

信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

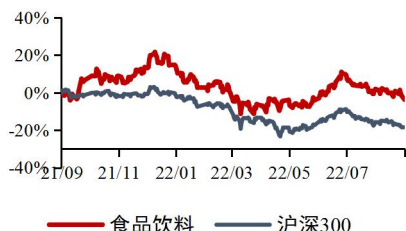
2022 年中报总结及下半年展望 领先大市-B(维持)

寻找确定性 布局格局改善

2022 年 9 月 6 日

行业研究/行业分析

食品饮料板块近一年市场表现



首选股票

评级

600519.SH	贵州茅台	买入-A
000858.SZ	五粮液	买入-A
600809.SH	山西汾酒	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
600887.SH	伊利股份	买入-A
603288.SH	海天味业	增持-A
603317.SH	天味食品	买入-B
603517.SH	绝味食品	增持-A

相关报告:

【山证食品饮料】半年报密集披露，优选业绩确定个股-【山证食品】食品饮料行业周报 (20220815-20220821): 半年报密集披露，优选业绩确定个股 2022.8.23

分析师:

周蓉

执业登记编码: S0760522080001

邮箱: zhourong@sxzq.com

和芳芳

执业登记编码: S0760519110004

投资要点

➢ 收入端稳步增长，利润端有所承压。2022H1 年食品饮料（中信）行业整体实现营业总收入 4977.52 亿元，同比增长 6.75%，实现净利润 1015.17 亿元，同比增长 11.74%，实现归母净利润 980.04 亿元，同比增长 12.13%。22 年在春节旺季实现平稳增长背景下，虽然 4 月以来受华东等多地疫情影响，整体食品饮料板块收入端表现出较强韧性，上半年仍旧实现稳步增长。同时消费疲软背景下，收入增速有所回落。利润端，在原材料成本上涨之下，各企业积极推进产品结构升级&控费增效，助力其增速优于收入端增速。

➢ 白酒板块高端稳健增长，次高端疫情下略有承压。22Q1 行业春节旺季平稳落地，在 21Q4 蓄力背景下仍延续增长态势；22Q2 白酒淡季在疫情扰动之下，动销略有承压，多数酒企以控货挺价动作为主，整体实现良性增长。主要上市公司 2022H1 实现营业总收入 1848.55 亿元，同比增长 15.84%，归母净利润 701.00 亿元，同比增长 21.14%。22Q2 白酒板块整体实现营业总收入 711.69 亿元，同比增长 10.63%，归母净利润 251.68 亿元，同比增长 12.94%。其中高端酒表现较为稳健，疫情影响有限，营收/归母净利润同比+14.94%/+17.10%；次高端白酒在去年高基&消费场景缺失双重压力之下，略有承压，营收/归母净利润同比+7.26%/-1.20%；地产酒在 5 月疫情缓解之后需求逐步恢复，渠道及终端布局积极，龙头回款指标优秀，地产酒营收/归母净利润同比+13.50%/+14.35%。2022H1 年板块毛利率为 79.80%，同比+2.10pcts，行业分化显著，高端酒消费相对刚性，受益于产品结构升级，毛利率稳中略升，高端酒企毛利率为 86.02%，同比+1.28pcts；次高端/地产酒企在上半年疫情扰动之下，中高端产品动销短期承压，毛利率提升有所放缓，其中次高端/地产酒企毛利率分别为 75.46%/71.25%，同比+0.05%/+1.06pcts。总体来看，整体板块盈利能力稳定向好。啤酒板块 22H1 价增助力营收增长，高端化进程持续。上半年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，但行业高端化进程依旧，助力盈利能力保持稳定向好。22H1 上市啤酒企业实现营业总收入 371.91 亿元，同比增长 7.31%，归母净利润 42.65 亿，同比增长 17.20%。其中 22Q2 板块增长略有承压，营收/归母净利分别实现 198.67/27.40 亿元，同比+6.88%/+15.97%。板块 22Q2 毛/净利率分别为 42.11%/13.79%，同比-4.00%/+1.08pcts，主要受原材料成本上升影响，毛利率有所下降，但在各酒企控费增效背景下，净利率水平稳定向好。同时总体来看各啤酒企业吨价提升趋势不变，长期看行业仍处于升级过程



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

邮箱: hefangfang@sxzq.com

陈振志

执业登记编码: S0760522030004

邮箱: chenchenzhi@sxzq.com

中。

➤ **食品板块成本上行业绩触底，期待 22H2 边际改善。**乳制品板块 22H1/22Q2 分别实现收入 988.33/504.23 亿元，同比+10.45%/+8.59%；归母净利润 71.27/30.61 亿元，同比+6.90%/-8.69%。22Q1 在原奶成本压力趋缓背景下，加之高端产品放量，结构改善&毛销差释放带动板块盈利能力同比提升。22Q2 原奶价格同比下降 2.5%，但买赠促销加大对乳企盈利能力形成一定压力。下半年在双节旺季需求恢复下，收入有望实现稳健增长。**调味品板块** 22H1/22Q2 分别实现收入 248.14/120.01 亿元，同比+9.86%/+19.03%；归母净利润 48.90/23.42 亿元，同比+5.29%/+23.75%。上半年调味品板块整体需求、成本双承压。在去年低收入基数背景下，板块收入同比略有回升。22H1/22Q2 板块毛利率为 35.38%/34.51%，同比-2.59/-1.60pcts。22 上半年主要原材料价格维持高位，成本压力下各企业盈利能力仍承压。当下仍是调味品板块基本面相对低点，22Q2 之后若疫情能够有效控制，需求将逐步企稳，受益于低基数，22H2 调味品板块有望轻装上阵。**休闲食品板块** 22H1/22Q2 分别实现收入 341.68/155.72 亿元，同比+0.48%/-0.09%；归母净利润 20.61/8.71 亿元，同比-33.90%/-33.26%。休闲食品行业在 4 月疫情及部分地区封控影响下，需求及商超客流影响，22Q2 收入整体增速表现较弱。此外原材料及运费等成本端压力仍在，甚至部分原材料价格高位继续上行，板块 22Q2 业绩同比表现欠佳。下半年待疫情趋于稳定&需求逐步回暖之后，加之低基数背景，板块有望带来较高业绩增速。

➤ **投资建议。**食品饮料板块在上半年疫情反复&海外战争扰动之下，造成动销承压和成本上涨压力。5 月在疫情逐步趋稳之后，消费需求有望逐步恢复。展望下半年，在各种不确定因素扰动之下，拥抱确定性是首选要素。在此大前提之下：

白酒方面，中长期来看，消费升级仍在途中，白酒行业集中度仍有较大的提升空间。短期来看，目前板块情绪与基本面已逐步筑底，Q2 基本面高压期已过，未来或将呈现区域和价格带分化，目前围绕两条投资主线：**关注确定性增长品种和低估值改善型品种**。1) 茅五泸等高端白酒在上半年压力测试之下，表现出需求韧性，收入具有较强的确定性。同时其估值回落至历史中位甚至偏低位置，进入价值布局区间；2) 6 月以来安徽、江苏、四川等区域由于升学宴等宴席回暖反馈较为积极，9 月密切跟踪双节回款及动销动态；3) 目前时点，我们重点推荐确定性增长和低估值改善型品种，包括**贵州茅台、五粮液**及估值调整至中长期合理配置区间的**山西汾酒**，建议关注**泸州老窖、古井贡酒、今世缘**。

大众品方面，22 年上半年在疫情扰动&需求整体疲软背景之下，收入端

增速承压。同时受到成本超预期上行利润端也继续承压。面对外界较多的扰动因素，目前整体大众食品板块经历前期的回调，逐步步入合理区间。同时22Q1之后伴随大众品基数回落，表观的增速压力也将得到有效释放。基于此，待疫情趋缓之后，**大众品建议重点布局：短期结构升级&成本压力减缓、长期竞争格局优化标的**：1）首选短期产品高端化依旧、成本压力趋缓，同时长期竞争格局优化的啤酒板块，重点推荐**青岛啤酒**，建议关注**重庆啤酒、燕京啤酒**；2）疫情之后收入改善，同时成本下降，有望释放利润弹性的标的：建议关注**安琪酵母、天味食品**等；3）估值进入中长期合理区间，同时受益行业竞争格局确定性机会的标的，建议关注**伊利股份**等；4）中长期布局业绩压力见底，逐步释放收入利润弹性的标的：建议关注**海天味业、绝味食品**等。

风险提示：食品安全事件对行业造成冲击；宏观经济波动对居民消费的影响；需求低于预期；政策变化的风险；行业竞争加剧，影响业绩增长。

目录

1. 食品饮料整体板块综述:	7
1.1 22H1 食品饮料板块: 收入端稳步增长, 利润端有所承压	7
1.2 22Q2 整体板块: 控费增效背景下, 利润增速略优于收入增速	8
2. 酒水板块:	9
2.1 白酒: 高端稳健增长, 次高端有所分化	9
2.1.1 收入端: 22H1 疫情之下有所承压, 22H2 需求有望边际向好	9
2.1.2 利润端: 行业分化显著, 高端及地产酒盈利能力稳步提升, 光瓶酒仍承压	10
2.1.3 合同负债: 上半年整体表现稳健, Q2 酒企疫情下主动降速蓄力 H2	12
2.1.4 分公司: 高端白酒持续稳健, 次高端略有承压	12
2.2 啤酒: 22H1 价增助力营收增长, 高端化进程持续	15
2.2.1 收入端: Q2 疫情之下销量略承压, Q3 有望恢复增长	15
2.2.2 利润端: 提价&疫情综合影响下, 高端化略有放缓, 趋势依旧	16
2.2.3 分公司: 短期成本端承压, 高端化进程持续	17
3. 食品板块: 成本上行业绩触底, 期待 22H2 边际改善	19
3.1 乳制品: Q2 收入端略承压, 奶价趋稳背景下盈利向好	19
3.1.1 收入端: H1 总体实现平稳增长, Q2 疫情下销售短期承压	19
3.1.2 利润端: 成本压力趋缓, 买赠促销加大盈利承压	19
3.2 调味品: 需求/成本双承压, 密切跟踪业绩拐点	21
3.2.1 收入端: 低基数&消费疲软背景下, 收入端略有增长	21
3.2.2 利润端: 原材料成本上升, 盈利能力仍承压	22
3.3 休闲食品: 成本及渠道承压, H2 有望边际改善	25
4. 投资建议	27
5. 风险提示	28

图表目录

图 1: 食品饮料行业收入及增速 (2012-2022H1)	7
图 2: 食品饮料行业归母净利润及增速 (2012-2022H1)	7
图 3: 食品饮料行业毛利率及净利率 (2012-2022H1)	7
图 4: 食品饮料行业三项费用率 (2012-2022H1)	7
图 5: 食品饮料行业收入及增速 (2019Q2-2022Q2)	8
图 6: 食品饮料行业归母净利润及增速 (2019Q2-2022Q2)	8
图 7: 食品饮料行业毛利率及净利率 (2019Q2-2022Q2)	8
图 8: 食品饮料行业三项费用率 (2019Q2-2022Q2)	8
图 9: 白酒板块营业收入及增速 (2019Q2-2022Q2)	9
图 10: 白酒板块归母净利润及增速 (2019Q2-2022Q2)	9
图 11: 白酒子版块毛利率及变动情况 (2019Q2-2022Q2)	11
图 12: 白酒子版块净利率及变动情况 (2019Q2-2022Q2)	11
图 13: 白酒子版块销售费率及变动情况 (2019Q2-2022Q2)	11
图 14: 白酒子版块管理费率及变动情况 (2019Q2-2022Q2)	11
图 15: 啤酒板块收入及增速 (2019Q2-2022Q2)	15
图 16: 啤酒板块归母净利润及增速 (2019Q2-2022Q2)	15
图 17: 啤酒板块毛/净利率变动情况 (2019Q2-2022Q2)	16
图 18: 啤酒板块费用率变动情况 (2019Q2-2022Q2)	16
图 19: 各上市啤酒企业吨酒价格 (2019Q1-2022Q2)	17
图 20: 铝锭价格走势跟踪 (元/吨)	17
图 21: 玻璃价格走势跟踪 (元/吨)	17

图 22: 乳制品板块收入及增速 (2019Q2-2022Q2)	19
图 23: 乳制品板块归母净利润及增速 (2019Q2-2022Q2)	19
图 24: 中国主产区生鲜乳价格走势 (元/公斤)	20
图 25: 伊利股份毛销差 (2019H1-2022H1)	20
图 26: 调味品板块收入及增速 (2019Q2-2022Q2)	21
图 27: 调味品板块归母净利润及增速 (2019Q2-2022Q2)	21
图 28: 调味品板块毛/净利率变动情况 (2019Q2-2022Q2)	22
图 29: 调味品板块费用率变动情况 (2019Q2-2022Q2)	22
图 30: 大豆价格走势跟踪 (元/吨)	22
图 31: 棕榈油价格走势跟踪 (元/吨)	22
图 32: 休闲食品板块收入及增速 (2019Q2-2022Q2)	25
图 33: 休闲食品板块归母净利润及增速 (2019Q2-2022Q2)	25
图 34: 疫情期间卤制品行业市场规模增长 (2012-2022E)	26
图 35: 毛鸭价格跟踪 (2011-2022)	26
表 1: 白酒板块业绩概览 (亿元)	10
表 2: 白酒板块合同负债概览 (亿元)	12
表 3: 啤酒板块业绩概览 (亿元)	16
表 4: 乳制品板块业绩概览 (亿元)	20
表 5: 调味品板块业绩概览 (亿元)	23
表 6: 休闲食品板块业绩概览 (亿元)	26

1. 食品饮料整体板块综述：

1.1 22H1 食品饮料板块：收入端稳步增长，利润端有所承压

22 年在春节旺季实现平稳增长背景下，虽然 4 月以来受华东等多地疫情影响，整体食品饮料板块收入端表现出较强韧性，上半年仍旧实现稳步增长。在整体消费疲软背景下，收入增速有所回落。上半年来看，2022H1 年食品饮料(中信)行业整体实现营业总收入 4977.52 亿元，同比增长 6.75%，实现整体净利润 1015.17 亿元，同比增长 11.74%，归母净利润 980.04 亿元，同比增长 12.13%。利润端，在原材料成本上涨背景下，各企业积极推进产品结构升级&控费增效，助力其增速优于收入端增速。

图 1：食品饮料行业收入及增速（2012-2022H1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

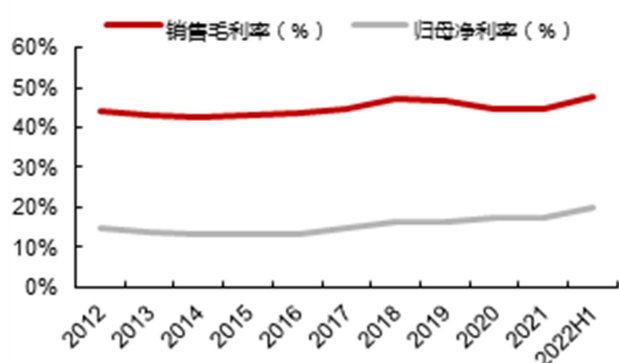
图 2：食品饮料行业归母净利润及增速（2012-2022H1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

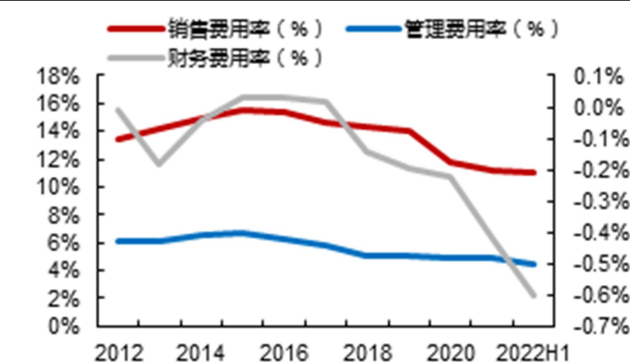
毛/净利率略有上升，费用率同比有所减少：2022H1 行业整体毛利率为 47.80%，同比上升 1.00pcts；三项费用率合计 14.92%，同比下降 1.13pcts，其中整体销售费用率 11.02%，同比下降 0.93pcts，管理费用率 4.51%，同比持平。综合影响下，整体净利率为 19.69%，同比上升 0.95pcts。

图 3：食品饮料行业毛利率及净利率（2012-2022H1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：食品饮料行业三项费用率（2012-2022H1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2 22Q2 整体板块：控费增效背景下，利润增速略优于收入增速

2022Q2 食品饮料（中信）整体实现营业总收入 2277.11 亿元，同比增长 6.22%，实现整体净利润 400.44 亿元，同比增长 6.74%，实现归母净利润 384.16 亿元，同比增长 6.88%。2022Q2 在全国多地疫情影响下，行业收入端有所承压；面对成本压力，在产品提价&控费增效背景下利润有所增长，利润增速优于收入增速。

图 5：食品饮料行业收入及增速（2019Q2-2022Q2）



资料来源：Wind，山西证券研究所

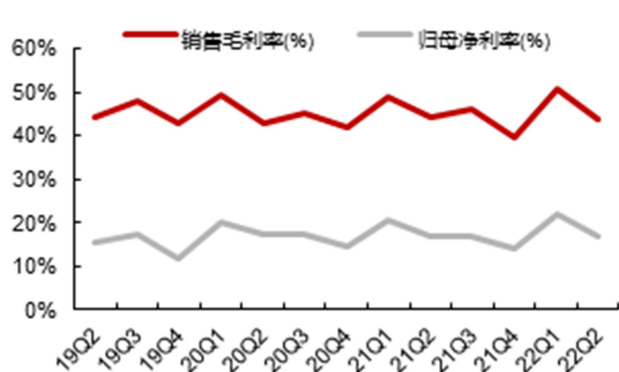
图 6：食品饮料行业归母净利润及增速（2019Q2-2022Q2）



资料来源：Wind，山西证券研究所

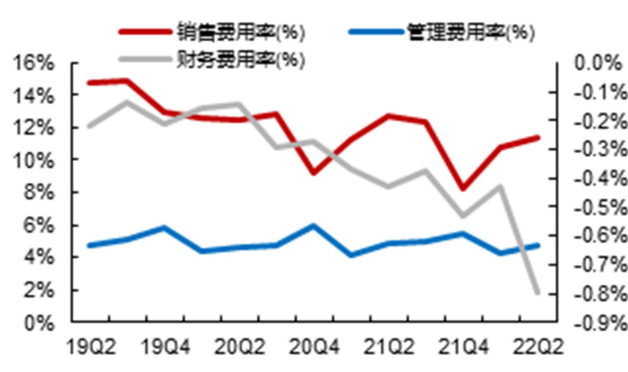
成本压力下毛利率略有下降，归母净利率表现较为平稳：上半年行业整体面临成本上涨压力，2022Q2 整体毛利率 44.00%，同比下降 0.53pcts；三项费用率合计 15.35%，同比下降 1.85pcts，其中整体销售费用率 11.35%，同比下降 1.40pcts，管理费用率 4.80%，同比下降 0.09pcts。综合影响下，整体归母净利率 16.87%，同比上升 0.10pcts。

图 7：食品饮料行业毛利率及净利率（2019Q2-2022Q2）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：食品饮料行业三项费用率（2019Q2-2022Q2）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 酒水板块：

2.1 白酒：高端稳健增长，次高端有所分化

2.1.1 收入端：22H1 疫情之下有所承压，22H2 需求有望边际向好

整体来看，22Q1 行业春节旺季平稳落地，在 21Q4 蓄力背景下仍延续增长态势；Q2 白酒淡季在疫情扰动之下，动销略有承压，多数酒企以控货挺价动作为主，整体实现良性增长。主要上市公司 2022H1 实现营业总收入 1848.55 亿元，同比增长 15.84%，归母净利润 701.00 亿元，同比增长 21.14%。

细分板块来看，高端酒 22H1 体现出需求韧性，整体表现稳健，营收/归母净利润同比增速分别为 +16.06%/+19.83%；次高端酒，在 21Q4 蓄力背景下 22Q1 仍延续高增态势；22Q2 受疫情扰动，宴席等消费场景缺失，分化显著，营收/归母净利润同比增速分别为 +24.53%/+29.58%；地产酒板块，由于大本营市场受疫情影响程度不同，表现出不同节奏，整体营收/归母净利润同比增速分别为 +20.30%/+24.51%；光瓶酒板块，受消费升级不达预期及相关行业政策影响，拖累上半年业绩，顺鑫为代表的光瓶酒龙头营收/归母净利润同比增速分别为 -29.07%/-91.60%。

图 9：白酒板块营业收入及增速（2019Q2-2022Q2）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：白酒板块归母净利润及增速（2019Q2-2022Q2）



资料来源：Wind，山西证券研究所

22Q2 白酒行业面临疫情反复，高基数等多重因素挑战，3-4 月份为行业传统淡季，多数酒企以控货挺价为主，且大部分酒企显示出对后续消费回暖的信心，均未下调全年任务目标。5 月之后需求及消费场景逐步恢复，6 月底企业整体回款进度约 60% 左右。同时在春节旺季平稳增长之后，多数酒企合同负债处于历史中高位，加之理性控制终端库存，酒企的调节余地较为充分，综合之下收入端有相对支撑。22Q2 白酒板块整体实现营业总收入 711.69 亿元，同比增长 10.63%，实现归母净利润 251.68 亿元，同比增长 12.94%。其中高端酒表现较为稳健，疫情影响有限，营收/归母净利润同比 +14.94%/+17.10%；次高端白酒在去年高基

消费场景缺失双重压力之下，略有承压，次高端酒营收/归母净利润同比+7.26%/-1.20%；地产酒在 5 月疫情缓解之后需求逐步恢复，渠道及终端布局积极，龙头回款指标优秀，地产酒营收/归母净利润同比+13.50%/+14.35%。

表 1：白酒板块业绩概览（亿元）

		收入				利润			
		22H1	yoy (%)	22Q2	yoy (%)	21H1	yoy (%)	22Q2	yoy (%)
000568.SZ	泸州老窖	116.64	25.19%	53.52	24.09%	55.32	30.89%	13.06	28.97%
000596.SZ	古井贡酒	90.02	28.46%	37.28	29.55%	19.19	39.17%	5.40	45.32%
000799.SZ	酒鬼酒	25.37	48.04%	8.49	5.25%	7.18	40.68%	2.08	-18.74%
000858.SZ	五粮液	412.22	12.17%	136.74	10.04%	150.99	14.38%	18.99	10.30%
000860.SZ	顺鑫农业	65.19	-29.07%	26.12	-29.52%	0.40	-91.60%	-4.36	-162.74%
000995.SZ	ST皇台	0.71	179.60%	0.37	176.42%	0.03	-124.62%	0.15	117.99%
002304.SZ	洋河股份	189.08	21.65%	58.82	17.10%	68.93	21.76%	12.32	6.07%
002646.SZ	天佑德酒	5.95	2.81%	1.73	-13.64%	0.99	32.27%	0.24	-367.57%
600197.SH	伊力特	11.33	9.96%	5.09	4.70%	1.28	-39.46%	-0.84	-75.18%
600199.SH	金种子酒	6.02	10.39%	2.57	2.57%	-0.55	-43.63%	0.43	13.32%
600519.SH	贵州茅台	594.44	17.20%	262.56	15.89%	297.94	20.85%	51.40	17.29%
600559.SH	老白干酒	20.26	22.65%	11.18	24.57%	3.63	191.43%	2.38	41.60%
600702.SH	舍得酒业	30.25	26.51%	11.41	-16.27%	8.36	13.60%	1.00	-29.67%
600779.SH	水井坊	20.74	12.89%	6.59	10.36%	3.70	-2.00%	-0.08	116.88%
600809.SH	山西汾酒	153.34	26.53%	48.03	0.35%	50.13	41.46%	14.69	-4.33%
603198.SH	迎驾贡酒	25.30	21.30%	9.54	1.78%	7.79	31.74%	1.88	2.95%
603369.SH	今世缘	46.48	20.65%	16.59	14.00%	16.18	21.22%	2.83	16.30%
603589.SH	口子窖	22.97	2.42%	9.86	-7.87%	7.40	7.58%	0.52	-4.92%
603919.SH	金徽酒	12.26	26.13%	5.20	12.23%	2.12	13.06%	0.24	-34.50%

资料来源：Wind，山西证券研究所

2.1.2 利润端：行业分化显著，高端及地产酒盈利能力稳步提升，光瓶酒仍承压

2022H1 年板块毛利率为 79.80%，同比+2.10pcts，行业分化显著，高端酒消费相对刚性，受益于产品结构升级，毛利率稳中略升，高端酒企毛利率为 86.02%，同比+1.28pcts；次高端/地产酒企在上半年疫情扰动之下，中高端产品动销短期承压，毛利率提升有所放缓，其中次高端/地产酒企毛利率分别为 75.46%/71.25%，同比分别+0.05/+1.06pcts；光瓶酒顺鑫农业虽受猪肉和地产业务拖累，白酒产品结构升级成效初显，毛利率为 30.96%，同比+3.50pcts。

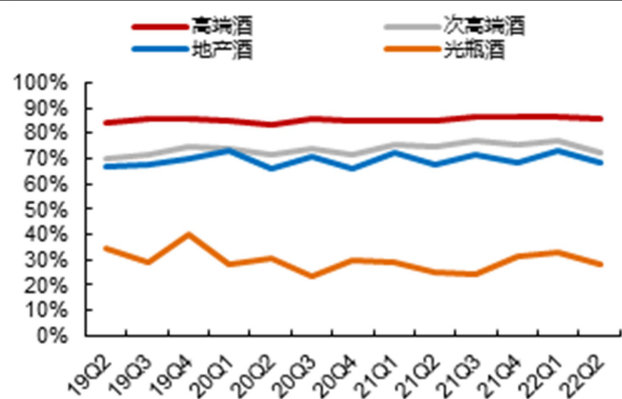
总体看 22 年上半年疫情之下上市酒企费用投入相对理性，22H1 销售费用率为 9.53%，同比+0.05pcts，管理费用率为 5.23%，同比-0.37pcts，其中 22H1 高端酒/次高端酒/地产酒销售费用率分别-0.06/-1.32/+0.74 pcts。

板块分化背景下，光瓶酒受相关费用支出较高致归母净利率有所承压。整体看，行业盈利能力稳定向好，同比+1.66pcts 为 37.92%。

22Q2 板块毛利率为 78.85%，同比+1.73pcts，高端酒和地产酒在提价及产品结构升级背景下毛利率稳步提升，毛利率同比分别+1.20/+0.86pcts，次高端酒由于疫情扰动，中高端产品短期销量承压，22Q2 毛利率同比-2.43pcts。

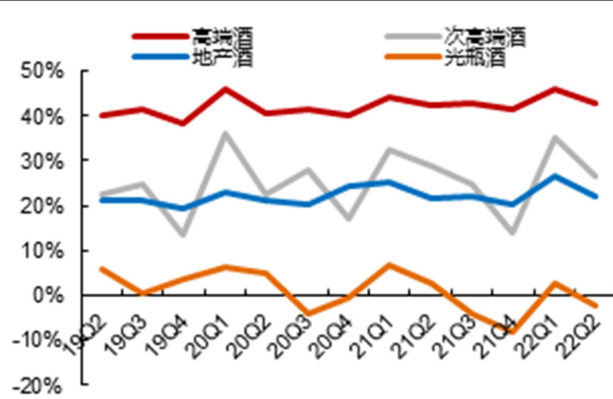
同时，板块 22Q2 销售费用率同比+0.11pcts，管理费用率同比-0.76pcts。高端龙头酒企表现优异，保持较强的盈利能力，同时部分地产酒受益于产品结构升级，助力其盈利能力稳中有升。22Q2 白酒板块净利率为 35.36%，同比+0.72pcts，其中高端/次高端/地产/光瓶酒分别同比+0.80/-2.26/+0.16/-5.23pcts。

图 11：白酒子版块毛利率及变动情况（2019Q2-2022Q2）



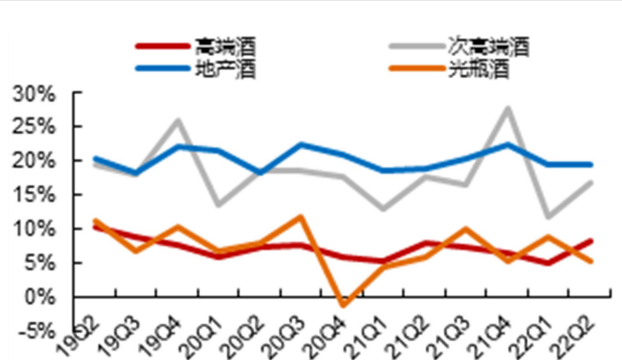
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：白酒子版块净利率及变动情况（2019Q2-2022Q2）



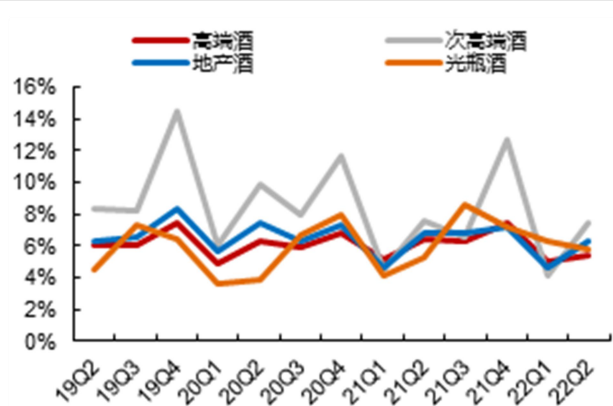
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 13：白酒子版块销售费率及变动情况
（2019Q2-2022Q2）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 14：白酒子版块管理费用率及变动情况
（2019Q2-2022Q2）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.1.3 合同负债：上半年整体表现稳健，Q2 酒企疫情下主动降速蓄力 H2

22Q2 末白酒板块合同负债为 378.28 亿元，同比+4.74%；同时 22Q2 环比 22Q1 白酒板块合同负债-5.37%，Q2 在多地疫情扰动之下，消费短期承压，各酒企主动放慢回款速度，注重渠道良性发展，蓄力下半年双节旺季。其中，高端白酒 22Q2 合同负债环比+1.34%，表现平稳；次高端及地产龙头白酒环比-7.54%/-21.80%。

表 2：白酒板块合同负债概览（亿元）

	合同负债			YoY	QoQ
	22Q2	21Q2	22Q1	22Q1	22Q1
泸州老窖	23.3	14.1	17.6	65%	32%
古井贡酒	34.3	22.1	46.9	55%	-27%
酒鬼酒	5.6	8.7	6.8	-36%	-18%
五粮液	18.8	63.3	36.1	-70%	-48%
顺鑫农业	19.3	29.4	13.3	-34%	45%
ST 皇台	0.0	0.0	0.0	-17%	-54%
洋河股份	79.1	55.2	97.7	43%	-19%
天佑德酒	0.4	0.5	0.4	-19%	-6%
伊力特	0.9	1.1	1.2	-23%	-31%
金种子酒	0.8	1.4	0.7	-39%	18%
贵州茅台	96.7	92.4	83.2	5%	16%
老白干酒	17.1	12.9	20.8	33%	-18%
舍得酒业	4.3	3.7	3.9	17%	10%
水井坊	8.6	6.4	8.4	34%	2%
山西汾酒	48.4	32.6	38.8	49%	25%
迎驾贡酒	3.8	4.0	4.7	-5%	-19%
今世缘	10.2	6.5	11.4	57%	-11%
口子窖	4.0	5.0	3.8	-20%	5%
金徽酒	2.9	1.9	4.0	49%	-28%

资料来源：Wind，山西证券研究所

2.1.4 分公司：高端白酒持续稳健，次高端略有承压

3.1.4.1 高端酒：22H1 需求相对韧性，实现稳健增长

4 月全国多地疫情爆发，5 月疫情逐步好转，人员流动加快。22 年上半年高端酒凭借其刚需属性和品牌力支撑，动销受影响程度相对较小，营收/利润增速实现较快增长。

贵州茅台：2022H1/Q2 公司实现营收 576.17/ 262.56 亿元，同比+17.38%/+15.89%。1) 分产品看：2022H1 年茅台酒/系列酒营收为 499.65/75.98 亿元，同比+16.33%/+25.37%，其中 22Q2 营收分别为 211.05/41.17 亿元，同比+15.0%/+22.0%；2) 分渠道看：2022H1 直销/批发实现收入 209.49/ 366.14 亿元，同比+ 120.42%/ -7.32%，

直销占比为 36.36%，其中 22Q2 度直销收入翻倍增长，占比为 39.8%。非标产品量价齐升和直营渠道占比提升助力公司毛利率提升，22H1 毛利率 92.11%，同比+0.73pct；2022H1 税金及附加为 87.1 亿元，同比+25.26%，影响公司净利率的增加，2022H1 净利率 53.99%，同比+0.6pct。2022 全年业绩有望加速增长：一是贵州茅台市场营销改革预期较强；二是受产能供给约束，16-18 年茅台基酒产量增速较慢，2022 年量增瓶颈有望突破。三是直营渠道投放比例提升、新品投放以及非标产品提价效应凸显，助力茅台加速增长。预计 2022-2024 年公司归母净利润为 618.84/726.95/852.96 亿元，EPS 分别为 49.26/57.87/67.90 元，维持“买入-A”评级。风险提示：食品安全风险、宏观经济下行导致高端酒价格大幅下跌风险、疫情发展超预期。

五粮液：2022H1/Q2 公司实现营收 412.22/136.74 亿元，同比+12.17%/10.04%。1) 分产品看：22H1 酒类收入为 385.13 亿元，同比+12.94%，五粮液/系列酒产品分别实现营收 319.73/65.40 亿元，同比+17.82%/-6.09%。销量方面，五粮液/系列酒产品分别实现销量 1.86/5.32 万吨，同比+15.13%/-47.76%。2) 分渠道看：经销/直销模式分别实现营收 226.87/158.26 亿元，同比+19.99%/+4.15%。同时上半年公司经销商共计 3015 家，五粮液经销商 2404 家，其中东部及中部地区各增加经销商 21/22 家。22H1 公司毛利率为 76.92%，同比+1.96pct，其中酒类毛利率为 81.86%，同比+1.45pct，22Q2 公司毛利率为 73.92%，同比+1.86pct，公司盈利能力稳定向好。新任管理层上任后公司供给侧改革有望延续并深化。目前公司较高端酒板块估值折价明显，在普五动销和库存情况边际向好基础上，业绩增长稳定性趋强。给予公司盈利预测：2022-2024 年公司营业收入分别为 746.62/851.91/965.94 亿元，同比增长 12.8%/14.1%/13.4%。归母净利润 268.55/312.25/356.96 亿元，同比增长 14.9%/16.3%/14.3%。对应 EPS 分别为 6.92/8.04/9.20 元，给予“买入-A”投资评级。风险提示：局部地区疫情反复；价格走势不及预期；新品推广不及预期；经济基本面影响白酒消费；食品安全问题等。

泸州老窖：2022H1/Q2 公司实现营收 116.64/53.52 亿元，同比+25.19%/+24.1%；归母净利润 55.32/26.56 亿元，同比+30.89%/+28.97%。其中中高档/其他酒类实现营收 103.7/11.8 亿元，同比+26.2%/+20.5%。中高档酒类占收入比重+0.7pct 至 88.9%。相对腰部产品特曲、窖龄等的收入增速快速提升。上半年公司酒类整体毛利率+0.17pct 至 86.18%；归母净利率 47.43%，同比+2.06pct。未来伴随国窖 1573 稳健增长和费用精细化投放，叠加规模效应逐步显现，公司有望逐步释放利润弹性。同时公司今年完成限制性股票激励计划规定授予，覆盖核心管理和销售团队，强化由国窖持续快速发展带动下的公司整体上升势头。风险提示：局部地区疫情反复；价格走势不及预期；新品推广不及预期；经济基本面影响白酒消费；食品安全问题等。

3.1.4.2 次高端酒：疫情影响之下，短期略有承压

4 月疫情之下日常经济活动受之影响，其中餐饮、宴席等消费场景受限，进而动销也受到短期拖累。5 月疫情影响逐步趋缓，部分地区宴席恢复明显。其中汾酒 6 月之后基本恢复正常节奏，打款发货健康；截

止7月初酒鬼酒Q2内参任务基本完成，全年回款进度超60%。

山西汾酒：2022H1/Q2 公司实现营收 153.34/48.03 亿元，同比+26.53%/+0.35%。1) 分产品看：2022H1 汾酒/系列酒/配制酒营收 141.96/5.48/4.83 亿，同比+28.65%/-18.43%/+58.09%，其中青花系列产品销售收入 61 亿元，同比+56%，玻汾预计营收超 40 亿元，同比+4.5%左右，巴拿马和老白汾营收超 40 亿元，同比+30%左右，中高端产品占比不断提升。2) 分地区看：2022H1 省内/省外收入 56.34/95.92 亿，同比+19.43%/+31.52%，省外收入占比 62.56%。公司 2022H1 毛利率/净利率为 75.89%/32.97%，同比+0.9pct/+3.44pct，销售期间费用率为 16.03%，同比下降 4.4pct，销售/管理/财务费用率为 12.64%/3.47%/-0.08%，同比-0.41/-0.49/+0.19pct，盈利能力不断提升。公司 22Q2 增速环比下降，主要在于主动调整结构、调整节奏，保持高质量发展。另从香型发展来看，在清香龙头汾酒的引领下，清香型白酒已爆发出强劲的增长势能，清香品类正加速扩容。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润 73.48/97.18 亿/123.53 亿元，EPS 分别为 6.02/7.97/10.13 元，维持“买入-A”评级。风险提示：疫情超预期的风险，省外扩张不达预期，宏观经济风险等。

3.1.4.3 地产酒：恢复进度不同，龙头业绩更有保障

上半年受到疫情影响，不同区域地产酒影响程度不尽相同，其中苏酒受疫情影响较大。疫情之下大部分地产酒仍按照预期目标打款，全年目标未有调整。从 5 月疫情逐步趋缓之后，各地动销逐步恢复。其中渠道能力强的酒企在终端动销推动力上更强、恢复更好。其中古井、洋河作为地产龙头，在本轮复苏中明显快于其他区域性白酒。洋河二季度任务顺利完成，徽酒动销恢复较好，古井完成全年目标 80%。同时今世缘完成了上半年基础目标，在股权激励推出后其优质增长可期。

今世缘：2022H1/Q2 公司实现营收 46.48/16.59 亿元，同比+20.66%/+14.00%。1) 分产品看：22H1 特 A+类/特 A 类/A 类营收分别为 30.41/12.84/1.76 亿元，同比+20.2%/+26.9%/+10.2%，特 A+/特 A 类产品合计占比达 93.08%，同比+1.12pct；22Q2 特 A+类/特 A 类/A 类营收分别为 10.98/4.56/0.60 亿元，同比+11.8%/+21.0%/+12.3%，22Q2 受疫情影响，销量略有承压，但公司产品结构改善趋势依旧。2) 分地区看：22H1 淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海区/省外分别实现营业收入 8.40/13.37/5.11/6.01/5.21/5.08/3.13 亿元，同比+17.7%/+24.3%/+16.5%/+25.3%/+12.7%/+31.9%/+10.6%。22H1 受益于产品结构升级，毛利率同比提升，22H1/Q2 公司毛利率为 72.48%/69.21%，同比+1.89pct/+3.01pct，盈利能力稳定向好。今年以来新董事长上任后积极招揽人才，同时公司主动调整组织架构，优化职能设置，梳理产品体系，调整相应市场投入，全面发力争取实现全年目标。我们预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 78.95/96.98/117.97 亿元，同比增长 23.2%/22.8%/21.6%。归母净利润 24.79/30.69/37.58 亿元，同比增长 22.2%/23.8%/22.4%。对应 EPS 1.98/2.45/3.00 元，给予“买入-A”投资评级。风险提示：疫情反复之下业绩增长不及预期，产品升级不及预期，行业竞争加剧等。

古井贡酒：2022H1/Q2 公司实现营收 90.02/37.28 亿元，同比+28.46%/+29.55%；归母净利润 19.19/8.20 亿元，同比+39.17%/+45.32%。22H1 公司白酒业务营收 86.97 亿元，同比 +27.73%。分产品看，年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼营收分别为 67.05/9.01/6.31 亿元，同比+32.26%/+11.80%/+8.53%，年份原浆势能释放，增长实现突破。分区域看，华北/华中/华南/国际营收分别为 6.09/78.77/5.04/0.12 亿元，同比+20.61%/+30.74%/+6.87%/+109.97%，公司大本营地区贡献最大业绩增量。公司 22H1 综合毛利率为 77.53%，同比+1.13pct；净利率为 21.32%，同比+1.64%。截至 22H1 公司合同负债 34.28 亿元，同比+54.82%。安徽省消费升级趋势明显，200 元以上价格带持续扩容。公司提出“县县过亿”，市场下沉空间广阔。公司依托品牌优势、产品优势和渠道优势，市场份额有望稳步提升。省外方面主推古 20，布局侧重点明确。临近双节旺季，经销商回款积极，预计全年任务完成顺利。风险提示：疫情反复之下业绩增长不及预期，产品升级不及预期，行业竞争加剧等。

2.2 啤酒：22H1 价增助力营收增长，高端化进程持续

2.2.1 收入端：Q2 疫情之下销量略承压，Q3 有望恢复增长

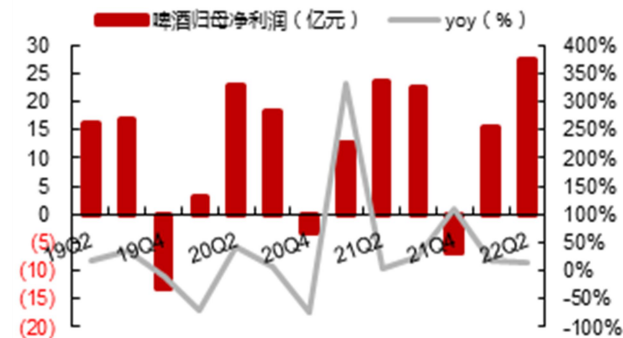
2022 年 1-2 月啤酒行业需求表现良好，基本恢复至 2019 年同期水平。3-4 月由于华东等地区疫情强反复，行业产量同比下降 10%以上，对比 2019 年同期存在 5%以上缺口。5 月随着疫情逐步得到管控以及旺季备货开启，行业产量同比仅下降 0.7%，对比 2019 年同期持平。总体而言，上半年啤酒行业现饮渠道受到管控，非现饮渠道人流量减少，渠道库存承压，动销有所放缓，但行业高端化进程依旧，助力盈利能力保持稳定向好。22H1 上市啤酒企业实现总营收 371.91 亿元，同比增长 7.31%，实现归母净利润 42.65 亿，同比增长 17.20%。其中 22Q2 板块增长略有承压，营收/归母净利分别实现 198.67/27.40 亿元，同比+6.88%/+15.97%。

图 15：啤酒板块收入及增速（2019Q2-2022Q2）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 16：啤酒板块归母净利润及增速（2019Q2-2022Q2）



资料来源：Wind，山西证券研究所

6月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，且正好叠加旺季时间节点。2021年6-9月旺季基数较低，同时今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啤酒行业旺季有望迎来总量的确定性增长。

表 3：啤酒板块业绩概览（亿元）

		收入				利润			
		22H1	yoy (%)	22Q2	yoy (%)	21H1	yoy (%)	22Q2	yoy (%)
000729.SZ	燕京啤酒	69.08	9.35%	38.07	7.53%	3.51	21.58%	0.62	-11.90%
000752.SZ	*ST西发	1.85	-2.41%	0.73	-21.95%	-0.18	74.95%	-0.08	-145.44%
000929.SZ	兰州黄河	1.44	-22.37%	0.72	-15.04%	0.23	1801.53%	0.22	467.91%
002461.SZ	珠江啤酒	24.32	9.68%	15.60	8.02%	3.14	1.06%	0.03	0.94%
600132.SH	重庆啤酒	79.36	11.16%	41.03	6.13%	7.28	16.93%	1.05	18.38%
600573.SH	惠泉啤酒	3.14	-0.75%	1.86	-4.66%	0.16	38.63%	0.04	14.32%
600600.SH	青岛啤酒	192.73	5.37%	100.65	7.49%	28.52	18.07%	4.37	23.85%
000869.SZ	张裕A	19.53	4.19%	7.87	6.30%	3.58	-3.59%	-0.13	-20.22%
002568.SZ	百润股份	10.37	-14.41%	4.98	-28.23%	2.21	-40.10%	-1.48	-45.70%

资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2.2 利润端：提价&疫情综合影响下，高端化略有放缓，趋势依旧

啤酒板块 22H1 毛/净利率分别为 40.80/11.47%，同比-4.30/+0.97pcts，毛利率同比减少主要受上半年原材料成本压力上升所致。3-5 月由于华东等地疫情强反复，餐饮收入同比下降 15%以上，疫情下夜场、高端餐饮等渠道封闭，产品结构升级节奏有所放缓。同时在新会计准则下，22H1 行业整体销售费用率有所下降，销售/管理费用率分别为 11.97%/5.40%，同比-4.67/-0.11pcts。板块 22Q2 毛/净利率分别为 42.11%/13.79%，同比-4.00/+1.08pcts，主要受原材料成本上升影响，毛利率有所下降，但在各酒企控费增效背景下，净利率水平稳定向好。同时总体来看各啤酒企业吨价提升趋势不变，长期看行业仍处于升级过程中。

图 17：啤酒板块毛/净利率变动情况（2019Q2-2022Q2）

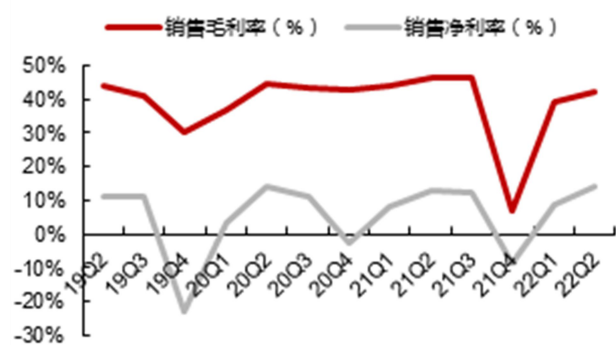
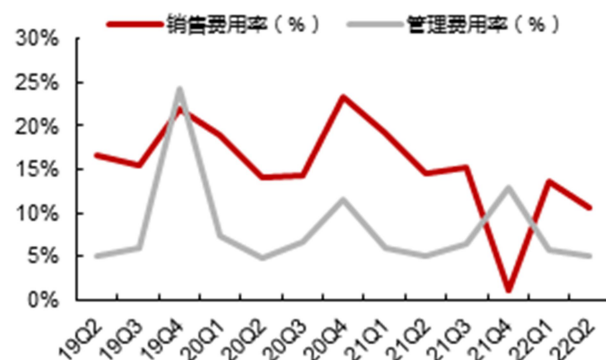


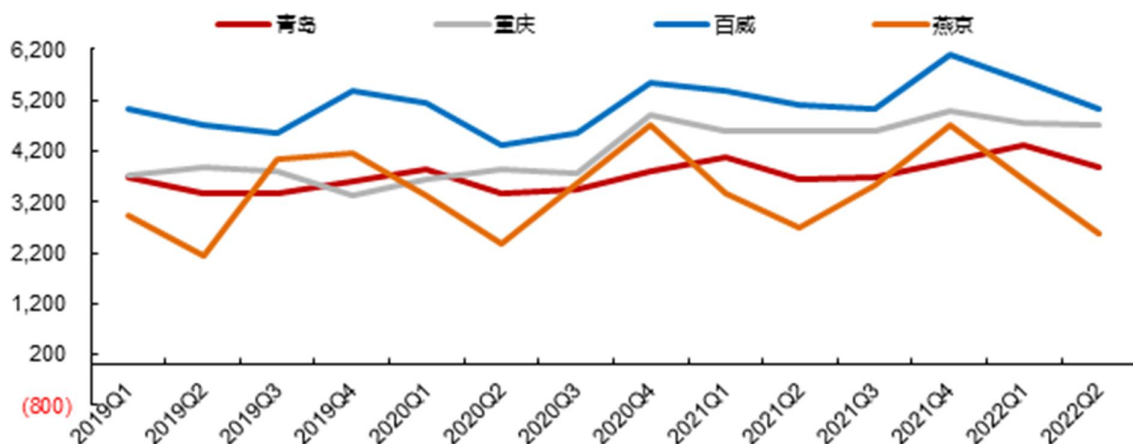
图 18：啤酒板块费用率变动情况（2019Q2-2022Q2）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

图 19：各上市啤酒企业吨酒价格（2019Q1-2022Q2）



资料来源：公司公告，山西证券研究所（备注：燕京啤酒 21Q3-Q4 根据 21H2 数据估算）

2.2.3 分公司：短期成本端承压，高端化进程持续

随着疫情解封，6 月全国餐饮收入同比仅下滑 4%。伴随即饮渠道逐步恢复至正常水平，啤酒产品结构将回归正常的升级状态，叠加前期提价落地，旺季均价环比有望持续提升。2020 年年初疫情爆发，现在复盘来看，疫情并未改变啤酒行业高端化的整体走势，虽然 20 年各家啤酒企业的销量均因疫情影响有所承压，但高端占比仍然保持稳定；21 年在疫情逐渐好转的情况下，高端产品销量更是实现了快速增长。我们认为伴随合理的防疫措施，疫情有望逐步得到缓解，从而消费步入复苏通道。根据渠道反馈，6-8 月份啤酒产品动销回归良性通道，销量同比实现较好增长。

图 20：铝锭价格走势跟踪（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 21：玻璃价格走势跟踪（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

同时包材成本价格压力有所缓解。其中易拉罐主要原材料铝价环比下滑明显，下半年铝价压力有望进一步收窄；纸箱价格环比出现回落，同比基本持平。大麦价格仍呈上涨趋势，但大部分企业已于去年底锁定全年量价，年中价格变化影响有限。综合之下，啤酒行业 22Q3 收入增长确定性强，并有望释放利润弹性。

青岛啤酒：2022H1/Q2 公司实现营收 192.73/100.65 亿元，同比+5.37%/+7.5%。1) 拆分量价：22H1/Q2 完成啤酒销量 472/259 万千升，同比-1.03%/+0.47%；吨酒价 4083/3884 元/千升，同比+6.46%/+6.99%。上半年在疫情反复影响下，销售量有所承压，产品结构升级带来的吨价提升是营收上半年增长的主要驱动力。2) 分地区看：22H1 公司在山东/华北/华南/华东/东南地区分别实现营收 118.1/36.6/15.2/14.4/4.7 亿元，同比+6.0%/+12.6%/-0.6%/-8.5%/-1.2%。22H1/Q2 公司毛利率为 38.10%/38.32%，同比+0.20pct/+0.84pct，上半年在大麦、铝罐等材料价格上涨之下，公司通过部分原材料价格锁价及产品提价，保证毛利率稳定向好。上半年受疫情影响，部分现饮消费场景消失，高端啤酒消费升级节奏有所放缓随着疫情逐步得到控制，我们认为今年三季度啤酒高端化进程较上半年将更为顺畅。在低基数背景下，预计公司 22Q3 收入增长具备较高确定性。给予公司盈利预测：2022-2024 年公司营业收入分别为 324.33/347.76/370.89 亿元，同比增长 7.5%/7.2%/6.7%。归母净利润 33.59/40.35/46.26 亿元，同比增长 6.5%/20.1%/14.6%。对应 EPS 分别为 2.46/2.96/3.39 元，给予“买入-A”投资评级。风险提示：产品升级不及预期，行业竞争加剧，新冠疫情反复，原材料价格上涨超预期等。

重庆啤酒：2022H1/Q2 公司实现营收 79.36/41.03 亿元，同比+11.16%/+6.12%。1) 拆分量价：受疫情影响，公司销量略有承压，22H1/Q2 实现啤酒销量 164.84/85.42 万千升，同比+6.4%/+1.9%，吨价为 4814/4804 元/千升，同比+4.5%/+4.2%。2) 分产品看：22H1 高档/主流/经济产品分别实现收入 28.81/39.29/9.60 亿元，同比+13.3%/+9.1%/+11.6%。3) 分区域看，22H1 公司在西北区/中区/南区分别实现收入 25.65/33.46/18.60 亿元，同比+3.25%/+13.58%/+18.09%。受上半年原材料、包装材料、运费价格上涨，公司毛利率有所承压，22H1 毛利率为 48.67%，同比-0.29pct。公司将坚定推进杨帆 27 计划，渠道执行力及深耕程度均有望逐步加强。我们认为目前乌苏啤酒产品矩阵趋于完善，全国化进程顺利推进，乌苏仍有较大增长空间，同时在高端产品带动及各品牌内部不断升级双重驱动下，重庆啤酒高端化有望稳步推进。给予其盈利预测：2022-2024 年公司营业收入分别为 149.54/173.54/199.07 亿元，同比增长 14.0%/16.1%/14.7%。归母净利润分别为 13.90/16.97/20.51 亿元，同比增长 19.2%/22.1%/20.9%。对应 EPS 分别为 2.87/3.51/4.24 元，给予公司“买入-B”投资评级。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：2022H1/Q2 公司实现营收 69.08/38.07 亿元、同比+9.35%/+7.53%，归母净利润 3.51/3.50 亿元、同比+21.58%/-11.90%。22H1 公司中高档/低档产品收入分别同比+9.4%/+3.8%，结构升级趋势明显。22Q2 单季整体销量同比-0.7%，吨价同比+8.3%，毛利率同比-0.9pct 至 44.3%，预计受包材成本上涨影响较

大。净利率同比-2.0pct 至 9.2%。十四五规划期间，公司“复兴燕京”主基调明确，渠道与营销共同助力 U8 大单品持续放量，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。

3. 食品板块：成本上行业绩触底，期待 22H2 边际改善

3.1 乳制品：Q2 收入端略承压，奶价趋稳背景下盈利向好

3.1.1 收入端：H1 总体实现平稳增长，Q2 疫情下销售短期承压

22H1/22Q2 乳制品板块分别实现收入 988.33/504.23 亿元，同比+10.45%/+8.59%。22 年春节乳制品动销良好，22Q1 在低基数下实现稳健增长，伊利 22Q1 收入双位数增长实现开门红。3 月中旬开始多地疫情反复，在其影响之下，从需求看，乳制品作为需求相对刚性的品种，白奶表现稳健，乳饮料有所影响；从供给端来看，整体物流运输效率受疫情影响较大，同时封控区域终端暂停营业，短期销售承压。

图 22：乳制品板块收入及增速（2019Q2-2022Q2）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 23：乳制品板块归母净利润及增速（2019Q2-2022Q2）



资料来源：Wind，山西证券研究所

3.1.2 利润端：成本压力趋缓，买赠促销加大盈利承压

22H1/22Q2 乳制品板块分别实现归母净利润 71.27/30.61 亿元，同比+6.90%/-8.69%。22Q1 在原奶成本压力趋缓的背景下，加之高端产品放量，结构改善&毛销差释放带动板块盈利能力同比提升。22Q2 原奶价格同比下降 2.5%，但买赠促销加大对乳企盈利能力形成一定压力。

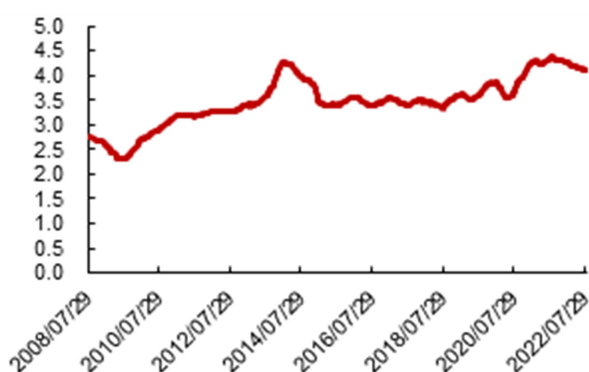
表 4：乳制品板块业绩概览（亿元）

		收入				利润			
		22H1	yoy (%)	22Q2	yoy (%)	21H1	yoy (%)	22Q2	yoy (%)
001318.SZ	阳光乳业	2.71	-6.61%	1.51	-13.98%	0.56	-7.72%	-0.05	-15.62%
002329.SZ	皇氏集团	13.19	0.91%	7.54	6.88%	0.96	813.61%	0.85	264.17%
002570.SZ	贝因美	16.14	43.95%	8.00	44.23%	0.43	28.01%	0.09	20.02%
002719.SZ	麦趣尔	7.08	47.06%	3.62	36.83%	-1.75	-1700.99%	-1.86	-3288.21%
002732.SZ	燕塘乳业	8.99	-5.16%	5.12	-6.74%	0.58	-48.19%	-0.54	-51.15%
002910.SZ	庄园牧场	4.96	3.25%	2.53	2.39%	0.09	-60.31%	-0.14	-207.69%
300898.SZ	熊猫乳品	3.78	-3.10%	1.85	-4.46%	0.23	-37.28%	-0.14	-49.37%
002946.SZ	新乳业	47.80	10.76%	24.63	7.02%	1.89	29.42%	0.43	24.60%
600419.SH	天润乳业	12.33	16.86%	6.90	16.50%	1.08	32.93%	0.27	51.99%
600429.SH	三元股份	42.62	6.50%	21.06	-1.34%	0.93	-36.30%	-0.53	-49.56%
600597.SH	光明乳业	144.11	1.03%	71.64	-1.57%	2.81	7.83%	0.20	-28.53%
600882.SH	妙可蓝多	25.94	25.48%	13.08	17.17%	1.32	18.03%	0.20	-26.72%
600887.SH	伊利股份	634.63	12.31%	324.16	11.23%	61.33	15.23%	8.11	4.91%
605179.SH	一鸣食品	11.64	5.71%	6.07	-0.16%	-0.66	-210.34%	-1.26	-152.58%
605337.SH	李子园	7.01	3.00%	3.59	2.73%	1.03	-20.10%	-0.26	-17.62%
605388.SH	均瑶健康	5.41	13.42%	2.93	31.21%	0.45	-63.51%	-0.79	-54.79%

资料来源：Wind，山西证券研究所

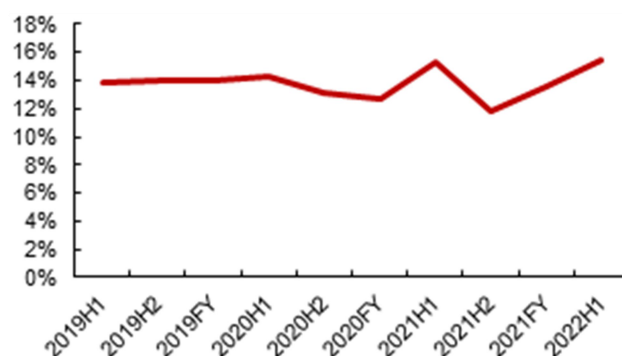
展望下半年，5月下旬以来伴随物流基本恢复，乳企收入端亦同步回暖，基础白奶动销优于其他品类。下半年在双节旺季需求恢复下，收入有望实现稳健增长。下半年我们预计原奶价格稳中或略有回升，但在企业高端产品放量&产品结构优化背景下，有望带动企业盈利能力的同比提升。

图 24：中国主产区生鲜乳价格走势（元/公斤）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 25：伊利股份毛销差（2019H1-2022H1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

伊利股份：2022H1/Q2 公司实现营收 634.63/324.16 亿元，同比+12.31%/+11.23%。1)分产品看：上半年受疫情影响，公司液体乳承压，22H1 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品实现营收 428.92/120.71/72.95 亿元，同比+1.1%/+58.3%/+31.7%，液体乳/奶粉及奶制品/冷饮收入占比分别为 67.9%/19.1%/11.5%，同比-7.5/+5.6/+1.7pct；22Q2 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品实现营收 205.75/66.76/44.99 亿元，同比

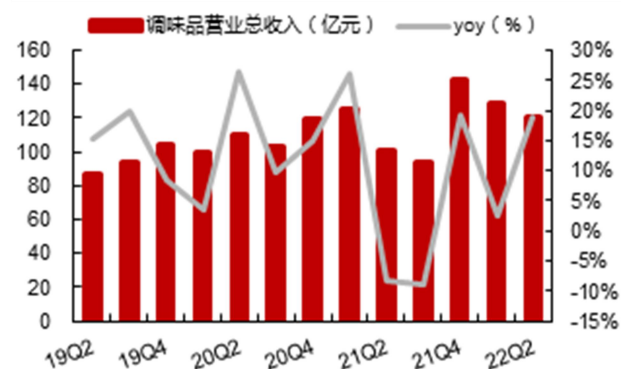
-4.5%/+83.5%/+29.4%。2)从市场端看：公司液体乳上半年市场零售额份额同比+0.1pct；公司婴配奶粉全渠道增速 20%以上，其中母婴渠道增速 30%以上，国产品牌中增速第一；奶酪业务市场零售额份额同比近+4.00pct，覆盖 50 万网点；冷饮方面，伊利市占率为第二名 2 倍以上。受上半年原奶成本下降影响，公司毛利率略有提升，22H1/Q2 毛利率分别为 33.73%/32.80%，同比+1.58/+1.04pct。预计 22Q3 随着旺季来临，我们认为在奶价相对高位的背景下行业竞争有望趋于理性，今年公司整体的费用可控。展望下半年，三季度为传统中秋旺季，Q3 白奶需求有望回升，同时常温酸奶伴随疫情后消费场景逐步打开，有望保持较好增速。我们预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 1283.47/1446.44/1615.30 亿元，同比增长 16.1%/12.7%/11.7%。归母净利润 104.57/122.98/143.83 亿元，同比增长 20.1%/17.6%/17.0%。对应 EPS 1.63/1.92/2.25 元，给予“买入-A”投资评级。风险提示：食品安全问题；行业竞争加剧风险；疫情反复市场波动风险；成本超预期上升；行业需求超预期下滑；海外业务进展不及预期。

3.2 调味品：需求/成本双承压，密切跟踪业绩拐点

3.2.1 收入端：低基数&消费疲软背景下，收入端略有增长

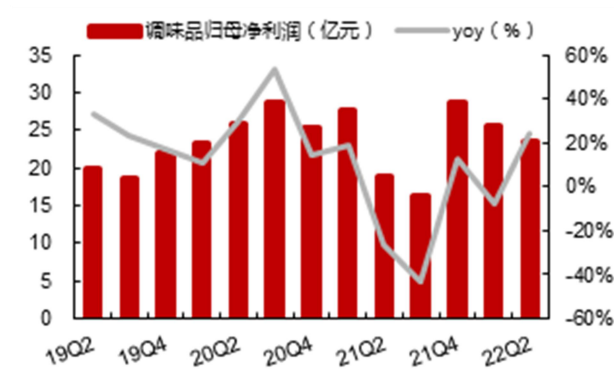
整体来看，22H1/22Q2 调味品板块分别实现收入 248.14/120.01 亿元，同比+9.86%/+19.03%；分别实现归母净利润 48.90/23.42 亿元，同比+5.29%/+23.75%。

图 26：调味品板块收入及增速（2019Q2-2022Q2）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 27：调味品板块归母净利润及增速（2019Q2-2022Q2）



资料来源：Wind，山西证券研究所

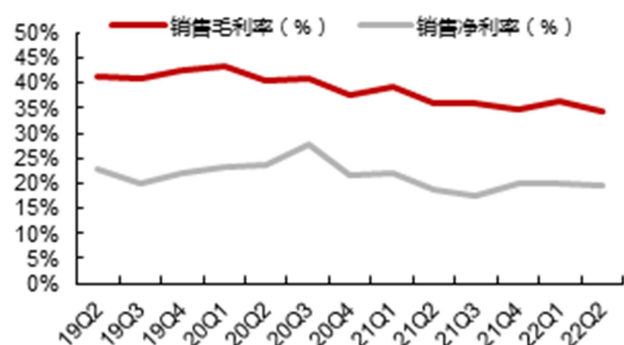
上半年调味品板块整体需求、成本双承压。二季度受疫情影响，餐饮业收入下滑 15%以上，北京、上海多地暂停堂食，餐饮端需求疲软，销量存在缺口。但在去年低收入基数背景下，板块收入同比略有回升，其中 C 端受益宅家囤货消费，表现好于 B 端。5 月之后伴随疫情趋缓，环比逐步向好。当下仍是调味品板块基本面的相对低点，22Q2 之后若疫情能够有效控制，需求将逐步企稳，受益于低基数，22H2 调味

品板块有望轻装上阵。同时 2022 年受益于社区团购的影响减弱，行业有望重新回归消费升级趋势中。比如龙头海天加速布局零添加系列高端产品，叠加需求恢复后 21 年底提价有序传导落地，均价表现有望持续向好。

3.2.2 利润端：原材料成本上升，盈利能力仍承压

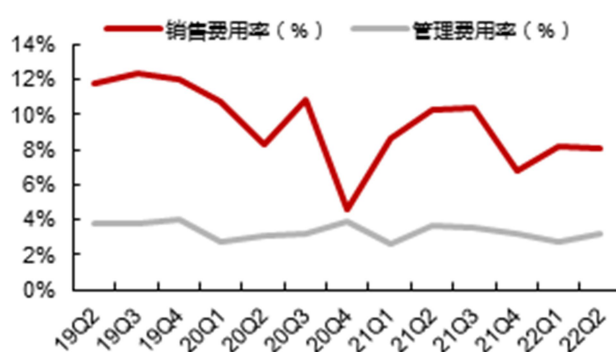
毛利率方面，22H1/22Q2 调味品板块毛利率 35.38%/34.51%，同比-2.59/-1.60pcts。22 上半年主要原材料大豆、白糖、包材等价格维持高位，成本压力下各企业盈利能力仍承压，但在各企业控费增效背景下，压力环比有所趋缓。销售费用方面，22H1/22Q2 调味品板块整体销售费用率 8.10%/8.01%，同比-1.28/-2.29pcts，销售费用率同比有所下降，主要系：1）多数企业启用新的会计准则，运费及包费在确认在成本中；2）在成本压力背景下，各企业积极控费增效，保证净利率水平稳定。下半年仍需密切跟踪需求与成本拐点。

图 28：调味品板块毛/净利率变动情况（2019Q2-2022Q2）



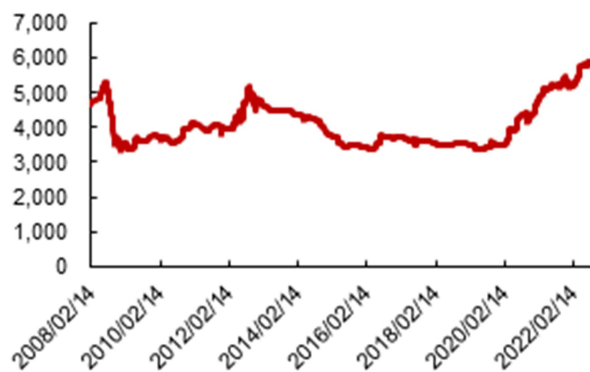
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 29：调味品板块费用率变动情况（2019Q2-2022Q2）



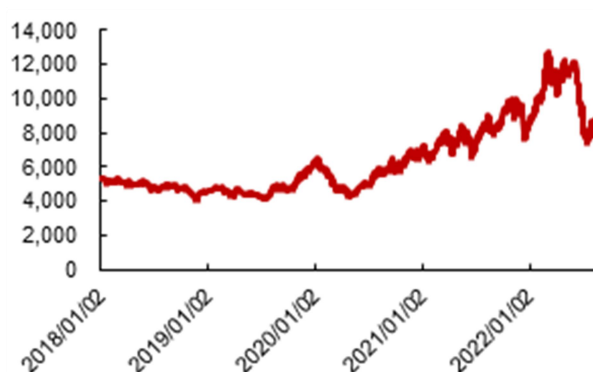
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 30：大豆价格走势跟踪（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 31：棕榈油价格走势跟踪（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

下半年伴随消费逐步回暖，建议密切关注调味品企业经营边际改善机会，公司业绩有望逐季修复。其中，油脂价格自6月初以来环比大幅回落，对于食用油、复合调味品等成本中油脂占比高的细分行业，盈利能力有望显著提升。

表 5：调味品板块业绩概览（亿元）

		收入				利润			
		22H1	yoy (%)	22Q2	yoy (%)	21H1	yoy (%)	22Q2	yoy (%)
000576.SZ	甘化科工	1.80	-38.76%	0.90	-40.82%	0.33	-55.40%	-0.42	-73.29%
002495.SZ	佳隆股份	1.02	-32.94%	0.47	-47.37%	-0.05	-127.90%	-0.23	-119.15%
002507.SZ	涪陵榨菜	14.22	5.58%	7.33	14.98%	5.16	37.24%	1.40	74.68%
002650.SZ	加加食品	9.43	12.02%	4.28	28.77%	0.03	-83.47%	-0.16	108.96%
300908.SZ	仲景食品	4.17	6.12%	2.18	17.35%	0.63	-8.61%	-0.06	61.86%
600186.SH	莲花健康	8.60	1.16%	4.43	1.57%	0.32	11.67%	0.03	-1.62%
600305.SH	恒顺醋业	11.83	14.29%	6.11	18.00%	1.28	0.37%	0.00	4.32%
600872.SH	中炬高新	26.52	14.52%	13.05	23.98%	3.13	11.91%	0.33	47.58%
603027.SH	千禾味业	10.15	14.56%	5.33	30.51%	1.19	80.56%	0.53	145.32%
603170.SH	宝立食品	9.11	26.07%	4.87	21.37%	0.93	-3.86%	-0.04	12.23%
603288.SH	海天味业	135.32	9.73%	63.22	22.19%	33.93	1.21%	0.41	11.79%
603317.SH	天味食品	12.14	19.44%	5.85	18.22%	1.66	119.61%	0.90	1554.34%
603696.SH	安记食品	2.37	-6.86%	1.28	3.19%	0.10	-63.28%	-0.17	-47.70%
603755.SH	日辰股份	1.45	-0.36%	0.70	-7.22%	0.26	-24.86%	-0.08	-38.07%

资料来源：Wind，山西证券研究所

海天味业：2022H1/Q2 公司实现营收 135.32/63.22 亿元，同比+9.73%/+22.19%。1）分品类看：酱油/调味酱/蚝油/其他调味品 22H1 同比分别 +6.8%/-3.6%/+3.7%/+39.0%，22Q2 同比分别 +17.1%/+3.9%/+12.0%/+87.3%。2）分区域看：22H1 南部/北部/东部/西部/中部营收同比分别为 15.8%/11.4%/5.7%/3.5%/2.5%，22Q2 同比分别 +27.3%/+28.1%/+5.9%/+19.6%/+20.9%。2022H1 经销商数量为 7147 家，净减少 283 家。上半年在疫情反复&消费疲软背景下，公司目前库存水平 2.5-3 个月左右。上半年由于原材料成本上行，公司毛利率有所承压，22H1/22Q2 毛利率为 36.63%/34.87%，同比-2.68pct/-2.19pct。但当前受外部环境影响，各项成本依然维持高位，建议积极跟踪后续成本变动及拐点出现后的业绩弹性。我们预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 280.94/319.30/362.91 亿元，同比增长 12.4%/13.7%/13.7%。归母净利润 73.30/87.11/102.16 亿元，同比增长 9.9%/18.8%/17.3%。对应 EPS 1.58/1.88/2.20 元，给予“增持-A”投资评级。风险提示：局部地区疫情反复；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。

千禾味业：2022H1/Q2 实现营收 10.15/5.33 亿元，同比+14.6%/+30.51%。1)分产品看：22H1 公司酱油/食醋营收分别为 6.04/1.74 亿元，同比 10.5%/+19.8%；Q2 受益于疫情催化 C 端消费释放，公司营收实现较快增长，22Q2 年酱油/食醋营收分别为 3.14/0.95 亿元，同比+24.2%/+39.2%。2)分地区看：22H1 公司中部/

北部/西部/东部/南部分别实现营收 0.94/1.48/5.22/1.80/0.56 亿元，同比+29.5%/+29.3%/+13.7%/+8.1%/+1.3%，22Q2 中部/北部/西部/东部/南部分别实现营收 0.51/0.77/2.72/0.95/0.29，同比+47.9%/+45.2%/+28.7%/+28.2%/+5.7%。22H1 大豆等原材料价格上行和运输费用的增加，22H1/22Q2 毛利率同比-6.84pct/-5.16pct，由于 Q2 开始在公司广告费用收缩以及渠道共建费用减少，公司净利率水平显著向好，22H1/22Q2 同比+4.28pct/+5.59pct。展望下半年，伴随疫情逐步趋缓，公司流通渠道的不断开拓，以及低价版零添加酱油的积极推广，业绩增长逐步向好。在净利润水平基数恢复正常水平后，22H2 收入利润有望保持同步增长。我们预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 22.60/27.06/32.46 亿元，同比增长 17.4%/19.7%/19.9%。归母净利润 2.96/3.78/4.61 亿元，同比增长 33.7%/27.6%/21.9%。对应 EPS 0.31/0.39/0.48 元，给予“增持-A”投资评级。风险提示：局部地区疫情反复；行业竞争加剧；原材料成本快速上升；食品安全问题等。

天味食品：2022H1/Q2 公司实现营收 12.14/5.85 亿元，同比+19.4%/18.2%。1)分产品看：22H1 火锅底料/中式菜品调料/香肠腊肉调料/鸡精/香辣酱分别实现营收 4.80/6.57/0.08/0.34/0.23 亿元，同比+10.6%/+24.6%/+35.8%/+52.3%/+28.3%，其中 22Q2 火锅底料/中式菜品调料分别实现营收 2.38/3.08 亿元，同比+29.4%/+7.4%。2)分渠道看：22H1 公司经销商/定制餐调/电商渠道分别实现营收 9.98/1.08/0.68 亿元，同比+22.6%/-10.4%/+15.7%；其中 22Q2 经销商/定制餐调/电商渠道分别实现营收 4.76/0.57/0.35 亿元，同比+21.8%/-24.7%/+105.2%。受部分低价原材料使用完毕，Q2 油脂等原材料成本压力上升影响，公司 Q2 毛利率环比承压，22H1/Q2 毛利率为 35.3%/34.5%，同比+4.1/+1.72pct。2022 年复合调味料行业在供给端出清，需求回暖的背景下，竞争格局有所优化，公司作为当前行业龙头，有望受益。下半年公司促进传统单品火锅底料及鱼调等平稳增长，加大小龙虾调料等新品推进，推出优商扶商的经销商分级运营模式，在产品&渠道不断完善背景下，其 22H2 业绩增长可期。给予其盈利预测：2022-2024 年公司营业收入分别为 24.96/29.94/35.55 亿元，同比增长 23.2%/19.9%/18.7%。归母净利润分别为 3.12/4.04/5.08 亿元，同比增长 69.2%/29.2%/26.0%。对应 EPS 分别为 0.41/0.53/0.67 元，给予“买入-B”投资评级。风险提示：行业竞争加剧；新冠疫情反复及原材料成本上升等。

恒顺醋业：2022H1/Q2 公司实现营收 11.8/6.1 亿元，同比+14.3%/18.1%。1)分产品看：22H1 调味品营收 10.9 亿元，同比+9.29%，其中醋/料酒/其它调味品分别营收 7.2/1.8/1.9 亿元，分别同比+0.14%/+16.3%/+52.2%。2)分区域看：22H1 华东/华南/华中/西部/华北营收 5.5/1.8/1.9/0.9/0.7 亿元，同比+8.0%/+11.9%/+7.9%/+10.8%/+14.5%。3)分渠道看，22H1 公司经销/直营收入 10.3/0.6 亿元，同比+11.3%/-18.4%，其中线上/线下销售 1.2/9.7 亿元，同比+20.9%/8.0%。受原材料、包材、设备成本上涨影响，公司毛利率承压，22H1 毛利率为 35.5%，同比减少 2.7pct。2022 年是落实国企改革三年行动的重要任务，

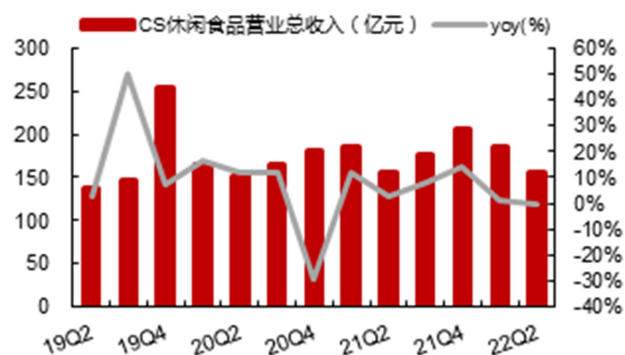
从营销中心变革、高端人才引进、科研成果转化、内部管理改革等方面按下“快进键”，跑出“加速度”，期待改革释放红利。给予其 2022-2024 年盈利预测，EPS 分别为 0.17/0.19/0.26 元，维持“增持-A”评级。风险提示：行业需求低于预期，原材料价格波动风险，食品安全风险。

安琪酵母：2022H1/Q2 公司实现营收 60.90/30.59 亿元，同比+16.36%/18.66%。1) 分产品看，22Q2 公司酵母及深加工/制糖/包装/其他业务收入分别同比+8.7%/+18.2%/+32.6%/+80.1%；2) 分地区看，国内/国外收入分别同比+6.1%/+47.7%；3) 分渠道翻看，线下/线上收入分别+4.5%/+52.2%。22Q2 单季毛利率同比-3.7pct 至 26.8%，公司全年成本基本锁定，考虑基数效应，进入 22H2 毛利率同比有望改善。公司酵母主业全球份额处于提升过程，同时积极发展衍生品及渠道协同产品，带动收入持续较快增长；利润端随着海运费和汇率改善，成本端逐步布局替代性原料进行平抑，后续改善弹性值得期待。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。

3.3 休闲食品：成本及渠道承压，H2 有望边际改善

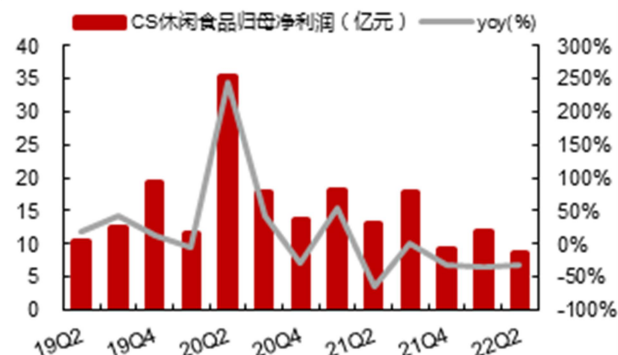
整体来看，22H1/22Q2 休闲食品板块分别实现收入 341.68/155.72 亿元，同比+0.48%/-0.09%；分别实现归母净利润 20.61/8.71 亿元，同比-33.90%/-33.26%。休闲食品行业 22H1 在春节错期、疫情反复扰动影响下，板块整体经营承压。尤其 4 月疫情及部分地区封控影响下，需求及商超客流影响，休闲食品板块 22Q2 收入整体增速表现较弱。此外黄豆、禽类、豆油、棕榈油、海运费等成本端压力仍在，甚至部分原材料价格高位继续上行，板块 22Q2 业绩同比表现欠佳。

图 32：休闲食品板块收入及增速（2019Q2-2022Q2）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 33：休闲食品板块归母净利润及增速（2019Q2-2022Q2）

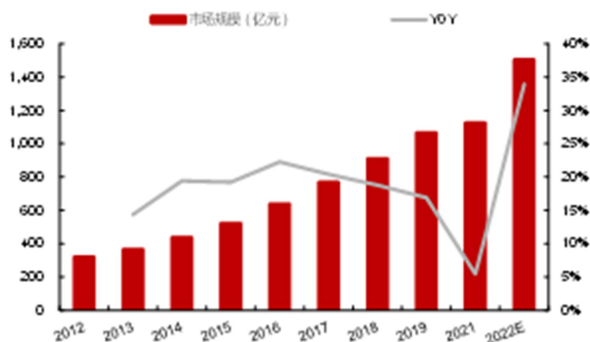


资料来源：Wind，山西证券研究所

其中关于休闲卤制品子板块，疫情影响出行及人流，从而影响卤制品同店。2020 年绝味单店收入为 2019 年的 89%，2021 年回升至 91%。今年 3-5 月华东地区疫情强反复，导致绝味同店承压。公司为保持加盟商

的稳定性给予补贴扶持，因此上半年盈利能力承压明显。后续随着疫情得到有效控制，出行及人流边际回暖，同店表现有望回升，同时补贴减少。成本端，22 年鸭副价格处于上涨阶段，公司毛利率有所承压。

图 34：疫情期间卤制品行业市场规模增长（2012-2022E）



资料来源：智研咨询，产业信息网，山西证券研究所

图 35：毛鸭价格跟踪（2011-2022）



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 6：休闲食品板块业绩概览（亿元）

		收入				利润			
		22H1	yoy (%)	22Q2	yoy (%)	21H1	yoy (%)	22Q2	yoy (%)
000716.SZ	黑芝麻	12.96	-26.61%	6.15	-33.50%	0.07	-42.80%	-0.05	-61.70%
001219.SZ	青岛食品	2.46	24.93%	1.30	28.01%	0.48	39.30%	0.13	49.41%
002557.SZ	洽洽食品	26.78	12.49%	12.46	24.38%	3.51	7.25%	0.24	10.46%
002582.SZ	好想你	6.16	22.87%	2.44	38.78%	0.02	-95.73%	-0.53	-132.34%
002695.SZ	煌上煌	11.82	-15.98%	6.40	-20.05%	0.80	-46.70%	-0.70	-47.62%
002820.SZ	桂发祥	1.09	-51.44%	0.40	-63.34%	-0.45	-306.71%	-0.67	-301.44%
002847.SZ	盐津铺子	12.10	13.73%	6.35	34.60%	1.29	164.97%	0.80	301.83%
002956.SZ	西麦食品	6.32	14.55%	2.82	11.22%	0.46	-41.82%	-0.33	-32.16%
002991.SZ	甘源食品	6.14	12.93%	2.94	42.67%	0.41	11.02%	0.04	549.88%
003000.SZ	劲仔食品	6.20	31.30%	3.61	45.60%	0.57	37.84%	0.16	84.72%
300783.SZ	三只松鼠	41.14	-21.80%	10.25	-35.54%	0.82	-76.65%	-2.70	-315.66%
300892.SZ	品渥食品	7.40	7.48%	4.34	17.14%	0.16	-64.89%	-0.29	-42.84%
300915.SZ	海融科技	4.19	19.70%	2.04	5.65%	0.52	0.41%	0.00	-44.12%
300973.SZ	立高食品	13.24	5.76%	6.94	3.12%	0.70	-48.53%	-0.66	-52.25%
300997.SZ	欢乐家	6.97	4.90%	3.37	3.76%	0.83	-13.96%	-0.13	-36.21%
603517.SH	绝味食品	33.36	6.11%	16.48	0.61%	0.99	-80.36%	-4.03	-96.42%
603697.SH	有友食品	4.89	-19.08%	2.22	-31.13%	0.61	-53.02%	-0.69	-43.30%
603719.SH	良品铺子	48.95	10.72%	19.53	5.73%	1.93	0.67%	0.01	11.50%
603777.SH	来伊份	23.12	10.12%	9.97	12.65%	1.11	2.02%	0.02	-35.85%
603866.SH	桃李面包	32.06	9.06%	17.54	8.75%	3.58	-3.13%	-0.12	-3.25%
603886.SH	元祖股份	10.47	4.41%	6.11	2.03%	0.62	0.42%	0.00	35.45%
605300.SH	佳禾食品	9.61	-13.32%	4.39	-15.58%	0.34	-53.32%	-0.38	5.88%
605339.SH	南侨食品	14.26	4.68%	7.66	7.17%	1.26	-35.66%	-0.70	-25.62%

资料来源：Wind，山西证券研究所

展望下半年，待疫情趋于稳定&需求逐步回暖之后，加之 22Q2 后去年同期低基数背景下，休闲食品板块有望带来较高业绩增速。

绝味食品：2022H1/Q2 公司实现营收 33.36/16.48 亿元，同比+6.11%/+0.61%。1) 分产品看：22H1 鲜货/禽类/蔬菜/畜类/其他产品实现营收 28.07/21.74/3.19/0.18/2.96 亿元，同比-0.8%/+0.1%/+4.4%/-51.2%/-5.9%。2) 分渠道看：22H1 卤制食品销售/加盟商管理/其它渠道分别实现营收 28.69/0.43/3.34 亿元，同比-1.0%/+28.9%/+170.4%。公司大陆地区 22H1 门店数为 14921 家，净增 1207 家。受上半年鸭副价格上行所致，公司盈利能力有所承压，22H1/22Q2 公司毛利率同比-6.59pct/-9.04pct，净利率同比-13.01pct/-15.66pct。展望下半年，期待疫情精准防控之后，单店收入及加盟商信心均有望逐步恢复，同时叠加之前的提价贡献，公司季度间逐渐环比改善可期。我们预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 72.78/87.27/101.20 亿元，同比+11.1%/+19.9%/+16.0%。归母净利润 6.96/11.48/14.14 亿元，同比-29.1%/+65.0%/+23.2%。对应 EPS 1.14/1.89/2.32 元，给予“增持-A”投资评级。风险提示：行业竞争加剧；局部地区疫情反复；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。

4. 投资建议

整体而言，食品饮料板块在上半年疫情反复&海外战争扰动之下，造成动销承压和成本上涨压力。5 月在疫情逐步趋稳之后，消费需求有望逐步恢复。展望下半年，在各种不确定因素扰动之下，拥抱确定性是首选要素。在此大前提之下：

白酒方面，中长期来看，消费升级仍在途中，白酒行业集中度仍有较大的提升空间。短期来看，目前板块情绪与基本面已逐步筑底，Q2 基本面高压期已过，未来或将呈现区域和价格带分化，目前围绕两条投资主线：关注确定性增长品种和低估值改善型品种。1) 茅五泸等高端白酒在上半年压力测试之下，表现出需求韧性，收入具有较强的确定性。同时其估值回落至历史中位甚至偏低位置，进入价值布局区间；2) 6 月以来安徽、江苏、四川等区域由于升学宴等宴席回暖反馈较为积极，9 月密切跟踪双节回款及动销动态；3) 目前时点，我们重点推荐确定性增长和低估值改善型品种，包括贵州茅台、五粮液及估值调整至中长期合理配置区间的山西汾酒，建议关注泸州老窖、古井贡酒、今世缘。

大众品方面，22 年上半年在疫情扰动&需求整体疲软背景之下，收入端增速承压。同时受到成本超预期上行利润端也继续承压。面对外界较多的扰动因素，目前整体大众食品板块经历前期的回调，逐步步入合理区间。同时 22Q1 之后伴随大众品基数回落，表现的增速压力也将得到有效释放。基于此，待疫情趋缓之后，大众品建议重点布局：短期结构升级&成本压力减缓、长期竞争格局优化标的：1) 首选短期产品高端化依旧、成本压力趋缓，同时长期竞争格局优化的啤酒板块，重点推荐青岛啤酒，建议关注重庆啤酒、燕京啤酒；2) 疫情之后收入改善，同时成本下降，有望释放利润弹性的标的：建议关注安琪酵母、天味食

品等；3）估值进入中长期合理区间，同时受益行业竞争格局确定性机会的标的，建议关注伊利股份等；4）中长期布局业绩压力见底，逐步释放收入利润弹性的标的：建议关注海天味业、绝味食品等。

5. 风险提示

宏观经济波动对居民消费的影响。宏观经济疲软降低居民消费欲，存在经济波动下需求低于预期。

食品安全事故。食品安全事故会对整个行业造成重创。

政策变化的风险。政策变化对酒类存在显著影响，三公消费整治期存在行业性疲软。

行业竞争加剧，影响业绩增长。白酒、啤酒、乳制品等行业竞争激烈，行业竞争加剧将增加费用减少利润，影响公司业绩。

产能投放不达预期，部分公司供不应求，存在以销定产的状况，产能投放不达预期将影响业绩增长，会影响到业绩增长。

原材料价格波动风险。原材料价格波动会对生产成本、提价节奏产生一定影响。

国内外疫情控制不达预期。疫情控制不达预期，影响出口及消费。

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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交给他人，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

