

2022年05月05日

食品饮料

21年白酒稳健\食品承压，22年寻找确定性机会

投资要点

◆ **21年收入稳步增长，利润端有所承压：** 2021年食品饮料（中信）行业整体实现营业收入8942.97亿元，同比增长10.95%，实现整体净利润1620.43亿元，同比减少43.73%，归母净利润1564.28亿元，同比增长9.89%。食品饮料行业总体属于刚性需求，虽然2021受多地疫情反复和极端天气等因素影响，整体板块逐渐恢复常态，全年实现稳步增长。利润端有所承压，主要受原材料成本上涨影响所致。22Q1食品饮料行业整体实现营业收入2649.10亿元，同比增长7.14%，实现整体净利润614.32亿元，同比增长15.63%，归母净利润实现595.39亿元，同比增长16.11%。收入利润均有所增长，利润增速优于收入增速。

◆ **白酒板块21年稳健收官，21Q4降速蓄力今年开门红：** 2021年白酒企业基本完成全年目标，十四五开局之年实现顺利收官。主要上市公司全年实现营业收入3089.15亿元，同比增长17.90%，归母净利润1084.00亿元，同比增长17.74%。22Q1在疫情反复和经济双重压力下，春节旺季基本平稳落地。板块整体实现营业收入1136.86亿元，同比增长19.36%，实现归母净利润449.32亿元，同比增长26.28%。其中高端酒表现稳健且释放利润弹性，营收/归母净利润同比+16.82%/+21.61%；次高端酒虽然市场预期略显悲观，但在21Q4蓄力背景下仍延续高增，营收/归母净利润同比+35.21%/+46.34%；地产酒表现分化，部分酒企呈现出高弹性，地产酒营收/归母净利润同比+25.28%/+30.92%。22Q1板块毛利率为80.40%，同比+2.69pcts，高端酒、次高端酒和地产酒在提价及产品结构升级背景下毛利率均稳步提升，毛利率同比分别+1.34%/+1.21%/+1.01pcts，盈利能力稳定向好。**啤酒板块** 21年疫情扰动下总体稳健增长，高端化进程持续。21年上市啤酒企业实现营收610.68亿元，同比增长10.62%，归母净利实现51.97亿，同比增长28.09%。22Q1板块增长略有承压，营收/归母净利润分别实现173.25/15.26亿元，同比+7.82%/+19.48%。21年行业龙头企业受益于高端产品结构优化，吨价提升带动盈利能力提升显著，华润/青啤/重啤21年毛利率分别+0.8/+1.4/+3.3pcts。22Q1板块毛利率/净利率分别为39.29%/8.81%，同比-4.62/+0.86pcts，主要受原材料成本上升及会计准则调整影响，毛利率略有下降，但总体来看吨价提升趋势不变，长期看行业仍处于升级过程中。

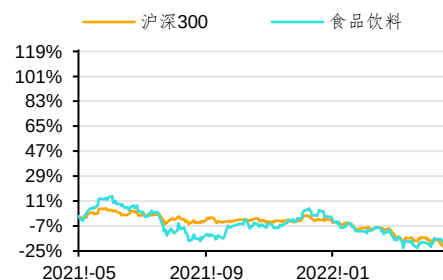
◆ **食品板块成本上行业绩触底，期待22H2边际改善：** 乳制品板块21/22Q1分别实现收入1784.94/484.15亿元，同比+15.70%/+12.46%；归母净利润105.66/40.67亿元，同比+45.52%/+23.42%。21年疫情之后白奶需求旺盛，乳制品企业收入稳健增长。21Q1在原奶成本压力趋缓的背景下，加之高端产品放量，结构改善&毛销差释放有望带动盈利能力同比提升。**调味品板块** 21/22Q1分别实现收入445.65/123.89亿元，同比+5.72%/+1.69%；分别实现归母净利润89.48/25.07亿元，同比-11.89%/7.20%。21年调味品板块整体需求、成本双承

行业动态分析

投资评级 领先大市-B 维持

首选股票	评级
600519 贵州茅台	买入-A
000568 泸州老窖	买入-A
000858 五粮液	买入-A
600809 山西汾酒	买入-A
603369 今世缘	买入-B
600887 伊利股份	买入-A
600600 青岛啤酒	买入-A
600132 重庆啤酒	买入-B
002507 涪陵榨菜	买入-A
002557 洽洽食品	买入-B

一年行业表现



资料来源：Wind 数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.53	3.53	3.53
绝对收益	-17.12	-17.12	-17.12

分析师

周蓉

 SAC 执业证书编号：S0910520030001
 zhourong@huajinsc.cn

相关报告

啤酒：2022年啤酒行业成本上涨影响简析
 2022-04-13

啤酒：从日本啤酒市场看中国啤酒发展前景
 2021-11-11

食品饮料：白酒次高端表现亮眼，大众品有望逐步恢复
 2021-09-10

食品饮料：把握确定性，寻找结构性
 2021-06-30

食品饮料：20年表现稳定，21Q1复苏明显，着眼长期空间
 2021-05-10

压，22 年春节前调味品企业发货情况良好，3 月疫情反复对餐饮端需求、企业发货节奏和市场推广造成扰动。22Q1 在高基背景下多数调味品企业收入端压力仍存，22Q2-Q3 调味品板块有望轻装上阵。22 年在成本端，虽然提价缓解部分成本压力，但今年原材料价格持续上涨，成本压力仍然较大，未来仍需密切跟踪需求与成本拐点。休闲食品板块 21/22Q1 分别实现收入 717.89/184.81 亿元，同比+9.34/+0.85%；分别实现归母净利润 57.62/11.69 亿元，同比-26.10/-34.91%。21 年高基背景下，板块渠道端传统商超渠道受社区团购等新零售渠道冲击较大，收入增长放缓，成本压力上行导致利润承压。22Q1 在春节错期、疫情扰动影响下，板块整体经营承压。原材料价格继续上行，22Q1 板块业绩同比表现较弱。展望全年，待疫情趋于稳定&需求逐步回暖之后，板块有望带来较高业绩增速。

◆ **投资建议：**整体而言，3 月份之后疫情反复&海外战争扰动之下，造成动销承压和成本上涨压力，短期来看，我们试图在不确定因素扰动之下寻找板块中的确定性机会。**白酒方面**，伴随近期估值的回落，白酒行业的布局价值逐步显现，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。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）各地点状疫情 5 月之后有望逐步缓解，近期疫情较严重时期为 3 月白酒传统淡季，预计对 22H1 整体冲击较小，不影响对整体行业的业绩判断；2）茅五泸等高端白酒估值，回落至 30 倍及以内，进入价值布局区间；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、五粮液及今世缘。建议关注估值调整至中长期合理配置区间的山西汾酒。

大众食品方面，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或将继续承压。虽然面对外界较多的扰动因素，但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，建议围绕两条投资主线：1）把握短期盈利的确定性。首先推荐原奶涨幅收窄背景下有望释放利润弹性，具备估值安全边际的伊利股份；同时建议关注当前提价相对顺畅，全年增长确定性较高，同时成本端具备较强定价权的涪陵榨菜和洽洽食品；2）板块估值进入合理区间之后，把握中长期行业竞争格局的确定性机会。重点推荐行业高端化进程稳步推进、疫情之后需求有望恢复的青岛啤酒、重庆啤酒。

◆ **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。

内容目录

一、食品饮料整体板块：	5
（一）21 年食品饮料板块：收入稳步增长，利润端有所承压	5
（二）22Q1 整体板块：提价背景下利润增速优于收入增速	6
二、酒水板块：	6
（一）白酒：高端白酒稳健增长，地产龙头边际加速	7
1、板块收入端：21 年稳健收官，21Q4 降速蓄力今年开门红	7
2、子分板块利润端：21 年/22Q1 行业分化显著，高端及次高端盈利能力稳步提升，光瓶酒仍承压	8
3、板块合同负债及其他流动负债：21 年表现稳健，22Q1 蓄力下半年	9
2、分公司：高端白酒持续稳健，地产龙头呈高弹性	10
（1）高端酒：21 年价稳量增，22 年顺利实现开门红	10
（2）次高端酒：表现分化，21Q4 降速蓄力	11
（3）地产酒：产品结构升级，呈边际加速趋势	12
（二）啤酒：21 年疫情扰动下总体稳健增长，高端化进程持续	12
1、收入端：旺季受天气&疫情扰动，总体稳健增长	12
2、利润端：行业高端化趋势依旧，龙头企业毛利率稳中有升	13
3、分公司：短期成本端承压，高端化进程持续	14
三、食品板块：成本上行业绩触底，期待 22H2 边际改善	15
（一）乳制品：成本上升趋缓，龙头受益于毛销差改善	15
（二）调味品：需求/成本双承压，密切跟踪业绩拐点	17
1、收入端：消费疲软背景下，收入端承压	17
2、利润端：原材料成本上升，盈利能力短期下滑	18
（三）休闲食品：成本及渠道承压，Q2 之后有望边际改善	20
四、投资建议	22
五、风险提示	24

图表目录

图 1：食品饮料行业收入及增速（2011-2021 年）	5
图 2：食品饮料行业归母净利润及增速（2011-2021 年）	5
图 3：食品饮料行业毛利率及净利率（2011-2021 年）	5
图 4：食品饮料行业三项费用率（2011-2021 年）	5
图 5：食品饮料行业收入及增速（2019Q1-2022Q1）	6
图 6：食品饮料行业归母净利润及增速（2019Q1-2022Q1）	6
图 7：食品饮料行业毛利率及净利率（2019Q1-2022Q1）	6
图 8：食品饮料行业三项费用率（2019Q1-2022Q1）	6
图 9：白酒板块收入及增速（2019Q1-2022Q1）	7
图 10：白酒板块归母净利润及增速（2019Q1-2022Q1）	7
图 11：白酒子版块毛利率及变动情况（2019Q1-2022Q1）	9
图 12：白酒子版块净利率及变动情况（2019Q1-2022Q1）	9
图 13：白酒子版块销售费用率及变动情况（2019Q1-2022Q1）	9
图 14：白酒子版块管理费用率及变动情况（2019Q1-2022Q1）	9
图 15：啤酒酒板块收入及增速（2019Q1-2022Q1）	13
图 16：啤酒板块归母净利润及增速（2019Q1-2022Q1）	13

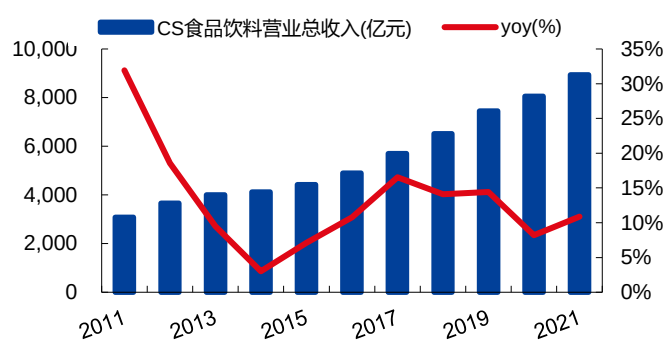
图 17: 啤酒版块毛利率、净利率及变动情况 (2019Q1-2022Q1)	14
图 18: 啤酒版块费用率及变动情况 (2019Q1-2022Q1)	14
图 19: 各上市啤酒企业吨酒价格 (元) (2019Q1-2022Q1)	14
图 20: 乳制品板块收入及增速 (2019Q1-2022Q1)	16
图 21: 乳制品板块净利润及增速 (2019Q1-2022Q1)	16
图 22: 中国主产区生鲜乳价格走势	17
图 23: 伊利股份毛销差 (2019H1-2022Q1)	17
图 24: 调味品板块收入及增速 (2019Q1-2022Q1)	18
图 25: 调味品板块净利润及增速 (2019Q1-2022Q1)	18
图 26: 调味品版块毛利率、净利率及变动情况 (2019Q1-2022Q1)	18
图 27: 调味品版块费用率及变动情况 (2019Q1-2022Q1)	18
图 28: 休闲食品板块收入及增速 (2019Q1-2022Q1)	20
图 29: 休闲食品板块净利润及增速 (2019Q1-2022Q1)	20
表 1: 白酒板块业绩概览	8
表 2: 白酒板块合同负债概览	10
表 3: 啤酒板块业绩概览	13
表 4: 乳制品板块业绩概览	16
表 5: 调味品板块业绩概览	19
表 6: 休闲食品板块业绩概览	21
表 7: 行业重点公司估值概览	23

一、食品饮料整体板块：

（一）21 年食品饮料板块：收入稳步增长，利润端有所承压

20 年上半年受疫情的影响，报表基数较低，伴随消费场景恢复正常，21 年上半年整体食品饮料行业板块收入实现高增，盈利能力总体保持稳定。21 年下半年伴随基数回归，同时整体消费疲软背景下，收入增速有所回落。全年看，2021 年食品饮料（中信）行业整体实现营业总收入 8942.97 亿元，同比增长 10.95%，实现整体净利润 1620.43 亿元，同比减少 43.73%，归母净利润 1564.28 亿元，同比增长 9.89%。食品饮料行业总体属于刚性需求，虽然 2021 受多地疫情反复和极端天气等因素影响，整体板块逐渐恢复常态，全年实现稳步增长。利润端有所承压，主要受原材料成本上涨影响所致。

图 1：食品饮料行业收入及增速（2011-2021 年）



资料来源：wind、华金证券研究所

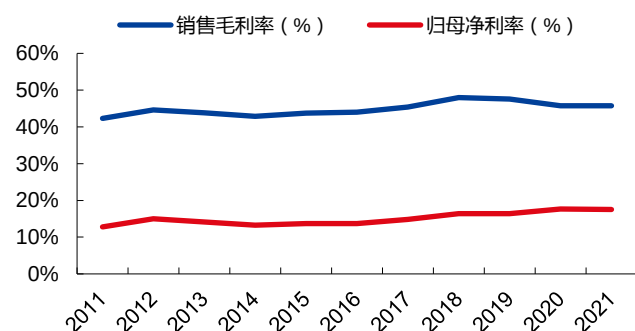
图 2：食品饮料行业归母净利润及增速（2011-2021 年）



资料来源：wind、华金证券研究所

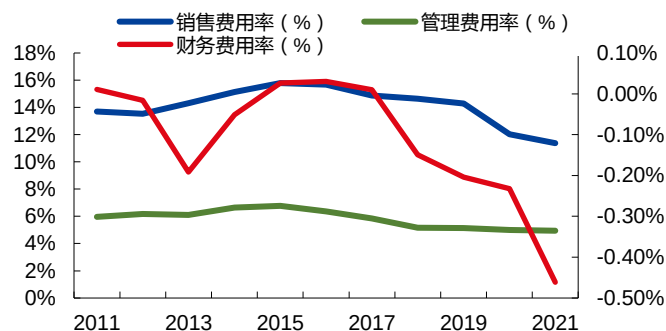
毛利率略有上升，净利率略有下降，费用率同比有所减少：2021 年行业整体毛利率 45.72%，与上年同比持平；三项费用率合计 15.87%，同比下降 0.92pts，其中整体销售费用率 11.37%，同比下降 0.65pts，管理费用率 4.94%，同比下降 0.06pts。综合影响下，整体净利率 17.49%，同比下降 0.17pts。

图 3：食品饮料行业毛利率及净利率（2011-2021 年）



资料来源：wind、华金证券研究所

图 4：食品饮料行业三项费用率（2011-2021 年）

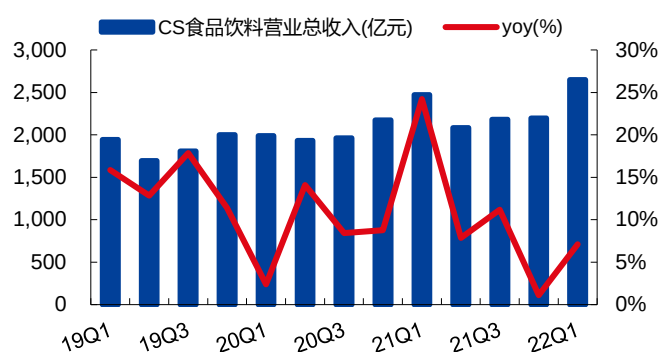


资料来源：wind、华金证券研究所

（二）22Q1 整体板块：提价背景下利润增速优于收入增速

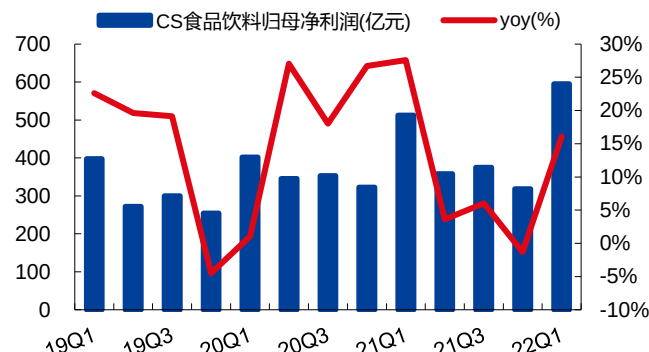
2022Q1 行业收入利润均有所增长，其中利润增速优于收入增速，2022Q1 食品饮料（中信）整体实现营业总收入 2649.10 亿元，同比增长 7.14%，实现整体净利润 614.32 亿元，同比增长 15.63%，归母净利润实现 595.39 亿元，同比增长 16.11%。2022Q1 在点状疫情背景下，春节旺季实现平稳增长，整体板块收入增长较为平稳，利润端在 21 年产品普遍提价背景下，较 21Q4 有所好转。

图 5：食品饮料行业收入及增速（2019Q1-2022Q1）



资料来源：wind、华金证券研究所

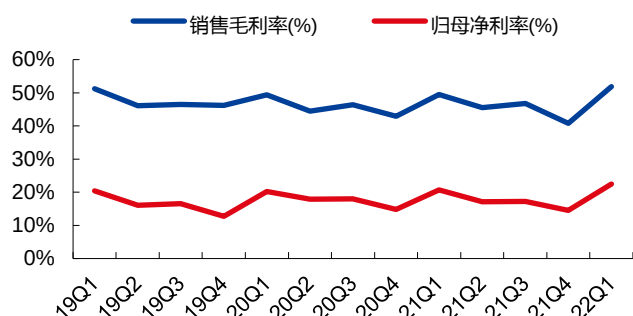
图 6：食品饮料行业归母净利润及增速（2019Q1-2022Q1）



资料来源：wind、华金证券研究所

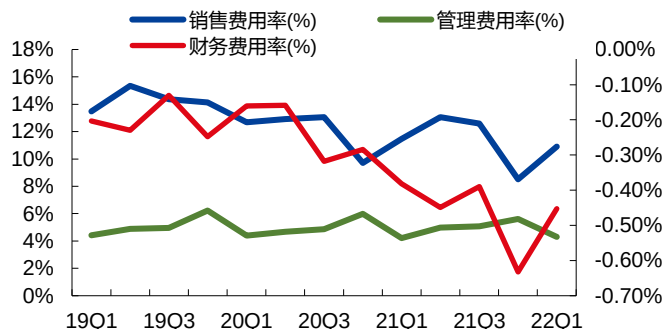
归母净利率有所上升，主要系毛利率上升所致：2022Q1 行业整体毛利率 51.83%，同比上升 2.36pts；三项费用率合计 14.75%，同比下降 0.55pts，其中整体销售费用率 10.90%，同比下降 0.57pts，管理费用率 4.30%，同比上升 0.09pts。综合影响下，整体归母净利率 22.48%，同比上升 1.74pts。

图 7：食品饮料行业毛利率及净利率（2019Q1-2022Q1）



资料来源：wind、华金证券研究所

图 8：食品饮料行业三项费用率（2019Q1-2022Q1）



资料来源：wind、华金证券研究所

二、酒水板块：

（一）白酒：高端白酒稳健增长，地产龙头边际加速

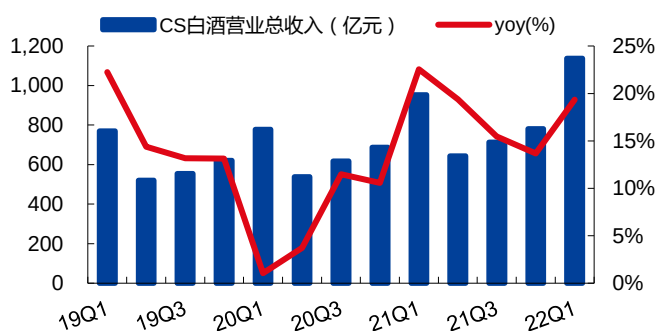
1、板块收入端：21 年稳健收官，21Q4 降速蓄力今年开门红

整体来看，2021 年主要上市白酒企业基本完成全年目标，十四五开局之年实现顺利收官。21H1 次高端白酒全力扩张渠道，行业增速弹性较高，21H2 行业稳健降速，Q4 淡季多数酒企采取控货挺价，蓄力 22Q1 良性发展。主要上市公司全年实现营业总收入 3089.15 亿元，同比增长 17.90%，归母净利润 1084.00 亿元，同比增长 17.74%。

细分板块来看，高端酒 21 年需求良好，整体表现稳健，营收/归母净利润同比增速分别为 +14.16%/+15.33%；次高端酒，龙头引领之下板块内分化显著，营收/归母净利润同比增速分别为 +34.92%/+30.53%；地产酒板块，作为白酒周期的后周期品种，龙头呈现边际加速，营收/归母净利润同比增速分别为 +25.04%/+26.96%；光瓶酒板块，受消费升级不达预期及相关行业政策影响，拖累全年业绩，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 -4.14%/-75.64%；

2022Q1 在疫情反复和经济双重压力下，春节旺季基本平稳落地。板块整体实现营业总收入 1136.86 亿元，同比增长 19.36%，实现归母净利润 449.32 亿元，同比增长 26.28%。其中高端酒表现稳健且释放利润弹性，营收/归母净利润同比 +16.82%/+21.61%；次高端白酒虽然市场预期略显悲观，但其在 21Q4 蓄力背景下仍延续高增态势，次高端酒营收/归母净利润同比 +35.21%/+46.34%；地产酒表现分化，部分酒企呈现出高弹性，地产酒营收/归母净利润同比 +25.28%/+30.92%。

图 9：白酒板块收入及增速（2019Q1-2022Q1）



资料来源：wind、华金证券研究所

图 10：白酒板块归母净利润及增速（2019Q1-2022Q1）



资料来源：wind、华金证券研究所

表 1：白酒板块业绩概览

	收入				利润			
	21A	yoy (%)	22Q1	yoy (%)	21A	yoy (%)	22Q1	yoy (%)
古井贡酒	132.70	28.93%	52.74	27.71%	22.98	23.90%	10.99	34.90%
酒鬼酒	34.14	86.97%	16.88	86.04%	8.93	81.75%	5.21	94.46%
五粮液	662.09	15.51%	275.48	13.25%	233.77	17.15%	108.23	16.08%
顺鑫农业	148.69	-4.14%	39.07	-28.78%	1.02	-75.64%	1.04	-72.06%
皇台酒业	0.91	-10.42%	0.34	183.15%	-0.14	-140.48%	0.02	-136.61%
洋河股份	253.50	20.14%	130.26	23.82%	75.08	0.34%	49.85	29.07%
青青稞酒	10.54	38.00%	4.23	11.49%	0.63	-154.93%	1.10	53.43%
伊力特	19.38	7.53%	6.24	14.67%	3.13	-8.53%	1.08	-17.55%
金种子酒	12.11	16.70%	3.45	17.05%	-1.66	-339.76%	-0.13	-74.21%
贵州茅台	1,094.64	11.71%	331.87	18.25%	524.60	12.34%	172.45	23.58%
老白干酒	40.27	11.93%	9.08	20.36%	3.89	24.50%	2.66	373.72%
舍得酒业	49.69	83.80%	18.84	83.25%	12.46	114.35%	5.31	75.75%
水井坊	46.32	54.10%	14.15	14.10%	11.99	63.96%	3.63	-13.54%
山西汾酒	199.71	42.75%	105.30	43.62%	53.14	72.56%	37.10	70.03%
迎驾贡酒	45.77	32.58%	15.76	37.23%	13.82	44.96%	5.50	49.07%
今世缘	64.08	25.13%	29.88	24.69%	20.29	29.50%	10.02	24.46%
口子窖	50.29	25.37%	13.12	11.80%	17.27	35.38%	4.85	15.53%
金徽酒	17.88	3.34%	7.06	38.79%	3.25	-1.95%	1.65	42.78%

资料来源：Wind，华金证券研究所。注：各细分板块分类依次为，高端酒（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）；次高端酒（山西汾酒、水井坊、酒鬼酒、老白干酒、ST 舍得、洋河股份）；地产酒（今世缘、古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒、伊力特、金种子酒、金徽酒）；光瓶酒为顺鑫农业。

2、子分板块利润端：21 年/22Q1 行业分化显著，高端及次高端盈利能力稳步提升，光瓶酒仍承压

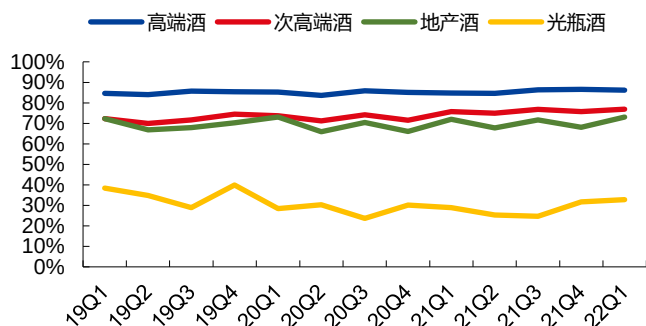
2021 年行业毛利率为 79.07%，同比+1.29pcts，行业分化显著，高端酒消费相对刚性，受益于产品结构升级，毛利率稳中略升，高端酒企毛利率为 85.61%，同比+0.60pcts；次高端/地产酒企 21 年提价叠加产品结构升级，毛利率提升明显，其中次高端/地产酒企毛利率分别为 75.81/70.04%，同比分别 +2.92/+1.08pcts；光瓶酒顺鑫农业受猪肉和地产业务拖累毛利率为 27.91%，仍处于相对低位，同比-0.46pcts。

总体看 21 年上市酒企费用投入相对平稳，全年销售费用率为 10.25%，同比+0.40pcts，管理费用率为 6.46%，同比+0.04pcts，其中 21 年高端酒/次高端酒/地产酒销售费用率分别+0.02/+0.82/-0.96pcts。板块分化背景下，光瓶酒结构升级不畅拉低行业归母净利率，同比-0.05pcts 为 35.09%。

22Q1 板块毛利率为 80.40%，同比+2.69pcts，高端酒、次高端酒和地产酒在提价及产品结构升级背景下毛利率均稳步提升，毛利率同比分别+1.34/+1.21/+1.01pcts。

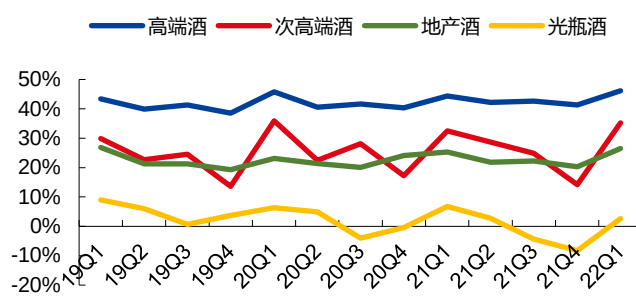
同时，板块 22Q1 销售费用率同比+0.09pcts，管理费用率同比-0.07pcts。高端龙头酒企表现优异，保持较强的盈利能力；次高端酒企规模效应也逐步体现，盈利能力稳步提升。22Q1 白酒板块净利率为 39.52%，同比+2.16pcts，其中高端/次高端/地产/光瓶酒分别同比+1.82/+2.68/+1.14/-4.13pcts。

图 11：白酒子版块毛利率及变动情况（2019Q1-2022Q1）



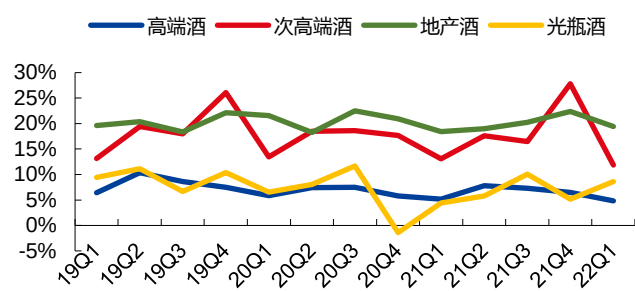
资料来源：wind、华金证券研究所

图 12：白酒子版块净利率及变动情况（2019Q1-2022Q1）



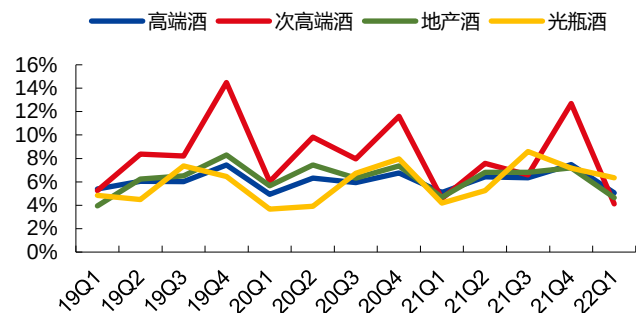
资料来源：wind、华金证券研究所

图 13：白酒子版块销售费用率及变动情况（2019Q1-2022Q1）



资料来源：wind、华金证券研究所

图 14：白酒子版块管理费用率及变动情况（2019Q1-2022Q1）



资料来源：wind、华金证券研究所

3、板块合同负债及其他流动负债：21 年表现稳健，22Q1 蓄力下半年

22Q1 末白酒板块合同负债为 399.74 亿元，同比+27.2%，各酒企打款发货节奏正常，同时 22Q1 环比 21Q4 白酒板块合同负债-38.7%，主要系春节旺季错峰及疫情影响下酒企更注重渠道良性所致。其中，高端白酒 22Q1 合同负债同比+13.9%，表现平稳；次高端及地产龙头白酒普遍同比增长。

表 2：白酒板块合同负债概览

	合同负债			YoY	QoQ
	21Q1	21Q4	22Q1	22Q1	22Q1
泸州老窖	16.9	35.1	17.6	4%	-50%
古井贡酒	19.4	18.3	46.9	141%	157%
酒鬼酒	5.8	13.8	6.8	16%	-51%
五粮液	49.9	130.6	36.1	-28%	-72%
顺鑫农业	36.9	25.7	13.3	-64%	-48%
皇台酒业	0.0	0.1	0.0	61%	-55%
洋河股份	61.3	158.0	97.7	59%	-38%
青青稞酒	0.5	0.6	0.4	-13%	-32%
伊力特	0.4	0.8	1.2	233%	49%
金种子酒	1.3	1.0	0.7	-44%	-28%
贵州茅台	53.4	127.2	83.2	56%	-35%
老白干酒	12.9	13.6	20.8	62%	53%
舍得酒业	4.4	6.6	3.9	-11%	-41%
水井坊	7.2	9.6	8.4	16%	-12%
山西汾酒	29.3	73.8	38.8	32%	-47%
迎驾贡酒	4.1	6.0	4.7	14%	-22%
今世缘	4.8	20.7	11.4	136%	-45%
口子窖	3.7	6.8	3.8	2%	-44%
金徽酒	2.0	3.6	4.0	102%	12%

资料来源：Wind，华金证券研究所。

2、分公司：高端白酒持续稳健，地产龙头呈高弹性

（1）高端酒：21 年价稳量增，22 年顺利实现开门红

高端酒 21 年仍实现稳健发展，营收/利润增速实现较快增长，行业头部集中背景下龙头话语权持续增强。22 春节期间高端白酒均实现了平稳增长，其中茅台 22Q1 业绩略超预期。伴随后期消费市场的逐步恢复，其量价齐升的趋势有望延续，平稳实现全年业绩目标。

贵州茅台：产量方面，21 年公司完成茅台酒及系列酒基酒总产量 8.47 万吨，同比+12.7%，其中茅台酒基酒产量 5.65 万吨，同比+12.4%；销量方面，1）从产品看，2021 年茅台酒实现销量 3.63 万吨，系列酒实现销量 3.02 万吨。茅台酒实现收入 934.6 亿元，同比+10.2%；系列酒实现收入 125.9 亿元，同比+26.1%；2）从销售渠道看，直销收入占比约 22.7%，较前三季度 19.7%提升 3.0pcts。新管理层履新后加速公司市场化改革，销售渠道更为通畅，促进公司 21 年四季度业绩加速。产能储备方面，2018 年公司基酒产量为 4.97 万吨，同比增长 16.0%，为 2022 年成品酒销量提供保障。21 年公司归母净利润 524.60 亿元，同比+12.34%，毛利率和净利率分别+0.11/+0.27pcts 至 91.79%/47.92%，毛利率维持稳定态势，盈利能力持续提升。一季度公司收入提速增长，在产品结构优化和渠道市场化改革促进下，公司释放利润弹性，预计 21 年业绩顺利完成，持续强者恒强趋势。

五粮液：21/21Q4 公司营收分别为 662.09/164.88 亿元，同比+15.5%/+11.2%。1) 分产品看，21 年酒类收入为 617.32 亿元，同比+17.7%，五粮液/系列酒产品分别实现营收 491.12/126.20 亿元，同比+11.5%/+50.7%，销量方面，五粮液/系列酒产品分别实现销量 2.92/15.26 万吨，同比+3.8%/+15.3%；2) 分渠道看，经销/直销模式分别实现营收 501.37/115.95 亿元，同比+10.5%/+64.4%。同时 21 年全年公司经销商共计 2656 家，五粮液经销商 2054 家，其中东部地区增加经销商 36 家。21 年公司毛利率为 75.35%，同比+1.19pcts，其中酒类毛利率为 80.29%，同比+0.01pcts。公司盈利能力稳定向好。22Q1 实现营收 275.48 亿元，同比+13.3%，在 21 年提价及春节动销稳定背景下，公司一季度实现平稳增长。同时近期受疫情影响需求端疲弱，同时白酒行业千元价格带竞争加剧，普八代前期批价略有承压，公司通过适当控制投放量保证批价的相对稳定，确保公司业绩稳定增长。公司管理层提出的改革方案清晰，期待 22Q2 之后看到积极效果。

泸州老窖：公司 21 年实现营收 206.42 亿元，同比+23.96%。2021 年公司中高端酒类/其他酒类实现营收 183.97/20.18 亿元，同比 29.22%/-8.74%。中高档酒营收增速近 30%，量价分别贡献 25%/3%。同时公司着手对低端酒进行升级提价，带动吨价同比+89%左右，进而带动低端酒板块毛利率+4.9pcts。公司在销售体量达到一定量级开始主动调整渠道模式和收缩渠道费投，实现国窖等大单品渠道良性顺价销售，显著提升其整体盈利能力。22Q1 业绩超出市场预期，国窖&特曲双轮驱动持续向上，21 年股权激励顺利落地，成功建立起核心管理层长效激励机制，充分激发管理层积极性，确保公司业绩目标高质量完成。

(2) 次高端酒：表现分化，21Q4 降速蓄力

次高端白酒表现分化，汾酒 21 年全年势能强劲，全国化扩张型酒企如酒鬼、舍得，21H2 以来由招商扩张逐步转为控货降速，精细化管理逐步体现。次高端白酒在 21Q4 主动控货蓄力背景下，春假期间延续高增态势，虽然市场此前预期略显悲观，但板块整体动销平稳增长，库存良性，22 年仍将持续聚焦消费者培育。其中汾酒在 22Q1 青花放量，产品结构升级加速，复兴版青花 30 有望成为下一战略单品。

山西汾酒：公司 21/21Q4 分别实现收入 199.71/27.14 亿元，同比+42.8/-24.9%。21 年公司品牌势能进一步聚焦，青花系列全年实现高增。分产品看，21/21Q4 汾酒实现营收 179.20/21.55 亿元，同比+41.9/-33.1%；系列酒实现营收 6.38/1.49 亿元，同比+12.7/+0.0%；配制酒实现营收 12.50/3.79 亿元，同比+91.4/+111.4%。分区域看，21/21Q4 省内实现营收 80.70/12.15 亿元，同比+34.6/-10.0%，省外实现营收 117.38/14.67 亿元，同比+49.5/-33.3%，21 年省外营收占比 58.77%，同比+2.65pcts，长江以南市场收入平均增速达 60%。21 年公司主营业务毛利率为 74.91%，同比+2.76pcts，主要系产品结构升级所致。净利率为 26.61%，同比+4.60pcts，公司盈利能力持续向好。21 年公司经销商增加 628 家至 3524 家，主要是省外经销商增加所致。公司 22Q1 在高基背景下顺利实现开门红，其中 1-2 月贡献主要增量，预计青花系列收入占比超 40%，复兴版亦有放量增长。作为清香龙头公司存在继续高端化的发展空间，青花 30 复兴版在千元价格带仍具备较大放量空间，未来良性可持续增长仍可期。

酒鬼酒：公司 21 年实现营收 34.14 亿元，同比+87.0%。分产品看，内参系列收入 10.34 亿元，同比+80.7%，酒鬼系列收入 19.15 亿元，同比+88.9%。公司加快推进全国化布局，加强

客户招商工作，21 年末共有经销商 1256 家，核心终端网点达 1.98 万家，快速开拓市场。21 年毛利率 80.0%，同比+1.1pct，主要受益产品结构升级，22Q1 边际盈利能力提升。我们看好公司 22 年空白市场开拓和渠道下沉带来的业绩增量。

（3）地产酒：产品结构升级，呈边际加速趋势

21 年春节受疫情管控，消费场景有所缺失，21 年下半年伴随消费场景逐步正常化，地产龙头边际加速，今世缘、迎驾等动销良好，同时产品结构升级持续推进。22 年春节虽然有点状疫情扰动，但大部分务工人员返乡，消费端影响较小。地产酒整体春季期间动销情况良好。虽然 3 月份全国疫情有所反复，从全年维度来看，疫情逐步得到控制，地产酒结构升级及全国化布局趋势依旧。

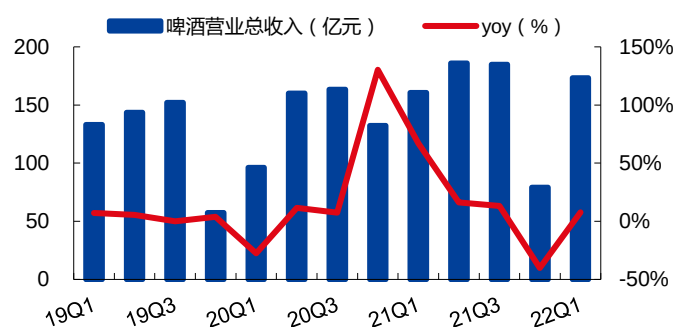
今世缘：21 年公司实现营收 64.06 亿元，同比+25.1%。分产品看，2021 年公司特 A+类/特 A 类/A 类营收分别为 41.65/17.14/2.65 亿元，同比+35.7%/+14.1%/+4.4%，特 A+类产品占比从 60.0%提升至 65.0%，十四五开局之年收入利润实现双增，产品结构持续优化。分地区看，2021 年公司淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海区/省外分别实现营业收入 12.71/15.78/8.52/8.69/7.57/6.06/4.47 亿元，同比+18.0%/+19.8%/+32.5%/+32.9%/+15.0%/+44.9%/+36.0%，其中，苏南、苏中、淮海、省外实现高增。公司 2021 年净增加 103 个经销商，省外净增加 88 个，省外市场稳健布局。21 年公司毛利率同比+3.49pcts 至 74.6%，净利率同比+1.07 pcts，主要系产品结构持续优化及费用精准投放所致。22Q1 公司收入利润实现平稳增长，短期受上海疫情影响，预计对全年影响较小。全年来看，预计 22 年四开将延续 21 年高增态势；同时 V 系列未来有望接棒开系成为下一个增长点。未来在股权激励持续推进背景下，内生动力充分，营销战略明晰，销售队伍积极性进一步提振，公司具备业绩释放潜力和动力。

（二）啤酒：21 年疫情扰动下总体稳健增长，高端化进程持续

1、收入端：旺季受天气&疫情扰动，总体稳健增长

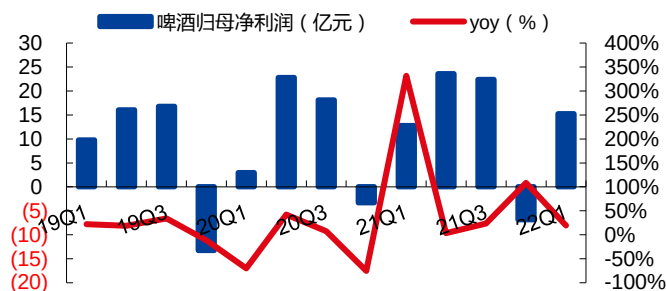
21 年啤酒行业规模以上酒企产量/收入分别同比+5.6%/+7.9%，至 3562 万千升与 1585 亿元，虽销量仍未恢复至 2019 水平，但收入体量已超越疫情前。2021 年虽然啤酒行业旺季销量受疫情影响出现波动，但高端化进程持续。其中，青岛啤酒/华润啤酒/重庆啤酒的吨酒价格分别+7.1/+6.6/+5.0pcts 至 3741.8/3019.8/4601.5 元/千升，其中雪花纯生、青岛纯生、百威经典等高端大单品增速均达到 15%左右水平，而体量相对较小的乌苏、喜力、Superx、燕京 U8 等品牌全年销量增幅则超过 30%。总体而言，虽然啤酒行业旺季受极端天气和疫情扰动，在行业高端升级红利的背景下仍实现稳健增长，21 年上市啤酒企业实现总营收 610.68 亿元，同比增长 10.62%，归母净利润实现 51.97 亿，同比增长 28.09%。

图 15：啤酒酒板块收入及增速（2019Q1-2022Q1）



资料来源：wind、华金证券研究所

图 16：啤酒板块归母净利润及增速（2019Q1-2022Q1）



资料来源：wind、华金证券研究所

根据渠道反馈，今年 1-2 月啤酒行业整体销量增长近双位数水平，行业高端化进展顺利。但 3 月以全国疫情反复，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。在此背景下，22Q1 板块增长略有承压，营收/归母净利分别实现 173.25/15.26 亿元，同比+7.82/19.48%。考虑到 22Q1 仍处于啤酒消费淡季，若 5 月旺季到来前疫情逐步恢复，或不会对全年销量产生较大负面影响。

表 3：啤酒板块业绩概览

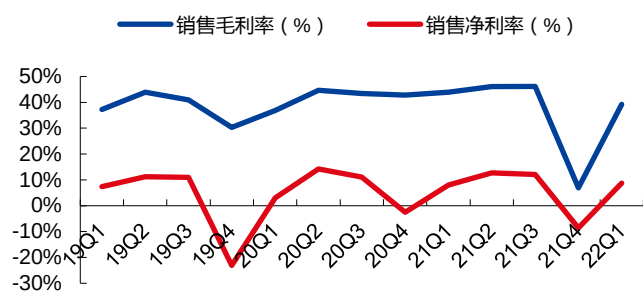
	收入				利润			
	21A	yoy (%)	22Q1	yoy (%)	21A	yoy (%)	22Q1	yoy (%)
燕京啤酒	119.61	9.45%	31.00	11.66%	2.28	15.82%	0.01	-100.80%
*ST西发	3.93	-3.08%	1.12	16.73%	-0.14	-202.28%	-0.08	29.74%
兰州黄河	3.09	0.62%	0.73	-28.45%	0.19	-163.96%	-0.03	-139.46%
珠江啤酒	45.38	6.79%	8.72	12.77%	6.11	7.36%	0.71	1.45%
重庆啤酒	131.19	19.90%	38.33	17.12%	11.66	8.30%	3.41	15.33%
惠泉啤酒	5.82	-5.26%	1.28	5.56%	0.31	8.24%	-0.02	-56.80%
青岛啤酒	301.67	8.67%	92.08	3.14%	31.55	43.34%	11.26	10.20%

资料来源：Wind，华金证券研究所。

2、利润端：行业高端化趋势依旧，龙头企业毛利率稳中有升

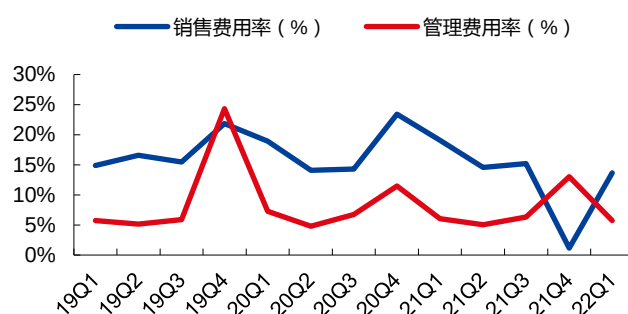
啤酒板块 21 年毛利/净利率分别为 40.45/8.51%，同比-2.07/+1.16pcts，毛利率同比减少主要受新会计准则调整，营业成本有所增加所致。行业龙头企业受益于高端产品结构优化，吨价提升带动盈利能力提升显著，华润/青啤/重啤/珠啤 21 年毛利率分别+0.8/+1.4/+3.3/+3.9pcts。同时在新会计准则下，21 年行业整体销售费用率有所下降，21 全年销售/管理费用率分别为 14.19/6.72%，同比-3.03/-0.68pcts。同时，板块 22Q1 毛利率/净利率分别为 39.29%/8.81%，同比-4.62/+0.86pcts，主要受原材料成本上升及会计准则调整影响，毛利率略有下降，但总体来看吨价提升趋势不变，长期看行业仍处于升级过程中。

图 17：啤酒板块毛利率、净利率及变动情况（2019Q1-2022Q1）



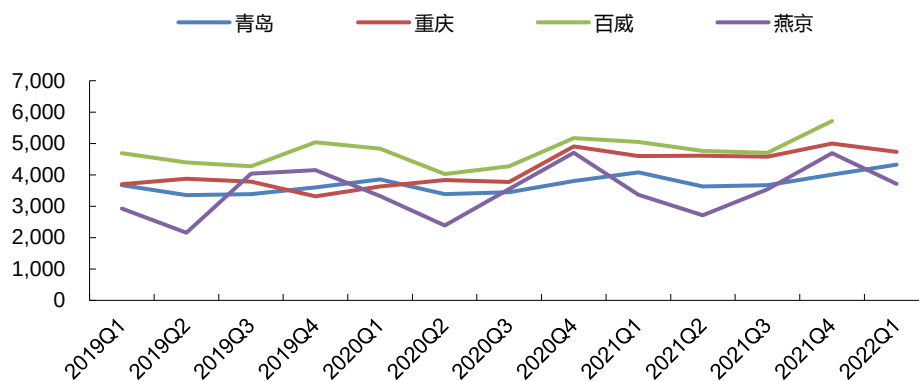
资料来源：wind、华金证券研究所（备注：21Q4-22Q1 销售毛利率为新会计准则下口径）

图 18：啤酒板块费用率及变动情况（2019Q1-2022Q1）



资料来源：wind、华金证券研究所（备注：21Q4-22Q1 销售费用率、管理费用率为新会计准则下口径）

图 19：各上市啤酒企业吨酒价格（元）（2019Q1-2022Q1）



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

3、分公司：短期成本端承压，高端化进程持续

今年 2 月份俄乌冲突的爆发导致国际大麦价格再度上扬，由于国内啤酒企业所用大麦基本为国外进口，因此市场对于啤酒行业成本压力的忧虑情绪有所加重。我们认为本轮大麦价格上涨短期内对啤酒企业成本的影响并没有市场预期那么悲观，主要从两个方面考虑：1）啤酒企业对主要原材料大麦有一定的库存，同时会采取锁价、延长采购周期、开辟新的供应商等策略来应对成本上涨。根据渠道反馈，重庆啤酒已基本完成全年大麦价格锁定，青岛啤酒完成部分大麦价格锁定，因此大麦价格上涨对啤酒企业成本短期内影响较弱；（2）尽管大麦是啤酒酿造的主要原材料，但其在啤酒总成本中占比并不突出，一般占啤酒企业总成本的 10%~14%，根据我们测算（采用行业中位数），大麦价格每上涨 1%，啤酒企业净利润约下降 0.56%，净利率高的企业受影响程度更小。

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。啤酒企业自身产品结构的改善和行业性提价行为都能有效抵消成本上涨对企业盈利能力的影响。在目前这个阶段，能较快改善产品结构，实现提价顺利传导的企业能更从容应对成本上涨压力以及疫情的影响。

青岛啤酒：21 年公司实现营业收入 301.67 亿元，同比+8.67%。21 年公司实现啤酒销量 793 万千升，同比+1.38%；下半年受疫情影响，21H2/Q4 销量同比-7.41%/-3.42%，致全年销量增速略低。分品牌看，青岛主品牌销量实现 432.9 万千升，同比+11.62%，占比达 54.59%。从吨价看，21 年公司啤酒平均吨价为 3742 元/吨，同比+7.03%，其中青岛品牌/其他品牌吨价分别+2.85%/+7.13%。分地区看，21 年公司在强势区域山东和华北地区实现收入 197.47/72.75 亿元，同比+9.55%/+12.10%；东南和境外地区营收取得良好突破，实现收入 8.91/6.44 亿元，同比+8.31%/14.64%。21 年公司毛利率为 36.73%，同比+1.28pct，尽管成本端承压，公司通过加快高端化进程及提价积极应对，全年毛利率稳中有进。21 年公司净利率为 10.46%，同比+2.53pct，公司盈利能力保持良好增长。22Q1 公司主品牌销量稳步增长，产品结构持续优化。3 月份开始全国各地疫情有所抬头，其中上海和山东作为青岛啤酒强势省市承压较重，期待传统旺季前疫情能到有效控制，公司营收实现稳步增长。公司产品结构稳健改善，吨价保持良好增长，我们看好公司在啤酒行业高端化进程中的长期发展。

重庆啤酒：公司 21 年实现营业收入 131.19 亿元，同比+19.90%。21 年公司实现啤酒销量 278.9 万千升，同比+15.1%；平均吨价提升至 4601 元/千升，同比+4.95%，实现量价齐升。分产品来看，2021 年高档/主流/经济产品分别实现收入 46.82/65.49/16.05 亿元，同比+43.47%/+10.78%/+10.64%；其中高档产品销量增速达 40.48%，销量占比同比+4.29pct，公司高端化进程持续，产品结构提升效果显著。分区域看，2021 年公司在西北区/中区/南区分别实现收入 41.93/53.16/33.26 亿元，同比+25.24%/+13.63%/+27.97%，公司大城市计划有序推进，全国化扩张为公司业绩保驾护航。21 年公司在提价和产品结构优化带动下毛利率达 50.9%，同比+3.26pct。22Q1 在红乌苏流量及大城市计划带动下，公司各系列产品均实现良好增长。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，其将和 1664 一同带动重庆啤酒高端化稳步推进，我们看好公司在啤酒行业转型期的发展。

三、食品板块：成本上行业绩触底，期待 22H2 边际改善

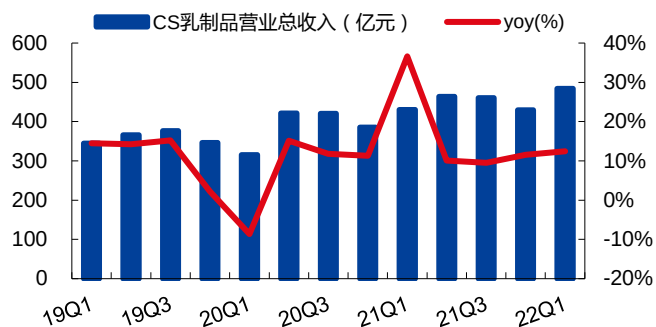
（一）乳制品：成本上升趋势趋缓，龙头受益于毛销差改善

整体来看，21/22Q1 乳制品板块分别实现收入 1784.94/484.15 亿元，同比+15.70%/+12.46%；分别实现归母净利润 105.66/40.67 亿元，同比+45.52%/+23.42%。

21 年疫情之后白奶需求旺盛，乳制品企业收入稳健增长。21Q4 整体乳制品行业产量同比+9.4%，牛奶、酸奶平均零售价分别同比+3.2%/+5.3%，在整体大众品需求相对疲软背景下，乳业量价齐升，需求逆势坚挺。利润端，21Q4 原奶价格同比+6.3%，成本端仍承压，但较 21Q3 的 16.5%涨幅已有明显收窄。加之冬奥会相关主题费用投放，21Q4 费投增加，但受益于买赠促销趋缓延续，同时部分乳企对部分产品进行提价，盈利表现较为稳健。

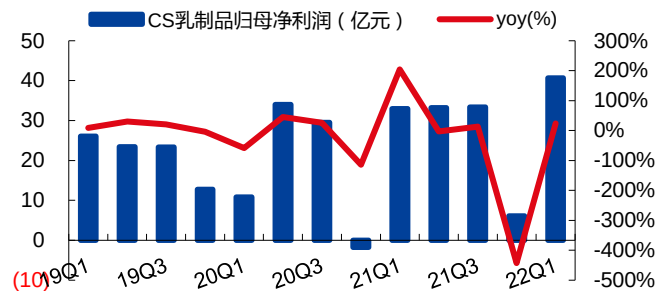
22年春节乳制品动销良好,22Q1实现稳健增长。全年来看,在原奶成本压力趋缓的背景下,加之高端产品放量,结构改善&毛销差释放有望带动盈利能力同比提升。

图 20: 乳制品板块收入及增速 (2019Q1-2022Q1)



资料来源: wind、华金证券研究所

图 21: 乳制品板块净利润及增速 (2019Q1-2022Q1)



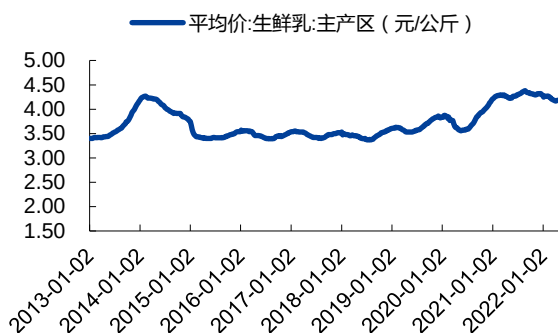
资料来源: wind、华金证券研究所

表 4: 乳制品板块业绩概览

	收入				利润			
	21A	yoy (%)	22Q1	yoy (%)	21A	yoy (%)	22Q1	yoy (%)
皇氏集团	25.69	3.15%	5.65	-6.09%	-4.72	244.01%	0.76	1387.70%
贝因美	25.40	-4.71%	8.14	43.68%	0.73	-122.61%	0.20	38.45%
ST麦趣	11.46	30.93%	3.46	59.54%	0.18	-65.01%	0.04	-27.62%
燕塘乳业	19.85	21.24%	3.86	-2.99%	1.58	50.38%	0.20	-41.49%
ST科迪	5.91	24.22%	1.25	7.11%	0.69	-105.42%	0.26	529.56%
庄园牧场	10.21	38.06%	2.44	4.16%	0.54	412.11%	0.11	-45.50%
熊猫乳品	8.57	25.21%	1.93	-1.76%	0.77	-5.11%	0.12	-19.21%
新乳业	89.67	32.87%	23.17	15.02%	3.12	15.23%	0.43	48.70%
天润乳业	21.09	19.32%	5.43	17.33%	1.50	1.52%	0.35	5.69%
三元股份	77.31	5.13%	21.56	15.45%	2.45	1011.72%	0.42	-5.71%
光明乳业	292.06	15.79%	72.46	3.73%	5.92	-2.51%	1.66	67.14%
妙可蓝多	44.78	57.31%	12.86	35.24%	1.54	160.60%	0.74	129.55%
伊利股份	1,105.95	14.15%	310.47	13.47%	87.05	22.98%	35.19	24.32%
一鸣食品	23.16	18.96%	5.56	12.95%	0.20	-84.70%	-0.40	-497.66%
李子园	14.70	35.14%	3.42	3.28%	2.62	22.34%	0.41	-23.59%
均瑶健康	9.14	7.24%	2.48	-2.26%	1.47	-31.26%	0.18	-71.64%

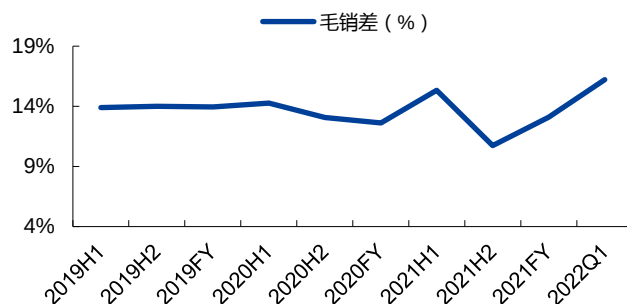
资料来源: Wind, 华金证券研究所。

图 22：中国主产区生鲜乳价格走势



资料来源: wind、华金证券研究所

图 23：伊利股份毛销差 (2019H1-2022Q1)



资料来源: wind、华金证券研究所

伊利股份：21 年公司实现营业收入 1101.44 亿元，同比+14.11%；具体收入端来看，21 年 /21Q4 公司液体乳分别实现营收 849.11/201.95 亿元，同比+11.5/+7.2%，奶粉及奶制品营收 162.09/45.40 亿元，同比+25.8/+29.1%，冷饮产品营收 71.61/2.13 亿元，同比+16.3/+71.6%。21 年全年液体乳、奶粉及奶制品、冷饮收入占比分别为 77.1%/14.7%/6.5%，同比-1.8/+1.4/+0.1pcts，奶粉高增势头延续，占比有所上升。据尼尔森数据显示，公司液体乳零售额市占率同比+0.4ptcs；婴配奶粉零售额市占率+1.4ptcs，位居市场第二；奶酪业务零售额市占率+6.3 ptcs，市占份额快速提升。公司 21 年毛利率为 30.90%，同比+0.53pcts。净利润为 7.87%，同比+0.57pcts。在成本上涨压力之下，盈利能力稳定向好。公司 22 年一季度收入和盈利水平提升，主要源于公司不断的产品结构优化及严格的费用预算管理。年初以来奶价稳中略降，成本端压力逐步释放，22 年公司盈利能力有望持续向好。

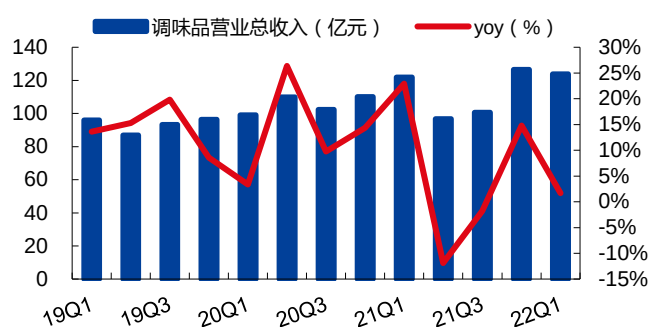
(二) 调味品：需求/成本双承压，密切跟踪业绩拐点

1、收入端：消费疲软背景下，收入端承压

整体来看，21/22Q1 调味品板块分别实现收入 445.65/123.89 亿元，同比+5.72/+1.69%；分别实现归母净利润 89.48/25.07 亿元，同比-11.89/-7.20%。

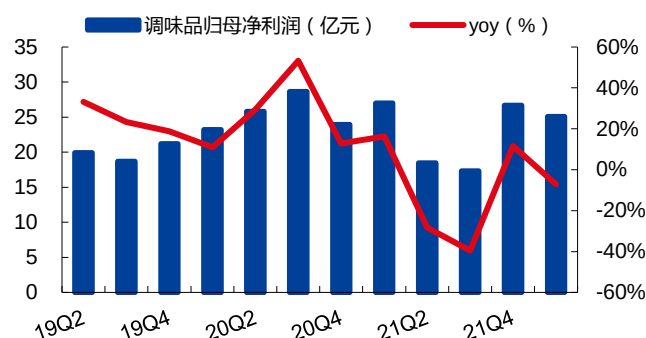
21 年调味品板块整体需求、成本双承压：面临需求疲软，社区团购冲击及成本压力。其中社区团购目前对行业冲击基本消除，但需求层面的恢复更多要等到疫情得到有效控制后餐饮端的恢复。22 年春节前调味品企业发货情况良好，节后促销收窄动销趋于平稳，3 月疫情反复对餐饮端需求、企业发货节奏和市场推广造成扰动。由此我们认为，22Q1 仍是调味品板块基本面的相对低点，在 21Q1 基数较高背景下多数调味品企业收入端压力仍存。22Q1 之后，如果疫情能够有效控制，需求将逐步企稳，受益于低基数，22Q2-Q3 调味品板块有望轻装上阵。

图 24：调味品板块收入及增速（2019Q1-2022Q1）



资料来源：wind、华金证券研究所

图 25：调味品板块净利润及增速（2019Q1-2022Q1）

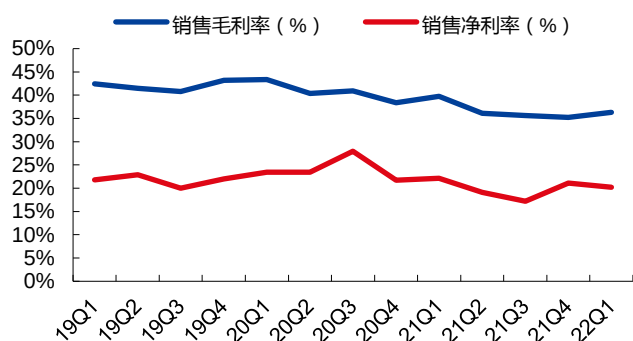


资料来源：wind、华金证券研究所

2、利润端：原材料成本上升，盈利能力短期下滑

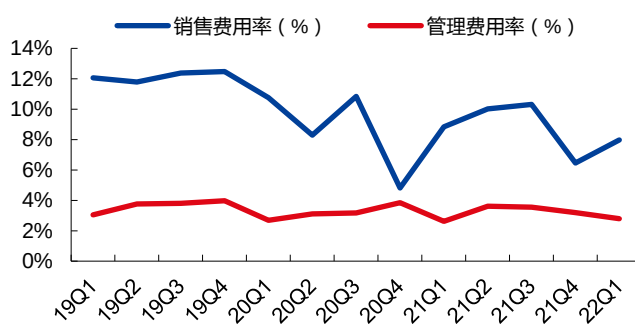
毛利率方面，21/22Q1 调味品板块毛利率 36.75%/36.31%，同比下-3.93/-3.47pcts。21 年全年板块毛利率下滑较多主要系：1)主要原材料、包材、运费价格等大幅上涨；2)多数企业启用新会计准则，运费及包装费在确认在成本中；3)部分企业如天味在上半年去库存过程中采用搭赠的方式进行促销。销售费用方面，2021 年调味品板块整体销售费用率 8.75%，同比+0.17pcts，销售费用率同比略有上升，主要系：1)多数企业启用新的会计准则，运费及包费在确认在成本中；2)企业在去库存过程中营销费用及买赠促销活动有所增加。22 年在成本端，虽然去年下半年提价缓解了部分成本压力，但由于今年原材料价格持续上涨，成本压力仍然较大，未来仍需密切跟踪需求与成本拐点。

图 26：调味品板块毛利率、净利率及变动情况（2019Q1-2022Q1）



资料来源：wind、华金证券研究所（备注：21Q4-22Q1 销售毛利率为新会计准则下口径）

图 27：调味品板块费用率及变动情况（2019Q1-2022Q1）



资料来源：wind、华金证券研究所（备注：21Q4-22Q1 销售费用率、管理费用率为新会计准则下口径）

建议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。具体公司来看，海天味业提价传导率先完成，毛利率压力小于同行，千禾味业费用改善下有望释放利润弹性。同时涪陵榨菜提价之后 22Q1 销售平稳，叠加广告投放费用收缩，利润实现同比增长。

表 5：调味品板块业绩概览

	收入				利润			
	21A	yoy (%)	22Q1	yoy (%)	21A	yoy (%)	22Q1	yoy (%)
甘化科工	5.40	4.83%	0.90	-36.55%	0.32	-95.30%	0.25	-42.97%
佳隆股份	2.80	14.99%	0.55	-12.70%	0.27	174.04%	-0.02	-171.04%
涪陵榨菜	25.19	10.82%	6.89	-2.88%	7.42	-4.52%	2.14	5.39%
加加食品	17.55	-15.34%	5.15	1.11%	-0.80	-145.48%	0.01	-97.79%
仲景食品	8.06	10.95%	1.99	-3.96%	1.19	-7.33%	0.17	-58.46%
莲花健康	18.15	9.69%	4.17	0.72%	0.44	-40.28%	0.15	32.80%
恒顺醋业	18.93	-6.01%	5.72	10.58%	1.19	-62.22%	0.77	-2.07%
中炬高新	51.16	-0.15%	13.47	6.63%	7.42	-16.63%	1.58	-9.46%
千禾味业	19.25	13.70%	4.82	0.93%	2.21	7.58%	0.55	38.47%
海天味业	250.04	9.71%	72.10	0.72%	66.71	4.18%	18.29	-6.36%
天味食品	20.26	-14.34%	6.29	20.60%	1.85	-49.32%	1.00	25.27%
安记食品	5.49	30.58%	1.09	-16.46%	0.45	-14.06%	0.03	-78.52%
日辰股份	3.39	28.57%	0.75	7.11%	0.81	0.05%	0.14	-7.51%

资料来源：Wind，华金证券研究所。

海天味业：21/21Q4 公司营收分别为 250.04/70.10 亿元，同比+9.71%/+22.85%。1) 分品类看，酱油/调味酱/蚝油/其他调味品 21 年同比分别+8.8%/+5.6%/+10.2%/+13.4%，在 10 月产品提价背景下 21Q4 各品类均恢复较高增长。2) 分区域看，21 年东部/南部/中部/北部/西部地区营收同比分别+7.5%/ +8.4%/+14.0%/+6.7%/+9.3%，2021 年经销商数量达 7430 家，全年净增 379 家。21Q4 经销商数量环比三季度增加 27 家，扭转 21Q3 下滑趋势。21 年公司毛利率为 38.66%，同比-3.51ptcs，净利率为 26.68%，同比-1.41ptcs。21Q4 在提价背景下，毛利率压力有所缓解，环比改善。公司 2022 年营收和净利润规划均为+12%，尽管 22Q1 受疫情影响，消费较为疲软，但公司完成了全年营收/净利润目标的 25.74%/24.50%。期待疫情精准防控之后餐饮改善带来的机会，同时叠加之前的提价贡献，公司季度间有望逐渐环比改善。

千禾味业：21/21Q4 公司实现营收 19.25/5.70 亿元，同比分别+13.7%/ +21.0%，分产品来看：21 年公司酱油/食醋营收分别为 11.82/3.22 亿元，同比+12.2%/+10.0%；分地区来看：2021 年公司全国化布局加速，东部/南部/中部/北部/西部分别实现营收 3.88/1.21/1.80/2.67/9.42 亿元，同比+17.3%/+51.7%/+29.4%/+10.4%/+7.3%，其中南部、中部及北部地区实现增长较快。21 年公司毛利率为 40.38%，同比-3.47ptcs，净利率为 11.50%，同比-0.65ptcs。21 年毛利率方面由于原材料成本上行及低毛利产品放量有所承压，但在公司广告费用收缩背景下，净利率水平保持稳定。22 年调味品行业在点状疫情逐步稳定之后，行业整体盈利水平有望回升，龙头企业仍将享受集中度提升红利。公司在消费升级和健康化趋势中仍具备较大增长空间，同时全国化进程也在稳步推进。伴随公司新一轮股权激励落地以及产能投放持续，长期看公司业绩趋势向好。

涪陵榨菜：21 年公司实现营收 25.19 亿元，同比增长+10.82%。1) 量价来看，21 年销售量同比-1.65%，单价+12.70%。2) 分品类看，榨菜/泡菜/萝卜实现收入 22.26/1.59/0.69 亿元，同比+12.73%/+3.35/-30.77%，主品类榨菜增速较好；3) 分区域看，华东/华南/华北/华中/东北营收分别+23.19%/+15.15%/+9.85%/+13.16%/+13.80%。21 年底公司经销商 3030 家，较上年增加 382 家。21 年公司毛利率 52.36%，同比-5.90pct，主要与会计准则变更有关，21 年扣非净利率

27.57%，同比-5.82pct，主要受毛利率下降、广宣费大幅增加所致。22Q1 实现营收 6.89 亿元，同比-2.9%，主要受去年同期基数偏高和春节前置与发货节奏扰动影响。3 月疫情反复刺激居家囤货帮助渠道去化库存。短期来看，4 月疫情将进一步催化居家消费囤货，渠道备货信心提升，推动收入端环比显著提速，同时青菜头价格已回落，公司成本压力将逐步减轻，22Q2 起公司业绩将释放高弹性。

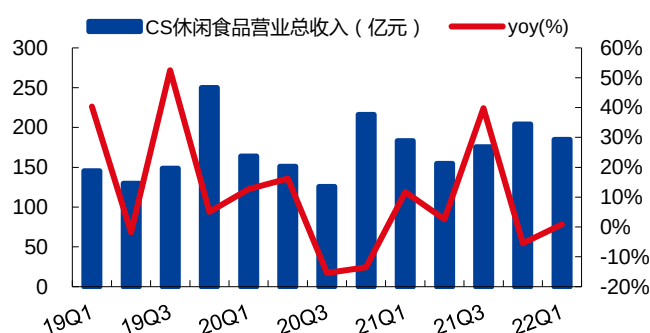
（三）休闲食品：成本及渠道承压，Q2 之后有望边际改善

整体来看，21/22Q1 休闲食品板块分别实现收入 717.89/184.81 亿元，同比+9.34/+0.85%；分别实现归母净利润 57.62/11.69 亿元，同比-26.10/-34.91%。休闲食品行业 2021 年在高基数背景下，渠道端传统商超渠道受社区团购等新零售渠道冲击较大，收入增长放缓，成本压力上行导致利润承压。22Q1 在春节错期、疫情扰动影响下，板块整体经营承压。

今年春节返乡客流同比增长明显，需求旺季较好兑现，但是由于春节错峰，1~2 月表现同比承压。考虑到 3 月疫情对需求及商超客流影响，休闲食品公司 22Q1 收入整体增速表现较弱。此外黄豆、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 Q1 业绩同比表现欠佳。展望全年，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，板块有望带来较高业绩增速。

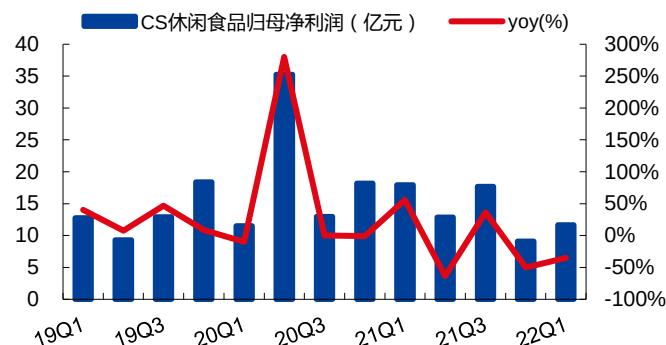
建议关注提价顺利带动盈利能力提升的洽洽食品。

图 28：休闲食品板块收入及增速（2019Q1-2022Q1）



资料来源：wind、华金证券研究所（19Q1 增加甘源食品，19Q2 增加劲仔食品、品渥食品、海融科技，21Q1 增加立高食品、欢乐家、佳禾食品、南桥食品）

图 29：休闲食品板块净利润及增速（2019Q1-2022Q1）



资料来源：wind、华金证券研究所（19Q1 增加甘源食品，19Q2 增加劲仔食品、品渥食品、海融科技，21Q1 增加立高食品、欢乐家、佳禾食品、南桥食品）

绝味食品：21/21Q4 公司营收分别为 65.49/17.02 亿元，同比+24.1%/+22.4%。1）分产品看，21 年鲜货类产品实现营收 56.07 亿元，同比+15.5%，禽类/畜类/蔬菜/其他产品分别实现营收 43.31/0.70/6.13/5.93 亿元，同比+13.0%/+115.1%/+15.7%/+28.7%；禽类收入仍然是鲜货业务的核心，同比保持稳健增长；2）分区域看，21 年西南/西北/华中/华南/华东/华北分别实现营收 9.26/0.34/18.85/13.55/13.06/7.31 亿元，同比 +20.0%/-42.3%/+34.0%/+33.9%/+12.0%/+15.7%。3）分渠道看，21 年在卤制食品销售/加盟商管理/其它渠道分别实现营收 57.43/0.67/5.41

表 6：休闲食品板块业绩概览

	收入				利润			
	21A	yoy (%)	22Q1	yoy (%)	21A	yoy (%)	22Q1	yoy (%)
黑芝麻	40.25	4.79%	6.81	-19.03%	-1.09	-1297.48%	0.06	-41.00%
洽洽食品	59.85	13.15%	14.32	3.86%	9.29	15.35%	2.08	5.15%
好想你	12.81	-57.32%	3.72	14.29%	0.62	-97.14%	0.09	-76.21%
煌上煌	23.39	-4.01%	5.42	-10.62%	1.45	-48.76%	0.37	-45.57%
桂发祥	4.05	16.18%	0.69	-39.92%	0.21	-14.98%	-0.19	-314.15%
盐津铺子	22.82	16.47%	5.75	-2.91%	1.51	-37.65%	0.61	-25.15%
西麦食品	11.54	12.60%	3.50	17.38%	1.04	-21.14%	0.28	-46.67%
甘源食品	12.94	10.38%	3.20	-5.19%	1.54	-14.29%	0.23	-45.30%
劲仔食品	11.11	22.21%	2.59	15.53%	0.85	-17.76%	0.20	-5.79%
三只松鼠	97.70	-0.24%	30.89	-15.85%	4.11	36.43%	1.61	-48.75%
品渥食品	16.51	9.84%	3.06	-3.76%	0.95	-29.72%	0.07	-75.33%
海融科技	7.47	30.66%	2.15	36.98%	1.12	29.49%	0.32	96.22%
立高食品	28.17	55.66%	6.30	8.83%	2.83	21.98%	0.40	-45.29%
欢乐家	14.73	18.10%	3.60	6.00%	1.84	2.89%	0.51	9.50%
绝味食品	65.49	24.12%	16.88	12.09%	9.81	39.86%	0.89	-62.24%
友友食品	12.20	11.62%	2.66	-5.26%	2.20	-2.65%	0.21	-64.31%
良品铺子	93.24	18.11%	29.42	14.30%	2.82	-18.06%	0.93	-8.86%
来伊份	41.72	3.63%	13.15	8.27%	0.31	-147.55%	0.93	15.24%
桃李面包	63.35	6.24%	14.52	9.43%	7.63	-13.54%	1.58	-2.98%
元祖股份	25.84	12.20%	4.36	7.94%	3.40	13.27%	-0.20	-1570.88%
佳禾食品	23.99	28.02%	5.22	-11.32%	1.51	-30.19%	0.17	-69.53%
南桥食品	28.73	23.71%	6.60	1.94%	3.68	13.27%	0.53	-45.70%

资料来源：Wind，华金证券研究所。

亿元，同比+17.3%/-1.5%/+212.3%。2021 年末门店净增 1315 家至 13714 家，受疫情及极端天气影响全年整体开店节奏略受影响，21 年整体单店营收为 44 万/家，同比 20 年+4.88%，同比 19 年略有缺口主要源于交通枢纽、商超等开店及营收承压较大。21 年公司毛利率为 31.68%，同比-1.80pts，主要因原材料成本上涨、公司开展折扣活动所致。净利率为 14.98%，同比+1.69pts。受益于和府、千味等投资项目贡献投资收益，全年公司盈利稳定。22Q1 在 3 月多地疫情封控影响之下，开店速度和单店收入均有所承压。22 年在开店竞赛及星火燎原计划开展后，开店节奏有望加快，同时公司仍将加大活动促进单店恢复，同时积极推出新品，努力拓展营收增长极。

洽洽食品：21 年公司实现营收 59.85 亿元，同比+13.15%。分产品看，21 年葵花子/坚果/其他业务分别实现营收 39.43/13.66/6.75 亿元，同比+5.86%/+43.82%/9.94%。分区域看，南方/北方/东方/电商/海外分别实现营收 19.35/12.13/ 16.12/5.70/5.18 亿元，同比增长 +3.56%/+21.70%/+18.78%/+11.03%/+10.16%，国内各大区 21H2 营收增速相较于 21H1 均有所改善。公司 21 年毛利率 32.19%，同比+0.30pts，预计系提价效应有所显现，Q4 放量后摊薄固定成本，21 年归母净利润率 15.52%，同比+0.29pts。22Q1 因高基、春节错峰等营收增速有所放缓，展望 22Q2，当前葵花子品类受益于疫情下居家消费场景增加，增速有望保持稳健，利润端在提价对冲成本上升因素下，有望保持平稳。

四、投资建议

整体而言，3月份之后疫情反复&海外战争扰动之下，造成动销承压和成本上涨压力，短期来看，我们试图在不确定因素扰动之下寻找板块中的确定性机会。

白酒方面，伴随近期估值的回落，白酒行业的布局价值逐步显现，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。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）各地点状疫情5月之后有望逐步缓解，近期疫情较严重时期为3月白酒传统淡季，预计对22H1整体冲击较小，不影响对整体行业的业绩判断；2）茅五泸等高端白酒估值，回落至30倍及以内，进入价值布局区间；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、五粮液及今世缘。建议关注估值调整至中长期合理配置区间的山西汾酒。

食品方面，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或将继续承压。虽然面对外界较多的扰动因素，但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，建议围绕两条投资主线：1）把握短期盈利的确定性。首先推荐原奶涨幅收窄背景下有望释放利润弹性，具备估值安全边际的伊利股份；同时建议关注当前提价相对顺畅，全年增长确定性较高，同时成本端具备较强定价权的涪陵榨菜和洽洽食品；2）板块估值进入合理区间之后，把握中长期行业竞争格局的确定性机会。重点推荐行业高端化进程稳步推进、疫情之后需求有望恢复的青岛啤酒、重庆啤酒。

表 7：行业重点公司估值概览

	公司	21E	22E	23E		公司	21E	22E	23E
白酒	泸州老窖	31	25	20	乳制品	贝因美	28	18	/
	古井贡酒	34	27	/		燕塘乳业	14	12	/
	酒鬼酒	35	25	20		熊猫乳品	24	18	16
	五粮液	23	20	17		新乳业	22	17	14
	顺鑫农业	31	23	25		天润乳业	24	18	14
	洋河股份	25	20	17		光明乳业	22	19	17
	伊力特	22	18	17		妙可蓝多	33	19	14
	金种子酒	86	65	/		伊利股份	23	19	17
	贵州茅台	37	32	27		一鸣食品	30	19	23
	舍得酒业	26	19	15		李子园	21	16	14
	水井坊	24	19	16	速冻食品	三全食品	23	21	18
	山西汾酒	42	32	25		海欣食品	30	20	/
	迎驾贡酒	25	20	16		安井食品	39	31	25
	今世缘	22	18	15		味知香	32	26	23
	口子窖	15	13	11		巴比食品	29	24	20
	金徽酒	32	25	20		洽洽食品	24	21	18
啤酒	燕京啤酒	55	46	29		煌上煌	18	14	/
	珠江啤酒	25	22	19		盐津铺子	30	21	16
	重庆啤酒	42	34	28		西麦食品	24	20	16
	青岛啤酒	35	29	25		甘源食品	21	15	12
其他酒类	张裕A	23	29	25		劲仔食品	26	22	17
	百润股份	29	23	20		三只松鼠	23	19	17
	古越龙山	36	30	27		品渥食品	19	16	/
软饮料	承德露露	13	11	9		海融科技	24	17	11
	养元饮品	12	12	10		立高食品	40	28	21
	香飘飘	12	10	/		绝味食品	26	21	17
	东鹏饮料	33	25	21		良品铺子	27	22	18
	双汇发展	16	15	14		来伊份	28	21	/
肉制品	得利斯	57	37	27		桃李面包	22	19	16
	金字火腿	38	28	19		元祖股份	11	9	8
	华统股份	35	8	3		佳禾食品	18	12	/
	上海梅林	15	13	16		南桥食品	22	17	14
	涪陵榨菜	31	27	23		克明食品	19	16	/
	加加食品	22	18	/		祖名股份	35	27	22
调味品	仲景食品	22	17	19	其他食品	晨光生物	62	46	36
	恒顺醋业	73	48	41		汤臣倍健	16	13	11
	中炬高新	26	22	20		仙乐健康	15	12	11
	千禾味业	44	35	28		科拓生物	24	18	14
	海天味业	50	43	37		安琪酵母	23	18	15
	天味食品	54	41	33		爱普股份	13	11	/
	日辰股份	33	26	20		嘉必优	18	12	/

资料来源：Wind，华金证券研究所（备注：以2022年4月30日股价计算，采用wind一致预期计算）。

五、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。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周蓉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn