

食品饮料行业周专题（2022年第41周）

超配

基本面弱复苏趋势延续，持续关注业绩确定性强和疫情改善弹性大两主线

核心观点

白酒：三季报业绩及国庆动销表现平稳，各酒企回补幅度受区域疫情影响有所分化。本周白酒公司陆续披露三季报预告，已披露公司基本表现平稳，在疫情影响的背景下，头部企业均实现极强的报表韧性，而从国庆动销情况来看，白酒动销相比去年虽较为平淡但仍有亮点，整体看宴席消费环比有明显回补，但受不同区域疫情影响程度不同回补力度分化。①分区域看：安徽、江苏、浙江市场动销表现较好，其余省份动销同比略有下滑。②分公司看：高端茅五泸需求较为稳健，汾酒全国化成长势能仍在释放，但其他次高端酒受疫情影响更明显，古井和洋河等地产酒受益。我们认为，在疫情逐步缓解和管控政策逐步放松的预期下，企业整体基本面环比改善趋势仍在继续。头部上市酒企今年完成全年任务压力不大，消费者当下更加看重品牌，同时疫情背景下，龙头集中度加速提升，建议后续关注动销回暖和库存去化进程。

大众品：添加剂风波对调味品板块影响有限，需求复苏及成本下行助力企业释放利润弹性。①调味品：三季度在低基数背景下业绩有望实现快速增长，对于近期海天味业的“添加剂”风波，我们认为该事件或仅对短期C端销售略有影响，公司长期竞争优势仍在，随着居民健康意识的提升，零添加产品有望获益。②啤酒：板块在三季度低基数下实现销量同比增长，成本压力回落叠加提价传导顺利及啤酒高端化趋势仍存，龙头公司利润有望实现快速修复增长。③乳制品：乳制品在中秋国庆消费旺季中整体动销趋势边际向好，经营韧性强，建议关注乳制品龙头估值修复。④速冻食品：疫后餐饮端逐渐恢复，叠加成本压力有所缓解，板块三季度业绩有望改善。⑤休闲食品：三季度渠道拓展支撑营收稳增长，但高基数下预计利润端增速多慢于营收端。

投资建议：展望Q4，我们认为疫后需求复苏仍是主线，建议重点关注Q3业绩稳定性强及Q4业绩弹性较大的标的。个股推荐方面，①白酒板块，贵州茅台、泸州老窖依然是确定性强的优质底仓配置标的，同时关注疫情改善后次高端和区域酒弹性投资机会，推荐山西汾酒、古井贡酒、舍得酒业。②大众品板块，建议重点关注受益于需求回暖、成本下行、提价落地的改善型标的，如青岛啤酒、重庆啤酒、千味央厨；以及处于高增长细分赛道中的成长型标的，如盐津铺子、甘源食品、妙可蓝多、立高食品等。

风险提示：疫情反复风险，宏观经济增速放缓风险，需求不及预期风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
600519	贵州茅台	买入	1,880.35	2,352,230	49.81	58.40	37.75	32.20
000568	泸州老窖	买入	231.00	339,522	6.89	8.59	33.52	26.88
600809	山西汾酒	买入	304.28	369,548	6.25	8.25	48.70	36.90
000799	酒鬼酒	买入	127.92	40,827	3.97	5.31	32.23	24.08
600702	舍得酒业	买入	141.43	46,214	5.02	6.85	28.16	20.66
000596	古井贡酒	买入	274.95	123,709	5.73	7.26	47.95	37.89
600132	重庆啤酒	买入	111.90	54,302	3.43	3.03	32.63	36.93
600600	青岛啤酒	买入	105.25	119,436	2.08	2.48	50.67	42.44
603288	海天味业	买入	84.00	383,774	1.55	1.82	54.11	46.15
002847	盐津铺子	买入	90.29	11,673	1.01	2.30	89.47	39.28
600882	妙可蓝多	买入	30.19	15,320	0.29	0.87	104.06	34.70
300973	立高食品	买入	83.76	14,604	1.63	2.30	51.30	36.46
1215	千味央厨	买入	50.55	4,419	1.19	1.57	42.41	32.13

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业周报

食品饮料

超配·维持评级

证券分析师：陈青青

0755-22940855

0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn liuyunzhao@guosen.com.cn

S0980520110001

联系人：刘匀召

0755-81981072

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《食品饮料行业周专题（2022年第40周）-节前食品饮料板块涨幅领先，国庆期间白酒宴席消费回补情况分化》——2022-10-12
 《食品饮料行业三季报业绩前瞻暨10月投资策略-需求缓慢复苏中，关注业绩确定性强和疫情改善弹性大两主线》——2022-10-11

《食品饮料行业周专题（2022年第39周）-新股速递：紫燕食品，佐餐卤味赛道上市第一股》——2022-09-29

《食品饮料行业周专题（2022年第38周）-基本面弱复苏态势延续，积极把握确定性主线》——2022-09-20

《大众食品行业2022年中报总结-二季度多因素扰动下业绩承压，下半年改善可期》——2022-09-19

内容目录

重点公司跟踪：贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒、安井食品	3
投资建议：把握需求回暖和成本下行投资主线	4
白酒板块投资策略：基本面稳中向好，龙头业绩确定性仍强	4
大众食品板块投资策略：成本下行、需求回暖，下半年改善可期	4
风险提示	4
免责声明	6

重点公司跟踪：贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒、安井食品

贵州茅台：直销放量稳步推进，龙头业绩确定性和成长性持续突出。2022年1-9月公司实现营收871.6亿元（+16.8%），归母净利润444.0亿元（+19.1%）；2022Q3实现营收295.4亿元（+15.6%），归母净利润146.1亿元（+15.8%）。三季度系列酒增长环比提速，直销放量拉动收入增长，1-9月公司批发/直销渠道收入为551/319亿元（-8%/+117%），直销占比37%（+17pct）；3季度预计普飞回款进度大体持平，精品、年份、生肖酒等非标茅台加大投放，叠加i茅台等直销渠道放量，公司产品结构和渠道结构继续优化。当下公司处在营销改革加速期，i茅台持续亮眼，1-9月i茅台贡献不含税酒类收入84.6亿元，单Q3收入40.5亿元。中长期看，产能充足+产品结构优化+营销渠道优化等多重因素保障公司业绩持续稳健增长。

山西汾酒：Q3业绩如期高增，青花系列大幅增长。公司2022年前三季度，预计实现营业总收入约221亿元（+28%），预计实现净利润约70亿元（+42%）。单三季度，预计实现营业总收入约67.7亿（+32%），实现净利润约19.5亿（+44%）。单三季度看，汾酒净利率约28.7%，同比提升约2.5pcts，预计主要系产品结构升级下毛利率提升贡献。公司22H1复兴版增速接近50%，经过前期持续控货挺价，旺季批价稳定在810-830左右。22H1青花20/25增速约50-60%，Q3公司加大青花渠道投放力度，中秋国庆旺季充分享受宴席消费回补红利。今年山西省内主要以调结构为主，预计增速约20%。在上海、广东等长江以南市场，汾酒经过前几年的招商扩点+消费者培育，有望接棒打造第三增长曲线。远期看，汾酒在长江以南市场的增长空间或大于传统环山西市场。

古井贡酒：预计22Q3同增21.6%，利润率持续上行。公司发布2022年前三季度业绩快报，2022前三季度实现营业总收入127.6亿元，同增26.4%；归母净利润26.2亿元左右，同增33.2%。其中单Q3实现营业收入37.6亿元，同增21.6%，实现归母净利润约7.0亿元，同增19.3%。双节旺季之后，公司在核心市场已完成全年回款计划，当前渠道库存处在合理水平，单Q4实现稳健增长确定性高，全年收入和利润均有望超额完成。近年来公司持续推动信息化和数字化建设，内部数字化系统覆盖全业务链条，未来有望带动管理费用率下行。同时安徽经济活跃度高，大众消费升级持续；公司省内龙头地位稳固，次高端价位的古16、20体量已大幅领先于竞品，将尽享徽酒升级红利。省外市场在公司管理层赋能下，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&费用效率提高，公司未来业绩弹性有望持续释放。

安井食品：预制菜快速起量，利润持续释放。公司2022年前三季度收入81.56亿元，同比增长33.78%；归母净利润6.89亿元，同比增长39.62%。22Q3收入28.81亿元，同比增长30.79%；归母净利润2.36亿元，同比增长61.73%。公司通过“自产+并购+OEM”多点布局预制菜。2021年8月新宏业纳入公司报表，随小龙虾产业链崛起，发展势头较快，我们预计新宏业仍有望成为22Q3收入端增长的重要支撑。2022Q2公司销售费用率降至5.68%，相较2021年9.15%的销售费用率，明显收窄。公司销地产模式稳步推进，产能不断扩充，2021年公司产能75.28万吨，预计25年产能有望到156.99万吨，规模效应有望持续释放。

投资建议：把握需求回暖和成本下行投资主线

白酒板块投资策略：基本面稳中向好，龙头业绩确定性仍强

白酒板块，前期疫情扰动未动摇全年销售根基，伴随着需求回暖，估值和基本面有望持续修复。展望下半年，基本面信心仍强，板块布局价值依旧凸显。建议把握三条投资主线：1) 成长空间最广、业绩确定性最强的高端酒。2022 年茅台受益茅台酒基酒充足和系列酒产能释放，量增有望提速；五粮液计划外提价有望带动吨价和利润率提升；老窖股权激励落地进一步激发内生势能。2) 受益消费回暖、全国化扩张仍在进程中的次高端酒。汾酒青花全国化放量势头不减，玻汾旺销势头仍强，支持公司稳健增长；酒鬼内参全国汇量式增长有望延续；舍得区域招商下沉和动销拉动稳步推进。虽当下受疫情影响次高端酒扩张节奏有所放缓，但未来在消费升级趋势下，仍有望持续释放业绩弹性。3) 基地市场支撑强、产品结构升级和边际改善趋势明显的区域酒。区域酒凭借基地市场优势，产品升级势头迅猛，龙头古井和洋河最先受益，叠加内生体制改善，有望保持稳健增长。

大众食品板块投资策略：成本下行、需求回暖，下半年改善可期

大众板块，二季度受疫情影响业绩表现分化，大部分企业经营承压；下半年疫后需求复苏及成本下行有望助力企业基本面改善、释放利润弹性。2 季度大众品板块受疫情反复、成本端压力、终端需求疲软等多方面影响波动较大，细分版块走势出现分化。随着疫情逐步缓解、终端需求回暖、提价逐步落地、成本下行、企业改革成效逐渐显现，企业的基本面有望逐步修复，我们认为大众品板块应积极关注提价顺利传导且受益于消费回暖、成本下行、产品结构升级等能够释放利润弹性的企业。重申 2022 年投资的三条主线：1) 优选成长潜力充足的赛道，以长期视角审视公司价值；2) 优选边际改善显著，具有估值性价比的公司；3) 优选业绩确定性强、估值合理的行业龙头。基于以上投资主线，我们继续看好啤酒、乳制品、调味品、休闲食品等板块龙头的中长期发展机会，重点推荐高端化进程稳步推进的青岛啤酒、重庆啤酒；原奶涨幅收窄、结构升级、竞争趋缓背景下利润弹性较大的伊利股份、市场空间广阔的奶酪龙头妙可蓝多；行业地位稳固的龙头公司海天味业；业绩弹性较大的千禾味业、涪陵榨菜；优质赛道稳定增长的龙头立高食品、安井食品；改革成效有望逐步显现的盐津铺子、甘源食品等。

重点个股推荐：

我们认为下半年应把握疫后需求回暖及成本下行两大投资主线。白酒板块，持续推荐竞争格局最优、需求刚性最强、基本面确定性最高的高端酒龙头贵州茅台、五粮液、泸州老窖；同时推荐业绩弹性有待释放的次高端酒龙头山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业以及基地市场支撑较强的区域酒龙头古井贡酒、洋河股份。大众品板块，建议重点关注高端化趋势明显、提价逐渐落地、成本压力有望逐渐缓解的啤酒和乳制品板块，建议关注青岛啤酒、重庆啤酒、伊利股份；其次我们还看好处于高增长细分赛道的成长型投资机会，建议关注安井食品、立高食品、妙可蓝多；同时我们建议关注调味品行业需求复苏、成本下移的改善型投资机会，建议关注海天味业、涪陵榨菜、天味食品；最后我们认为经营改革成效逐步显现、有望进入加速兑现期的甘源食品、盐津铺子也值得重点关注。

风险提示

1、行业政策调整风险：未来国家如果对食品饮料产业政策或外商投资政策进行重

大调整，限制行业生产和销售，进一步加强行业调控，将对行业内公司生产经营情况产生不利影响，如白酒等。

2、宏观经济增速放缓风险：如果总需求有下行压力，影响企业和居民人均收入及消费意愿，会对整体食品饮料行业消费造成压力，如果消费需求增长不及预期，食品饮料公司基本面或受到影响，食品饮料公司收入利润增长或将放缓。

3、食品安全风险：食品安全问题一旦出现，相关公司乃至全行业的生产经营都可能受到较大的冲击。

4、疫情持续反复风险：疫情影响人们出行、娱乐、聚餐等正常生活需求以餐饮企业正常经营，如果疫情持续点状爆发，会对终端消费需求以及餐饮企业经营产生持续的影响。

5、市场竞争加剧风险：市场竞争加剧，可能对公司市场份额、定价能力、费用投放等均产生一定影响，导致企业增速放缓，并影响企业盈利水平。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032