



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

食品饮料行业2023年春季投资策略

疫情放开+春节动销超预期，行业值得期待

西南证券研究发展中心
食品饮料研究团队
2023年3月

核 心 观 点

- 在疫情放开+白酒春节动销略超预期的大背景下，食饮板块自22Q4开始，已进入复苏预期——估值修复阶段，2023年板块基本面将呈现先抑后扬的趋势，**板块整体值得期待**：
- ◆ **白酒：一线名酒和地产酒去库存较为理想，次高端有望迎来渠道拐点**：展望2023年，名优白酒受益于疫情放开后的复苏，品牌化和消费升级的逻辑依旧清晰，白酒板块攻守兼备，估值水位已回落至历史中枢位置。一线名酒春节总体动销好于预期，高端动销两旺，量价齐升，库存下降；次高端春节备货、回款下降20%—50%不等，动销量下滑，但库存逐步下移，23年伴随经济复苏和消费场景恢复，次高端弹性可期；地产酒受益于返乡人群增加，销量均有不同程度增长，但并未发现产品结构升级，关注Q2商务/宴席等带动的量价情况。
- ◆ **啤酒：寡头格局维持稳定，量增空间有限，产品结构升级与提价推动行业高端化程度持续提升**；产能优化步入新阶段，高端产能投放加速叠加规模效应，盈利能力进入快速提升阶段，推荐重庆啤酒（600132）、青岛啤酒（600600）、华润啤酒（0291.HK）。
- ◆ **乳制品**：受疫情影响，行业收入增速放缓，同时产品结构升级不及预期，消费两级分化趋势明显；乳制品企业整体盈利表现不佳。但2023年随着疫情的放开，行业需求端将会明显好转，龙头企业通过结构升级、减少费用投放、直接提价等方式以改善盈利的能力更强，将充分受益；长期看，原奶无周期或弱化，利于下游盈利能力提升，重点推荐伊利股份（600887）。
- ◆ **调味品**：随餐饮业的复苏，行业格局将会有所好转。高线市场高端升级+低线市场渠道下沉+餐饮复苏，抗周期能力强，产品结构升级和集中度提升两大行业增长逻辑不变；优选基本面扎实、业绩确定性强的细分子行业龙头企业，推荐海天味业（603288）、恒顺醋业（600305）。
- ◆ **速冻食品**：龙头优势明显，长期增长可期。速冻火锅料行业增速10%左右，龙头企业规模优势明显；米面制品竞争较为激烈，同时B端与C端渠道相互渗透，加速中小品牌出清，利于行业集中度提升，推荐安井食品（603345）、三全食品（002216）。
- ◆ **食品综合**：推荐各子板块龙头，重点推荐安琪酵母（600298）、绝味食品（603517）、洽洽食品（002557）、盐津铺子（002847）、桃李面包（603866）等子板块龙头和优质个股。
- ◆ **风险提示**：高端酒价格或大幅下滑；原材料价格波动风险；经济增速大幅放缓风险。

目 录

白酒：库存去化较为理想，结构升级依然是主旋律

啤酒：寡头垄断格局确立，步入高端化快车道

乳制品：原奶周期弱化，龙头有望充分受益

调味品：餐饮复苏-需求向上，格局略有变化短期阵痛

速冻食品：借力餐饮规模化，行业高景气持续

食品综合：优选优质子板块龙头

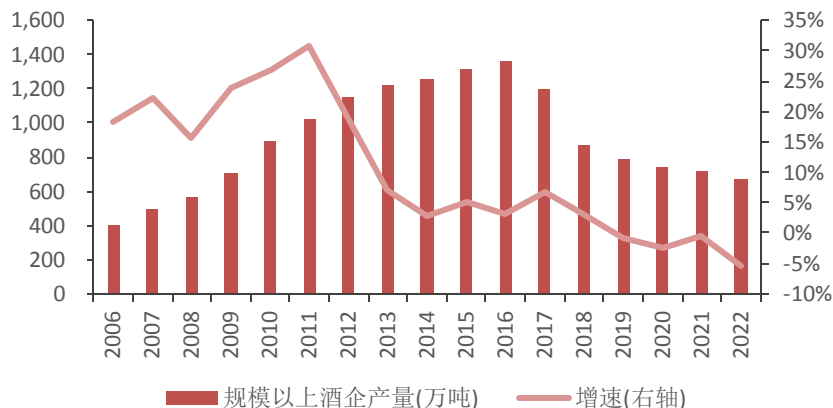
2023年投资标的推荐

白酒：一线名酒和地产酒去库存较为理想，次高端有望迎来渠道拐点

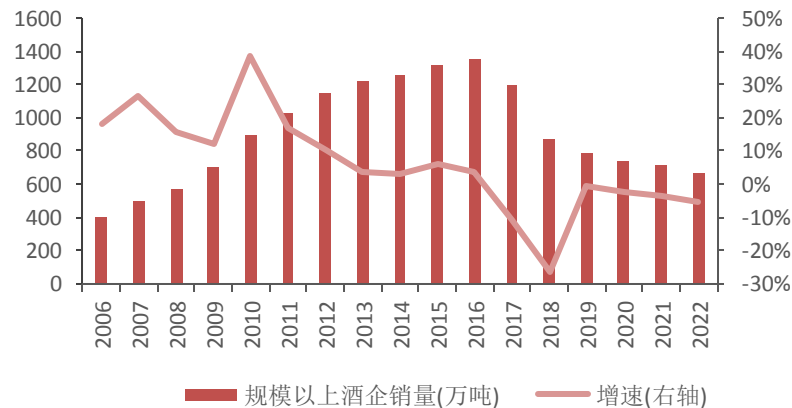
- **白酒需求韧性十足**：2022年，在消费和餐饮业需求疲软的背景下，白酒消费端表现出强大的增长韧性，高端酒收入延续双位数以上增长；次高端虽有所分化，但消费升级和全国化扩张的大趋势未变，收入和利润继续保持增长；苏酒、徽酒受益于苏、皖较好的经济状况，依然保持稳健增长，同时全国化扩张和升级同步进行。
- **疫情放开+春节动销超预期，估值修复，回归至中枢**：2022年，白酒板块需求受到疫情和经济的双重冲击，高端、次高端批价有所下移，股价逐步下移；22Q4确定疫情放开+春节动销超预期，短期板块估值有所修复，整体估值已回落至历史中枢位置。
- ◆ **高端酒**：高端酒最为稳健，竞争格局最为优异，2022年消费大环境低迷的背景下，高端酒批价略有下移，但整体稳定，终端动销旺盛，增长韧性较高。茅台表现稳健，五粮液周转快、动销顺畅，高度国窖价盘稳健，低度走货较快，内参、青花郎、部分酱酒高端动销有所承压。春节总体动销好于预期，高端动销两旺，量价齐升，库存下降，五粮液表现尤其突出，重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖。
- ◆ **次高端**：汾酒青花持续高增，玻汾延续供不应求，核心单品全年价格稳定、库存良性。汾酒整体产品结构升级持续，全国化扩张延续靓丽增长。舍得、酒鬼酒、水井坊是纯粹次高端，22年由于疫情反复和宏观经济承压，需求端压力凸显，招商铺市节奏放缓，短期集中于消化渠道库存；春节备货、回款下降20%—50%不等，春节期间动销量下滑，但库存逐步下移，23年伴随经济复苏和消费场景恢复，次高端弹性可期，推荐山西汾酒、水井坊。
- ◆ **苏酒、徽酒**：地产酒受益于返乡人群增加，销量均有不同程度增长，但并未发现产品结构升级，关注Q2商务/宴席等带动的量价情况。江苏经济发展强劲，消费升级引领全国；安徽经济活跃度高，主流价位稳步升级，需求表现较为亮眼。苏酒双强升级节奏强势，M6+全国化品牌形象不断夯实，国缘开系表现亮眼；古井龙头优势明显，古16、古20接棒升级，全国化大单品已初具雏形；洞藏系列延续亮眼表现，渠道渗透率快速提升；口子窖积极推进改革，渠道和组织体系改革成效明显。推荐今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖。

白酒：行业进入挤压式增长阶段，业内企业竞争是主要格局

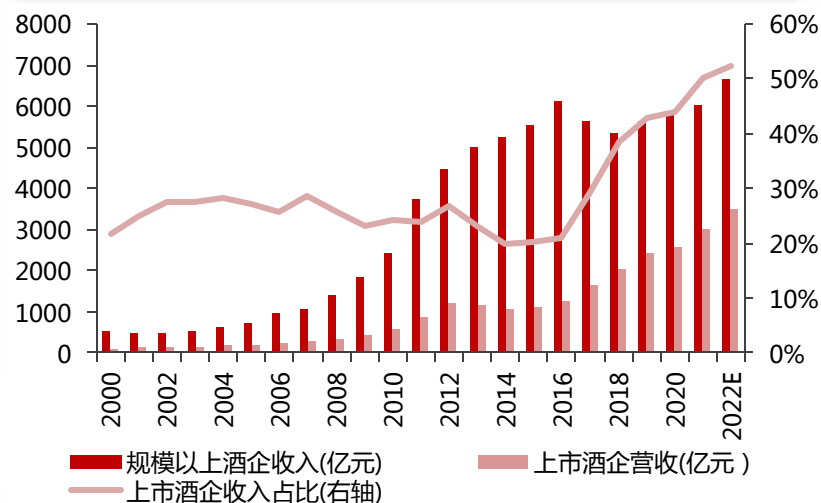
白酒产量有所下移



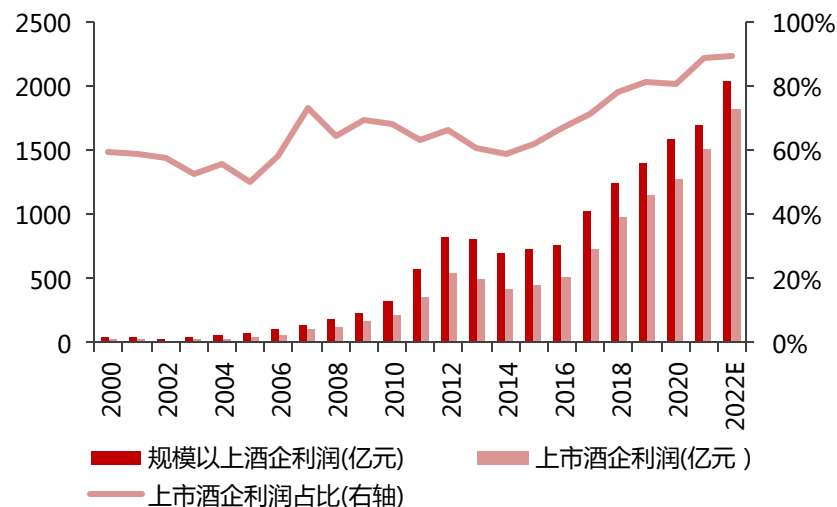
白酒销量基本稳定



上市公司收入市占率提升至52%左右



上市公司利润市占率提升至90%左右

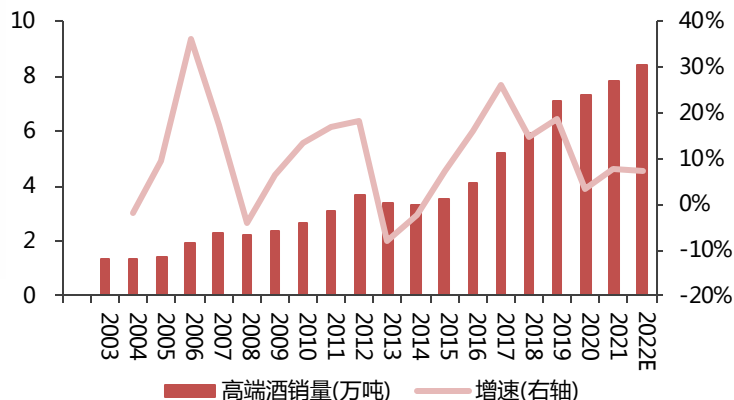


白酒：名优白酒占位品牌优势，积极开拓市场

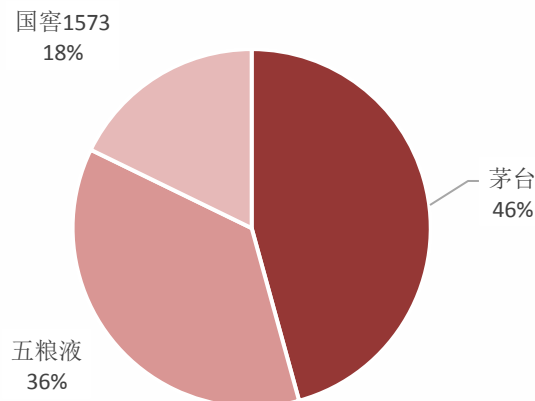
□ 高端：需求依旧稳健增长，批价有所下移，但整体稳健

- ◆ **茅台**：22年茅台表现突出，收入端较21年提速成长，I 茅台获得消费者广泛好评，带动直销占比和吨价提升，产品和渠道结构持续优化。23年茅台酒仍将延续量价齐升，茅台1935千元大单品有望继续放量，带动系列酒延续高速增长。
- ◆ **五粮液**：千元价位绝对龙头，以及行业第二品牌的地位没有改变，23年伴随着宏观经济向好和消费场景恢复，有望实现加速增长。
- ◆ **国窖**：22年高度国窖价盘稳定、表现稳健，低度国窖快速走量，腰部特曲、特曲60版实现30-40%的高速增长，增长势能强劲。23年公司将聚焦华北、西南等核心市场，华东、华南市场开拓顺利，预计新兴市场贡献较大弹性，公司增速仍将领跑高端酒。

高端酒销量持续稳定增长



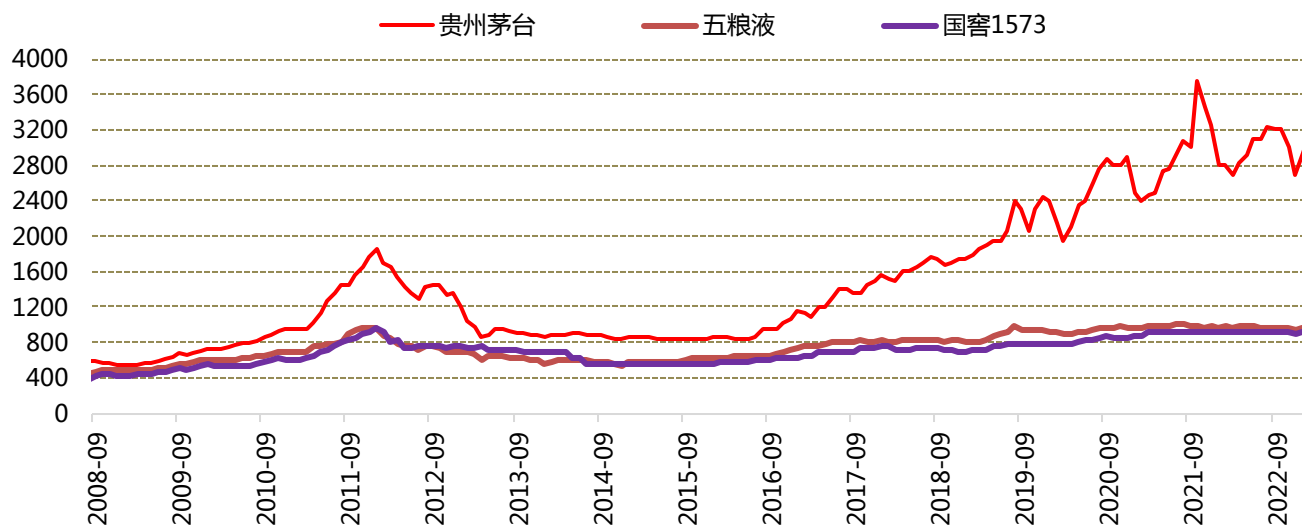
2022年高端酒销量市场份额



白酒：高端酒批价——行业稳定决定因素

- 高端酒批价对于白酒行业尤其重要，直接反映行业景气度和供需状况。在宏观经济有所承压，消费和餐饮业需求较为疲软的背景下，高端酒体现出极强的增长韧性，全年批价保持在相对稳定的水平。整箱普茅批价始终处在3000元以上的高位，散茅价格则受疫情对消费场景的冲击略有波动，当前维持在2750-2800元左右；五粮液和国窖坚持量价平衡策略，精准控制发货节奏，保障批价维持在合理区间，厂家量价管控能力日臻成熟。

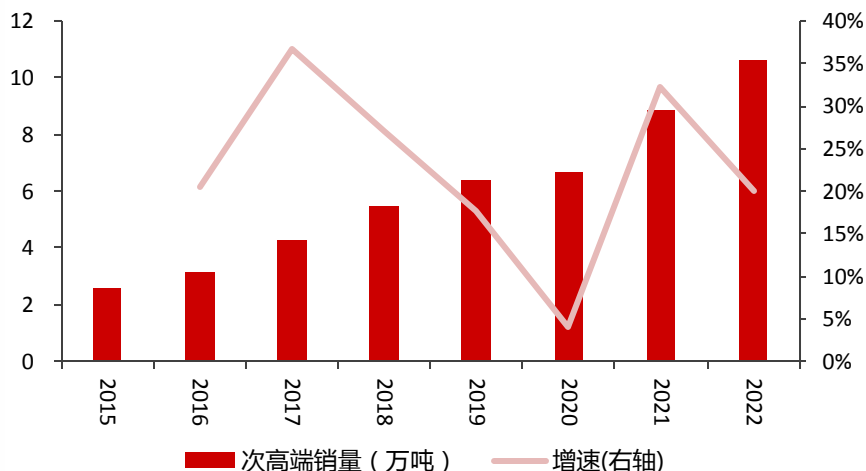
高端酒一批价变化趋势（单位：元）



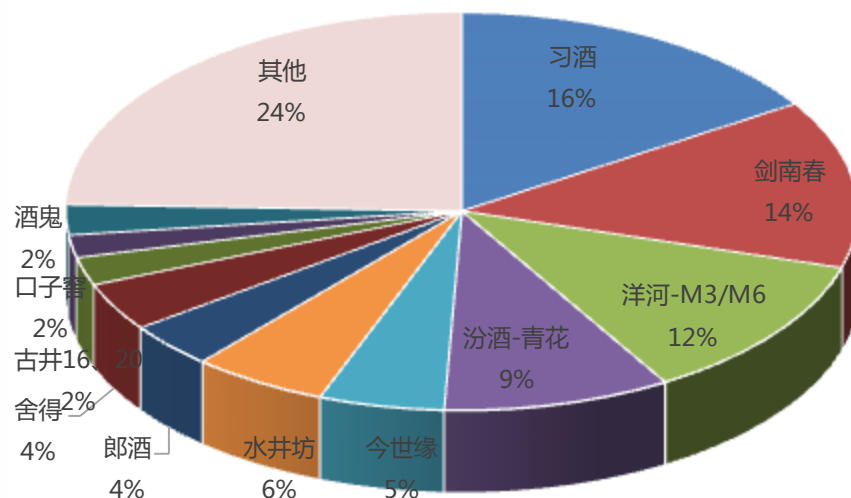
白酒：名优白酒占位品牌优势，积极开拓市场

- **次高端：短期承压，先抑后扬，看好复苏后的机会。** 疫情短期对次高端冲击最大，随着放开后的稳态，次高端基本面有望在23Q1-Q2迎来触底向上。白酒从销售来看，金字塔结构明显，次高端受益消费升级最为明显，在行业向好之时，爆发力最为明显，看好次高端23Q2之后的业绩弹性。
- ◆ **汾酒：**公司延续“拔中高、控底部”的产品策略，青花系列继续高增，其中青20增速最快，复兴版扎实推进圈层营销，消费热度渐起；玻汾延续控量策略，渠道处在供给紧平衡，新品献礼版玻汾有序向渠道导入；腰部巴拿马和老白汾性价比突出，在宴席市场有不俗表现。
- ◆ **舍得、酒鬼酒、水井坊：**22年由于疫情反复和宏观经济承压，需求端压力凸显，招商铺市节奏放缓，短期集中于消化渠道库存；23年伴随经济复苏和消费场景恢复，次高端弹性可期。
- ◆ **洋河梦、古20、今世缘K/V：**主流价格带提升背景下，地产酒龙头次高端价位快速增长。

次高端销量快速增长



2022年次高端市场份额



白酒：渠道——名酒引流效应显著，看好次高端名酒全国化机会

□ 渠道角度：名酒引流效应显著，看好次高端名酒全国化机会

- ◆ 名酒引流效应越发显著，汾酒、水井坊、酒鬼酒、舍得等品牌，依托其全国性名酒的品牌基因，叠加积极主动的招商策略，经销商数量快速增加。
- ◆ 经销商是否具有名酒代理权成为核心竞争力，拥有茅台、五粮液代理权占据制高点。
- ◆ 名酒厂家投入力度大，渠道费用支持，高端酒批价上升，渠道利润增厚；同时，渠道更加侧重于与厂家配合，积极开拓市场，注重终端动销；在信息化为主的管理系统下，厂家议价权增强，对于渠道的管控更加趋严。

不同层级白酒渠道运营模式

层级	特征	渠道模式
高端	品牌为主，渠道为辅	直营+经销商，团购占比较大，经销商也以专卖店为主，厂家和经销商可同时供货大型KA，厂家有直接合作电商。厂家侧重于文化和品鉴，茅台直营占比持续提升。
次高端	品牌和渠道双轮驱动	经销商为主，烟酒店流通渠道走货为主。次高端既要有好的品牌，又需要强渠道运营能力，品牌数量众多，竞争比高端更加激烈，渠道的通路和消费者重复购买率至关重要。
中低端	渠道驱动为主，份额向强势品牌集中的趋势明显	经销商为主，主要以烟酒店和KA零售为主。消费者品牌忠诚度不高，品牌之间转换成本低；但近年来，中低端酒市场份额向该价位段强势品牌集中的趋势明显。

白酒：库存——良性、弱周期成为主旋律

- 2016年白酒复苏以来，库存并未持续累加，基本处于良性状态，随着厂家调控和信息化系统渗透，名优白酒库存周期有望平滑。短期来看，对于名优白酒，渠道库存需要关注，但并不是核心重点，未来以厂家主导的平滑行业周期值得期待。
- ◆ 名酒厂家关注可持续增长，不会主动压很多库存，一旦发现库存高企，主动控量保价。2018年6、7月份五粮液和国窖控量；2020年疫情之下，3月份开始各大酒厂控货；2022年四季度厂家控货。
- ◆ 名优厂家均采用更加精细化，对于库存的把控能力较强。
 - 基本采用扁平化运作+深度分销模式，厂家销售人员大幅增加，对于市场管控更加到位。
 - 信息化系统的导入和使用，增强厂家对于渠道和终端的管理能力。
- ◆ 名优白酒价格，除茅台外，渠道利润并不丰厚，并未触发渠道大规模囤货行为。类比于2012年之前白酒的黄金十年期，此轮白酒复苏周期较短，除茅台外，鲜有渠道暴利的情况，经销商基本没有主动大规模囤货行为。

目 录

◆ 白酒：库存去化较为理想，结构升级依然是主旋律

◆ 啤酒：寡头垄断格局确立，步入高端化快车道

◆ 乳制品：原奶周期弱化，龙头有望充分受益

◆ 调味品：餐饮复苏-需求向上，格局略有变化短期阵痛

◆ 速冻食品：借力餐饮规模化，行业高景气持续

◆ 食品综合：优选优质子板块龙头

◆ 2023年投资标的推荐

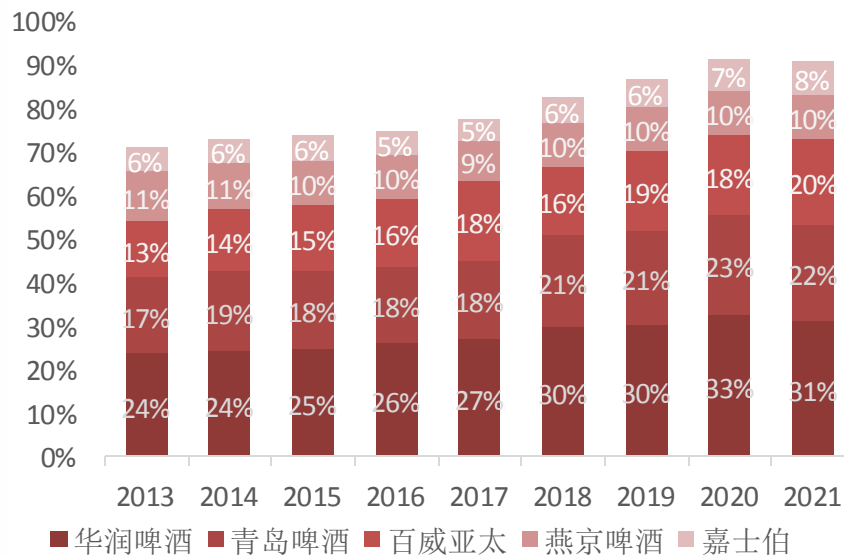
啤酒：三年疫情枷锁终去，23年高端化迎风起舞

- **疫情冲击难掩高端化升级浪潮**：22年上半年奥密克戎疫情全国范围内爆发，致使Q2行业整体销量受损严重；但Q3各大龙头抓住旺季窗口期奋起直追，统计局数据显示1-10月全国啤酒产量同比+0.6%；预计全年行业产量基本持平。从产品结构上看，龙头企业次高及以上啤酒增速基本维持双位数以上增长，仍领跑其他价格带；同时现饮消费场景受限，也推动了中高端非现饮啤酒的飞速发展，听装酒为稳固销量大盘贡献良多。
- **成本端压力舒缓**：22年上半年受俄乌战争冲突影响，啤酒主要原材料大麦及包材等均有大幅上行，压制酒企盈利空间。截至12月，除大麦外铝材、玻璃等关键原材料价格已有部分回落，预计23年全年成本端增幅将维持低单位数。
- **疫情解封，消费场景持续复苏**：短期来看，疫情放开将导致短期客流量有明显下滑，同时23年春节较为靠前，备货时点前置叠加去年Q1高基数，酒企能否顺利实现开门红仍需持续跟踪。自23Q2起，在疫情放开后的第一波感染高峰期结束后，现饮消费场景将迎来明显复苏，同时22Q2低基数效应下，啤酒行业基本面有望迎来强势表现。
- ◆ **全国性龙头**：华润啤酒因其庞大市占率，受疫情影响最为严重；但润啤高端化步履坚定，一方面深挖次高大单品SuperX在流通端潜力，另一方面高档价位喜力全国化与全麦纯生强势上位，将有力提振雪花在超高端市场份额。青啤得益于华北沿黄强势市场的坚实基础，全年销量表现优于行业整体；此外明年现饮恢复下高端化进程加速亦值得期待。推荐华润啤酒、青岛啤酒。
- ◆ **区域性龙头**：重庆啤酒22年受华东疫情及渠道改革磨合期等影响，大单品乌苏阶段性承压；但22年两大腰部品牌重庆及乐堡表现出色；随着乌苏渠道端的持续改善以及内部BU管理结构的优化完成，重啤23年业绩弹性恢复可期。燕京啤酒大单品U8全年高速增长，且除华北外空白市场23年仍大有可为；同时在内部管理改革持续推进，漓泉品牌触底反弹等有利因素下，燕啤23年高增势头有望延续。推荐重庆啤酒。

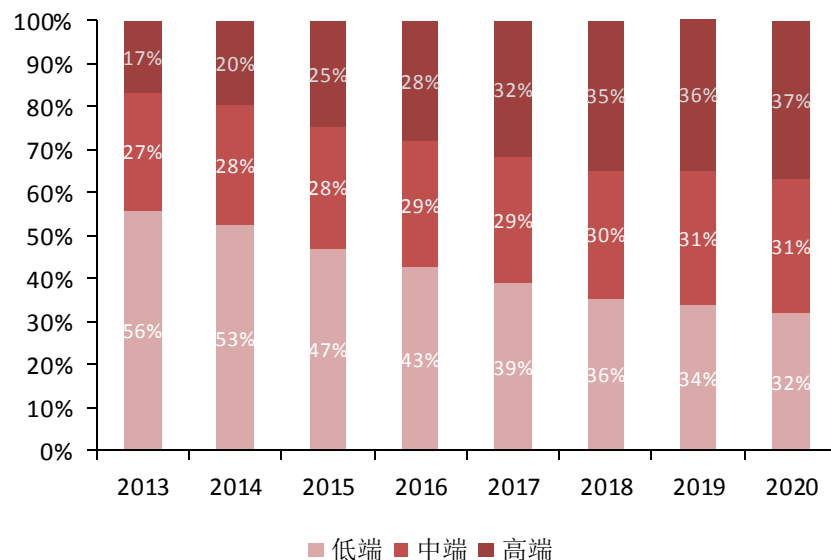
啤酒：寡头垄断格局确立，高端化成行业共识

- **行业进入寡头垄断阶段，CR5突破90%。**历经多年跑马圈地与扩张并购，目前绝大部分省份竞争格局已确立，牢固的基地市场保证了龙头公司业绩下限。此外2010-2015年间啤酒行业价格战激烈，一方面拉低行业整体利润率，另一方面加速中小产能出清；行业CR5由70%迅速提升至90%以上，寡头垄断格局日趋稳固。纵观食品饮料众多子板块，啤酒享有极佳的竞争格局，行业竞争趋于理性。
- **高端化成为行业共识，啤酒步入发展快车道。**在行业利润率持续低下、低端啤酒消费下滑、进口啤酒连年高增等因素共振下，行业由规模为先向利润导向转变，产品结构升级成为行业主线逻辑。中高档啤酒收入占比从2011年38%上升至2020年68%，国内中高端啤酒市场正迅速扩容。

啤酒行业CR5变化



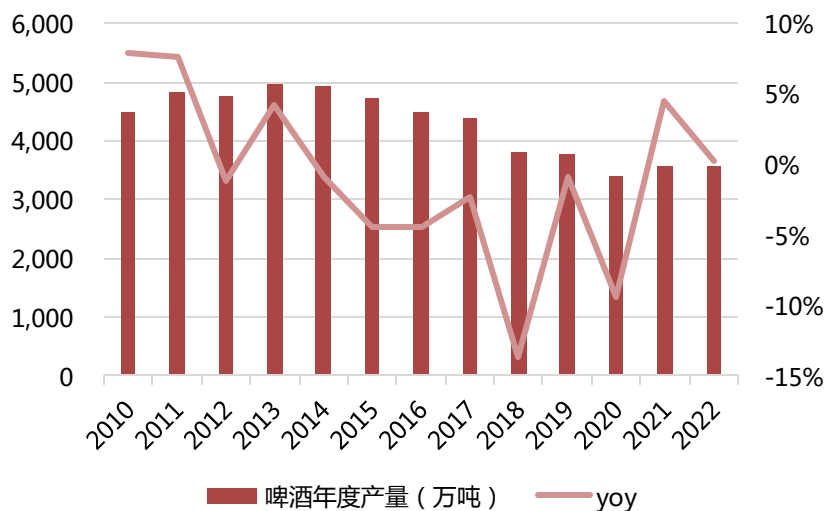
高档啤酒收入占比快速提升



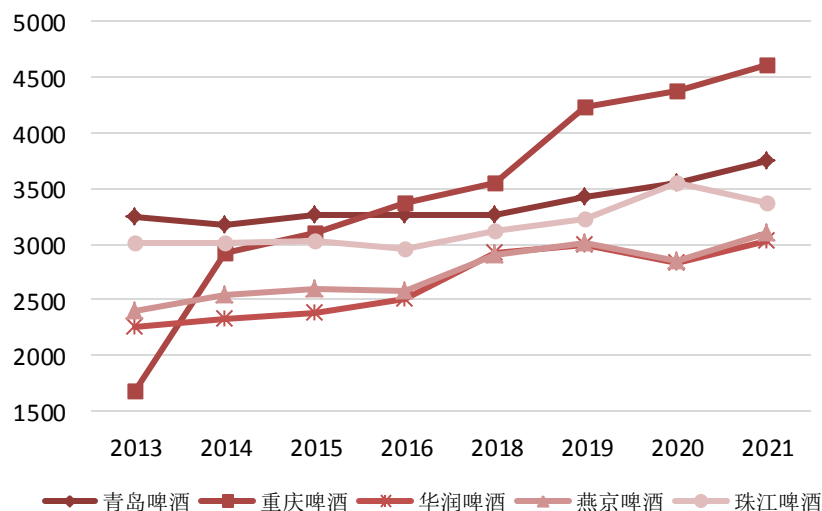
啤酒：销量趋势止跌企稳，主动提价+产品升级驱动吨价上行

- ◆ **量**：受老龄化趋势加重、消费者健康意识觉醒、其他低度酒精饮料兴起等多种因素影响，中国啤酒产量自2013年达到历史顶峰4983万吨后开始逐年下滑，并于2020年达到底部，随后21-22年间即使在疫情影响下产量仍维持在3500万吨以上。对标海外，美国啤酒行业自1980年进入成熟期后，行业增速长期维持在低个位数水平，预计国内啤酒未来销量将长期稳定在3500万吨水平。
- ◆ **价**：随着行业高端化趋势确立，啤酒企业通过主动提价+产品结构升级驱动吨价上行，2016-2021年吨价年复合增速约4%。2021年大麦、包材等原料价格持续上行，华润、青啤及重啤等企业纷纷官宣提价，2022年地缘冲突进一步拉升主要原材料价格，成本压力下酒企持续提价缓解成本压力。

国内啤酒产量呈下降态势



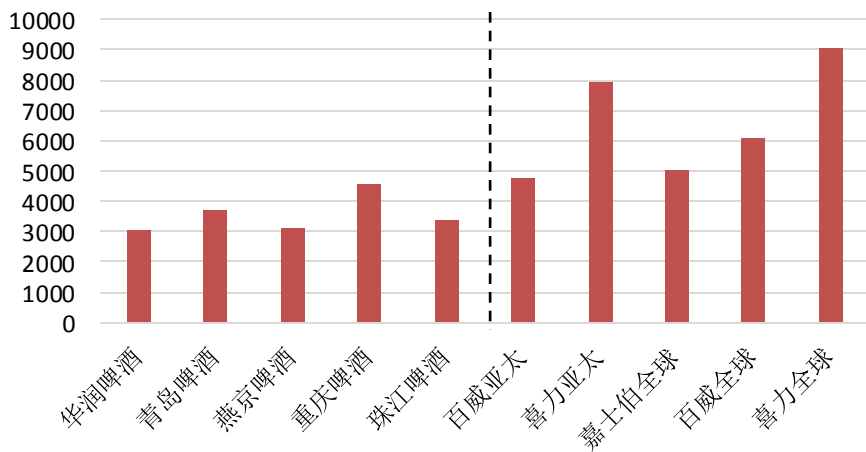
啤酒企业吨价逐年提升



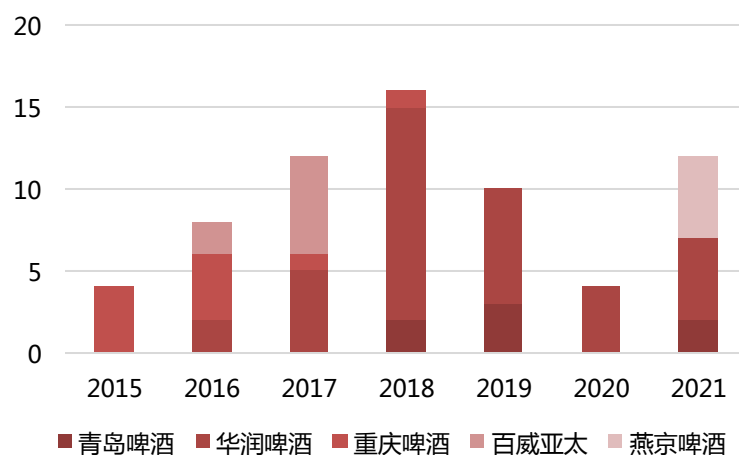
啤酒：结构升级+优化产能，盈利提升路径清晰

- 对标世界一流啤酒企业，国内啤酒品牌在产品结构以及经营效率方面仍存在一定差距。对比海外啤酒发展历程，中国啤酒行业目前仍处于高端化的初级阶段，未来产品结构升级空间广阔。国内啤酒企业将通过结构升级、产能优化两种途径，提升盈利能力与经营效率。
- ◆ **结构升级**：与海外啤酒龙头平均6000元/吨水平相比，国内啤酒企业2021年平均3550元/吨水平尚有接近翻倍增长空间。各大龙头目前加速推进高端品牌矩阵建设（华润4+4，重啤6+6），以满足消费者差异化需求，此外费用投放重心由渠道抢占转向品牌建设，行业结构升级如火如荼。
- ◆ **产能优化**：目前各大啤酒已完成第一阶段产能优化，低端产能已悉数关闭。酒企开启产能优化新篇章，新建产能向注重高端化与规模化，行业经营效率近一步提升。

国内外啤酒企业吨价对比（元/吨）



各大啤酒企业关厂数量（个）



啤酒：高端化关键抓手，大单品之争愈演愈烈

- 高端化时代品牌数量激增，各酒企倾力打造高端大单品。随着行业高端化进程的推进，各大酒企均通过增加品牌数量来更好的匹配消费者越发差异化的需求，因此具备体量优势、盈利支撑和高消费者认知的高端大单品，在目前啤酒品牌林立的当下显得弥足珍贵，具体来看：

主流啤酒企业产品销量结构&大单品体量

	华润啤酒	青岛啤酒	百威亚太	重庆啤酒	珠江啤酒
21年销量	1140万吨	800万吨	740万吨	280万吨	127万吨
高端及以上	17% (8元以上)	15% (8元以上)	38% (10元以上)	27% (10元以上)	42% (6元以上)
中端	36% (5-8元)	35% (5-8元)	30%	56% (6-10元)	46% (4-6元)
主流	47% (5元以下)	50% (5元以下)	32%	17% (6元以下)	12%
大单品体量	纯生-65万吨 SuperX-40万吨 喜力-29万吨	纯生-70万吨 1903系列-40万吨 白啤10万吨 奥古特8万吨 经典系列-250万吨	百威主品牌（包括红 瓶、金樽）-240万吨 科罗娜-10万吨 福佳白-5万吨	乌苏-85万吨 超高端（含嘉士伯、 1664）-8万吨 重庆-70万吨 乐堡-55万吨	97纯生-10万吨 普通纯生-40万吨 零度-50万吨

目 录

◆ 白酒：库存去化较为理想，结构升级依然是主旋律

◆ 啤酒：寡头垄断格局确立，步入高端化快车道

◆ 乳制品：原奶周期弱化，龙头有望充分受益

◆ 调味品：餐饮复苏-需求向上，格局略有变化短期阵痛

◆ 速冻食品：借力餐饮规模化，行业高景气持续

◆ 食品综合：优选优质子板块龙头

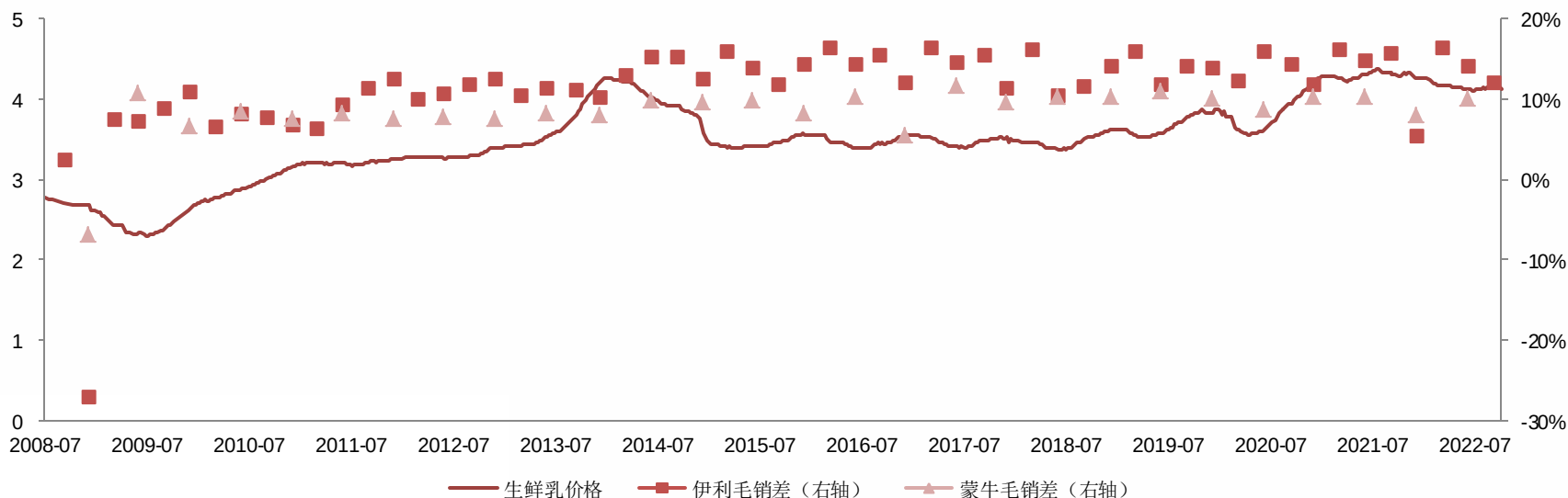
◆ 2023年投资标的推荐

乳制品：2023年需求回暖，盈利能力增长趋势不改

□ 乳制品企业毛销差与原奶价格正相关

- ◆ 原奶价格上涨时，乳企的毛销差不降反升。作为乳制品加工必需的原材料，原奶价格直接影响乳企的毛利率水平。通常情况下，原奶价格上涨时，虽然乳企的毛利率受到不利影响，但同时可通过产品结构升级、减少费用投放、直接提价等方式改善利润率，整体盈利能力改善。
- ◆ 以伊利、蒙牛为例，在2009-2014年的原奶涨价周期中，两家乳制品龙头的毛销差水平均实现提高；伊利的毛销差由2009Q3的8.7%提升至2014Q2的15.2%，蒙牛的毛销差由2009H2的6.6%提升至2014H1的9.7%。

原奶价格及伊利、蒙牛毛销差情况对比



乳制品：2023年需求回暖，盈利能力增长趋势不改

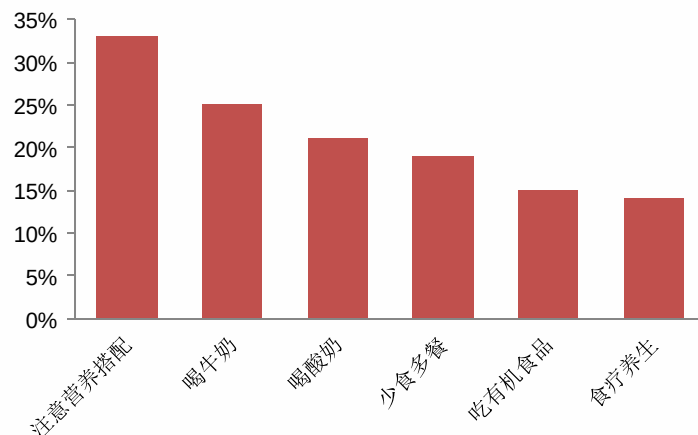
□ 乳制品需求高景气，消费升级趋势明显

- ◆ **人口基数保障乳制品需求空间，消费升级趋势明显。**我国人口基数庞大，伴随三胎政策出台、人口老龄化等因素，人口数量缓慢增长，对乳制品的需求空间广阔。此外，2022年人均可支配收入达到3.7万元，近五年人均可支配收入复合增速为7.3%，居民收入水平稳步提高，消费升级趋势明显，为乳制品消费增长提供动力。
- ◆ **疫情后乳制品消费量迎来增长。**2021年，我国居民人均年奶类消费量14.4kg，同时城乡差距较大，农村居民人均消费量仅为城镇居民的不到一半，增长空间巨大。此外，《新型冠状病毒感染的肺炎防治营养膳食指导》、《中国居民奶及奶制品消费指导》均建议民众每日摄入300g奶及奶制品，推动乳制品需求量快速提升。根据益普索调查，新冠疫情后消费者健康意识提升，分别有25%、21%的消费者认为应该喝牛奶、喝酸奶以改善身体健康，催化乳制品需求增长。

全国居民人均可支配收入



疫情后消费者喝牛奶、酸奶意识增强

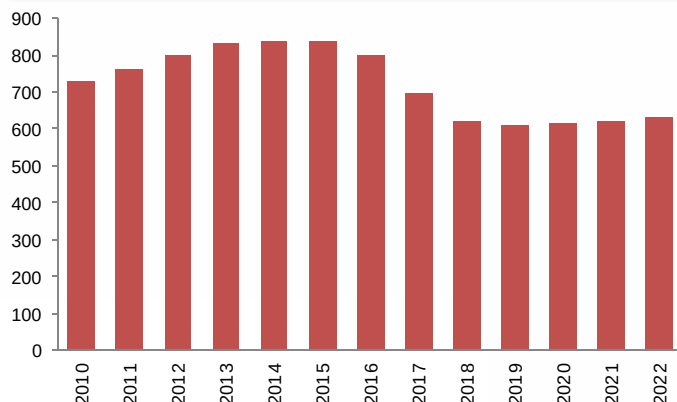


乳制品：2023年需求回暖，盈利能力增长趋势不改

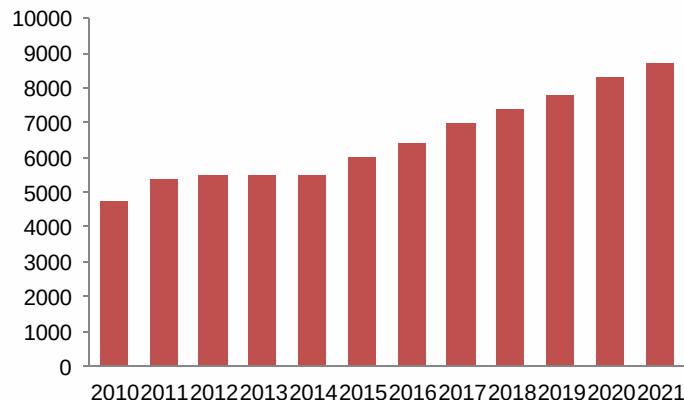
□ 原奶供给稳健增长，预计短期缺口持续

- ◆ **奶牛存栏量持续下降后趋于稳定。**国内奶牛存栏量自2015年起不断下降，主要由于国内环保政策收紧，散户和中小牧场逐渐退出，规模化牧场占比提升。2019年下降至最低点610万头，2020年依然保持615万头的低位；根据USDA的预测，2022年奶牛存栏量约为640万头，基本保持稳定。
- ◆ **奶牛单产提升，短期内仍将供不应求。**随着中小牧场退出和我国奶牛养殖规模化程度的快速提升，奶牛单产保持上升趋势，已从2010年的不到5吨/年提升至2021年的8.7吨/年。存栏量稳中有降，叠加奶牛单产提高，原奶供给量缓慢提升，预计短期内供需缺口仍将持续。
- ◆ **奶牛由出生至产奶需2年，补栏不会影响短期供给。**奶牛出生后13个月可进行第一次受孕，孕期约9.4个月，产犊后泌乳期持续10个月，再次生产前2个月为干奶期，再生产后可进入第二个泌乳期，母牛平均寿命约8胎。奶牛补栏多为外购或进口年轻小牛，从补栏至产出需约2年，不会导致短期内原奶供给快速增长。

全国奶牛存栏量（万头）



全国奶牛年单产（kg）

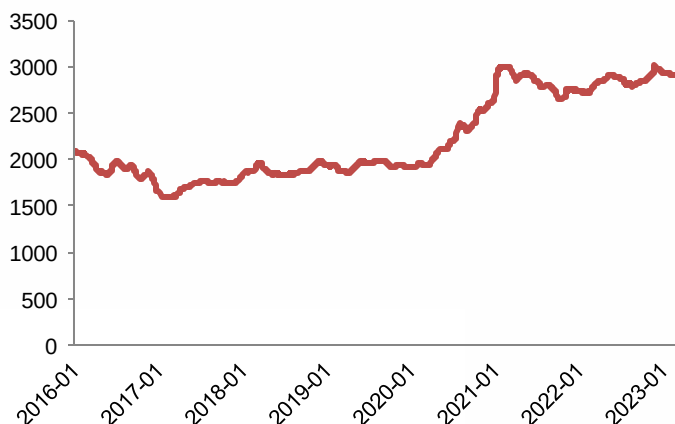


乳制品：2023年需求回暖，盈利能力增长趋势不改

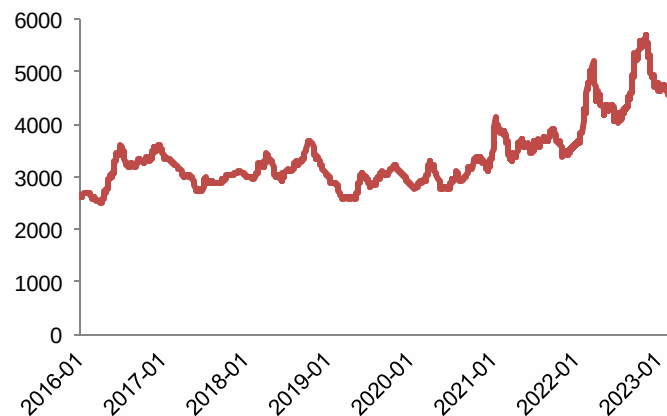
□ 饲料价格居高不下，对原奶价格形成支撑

- ◆ **饲料价格保持较高水平，支撑原奶价格高位。** 奶牛饲料分为精饲料、粗饲料、补充饲料，其中玉米和豆粕等精饲料占奶牛每日饲料消耗量的40%-50%。2020年下半年以来，玉米、豆粕等奶牛主要饲料价格持续上行后有所回落。截至2022年2月末，玉米、豆粕现货价分别为2.9元/kg、4.4元/kg，依然保持较高水平。饲料价格攀升带动奶牛饲养成本不断增长，从而支撑原奶价格维持高位。
- ◆ **高品质苜蓿进口为主，价格处于高位。** 苜蓿对提高奶牛产奶量和乳蛋白水平有重要作用。随着奶牛养殖规模扩大、大型牧场占比提高，高品质苜蓿需求快速增长。国产苜蓿多属于一级或二级，而优级或一级苜蓿多依靠进口，价格较高，成为牧场成本的重要组成部分。近年来，苜蓿价格较高，截至2022年12月，进口紫苜蓿粗粉价格为373美元/吨，依然处于历史高位。

玉米现货平均价（元/吨）



豆粕现货平均价（元/吨）

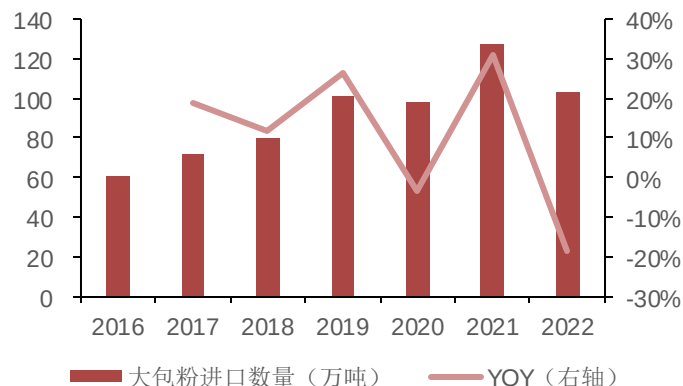


乳制品：2023年需求回暖，盈利能力增长趋势不改

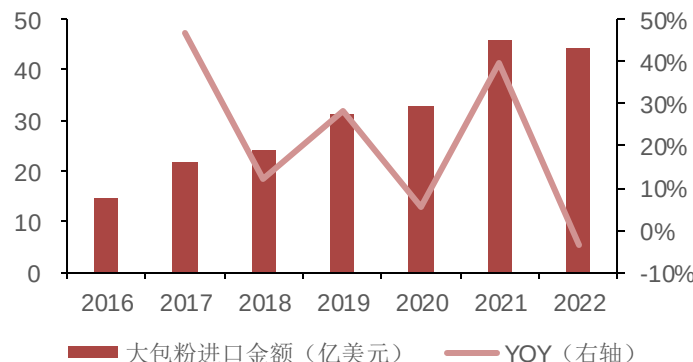
□ 全球原奶产量平稳，大包粉进口价格上涨

- ◆ **2022大包粉进口量下降。**除国产原奶外，进口大包粉也是国内乳制品重要的来源。大包粉进口呈量价齐升趋势，2022年进口量103.5万吨，价格为4279美元/吨，大包粉进口量和价格过去五年复合增速分别为8%、15%。按照1吨大包粉折合8.5吨原奶换算，2021年进口大包粉对应原奶880万吨，对国内原奶供需关系影响较大。2022年全球原奶产量增速减缓、国际大宗商品价格大幅上涨、国内消费需求下降，大包粉进口量下滑，进口价格大幅上涨后回落。
- ◆ **全球原奶供给总体平稳。**2020年下半年起，全球原奶主产国合计产量增速减缓，2022年欧盟、美国、新西兰原奶产量增速分别为-0.6%、1.1%、4.3%。近年来，全球原料奶产量和奶牛存栏量均略微增长，2022年原料奶产量约5.4亿吨，奶牛数量约1.4亿头，同比均增长约1%。总体看，全球原奶供给总体稳定，短期不会大幅增长。

2016-2022大包粉进口数量情况



2016-2022大包粉进口金额情况



乳制品：2023年需求回暖，盈利能力增长趋势不改

- **预计原奶价格将维持高位或略降、波动趋缓，行业竞争弱化。**1) 需求端：居民收入水平稳步提高，为乳制品消费增长提供动力；2022年受疫情影响需求平稳，随着2023年逐渐放开，将迎来需求逐渐回暖。2) 供给端：存栏量稳中有降叠加奶牛单产提高，原奶供给量缓慢提升，预计短期内供需缺口仍将持续。3) 饲料价格居高不下，奶牛养殖成本提高，对原奶价格形成支撑。4) 全球原奶产量平稳叠加国内产品结构升级，大包粉进口价格上涨，不再对国产原奶形成价格冲击。
- 受疫情影响，2022年行业收入增速放缓，同时产品结构升级不及预期，消费两级分化趋势明显；乳制品企业整体盈利表现不佳。但2023年随着疫情的放开，行业需求端明显好转，龙头企业通过结构升级、减少费用投放、直接提价等方式以改善盈利的能力更强，将充分受益；长期看，原奶无周期或弱化，利于下游盈利能力提升，重点推荐伊利股份（600887）。

目 录

◆ 白酒：库存去化较为理想，结构升级依然是主旋律

◆ 啤酒：寡头垄断格局确立，步入高端化快车道

◆ 乳制品：原奶周期弱化，龙头有望充分受益

◆ 调味品：餐饮复苏-需求向上，格局略有变化短期阵痛

◆ 速冻食品：借力餐饮规模化，行业高景气持续

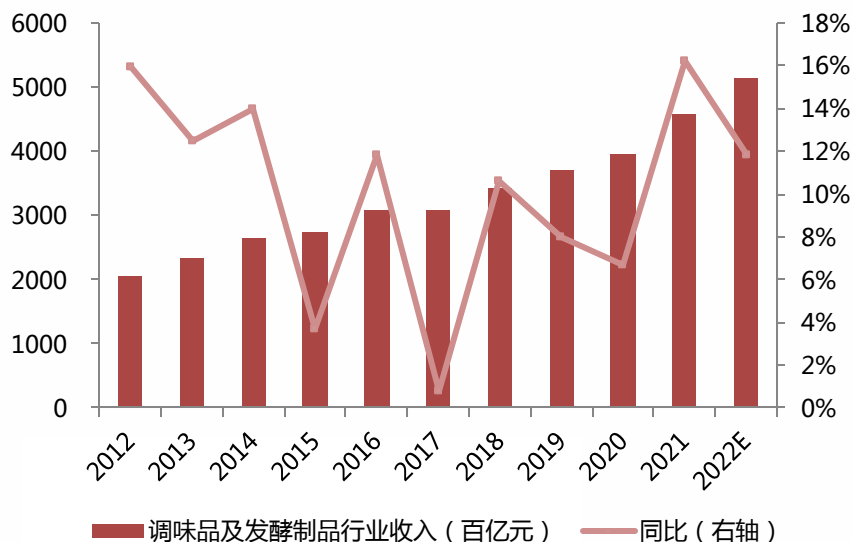
◆ 食品综合：优选优质子板块龙头

◆ 2023年投资标的推荐

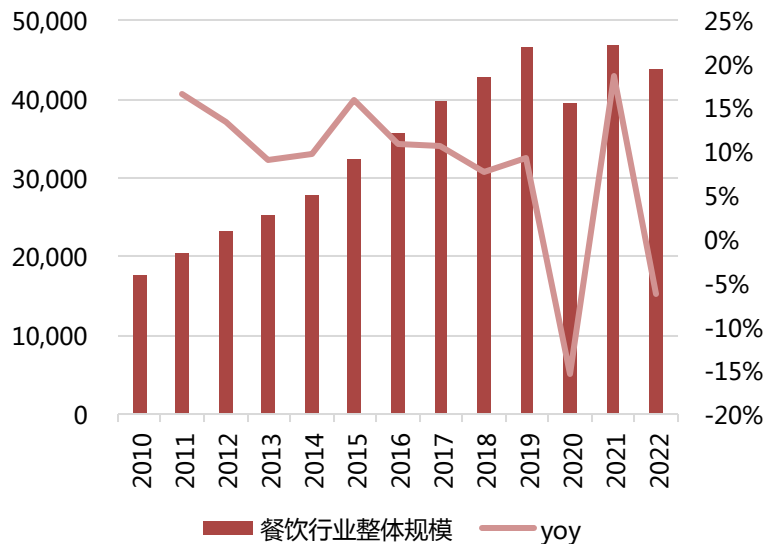
调味品：行业空间广阔，未来持续稳定增长

- 纵观食品饮料诸多子板块，调味品赛道景气度始终不减。得益于其发酵后的独特风味形成的口味壁垒，以及其必选消费品属性带来的强消费者粘性，过去5年行业维持稳定增长，复合增速约为8.4%，2021年行业规模已至4500亿元，预计2022年调味品市场规模将突破5000亿元。
- 随着经济发展和城镇化率提升，一方面带来消费能力的提升，家庭调味品往量价齐升方向发展；另一方面人口大量聚集带来生活习惯改变，外出就餐及外卖频次显著增加，拉动餐饮市场规模迅速提升，2016-2021年整体餐饮市场CAGR约为5.5%，其中外卖和团餐渠道分别为37%/14%。

调味品行业持续稳定增长



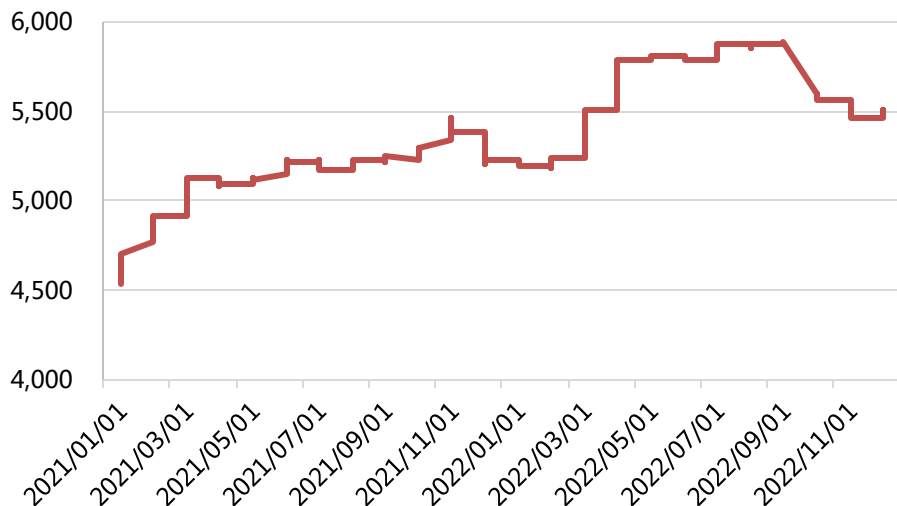
餐饮行业规模持续增长



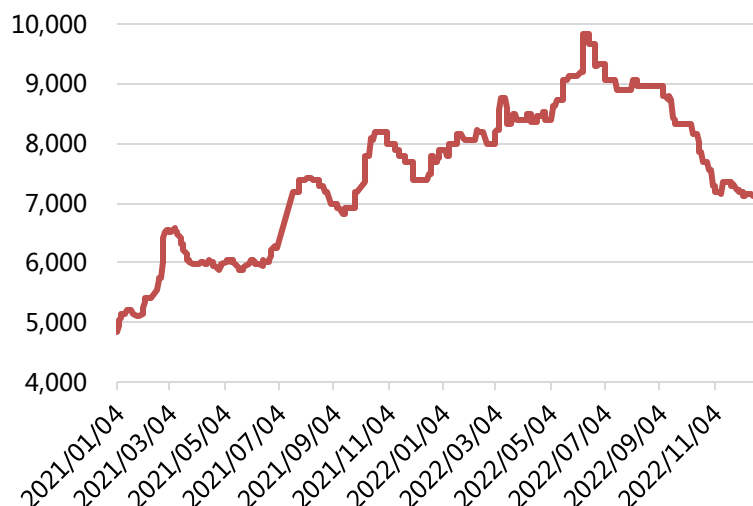
调味品：成本上行+疫情压制餐饮，各企业积极开启调整

- **业绩承压**：一方面22年上半年起受地缘冲突影响，大豆、PET瓶等核心原材料价格持续飙升，对各大调味品企业利润端造成严重侵蚀；另一方面，奥密克戎3月在全国爆发以来，B端餐饮需求受损严重，渠道库存持续高负荷运转；此外受零添加事件影响，龙头海天短期遭遇困境，但天味、千禾等企业已逐步走出困境，短期经营态势良好。
- **积极调整**：面对行业困境，各大调味品龙头仍积极开展调整：1) 海天减少压库存行为，积极增加终端费投、舒缓渠道压力；2) 中炬优化薪酬考核体系；稳步推进全国化扩张；3) 千禾把握添加剂事件机遇，加强零添加考核占比，并强化流通端铺市力度；4) 天味加大地推及陈列投放，优化经销商评估体系。

大豆成本持续上行



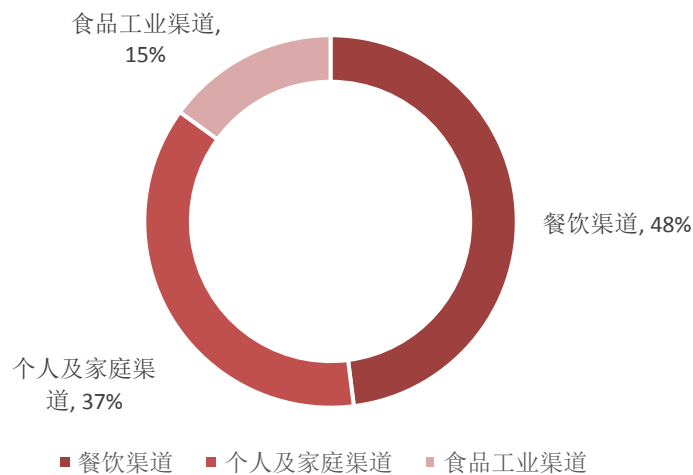
PET瓶片价格上行



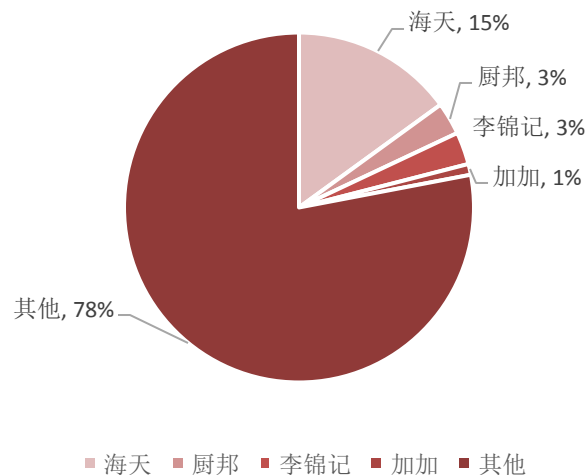
调味品：下游餐饮持续复苏，疫情加速集中度提升

- **下游餐饮持续复苏，改善行业整体供需结构。**从调味品行业下游渠道占比来看，餐饮渠道占比仍维持在半数以上，C端渠道占比约37%。新冠疫情爆发以来，线下B端需求遭受持续冲击，进而带动行业整体表现低迷；随着23年疫情明显放开，下游餐饮端需求的持续复苏，调味品企业增速有望边际好转。
- **集中度提升：**中国调味品行业集中度仍处于较低水平，以酱油为例其CR5约30%。随着行业走向成熟市场竞争逐步加剧，未来调味品将进入挤压式增长阶段。近年来新冠疫情在客观上加速了中小产能的快速出清，19-22年间酱油行业CR5从17.9%提升至22%；竞争格局改善为后续行业反正打下基础。

调味品下游渠道占比



2022年酱油行业集中度



调味品：行业逐步走出底部，静待基本面回暖

- 2022年受制于奥密克戎疫情肆虐以及成本端压力明显，行业整体表现不佳。随着负面因素的逐渐消弭，以及行业估值水平逐渐回落至合理区间，23年调味品行业值得期待：
- ◆ **餐饮复苏**：随着疫情逐步放开，消费欲望的爆发将带来人流量明显增长，下游餐饮的逐步复苏，将有效改善调味品企业的外部经营环境，行业整体景气度回升可期。
- ◆ **成本下行**：经历21-22年主要原材料成本持续上涨后，目前大豆、包材等大宗价格已处于成本下行期，成本端压力舒缓将为23年调味品企业贡献利润弹性。
- ◆ **产品结构升级**：零添加在22Q3的意外走红，侧面印证了消费者对于健康以及高品质产品的需求依旧强劲；以零添加、轻盐等健康系列产品为代表，调味品行业整体结构升级仍存在广袤空间。
- ◆ **改革成效持续显现**：在调味品行业整体低估期，各大龙头均纷纷开启内部管理改革措施，开启内部蓄力调整：例如海天、恒顺调整经销商结构，中炬股权结构优化等。随着行业竞争格局持续改善，改革成效显现叠加消费需求复苏，行业有望实现困境反转。

目 录

◆ 白酒：库存去化较为理想，结构升级依然是主旋律

◆ 啤酒：寡头垄断格局确立，步入高端化快车道

◆ 乳制品：原奶周期弱化，龙头有望充分受益

◆ 调味品：餐饮复苏-需求向上，格局略有变化短期阵痛

◆ 速冻食品：借力餐饮规模化，行业高景气持续

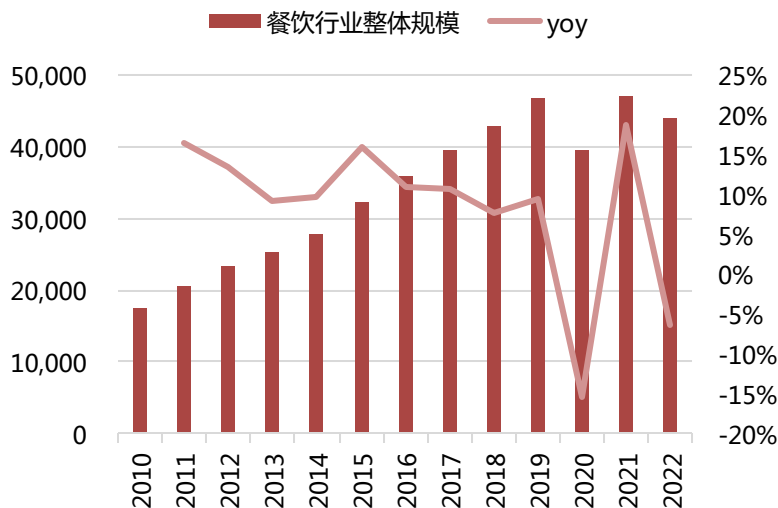
◆ 食品综合：优选优质子板块龙头

◆ 2023年投资标的推荐

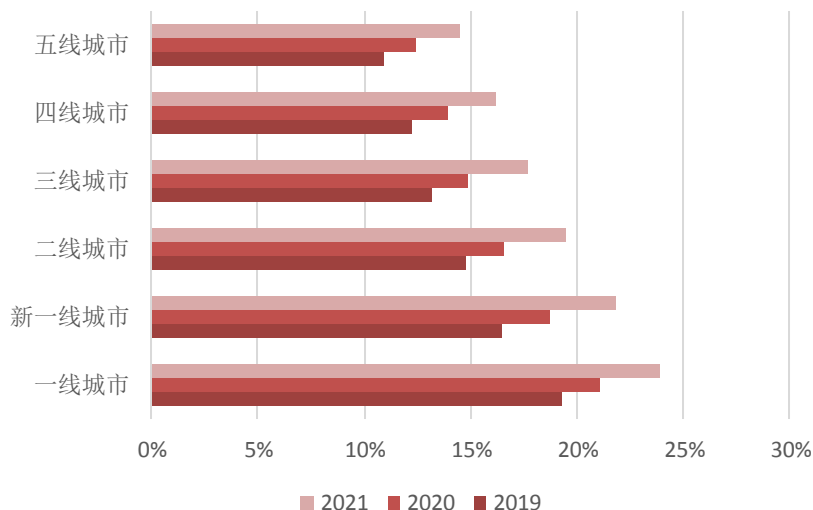
速冻食品：餐饮行业高景气，连锁化率持续提升

- 据国家统计局数据，2022年全国餐饮收入43941亿元，同比下降6.3%，主要系下半年多地疫情仍有严格管控所致，随着疫情持续放开，餐饮行业复苏态势逐渐明显。随着下游餐饮连锁化率的不断提升，作为行业中上游的餐饮供应链将维持高景气。
- ◆ **需求端**：城镇化程度逐渐升高带动居民收入水平提升，外出就餐机会和频次增长，餐饮行业维持高景气，2011-2021年CAGR为8.6%；
- ◆ **供给端**：行业竞争加剧叠加人力与店租成本上升，倒逼商家降本增效，优化供应链。

中国餐饮市场规模持续增长



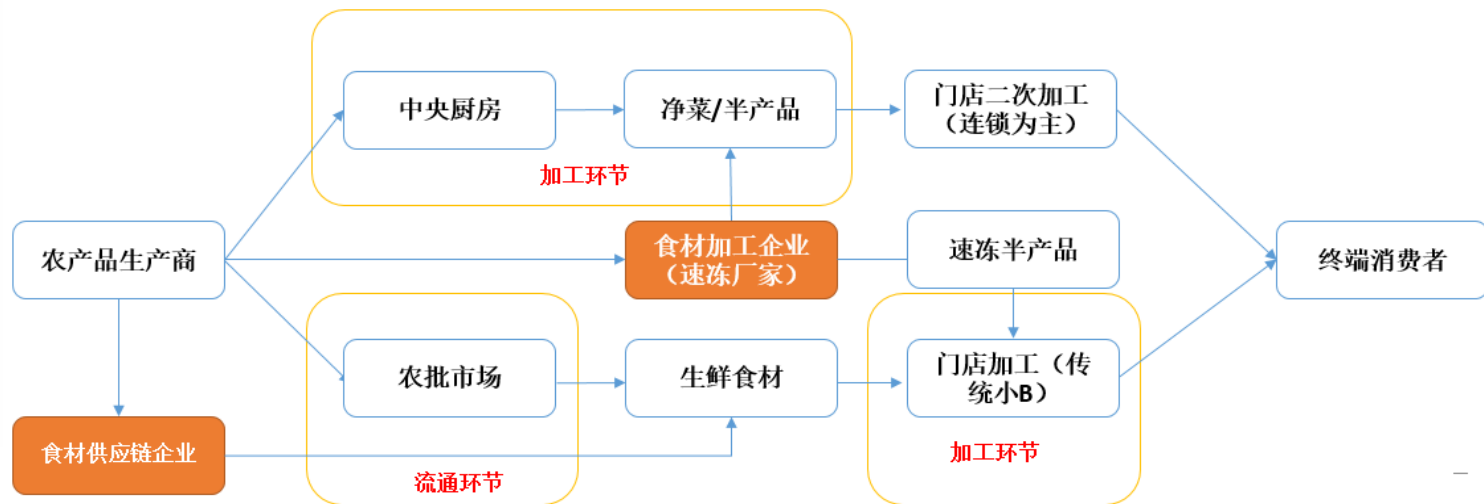
连锁餐饮门店数量保持快速增长



速冻食品：餐饮行业高景气，连锁化率持续提升

- **速冻食品行业**作为餐饮供应链中最要的组成部分，尤其是针对B端餐饮客户的速冻火锅料、速冻面米制品、速冻菜肴等标准化半成品将极大提升后厨效率，迎来巨大的需求爆发。
- ◆ **餐饮连锁化趋势拉动食材标准化需求**：根据美团统计，2021年我国餐饮连锁化率18%，同比20年提升3%；但相较日本49%水平仍有较大提升空间。
- ◆ **餐饮渠道占比低，加速渗透可确立**：相比较日本超60%以上的速冻食品消化在餐饮渠道内，而中国速冻食品餐饮渠道占比低（不到30%），冻品B端需求仍未得到充分释放。

餐饮供应链图

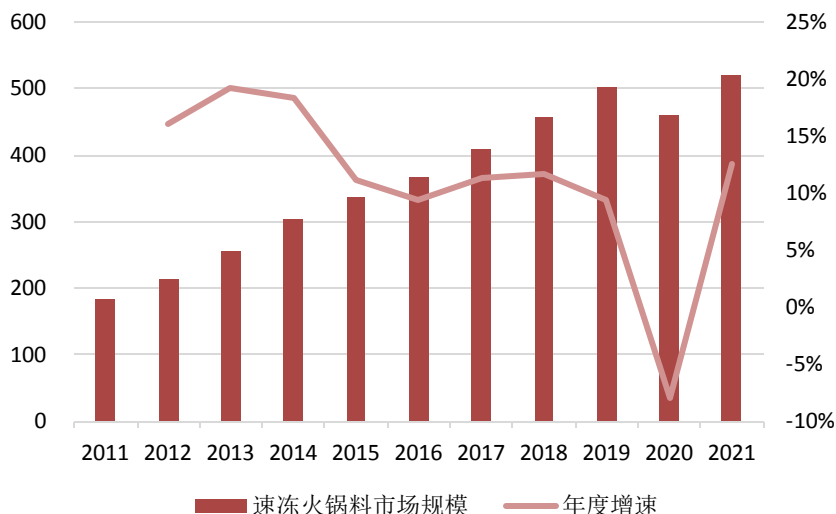


速冻食品：B端需求爆发，拉动火锅料高速增长

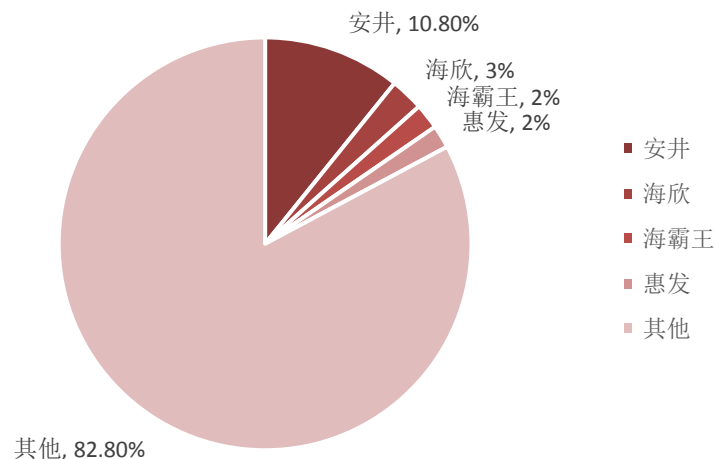
□ 速冻火锅料

- ◆ **行业规模**：2021年速冻火锅料的市场规模约520亿元，近五年行业整体复合增速约为7.1%。受益于B端连锁餐饮火锅行业的快速发展，预计未来五年B端火锅料将保持15%的高速增长；此外，受益于三年疫情下的封控，C端火锅料消费习惯已逐渐形成，预计未来C端火锅料将维持双位数增长。
- ◆ **竞争格局**：1) 行业格局较为分散，CR5接近20%，其中安井作为绝对龙头，市占率已超10%；2) 22年原材料成本上行加速行业洗牌，成本能力控制弱、品牌力弱且缺乏提价能力的小企业在加速退出，行业集中度持续提升。

速冻火锅料保持高速增长



2022年速冻火锅料行业竞争格局



速冻食品：传统米面增速放缓，新式面点蓄势待发

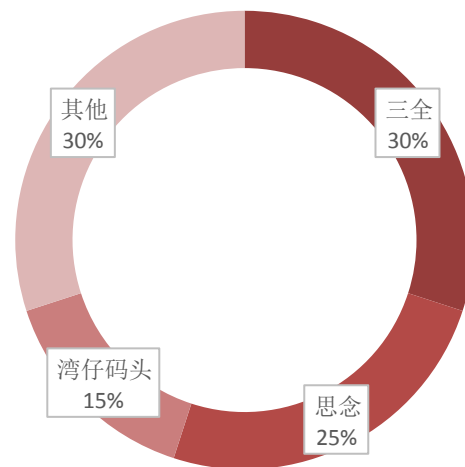
□ 速冻面米制品

- ◆ **行业规模**：2021年速冻米面行业规模约为780亿元，其中零售C端占比超70%；其中传统米面已进入成熟期，行业维持个位数增长；以手抓饼为代表的新式面点正处于快速发展阶段，预计未来将维持双位数增速。
- ◆ **竞争格局**：1) C端零售市场集中度较高，传统的汤圆水饺领域主要集中在三全、湾仔码头、思念三家手中，市占率接近70%；2) B端餐饮快速发展，手抓饼、油条、蒸饺等一系列符合餐饮渠道消费的新品推出，千味央厨、三全绿标、正大、安井等企业为头部玩家。

速冻米面市场规模



传统速冻面米制品行业竞争格局



目 录

◆ 白酒：库存去化较为理想，结构升级依然是主旋律

◆ 啤酒：寡头垄断格局确立，步入高端化快车道

◆ 乳制品：原奶周期弱化，龙头有望充分受益

◆ 调味品：餐饮复苏-需求向上，格局略有变化短期阵痛

◆ 速冻食品：借力餐饮规模化，行业高景气持续

◆ 食品综合：优选优质子板块龙头

◆ 2023年投资标的推荐

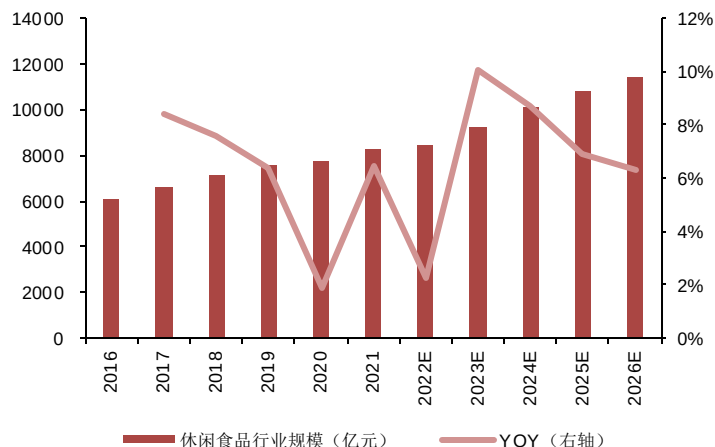
食品综合：优选优质子板块龙头

□ 休闲零食万亿市场

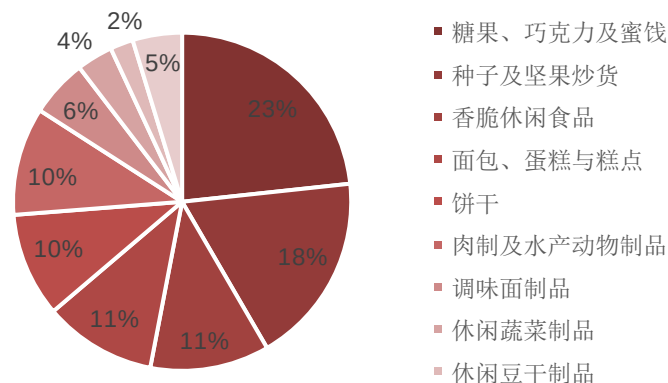
□ **大市场，高成长空间：**近年来，休闲食品市场规模发展迅速。2021年市场规模超过8000亿元，预计未来五年复合增速6.8%。同时，中国休闲食品的人均消费量和人均消费额与其他国家相比仍存在较大差距，仅不到2kg，仍有较大增长空间。

◆ **品类丰富，格局分散：**休闲零食品类丰富，既有西方的糖果、膨化饼干、烘焙食品，又有中国传统的卤制品、坚果炒货、果脯蜜饯。品类众多导致行业集中度分散，各个品类均有相应的龙头存在。头部品牌依靠产品品质、成本控制能力、营销能力等竞争力不断抢占市场份额，未来集中度将逐渐提高。

休闲零食行业市场容量



休闲食品品类丰富

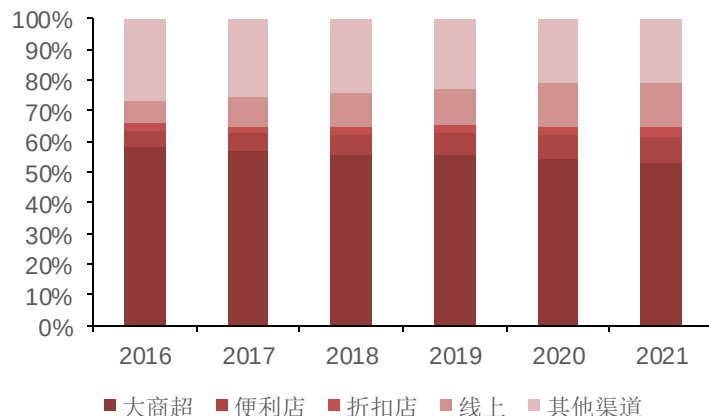


食品综合：优选优质子板块龙头

□ 休闲食品渠道为王，新兴渠道加速发展

- ◆ **传统商超渠道占比下降，渠道变革加速。**从休闲食品销售渠道占比看，商超渠道虽仍占据主要部分，占比持续下降，由2016年的58%下降至2021年的53%，2020年后新冠疫情对商超渠道人流量下降的影响尤为明显。便利店、线上渠道占比提升明显，各类渠道均有发展机会。对于休闲食品企业而言，积极拥抱新渠道、加快自身变革节奏将充分受益。
- ◆ **零食专营渠道迅速发展。**近年来，以零食很忙、零食有鸣、戴永红等为代表的零食专营店迅速扩张，处于跑马圈地阶段。零食渠道凭借高效率、低费用的性价比优势受到消费者青睐，库存周转率高；同时定位下沉社区店，商业模式可支撑未来长期发展。

休闲零食行业市场容量超万亿



零食连锁、特卖渠道迅速发展

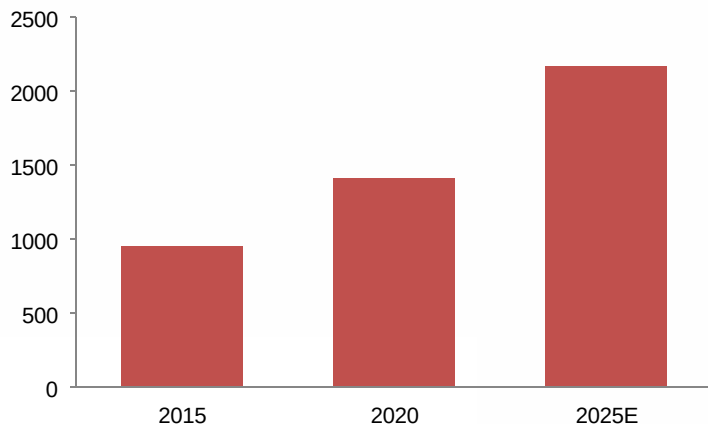
门店名称	门店数量	融资额	主要投资方
零食很忙	2000+	2.4亿元	红杉中国、高榕资本联合领投
零食有鸣	1000+	数千万元	云麓资本、何劲鹏
戴永红	600		
好特卖	250+	完成5轮融资	金沙江创投、五源资本

食品综合：优选优质子板块龙头

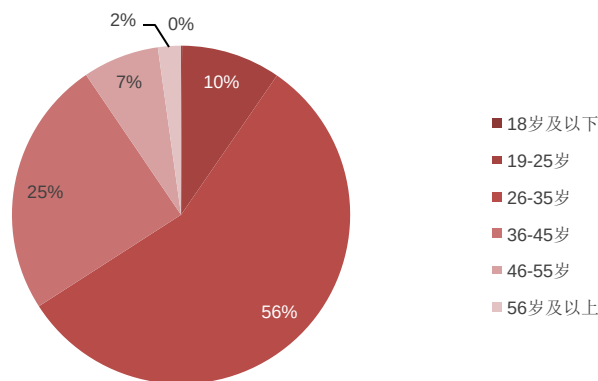
□ 坚果炒货：坚果炒货两千亿大市场，集中度提升趋势明显

- ◆ **两千亿大市场，保持强劲扩张势头。** 预计坚果炒货行业2020-2025年复合高个位数增长，2025年将突破2000亿元。坚果消费者以85后年轻人、一二线城市人群为主，而中老年、低线城市消费增速领跑，大众消费档次人群不断扩大，为行业扩容提供有力支撑。
- ◆ **“小个体、大市场”，集中度提升趋势明显。** 由于进入门槛较低，坚果炒货行业经营主体数量众多，行业集中度较低，呈现出“小个体、大市场”的特征，近年来行业集中度不断提升。随着国家的行业标准不断出台和执行，休闲食品企业在生产加工、质量检测等方面更加规范化、标准化，叠加消费者健康意识提升，市场份额将进一步向头部企业集中。

我国坚果炒货行业规模（亿元）



坚果消费人群画像

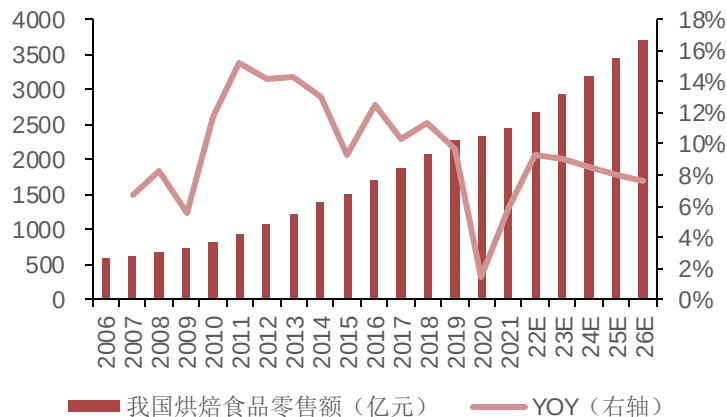


食品综合：优选优质子板块龙头

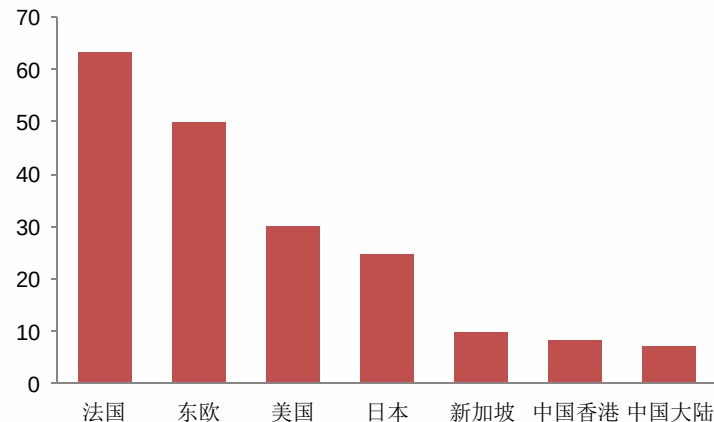
□ 烘焙：消费场景拓宽，长期空间巨大

- ◆ **烘焙食品疫后复苏，仍处于扩容期。**2021年，我国烘焙食品零售额为2462亿元，同比增长5.9%，过去5年复合增为7.7%；预计2026年将达到3700亿元。2020年上半年烘焙行业受疫情影响较大，当前处于逐步复苏阶段。烘焙食品已进入主食消费、休闲消费、节日消费多个场景，在各场景中的渗透率逐渐提升，将带来可观的增量；餐饮、茶饮等渠道占比逐渐提升。
- ◆ **人均消费量提升空间大。**中国大陆人均烘焙食品消费量仅7.3kg/人，处于全球较低水平；而与中国大陆饮食结构相近的日本人均消费额分别达24.8kg/人。随着烘焙消费习惯的逐渐培育，具有健康、快捷、口味多样等特点的烘焙食品受到欢迎，人均消费量提升空间巨大。

我国烘焙食品零售额



各国家及地区人均烘焙食品消费额（kg/人）

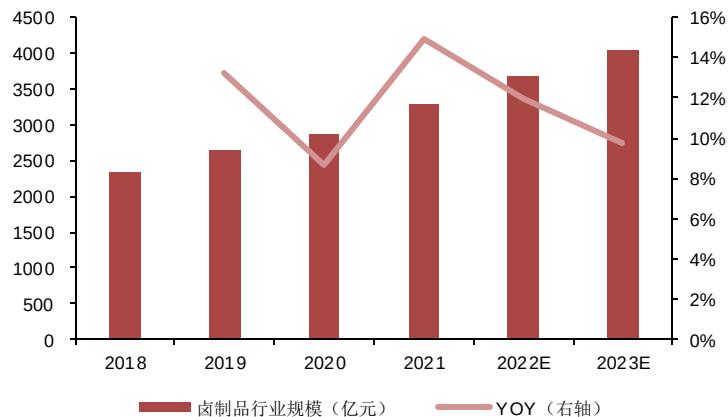


食品综合：优选优质子板块龙头

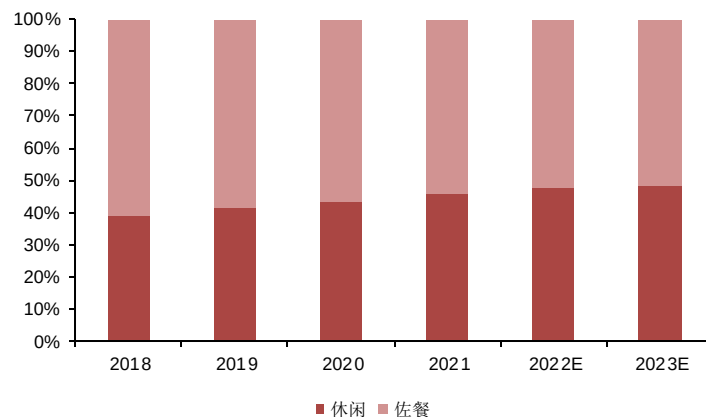
□ 卤制品：行业方兴未艾，疫情不改扩容趋势

◆ **行业持续扩容，佐餐、休闲共同发展。**2018-2021年我国卤制品行业复合增速约12.3%；2022年以来疫情反复的背景下行业仍保持扩容趋势，预计2023年行业规模将突破4000亿元。卤制品口味整体以酱香、麻辣为主，符合国人饮食习惯，并具有一定成瘾性，为食品行业中的优质赛道。根据消费场景的不同，卤制品可分为佐餐及休闲两大类，其中佐餐占据主要部分，需求较为刚性；休闲卤制品偏向冲动消费、即买即食。近年来，卤制品的口味、形式趋于多样化、年轻化，休闲卤制品增速略高于佐餐卤制品。

卤制品行业规模及增速



卤制品行业构成

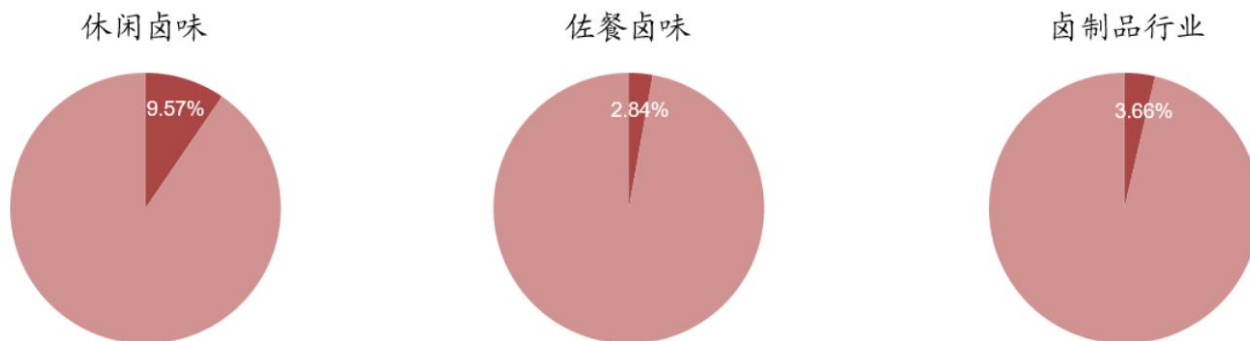


食品综合：优选优质子板块龙头

□ 卤制品：竞争格局分散，龙头企业迎来发展良机

- ◆ **卤制品行业分散，头部连锁品牌有望吸收更多份额。**我国卤制品行业竞争分散，整体CR3仅3.7%；其中休闲卤制品集中度稍高，CR3达到9.6%，佐餐卤制品CR3仅2.8%。头部企业在规模化采购、标准化生产、食品质量管控等方面优势显著，同时运用信息化技术提升管理能力，将进一步抢占份额。
- ◆ **四大品牌格局清晰，共同整合中小企业。**分层级看，绝味以万店规模占据行业绝对领先地位，2022H1末门店数量已达1.5万家；周黑鸭、煌上煌、紫燕、久久丫以千家以上门店形成第二梯队，2022H1末门店数量分别为3160家、4024家、约5300家，头部企业竞争格局清晰；区域性品牌、地方性品牌、夫妻店等规模较小的卤制品门店同样占据很大部分。随着龙头疫情期间逆势开店、下沉开店，区域及全国范围优势进一步确立，将共同整合中小企业的份额。

卤制品行业CR3情况



食品综合：优选优质子板块龙头

- 食品子板块较多，赛道分散，行业整体处于扩容和升级过程中，容易出现爆款大单品，带动业绩快速增长。同时，渠道处于快速变革阶段，积极拥抱新渠道将充分受益。此外，在原材料价格大幅上涨的背景下，食品企业均采取不同程度的提价措施，成本回落后将有望充分释放利润弹性，预计将获得盈利修复。重点推荐安琪酵母（600298）、洽洽食品（002557）、盐津铺子（002847）、绝味食品（603517）、桃李面包（603866）等子板块龙头和优质个股。

目 录

 白酒：库存去化较为理想，结构升级依然是主旋律

 啤酒：寡头垄断格局确立，步入高端化快车道

 乳制品：原奶周期弱化，龙头有望充分受益

 调味品：餐饮复苏-需求向上，格局略有变化短期阵痛

 速冻食品：借力餐饮规模化，行业高景气持续

 食品综合：优选优质子板块龙头

 **2023年投资标的推荐**

贵州茅台（600519）：量价齐升确定性高，长线发展后劲十足

□ 投资逻辑

- 1、需求持续复苏，Q1开门红可期。**23年春节期间需求持续复苏，茅台酒和系列酒动销良好，其中箱茅/散茅批价稳中有升，分别约为2940/2730元，春节后消费保持平稳，一季度开门红有望如期兑现；
- 2、产品矩阵多点开花，渠道改革持续推进。**公司积极推进价格体系和营销体系改革，23年公司将增加非标酒配额，叠加直销占比提升和茅台1935放量，内生增长工具丰富，量价齐升趋势明确，确定性行业最强；
- 3、行稳致远，定力十足。**长期来看，公司在渠道体系、价格管控、产品完善等方面持续发力，并且在22年投资约155.16亿元建设茅台酒“十四五”技改项目，未来量价齐升确定性高，长线发展行稳致远。

业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为49.83元、58.60元、68.27元，“买入”评级。

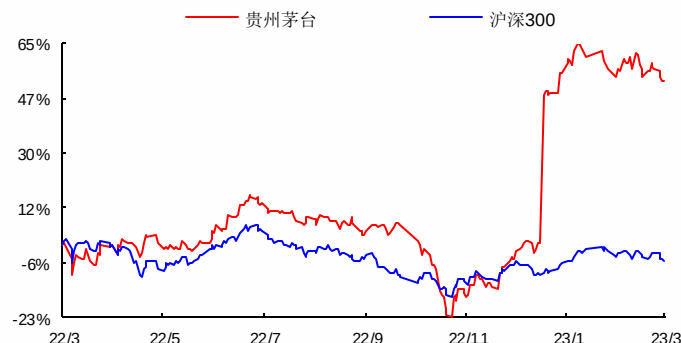
□ 风险提示

宏观经济复苏不及预期，行业竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（亿元）	1094.6	1272.0	1479.9
营业收入增长率	11.7%	16.2%	16.3%
归母净利润（亿元）	524.6	626.0	736.1
归母净利润增长率	12.3%	19.3%	17.6%
EPS（元）	41.76	49.83	58.60
P/E	42	36	30

股价表现



五粮液（000858）：春节动销旺盛，23年业绩加速可期

□ 投资逻辑

- 1、春节动销旺盛，批价整体稳定。**23年春节期间需求持续复苏，公司核心大单品普五动销旺盛，周转高、流速快，批价小幅波动仍处在合理区间，普五在千元价位动销反馈最佳，市场份额稳中有升；
- 2、管理层积极作为，治理结构优化。**公司管理层积极作为，持续加大品牌建设和消费者培育，渠道上全面实施“总部抓总、战区主战”的营销策略，着力打造五粮液营销铁军，营销战斗力实质提升；
- 3、行业向上趋势明确，23年业绩加速可期。**公司将充分受益于经济复苏和消费场景修复，23年业绩加速值得期待；中长期看，公司千元价位绝对龙头地位稳固，行业向上背景下，业绩兼具确定性和成长性，当前股价对应23年估值25倍左右，估值具有性价比，长线布局正当时。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为6.97元、8.06元、9.17元，“买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险，新冠疫情反复风险。

业绩预测与估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（亿元）	662.1	743.9	835.3
营业收入增长率	15.5%	12.4%	12.3%
归母净利润（亿元）	233.8	270.6	313.0
归母净利润增长率	17.2%	15.8%	15.7%
EPS（元）	6.02	6.97	8.06
P/E	33	28	25

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

泸州老窖（000568）：国窖、特曲双轮驱动，业绩弹性持续释放

□ 投资逻辑

- 1、高端酒需求复苏，国窖动销持续改善。**23年春节期间高端酒需求稳步复苏，国窖动销环比持续改善，渠道库存得到有效消化；国窖作为三大高端酒品牌之一，高度价盘稳定，低度延续放量，整体实现稳健增长；
- 2、国窖、老窖双轮驱动，全国化征程顺利推进。**产品端，预计国窖将延续快速增长，腰部特曲、特曲60势能强劲，叠加黑盖、1952等新品逐步起势，产品矩阵多点开花；渠道端，公司在成熟的西南、华北市场推动渠道下沉精耕；在华东、华南积极推进招商布局和消费者培育，全国化进程有序推进；
- 3、核心骨干年富力强，业绩弹性值得期待。**公司销售条线核心高管均是为80后，具有营销一线实战经验，团队年富力强、积极进取，营销团队将紧抓23年行业向上红利，扎实推动结构升级和区域扩张，业绩弹性有望持续释放。

□ 业绩预测与投资建议

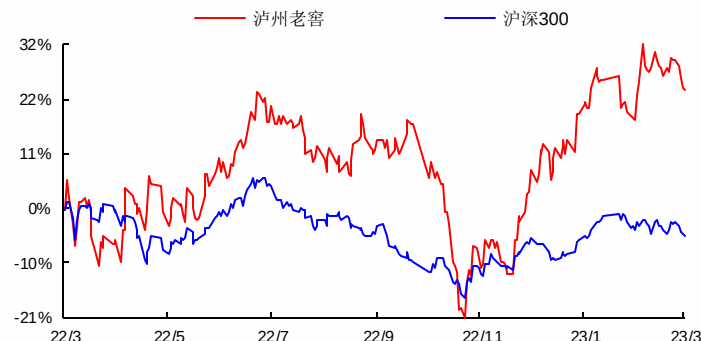
预计2022/2023/2024年EPS分别7.03元、8.94元、11.19元，“买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险，新冠疫情反复风险。

业绩预测与估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（亿元）	206.4	256.6	313.0
营业收入增长率	24.0%	24.3%	22.0%
归母净利润（亿元）	79.6	103.5	131.6
归母净利润增长率	32.5%	30.1%	27.1%
EPS（元）	5.41	7.03	8.94
P/E	45	35	27

股价表现



山西汾酒（600809）：春节动销旺盛，势能延续可期

□ 投资逻辑

1、春节动销旺盛，库存去化良好。渠道反馈，受益于需求复苏和场景修复，春节期间青花、老白汾、玻汾等主力产品实现较快增长，渠道库存得到有效去化，在22Q1高基数情况下，公司同比仍有望实现双位数以上增长，彰显出强大的增长韧性；

2、产品结构升级持续，腰部产品贡献增量。公司延续“拔中高、控底部”的产品策略，22年青花收入同比增长60%，驱动产品结构持续优化；展望23年，青花将延续高增，玻汾仍为主动控量，腰部巴拿马和老白汾受益于宴席恢复有望实现较快增长，预计将贡献可观增量；

3、行业向上趋势明确，增长势能延续较好。23年宏观经济有望稳步复苏，渠道信心将持续恢复，行业向上趋势明确；当前公司仍处在全国化高速扩张的黄金时期，渠道渗透空间依旧广阔，持续高增路径清晰。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为6.13元、8.23元、10.77元，“买入”评级。

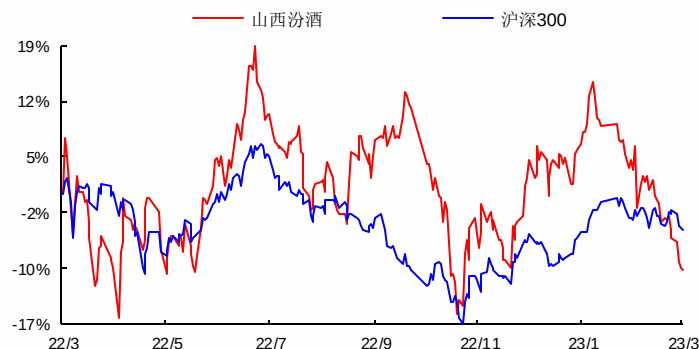
□ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险，新冠疫情反复风险。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（亿元）	199.7	259.7	330.9
营业收入增长率	42.8%	30.0%	27.4%
归母净利润（亿元）	53.1	74.8	100.4
归母净利润增长率	72.6%	40.7%	34.3%
EPS（元）	4.36	6.13	8.23
P/E	60	43	32

股价表现



水井坊（600779）：动销有所承压，改善值得期待

□ 投资逻辑

1、节前场景受到压制，动销有所承压。22Q4疫情较为严重，水井坊主力产品布局次高端，商务和宴席场景受损严重，次高端白酒需求显著承压，出现价格不稳、周转变慢、库存上升等情况，在外部环境承压的背景下，公司动销端有所承压；

2、春节动销环比改善，库存得到较好去化。春节期间得益于需求复苏和场景恢复，公司产品动销环比显著改善，渠道库存得到有效去化，批价逐步企稳回升；

3、品牌高端化持续推进，未来复苏弹性可期。23年行业需求复苏趋势明确，公司有望充分受益；行业向好的背景下，公司持续开展消费者培育和圈层营销，未来复苏弹性可期。

业绩预测与投资建议

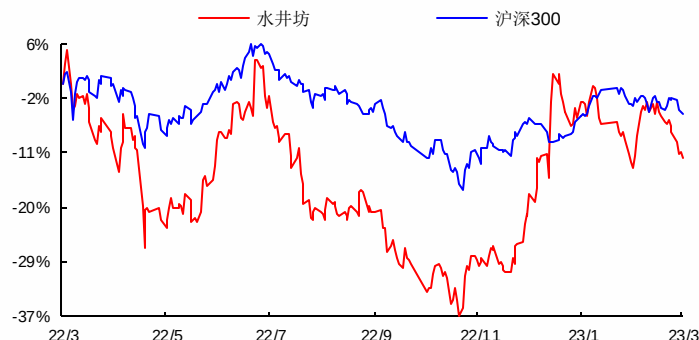
预计2022/2023/2024年EPS分别为2.49元、2.99元、3.55元，“买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险，新冠疫情反复风险。

业绩预测与估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（亿元）	46.3	46.7	56.2
营业收入增长率	54.1%	0.9%	20.3%
归母净利润（亿元）	12.0	12.2	14.6
归母净利润增长率	64.0%	1.4%	19.9%
EPS（元）	2.46	2.49	2.99
P/E	32	31	26

股价表现



古井贡酒（000596）：兼具确定性和成长性，业绩弹性释放可期

□ 投资逻辑

1、春节动销旺盛，开门红值得期待。受益于返乡人数较多和春节场景修复，公司动销较为旺盛，公司积极布局宴席消费，推出扫码赢红包等措施，有效带动终端动销提升；得益于强势品牌力和活动促销，Q1回款进度完成较好，有望如期兑现开门红；

2、股权激励落地，有望加速成长。22年底公司公告经理层成员薪酬与考核管理办法，任期激励收入与经营业绩考核结果直接挂钩；激励落地背景下，公司于23年营收有望提前突破200亿元，有望迎来加速成长；

3、兼具确定性和成长性，业绩弹性有望持续释放。公司省内龙头地位稳固，将尽享徽酒升级红利；从省外看，一批销售规模破十亿的省区逐步形成，受益于结构升级&渠道投放精准，未来业绩弹性有望持续释放。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为5.83元、7.55元、9.55元，“买入”评级。

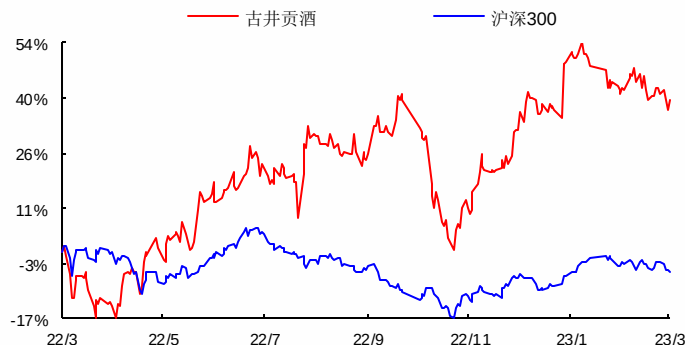
□ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险，新冠疫情反复风险。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（亿元）	132.7	165.7	198.5
营业收入增长率	28.9%	24.8%	19.8%
归母净利润（百万元）	23.0	30.8	39.9
归母净利润增长率	23.9%	34.0%	29.7%
EPS（元）	4.35	5.83	7.55
P/E	63	47	36

股价表现



迎驾贡酒（603198）：春节表现强势，看好全年高增

□ 投资逻辑

1、安徽需求复苏良好，春节动销强劲增长。受益于返乡人数较多和场景恢复，安徽春节期间消费氛围热烈；迎驾延续强劲增长势能，春节期间洞6/9销售增长强劲，洞16/20表现较为稳健；节后年会、宴席等场景进一步回补，动销延续强势状态，历经旺季消化，当前洞藏系列渠道库存处在合理水平；

2、导入数字化扫码体系，强化消费者培育。公司重点打造进攻学习型销售队伍，22年上线数字化扫码系统，通过盒盖扫红包促销等措施，直投费用加大消费者培育，消费者认可度持续提升；

3、洞藏引领结构升级，业绩爆发力十足。洞藏高增引领结构升级，当前洞藏系列占比仍低于年份原浆系列，未来洞6、9将继续快速放量，洞16、20有望接棒发力，结构升级带动毛利率快速提升，利润爆发力十足。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为2.17元、2.78、3.47元，“买入”评级。

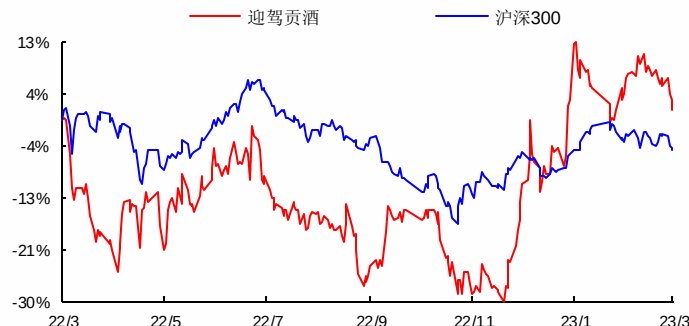
□ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险，疫情反复风险。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（亿元）	45.8	55.7	67.2
营业收入增长率	32.6%	21.7%	20.7%
归母净利润（百万元）	13.8	17.4	22.3
归母净利润增长率	45.0%	25.9%	28.0%
EPS（元）	1.73	2.17	2.78
P/E	39	31	24

股价表现



口子窖 (603589)：自内而外变革中，期待改革成效兑现

□ 投资逻辑

- 1、渠道体系变革，推荐厂商一体化建设。**公司将重心聚焦于市场营销，成立平台公司进行渠道扁平化，分产品、分渠道细化经销商考核，成立合肥营销中心推动销售职能前置，积极推进厂商一体化建设，渠道改革进行中；
- 2、年份酒升级换代，表现有望超预期。**公司在22年春节后推出年份酒新品，新品在包装、酒质、概念上进行全新升级，价格体系上较老产品上浮30-50元不等，有望重塑公司品牌形象；
- 3、股权激励值得期待，或将重回良性增长。**从外部看，23年徽酒快速扩容，外部需求复苏趋势明确；从内部看，公司改革决心强烈，包括年份酒新品升级，渠道调整成效逐步兑现，叠加股权激励有望落地，公司多举并措齐发力，有望实现稳健增长。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为2.87元、3.28、3.72元，“买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险，新冠疫情反复风险。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（亿元）	50.3	52.4	59.8
营业收入增长率	25.4%	4.3%	14.1%
归母净利润（百万元）	17.3	17.2	20.0
归母净利润增长率	35.4%	-0.2%	14.1%
EPS（元）	2.88	2.87	3.28
P/E	25	25	22

股价表现



今世缘（603369）：百亿征程路径清晰，长期成长动力充足

□ 投资逻辑

1、苏酒升级如火如荼，扩容红利持续释放。江苏消费升级引领全国，省内主流消费已升级至300元以上，国缘四开、对开占据次高端300-500元核心价格带，今世缘在省内品牌力、渠道力具备突出竞争优势，将充分享受苏酒扩容红利。

2、深度变革稳步推进，激励到位动力充足。2022年以来，公司改革节奏提速，市场投入力度加大，营销团队战斗力提升；产品结构上聚焦打造国缘四开全国性大单品，稳步推进国缘V3的放量；省外市场开拓上更加聚焦江苏周边重点市场，资源投放更加高效；变更后的股权激励考核目标更高、行权价格更高，管理层和股东利益高度一致，激励到位。

3、短期延续高增长，中长期向好值得期待。短期来看，苏酒升级提速叠加国缘开系稳增长、国缘V3积极放量，2023年业绩弹性值得期待；长期来看，公司省内精耕、省外开拓，成长空间广阔；激励到位，动力充足，前景可期。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为1.98元、2.54、3.27元，“买入”评级。

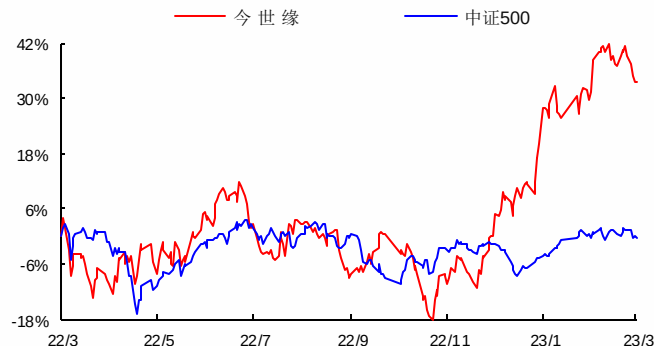
□ 风险提示

宏观经济大幅下滑风险，新冠疫情反复风险。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（亿元）	64.1	78.3	100.2
营业收入增长率	25.1%	22.2%	31.8%
归母净利润（亿元）	20.3	24.9	31.8
归母净利润增长率	29.5%	22.5%	28.0%
EPS（元）	1.62	1.98	2.54
P/E	38	31	24

股价表现



华润啤酒（0291.HK）：喜力高增剑指高端，结构升级如火如荼

□ 投资逻辑

1、公司作为国内啤酒龙头，具备行业领先的渠道和体量优势，“金字塔形”高端战略清晰：在8-10元次高价格带稳固排名第一的同时，维持10-12元普高价格带前三的市场地位，并借助喜力、马尔斯绿等大单品占据12元以上超高价格带的市场份额，从而实现全国高端份额第一的战略目标。

2、渠道方面，公司三级大客户制度运行良好，高端酒大客户占比相比去年同期有10%以上提升；此外公司将发力小酒馆业务布局，积极拓展新营销渠道。

3、产品方面，1）普高档大单品纯生将逐步升级为全麦纯生，价格带由12元跃升至14元，借助纯生品牌优秀的消费者知名度，开拓高档第二增长曲线；2）高档大单品喜力23年将在稳固福建+广东+浙江等基地市场基础上，加大全国化开辟力度，巩固华润高档市场地位；3）次高档大单品SuperX将借助非现饮渠道维持较快增速。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为1.32元、1.59元、1.88元，“买入”评级。

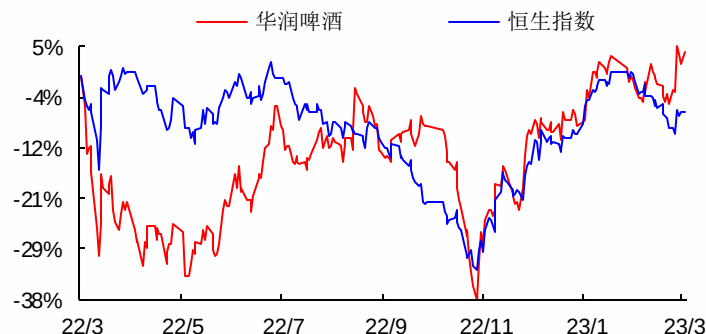
□ 风险提示

原材料价格或大幅波动，新品推广不及预期。

业绩预测与估值指标

指标	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	361.1	391.5	419.9
营业收入增长率	8.2%	8.4%	7.3%
归母净利润（亿元）	42.8	51.5	61.1
归母净利润增长率	-6.7%	20.4%	18.7%
EPS（元）	1.32	1.59	1.88
P/E	39	32	27

股价表现



青岛啤酒（600600）：高端化势能强劲，盈利能力持续提升

□ 投资逻辑

1、结构升级稳扎稳打，高端新品持续扩容。公司作为业内全国化啤酒龙头，现已建立起以青岛纯生与1903两大单品为核心的高端产品矩阵，带动全麦白啤、皮尔森等新特产品快速发展。此外公司加速低端崂山向主流经典价格带的升级，通过罐化与换包装等手段优化整体产品结构。

2、沿黄沿海稳步实施全国化。公司在沿黄河流域享有较高市占率，核心基本盘市场山东为公司业绩提供稳定销量支持，并承接大量提价需求，此外山东产能辐射效应下，东三省近年来维持高速增长。公司加大沿海市场开发力度，沿海市场产品结构持续升级将为公司释放大量利润弹性。

3、成本下降+罐化率提升打开利润空间。疫情期间消费者居家饮酒需求带动行业非现饮渠道表现出色，公司持续加大罐装产能投放，预计未来4年内年均提升约5%罐化率，同时23年成本下降将带来盈利能力提升。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为2.58元、3.02元、3.50元，“买入”评级。

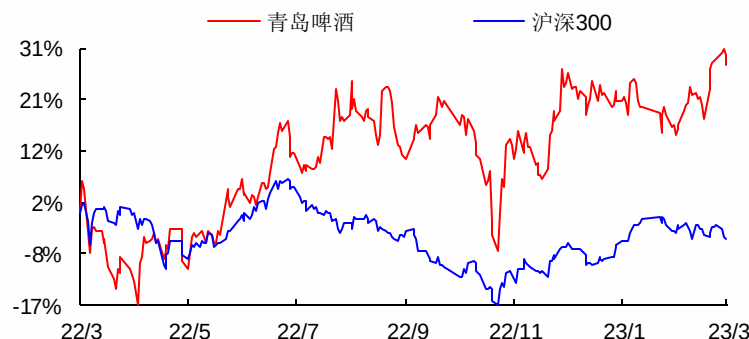
□ 风险提示

原材料价格波动风险，啤酒销量下滑风险，高端化进度不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	327.99	354.65	380.02
营业收入增长率	8.72%	8.13%	7.15%
归母净利润（亿元）	35.17	41.20	47.71
归母净利润增长率	11.45%	17.16%	15.79%
EPS（元）	2.58	3.02	3.50
P/E	43	37	32

股价表现



重庆啤酒（600132）：乌苏渠道调整见效，扬帆27再出发

□ 投资逻辑

1、乌苏22年有所承压，减轻包袱轻装上阵。乌苏作为12元档的绝对大单品。22年来受制于疫情反复和渠道调整增长不及预期，但随着乌苏渠道结构的调整已有明显成效，预计23年乌苏将重回20%以上高速增长；此外乐堡及重庆两大腰部品牌表现良好，三驾马车为嘉士伯高端化发展保驾护航。

2、内部结构再次调整。公司22年11月进行内部组织结构的二次调整，在去年同期的基础上将华东及华南大部分区域重新调整BU管辖范围，并增加中国区总部的管理深度。各BU管理权限的划分得到更清晰的改善，有助于发挥各BU合力，保证渠道稳定性。

3、高端产能扩建，经营效率显著提升。公司目前产能集中在中西部地区，伴随沿海高端啤酒需求攀升，公司不断加大华东、华南地区高端产能布局，盐城工厂顺利投产缓解华东产能短缺压力，佛山工厂预计将于24年达产，供应链效率持续提升。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为2.72元、3.27元、3.90元，“买入”评级。

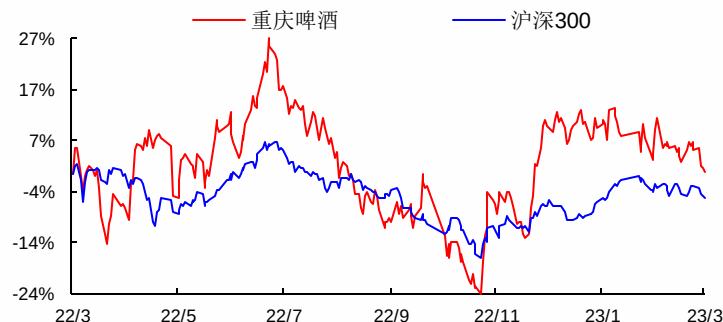
□ 风险提示

原材料价格或大幅波动，乌苏恢复不及预期，高端化竞争恶化风险。

业绩预测与估值指标

指标	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	142.40	166.57	189.42
营业收入增长率	8.54%	16.97%	13.72%
归母净利润（亿元）	13.15	15.85	18.88
归母净利润增长率	12.74%	20.54%	19.15%
EPS（元）	2.72	3.27	3.90
P/E	49	39	33

股价表现



伊利股份（600887）：增速短期放缓，盈利重回增长可期

□ 投资逻辑

1、22年增速放缓，重回盈利提升通道可期。2022年受疫情影响，乳制品送礼场景减少、物流运输效率降低，行业增速放缓；2023年需求复苏明显。分品类看，白奶类产品刚需属性较强，需求依然保持旺盛；酸奶、乳饮料类产品整体下滑。此外，消费分级趋势明显，高端产品、下沉市场均有增长机会。预计2023年随着疫情管控放开，消费场景将逐步恢复，需求将有所好转。通过结构升级、减少费用投放、直接提价等方式，龙头乳企盈利能力将重回增长区间。

2、费用集中确认、澳优并表拉低短期盈利水平。2022前三季度整体毛利率32.8%，同比提升1.3pp。销售费用率18.5%，同比增加1.7pp，主要由于公司赞助的相关综艺节目于三季度播出，费用集中确认，以及合并澳优乳业；行业买赠促销等力度放缓，竞争格局改善。整体净利率8.6%，同比下降0.8pp。

3、长期目标明确，保持全球乳业第五。2022年公司保持全球乳业第五，大概率将提前实现全球乳业第一目标。2025年前，公司将在保持现有业务快速发展的同时，提前布局新赛道和新模式，为后续发展储备新增长点；2025年后国际化将成为公司成长新支撑。此外，公司将通过结构优化、运营及资源投入效率提升等方式提升净利率，盈利能力稳中向好。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为1.46元、1.68元、1.94元，“买入”评级。

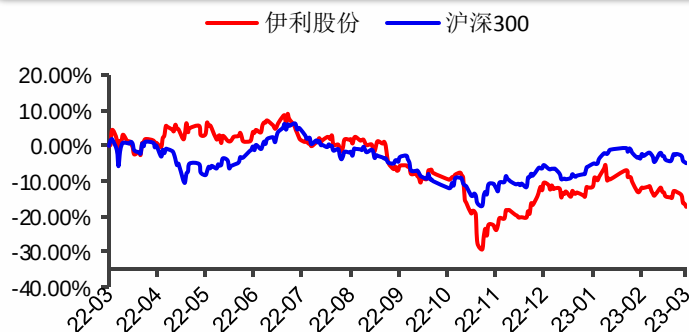
□ 风险提示

原奶价格持续上涨；行业竞争加剧；食品安全风险。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	1105.95	1249.28	1416.42	1590.89
营业收入增长率	14.15%	12.96%	13.38%	12.32%
归母净利润（亿元）	87.05	93.17	107.80	124.25
归母净利润增长率	22.98%	7.03%	15.70%	15.26%
EPS（元）	1.36	1.46	1.68	1.94
P/E	22	20	18	15

股价表现



海天味业（603288）：行业龙头壁垒深厚，平台优势逐步确立

□ 投资逻辑

1、产品、品牌、渠道与供应链壁垒深厚。公司在产品力、品牌知名度、渠道广度和深度与供应链效率方面均大幅领先其他业内竞争对手，构筑超强壁垒，龙头优势明显，竞争者无法撼动。

2、渠道深耕+品类扩充，调味品平台属性显现。公司未来增长主要来自两块：1、现有产品在结构升级+渠道扩充、深耕下仍有增长空间；2、借助调味品平台属性实现品类扩充，通过海天品牌背书+导入现有销售网络，能实现快速放量，未来海天将在更多的调味品品类上做到最大，不断打开成长的天花板。

3、渠道改革加速发展。公司开始核心经销商模式改革，将核心单品和营销资源聚焦于大经销商，借助大经销商的力量在终端进一步挤压其他品牌的生存空间，有望加速承接被淘汰企业所留下来的需求，中长期格局向好。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为1.44元、1.74元、2.03元，“买入”评级。

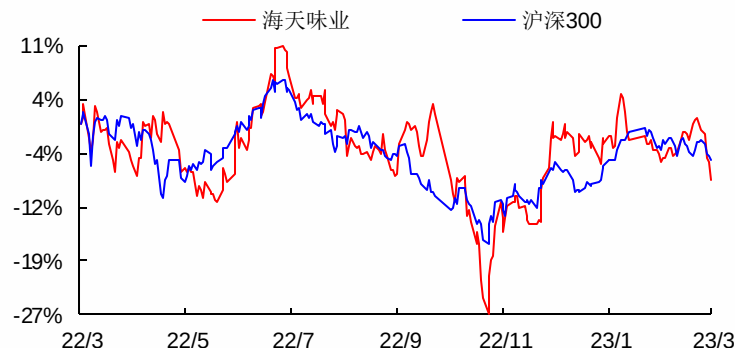
□ 风险提示

原材料价格或大幅波动，食品安全风险，提价不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	265.41	301.60	341.73
营业收入增长率	6.15%	13.64%	13.30%
归母净利润（亿元）	66.81	80.46	94.08
归母净利润增长率	0.16%	20.42%	16.93%
EPS（元）	1.44	1.74	2.03
P/E	52	43	37

股价表现



恒顺醋业（600305）：内部改革步履坚定，基本面改善可期

□ 投资逻辑

- 1、战略方面**，公司将坚持“做深醋业、做高酒业、做宽酱业”三大核心发展战略不变，剥离非主业资产完成后，专注发展调味品主业。
- 2、产品方面**，一方面定期梳理现有产品线，逐步淘汰老化、低毛利产品；另一方面食醋通过恒顺+北固山双品牌优化产品结构；料酒/复调持续推出新品，完善产品矩阵。
- 3、改革方面**，持续推进内部管理改革：原八大战区在战区总换血后升级为九大战区，进一步提升团队战斗力；优化薪酬激励机制；并构建全新营销体系。伴随股权激励等方案落地，管理、营销以及产品端改革持续深化，叠加公司食醋行业龙头地位巩固，未来增长空间广阔。

□ 业绩预测与投资建议

预计2023/2024/2025年EPS分别为0.20元、0.26元、0.31元，“持有”评级。

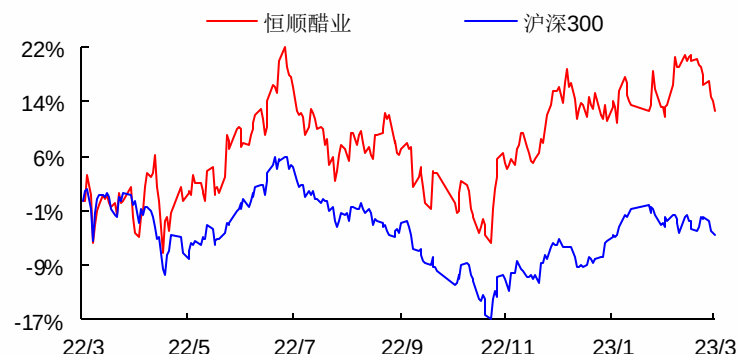
□ 风险提示

原材料价格或大幅波动，新品推广不及预期，市场竞争恶化风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2449.32	2811.78	3159.47
营业收入增长率	14.51%	14.80%	12.37%
归母净利润（百万元）	197.84	256.56	307.43
归母净利润增长率	43.37%	29.68%	19.83%
EPS（元）	0.20	0.26	0.31
P/E	60	53	45

股价表现



安井食品（603345）：深耕优质赛道，龙头优势稳固

□ 投资逻辑

1、速冻食品优质赛道。速冻食品行业景气度高，行业增长来源于C端便捷性生活消费需求+B端餐饮提升效率需求，行业未来5-10年提供较快的增长环境。速冻火锅制品行业集中度低，CR5不到20%，大行业小公司格局明显，行业龙头仍有广阔提升空间。

2、公司质地优秀,成长路径清晰：1) 安井作为速冻火锅料和发面类面米制品双龙头，规模效应下的成本优势、覆盖全国的营销网络、强执行力的营销团队和突出的大单品打造能力构筑起公司核心竞争力。在速冻火锅料行业竞争格局改善和公司产能加速释放的背景下，公司业绩高成长确定性强；2) 成本上涨倒逼餐饮企业降本提效，B端速冻食品迎来需求爆发，安井较早切入餐饮食材供应链，B端客户高粘性铸就公司渠道壁垒；3) 品类扩充稳步推进，菜肴制品实现爆发：公司通过“轻资产+自产+外延并购”三路发力预制菜领域，凭借冷链体系与渠道优势打开成长空间；因此，从行业竞争格局来看，安井处于市占率快速提升阶段，同时龙头地位和规模优势帮助公司步入良性循环的发展快车道，盈利能力有望实现快速提升。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为3.67元、4.66元、6.02元，“买入”评级。

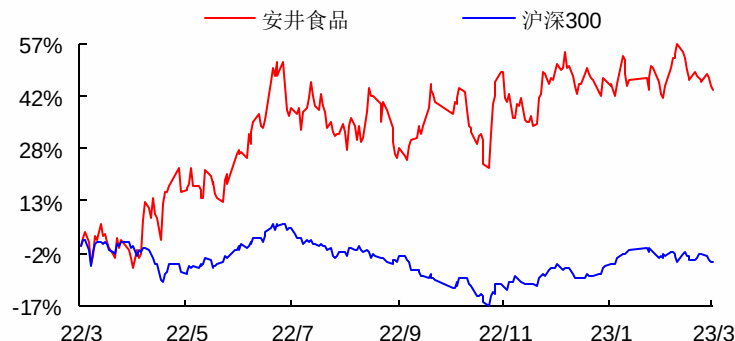
□ 风险提示

原材料价格波动风险，新品推广不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	12175.07	15143.89	18896.87
营业收入增长率	31.31%	24.38%	24.78%
归母净利润（百万元）	1076.46	1367.26	1766.04
归母净利润增长率	57.77%	27.01%	29.17%
EPS（元）	3.67	4.66	6.02
P/E	37	29	23

股价表现



三全食品（002216）：渠道结构持续优化，有望开辟第二曲线

□ 投资逻辑

1、渠道方面，公司将持续推进渠道改革，成立营销中心协调红标绿标管理；一方面借助绿标及福满记等性价比产品进攻农贸及低线市场；另一方面加大餐饮及新零售渠道开拓力度，持续提升渠道渗透率。

2、产品方面，公司在维持米面制品原有竞争优势的基础上，借助微波系列和焦炸丸子等创新单品切入预制菜行业，加速构筑第二增长曲线。

3、激励方面，22年9月公司调整股权激励行权比例，达到原定22年目标的95%即可行权，有助于维护激励有效性，提振员工积极性。公司速冻米面行业龙头地位稳固，改革成效逐步显现，产品推新加渠道优化共同推动下，公司长期业绩有望稳健增长。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为0.93元、1.06元、1.19元，“买入”评级。

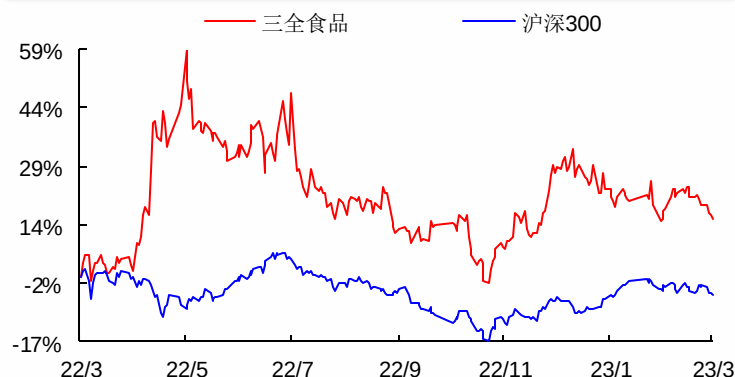
□ 风险提示

原材料价格波动风险，新冠疫情反复风险。

业绩预测与估值指标

指标	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7361.85	8384.65	9203.12
营业收入增长率	6.03%	13.89%	9.76%
归母净利润（百万元）	815.20	935.74	1048.59
归母净利润增长率	27.21%	14.79%	12.06%
EPS（元）	0.93	1.06	1.19
P/E	18	15	14

股价表现



安琪酵母（600298）：收入延续稳健增长，成本端或将下行贡献弹性

□ 投资逻辑

1、收入端稳定增长。公司收入端保持15%-20%的增速，其中国内烘焙酵母产销量下降，提价贡献收入增长，食品原料增长较快；国内抽提物延续较快增速；海外业务受益于人民币贬值、国际能源价格上涨、国际局势变化，取代部分对手份额，取得快速增长。

2、预计成本下行，贡献利润弹性。当前糖蜜价格仍保持高位，为避免过度依赖糖蜜供给造成成本上涨、发酵原料供给不足限制产能扩张，公司积极转型使用水解糖替代糖蜜，已有3条15万吨水解糖产线投产。目前水解糖产线处于投产初期，有待形成规模优势，未来将用水解糖替代50%的糖蜜。

3、发酵产能持续扩张。公司已在全球建立16个工厂，酵母发酵产能达到35万吨，在国内、全球份额占比分别为60%、15%，产销规模位居全球第二，预计2025年发酵产能达45万吨。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为1.51元、1.90元、2.31元，“买入”评级。

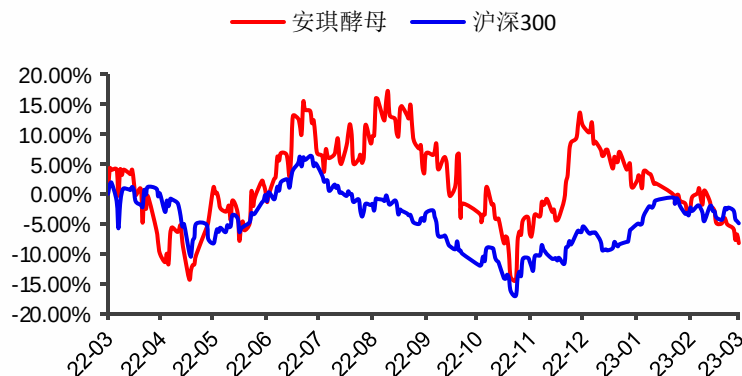
□ 风险提示

原材料价格或大幅波动；汇率或大幅波动；水解糖开工进度不及预期。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10675.33	12808.20	15132.64	17808.50
营业收入增长率	19.50%	19.98%	18.15%	17.68%
归母净利润（百万元）	1308.54	1315.80	1650.43	2007.51
归母净利润增长率	-4.59%	0.55%	25.43%	21.64%
EPS（元）	1.51	1.51	1.90	2.31
P/E	26	26	20	17

股价表现



绝味食品（603517）：门店数量持续增加，疫后单店收入将恢复

□ 投资逻辑

1、开店节奏稳健，疫情期间逆势扩张。公司保持稳定开店节奏，疫情期间开店速度加快，2020、2021年分别净增1445、1315家，快于过去的800-1000家。截至2022H1末门店数量为1.5万家，净增加1207家，预计未来仍将保持每年新开1000-1500家门店。除加盟商新开门店外，公司推出海纳百川及星火燎原计划，将以收购中小品牌、员工创业等方式增加门店数量。

2、连锁业态受疫情影响更大，疫后将逐步恢复。疫情反复下，公司单店营收受到很大冲击，预计2023年随着疫情好转、公司产品矩阵不断丰富、门店运营管理能力提高，单店收入水平已逐步恢复。疫情期间公司加盟商存活情况较好，已开启新一轮拓店动作。

3、连续实行股权激励，未来高增速可期。2022年9月，公司发布新一轮股权激励计划，已对177名核心员工授予847.7万份股票期权，并要求公司2023-2025年营业收入相对2021年增速不低于19%、39%、67%。公司连续实行股权激励计划，覆盖人员较广，将激发相关员工积极性，从而提升公司整体经营效率。

□ 业绩预测与投资建议

预计2021/2022/2023年EPS分别为0.39元、1.52元、1.90元，“买入”评级。

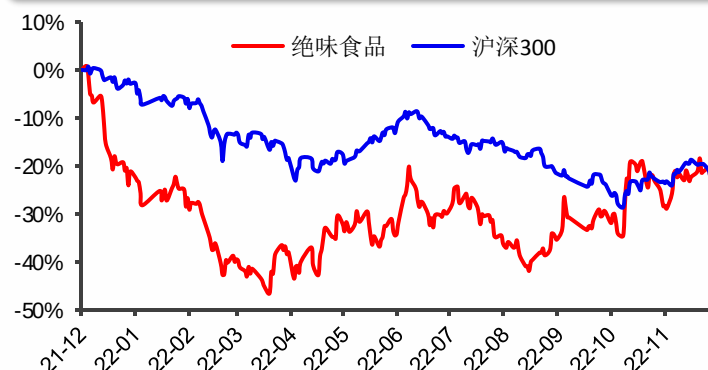
□ 风险提示

原材料价格或大幅波动；汇率或大幅波动。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6548.62	6737.03	8523.23	10061.41
营业收入增长率	24.12%	2.88%	26.51%	18.05%
归母净利润（百万元）	980.94	247.24	962.45	1196.52
归母净利润增长率	39.86%	-74.80%	289.27%	24.32%
EPS（元）	1.55	0.39	1.52	1.90
P/E	29	116	30	24

股价表现



洽洽食品（002557）：提价释放弹性，长期激励制度完善

□ 投资逻辑

1、收入稳健增长，提价顺利传导。2022前三季度葵花子收入增长约14%-15%，量、价均对收入有正向贡献。坚果收入增长约30%，中秋期间屋顶盒备货及动销情况较好，以贴奶战略促进终端销售，主要以销量增加带动。薯片等休闲食品通过抖音直播、加大渠道铺货等方式实现较快增长。瓜子调价顺利传导、坚果调整规格变相提价，提价效应将在四季度进一步显现。

2、全渠道共同发展。实行百万终端计划，未来3-5年终端数量将由40万个提升至100万个，并抓住社区团购等新渠道发展机会，巩固渠道优势。线上渠道兼具销售和新品推广功能，与线下渠道协同形成合力。

3、连续实行员工持股计划，长期发展动力充足。公司发布第七期、第八期员工持股计划，分别有不超过31名、630名高管人员及骨干员工参与，持股金额分别为1091万元、5000万元。连续实行员工持股，且激励范围较广，有助于充分激发员工动力、完善公司激励制度，利于公司长期健康发展。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为1.93元、2.31元、2.75元，“买入”评级。

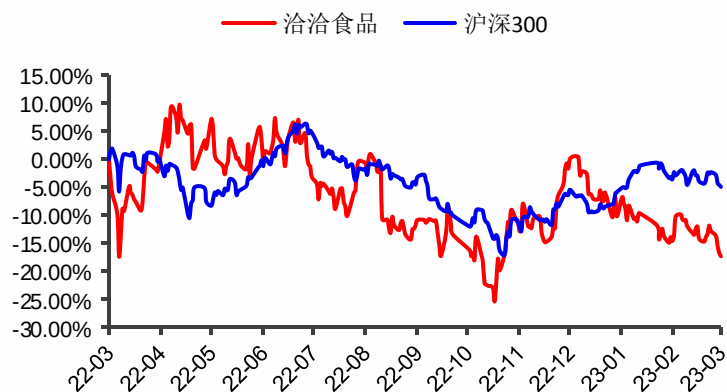
□ 风险提示

渠道拓展不及预期；原材料价格或大幅波动；食品安全风险。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5985.03	6881.79	7979.25	9153.63
营业收入增长率	13.15%	14.98%	15.95%	14.72%
归母净利润（百万元）	928.66	977.10	1172.75	1394.04
归母净利润增长率	15.35%	5.22%	20.02%	18.87%
EPS（元）	1.83	1.93	2.31	2.75
P/E	24	23	19	16

股价表现



盐津铺子（002847）：改革成效明显，重回高增通道

□ 投资逻辑

1、行业空间广阔，差异化竞争突显优势。休闲零食市场空间千亿元，且行业较为分散，尚未形成品牌龙头企业；部分品类竞争格局已经形成，难以突破。盐津产品端以差异化竞争为突破口，避开龙头优势产品，注重特色；生产端自加工，保证质量；产品和渠道协同，将充分享受行业快速增长。

2、产品组合完善，新品类极具爆发性。聚焦于休闲辣卤零食、休闲深海零食、休闲烘焙点心、薯片、果干等核心大单品，在市场体量大、成长性好、竞争格局未固化且公司具有供应链优势的品类中不断提升份额，未来均有望培育为十亿级大单品。

3、22Q4延续高增，产品、渠道双轮驱动。2021年公司提出“多品牌、多品类、全渠道、全产业链、（未来）全球化”的中长期发展战略，由渠道驱动增长转型为产品、渠道双轮驱动。转型一年多以来效果显著，公司产品及渠道持续优化，整体表现略超预期。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为2.34元、3.56元、4.40元，“买入”评级。

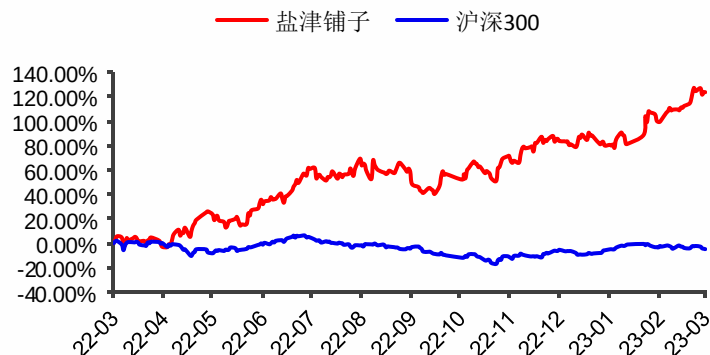
□ 风险提示

原材料价格或大幅波动；渠道拓展不及预期；新品开拓不及预期。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2281.50	2893.52	3500.76	4185.11
营业收入增长率	16.47%	26.83%	20.99%	19.55%
归母净利润（百万元）	150.74	301.27	458.07	566.52
归母净利润增长率	-37.65%	99.86%	52.05%	23.68%
EPS（元）	1.17	2.34	3.56	4.40
P/E	111	55	36	29

股价表现



桃李面包（603866）：疫情期间消费场景受损，期待疫后修复

□ 投资逻辑

- 1、好赛道：面包行业发展空间大。**受益于消费升级、城镇化率持续提升以及面包产品和业态的多样化，我国面包人均消费量有望持续提升，预计未来烘焙行业仍保持高个位数增长。行业集中度低利于龙头提升市占率。
- 2、竞争优势明显：高性价比产品+强大的终端掌控力。**桃李目前是我国最大的短保面包企业，核心壁垒主要体现在：1）规模优势明显，产品性价比突出；2）物流体系完善，配送服务质量高，销售终端掌控力较强。
- 3、产能储备充足，期待盈利修复。**1）市场方面，公司已在全国22个区域建立生产基地，并向周边辐射销售，合计产能22.8万吨；不断加大华北、东北成熟市场投入，进一步挖掘市场潜力，巩固并提升市场份额。2）产能方面，逐步推进产能扩张，沈阳、青岛、泉州、广西、长春、河南生产基地正在建设中，预计将逐步释放新产能27.9万吨。扩张产能将更好地满足下游需求，以“中央工厂+批发”模式形成生产销售的规模效应，叠加公司第二轮提价计划，盈利能力或将逐步提高。

□ 业绩预测与投资建议

预计2022/2023/2024年EPS分别为0.49元、0.63元、0.74元，“持有”评级。

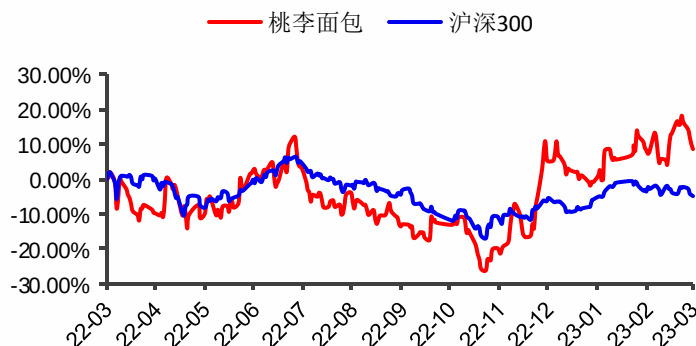
□ 风险提示

原材料价格或大幅波动；市场开拓不达预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6335.38	6686.31	7737.53	8652.83
营业收入增长率	6.24%	5.54%	15.72%	11.83%
归母净利润（百万元）	763.27	647.96	842.13	982.71
归母净利润增长率	-13.54%	-15.11%	29.97%	16.69%
EPS（元）	0.57	0.49	0.63	0.74
P/E	29	34	26	22

股价表现



重点公司估值表

代码	公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			投资评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600159	贵州茅台	1770.02	41.76	49.83	58.60	42	36	30	买入
000858	五粮液	198.00	6.02	6.97	8.06	33	28	25	买入
000568	泸州老窖	242.98	5.41	7.03	8.94	45	35	27	买入
600809	山西汾酒	263.49	4.36	6.13	8.23	60	43	32	买入
600779	水井坊	77.80	2.46	2.72	3.30	32	31	26	买入
000596	古井贡酒	272.28	4.35	5.83	7.55	63	47	36	买入
603198	迎驾贡酒	66.70	1.73	2.17	2.78	39	31	24	买入
603589	口子窖	72.46	2.88	2.87	3.28	25	25	22	买入
603369	今世缘	61	1.62	1.98	2.54	37	31	24	买入
0291.HK	华润啤酒	52.89	1.32	1.59	1.88	39	32	27	买入
600600	青岛啤酒	112.00	2.58	3.02	3.50	43	37	32	买入
600132	重庆啤酒	129.70	2.72	3.27	3.90	49	39	33	买入
600887	伊利股份	29.55	1.36	1.46	1.68	22	20	18	买入
603288	海天味业	75.22	1.44	1.74	2.03	52	43	37	买入
600305	恒顺醋业	12.19	0.19	0.20	0.26	60	53	45	持有
603345	安井食品	158.71	3.53	4.35	5.59	37	29	23	买入
002216	三全食品	16.49	0.93	1.06	1.19	18	15	14	买入
600298	安琪酵母	38.78	1.51	1.51	1.90	26	26	20	买入
603517	绝味食品	45.49	1.55	0.39	1.52	29	116	30	买入
002557	洽洽食品	43.99	1.83	1.93	2.31	24	23	19	买入
002847	盐津铺子	129.50	1.17	2.34	3.56	111	55	36	买入
603866	桃李面包	16.56	0.57	0.49	0.63	29	34	26	持有



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：朱会振

执业证号：S1250513110001

电话：023-63786049

邮箱：zhz@swsc.com.cn

联系人：王书龙

电话：023-63786049

邮箱：wsl@swsc.com.cn

联系人：夏霁

电话：021-58351969

邮箱：xiaji@swsc.com.cn

联系人：舒尚立

电话：023-63786049

邮箱：ssl@swsc.com.cn

联系人：杜雨聪

电话：023-63786049

邮箱：dyuc@swsc.com.cn

联系人：笪文钊

电话：023-63786049

邮箱：dwzyf@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海	深圳
地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼	地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼
邮编：200120	邮编：518040
北京	重庆
地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼	地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼
邮编：100033	邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
北京	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
广深	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn