

信义山证汇通天下

证券研究报告

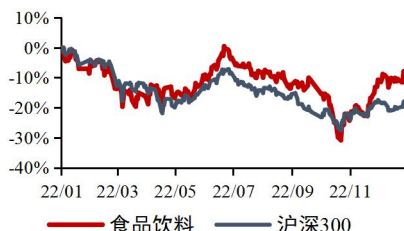
食品饮料

食品饮料行业 23 年年度投资策略 领先大市-A(维持)
确定为守，复苏为攻

2023 年 1 月 9 日

行业研究/行业年度策略

食品饮料板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票		评级
600519.SH	贵州茅台	买入-A
000858.SZ	五粮液	买入-A
603369.SH	今世缘	买入-A
600600.SH	青岛啤酒	买入-A
600132.SH	重庆啤酒	买入-B
603517.SH	绝味食品	增持-A
603027.SH	千禾味业	增持-A
603288.SH	海天味业	增持-A
600887.SH	伊利股份	买入-A

相关报告：

【山证食品饮料】龙头白酒韧性依旧 大众品改善初显-食品饮料行业 22Q3 季报总结及四季度展望 2022.11.4

【山证食品饮料】寻找确定性 布局格局改善-2022 年食品饮料行业中报总结及下半年展望 2022.9.6

分析师：

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

周蓉

投资要点：

➢ **22 年食品饮料行业回顾。**22 年市场行情较为波动，食品饮料行业面临疫情局部反复、消费需求恢复不及预期、生产成本持续上涨、外资流动等压力，CS 食品饮料板块下跌 11.33%（总市值加权平均），沪深 300 下跌 17.77%，跑赢沪深 300 指数 6.44 个百分点。从消费端来看，截止 11 月社会消费品零售总额同比-5.90%，消费需求明显回落；11 月餐饮收入同比-8.40%，短期仍承压。从估值端来看，22 年食品饮料板块估值大幅回落，目前板块市盈率 37 倍，整体回归理性区间。总体而言符合我们 21 年对板块基本面整体偏弱及估值将持续消化的预期。

➢ **23 年食品饮料行业展望及投资策略：**22 年 11 月伴随全国疫情防控政策不断优化，政策底部明显，外部环境改善信号确认。我们预计 23 年宏观经济逐步回暖，消费场景及消费信心逐步恢复，23 年板块盈利及估值将逐步进入改善和修复通道。**投资主线一：确定为守。**站在目前时点，全年来看报表端业绩仍具有不确定性。23 年春节较早，作为传统旺季各企业的备货及动销等基本面仍有所承压，我们预计 22Q4 和 23Q1 报表端压力较大。因此拥抱业绩增长的确定性作为我们的首选主线：包括高端白酒及地产酒龙头、啤酒板块。**投资主线二：复苏为攻。**在需求复苏方向已定、坚守确定性的前提下，把握复苏节奏是取得相对受益的重要前提。22 年餐饮、出行等线下消费场景受疫情反复的扰动，现饮渠道占比过半的啤酒板块、餐饮渠道占比较高的调味品板块，以及主要依托门店经营的连锁卤味板块等面临较大压力；同时 22 年原材料成本均处于高位运行，行业的盈利能力亦承压。展望 23 年，伴随线下消费场景逐步恢复，同时叠加成本端压力的缓解，餐饮供应链相关板块有望释放收入及利润弹性，作为第二条投资主线建议优先关注。

➢ **建议优先确定性和低估值，继而选择复苏 β 标的：**（1）**白酒：**坚守需求韧性及估值优势，优先推荐贵州茅台、五粮液、今世缘，重点关注泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒；同时关注自身改革品种顺鑫农业；（2）**啤酒：**高端化逻辑依旧，同时受益于防疫优化后需求复苏，优先推荐青岛啤酒、重庆啤酒，同时关注自身改革品种燕京啤酒；（3）**大众品：**消费复苏方向已定，大众品迎来困境反转，重点推荐复苏弹性较大的餐饮供应链标的：重点推荐绝味食品、千禾味业、海天味业、伊利股份，关注安琪酵母、甘源食品、盐津铺子。

风险提示：经济增速不及预期；行业竞争加剧；原材料价格上升超预期；食品安全问题；消费税政策出台及企业改革不及预期等。

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



执业登记编码：S0760522080001

邮箱：zhourong1@sxzq.com

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

目录

1. 食品饮料行业 22 年回顾和 23 年展望.....	8
1.1 22 年回顾：业绩承压，估值回落.....	8
1.1.1 市场表现回顾：负重前行，板块表现居中.....	8
1.1.2 基本面回顾：需求成本两头难，业绩持续承压.....	8
1.2 23 年展望：确定为守，复苏为攻.....	11
1.2.1 基本面展望：防控政策优化，消费场景及消费力有望逐步恢复.....	11
1.2.2 投资主线展望：确定为守，复苏为攻.....	12
1.2.3 23 年投资策略.....	13
2. 白酒板块：坚守长期价值，关注边际变化.....	13
2.1 22 年白酒板块整体表现：板块受外因影响回调，延续结构化行情.....	13
2.1.1 外部因素扰动，板块回调至价值区间.....	13
2.1.2 对比 13/18 年调整：需求底层逻辑不变，企业发展更为理性.....	14
1) 2013-2014 年：此轮回调主要受行业政策影响，底层需求逻辑改变.....	14
2) 2018-2019 年：白酒行业经历小调整周期，是 2015 年行业复苏后的第一次调整.....	14
3) 2021-至今：此轮调整主要受宏观经济波动影响，但企业基本面表现更为稳健.....	15
2.1.3 板块内部延续结构化行情.....	15
2.2 23 年白酒板块展望：坚守长期价值，关注边际变化.....	16
2.2.1 消费升级长期趋势不变.....	16
2.2.2 中长期趋势向好，需求端短期尚需跟踪.....	17
2.2.3 分价格带展望.....	17
3. 啤酒板块：消费场景逐步恢复，成本改善利润可期.....	22
3.1 22 年啤酒板块整体表现：旺季销量有所恢复，板块跑出超额收益.....	22
3.1.1 疫情&天气影响下，收入增速整体前低后高.....	22
3.1.2 成本压力下，提价动作延续.....	23
3.1.3 产品结构升级保障利润.....	24
3.2 23 年啤酒板块展望：消费场景逐步恢复，成本改善利润可期.....	25

3.2.1 消费场景逐步恢复，高端化进程加速.....	25
3.2.2 成本改善，利润可期.....	25
4. 调味品板块：需求复苏主线，关注 B 端修复&成本回落.....	26
4.1 22 年调味品板块整体表现：需求成本双承压，板块整体疲软.....	26
4.1.1 终端需求待恢复，库存短期承压.....	26
4.1.2 原材料价格高位，成本端承压.....	27
4.2 23 年调味品板块展望：需求复苏主线，关注 B 端修复&成本回落.....	28
4.2.1 疫后需求复苏，B 端修复弹性优于 C 端.....	28
4.2.2 成本压力下，企业 21 提价，22 年完成传导.....	28
4.2.3 原材料压力趋缓，有望释放利润弹性.....	29
5. 乳制品板块：场景+消费力逐步恢复，盈利有望回升.....	30
5.1 22 年乳制品板块整体表现：品类需求分化，高毛利产品增速放缓.....	30
5.1.1 乳制品增速放缓，品类需求分化.....	30
5.1.2 原奶价格高位小幅走低，需求疲软拖累毛利率水平.....	31
5.2 23 年乳制品板块展望：场景+消费力逐步恢复，盈利有望回升.....	31
5.2.1 龙头企业积极布局新业务，培育新的盈利增长点.....	31
5.2.2 需求恢复+成本压力趋缓，盈利逐步回升.....	31
6. 休闲食品板块：关注零食专营渠道，成本下行有望释放利润弹性.....	32
6.1 22 年休闲食品板块整体表现：板块业绩承压，零食专营渠道表现亮眼.....	32
6.1.1 需求及渠道承压，整体板块表现疲软.....	32
6.1.2 疫情下消费有所分化，零食专营渠道放量.....	32
6.2 23 年休闲食品板块展望：关注零食专营渠道，成本下行有望释放利润弹性.....	33
6.2.1 卤制品子板块：长期看卤制品行业高景气度，疫后龙头有望强势复苏.....	33
6.2.2 休闲零食子板块：需求分层背景下，继续寻找渠道扩张个股.....	34
7. 风险提示.....	35

图表目录

图 1: 食品饮料板块 22 年累计下跌 11.33%.....	8
图 2: 食品饮料子板块 22 年区间涨跌幅 (%)	8
图 3: GDP&人均可支配收入 (亿元) 及同比增速 (%)	9
图 4: 消费者信心指数仍未恢复至疫情前水平.....	9
图 5: 社会消费品零售总额 (亿元) 及同比增速 (%)	9
图 6: 餐饮当月收入 (亿元) 及同比增速 (%)	9
图 7: 大豆和豆粕价格持续增长 (元/吨)	10
图 8: 玉米价格维持高位 (元/吨)	10
图 9: 瓦楞纸价格有所回落 (元/吨)	10
图 10: 农产品运费有所回落 (元/吨)	10
图 11: 食品饮料与沪深 300 历史估值 (PE TTM)	11
图 12: 2017.01-2022.12 食品子板块值走势.....	11
图 13: 城镇居民人均可支配收入 (万元) 及增速 (%)	11
图 14: 城镇新增就业人数 (万人) 及同比增速 (%)	11
图 15: 规模以上工业增加值及食品饮料板块收入同比 (%)	12
图 16: 规模以上工业增加值及食品饮料板块利润同比 (%)	12
图 17: 年初至今 CS 白酒指数及估值复盘.....	14
图 18: 2010-2022 年 CS 白酒指数.....	14
图 19: 对比两轮调整期 GDP 同比增速 (%)	14
图 20: 对比两轮调整期社零同比增速 (%)	14
图 21: 对比两轮调整期白酒板块营收增速 (%)	15

图 22: 对比两轮调整期白酒板块归母净利润增速 (%)	15
图 23: 2016-2020 年白酒分价位带销售额份额 (%)	17
图 24: 白酒行业与高端白酒销量及增速 (%)	17
图 25: 飞天茅台批价走势 (元/瓶)	18
图 26: 五粮液、泸州老窖批价走势 (元/瓶)	18
图 27: 主要次高端酒企产量 (万吨) 及增速 (%)	19
图 28: 2015-2021 年安徽白酒产量 (万吨)	20
图 29: 2015-2021 年安徽白酒市场收入规模 (亿元)	20
图 30: 2014-2024 年我国光瓶酒行业市场规模 (亿元)	22
图 31: 我国光瓶酒消费结构 (%)	22
图 32: 中国啤酒当月产量 (万千升) 及增速 (%)	23
图 33: 啤酒板块收入 (亿元) 及同比增速 (%)	23
图 34: 铝锭价格走势跟踪 (元/吨)	23
图 35: 大麦价格走势跟踪 (美元/吨)	23
图 36: 啤酒板块净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	24
图 37: 主要啤酒企业吨价水平 (元/吨)	24
图 38: 中国高端及超高端啤酒消费量趋势 (亿升)	25
图 39: 中国高端及超高端啤酒消费额趋势 (亿元)	25
图 40: 调味品板块收入 (亿元) 及同比增速 (%)	27
图 41: 调味品板块净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	27
图 42: 2019 年海天味业生产成本主要构成 (%)	27
图 43: 中国调味品市场规模 (亿元) 及同比增速 (%)	28
图 44: 餐饮收入&酱油产量同比增速 (%)	28

图 45: 全国生鲜乳产量(百万吨)及同比增速(%)	30
图 46: 中国主产区生鲜乳价格走势(元/公斤).....	30
图 47: 近年伊利冷饮业务及同比增速(%)	31
图 48: 伊利婴配粉业务市占率持续提升(%)	31
图 49: 休闲食品板块收入(亿元)及增速(%)	32
图 50: 休闲食品板块归母净利润(亿元)及增速(%)	32
图 51: 零食很忙近 5 年门店数量不断增长(家)	33
图 52: 零食很忙门店展示.....	33
图 53: 休闲卤制品行业市场规模(亿元)及同比增速(%)	34
图 54: 近期毛鸭均价跟踪(元/500 克)	34
表 1: 白酒板块个股 22 年防疫政策优化前涨跌幅情况统计(%)	16
表 2: 2022 年主要啤酒企业提价统计.....	24
表 3: 2021 年主要调味品企业提价信息梳理.....	29

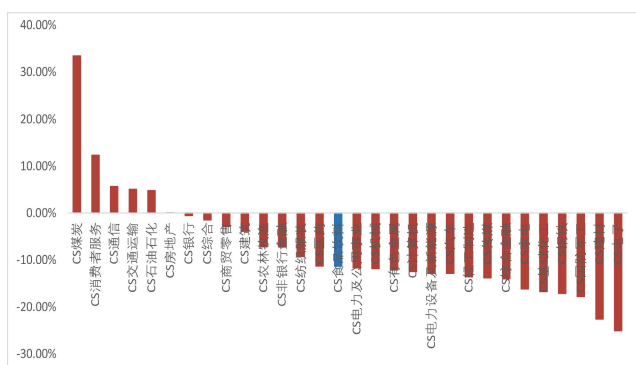
1. 食品饮料行业 22 年回顾和 23 年展望

1.1 22 年回顾：业绩承压，估值回落

1.1.1 市场表现回顾：负重前行，板块表现居中

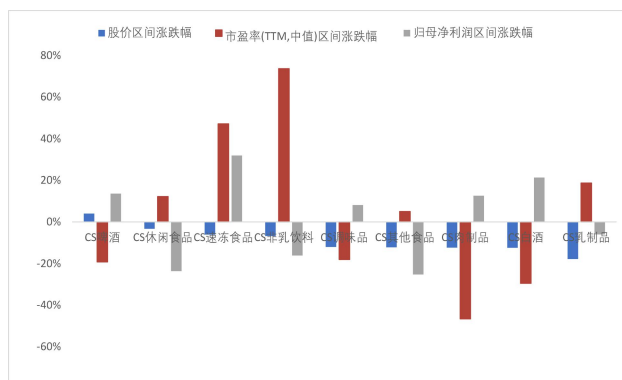
22 年市场行情较为波动，食品饮料行业面临疫情局部反复、消费需求恢复不及预期、生产成本持续上涨、外资流动等压力，22 年 CS 食品饮料板块下跌 11.33%（总市值加权平均），沪深 300 下跌 17.77%，跑赢沪深 300 指数 6.44 个百分点，总体而言符合我们 21 年对板块基本面整体偏弱及估值将持续消化的预期。分板块来看，啤酒/休闲食品/速冻食品在净利润增长&四季度预期收入表现相对较好支撑下，股价年初至今小幅上涨或下跌幅度相对较小，分别+3.99%/-3.33%/-6.15%，均跑赢板块；白酒、肉制品主要受资金流动、估值回落影响，乳制品受业绩增长不及预期影响，这三个子板块股价回落较为严重，肉制品/白酒/乳制品分别-12.44%/-12.51%/-17.88%，均跑输板块。

图 1：食品饮料板块 22 年累计下跌 11.33%



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：食品饮料子板块 22 年区间涨跌幅（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

1.1.2 基本面回顾：需求成本两头难，业绩持续承压

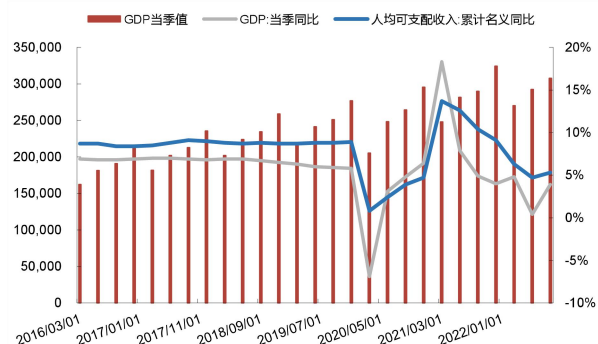
1) 经济复苏放缓，需求回升不及预期

2022 年在多地疫情反复影响之下，尤其 22Q2 我国 GDP 增速有所承压，同比增速为 0.40%，同时人均可支配收入增速虽然略跑赢 GDP 增速，但消费支撑力量整体偏弱，三季度 GDP 增速虽有所回升，但 22 年以来消费者信心指数再度承压，至今仍未恢复到疫情前的平均水平。

受宏观经济及疫情反复影响，社会消费品零售总额恢复程度也不及预期，近期增速仍有所承压，22 年 9 月/10 月/11 月同比增速分别为 2.50%/-0.50%/-5.90%，消费需求明显回落。从餐饮端来看，11 月份餐饮收

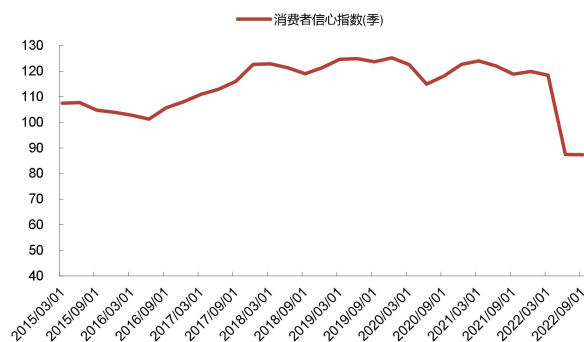
入为 4435 亿元，同比减少 8.40%，相较 19 年同期减少 10.65%，疫情反复以及经济增长放缓对餐饮业有较大影响，我们预计在各地防疫政策不断优化背景下，消费场景逐步恢复，从而餐饮业收入将会逐步上升。

图 3：GDP&人均可支配收入（亿元）及同比增速（%）



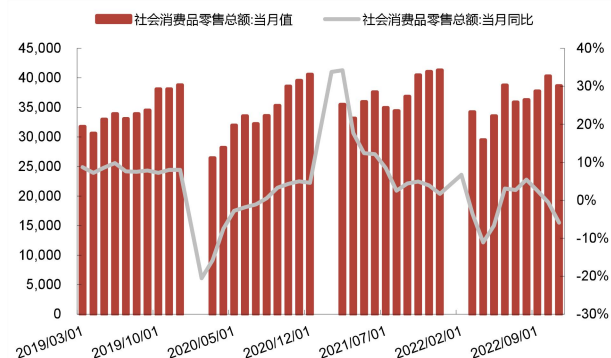
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：消费者信心指数仍未恢复至疫情前水平



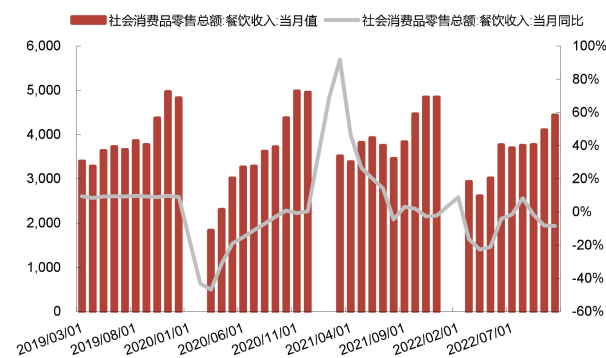
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：社会消费品零售总额（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：餐饮当月收入（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

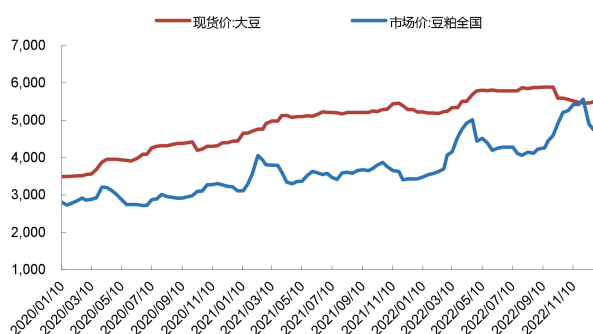
2) 主要原材料价格有所分化，企业压力边际趋缓

20 年开始国内经济作物价格进入上行周期，22 年仍维持高位。截止 2022 年 12 月 20 日大豆市场价格为 5496.84 元/吨，豆粕市场价格为 4744.90 元/吨，较年初涨幅分别为 5.27%/36.16%；玉米市场价格较巅峰时期虽有所回落，仍维持高位。2022 年 11 月 20 日市场价格为 2853 元/吨，较年初涨幅 8.64%。

包装材料价格及运输成本有所回落，压力边际趋缓。截至 22 年 12 月 20 日，瓦楞纸市场价格为 3259.40 元/吨，较年初回落 16.13%；全国铝锭价格为 18864.30 元/吨，较年初回落 11.80%；同时运费方面，2022 年 10 月 15 日，美国进口大豆运费为 52 美元/吨，同比回落 7.14%，玉米从大连至蛇口运费为 65 元/吨，同比

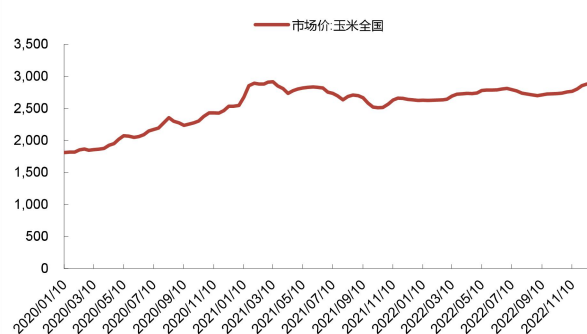
回落 13.33%。总体而言，企业成本压力虽边际趋缓但压力犹在，对中小企业的资金链稳定和盈利能力仍有挑战，而龙头企业则有望凭借规模优势、经验管理优势和定价权缓解成本压力，同时加快市场份额提升。

图 7：大豆和豆粕价格持续增长（元/吨）



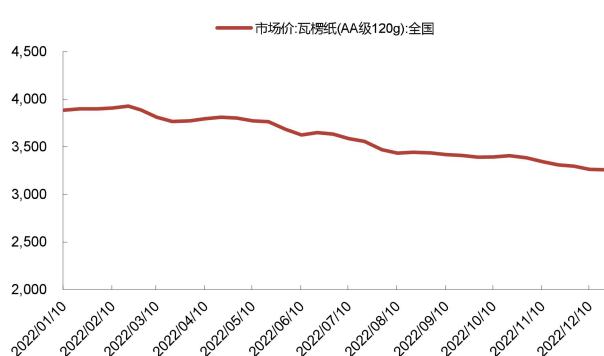
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：玉米价格维持高位（元/吨）



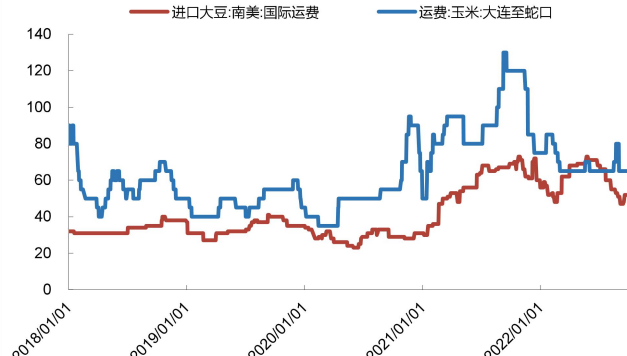
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 9：瓦楞纸价格有所回落（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：农产品运费有所回落（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

3）估值回顾：估值持续消化，部分板块已至低位

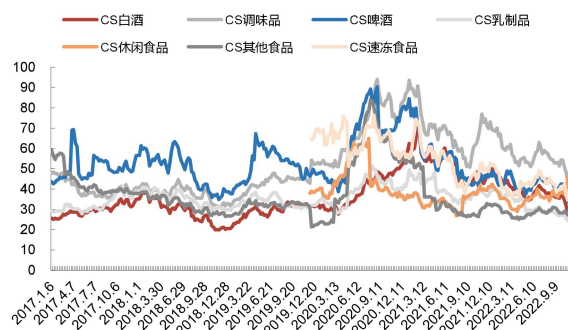
受经济增速放缓、需求疲软、原材料价格上涨、政策担忧以及外资扰动等因素干扰，22 年 1-11 月食品饮料板块估值大幅回落。22 年 11 月份开始，伴随全国疫情防控优化政策不断出台，市场预期消费场景将逐步恢复，从而板块估值水平有所回升，目前板块市盈率在 37 倍左右，相对沪深 300 的估值溢价率 97%，整体回归理性区间。其中，白酒、啤酒、调味品、速冻食品及其他食品估值已处于近五年来偏低位水平；休闲食品、肉制品、乳制品估值已回归至近五年中枢分位。我们预计伴随各地新冠疫情防控进一步优化，以及宏观经济逐步回暖，23 年板块估值将逐步进入改善及修复通道。

图 11：食品饮料与沪深 300 历史估值（PE TTM）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：2017.01-2022.12 食品子板块值走势



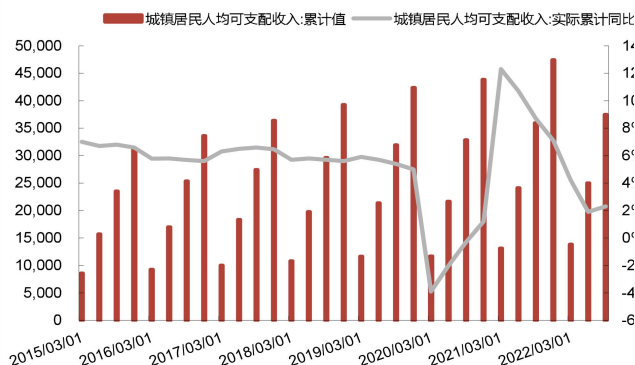
资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2 23 年展望：确定为守，复苏为攻

1.2.1 基本面展望：防控政策优化，消费场景及消费力有望逐步恢复

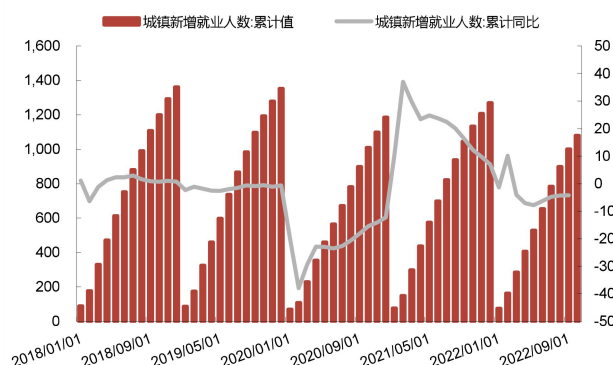
防控政策优化，消费场景修复为先。2022 年以来多地出现新冠疫情反复及封控，居民消费场景及消费意愿受收入、就业等因素影响，总体承压。如上文提到，从收入端来看，截止 22Q3 城镇居民人均可支配收入累计值较 21 年实际同比增长 2.3%。同时 22 年以来，城镇累计新增就业人数受宏观经济及疫情扰动影响也有所承压，6 月开始出现环比弱改善趋势。从消费端来看，11 月社会消费品零售总额名义同比增速为 -5.9%，短期承压；11 月社零餐饮收入同比增速为 -8.4%，主要受多地疫情封控政策调整后短期确诊病例增加所致。

图 13：城镇居民人均可支配收入(万元)及增速(%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 14：城镇新增就业人数(万人)及同比增速(%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

22 年 11 月以来全国防疫政策不断优化调整，政策底部明确，外部环境改善信号确认。我们预计消费场

景伴随宽松防疫政策的不断推进将逐步恢复。在放开初期，复苏节奏或有迟缓及滞后，但今年上半年从方向上来看，消费场景恢复是食品饮料板块收入增长的主要增量来源。

消费意愿及消费力延续修复，取决于经济复苏程度。在三年新冠疫情影响下，居民消费信心及意愿较低，同时受宏观经济疲软影响，增加了居民未来收入的不确定性，消费者的消费意愿持续下行。中长期来看，消费力及消费信心的修复与居民收入相关，传导过程较长。23 年宏观经济的复苏程度，是决定消费力及消费意愿修复力度的核心指标。

图 15：规模以上工业增加值及食品饮料板块收入同比（%）

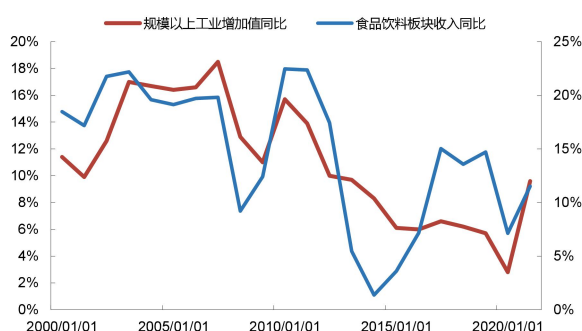
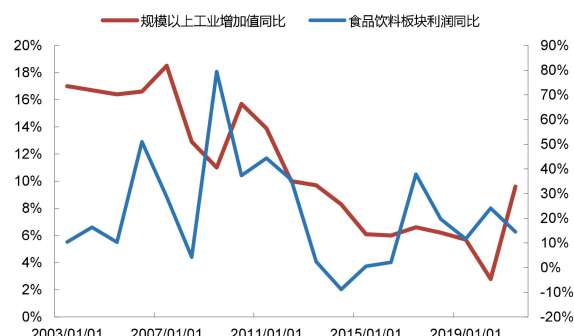


图 16：规模以上工业增加值及食品饮料板块利润同比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2.2 投资主线展望：确定为守，复苏为攻

1) 投资主线一：确定为守

近期在各地疫情防控优化政策频繁出台背景下，需求复苏的趋势已定，但站在目前时点，全年来看由于区域间复苏节奏、渠道库存等原因，报表端业绩仍具有不确定性。23 年春节较早，作为传统旺季，各企业的备货及动销等基本面仍有所承压，我们预计 22Q4 和 23Q1 报表端压力较大。因此，拥抱业绩增长的确定性作为我们的首选主线：包括高端白酒及地产酒龙头、啤酒板块。

相比之前的核心资产行情，近两年市场关注的业绩释放更为短期，同时对于基本面边际变化的市场敏感度更高。在此情况下，需要对基本面以及短期催化剂的紧密跟踪。从而我们认为寻找确定性的竞争格局以及相对确定较好的商业模式，筛选出优质资产就更为重要。在市场估值回归到相对合理的历史均值之下，其长期配置价值就逐步凸显出来。尽管 22 年整体消费需求较为疲软，高端消费虽短期承压，但趋势相对确定，产品结构升级趋势不改。例如白酒板块，高端产品稳健增长，随着估值回落至历史中位线甚至以下水平，其布局价值已经显现。同时啤酒行业高端化是相对确定的行业趋势。在啤酒行业进入存量时代的大背景下，22 年疫情反复扰动之下，短期加剧销量压力，但啤酒厂商的经营策略已由“增量为王”转向“利润

为王”，利润诉求强化之下价格战趋缓、结构升级持续推进，在销量承压之下，中高端放量成为其业绩增长的主要推动力。

2) 投资主线二：复苏为攻

在需求复苏方向已定、坚守确定性的前提下，把握复苏节奏是取得相对受益的重要前提。前文提到，需求复苏过程分为消费场景的复苏、消费力和消费信心的复苏。22 年餐饮、出行的线下消费场景受疫情反复的扰动，现饮渠道占比过半的啤酒板块、餐饮渠道占比较高的调味品板块，以及主要依托门店经营的连锁卤味板块等面临较大压力。同时 22 年大豆、大麦、白糖、包材等原材料成本均处于高位运行，各板块企业的盈利能力也有所承压。展望 23 年，伴随线下消费场景逐步恢复，同时叠加成本端压力的缓解，这些板块在收入及利润端表现有望逐步释放弹性，建议优先关注。

同时若 23 年下半年之后，在房地产相关刺激政策不断出台、疫情防控优化不断推进、消费场景有序恢复等综合作用下，国内经济逐步复苏，消费者收入水平及消费信心逐步恢复，行业增长的驱动因素有望重新从量增转化为价增，可选消费板块的经营弹性将会逐步凸显。

1.2.3 23 年投资策略

我们建议优先确定性和低估值，继而选择复苏 β 标的：**(1) 白酒**：坚守需求韧性及估值优势，优先推荐贵州茅台、五粮液、今世缘，重点关注泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒；同时关注自身改革品种顺鑫农业；**(2) 啤酒**：高端化逻辑依旧，同时受益于防疫优化后需求复苏，优先推荐青岛啤酒、重庆啤酒，同时关注自身改革品种燕京啤酒；**(3) 大众品**：消费复苏方向已定，大众品迎来困境反转，重点推荐复苏弹性较大的餐饮供应链标的：重点推荐绝味食品、千禾味业、海天味业、伊利股份，关注安琪酵母、甘源食品、盐津铺子。

2. 白酒板块：坚守长期价值，关注边际变化

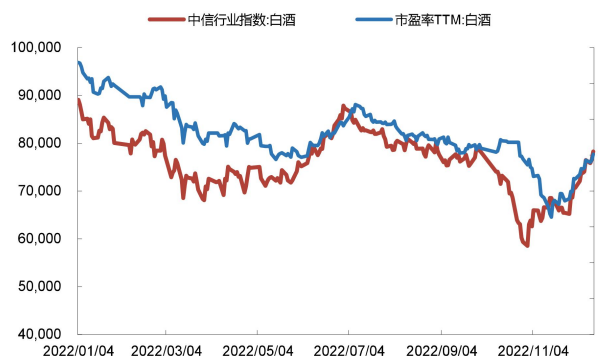
2.1 22 年白酒板块整体表现：板块受外因影响回调，延续结构化行情

2.1.1 外部因素扰动，板块回调至价值区间

22 年主要受外部经济压力、多地新冠疫情反复、外资流出等多因素影响，市场情绪受挫，年初至今白酒板块持续回调，且在 22Q3 急速下跌，年初至 11 月底 CS 白酒指数下跌约 30%，估值由年初的 PE-ttm48X 下跌至 11 月底的 29X。12 月以来伴随疫情防控政策优化不断出台，在预期回暖下估值有所修复，当前板块估值为 35X 左右。其中贵州茅台、五粮液、山西汾酒等龙头企业的估值水平虽有所修复，但仍处于历史偏

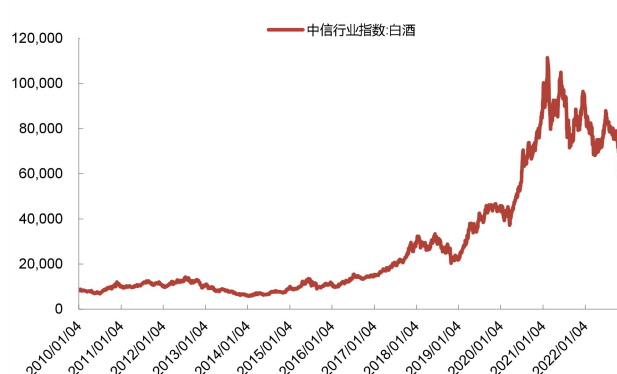
低水平。从基本面来看，白酒板块大部分酒企三季报业绩仍保持较高增速，一定程度上体现出板块的需求韧性和业绩确定性，结合当前估值水平，板块已凸显出长期配置价值。

图 17：年初至今 CS 白酒指数及估值复盘



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 18：2010-2022 年 CS 白酒指数



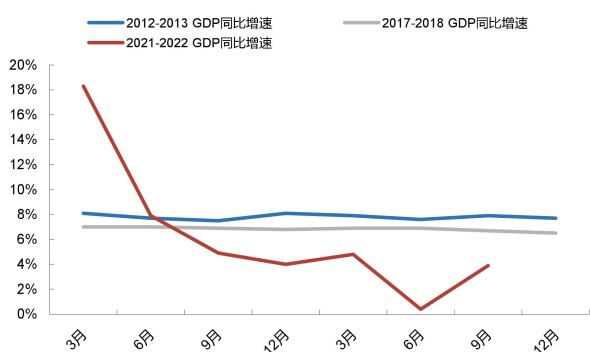
资料来源：Wind，山西证券研究所

2.1.2 对比 13/18 年调整：需求底层逻辑不变，企业发展更为理性

1) 2013-2014 年：此轮回调主要受行业政策影响，底层需求逻辑改变

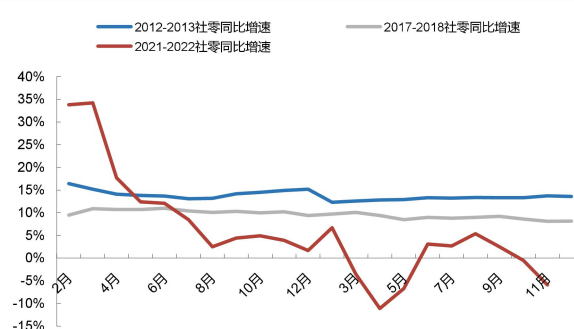
2012 年底国家发布相关政策整治三公消费，高端白酒消费需求大幅收缩。从宏观层面来看，GDP 与社零增速较为平稳，行业调整主要与相关政策变动冲击有关；从渠道和基本面来看，在三公消费限制之下茅台批价也由高位回落，各酒企收入及利润增速也显著受抑制；从行业估值中枢看，自 2012 年起受挫较为严重，2013 年底行业估值为 28 倍。

图 19：对比两轮调整期 GDP 同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 20：对比两轮调整期社零同比增速（%）



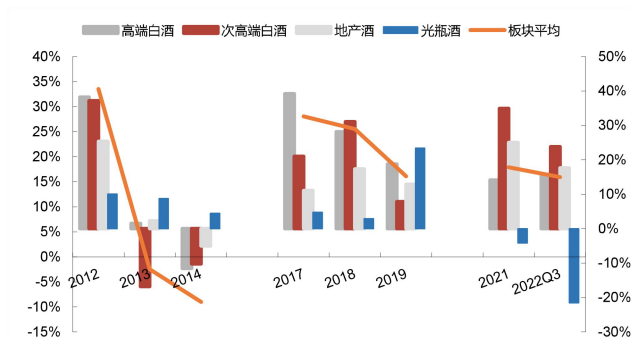
资料来源：Wind，山西证券研究所

2) 2018-2019 年：白酒行业经历小调整周期，是 2015 年行业复苏后的第一次调整

这一时期从宏观层面看，18-19 年下行周期中，国内经济下行压力出现同时伴随社零增速有所下滑；

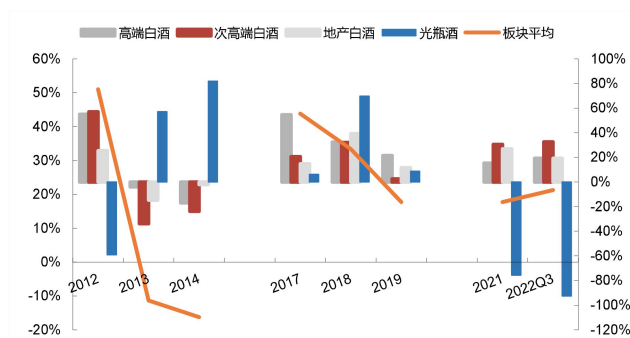
从渠道看和行业基本面来看，飞天茅台批价上涨停滞，部分酒企动销放缓同时库存压力上升，但 18 年全年各白酒企业收入和利润增速并无明显放缓，季度间的业绩波动与股价波动基本同步；从行业估值中枢看，2018 年行业估值高位回调，至年底估值回落至 20 倍左右。

图 21：对比两轮调整期白酒板块营收增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 22：对比两轮调整期白酒板块归母净利润增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

3) 2021-至今：此轮调整主要受宏观经济波动影响，但企业基本面表现更为稳健

本轮调整中，整体宏观环境主要受各地疫情反复影响，下行压力较大，GDP 及社零同比增速在 21 年高基数下显著回落；从白酒行业基本面和渠道来看，行业需求底层逻辑犹在，且 22 年板块业绩延续增长态势，营收与归母净利润均表现稳定；同时在经历上一轮行业的深度调整之后，目前酒企的发展更为理性，包括全年目标的制定、渠道价格的管控、对于库存的管理均更为良性和合理。从而整体白酒行业的发展虽然增速有所放缓，但其景气周期有望延长，各个企业的发展更为稳健。同时从行业估值中枢看，目前市场悲观预期已逐步消化见底，板块估值已从底部 29 倍左右企稳回升。

2.1.3 板块内部延续结构化行情

同时 22 年白酒板块内部延续结构化行情。其中高端白酒在经历量价齐升时期后，业绩基数和量价均处于高位，业绩回归正常稳健增速，同时叠加资金外流等因素，子板块 22 年前三季度回调幅度较大，但高端白酒 22Q3 营收/归母净利润分别同比+15.12%/+18.06%，体现出其需求刚性和业绩韧性；另部分次高端酒企及地产龙头酒包括山西汾酒、洋河股份及古井贡酒 22 年表现出较强的抗风险能力，优于其他酒企，主要归因于其大本营基地市场 22 年受疫情扰动较小，动销表现较为优异。同时也有部分次高端酒企在前两年通过渠道扩张实现高弹性增长后，22 年在疫情及渠道放缓影响之下，业绩有所承压，股价回调幅度较大。

表 1：白酒板块个股 22 年防疫政策优化前涨跌幅情况统计（%）

	1-11月涨跌幅（%）	1-11月最高收盘价（元）	1-11月最低收盘价（元）
贵州茅台	-21.16%	2051.2	1350.0
泸州老窖	-25.63%	250.6	156.4
五粮液	-28.47%	223.8	133.5
山西汾酒	-18.46%	324.8	229.7
洋河股份	-12.67%	184.4	129.9
舍得酒业	-34.91%	229.2	117.1
酒鬼酒	-43.73%	209.8	102.1
水井坊	-47.26%	121.3	55.4
老白干酒	-16.03%	28.9	18.6
古井贡酒	-1.36%	275.0	164.1
今世缘	-21.83%	54.4	37.4
迎驾贡酒	-30.10%	75.7	46.3
口子窖	-31.88%	79.3	40.5
伊力特	-12.82%	31.6	18.9
金种子酒	55.59%	32.3	13.1
金徽酒	-40.87%	38.6	19.9
天佑德酒	-31.06%	22.4	13.0
顺鑫农业	-23.64%	39.8	19.4
皇台酒业	-32.34%	24.0	12.2

资料来源：Wind，山西证券研究所（备注：截止日期为 2022 年 11 月 30 日）

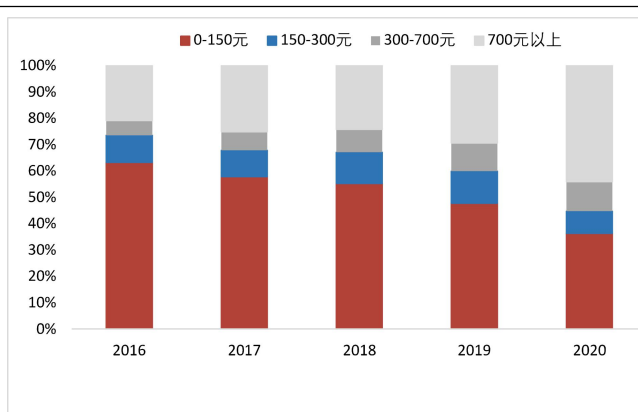
2.2 23 年白酒板块展望：坚守长期价值，关注边际变化

2.2.1 消费升级长期趋势不变

大众消费升级强化仍是白酒增长周期的主要推力。从行业宏观层面看，自 2012 年白酒行业经历调整，“三公消费”被限，大众消费成为本轮周期的主力。富人阶层不断扩大，大众消费能力不断提升，从而带动白酒消费结构的持续升级，飞天茅台打开价格的天花板，在需求的支撑下各价位带由高到低逐步上移，千元价格带与次高端价格带快速扩容。虽然 22 年行业面对宏观经济环境变化、新冠疫情等外部因素的影响，短期部分次高端酒企面临动销放缓、库存上升等压力，但当下的白酒市场，300 元以上价格带按量计算不足行业 5%，行业占比仍然相对较低，消费升级仍然是我国白酒行业的长期发展趋势。

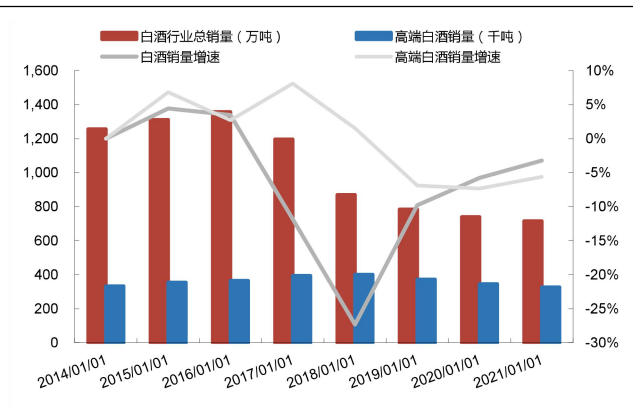
企业积极布局中高端产品。从企业微观层面看，各白酒企业积极把握升级主线，强化高价位带产品的布局，在需求支撑背景下从供给端培育市场，积极卡位消费升级良机。高端酒方面，五粮液推出经典五粮液，布局 2000 元以上价格带，满足自身消费者不断提升的消费需求。在 500-800 元次高端方面，山西汾酒、洋河、古井及酒鬼酒也在近两年重点布局，近两年今世缘、水井坊也都在加大这一价格带的布局。企业层面消费升级的趋势也仍在进行中。

图 23：2016-2020 年白酒分价位带销售份额 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 24：白酒行业与高端白酒销量及增速 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2.2 中长期趋势向好，需求端短期尚需跟踪

伴随各地疫情防控优化政策逐步推进，以及房地产刺激政策不断出台，23 年宏观经济趋势向好、食品饮料行业及白酒板块长期需求向好成为共识。但介于近期各地确诊病例仍在集中爆发，消费场景的修复存在延后或时滞，短期春节动销的不确定性仍存在，基本面的修复节奏和力度尚需跟踪及验证。

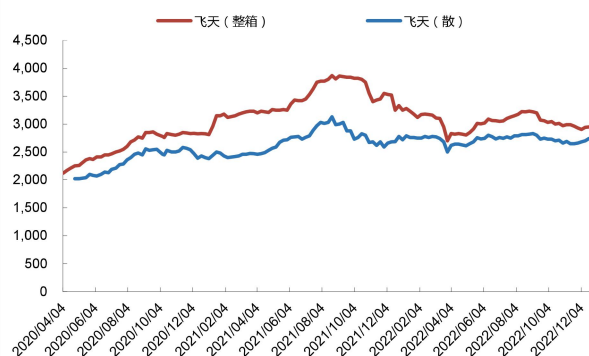
2.2.3 分价格带展望

22 年白酒行业终端动销反馈相对平淡，主要的核心因素在于疫情之下消费场景的缺失，从而压制了白酒的消费需求。而不同酒企之间由于产品、基地市场、应对策略不同，基本面有所分化。在各地疫情防控不断优化之后，各酒企也会因为基本面不同，其后续复苏的节奏、弹性和质量有所不同。

1) 高端白酒受疫情影响小，业绩确定性强

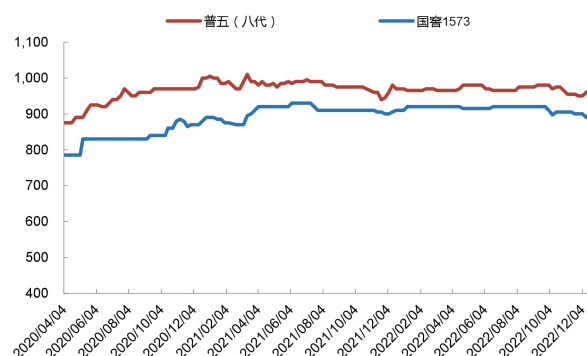
22 年茅台一批价在中秋国庆前后有所上升，后续又呈现下跌趋势，但未跌破 2500-2600 元支撑位。普五和国窖 1573 批价趋于平稳，整体波动较小。2022 年前三季度高端白酒板块实现总营收 1630.90 亿元，同比增长 15.8%，实现归母净利润 726.06 亿元，同比增长 19.3%，整体维持稳健增长态势。在疫情及宏观经济的双重压力之下，头部酒企具有更加成熟的运营能力和抗风险能力，能够通过及时高效的运营策略调整，将短期波动对企业的冲击降到最低。高端酒企品牌力、产品力和渠道力全面领先，为企业在不确定的市场环境下提供增长的确定性。

图 25：飞天茅台批价走势（元/瓶）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 26：五粮液、泸州老窖批价走势（元/瓶）



资料来源：Wind，山西证券研究所

同时从行业运行规律上来看，每次的行业复苏多是高端酒企率先复苏，打开价格天花板。对于基本面相对健康，批价运行相对稳定、库存不高的一线酒企，在外部需求好转后可以轻装上阵，率先实现基本面的企稳复苏。

贵州茅台：2022 年公司预计实现营业总收入 1272 亿元左右，同比增长 16.20%（其中茅台酒营业收入 1077 亿元左右，同比+15.23%，系列酒营业收入 157 亿元左右，同比+24.65%）；预计实现归母净利润 626 亿元左右，同比增长 19.33%。22 年三季度公司加大了精品、生肖等非标茅台的投放，加之 i 茅台的增量贡献，助力公司全年收入保持稳定增长。总体来看，公司品牌力强大，经营底牌充足，业绩增长确定性强。产品端：产品线丰富，茅台酒、系列酒多点驱动；产能端：在供需紧平衡下，供给产能不断提高；渠道端：改革持续推进，22 年 i 茅台贡献主要业绩增量，来年茅台酒放量，普茅及更多产品上线 i 茅台等为业绩稳健增长提供有效保障。我们看好公司长期投资价值，当前公司估值水平，已处于中长期价值布局区间。风险提示：疫情扰动下业绩增长不及预期，改革推进不及预期，行业竞争加剧等。

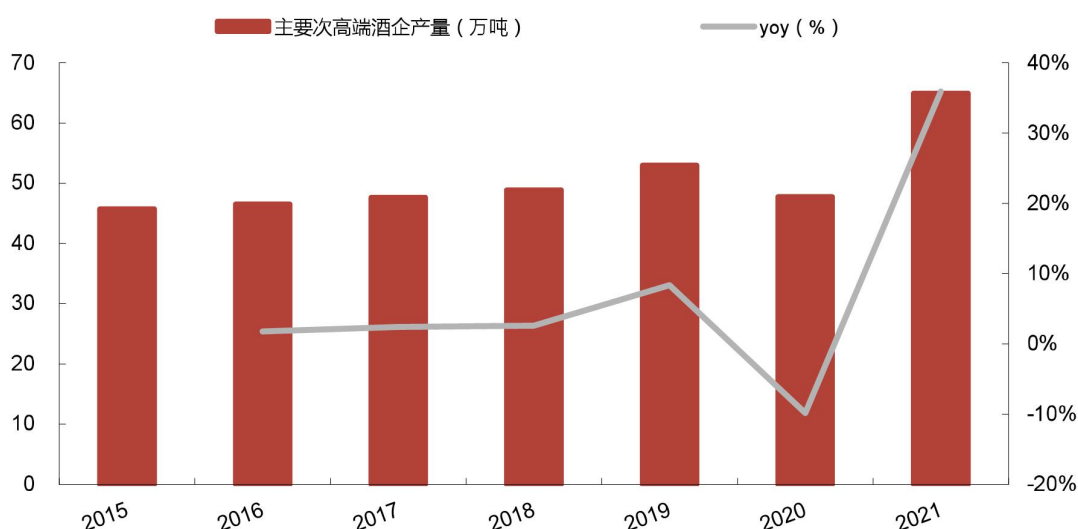
五粮液：公司 22Q1-3 实现营业收入 557.80 亿元，同比增长 12.19%，实现归母净利润 199.89 亿元，同比增长 15.36%。公司 Q3 收入环比有所改善。根据渠道跟踪反馈，中秋国庆期间动销表现良好，公司十多个市场动销实现同比增长，其中福建、辽宁等市场实现高增。目前公司实现回款比例 90%以上，部分大商已经完成全年回款。库存水平在 1-1.5 个月左右，批价维持在 965 元左右。总体来看，五粮液品牌壁垒深厚，渠道改革深化助力其长期发展。产品端：主品牌聚焦“1+3”产品体系，普五地位稳固，经典蓄势未来，系列酒产品结构持续改善；渠道端：为提升区域管理灵活性，公司设立 21 个营销战区，实行“总部管总，战区主战”，推动渠道扁平化，提升运营效率。历史上白酒板块调整结束时，茅五泸批价往往率先恢复上行，五粮液批价作为其他千元价格带产品的上限，23 年在行业回暖时，其批价有望率先回升，迎来估值修复和收入利润的回暖。风险提示：价格走势不及预期，经济基本面影响白酒消费，食品安全问题等。

泸州老窖：公司 2022Q1-3 实现营业收入 175.25 亿元，同比增长 24.20%，实现归母净利润 82.17 亿元，同比增长 30.94%。2022 年前三季度公司国窖势头向上，增速超过 20%，其中高度国窖双位数增长，低度由于顺价渠道推力更强表现好于高度，预计 22 年国窖回款口径达成 200 亿左右。根据渠道跟踪，公司销售体系已经启动 2023 年开门红计划，9 月后公司停止发货推动去库存。春节开门红预估回款比例 40%左右，开门红目标较为积极。预计 23 年国窖仍维持较快增长目标，特曲和特曲 60 延续快于 1573 的增长趋势，叠加股权激励激发团队积极性。未来 3-5 年公司将延续东进南图策略，推进百城融合计划，向国窖十四五 300 亿目标稳步迈进，公司业绩成长性和确定性兼具。风险提示：宏观经济恢复不及预期影响白酒消费，疫情反复，中档酒表现不及预期等。

2) 次高端白酒疫情之后有望提速，业绩弹性大

2021-22 年各地疫情反复之下，由于消费场景的缺失，次高端白酒需求受到较大的影响，板块整体受到冲击，业绩表现也呈现出两极分化。22Q2 受疫情扰动影响，次高端白酒营收平均同比下降 0.1%。22Q3 影

图 27：主要次高端酒企产量（万吨）及增速（%）



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

响逐步趋缓，双节旺季部分地区宴席恢复明显，板块即表现出较高弹性，22Q3 次高端白酒营收/归母净利润同比分别+22.40%/+40.96%，均领先于白酒板块。中长期来看在消费升级趋势的推动下，我们判断未来 3 年次高端白酒依然是扩容最为确定的价格带。展望 23 年，伴随疫情防控逐步优化，市场需求逐渐恢复，一旦消费场景恢复接近至疫情水平，次高端白酒的弹性会高于高端白酒。其中基本面健康、宴席占比高的酒企复苏弹性及确定性更强。

山西汾酒：公司 22Q1-3 实现营收 221.44 亿元，同比增长 28.32%；归母净利润 71.08 亿元，同比增长

45.7%。总体来看，公司产品结构持续优化，腰部产品贡献增量。我们预计 22 年青花系列增速有望维持在 40%以上，青花系列仍将是 23 年增长主要来源；同时玻汾当前渠道利润依然丰厚且周转较快，库存处于较低水平，玻汾仍是汾酒的业绩基本盘和全国化的助推器；汾酒腰部产品巴拿马和老白汾的终端覆盖率和代理商数量明显上升，有望贡献业绩增量。根据渠道跟踪，当前汾酒库存水平低于行业平均水平，批价和渠道利润稳定，实现开门红的确性高。若 23 年白酒顺利进入复苏周期，汾酒青 20、30 有望通过全国化拓展实现加速放量。中长期看公司产品高端化+渠道全国化的目标明确，业绩确定性强。风险提示：省外扩张不及预期，宏观经济风险，次高端白酒竞争加剧等。

舍得酒业：公司 22Q1-3 实现营收 46.17 亿元，同比增长 28%，归母净利润 12.00 亿元，同比增长 23.76%。收入端来看，次高端价格带中，品味舍得与水晶剑均为宴席消费场景中的主力产品，因此都在 22 年疫情人流管控中受损明显。随着疫情逐步回暖和宴席限制放松，公司有望享受到较低的宴席消费基数呈现恢复性增长。渠道端来看，公司 22 年主动减轻渠道压力，为消费复苏后快速恢复增长动能奠定良好基础。根据渠道跟踪，目前库存约 2-2.5 个月，整体较 21 年同期略有抬升。品味舍得批价维持在 350 元左右，渠道利润合理。目前公司已有六大根据地市场：川渝、山东、东北、河南、京津冀、环太湖。依托环太湖、长沙核心市场拓展华东南市场。中长看，公司股权激励锁定百亿目标，布局酱酒有望开启下一个增长点，业绩稳定增长可期。风险提示：宏观经济恢复不及预期影响白酒消费，省外扩张不及预期，次高端白酒竞争加剧等。

3) 地产酒龙头结构升级贡献主要增量

受益于长期深耕基地市场，地产酒中的徽酒和苏酒在 22 年表现出较强的确定性，从基本面来看，地产酒龙头略强于全国化次高端，地产龙头抗风险性更强。同时 11 月底各地防疫优化措施逐步出台，部分地区

图 28：2015-2021 年安徽白酒产量（万吨）

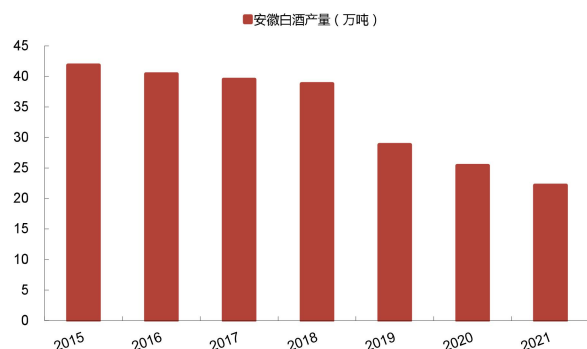
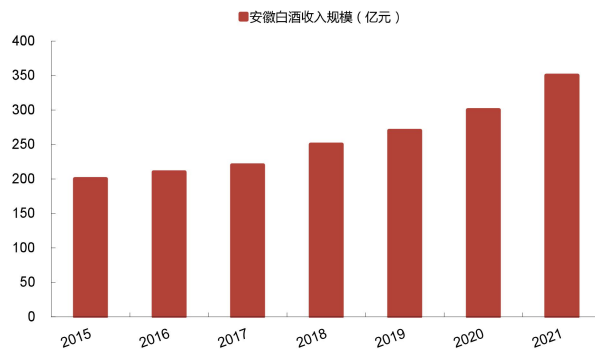


图 29：2015-2021 年安徽白酒市场收入规模（亿元）



资料来源：酒业家，山西证券研究所

资料来源：酒业家，山西证券研究所

如合肥鼓励婚宴应办尽办，各项利好政策陆续出台后大众宴席场景率先复苏，我们认为首先利好 200-500

元价位带，地产龙头有望率先复苏。同时从 22 年渠道跟踪来看，大众宴席市场也出现了消费升级趋势，中长期来看，结构升级也将为地产酒龙头贡献主要业绩增量。

古井贡酒：公司 22Q1-3 实现营收 127.65 亿元，同比增长 26.35%；实现归母净利润 26.23 亿元，同比增长 33.20%。单三季度古井贡酒收入端持续保持增长，主要受益于省内中秋国庆旺季宴席消费回补，以及产业结构升级下的价格带升级。根据渠道跟踪反馈，秋国庆双节过后公司全年任务基本全部完成，公司四季度通过对于渠道库存、价格方面进行管控，为 23 年实现开门红做好准备。公司在十四五规划中提出 200 亿营收目标，我们看好公司十四五目标提前完成。根据渠道跟踪，公司 23 年增速目标在 30%左右，我们看好安徽省内价格带加速升级，古井经营周期持续向上。古井贡酒作为省内龙头，充分受益于省内价格带升级+自身经营周期共振。风险提示：宏观经济波动，动销不及预期，竞争加剧等。

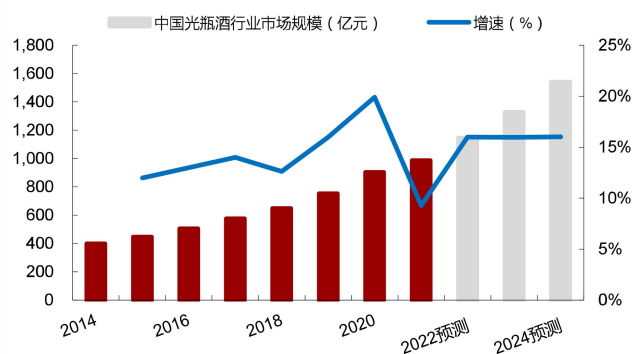
今世缘：公司 22Q1-3 实现营收 65.18 亿元，同比增长 22.2%，归母净利润 20.81 亿元，同比增长 22.53%。公司在省内市场深耕细作，产品端通过国缘系列定位高端、次高端价格带，迎合省内消费者需求，核心产品四开、对开卡位省内主流白酒价格带，在省内宴席消费中占比较高。根据渠道跟踪，目前库存环比下降较快，主要是动销环比向好，四季度宴席场景恢复，V 系保持良好势头，四开、对开、淡雅保持较快动销。整体库存去化较快的情况下公司积极布局 23 年开门红，渠道反馈开门红进度将达到 40%以上。公司近期召开 23 年今世缘发展大会，提出计划在 23 年实现营业总收入 100 亿元左右，在股权激励助力之下，公司具备业绩释放的潜力和动力。风险提示：宏观经济影响下业绩增长不及预期，产品升级不及预期，行业竞争加剧等。

4) 新国标落地，加速光瓶酒行业升级

近年来光瓶酒的年复合增长率快速回归，市场规模从 2014 年约 400 亿元增长至目前约 1000 亿元（按规模以上企业营收计）。我们预计 2021-2024 年的复合平均增速大致在 15%-20%之间，至 2024 年中国光瓶酒市场规模预计将超过 1500 亿元。

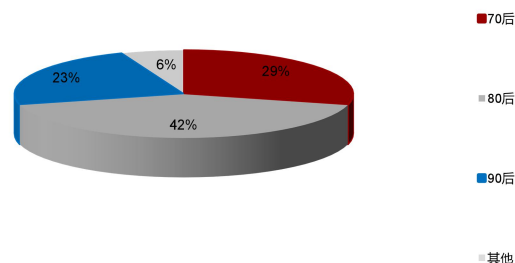
2022 年 6 月 1 日，白酒“新国标”正式实施，对白酒原料界定进行了更新。根据“新国标”分类，低线光瓶酒多为调香配制酒，各酒企为顺应新规定，纷纷对光瓶酒进行升级换代，推出纯粮发酵白酒，产品品质与价格同步提升，光瓶酒企业盈利能力有望随之提升。同时从主流光瓶酒产品价位来看，已经出现从 20 元/瓶以下上升至 30 元/瓶消费趋势。展望 23 年，伴随大众消费场景的逐步恢复，我们预计光瓶酒重回消费者视线，同时光瓶酒板块有望持续升级，高线光瓶酒或将成为未来最具潜力的子赛道。

图 30：2014-2024 年我国光瓶酒行业市场规模（亿元）



资料来源：中国酒业协会，山西证券研究所

图 31：我国光瓶酒消费结构（%）



资料来源：中国酒业协会，山西证券研究所

顺鑫农业：公司 22Q1-3 实现营收 91.06 亿元，同比减少 21.57%，归母净利润 0.28 亿元，同比减少 92.58%。受疫情及产品结构影响，公司 22 年前三季度业绩承压较重。展望未来，公司将持续推进传统陈酿、金标陈酿两大核心单品共同发力，实现“新工艺白酒”与“纯粮固态白酒”的双轮驱动。根据渠道跟踪，伴随新包装全部替换上架，同时疫情防控常态化，消费场景逐步恢复，预计白牛二销量有望企稳回升。同时 22 年 5 月，公司推出战略新品金标陈酿，该产品被公司寄予厚望，有望成为下一个战略单品，公司提出计划在 2022-25 年该产品销量达到 200、500、1000、1500 万箱，有望为公司未来 3-5 年贡献重要业绩增量。房地产业务预计后续剥离速度加快，亏损缺口有望逐步缩小。公司作为光瓶酒行业龙头，享受行业扩容红利，同时公司在“白牛二”已实现泛全国化布局基础上，持续导入高价位产品以实现产品结构升级方式提升其盈利能力。风险提示：宏观经济影响下业绩增长不及预期，产品升级不及预期，行业竞争加剧等。

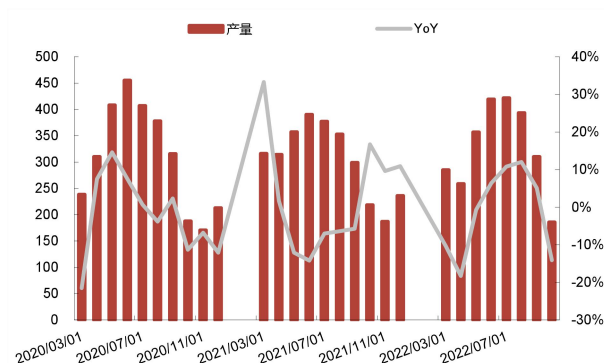
3. 啤酒板块：消费场景逐步恢复，成本改善利润可期

3.1 22 年啤酒板块整体表现：旺季销量有所恢复，板块跑出超额收益

3.1.1 疫情&天气影响下，收入增速整体前低后高

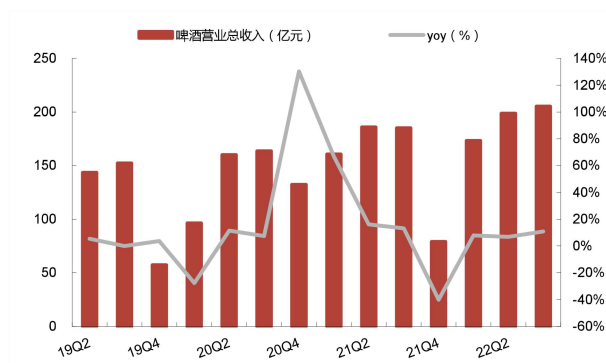
2022 上半年各地疫情反复，啤酒行业现饮渠道受到管控，非现饮渠道人流量减少，渠道库存承压，动销有所放缓。6 月后伴随华东等地疫情解封，需求端持续回暖，啤酒迎来疫后的回补性消费，且 2021 年 6-9 月旺季基数较低，同时 22 年夏季多地气温较高，进一步推动啤酒终端需求。综合影响之下，22Q3 啤酒行业旺季整体销量实现较好增长。22Q1-3 上市啤酒企业实现总营收 577.08 亿元，同比增长 8.56%。

图 32：中国啤酒当月产量（万千升）及增速（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 33：啤酒板块收入（亿元）及同比增速（%）



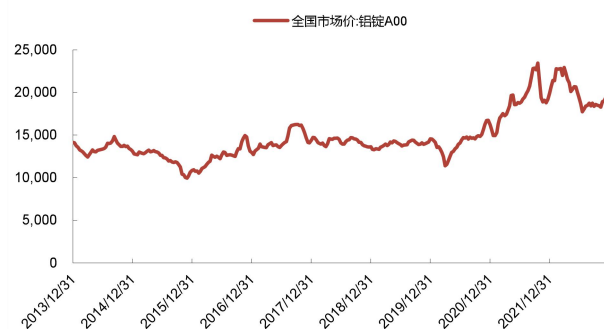
资料来源：Wind，山西证券研究所

对比食品饮料行业其余子板块，啤酒板块 22 年跑出超额收益，我们认为主要由于：1）非现饮需求对现饮有一定补充，降低疫情受损程度；2）在 21 年旺季低基数背景下，叠加 22 年旺季高温天气，需求出现阶段性景气恢复；3）高端化产业趋势犹在，结构升级保障利润增速。

3.1.2 成本压力下，提价动作延续

大麦、大米和啤酒花等原材料约占啤酒成本的 20%，包装成本约占总成本的 50%，受国际形势及供需关系影响，从 21 年初开始铝材价格大幅上涨，上涨趋势持续至 22 年年中，当前瓦楞纸、玻璃、铝材等包材价格已有所回落；22 年大麦价格仍维持高位。截止 22 年 12 月初，大麦/瓦楞纸/玻璃/铝材价格分别同比 +32.61%/-15.99%/-25.90%/+3.00%。

图 34：铝锭价格走势跟踪（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 35：大麦价格走势跟踪（美元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

面对不断上涨的成本压力，22 年以来啤酒龙头企业延续提价动作，以此对冲成本上升的影响。同时这一轮提价与前几轮行业提价浪潮相比，主要推动因素还是成本压力，但是值得注意的是，在存量时代，市

表 2：2022 年主要啤酒企业提价统计

公司	时间	提价情况
青岛啤酒	22年初	经典、白啤、1903等产品提价5%以上
	5月	纯生包装升级，开单价提价4%以上
华润啤酒	22年底	拟对崂山等中低档产品提价
	5月	纯生瓶装、SuperX提价约2元
重庆啤酒	11月	勇闯非现饮渠道提价；部分地区纯生现饮提价
	1-2月	乐堡、重啤在云南、宁夏、重庆等地提价3-8%；乌苏疆外提价5%
百威亚太	12月	乌苏疆外提价3%左右
	22年初	韩国市场高档酒提价8%左右
	4月	中国市场百威、科罗娜提价5%左右
	11月	百威经典提价6%

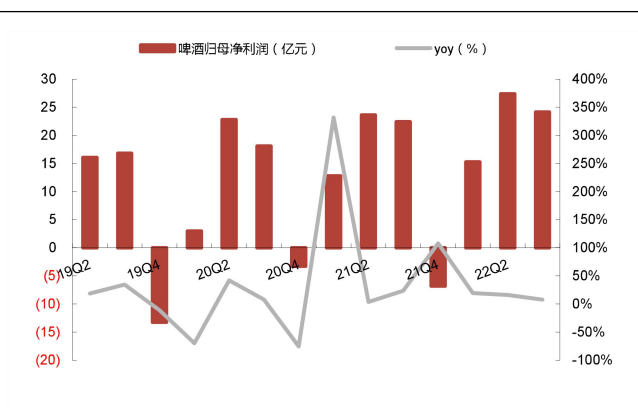
资料来源：Wind，山西证券研究所

场份额相对稳定，厂商更关注企业自身的利润增长，基本放弃以价格战来竞争市场，企业间竞争激烈程度有所下降。

3.1.3 产品结构升级保障利润

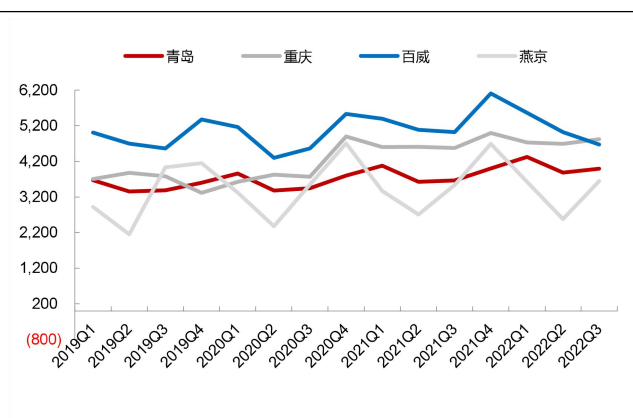
受益于产品结构升级，在销量承压和成本上涨情况下，啤酒行业整体净利润在 22Q1 至 22Q3 依然实现了增长，前三季度实现归母净利润 66.79 亿，同比增长 13.60%。从吨价水平来看，龙头公司整体提升较多，主要是受提价动作和产品结构升级的带动，青岛啤酒与珠江啤酒都提升超过 5%。总体而言，啤酒行业高端化进程仍在有序推进，各上市啤酒公司的吨价以及净利率都在稳步提高。

图 36：啤酒板块净利润（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 37：主要啤酒企业吨价水平（元/吨）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

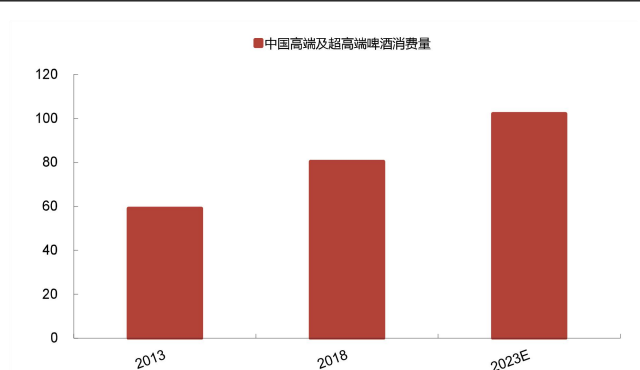
3.2 23 年啤酒板块展望：消费场景逐步恢复，成本改善利润可期

3.2.1 消费场景逐步恢复，高端化进程加速

伴随各地优化防控政策不断出台，对于啤酒板块我们认为主要从两方面产生影响：1) 首先是餐饮等消费场景逐步恢复，带动啤酒行业现饮需求的改善，从而拉动销量的提升；2) 夜场、高端餐饮等渠道是高端啤酒的主要消费场景，该类渠道之前受疫情影响非常明显，短期看放开之后高端渠道仍有压力，但伴随疫情影响逐步减退，夜场、高端餐饮等渠道的恢复将推动高档啤酒需求走向，从而有望加速行业的结构升级过程。

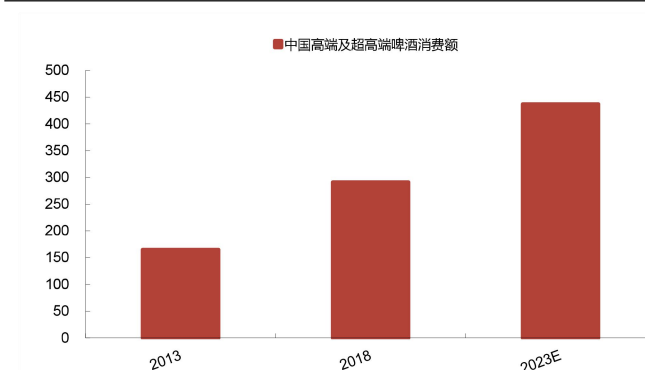
我们预计中国啤酒的主流价格区间将从 4-8 元升级到 10 元左右，主要几家啤酒企业的高端产品销量将继续保持快速增长，随着低端产品销量下滑，企业产品结构将不断优化。长期来看，随着高端化的加快推进，中国啤酒有广阔的利润空间，我们认为在当前阶段，能率先完成中端产品升级放量的公司，将具有良好的业绩增速和先发优势。

图 38：中国高端及超高端啤酒消费量趋势（亿升）



资料来源：产业信息网，山西证券研究所

图 39：中国高端及超高端啤酒消费额趋势（亿元）



资料来源：产业信息网，山西证券研究所

3.2.2 成本改善，利润可期

22 年啤酒原材料及包装材料价格已至高位，年中开始部分包材价格回落，原材料压力有所缓解。进入 22Q4 后大麦价格持续上涨的势头得到缓解，同时包材成本延续下降趋势，我们预计 23 年啤酒企业成本压力将会得到改善，加上产品结构优化、啤酒企业纷纷提价以及 23 年消费复苏、需求增长的预期，我们认为 2023 年啤酒行业将迎来需求趋势改善，盈利能力将会稳步提高。

青岛啤酒：公司 22Q1-3 实现营业收入 291.10 亿元，同比增长 8.73%；归母净利润 42.67 亿元，同比增长 18.17%。拆分量价看，22Q3 完成啤酒销量 256 万千升，同比+10.64%；吨酒价 3844 元/千升，同比+4.85%。

青啤在国产品牌中具备较强的品牌力，有望充分受益行业高端化。公司一直以来也在大力推动低档酒向主流及高档的升级，主品牌占比稳步提升。22 年公司夜场等渠道受疫情影响明显，纯生等中高档产品表现受到压制，从而影响均价提升速度；伴随后续消费场景的边际修复，高档酒表现回暖将加速均价上升。未来成本逐步进入下降通道，23 年成本回落红利将充分释放，公司盈利能力稳定向好。风险提示：产品升级不及预期，行业竞争加剧，疫情反复，原材料价格上涨超预期等。

重庆啤酒：公司 2022Q1-3 实现营业收入 121.83 亿元，同比增长 8.91%，归母净利润 11.82 亿元，同比增长 13.27%。拆分量价来看，22Q3 实现啤酒销量 87.8 万千升，同比+1.3%，吨价为 4837 元/千升，同比+3.6%。22 年公司基地市场新疆及西南地区受疫情反复影响，销量有所承压，同时产品结构升级略有放缓。随着后疫情时代来临，需求边际改善，公司销量修复弹性更大。同时公司近期进行 BU 调整，我们预计有利于东部市场的统一运营操作，将强化公司高端产品矩阵的推广。公司产品结构趋于完善，全国销售网络逐步打开，旗下乌苏品牌发展空间充足，中长期我们看好公司在啤酒行业转型期的发展。风险提示：产品升级不及预期，行业竞争加剧，原材料价格上涨超预期等。

燕京啤酒：公司 22Q1-3 实现营收 113.22 亿元，同比增长 9.0%；归母净利润 6.73 亿元，同比增长 19.4%。燕京啤酒是区域性啤酒龙头，拥有广西、北京、内蒙三大基地市场。随着新董事长上任，公司有望加速改革进程，追赶行业脚步，吨酒收入和盈利能力具备较大提升空间。公司近年来持续推动产品高端化，打造燕京 U8 大单品，22 年 U8 旺季延续高速增长，天气转凉后增速放缓，但完成全年目标确定性较强，期待公司品牌力提升、产品结构升级和减亏提效长期驱动业绩增长。风险提示：产品升级不及预期，行业竞争加剧，原材料价格上涨超预期等。

4. 调味品板块：需求复苏主线，关注 B 端修复&成本回落

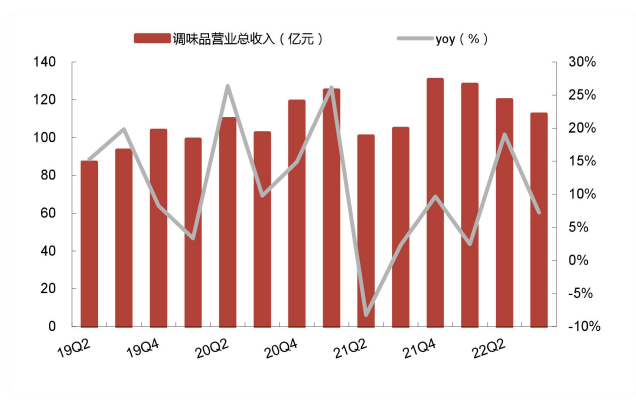
4.1 22 年调味品板块整体表现：需求成本双承压，板块整体疲软

4.1.1 终端需求待恢复，库存短期承压

22 年从需求端来看，受疫情反复影响，居民收入尚未恢复至疫前水平，消费意愿较低。根据国家统计局数据，22Q3 零售总额中餐饮收入为 1.1 万亿元，同比仅增长 1.5%，调味品整体行业销量存在缺口。同时 21 年 Q2 开始由于资本的介入，社区团购发力，对商超客流有分流，调味品行业受到显著影响，酱油、食醋、火锅底料等商超的月度销量持续承压，22 年各大企业均积极拥抱新渠道，通过直销对接、联名合作或指定经销商、指定规格产品等方式应对，期待后续持续改善。同时 22Q3 调味品添加剂事件影响消费者信心

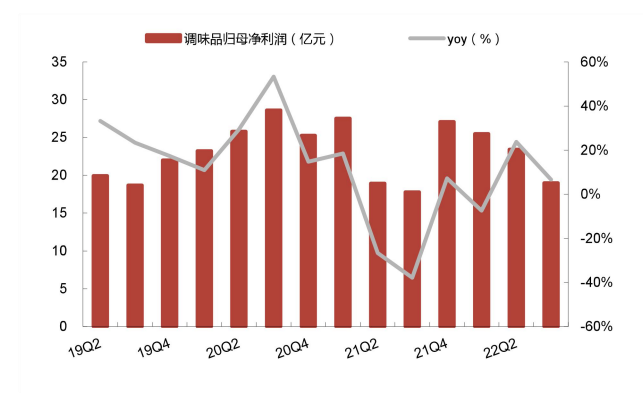
和市场情绪，各地疫情防控封控政策影响市场信心，调味品板块整体表现疲软。从供给端来看，调味品行业当前库存水平较高，前期疫情期间企业为保障业绩，部分透支渠道力，影响了经销商体系，各企业正在积极调整中。

图 40：调味品板块收入（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 41：调味品板块净利润（亿元）及同比增速（%）

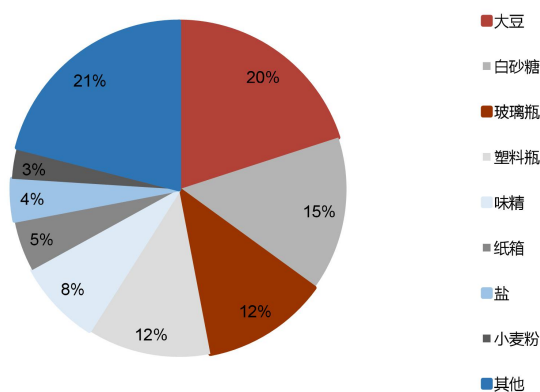


资料来源：Wind，山西证券研究所

4.1.2 原材料价格高位，成本端承压

22 年整体调味品板块成本高位震荡。2022 年初以来，原材料、包材、运费等成本端仍有较大幅度上涨，以大豆、糖蜜、小麦价格为例，截止 11 月底，其均价同比分别+1.41%/+12.04%/+14.61%；22Q3 主要包材铝锭、瓦楞纸及玻璃价格同比有所下降，但主要原材料大豆、白糖、小麦等价格仍维持高位，尽管各企业积极优化费用投放，成本压力下其盈利能力仍有所承压。

图 42：2019 年海天味业生产成本主要构成（%）



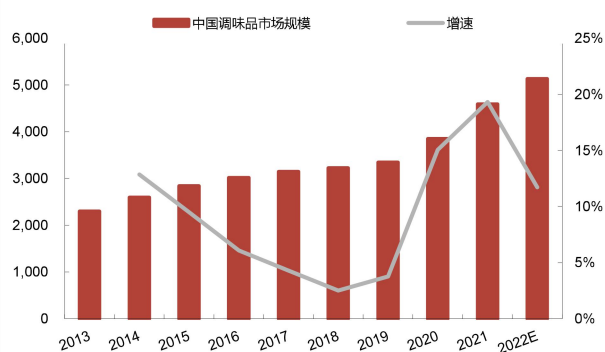
资料来源：公司公告，山西证券研究所

4.2 23 年调味品板块展望：需求复苏主线，关注 B 端修复&成本回落

4.2.1 疫后需求复苏，B 端修复弹性优于 C 端

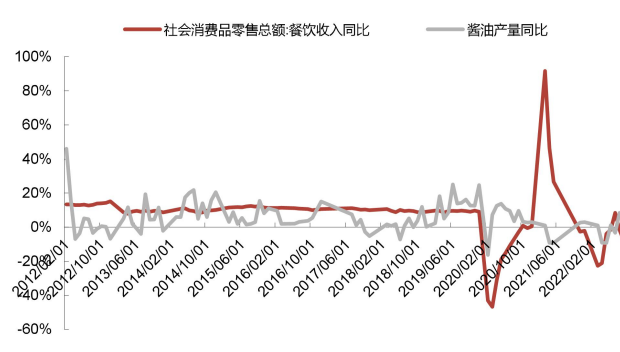
长期来看，消费观念升级以及家庭烹饪转向餐饮，共同推动调味品价、量两方面提升，我们预计未来行业增速有望长期维持在 10% 左右。同时拆分调味品行业需求，餐饮/家庭/食品加工占比分别为 60%/30%/10%。餐饮景气度和底层消费力分别决定了调味品行业的餐饮端和家庭端需求。同时结合本轮疫情的整体调

图 43：中国调味品市场规模（亿元）及同比增速（%）



资料来源：艾媒咨询，山西证券研究所

图 44：餐饮收入&酱油产量同比增速（%）



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

调味品需求表现，可以发现：餐饮是调味品行业需求的同步指标。而餐饮的恢复速度又主要取决于疫情的恢复进度，进而 2023 年调味品行业的需求也一定程度上依赖于疫情的表现及宏观经济的复苏程度。伴随各地疫情防控政策放开，我们认为 23 年调味品板块需求复苏是主线。

短期来看，由于消费者确诊数量增加并逐渐达峰影响下，外出场景恢复有限，居家消费场景仍是主导。随着春节旺季来临，展望 23 年，在防疫政策不断优化精准防控之下，消费场景有望逐步复苏，终端需求逐步改善。对于调味品板块而言，餐饮、聚餐等 B 端需求修复确定性较强，同时考虑到前期餐饮及连锁门店渠道受损较严重，从恢复弹性来看，我们认为 B 端需求恢复要优于 C 端。

4.2.2 成本压力下，企业 21 提价，22 年完成传导

21 年全年在原材料及包材价格不断上涨压力之下，企业出于改善盈利、增厚渠道利润等角度，纷纷于 21 年 10 月后进行提价。从传导速度来看，龙头海天传导速度最快，22 年春节基本完成传导，其他基础调味品基本在 22Q2 完成传导。由于受疫情影响，整体需求表现疲软，此轮提价虽然有助于对抗成本上涨压力，但多数企业提价幅度为个位数，无法完全对冲成本压力。

复盘 2013 年下半年及 2016 年末行业集体提价后的报表表现：1）成本压力缓解：前两轮提价后龙头调

调味品企业毛利率均呈现逐季改善的趋势，且毛利率上行持续 6 个季度左右；2）增长提速：提价如果能够顺利传导至终端，收入将保持较快增长，同时释放盈利弹性。展望 23 年，在疫后时代需求逐步修复，企业收入端增速有望恢复，从而其前期提价的效果也会逐步显现，有效释放业绩弹性。

表 3：2021 年主要调味品企业提价信息梳理

公司名称	公告时间	提价时间	提价产品	提价幅度
海天味业	2021年10月13日	2021年10月25日	酱油、蚝油、酱料等	3%-7%
李锦记	2021年11月1日	2021年12月16日	部分产品	6%-10%
恒顺醋业	2021年11月3日	2021年11月20日	部分产品	5%-15%
加加食品	2021年11月4日	2021年11月16日	加加酱油、耗油、料酒、鸡精和醋	3%-7%
千禾味业	2021年11月17日	2021年11月18日	28个单品（27个酱油/1个醋），一半单品是大单品&中低端产品	5%-6%

资料来源：Wind，山西证券研究所

4.2.3 原材料压力趋缓，有望释放利润弹性

22 年在国际环境动荡、极端天气影响等因素影响下，多项原材料及包材成本涨幅较高，调味品企业毛利率普遍承压。近期多项原材料成本高位向下，其中基础调味品成本向下趋势较为明显，复合调味料方面油脂价格呈下降趋势；酵母方面来看，榨季开启糖蜜成本亦有下降空间。未来伴随需求逐步复苏，原材料压力趋缓，企业收入及利润增速将逐步步入改善通道。

千禾味业：公司 22Q1-3 实现营收 15.5 亿元，同比增长 14.6%；归母净利润 1.9 亿元，同比增长 42.1%。公司近期重新推出股权激励，上调了考核目标，收入及利润目标略超市场预期。23 年伴随疫情逐步趋缓，公司流通渠道不断开拓，同时公司预计将借助行业零添加升级风口，依托自身在零添加的先发优势，大力推广零添加产品，积极进行渠道建设和市场开拓，业绩增长逐步向好。风险提示：疫情反复，行业竞争加剧，原材料成本快速上升，食品安全问题等。

海天味业：公司 22Q1-3 实现营收 190.94 亿元，同比增长 6.11%；归母净利润 46.67 亿元，同比减少 0.86%。公司 B 端餐饮占比高，22 年多地疫情封控之下承压较重。后疫情时代餐饮需求修复将为公司收入带来显著弹性。目前公司渠道库存仍处于高位，餐饮回暖有望帮助消化渠道库存，推动经销商经营回归良性状态。疫情以来，公司积极加码家庭消费渠道，C 端份额和竞争力加速提升。酱油添加剂事件催化公司加速推广零添加系列产品，助力产品结构升级，卡位下一个消费升级风口，长期我们看好公司作为行业龙头的稳健增

长。风险提示：宏观经济影响下销售不及预期，行业竞争加剧，原材料成本快速上升，新品推广不及预期，食品安全问题等。

安琪酵母：公司 22Q1-3 实现营收 89.8 亿元，同比增长 18.3%；归母净利润 8.97 亿元，同比减少 11.9%。公司 21Q4 国内提价在 22 年消化完成，海外持续高增。下半年国内需求逐渐恢复，收入端维持稳健增长。随着水解糖产能逐渐投产，公司成本天花板锁定，且 23 年糖蜜成本存在下降空间，盈利能力有望逐步改善。长期来看，国内烘焙行业仍处于快速发展阶段，海外酵母供应链被俄乌冲突打乱，公司有望持续扩张海外市场份额，酵母主业有望持续增长。此外 YE 等衍生品业务也有望提供业绩增量。风险提示：行业需求低于预期，原材料价格波动风险，食品安全风险，疫情反复等。

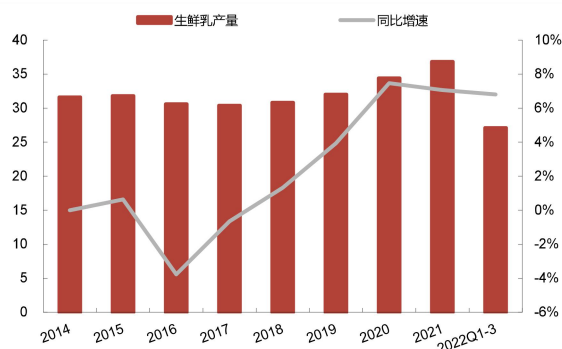
5. 乳制品板块：场景+消费力逐步恢复，盈利有望回升

5.1 22 年乳制品板块整体表现：品类需求分化，高毛利产品增速放缓

5.1.1 乳制品增速放缓，品类需求分化

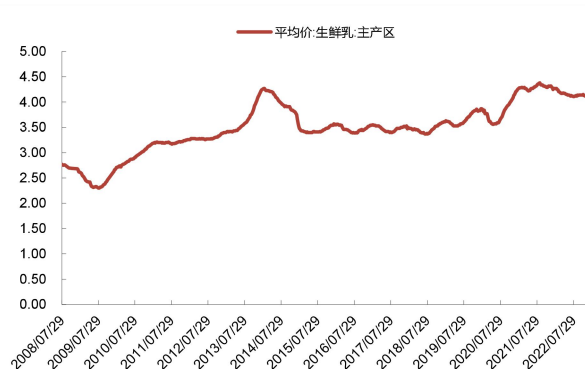
22 年疫情超预期反复，一是送礼场景缺失、消费力受损。常温白奶刚需属性较强，整体需求保持平稳增长，但高毛利产品增速放缓，行业品类需求分化。其中酸奶因消费场景及消费意愿受到抑制，尤其是低温酸奶板块收入和盈利能力承压；二是物流效率下降致使促销压力加大。在此背景下，各企业全力保障产业链稳定，上游加大基础白奶产销帮助消化过剩奶源，但一定程度上也拖累了产品结构；下游渠道端主动控货，降低经销商压力。22Q1-3 乳制品板块分别实现营业收入/归母净利润 1469.98/93.49 亿元，同比 +8.46%/-6.00%。

图 45：全国生鲜乳产量（百万吨）及同比增速（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 46：中国主产区生鲜乳价格走势(元/公斤)



资料来源：Wind，农业部，山西证券研究所

5.1.2 原奶价格高位小幅走低，需求疲软拖累毛利率水平

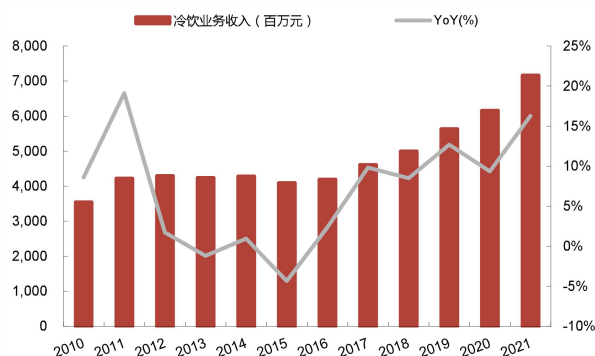
本轮原奶价格走势主要受上游养殖成本、奶牛存栏、生鲜乳需求三方面影响。供给端来看，受海外经济通胀影响饲料成本仍保持高位，同时进口大包粉、物流运输等价格同比大幅上涨，推高牧场养殖成本；同时奶牛存栏量逐步释放，原奶供应随之释放并缓和供需矛盾；需求端来看，22 年受疫情反复影响，行业景气度有所回落。综合影响之下，22 年原奶价格呈现高位震荡下行的趋势。同时由于 22 年乳制品整体需求疲软，企业促销力度加大，一定程度上拖累毛利率水平。

5.2 23 年乳制品板块展望：场景+消费力逐步恢复，盈利有望回升

5.2.1 龙头企业积极布局新业务，培育新的盈利增长点

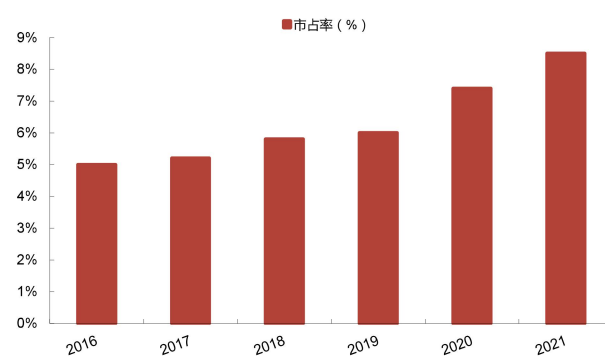
总体而言，22 年在行业需求整体承压之下，龙头企业也积极布局新业务，培育奶粉、奶酪等潜在盈利增长点。其中伊利将奶粉业务作为第二大战略重点板块，在国产奶粉市占率不断提升背景下，其自身奶粉业务市占率快速提升，同时并表澳优以来寻求协同发展，其奶粉及奶制品 22Q1-3 增速高达 60%以上。同时在部分子板块由于需求&成本双承压，使得行业小企业加速出清，龙头顺势抢占市场份额，例如冷饮板块，伊利 22Q1-3 冷饮业务增速达 32%；蒙牛 22H1 冷饮业务增速达 30%。展望 23 年，龙头企业将继续在潜在盈利增长点积极布局及发力，助力其业绩增长。

图 47：近年伊利冷饮业务及同比增速（%）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 48：伊利婴配粉业务市占率持续提升（%）



资料来源：伊利推荐演示材料，山西证券研究所

5.2.2 需求恢复+成本压力趋缓，盈利逐步回升

22 年龙头企业经营基础进一步夯实，展望 23 年，当疫情防控放开后，消费场景及消费力逐步恢复，行业需求回暖，高端白奶、酸奶等产品需求回升，产品结构有望逐步修复。在原奶价格稳中有降背景之下，

预计板块毛利率重回上升通道。当下板块估值处于低位，预计 23 年板块绝对收益空间确定性较强。

伊利股份：公司 22Q1-3 实现营业总收入 938.61 亿元，同比增长 10.42%；归母净利润 80.61 亿元，同比增长 1.47%。公司奶粉业务由于内生增长及并表澳优实现高增，占比显著提高。22 年疫情原因液态奶消费疲软，送礼场景缺失，高端白奶增长放缓。基础白奶消费维持较强刚性。展望 23 年，随着疫情好转，消费场景回归，我们看好低温白奶的较快增长，同时看好高端白奶的消费复苏。长期来看，随着消费习惯的培育，乳制品行业规模仍有较大增长空间。公司作为行业龙头当下估值优势凸显，进入中长期配置区间。风险提示：食品安全问题，行业竞争加剧风险，成本超预期上升，行业需求增长不及预期，海外业务进展不及预期等。

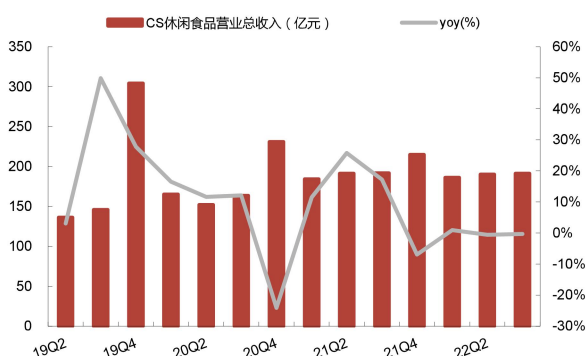
6. 休闲食品板块：关注零食专营渠道，成本下行有望释放利润弹性

6.1 22 年休闲食品板块整体表现：板块业绩承压，零食专营渠道表现亮眼

6.1.1 需求及渠道承压，整体板块表现疲软

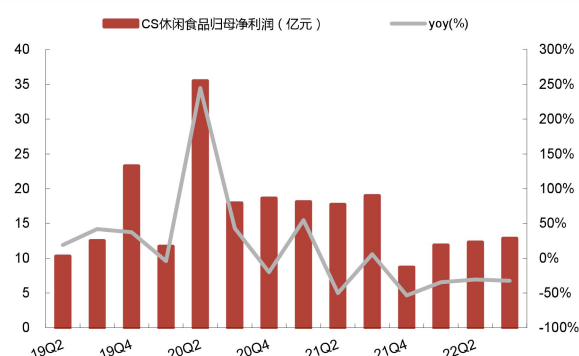
休闲食品行业前三季度在疫情反复扰动影响下，需求及商超客流受挫，整体板块经营业绩承压。22Q1-3/22Q3 休闲食品板块分别实现收入 567.32/191.17 亿元，同比+0.01%/-0.32%；分别实现归母净利润 37.03/12.84 亿元，同比-32.46%/-32.40%。黄豆、禽类、豆油、棕榈油等成本端压力仍在，甚至部分原材料价格高位继续上行，板块 22Q3 盈利同比表现欠佳。

图 49：休闲食品板块收入（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 50：休闲食品板块归母净利润（亿元）及增速（%）



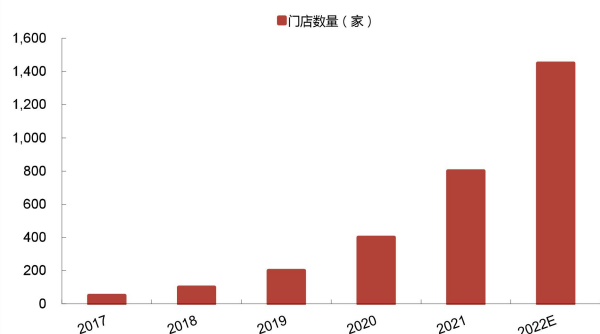
资料来源：Wind，山西证券研究所

6.1.2 疫情下消费有所分化，零食专营渠道放量

22 年在各地疫情反复影响之下，一定程度上催化消费习惯有所分化。尤其在零食领域，在收入预期向

下、同时消费者忠诚度不高的背景下，消费者向更具性价比的零食品牌转向。主打性价比的零食贩卖店，在华东、华南及西南市场开始兴起，比如零食很忙、好特卖及赵一鸣等品牌发展迅猛，其特点为零售、贩卖及性价比。其中零食很忙全国门店数量已突破 1200 万家，2022 年预计年销售额可达 60 亿元，同比实现翻倍增长。

图 51：零食很忙近 5 年门店数量不断增长（家）



资料来源：Foodtalks，山西证券研究所

图 52：零食很忙门店展示



资料来源：零食很忙官网，山西证券研究所

6.2 23 年休闲食品板块展望：关注零食专营渠道，成本下行有望释放利润弹性

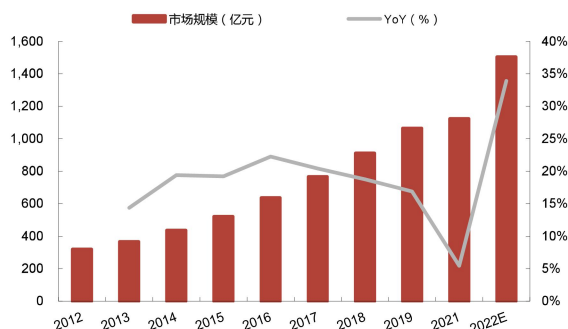
6.2.1 卤制品子板块：长期看卤制品行业高景气度，疫后龙头有望强势复苏

根据 Frost & Sullivan 数据显示，2020 年我国休闲零食行业市场规模突破 12000 亿元，近五年复合增长率约为 12%，行业整体景气度高。其中休闲卤制品行业市场规模预计在 2025 年将达到 2799 亿元左右。同时休闲食品各个细分行业增速呈现较为明显的分化，其中糖果蜜饯/膨化类/饼干等细分品类发展较为成熟，年复合增长约在 5%-8%，并且品牌竞争格局相对确定。休闲卤味/坚果炒货/烘焙类等细分赛道仍大有可为，平均增速双位数以上，行业集中度相对较低，行业景气度相对高。头部企业有望通过在产品、品牌、供应链端等的优势，享受行业高增速的同时收割小型企业的市场份额，有望强者愈强。我国休闲卤制品行业竞争格局较为分散，2020 年 CR3 仅为 9.57%，小作坊、夫妻店仍占行业约 80%左右市场份额，龙头企业仍具有很大大市场占有率提升空间。

22 年全国疫情多点散发，在疫情管控人流减少和消费力疲软背景下，休闲卤味单店需求受到较大影响。同时 22 年在成本端，由于鸭副等原材料价格处于历史高位，卤味龙头盈利能力也承压较重。展望 23 年，后续疫情放开后，卤味门店单店营收恢复具备较大空间，交通枢纽单店恢复弹性也较高，在成本端压力逐

步缓解下，利润弹性随之逐步释放。同时，卤味龙头在疫情期间开店数量保持稳定增长，疫后有望加速行业出清，利于龙头市场份额提升。

图 53：休闲卤制品行业市场规模(亿元)及同比增速(%)



资料来源：中国产业信息网，山西证券研究所

图 54：近期毛鸭平均价跟踪（元/500克）



资料来源：Wind，山西证券研究所

绝味食品：公司 2022Q1-3 实现营收 51.2 亿元，同比增长 5.64%。21-22 年疫情下，公司保持快速开店策略，后疫情时代市占率将明显提升。同店方面近期由于多地确诊病例达峰承压明显，未来疫情影响逐步减弱，同店修复弹性可期。成本端环比有望改善，推动毛利率边际回升。疫情相关的补贴 23 年也将大幅减少，进一步推升净利率。公司持续推动品牌年轻化、品牌势能提升，强化自身竞争力。此外，公司第二增长曲线逐步兑现，逆势加码佐餐卤味赛道，后疫情时代随着疫情修复有望迎来快速发展。风险提示：行业竞争加剧，行业需求增长不及预期，渠道拓展不及预期，原材料等成本快速上升，食品安全问题等。

6.2.2 休闲零食子板块：需求分层背景下，继续寻找渠道扩张个股

22 年疫情期间休闲零食需求呈分层态势，一方面，会员类商超、品牌专营店拥抱新中产，另一方面，前文提到主打性价比的零食贩卖店店迎来高增。企业表现相应分化，渠道型零食企业普遍承压，制造型企业拓展渠道及改革逻辑下更加稳健。

展望 23 年，疫情期间休闲零食消费场景的缺失本身不明显，故行业收入端预计呈弱复苏态势。同时伴随零食贩卖店渠道预计将进一步下沉，其营收规模仍有望保持良好增长。其中率先在该渠道布局的休闲食品品牌有望在该渠道下沉放量期间，不断提升市占率从中受益，比如盐津铺子、甘源食品。盐津铺子 22Q1-3 在零食专营渠道的营收占比达 10%左右，贡献的业绩增量超预期。行业利润端，在油脂及包材等成本下行背景下，预计整体成本稳中有降，盈利有望修复。

甘源食品：公司 22Q1-3 实现营收 9.69 亿元，同比增长 13.26%；实现归母净利润 0.90 亿元，同比增长 15.83%。2021 年底公司对口味型坚果和米制品等新品进行储备，2022 年安阳新工厂正式投产。虽受到

疫情冲击导致部分招商节奏受阻，但还是在保证“老三样”稳健增长的同时实现新品的快速放量。展望 23 年，公司零食专营渠道的拓展情况良好，有望加速成长；商超会员店渠道已基本实现进场，KA 渠道的铺货稳步推进，随着试吃等营销动作的跟进，相关产品有望逐渐放量；利润端，随着棕榈油价格的回落，叠加河南工厂产能逐渐跑满，公司盈利能力有望逐步改善。风险提示：行业竞争加剧，渠道拓展不及预期，原材料等成本快速上升，食品安全问题等。

盐津铺子：公司 22Q1-3 实现营收 19.70 亿元，同比增长 21.01%；归母净利润 2.19 亿元，同比增长 182.85%，营收与净利润双高增。2021 年公司全面启动战略转型升级。精简 SKU 数，聚焦五大核心品类，提高产品销售效率。同时布局定量装产品，渠道积极拥抱零食系统，线上线下全渠道发力。产品从“高成本下的高品质+高性价比”升级成“低成本上的高品质+高性价比”，由渠道驱动增长升级为“产品+渠道”双轮驱动。风险提示：行业竞争加剧，渠道拓展不及预期，原材料等成本快速上升，食品安全问题等。

7. 风险提示

- 1、经济增速不及预期：**若疫情防控政策不断优化后，经济增速回暖不及预期，或将影响消费修复不及预期，导致消费品增速不及预期；
- 2、行业竞争加剧：**白酒、啤酒、乳制品等子板块存在行业竞争加剧环境下行业增速不及预期；
- 3、原材料价格上升超预期：**食品饮料行业上游原材料及相关包材价格波动会影响生产成本，若原材料及包材价格大幅上涨超预期，各子板块结构升级与产品提价存在不顺畅风险，从而导致业绩不及预期；
- 4、食品安全问题：**若产品出现品质问题将影响产品品牌、公司形象及业务经营；
- 5、其他相关政策出台影响行业需求以及企业改革不及预期等。**

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话: 010-83496336

