逐未来：洋河推出梦6+、今世缘聚焦资源发力V系列、水井坊进行组织架构和渠道改革，发力典藏系列等。虽然疫情阶段性对次高端的结构提升造成干扰和压力，但后续随着疫情管控逐步优化，宏观经济逐步好转，酒企的结构升级以及全国化扩张仍将持续，预计次高端价格带仍将保持较高增速。

图37：销售额角度看次高端占比在三个价格带中最低



数据来源：Wind、开源证券研究所

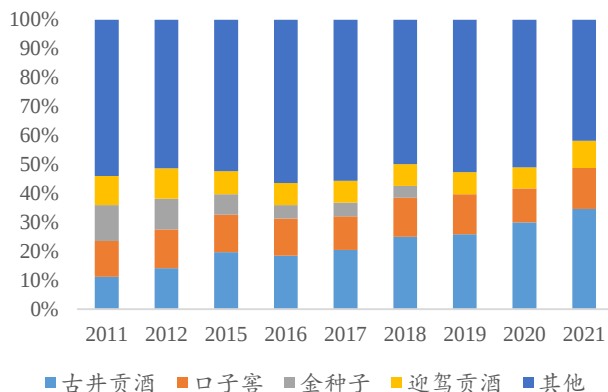
图38：销量角度看次高端销量仍有提升空间



数据来源：Wind、开源证券研究所

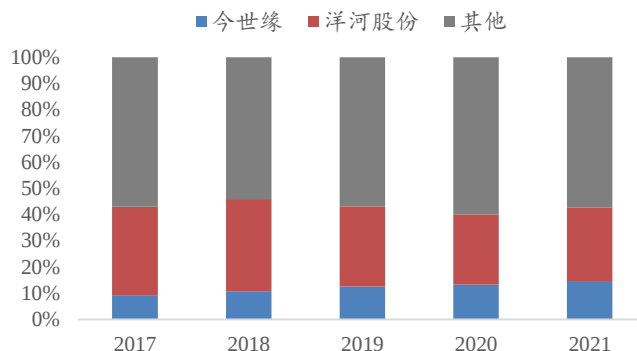
增量放缓背景下，区域酒企在基地市场集中度提升速度加快。面对严峻的行业环境，强势地产酒一方面通过强大的组织能力，进一步加大费用投入，咬定全年目标不放松。另一方面，渠道主动抛弃新兴品牌，加强与传统品牌的合作，区域强势市场份额进一步提升，从而实现了业绩的稳定增长。反观三四线弱势地产白酒，例如安徽的宣酒、金种子，山东的花冠、景芝等。在2022年，面对强势品牌的大力抢夺，弱势地产酒品牌营收普遍出现大幅下滑。

图39：古井贡酒在安徽市场份额提升明显



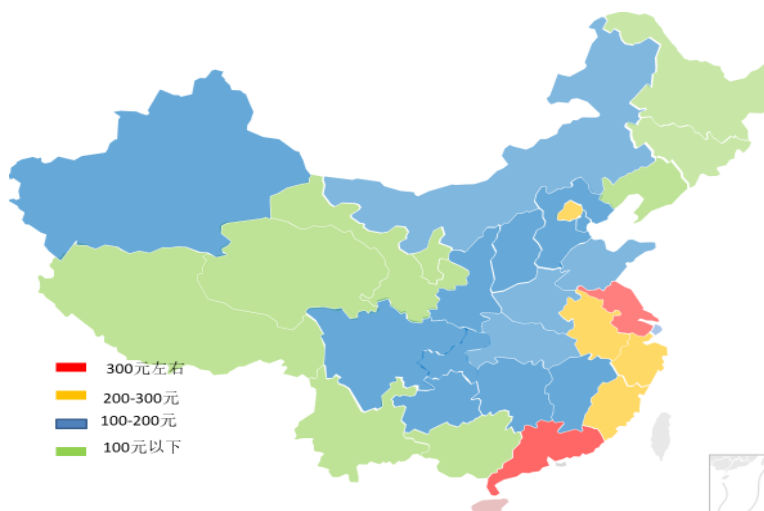
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：洋河股份和今世缘在江苏市场市占率提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

长期展望来看，区域白酒持续升级是主要增长动力。目前全国大部分地区大众宴席主流消费价格带区大部分在200元及以下，近年来区域强势酒企也在大本营市场积极推进产品升级，凭借坚实的渠道基础和消费者品牌忠诚度，近年来普遍在300-500元价格带布局上有了良好的成果，未来结构升级将是大众酒龙头业绩增长的主要驱动力之一。

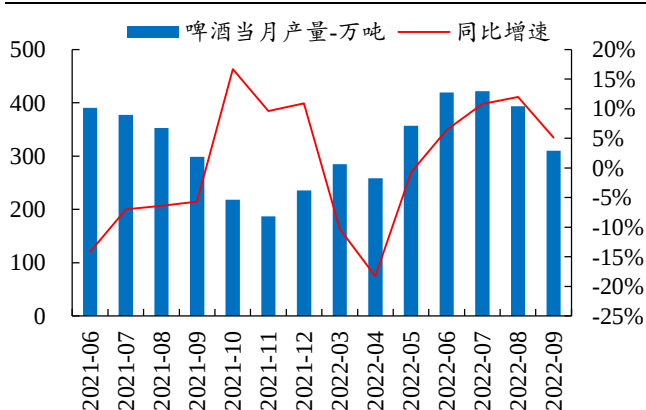
图41：全国大部分地区宴席用白酒主流价格处在 100-200 元区间


资料来源：酒业家、糖酒季刊、开源证券研究所

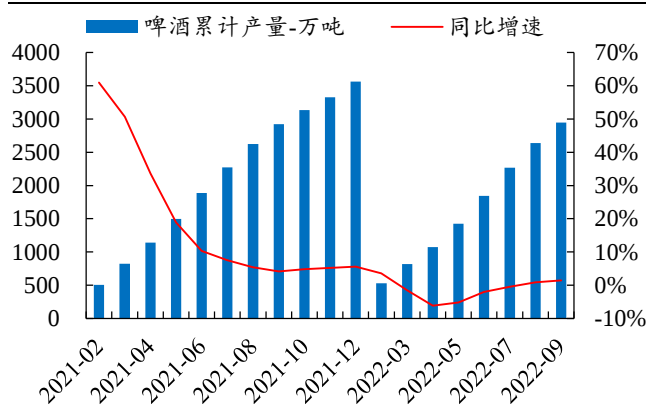
总结：短期看疫情防疫政策逐步优化，疫情对消费场景压制有望缓解，展望长期白酒结构升级和集中度提升的行业逻辑依然演绎，龙头公司目前股价对应 2022 年估值回落至合理区间，我们继续看好白酒板块在 2022 年下半年表现，重点推荐：贵州茅台、五粮液、山西汾酒、洋河股份、古井贡酒。

4、啤酒销量回升，结构持续升级

2022Q3 啤酒需求回升，受益于高温天气。2022 年 H1 国内啤酒累计产量同比降 2.0%，1-9 月啤酒累计产量同比上升 1.4%，追平上半年疫情影响。单季度看，2022Q3 啤酒产量同比升 9.3%，主因高温天气下需求回暖。从单月看，2022 年啤酒 7 月、8 月单月产量同比分别升 10.8%、12.0%，2022 年 9 月产量增速略有放缓，同比升 5.1%，基本延续高温下销量回升趋势。

图42：2022 年 7 月啤酒产量同比上升 10.8%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：2022 年 1-9 月啤酒产量同比上升 1.4%


数据来源：Wind、开源证券研究所

2022Q3 啤酒营收增速平稳增长，吨价持续向好。2022Q3 啤酒上市公司营收普遍实现增长，除兰州黄河作为区域性品牌，在疫情等影响下营收同比下降之外，青岛啤酒、珠江啤酒、惠泉啤酒等实现双位数增长。其中，青岛啤酒 2022Q3 销量同比升 10.6%，吨价同比增 4.9%，主因省内市场贡献，其中主品牌吨价同比升 7.7%，副

品牌升 14.1%；重庆啤酒 2022Q3 营收稍弱于其他上市公司，在 2021Q3 高基数前提下营收同比上升 4.9%，单季度销量同比增 1.29%，吨价同比增 3.6%，增速微有放缓。总体来看，受益于高温天气，2022Q3 啤酒行业销量普遍上升，基本追回上半年疫情影响，叠加结构升级及提价，吨价稳健上升。

表4：2022Q3 啤酒上市公司营收平稳增长

公司名称	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
青岛啤酒	-0.2%	-3.0%	1.7%	3.1%	7.5%	16.0%
重庆啤酒	10.1%	18.0%	1.1%	17.1%	6.1%	4.9%
珠江啤酒	-0.6%	0.0%	10.4%	12.8%	8.0%	11.9%
燕京啤酒	-0.6%	-5.4%	48.2%	11.7%	7.5%	8.5%
惠泉啤酒	-7.2%	-13.9%	7.7%	5.6%	-4.7%	14.4%
兰州黄河	-18.6%	-5.7%	-25.6%	-28.5%	-15.0%	-7.6%
*ST 西发	29.4%	10.2%	-3.1%	16.7%	-2.4%	-74.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2022Q3 成本压力延续，控费抵消部分成本上涨压力。从毛利率看，啤酒行业毛利率表现分化，整体呈下降趋势。其中，燕京啤酒、兰州黄河毛利率同比小幅提升，青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒毛利率均同比下降，主因今年以来原材料、包材成本的上涨。从销售费用率表现看，呈同比下降、环比增长趋势。在成本承压、疫情散发的环境下，啤酒企业基于主被因素，采取控费措施。2022Q3 青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、兰州黄河销售费用率同比分别降 2.45pct、4.36pct、3.42pct、6.80pct。

2022Q3 啤酒净利率表现平稳。青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒净利率同比小幅增长，得益于对费用的有效把控，通过减少费用投入，有效冲抵成本上涨导致的毛利率下行，带动啤酒企业盈利能力增长。同时，随着铝等大宗商品价格回落，后续成本压力可控，伴随产品结构升级带动的啤酒吨价提升，盈利能力有望恢复增长。

表5：2022Q3 啤酒企业毛利率表现分化

证券简称	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
青岛啤酒	45.10%	43.70%	42.10%	-18.00%	37.80%	38.32%	38.00%
重庆啤酒	51.00%	53.10%	55.10%	37.90%	47.70%	49.60%	51.62%
珠江啤酒	42.30%	50.40%	51.40%	25.90%	40.40%	44.71%	44.93%
燕京啤酒	34.10%	45.20%	45.40%	12.90%	34.50%	44.26%	47.74%
惠泉啤酒	26.70%	30.40%	34.50%	-9.90%	27.30%	31.94%	33.75%
兰州黄河	27.10%	21.30%	21.30%	-12.20%	19.90%	23.83%	24.81%
*ST 西发	23.20%	23.00%	23.00%	25.50%	19.30%	19.66%	-5.19%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表6：2022Q3 销售费用率呈下降趋势

证券简称	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3
青岛啤酒	22.30%	14.50%	13.70%	-12.09%	14.20%	8.14%	11.16%
重庆啤酒	16.20%	19.80%	19.60%	6.33%	13.70%	15.35%	15.24%
珠江啤酒	17.90%	16.90%	16.80%	8.49%	16.10%	12.42%	13.38%
燕京啤酒	13.80%	8.80%	14.10%	18.59%	11.90%	11.10%	15.97%
惠泉啤酒	6.80%	6.00%	3.10%	1.63%	7.30%	5.13%	3.55%
兰州黄河	14.00%	15.30%	22.10%	29.30%	17.20%	12.19%	15.30%
*ST 西发	2.10%	2.00%	2.00%	3.83%	2.80%	3.05%	4.86%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：2022Q3 啤酒企业毛销差表现分化

证券简称	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3
青岛啤酒	22.80%	29.20%	28.40%	-5.91%	23.60%	30.18%	26.84%
重庆啤酒	34.80%	33.30%	35.50%	31.57%	34.00%	34.25%	36.38%
珠江啤酒	24.40%	33.50%	34.60%	17.41%	24.30%	32.29%	31.55%
燕京啤酒	20.30%	36.40%	31.30%	-5.69%	22.60%	33.16%	31.77%
惠泉啤酒	19.90%	24.40%	31.40%	-11.53%	20.00%	26.81%	30.20%
兰州黄河	13.10%	6.00%	-0.80%	-41.50%	2.70%	11.64%	9.51%
*ST 西发	21.10%	21.00%	21.00%	21.67%	16.50%	16.61%	-10.05%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：2022Q3 净利率总体提升

证券简称	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3
青岛啤酒	11.80%	15.30%	14.50%	-13.60%	12.50%	17.45%	14.82%
重庆啤酒	18.80%	17.60%	21.40%	12.35%	17.90%	19.34%	21.72%
珠江啤酒	9.70%	16.90%	19.20%	2.50%	8.70%	15.82%	15.34%
燕京啤酒	-4.00%	13.30%	7.80%	-24.40%	1.00%	10.02%	9.13%
惠泉啤酒	-3.40%	8.20%	14.35%	-16.80%	-1.60%	9.61%	14.30%
兰州黄河	8.80%	-14.80%	94.90%	-114.30%	-8.60%	40.93%	-55.85%
*ST 西发	3.60%	4.30%	6.60%	-7.50%	-0.10%	-6.22%	-119.54%

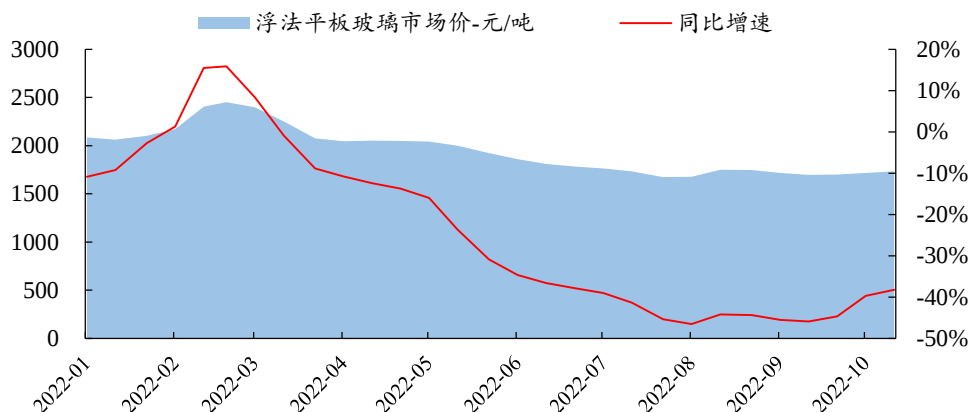
数据来源：Wind、开源证券研究所

啤酒高端化进程仍在推进，高端场景有望修复。啤酒市场结构升级逻辑不变，行业高端化进程持续推进。受益于今夏高温天气，在9月疫情反复的影响下，2022Q3啤酒行业韧性较强，吨价持续向好，高端化红利持续释放。受制于啤酒市场格局和行业属性，啤酒行业区域性强，高端啤酒格局尚未落定，积极关注龙头酒企推进高端化进程和核心产品表现。同时，9月起全国疫情虽反复，但较上半年相对平稳，积极关注餐饮端场景修复节奏。

积极关注淡季提价及成本下降。此外，展望2022年底及2023年，行业延续结构升级趋势，低端啤酒逐渐出清，行业提价已进入常态化阶段，积极关注淡季提价。同时2022Q4世界杯伴随春节备货，结构有望持续升级。展望2023年，我们预计大

宗原材料价格有望走弱，包材、大麦等成本压力有望缓解，释放业绩弹性。

图44：包材价格同比降低，总体呈缓慢下降趋势

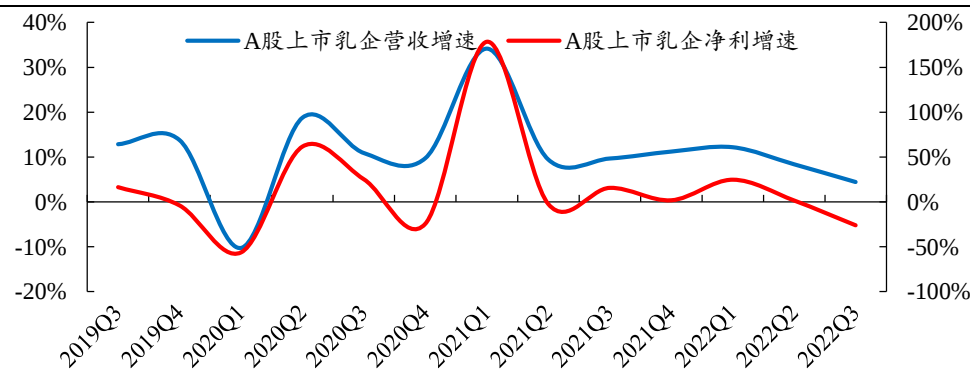


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1、乳制品：疫情短期扰动，乳品需求弱复苏

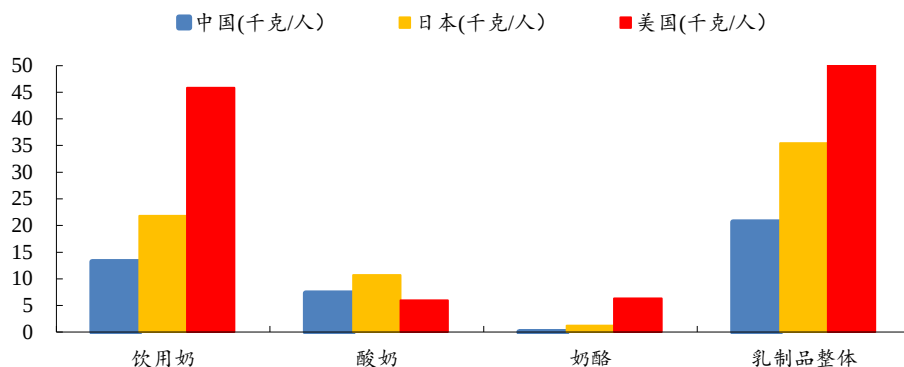
疫情影响持续，乳制品企业营收微增、净利承压。2022Q3 全国多区域疫情反复，部分区域仍实施封控措施，物流配送及送礼消费场景受限，使得 2022Q3 乳制品终端销售略受影响，乳制品需求呈现弱复苏态势。从上市公司层面来看，2022Q3A 股上市乳制品企业营收同比增 4.4%；费率提升下业绩承压，净利同比降 26.2%。

图45：2022Q3A 股上市乳企营收同比增 4.4%，净利同比降 26.2%



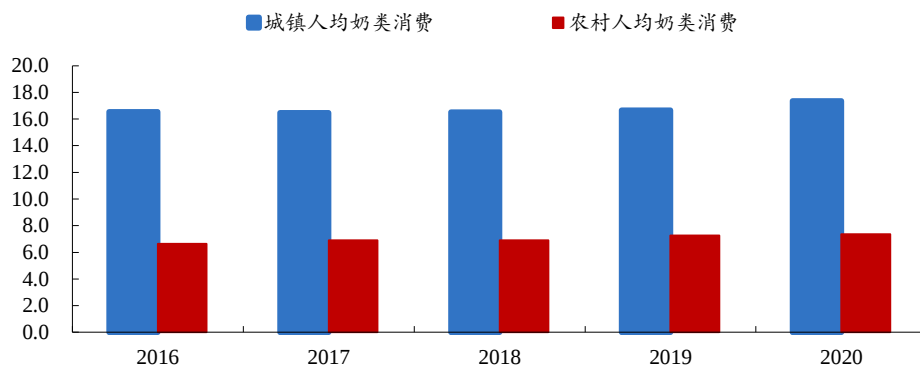
数据来源：Wind、开源证券研究所

乳制品仍存量价提升空间：全国人均乳制品消费量持续上升，但仍较低。从需求端来看，我国人均乳制品消费量不断提升，但远未达饱和状态，与欧美、日韩等差距明显。2021 年我国乳制品人均消费量仅 20.6kg，远低于经济发达的美国（66.4kg）和饮食习惯相近的日本（35.5kg）。具体品类来看，饮用奶、酸奶、奶酪的人均消费量均低于日本、美国，仍有较大提升空间。

图46：中国人均乳制品消费量仍较低


数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

乳制品消费呈分级现象，三四线城市和农村地区的人均乳制品消费量较低。中国各层级城市发展程度不一，乳制品消费呈现分级现象：一二线城市居民人均收入较高，饮食习惯西化，乳制品人均消费量接近发达国家水平；三四线城市及农村居民人均乳制品消费量较低。2020 年我国农村居民人均奶类消费量为 7.35 千克，城镇居民人均奶类消费量达 17.35 千克。目前一二线城市液奶渗透率高于 90%，二三线城市液奶渗透率约 70%，农村液奶渗透率仅 20%。随着城镇化的推进、居民收入水平提升，乡镇、三四线城市的乳品渗透率可进一步提升，市场需求可继续释放。

图47：中国城镇与农村居民人均奶类消费较低


数据来源：Wind、开源证券研究所

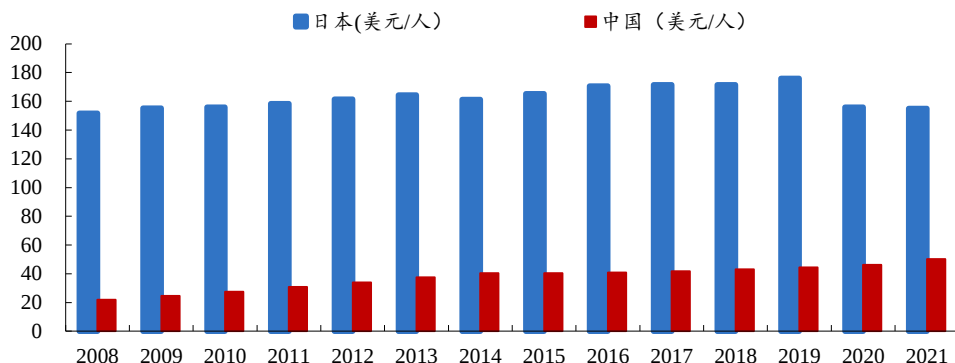
人均乳制品消费金额仍可持续提升。2008 年以来我国人均乳制品消费金额持续提升，自 2008 年的 21.9 美元/人增长至 2021 年的 50.1 美元/人。但目前中国人均乳制品消费金额仍较低，仅为日本的三分之一。未来随着居民消费继续升级，中国人均乳制品消费金额仍可持续提升：

(1) 消费者对健康、绿色食品越发关注，越发重视食品的营养品质，对乳制品营养成分如蛋白质含量等指标关注度提高。乳制品的消费升级趋势明显，中高端产品增速领先于行业水平。乳企对于各类产品如常温酸奶等不断进行创新升级，持续研发新包装、新口味和提升产品品质，产品单价提升。

(2) 各乳企不断推进渠道下沉，增加低线城市产品品项，低线城市居民可以购买到更多样的高端乳制品。

(3) 单价较高的高端乳制品如金典、特仑苏、安慕希具有送礼属性。而另一方面，高端乳制品自饮属性增强，将进一步提升人均乳制品消费金额。

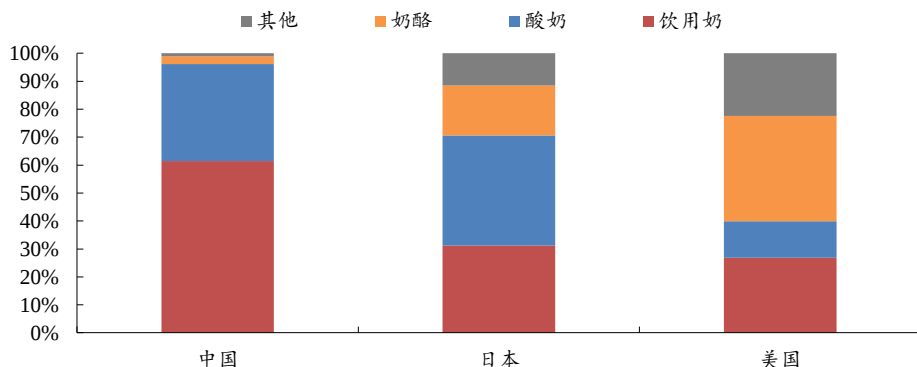
图48：中国人均乳制品消费金额仍较低



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

(4) 国内乳制品消费结构以饮用奶为主，消费结构仍有升级空间。中国乳制品消费结构以饮用奶为主，饮用奶占比达 61.4%，酸奶占比为 34.7%，而奶酪占比仅 2.8%。日本市场消费结构以酸奶、饮用奶为主，占比分别达 39.3%和 31.2%，奶酪消费占比是中国的 6 倍。美国消费结构相对均匀，其中奶酪消费量占乳制品消费总量的 37.8%。我国目前高端乳制品品类占比仍较小，乳制品消费结构仍有进一步优化空间。

图49：2021 年中国乳制品消费结构以饮用奶为主

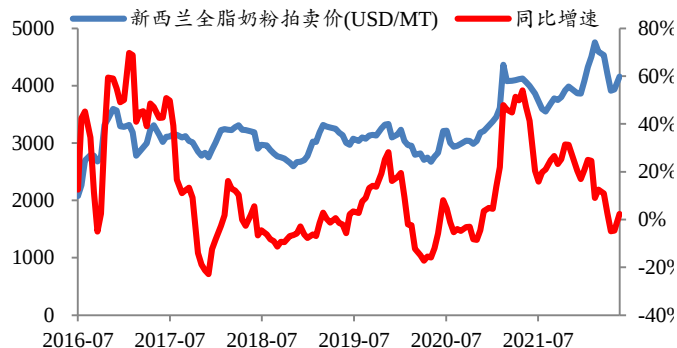


数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

2022Q3 原奶价格小幅下降，长期看原奶供需较为匹配。2022Q3 原奶价格小幅下降，2022 年 10 月 26 日生鲜乳价格为 4.1 元/公斤，同比下降 3.7%；2022 年 10 月 18 日全脂奶粉中标价 3421 美元/吨，同比降 10.0%。2023 年预计饲料成本仍处高位，乳品需求逐渐回暖，奶价预计会较为稳定。长期看，乳制品具备必需消费品属性，长期看消费者健康饮食意识提升下需求仍可稳定增长。环保政策严格、土地资源紧

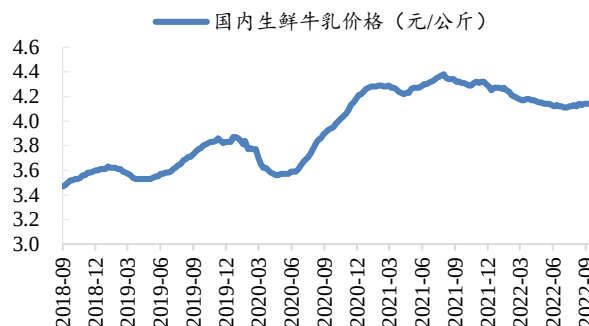
缺下，上游牧业门槛仍在持续提升，故上游原奶供给较难快速大幅提升。随着上下游合作深化，长期看未来原奶供给和需求会更加匹配，原奶价格波动性会逐渐减弱，奶价会相对平稳。

图50：2022年10月18日全脂奶粉同比降10.0%



数据来源：GDT、开源证券研究所

图51：2022年10月26日生鲜乳价格同比降3.7%

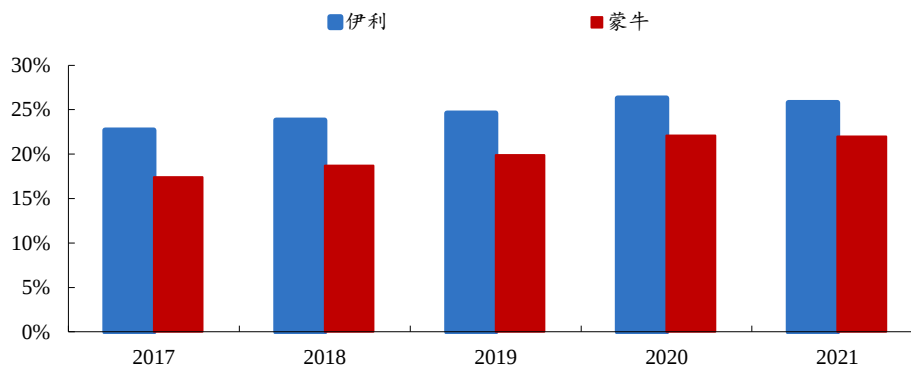


数据来源：Wind、开源证券研究所

各乳企更注重品牌建设，行业理性竞争。2022Q2疫情影响下，乳制品企业投入费用以维持渠道库存良性。2022Q3以来，乳制品企业减少线下市场费用投放，主动控制以维护渠道利润，保持渠道健康。乳企费用投放更多集中在品牌建设上。长期看，一方面，消费者进行乳制品消费时更加注重产品品质、品牌等，价格在消费者购买决策中占比越来越少；另一方面，龙头乳制品企业都希望通过品牌建设、差异化产品布局来提升品牌力，以增强自身的核心竞争力。因此乳制品企业费用投放的结构持续优化，乳制品行业竞争较为理性。

龙头乳企份额稳固，强者恒强。乳制品行业呈现双寡头格局，行业集中度持续提升。行业CR2自2012年的34.4%提升至2021年的48%。龙头乳企伊利股份领先地位稳固，市场份额持续稳居行业第一。根据尼尔森数据，安慕希、金典有机仍为细分品类第一品牌，安慕希份额持续扩大；冷饮市场份额持续行业第一。伊利股份、蒙牛乳业产品结构持续升级、业务结构持续优化、渠道进一步下沉，核心竞争力加强，领先优势稳固，乳制品行业集中度仍可持续提升。

图52：2021年乳制品行业CR2占比达48%



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

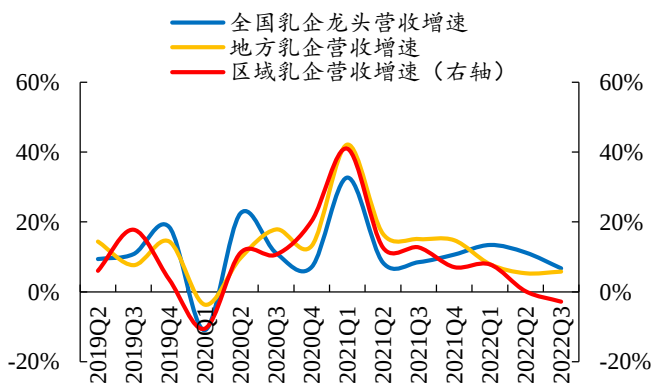
乳制品企业营收表现分化，业绩承压。根据乳企规模和经营地域大小分类来看，逆境之下，全国性乳企的公司领先优势稳固，受疫情影响相对可控，2022Q3 总营收同比增 6.72%，其中液态奶受疫情封控影响略下滑，奶粉、冷饮业务高速增长。业务结构优化，高毛利奶粉业务占比提升使得毛利率提升，但液奶动销放缓及综艺节目集中投放使得销售费用率同比增加，故公司净利承压，净利降 26.46%，净利率为 6.37%。区域乳企 2022Q3 总营收降 2.84%，净利降 37.80%，净利率为 1.91%。区域性乳企面对疫情，积极调整生产配送策略。如新乳业唯品在成都疫情期间反应迅速，捕捉线下渠道机会，发动员工成为物流配送志愿者，快速调整生产至刚需品类，仍实现增长。地区乳企 2022Q3 营收增 5.8%，净利降 7.49%，净利率为 6.4%。地方性乳企天润乳业疆外渠道扩张持续推进，低温奶、常温奶均实现较好增长。

推荐壁垒稳固、边际改善的企业。随着疫情管控常态化，具备必需消费品属性及健康属性的乳制品需求仍可逐步回暖，护城河稳固以及边际改善的两类乳制品企业将受益：

(1) 持续深耕疆内市场，疆外改革显效，产能陆续释放的天润乳业。天润乳业疆内市场领先优势稳固，持续深耕南疆市场；疆外进行市场改革，初现成效。公司一方面进一步细分市场成重点、培育、潜力市场以针对性管理；另一方面渠道多元化布局，布局专卖店等渠道，并持续引进专业人才。随着山东产能陆续投产，可进一步支撑公司疆外扩张步伐。疆内疆外齐发力下，天润乳业发展潜力较大。

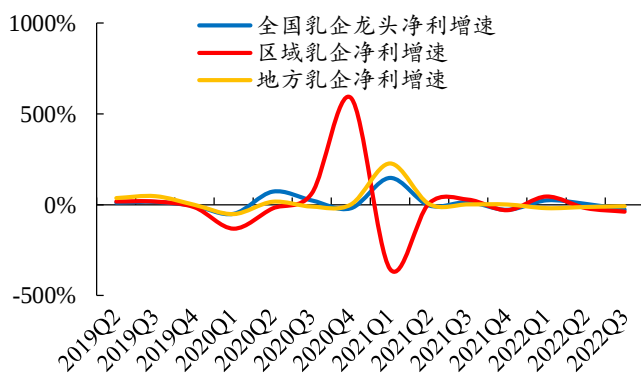
(2) 护城河稳固，领先优势深化，多业务布局的龙头伊利股份。伊利股份借助渠道优势、产品优势，疫情复发后灵活反应，市占率稳步提升。公司护城河稳固，未来将坚持多业务发力的战略布局：一方面以常温液态奶为主，通过产品创新升级、渠道下沉，不断提升市场份额，巩固核心业务优势；另一方面积极布局低温奶、奶粉、奶酪等潜力业务，参与行业发展红利。随着原奶供需紧张程度缓解，行业竞争趋理性，公司毛销差或可持续提升；规模效应显现下费率持平略降。长期来看，伊利股份集中度可持续提升、多元化、全球化布局下业绩可稳步增长，仍具有配置价值。

图53：2022Q3 全国性乳企营收增速最快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：2022Q3 乳制品企业业绩承压



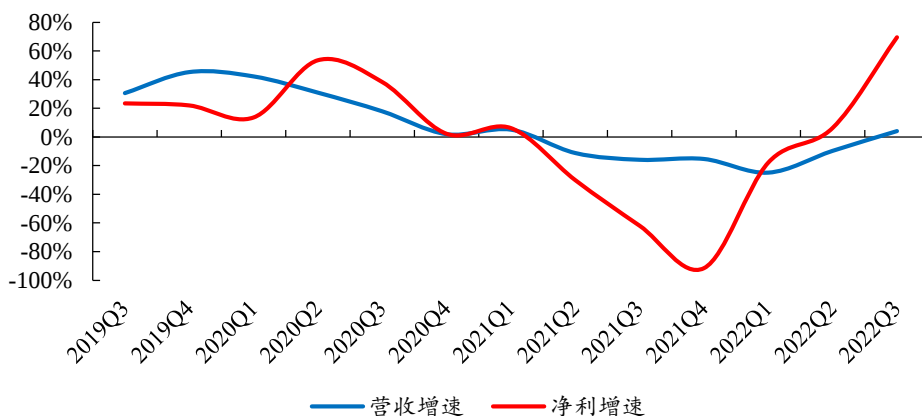
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、肉制品：猪价处于上行周期，多措施缓解成本压力

2022Q3 肉制品行业营收、净利双增。肉制品上市企业 2022Q3 实现营收 302.0 亿元，同比增长 4.1%；实现净利 15.4 亿元，同比增长 69.6%。其中双汇发展 2022Q3 纯屠宰业务持续增长，较 2021Q3 扭亏为盈。主要因为猪价处上行期，大量低价冻品

肉出库增厚利润，冻品贡献大部分屠宰利润；其次 2021Q3 计提较大冻品减值，利润基数较低。2022Q3 肉制品销量下滑，主因受疫情影响，礼品类、休闲类产品下降，餐饮渠道食材类产品下降，工地食堂受影响下低端产品销量下降。同时，猪价上行、市场促销力度加大和产品结构下降导致 2022Q3 肉制品吨利下滑。

图55：2022Q3A 股上市肉企营收同比增长 4.1%，净利同比增长 69.6%

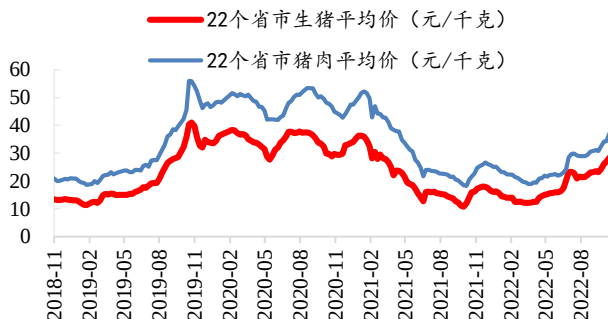


数据来源：Wind、开源证券研究所

长期看，屠宰行业集中度有望提升。2022 年 8 生猪定点屠宰企业屠宰量为 2167 万头，同比降 6.96%。2022 年 9 月生猪存栏同比增 1.4%至 44394 万头；2022 年 9 月能繁母猪存栏 4362 万头，同比降 2.2%。猪价上行下，双汇发展 2022Q3 纯屠宰量有所下滑。2022H2 公司有大量低价冻品肉，贡献大部分屠宰利润。但预计 2023 年猪价呈现前高后低趋势，冻品利润贡献力度有限，鲜品可贡献利润，预计 2023 年屠宰业务承压。展望未来，随着环保政策趋严、政府加强对屠宰业的管控力度，长期看屠宰行业集中度可进一步提升。

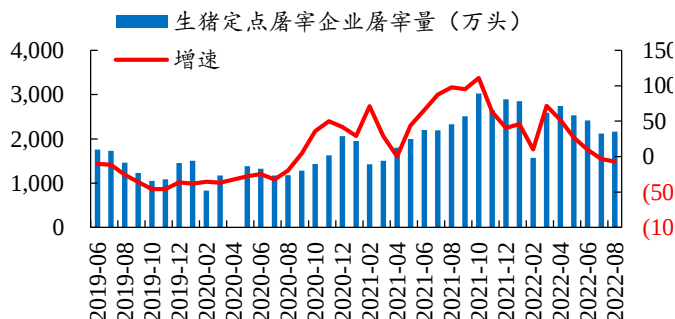
猪价持续上行，预计呈现前高后低趋势。10 月 28 日，生猪价格 27.5 元/公斤，同比+55.8%；猪肉价格 37.2 元/公斤，同比+46.6%，环比+0.6%。在整体供应偏紧、需求稳步增长的背景下，预计 2023 年猪价或前高后低。

图56：2022 年 3 月以来猪价、生猪价筑底回升



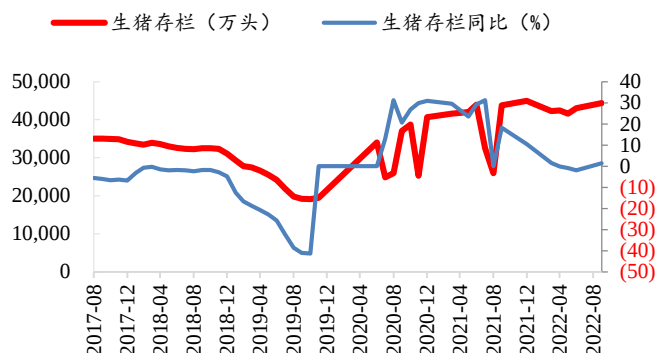
数据来源：Wind、开源证券研究所

图57：2022 年 8 月生猪定点屠宰量同比降 6.96%



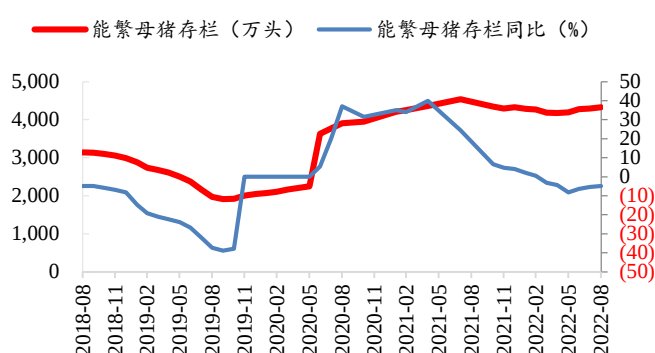
数据来源：Wind、开源证券研究所

图58：2022年9月生猪存栏同比增1.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图59：2022年9月能繁母猪存栏同比降2.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

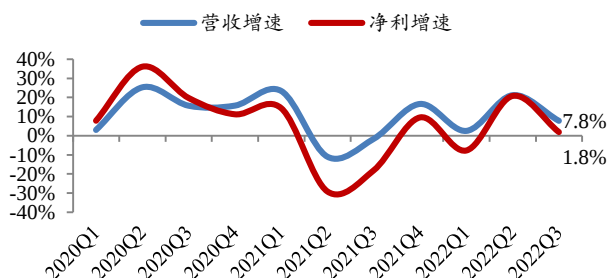
双汇发展肉制品吨利预计可维持高位。2022Q3 龙头双汇发展肉制品业务营业利润约 14.95 亿元，同比下降 9.9%。因猪价上行、市场促销力度加大、产品结构下降等影响，肉制品吨利下滑。预计 2022Q4 销售旺季下肉制品销量可提升。

推荐已形成产业闭环，布局新赛道，吨利长期稳中有升的龙头双汇发展。双汇发展采用自繁自养方式布局养殖业，构建养殖、屠宰、肉制品加工和销售的产业闭环后，可进一步平滑成本波动，增强产业协同效应，提升屠宰及肉制品业务的盈利能力。展望 2023 年，随着疫情缓和、物流恢复、网点持续扩张、新品推广，预计肉制品销量中个位数增长。2022Q4 公司已开始采取多项措施缓解成本上行压力：（1）通过生产管理创新如节约化生产、合并车间等方式提高劳效，降低生产费用；（2）工艺持续优化；（3）产品结构持续调整；（4）通过新赛道建设等，提升产销规模；（5）选择性部分上调产品价格。预计 2023 年肉制品吨利可稳中有升。

4.3、调味品：疫情仍有扰动，期望外部环境改善

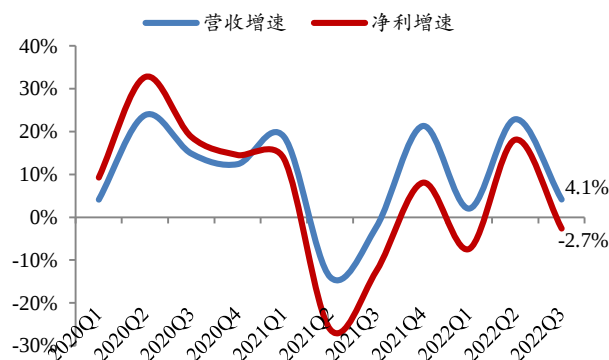
2022Q3 调味品上市公司营收环比降速增长，成本压力增大利润下滑。2022Q3 调味品上市公司（扣除莲花健康以及星湖科技）整体实现营业收入 94.9 亿元，同比增 7.8%；整体归母净利润为 16.1 亿元，同比增长 1.8%。我们观察酱醋公司，2022Q3 营收增 4.1%；净利下滑 2.7%，环比均有回落态势。调味品三季度营收增速回落主因：一是 2022Q2 调味品低基数下增速较快；二是年中企业为完成半年度目标集中出货，导致三季度在消化库存；利润下滑主因在于成本压力。

图60：2022Q3 调味品营收净利分别增 7.8%与 1.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

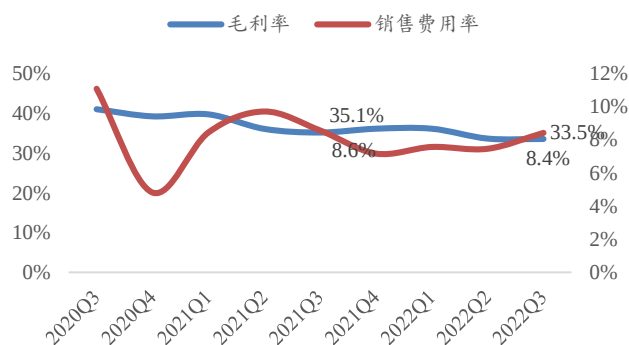
图61：2022Q3 酱醋公司营收净利分别增 4.1%与-2.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

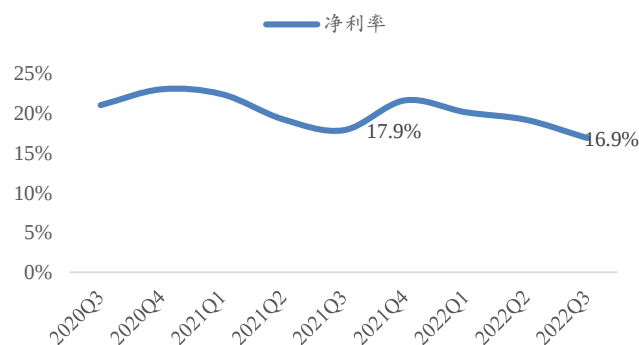
从盈利能力来看，2022Q3 调味品上市公司（扣除莲花健康以及星湖科技）的毛利率为 33.5%，同比下降 1.6pct，主因在于原料价格上涨，成本压力普遍增加；此外也与产品结构调整，品类扩张时低毛利率产品占比增加有关。三季度上市公司整体销售费用率为 8.4%，同比下降 0.1pct，整体来看毛销差仍有回落，影响利润水平。我们观察 2022Q3 调味品上市公司净利率 16.9%，同比下降 1.0pct，企业利润承压。

图62：2022Q3 调味品上市公司毛利率同比降 1.6pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图63：2022Q3 调味品上市公司净利率同比回落 1.0pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

2022Q3 重点调味品公司净利率出现分化。就调味品五家重点公司（海天味业、中炬高新、恒顺醋业、千禾味业、天味食品）来看，海天味业、千禾味业 2022Q3 净利率回落；中炬高新、恒顺醋业、天味食品利润率回升。企业利润压力增大，主要源于一是疫情扰动导致营收增长乏力，二是成本压力上行。

表9：调味品重点公司 2022Q3 净利率出现分化

		2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
营收增速	海天味业	21.7%	-9.4%	3.1%	22.9%	0.7%	22.2%
	中炬高新	9.5%	-24.9%	-12.7%	29.7%	6.6%	24.0%
	恒顺醋业	11.0%	6.3%	-34.2%	-6.0%	10.6%	18.0%
	千禾味业	32.9%	-7.2%	11.1%	21.0%	0.9%	30.5%
	天味食品	55.3%	-15.4%	-37.1%	-25.2%	20.6%	18.2%
毛利率	海天味业	40.9%	37.1%	37.9%	38.1%	38.2%	34.9%
	中炬高新	6.9%	7.4%	4.5%	9.3%	6.0%	6.5%
	恒顺醋业	39.4%	37.0%	42.6%	33.4%	37.9%	33.2%
	千禾味业	43.3%	40.9%	40.0%	37.9%	35.0%	35.7%
	天味食品	37.7%	30.7%	33.5%	28.1%	36.0%	34.5%
销售费用率	海天味业	5.7%	5.2%	6.7%	4.3%	5.4%	4.7%
	中炬高新	12.1%	11.6%	2.3%	6.6%	8.8%	7.5%
	恒顺醋业	12.5%	15.2%	23.5%	23.2%	12.1%	15.6%
	千禾味业	25.7%	27.4%	17.2%	12.7%	15.1%	13.6%
	天味食品	17.9%	28.7%	23.8%	10.8%	13.0%	18.0%
净利率	海天味业	27.3%	27.0%	23.9%	28.0%	25.4%	24.7%
	中炬高新	13.9%	10.0%	7.9%	22.0%	11.8%	11.9%
	恒顺醋业	15.2%	9.4%	2.2%	-2.9%	13.5%	8.3%
	千禾味业	8.4%	6.4%	14.1%	15.7%	11.5%	11.9%
	天味食品	15.4%	-0.9%	1.2%	16.6%	16.0%	11.2%
净利增速	海天味业	21.1%	-14.7%	2.8%	7.2%	-6.4%	11.8%
	中炬高新	-15.2%	-57.9%	-59.2%	68.9%	-9.5%	47.6%
	恒顺醋业	3.9%	-33.8%	-91.1%	-118.7%	-2.1%	4.3%
	千禾味业	-43.3%	-70.1%	-1.2%	-594.2%	38.5%	145.3%
	天味食品	4.1%	-103.7%	-96.2%	136.8%	25.3%	-1554.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

疫情影响属于短期因素，成本具有周期属性，预计调味品 2023 年或趋势向上。我们观测到调味品行业压力已有体现：营收增速回落，渠道库存偏高，成本压力增大等，当前应接近底部。随着疫情得到有效控制，以及企业自身加快渠道建设与投放费用拉动需求，未来趋势应是边际向上。且成本具有周期属性，成本回落后企业利润大概率可以释放。展望 2023 年我们建议调味品两条布局思路：一是长期布局低估值成长稳健的行业龙头；二是关注季度业绩高速增长或事件性催化的短期机会。

5、重点个股：优选龙头，关注消费复苏机会

5.1、贵州茅台：直销推进提速，旺季平稳过渡

市场化改革持续推进，业绩确定性强。2022 年前三季度公司实现营业总收入 897.9 亿元，同比+16.5%，实现归母净利润 444.0 亿元，同比+19.1%。2022Q3 实现营业总收入 303.4 亿元，同比+15.2%，归母净利润 146.1 亿元，同比+15.8%，与前期业绩预告一致。

系列酒高增，茅台酒增速放缓，i 茅台带动直营占比快速提升。2022Q3 茅台酒实现收入 244.3 亿元，同比+10.9%，较上半年明显放缓，但渠道跟踪显示飞天茅台投放节奏正常，我们预计是受非标茅台投放节奏影响；系列酒实现收入 49.4 亿元，同比+42.0%，主要是新品 1935 贡献较大。Q3 直销收入 109.3 亿元，同比+111.0%，占比提升 16.9pct 至 37.2%，其中单三季度 i 茅台酒类不含税营收 40.5 亿元，后续随着品类丰富以及线下配送网点增加，i 茅台承载能力进一步释放，带动直营占比持续提升；批发收入 184.4 亿元，占比下降至 62.8%。

预收款增幅较大，现金流表现靓丽。2022Q3 合同负债 118.4 亿元，环比 Q2 增加 21.7 亿元，处于 2018 年以来的高位，公司销售趋势平稳，渠道回款积极性高。2022 年 Q3 销售商品、提供劳务收到现金 348.7 亿元，同比+19.6%，三季度公司实际状态好于利润表的呈现。

Q3 毛利率微增，营业税金比率拖累净利率表现。2022Q3 毛利率同比+0.59pct 至 91.42%，直营占比快速提升抵消了产品结构下降对毛利率的负面影响。税金及附加比率同比+2.38pct，主要原因是外部销售确认节奏慢于内部生产节奏。销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比+0.56pct/-0.94pct/+0.11pct/-0.17pct。净利率同比-0.83pct 至 51.48%。

投资建议：公司市场化改革仍有空间，i 茅台顺利推进为下一步的市场化改革提供抓手和保障，预计 2022-2024 年净利润分别为 620.6 亿元、735.7 亿元、860.6 亿元，同比分别+18.3%、+18.5%、+17.0%，EPS 分别为 49.40 元、58.56 元、68.51 元，维持“买入”评级。

5.2、五粮液：品牌优势凸显，业绩确定性高

疫情下彰显强大品牌力，全年业绩确定性高。2022 年前三季度实现营业总收入 557.8 亿元，同比+12.2%，实现归母净利润 199.9 亿元，同比+15.4%。Q3 实现营业总收入 145.6 亿元，同比+12.2%，归母净利润 48.9 亿元，同比+18.5%。

旺季动销提速，价格保持平稳。产品拆分来看，2022 年上半年五粮液产品收入同比+17.8%，其中销量同比+15.1%，吨酒价 171.5 万元/吨，同比+2.3%，旺季主产品动销加快，预计 Q3 延续了上半年较高的增速；上半年因经销商和产品调整，系列酒收入 65.4 亿元，同比-6.1%，三季度优质经销商入局，预计系列酒收入有明显提速。

预收款环比增加，现金流状态良好。2022 年中秋旺季全国疫情较二季度有明显改善，动销加速下，经销商回款压力减轻，2022 年三季度末公司合同负债 29.6 亿元，环比 Q2 增加 10.9 亿元。Q3 公司销售商品、提供劳务收到的现金 175.9 亿元，同比+10.8%。

税率和期间费用率下降带来净利率弹性。2022Q3 毛利率同比-2.83pct 至 73.29%，主要和产品结构季度间变化有关，系列酒占比提升，经典占比下降，全年看毛利还是提升趋势。税金及附加/销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为分别同比-1.09pct/-2.77pct/-0.70pct/+0.08pct/-0.42pct，税率和销售费用率下降，净利率同比+1.73pct 至 35.10%。

投资建议：预计 2022-2024 年净利润分别为 272.9 亿元、314.2 亿元、359.8 亿元，同比分别+16.7%、+15.1%、+14.5%，EPS 分别为 7.03、8.09、9.27 元，公司渠道实力完善，消费者基础好，疫情下公司品牌优势凸显，核心单品动销顺畅，市场秩序稳定，在行业集中度提升背景下，将保持稳健增长，维持“买入”评级。

5.3、山西汾酒：稳中求进，势头不减

业绩略超前期预告，青花引领结构升级。2022 年 Q1-3 实现营业收入 221.4 亿元，同比+28.3%，归母净利润 71.1 亿元，同比+45.7%。2022Q3 实现营业收入 68.1 亿元，同比+32.5%，归母净利润 21.0 亿元，同比+57.0%。

产品结构优化，省内省外高增。Q3 汾酒系列实现收入 64.6 亿元，同比+36.6%，其中青花 20 增速远高整体，复兴版提速明显，腰部产品增速等于整体，玻汾低于 20%；竹叶青系列收入 1.2 亿元，同比-42.3%；杏花村系列实现收入 2.0 亿元，同比+10.9%，主要是前期增速较快节奏正常放缓。分区域看，Q3 省内收入 28.7 亿元，同比+34.1%，占比+0.5pct 至 42.3%。省外收入 39.2 亿元，同比+31.5%，占比-0.5pct 至 57.7%。

预收维持高位，渠道稳健健康。2022Q3 公司合同负债 47.3 亿元，环比 Q2 减少 1.2 亿元，维持高位，显示渠道信心稳定，按照公司规定配额积极有序回款。2022 年公司严格实行配额制，加大动销转化，渠道库存低位，经销商信心充足，保障全年任务按计划完成。

毛利率提升，税金比率如期下降，净利率提升。2022Q3 公司配额审批加快，产品结构持续优化，毛利率同比+1.71pct 至 77.91%，税金及附加同比-2.89pct，主因 Q2 前期提前确认，季度间确认节奏问题。净利率同比+4.57pct 至 30.80%。往后展望，随着公司高端进一步发力，盈利能力将进一步提升。

投资建议：预计 2022-2024 年净利润分别为 75.9 亿元、100.2 亿元、133.5 亿元，同比分别+42.9%、+32.0%、+33.1%，EPS 分别为 6.22、8.22 元、10.94 元，当前股价对应 PE 分别为 37.3、28.3、21.2 倍。2022 年面对不利的疫情和宏观环境，公司市场方面坚守长期战略方向，聚焦营销系统向高端化运营方向转型。内部强化管理现代化改革，优化考核体系，为外部灵活科学应对市场变化提供组织保障，维持“买入”评级。

5.4、洋河股份：收入维持高增，盈利能力改善

三季度业绩超预期，逆境之下彰显龙头本色。2022Q1-3 实现营业总收入 264.8 亿元，同比+20.7%，实现归母净利润 90.7 亿元，同比+25.8%，扣非归母净利润 88.4 亿元，同比+29.1%。Q3 实现营业总收入 75.8 亿元，同比+18.4%，归母净利润 21.8 亿元，同比+40.5%，扣非归母净利润 22.0 亿元，同比+30.8%。

旺季产品结构改善，动销环比提速。产品结构上看，进入中秋旺季，受益宴席、礼赠场景恢复，梦系列增长提速，预计增速高于整体水平，海之蓝、天之蓝保持稳健增长，预计增速整体相当。整体进度上，2022Q3 完成比例不低于 2021 年同期，缩短了二季度落下的进度，目前全年目标基本完成，着力促进动销。

抢份额抓进度，预收维持高位。进入 2022 年，面对多变的市场环境，公司先后组织销售团队“大干七十天”、“大干三季度，决胜下半场”、近期“大干一百天，决胜赢全年”，锚定全年任务不放松，加强了份额抢夺，公司合同负债 81.7 亿元，环比 Q2 增加 2.7 亿元。

毛利率环比改善明显，非经常项目贡献净利率提升。2022Q3 毛利率同比-0.12pct 至 76.03%，但环比 Q2 提升 10pct，中高端产品提速明显。税金及附加/销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比 +0.18pct/+1.95pct/+1.18pct/+0.00pct/-1.67pct。净利率同比+4.49pct 至 28.76%，主要来自于公允价值变动减亏幅度较大。往后展望，净利率预计维持稳中有升。

投资建议：预计 2022-2024 年净利润分别为 97.2 亿元、113.7 亿元、134.7 亿元，同比分别+29.4%、+17.0%、+18.5%，EPS 分别为 6.45 元、7.54 元、8.94 元。公司推动组织结构变革，提升团队凝聚力，灵活应对环境变化，彰显了公司内生增长动力，维持“增持”评级。

5.5、伊利股份：疫情及费用投放扰动，业绩短期承压

行业弱复苏，液奶业务下滑。2022Q3 公司液体乳、奶粉、冷饮业务分别-4.92%、+64.7%、+35.25%。分业务来看：（1）液奶下滑主因：一是由于疫情影响，部分区域实施封控；二是公司主动控制以维护渠道利润，保障渠道健康；三是液奶行业整体弱复苏。低温液奶仍承压；白奶增速放缓但仍可稳步增长。（2）奶粉业务增长强劲。展望 2022Q4，经销商库存水平健康，信心持续提升、春节备货拉动下，预计 2022Q4 环比可明显改善。公司多业务并举，预计全年营收可实现稳步增长。

2022Q3 公司净利率下降主因销售费率提升。2022Q3 公司净利率同比降 3pct 至 6.3%。2022Q3 毛利率提升，主因：业务结构优化，高毛利奶粉业务占比提升。销售费率提升主因：（1）液奶动销放缓，规模效应减弱，费率被动提升；（2）澳优并表；（3）综艺节目集中投放。剔除澳优并表影响后，公司销售费率同比提升。展望全年，预计业务结构持续优化下毛利率可提升；奶粉、奶酪等高费率业务占比提升下预计整体销售费率略有提升。

安慕希新品表现较好，潜力业务快速成长。公司多业务发展：（1）2022Q1-Q3 纯奶、金典实现双位数增长，金典有机、安慕希领先地位稳固；（2）安慕希新品表现较好，四大地域限定口味酸奶及有汽产品累计已突破 20 亿；（3）率先推出新国标产品，婴配粉增速位居行业第一，成人奶粉居市场第一；（4）奶酪业务快速增长，增速约 30%以上。公司液奶领先优势较为稳固，潜力业务持续发力，多业务战略下仍可实现稳步增长。

投资建议：我们预计 2022-2024 年归母净利为 92.6、113.5、136.0 亿元，EPS 分别 1.45、1.77、2.12 元，公司多业务布局，长期看盈利能力可稳步提升，维持“买入”评级。

5.6、新乳业：疫情影响有限，业绩稳步增长

华东区域唯品持续高增，西南地区疫情影响可控。（1）从产品看：2022Q3 公司坚持“鲜”战略，低温鲜奶同比稳步增长，低温酸奶在各类新品的助推下表现较好。具体来看，今日鲜奶铺表现良好，24 小时系列产品持续迭代，新品持续贡献收入。

（2）从地区看：华东地区唯品持续开拓渠道，保持较快的增速；西南地区受疫情、高温、限电等影响，但公司反应迅速，采取一系列应急措施如：调配非保供渠道产品分配到各个区域；线上线下齐发力，捕捉线下渠道机会；（3）快速调整生产、配送策略至刚需品类上等，疫情影响可控。展望未来，白奶具备必需品属性，高端品类仍有较大发展空间，随着产品持续升级、渠道渗透率进一步提升，公司营收仍可稳步增长。

净利率下降主因毛利率下降及财务费用率提升。2022Q3 公司净利率同比降 0.5pct 至 4.5%，主因毛利率下降和财务费用率上升。毛利率同比下滑 0.3pct 至 24.3%，主因是供应链业务及上游牧业成本增加影响。公司持续推进精细化管理，管理费用率同比降 0.4pct。展望未来，2023 年奶价预计仍处高位，公司一方面会尝试在奶价下行期间抓住红利；另一方面会进行产品结构优化调整，提升新品占比以提高毛利率。此外，公司会持续提升管理效率以降低管理费、调整销售费用结构以优化销售费率，降低财务费用率。预计公司盈利能力可持续改善。

投资建议：我们预计 2022-2024 年净利为 3.9、4.9、6.1 亿元，EPS 为 0.44、0.56、0.70 元，公司内生增长、外延并购双轮驱动，费用投放持续优化，维持“增持”评级。

5.7、双汇发展：屠宰冻品利润释放，肉制品吨利略降

猪价上行，冻品利润释放，屠宰业务扭亏。2022Q3 屠宰量下滑；屠宰业务实现收入 88.14 亿元，同比增长 2.0%；实现利润 1.97 亿元，较 2021Q3 扭亏为盈，主因：（1）猪价上行期，大量低价冻品肉出库增厚利润，冻品贡献大部分屠宰利润；（2）2021Q3 计提较大冻品减值，利润基数较低。展望 2023 年，预计猪价呈现前高后低趋势，鲜品业务规模、盈利预计可明显提升；但冻品利润贡献有限，预计 2023 年屠宰业务承压。

采取多种措施缓解成本上行压力，吨利预计可维持高位。2022Q3 公司肉制品业务实现收入 71.20 亿元，同比下降 2.1%；实现利润 14.95 亿元，同比下降 9.9%。2022Q3 肉制品销量下降，主因：（1）疫情影响，人员流动减少导致礼品类、休闲类产品下降；（2）餐饮渠道受疫情影响，食材类产品显著下降；（3）工地食堂等渠道受疫情影响，低端产品销量下滑。2022Q3 肉制品吨利下降，主因：（1）猪价成本上行；（2）加大市场促销；（3）产品结构下降。2022Q4 销售旺季下预计肉制品销量可提升。展望 2023 年，网点持续扩张、新品推广下预计肉制品销量中个位数增长。2022Q4 公司已开始采取多项措施缓解成本上行压力：（1）通过生产管理创新如节约化生产、合并车间等方式提高劳效，降低生产费用；（2）工艺持续优化；（3）产品结构持续调整；（4）通过新赛道建设等，提升产销规模；（5）选择性部分上调产品价格。预计 2023 年肉制品吨利可稳中有升。

投资建议：我们预计 2022-2024 年归母净利分别为 56.1、60.4、66.2 亿元，EPS 分别 1.62、1.74、1.91 元。公司分红率高，维持“增持”评级。。

5.8、海天味业：外部压力持续，期待消费复苏

海天味业三季度营收同比降 1.8%，原因在于：一是受到疫情影响调味品整体需求收缩；二是 2022Q2 末公司加大回款力度，高库存于 Q3 进行消化。分品类来看，三季度酱油、蚝油、酱料分别-8.1%、4.4%、-5.6%，小品类增长 16.2%，增速快于整体，品类多元化效果体现。区域上看东部与南部区域受疫情影响，分别下降 7.6%、6.7%，拖累较多。前三季度累计完成全年任务的 68%，进度略低于预期。10 月初食品添加剂事件对于 KA 渠道短期需求略有扰动，长期影响不大。考虑到行业需求收缩，预计全年实现营收高个位数增长。

2022Q3 毛利率同比降 2.6pct，原因在于原料成本价格上涨，以及产品结构影响。三季度销售费用率下降 0.8pct；管理费用率与财务费用率分别+0.5pct 与-0.1pct，在公司严格管理之下，费用率整体变化不大。往 2023 年展望，成本压力有望减轻，市场的有效投放可推动费用率稳中有降，预计 2023 年净利率大概率回升。

当前公司面临两大困境，一是疫情影响需求下滑；二是渠道库存偏高，经销商利润率压缩。针对此情况厂家也积极调整，一方面加速布局新零售渠道，加快市场转型；另一方面积极与大商合作，实现厂商之间强强联合。新品中零添加酱油已经铺市，未来可乐观展望；粮油类产品也已推出市场，将构建未来新的增长点。压力之下海天味业更加注重竞争实力的强化，为消费复苏做好准备。

投资建议：预计 2022-2024 年公司归母净利分别 69.8、83.0、98.0 亿，同比增 4.6%、19.0%、18.0%，EPS 分别为 1.51、1.79、2.11。海天味业品牌与渠道优势长期存在，我们长周期看好公司未来发展，维持“买入”评级。

5.9、中炬高新：业绩如期增长，关注股权结构变化

2022Q3 美味鲜营收增长 12.8%，基本保持平稳。虽 7-8 月有疫情影响，9 月公司通过市场活动加大投入。渠道库存良性，秩序较好，经销商的合理利润保证了经营活动的顺利进行。分品类来看，单三季度酱油增长 18.3%仍是增长主力；鸡精鸡粉增 17.8%，表明餐饮渠道有所恢复；食用油下降 4.6%，拖累整体营收。前三季度净新增经销商 240 家至 1942 家水平，渠道精耕卓有成效。四季度高基数下增速可能回落，预计全年美味鲜营收实现高个位数增长。

2022Q3 公司合并报表净利率同比提升 0.1pct，主要源于毛利率提升 0.6pct，应是与地产收入结算有关。美味鲜 Q3 净利率下降 0.47pct，其中毛利率同比降 2.9pct，原因在于原料价格上涨。2022Q3 公司销售费用率下降 0.5pct，应与公司严格控制促销产品比例，减少相应支出有关；管理费用率提升 1.0pct，主要是管理人员奖金与稳岗补贴增加；财务费用率下降 0.5pct，主因本期无银行贷款，影响利息支出。往四季度展望，公司面临高基数挑战，预计利润增速可能回落较多；往 2023 年展望考虑到成本可能回落，利润大概率改善。

公司主销区品类多元化，非主销区聚焦大单品，同时渠道精细化工作持续落地，调味品业务向好发展。由于全年美味鲜设定目标压力不大，公司市场秩序较好，渠道库存不高，为后续增长奠定基础。关注公司股权结构变化带来的影响与机会，股权变化落地可能成为公司短期股价催化剂。

投资建议：预计 2022-2024 年公司归母净利分别为 7.4、8.2、9.8 亿元，EPS 分别为 0.94、1.05、1.25 元，同比-0.6%、+11.6%、+18.9%，维持“增持”投资评级。

5.10、涪陵榨菜：需求受益，利润可期

2021Q3 公司营收增速回落至 2.5%，主因在于：一是前期提价对销量仍有负面影响；二是疫情得到有效控制后，榨菜囤积需求减弱；三是新包装在传统渠道中辨识度不高。为此公司已在包装颜色、规格等方面进行调整，预计将对需求产生积极作用。估计三季度主品类榨菜增长不快，在品类多元化策略下，泡菜、萝卜等小品类预计仍保持较高增长。考虑到产品调整过程中渠道库存清理，预计四季度可能改善并不明显。

2022Q3 毛利率 53.4%，同比增 1.8pct，主要是三季度使用低价青菜头原料，对毛利率起到正面贡献。2022Q3 销售费用率同比降 6.8pct 至 22.8%，应是由于今年减少央视、梯媒广告费用投放，同时品牌宣传费用也有所缩减有关。往 2023 年展望，青菜头原料价格已至低位，费用投放可能变化不大，利润增速可能与收入保持同步。

公司利润率提升是最大看点，主要来源：一是提价效果显现；二是成本下降较

为明确；三是费用率相应收缩。从中报与三季报来看利润率提升的逻辑逐步兑现。往未来展望，公司采取品类多元化以及渠道多元化的方式进行市场推广，为此配套的组织架构、人员设置基本完成，正在发力拓展市场，有望带来长期发展，仍需逐步跟踪验证。

投资建议：预计 2022-2024 年归母净利分别为 9.6、11.2、13.0 亿，EPS 分别 1.09、1.26、1.46 元，同比增 29.9%、15.9%、16.0%。榨菜业绩释放逻辑已经兑现，长期看品类多元化与渠道扩张，维持“买入”评级。

5.11、西麦食品：营收稳步增长，费用管控良好

营收稳步增长，复合燕麦片表现较好。2022Q3 公司营收同比增 22.47%，具体分产品看：2022Q3 纯燕麦片表现较为稳定，稳步增长；复合燕麦片新品表现较好，实现快速增长；冷食燕麦片行业仍处于调整期，公司冷食燕麦片企稳。分渠道来看，B2B 业务、电商渠道皆快速增长。展望未来，纯燕麦片、复合燕麦片持续发力下，随着线上及线下渠道布局进一步完善，公司营收仍可持续增长。

净利率提升主因销售费用率下降。2022Q3 净利率同比增 1.1pct 至 11.5%，主因销售费用率降低 1.9pct 至 27.6%，管理费用率降低 1.1pct 至 5.7%。销售费率下降主因：（1）2022Q3 公司着重控制促销投入，线下买赠促销等投入较为理性；（2）线上渠道加强费用管控。2022Q3 公司毛利率同比降低 2.7pct 至 44.0%，主因成本上行影响。环比来看，随着促销费用管控加强，毛利率环比提升 2.7pct。展望未来，预计原材料成本仍处高位，公司可以通过加强费用管控、提升规模效应等方式缓解成本上行压力；费用投放预计仍会较为理性。

投资建议：预计 2022-2024 年归母净利为 1.05、1.16、1.36 亿元，EPS 分别 0.47、0.52、0.61 元。公司线上渠道占比逐步提升，线下渠道优势稳固，维持“增持”评级。

5.12、味知香：营收恢复增长，多渠道布局潜力大

水产品表现亮眼，华中、华南市场开拓有效。具体来看：（1）分产品：2022Q3 牛肉类/家禽类/猪肉类/水产虾类/水产鱼类营收同比分别 +8.16%/+9.37%/-5.91%/+16.21%/+12.58%，疫情期间水产类及禽类产品需求旺盛，增长较好；（2）分地区：2022Q3 大本营华东市场逐渐从疫情恢复，营收增 11.91%；外围市场开拓有效，华南、华中地区营收同比增 49.01%/42.16%。（3）分渠道：公司持续深耕零售渠道，稳步开拓加盟店，2022Q3 加盟店渠道同比增 24.13%。批发渠道同比增 21.19%，直销及其他渠道受疫情影响同比降 55.05%，电商客户渠道同比降 60.65%。随着 C 端农贸店、店中店、街边店全面铺开，B 端餐饮渠道恢复、发力食堂等新渠道下，预计公司营收可稳步增长。

净利率下降主因毛利率下降。公司 2022Q3 净利率同比降 2.6pct 至 17.5%，主因毛利率下降。2022Q3 疫情影响下居民消费放缓，低毛利业务占比提升，毛利率同比降 2.4pct 至 23.9%；销售费用率同比降 2.5pct 至 3.6%，主因线上费用投放减少。随着疫情管控放缓、原材料成本下行，公司毛利率有望回升。

产能陆续释放，自华东向外扩张。2022Q3 公司加盟店较 2022H1 增加 127 家至 1649 家，合作经销商增加 30 家达 675 家。疫情催化预制菜行业加速发展，行业高景气下，公司产能持续扩张叠加全国化布局，仍处于发展黄金期。

投资建议：我们预计 2022-2024 年净利分别为 1.5、1.8、2.1 亿元；EPS 分别为

1.46、1.81、2.06 元，多渠道布局潜力大，维持“增持”评级。

5.13、李子园：疫情短期扰动，稳步开拓全国市场

营收下滑，主因疫情短期扰动。(1) 分产品来看：含乳饮料 2022Q3 营收 3.49 亿元，同比降 4.39%，主因 7 月在疫情短期扰动、学校放假、6 月底提价后存在提价过渡期影响下下滑，8-9 月逐渐回暖。(2) 分渠道来看：2022Q3 经销渠道营收 3.54 亿元，同比降 2.16%；直销渠道营收 526 万元，同比降 53.36%；(3) 分区域来看：2022Q3 华东、华中、西南三大重点地区，营收分别为 1.87 亿元、0.65 亿元、0.67 亿元，华东、华中同比分别降 9.08%、4.93%，西南同比增 16.02%。外围市场华南、东北同比分别增 28.78%、8.94%，发展态势良好。截止 2022Q3 公司经销商数量 2677 家，其中华东经销商增加 14 家至 903 家，华中经销商增加 13 家至 614 家，华南经销商增加 4 家至 204 家。展望全年，虽有疫情扰动，但随着全国市场稳步开拓，预计营收略增。

净利率下滑主因毛利率下降、销售费率提升。2022Q3 公司净利率降 3.2pct 至 14.4%。毛利率同比下降是原材料成本上行所致。6 月底产品提价下毛利率环比提升 0.8pct。销售费用率同比提升主因：(1) 公司销售人员增加；(2) 市场开拓期间费用投入大。预计未来公司将继续加强品牌建设，持续开拓新市场，预计费率仍处高位。公司拟发行不超 6 亿元可转债投向 15 万吨含乳饮料生产线。展望未来，随着产能释放、自华东向外扩张，公司发展潜力仍较大。

投资建议：我们预计 2022-2024 年归母净利为 2.2、2.8、3.6 亿元，EPS 为 0.72、0.92、1.19 元。李子园在现有重点区域有品牌、渠道、规模优势，自华东向全国市场稳步拓张，维持“增持”评级。

5.14、绝味食品：短期疫情拖累业绩，逆势拓店布局成长

疫情拖累同店，门店持续扩张。公司 2022Q3 收入 17.8 亿元，同比增长 4.8%，主因各地疫情封控拖累。分品类看，2022Q3 鲜货产品同比下滑 3.3%，其中调整产品结构畜类下滑较多；包装产品收入同比增长 65.9%，主因精武鸭脖贡献；其他主营业务同比增长 89.6%，主因绝配供应链业务增长。分区域看，西北、华中区域分别增长 115.3%、17.0%，华东区域下滑 10.6%，主因华东城市封控，切换生产工厂同时西北基数较低所致。开店方面，上半年加速拓店，下半年节奏保持平稳，全年有望拓店 1500 家以上。同店方面，公司 2022 年 7 月对部分产品进行提价，助力整体单店水平逐步恢复。

费用支出补贴，提升加盟商信心，底部反转可期。2022Q3 公司毛利率下滑 25.5pct，主因鸭副原材料等上涨以及支持加盟商进货折扣影响；2022Q3 净利率下滑 20.8pct，销售费用率收缩 0.5pct，费用补贴有所改善，管理费用率提升 0.8pct，主因计提股份支付费用所致。困境之下，公司更加关注门店回本周期，主动补贴维持加盟商信心。三季度成本压力逐步缓解，费用支出呈现收缩趋势，公司推出股权激励目标，以 2021 年为基数，2023-2025 年收入增长 19%、39%、67%。公司作为行业龙头逆势开店，疫情结束后有望享受行业集中度提升及门店经营提升带来的利润弹性，底部反转可期。

投资建议：公司 2022Q1-3 实现收入 51.2 亿元，同比增长 5.6%；实现净利润 2.2 亿元，同比下滑 77.2%。公司 2022Q3 实现收入 17.8 亿元，同比增长 4.8%；归母净利润 1.2 亿元，同比下滑 73.9%。三季度拓店趋稳，预计 2022Q1-3 净开店 1300 家左

右。公司受到封控影响经营承压，预计 2022-2024 年公司净利润分别为 5.0、10.4、12.4 亿元，EPS 分别为 0.8、1.7、2.0 元，同比下滑 49.3%、增长 108.9%、19.2%，公司作为休闲卤制品头部企业，逆势拓店蓄力成长，维持“增持”评级。

5.15、周黑鸭：短期疫情反复影响，逆势拓店蓄力成长

单店收入承压，门店逆势拓展。单店收入方面，2022H1 整体门店收入承压，主因疫情反复，部分区域封控所致，预计下半年随着防控机制调整，门店收入或将有所改善。公司持续推出以虾球为代表的新品类新口味产品，高峰单月销量超 100 万盒。公司持续推进 O&O 线上及自营外卖业务，2022H1 收入占比 32.1%，助力公司提升单店水平。开店方面，公司 2022H1 门店总数 3160 家，其中直营店 1342 家，净增 96 家，特许门店 1818 家，净增 283 家，公司上半年启动百舸争流社区店项目，探索更贴近消费者的渠道模型，到 2022H1 末社区门店数量达 561 家。收入结构上看，特许门店收入占比从 2021 年末的 20.6% 占比提升至 28.3%。区域上，门店拓展主要由华中地区贡献，2022H1 新开 214 家，我们预计公司全年 1000 家拓店目标有望顺利达成。

成本上升毛利承压，补贴拓店费用较高。公司 2022H1 毛利率同比下滑 2.1pct，主因鸭副包材等原材料价格上升所致；销售费用率同比提升 8.4pct，主因疫情影响下，公司主动补贴，提升加盟商信心，保障逆势开店；管理费用率提升 3.1pct，主因员工激励计划开支。综上 2022H1 公司净利率下滑 14.2pct 至 1.6%，经营承压，展望下半年，我们预计通货膨胀影响逐步转好，疫情防控有望逐步放开，公司门店持续拓展，有望底部反转。

投资建议：公司截至 6 月末门店数 3160 家，上半年净新开 379 家，预计三季度保持高速开店。公司上半年受到疫情封控影响经营承压，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年公司营收为 26.5、38.3、46.1 亿元，同比增长-8.3%、44.7%、20.2%，净利润分别为 1.5、4.1、5.9 亿元，同比增长-56.7%、179.0%、42.5%，公司作为休闲卤制品头部企业，放开加盟成长空间广阔，维持“增持”评级。

5.16、煌上煌：疫情影响门店经营，静待公司底部恢复

门店数量下滑，单店收入承压。公司 2022Q3 收入 4.4 亿元，同比下滑 17.2%，主因疫情封控导致人流下滑，门店经营承压，相比疫情前同店表现预计仍有缺口；部分门店亏损导致关店，截至 2022 年 6 月末公司门店数量 4024 家，估计三季度门店仍受到疫情拖累，当前门店总数相比 6 月末仍有小幅下降，全年 1059 家拓店目标较难达成，预计四季度随着防控机制调整，门店收入或将改善。米制品业务方面销售亦有所下滑，主因端午等销售旺季疫情反复，各渠道订单量有所下降。

成本压力上升，利润明显承压，静待底部恢复。公司 2022Q3 毛利率下滑 21.7pct，主因多项原材料价格上涨，包材、能耗、配送等各环节成本增加，同时人工成本持续上涨，拖累公司毛利率水平。公司 2022Q2 销售费用率下降 2.6pct，主因疫情下公司主动缩减营销费用所致。2022Q2 公司管理费用率、财务费用率基本保持平稳。展望未来，原材料价格已基本平稳，预计随着疫情防控逐步放松，公司门店有望重新拓展，静待经营反转。

投资建议：公司 2022Q1-3 实现收入 16.2 亿元，同比下滑 16.3%；实现净利润 0.84 亿元，同比下滑 54.0%，上半年净关店 257 家，截至 2022 年 6 月末门店数量 4024 家，估计三季度门店仍受到疫情拖累，当前门店总数相比 6 月末仍有小幅关下降。

预计 2022-2024 年公司营收为 21.9、25.2、28.9 亿元，同比下滑 6.3%、增长 15.0%、14.6%，净利润分别为 1.2、1.9、2.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.2、0.4、0.4 元，同比下滑 19.1%、增长 63.6%、16.3%，公司作为休闲卤制品头部企业，疫情后有望受益于行业集中度提升，静待底部反装，重回拓店增长，维持“增持”评级。

5.17、洽洽食品：短期利润承压，估值低位值得关注

主业稳步增长，提价抵御成本上升。公司 2022Q3 实现收入 17.1 亿元，同比增长 13.6%。其中瓜子经过 8 月提价 3.8%，三季度整体增长平稳，坚果通过中秋十一节庆备货，增长较好。2022Q3 公司毛利率同比提升 0.2pct，主要受益于产品提价效应；销售费用率提升 1.5pct，主因广告费用和坚果渠道推广费用所致；管理费用率、财务费用率基本保持平稳。展望未来，2023 年春节假期较早，大部分收入确认在 2022 年四季度，瓜子、坚果产品节庆送礼属性突出，预计四季度收入表现亮眼，成本端原材料能源价格已经趋稳，产品提价夯实毛利率水平。

休闲食品龙头企业，行稳致远布局成长。洽洽食品作为瓜子坚果行业龙头企业，品牌能力强，行业地位稳固，公司持续聚焦瓜子坚果业务发展，自 2016 年切入坚果领域以来，坚果业务快速发展，为公司打开第二成长曲线。公司线下渠道网络广阔，终端众多、远销海外，提出打造百万终端，数字化赋能线下渠道，同时线上积极拥抱新零售渠道，实现全渠道发展。供应链方面，公司持续提升效率，布局上游原材料，工艺设备持续升级，新工厂投入建设；公司持续推出员工持股计划，绑定核心管理层利益，为未来业绩提升保驾护航。

投资建议：公司 2022Q1-3 实现收入 43.8 亿元，同比增长 12.9%；实现净利润 6.3 亿元，同比增长 5.4%。公司 2022Q3 实现收入 17.0 亿元，同比增长 13.6%；实现净利润 2.76 亿元，同比增长 3.2%。公司短期受到原材料能源物流价格上涨影响毛利率水平，我们维持盈利预测，公司 2022-2024 年收入分别为 70.0、81.1、92.6 亿元，同比增长 16.9%、15.9%和 14.1%；归母净利润分别为 10.2、12.0 和 13.7 亿元，同比增长 9.7%、17.6%和 14.3%；对应 EPS 分别为 2.0、2.4、2.7 元，维持“增持”评级。

5.18、甘源食品：收入增速亮眼，高速增长可期

收入增长平稳，毛利率净利率环比改善。公司 2022Q3 收入增长 13.9%，增速较为平稳，主因 7、8 月调整产品，梳理供应链以降低生产成本，影响发货节奏所致，另外 2021 年 9 月基数较高亦对收入增速有影响。2022H1 公司毛利率下滑 0.6pct，2022Q3 毛利率环比提升 8.0pct，主因 6 月中旬以来棕榈油价格快速回落，另外部分提价效益仍有贡献。棕榈油价格近期稳定在 7700 元/吨左右，展望未来预计仍有降价空间，有利于毛利率持续回升，2023 年上半年将在低基数效应下呈现较大利润弹性。2022Q3 销售费用率提升 2.9pct，主因新品铺货费用支出，管理费用率、财务费用率基本保持平稳。2022Q3 研发费用率提升 1.6%，公司加大研发投入，为申请高新技术企业认证做前期铺垫，落地后有望获得所得税减免。

新渠道持续扩张，新品调整后有望加速放量，未来快速成长。公司河南工厂烘焙新品陆续发货，获得经销商认可。高端口味性坚果在山姆会员店销售火热，后续将持续导入新品，盒马、Ole、麦德龙等会员店渠道均已合作。零食折扣店方面，公司 7-8 月调整产品后，9 月导入更多单品，单月零食系统预计将持续放量。公司积极拥抱更具性价比、更碎片化的下沉渠道变革趋势，预计四季度将为公司贡献较大增量。公司推出员工持股计划，考核目标 2022-2024 年收入及利润增长 20%、30%、30%，绑定核心员工利益。

投资建议：公司 2022Q1-3 实现收入 9.7 亿元，同比增长 13.3%，归母净利润 0.9 亿元，同比增长 15.8%；2022Q3 收入 3.6 亿元，同比增长 13.9%，归母净利润 0.48 亿元，同比增长 20.3%。公司经过短期调整，拓展渠道，员工持股计划落地，我们维持盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润 1.9、2.7、3.5 亿元，EPS 分别为 2.0、2.9、3.8 元，同比增长 22.3%、45.7%、29.0%，维持“增持”评级。

表10：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价（元）	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
贵州茅台	买入	1630.8	49.4	58.56	68.51	33.0	27.8	23.8
五粮液	买入	164.6	7.03	8.09	9.27	23.4	20.3	17.8
洋河股份	增持	145.4	6.45	7.54	8.94	22.5	19.3	16.3
山西汾酒	买入	260.6	6.22	8.22	10.94	41.9	31.7	23.8
口子窖	增持	51.7	3.03	3.42	3.98	17.1	15.1	13.0
古井贡酒	增持	243.9	5.85	7.43	9.37	41.7	32.8	26.0
金徽酒	增持	23.2	0.82	1.09	1.4	28.2	21.2	16.5
水井坊	增持	65.3	2.9	3.63	4.5	22.5	18.0	14.5
伊利股份	买入	29.9	1.66	1.97	2.28	18.0	15.2	13.1
新乳业	增持	12.2	0.47	0.63	0.78	26.0	19.4	15.7
双汇发展	增持	25.8	1.73	1.93	2.11	14.9	13.4	12.2
中炬高新	增持	38.2	0.94	1.05	1.25	40.7	36.4	30.6
涪陵榨菜	买入	25.8	1.09	1.26	1.46	23.6	20.4	17.6
海天味业	买入	74.1	1.55	1.84	2.18	47.8	40.3	34.0
恒顺醋业	买入	11.8	0.17	0.2	0.24	69.1	58.8	49.0
西麦食品	增持	14.5	0.47	0.52	0.61	30.9	27.9	23.8
桃李面包	买入	14.1	0.9	1.01	1.15	15.6	13.9	12.2
嘉必优	买入	46.7	1.10	1.47	2.45	42.4	31.7	19.0
绝味食品	买入	56.2	1.06	1.74	2.12	53.0	32.3	26.5
煌上煌	增持	12.0	0.23	0.37	0.43	52.1	32.4	27.9
广州酒家	增持	24.9	1.12	1.32	1.52	22.2	18.9	16.4
甘源食品	增持	77.0	2.02	2.91	3.71	38.1	26.5	20.8

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2022 年 12 月 1 日）

6、风险提示

宏观经济波动风险、消费复苏进度低于预期风险、原材料价格波动风险等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn