

2022 年 12 月 21 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

曙光已现，守望复苏

推荐(维持)

—食品饮料行业 2023 年度投资策略报告

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

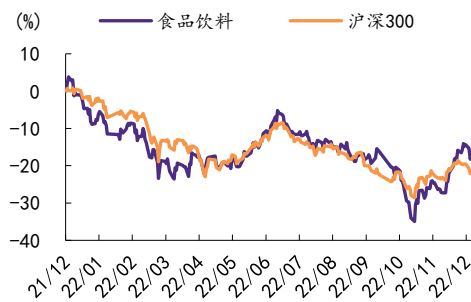
分析师：何宇航 S1050522090002

heyh1@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料(申万)	12.5	1.1	-17.0
沪深 300	1.6	-1.9	-22.0

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《食品饮料行业周报：节前打款陆续开启，关注经销商大会反馈》2022-12-18
- 2、《食品饮料行业周报：板块压制因素逐步消除，估值整体有望继续修复》2022-12-11
- 3、《食品饮料行业周报：疫后管控放宽明显，重视个股反弹机会》2022-12-04

■ 板块回顾：疫情影响叠加成本上涨，板块整体波动较大

基本面：2022Q1-3 申万食品饮料行业营收和归母净利润分别为 7232.4/1400.6 亿元，分别同增 7.5%/12.8%；毛利率和净利率分别为 47.8%/20.1%，同增 0.6/0.8pct；ROE 为 16.1%，同降 0.4pct。**估值面：**截至 2022 年 12 月 19 日，申万食品饮料行业收盘价 23129.1，市盈率(PE)34.6，全年分别下跌 14.5%、21.8%。**资金面：**2022Q3 公募基金重仓（中信）中食品饮料占比 16.1%，环比增长 0.3%，从 2022Q2 第二名提升至 2022Q3 第一。其中白酒持仓比例为 13.9%，环比增长 0.2%；大众品持仓比例为 2.3%，环比增长 0.1%。

■ 板块展望：疫后复苏是主线，子板块反弹有先后

国家出台最新疫情防控政策“新十条”，包括不对跨地区流动人员查验核酸证明和健康码，不开展落地检等。我们认为板块迎复苏，顺序是白酒>啤酒>休闲食品=软饮料>速冻食品>调味品>乳制品。其中白酒中长期价值凸显，板块估值极具性价比：高端酒业绩确定性最强，茅五泸继续两位数增长；次高端继续分化，各自进一步补短板；徽酒竞争进一步加剧，苏酒业绩稳增；啤酒高端化望加速，关注精酿啤酒；休闲食品成本端望加快下行，关注零食专营渠道；软饮料成本端下行叠加疫后复苏，板块弹性可期；速冻食品预制菜进入放量阶段，三剑客继续引领；调味品成本端有望下行，餐饮端复苏有望加快；乳制品成本有望下行，关注奶粉新国标。

■ 投资建议

维持食品饮料行业“推荐”投资评级。**白酒：**细分四条主线推荐：1) 优先反弹标的推荐茅五泸汾；2) 消费场景复苏标的推荐汾酒、酒鬼酒、舍得酒业、水井坊；3) 估值底部推荐古井贡酒、洋河股份、今世缘；4) 困境反转关注金种子、口子窖。**大众品：**细分四条主线推荐：1) 门店受损修复推荐绝味食品、紫燕食品、良品铺子等；2) 旺季受益标的推荐安井食品、三全食品、千味央厨、休闲食品三剑客等；3) 餐饮端修复标的推荐海天味业、中炬高新、日辰股份、宝立食品等；4) 弹性较大标的推荐绝味食品、重庆啤酒、乐惠国际、百润股份、李子园、立高食品等。

■ 风险提示

疫情波动风险；宏观经济波动风险；行业竞争风险；食品安全风险；消费税或生产风险；原材料价格波动风险等。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2022-12-21 股价	2022E	EPS 2023E	2024E	2022E	PE 2023E	2024E	投资评级
600519.SH	贵州茅台	1739.00	50.29	59.12	68.82	34.58	29.41	25.27	买入
000858.SZ	五粮液	174.49	6.91	8.06	9.32	25.25	21.65	18.72	买入
000568.SZ	泸州老窖	212.38	7.11	8.74	10.59	29.87	24.30	20.05	买入
600809.SH	山西汾酒	277.84	6.43	8.45	10.85	43.21	32.88	25.61	买入
002304.SZ	洋河股份	159.50	6.37	7.63	9.08	25.04	20.90	17.57	买入
000799.SZ	酒鬼酒	134.66	3.60	4.86	6.19	37.41	27.71	21.75	买入
600702.SH	舍得酒业	157.70	4.42	5.59	7.27	35.68	28.21	21.69	买入
600779.SH	水井坊	78.00	2.89	3.59	4.38	26.99	21.73	17.81	买入
000596.SZ	古井贡酒	265.05	5.77	7.28	9.08	45.94	36.41	29.19	买入
603369.SH	今世缘	48.71	1.97	2.49	3.09	24.73	19.56	15.76	买入
603589.SH	口子窖	58.80	3.02	3.47	3.94	19.47	16.95	14.92	买入
603198.SH	迎驾贡酒	59.03	2.13	2.68	3.28	27.71	22.03	18.00	买入
603919.SH	金徽酒	25.09	0.67	0.93	1.14	37.45	26.98	22.01	买入
600197.SH	伊力特	24.37	0.46	0.63	0.86	52.98	38.68	28.34	买入
600559.SH	老白干酒	26.86	0.78	0.81	0.93	34.44	33.16	28.88	买入
603288.SH	海天味业	78.26	1.61	1.91	2.24	48.61	40.97	34.94	买入
603027.SH	千禾味业	20.86	0.37	0.70	0.82	56.38	29.80	25.44	买入
603317.SH	天味食品	26.67	0.42	0.55	0.69	63.50	48.49	38.65	买入
600872.SH	中炬高新	37.28	0.96	1.12	1.29	38.83	33.29	28.90	买入
002507.SZ	涪陵榨菜	25.46	1.14	1.32	1.52	22.33	19.29	16.75	买入
600305.SH	恒顺醋业	12.05	0.17	0.24	0.29	70.88	50.21	41.55	买入
603755.SH	日辰股份	39.98	0.74	1.05	1.36	54.03	38.08	29.40	买入
603170.SH	宝立食品	27.54	0.49	0.68	0.85	56.20	40.50	32.40	买入
300999.SZ	金龙鱼	43.47	0.79	1.08	1.36	55.03	40.25	31.96	买入
300908.SZ	仲景食品	37.00	1.22	1.47	1.71	30.33	25.17	21.64	买入
600298.SH	安琪酵母	45.00	1.67	2.11	2.54	26.95	21.33	17.72	买入
300755.SZ	华致酒行	31.20	1.23	2.01	2.81	25.37	15.52	11.10	买入
605499.SH	东鹏饮料	170.77	3.48	4.29	5.26	49.07	39.81	32.47	买入
603711.SH	香飘飘	13.41	1.06	1.18		12.65	11.36		买入
605337.SH	李子园	23.09	1.05	1.30	1.61	21.99	17.76	14.34	买入
600132.SH	重庆啤酒	123.24	2.71	3.38	4.00	45.48	36.46	30.81	买入
600600.SH	青岛啤酒	105.45	2.57	3.13	3.65	41.03	33.69	28.89	买入
603345.SH	安井食品	157.55	4.10	5.46	7.04	38.43	28.86	22.38	买入
603517.SH	绝味食品	58.40	0.60	0.91	1.33	97.33	64.18	43.91	买入
603057.SH	紫燕食品	31.52	0.72	1.07	1.36	43.78	29.46	23.18	买入
002847.SZ	盐津铺子	108.29	2.46	3.09	3.77	44.02	35.05	28.72	买入
603719.SH	良品铺子	36.79	0.99	1.26	1.58	37.16	29.20	23.28	买入
002991.SZ	甘源食品	71.00	1.99	2.58	3.50	35.68	27.52	20.29	买入
002557.SZ	洽洽食品	49.89	1.99	2.22	2.56	25.07	22.47	19.49	买入
003000.SZ	劲仔食品	11.75	0.29	0.37	0.45	40.52	31.76	26.11	买入
605338.SH	巴比食品	31.22	1.00	1.21	1.51	31.22	25.80	20.68	买入

300973.SZ	立高食品	89.50	1.22	1.96	2.56	73.36	45.66	34.96	买入
002216.SZ	三全食品	18.39	0.94	1.08	1.24	19.56	17.03	14.83	买入
600882.SH	妙可蓝多	31.76	0.53	0.70	0.95	59.92	45.37	33.43	买入
001215.SZ	千味央厨	63.55	1.23	1.63	2.09	51.67	38.99	30.41	买入
605089.SH	味知香	64.42	1.47	1.83	2.26	43.82	35.20	28.50	买入
002330.SZ	得利斯	7.44	0.11	0.16	0.24	67.64	46.50	31.00	买入
603043.SH	广州酒家	26.35	1.07	1.30	1.54	24.63	20.27	17.11	买入
002956.SZ	西麦食品	15.03	0.45	0.56	0.68	33.40	26.84	22.10	买入
002570.SZ	贝因美	5.11	0.09	0.22	0.56	56.78	23.23	9.13	买入
600887.SH	伊利股份	30.93	1.37	1.62	1.92	22.58	19.09	16.11	买入
603156.SH	养元饮品	21.45	1.20	1.48	1.80	17.88	14.49	11.92	买入
002183.SZ	怡亚通	5.83	0.26	0.33	0.40	22.42	17.67	14.58	买入
300094.SZ	国联水产	6.47	0.10	0.17	0.25	64.70	38.06	25.88	买入
002726.SZ	龙大美食	9.21	0.07	0.15	0.21	131.57	61.40	43.86	买入
002946.SZ	新乳业	12.83	0.48	0.65	0.83	26.73	19.74	15.46	买入
603076.SH	乐惠国际	38.65	0.74	1.37	2.25	52.23	28.21	17.18	买入

资料来源: Wind, 华鑫证券研

正文目录

1、 板块回顾：疫情影响叠加成本上涨，板块整体波动较大	11
1.1、 基本面回顾：整体稳健增长，板块内部分化	11
1.2、 估值回顾：食品饮料指数下滑，估值亦有下降	12
1.3、 资金回顾：白酒持仓环比提升，大众品环比持仓持平	13
2、 板块展望：疫后复苏是主线，子板块反弹有先后	14
2.1、 最新政策加快放宽，消费复苏只欠东风	14
2.2、 板块环比改善，信心比黄金更重要	16
3、 白酒：中长期价值凸显，板块估值极具性价比	18
3.1、 高端酒：业绩确定性最强，茅五泸各有千秋	18
3.2、 次高端酒：个股继续分化，各自抓紧补短板	23
3.3、 地产酒：徽酒竞争进一步加剧，苏酒仍旧稳如泰山	28
4、 调味品：成本端有望下行，餐饮端复苏有望加快	34
4.1、 成本端有望下行，考虑低基数关注弹性个股	34
4.2、 餐饮端复苏关注海天，重点关注零添加细分赛道	35
4.3、 复调企业各自补短板，日辰和宝立大有可为	37
4.4、 中炬股权有望加快理顺，恒顺改革进入深水区	39
5、 速冻食品：预制菜进入放量阶段，速冻三剑客继续引领	40
5.1、 预制菜蓝海阶段，众多玩家纷纷入局	40
5.2、 成本端望下行，关注三全新品布局和利润释放	43
5.3、 速冻三剑客各显神通，关注安井多元化布局	47
5.4、 消费场景加快复苏，关注千味C端布局	48
6、 啤酒：高端化望加速，关注精酿啤酒	50
6.1、 疫后消费场景复苏，旺季销售望迎弹性	50
6.2、 精酿啤酒望放量，关注乐惠产能释放	54
6.3、 高端化望加速，关注华润、重啤	57
7、 休闲食品：成本端望加快下行，关注零食专营渠道	59
7.1、 成本端望加快下行，利润端弹性释放	59
7.2、 零食专营渠道放量，先布局者先受益	61
7.3、 内部进一步分化，关注休闲食品三剑客	64
8、 乳制品：成本端有望下行，关注奶粉新国标	66
8.1、 成本端有望下行，竞争格局有望放缓	66
8.2、 伊利目标或提前完成，澳优有望增厚业绩	68
8.3、 奶粉新国标实施，关注嘉必优和贝因美	69
9、 软饮料：成本端下行叠加疫后复苏，板块弹性可期	72
9.1、 成本端加快下行，板块利润弹性可期	72
9.2、 疫情复苏叠加低基数，业绩加速释放	72
9.3、 功能性饮料持续扩容，关注东鹏省外扩张	73
10、 行业评级及投资策略	75
11、 风险提示	76

图表目录

图表 1: 2022Q1-3 食品饮料行业营收同增 7.5%	11
图表 2: 2022Q1-3 食品饮料行业归母净利润同增 12.8%	11
图表 3: 2022Q3 食品饮料行业营收同增 8.9%	11
图表 4: 2022Q3 食品饮料行业归母净利润同增 11.9%	11
图表 5: 2022Q1-3 食品饮料行业毛利率/净利率 47.8%/20.1%	12
图表 6: 2022Q1-3 食品饮料行业 ROE 为 16.1%	12
图表 7: 2022Q3 食品饮料行业毛利率/净利率 46.2%/18.4%	12
图表 8: 2022 年食品饮料行业收盘价/估值下跌 14.5%/21.8%	13
图表 9: 2022 年白酒行业收盘价/估值下跌 14.4%/27.7%	13
图表 10: 2022Q3 食品饮料板块实际配置比例居第一	13
图表 11: 2022Q3 基金持仓食品饮料 (CS) 子板块持仓比例情况	14
图表 12: 2022Q3 基金持仓白酒比例为 13.86%	14
图表 13: 2022Q3 基金持仓大众品比例为 3.27%	14
图表 14: 疫情防控政策“新十条”	15
图表 15: 2022Q1-3 饮料制造板块中白酒营收增速最快, 为 16.0%	16
图表 16: 2022Q1-3 食品加工板块中调味品营收增速最快, 为 9.4%	16
图表 17: 2022Q3 饮料制造板块中白酒营收增速最快, 为 16.3%	17
图表 18: 2022Q1-3 食品加工板块中调味品营收增速最快, 为 7.9%	17
图表 19: 2022Q1-3 饮料制造板块中白酒净利润增速最快, 为 21.2%	17
图表 20: 2022Q1-3 食品加工板块中肉制品净利润增速最快, 为 8.2%	17
图表 21: 2022Q3 饮料制造板块中黄酒净利润增速最快, 为 33.8%	17
图表 22: 2022Q3 食品加工板块中肉制品净利润增速最快, 为 67.9%	17
图表 23: 2022Q1-3 饮料制造板块中白酒毛利率最高, 为 79.9%	18
图表 24: 2022Q1-3 食品加工板块中调味品毛利率最高, 为 33.5%	18
图表 25: 2022Q1-3 饮料制造板块中白酒净利率最高, 为 39.0%	18
图表 26: 2022Q1-3 食品加工板块中调味品净利率最高, 为 18.1%	18
图表 27: 城镇居民可支配收入提高	19
图表 28: 我国高净值人群数量稳步提升	19
图表 29: 茅台直销渠道放量明显, 预计未来延续高增长趋势	19
图表 30: 近年茅台营收和归母净利润增速均超过 15%	20
图表 31: i 茅台 APP 首页	20
图表 32: 五粮液营业利润稳步增长, 2022Q1-3 利润已超 2022 年全年	20
图表 33: 2022Q1-3 营收和净利润为 557.80/199.89 亿元, 同比+22.19%/+15.36%	21
图表 34: 五粮液普五和经典五粮液仍未主要产品	21

图表 35: 国窖 1573 批价稳定, 预计 2023 年春节后修复	22
图表 36: 泸州老窖 2022Q1-3 营收增速 24.20%, 归母净利润已超 2021 年全年	22
图表 37: 2022H1 国外营收占比 0.81%	22
图表 38: 线上收藏酒消费中, 酱香型扩增态势明显, 浓香型份额从 33% 降至 25%	23
图表 39: 酱酒企业梯队一览	24
图表 40: 清香型酒企梯队一览	24
图表 41: 浓香型白酒产品价格大幅上涨, 泸州老窖销售毛利率表现出色	25
图表 42: 近十年中, 2021 年汾酒营收同比增速最高, 达 42.75%	26
图表 43: 汾酒省外营收占比逐年增加, 2022Q1-3 已超 60%	26
图表 44: 2021 年舍得高增长, 当年归母净利润超 10 亿元	26
图表 45: 省内贡献较多, 其他地区市场占比有恢复趋势	26
图表 46: 过去三年, 内参酒销售收入几乎每年保持翻番增长	27
图表 47: 2022Q1-3 营收和净利润为 34.86/9.72 亿元, 同比+32.05%/+34.98%	27
图表 48: 酒鬼酒国内市场占比 99% 以上	27
图表 49: 2022Q1-3 营收和净利润为 37.71/10.55 亿元, 同比+10.15%/+5.46%	28
图表 50: 徽酒省内竞争激烈, 徽酒 2021 年占据省内市场份额超三分之二	29
图表 51: 2021 年安徽省内 300 元以下价格带占比 75%, 次高端仍有放量空间	29
图表 52: 省内洋河领跑众品牌, 全国性名酒和地产酒龙头共同割据市场	29
图表 53: 洋河股份恢复性增长, 2022Q1-3 营收超 2021 年全年	29
图表 54: 主要地产酒省外扩张情况一览	30
图表 55: 2022Q1-3 营收和净利润为 127.65/26.23 亿元, 同比+26.35%/+33.20%	31
图表 56: 华北市场有所拓展, 2022QH1 华中市场占比 87.51%	31
图表 57: 2022Q1-3 营收和净利润为 264.83/90.72 亿元, 同比+20.69%/+25.78%	31
图表 58: 2022Q1-3 洋河股份合同负债期末余额为 81.73 亿元	31
图表 59: 2022Q1-3 营收和净利润为 65.18/20.81 亿元, 同比+22.18%/+22.53%	32
图表 60: 今世缘 2022Q1-3 省外营收仅占总营收的 6.63%	32
图表 61: 2022Q1-3 营收和净利润为 37.62/12.02 亿元, 同比+3.67%/+4.47%	33
图表 62: 2022Q1-3 省内市场占比 80.51%, 省外市场仍有增量空间	33
图表 63: 疫情后营收及净利润波动明显, 2021 年营收突破 40 亿	34
图表 64: 2022Q1-3 迎驾贡酒省内营收占比为 65.14%	34
图表 65: 全国大豆市场价较年内高点下降 7.6%	34
图表 66: 白砂糖现货价较年内高点下降 5.7%	34
图表 67: 国内 PET 切片现货价(纤维级): 国内 (元/吨)	35
图表 68: 瓦楞纸市场均价 (元/吨)	35
图表 69: 餐饮渠道占比最大	35
图表 70: 2022Q1-3 营收和净利润为 190.9/46.7 亿元, 同比+6.1%/-0.9%	36

图表 71: 2022 年经销商数量有所减少.....	36
图表 72: 2022Q1-3 营收和净利润为 19.1/2.4 亿元, 同比+36.6%/+204.8%.....	37
图表 73: 纵向产品更新迭代, 横向大单品不断裂变.....	37
图表 74: 2022Q1-3 营收和净利润为 2.3/0.4 亿元, 同比-2.9%/-26.7%.....	38
图表 75: 日辰股份设立网上商城进军 C 端市场.....	38
图表 76: 2022Q1-3 营收和净利润为 14.8/1.5 亿元, 同比+28.4%/+5.2%.....	38
图表 77: 空客意面天猫“双 11”粮油速食行业店铺销售排榜首.....	38
图表 78: 2022Q1-3 营收和净利润为 39.6/4.2 亿元, 同比+16.0%/+14.2%.....	39
图表 79: 大股东持股比例 14.99%.....	39
图表 80: 2022Q1-3 营收和净利润为 16.8/1.5 亿元, 同比+23.7%/+14.7%.....	40
图表 81: 不断推出新品抢占市场.....	40
图表 82: 预计我国预制菜行业规模从 2015 年 650.3 亿元增至 2025 年 8316.7 亿元, 10 年 CAGR 为 29%.....	40
图表 83: 预计我国餐饮行业规模由 2015 年 3.2 万亿元增至 2025 年 5.6 万亿元, 10 年 CAGR 为 6% ..	40
图表 84: 2021 年我国预制菜人均预制菜消费量仅为 8.9KG, 远低于日本 23.59KG.....	41
图表 85: 2020 年我国预制菜规模占餐饮行业规模比仅为 1.11%.....	41
图表 86: 我国预制菜行业 CR5 为 9.2%.....	41
图表 87: 预制菜行业主要参与者一览.....	42
图表 88: 餐饮企业面临“三高问题”.....	42
图表 89: 我国餐饮连锁化率由 2018 年 13% 增至 2020 年 15%.....	42
图表 90: “懒”、“宅”人群用户规模 2015-2018 年 CAGR 分别为 31%、3%.....	43
图表 91: 超 60% 用户选择购买保质期 30 天以内的预制菜.....	43
图表 92: 单人就餐饮食时 34.4% 消费者会选择烹饪半成品食材.....	43
图表 93: 2022Q1-Q3 三全食品营收、归母净利润分别为 53.35 亿元、5.26 亿元, 分别同增 5%、36%.....	44
图表 94: 面粉价格稳中有降, 较高点下降 5.8%.....	44
图表 95: 预计糯米价格明年会趋于平稳或有所回落.....	44
图表 96: 猪肉价格从高位回落, 下降 13.3%.....	44
图表 97: 油脂价格较高位下降 10.4%.....	44
图表 98: 大豆价格较高位下降 6.6%.....	44
图表 99: 2021 年直营渠道占比由 50% 下降至 23%.....	45
图表 100: 餐饮端占比由 2017 年 8%增至 2021 年 17%.....	45
图表 101: 2018 年餐饮端利润贡献占比达到 54%.....	45
图表 102: 零售端净利率由 2018 年 0.6% 提升至 2021 年 8.9%.....	45
图表 103: 三全食品销售费用率由 2019 年 27%下降至 2021 年 13%.....	46
图表 104: 三全食品新品一览.....	46
图表 105: 2022Q1-Q3 安井食品营收、归母净利润分别为 81.56 亿元、6.89 亿元, 分别同增 34%、40%.....	47
图表 106: 2021 年安井食品速冻火锅料制品/速冻面米制品/速冻菜肴制品营收占比 61%/22%/15% ..	47

图表 107: 安井食品坚持“OEM 贴牌+自产+并购”三箭齐发发力预制菜.....	48
图表 108: 2022Q1-Q3 千味央厨营收、归母净利润分别为 10.3 亿元、0.70 亿元, 同增 16%、23%....	49
图表 109: 千味央厨 2021 年直营/经销模式占比为 40%/60%.....	49
图表 110: 百胜中国营收 2020 年受疫情影响下滑 6%, 2021 年增速恢复至 19%.....	49
图表 111: 百胜中国门店数量 2021 年增至 11788 家, 4 年 CAGR 为 10%	49
图表 112: 千味央厨推出岑夫子、千味解忧炸货铺及纳百味三大品牌	50
图表 113: 2022Q1-Q3 啤酒行业营收 538.6 亿元, 同增 9.8%	51
图表 114: 2022Q3 啤酒行业营收 187.96 亿元, 同增 11.71%	51
图表 115: 2022Q1-Q3 啤酒行业归母净利润 61.74 亿元, 同增 16.8%	51
图表 116: 2022Q3 啤酒行业归母净利润 22.03 亿元, 同增 15.78%	51
图表 117: 2022Q1-Q3 啤酒行业毛利率/净利率为 41.3%/14.17%	52
图表 118: 2022Q1-Q3 啤酒行业销售费用率/管理费用率/财务费用率 12.2%/5.33%/-0.88%	52
图表 119: 包材铝价格走势 (美元/吨)	52
图表 120: 包材玻璃价格走势 (元/吨)	52
图表 121: 瓦楞纸市场价格 (元/吨)	53
图表 122: 大麦进口平均单价 (美元/吨)	53
图表 123: 餐饮渠道占比维持在 50%左右.....	54
图表 124: 2021 年美国精酿啤酒消费量 29.1 亿升.....	54
图表 125: 2021 年美国精酿啤酒消费量占比 (渗透率) 13.1%.....	54
图表 126: 2021 年中国精酿啤酒消费量 10.0 亿升, 渗透率 2.8%	55
图表 127: 2018-2026 年中国精酿啤酒市场规模及增速.....	55
图表 128: 2022Q1-Q3 乐惠国际总营收 12.43 亿元, 同增 70.26%	55
图表 129: 2022Q1-Q3 乐惠国际归母净利润 0.52 亿元, 同增-22.04%.....	55
图表 130: 海外业务营收由 2013 年 1.78 亿元增至 2021 年 5.34 亿元, 8 年 CAGR 为 14.75%	56
图表 131: 海外业务营收占比由 2013 年 25%增至 2021 年 54%	56
图表 132: 持续推进海外业务布局	56
图表 133: 乐惠国际“百城百厂”布局规划	57
图表 134: 乐惠国际“百城百厂”战略愿景	57
图表 135: 上海佘山 3000 吨城市精酿体验工厂	57
图表 136: 宁波大目湾 1 万吨旗舰工厂	57
图表 137: 2023 年高端及超高端啤酒占比有望提升至 20%	58
图表 138: 十四五规划未来 5 年啤酒行业利润实现翻倍	58
图表 139: 2022Q1-3 年重庆啤酒营业总收入 121.83 亿元, 同比增长 23.89%	59
图表 140: 2022Q1-3 重庆啤酒归母净利润 11.82 亿元, 同比增长 13.27%	59
图表 141: 2022H2 面粉价格稳中有降, 较高点下降 5.8% (元/吨)	60
图表 142: 白砂糖现货价较年内高点下降 5.7%	60

图表 143: 国内 PET 切片现货价(纤维级):国内 (元/吨)	60
图表 144: 鸡蛋平均批发价较年内高点 6.7%	60
图表 145: 棕榈油平均价较年内高点下降 52.5%	60
图表 146: 零食很忙: 5 年时间, 全国门店数量已突破 1200 家	61
图表 147: 零食很忙门店	61
图表 148: 零食连锁品牌地图	61
图表 149: 湖南休闲零食连锁品牌一览	62
图表 150: 湖南休闲零食连锁品牌一览	62
图表 151: 与零食很忙合作, 月销量由 3 千件增长到 25 万件, 合作 SKU 由 2 个逐步增加至 29 个	62
图表 152: 2021 年六月, 盐津铺子与零食很忙达成战略合作协议	62
图表 153: 甘源食品与零食很忙达成合作	63
图表 154: 劲仔食品与零食很忙积极合作	63
图表 155: 劲仔食品以流通渠道为主, 大力发展现代渠道、线上渠道、新兴渠道	64
图表 156: 2022Q1-Q3 营收和归母净利润为 19.7/2.19 亿元, 同比增加 21%/183%	64
图表 157: 2017-2022H1 年烘焙点心、深海零食和素食产品营收占比逐步提升	64
图表 158: 2022Q1-Q3 营收和归母净利润为 9.69/0.9 亿元, 同比增长 13%/16%	65
图表 159: 2022H1 综合果仁及豆果系列营收 1.56 亿元, 增速高达 42%, 新品放量表现亮眼	65
图表 160: 2022H1 大包装的销售占比增长迅速, 达到 28%	66
图表 161: 三大品类均实现快速增长	66
图表 162: 2022Q1-Q3 乳制品行业营收及归母净利润分别为 1251.44、87.85 亿元, 分别同增 8%、1%	67
图表 163: 我国生鲜乳价格 2022 年 12 月较高位下降 6%	67
图表 164: 2022Q1-Q3 伊利股份/贝因美/光明乳业销售费用率同降 2.8/8.7/5.4pct	67
图表 165: 2021 年伊利和蒙牛合计市场份额达 43%	67
图表 166: 2022Q1-Q3 伊利股份营收和归母净利润分别为 938.61 亿元、80.61 亿元, 分别同增 10%、2%	68
图表 167: 2021 年伊利股份产品结构一览	68
图表 168: 2021 年澳优乳业营收和净利润分别为 88.83 亿元、10.4 亿元, 分别同增 11%、4%	69
图表 169: 澳优乳业婴幼儿配方奶粉自有品牌 2021 年销售额为 77.62 亿元, 同增 12%, 占比 87.5%	69
图表 170: 婴幼儿配方食品新国标变化一览	70
图表 171: 2022Q1-Q3 嘉必优营收和归母净利润分别为 2.73 亿元、0.78 亿元, 分别同比 9%、-23%	71
图表 172: 2021 年 ARA/DHA/SA 产品收入占比为 63%/16%/16%	71
图表 173: 2022Q1-Q3 营收同增 46%, 继续保持高增长	71
图表 174: 贝因美 2021 年渠道收入占比一览	71
图表 175: 国内 PET 切片现货价(纤维级):国内 (元/吨)	72
图表 176: 白砂糖现货价较年内高点下降 5.7%	72
图表 177: 2022Q1-3 软饮料行业营收 134.2 亿元, 同减 1.3%	73
图表 178: 2022Q3 软饮料行业营收 48.2 亿元, 同增 1.7%	73

图表 179：2022Q1-3 软饮料公司除东鹏外，其他利润尚未拉平 73

图表 180：2025 年中国功能饮料市场规模预计达到 1864 亿元..... 74

图表 181：2019 年 CR4 企业市占率为 88%..... 74

图表 182：2017 年-2022H1 广东市场的营收占比逐步下降，省外市场占比持续提高 74

图表 183：2017-2021 年非广东区域的营收增速显著高于广东区域..... 74

图表 184：重点关注公司及盈利预测 75

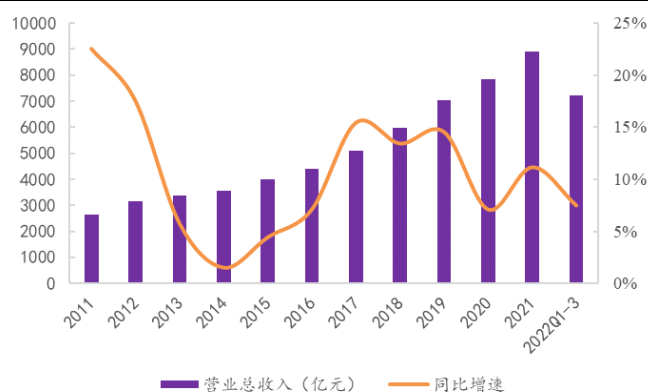
1、板块回顾：疫情影响叠加成本上涨，板块整体波动较大

1.1、基本面回顾：整体稳健增长，板块内部分化

2022Q1-3 食品饮料行业维持增长，三季度增速环比改善。2022Q1-3 申万食品饮料行业营收和归母净利润分别为 7232.37、1400.60 亿元，分别同比增长 7.45%、12.84%；2022Q3 申万食品饮料行业营收和归母净利润分别为 2383.36、421.91 亿元，分别同比增长 8.92%、11.85%。

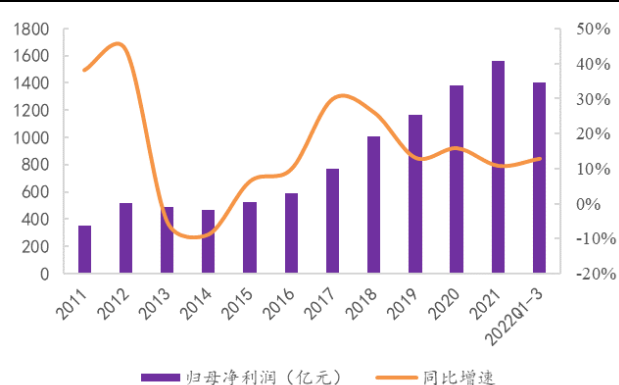
2022Q1-3 食品饮料行业盈利能力基本保持稳定。2022Q1-3 申万食品饮料行业毛利率和净利率分别为 47.80%、20.14%，同比增长 0.57、0.84pct；ROE 为 16.10%，同比下降 0.35pct，行业整体盈利能力稳定提升；2022Q3 申万食品饮料行业毛利率和净利率分别为 46.22%、18.39%，同比增长-0.52、+0.36pct。

图表 1：2022Q1-3 食品饮料行业营收同增 7.5%



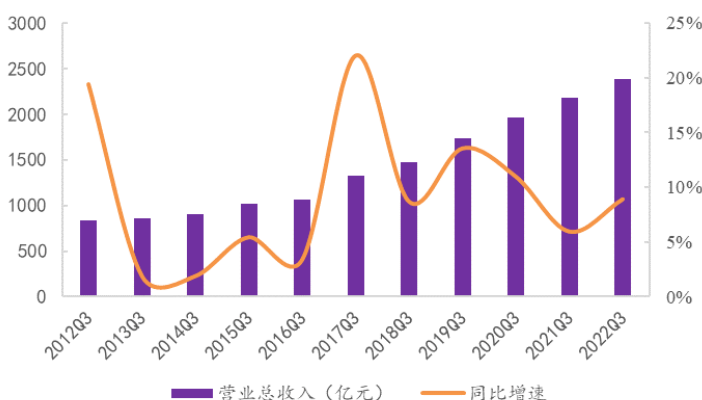
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：2022Q1-3 食品饮料行业归母净利润同增 12.8%



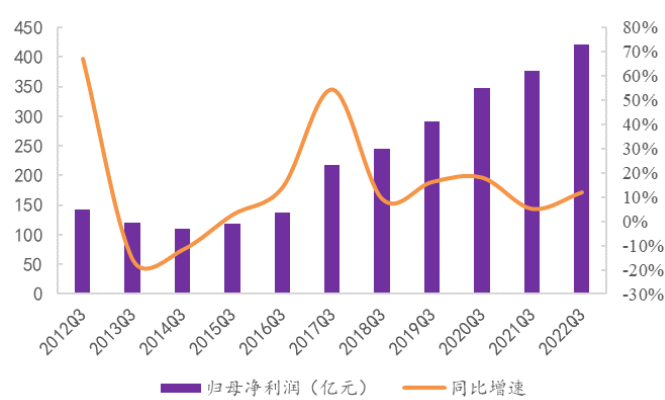
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 3：2022Q3 食品饮料行业营收同增 8.9%



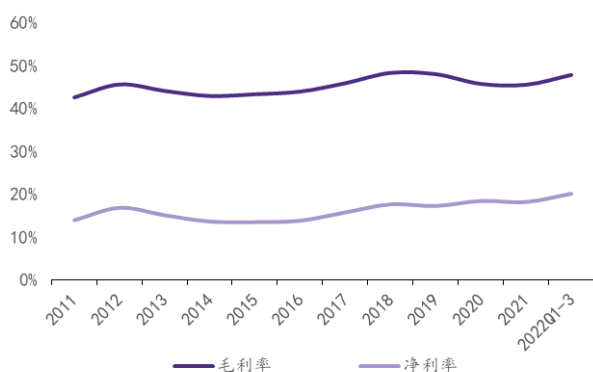
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 4：2022Q3 食品饮料行业归母净利润同增 11.9%



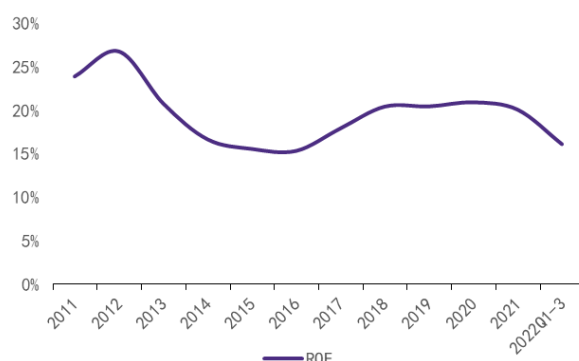
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 5：2022Q1-3 食品饮料行业毛利率/净利率 47.8%/20.1%



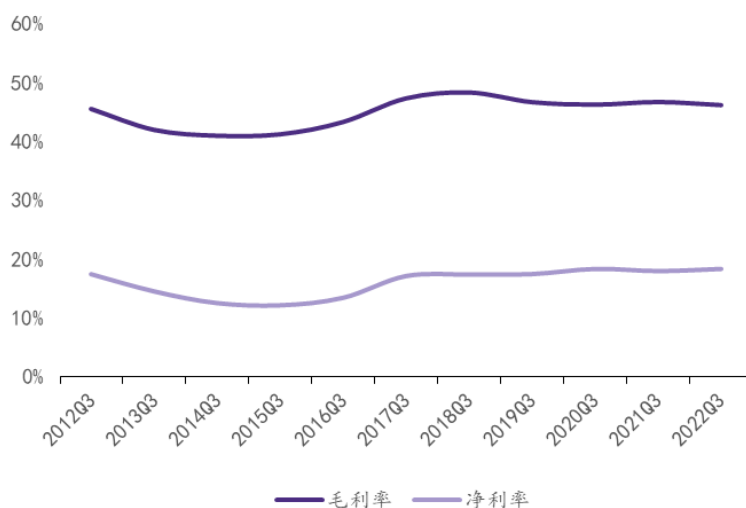
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 6：2022Q1-3 食品饮料行业 ROE 为 16.1%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 7：2022Q3 食品饮料行业毛利率/净利率 46.2%/18.4%

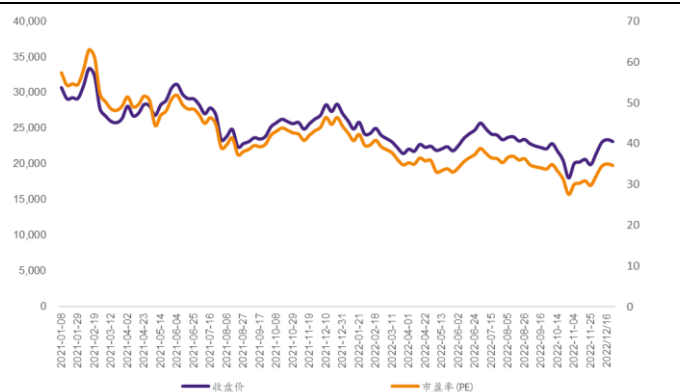


资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.2、估值回顾：食品饮料指数下滑，估值亦有下降

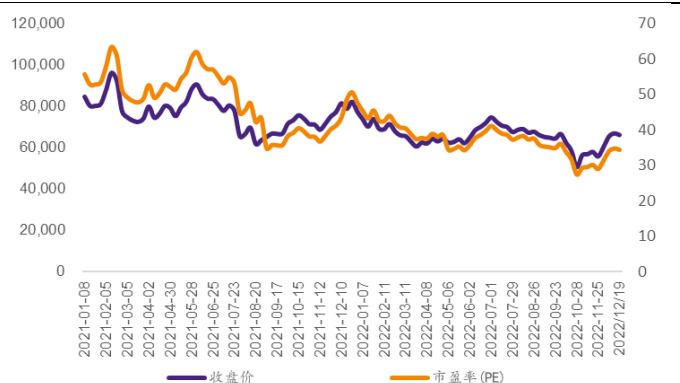
截至 2022 年 12 月 19 日，申万食品饮料行业收盘价为 23129.10，市盈率(PE)为 34.62，全年分别下跌 14.48%、21.75%。申万白酒行业收盘价为 66204.89，市盈率(PE)为 34.38，全年分别下跌 14.38%、27.74%。

图表 8：2022 年食品饮料行业收盘价/估值下跌 14.5%/21.8%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 9：2022 年白酒行业收盘价/估值下跌 14.4%/27.7%

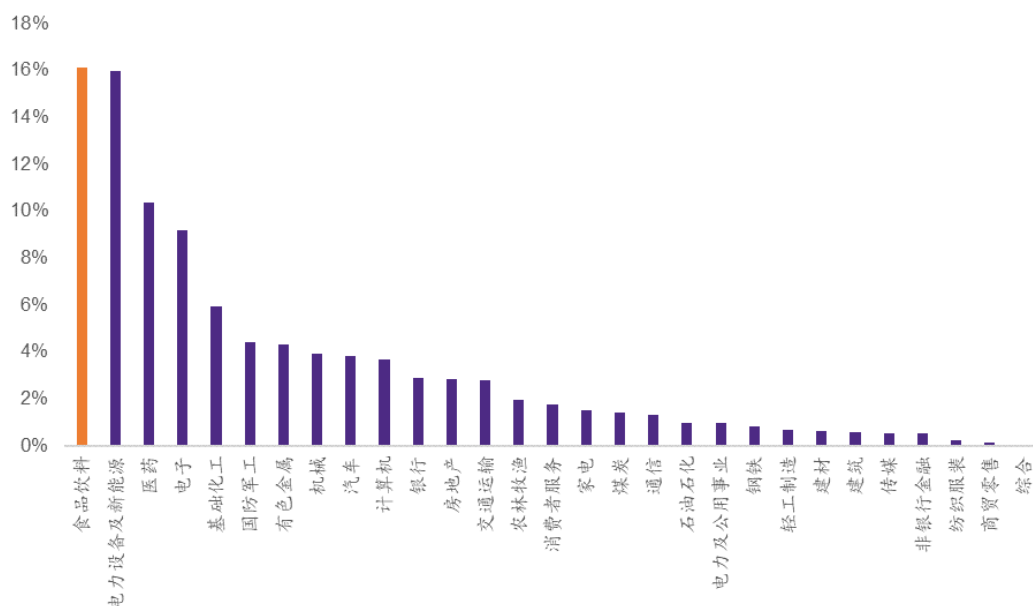


资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.3、资金回顾：白酒持仓环比提升，大众品环比持仓持平

2022Q3 食品饮料板块实际配置比例居第一。2022Q3 公募基金重仓主要集中在食品饮料/电力设备及新能源/医药/电子/基础化工，分别占比 16.12%/15.96%/10.34%/9.17%/5.95%，前五大重仓行业合计占比 57.53%，环比减少 2.55pct。其中食品饮料从 2022Q2 第二名提升至 2022Q3 第一。

图表 10：2022Q3 食品饮料板块实际配置比例居第一



资料来源：Wind，华鑫证券研究

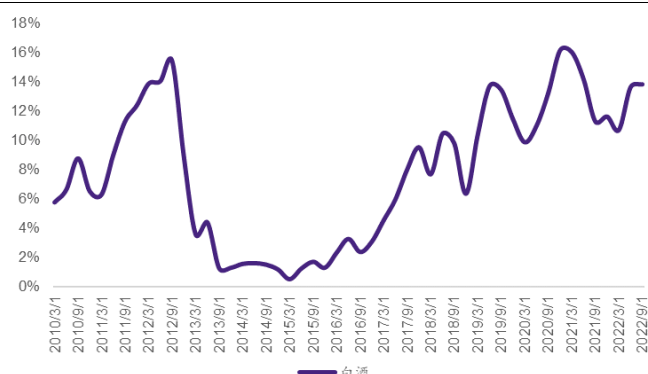
环比持仓提升主要系白酒板块增长。2022Q3 基金持仓中白酒持仓比例为 13.86%，环比增长 0.20%，2022Q3 食品饮料持仓环比提升 0.27pct 至 16.12%，增长主要系白酒板块贡献。2022Q3 乳制品/啤酒/速冻食品/休闲食品/其他食品/其他酒/调味品/肉制品/非乳饮料持仓比例分别为 0.67%/0.62%/0.35%/0.21%/0.13%/0.13%/0.06%/0.05%/0.03%，环比分别增长-0.10%/0.14%/0.05%/0.07%/-0.01%/0.00%/-0.04%/0.00%/-0.01%，其中啤酒持仓环比增长较多，乳制品持仓环比下降较多。

图表 11：2022Q3 基金持仓食品饮料（CS）子板块持仓比例情况

	环比	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
白酒	0.20%	13.86%	13.66%	10.73%	11.65%	11.32%	14.22%	16.06%
乳制品	-0.10%	0.67%	0.77%	0.93%	0.90%	0.88%	0.75%	1.11%
啤酒	0.14%	0.62%	0.48%	0.38%	0.48%	0.40%	0.54%	0.27%
速冻食品	0.05%	0.35%	0.30%	0.14%	0.09%	0.24%	0.30%	0.31%
休闲食品	0.07%	0.21%	0.14%	0.10%	0.15%	0.22%	0.26%	0.28%
其他食品	-0.01%	0.13%	0.14%	0.10%	0.18%	0.13%	0.13%	0.20%
其他酒	0.00%	0.13%	0.13%	0.10%	0.20%	0.40%	0.55%	0.43%
调味品	-0.04%	0.06%	0.10%	0.10%	0.12%	0.10%	0.17%	0.27%
肉制品	0.00%	0.05%	0.05%	0.07%	0.03%	0.01%	0.02%	0.13%
非乳饮料	-0.01%	0.03%	0.04%	0.04%	0.04%	0.03%	0.02%	0.01%
食品饮料	0.27%	16.12%	15.85%	12.72%	13.88%	13.77%	16.96%	19.08%

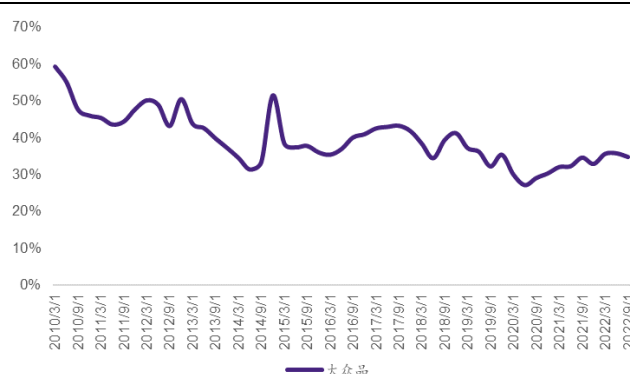
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 12：2022Q3 基金持仓白酒比例为 13.86%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 13：2022Q3 基金持仓大众品比例为 3.27%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2、板块展望：疫后复苏是主线，子板块反弹有先后

2.1、最新政策加快放宽，消费复苏只欠东风

各地防疫政策不断优化，消费场景复苏有望加快。国家出台最新疫情防控政策“新十

条”，对风险区划定和管理、核酸检测、隔离方式、保障群众就医购药需求等工作提出进一步的优化要求，不少地方结合实际相继出台了各项配套举措，**包括不再对跨地区流动人员查验核酸检测阴性证明和健康码，不再开展落地检等**。我们认为疫后复苏有望加快，消费场景有望加快恢复。

图表 14：疫情防控政策“新十条”

政策	具体内容
科学精准划分风险区域	按楼栋、单元、楼层、住户划定高风险区，不得随意扩大到小区、社区和街道（乡镇）等区域。不得采取各种形式的临时封控。
进一步优化核酸检测	不按行政区域开展全员核酸检测，进一步缩小核酸检测范围、减少频次。根据防疫工作需要，可开展抗原检测。对高风险岗位从业人员和高风险区人员按照有关规定进行核酸检测，其他人员愿检尽检。
优化调整隔离方式	感染者要科学分类收治，具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离，也可自愿选择集中隔离收治。居家隔离期间加强健康监测，隔离第 6、7 天连续 2 次核酸检测 Ct 值 ≥ 35 解除隔离，病情加重的及时转定点医院治疗。具备居家隔离条件的密切接触者采取 5 天居家隔离，也可自愿选择集中隔离，第 5 天核酸检测阴性后解除隔离。
落实高风险区“快封快解”	连续 5 天没有新增感染者的高风险区，要及时解封。
保障群众基本购药需求	各地药店要正常运营，不得随意关停。不得限制群众线上线下购买退热、止咳、抗病毒、治感冒等非处方药物。
加快推进老年人新冠病毒疫苗接种	各地要坚持应接尽接原则，聚焦提高 60-79 岁人群接种率、加快提升 80 岁及以上人群接种率，作出专项安排。 通过设立老年人绿色通道、临时接种点、流动接种车等措施，优化接种服务。要逐级开展接种禁忌判定的培训，指导医务人员科学判定接种禁忌。细化科普宣传，发动全社会力量参与动员老年人接种，各地可采取激励措施，调动老年人接种疫苗的积极性。
加强重点人群健康情况摸底及分类管理	发挥基层医疗卫生机构“网底”和家庭医生健康“守门人”的作用，摸清辖区内患有心脑血管疾病、慢阻肺、糖尿病、慢性肾病、肿瘤、免疫功能缺陷等疾病的老年人及其新冠病毒疫苗接种情况，推进实施分级分类管理。
保障社会正常运转和基本医疗服务	非高风险区不得限制人员流动，不得停工、停产、停业。将医务人员、公安、交通物流、商超、保供、水电气暖等保障基本医疗服务和社会正常运转人员纳入“白名单”管理，相关人员做好个人防护、疫苗接种和健康监测，保障正常医疗服务和基本生活物资、水电气暖等供给，尽力维护正常生产工作秩序，及时解决群众提出的急难愁盼问题，切实满足疫情处置期间群众基本生活需求。
强化涉疫安全保障	严禁以各种方式封堵消防通道、单元门、小区门，确保群众看病就医、紧急避险等外出渠道通畅。推动建立社区与专门医疗机构的对接机制，为独居老人、未成年人、孕产妇、残疾人、慢性病患者等提供就医便利。强化对封控人员、患者和一线工作人员等的关心关爱和心理疏导。
进一步优化学校疫情防控工作	各地各校要坚决落实科学精准防控要求，没有疫情的学校要开展正常的线下教学活动，校园内超市、食堂、体育场馆、图书馆等要正常开放。有疫情的学校要精准划定风险区域，风险区域外仍要保证正常的教学、生活等秩序。

资料来源：河北新闻网，华鑫证券研究

2.2、板块环比改善，信心比黄金更重要

2022Q3 各地区疫情出现反复，部分区域管控收紧，食品饮料行业三季度延续总体增长态势，但由于上游原材料涨价使得成本维持高位，部分子版块归母净利润出现负增长。其中白酒板块营收和净利润增速表现依旧亮眼。我们看好的复苏顺序：白酒>啤酒>休闲食品=软饮料>速冻食品>调味品>乳制品。

细分来看：

1) 2022Q1-3 营收增速排名：白酒（16.01%）>调味品（9.43%）>啤酒（8.56%）>乳品（7.87%）；

2022Q3 营收增速排名：白酒（16.29%）>啤酒（10.90%）>葡萄酒（9.56%）>黄酒（8.55%）；

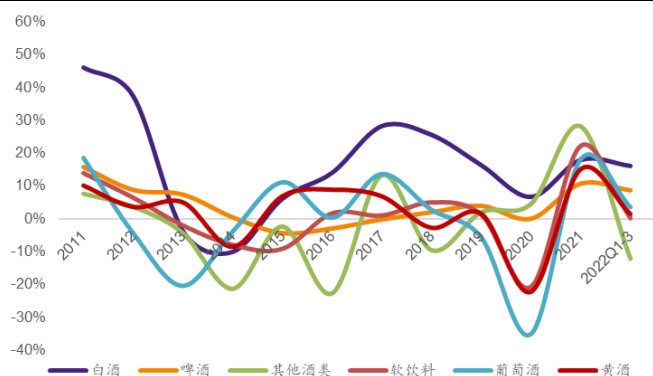
2) 2022Q1-3 净利润增速排名：白酒（21.24%）>啤酒（13.60%）>肉制品（8.19%）>黄酒（5.21%）；

2022Q3 净利润增速排名：肉制品（67.87%）>黄酒（33.80%）>白酒（21.50%）>啤酒（7.76%）；

3) 2022Q1-3 毛利率排名：白酒（79.87%）>其他酒类（54.47%）>葡萄酒（51.32%）>啤酒（41.69%）；

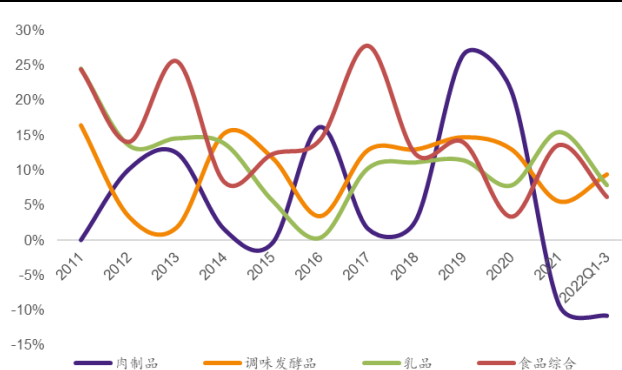
2022Q1-3 净利率排名：白酒（38.97%）>调味品（18.08%）>软饮料（14.23%）>啤酒（14.13%）。

图表 15：2022Q1-3 饮料制造板块中白酒营收增速最快，为 16.0%



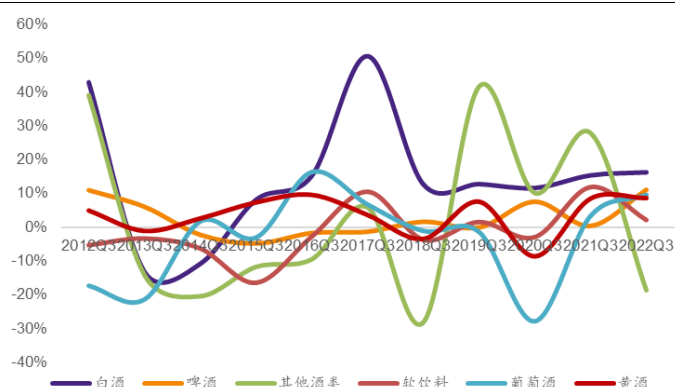
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 16：2022Q1-3 食品加工板块中调味品营收增速最快，为 9.4%



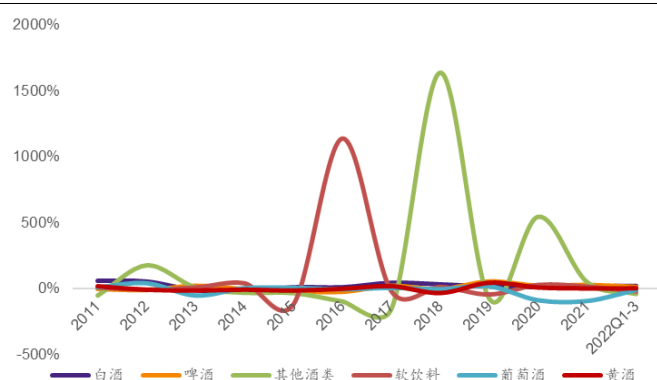
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 17：2022Q3 饮料制造板块中白酒营收增速最快，为 16.3%



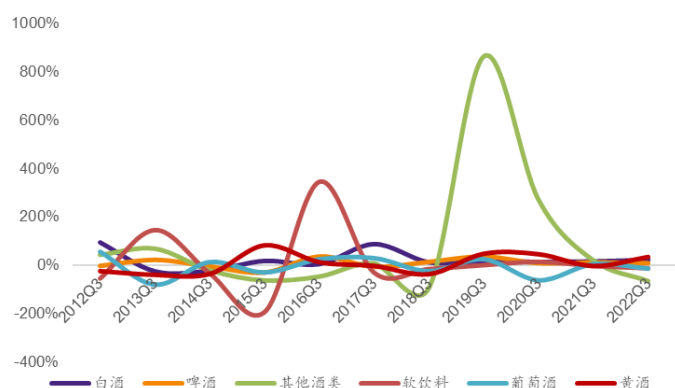
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 19：2022Q1-3 饮料制造板块中白酒净利润增速最快，为 21.2%



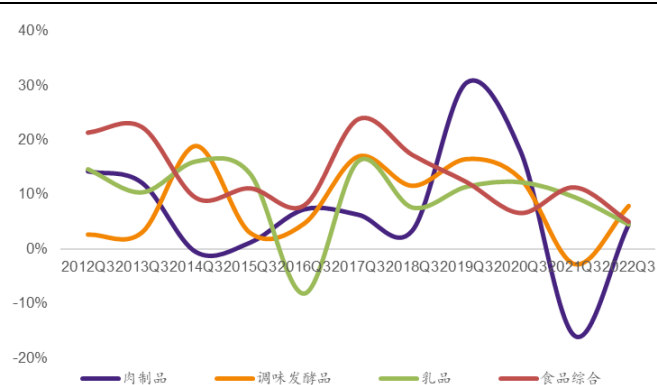
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 21：2022Q3 饮料制造板块中黄酒净利润增速最快，为 33.8%



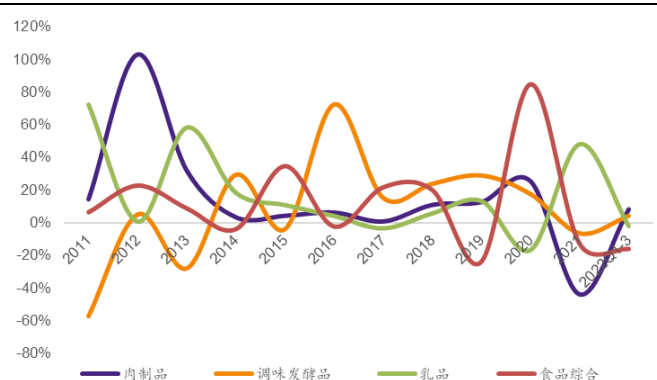
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 18：2022Q1-3 食品加工板块中调味品营收增速最快，为 7.9%



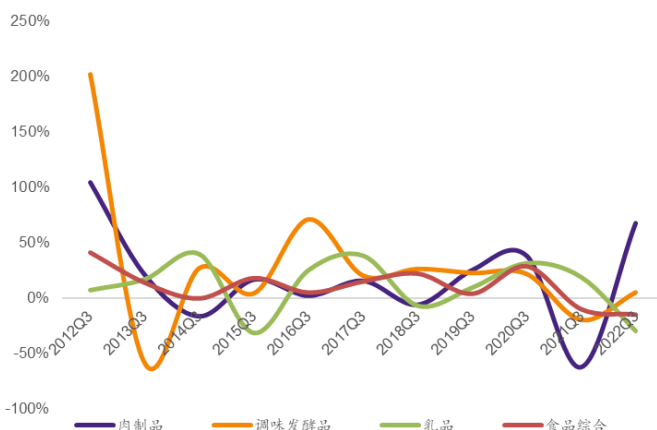
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 20：2022Q1-3 食品加工板块中肉制品净利润增速最快，为 8.2%



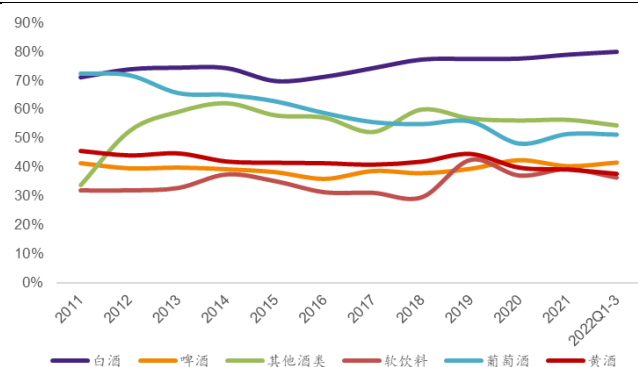
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 22：2022Q3 食品加工板块中肉制品净利润增速最快，为 67.9%



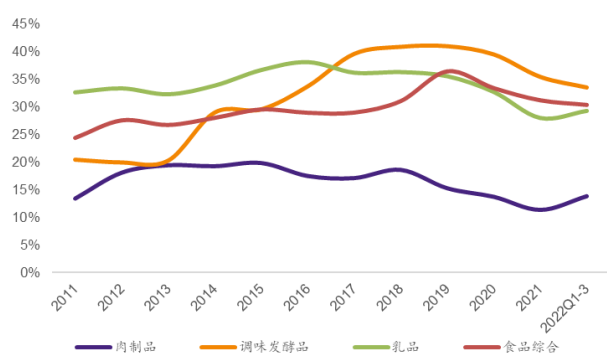
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 23：2022Q1-3 饮料制造板块中白酒毛利率最高，为 79.9%



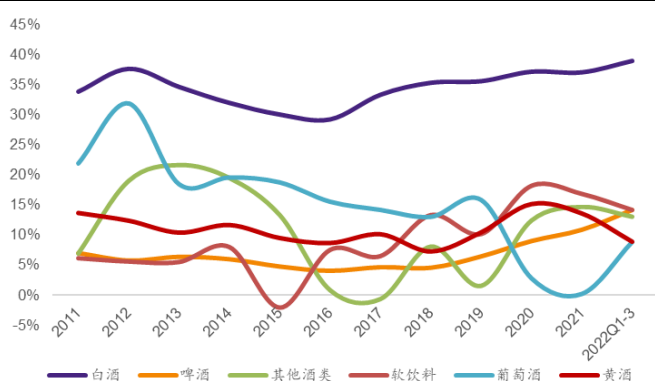
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 24：2022Q1-3 食品加工板块中调味品毛利率最高，为 33.5%



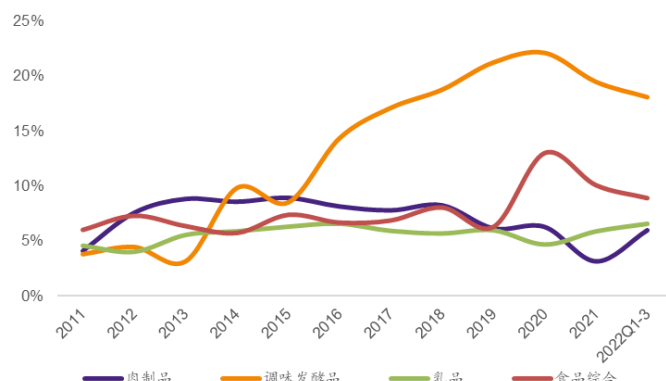
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 25：2022Q1-3 饮料制造板块中白酒净利率最高，为 39.0%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 26：2022Q1-3 食品加工板块中调味品净利率最高，为 18.1%



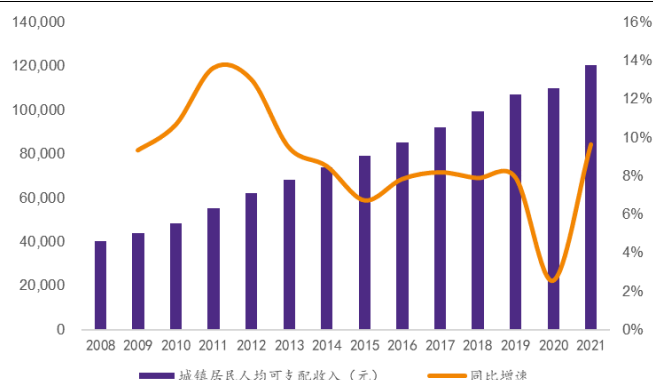
资料来源：Wind，华鑫证券研究

3、白酒：中长期价值凸显，板块估值极具性价比

3.1、高端酒：业绩确定性最强，茅五泸各有千秋

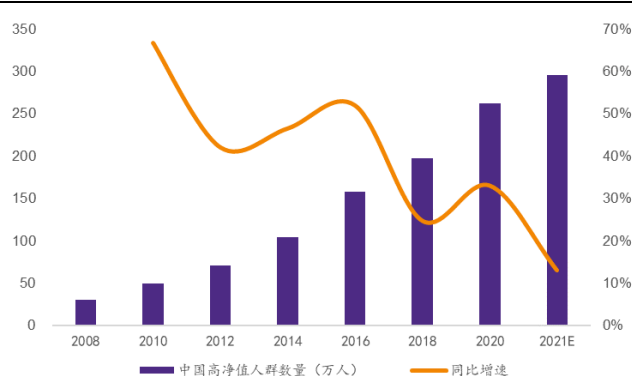
高端酒消费刚性，市场持续扩容。高端酒 2022Q1-3 营收 1630.91 亿元（+15.76%），茅五泸 2022Q3 均有两位数以上增速，基本面表现稳健。2021 年城镇居民人均可支配收入已是 2008 年的三倍，高净值人群数量稳步提升。居民消费持续升级趋势叠加高端白酒社交需求刚性，业绩确定性相对凸显，预计高端酒市场仍将继续扩容。

图表 27：城镇居民可支配收入提高



资料来源：Wind，华鑫证券研究

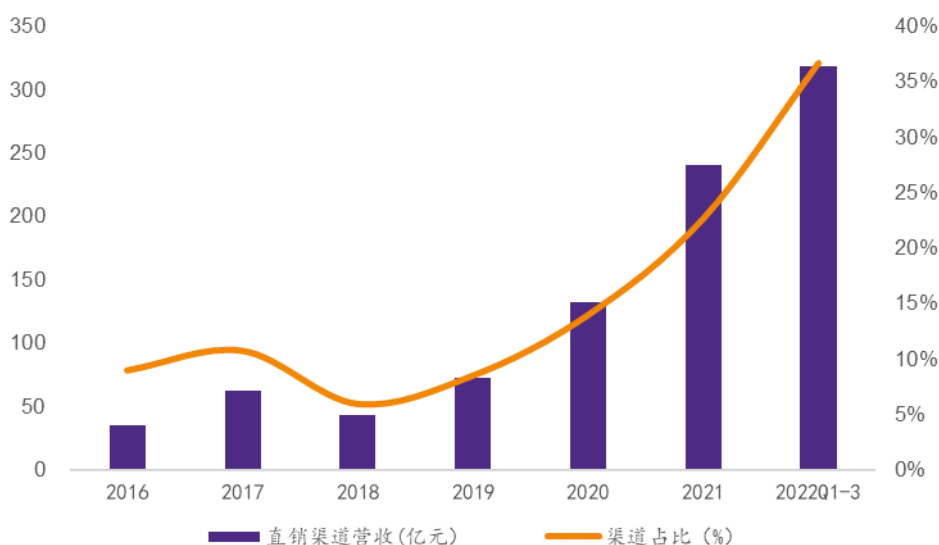
图表 28：我国高净值人群数量稳步提升



资料来源：Euromonitor，华鑫证券研究

贵州茅台：茅台进入千亿阵营，直营渠道持续突破。2022 年 1 月 1 日至 11 月 21 日茅台酒营收 894.08 亿元（含税销售收入 1005.69 亿元），这是茅台销售额首次过千亿。前三季度：茅台酒营收 84.62 亿元，直销收入同增 117%，渠道放量明显。同时：茅台赋能茅台 1935，释放千元酱香发展红利。

图表 29：茅台直销渠道放量明显，预计未来延续高增长趋势



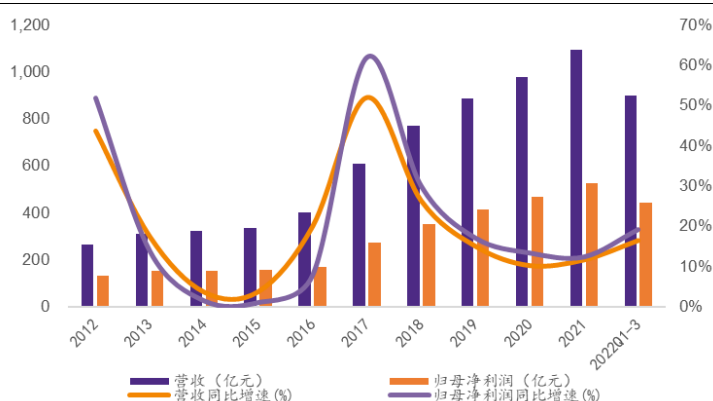
资料来源：Wind，华鑫证券研究

面对高质量增长压力，贵州茅台给出三个重要统筹：一是战略性提出“茅台酱香，股份出品”。进一步明确茅台酱香酒“股份出品”的身份，旨在通过“茅台”金字招牌的辐射带动和加持，为茅台酱香酒的发展进行赋能。二是明确“三大台柱”级产品汉酱、茅台王子酒、1935。即千元级产品中，茅台 1935 要成为台柱产品；500—1000 元，汉酱要成为台柱产品；500 元以下，茅台王子酒要成为台柱产品。三是“五线”发展道路，“五合”营销法的全面指导。2022 年茅台酱香酒面对消费降维、动销缓慢、渠道清冷、价格波动等情况，加快转型升级、提升发展能级，目前已经实现全面顺价，实现厂商、经销商和消费者共赢的局面。

未来看点：十四五期间，优化调整是重要看点，主要分为调价格、调产品结构和调渠

道结构。价格方面，批价回归市场化，整茅和散茅批价有望继续收窄，i 茅台上推出的 100ml 飞天茅台将有助于培育潜在消费人群，我们预计十四五期间茅台有望提价一次。产品结构方面，我们认为将继续调非标产品占比带动吨价提升，系列酒特别是茅台 1935 放量将持续优化产品结构。渠道结构调整方面，未来经销商配额将保持不变，直营渠道（包括自营、电商、商超及企业团购等渠道）改革持续推进，i 茅台是直营渠道重大突破。

图表 30：近年茅台营收和归母净利润增速均超过 15%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

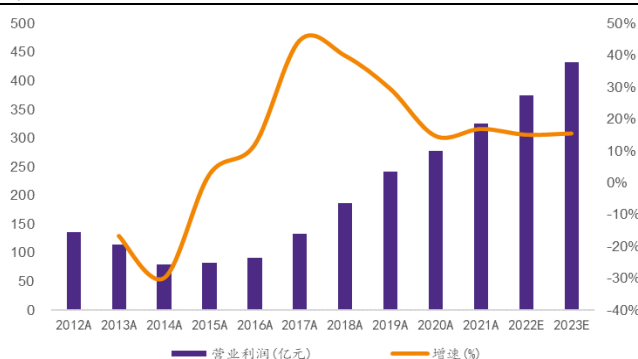
图表 31：i 茅台 APP 首页



资料来源：i 茅台 APP，华鑫证券研究

五粮液：八代普五助力动销，高质量市场份额提升。2022 年 1-9 月，五粮液归母净利润同增 15.36%，全国 21 个营销战区中 14 个战区实现动销正增长。此外，双节期间多个市场动销保持两位数增长。其中福建、辽宁等市场动销同增超 30%，新零售渠道动销同增超 20%，湖南、安徽、鄂赣、浙江等市场动销同增 10%左右。目前，8 万吨陶坛酒库正式启用，进一步提升优质原酒储备能力；酿酒专用粮工艺仓及磨粉自动化改造项目、勾储酒库项目也将于 2022 年年底陆续完工；10 万吨生态酿酒项目（一期）已开工建设，将进一步夯实产能根基、助推效率提升。

图表 32：五粮液营业利润稳步增长，2022Q1-3 利润已超 2022 年全年



资料来源：Wind，华鑫证券研究

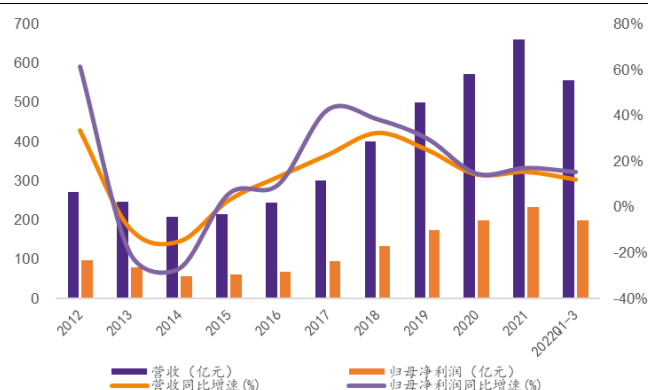
当前五粮液坚持四大战略不变：1）坚持以实现“2118”为发展目标，实现持续稳健的

高质量增长；2) 坚持以擦亮“大国浓香、和美五粮、中国酒王”金字招牌为核心主线，强化龙头企业品牌形象和市场地位；3) 坚持以打造“生态、品质、文化、数字、阳光”五位一体五粮液的实施路径；4) 坚持以构建支撑企业高质量发展的十大体系为保障措施，确保企业发展目标和发展思路全面落地落实。

产品方面，对于经典五粮液，保持“三个坚持不变”：1) 坚持作为年份系列代表的核心战略产品打造不变；2) 坚持作为除第八代五粮液之外的第二根产品支柱不变；3) 坚持作为构建未来新的核心增长点不变。另外，同步发展文化酒和低度酒，持续优化产品体系。

未来四大看点：第一，主品牌“1+3”产品体系不变，持续推进既定战略，高举高打推进经典五粮液发展。第二，渠道方面，持续推进团购渠道。进一步拓展北京、上海、广州、深圳、成都、杭州、南京、郑州 8 个高地市场和 14 个省会级重点市场。第三，系列酒方面，聚焦资源打造尖庄、五粮醇、五粮春、五粮特曲四个全国性战略品牌，十四五期间力争销售额 200 亿元以上：尖庄目标 100 亿元，五粮醇和五粮春目标 50 亿元，五粮特曲目标 20 亿元。第四，当前茅台批价稳步在 2500 元以上，2022 年五粮液批价站稳千元价格带问题不大，有望继续量价齐升，业绩确定性较高。

图表 33：2022Q1-3 营收和净利润为 557.80/199.89 亿元，同比+22.19%/+15.36%



图表 34：五粮液普五和经典五粮液仍未主要产品

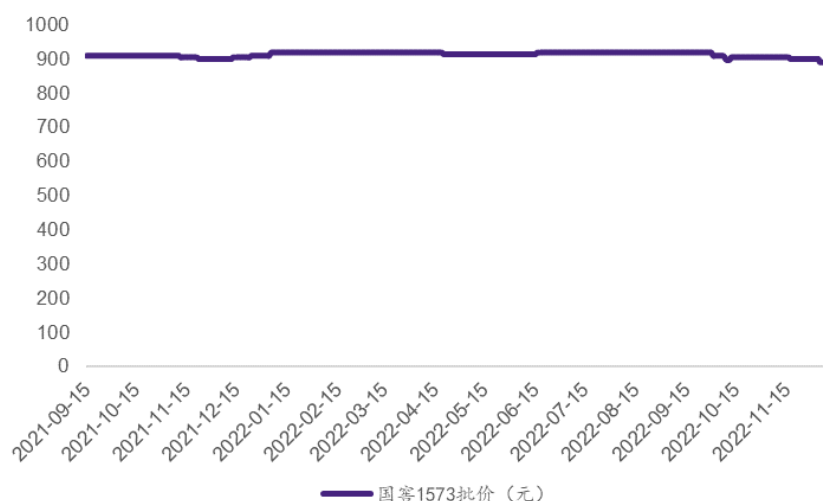


资料来源：Wind，华鑫证券研究

资料来源：五粮液官网，华鑫证券研究

泸州老窖：双品牌战略持续发力，进入高质量结构性增长阶段。2022 年围绕“三个加快”，即加快销售规模、管理效能和贡献能力的突破，聚集起冲刺前三的强大势能。当前低度国窖占比仍然在加大，年轻消费群体对低度国窖更充满喜爱，特别在华东地区速度明显加快。特曲 60 版、老字号特曲及新品黑盖二曲、泸州老窖 1952 及高光等亦有新的进展，整体中档酒预计有良好表现。区域扩张方面，华东、华南地区仍然不断进步，中部和南部地区需要进一步加强工作。

图表 35：国窖 1573 批价稳定，预计 2023 年春节后修复

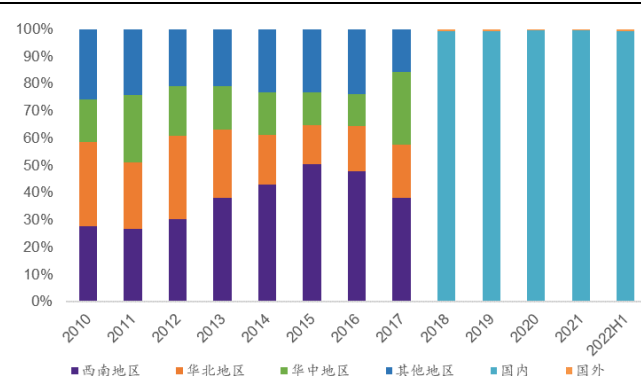
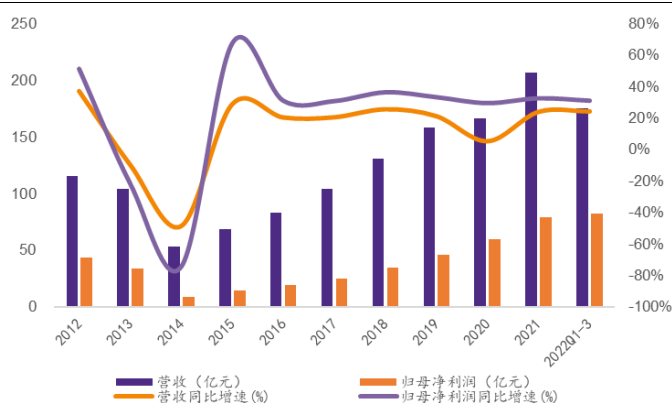


资料来源：Wind，华鑫证券研究

持续推进“东进、南图、中崛起”的区域市场发展战略：1) 西南市场：立足川渝，通过资源下沉网格化发展做深做实市场基础；2) 华北市场：京津冀市场一体化发展，加强核心市场突破；3) 华东市场：华东已经连续多年成为增速最快的区域市场，2023 年将继续拓展和挖潜市场潜力；4) 华南以深圳、广州大湾区市场为核心，近年来渠道建设和消费者培育成效颇丰，力争培养成为新的增长点；5) 华中市场：市场建设有显著的进步，2022 年中南六省针对终端搞会战，加快渠道动销，2023 年将继续推动中原地区恢复式发展。

图表 36：泸州老窖 2022Q1-3 营收增速 24.20%，归母净利润已超 2021 年全年

图表 37：2022H1 国外营收占比 0.81%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

资料来源：Wind，华鑫证券研究

未来五大看点：第一，品牌端：双品牌战略运作，品牌复兴进行时。第二，产品端：聚焦五大单品，国窖和特曲持续发力。第三，价格端：国窖跟随者策略，特曲有望迈入 400 元价格带。第四，渠道端：品牌专营模式效果显著，粗放式向精细化运作转变。第五，区域扩张：全国化补短板，持续会战和东进南图并举。当前坚定聚焦“双品牌、三品系、大单品”，全面推进全国化市场布局和基地市场建设，“东进南图”战略取得重大突破，重

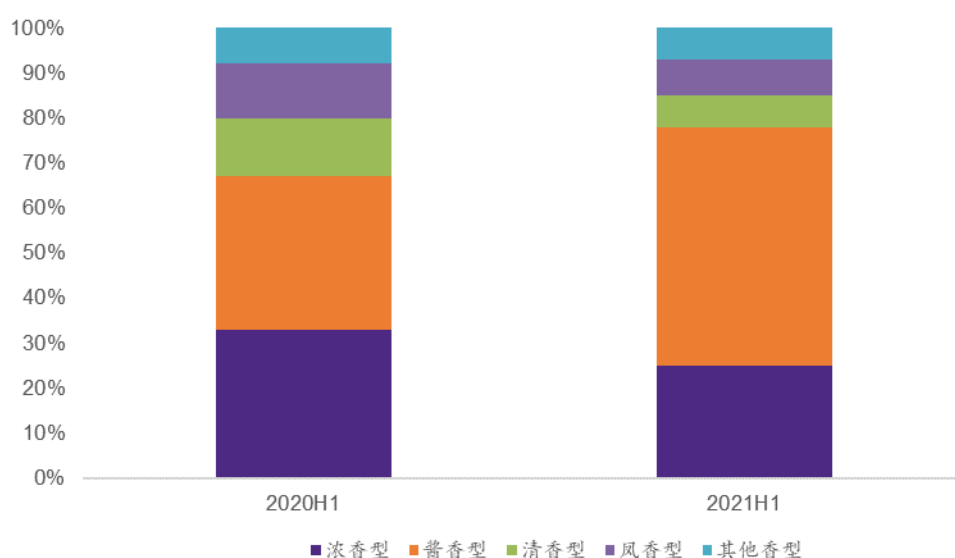
回前三目标不变。

3.2、次高端酒：个股继续分化，各自抓紧补短板

次高端动销与经济相关性更高，放大行业景气度。次高端白酒对于宏观经济增速和消费者可支配收入的变化更为敏感。因二季度疫情导致消费场景缺失，600-800 元次高端酒增速较往年略放缓，但同时，随着科学精准防控，餐饮、社交、人流复苏带来需求的恢复性增长，次高端白酒销量增长弹性也更大，有望带动 2023 年消费加速修复。

内部分化明显，各酒企竞争加剧。目前次高端白酒正处于快速扩容阶段，连续两年保持 20% 以上增长。2021 年至 2022 年，酱酒从低维度的“高热区”走入中维度的“舒适区”，“清香”势起，呈现出新的品类张力，两者虽对浓香型白酒产生冲击，但“浓香”仍有明显市场优势。

图表 38：线上收藏酒消费中，酱香型扩增态势明显，浓香型份额从 33% 降至 25%



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

酱香型：2022 年，酱酒产业发展进入中场，从品类扩张期逐步转向品牌竞争期。按规模划分，酱酒企业可分为四个梯队，其中茅台占比超过 50%， “定盘星” 地位稳固。随着头部酒企加大下注、行业建设性力量不断加固，酱酒仍是白酒行业最大确定性。预计未来十年营收将突破 5000 亿，1500 元及以上价格带只有酱香白酒；900-1500 元价格带中酱酒将占据三分之二的市场份额；500-900 元价格带中酱酒将占据二分之一的市场份额；300-500 元价格带中酱酒将占据三分之一的市场份额，每个细分价格带也将出现龙头企业和领导品牌。

图表 39：酱酒企业梯队一览

梯队	酒企	2021 年营收(亿元)	2025E 营收(亿元)	市占率	2021 现有酱酒基酒产能(吨)	2025E 酱酒基酒产能(吨)
第一梯队	茅台酒	934	1400~1800	55%~60%	~56000	~58000
	茅台系列酒	126	200~300		~28000	~56000
第二梯队	习酒	130+	200~300	12%~15%	~60000	~100000
	郎酒	100+	200~300		~30000	~50000
第三梯队	国台	~100	150~200	6%~10%	~12000	~20000
	金沙酒业	60.66	50~100		~24000	~50000
	贵州珍酒	50+	50~100		~10000	~75000
	钓鱼台	~30	50~100		~3000	~3000
	丹泉酒业	10~20	10~50		~15000	~20000
第四梯队	仙潭酒业	10~20	10~50	6%~10%	~20000	~25000
	夜郎古	~10	10~50		~5000	~20000
	金酱	~10	10~50		~5000	~10000
	酣客	~10	10~50		~6500	~10000
	云门	5~10	10~50		~5000	~10000
	武陵酱酒	~5	10~50		~1000	~6000
合计		~1600	2800~3400	80%~90%	~280000	~510000

资料来源：酒业家，华鑫证券研究

清香型：清香型白酒行业的最高壁垒是品牌，由于品牌的稀缺性，老品牌复苏具备竞争优势，逐渐形成以汾酒为核心的“一超多强”布局，构建全国大清香龙骨。预计十四五末品类市场规模和产业规模将突破 1500 亿元、200 万千升，行业占比由 15% 上升至 20% 以上。除汾酒外将再出现一家百亿级清香型酒企，形成“1”（大产区）+“2”（百亿级品牌）+“N”（区域性特色品牌）的基础格局。

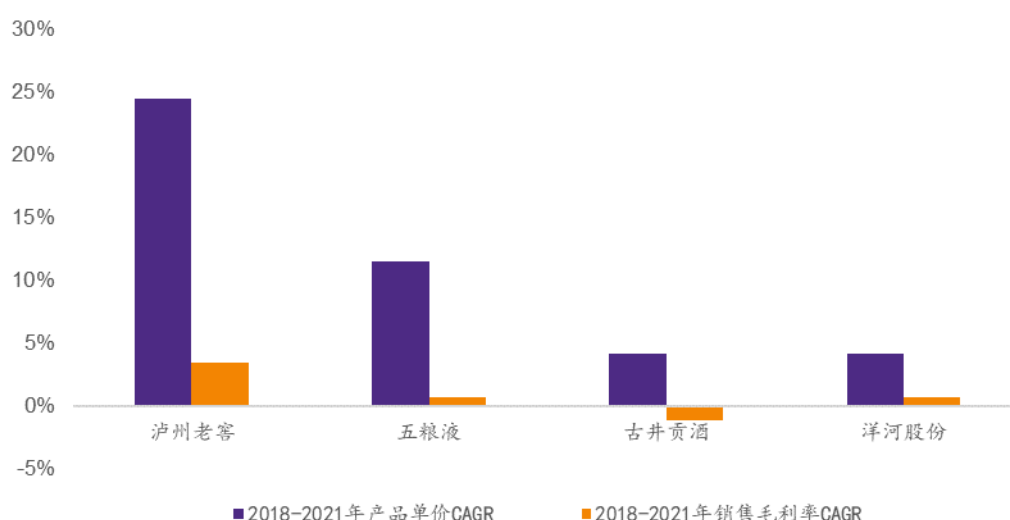
图表 40：清香型酒企梯队一览

梯队	品牌	现在营收规模	预期营收规模
第一竞争梯队	汾酒	200 亿+	400 亿
第二竞争梯队	牛栏山	100-200 亿	1 个 200 亿
第三竞争梯队	无	50-100 亿	3 个 100 亿
第四竞争梯队	老白干、江小白、红星、黄鹤楼、汾阳王	10-50 亿	5 个 50 亿
第五竞争梯队	吕梁产区的品牌为主	1-10 亿	5 个 10 亿
规模合计		750 亿	1500 亿

资料来源：酒业家，华鑫证券研究

浓香型：近年来，浓香型白酒虽有所分化，但主导地位难以切换，2018-2021 年浓香型产品销售单价均有不同程度上涨，泸州老窖销售毛利率表现出色。当前弱点在于浓香型白酒的品类价值感知较低，这种情况有望随着五粮液、泸州老窖、洋河和古井等头部酒企的不断发展而得到改善，更有可能在新一轮的产区化建设过程中创造出不同的浓香品类新价值。

图表 41：浓香型白酒产品价格大幅上涨，泸州老窖销售毛利率表现出色



资料来源：Wind，华鑫证券研究

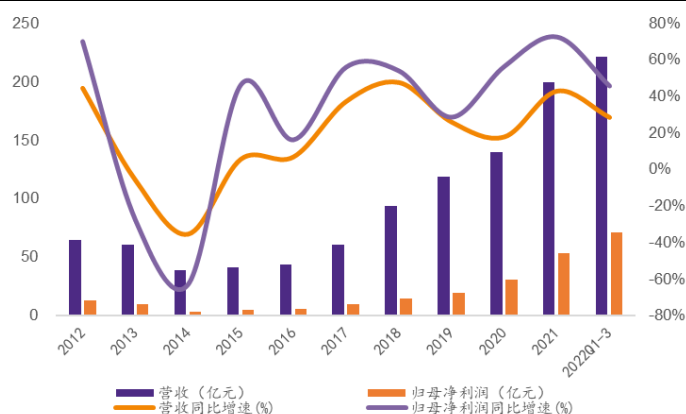
我们的预判：展望 2023 年次高端白酒，重点推荐强品牌力的山西汾酒，兼各有特色的舍得酒业、酒鬼酒和水井坊。

山西汾酒：2022 年前三季度营收与净利润均已超越 2021 年全年业绩，对于其他清香品牌具备碾压式的竞争优势。产品矩阵中，青花汾向上突破高端酒价格带，低端玻汾保障渠道盈利，两者带动中端巴拿马和老白汾放量。目前计划建设汾酒 2030 技改原酒产储能扩建项目（一期），建设期为三年，预算投资额合计 910181.50 万元，项目达成后，可实现年产原酒量总计 5.10 万吨，原酒储能总计 13.44 万吨。

提出“123”复兴纲领：“1”是全方位推动汾酒高质量发展的目标，又好又快地扎根中国酒业第一方阵。“2”是长期稳定地保持高质量发展的两个阶段：1) 2022 年至 2024 年是汾酒复兴的发展转型期和管理升级期，要坚持“稳中求进”总基调，贯彻落实“转档、巩固、调整、升级”总方针，对企业经营管理进行整体性、系统性升级，进入“治理体系和治理能力现代化”的中国酒业第一方阵；2) 2025 年至 2030 年，是汾酒复兴的成果巩固期和要素调整期，坚持“进中保稳”总基调，贯彻落实“全方位、高质量、可持续”总方针，全方位升级汾酒的改革、管理、营销、生产、科研、文化、人才、品牌、产品等全部要素，推动汾酒真正成为现代化企业。**“3”是要紧抓管理、市场与人才三大关键：**1) 致力于汾酒管理体系和管理能力现代化，以管理提效率，向管理要效益，为汾酒复兴筑牢根基；2) 与时俱进创新营销管理体系，着力打造根基深、结构优、认知广、辐射远的市场，为汾酒复兴提升格局；3) 明晰识才用才的导向，打开引才聚才的视野，形成爱才敬才的文化，优化留才厚才的环境，为汾酒复兴带好队伍。

当前正以更多元的方式开拓国际市场：在国内，不断发力进博会等平台，向世界讲好中国酒业的“清香故事”；在国外，不断开设海外体验店，探索在俄罗斯、加拿大设厂，加速汾酒的本地化生产、本土化拓展，并与格鲁吉亚等“一带一路”国家签署“姊妹酒”合作，深耕国家渠道与市场。

图表 42：近十年中，2021 年汾酒营收同比增速最高，达 42.75%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

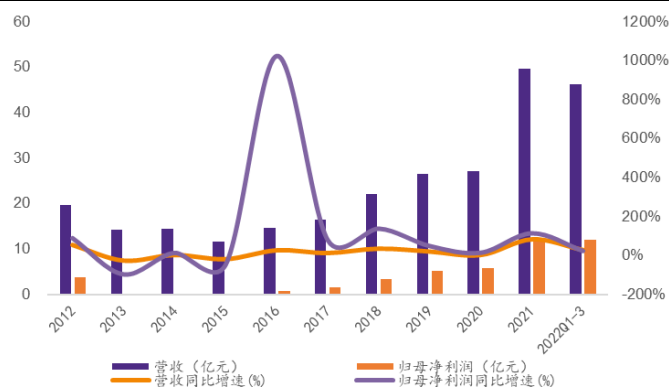
图表 43：汾酒省外营收占比逐年增加，2022Q1-3 已超 60%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

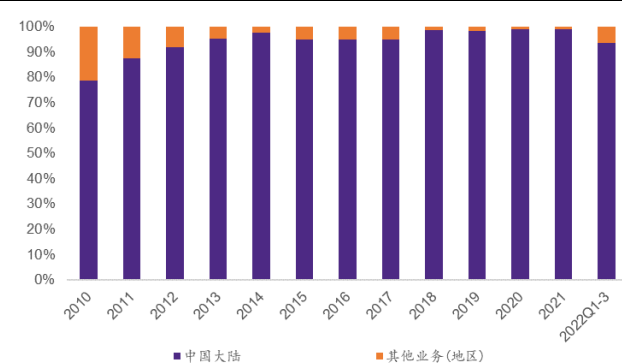
舍得酒业：复星入主以来，将利他思维放在重要位置，将客户、消费者需求和感受放到第一位，主动帮经销商解决库存，通过恢复市场价格秩序，让经销商渠道稳定，利润长期增长，各项围绕消费者教育活动有效开展。此外，10 月中旬与夜郎古酒业合资设立夜郎古酒庄（占股 78.95%），品牌及全国化渠道优势与夜郎古酱酒产能及产品形成资源互补，推进外延式发展。

图表 44：2021 年舍得高增长，当年归母净利润超 10 亿元



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 45：省内贡献较多，其他地区市场占比有恢复趋势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

舍得酒业于 10 月上旬发布股权激励方案，该方案授予 284 人，授予价 69.04 元/股，授予不超过 116.91 万股，约占 0.35%。本次授予董事长张树平 4.95 万股，副董事长蒲吉州 4.95 万股；授予其他董事及高管合计 11.80 万股；授予其他 276 名激励对象 95.21 万股。业绩考核要求：2022 年-2024 年营收不低于 59.4 亿元/74.1 亿元/100.2 亿元或 2022 年-2024 年归母净利润不低于 14 亿元/15.7 亿元/20.5 亿元。即当年收入或利润完成考核要求即满足解锁条件，三年解锁比例为 33%：33%：34%。该方案确定未来三年的营收和归母净利润，提振管理层和市场信心。

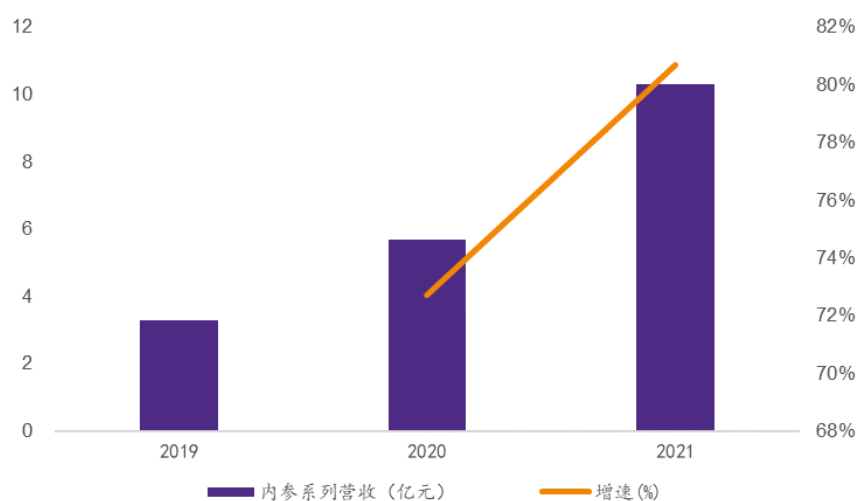
整体按照既定节奏稳步推进，我们重申看好逻辑：1) 产品端，聚焦老酒战略，坚持舍

得、沱牌双品牌战略，聚焦打造品味舍得、智慧舍得等战略单品。2) 2022 年在重点城市发展规划上，持续聚焦运作重点城市，按照“多客户多产品布局、全渠道全价位段覆盖”思路发展。3) 圈层营销方面，主打名酒进名企和智慧俱乐部，精准靶向圈层。

酒鬼酒：当前内参进行全国化布局，品牌还处于市场开拓期、客户开发期、网点汇聚期，需要时间培育市场。产品线方面，酒鬼系列形成主流、文创、54 度酒鬼三条战略产品线，高度红坛是全国性大单品、传承是战略性大单品，透明装是区域性产品。酒鬼系列不断提升品牌文化价值，核心要做价格，新设立红坛酒鬼酒和 54 度酒鬼酒业务发展部，进一步实施次高端战略。考虑品牌的稀缺性，于 9 月 24 日发布通知：“2023 年 500ml 内参酒合同签约计划内配额将根据 2022 年实际达成量的 80% 计算额度上限，即日起至合同签约期间查实的任何窜货、低价销售行为，每查实一次按照合同签约量的 5% 扣减计划内配额额度。”我们认为此举控货挺价降库存，利于中长期发展，下半年全力以赴完成目标。

为提振市场信心，管理层（董事长王浩先生，副董事长、总经理郑轶先生，副总经理胡晓熹先生，副总经理李文生先生，副总经理王哲先生，董事会秘书汤振羽先生，财务总监赵春雷先生，总经理助理邹斐先生，总经理助理刘永泉先生）于 9 月 27 日起 2 个月内完成累计增持不低于人民币 620 万元，其中王浩总、郑轶总、王哲总分别增持不低于 120 万元。我们认为管理层增持股份彰显未来发展信心，反映管理层对酒鬼酒未来价值认可。

图表 46：过去三年，内参酒销售收入几乎每年保持翻番增长



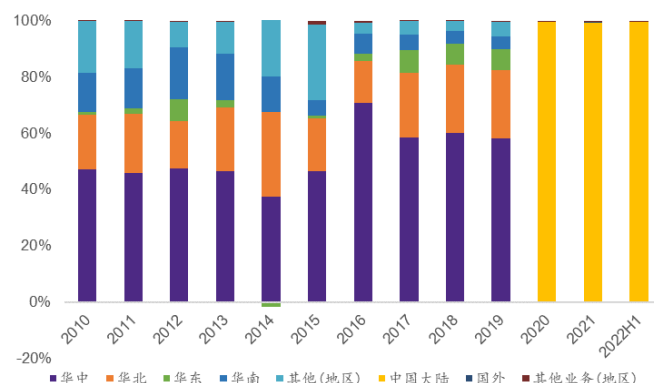
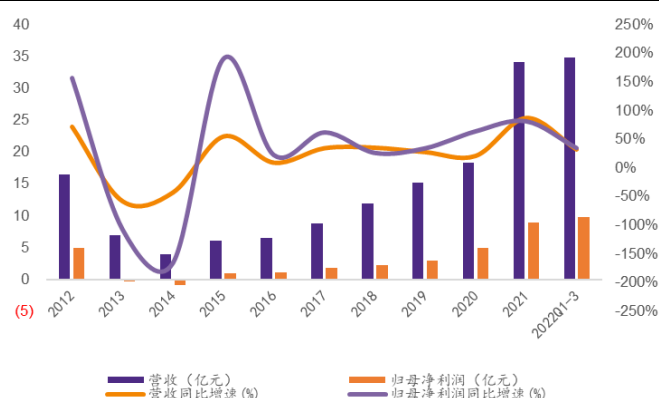
资料来源：Wind，华鑫证券研究

未来看点：1) 全国化坚持“做强基地，突破高地，深度全国化”策略。其中湖南、河南、山东、河北是前期重点的基地市场，华东、华南是高地市场。2) 未来 3-5 年以规模为重要考核指标，其中内参将发挥动力引擎作用，将全力以赴冲刺短期 30 亿、中期 50 亿、长期 100 亿目标，中期目标实现在即。我们预计未来产品结构为内参：酒鬼系列：湘泉=4:5:1。

图表 47：2022Q1-3 营收和净利润为 34.86/9.72 亿元，同

图表 48：酒鬼酒国内市场占比 99% 以上

比+32.05%/+34.98%

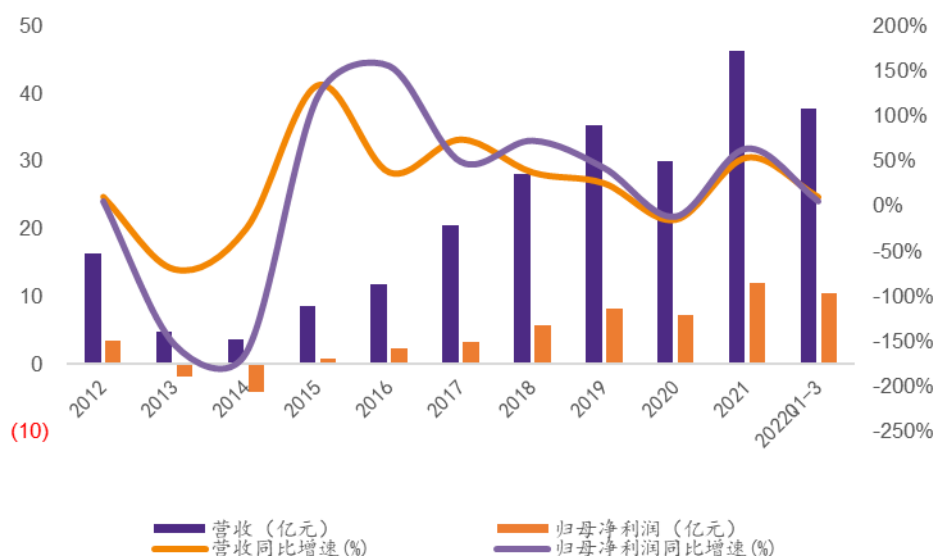


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

水井坊: 当前执行“产品升级创新、品牌高端化、营销突破”三大策略, 同时积极布局未来, 有序扩充供应链产能与长远储酒规模。持续推进品牌建设和产品升级创新, 升级典藏(上半年动销增长 36%), 做好企业团购、圈层消费者培育; 推出 ip 合作的联名款和一些圈层小众产品, 1 号菌群研究成果将持续支持品质升级与创新。

图表 49: 2022Q1-3 营收和净利润为 37.71/10.55 亿元, 同比+10.15%/+5.46%



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

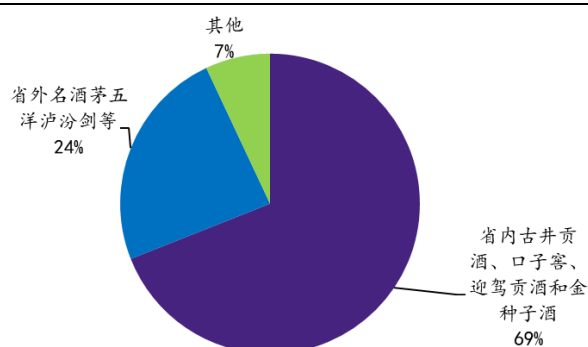
3.3、地产酒：徽酒竞争进一步加剧，苏酒仍旧稳如泰山

消费结构持续升级, 全年完成度较高。行业挤压式竞争下, 地域性壁垒确保区域白酒

业绩持续增长，结构升级是主要驱动力。同时较强的省内经济 alpha 巩固地产酒企抗风险能力，全年任务进度完成度较其他全国化品牌来说更为提前。

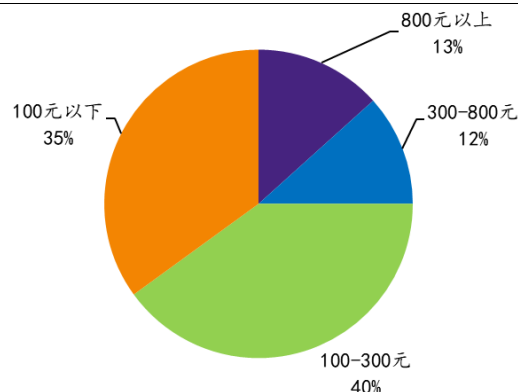
安徽省内量减价增背景下，市场集中度不断提升。面对严峻的行业环境，徽酒竞争愈加激烈，强势地产酒如古井贡酒紧抓趋势，通过提升组织管理效率、重点培育“次高端”大单品古 20，成为省内消费升级最大获益者。弱势地产白酒如金种子酒、宣酒等难抵攻势，营收普遍出现大幅下滑。目前安徽省内白酒市场规模约为 350 亿，预计 2024 年省内白酒市场规模将达到 400 亿。

图表 50：徽酒省内竞争激烈，徽酒 2021 年占据省内市场份额超三分之二



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 51：2021 年安徽省内 300 元以下价格带占比 75%，次高端仍有放量空间

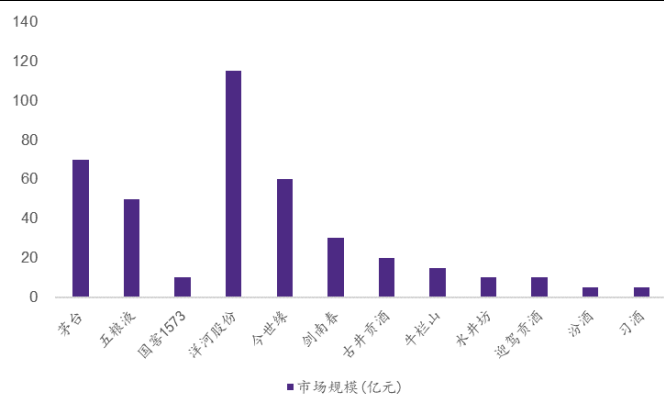


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

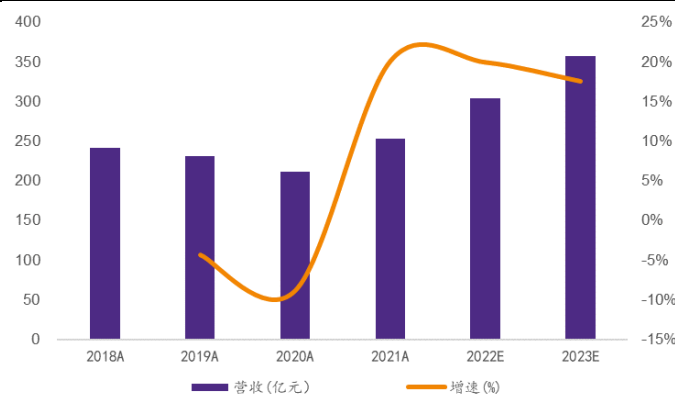
江苏引领全国白酒升级，消费升级仍旧强劲。省内十三个地级市均为全国“百强市”，白酒消费价格带以 300-700 元为主。其中苏南地区消费价位较高，主流消费以高端酒及剑南春、洋河梦之蓝等次高端品牌为主；苏中地区消费能力稍次，主流消费以洋河天之蓝、今世缘对开和部分徽酒的中档价位带产品为主；而苏北地区消费能力相对较弱，主流价格带以本土苏酒产品为主，也是洋河、今世缘和高沟酒等江苏本土企业的重要基地市场之一。

图表 52：省内洋河领跑众品牌，全国性名酒和地产酒龙头共同割据市场

图表 53：洋河股份恢复性增长，2022Q1-3 营收超 2021 年全年



资料来源：酒说，华鑫证券研究



资料来源：Wind，华鑫证券研究

全国化布局加速，部分酒企已显成效。近几年主要酒企均加快省外扩张步伐，但真正实现全国化的只有茅五剑，其他酒企仍有差距。目前山西汾酒省外扩张已显现成效，2022年上半年省外营收占比超60%，在巩固环山西的北方市场的同时，南方市场的拓展速度超预期，未来省内外目标3:7；古井贡酒当前省内外比重7:3，长期目标是5:5；今世缘十四五规划提出省外占比20%以上目标，2022年上半年仍不足10%；洋河股份目前省外比重超50%，未来省内外目标4:6乃至3:7。我们发现优异的地产酒均是在省内做到头部，随后向省外进行扩张，省外扩张均选择周边扩张，打造样板市场，随后复制扩张。

图表 54：主要地产酒省外扩张情况一览

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

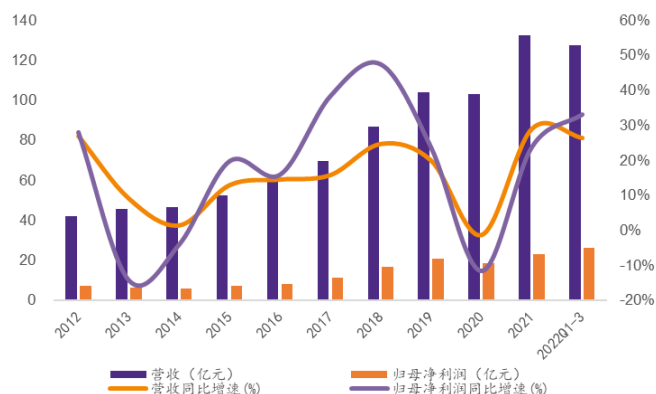
资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

我们的预判：目前全国全面精准迅速落实优化防控措施，2023 春节人口流动率提升带动宴席消费复苏，该消费场景正以地产酒为主，预计迎来 2023 年开门红。从 2023 年全年来看，伴随着各地消费顺利升级、市场信心提振和各酒企苦练内功，整体地产酒成长性及边际改善趋势已初步显现，有望迎来边际修复。我们重点推荐确定性较强的古井贡酒和洋河股份，高弹性标的推进迎驾贡酒、口子窖、今世缘。

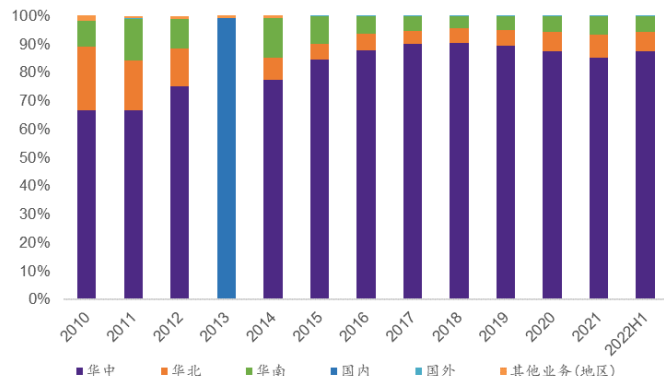
古井贡酒：2018 年以来，高举高打主推古 20，借助次高端扩容的红利在省内市场获得成功，消费者对于古井产品、品牌的认知度以及接受度高于省外品牌，经销商对于产品推力更强。2022 年第三季度动销氛围浓厚，重点培育的合肥市场内大众和商务消费场景增加明显，古 8 和古 16 均实现较好增量。**渠道端上**，采取“厂商 1+1”深度分销模式，通过加强渠道管控能力，厂商直控终端，辅助经销商动销。**组织架构上**，古井集团管理层股权激励以及股权改革或已在实际筹划酝酿中，预计将通过混改激活内部活力、提高管理层积极

性。市场建设上，2021 年收购明光酒业，通过明光酒业明绿香型创领者的身份以及不可复制的品类优势，形成差异化竞争。目前明光酒业明绿香型产品占比已超过 60%，近几年的复合增长率不低于 40%，高端产品“绿茅”已实现单品过亿，站稳千元价位带。区域扩张上，河南市场推进受阻，浙江平均增长 40%以上，未来将于江苏重点发力，其主流消费价位高于安徽。

图表 55：2022Q1-3 营收和净利润为 127.65/26.23 亿元，同比+26.35%/+33.20%



图表 56：华北市场有所拓展，2022QH1 华中市场占比 87.51%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

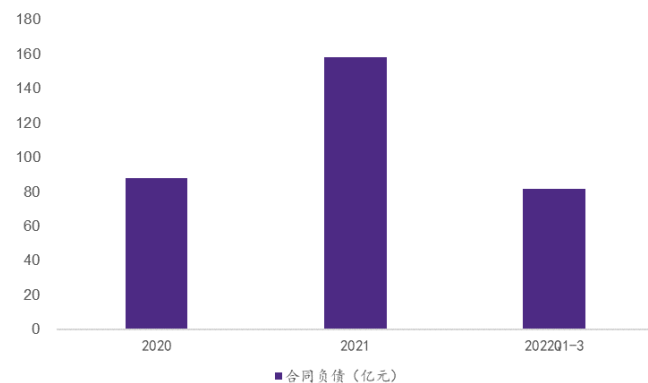
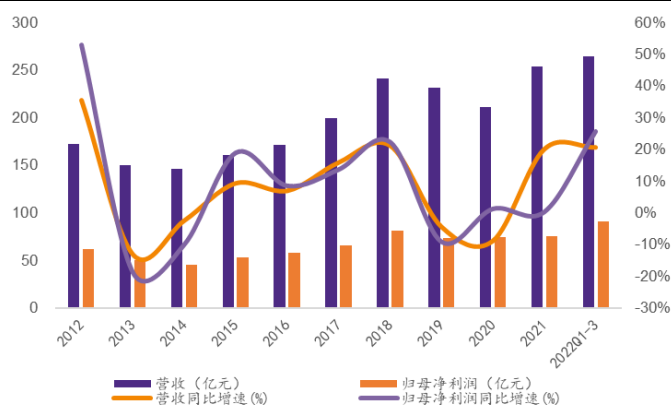
资料来源：Wind，华鑫证券研究

洋河股份：当前已完成对 M6+、M3 水晶球、天之蓝和海之蓝的升级，市场反馈良好。已实施股权激励方案，对 2021、2022 年营收提出不低于 15%的考核要求，加速回归正轨。当前 M6+是主导战略，M3 水晶瓶是跟随战略，天之蓝升级产品已上市，考虑梦之蓝势能已经形成，M6+放量加快，M3 水晶瓶加速复苏，海天均已完成升级换代，我们认为接下来 M9 升级换代顺理成章，海之蓝对增长势能拖累减弱，加快进入良性发展轨道。自 2019 年下半年以来主动调整，经过两年多时间，目前基本走出低谷。2021 年 1 月下旬，张联东先生担任董事长，6 月全面主持工作。目前在人事调整、营销改革、产品升级等方面效果初显。人事方面，股权激励方案实施绑定中层管理人员，激发组织活力和动力，打开年轻人上升空间；营销改革方面，将大区变革成 62 个事业部，推动组织下沉、人员下沉、权力下沉，提升组织反应灵活度。产品升级，自 2019 年底推出 M6+，随后推出 M3 水晶瓶，紧随其后推出新品天之蓝产品，市场反应良好。今年 5 月启动海之蓝升级，新版海之蓝采用 3 年以上基酒，市场反馈良好。成立高端酒事业部，推进以手工版和 M9 为主千元价格带，大师版手工班对标精品茅台，继续拉升品牌高度。

当前双线作战，即一手抓销售恢复性增长，一手布局未来。恢复性增长采取以下措施：组织激活干部年轻化、品质升级工程、厂商一体化、营销模式转型。布局未来主要是三化市场策略，即梦之蓝全国化工程、产品区域高端化、高地市场样本化。坚持“精彩洋河、风彩双沟、多彩贵酒、七彩梨花村”的多彩战略不变，即洋河纵深全国化，双沟区域全国化，贵酒全国区域化。

图表 57：2022Q1-3 营收和净利润为 264.83/90.72 亿元，同比+20.69%/+25.78%

图表 58：2022Q1-3 洋河股份合同负债期末余额为 81.73 亿元



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

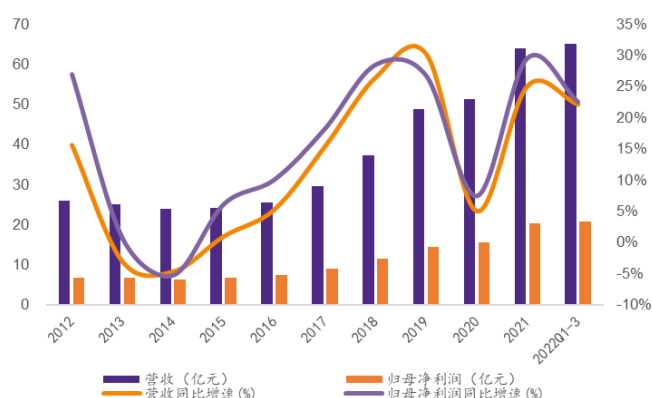
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

未来五大看点: 第一, M6+是未来动力引擎, 通过 M6+放量实现两个目标: 销售口径和财务口径均超 100 亿元; 第二, M3 水晶瓶卡位 400-500 元价格带, 有望加快恢复, 海之蓝和天之蓝保证基本盘稳定同时价格带上移 (预计海之蓝卡位 150-200 元, 天之蓝卡位 300-400 元); 第三, 复苏双沟品牌, 未来双沟销售额有望超 100 亿; 第四, 贵州贵酒 (洋河于 2016 年 6 月收购) 持续推进中, 获得较快发展。第五, 全国化深入进行中, 有望从省内外五五开提至六四开。

今世缘: 当前全力推进 2023 年百亿目标, 产品结构持续提升, 省外扩张有望尽快取得突破。于 7 月底发布股权激励方案, 行权考核为 2022-2024 年, 考核要求: 1) 以 2021 年营收为基数, 2022/2023/2024 年营收增速不低于 22%、51.3%、90.6%, 且不低于同行业平均水平或对标企业的 75 分位值; 2) 2021 年扣非净利润为基数, 2022/2023/2024 年扣非净利润增速不低于 15%、32.3%、52.1%, 且不低于同行业平均水平或对标企业的 75 分位值; 3) 2022/2023/2024 年 ROE 不低于 21.5%、21.5%、21.5%, 且不低于同行业平均水平或对标企业的 75 分位值; 4) 2022/2023/2024 年主营业务收入占营收比重均不低于 95%。

图表 59: 2022Q1-3 营收和净利润为 65.18/20.81 亿元, 同比+22.18%/+22.53%

图表 60: 今世缘 2022Q1-3 省外营收仅占总营收的 6.63%



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

根据 2023 年营销工作计划公告, 计划 2023 年实现营业总收入 100 亿元左右。为完成

请阅读最后一页重要免责声明

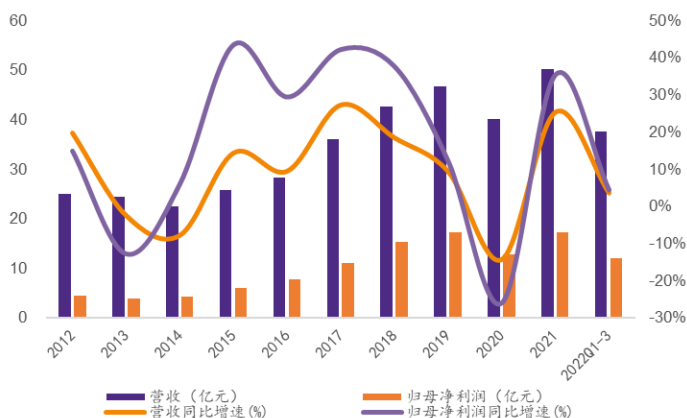
32

目标，主要有以下举措：1) 做大 V9 清雅酱香品类，实现战略引领；2) 升级国缘品牌战略定位，提升品牌价值，打造国缘大单品；3) 突破今世缘中高端单品，围绕不同消费场景营造特色氛围，联动培育主导产品；4) 构建全国化营销模式；5) 升级营销组织管理体系，加快团队转型，进一步激发团队活力。

当前正深入推进差异、高端化、全国化，全力落实好国缘 V 系攻坚战、K 系提升战、今世缘品牌激活战、省外突破战。未来三大看点：第一，V 系列未来十年百亿目标，V3 和竞品 M6+提前卡位 600-700 元价格带；第二，苏南地区十四五规划预计近 40 亿，未来增长空间较大；第三，十四五规划省外占比 20%以上，省外扩张是打开天花板上行的必选题。

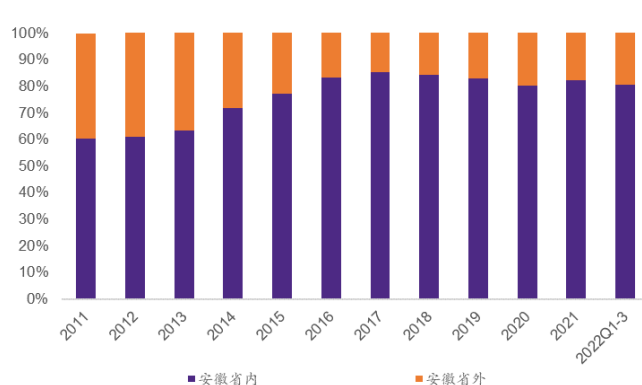
口子窖：当前口子窖兼香 518 产品在安徽市场尚处于产品的培育阶段，不同市场产品覆盖面及推广进度表现不一，总体来看仍保持着良好发展态势。此外，成立合肥营销中心，督促安徽省内的各经销商提升管理能力。坚持以次高端大单品口子窖 10 年、20 年、30 年和兼香 518 为主，填补市场空白，保持品牌持续向上势能，同时以初夏、仲秋补充大众消费价格带。两大核心战略产品口子窖 10 年型与 20 年型或在 2022 年 12 月底焕新升级成口子窖兼 10、兼 20，在保留口子窖经典元素的基础上，对品质、形象进行多重升级。此外，股权激励方案有望尽快落地。

图表 61：2022Q1-3 营收和净利润为 37.62/12.02 亿元，同比 +3.67%/+4.47%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 62：2022Q1-3 省内市场占比 80.51%，省外市场仍有增量空间



资料来源：Wind，华鑫证券研究

迎驾贡酒：当前以白酒为主业，全力打造百亿迎驾、百年品牌，努力建成美丽迎驾、智慧迎驾、文化迎驾、快乐迎驾，以“进入白酒行业第一方阵，成为全国知名品牌”为目标。

聚焦“223”营销战略：

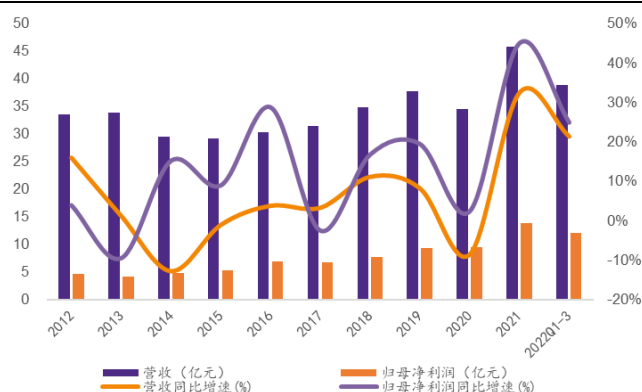
第一，团队打造上，优化组织架构，加强对储备干部的筛选、培养、考核及管理；优化薪酬方案、激励机制，提升工作效率和管理能力，打造一支进攻学习型团队。

第二，产品管理上，聚焦生态洞藏系列，打造洞藏产品重点市场，洞藏产品市场份额快速提升；稳步提升系列产品价格，有效促进老产品销售回暖；完善经销商产品组合，产品结构得到进一步优化。目前洞藏系列中洞 6 和洞 9 占比预计 80%左右，洞 16 和洞 20 未来 3-5 年有望快速放量。2020 年底推出的迎驾贡酒•大师版，引领洞藏系列，开拓徽酒超高端

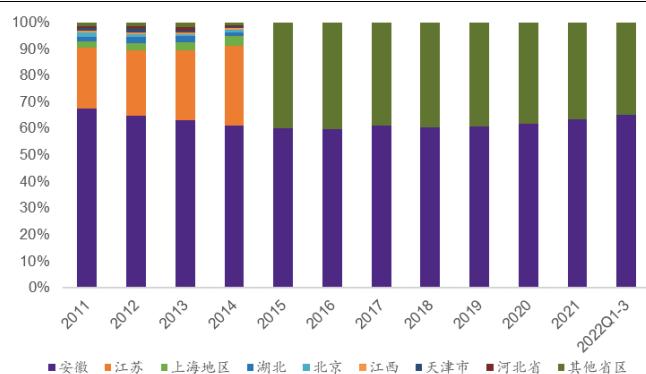
价格带。

第三，渠道建设上，重点推进渠道重心转移，落实核心网点规划并签约，提高渠道掌控力；针对性匹配烟酒行、宴席、酒店、团购等渠道操作方案；加强经销商各渠道精耕细作，增加渠道的广度和深度，协调市场均衡发展；提升单店业绩贡献，深挖渠道网点下线资源，重点培育品鉴顾问和消费带头人。通过整合资源加速开拓，省内市场基本下沉到区县，江苏市场全面布局到地级市，巩固六安、合肥、南京、上海等市场战略地位。合肥作为安徽省会，公重点精耕细作，未来有望对全省形成辐射。

图表 63：疫情后营收及净利润波动明显，2021 年营收突破 40 亿



图表 64：2022Q1-3 迎驾贡酒省内营收占比为 65.14%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

资料来源：Wind，华鑫证券研究

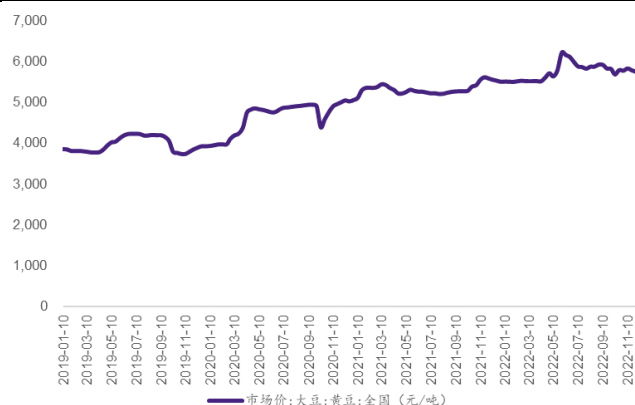
4、调味品：成本端有望下行，餐饮端复苏有望加快

4.1、成本端有望下行，考虑低基数关注弹性个股

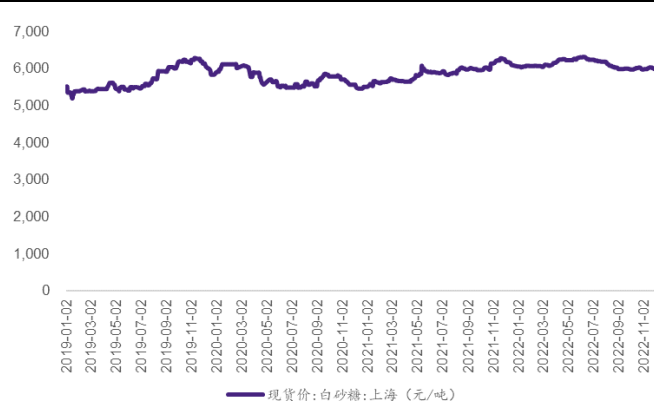
原材料成本下行趋势有望延续，关注弹性个股。调味品作为发酵物，最主要的原材料为黄豆、豆粕、白砂糖等，而 PET、瓦楞纸、玻璃等是包装的主要原材料。比如大豆、白砂糖、玻璃瓶、塑料瓶分别占海天味业成本的 20%、15%、12%、12%，玻璃/塑料瓶、豆粕、小麦分别占千禾味业成本的 22%、16%、4%。疫情发生后使得原材料价格持续攀升，黄豆、豆粕、瓦楞纸、PET 等达到近年的价格高位。近期，大宗商品价格出现了明显回落，大豆市场价、白砂糖现货价、PET 切片现货价、瓦楞纸较年内高点下降 7.56%/5.69%/27.11%/16.06%，且下行趋势有望延续。

图表 65：全国大豆市场价较年内高点下降 7.6%

图表 66：白砂糖现货价较年内高点下降 5.7%

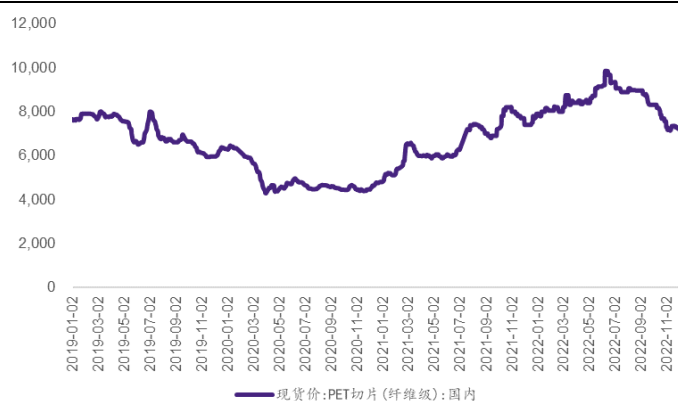


资料来源: Wind, 华鑫证券研究



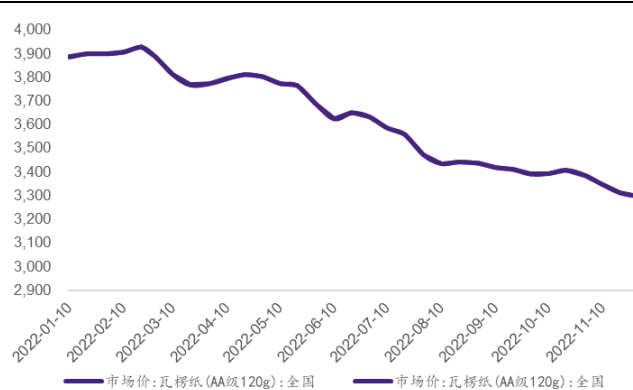
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 67: 国内 PET 切片现货价(纤维级):国内 (元/吨)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 68: 瓦楞纸市场均价 (元/吨)

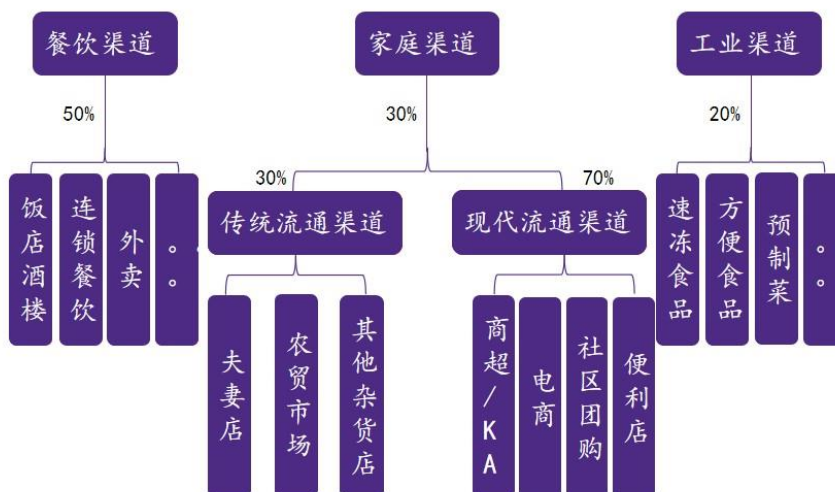


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

4.2、餐饮端复苏关注海天，重点关注零添加细分赛道

调味品销售中餐饮占比更高，疫情恢复下需求望迅速回升。从调味品的渠道占比看，餐饮占比最大达到 50%，家庭渠道、加工渠道分别占 30%、20%。餐饮由于专业性以及对品质和口味的要求较高，对调味品的需求量大，且需求相对稳定。海天味业、李锦记等全国性企业切入较早，餐饮渠道为其主要销售渠道，并且具有较强渠道粘性；中炬高新、恒顺、千禾等新进入者发力餐饮渠道难度相对较大，在全国性扩张期间往往选择发力家庭渠道，以提升品牌，扩大销售网络。通过培养意见领袖和提供高性价比单品打通餐饮渠道。由于餐厅对调味品的选择主要依赖于厨师的意见，厨师在调味品使用习惯建立后便较少更改，因此调味品企业会通过赞助厨师学校以及相关赛事活动等培养厨师的使用习惯。另外针对餐饮渠道还会专门推出餐饮装，即大包装、促销装等高性价比产品。

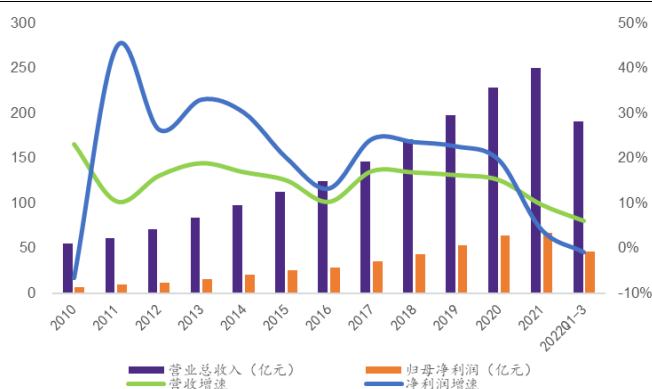
图表 69: 餐饮渠道占比最大



资料来源：前瞻经济学人，华鑫证券研究所

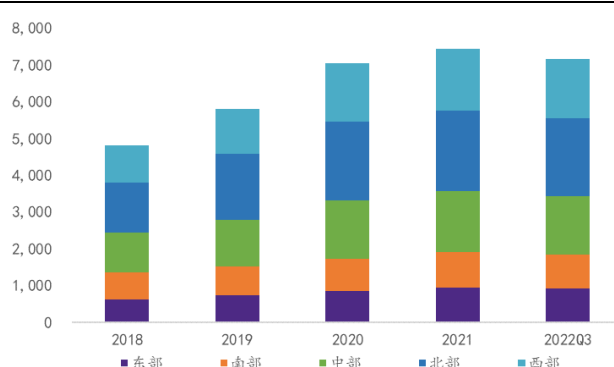
渠道有所调整，发力零添加。2022Q1-3 海天味业实现营收、归母净利润 190.94、46.67 亿元，分别同比+6.11%、-0.86%，主要系餐饮渠道受疫情影响叠加原材料成本上涨所致。产品方面：在添加剂事件后，海天味业不断加码“0 添加系列”“有机系列”等高端产品。2014 年海天味业便已推出“0 添加系列产品”，2021 年“0 添加系列产品”销售近 4 万吨，目前有机系列产品增至 12 款。渠道方面：2021 年四季度开始调整经销商体系，小商不直接签约，仍是海天经销商体系，从一级经销商变二级经销商，目的：1) 保护二小经销商，短期内减小压力，释放库存、资金压力，按实力、节奏销售；2) 保护大经销商，通过二级的消化减小目标任务、库存的压力。经销商体系承压增强，小商有实力后可以发展为一级经销商。营销方面：2021 和 2022 年更偏重 c 端的投放，餐饮渠道表现较弱，投放的效果不大，增量效果不明显，费用大部分投入 c 端。但总体没有额外的费用在 c 端或者 b 端进行投放，只是在营销费用的结构上进行调整。我们认为明年在低基数背景下，疫情好转将助力餐饮端收入恢复性增长，叠加目前良性的渠道库存（2.5 月），明年增长可期。

图表 70：2022Q1-3 营收和净利润为 190.9/46.7 亿元，同比 +6.1%/-0.9%



资料来源：海天味业公告，华鑫证券研究

图表 71：2022 年经销商数量有所减少

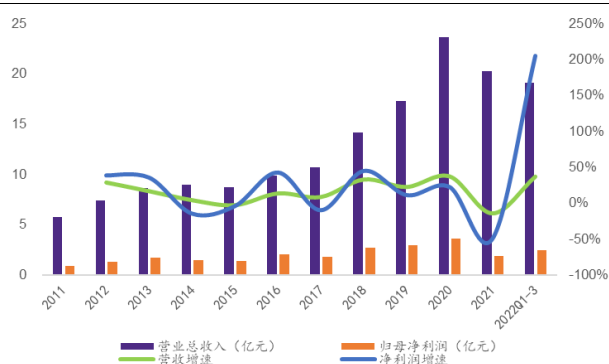


资料来源：海天味业公告，华鑫证券研究

4.3、复调企业各自补短板，日辰和宝立大有可为

天味食品：2022Q1-3 实现营业收入 19.09 亿元，同比增长 36.58%，实现归母净利润 2.44 亿元，同比增长 204.76%。**产品：**冬调提前布局，4 季度主要帮助经销商和终端进行分销，预计冬调增速超过 30%。主要围绕大单品补齐产品矩阵；实行精品战略和健康化战略；并开发区域性大单品，预计明年大单品将增加至 10 个。**股票激励计划：**向 66 名中层管理人员授予 187.50 万股限制性股票，占本次授予日股本总额的比例的 0.25%，预留授予的限制性股票授予价格为 12.27 元/股，当日收盘价为 24.51 元/股。业绩考核要求为：以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 15%，2023 年营业收入增长率不低于 32.25%，对应 2022/2023 年营业收入同比增速为 15%/15%，并设置个人层面考核要求。我们认为此次股权激励计划落地，有助于绑定核心员工利益，能有效提振团队士气和工作积极性，进一步激发经营活力。**渠道：**积极开拓餐饮渠道，签约北京千喜鹤、上海麦金地两大餐饮企业，预计将提供增量。我们认为明年小龙虾调料等大单品将延续放量趋势，新大单品有望贡献增量；团餐渠道将成为打通餐饮渠道重要着陆点。

图表 72：2022Q1-3 营收和净利润为 19.1/2.4 亿元，同比 +36.6%/+204.8%



资料来源：天味食品公告，华鑫证券研究

图表 73：纵向产品更新迭代，横向大单品不断裂变

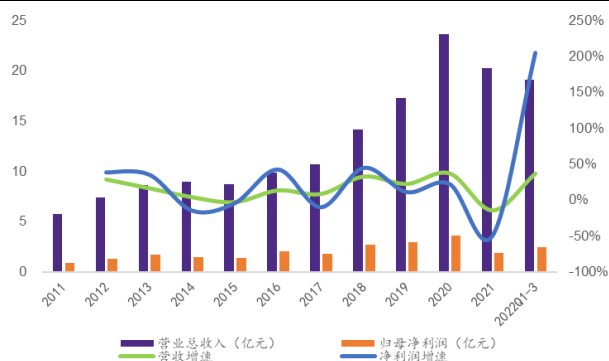


资料来源：天味食品官网，天味食品招股说明书，华鑫证券研究

日辰股份：2022Q1-3 实现营业收入 2.33 亿元，同比下降 2.94%；实现归母净利润 0.41 亿元，同比下降 26.71%。**渠道上：**通过“味之物语”品牌进军 C 端渠道。**定增：**拟非公开发行不超 2500 万股，募资不超过 8 亿元，新增 3.5 万吨复调、3 万吨预制菜、2 万吨预拌粉产能和智能立体库及信息化系统建设，布局预制菜、预拌粉，有望成为业绩新增点。**股权激励计划修改：**2021 年第二期股票期权激励计划考核时间变更为 2023-2025 年；2021 年第二期和 2022 年股票期权激励计划考核业绩进行更改：定比 2021 年，2023-2025 年营收或净利润增长率为 30%/69%/119%，并且设定 80%触发目标。因此若要实现 100%达成率，2024-2025 年每年均要实现营收或净利润同比增长 30%；若实现 80%达成率，2024-2025 年分别实现营收或净利润同比增长 24%/25%。2022 年股票期权激励计划需摊销总费用 567.33 万元，2022-2025 年分别摊销 76.86/230.60/164.67/95.20 万元。股权激励计划的修改，更加符合实际情况和发展需求，将极大调动中高层管理人员和核心骨干人员的工作积极性。**营销上：**通过完善国内营销总部、区域营销中心、营销办事处网络布局，国内部分重点城市新建区域营销体验中心——未来厨房。2022 年重点推进上海营销中心建设项目，加快项目推进进度，以上海营销中心为支持，加快完成以上海地区为中心的长三角地区市场布局。展望 2023 年，低基数下随着餐饮的复苏，业绩有望实现较高增长，新开拓客户和新产品有望恢

复增长，具备较大业绩弹性。

图表 74：2022Q1-3 营收和净利润为 2.3/0.4 亿元，同比-2.9%/-26.7%



资料来源：日辰股份公告，华鑫证券研究

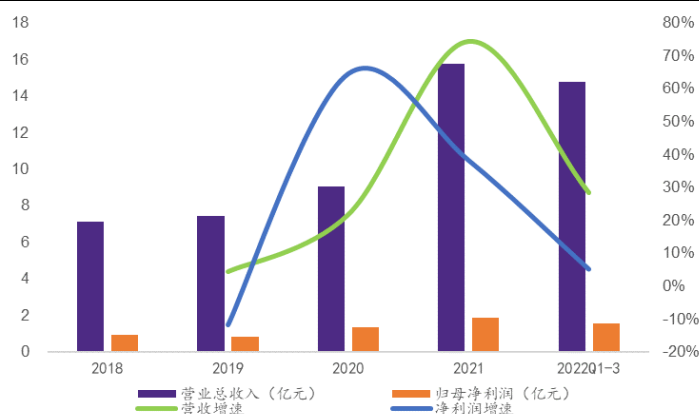
图表 75：日辰股份设立网上商城进军 C 端市场



资料来源：抖音、天猫、京东、拼多多 APP，华鑫证券研究

宝立食品：2022Q1-3 实现营收 14.75 亿元，同比+28.41%；实现归母净利润 1.53 亿元，同比+5.15%。加码 C 端：宝立食品将持有厨房阿芬 100%股权，厨房阿芬成为全资子公司，同时厨房阿芬直接持有空刻网络的股权将从 70%提升至 80%，另通过空刻品牌间接持有空刻网络 3%股权，合计 83%。空刻网络主营产品为空刻意面，预计 2022-2026 年营收分别为 8.0/9.4/10.3/10.8/10.9 亿元，净利润分别为 2211/3221/3910/4546/4558 万元，经评估空刻网络权益总价值为 3.51 亿元，根据空刻网络 2022 年预测净利润对应市盈率为 16.27 倍。此次收购将有望增厚 2023/2024 年并表营收分别 2.7/2.9 亿元，并表净利润分别 910/1105 万元。**产品：**推出低价“青春版”新品满足更多消费群体，口味主要有川香麻辣番茄肉酱、擂椒鸡肉。展望 2023 年，我们认为餐饮端有望恢复较高增速，同时 C 端空客意面有望延续高增长态势，两架马车带动协同发展。

图表 76：2022Q1-3 营收和净利润为 14.8/1.5 亿元，同比+28.4%/+5.2%



资料来源：宝立食品公告，华鑫证券研究

图表 77：空客意面天猫“双 11”粮油速食行业店铺销售排行榜

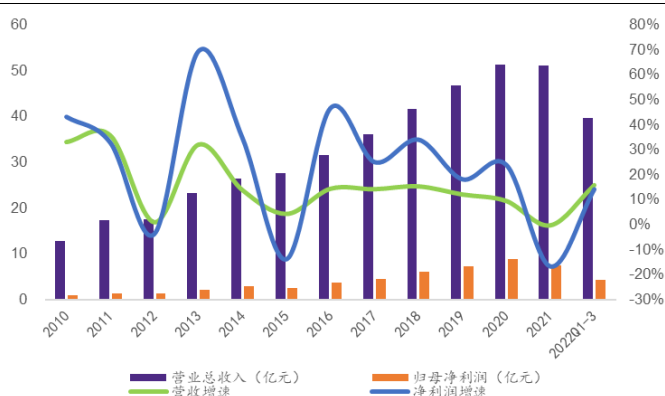


资料来源：腾讯网，华鑫证券研究

4.4、中炬股权有望加快理顺，恒顺改革进入深水区

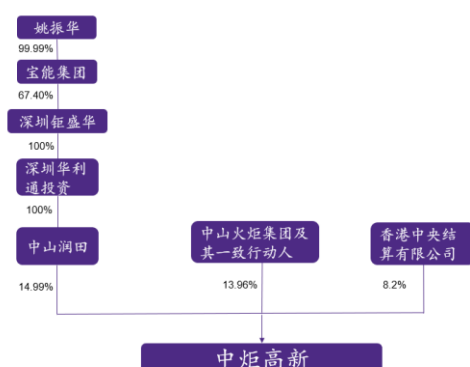
中炬高新：2022 年前三季度实现营收 39.56 亿元，同比+15.95%；实现归母净利润 4.19 亿元，同比+14.18%。控股股东中山润田与交银金租租赁合同纠纷导致其所持有的 1.06%股权将在 2023 年 1 月 9-10 日进行拍卖。中山润田目前持股比例为 14.99%，二股东与一致行动人持股比例上升至 13.96%。12 月有两次大股东的股权拍卖，预计大股东地位将在 12 月发生改变，估值中枢得以提升。大豆期货价较年初高点下降约 20%，大豆现货价较年初高点下降约 10%，PET 现货价较年中高点下降约 25%。我们预计原材料价格有望保持稳中有降的趋势，利润弹性凸显。目前产能约 70 万吨，其中酱油 50 万吨。远期规划酱油产能约 70-80 万吨，合计超 160 万吨，加上募资修建阳西美味鲜 300 万吨调味品扩产项目，总产能约 460 万吨。中炬高新持续瘦身聚焦主业，剥离房地产等业务，涉房上市公司再融资政策亦有利于中炬高新。2021 年 4 月公告拟回购 3-6 亿元的股票用于股权激励，届满共计回购 3.8 亿元，随着后续股权激励方案修改后再推出，员工利益绑定积极性有望继续提升。展望 2023 年我们认为股权问题理顺后治理端将呈现欣欣向荣，餐饮端发力+空白区域市场开拓将带来高增长。

图表 78：2022Q1-3 营收和净利润为 39.6/4.2 亿元，同比 +16.0%/+14.2%



资料来源：中炬高新公告，华鑫证券研究

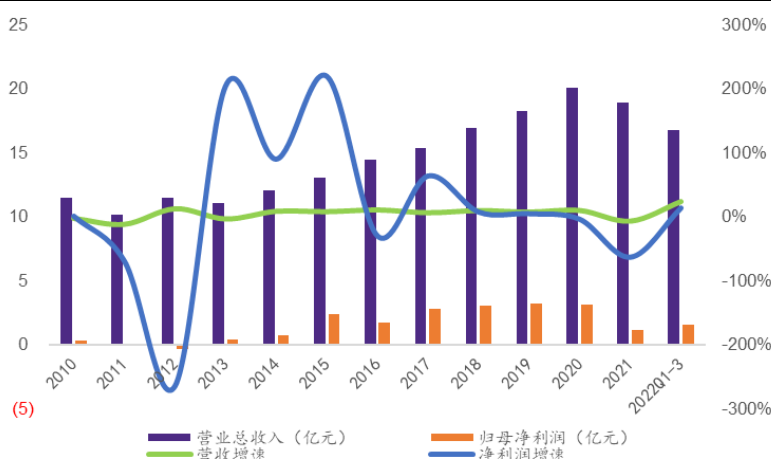
图表 79：大股东持股比例 14.99%



资料来源：中炬高新公告，华鑫证券研究

恒顺醋业：2022Q1-3 实现营收 16.82 亿元，同比增 23.71%；实现归母净利润 1.54 亿元，同增 14.70%。**渠道上：**升级 10 大战区，并划分南北区，加强餐饮渠道端以及新零售拓展，通过外围市场和线上渠道持续发力。**产能：**2022 年 5 月调整定增方案，调整后拟募资不超过 17.9 亿元，新建 43.5 万吨调味品产能，其中食醋、料酒、酱油、豆瓣、复合调味品分别新增产能 12.5/10/4/4/13 万吨。本次非公开发行获批将有利于完善品类布局，巩固食醋“龙头”地位。现有食醋产能 18 万吨，料酒产能 8 万吨，扩产后恒顺将拥有食醋产能 30.5 万吨，料酒产能 18 万吨，食醋和料酒产能处于行业领先地位。**产品：**复调放量增长，新推出油醋汁，多元发展。展望 2023 年，我们认为改革将迎来丰收阶段，新品特别是复合调味料带来业绩增量，定增落地后，有望在 2022 年低基数下实现恢复性发展。

图表 80：2022Q1-3 营收和净利润为 16.8/1.5 亿元，同比 +23.7%/+14.7%



资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

图表 81：不断推出新品抢占市场



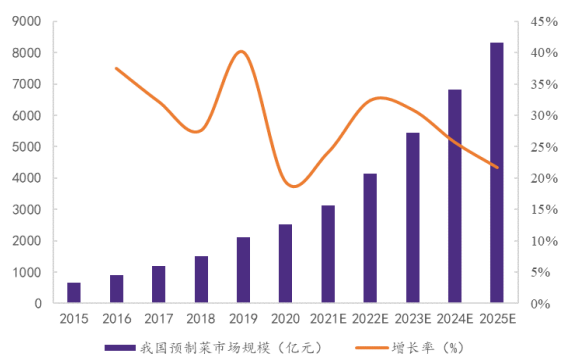
资料来源：恒顺醋业淘宝官网，华鑫证券研究

5、速冻食品：预制菜进入放量阶段，速冻三剑客继续引领

5.1、预制菜蓝海阶段，众多玩家纷纷入局

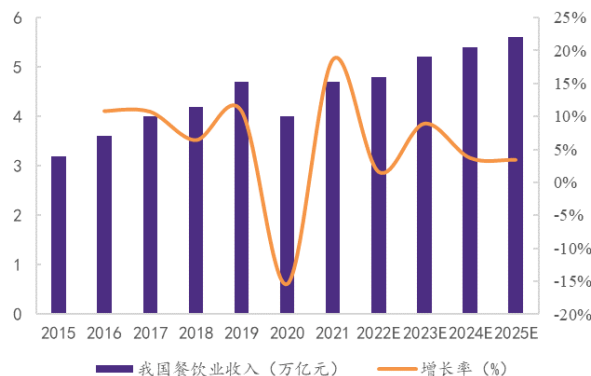
预制菜成千亿市场，增速高于餐饮行业。2022Q1-Q3 速冻食品及其他行业营收及归属母公司的净利润分别为 389.80、22.52 亿元，分别同比-2.97%、-1.49%。据艾媒咨询，预计我国餐饮行业规模由 2015 年 3.2 万亿元增至 2025 年 5.6 万亿元，10 年 CAGR 为 6%。NCBD 数据显示，预计我国预制菜行业规模从 2015 年 650.3 亿元增至 2025 年 8316.7 亿元，10 年 CAGR 为 29%，增速为餐饮行业整体增速 5 倍左右。

图表 82：预计我国预制菜行业规模从 2015 年 650.3 亿元增至 2025 年 8316.7 亿元，10 年 CAGR 为 29%



资料来源：NCBD，华鑫证券研究

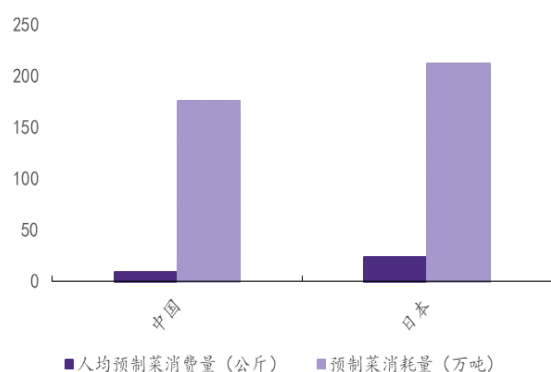
图表 83：预计我国餐饮行业规模由 2015 年 3.2 万亿元增至 2025 年 5.6 万亿元，10 年 CAGR 为 6%



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

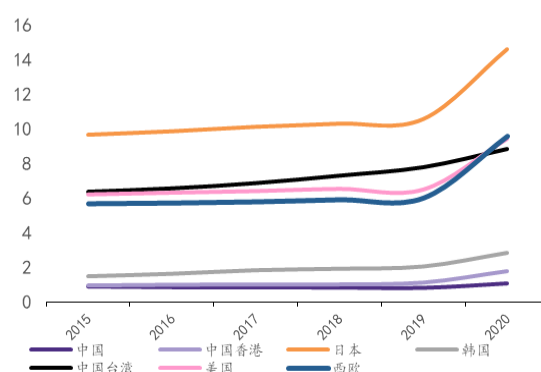
预制菜正处蓝海，行业集中度亟待提升。一方面，我国预制菜渗透率仍较低，仅为10%-15%，预计2030年增至15%-20%，而速冻食品发展较早的日本预制菜渗透率已达60%以上。人均消费看，2021年我国预制菜人均预制菜消费量仅为8.9KG，远低于日本23.59KG；规模占比看，2020年我国预制菜规模占餐饮行业规模比仅为1.11%，远低于日本14.61%，中国台湾8.87%，美国9.44%。另一方面，我国预制菜行业正处蓝海阶段，行业参与者众多，集中度较低，尚未出现行业龙头。据中商产业研究院，我国预制菜行业CR5为9.2%，远低于日本64.04%。

图表 84：2021 年我国预制菜人均预制菜消费量仅为 8.9KG，远低于日本 23.59KG



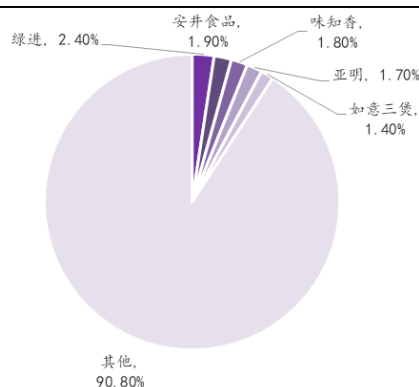
资料来源：36 氪研究院，华鑫证券研究

图表 85：2020 年我国预制菜规模占餐饮行业规模比仅为 1.11%



资料来源：立鼎产业研究院，华鑫证券研究

图表 86：我国预制菜行业 CR5 为 9.2%



资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

行业玩家跑马圈地，推动行业持续扩容。目前预制菜行业主要有五类玩家：**1) 速冻食品企业：**包括三全食品、安井食品和千味央厨等。速冻食品企业生产工艺标准化程度高，具备冷链加工优势，产品研发和单品打造能力强，借助 BC 端渠道资源能够实现预制菜放量。**2) 原料供应企业：**包括国联水产、双汇发展、龙大美食等。原料供应企业具备较强的原材料掌控能力，以初加工生产线为基础，拓展至深加工生产，产品安全和品质较有保证。**3) 预制菜生产企业：**包括味知香、珍味小梅园、信良记等。预制菜生产企业在产品研发上专业性强，具备较成熟的销售渠道，客户粘性强。**4) 连锁餐饮企业：**包括海底捞、广州酒家、同庆楼等。连锁餐饮企业在产品推广上可借助线下门店资源，产品研发上更贴切终端需求，C 端品牌力较强。**5) 零售商：**包括叮咚买菜、盒马鲜生等。新零售企业具备成熟的零售渠

道，能借助前置仓模式，为消费者提供配送到家服务。随着越来越多玩家入局预制菜，行业有望持续扩容。

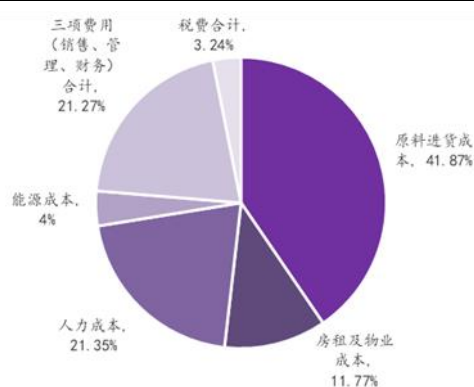
图表 87：预制菜行业主要参与者一览

参与者	主要企业	优势	劣势
速冻食品企业	三全食品、安井食品、千味央厨	生产标准化程度高；具备品牌、渠道优势；单品打造能力强	自产比例较低
原料供应企业	国联水产、双汇发展、龙大美食、圣农发展	工厂规模和自动化程度高；具备原料优势，产品品质高；具备研发优势；大客户资源丰富	C 端品牌力较弱
预制菜生产企业	味知香、珍味小梅园、信良记、好得睐	销售渠道成熟；具备产品研发经验；产品力较强；B 端客户黏性强	区域性较强；工厂规模化程度较低
连锁餐饮企业	海底捞、广州酒家、同庆楼、西北贾国龙	具备专业厨师资源；C 端品牌力较强；了解终端个性化需求	销售渠道有限；区域性较强；自建央厨存在成本问题
零售商	叮咚买菜、盒马鲜生、永辉超市、每日优鲜	直触终端消费者；产品推广能力强	依赖第三方工厂，产品力较弱

资料来源：华鑫证券研究

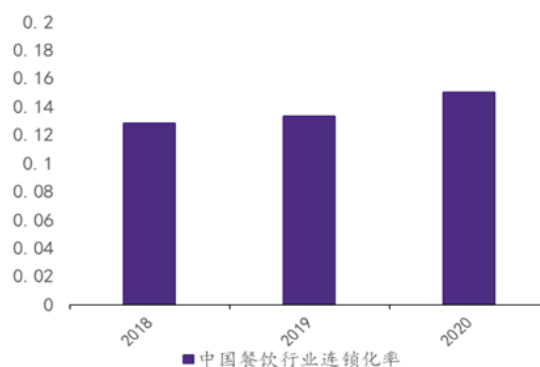
B 端进入放量阶段，C 端发展潜力大。目前我国预制菜市场 BC 端比例为 8: 2，餐饮端贡献主要收入，零售端处于消费者教育阶段，仍有较大发展空间。**1) 餐饮端：面临“三高”问题，预制菜解决降本增效之需。**据中国饭店协会，餐饮企业原料成本、租金成本以及人力成本占总营收比例为 72%，面临较大成本压力。预制菜通过减化供应链环节，能帮助餐饮企业节约采购、人工和租金成本。我国餐饮连锁化率已由 2018 年 13% 增至 2020 年 15%，随着餐饮连锁化率提升，企业降本增效之需将推动预制菜进入放量阶段。**2) 零售端：宅经济+消费升级+人口结构变化，催生预制菜需求。**据 QuestMobile 研究院，我国“懒”、“宅”人群用户规模 2015-2018 年 CAGR 分别为 31%、3%，懒宅经济发展迅速。随着居民收入水平提升，消费升级趋势下消费者品质和健康意识逐渐增强，据艾媒咨询超 60% 用户会选择购买保质期 30 天以内的短保预制菜。同时，单身潮、家庭小型化趋势下烹饪成本效益降低，催生对预制菜需求。据艾媒咨询，单人就餐饮食时 34.4% 消费者会选择烹饪半成品食材。

图表 88：餐饮企业面临“三高问题”



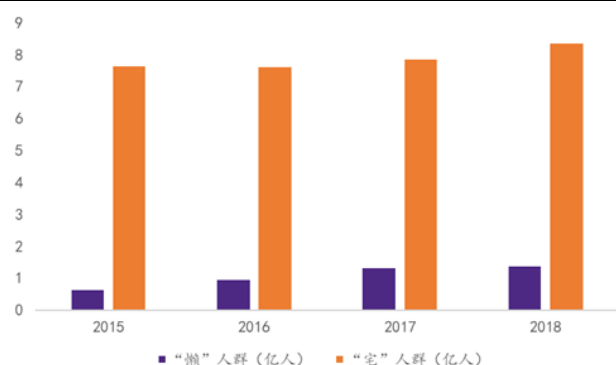
资料来源：中国饭店协会，华鑫证券研究

图表 89：我国餐饮连锁化率由 2018 年 13% 增至 2020 年 15%



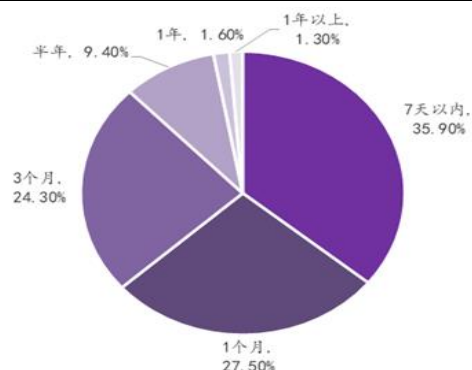
资料来源：中国连锁经营协会 (CCFA)，华鑫证券研究

图表 90：“懒”、“宅”人群用户规模 2015-2018 年 CAGR 分别为 31%、3%



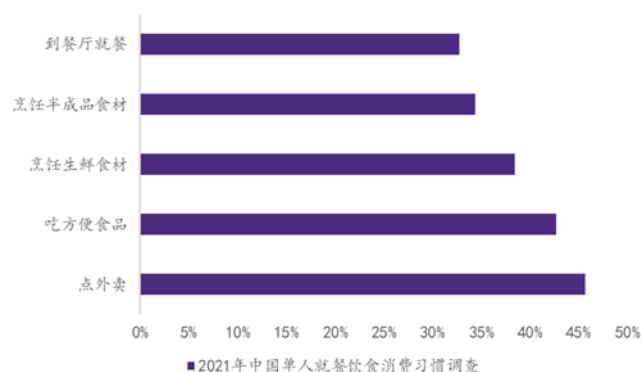
资料来源：QuestMobile 研究院，华鑫证券研究

图表 91：超 60% 用户选择购买保质期 30 天以内的预制菜



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 92：单人就餐饮食时 34.4% 消费者会选择烹饪半成品食材

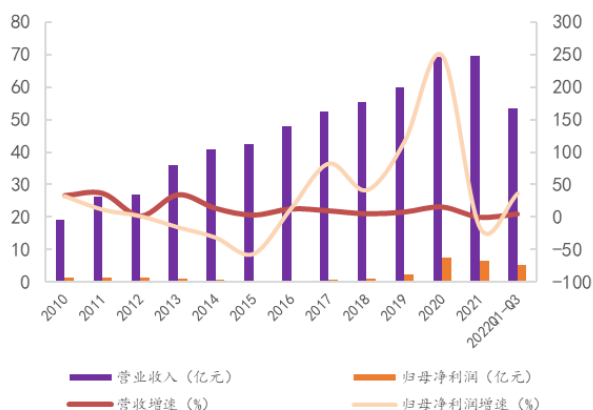


资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

5.2、成本端望下行，关注三全新品布局 and 利润释放

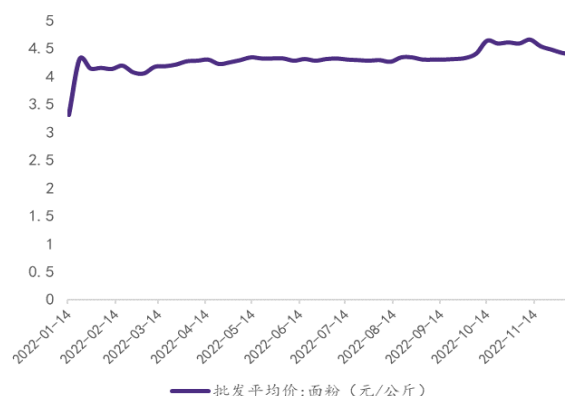
原材料成本有望下行，叠加内部改革加速释放利润。2022Q1-Q3 三全食品营收、归母净利润分别为 53.35 亿元、5.26 亿元，分别同增 5%、36%，主要系产品持续推新、电商渠道增长、速冻面米制品及其他收入增长带动。三全食品主要原材料包括肉类、面粉、糯米粉等农副产品，以及大豆油、白砂糖等辅料，据 Wind，2022 年下半年面粉价格稳中有降，较高点下降 5.8%，糯米价格小幅上升，但预计明年会趋于平稳或有所回落；油脂、大豆等大宗商品价格受 2020 年疫情影响呈上升趋势，2022 年下半年逐步从高位回落，油脂和大豆价格分别较高位下降 10.4%、6.6%，猪肉价格呈一定周期性，近期从高位回落，下降 13.3%。主要原材料成本有望延续下行趋势，带来利润释放。

图表 93: 2022Q1-Q3 三全食品营收、归母净利润分别为 53.35 亿元、5.26 亿元, 分别同增 5%、36%



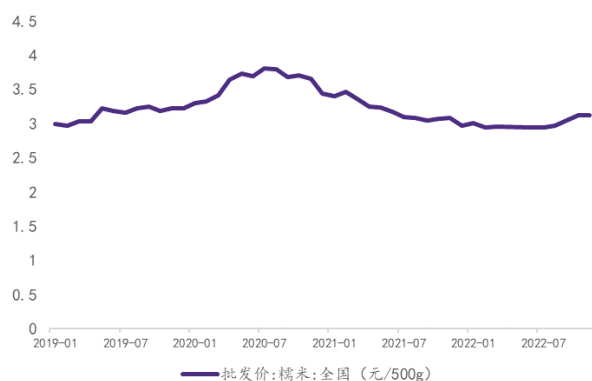
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 94: 面粉价格稳中有降, 较高点下降 5.8%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 95: 预计糯米价格明年会趋于平稳或有所回落



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 96: 猪肉价格从高位回落, 下降 13.3%



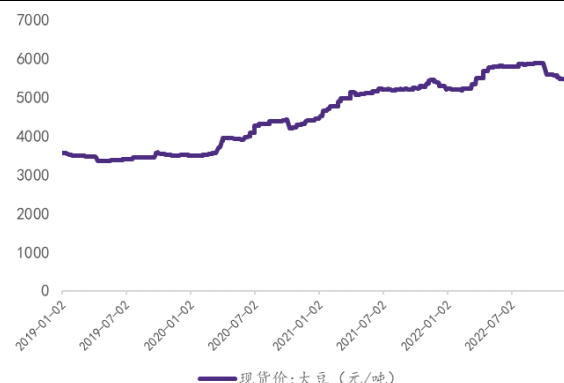
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 97: 油脂价格较高位下降 10.4%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

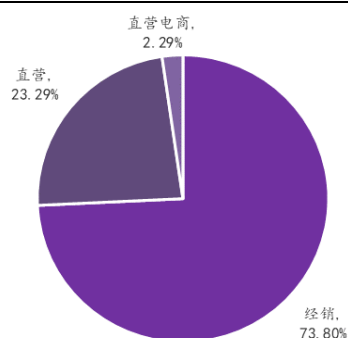
图表 98: 大豆价格较高位下降 6.6%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

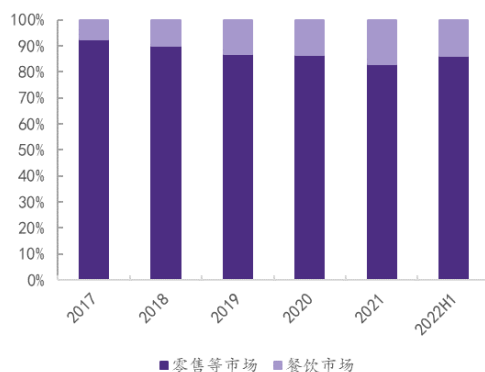
三全食品 2019 年实施内部改革，费用精细化及产品、渠道结构优化推动业绩高质量增长，利润有望继续释放。1) 渠道结构优化。压缩费用较高的直营商超比例，部分转由经销商覆盖，提升经销渠道占比，2021 年经销渠道占比提升至 73%，直营渠道占比由 50% 下降至 23%，同时削减直营费用投放，实现降费减亏，零售端净利率由 2018 年 0.6% 提升至 2021 年 8.9%，利润占比由 2018 年 46% 增至 2021 年 92%，带动净利率大幅提升。此外对盈利能力较高的餐饮端加大布局，餐饮端净利率维持在 6%-7%，2020 年达到 7.3%，2018 年利润贡献占比 54%。随着餐饮端产品矩阵及渠道布局完善，有望带动整体利润提升。2) 产品结构优化。对直营渠道实行控货调整，以高毛利新品替换低毛利、亏损老品，保持渠道合理利润率。3) 费用精细化管理。考核机制转变为以利润为导向，经营目标新增优化内部管理，降低生产经营成本，提升运行效率。具体来看，费用管理更精细化，实行“3+1”模式，3 指供应链、渠道、产品中心三个经营部门，1 指中后台，各部门采用不同绩效考核模型，注重控费增效，该模式有利于减少费用不合理使用，提升费用投放效率。剔除政策影响，销售费用率由 2019 年 27% 下降至 2021 年 13%。4) 股权激励计划：2021 年向董事、高级管理人员及核心骨干人员共计 271 名激励对象首次授予股票期权 1513.25 万份（授予价 19.79 元/份），要求 2022-2024 年营收分别不低于 76/84/92 亿元，其中 2022 年触发值为目标 95%，股权激励有利于深度绑定三全和股东利益，激发团队积极性，推动收入和利润双向增长。

图表 99：2021 年直营渠道占比由 50% 下降至 23%



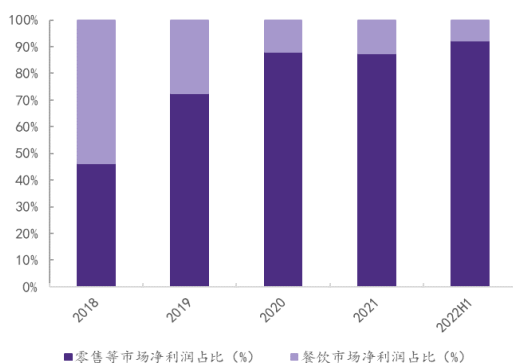
资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

图表 100：餐饮端占比由 2017 年 8% 增至 2021 年 17%

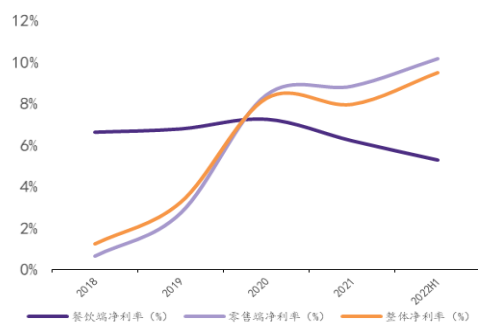


资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

图表 101：2018 年餐饮端利润贡献占比达到 54%



图表 102：零售端净利率由 2018 年 0.6% 提升至 2021 年 8.9%



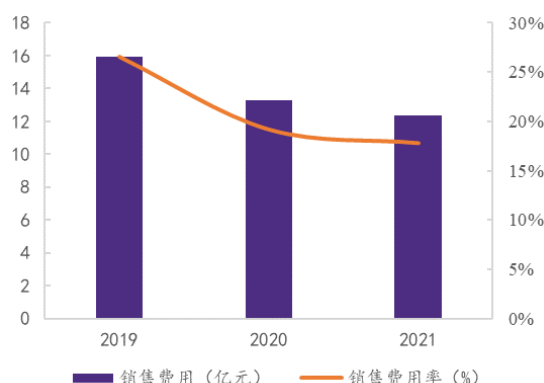
请阅读最后一页重要免责声明

45

资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

图表 103：三全食品销售费用率由 2019 年 27%下降至 2021 年 13%



资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

2022 年推新力度加大，为明年业绩增长夯实基础。坚持产品研发创新，持续推新以赋能业绩增长，2022 年聚焦场景、人群和渠道细分，加大新品布局力度，三季度新品、次新品收入占比达到 20%。1) **经销渠道十元三包系列**：2022 年 7 月上市，主打非汤圆、水饺等点心类产品，目前有 30 多个品种；产以 100-300g 小包装、3.3 元小客单为特点，有利于推进渠道下沉，提升面点类产品占比，2022Q3 营收突破 3000 万元。2) **直营渠道三全鲜食生系列**：定位短保高品质、一人食小包装，产品品类由水饺、混沌逐步延伸至点心类制品，主要在 KA 商超销售，目前已铺设 3000 多个网点，实现直营渠道产品优化。3) **微波系列**：布局微波炒饭、微波免煮水饺、微波意粉、微波披萨四个系列，主打方便快捷和高性价比，价格定位 6-8 元，契合年轻人消费需求，市场接受度较高。4) **空气炸锅系列**：聚焦 C 端，产品包括椒香小酥肉、原味地道烤肠、萝卜丝炸素丸子等，消费场景覆盖聚会、下午茶、宵夜、正餐等，以烹饪简单、方便快捷为核心特点，满足消费者省时省力需求。

图表 104：三全食品新品一览

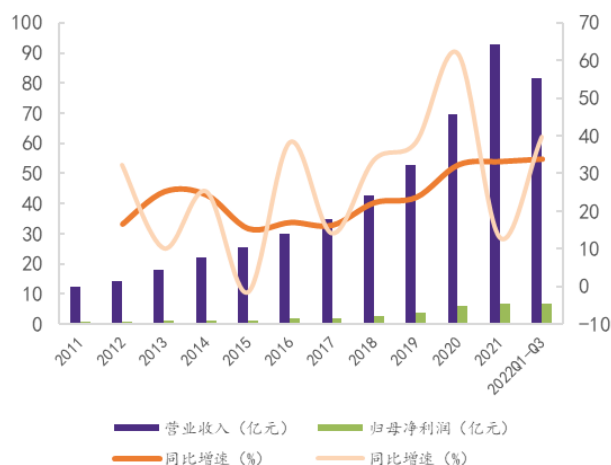
新品	示例	主要产品	定位	规格	价格	渠道	优势
一元三包	-	非汤圆、水饺等点心类产品	小包装、小客单	100-300g	3.3 元/袋	经销渠道	加速新品下沉
生系列		现以水饺、混沌为主，逐步延伸至点心类产品	短保高品质、一人食小包装	306g	12.9 元/g	直营商超	保质期短，保证新鲜度；主打一人食，契合市场需求
微波系列		微波炒饭、微波免煮水饺、微波意粉、微波披萨	方便快捷、高性价比	300g	6-8 元/袋	商超、电商	契合年轻人消费需求
空气炸锅系列		椒香小酥肉、原味地道烤肠、萝卜丝炸素丸子等	聚焦空气炸锅场景，烹饪简单、方便快捷	160-300g	6-10 元/袋	商超、电商	消费场景覆盖聚会、下午茶、宵夜、正餐等

资料来源：京东，华鑫证券研究

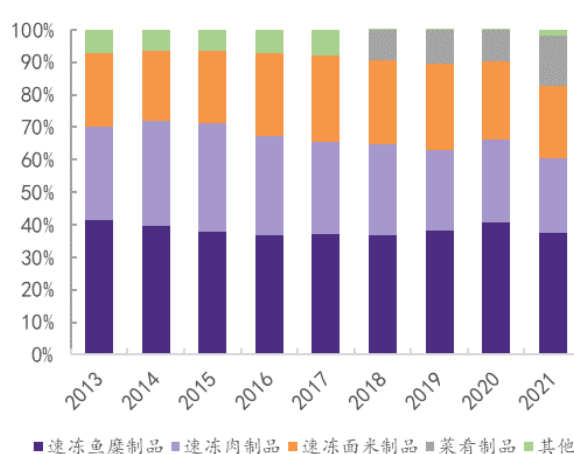
5.3、速冻三剑客各显神通，关注安井多元化布局

火锅料+面米制品+预制菜三路并进，新品+大单品放量驱动业绩高增长。2022Q1-Q3 安井食品营收、归母净利润分别为 81.56 亿元、6.89 亿元，分别同增 34%、40%。坚持火锅料、面米制品、预制菜肴三大品类“三路并进，全渠发力”的经营战略，注重新品研发和战略大单品打造，新品收入占比维持 20%左右。2022Q1-Q3 速冻面米制品/速冻肉制品/速冻鱼糜制品/速冻菜肴制品营收 17.01/15.45/25.86/21.08/1.89/0.09 亿元，同增 21%/9%/12%/130%。1) **火锅料延续先发优势。**撒尿肉丸 2022 年前三季度营收 4.5 亿元，同增 26%，新品火山石烤肠符合整体预期，锁鲜装系列定位高端和高品质，2022 年前三季度营收 6.6 亿元，同增 44%。2) **米面制品差异化竞争。**聚焦发面类和主食类单品，与三全食品形成错位竞争，已打造手抓饼成为米面第一大单品，并推出爆浆糍粑、荷香糯米鸡、糯米烧卖等新品。3) **预制菜持续推新。**2022 年次新品虾滑表现亮眼，前三季度营收 2.3 亿元，同增 110%；冻品先生聚焦纯菜肴类和水发类产品，遵循爆品系列化思路推出水煮系列及海鲜三峡系列，其中酸菜鱼前三季度营收 8600 万元，鳕鱼排有望全渠道推广，水发系列毛肚、千层肚、白肚均突破 2000 万元；安井小厨拳头产品小酥肉 2022 年前三季度营收 8000 万元，同时椒香酥肉、炸肉丸均有望打造成为千万级单品：2022Q4 为应对世界杯返季销售小龙虾产品，有望带来收入增量。新品经过推广和培育有望打造成为大单品，叠加原有大单品稳定放量，有望带来增长势能。

图表 105：2022Q1-Q3 安井食品营收、归母净利润分别为 81.56 亿元、6.89 亿元，分别同增 34%、40%



图表 106：2021 年安井食品速冻火锅料制品/速冻面米制品/速冻菜肴制品营收占比 61%/22%/15%



资料来源：安井食品公告，华鑫证券研究

资料来源：安井食品公告，华鑫证券研究

三箭齐发布局预制菜，关注第二增长曲线势能释放。2022 年安井食品加速预制菜板块布局，坚持“OEM 贴牌+自产+并购”三箭齐发，实现安井小厨+冻品先生双品牌运作，新宏业、新柳伍供应链收购，以及预制菜 BC 端全渠道推广。1) **OEM 贴牌模式：**冻品先生预制菜生产采取第三方工厂代工的轻资产模式，产品坚持“C 端为主、B 端为辅”，借助安井食品经销商资源有望在全国化、全渠道实现迅速放量。冻品先生 2022Q3 营收 1.21 亿元，同增 120%，业绩考核目标为 2022-2023 年收入不低于 1.725/1.98 亿元，净利润不低于 500/1000

万元，即 2022/2023 年收入增速不低于 15%，2023 年利润增速不低于 50%，考核目标制定有望激发冻品先生增长动力，推动预制菜迅速增长。2) 自产模式：2022 年 5 月成立安井小厨事业部，2022Q3 营收 6000-7000 万元。安井小厨以自研自产为主，通过现有厂房改造和新建产能，以“B 端为主，BC 兼顾”模式聚焦调理类菜肴制品。2021 年下半年 57.4 亿定增落地，预计新增菜肴制品产能 10.5 万吨，2022 年 3 月投资建设湖北洪湖预制菜肴生产基地，预计 2024 年投产，新增年产 10 万吨预制菜产能，未来产能释放有望提升预制菜自产能力，推动预制菜产业布局。3) 并购：分别于 2021 年和 2022 年收购新宏业、新柳伍布局小龙虾菜肴，新宏业和新柳伍 2022 前三季度分别营收 11.8 亿元和 8 亿元，旗下品牌包括柳伍水产和洪湖诱惑，坚持虾尾聚焦 B 端，调味虾聚焦 C 端的渠道策略。新宏业和新柳伍均具备较强的小龙虾加工能力，有望与安井形成协同赋能，一方面保障上游原材料鱼浆供应，加强对原材料的把控能力，另一方面能迅速扩张小龙虾菜肴产能，提升在小龙虾领域的市场占有率。

图 107：安井食品坚持“OEM 贴牌+自产+并购”三箭齐发发力预制菜

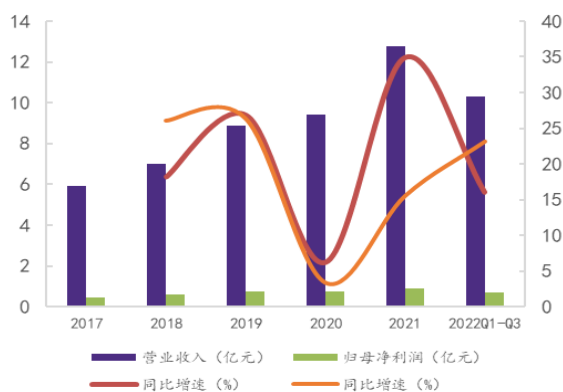
品牌名称	渠道	生产方式	产品	特点
冻品先生	C 端为主、BC 兼顾	OEM 贴牌	定位纯菜肴+水产类，如香脆藕盒、酸菜鱼、天妇罗鱼虾、毛肚、千层肚、水煮牛肉等	第三方工厂代工，借助安井食品经销商渠道，有助于产品快速放量
安井小厨	B 端为主、BC 兼顾	自产	调理类、蒸炸类产品，如小酥肉、炸肉丸、炸霞糕等	发挥渠道优势，通过自研、自产，减少代工费用，增强产品品质把控
柳伍水产、洪湖诱惑	虾尾聚焦 B 端，调味虾聚焦 C 端	供应链整合	小龙虾等水产预制菜肴	通过整合上游供应链，保障上游原材料鱼浆供应，同时迅速扩张小龙虾菜肴产能

资料来源：安井食品公告，华鑫证券研究

5.4、消费场景加快复苏，关注千味 C 端布局

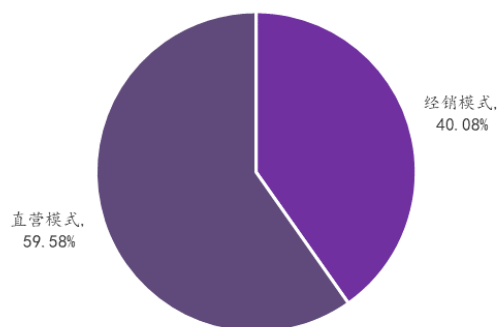
疫情放开下消费场景复苏，餐饮端望边际改善。2022Q1-Q3 千味央厨营收、归母净利润分别为 10.3 亿元、0.70 亿元，同增 16%、23%。千味央厨主要为餐饮企业提供定制化、标准化预制半成品，2021 年直营/经销模式占比为 40%/60%，2020 年直营渠道占比下降至 36%，主要系疫情期间肯德基、必胜客等直营客户受暂时停业、营业时间缩短及客流量减少影响采购金额下降所致。第一大客户百胜中国营收 2020 年受疫情影响下滑 6%，2021 年增速恢复至 19%，门店数量保持逐年增长态势，2021 年增至 11788 家，4 年 CAGR 为 10%，内生增长动力足。预计 2022Q1-Q3 直营渠道剔除百胜中国影响同增近 20%，经销渠道同增 30%，保持增长韧性，随着我国疫情管控逐步放开，终端餐饮需求逐步恢复，B 端有望释放增长动能。

图表 108: 2022Q1-Q3 千味央厨营收、归母净利润分别为 10.3 亿元、0.70 亿元, 同增 16%、23%



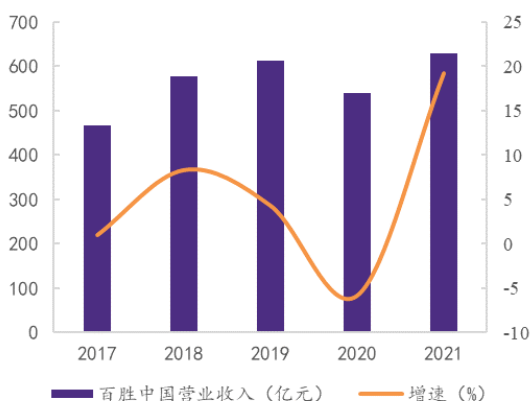
资料来源: 千味央厨公告, 华鑫证券研究

图表 109: 千味央厨 2021 年直营/经销模式占比为 40%/60%



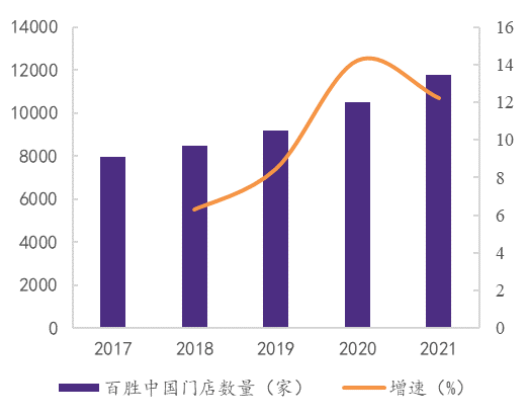
资料来源: 千味央厨公告, 华鑫证券研究

图表 110: 百胜中国营收 2020 年受疫情影响下滑 6%, 2021 年增速恢复至 19%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 111: 百胜中国门店数量 2021 年增至 11788 家, 4 年 CAGR 为 10%



资料来源: 百胜中国公告, 华鑫证券研究

加码 C 端市场, 为增长注入新动力。2022 年千味央厨紧抓 C 端发展机遇, 成立零售事业群, 在优势 B 端渠道基础上布局 C 端。**产品:** 具备研发优势, 已在 B 端打造出油条、蛋挞、芝麻球等多款大单品, 为 C 端奠定产品基础。围绕 B 端产品 C 端化及区域美食工业化两大产品逻辑, 推出三大产品系列加速 C 端布局。1) **岑夫子:** 以继承传统+跨界组合+年轻化创新为核心路线, 挖掘、创新地方特色美食, 首推产品为粤式菜品靓汤云吞; 2) **千味解忧炸货铺:** 发挥烤炸产品优势, 主打空气炸锅专属产品, 计划推出小龙虾芝士大挞、一口酥小蛋挞、黑椒肉丁多多爆汁肠、台式千层大方酥等七大单品; 3) **纳百味系列:** 以早餐、夜宵、火锅、日常主食为主要场景进行产品设计和推广。**渠道:** 已成立新零售事业部, 也与连锁商超、新零售等大客户开展定制化合作, 未来有望实现渠道资源共享, 推动 C 端产品推广。

图表 112：千味央厨推出岑夫子、千味解忧炸货铺及纳百味三大品牌

	岑夫子	千味解忧炸货铺	纳百味
品牌			
聚焦场景	地方特色美食	空气炸锅场景	日常消费场景
产品定位	以继承传统+跨界组合+年轻化创新为核心路线，挖掘、创新地方特色美食	聚焦“宅经济”、“懒人经济”、“健康经济”，主打堂食级空气炸锅美食专属产品	以早餐、夜宵、火锅、日常主食为主要场景进行产品设计和推广
代表单品	靓汤云吞-粤式菜品	小龙虾芝士大挞、一口酥小蛋挞、黑椒肉丁多多爆汁肠、台式千层大方酥等	-

资料来源：大河财立方，华鑫证券研究

6、啤酒：高端化望加速，关注精酿啤酒

6.1、疫后消费场景复苏，旺季销售望迎弹性

啤酒高端化趋势延续，产品结构升级推动行业业绩增长。2022Q1-Q3 啤酒行业实现营业收入及归母净利润 538.58、61.74 亿元，同比增长 9.75%、16.82%，增速分别较上年同期下降 1.87、上升 1.97pct。2022Q1-Q3 啤酒行业延续高端化趋势，龙头酒企通过产品结构升级叠加提价使得中高端销量增加，从而带动吨价持续提升。从公司角度来看，2022Q1-Q3 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/乐惠国际营收增速分别为 8.73%/8.91%/9.01%/70.26%，归母净利润增速分别为 18.17%/13.27%/19.37%/-22.04%，其中乐惠国际亏损主要系精酿板块业务亏损叠加疫情导致海外项目运费及分包成本增大所致。青岛啤酒方面，前三季度销量 727.9 万千升，同比增长 2.8%；中高档及以上产品销量 249.8 万千升（+8.2%），带动整体吨酒价格同比提升 5.79%至 3999.18 元/吨，重庆啤酒方面，前三季度实现销量 252.65 万千升，同增 4.54%，整体吨价同比提升 4.18%至 4822.13 元/吨。

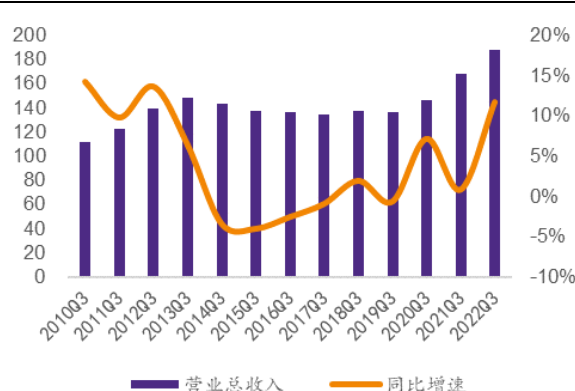
2022Q3 啤酒行业开始进入消费旺季，产品高端化叠加疫情趋稳场景复苏，行业业绩实现较快增长。2022Q3 啤酒行业实现营业总收入及归母净利润 187.96、22.03 亿元，同比增长 11.71%、15.78%，增速分别较上年同期降低 1.87、增长 1.97pcts。从公司角度来看，2022Q3 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/乐惠国际营收分别为 98.37/42.47/44.14/2.9711 亿元，同增 16%/4.93%/8.50%/29.95%，归母净利润分别为 14.15/4.55/3.22/0.11 亿元，同比 +18.37%/+7.88%/+17.06%/+4.59%。其中，青岛啤酒销量同比增长 10.64%至 255.9 万千升，吨价同比提升 4.85%至 3844.08 元/吨；重庆啤酒销量同比增长 1.29%至 87.81 万千升，整体吨价同比提升 3.59%至 4836.99 元/千升，其中高档、主流、经济分别实现营业收入 14.29 亿元（+0.46%），21.08 亿元（+8.86%），6.21 亿元（+1.74%）。

图表 113: 2022Q1-Q3 啤酒行业营收 538.6 亿元, 同增 9.8%



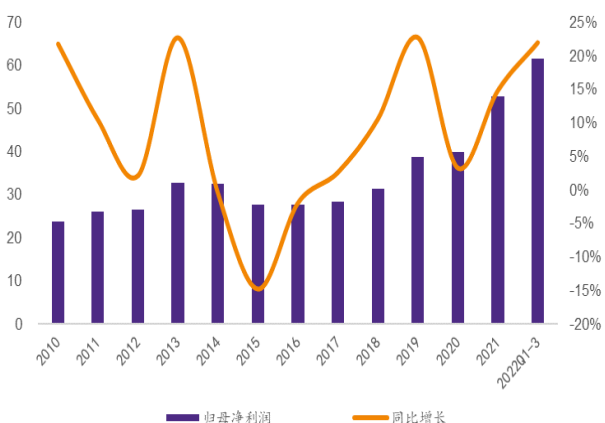
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 114: 2022Q3 啤酒行业营收 187.96 亿元, 同增 11.71%



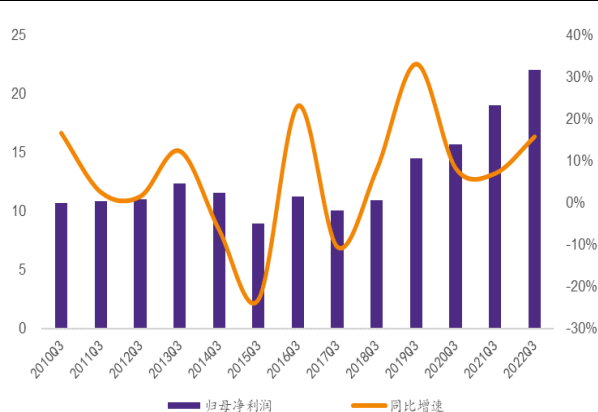
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 115: 2022Q1-Q3 啤酒行业归母净利润 61.74 亿元, 同增 16.8%



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 116: 2022Q3 啤酒行业归母净利润 22.03 亿元, 同增 15.78%



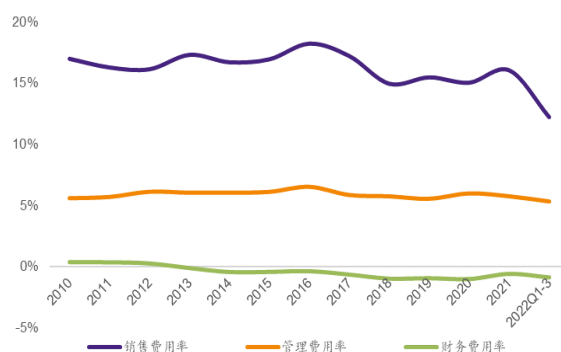
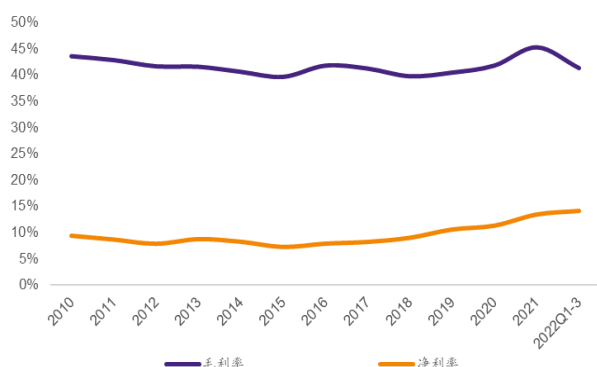
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

受原材料上涨影响, 2022Q1-Q3 啤酒行业毛利率有所下降。2022Q1-Q3 啤酒行业毛利率及净利率分别为 41.27%、14.17%, 较上年同期下降 4.04、增加 0.68 个百分点。2022Q3 啤酒行业毛利率及净利率分别为 43.22%、14.86%, 较上年同期减少 2.53、0.46 个百分点。主要系上游原材料价格上涨所致。具体来看, 2022Q1-Q3 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/乐惠国际分别实现毛利率 38.06%/49.70%/42.96%/18.52%, 同比-5.6/-3.5/+7.64/-1.95pct, 净利率 15.00%/19.71%/7.21%/3.98%, 同比+1.1/+0.39/0.69/-5.19pct, 销售费用率的降低是啤酒企业净利率提升的主因。2022Q3 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/乐惠国际毛利率分别为 38.00%/51.62%/41.74%/29.03%, 同比-4.06/-3.45/+2.34/+4.91pct, 净利率分别为 14.82%/21.72%/9.13%/3.12%, 同比+0.31/+0.37/+1.34/-1.63pct。

疫情影响费用投放, 期间费用率呈下降趋势。2022Q1-Q3 啤酒行业销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 12.2%/5.33%/-0.88%, 同比-3.9/-0.42/-0.2pct, 销售费用率下降主要系疫情影响, 消费场景受限, 营销活动开展受限, 啤酒企业减少市场推广和广告投放; 2022Q3 啤酒行业销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 13.16%/5.48%/-1.08%, 同比-1.93/-0.9/-0.49pct。在疫情需求不振与成本高企的双重压力下, 啤酒企业费用投放

普遍保守。排除会计准则调整的影响后，2022Q1-Q3 青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、乐惠国际销售费用率分别 11.08%/14.80%/13.22%/3.86%，同比-2.5/-2.07/+0.19/+1.08pct，其中青啤下降较多，主要系华东等地疫情导致城市推广及促销暂缓。2022Q3 青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、乐惠国际销售费用率分别为 11.16%/15.24%/15.97%/7.81%，同比-2.54/-4.39/+1.89/+4.1pct，其中燕啤变动较大主要系 U8 全国化进程加速导致物流运输费用增加叠加新品推出营销端投入加大所致。

图表 117：2022Q1-Q3 啤酒行业毛利率/净利率为 41.3%/14.17% 图表 118：2022Q1-Q3 啤酒行业销售费用率/管理费用率/财务费用率 12.2%/5.33%/-0.88%

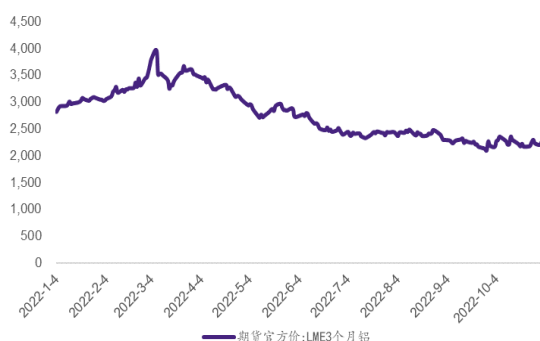


资料来源：Wind, 华鑫证券研究

资料来源：Wind, 华鑫证券研究

2022Q3 成本端压力趋缓，下半年业绩有望提升。2022Q1 以来，包材价格进入下行通道，铝、玻璃、瓦楞纸成本持续下降，2022 年 1 月 4 日至 11 月 1 日，铝材、玻璃价格分别下降 20.14%、20.8%至 2253.5 美元/吨、1352 元/吨。瓦楞纸价格由 2022 年 1 月 10 日的 3886 元/吨下降至 2022 年 10 月 20 日的 3408 元/吨，降幅为 12.3%。受俄乌冲突等因素影响，大麦进口平均单价 2022 年 1-8 月上升 29.6%至 404.7 美元/吨，近期俄乌冲突因素弱化，大麦价格较年初虽有上涨但已从 6 月最高点回落，短期来看，由于啤酒行业在年末及年初采购大麦，今年预计锁价到 10 月份，原材料成本目前影响不大，包材 3-4 个月采购一次，2022Q2 以来包材价格不断下降，整体成本压力有望在下半年得到缓解，长期来看伴随啤酒行业中高端化趋势发展，产品结构逐步优化及提价有望抵消部分成本压力。叠加下半年欧冠、世界杯开幕，体育赛事有望带动啤酒销量，低基数下高增长可期。

图表 119：包材铝价格走势（美元/吨）



图表 120：包材玻璃价格走势（元/吨）

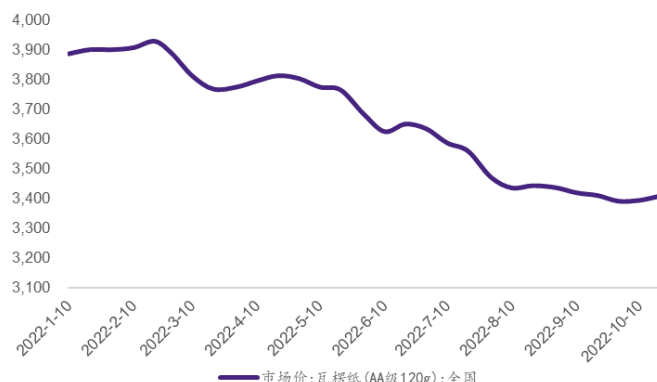


请阅读最后一页重要免责声明

52

资料来源：Wind，华鑫证券研究

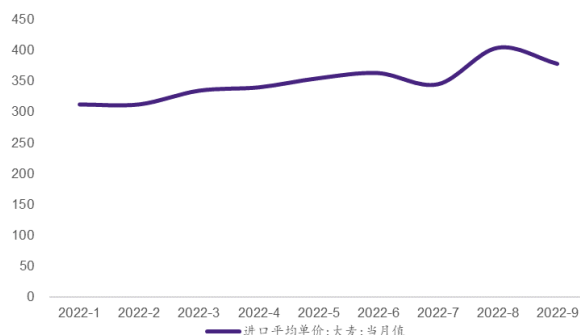
图表 121：瓦楞纸市场价格（元/吨）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 122：大麦进口平均单价（美元/吨）

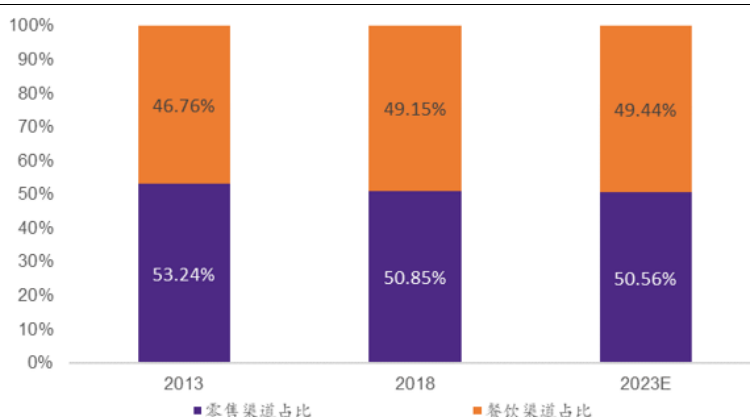


资料来源：Wind，华鑫证券研究

啤酒行业渠道格局相对稳固，未来以餐饮渠道为主流消费场景的高端啤酒仍将保持稳定的速度增长。从啤酒渠道占比来看，啤酒行业餐饮渠道占比从 13 年的 46.76% 提升至 18 年的 49.15%，同期零售渠道占比从 53.24% 下降至 18 年的 50.85%，整体渠道形成相对稳固的格式。从啤酒分品类消费渠道来看，中低端啤酒在 18 年零售渠道占比 56.98%，高端及超高端啤酒在 18 年餐饮渠道占比 80.32%。未来 5 年高端及超高端啤酒销量仍将以稳定速度增长，餐饮渠道仍将持续成为高端化增长核心，2023 年高端及超高端啤酒餐饮渠道占比预计会进一步提升至 81.86%。

啤酒行业短期内会进行场景修复，中期成本将有所下降，长期来看啤酒行业的结构将面临升级。短期：2023 年即饮渠道有望开始恢复，场景修复将助力销量增长；中期：成本将有所下降，若销量相对持平至略增长，2023 年龙头吨成本涨幅或有望收缩至 0-2%；长期：啤酒行业将以以下 3 种方式进行升级：1) 区域市场转向高地市场进行同步升级，2) 产品转向品牌进行升级，3) 渠道转向非即饮渠道快速升级。推荐业绩标的青啤，弹性标的重啤、燕京，港股标的华润。青岛啤酒利润确定性较强升级稳定，华润啤酒盈利估值弹性大，燕京啤酒因 u8 放量带动升级改革提效有期，重啤因 2022 年主销区受疫情影响致 2023 年高弹性可期。

图表 123：餐饮渠道占比维持在 50%左右

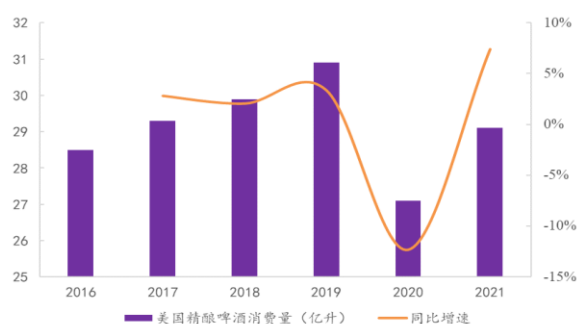


资料来源：Wind，华鑫证券研究

6.2、精酿啤酒望放量，关注乐惠产能释放

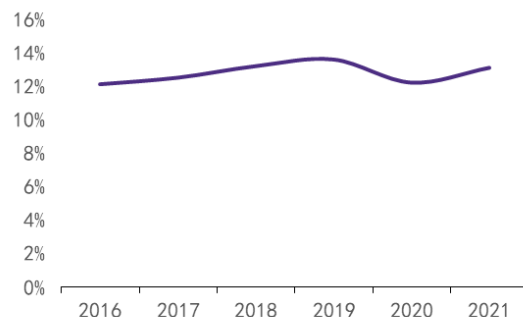
对标美国，中国精酿啤酒市场成长空间大。精酿啤酒在美国的发展较为成熟，据统计，截至 2021 年美国精酿啤酒消费量为 29.1 亿升，同比增长 7.38%。2021 年美国精酿啤酒零售额为 269 亿美元，同比增长 21%，约占美国整体啤酒零售市场的 26.8%，消费量约占 13.1%。相比普通啤酒，精酿啤酒选取啤酒花、麦芽、酵母和纯净水等作为原料，生产周期更长，口味也更加丰富。在工业啤酒产量连年下降的情况下，2021 年，我国精酿啤酒的消费增速远高于整个啤酒市场，渗透率呈快速增长态势，分别为 10.0 亿升/2.8%，对比美国的 29.1 亿升/13.1%仍存在较大的提升空间。从规模来看，2021 年我国精酿啤酒市场规模达到 785 亿元，预计到 2026 年增长至 2103 亿元，2021-2026 年 CAGR 为 21.79%。

图表 124：2021 年美国精酿啤酒消费量 29.1 亿升



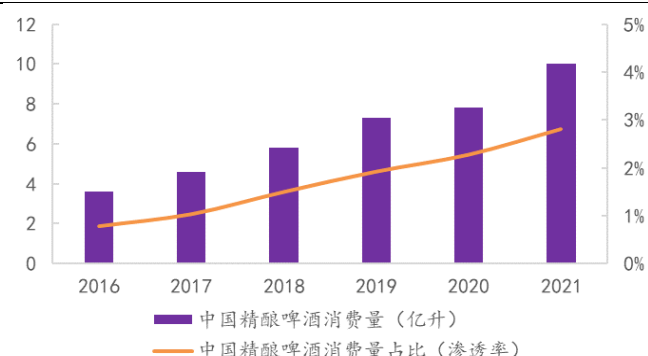
资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 125：2021 年美国精酿啤酒消费量占比（渗透率）13.1%



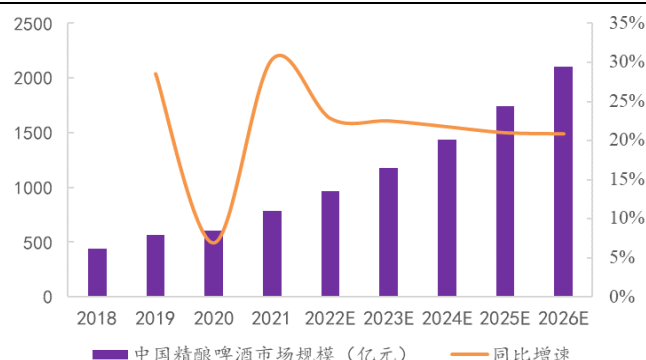
资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 126: 2021 年中国精酿啤酒消费量 10.0 亿升, 渗透率 2.8%



资料来源: 华经产业研究院, 华鑫证券研究

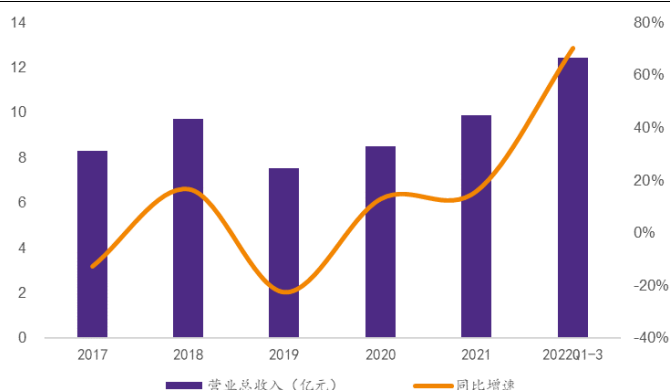
图表 127: 2018-2026 年中国精酿啤酒市场规模及增速



资料来源: 华经产业研究院, 华鑫证券研究

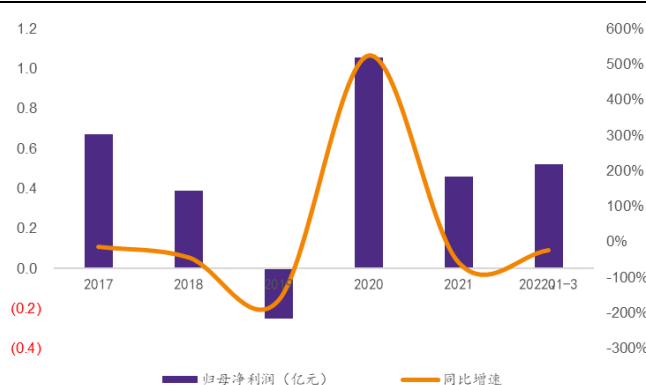
海外业务逐年提升, 国际化布局日益完善。乐惠国际 2022 前三季营业总收入/同比增速 12.43 亿元/70.26%呈现上升趋势, 归母净利润 0.52 亿元/同比增长-22.04%。海外市场竞争力不断加强, 目前已拥有覆盖亚非拉等新兴国家市场的海外销售及服务体系, 受益于非洲、拉丁美洲、亚洲啤酒装备需求的增长, 海外业务营收由 2013 年 1.78 亿元增至 2021 年 5.34 亿元, 8 年 CAGR 为 14.75%, 营收占比由 24.67%增至 53.98%。2021 年海外/国内营收为 5.34/4.52 亿元, 同比+22.76%/+10.42%。我们预计疫情后海外装备需求会有恢复性的增长。从中长期看, 国际竞争力在历经整个疫情周期后将有明显提升, 坚持推进装备业务的国际化将成为发展重点。

图表 128: 2022Q1-Q3 乐惠国际总营收 12.43 亿元, 同增 70.26%



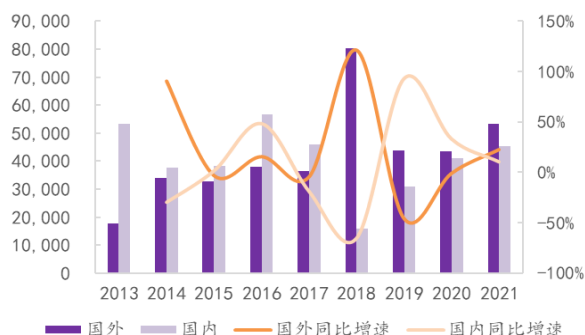
资料来源: 乐惠国际公告, 华鑫证券研究

图表 129: 2022Q1-Q3 乐惠国际归母净利润 0.52 亿元, 同增-22.04%



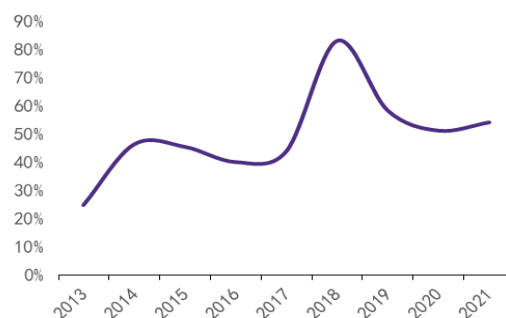
资料来源: 乐惠国际公告, 华鑫证券研究

图表 130: 海外业务营收由 2013 年 1.78 亿元增至 2021 年 5.34 亿元, 8 年 CAGR 为 14.75%



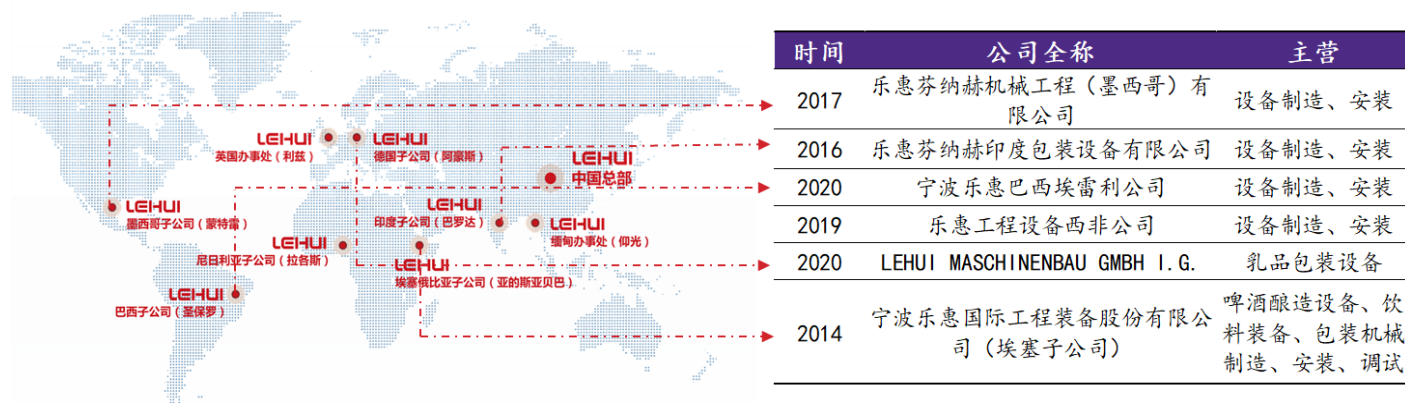
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 131: 海外业务营收占比由 2013 年 25% 增至 2021 年 54%



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 132: 持续推进海外业务布局



资料来源: 乐惠国际官网, 乐惠国际公告, 华鑫证券研究

“百城百厂”战略加速推进, 产能持续扩张。“百城百厂”是乐惠国际精酿啤酒总体规划: 围绕重点城市建设旗舰工厂+周边卫星工厂, 力争用十年时间做到百城厂的全国布局。2020 年, 鲜啤 30 公里首个啤酒工厂——上海佘山城市体验酒厂成功投产, 表明乐惠国际正式开始了十年百城百厂战略。战略规划为率先布局经济相对发达、精酿文化起步较早的长三角地区, 以长沙酒厂开始渗透沿江经济带, 以沈阳工厂开拓大北方市场, 随后广泛布局重点城市。截至目前, 上海松江及宁波工厂已建成投产, 产能合计 1.3 万吨/年; 控股孙公司沈阳工厂(产能 5000 吨/年)已达到预投产状态; 长沙工厂(产能 1 万吨/年)已完成设备安装, 并在上述区域开始铺设销售渠道; 武汉工厂(产能 2 万吨/年)已选址立项, 接下来重点拓展珠三角地区, 如昆明、厦门、福建等, 下半年昆明、南京(句容)等多地酒厂有望陆续开建, 预计到 2022 年底, 将拥有 2.8 万吨的年产能, 3 年之内可达 5 万吨, 5 年之内可达 10 万吨; 按照长沙模式, 产能利用率三年内能达到 70-80%。

图表 133：乐惠国际“百城百厂”布局规划

工厂	工厂定位	产能	工厂进度
上海佘山	精酿体验工厂	3000 吨/年	已投产
宁波大目湾	旗舰工厂	1 万吨/年	已投产
沈阳	精酿体验工厂	5000 吨/年	预投产
长沙	旗舰工厂	1 万吨/年	已完成设备安装
武汉	/	2 万吨/年	选址立项
杭州余杭	/	/	筹备中
南京句容	/	/	即将投产
成都	/	/	筹备中
昆明	/	/	筹备中
西安	/	/	筹备中
厦门	/	/	筹备中
福建	/	/	筹备中

资料来源：鲜啤 30 公里公众号，乐惠国际公告，华鑫证券研究

图表 134：乐惠国际“百城百厂”战略愿景



资料来源：鲜啤 30 公里公众号，华鑫证券研究

图表 135：上海佘山 3000 吨城市精酿体验工厂



资料来源：鲜啤 30 公里官网，华鑫证券研究

图表 136：宁波大目湾 1 万吨旗舰工厂

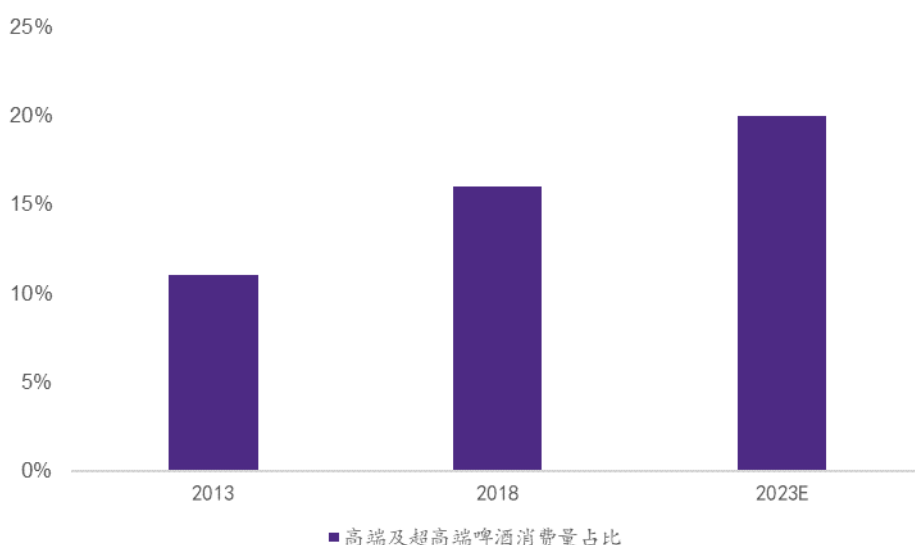


资料来源：鲜啤 30 公里官网，华鑫证券研究

6.3、高端化望加速，关注华润、重啤

从国内啤酒行业增速来看，高端及超高端啤酒的增速明显高于啤酒行业整体增速。2013 到 2018 年中国啤酒整体消费量呈下降趋势，年均复合增速相较同期高端及超高端啤酒消费量年均复合增速（6.4%）落后 8.4%；预计未来 5 年中国啤酒整体消费量将以稳定水平继续保持，同时高端及超高端啤酒将以稳定速度增长，预估年均复合增速从 2018 年到 2023 年约为 4.9%。

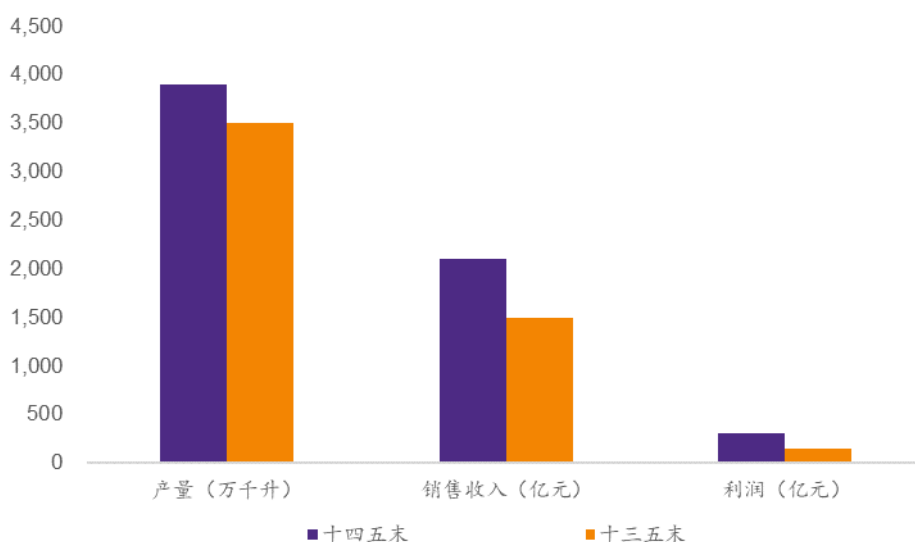
图表 137：2023 年高端及超高端啤酒占比有望提升至 20%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

当前高端啤酒处于结构升级、价格提升，开始进入利润收获期。行业“十四五”预计酒业未来五年产量将达到 3900 万升，复合增速 2%；收入达到 2100 亿元，复合增速 7%；利润收获 300 亿元，复合增速 15%，短期内啤酒行业仍旧处在依靠价格提升刺激增长速度、利润增速>收入增速>销量增速的发展阶段。高端化处于爆发期，容量有望从 600 万 K 发展至 1200 万 KL。我们预计 2022-24 年啤酒龙头企业有望达到 10%的吨价累计提升幅度。

图表 138：十四五规划未来 5 年啤酒行业利润实现翻倍



资料来源：中国酒业协会，立鼎产业研究，华鑫证券研究

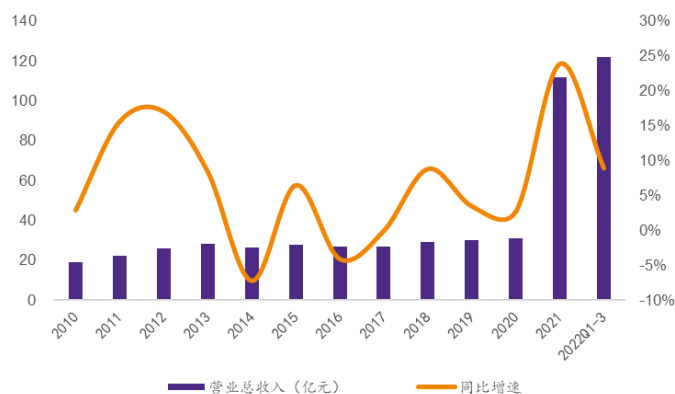
华润啤酒和重啤需重点关注，华润啤酒旗下富力，纯生，superx 三大产品皆达到百万级，拟定未来 3-5 年内保持每年 30%至 40%的增长速度，成为中高端啤酒的领军产品。重庆啤酒 2022 年前三季度总营业收入/同比增速为 121.83 亿元/23.89%，归母净利润/同比增速

请阅读最后一页重要免责声明

58

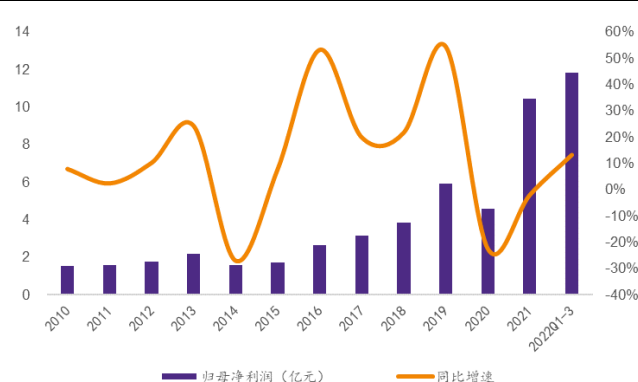
11.82 亿元/13.27%。重庆啤酒将于 2023 年逐步恢复渠道改革，乌苏预计达到双位数的增长，规模有望达到 110 万千升，成为主要动力，同时 1664 也将快速增长，利润率预计持续提升。

图表 139：2022Q1-3 年重庆啤酒营业总收入 121.83 亿元，同比增长 23.89%



资料来源：重庆啤酒公告，华鑫证券研究

图表 140：2022Q1-3 重庆啤酒归母净利润 11.82 亿元，同比增长 13.27%



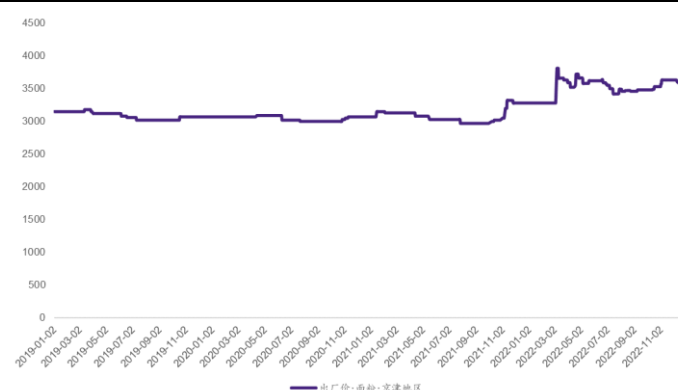
资料来源：重庆啤酒公告，华鑫证券研究

7、休闲食品：成本端望加快下行，关注零食专营渠道

7.1、成本端望加快下行，利润端弹性释放

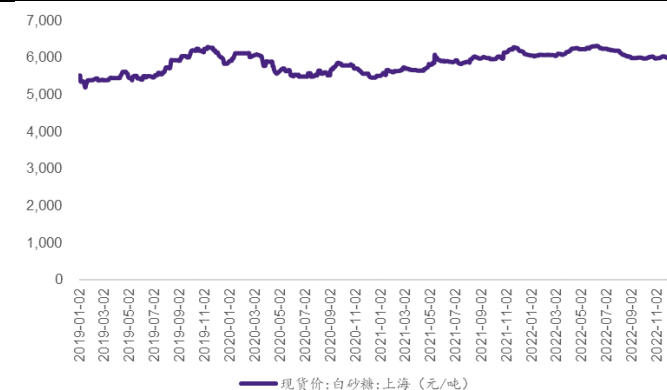
原材料成本预计震荡下行，盈利能力有望修复。2022Q1-Q3 休闲食品行业营业及归属母公司股东的净利润分别为 330.18、24.78 亿元，分别同比 11.79%、-22.7%，增速较上年同期下降 6.56、36.38pct。主要系疫情影响消费场景但由于物流配送逐渐恢复整体逐渐企稳可控，叠加原材料及能源等成本维持高位，利润端承压。休闲食品整体分为谷物休闲食品、糖果巧克力、烘焙类、坚果炒货、休闲豆制品、果脯蜜饯、肉干肉脯，主要原材料包括面粉、白砂糖、棕榈油、鸡蛋、肉制品等，成本占比约为 70%-80%。由于全球通胀、地缘政治冲突及疫情扰动等影响，2022 年上半年原材料价格持续上涨，棕榈油、PET 价格攀升到近年高位，下半年价格逐渐趋于回落。据 Wind，2022 年下半年面粉价格、白砂糖现货价、PET 切片现货价、鸡蛋平均批发价、棕榈油平均价较年内高点下降 5.8%/5.7%/27.11%/6.7%/52.5%，其中棕榈油由于尚有库存，需求相对下降，2023 年价格有望震荡下行。预计未来原材料价格下行加快，利润加速释放。

图表 141：2022H2 面粉价格稳中有降，较高点下降 5.8%（元/吨）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 142：白砂糖现货价较年内高点下降 5.7%



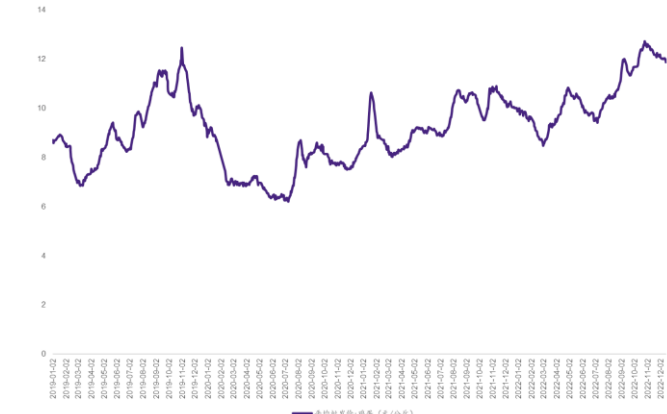
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 143：国内 PET 切片现货价(纤维级):国内（元/吨）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 144：鸡蛋平均批发价较年内高点 6.7%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 145：棕榈油平均价较年内高点下降 52.5%

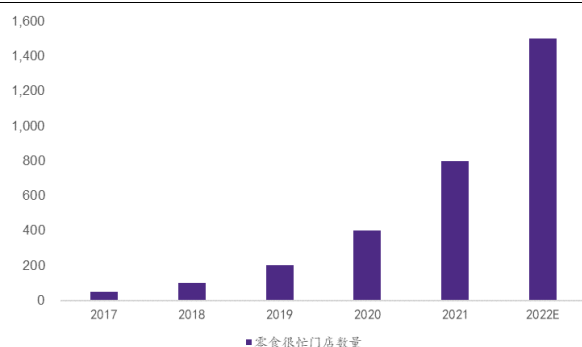


资料来源：Wind，华鑫证券研究

7.2、零食专营渠道放量，先布局者先受益

零食量贩店快速拓店，提前布局的品牌将享受渠道扩张的红利。疫情催化消费分歧，尤其在零食领域，消费者忠诚度较低因此转向更具性价比的零食品牌。主打性价比的零食量贩店，在湖南、江西等省会开始兴起，从省份和城市看主要集中在华东、华中和西南市场，共同特点是低价、量贩、零售，零食很忙、赵一鸣、好特卖等品牌发展势头迅猛，快速拓店。中国连锁经营协会发布的榜单《2021 年中国超市 TOP100》显示，好特卖 2021 年营收约 17 亿元，销售增长率 618.2%；门店 401 家，增长 264.5%。零食很忙：5 年时间，全国门店数量已突破 1200 家，年接待消费者超过 8000 万人次，2022 年预计全年销售额可实现 60 亿。2022 年全年可以达到门店零售额 60 亿元左右，同比实现翻倍增长。零食专营渠道未来将会持续扩张并且能够下沉到县城、乡镇，运转效率较高，先布局的休闲食品品牌有望加速市场的下沉和开拓，提升市场占有率从而获益。

图表 146：零食很忙：5 年时间，全国门店数量已突破 1200 家



资料来源：观察，华鑫证券研究

图表 147：零食很忙门店



资料来源：零食很忙官网，华鑫证券研究

图表 148：零食连锁品牌地图



资料来源：食品商微信公众号，华鑫证券研究

图表 149：湖南休闲零食连锁品牌一览

湖南休闲零食连锁品牌一览				
				
成立时间	2017	2011	2013	2019
门店数量	1800+	300+	300+	700+
SKU数量	1600+			2000+

资料来源：食品商微信公众号，华鑫证券研究

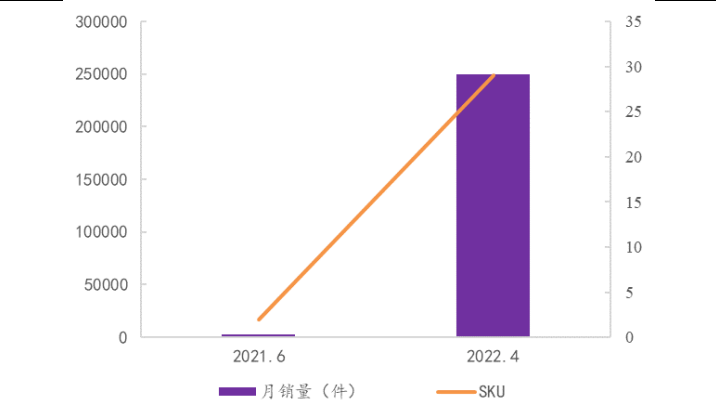
图表 150：湖南休闲零食连锁品牌一览

湖南休闲零食连锁品牌一览				
				
成立时间	2005	2020	2021	2012
门店数量	2000+	600+	80+	500+
SKU数量	100+			3000+

资料来源：食品商微信公众号，华鑫证券研究

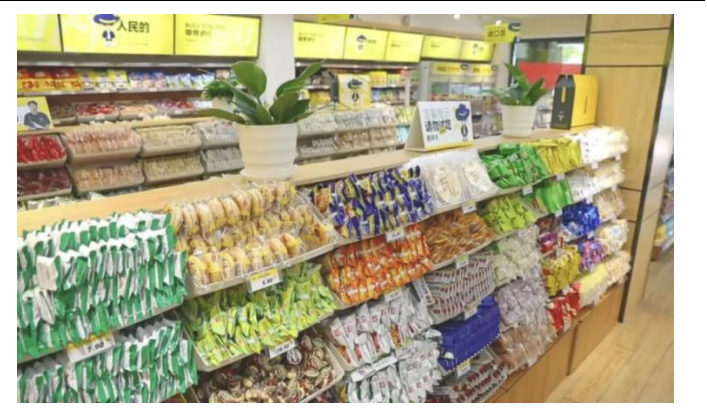
盐津铺子在 2021Q3 积极拥抱零食专营渠道，与零食很忙、老婆大人、糖巢、好享来等合作，战略转型升级为渠道、产品双轮驱动增长。零食专营渠道的营收占比达到 8%-10%，贡献的增量超预期，月销超过 3000 万元；其中零食很忙的月销达到 2500 万元，合作 SKU 由 2 个逐步增加至超过 30 个，未来预计增加到超过 40 个；与戴永红合作三个月，戴永红系统销售额提升了 3 倍，月销量达 300 万元，预计 2022 年度销量将接近 1 亿元。同时该渠道帮助快速获得一线消费者反馈，改进供应，帮助下沉占领更多的市场份额，拉高了产能利用率带动整体利润水平的提高。

图表 151：与零食很忙合作，月销量由 3 千件增长到 25 万件，合作 SKU 由 2 个逐步增加至 29 个



资料来源：腾讯网，华鑫证券研究

图表 152：2021 年六月，盐津铺子与零食很忙达成战略合作协议



资料来源：腾讯网，华鑫证券研究

甘源食品由于产品价格相对偏高，不利于渠道下沉。2022 年 9 月梳理了零食系统流通的 54 款产品，合作了约 17 家零食系统，包括零食很忙、零食有鸣、老婆大人、赵一鸣，部分已上架接近 30 种产品，2022 年 9 月零食系统销售额突破 1000 万，预计未来贡献的增量持续增加。其中与零食很忙在 2022 年 5 月正式合作，月均销售额达到 210 万元。在零食渠道中调整规格，单价相对更低，更受消费者欢迎，未来品类叠加也在持续推进，争取扩大合作品项，不断叠加 SKU，加速布局，由于销售效率较高，费用率较低，发展的可持续性良好，表现优异有望达到 8-10 倍的增长空间，持续放量。

图表 153：甘源食品与零食很忙达成合作



资料来源：甘源食品微信公众号，华鑫证券研究

劲仔食品在 2021 年下半年以“大包装”为战略抓手，逐步推出 7 大产品系列的整盒装、袋装“大包装”产品，覆盖更多消费人群，陈列位置转移到主流货架区和挂袋区，大包装产品目前处于提量阶段，以流通渠道为主，同时积极探索零食专营渠道，为零食很忙、糖巢、好特卖等零食专营渠道直接提供定制化的产品和服务。零食专营渠道具有产品丰富、性价比高、产品动销较好的优势，通过与其合作以切入湖北、湖南、江西等有潜力的优势市场，目前在基础阶段，营收约为 2000-3000 万，未来将继续加强部署合作，开发新市场、新客群，加速开发华中地区以提升终端市场占有率，成为新增量的潜力巨大。

图表 154：劲仔食品与零食很忙积极合作



资料来源：凤网，华鑫证券研究

图表 155: 劲仔食品以流通渠道为主, 大力发展现代渠道、线上渠道、新兴渠道

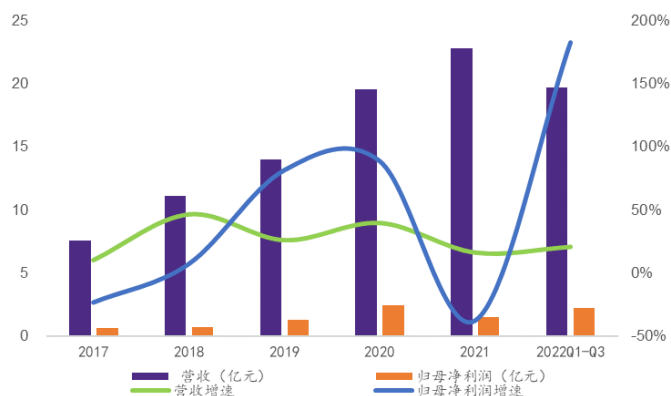
渠道类型	客户	营收占比
流通渠道	夫妻老婆店、社区店、校园超市、特通超市、专营店、BC 商超等	70%以上
现代渠道	KA、CVS 连锁便利系统等	10%
线上渠道	天猫、淘宝、京东、拼多多等国内主流电商平台, 以及抖音、小红书等新媒体渠道	20%
零食专营渠道	零食很忙、糖巢、好特卖、戴永红等	2000-3000 万, 基础阶段, 推进中
社区团购	兴盛优选、美团、橙心优选等	积极部署中

资料来源: 渠道调研, 劲仔食品公告, 华鑫证券研究

7.3、内部进一步分化, 关注休闲食品三剑客

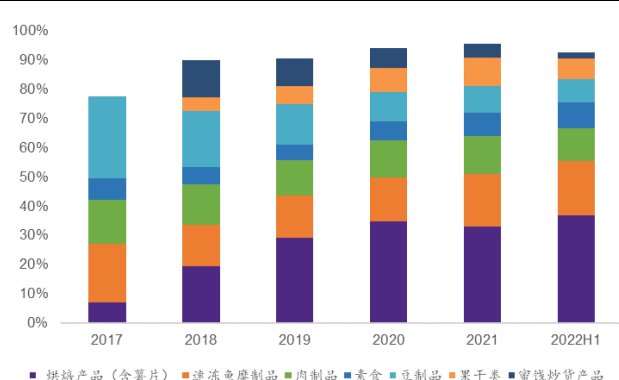
盐津铺子: 产品渠道双轮驱动, 转型红利持续释放。盐津铺子是自主生产布局多品类、供应链基础夯实、以散装起家的休闲零食企业。2022Q1-Q3 营收 19.7 亿元 (同增 21%), 归母净利润 2.19 亿元 (同增 183%)。2021 年针对商超流量下滑且新渠道的冲击, 积极进行战略转型升级, 按照“多品牌、多品类、全渠道、全产业链、(未来)全球化”的中长期战略。1) 产品端: 品类做减法, 聚焦聚焦深海零食、辣卤零食、休闲烘焙点心、薯片、果干五大核心品类, 增加产品包装类型以适应全渠道覆盖。2022H1 休闲烘焙点心类/休闲深海零食/休闲肉鱼产品/休闲素食产品/休闲豆制品/果干产品/蜜饯炒货营收分别为 4.46/2.26/1.35/1.06/0.98/0.85/0.26 亿元, 同比 24%/37%/7%/48%/-5%/-28%/-63%, 其中、烘焙点心、深海零食和素食产品的呈现高速增长, 持续放量。2) 渠道端: 渠道做加法, 拓展全渠道, 打造立体化、多元化的渠道体系。2022H1 直营/经销等/电商渠道分别为 2.27/8.29/1.53 亿元, 同比-39%/26%/331%, 电商渠道表现亮眼。2021H2 从外部引入具有丰富流通渠道管理运作经验的管理团队, 推出定量装、流通装、量贩装等产品规格, 渠道下沉与渠道扩张的节奏加快; 同时积极布局零食专营渠道如零食很忙, 并且得益于供应链的转型升级和零食渠道的快速扩张, 在该渠道将持续放量, 加快下沉节奏, 收入体量持续提升。

图表 156: 2022Q1-Q3 营收和归母净利润为 19.7/2.19 亿元, 同比增加 21%/183%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 157: 2017-2022H1 年烘焙点心、深海零食和素食产品营收占比逐步提升



资料来源: wind, 华鑫证券研究

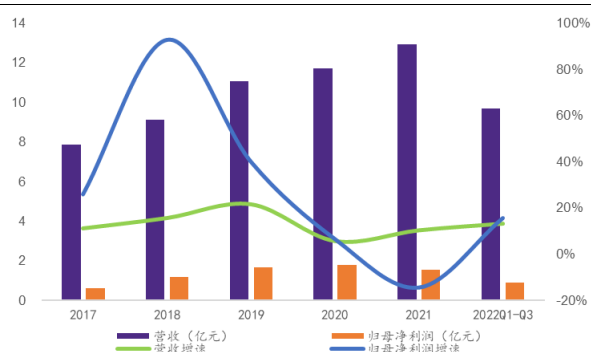
甘源食品：新品有望持续放量，渠道多元化布局加快。以籽类坚果炒货起家，专门从事花生、果仁、豆类休闲食品的代工生产。瓜子仁、青豌豆和蚕豆系列共同组成“经典三样”，从产品口味切入，先后推出蒜香、香辣、酱香肉汁等受欢迎的大众口味，并率先引入蟹黄、芥末等新式口味，是口味型坚果行业的领导者。2022Q1-Q3 营收和归母净利润为 9.69/0.9 亿元，同比增长 13%/16%。

1) 产品端：新品放量可期，新老产品组合完善产品矩阵。2022 年上半年推出口味性坚果和烘焙类产品上市，开拓芥末味、咸蛋黄味等新口味产品，新品搭配老三样使得产品矩阵进一步完善，渠道反馈良好，吸引更为优质的经销商从而提升销售量。新品以安阳工厂薯片为主，薯片处于满产状态，预计产能效率进一步提升，同时山姆上新什锦味夏果，后续望逐步放量。2022H1 青豌豆系列营收 1.54 亿元（同增 8.5%），瓜子仁系列产品营收 0.99 亿元（同减 7%），蚕豆系列产品营收 0.9 亿元（同减 3%），综合果仁及豆果系列营收 1.56 亿元（同增 42%），新品放量表现亮眼。

2) 渠道端：线下覆盖大卖场、连锁便利店等，山姆会员店及零食专营渠道有望发力。线上在天猫、京东、拼多多等开展线上直播。山姆会员店渠道持续发力，零食专营渠道望三季度发力。截止 6 月底共有 2382 个经销商，新增 221 个。

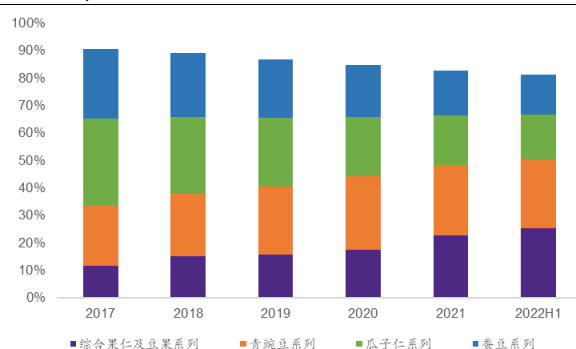
3) 产能端：新工厂投产缓解产能压力。2019 年募集资金建设年产 3.6 万吨的河南安阳工厂休闲食品生产基地，目前已正式投产。

图表 158：2022Q1-Q3 营收和归母净利润为 9.69/0.9 亿元，同比增长 13%/16%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 159：2022H1 综合果仁及豆果系列营收 1.56 亿元，增速高达 42%，新品放量表现亮眼



资料来源：wind，华鑫证券研究

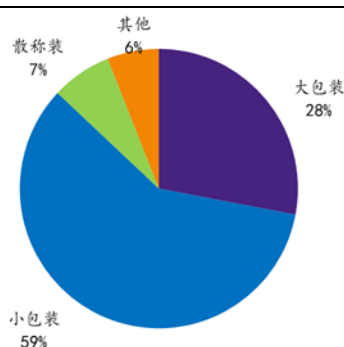
劲仔食品：产品矩阵持续完善，大包装+渠道优化双轮驱动。产品主要为鱼制品、豆制品、禽制品，打造“小鱼、豆干、肉干、魔芋、素肉、凤爪、鹌鹑蛋”七大产品系列，核心产品是十亿级大单品劲仔小鱼。2022Q1-Q3 总营收 10.1 亿元（同增 34.57%），归母净利润 0.90 亿元（同增 41.17%），业绩超预期，系推行大包装产品策略、开发及优化经销商、终端市场建设以及新产品推广所致。

1) 产品端：大包装升级战略取得阶段性成果，产品矩阵得到优化。2021H2，以“大包装”为战略抓手，逐步推出 7 大产品系列的整盒装、袋装“大包装”产品，包括线下 CVS、KA、BC 类商超的袋装、盒装产品和线上的卡通装产品，主要布局 5、10、20 元，价格带拓宽，覆盖更多消费人群，陈列位置转移到主流货架区和挂袋区，完善固化陈列品牌露出更多，终端品牌形象提升，消费者的认知度和复购率提高。2022H1 鱼制品/豆制品/禽类/其他营收分别为 4.46/0.78/0.67/0.29 亿元，同比 27%/17%/58%/134%，上半年大包装翻倍增长。截止到 2022H1，大包装占比为 28%，增速超过 100%。大包装产品目前处于提量阶段，以流通渠道为主，配合具有终端服务能力的经销商的覆盖和市场运作，持续深耕，铺市率将进一步提高。

2) 渠道端：线上、线下、现代渠

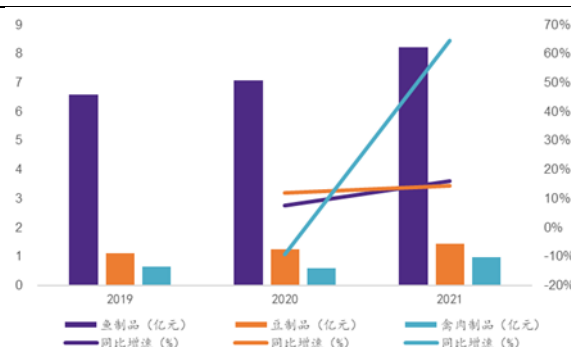
道齐发力。主要分为线上、线下渠道，占比为 20%、80%。2022H1 线下渠道营收为 4.99 亿元，同增 28.49%。现代渠道方面，主要包括 KA、CVS 连锁便利系统，占比约为 10%，相对空白，发展空间巨大。开发有终端服务能力的经销商，通过大包装规格的产品进驻新的高势能的渠道，有望持续提升现代渠道的覆盖率。同时积极探索零食专营渠道，为零食很忙、糖巢、好特卖等零食专营渠道直接提供定制化的产品和服务。3) 股权激励促发展，定增扩产彰显信心。股权激励计划以 2020 年营收为基数，2021/2022 年营收增速分别不低于 20%/44%，2021 年营收同增 22%，顺利完成目标。此外，实控人周劲松于 5 月以 5.95 元/股认购定增，募集总额不超过 2.85 亿元，拟用于扩大产能 1 万吨、营销网络及品牌建设等。

图表 160：2022H1 大包装的销售占比增长迅速，达到 28%



资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

图表 161：三大品类均实现快速增长



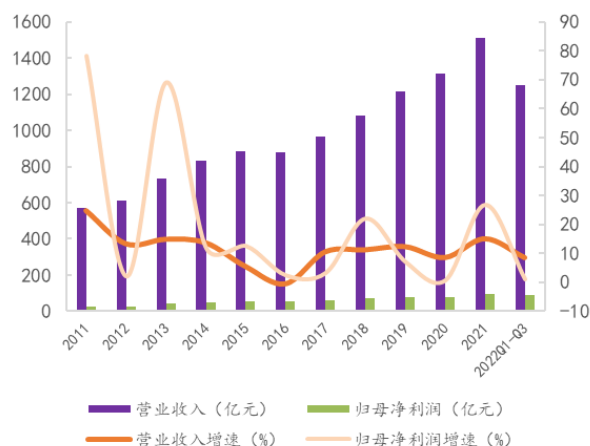
资料来源：wind，华鑫证券研究

8、乳制品：成本端有望下行，关注奶粉新国标

8.1、成本端有望下行，竞争格局有望放缓

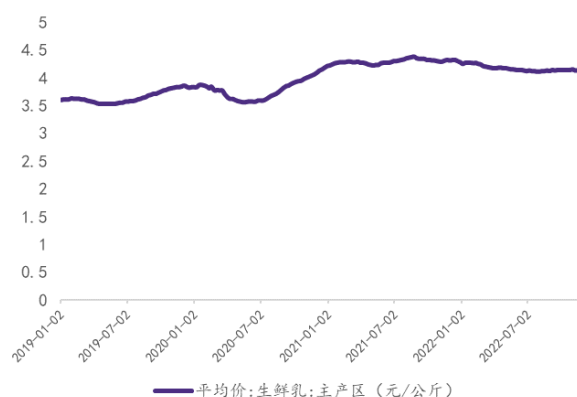
原材料价格有望下行，释放利润弹性。2022Q1-Q3 乳制品行业营收及归母净利润分别为 1251.44、87.85 亿元，分别同增 8%、1%，增速较上年同期下降 7.63、28.6pct。乳制品行业主要原材料为生鲜乳，据 wind，2020 年 7 月我国生鲜乳价格受疫情散发、物流运输阻碍持续上涨至峰值，近期已有所回落，2022 年 12 月价格较高位下降 6%，预计明年生鲜乳价格或将维持稳定或延续下行趋势，释放利润弹性。

图表 162：2022Q1-Q3 乳制品行业营收及归母净利润分别为 1251.44、87.85 亿元，分别同增 8%、1%



资料来源：wind，华鑫证券研究

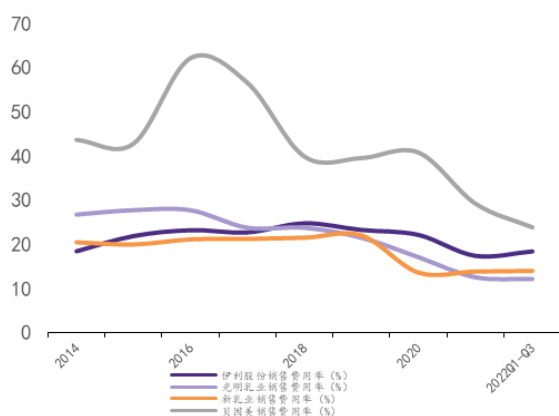
图表 163：我国生鲜乳价格 2022 年 12 月较高位下降 6%



资料来源：wind，华鑫证券研究

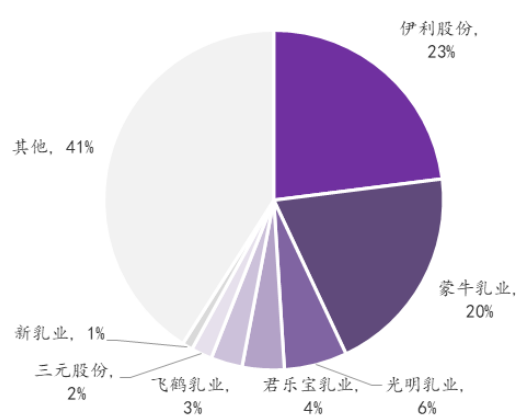
成本压力下行业竞争放缓，竞争格局趋于稳定。2022Q1-Q3 乳制品行业销售费用率和管理费用率分别为 17.23%、3.95%，同比下降 2.54、0.17pct，主要系疫情下原材料成本压力较大，各乳企减少费用投放力度，价格战和促销行为减少，行业竞争放缓，2022Q1-Q3 除新乳业，伊利股份/贝因美/光明乳业销售费用率同降 2.8/8.7/5.4pct。我国乳制品行业整体呈现全国化寡头竞争+区域差异化竞争的市场格局，2021 年伊利和蒙牛合计市场份额达 43%，区域性乳企光明乳业和新乳业市场份额合计仅为 7%。龙头企业具有较好的控费能力，随着疫情逐步放开以及成本压力放缓，能够通过市场投入以及结构化升级率先释放利润弹性，行业竞争格局有望趋于稳定。

图表 164：2022Q1-Q3 伊利股份/贝因美/光明乳业销售费用率同降 2.8/8.7/5.4pct



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 165：2021 年伊利和蒙牛合计市场份额达 43%

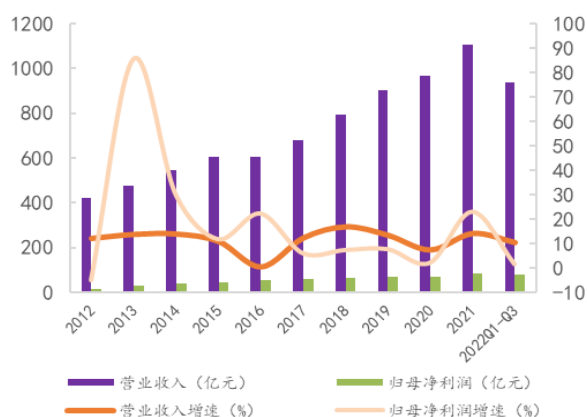


资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

8.2、伊利目标或提前完成，澳优有望增厚业绩

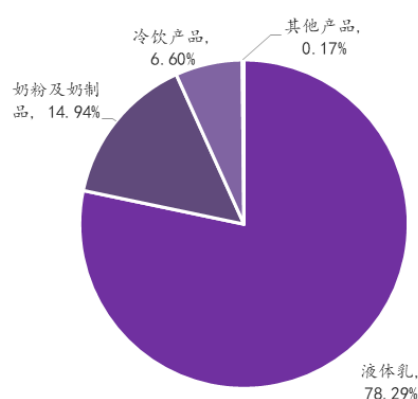
坚持产业链全布局打造，2025 年有望提前实现全球乳业第一目标。2022Q1-Q3 伊利股份营收和归母净利润分别为 938.61 亿元、80.61 亿元，分别同增 10%、2%。产品：1) 常温液奶：将充分发挥 2+2+x 品牌组合和创新优势、立体化渠道优势、优质奶源优势以及数字化优势，继续领跑行业。2) 奶粉：金领冠充分发挥 20 年母乳研究成果，实现配方引领，年底金领冠旗下核心产品将完成新国标升级。3) 成人粉：保持行业第一，持续开发高端产品，前期布局舒糖奶粉，锁定 3 亿空白人群，未来将聚焦细分品类，打造差异化优势。4) 奶酪：2018 年成立奶酪事业部，2022 年 5 月市场份额成为行业第二，在健康智慧谷建设新工厂，增大研发技术投入，赋能奶酪业务增长。6) 低温乳品：敏锐洞察消费趋势，以高蛋白和极致零添加为卖点，创新推出蛋白时光酸奶，低温奶推出鲜活营养顶级的金典鲜牛奶，在增速放缓背景下保持高速增长。7) 冷饮：处于绝对领先地位，连续 28 年产销量第一，将持续以消费者为中心，发力细分赛道。渠道：加快全渠道战略布局，在夯实现有渠道基础上，大力拓展新兴渠道，提升渠道产出效率。供应链：1) 优势聚合，打造产业链共赢生态。集聚全球优势资源，打造自身领先优势，同时赋能产业链，与合作伙伴实现命运与共、价值共生。2) 创新聚合，推动产业链创新升级。基于对消费者需求的精准洞察，协同产业链实现信息共享和联合创新，近几年推出 A2、富硒、原生 DHA、娟珊等产品，以快速满足消费者多样化需求，并建设国家乳业技术创新中心，为健康行业发展提供研究支撑。3) 势能聚合，促进产业链可持续发展。始终扶持可持续发展产业阵地，将可持续发展纳入发展战略，已联合 43 家全球战略合作伙伴，共同成立行业首个零碳联盟，为行业低碳、可持续发展作出贡献。战略目标：2025 年进入全球乳业前三，2030 年成为全球乳业第一、健康食品五强。预计 2022 年能实现全球乳业第四，2025 或 2026 年有望提前实现全球乳业第一的目标。

图表 166：2022Q1-Q3 伊利股份营收和归母净利润分别为 938.61 亿元、80.61 亿元，分别同增 10%、2%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 167：2021 年伊利股份产品结构一览

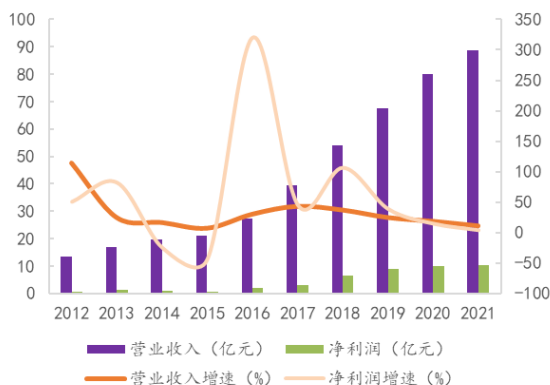


资料来源：伊利股份公告，华鑫证券研究

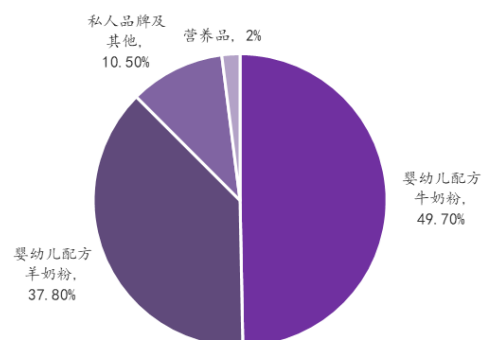
收购澳优加码婴配粉市场，协同发展有望带来业绩增量。2021 年 10 月 27 日，伊利宣布其子公司金港控股通过收购和认购新股的方式，以 62.45 亿港元获得澳优乳业 34.33% 股权，成为澳优单一最大股东，相关交易已于 2022 年 1 月完成。澳优乳业 2003 年成立，是首家在港上市的婴幼儿配方奶粉企业，在全球范围内从事高端乳品及营养食品研发、生产

和销售，经过 19 年发展，现已发展成为拥有全球完整产业链条的国际化企业。澳优乳业婴幼儿配方奶粉自有品牌 2021 年销售额为 77.62 亿元，同增 12%，其中羊奶粉品牌佳贝艾特连续 4 年占中国婴幼儿配方羊奶粉进口总量超 60%，居全球羊奶粉销量第一，入股澳优有利于强化在婴幼儿配方奶粉及营养食品细分领域的市场竞争力，增强国际化业务，同时巩固和提升乳制品行业龙头地位，2022H1 奶粉及奶制品业务实现 58% 高速增长。入股澳优至今，已在战略、运营、管理方面与澳优推动多项协同工作，未来仍将持续推进全球供应链、瓶颈原料、国际人才、技术研发、配方、国际业务多方位协同，助力向 2025 年成为“奶粉行业第一”目标迈进。

图表 168：2021 年澳优乳业营收和净利润分别为 88.83 亿元、10.4 亿元，分别同增 11%、4%



图表 169：澳优乳业婴幼儿配方奶粉自有品牌 2021 年销售额为 77.62 亿元，同增 12%，占比 87.5%



资料来源：wind，华鑫证券研究

资料来源：澳优乳业公告，华鑫证券研究

8.3、奶粉新国标实施，关注嘉必优和贝因美

奶粉新国标实施在即，行业有望加速出清。2021 年 3 月 18 日国家卫生健康委、市场监管总局联合发布 50 项新食品安全国家标准，包括《婴儿配方食品》（GB10765-2021）、《较大婴儿配方食品》（GB10766-2021）、《幼儿配方食品》（GB10767-2021）3 项营养与特膳食品标准，新国标将于 2023 年 2 月 22 日正式实施。奶粉新国标与旧国标相比要求更加细化与完善，主要有以下变化：

1) 国标划分更细。新国标与国际食品法典委员会标准修订趋势一致，将《较大婴儿和幼儿配方食品》（GB 10767-2010）分为 2 个标准，即 GB 10766 和 GB 10767。

2) 增加或调整营养素含量要求。蛋白质方面，调整较大婴儿和幼儿配方食品中蛋白质含量要求，并增加较大婴儿配方食品中乳清蛋白含量要求（≥40%）；碳水化合物方面，调整较大婴儿配方食品中碳水化合物含量要求，其中乳基较大婴儿配方食品中乳糖占碳水化合物含量应≥90%，乳基幼儿配方食品中乳糖占碳水化合物含量应≥50%，并限制蔗糖在婴儿和较大婴儿配方食品中添加。此外，婴儿和较大婴儿配方食品不应使用果糖、蔗糖，以及果葡糖浆等含有果糖和/或蔗糖的原料作为主要碳水化合物来源。微量元素方面，严格规定维生素和矿物质的最小值和最大值，并增加豆基产品中对铁、锌、磷含量的单独规定。

3) 可选择成分调整为必需成分。新国标将婴儿和较大婴儿配方食品中的胆碱从可选择成分调整为必需成分，将较大婴儿配方食品中的锰和硒从可选择成分调整为必需成分。

4) 对可选择成分添加量进行调整。提升婴儿和较大婴儿配方食品中 DHA 添加量要求，并规定 ARA 添加量至少不低于 DHA 添加量，上限是 DHA 添加量的两倍。

5) 规定微生物含量。产品中活菌数应 $\geq 10^6$ CFU/g (mL)，菌种（菌株号）应符合原卫生部、原国家卫生计生委、国家卫生健康委发布的允许用于婴幼儿食品的菌种名单。

6) 污染物、真菌毒素和致病菌限量要求统一引用相关基础标准，体现标准间协调性。

新国标的实施对企业提出更严格的质量控制要求，将提升行业准入门槛，中小企业在技术瓶颈上短时间内较难突破，奶粉行业有望加速出清。

图表 170：婴幼儿配方食品新国标变化一览

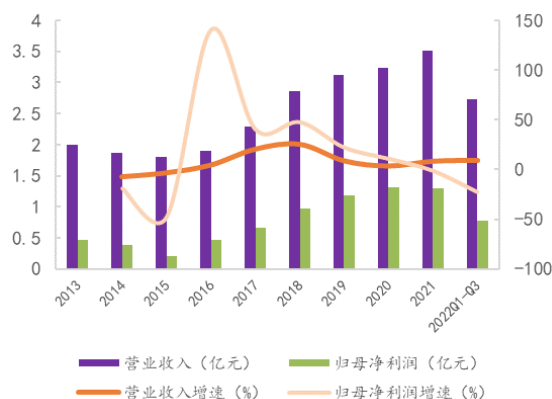
新国标变化	
标准设定	较大婴儿和幼儿配方食品细分为两个标准，即 GB 10766 和 GB 10767
蛋白质	1、调整较大婴儿和幼儿配方食品中蛋白质含量要求 2、增加较大婴儿配方食品中乳清蛋白含量要求 ($\geq 40\%$)
碳水化合物	1、调整较大婴儿配方食品中碳水化合物含量要求，其中乳基较大婴儿配方食品中乳糖占碳水化合物含量应 $\geq 90\%$ ，乳基幼儿配方食品中乳糖占碳水化合物含量应 $\geq 50\%$ 2、规定婴儿和较大婴儿配方食品不应使用果糖、蔗糖，以及果葡糖浆等含有果糖和/或蔗糖的原料作为主要碳水化合物来源 3、限制蔗糖在婴儿和较大婴儿配方食品中添加
微量元素	1、严格规定维生素和矿物质的最小值和最大值 2、增加豆基产品中对铁、锌、磷含量的单独规定。
胆碱	婴儿和较大婴儿配方食品中从可选择成分调整为必需成分
锰	较大婴儿配方食品中从可选择成分调整为必需成分
硒	较大婴儿配方食品中从可选择成分调整为必需成分
DHA	提升婴儿和较大婴儿配方食品中 DHA 添加量要求（由 0mg-0.5mg /100KJ 提升至 3.6mg-9.6mg/100KJ）
ARA	婴儿和较大婴儿配方食品中规定 ARA 添加量至少不低于 DHA 添加量，上限是 DHA 添加量的两倍
微生物	产品中活菌数应 $\geq 10^6$ CFU/g (mL)，菌种（菌株号）应符合原卫生部、原国家卫生计生委、国家卫生健康委发布的允许用于婴幼儿食品的菌种名单
标准协调性	删除其它食品安全国家标准基础标准中已涵盖的相关内容，如污染物、真菌毒素、致病菌限量指标等，相关技术要求应符合相应的食品安全国家标准《食品中污染物限量》（GB 2762）、《食品中真菌毒素限量》（GB 2761）以及《食品中致病菌限量》（GB 29921）的规定

资料来源：《婴儿配方食品》（GB10765-2021），《较大婴儿配方食品》（GB10766-2021），《幼儿配方食品》（GB10767-2021），华鑫证券研究

嘉必优：新国标有望增加 ARA、DHA 订单需求，带来业绩增量。2022Q1-Q3 营收和归母净利润分别为 2.73 亿元、0.78 亿元，分别同比 9%、-23%。**发展战略：1) 一主两翼业务格局：**以人类营养领域为主，动物营养领域和个人护理及化妆品领域协同发展。**2) 三拓展战略：**拓展产品品类、拓展产品应用领域、拓展产品市场区域。**3) 四个产品：**ARA、DHA、SA、BC。嘉必优是国内最大的 ARA 供应商，2021 年 ARA 产品收入占比达 63%，其次是 DHA 产品，收入占比为 16%。**4) 五条线：**人类营养，动物营养，个护化妆品，生物医药，合成生物学。**5) 六化方针：**坚持“技术平台化、制造智能化、运营数字化、市场国际化、产业生态化、人才资本化”指导方针。**产品：**核心产品 ARA、藻油 DHA 目前主要应用于婴幼儿配方奶粉领域，随着新国标落地，市场容量有望大幅提升，目前君乐宝、伊利和惠氏均已新配方获批。**渠道：**已建立覆盖国内外的营销网络，与嘉吉、雀巢、飞鹤、君乐宝等国内外婴幼儿配方食品领域知名企业开展合作，产品销往 30 多个国家或地区，此外，已成立新国标落地专项工作组，发挥应用技术能力赋能客户，深入客户的配方开发工作，为客户定制开发微胶囊产品，逐步提升产品市场占有率。**产能：**微生物油脂扩建二期工程项目预计明年一季度开始试生产，多不饱和脂肪酸油脂微胶囊生产线扩建项目预计年底投产，将为新国

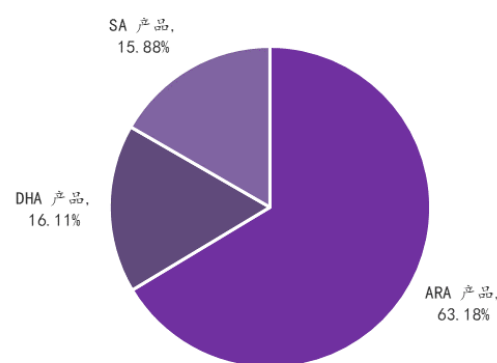
标订单需求增加提供产能储备。

图表 171：2022Q1-Q3 嘉必优营收和归母净利润分别为 2.73 亿元、0.78 亿元，分别同比 9%、-23%



资料来源：wind，华鑫证券研究

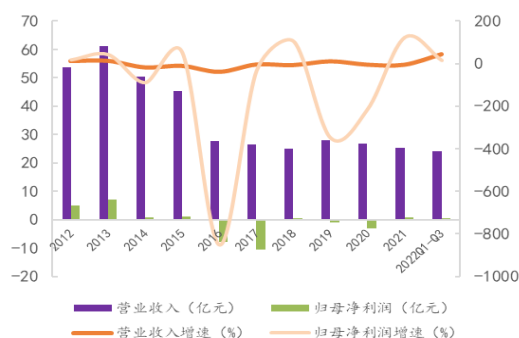
图表 172：2021 年 ARA/DHA/SA 产品收入占比为 63%/16%/16%



资料来源：嘉必优公告，华鑫证券研究

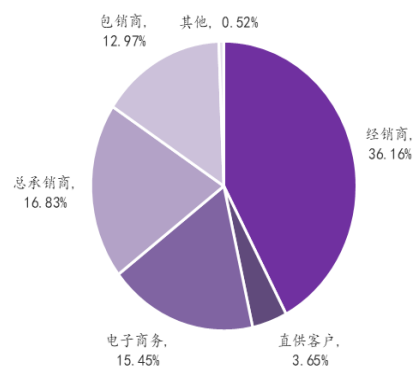
贝因美：新国标注册在即，享受行业集中红利。2022Q1-Q3 营收和归母净利润分别为 24.17 亿元、0.44 亿元，分别同增 46%、14%。**发展策略：**营销方面，推进新零售转型，加大空白商圈拓展力度，强化新用户获取及会员运维；组织方面，强调投入产出，精细化投入费用，提高费效比。**产品：**梳理优化产品体系，发力爱加、可睿欣等主品类，爱加系列保持较稳健发展态势，可睿欣率先采取新零售模式，复购率将近 90%。**渠道：**梳理和优化渠道结构，推进线上、线下全域营销，通过新零售模式拓展母婴商圈，数字化营销闭环赋能，爱加 A2/可睿欣/美妈罐目前覆盖 500/10000/4000 家门店，新门店占比 40%/70%/50%。**新国标注册：**可睿欣已取得二次配方注册证书，预计近期进行生产线切换，二次注册已有 15 个系列完成申报，目前在现场审查过程中，3 个产品在等待自证过程中。2023 年新国标实施在即，有望享受行业集中红利，以市占率 10%为目标，迅速抢占市场份额，迈向百亿规模。**期权激励计划：**2022 年 8 月底发布期权激励公告，行权价格 4.89 元/股，要求 2022-2024 年营收不低于 35.4/66.37/106.19 亿元，归母净利润不低于 1.2/4/8 亿元，触发值不低于当年目标 80%，收入和利润各一半权重。目前处于困境反转阶段，期权激励计划有利于提振团队信心，明确发展方向。

图表 173：2022Q1-Q3 营收同增 46%，继续保持高增长



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 174：贝因美 2021 年渠道收入占比一览



资料来源：贝因美公告，华鑫证券研究

9、软饮料：成本端下行叠加疫后复苏，板块弹性可期

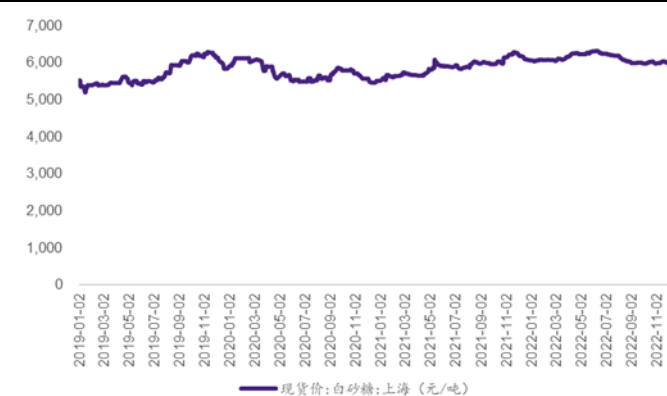
9.1、成本端加快下行，板块利润弹性可期

软饮料包括瓶装水、碳酸饮料、果汁饮料、即饮茶、能量饮料、即饮咖啡、运动饮料、浓缩饮品等。主要原材料成本包括：PET、糖、各类原液和浓缩汁、包装材料（诸如纸箱、标签、收缩膜）等。PET 是最大的原材料（以农夫山泉为例，PET 约占销售成本的 30%）。2022Q1-3 软饮料行业实现营收及归母净利润 134.21、22.53 亿元，同比下降 1.33%、21.24%，增速分别较上年同期下降 41.80、60.06pcts，系俄乌战争爆发叠加疫情影响，导致国内经济需求收缩、供给冲击、预期转弱的“三重压力”再次增大。由于全球通胀、地缘政治冲突及疫情扰动等影响，2022 年上半年原材料价格持续上涨，PET 价格攀升到近年高位，下半年价格逐渐趋于回落。据 Wind，2022 年下半年白砂糖现货价、PET 切片现货价较年内高点下降 5.7%/27.11%，预计未来原材料价格下行加快，软饮料整体板块的利润加速释放。

图表 175：国内 PET 切片现货价(纤维级):国内 (元/吨)



图表 176：白砂糖现货价较年内高点下降 5.7%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

资料来源：Wind，华鑫证券研究

9.2、疫情复苏叠加低基数，业绩加速释放

软饮料的户外即饮属性较强，2022 年疫情影响叠加原材料上涨，各公司的利润端普遍承压，盈利能力下滑。2021 年伴随疫情好转、销售旺季来临、户外场景的复苏、成本逐步下行，各公司有望迎来利润弹性的释放。李子园 Q1-3 业绩符合预期，利润短期承压，其中含乳饮料/其他分别营收 10.29/0.29 亿元，同比+0.34%/+9.21%，新品持续放量、全国化扩张加速，四季度及 2021 年业绩有望进一步改善。东鹏饮料 Q1-3 业绩符合预期，东鹏特饮/其他饮料营收分别为 63.92/2.41 亿元，同比+21.94%/+21.51%；基本盘稳增长，2022Q1-3

广东/华东/华中/广西/西南/华北营收分别为 26.72/8.32/8.12/6.99/4.98/4.36 亿元，同比+4.58%/+35.67%/+32.61%/+18.32%/+49.30%/+74.46%，省外扩张卓有成效，奠定明年利润反弹释放的基础。

图表 177：2022Q1-3 软饮料行业营收 134.2 亿元，同减 1.3%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 178：2022Q3 软饮料行业营收 48.2 亿元，同增 1.7%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 179：2022Q1-3 软饮料公司除东鹏外，其他利润尚未拉平

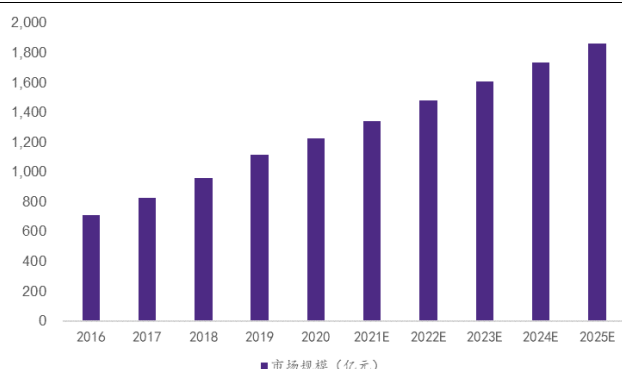
	22Q1-3 收入 (亿元)	22Q1-3 收入增速 (%)	22Q1-3 利润 (亿元)	22Q1-3 利润增速 (%)
香飘飘	15.30	-23	-0.75	-290
养元饮品	41.85	-16	10.08	-38
李子园	10.61	0.6	1.55	-20
东鹏饮料	66.44	20	11.66	17

资料来源：Wind，华鑫证券研究

9.3、功能性饮料持续扩容，关注东鹏省外扩张

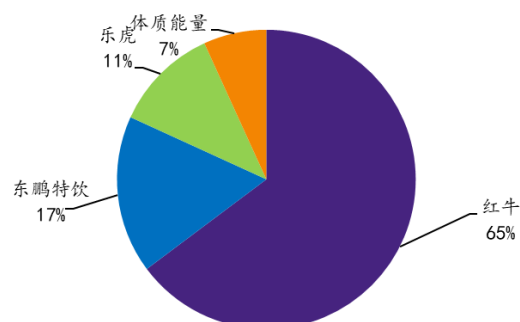
功能饮料主要包括能量饮料、运动饮料和营养素饮料，其中能量饮料市场规模最大，2019 年能量饮料零售额占整体功能饮料零售额的 70.2%。中商产业研究院预测，2025 年中国功能饮料市场规模预计达到 1864 亿元。目前，健康理念逐渐盛行，伴随消费者生活方式的转变和线上购物的发展，功能性饮料市场有望持续扩容。目前中国能量饮料市场格局相对稳定，2019 年 CR4 企业市占率为 88%，分别是红牛（57%）、东鹏特饮（15%）、达利旗下乐虎（10%）、体质能量（6%）。但近几年东鹏的市场占有率逐步提升的，红牛因为商标纠纷问题市场占有率逐步下降，根据尼尔森功能饮料市占率数据，东鹏（功能饮料第三名，能量饮料第二名）2018-2020 年市占率 5.3%/7.7%/12.6%，正在加速向上追赶。

图表 180: 2025 年中国功能饮料市场规模预计达到 1864 亿元



资料来源: 中商产业研究院, 华鑫证券研究

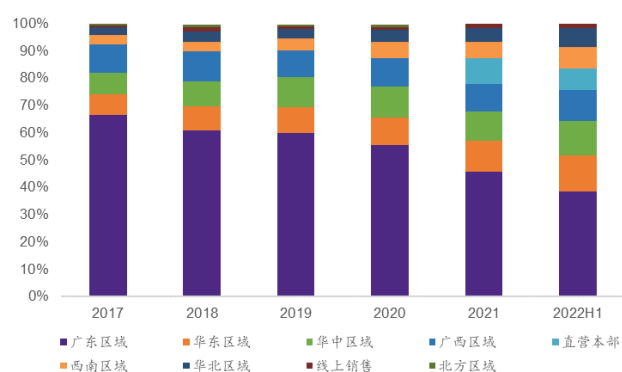
图表 181: 2019 年 CR4 企业市占率为 88%



资料来源: 百度, 华鑫证券研究

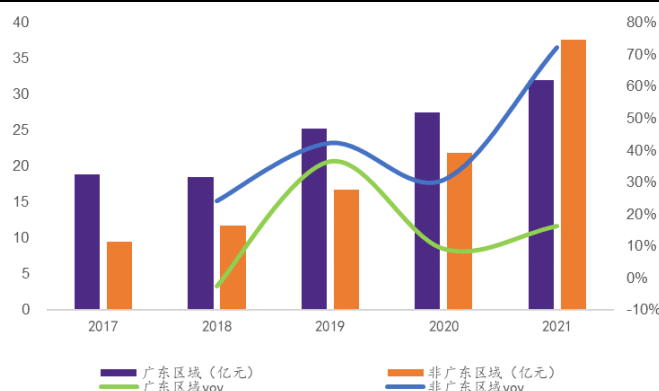
东鹏饮料: 全国化高速扩张带动新品持续放量。2022Q1-Q3 营收和归母净利润为 66.44/11.66 亿元, 同比增长 19.5%/17%。第三季度大宗原材料 PET 和白砂糖采购单价较上半年分别上涨 8.56%和 2.52%, 10 月毛利率有所提升系环比呈下降趋势, 成本端压力相对缓解。伴随全国化战略的推进, 在空白市场采取大流通模式, 在成熟市场采取全渠道精耕模式, 继续精耕广东市场, 同时积极开拓全国市场, 500ml 金瓶销量持续提升带动稳增长。以大单品东鹏特饮为核心带动终端市场的渗透, 持续放量, 规模效应进一步显现。1) **产品端: 大单品全国化释放红利。**2022Q1-Q3 东鹏特饮/其他饮料营收 63.92/ 2.41 亿元, 同比+22%/-22%。分渠道看, 2022Q1-Q3 经销/直营/线上/其他营收分别为 59.24/5.71/1.13/0.26 亿元, 同比 20%/10%/48%/20%。2) **区域扩张: 精耕广东市场, 省外市场采取大流通模式。**分区域看, 2022Q1-Q3 广东/华东/华中/广西/西南/华北/线上/直营区域营收分别为 26.72/ 8.32 8.12/6.99/4.98/4.36/1.13/5.71 亿元, 同增 5%/36%/33%/18%/49%/74%/48%/10%。广东增长提速; 非广东市场继续保持快速成长, 由 2017 年 9.47 亿元提高至 2021 年 37.65 亿元, 4 年 CAGR 为 41.21%, 2021 年营收增速高达 72.31%, 有望持续高速扩张。持续推进全国化战略, 积极开拓广西、华中、华东等市场, 采取大流通运营模式, 与具备较强销售团队、销售渠道且经验丰富的经销商建立合作关系, 带动除广东区域外的主营业务收入不断提升。

图表 182: 2017 年-2022H1 广东市场的营收占比逐步下降, 省外市场占比持续提高



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 183: 2017-2021 年非广东区域的营收增速显著高于广东区域



资料来源: wind, 华鑫证券研究

10、行业评级及投资策略

白酒：细分四条主线推荐：1) 优先反弹标的推荐茅五泸汾；2) 消费场景复苏标的推荐汾酒、酒鬼酒、舍得酒业、水井坊；3) 估值底部推荐古井贡酒、洋河股份、今世缘；4) 困境反转关注金种子、口子窖。

大众品：细分四条主线推荐：1) 门店受损修复推荐绝味食品、紫燕食品、良品铺子等；2) 旺季受益标的推荐安井食品、三全食品、千味央厨、休闲食品三剑客等；3) 餐饮端修复标的推荐海天味业、中炬高新、日辰股份、宝立食品等；4) 弹性较大标的推荐绝味食品、重庆啤酒、乐惠国际、百润股份、李子园、立高食品等。

维持食品饮料行业“推荐”投资评级。

图表 184：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2022-12-21	EPS			PE			投资评级
		股价	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
600519.SH	贵州茅台	1739.00	50.29	59.12	68.82	34.58	29.41	25.27	买入
000858.SZ	五粮液	174.49	6.91	8.06	9.32	25.25	21.65	18.72	买入
000568.SZ	泸州老窖	212.38	7.11	8.74	10.59	29.87	24.30	20.05	买入
600809.SH	山西汾酒	277.84	6.43	8.45	10.85	43.21	32.88	25.61	买入
002304.SZ	洋河股份	159.50	6.37	7.63	9.08	25.04	20.90	17.57	买入
000799.SZ	酒鬼酒	134.66	3.60	4.86	6.19	37.41	27.71	21.75	买入
600702.SH	舍得酒业	157.70	4.42	5.59	7.27	35.68	28.21	21.69	买入
600779.SH	水井坊	78.00	2.89	3.59	4.38	26.99	21.73	17.81	买入
000596.SZ	古井贡酒	265.05	5.77	7.28	9.08	45.94	36.41	29.19	买入
603369.SH	今世缘	48.71	1.97	2.49	3.09	24.73	19.56	15.76	买入
603589.SH	口子窖	58.80	3.02	3.47	3.94	19.47	16.95	14.92	买入
603198.SH	迎驾贡酒	59.03	2.13	2.68	3.28	27.71	22.03	18.00	买入
603919.SH	金徽酒	25.09	0.67	0.93	1.14	37.45	26.98	22.01	买入
600197.SH	伊力特	24.37	0.46	0.63	0.86	52.98	38.68	28.34	买入
600559.SH	老白干酒	26.86	0.78	0.81	0.93	34.44	33.16	28.88	买入
603288.SH	海天味业	78.26	1.61	1.91	2.24	48.61	40.97	34.94	买入
603027.SH	千禾味业	20.86	0.37	0.70	0.82	56.38	29.80	25.44	买入
603317.SH	天味食品	26.67	0.42	0.55	0.69	63.50	48.49	38.65	买入
600872.SH	中炬高新	37.28	0.96	1.12	1.29	38.83	33.29	28.90	买入
002507.SZ	涪陵榨菜	25.46	1.14	1.32	1.52	22.33	19.29	16.75	买入
600305.SH	恒顺醋业	12.05	0.17	0.24	0.29	70.88	50.21	41.55	买入
603755.SH	日辰股份	39.98	0.74	1.05	1.36	54.03	38.08	29.40	买入
603170.SH	宝立食品	27.54	0.49	0.68	0.85	56.20	40.50	32.40	买入
300999.SZ	金龙鱼	43.47	0.79	1.08	1.36	55.03	40.25	31.96	买入
300908.SZ	仲景食品	37.00	1.22	1.47	1.71	30.33	25.17	21.64	买入

公司代码	名称	2022-12-21		EPS			PE		投资评级
600298.SH	安琪酵母	45.00	1.67	2.11	2.54	26.95	21.33	17.72	买入
300755.SZ	华致酒行	31.20	1.23	2.01	2.81	25.37	15.52	11.10	买入
605499.SH	东鹏饮料	170.77	3.48	4.29	5.26	49.07	39.81	32.47	买入
603711.SH	香飘飘	13.41	1.06	1.18		12.65	11.36		买入
605337.SH	李子园	23.09	1.05	1.30	1.61	21.99	17.76	14.34	买入
600132.SH	重庆啤酒	123.24	2.71	3.38	4.00	45.48	36.46	30.81	买入
600600.SH	青岛啤酒	105.45	2.57	3.13	3.65	41.03	33.69	28.89	买入
603345.SH	安井食品	157.55	4.10	5.46	7.04	38.43	28.86	22.38	买入
603517.SH	绝味食品	58.40	0.60	0.91	1.33	97.33	64.18	43.91	买入
603057.SH	紫燕食品	31.52	0.72	1.07	1.36	43.78	29.46	23.18	买入
002847.SZ	盐津铺子	108.29	2.46	3.09	3.77	44.02	35.05	28.72	买入
603719.SH	良品铺子	36.79	0.99	1.26	1.58	37.16	29.20	23.28	买入
002991.SZ	甘源食品	71.00	1.99	2.58	3.50	35.68	27.52	20.29	买入
002557.SZ	洽洽食品	49.89	1.99	2.22	2.56	25.07	22.47	19.49	买入
003000.SZ	劲仔食品	11.75	0.29	0.37	0.45	40.52	31.76	26.11	买入
605338.SH	巴比食品	31.22	1.00	1.21	1.51	31.22	25.80	20.68	买入
300973.SZ	立高食品	89.50	1.22	1.96	2.56	73.36	45.66	34.96	买入
002216.SZ	三全食品	18.39	0.94	1.08	1.24	19.56	17.03	14.83	买入
600882.SH	妙可蓝多	31.76	0.53	0.70	0.95	59.92	45.37	33.43	买入
001215.SZ	千味央厨	63.55	1.23	1.63	2.09	51.67	38.99	30.41	买入
605089.SH	味知香	64.42	1.47	1.83	2.26	43.82	35.20	28.50	买入
002330.SZ	得利斯	7.44	0.11	0.16	0.24	67.64	46.50	31.00	买入
603043.SH	广州酒家	26.35	1.07	1.30	1.54	24.63	20.27	17.11	买入
002956.SZ	西麦食品	15.03	0.45	0.56	0.68	33.40	26.84	22.10	买入
002570.SZ	贝因美	5.11	0.09	0.22	0.56	56.78	23.23	9.13	买入
600887.SH	伊利股份	30.93	1.37	1.62	1.92	22.58	19.09	16.11	买入
603156.SH	养元饮品	21.45	1.20	1.48	1.80	17.88	14.49	11.92	买入
002183.SZ	怡亚通	5.83	0.26	0.33	0.40	22.42	17.67	14.58	买入
300094.SZ	国联水产	6.47	0.10	0.17	0.25	64.70	38.06	25.88	买入
002726.SZ	龙大美食	9.21	0.07	0.15	0.21	131.57	61.40	43.86	买入
002946.SZ	新乳业	12.83	0.48	0.65	0.83	26.73	19.74	15.46	买入
603076.SH	乐惠国际	38.65	0.74	1.37	2.25	52.23	28.21	17.18	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究

11、风险提示

- 1、疫情波动风险；
- 2、宏观经济波动风险；
- 3、行业竞争风险；

- 4、食品安全风险；
- 5、消费税或生产风险；
- 6、原材料价格波动风险等。。

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

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

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

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

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