

# 坚守高端白酒，把握边际改善机会

——食品饮料2021年中期策略

2021年7月13日

 作者：陈彦彤，叶倩瑜

 证券研究报告

- 板块复盘与业绩回顾：**1) 2021年初至今，食品饮料板块出现一定幅度回调，截至7月5日跌幅2.54%，在行业指数中排名20，估值水平（PE TTM）较年初下跌16.28%。食品饮料子板块中，啤酒板块涨幅最高，白酒较为平稳。2) 2021Q1白酒板块实现总营收952.47亿元，同比增长22.54%。高端延续稳健表现，次高端快速恢复，受益于去年低基数实现同比强势增长。
- 白酒：**1) **高端：**长期来看仍为黄金赛道，目前茅台批价持续高位，普五批价有望下半年站稳千元，国窖1573批价900-920元，跟随普五提价预期较强。从估值水平来看，2021年6月以来高端白酒估值出现一定幅度回调，高景气度延续下估值性价比逐步体现。2) **次高端：**价格带持续扩容，高端白酒价格持续处于高位为次高端打开价格空间，从历史表现来看次高端白酒业绩弹性较高。各酒企投入加大、酱酒布局推动次高端白酒扩容，下半年低基数效应逐渐减弱，建议关注行业红利以及公司自身的经营改善与业绩弹性。
- 大众品：**1) **啤酒：**当前我国的啤酒消费市场整体进入了“总量横盘”阶段，高端化竞争阶段到来。渠道&品牌都是啤酒高端化的重要因素。2) **调味品：**短期扰动不改调味品中长期发展趋势，调味品发展呈现出复合化、渠道线上化、龙头份额集中化的三大趋势。
- 投资建议：**1) **白酒：**中报业绩超预期有望成为催化，下半年中秋旺季为观察渠道动销的重要窗口期，建议把握两条投资主线：**高端白酒：**推荐龙头贵州茅台、五粮液、泸州老窖，以及品牌势能拉升、凭借青30复兴版发力高端赛道的山西汾酒。**次高端白酒：**推荐改革调整见效、有望享受次高端红利的洋河股份，建议关注经营改善的高弹性标的水井坊。2) **大众品：**啤酒进入高端化竞争，推荐华润啤酒(H)、重庆啤酒、青岛啤酒。调味品板块推荐海天味业、千禾味业，建议关注颐海国际(H)。

**风险提示：**宏观经济下行风险，国内疫情反复风险，行业竞争加剧风险。

- 1、**板块复盘与业绩回顾**
- 2、白酒：高端白酒景气度延续
- 3、啤酒：产品结构持续高端化
- 4、调味品：短期扰动不改中长期逻辑
- 5、投资建议
- 6、风险提示

# 1.1、食品饮料板块呈现一定幅度回调

2021年初至今，食品饮料板块出现一定幅度回调。截至7月5日食品饮料指数（申万一级子行业）跌幅2.54%，在行业指数中排名20，估值水平（PE TTM）较年初下跌16.28%。业绩方面，2021年Q1营业收入/归母净利润分别增长23.59%/26.75%。

图1：2021年初以来，食品饮料板块出现回调

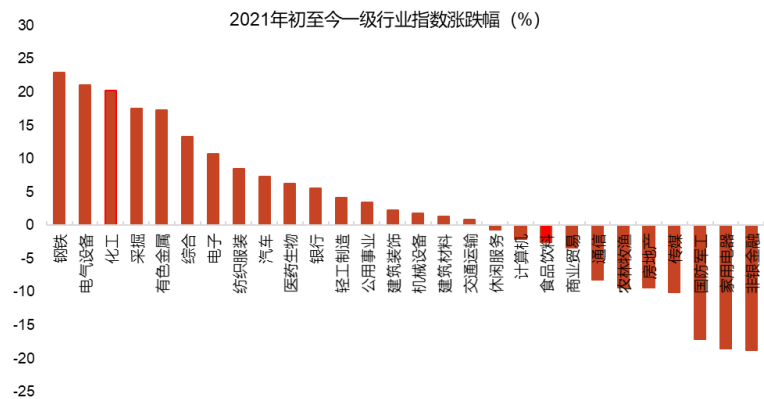


图2：食品饮料板块业绩稳健增长

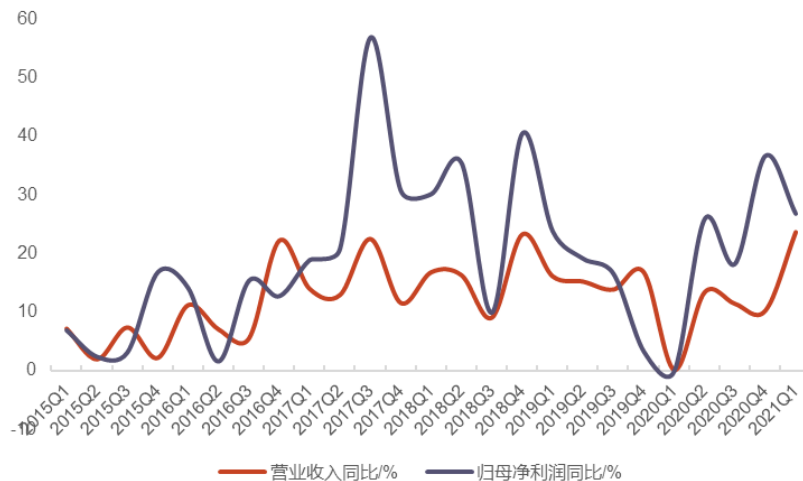
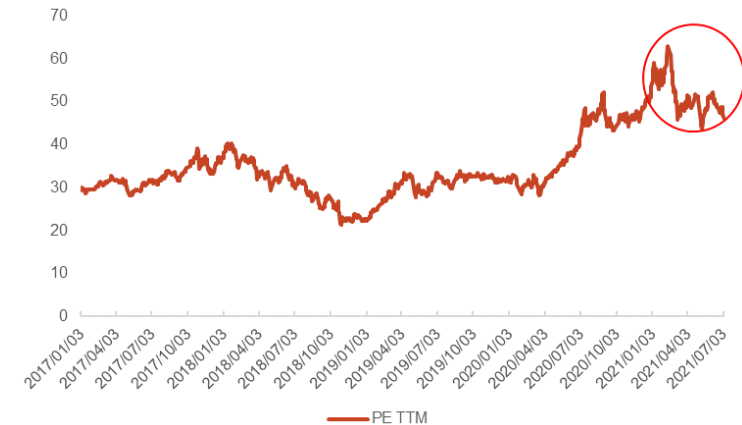


图3：2021年初至今板块估值回调



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

备注：行业分类采用申万指数，时间截至2021-07-05，下同

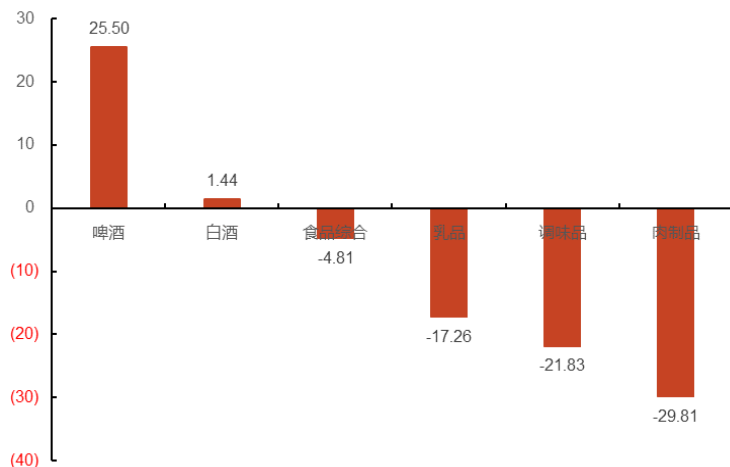
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

# 1.1、食品饮料板块内部表现分化，白酒表现平稳

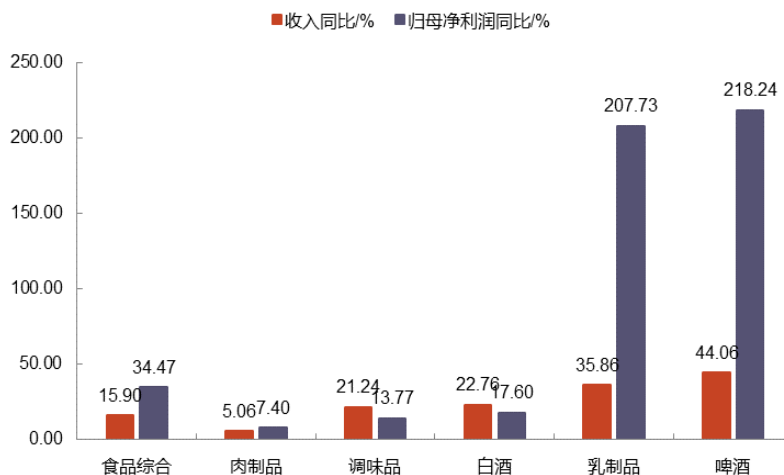
食品饮料子板块中，啤酒板块涨幅最高，白酒较为平稳。2021年初至今啤酒/白酒/食品综合/乳制品/调味品/肉制品涨跌幅分别为25.50%/1.44%/-4.81%/-17.26%/-21.83%/-29.81%。从估值水平（PE TTM）来看，年初至今涨跌幅分别为-31.72%/-16.78%/-9.90%/-37.65%/-1.41%/-37.62%。白酒板块估值水平出现一定回调，涨幅表现较为平稳。

图4：2021年初以来食品饮料各细分板块涨跌幅



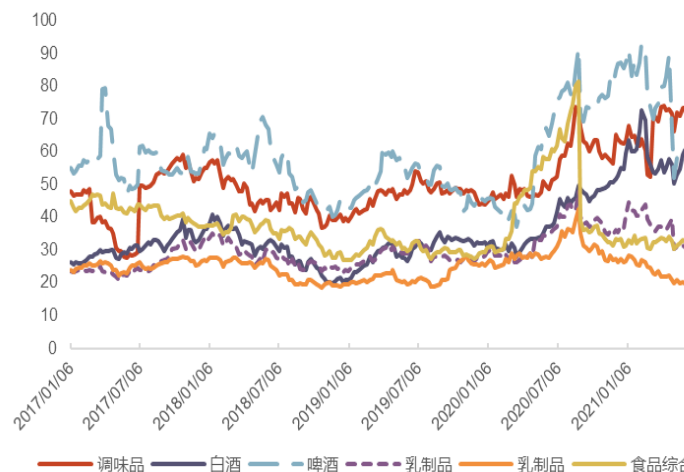
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图5：2021Q1各板块业绩增长显著



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图6：2021年初至今各板块估值回调



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

# 1.1、次高端白酒、区域名酒涨幅显著

从各公司年初至今涨跌幅来看，舍得酒业、水井坊、酒鬼酒等涨幅较为突出。个股上涨的主要驱动主要包括：1) 由于2020年一季度受疫情冲击基数较低，21年Q1业绩实现同期强势增长；2) 品牌势能提升下业绩弹性较高，高增长预期下享受估值溢价。

表1：2021年年初至今上市白酒公司涨跌幅

公司	个股涨跌幅/%	个股净利润同比/%	个股估值涨幅/%
舍得酒业	159.93	1,031.19	56.58
水井坊	83.33	119.66	31.58
酒鬼酒	63.96	178.85	10.29
山西汾酒	22.7	77.72	-17.85
迎驾贡酒	19.34	58.45	-7.09
伊力特	4.21	1,475.80	-15.59
口子窖	3.93	72.73	-9.34
贵州茅台	0.74	6.57	-6.45
泸州老窖	-1.4	26.92	-13.65
金徽酒	-1.81	99.34	-32.96
五粮液	-3.68	21.02	-13.37
今世缘	-8.96	38.78	-25.55
古井贡酒	-13	27.9	-19.46
皇台酒业	-14.86	32.94	106.09
洋河股份	-15.11	-3.49	-14.19
老白干酒	-18.21	-14.59	-1.74
金种子酒	-20.4	-85.6	-503.16
顺鑫农业	-43.84	5.73	-26.42

资料来源：Wind，光大证券研究所，注：个股涨跌幅、估值涨幅为2021年1月1日至7月5日涨幅；净利润同比为2021一季度归母净利润同比；估值指标采用PE TTM

# 1.1、啤酒板块涨跌互见

从啤酒公司的年初至今涨跌幅来看，重庆啤酒涨幅较为突出，重庆啤酒/青岛啤酒/华润啤酒（H）/百威亚太（H）股价涨幅分别为65.56%/9.75%/-5.31%/-4.90%。股价涨幅主要由净利润端贡献，估值均有所回调。

表2：2021年年初至今重点啤酒上市公司涨跌幅

公司	个股涨跌幅/%	个股净利润同比/%	个股估值涨幅/%
重庆啤酒	65.56	141.17（备考）	-35.17
青岛啤酒	9.75	90.26	-8.28
华润啤酒（H股）	-5.31	-	-32.14
百威亚太（H股）	-4.90	668.29	-43.00

资料来源：Wind，光大证券研究所，注：个股涨跌幅、估值涨幅为2021年1月1日至7月5日涨幅；净利润同比为2021一季度归母净利润同比；估值指标采用PE TTM

# 1.1、调味品板块逐步筑底

从调味品公司年初至今涨跌幅来看，股价均有不同程度下跌。估值水平整体回落主要系2020年疫情发生后，市场追求业绩确定性强的标的，调味品的刚需消费属性使其获得溢价，随着疫情好转，估值向历史均值回落。

表3：2021年年初至今调味品上市公司涨跌幅

公司	个股涨跌幅/%	个股净利润同比/%	个股估值涨幅/%
千禾味业	-5.48	-43.34	53.38
恒顺醋业	-10.39	3.89	-14.10
涪陵榨菜	-12.86	22.73	-15.72
安记食品	-14.25	26.47	-34.20
海天味业	-20.99	21.13	-29.08
日辰股份	-21.77	-0.35	-14.50
中炬高新	-32.81	-15.17	-35.23
天味食品	-50.48	4.13	-43.41

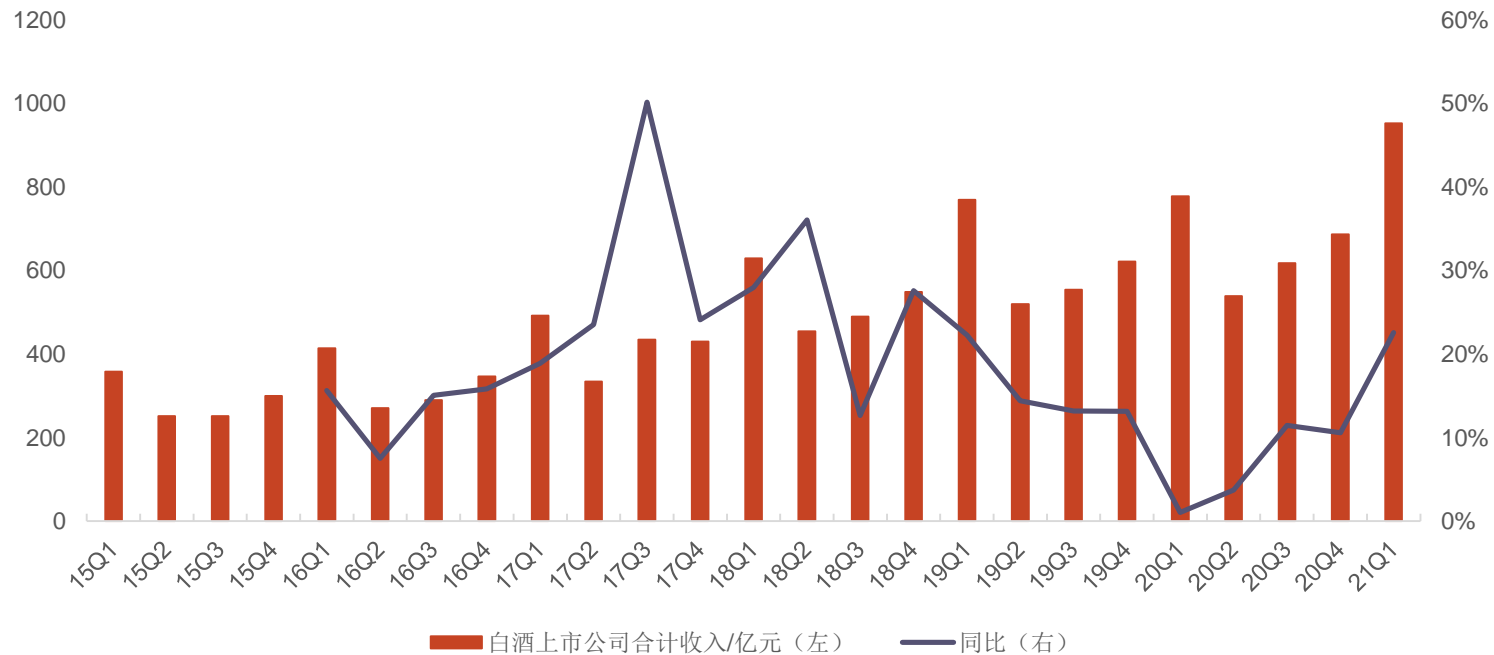
资料来源：Wind，光大证券研究所，注：个股涨跌幅、估值涨幅为2021年1月1日至7月5日涨幅；净利润同比为2021一季度归母净利润同比；估值指标采用PE TTM



## 1.2、白酒板块2021Q1收入快速增长

2021年Q1白酒板块实现营业总收入952.47亿元，同比增长22.54%。21年以来消费场景逐渐恢复，春节旺季白酒动销表现良好，叠加今年春节时间较晚，公司收入确认更多集中在一季度，21Q1收入同比增速较高。考虑到去年一季度基数较低，若对比2019年Q1，21Q1收入增长23.83%，进一步验证21Q1动销旺盛表现。

图7：2021年一季度白酒上市公司总营收同比增速较高



## 1.2、高端景气度延续，次高端快速恢复

按照价格带划分，21Q1总营收同比增速：次高端白酒企业 (+38.89%) > 高端白酒企业 (+16.92%) > 中端及以下白酒企业 (+14.76%)，相比2019年Q1增速：高端白酒 (+29.73%) > 次高端白酒 (+20.17%) > 中端及以下白酒 (+4.08%)。

表4：白酒上市公司2021年Q1总营收及增速

公司	2021年Q1总营收/亿元	2021年Q1总营收同比	相比2019年Q1增速
贵州茅台	280.65	10.93%	24.84%
五粮液	243.25	20.19%	38.29%
泸州老窖	50.04	40.85%	20.01%
<b>高端白酒企业</b>	<b>573.93</b>	<b>16.92%</b>	<b>29.73%</b>
山西汾酒	73.32	77.11%	80.70%
洋河股份	105.20	13.51%	-3.39%
酒鬼酒	9.08	190.36%	162.25%
水井坊	12.40	70.17%	33.37%
ST舍得	10.28	154.21%	47.38%
古井贡酒	41.30	25.86%	12.58%
今世缘	23.97	35.34%	22.59%
口子窖	11.73	50.90%	-13.86%
<b>次高端白酒企业</b>	<b>287.28</b>	<b>38.89%</b>	<b>20.17%</b>
顺鑫农业	54.86	-0.70%	15.12%
迎驾贡酒	11.48	48.90%	-1.05%
伊力特	5.44	255.33%	5.01%
金种子酒	2.94	52.11%	2.00%
老白干酒	7.54	-0.26%	-34.36%
金徽酒	5.08	48.43%	-1.11%
青青稞酒	3.79	86.91%	3.62%
皇台酒业	0.12	41.62%	68.66%
<b>中端及以下白酒企业</b>	<b>91.26</b>	<b>14.76%</b>	<b>4.08%</b>
<b>白酒企业合计</b>	<b>952.47</b>	<b>22.54%</b>	<b>23.83%</b>

请务必参阅正文之后的重要声明 资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：顺鑫农业营收包含屠宰、房地产等业务收入

## 1.2、高端、次高端白酒2021Q1净利润增速亮眼

2021年Q1高端/次高端/中端及以下白酒归母净利润同比增长13.06%/29.61%/56.30%，次高端酒企在低基数下业绩同比增长强劲。若对比2019年Q1，高端/次高端/中端及以下白酒归母净利润增速分别为32.45%/24.99%/-12.15%，高端白酒增速亮眼，次高端利润增长亦明显提速。

表5：白酒上市公司2021年Q1归母净利润及增速

公司	21Q1归母净利润/亿元	21Q1归母净利润同比	相比2019年Q1增速
贵州茅台	139.54	6.57%	24.36%
五粮液	93.24	21.02%	43.99%
泸州老窖	21.67	26.92%	43.06%
高端白酒企业	254.45	13.06%	32.45%
山西汾酒	21.82	78.16%	148.69%
洋河股份	38.63	-3.49%	-3.94%
酒鬼酒	2.68	178.85%	268.75%
水井坊	4.19	119.66%	91.90%
ST舍得	3.02	1031.19%	200.21%
古井贡酒	8.14	27.90%	3.97%
今世缘	8.05	38.78%	25.57%
口子窖	4.20	72.73%	-22.90%
次高端白酒企业	90.74	29.61%	24.99%
顺鑫农业	3.73	5.73%	-12.91%
迎驾贡酒	3.69	58.45%	4.47%
伊力特	1.31	1475.80%	-11.99%
金种子酒	-0.49	-	-
老白干酒	0.56	-14.59%	-52.21%
金徽酒	1.15	99.34%	5.65%
青青稞酒	0.71	-	41.48%
皇台酒业	-0.04	-	-
中端及以下白酒企业	10.64	56.30%	-12.15%
白酒企业合计	355.82	17.87%	28.54%

- 1、板块复盘与业绩回顾
- 2、白酒：高端白酒景气度延续**
- 3、啤酒：产品结构持续高端化
- 4、调味品：短期扰动不改中长期逻辑
- 5、投资建议
- 6、风险提示

## 2.1.1、长期看高端白酒的赛道优势

从历史数据来看，高端白酒具备抵御或受益通胀的能力。引入GDP指数与M2指数近似估算2008-2019年中国物价增速（M2增速-GDP增速）为91%，在此期间，国窖1573/普五一批价涨幅83%/91%，具备抵御通胀能力。飞天茅台一批价涨幅329%，作为兼具奢侈品属性的顶级投资品能够受益通胀。

表6：2008-2019年中国富豪消费品价格涨幅情况

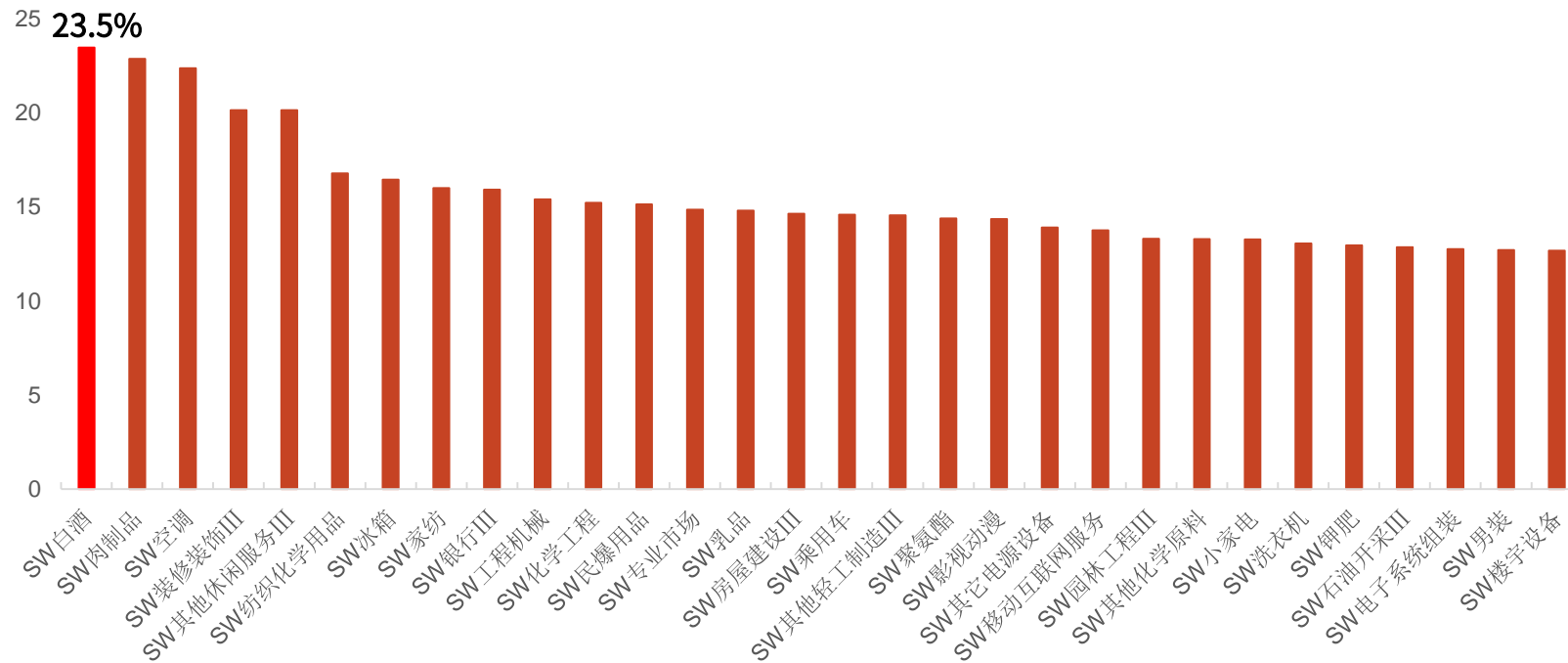
年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	增幅
GDP指数	109.65	109.40	110.64	109.55	107.86	107.77	107.43	107.04	106.85	106.95	106.75	106.11	
M2指数(上年=100)	117.79	128.42	118.95	117.32	114.39	113.59	111.01	113.34	111.33	109.04	108.08	108.74	
模拟物价增速(%)	8%	19%	8%	8%	7%	6%	4%	6%	4%	2%	1%	3%	91%
五粮液批价(元/瓶)	482	582	640	944	693	594	560	620	710	840	795	920	91%
飞天茅台批价(元/瓶)	560	660	890	1,875	1,175	885	860	820	1,060	1,640	1,725	2,400	329%
国窖1573批价	420	540	630	880	740	690	540	560	620	770	720	770	83%
清华经管理EMBA(元)	326,000	380,000	450,000	450,000	560,000	560,000	560,000	560,000	560,000	560,000	560,000	738,000	126.4%
长江商学院EMBA(元)	408,000	530,000	530,000	630,000	660,000	690,000	690,000	690,000	698,000	698,000	738,000	788,000	93.1%
路易威登Speedy皮包(元)	5,800	5,600	5,800	5,750	5,900	6,200	7,250	7,250	10,500	10,500	11,200	10,900	87.9%
酒和烟:路易十三(元)	11,860	14,980	17,580	17,580	19,058	19,058	23,288	22,988	23,288	20,600	25,888	21,800	83.8%
酒和烟:茅台30年(元)	8,389	9,880	12,800	20,580	20,580	17,000	17,580	17,580	17,580	11,999	16,888	14,658	74.7%
酒和烟:李察轩尼诗(元)	19,999	24,200	24,200	26,258	30,980	30,980	32,580	30,880	31,888	25,800	32,888	34,888	74.4%
香奈儿菱格纹皮穿链经典(元)	22,000	22,800	23,200	37,500	37,800	37,000	38,200	29,800	33,000	33,000	34,700	38,100	73.2%
劳斯莱斯幻影加长版(元)	7,080,005	8,200,000	9,180,000	7,800,000	7,980,000	7,980,000	7,980,000	7,980,000	7,980,000	7,980,000	12,000,000	12,000,000	69.5%
上海世茂山庄750平米别墅(元)	37,500,000	37,500,000	71,250,000	73,650,000	73,000,000	-	45,000,000	46,000,000	56,250,000	60,120,750	61,700,000	60,810,000	62.2%
观澜湖高尔夫球会钻石卡(元)	1,680,000	1,680,000	1,800,000	1,880,000	1,980,000	1,980,000	2,160,000	2,280,000	2,380,000	2,600,000	2,600,000	2,600,000	54.8%
皇家礼炮21年礼盒装(元)	1,001	1,182	1,280	1,408	1,538	1,538	1,538	1,480	1,608	1,588	1,588	1,430	42.9%
浙江富春山居入会费(元)	880,000	920,000	1,020,000	1,020,000	1,020,000	1,020,000	1,020,000	1,020,000	1,020,000	1,020,000	1,020,000	1,200,000	36.4%
芝华士18年礼盒装(元)	489	604	608	608	608	608	788	788	800	799	688	658	34.6%
卡地亚白金Love手镯(元)	37,200	37,200	39,900	44,900	51,000	52,500	52,500	49,100	49,100	51,000	51,000	49,200	32.3%
佘山国际高尔夫俱乐部会费(元)	1,680,005	1,680,000	1,680,000	1,800,000	1,900,000	2,300,000	2,700,000	2,400,000	2,350,000	2,350,000	2,350,000	2,100,000	25.0%
杰尼亚套装(元)	21,000	21,000	23,000	26,600	27,300	27,300	27,300	23,900	23,600	23,900	25,900	25,900	23.3%
大卫杜夫雪茄2号铝管装(元)	3,500	3,400	3,400	3,600	3,600	3,600	3,600	3,600	3,980	4,500	4,145	4,200	20.0%
劳力士蚝式恒动日志手表(元)	87,100	87,100	87,100	90,200	97,800	97,800	97,800	97,800	97,800	97,800	100,500	100,500	15.4%
万宝龙Meisterstueck 149(元)	6,090	6,340	6,340	6,340	6,340	6,600	6,600	6,800	7,100	7,100	7,100	6,900	13.3%
爱马仕90厘米方巾(元)	3,300	3,400	3,500	3,550	3,750	3,750	3,750	3,750	3,400	3,400	3,400	3,600	9.1%
百达翡丽Nautilus 5712/1A(元)	280,700	280,700	280,700	280,700	295,100	295,100	297,900	242,300	250,300	250,300	300,300	291,000	3.7%
奔驰S500加长版4MATIC(元)	1,768,000	2,098,000	2,153,000	2,188,000	2,188,000	2,188,000	2,268,000	2,098,000	1,998,000	1,998,000	1,732,800	1,692,800	-4.3%
Johnnie Walker 蓝牌威士忌(元)	1,501	1,621	1,678	1,678	1,678	1,818	1,818	1,798	1,199	1,199	1,199	1,299	-13.5%

请务必参阅正文之后的重要声明

## 2.1.1、长期看高端白酒的赛道优势

从历史数据来看，高端白酒具有强劲/稳定的ROE回报。以A股的227个细分子行业（按申万四级子行业分类）2000-2020年的ROE（扣非，整体法）中位数来看，白酒行业具备其他行业难以企及的强劲/稳定的盈利能力。

图8：申万四级子行业2000-2020年ROE中位数表现



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：单位%

## 2.1.1、长期看高端白酒的赛道优势

□ 不考虑物价因素，仅考虑高净值人群的扩容，估算2019-2025年高端白酒年需求量复合增速在中性/乐观假设下约为9%/13%，需求稳步扩容。

根据BCG预测，2025年，中国上层中产/富裕人群的家庭数合计达到1.41亿户，不考虑单个家庭年消费需求的扩大，反推估算2025年中国高端白酒的潜在需求为11.8万吨，较2019年已实现销量的复合增速为9%。

考虑上层中产/富裕人群家庭数量在2019-2025年的增幅分别为56%/113%，若假设仅有富裕人群作为高端白酒的最终消费群体，2019-2025年高端白酒潜在需求量的复合增速有望达到13%。

表7：2025E高端白酒销量测算

年份	高端酒合计销量 (万吨)	中产家庭 (百万户)			上层中产/富裕人群家庭高端酒平均购买量 (瓶/户/年)		
		上层中产	富裕人群	上层中产+富裕人群合计	上层中产	富裕人群	上层中产+富裕人群加总的平均消费
2019年	7.01	66.30	17.76	84.06	2.2	8.4	1.8
2025年E	11.8	103.63	37.78	141.42	2.3	8.4	1.8

资料来源：国家统计局，BCG预测，光大证券研究所测算

注：在上层中产/富裕人群家庭高端酒平均购买量测算中，我们假设高端酒销量仅由对应人群的消费带动，且假设2025年上层中产/富裕人群的户均消费量与2019年持平。

## 2.1.2、短期跟踪：茅五泸景气度延续

**贵州茅台：**目前飞天茅台整箱/散瓶批价分别为3400/2700元以上，经销商渠道发货进度执行到6月份计划，部分地区执行7-8月打款计划。五一后飞天茅台供给收紧，批价上涨较快，6月25日左右因渠道放货，批价有所回落，目前依旧处于高位。生肖酒、精品酒出厂价提升，估计均价提升为二季度及后续收入增长主要贡献。

**五粮液：**目前普五批价990-1000元，预期下半年批价有望站稳千元，多数经销商计划内打款进度达到60%。公司股东大会提出持续升级优化产品结构，经典五粮液上市以来反馈良好，21年目标2000吨，目前回款完成一半以上，后续将继续发力这一战略大单品，开发经典五粮液30版和50版。系列酒继续聚焦核心品牌。渠道层面将继续大力发展团购渠道（20年占比已达到20%左右），预期21年占比将持续提升，并继续推进数字化转型。

**泸州老窖：**国窖品牌回款进度达到60%，1573执行计划内与计划外配额（比例7:3），计划内厂价890元，计划外950元，目前批价900-920元，实际成交价950-980元。公司计划成立泸州大成浓香酒类销售有限公司，负责头曲、二曲以及“高光”三大品牌的运营，预计在7月份落地，三个品牌将由各自团队运营，加大对光瓶酒的战略重视。



## 2.1.3、估值回调，性价比逐步体现

- 从估值表现来看，2021年6月以来高端白酒PE(TTM)出现一定幅度回调，结合高端白酒企业近期基本面向好，二季度淡季挺价进展顺利，下半年高景气度延续，当前估值水平性价比逐步体现。

图9：茅五泸6月以来估值水平（PE TTM）呈现一定调整

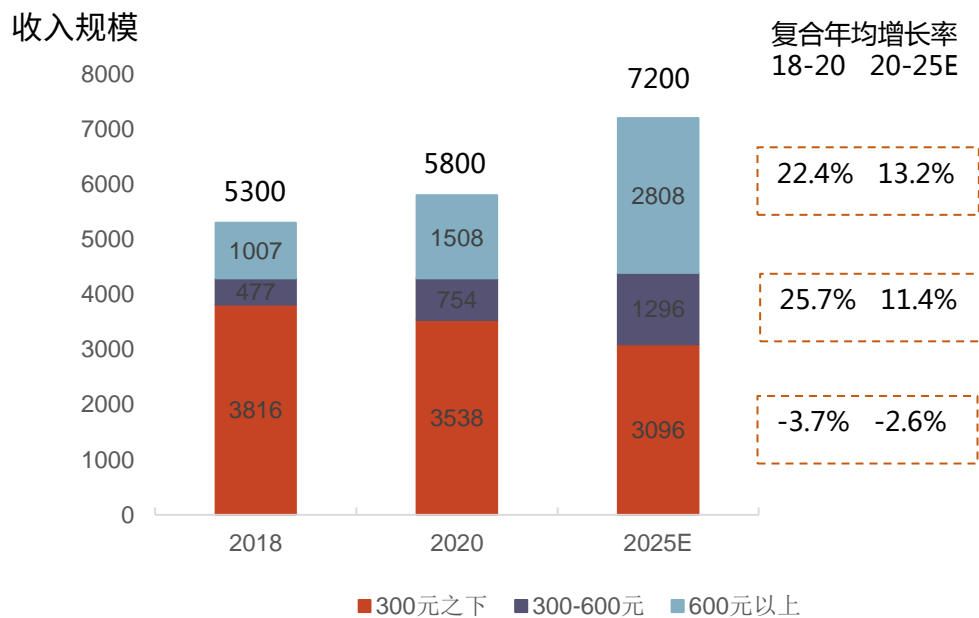


资料来源：Wind，光大证券研究所，统计时间截至2021年7月5日

## 2.2.1、次高端白酒扩容空间较大

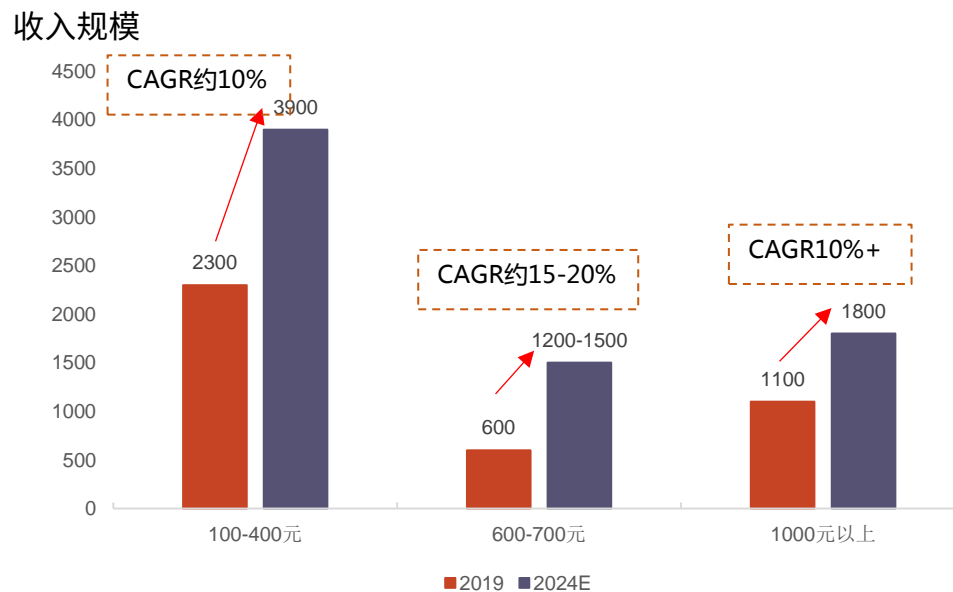
- 白酒行业消费升级，次高端价格带享受增长红利。2016年以来的行业复苏伴随着消费升级、中产消费阶层崛起、理性诉求回归，白酒消费场景中商务消费占比显著提升，次高端白酒商务属性较强，迎来发展窗口，18-20年收入规模复合增速达到20%。预计2025年，300元以上的次高端产品将占据白酒市场50%以上份额，600-700元价格带具有较大市场空间。

图10：次高端之上白酒将占据50%以上市场份额



资料来源：水井坊业绩交流材料预测，光大证券研究所  
单位：亿元

图11：白酒600-700元价格带具备较大增长空间

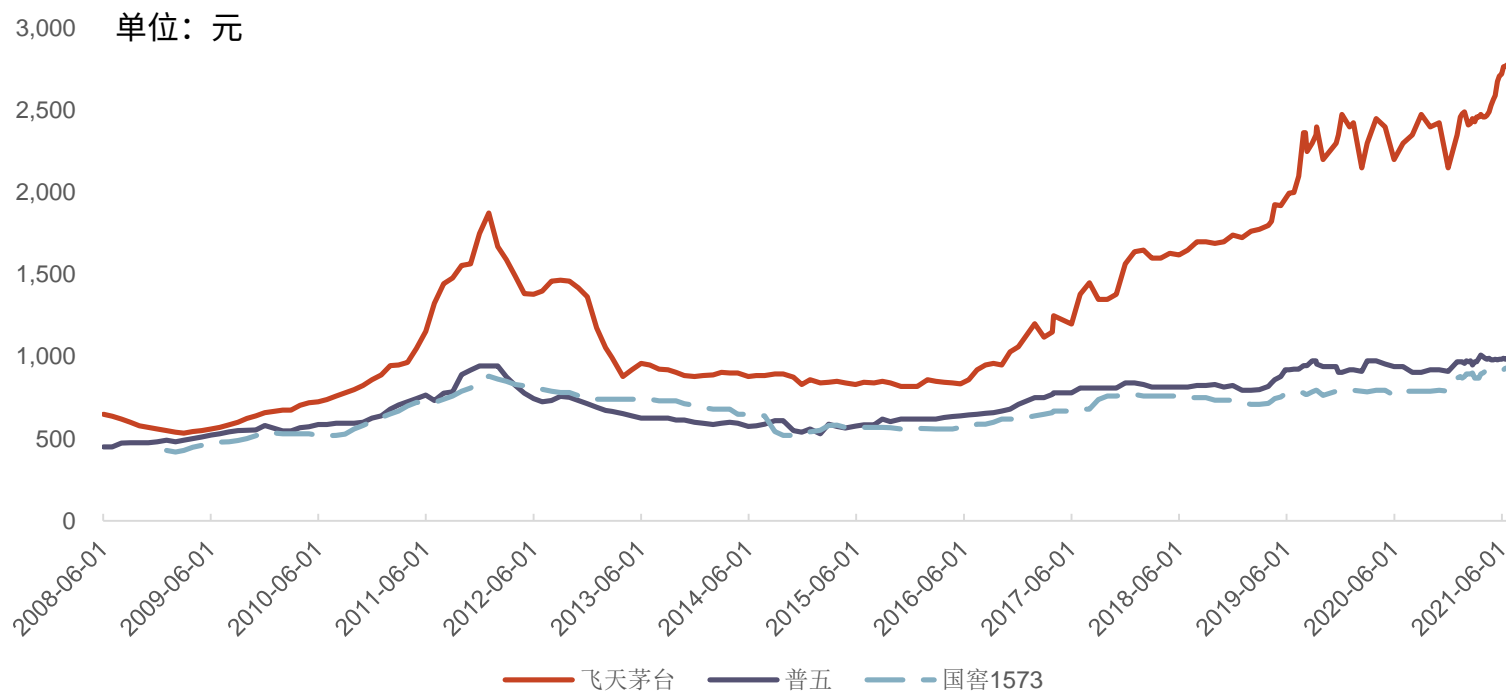


资料来源：专家调研预测，光大证券研究所  
单位：亿元

## 2.2.2、高端挺价为次高端白酒打开价格空间

- 目前飞天茅台整箱/散瓶批价3400/2700元以上，普五批价990-1000元，国窖1573批价900-920元，高端白酒价格持续处于高位，后续挺价预期较强，为次高端白酒打开价格空间。

图12：茅五泸批价稳中有升



资料来源：Wind，光大证券研究所  
注：截至2021年7月4日，飞天茅台为散瓶批价

## 2.2.3、次高端白酒业绩弹性较高

复盘次高端白酒业绩表现，在白酒行业获得超额收益的周期中，次高端白酒表现出较大的业绩弹性。2011-2012年，汾酒、洋河、酒鬼酒、舍得等归母净利润呈现大幅增长，2013-2014年业绩下滑，经历一定程度调整，2016-2018年行业复苏以来业绩快速恢复，2020年疫情冲击下增长放缓，2021年Q1在去年同期低基数下实现强势增长，业绩弹性释放。下半年低基数效应逐渐减弱，判断业绩增长相较上半年有所放缓，建议关注行业红利以及公司自身经营改善。

表8：主要次高端酒企归母净利润同比增速

公司	获得超额收益期		行业调整期		行业复苏期			疫情影响期	后疫情时期
	2011	2012	2013	2014	2016	2017	2018	2020	2021Q1
山西汾酒	58%	70%	-28%	-63%	16%	56%	54%	56%	78%
洋河股份	82%	53%	-19%	-10%	7%	14%	22%	1.3%	-3.5%
酒鬼酒	143%	157%	-107%	-166%	22%	62%	26%	64%	179%
水井坊	36%	5%	-154%	-162%	155%	49%	73%	-11%	120%
舍得酒业	155%	89%	-97%	14%	1025%	79%	138%	14%	1031%
古井贡酒	81%	28%	-14%	-4%	16%	38%	47%	-12%	28%
今世缘	-	27%	0.7%	-5%	10%	18%	28%	7%	39%
口子窖	-	15%	-13%	6%	29%	42%	38%	-26%	73%

## 2.2.4、浓香酒企布局、酱酒起势推动次高端扩容

从竞争格局来看，各品牌大单品布局驱动次高端市场扩容、竞争加剧。600-700元价格带梦6+布局较早，销售规模突出，400-600元价格带中，水晶剑2020年销售额近130亿元，为主要大单品，古井贡酒发力古20单品，以占位次高端市场，梦3水晶版、国缘四开升级，价格上升至450-500元。

酱酒入局推动次高端市场规模扩大。酱香酒近年迎来快速发展，次高端酱酒承接飞天茅台向下的溢出需求，市场潜力较大，单品众多，未来市场规模持续增长将推动次高端白酒整体扩容，行业红利下建议关注有望在下半年上市、品牌力和产品力突出的郎酒股份。

图13：次高端价格带竞争品牌众多

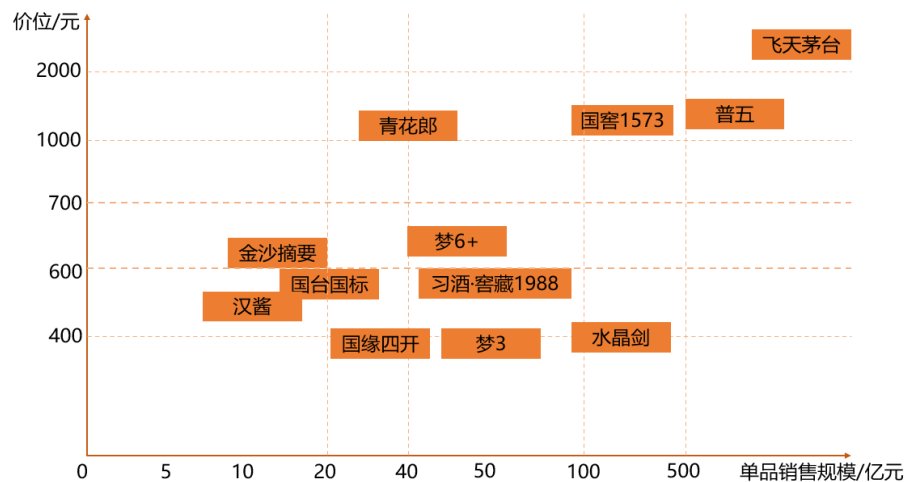
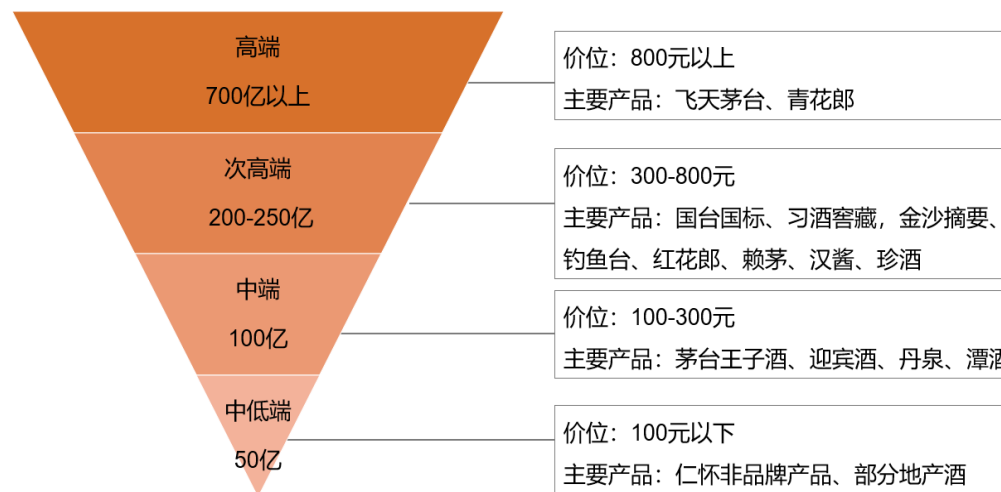


图14：酱香酒次高端价位竞争激烈

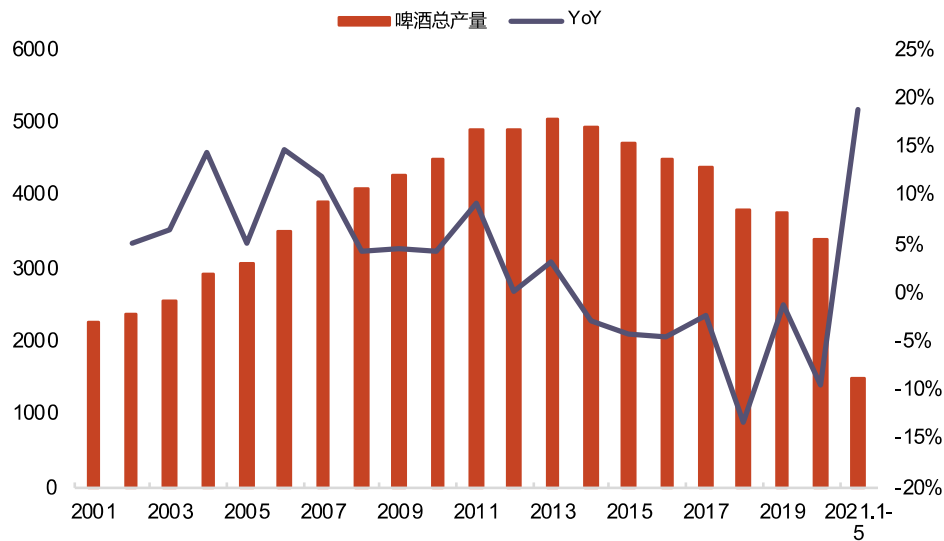


- 1、板块复盘与业绩回顾
- 2、白酒：高端白酒景气度延续
- 3、啤酒：产品结构持续高端化**
- 4、调味品：短期扰动不改中长期逻辑
- 5、投资建议
- 6、风险提示

### 3、啤酒：产品结构持续高端化

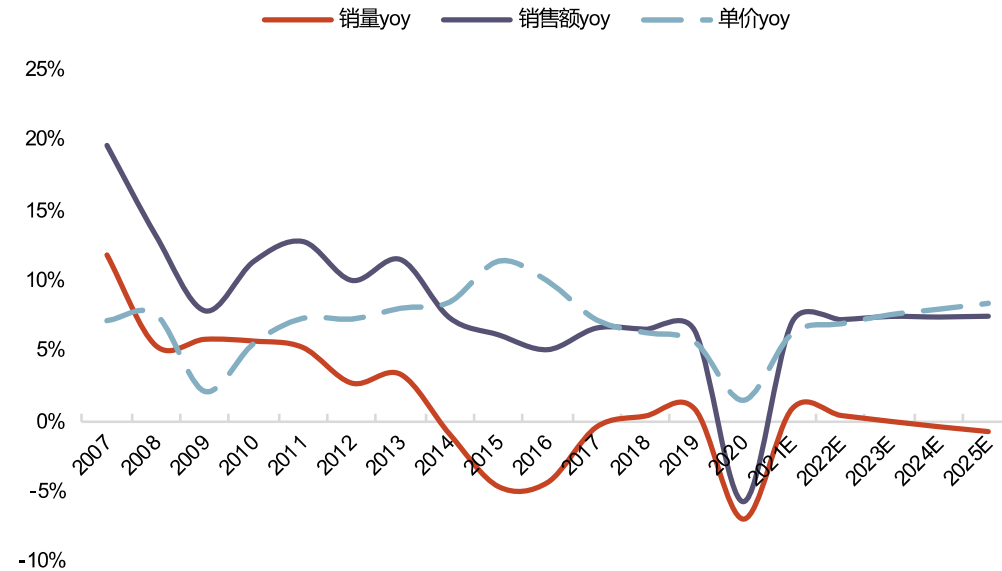
伴随着啤酒主力消费人群的萎缩，当前我国的啤酒消费市场整体进入了“总量横盘”阶段，行业增速主要靠价格驱动，产品结构持续优化。1) 从产量来看，2020年即饮渠道受到疫情负面冲击，啤酒产量下滑9.4%至3411.1万吨。2021年随着疫情逐步稳定，1-5月中国规模以上啤酒企业累计1498.5万吨，同比提升18.9%。2) 从价格来看，2006年至今中国啤酒销售单价持续提升。

图15：中国啤酒总产量见顶回落（万吨）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图16：中国啤酒销售单价持续提升（%）



资料来源：Euromonitor预测，光大证券研究所

### 3、啤酒：产品结构持续高端化

伴随着行业整体量级的稳定，国内的啤酒巨头经过跑马圈地的产能扩张期，已形成了稳定的寡头垄断格局。在整合过程中，五大啤酒厂商均形成了自己的强势区域。

图17：2018年各省市龙头品牌强势程度（按强势程度由强至弱，颜色由深至浅）



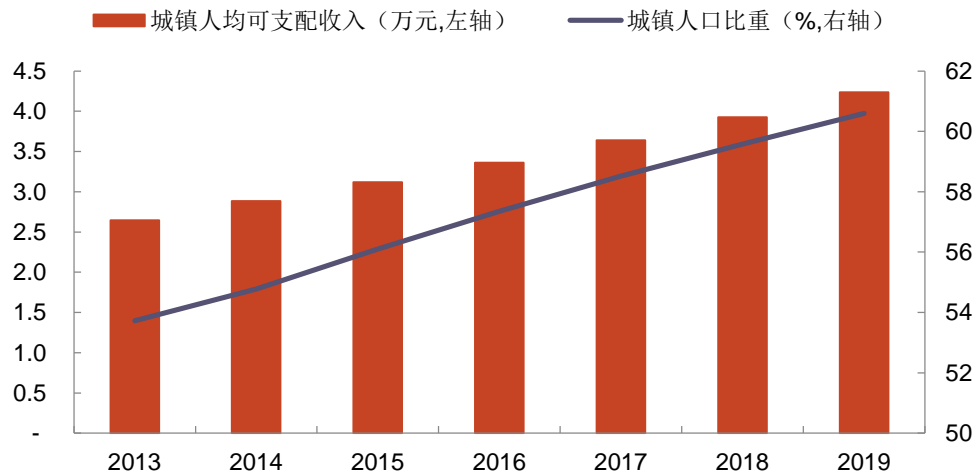


# 3、啤酒：产品结构持续高端化

我们认为啤酒市场走出以量取胜、跑马圈地的阶段，行业未来的发展方向将是持续的中高端升级。推动这一发展趋势的是供需两端力量相互作用的结果：

- **需求端：**城市化和城镇人均可支配收入的增长提供人口和购买力基础，中等收入人群崛起扩大中高端啤酒的潜在消费人群，主流消费人群代际更迭后新一代将引领啤酒消费潮流。
- **供给端：**寡头垄断的市场格局下，啤酒厂商继续争夺市场份额变得事半功倍。由于中高端产品的利润率更高，出于提升整体利润率的目的，厂商也有意愿进行产品改良和升级。

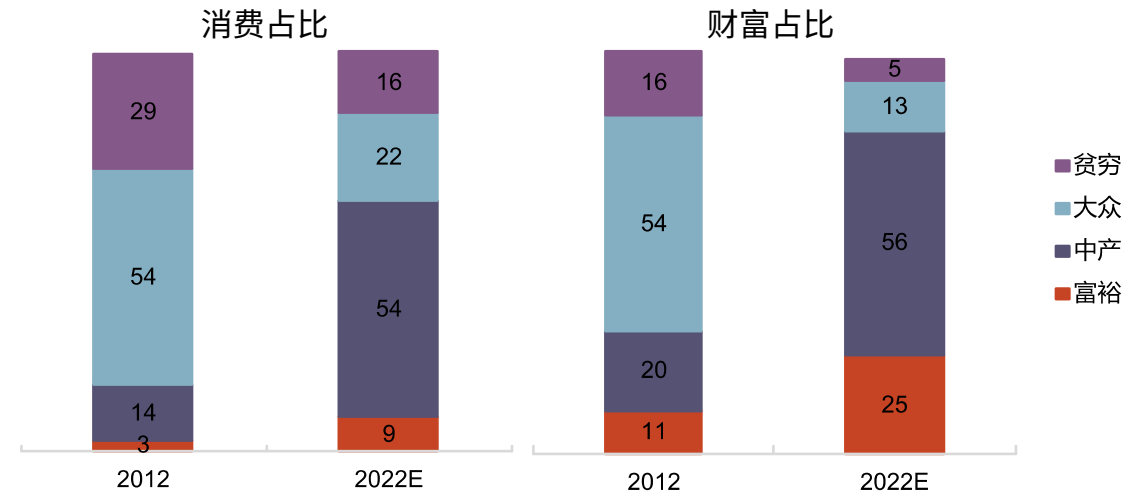
图18：城市化进程助推产业升级



资料来源：国家统计局，光大证券研究所，Global Data预测

请务必参阅正文之后的重要声明

图19：2012年-2022年我国中等收入群体及其消费占比大幅提升(单位:%)



资料来源：麦肯锡预测，光大证券研究所

### 3、啤酒：产品结构持续高端化

虽然涨价能为啤酒厂商带来短期利润的直接改善，但长期来看，组合产品升级能带动整体价格带的上移。青岛啤酒是国内品牌中最早开始布局高端化的。百威和嘉士伯通过收购本土精酿品牌形成“国内+国际”的品牌矩阵。华润啤酒虽然主品牌调性偏低，但通过和喜力联手、集中推出本土中高端产品的方式快速丰富了自身品牌矩阵。

图20：百威在中国市场的精酿品牌



图21：嘉士伯在中国市场的精酿品牌



资料来源：嘉士伯官网，光大证券研究所整理

### 3、啤酒：产品结构持续高端化

□ 渠道&品牌都是啤酒高端化的重要因素。市占率很高的百威当前处于“守”的角色，当前正在发力进攻的其他几大巨头各有特点。青岛、华润在国内市场深耕多年，拥有出色的渠道把控能力，是渠道王者；重啤（嘉士伯中国）虽然体量和其他巨头相比较小，但拥有出色的品牌运作能力，成功打造出了[乌苏]这一近几年来啤酒行业唯一的爆款产品。对比处于“进攻”态势的几家酒厂，我们推荐华润啤酒（H）、重庆啤酒、青岛啤酒。

- **华润啤酒：**持续看好公司高端放量前景，SuperX+喜力21年表现值得期待。除了拥有强大的渠道力外，华润和喜力联手后形成了国内+国外的高端品牌矩阵，品牌力正处于快速提升中。当前华润的吨酒价是几家酒厂中最低的，未来有较大的提升空间。
- **重庆啤酒：**重庆啤酒拥有非常优秀的品牌运作能力，乌苏是难得的高端爆品品牌，拥有极强的网红属性和消费者粘性。我们看到在当前行业总量横盘背景下，各家的高端化更多是自身结构的升级替代。而[乌苏品牌]作为爆品品牌，帮助重啤收获了很多新增粉丝，因而重啤的高端化不仅是自身产品结构的升级，亦有望出现总体量的增长。
- **青岛啤酒：**青岛啤酒是最早开始布局高端线的啤酒公司。布局终端打造生态圈，公司不断开拓健康饮品及时尚酒吧等新兴业务，在全国快速发展“TSINGTAO1903青岛啤酒吧”连锁业务，打造集消费者体验、文化传播、品牌推广为一体的多业态互补、共利、共赢的多元化消费生态圈，多角度满足消费需求。

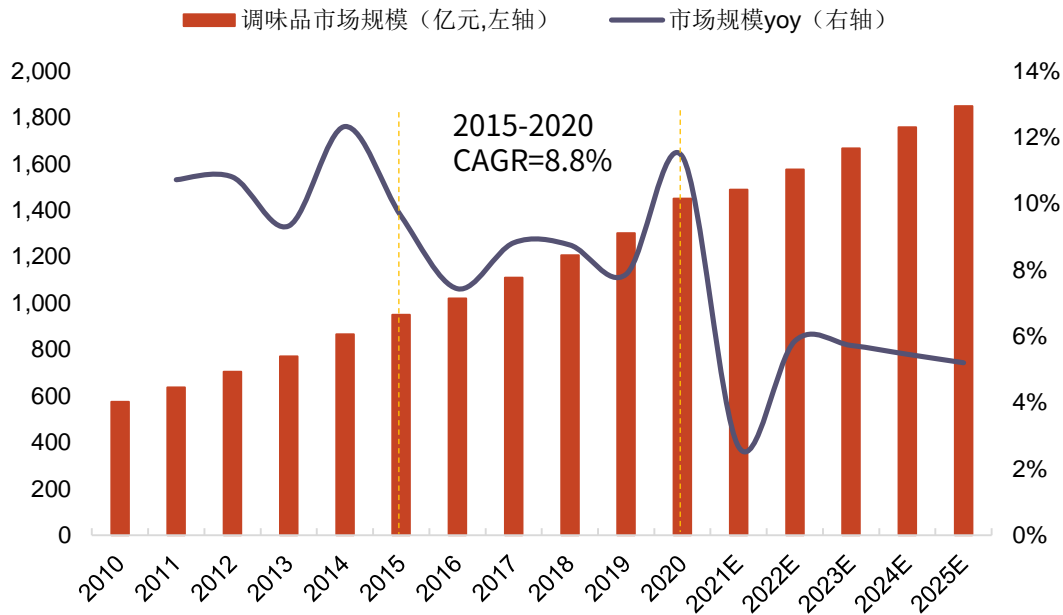
- 1、板块复盘与业绩回顾
- 2、白酒：高端白酒景气度延续
- 3、啤酒：产品结构持续高端化
- 4、调味品：短期扰动不改中长期逻辑**
- 5、投资建议
- 6、风险提示

# 4.1、调味品趋势一：复合化发展

复调行业增速高于调味品行业整体增速。综合弗若斯特沙利文预测和Euromonitor数据，2015-2020年复合调味品行业规模CAGR为14.7%，高于调味品整体行业年均增速8.8%。从细分行业来看，火锅底料和中式复合调味品潜力最大。

复调行业竞争格局较分散。2018年火锅底料CR3为21.4%，中式复合调味品CR2为7%。

图22：2010-2025年调味品市场规模及增速



资料来源：Euromonitor预测，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

表9：从单一到复合调味料的变化

赛道	预计2019-2024年市场规模CAGR	核心驱动力	竞争格局 (2018年)
火锅底料	15%	火锅餐饮发展，渗透率提升	市场较分散，CR3=21.4%
中式复合调味品	17%	年轻家庭便携性需求+餐饮企业连锁化带来的标准化需求	市场非常分散，CR2=7%
鸡精	14%	餐饮发展	集中度高，CR5=85%，龙头太太乐市占率40%
西式复合调味品	14%	西式餐饮增长，餐饮企业连锁化	无龙头企业
其他	10-15%	日韩等餐饮增长，餐饮企业连锁化	分散
复合调味品整体	15%+		分散

资料来源：弗若斯特沙利文预测，经纬中国，光大证券研究所

# 4.1、调味品趋势一：复合化发展

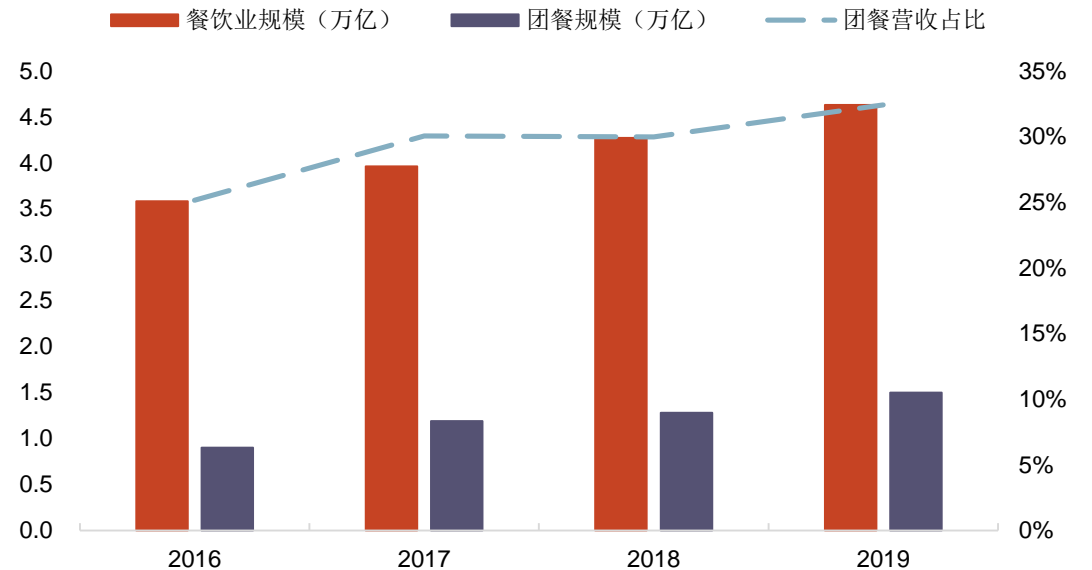
调味品复合化发展满足了家庭端对烹饪便捷化的需要和餐饮端标准化的需要。

- **家庭端**：伴随着人均收入水平的提升，生活节奏加快，消费者对烹饪的便捷性有了更高要求，开始愿意尝试复合调味品。疫情期间消费者居家做饭时间增多，复合调味品在C端接受度提升。
- **餐饮端**：伴随着餐饮业连锁化的进程，标准化程度较高、具备快速复制能力的火锅、酸菜鱼等中式餐饮正处于快速扩张期，复合调味料自身具备标准化程度较高、工业化生产对口感损失较小的特征，能够高度迎合连锁餐饮业态的需求。

图23：速食调味品销售额2020年2-3月同比增长率vs 2020年4-5月同比增长率



图24：2016-2019年餐饮/团餐市场规模



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：凯度消费者指数，光大证券研究所

资料来源：国家统计局，艾媒咨询，光大证券研究所



## 4.2、调味品趋势二：渠道线上化

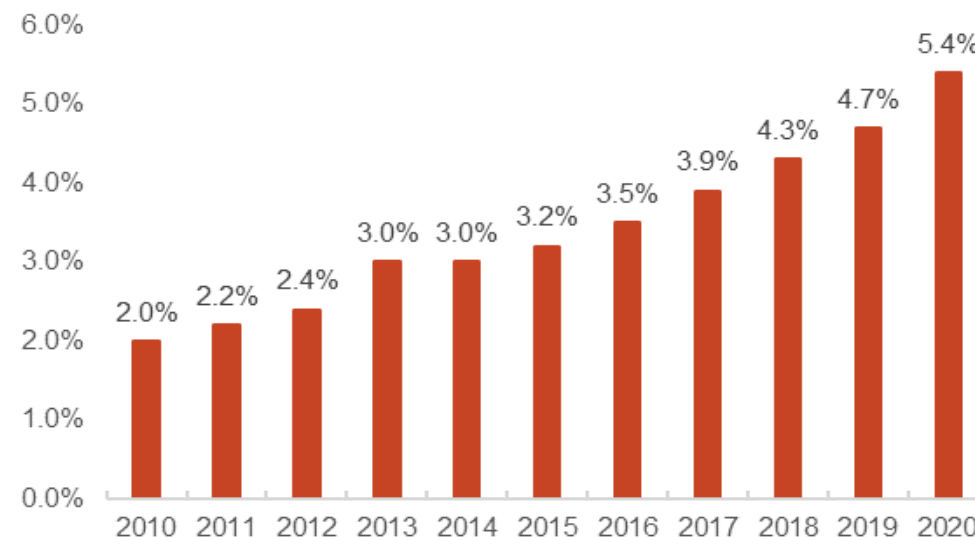
随着互联网经济的兴起和大消费时代的来临，调味品的销售渠道近年来也发生了较大的改变，由传统的线下经销商渠道转变为线上线下相结合的新零售体系。

- **渠道多元化：**随着新零售体系的兴起，线上线下渠道呈现多元化的发展方式，与此同时，产品的推广营销也不再仅限于经销商渠道，而展现出例如直播等内容传媒多种方式。
- **线上销售占比提升：**根据Euromonitor，调味品行业线上销售占比由2010年的2%上升至2020年的5.4%，尽管占比仍然较低，但呈现加速发展的趋势，2020年的疫情也在某种程度上助力调味品线上消费份额的进一步提升。

图25：调味品行业主要的渠道形式及表现

渠道形式	具体表现
线上销售	1) to C 端的自营销售：企业或者自建平台；天猫、京东等电商平台自建旗舰店；各类生鲜食品平台例如每日优鲜、美团等；阿里海鲜达、京东超市等新零售平台新零售方式。 2) to B 端美菜、美团快驴等。
线下销售的新变化	1) 关联营销，例如盒马鲜生的寿司旁陈列芥末酱； 2) 联合营销，例如太太乐鸡精和徐飞鸿鸡蛋的战略联合； 3) 附带营销，例如美菜、有菜、饿了么、美团等网站通过线上线下融合开创调味营销新渠道。
线上线下结合的新零售体系	1) 线上线下的融合由全渠道转为新零售，全渠道是线上线下渠道的叠加，新零售则是线上线下渠道融合。 2) 新零售实现线上下单、线下送货，产品快速触达，同时线上平台的用户数据能够进行消费群体和消费者行为分析，进而促进营销和改进。
新媒体传播方式	网络直播、网红带货等内容媒体通过线上渠道使得消费者获得情景式消费体验。

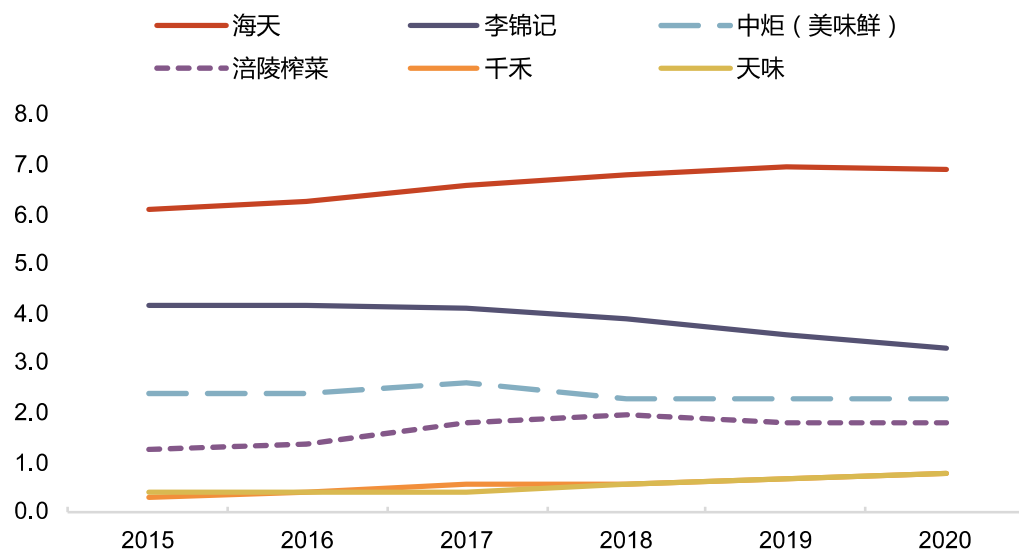
图26：调味品行业2010-2020年线上销售额占比（%）



## 4.3、调味品趋势三：强者恒强

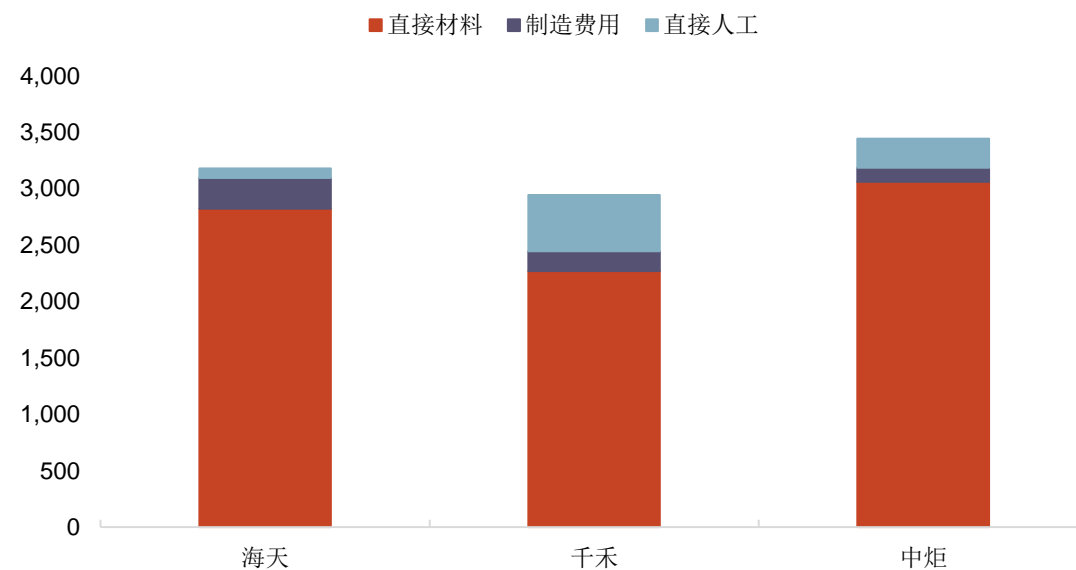
调味品行业一超多强的竞争格局仍在强化。虽然疫情严重冲击餐饮端，且海天餐饮端收入占据六成以上，但是公司仍在疫情冲击下获得较好成绩，2020年公司实现营收227.9亿元，同比增长15.1%，归母净利润增长19.6%。（1）从家庭消费端来看，海天领先优势仍在扩大。（2）广泛而细分的经销商布局给予海天强大的渠道力。（3）成本端控制能力强，规模效应分担成本，海天每吨平均成本业内领先。

图27：海天在家庭端消费的份额占比（%）持续提升



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图28：2020年海天仍具备成本优势（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，2020年数据，光大证券研究所



- 1、板块复盘与业绩回顾
- 2、白酒：高端白酒景气度延续
- 3、啤酒：产品结构持续高端化
- 4、调味品：短期扰动不改中长期逻辑
- **5、投资建议**
- 6、风险提示

- 二季度淡季白酒行业以挺价为主，7-8月进入中报披露期，Q2业绩超预期有望成为催化，下半年中秋旺季为观察渠道动销的重要窗口期，以判断全年业绩能否兑现。

## 白酒板块下半年建议把握两条投资主线：

- **高端白酒**仍为业绩确定性最高的黄金赛道，淡季挺价进展较为顺利，结合6月以来板块出现一定程度回调，我们认为高景气度下估值性价比逐步体现，推荐龙头**贵州茅台、五粮液、泸州老窖**，以及品牌势能拉升、凭借青30复兴版发力高端赛道的**山西汾酒**。
- **次高端白酒**持续扩容，高端白酒价格高位下，次高端白酒价格空间打开，上半年由于去年同期低基数增长较为强势，下半年基数效应逐渐减弱，建议把握行业红利以及酒企自身的经营改善和业绩弹性，推荐改革调整见效、有望享受次高端红利的**洋河股份**，建议关注经营改善的高弹性标的**水井坊**。

## 大众品板块下半年投资主线：

- **啤酒**：啤酒高端决胜战役已打响，从百威的成功经验中可以得出渠道&品牌都是啤酒高端化的重要因素。对比处于“进攻”态势的几家酒厂，我们推荐**华润啤酒(H)、重庆啤酒、青岛啤酒**。
- **调味品**：调味品正由单一调味品向复合调味品转变，复调赛道具备较高成长性，建议关注**颐海国际(H)**。调味品呈现渠道线上化趋势，推荐**千禾味业**。疫情加速了行业集中度，龙头地位更加稳固，推荐龙头**海天味业**。

# 5.1、贵州茅台（600519.SH）

2021Q1实现收入272.71亿元，同比增长11.74%，实现归母净利润139.54亿元，同比增长6.57%。

**推荐逻辑：**目前飞天茅台整箱/散瓶批价分别为3400/2700元以上，持续处于高位。生肖酒、精品酒出厂价提升，估计均价提升为二季度及后续收入增长主要贡献。系列酒将继续通过产品升级实现均价上升，有望享受酱酒行业红利实现高速增长。双轮驱动保障未来发展，公司基本面表现坚挺。

**盈利预测、估值与评级：**维持2021-23年净利润预测为548.09/637.01/723.83亿元，对应EPS为43.63/50.71/57.62元，当前股价对应PE分别为46/40/35倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行导致需求疲软，批价出现较大幅度下滑。

表11：贵州茅台盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	88,854	97,993	113,072	130,212	146,015
营业收入增长率	20.66%	10.29%	15.39%	15.16%	12.14%
净利润（百万元）	41,206	46,697	54,809	63,701	72,383
净利润增长率	17.05%	13.33%	17.37%	16.22%	13.63%
EPS（元）	32.80	37.17	43.63	50.71	57.62
ROE（归属母公司）（摊薄）	30.30%	28.95%	28.70%	28.13%	27.25%
P/E	61	54	46	40	35
P/B	19	16	13	11	9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月7日

## 5.2、五粮液（000858.SZ）

2021Q1实现收入243.25亿元，同比增长20.19%，归母净利润93.24亿元，同比增长21.02%。

**推荐逻辑：**目前普五批价990-1000元，预期下半年批价有望站稳千元，多数经销商计划内打款进度达到60%。经典五粮液上市以来反馈良好，21年目标2000吨，目前回款完成一半以上，后续将开发30版和50版。系列酒加强品牌化运作，渠道层面将继续大力发展团购渠道（20年占比已达到20%左右），强品牌力支撑以及改革红利释放下，后续业绩增长确定性较高。

**盈利预测、估值与评级：**维持2021-23年净利润预测为246.91/293.97/342.08亿元，对应EPS分别为6.36/7.57/8.81元，当前股价对应PE为45/38/32倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**高端产品市场反馈不及预期，团购渠道发展不及预期。

表12：五粮液盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	50,118	57,321	67,934	79,205	91,071
营业收入增长率	25.20%	14.37%	18.52%	16.59%	14.98%
净利润（百万元）	17,402	19,955	24,691	29,397	34,208
净利润增长率	30.02%	14.67%	23.73%	19.06%	16.37%
EPS（元）	4.48	5.14	6.36	7.57	8.81
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.42%	23.28%	24.60%	25.06%	25.09%
P/E	63	55	45	38	32
P/B	15	13	11	9	8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月7日

## 5.3、泸州老窖 (000568.SZ)

2021Q1实现收入50.04亿元，同比增长40.85%，归母净利润21.67亿元，同比增长26.92%。

**推荐逻辑：**目前国窖品牌回款进度达到60%，1573批价900-920元，实际成交价950-980元，后续受益于茅台批价稳居高位、五粮液继续挺价，国窖提价预期较强，强品牌力下将站稳千元价格带实现放量。公司近期提拔年轻管理团队，加强人才梯队建设，为长期发展蓄能。

**盈利预测、估值与评级：**维持2021-23年净利润预测为75.5/93.0/110.2亿元，对应EPS分别为5.16/6.35/7.52元，当前股价对应PE分别为44/36/30倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**国窖1573挺价放量不及预期，特曲、窖龄发展不及预期。

表13：泸州老窖盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	15,817	16,653	20,661	24,925	29,183
营业收入增长率	21.15%	5.28%	24.07%	20.64%	17.08%
净利润（百万元）	4,642	6,006	7,552	9,299	11,017
净利润增长率	33.17%	29.38%	25.74%	23.14%	18.47%
EPS（元）	3.17	4.10	5.16	6.35	7.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.92%	26.03%	27.34%	28.04%	27.85%
P/E	72	56	44	36	30
P/B	17	14	12	10	8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月7日

## 5.4、山西汾酒（600809.SH）

2021Q1实现收入73.32亿元，同比增长77.03%，归母净利润21.82亿元，同比增长77.72%。

**推荐逻辑：**目前多数地区回款进度超过60%，省内回款70%以上，公司推进高端化战略与品牌升级，复兴版发力千元价格带，市场接受度较好，销量已经能够达到19年老版青30水平。7月初青花40正式上市，定价3199元，进军超高端市场。省外市场采取玻汾、老白汾、青花、巴拿马四条产品线并举策略，实现各价格带全面覆盖。公司品牌底蕴深厚，全国化布局持续推进。

**盈利预测、估值与评级：**维持2021-23年净利润预测为45.68 /61.76/80.83亿元，对应EPS分别为5.24/7.09/9.27元，当前股价对应PE分别为63/46/35倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**青花高端系列放量不及预期，省外市场扩张不及预期。

表14：山西汾酒盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11,880	13,990	18,869	24,751	31,486
营业收入增长率	26.63%	17.76%	34.88%	31.17%	27.21%
净利润（百万元）	1,939	3,079	4,568	6,176	8,083
净利润增长率	32.16%	58.85%	48.35%	35.20%	30.88%
EPS（元）	2.22	3.53	5.24	7.09	9.27
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.03%	31.49%	32.24%	32.57%	32.11%
P/E	147	93	63	46	35
P/B	38	29	20	15	11

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月7日

## 5.5、洋河股份（002304.SZ）

2021Q1实现收入105.2亿元，同比增长13.51%，归母净利润38.63亿元，同比下滑3.49%。

**推荐逻辑：**公司改革目标初步兑现，梦6+前瞻性卡位600元价格带，将享受次高端白酒红利实现快速增长，梦3水晶版有望在中秋旺季开始放量，天之蓝后续也有望升级换代，实现市场份额稳定，调整见效后收入和业绩增长有望提速，当前估值水平具备一定性价比。

**盈利预测、估值与评级：**维持2021-2023年归母净利润预测分别为84.32/97.48/112.94亿元，对应EPS分别为5.60/6.47/7.49元，当前股价对应PE分别为36/31/27倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**梦6+放量不及预期，梦3水晶版市场表现不及预期。

表15：洋河股份盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	23,126	21,101	23,901	27,152	31,037
营业收入增长率	-4.28%	-8.76%	13.27%	13.60%	14.31%
净利润（百万元）	7,383	7,482	8,432	9,748	11,294
净利润增长率	-9.02%	1.35%	12.69%	15.60%	15.86%
EPS（元）	4.90	4.97	5.60	6.47	7.49
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.22%	19.44%	19.89%	20.70%	21.50%
P/E	41	41	36	31	27
P/B	8.4	7.9	7.2	6.5	5.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月7日



## 5.6、华润啤酒 (0291.HK)

持续渠道深耕建设，下半年有全国性调价可能：渠道方面，2020年公司落地了大客户管理模式，对原有渠道进行赋能培育，同时引入更多新增渠道加入到雪花的高端销售队伍，扩大了高端渠道的销售能力。电商渠道方面，公司积极推进渠道调整：改变传统的低价+促销模式，更加关注高端啤酒的发展。此外亦在争取开展O2O管理模式的落地，持续加强对终端制高点（包括夜场渠道）的把控。

原材料价格方面：2020年下半年开始，麦芽，特别是铝罐、纸箱等包装物的价格出现明显上涨，21Q1涨价趋势延续，对销售成本带来一定压力。目前行业的提价行为更多是区域性、部分品类的调整，但不排除下半年可能出现全国性涨价行为。

盈利预测、估值与评级：我们维持2021-2023年EPS预测分别为0.92/1.18/1.46元，核心净利（扣除资产减值、员工安置费用）2021-2023年分别为39/47/56亿元。我们持续看好公司中高端产品放量的前景，特别是SuperX+喜力大单品的表现，维持“买入”评级，维持目标价78.50元港币。

风险提示：原材料价格上涨快于预期；华润啤酒融合喜力速度低于预期。

表16：华润啤酒盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	33,190	31,448	35,947	38,669	40,954
营业收入增长率	4.2%	-5.2%	14.3%	7.6%	5.9%
净利润（百万元）	1,312	2,094	2,993	3,826	4,751
净利润增长率	34%	60%	43%	28%	24%
EPS（元）	0.40	0.65	0.92	1.18	1.46
核心EBIT（百万元）	3,689	3,952	5,194	6,391	7,720
yoy	22%	7.1%	31.4%	23.0%	20.8%
核心净利润（百万元）	2,838	2,967	3,867	4,700	5,625
yoy	17%	5%	30%	22%	20%
P/E	135	84	59	46	37

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月7日，1HKD=0.83CNY，注，核心EBIT/净利润均历史回溯调整存货减值损失



## 5.7、重庆啤酒（600132.SH）

重庆啤酒拥有非常优秀的品牌运作能力。乌苏是难得的高端爆品品牌，拥有极强的网红属性和消费者粘性。我们看到在当前行业总量横盘背景下，各家的高端化更多是自身结构的升级替代。而[乌苏品牌]作为爆品品牌，帮助重啤收获了很多新增粉丝，因而重啤的高端化不仅是自身产品结构的升级，亦有望出现总体量的增长。

推陈出新，“国际高端品牌+本地强势品牌”的品牌组合持续优化。1)公司在“扬帆22”战略下，以“本地强势品牌+国际高端品牌”组合为依托，继续推进产品高端化进程；2)新品方面，2021Q1重庆啤酒上市了搭配火锅和麻辣的重庆渝越啤酒，得到了消费者和客户的高度评价；3)供应链方面，公司以打造世界级酒厂为目标，试点工厂数字化管理，全面提升企业管理运营效率，开启品牌扩张之路。

盈利预测、估值与评级：我们维持21-23年营收预测分别为131.68/153.59/175.12亿元、维持归母净利润预测分别为10.7/13.3/16.03亿元。当前股价对应2021/22/23年PE为90/72/60倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，行业竞争高于预期。

表17：重庆啤酒盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,582	10,942	13,168	15,359	17,512
营业收入增长率	3.3%	205.5%	20.3%	16.6%	14.0%
净利润（百万元）	657	1,077	1,070	1,330	1,603
净利润增长率	62.6%	63.9%	-0.6%	24.2%	20.6%
EPS（元）	1.36	2.23	2.21	2.75	3.31
ROE（归属母公司）（摊薄）	46.3%	184.0%	64.6%	44.5%	34.9%
P/E	146	89	90	72	60
P/B	68	164	58	32	21

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月7日

## 5.8、青岛啤酒（600600.SH）

拓宽消费场景，布局终端，多角度满足消费需求。1)公司组织“春耕行动”拓宽消费场景，打造沉浸式消费体验，增强消费者与产品和品牌之间的粘合度；2)依托基地市场竞争优势，辐射带动周边市场来拓宽渠道，进一步推进数字化转型，促进线上线下融合，加大线上销售力度，通过新渠道+新品类形成产业升级的双引擎；3)布局终端打造生态圈，公司不断开拓健康饮品及时尚酒吧等新兴业务，在全国快速发展“TSINGTAO1903青岛啤酒吧”连锁业务，打造集消费者体验、文化传播、品牌推广为一体的多业态互补、共利、共赢的多元化消费生态圈，多角度满足消费需求。

盈利预测、估值与评级：我们维持21-23年营收预测分别为294.62/310.09/326.55亿元、维持归母净利润预测分别为26.08/29.54/33.11亿元。当前股价对应2021/22/23年PE为56/49/44倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险，行业竞争高于预期。

表18：青岛啤酒盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	27,984	27,760	29,462	31,009	32,655
营业收入增长率	5.3%	-0.8%	6.1%	5.3%	5.3%
净利润（百万元）	1,852	2,201	2,608	2,954	3,311
净利润增长率	30.2%	18.9%	18.5%	13.2%	12.1%
EPS（元）	1.37	1.61	1.91	2.17	2.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.7%	10.7%	11.7%	12.3%	12.8%
P/E	78	66	56	49	44
P/B	8	7	7	6	6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月7日

## 5.9、海天味业（603288.SH）

**龙头效应+平台化转型之下行业地位持续巩固：**2021年公司有望继续发挥龙头优势，(1)成本端：预计2021年全年行业采购成本上行，公司在规模效应下议价能力相对较强。在大豆等大宗商品价格大幅上涨的背景下，公司通过增加原材料储备，争取全年保持成本稳定；(2)产品端：公司将继续向平台化转型，在巩固传统品类的基础上创新发展后继品类，2021年一季度裸酱油、油司令以及复合调味品发展态势良好，未来有望继续扩充品类，释放平台化转型优势；(3)渠道端：在B端餐饮业高景气和C端消费升级的趋势之下，看好公司的线下渠道的下沉以及线上新渠道的发展空间；(4)从整体看，考虑到公司对产业链上下游的定价能力以及技改带来的规模效应，我们认为公司有能力强应对外部压力，有望进一步巩固自身的龙头地位。

**盈利预测和估值：**维持公司2021/22/23年营业收入预测为265.52/308.69/358.3亿元，维持2021/22/23年归母净利润预测为75.70/89.52/106.23亿元，当前股价对应2021/22/23年PE分别为50x/42x/36x，维持“买入”评级。

**风险提示：**食品安全问题，宏观经济下滑，品类拓展不及预期。

**表19：海天味业财务数据和估值分析**

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	19,797	22,792	26,552	30,869	35,830
营业收入增长率	16.22%	15.13%	16.50%	16.26%	16.07%
净利润（百万元）	5,353	6,403	7,570	8,952	10,623
净利润增长率	22.64%	19.61%	18.23%	18.25%	18.67%
EPS（元）	1.98	1.98	2.34	2.76	3.28
ROE（归属母公司） （摊薄）	32.28%	31.91%	31.15%	30.38%	29.83%
P/E	59	59	50	42	36
P/B	19	19	16	13	11

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价截止2021年7月7日

## 5.10、千禾味业（603027.SH）

**营销投放+渠道建设助力公司长期发展：**1)2021Q1公司销售费用在会计准则调整后(与合同履行直接相关的运杂费、包装费计入营业成本)依然同比增加 66.15%，公司产品主要面向C端客户，大力度的广告投放有利于进一步提升品牌认知，从而打开长期增长空间。2)截至 2021 年一季度末，公司较2020年末净增加 89 家经销商，共 1493家。公司强势区域西部市场经销商数量高速扩张，利于巩固现有市场。3) 产能扩张为公司进一步开拓市场提供保障。公司投资5.39亿元的“年产25万吨酿造酱油、食醋生产线扩建项目”已于2021年1月竣工投产。此外，公司进一步推动“年产60万吨调味品生产线扩建项目”建设工作，该年产60万吨扩建项目（50万吨酱油，10万吨料酒）预计于2024年年底完成。其中第一期将完成年产20万吨酱油、10万吨料酒生产线建设。

**盈利预测和估值：**维持公司2021/22/23年营业收入预测为21.41/26.13/31.51亿元，维持2021/22/23 年归母净利润预测为2.66/3.48/4.46亿元，当前股价对应 2021/22/23 年 PE 分别为72x/55x/43x，维持“增持”评级。

**风险提示：**食品安全问题，宏观经济下滑，品类拓展不及预期。

表20：千禾味业财务数据和估值分析

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,355	1,693	2,141	2,613	3,151
营业收入增长率	27.2%	25.0%	26.4%	22.0%	20.6%
净利润（百万元）	198	206	266	348	446
净利润增长率	-17.4%	3.8%	29.0%	31.2%	28.2%
EPS（元）	0.43	0.31	0.40	0.52	0.67
ROE（归属母公司） （摊薄）	12.4%	10.8%	12.6%	14.7%	16.5%
P/E	68	93	72	55	43
P/B	8	10	9	8	7

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价截止2021年7月7日

- ❑ **宏观经济下行风险：**若宏观经济下行明显，居民的消费能力和消费意愿将降低，可能会导致需求端疲软，造成企业收入及盈利不及预期。
- ❑ **国内疫情反复风险：**疫情防控对餐饮消费场景影响较大，若国内疫情形势再次反复，防控措施升级，则会对餐饮、聚会、宴席等消费场景造成较大冲击，从而影响企业业绩。
- ❑ **行业竞争加剧风险：**白酒行业内部竞争较为激烈，疫情后企业加大品牌宣传与推广投入，竞争加剧下企业盈利可能受损。

# 衷心 感谢

光大证券研究所



食品饮料研究团队

叶倩瑜

- 📄 执业证书编号: S0930517100003
- ☎ 电话: 021-52523657
- ✉ 邮件: yeqianyu@ebscn.com

陈彦彤

- 📄 执业证书编号: S0930518070002
- ☎ 电话: 021-52523689
- ✉ 邮件: chenyt@ebscn.com



## 分析师声明

本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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；  
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；  
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；  
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；  
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；  
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。