

## 行业研究

## 把握分化下的高确定性，关注细分龙头成长

## ——食品饮料行业 2022 年投资策略

## 要点

**2021 年年初至今，食品饮料板块呈现一定幅度回调。**截至 2021 年 10 月 20 日收盘，食品饮料指数（申万一级子行业）跌幅 12.03%，在行业指数中排名第 24。截至 10 月 20 日，板块估值水平（PE TTM）较年初下降 21.71%。业绩方面，2021 年 Q1/Q2 板块营收同比增长 23.59%/7.50%，归母净利润同比增长 26.75%/3.87%。细分板块来看，2021 年初至今各子板块均有下滑，除食品综合和调味品外其余板块估值水平均有回落，21Q1 多数板块收入及归母净利润增长较为显著，21Q2 白酒板块表现相对突出。

**白酒板块：结构性分化下把握高确定性。**1) 2021 年白酒板块以消化估值为主，消费/周期风格估值之比出现转换，从国际视角看高端白酒 22 年估值水平依旧具备支撑。2) 白酒主流消费群体数量呈现下跌趋势，新一轮行业增长主要来自价格上涨与产品升级，行业集中度提升，板块分化明显。3) **高端白酒：景气延续，具备长期配置价值。**行业挤压式增长下，高端白酒赛道优势更加明显，不同于一般消费品，高端白酒具备金融属性，价格为酒企的生命线。展望 2022 年，飞天茅台确立价格天花板，千元市场以普五为价格标杆。酒企更加重视团购渠道、核心消费者培育，同时增强渠道管控、注重量价调节。预期 2022 年销量维持平稳增速，并通过调整渠道及产品投放结构实现均价提升。4) **次高端白酒：结构升级，关注龙头。**预期 2022 年低基数红利减弱，产品升级为主旋律，基地市场深厚的品牌具备较强抵御风险能力，全国性名酒加快布局，省外扩张下高成长性有望持续。酱酒规模继续扩张，品牌有所分化，头部品牌更加享受行业红利。

**大众品板块：赛道优势逐渐释放，关注细分龙头成长加速。**1) **啤酒：**当前啤酒行业已从增量市场转为存量市场，随着各企业重心从抢占市场份额转向产品升级、提升盈利水平，产品结构高端化升级成为各酒企发力的重点。展望 2022 年，高端产品放量态势持续，我们继续看好啤酒板块。2) **调味品：**龙头海天于 2021 年 10 月率先提价，海天提价打开了行业提价空间。提价之后，一方面可以缓解原材料成本大幅上涨的压力，另一方面可以帮助重塑渠道价格体系。展望 2022 年，考虑到低基数、提价改善报表端、企业 2021 年下半年开始拥抱社区团购渠道，我们认为调味品行业整体机会将显著好于 2021 年，值得关注。

**投资建议：**1) **白酒板块：**高端白酒推荐高确定性、估值合理的贵州茅台、五粮液、泸州老窖，次高端白酒推荐品牌分化下增长势头强劲的山西汾酒，以及基本面向好、估值相对较低的洋河股份。2) **大众品板块：**啤酒高端化升级趋势延续，推荐华润啤酒（H）、青岛啤酒（A）、重庆啤酒，建议关注百威亚太（H）。调味品龙头提价将打开行业提价空间，推荐海天味业，建议关注颐海国际（H）、千禾味业。

**风险分析：**宏观经济增速下行风险，国内疫情再次蔓延，成本上涨风险。

食品饮料  
买入（维持）

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

021-52523658

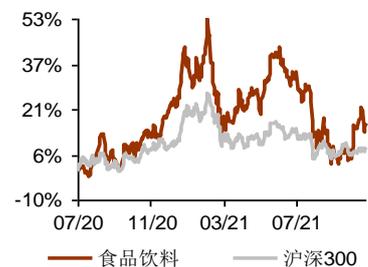
lijq@ebsecn.com

联系人：汪航宇

021-52523877

wanghangyu@ebsecn.com

## 行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

高端稳健增长，次高端弹性继续释放——白酒行业 2021 年半年报总结（2021-09-01）

坚守高端白酒，把握边际改善机会——食品饮料 2021 年中期策略（2021-07-13）

## 重点公司盈利预测与估值表

| 证券代码      | 公司名称 | 股价 (元)  | EPS (元) |       |       | PE (X) |     |     | 投资评级 |
|-----------|------|---------|---------|-------|-------|--------|-----|-----|------|
|           |      |         | 20A     | 21E   | 22E   | 20A    | 21E | 22E |      |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 1841.00 | 37.17   | 41.81 | 47.90 | 50     | 44  | 38  | 买入   |
| 000858.SZ | 五粮液  | 219.94  | 5.14    | 6.36  | 7.57  | 43     | 35  | 29  | 买入   |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 232.13  | 4.10    | 5.16  | 6.35  | 57     | 45  | 37  | 买入   |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 329.80  | 3.53    | 4.40  | 5.81  | 93     | 75  | 57  | 买入   |
| 002304.SZ | 洋河股份 | 179.66  | 4.97    | 5.13  | 6.47  | 36     | 35  | 28  | 买入   |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-20；汇率按 1HKD=0.83CNY 换算

## 投资聚焦

### 研究背景

2021 年年初至今，食品饮料指数（申万一级子行业）跌幅 12.03%，在行业指数中排名第 24，板块回调主要受估值水平回落影响。截至 10 月 20 日，板块 PE TTM 较年初下降 21.71%。业绩方面，2021 年 Q1/Q2 板块营收分别同比增长 23.59%/7.50%，归母净利润同比增长 26.75%/3.87%。细分行业来看，各子板块均有下滑，除食品综合和调味品外其余板块估值水平均有回落。本文在回顾 2021 年行情的基础上，对白酒和大众品板块展开具体分析，判断 2022 年食品饮料行业的投资机会。

### 我们的创新之处

**白酒：1) 估值角度：**我们对 2021 年以来白酒板块估值变化展开分析，纵向来看 2021 年以来白酒板块以消化高估值为主，茅台、五粮液估值已接近 2019 年以来的中枢水平，横向来看 2021 年消费/周期风格估值之比回落，目前位于 2019 年以来的历史低位；从国际视角看，大市值高端白酒 2022 年估值依旧具备支撑。**2) 行业周期：**本轮白酒周期呈现量减价增、分化加剧的明显特征，从中国人口结构来看，白酒主流消费群体数量呈现下跌趋势，行业增长主要来自价格上涨与产品升级，市场份额明显向头部名优酒企集中，行业呈现挤压式、结构式增长。在这样的行业趋势下，我们认为高端白酒长期来看配置价值更高，2022 年基本面有望延续稳健表现。次高端白酒 2021 年在基数红利下释放业绩弹性，2022 年低基数减弱，价格空间打开后产品升级依旧为主旋律，建议把握品牌价值、基地市场雄厚的龙头企业。

**大众品：1) 啤酒：**当前啤酒行业已从增量市场变为存量市场，随着各企业重心从抢占市场份额转为产品升级、以提升盈利水平，产品结构高端化升级成为各酒企发力重点，2021 年以来各家 8-12 元价格带产品呈现良好放量态势，白啤细分市场亦有出色表现。展望 2022 年，高端产品放量态势持续，我们持续看好啤酒板块。**2) 调味品：**龙头海天于 2021 年 10 月率先提价，海天提价将打开行业整体提价空间。提价之后，一方面可以缓解原材料成本大幅上涨的压力，另一方面可以帮助重塑渠道价格体系。展望 2022 年，考虑到低基数、提价改善报表端、企业主动拥抱社区团购渠道、新渠道压力持续纾解，我们认为调味品行业整体机会将显著好于 2021 年，值得关注。

### 投资观点

**1) 白酒板块：**2021 年中秋、国庆双节错位导致消费时间轴拉长，动销基本符合预期，宴席市场表现较优，消费升级趋势延续。高端白酒方面推荐高确定性、估值合理的**贵州茅台、五粮液、泸州老窖**，次高端白酒推荐品牌分化下增长势头强劲的**山西汾酒**，以及基本面向好、估值相对较低的**洋河股份**。

**2) 大众品板块：****啤酒板块**，2021 年以来各啤酒厂家 8-12 元高端价格带均出现了快速放量增长，啤酒行业高端化趋势不变且将会在 2022 年延续。此外成本压力下，2022 年亦有可能出现提价行为。我们推荐**华润啤酒 (H)、青岛啤酒 (A)、重庆啤酒**，建议关注**百威亚太 (H)**。**调味品板块**，展望 2022 年，海天提价将开启行业整体提价脚步，成本端的压力将得到纾解。此外随着需求的边际持续改善；渠道端厂商主动和社区团购进行合作，新渠道带来的冲击不断缓解。我们认为调味品行业整体机会将显著好于 2021 年，值得关注。推荐**海天味业**，建议关注**颐海国际 (H)** 和**千禾味业**。

# 目 录

|                                   |           |
|-----------------------------------|-----------|
| <b>1、 复盘：年初以来板块表现及历史回顾</b> .....  | <b>8</b>  |
| 1.1、 年初至今板块整体回顾.....              | 8         |
| 1.2、 行情历史回顾 .....                 | 8         |
| <b>2、 白酒：结构性分化下把握高确定性</b> .....   | <b>9</b>  |
| 2.1、 板块回顾：估值调整，基本面稳健 .....        | 9         |
| 2.1.1、 估值阶段性转换，有望逐步修复.....        | 10        |
| 2.1.2、 基本面表现稳健，次高端释放弹性 .....      | 12        |
| 2.2、 本轮白酒周期：量减价增，分化加剧.....        | 13        |
| 2.3、 高端白酒展望：景气延续，具备长期配置价值 .....   | 14        |
| 2.3.1、 结构性增长趋势下，明晰高端白酒赛道优势.....   | 14        |
| 2.3.2、 价格空间打开，酒企管控增强 .....        | 17        |
| 2.3.3、 量价兼具，预期 2022 年基本面稳健 .....  | 19        |
| 2.4、 次高端白酒展望：结构升级，关注龙头 .....      | 21        |
| 2.4.1、 低基数减弱，把握高增长潜力价格带 .....     | 21        |
| 2.4.2、 产品升级为主旋律，酱酒助推行业扩容.....     | 23        |
| <b>3、 大众品：关注板块边际改善</b> .....      | <b>26</b> |
| 3.1、 板块回顾：大众品的估值行情历史复盘 .....      | 26        |
| 3.1.1、 当前大众品板块处于历史估值区间的什么分位 ..... | 27        |
| 3.2、 啤酒：决战高端，国潮赋能 .....           | 28        |
| 3.3、 调味品：龙头提价将打开行业提价空间 .....      | 33        |
| 3.3.1、 拆解提价原因：销售承压&成本上涨 .....     | 33        |
| 3.3.2、 展望未来：边际改善下，迎来配置良机.....     | 36        |
| <b>4、 投资建议</b> .....              | <b>38</b> |
| 4.1、 贵州茅台（600519.SH） .....        | 38        |
| 4.2、 五粮液（000858.SZ） .....         | 39        |
| 4.3、 泸州老窖（000568.SZ） .....        | 40        |
| 4.4、 山西汾酒（600809.SH） .....        | 40        |
| 4.5、 洋河股份（002304.SZ） .....        | 41        |
| 4.6、 华润啤酒（0291.HK） .....          | 42        |
| 4.7、 青岛啤酒（600600.SH） .....        | 43        |
| 4.8、 重庆啤酒（600132.SH） .....        | 44        |
| 4.9、 百威亚太（1876.HK） .....          | 45        |
| 4.10、 海天味业（603288.SH） .....       | 47        |
| 4.11、 颐海国际（1579.HK） .....         | 48        |
| 4.12、 千禾味业（603027.SH） .....       | 49        |
| <b>5、 风险分析</b> .....              | <b>50</b> |

## 图目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 2021 年年初至今食品饮料板块呈现一定幅度回调 .....          | 8  |
| 图 2: 2021 年 Q2 食品饮料板块营收/净利润增幅放缓 .....        | 8  |
| 图 3: 2021 年年初至今食品饮料板块估值回调 .....              | 8  |
| 图 4: 2010 年至今, 食品加工板块和饮料制造板块的估值表现 .....      | 9  |
| 图 5: 白酒板块对比沪深 300 的相对估值 .....                | 10 |
| 图 6: 高端白酒 2021 年以来估值水平 (PE TTM) 呈现一定回调 ..... | 10 |
| 图 7: 贵州茅台 2019 年至今 PE-Band .....             | 11 |
| 图 8: 五粮液 2019 年至今 PE-Band .....              | 11 |
| 图 9: 2021 年以来 CS 消费/周期风格估值之比下跌 .....         | 11 |
| 图 10: 2021 年以来 CS 消费/周期估值之比月度均值出现转换 .....    | 11 |
| 图 11: 高端白酒与国际奢侈品公司 2022 年一致盈利预测对应 P/E .....  | 12 |
| 图 12: 白酒板块单季总营收及同比 .....                     | 12 |
| 图 13: 分价格带酒企单季总营收同比 .....                    | 12 |
| 图 14: 白酒板块归母净利润及同比 .....                     | 13 |
| 图 15: 分价格带酒企单季归母净利润同比增速 .....                | 13 |
| 图 16: 白酒板块销售回款及同比 .....                      | 13 |
| 图 17: 白酒板块整体及分价格带销售回款同比增速 .....              | 13 |
| 图 18: 2020 年 15-59 岁人口数量减少 (亿人) .....        | 13 |
| 图 19: 25-54 岁成年男性占比有所降低 .....                | 13 |
| 图 20: 茅台、五粮液出厂价提升打开价格空间 .....                | 14 |
| 图 21: 白酒行业加速升级 .....                         | 14 |
| 图 22: 茅五泸洋营收合计占比明显提升 .....                   | 14 |
| 图 23: 其它上市酒企 (剔除茅五泸洋) 营收占比亦有上升 .....         | 14 |
| 图 24: 2000-2020 年白酒净资产收益率在各子行业中最高 .....      | 15 |
| 图 25: 社交场合为消费者引用白酒的核心驱动因素 .....              | 15 |
| 图 26: 白酒不同于一般消费品的特点: 金融属性 .....              | 15 |
| 图 27: 不同档次白酒消费场景: 高端白酒以商务场合居多 .....          | 15 |
| 图 28: 更多消费者愿意选择价格更高的白酒 .....                 | 16 |
| 图 29: 消费者选购白酒品牌的考虑因素 .....                   | 16 |
| 图 30: 中国富豪消费品 2008-2019 年价格涨幅 .....          | 16 |
| 图 31: 茅五泸批价变化情况 .....                        | 17 |
| 图 32: 目前千元价格带白酒主要竞品 .....                    | 18 |
| 图 33: 2020 年千元价格带及以上白酒竞争格局 .....             | 18 |
| 图 34: 经典五粮液采用“1+N+2”的渠道模式 .....              | 18 |
| 图 35: 泸州老窖在东京奥运会期间展开氛围营销 .....               | 18 |
| 图 36: 茅台酒产能平稳提升 .....                        | 19 |
| 图 37: 五粮液主品牌销量增长稳健 .....                     | 19 |
| 图 38: 茅台直销渠道占比持续提升 .....                     | 20 |
| 图 39: 经典与八代五粮液后续有望互相推动 .....                 | 20 |

|   |    |
|---|----|
| 图 40: 国窖 1573 与八代五粮液批价较为接近.....           | 21 |
| 图 41: 次高端及以上白酒收入占比有望持续提升 .....            | 22 |
| 图 42: 江苏省 300-600 元白酒 2019 年占比约 27% ..... | 22 |
| 图 43: 安徽市场 300-600 元价格带规模和占比提升较为明显.....   | 22 |
| 图 44: 梦 6+ 在 600 元价格带规模较为突出 .....         | 23 |
| 图 45: 21H1 汾酒青花系列收入占比估计超过 35% .....       | 23 |
| 图 46: 洋河梦之蓝收入在蓝色经典的占比持续提升.....            | 23 |
| 图 47: 今世缘特 A 类以上产品占比持续提升 .....            | 24 |
| 图 48: 古井贡酒年份原浆中古 8 及以上产品占比提升 .....        | 24 |
| 图 49: 2021 年安徽省 400-800 元次高端白酒市场格局.....   | 24 |
| 图 50: 江苏省次高端市场地产酒表现强劲 .....               | 24 |
| 图 51: 汾酒 21H1 省外市场收入占比超过 60% .....        | 25 |
| 图 52: 21H1 新增经销商助力全国化扩张 .....             | 25 |
| 图 53: 酱酒收入增幅高于白酒行业整体增幅.....               | 25 |
| 图 54: 预期 2025E 酱香酒市场份额有望超过 30%.....       | 25 |
| 图 55: 酱酒后续扩产节奏较为平稳 .....                  | 26 |
| 图 56: 疫情冲击后, 2021 年上半年茅台系列酒收入高速增长 .....   | 26 |
| 图 57: 2021 年以来大众品板块的估值修复明显 .....          | 26 |
| 图 58: 啤酒板块 PE(TTM)及分位点 .....              | 27 |
| 图 59: 食品加工板块 PE(TTM)及分位点 .....            | 27 |
| 图 60: 当前调味品整体估值接近 2016 年以来的新高.....        | 27 |
| 图 61: 当前乳制品整体估值略高于 2016 年以来的均值 .....      | 27 |
| 图 62: 当前肉制品整体估值接近 2016 年以来的历史低位.....      | 28 |
| 图 63: 当前食品综合整体估值处于 2016 年以来的均值以下 .....    | 28 |
| 图 64: 中国啤酒总产量见顶回落 (万吨) .....              | 28 |
| 图 65: 中国啤酒销售单价同比增速持续为正.....               | 28 |
| 图 66: 按消费量计的中国市场份额 (2013) .....           | 29 |
| 图 67: 按消费量计的中国市场份额 (2018) .....           | 29 |
| 图 68: 雪花&青岛&百威&嘉士伯中高端品牌上市时间.....          | 30 |
| 图 69: 高端&超高端市场规模扩大 (亿升) .....             | 31 |
| 图 70: 2015-2020 年拉格啤酒不同价位销量占比.....        | 31 |
| 图 71: 预期高端市场增长带来更高价值 .....                | 31 |
| 图 72: 华润雪花新品“醴” .....                     | 32 |
| 图 73: 2021 年 6 月华润雪花啤酒曲墨新酿品鉴会 .....       | 32 |
| 图 74: 2019 年青岛啤酒潮流元素融入服装 .....            | 32 |
| 图 75: 2019 年青岛啤酒推出 1903 复古罐 .....         | 32 |
| 图 76: 乌苏啤酒西安大唐西市啤酒节海报 .....               | 33 |
| 图 77: 乌苏啤酒“硬核”品牌形象 .....                  | 33 |
| 图 78: 各大社区团购平台发展时间轴.....                  | 33 |
| 图 79: 超市渠道中调味品细分品类 21H1 销售额同比变化.....      | 34 |
| 图 80: 月度社会餐饮收入总额及其增速 .....                | 34 |

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 图 81：月度社会商品零售总额及其增速.....     | 34 |
| 图 82：调味品上市公司成本构成.....        | 35 |
| 图 83：海天味业成本构成（2012 年）.....   | 35 |
| 图 84：大豆现货价格走势.....           | 35 |
| 图 85：玻璃及塑料价格走势.....          | 35 |
| 图 86：调味品上市公司毛利率变化.....       | 36 |
| 图 87：调味品上市公司净利率变化.....       | 36 |
| 图 88：21Q2 调味品上市公司收入增速较低..... | 37 |
| 图 89：21Q2 调味品上市公司利润增速较低..... | 37 |

## 表目录

|   |    |
|---|----|
| 表 1: 2021 年年初至今白酒板块上市公司涨跌幅拆分 .....      | 10 |
| 表 2: 生肖、精品茅台提价及投放结构变化测算 .....           | 19 |
| 表 3: 次高端白酒、区域酒企 2021 年 Q1/Q2 业绩表现 ..... | 21 |
| 表 4: 次高端主要酱酒品牌 2021 年以来销售表现 .....       | 26 |
| 表 5: 五大啤酒品牌通过收购划分势力范围 .....             | 29 |
| 表 6: 市场监管总局出台社区团购“九不得”新规.....           | 37 |
| 表 7: 贵州茅台盈利预测与估值简表 .....                | 39 |
| 表 8: 五粮液盈利预测与估值简表 .....                 | 39 |
| 表 9: 泸州老窖盈利预测与估值简表 .....                | 40 |
| 表 10: 山西汾酒盈利预测与估值简表.....                | 41 |
| 表 11: 洋河股份盈利预测与估值简表.....                | 42 |
| 表 12: 华润啤酒盈利预测与估值简表.....                | 43 |
| 表 13: 青岛啤酒盈利预测与估值简表.....                | 44 |
| 表 14: 重庆啤酒盈利预测与估值简表.....                | 45 |
| 表 15: 百威亚太收入、费用率拆分及预测 .....             | 46 |
| 表 16: 百威亚太可比公司估值表.....                  | 47 |
| 表 17: 百威亚太盈利预测与估值简表.....                | 47 |
| 表 18: 海天味业盈利预测与估值简表.....                | 48 |
| 表 19: 颐海国际盈利预测与估值简表.....                | 49 |
| 表 20: 千禾味业盈利预测与估值简表.....                | 50 |
| 表 21: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级 .....          | 50 |

# 1、复盘：年初以来板块表现及历史回顾

## 1.1、年初至今板块整体回调

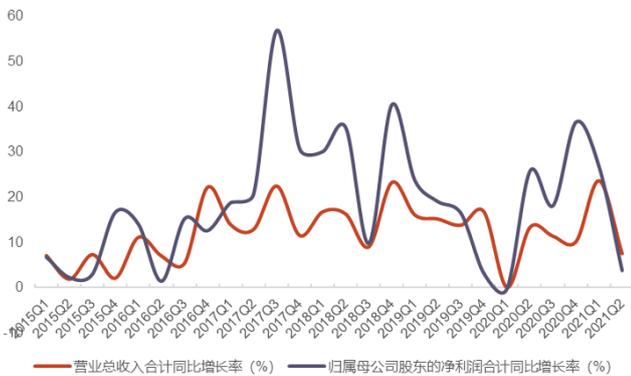
2021年年初至今，食品饮料板块呈现一定幅度回调。截至21年10月20日收盘，食品饮料指数（申万一级子行业，下同）跌幅12.03%，在行业指数中排名第24。截至10月20日，板块估值水平（PE TTM）较年初下降21.71%。业绩方面，2021年Q1/Q2板块营收分别同比增长23.59%/7.50%，归母净利润同比增长26.75%/3.87%。

图1：2021年年初至今食品饮料板块呈现一定幅度回调



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：行业分类采用申万一级指数，涨跌幅区间为2021年1月1日至10月20日

图2：2021年Q2食品饮料板块营收/净利润增幅放缓



资料来源：Wind，光大证券研究所

图3：2021年年初至今食品饮料板块估值回调



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：截至2021年10月20日

## 1.2、行情历史回顾

我们进一步将食品饮料板块分为食品加工板块和饮料制造板块（申万二级子行业），2010-2021年以来，这两个板块的估值表现可以分为七个阶段：

- 1) 2010-12年，食品加工和饮料制造板块的估值走势基本一致，跟随市场环境同步回落；
- 2) 2013-14年，食品加工和饮料制造的估值走势完全背离，食品加工估值抬升，饮料制造估值回落明显。估值背离的核心因素是白酒行业的限制三公消费及塑化

剂事件，导致白酒行业景气度快速回落，白酒行业面临估值和业绩双杀。同时，食品加工板块基本面相对确定；

3) 2015-16年，食品加工和饮料制造的估值走势基本一致，但食品加工的波动幅度大于饮料制造，在2015年市场风险偏好快速提升的阶段，食品加工的弹性更大，但是随后的调整幅度也更加明显；

4) 2017-18年上半年，食品加工和饮料制造的估值走势有所分化，饮料制造估值抬升明显，食品加工整体估值也有所抬升。估值表现分化的核心因素是白酒开启新一轮景气周期，估值和业绩双升；食品加工板块的基本面改善幅度弱于白酒，但是受益于核心资产的估值提升大背景。

5) 2018年下半年-2020年上半年，食品加工和饮料制造的估值走势基本一致，但饮料制造的波动幅度大于食品加工。

6) 2020年下半年，食品加工和饮料制造的估值走势出现背离。疫情反复下，白酒业绩的高确定性和21年一季度低基数效应下的高业绩增速预期带来一定的估值溢价；食品加工板块由于下半年包材、原材料成本上升，成本向下传导不够顺畅，一定程度上压缩利润空间，因此估值有一定折价。

7) 21年年初至今，食品加工和饮料制造板块估值均回调，但饮料制造的波动幅度大于食品加工，估值走势类似于2018年。前期饮料制造板块估值提升过快，业绩增速难以消化估值溢价，饮料制造板块估值回调幅度较大。食品加工板块估值在2020年下半年已有所压缩，尽管今年大众消费复苏较慢，估值回调幅度小于饮料制造板块。

图4：2010年至今，食品加工板块和饮料制造板块的估值表现



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：数据时间为2010.1.4-2021.10.20，估值为PE指标）

## 2、白酒：结构性分化下把握高确定性

### 2.1、板块回顾：估值调整，基本面稳健

次高端白酒、区域白酒涨幅显著。2021年初至今（截至2021年10月20日）白酒板块跌幅9.80%，从各公司表现来看，舍得酒业、水井坊、酒鬼酒、迎驾贡酒涨幅较为突出，个股上涨的驱动力主要来自业绩增长，2021H1舍得酒业、水井坊、酒鬼酒、迎驾贡酒归母净利润分别同比增长347.94%/266.01%/176.55%/77.63%。

表 1：2021 年年初至今白酒板块上市公司涨跌幅拆分

| 公司   | 个股涨跌幅/% | 个股归母净利润同比/%                | 个股估值涨跌幅/% |
|------|---------|----------------------------|-----------|
| 舍得酒业 | 126.53% | 347.94%                    | 0.04%     |
| 水井坊  | 59.08%  | 266.01%                    | 8.08%     |
| 酒鬼酒  | 51.19%  | 176.55%                    | -17.68%   |
| 迎驾贡酒 | 42.67%  | 77.63%                     | -0.14%    |
| 山西汾酒 | 23.09%  | 117.54%                    | -33.71%   |
| 泸州老窖 | 3.84%   | 31.23%                     | -17.12%   |
| 青青稞酒 | 1.69%   | 0.75 亿 (20H1 亏损 0.35 亿)    | -         |
| 贵州茅台 | -6.99%  | 9.08%                      | -15.74%   |
| 伊力特  | -8.05%  | 45.04%                     | -16.25%   |
| 金种子酒 | -9.38%  | 亏损 0.98 亿 (20H1 亏损 0.54 亿) | -         |
| 古井贡酒 | -12.60% | 34.53%                     | -21.85%   |
| 金徽酒  | -13.41% | 55.89%                     | -42.32%   |
| 口子窖  | -16.60% | 41.34%                     | -28.44%   |
| 皇台酒业 | -21.63% | -500.00%                   | 267.16%   |
| 洋河股份 | -22.71% | 4.82%                      | -27.02%   |
| 今世缘  | -23.14% | 30.92%                     | -40.16%   |
| 五粮液  | -23.91% | 21.60%                     | -34.43%   |
| 老白干酒 | -30.25% | 6.10%                      | -20.59%   |
| 顺鑫农业 | -53.55% | -13.27%                    | -22.84%   |

资料来源：Wind，光大证券研究所，注：个股涨跌幅、估值（PE TTM）涨幅区间为 2021 年 1 月 1 日至 10 月 20 日，净利润同比为 2021 年上半年归母净利润同比，青青稞酒、金种子酒 21 年年初 PE 为负值

### 2.1.1、估值阶段性转换，有望逐步修复

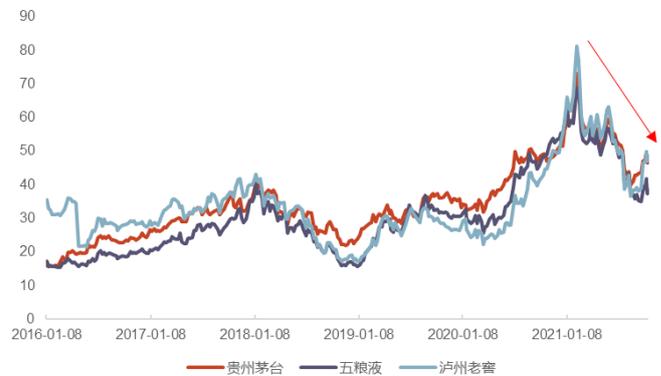
纵向来看，2021 年以来白酒板块以消化高估值为主。截至 2021 年 10 月 20 日，2021 年年初以来白酒板块 PE TTM 下跌 23.50%，白酒板块 PE TTM 相对沪深 300 的相对估值为 3.44 倍。从高端白酒来看，贵州茅台、五粮液、泸州老窖年初至今 PE TTM 分别下跌 15.74%/34.43%/17.12%。如果拉长至三年维度，贵州茅台、五粮液的估值水平已接近 2019 年以来的中枢水平。

图 5：白酒板块对比沪深 300 的相对估值



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021 年 10 月 20 日

图 6：高端白酒 2021 年以来估值水平（PE TTM）呈现一定回调



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021 年 10 月 20 日

图 7：贵州茅台 2019 年至今 PE-Band



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：截至 2021 年 10 月 20 日

图 8：五粮液 2019 年至今 PE-Band



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：截至 2021 年 10 月 20 日

横向比较来看，2021 年以来消费/周期风格估值之比明显下跌，目前已位于 2019 年以来的历史低位。对周期和消费风格指数进行横向比较，截至 2021 年 10 月 22 日，按照中信风格指数分类，消费/周期风格估值（静态市盈率）之比为 1.19，相较年初明显下跌，且位于 2019 年以来的历史低点。从全年维度看，21 年年初至今 CS 消费/周期风格估值之比的月度均值为 1.48，相较 2020 年有所降低，对比 2017-2020 年的抬升趋势呈现阶段性转换。

图 9：2021 年以来 CS 消费/周期风格估值之比下跌



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：截至 2021 年 10 月 22 日

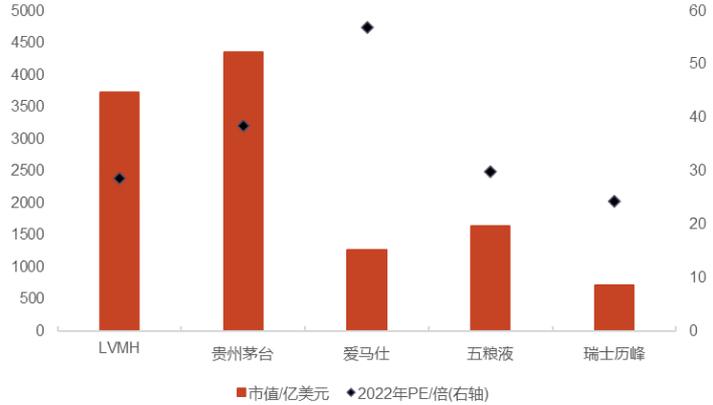
图 10：2021 年以来 CS 消费/周期估值之比月度均值出现转换



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：21 年为年初至 10 月 22 日

从国际视角来看，相比知名奢侈品公司，根据彭博一致盈利预测，截至 2021 年 10 月 22 日，贵州茅台、五粮液、LVMH、爱马仕、瑞士历峰集团 2022 年 P/E 估值分别为 38/30/28/57/24 倍，长期来看，国际奢侈品公司整体估值呈现抬升，LVMH、爱马仕等大市值公司享受更多估值溢价。考虑到高端白酒表现更强的回报率水平，2022 年估值水平依旧具备一定支撑。

图 11：高端白酒与国际奢侈品公司 2022 年一致盈利预测对应 P/E

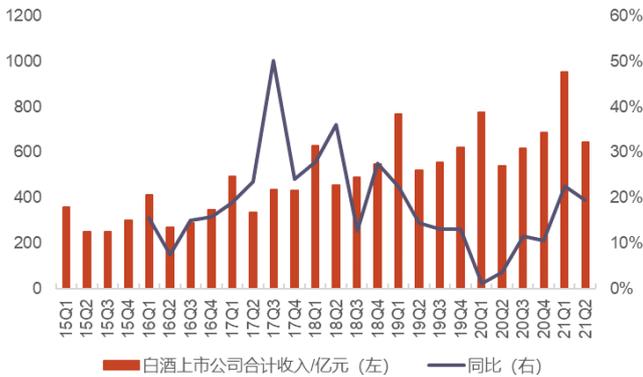


资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，注：截至 2021 年 10 月 22 日

### 2.1.2、基本面表现稳健，次高端释放弹性

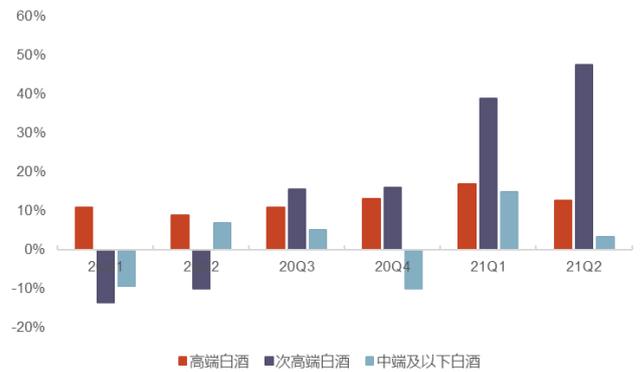
疫情冲击后高端白酒延续稳健表现，次高端弹性释放。2020 年疫情冲击下高端白酒率先复苏，次高端、中低端白酒因消费场景影响受到一定冲击。2021 年高端白酒基本面表现维持稳健，次高端白酒、区域名酒需求快速恢复，在去年同期低基数下业绩弹性明显释放。2021 年 Q1/Q2 白酒板块总营收同比增长 22.54%/19.38%，归母净利润同比增长 17.87%/26.20%。其中次高端白酒增幅明显，21Q1/Q2 营收同比增长 39%/47%，归母净利润同比增长 30%/73%。高端白酒延续良好增长趋势，21Q1/Q2 营收分别同比增长 17%/13%，净利润同比增长 15%/17%。

图 12：白酒板块单季总营收及同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 13：分价格带酒企单季总营收同比



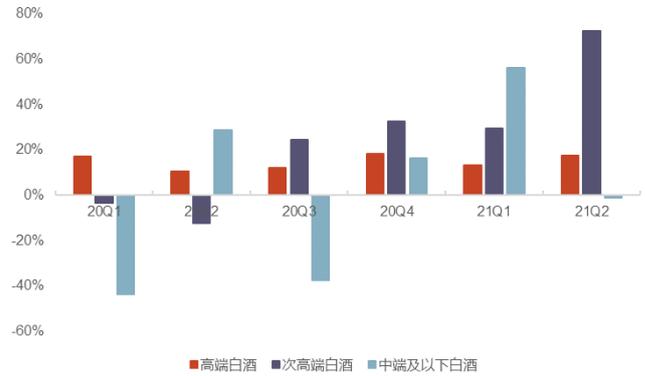
资料来源：Wind，光大证券研究所，注：高端白酒为茅五泸，次高端白酒包括汾酒、洋河、酒鬼酒、水井坊、舍得、古井贡酒、今世缘、口子窖，其余为中端及以下白酒，下同

图 14：白酒板块归母净利润及同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 15：分价格带酒企单季归母净利润同比增速



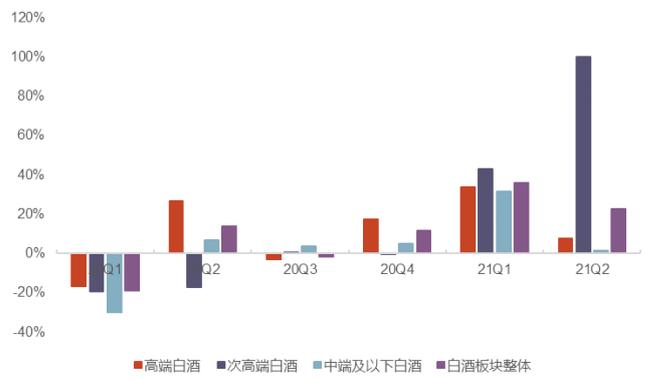
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 16：白酒板块销售回款及同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 17：白酒板块整体及分价格带销售回款同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 2.2、本轮白酒周期：量减价增，分化加剧

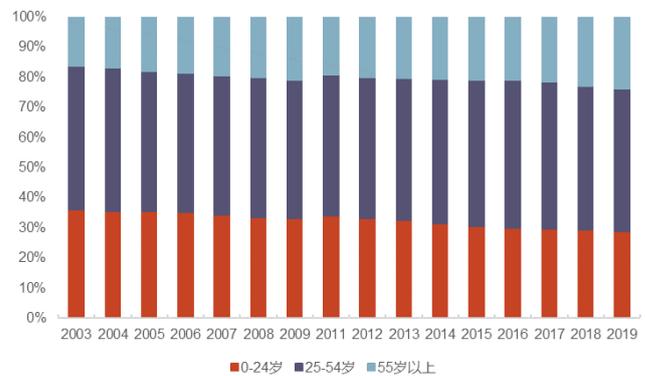
从人口结构角度，白酒主流消费群体数量呈现下跌趋势。第七次人口普查数据显示，2020年15-59岁的人口数量相较2019年减少1687万，近几年来呈现整体下滑趋势。从饮酒主力男性群体来看，25-54岁的成年男性占比有所降低，主流饮酒人群出现明显的减少趋势。

图 18：2020年15-59岁人口数量减少（亿人）



资料来源：Wind，光大证券研究所

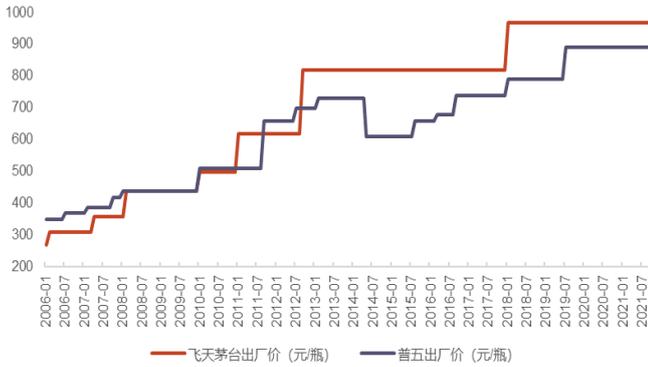
图 19：25-54岁成年男性占比有所降低



资料来源：Wind，光大证券研究所

2016年以来白酒整体产量逐年下跌，新一轮行业增长主要来自价格上涨与产品升级。在饮酒人群数量减少的同时，白酒产量自2016年开始呈现逐年下跌，2020年产量740.7万千升，同比减少5.75%。2016年以来的行业复苏主要驱动力为消费升级背景下，产品提价与结构升级，即卖更多价格贵的酒，茅台、五粮液等酒企价格提升，拉宽了整个行业的价格带。据尼尔森统计，2020年600元以上价格段的白酒消费额份额44.2%，较2019年提升14.7pct，呈现加速升级。

图 20：茅台、五粮液出厂价提升打开价格空间



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：截至2021年9月

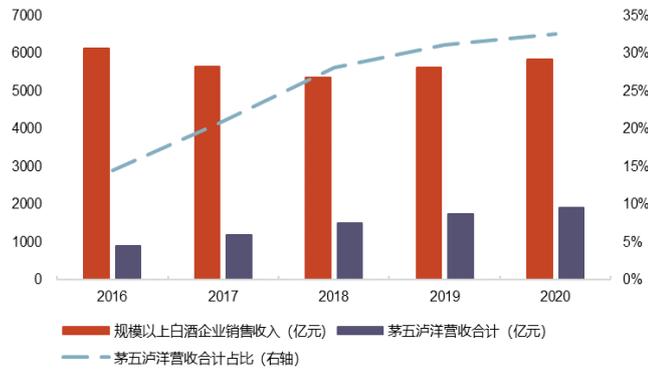
图 21：白酒行业加速升级



资料来源：尼尔森，光大证券研究所

行业集中度提升，板块分化明显、呈现挤压式增长。2016-2020年，茅五泸洋占规模以上白酒企业营收比重从14.5%大幅提升至32.65%，其它上市酒企营收占比从6.8%提升至11.8%，行业内分化较为明显，头部名优酒企享受主要增长红利。未来伴随行业内分化加剧，品牌壁垒较强的高端白酒份额有望进一步提升。

图 22：茅五泸洋营收合计占比明显提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 23：其它上市酒企（剔除茅五泸洋）营收占比亦有上升



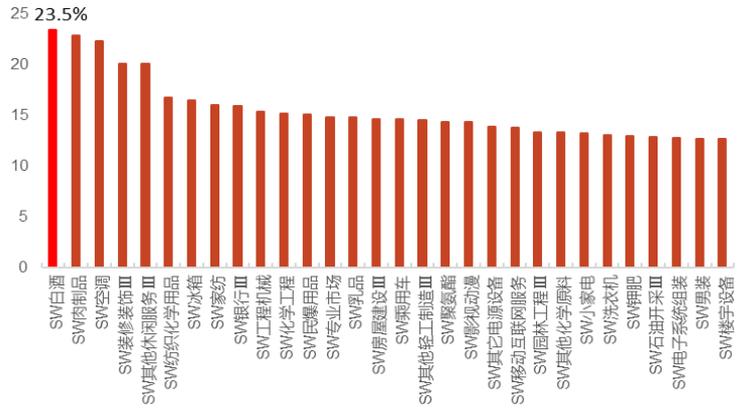
资料来源：Wind，光大证券研究所

## 2.3、 高端白酒展望：景气延续，具备长期配置价值

### 2.3.1、 结构性增长趋势下，明晰高端白酒赛道优势

从长期回报来看，白酒具备强劲的净资产收益率。以A股的227个细分子行业（按照申万四级子行业分类）2000-2020年的ROE（扣非，整体法）中位数来看，白酒板块位居第一，相较其他行业具备长期稳定的高盈利能力。

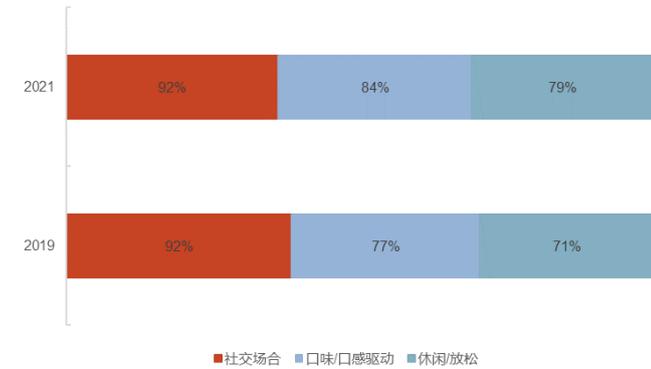
图 24：2000-2020 年白酒净资产收益率在各子行业中最高



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：单位为%，按照申万四级子行业分类

白酒的品类属性决定了其和一般消费品不同，高端白酒具备金融属性。白酒具备较强的社交属性，在社交场合中，白酒需要承担烘托气氛、彰显阶层身份的作用，特别是高端白酒以送礼、商务应酬场景居多。因此不同于一般快消品，消费者对于价格高的白酒接受程度较高，品牌地位是消费者选购白酒的重要因素。同时，白酒具备一定的成瘾属性，且不存在保质期、越放越陈、具有储藏功能，这些都赋予了高端白酒金融属性。

图 25：社交场合为消费者引用白酒的核心驱动因素



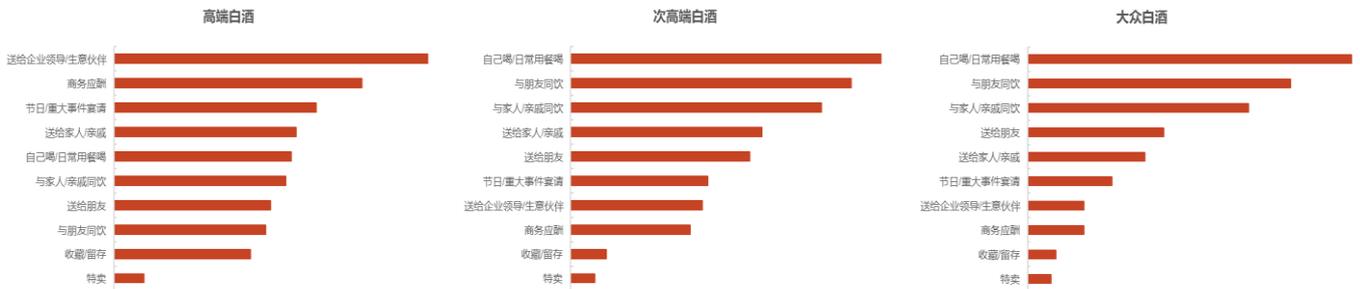
资料来源：尼尔森（2021 年统计），光大证券研究所，注：比例为受访消费者的选择比例

图 26：白酒不同于一般消费品的特点：金融属性



资料来源：光大证券研究所绘制

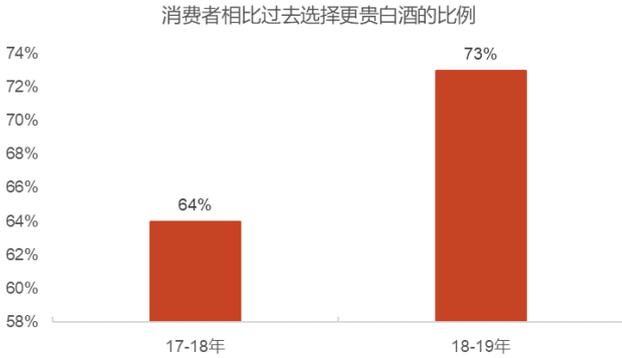
图 27：不同档次白酒消费场景：高端白酒以商务场合居多



资料来源：尼尔森 2021 白酒趋势报告，光大证券研究所

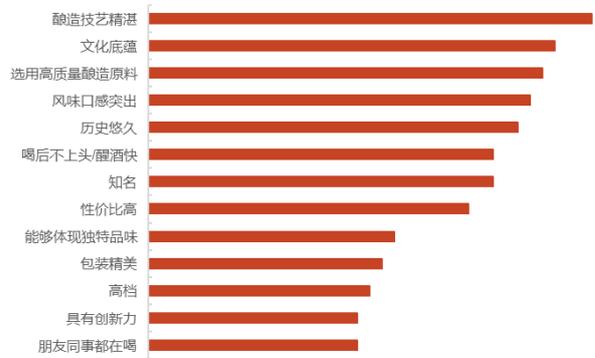
消费者对白酒品质与健康性的要求进一步提升，更愿意接受价格较高的白酒。从消费者选择角度，其对白酒的品质、口感要求进一步提升，包括产品的酿造技艺、文化底蕴、风味口感、历史积淀等，对于性价比的要求有所下降，更多消费者愿意选择价格更贵的白酒，饮酒理念逐渐转向“少喝点、喝好酒、喝健康酒”。

图 28：更多消费者愿意选择价格更高的白酒



资料来源：益普索《2019 白酒市场白皮书》，光大证券研究所

图 29：消费者选购白酒品牌的考虑因素



资料来源：尼尔森，光大证券研究所，注：数据为尼尔森 2021 年统计

从茅五之争可以看出，价格是酒企生命线，高端白酒具有熨平通胀的能力，长线来看配置价值更高。我们近似估算了 2008-2019 年中国物价增速为 91%。在此期间，普五一批价增幅 91%，与我们模拟的物价增速持平。但飞天茅台一批价增幅高达 329%。五粮液和茅台的批价涨幅超过同期中国富豪消费价格指数中大部分的商品和服务。茅台通过强化产品稀缺性与品牌故事，推动了自身从顶级消费品向兼顾奢侈品属性的顶级投资品转变。

图 30：中国富豪消费品 2008-2019 年价格涨幅

| 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%   |
| 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:季蔡轩尼诗 (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%  |
| 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%  |
| 余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 Meisterstück 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% |

资料来源: Wind, 光大证券研究所

### 2.3.2、价格空间打开，酒企管控增强

飞天茅台确立价格天花板，千元市场以五粮液为价格标杆。8 月传统淡季飞天茅台（散瓶）批价曾达到 3000 元以上的历史高点，9 月以来由于双节旺季来临之际短期供给增加，叠加公司实施多项举措控价，飞天批价有所回落，目前在 2800 元左右。从行业整体而言，飞天茅台在白酒行业确立了较高的价格天花板。千元价格带以八代五粮液为价格标杆，目前批价 970 元左右，国窖 1573 批价稳定在 910 元左右。

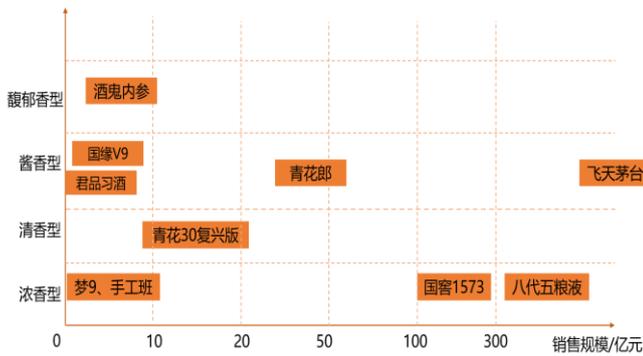
图 31：茅五泸批价变化情况



资料来源: 今日酒价, 光大证券研究所, 注: 数据截至 2021 年 9 月底, 单位为元/500ML

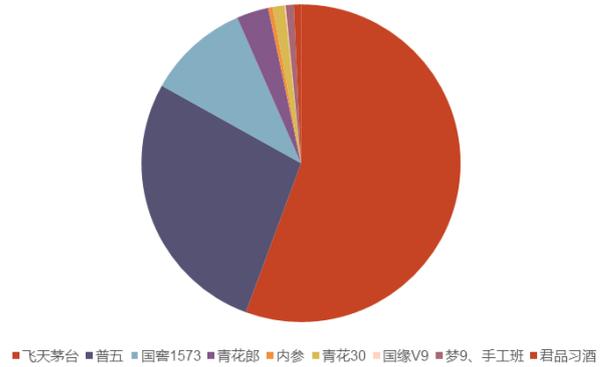
千元价格带呈现竞争加剧态势，五粮液发力经典占位 2000 元价格带。目前飞天茅台批价站稳 2500-3000 元之间，在 2000+ 价格带地位稳固。千元价格带以八代五粮液为大单品代表，批价提升节奏较为平稳，2021 年多数时间维持在 980-1000 元之间。国窖采取价格跟随策略，与普五批价一直较为接近。另外，在白酒行业向上升级的趋势下，千元价格带的竞争呈现加剧态势，除两大浓香品牌之外，酱香型青花郎、君品习酒、清香型青花 30 复兴版、馥郁香型酒鬼内参等均入局千元价位市场。而 1000-3000 元价格带相对空白，8 月以来五粮液开始重点推广经典五粮液，布局 2000+ 价位，以期进一步拔高品牌势能。

图 32：目前千元价格带白酒主要竞品



资料来源：各公司公告，酒业家，光大证券研究所，注：2020 年销售规模

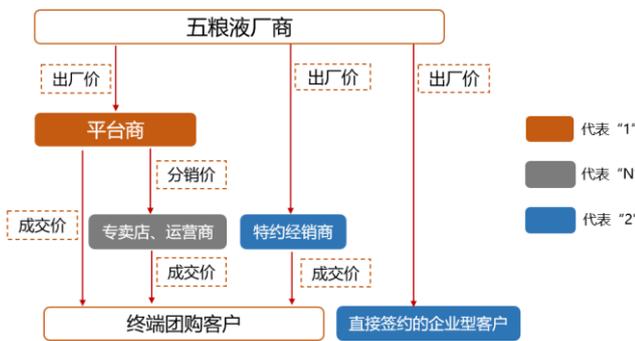
图 33：2020 年千元价格带及以上白酒竞争格局



资料来源：各公司公告，酒业家，光大证券研究所，注：统计口径为销售规模

渠道模式从“坐商”向“行商”转变，高端酒企更加重视团购渠道、增强对核心消费者培育。过去白酒行业更多以渠道制胜，通过大商制、深度分销模式等实现大面积铺货，但伴随厂家与消费者链条缩短、渠道逐步扁平化，酒企的运作模式也更加侧重 C 端服务，特别高端白酒的属性决定了核心政商务精英具有较强的消费引领作用。五粮液过去采用传统大商制，但 7 月以来采取“1+N+2”模式推广经典五粮液，借助优质大商资源增强对团购客户的触达，并通过举办回厂游、品鉴会等活动展开核心消费者教育，以带动圈层消费。老窖一直侧重终端培育，通过增强费用投放、销售人员服务、精准营销等提升品牌势能。

图 34：经典五粮液采用“1+N+2”的渠道模式



资料来源：微酒，渠道调研，光大证券研究所

图 35：泸州老窖在东京奥运会期间展开氛围营销



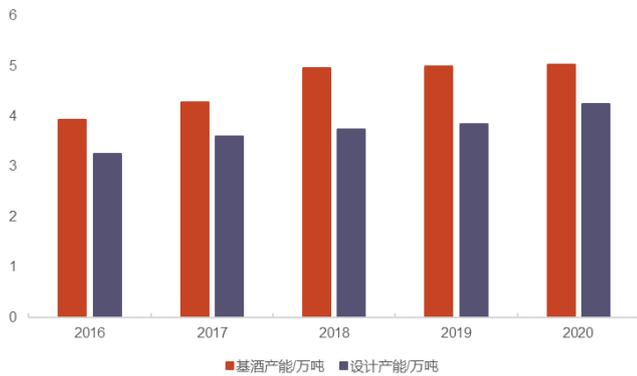
资料来源：云酒头条，光大证券研究所

渠道管控增强，酒企注重量价调节，茅台近期加强价格管控，五粮液增强精细化运营，老窖挺价为先以实现良性发展。21 年 7 月以来茅台推进稳市稳价，对经销商提出 100%拆箱、100%库存清零、100%开票的政策要求。中秋旺季前商超、电商、自营店等渠道放量提货，导致批价有所回落，有利于挤出炒作、囤积等部分需求，推动市场回归理性。五粮液通过数字化手段加大对产品的动销跟踪与渠道管控，从而有利于稳定价盘。老窖采取配额制供货，21 年 3 月起坚持顺价销售，以期提高配额溢价能力、逐步进入量价正循环阶段。

### 2.3.3、量价兼具，预期 2022 年基本面稳健

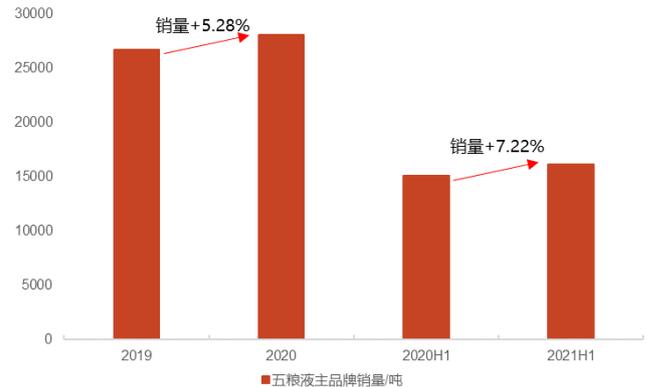
从量的角度，预期 2022 年茅五泸等高端白酒销量维持平稳增速。一方面，高端白酒强调产品稀缺性，对生产工艺、酿造周期的高要求决定了供给有限。茅台酒 2020 年产能 5 万吨左右，根据 21 年 6 月 9 日召开的股东大会，预计 2021 年产能可以达到 5.53 万吨，按照四年的出酒周期以及 75% 的成品酒占比，估计 2025 年可供销售的茅台酒约 4.15 万吨（关于酱酒可供销量的详细测算过程可见我们于 2021 年 4 月 19 日发布的报告《酱香风起，未来可期-酱酒行业研究报告》），供需关系依旧紧张。另一方面，高端白酒以价格为生命线，酒企通常在旺季放量、淡季控货挺价，例如国窖在 21 年 7 月实行全面停货，预期 2022 年酒企将继续把控放货节奏，保持对市场的平稳投放。

图 36：茅台酒产能平稳提升



资料来源：贵州茅台公告，光大证券研究所

图 37：五粮液主品牌销量增长稳健



资料来源：五粮液公告，光大证券研究所

从价的角度，2022 年高端白酒更多通过渠道及产品投放结构调整实现均价提升。

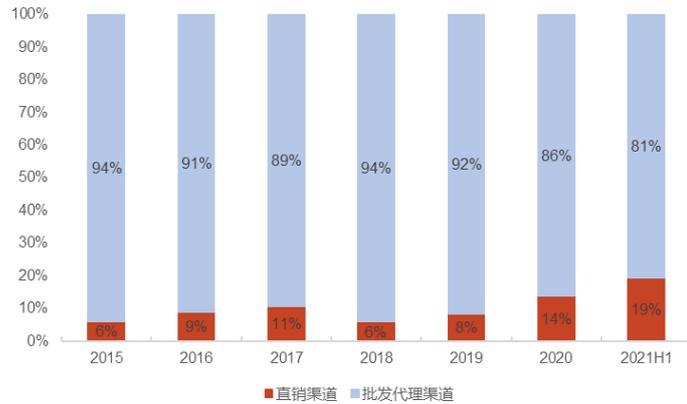
**贵州茅台：**21 年下半年开始飞天茅台采取多项举措以稳市稳价，包括加大投放量、严格要求开箱销售、库存清零等，9 月下旬批价出现明显回落。目前飞天茅台虽然渠道利润丰厚、客观上存在提价可能性，但考虑到相关政策，估计飞天直接提价较为谨慎，2021 年均价提升主要来自：1) 生肖酒、精品酒、总经销产品等非标产品在 21 年 3 月进行提价，估计从 Q2 开始贡献收入；2) 直销渠道收入占比提升。2022 年非标茅台作为满足消费者个性化需求的超高端产品，有望继续贡献增量，同时自营、电商、商超渠道投放量有望增加，推动实际均价上移。

表 2：生肖、精品茅台提价及投放结构变化测算

| 产品  | 提价幅度   | 2021 年投放量/吨 | 收入增量/亿元 | 净利润增量/亿元 |
|-----|--------|-------------|---------|----------|
| 生肖酒 | 50%左右  | 2400 吨左右    | 40 亿左右  | 20 亿左右   |
| 精品酒 | 15-20% | 1500 吨左右    | 20 亿左右  | 10 亿左右   |
| 合计  |        |             | 60 亿左右  | 30 亿左右   |

资料来源：酒业快讯，光大证券研究所测算

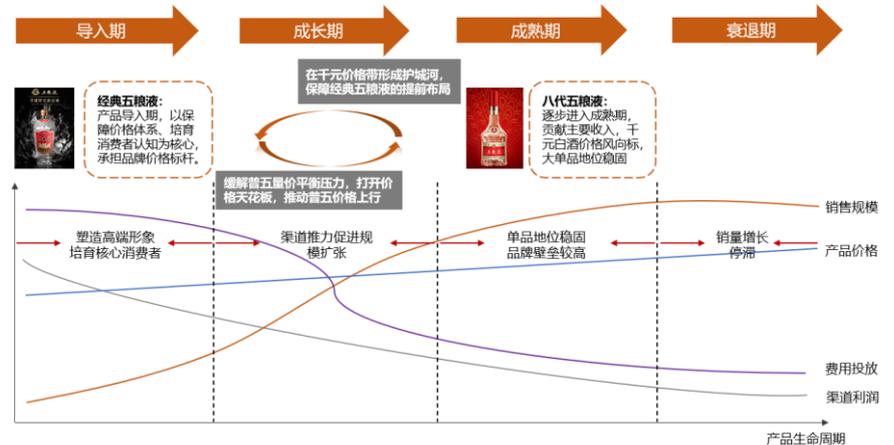
图 38：茅台直销渠道占比持续提升



资料来源：贵州茅台公告，光大证券研究所

**五粮液：**八代五粮液为成熟大单品，以消费属性为主，21 年 Q2 淡季渠道反馈华东等区域批价曾达到 1000 元以上，进入 8 月伴随投放量增加，批价小幅回落，目前主流批价 980 元左右，提升节奏较为平稳，整体来看八代批价伴随淡旺季存在一定波动。对于八代，公司主要通过提高综合成本的方式来支撑价格，21 年 1 月开始执行 999 元的计划外价格，计划内 889 元，部分区域反馈配额增量以计划外为主，价格双轨制下实际均价有望抬升。同时，公司从下半年开始发力定位 2000 元的经典五粮液，目标“十四五”期间达到万吨规模，2022 年投放量有望进一步增加，并且为验证经典五粮液市场接受度的关键年份，五粮液的品牌势能有望进一步拔高。

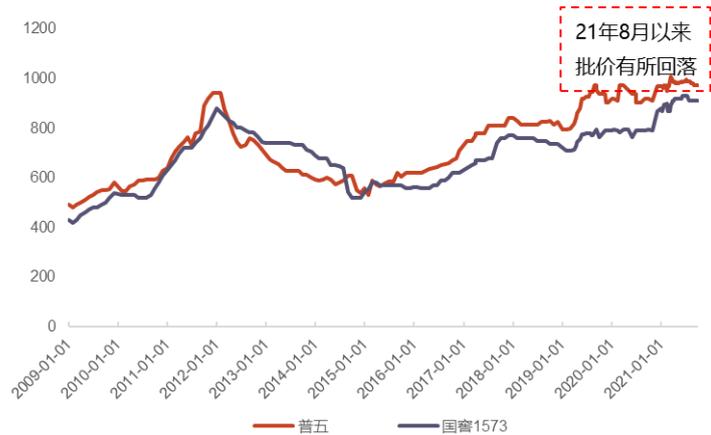
图 39：经典与八代五粮液后续有望互相推动



资料来源：光大证券研究所

**泸州老窖：**2021 年挺价为先，7 月份国窖全面停货，8 月中旬为满足后续旺季销量、同时结合库存水平，投放量有所增加，目前国窖 1573 主流批价 910-920 元，实际成交价 1000-1050 元，除河南等少数市场外库存水平较低。国窖亦推行计划内、计划外价格，提高实际成本，2021 年执行计划内外配额制控货，并且从 3 月份开始推行顺价模式，提高配额溢价能力。当下国窖与普五批价较为接近、并保持一定价差，预期 2022 年国窖可能仍延续价格跟随策略，批价有望稳中有升。

图 40：国窖 1573 与八代五粮液批价较为接近



资料来源：今日酒价，光大证券研究所，注：截至 2021 年 9 月底，单位为元/500ML

## 2.4、次高端白酒展望：结构升级，关注龙头

### 2.4.1、低基数减弱，把握高增长潜力价格带

**疫情加速行业分化，次高端、区域名酒龙头释放弹性。**从业绩表现来看，2021 年山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒、今世缘等全国性名酒、区域龙头增长亮眼。一方面是由于 2020 年疫情对宴席等消费场景冲击较大，低基数下次高端需求快速恢复、增长较为强劲。另一方面，疫情推动行业内分化，龙头企业抗风险能力较强，市场份额进一步向头部集中。名酒底蕴深厚的酒企例如山西汾酒产品升级、全国化扩张趋势显著，业绩弹性得以迅速释放。进入 2022 年，我们估计低基数红利减弱，但消费升级下 300 元以上的价格带增长潜力较大，同时品牌分化将进一步加剧。

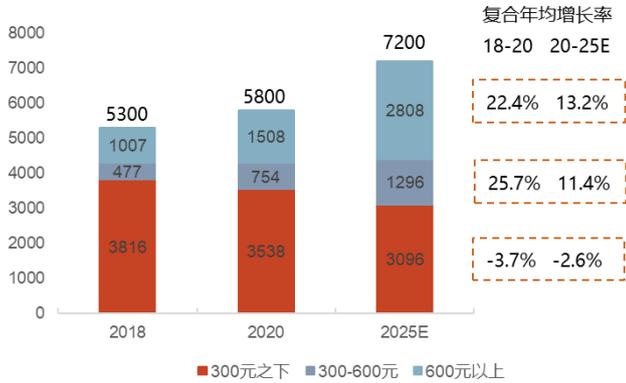
表 3：次高端白酒、区域酒企 2021 年 Q1/Q2 业绩表现

| 公司   | 21Q1 总营收同比 | 21Q1 归母净利润同比 | 21Q2 总营收同比 | 21Q2 归母净利润同比 |
|------|------------|--------------|------------|--------------|
| 山西汾酒 | 77.11%     | 78.16%       | 73.43%     | 258.21%      |
| 洋河股份 | 13.51%     | -3.49%       | 20.74%     | 28.61%       |
| 酒鬼酒  | 190.36%    | 178.85%      | 96.82%     | 174.05%      |
| 水井坊  | 70.17%     | 119.66%      | 691.49%    | -            |
| 舍得酒业 | 154.21%    | 1031.19%     | 119.34%    | 215.33%      |
| 古井贡酒 | 25.86%     | 27.90%       | 28.56%     | 45.39%       |
| 今世缘  | 35.34%     | 38.78%       | 27.32%     | 20.52%       |
| 口子窖  | 50.90%     | 72.73%       | 35.05%     | 9.95%        |

资料来源：Wind，光大证券研究所，注：水井坊 2020Q2 归母净利润-0.88 亿元。

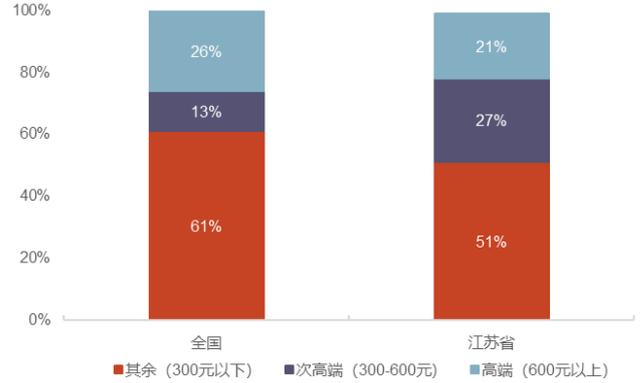
**300-600 元价格带白酒销售增速较快、占比逐渐提升。**白酒新一轮周期以结构升级为明显特征，300 元以上的次高端白酒迎来发展窗口。据渠道调研，江苏、浙江、上海等经济水平发达的地区，宴席用酒的主流价位基本在 300 元以上，包括水晶剑、臻酿八号等，五粮液新版五粮春提价至 300 元以上，在江苏、浙江等地亦瞄准宴席市场。从具体省份来看，2019 年江苏省 300-600 元的白酒流通规模占比达到 27%，安徽省消费升级进程相对较慢，但近年来主流消费价格带明显提升，从 100 元左右提升至 200-300 元。

图 41：次高端及以上白酒收入占比有望持续提升



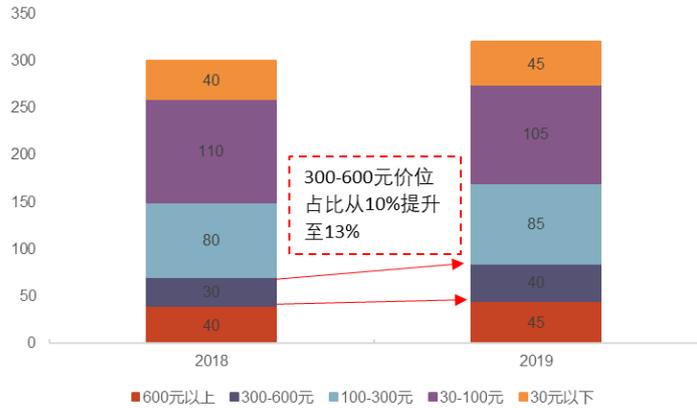
资料来源：水井坊业绩交流材料，光大证券研究所（单位：亿元），注：2025年数据为水井坊预测

图 42：江苏省 300-600 元白酒 2019 年占比约 27%



资料来源：《中国酒类流通行业白皮书（2020）》，光大证券研究所

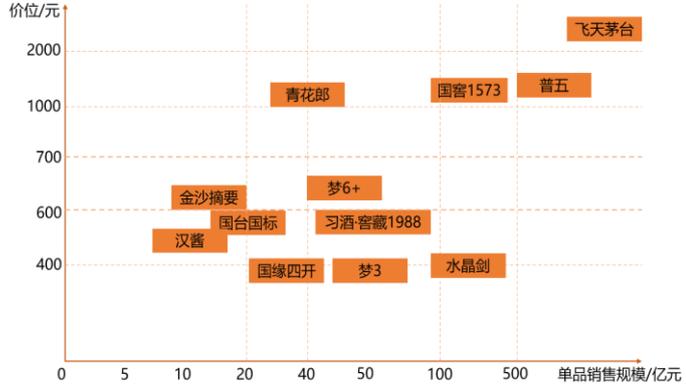
图 43：安徽市场 300-600 元价格带规模和占比提升较为明显



资料来源：《中国酒类流通行业白皮书（2020）》，光大证券研究所

**600-800 元价格带作为“超次高端”价格带具备高增长潜力。**受益于五泸高端白酒价格处于千元左右、次高端白酒整体消费升级趋势显著，600 元以上的价格带逐渐崛起，承接高端白酒向下溢出的需求。在江苏，洋河前瞻性布局梦 6+，省内动销表现强劲，2020 年整体回款规模已经超过 30 亿元，今世缘亦推出国缘 V3，与梦 6+ 位于同价格带，预期享受省内该价格带增长红利。同时，金沙、国台等主要酱酒产品也集中在 600 元左右价位，次高端酱酒的入局进一步推动该价格带的白酒规模扩大。

图 44：梦 6+在 600 元价格带规模较为突出

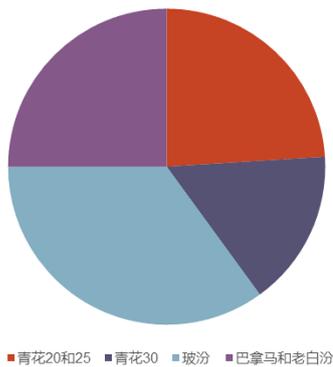


资料来源：酒业家，光大证券研究所，注：销售规模为 2020 年数据

### 2.4.2、产品升级为主旋律，酱酒助推行业扩容

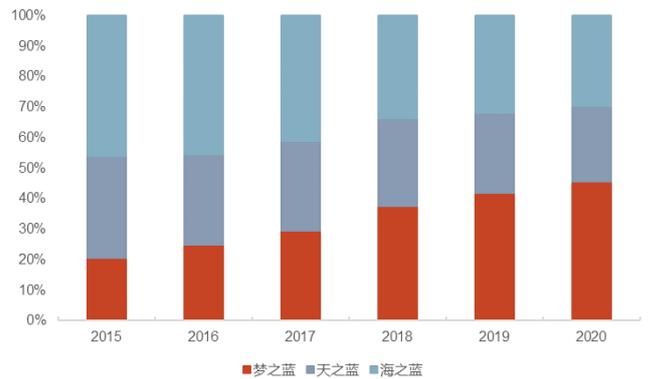
在次高端以上白酒份额不断提升的背景下，酒企产品升级加速、结构不断优化。山西汾酒青花系列收入增长亮眼，21 年上半年同比增长接近翻倍，占比达到 35% 左右。洋河改革以梦 6+为为抓手，梦 3 亦推出水晶版，2020 年梦之蓝在蓝色经典中的占比估计达到 45%，品牌结构实现整体升级。今世缘上半年对核心单品国缘四开进行改版升级，新四开位于 450 元价格带，同时重点发展 V 系列，打造品牌形象。古井贡酒以年份原浆为核心产品，古 8 及以上产品占比提升，古 16、古 20 等次高端产品亦快速发展。水井坊 21 上半年高档产品收入 17.8 亿，同比增长 128%，下半年成立高端品公司，集中运作典藏（目前批价 700 元+）。预期 2022 年，次高端白酒仍将延续产品向上升级的主要趋势。

图 45：21H1 汾酒青花系列收入占比估计超过 35%



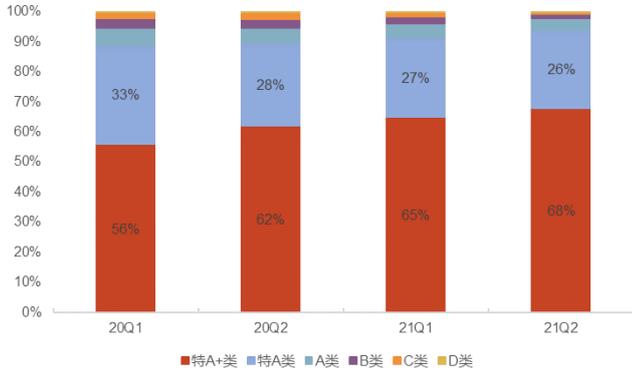
资料来源：光大证券研究所通过渠道调研估算

图 46：洋河梦之蓝收入在蓝色经典的占比持续提升



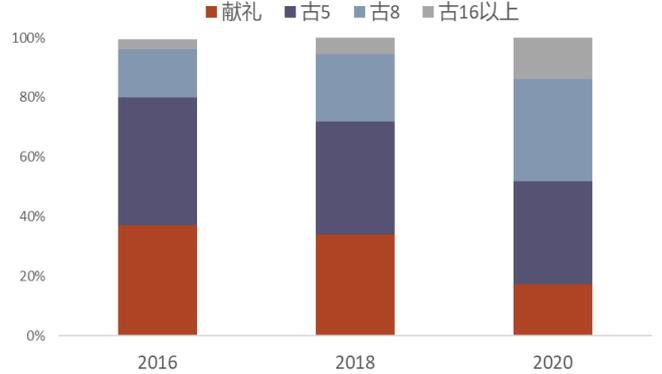
资料来源：光大证券研究所通过渠道调研估算

图 47：今世缘特 A 类以上产品占比持续提升



资料来源：今世缘公告，光大证券研究所

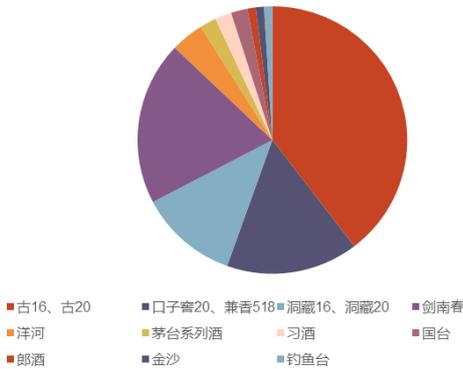
图 48：古井贡酒年份原浆中古 8 及以上产品占比提升



资料来源：糖酒快讯，酒业家，光大证券研究所

基地市场深厚的品牌具备较强抵御风险能力，次高端市场区域龙头集中度有望提升。次高端品牌分化加剧下，古井贡酒、洋河股份、今世缘等地产酒龙头具备深厚的基地市场，有望继续收割市场份额，例如安徽省 400-800 元价格带市场容量 50 亿左右，其中古 20、古 16 在 2021 年有望达到 20 亿的销售额。江苏市场次高端价格带升级趋势显著，600 元价位的梦 6+、450 元价位的国缘四开表现强劲，在次高端市场的壁垒有望进一步巩固。

图 49：2021 年安徽省 400-800 元次高端白酒市场格局



资料来源：酒业家预测，光大证券研究所

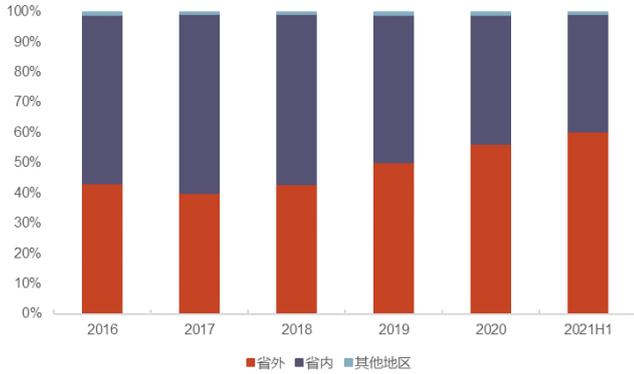
图 50：江苏省次高端市场地产酒表现强劲



资料来源：渠道调研（2020年），光大证券研究所

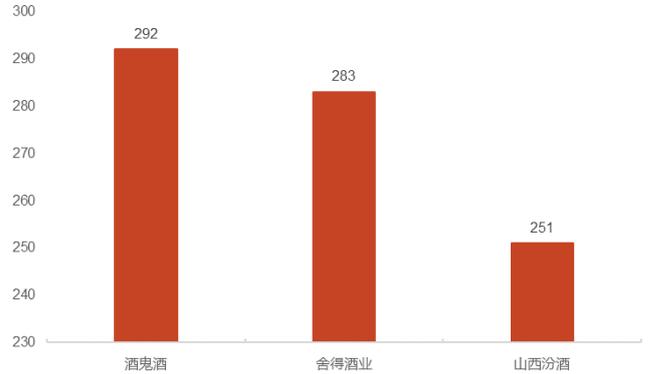
名酒加快全国化布局，省外扩张下高成长性有望持续。2021 年汾酒、舍得等全国性名酒凭借省外招商、渠道渗透、产品布局等加大全国化扩张步伐，表现出更高的成长性。汾酒 21H1 省外市场占比已超过 60%，新增经销商 251 家，其中省外新增 211 家，拓展明显，南方市场核心地区增幅远高于平均增速，华东、广东等地估计实现翻倍以上增长。舍得酒业招商红利持续，21 年上半年新增经销商 283 家，其中 Q1/Q2 分别净增 180/103 家。酒鬼酒 21 年上半年新增经销商 292 家，其中内参省外扩张加速推进。

图 51：汾酒 21H1 省外市场收入占比超过 60%



资料来源：山西汾酒公告，光大证券研究所

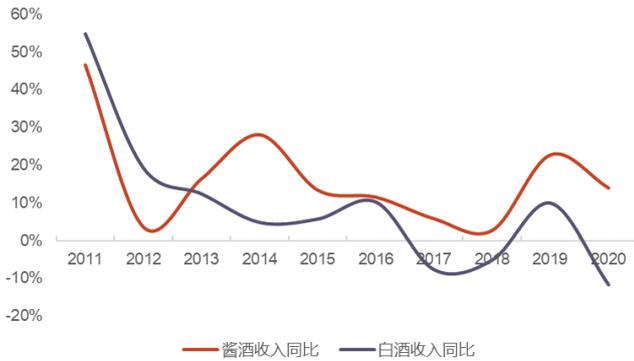
图 52：21H1 新增经销商助力全国化扩张



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：单位/家

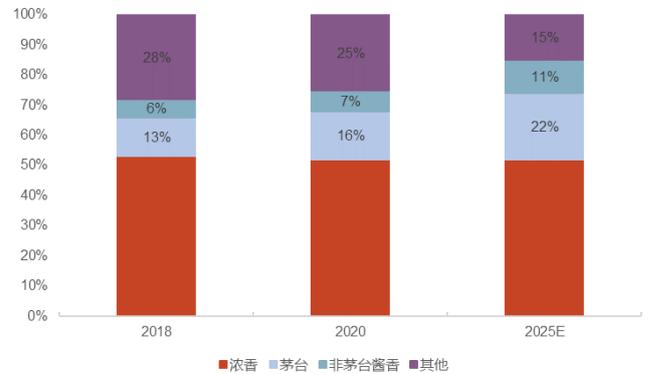
**酱酒规模扩张持续，有助于次高端扩容、满足多元化消费需求。**茅台引领下的酱香崛起，是本轮白酒周期的一个明显趋势。受益于茅台的品类教育、以及优质酱酒自身的产品品质、充足的渠道利润，酱酒规模迎来快速扩张，增幅高于行业整体，2020 年酱酒产能约 60 万千升，占行业整体 8%，但销售收入约 1550 亿，同比增长 14%，占行业整体的 26%，销售利润约 630 亿元，同比增长 14.5%，占行业整体约 40%，河南、山东、广东等省份酱酒氛围更加浓厚。预期 2022 年酱酒市场有望继续扩大，白酒行业呈现香型多元化发展，有利于满足不同消费者的品类偏好。

图 53：酱酒收入增幅高于白酒行业整体增幅



资料来源：权图酱酒工作室，光大证券研究所

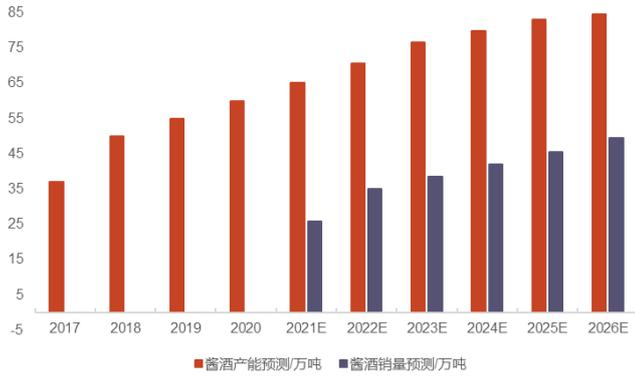
图 54：预期 2025E 酱香酒市场份额有望超过 30%



资料来源：水井坊业绩交流材料预测，光大证券研究所

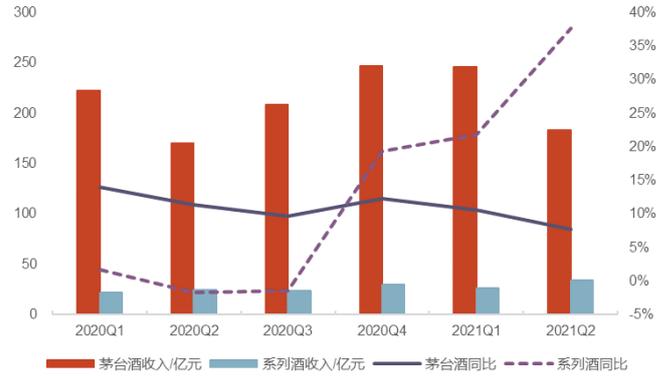
**酱酒品牌有所分化，头部品牌更加享受行业红利，茅台系列酒发展迅速。**酱酒热潮吸引了大量经销商、业外资本入局，茅台以下品牌的市场格局较为分散，多数品牌仍处于规模快速扩张期。但展望后续，伴随销量扩大下渠道利润收缩、批价回落，以及酱酒的生产工艺和周期决定了产能存在限制，酱酒品类将逐渐回归理性增长状态，分化下习酒、郎酒、国台、金沙、钓鱼台等综合实力较为突出的酱酒品牌有望受益，茅台系列酒得益于茅台酒的品牌和渠道优势，动销表现良好，2021 年提价并进行产品升级，河南等渠道反馈王子酒渠道利润率 20%左右，汉酱利润率更高，预期 2022 年系列酒仍将延续高增长趋势。

图 55: 酱酒后续扩产节奏较为平稳



资料来源: 各公司公告, 酒业家, 光大证券研究所预测, 注: 具体测算可见我们于 2021 年 4 月 19 日发布的报告《酱香风起, 未来可期-酱酒行业研究报告》

图 56: 疫情冲击后, 2021 年上半年茅台系列酒收入高速增长



资料来源: 贵州茅台公告, 光大证券研究所

表 4: 次高端主要酱酒品牌 2021 年以来销售表现

| 酱酒品牌 | 2021 年销售情况  |
|------|---|
| 贵州习酒 | 2021 年前三季度营收 97.31 亿元, 全年目标销售额 120 亿元。高端产品君品习酒 2020 年销售额 6.5 亿元, 21 上半年持续快速增长, 21 年有望成为 20 亿级别产品。 |
| 郎酒股份 | 2021 年一季度营收 32.22 亿元, 同比增长 293.44%。   |
| 金沙酒业 | 2021 上半年实现销售收入 23 亿元, 同比增长 225%, 全年目标 50 亿元, 同比增长超过 80%   |
| 贵州珍酒 | 2021 年一季度销售额达到 15 亿, 全年目标增长 80%。  |

资料来源: 酒业家, 云酒头条, 国酒时空, 光大证券研究所

### 3、大众品：关注板块边际改善

#### 3.1、 板块回顾：大众品的估值行情历史复盘

**2021 年以来大众品板块的估值修复明显:** 2021 年以来大众品板块估值修复趋势出现一定分化。一方面, 啤酒板块在股价下跌和收入及利润回升的双重影响下, 年内估值持续修复, 截至 10 月 20 日啤酒 (申万) PE (TTM) 回落 49.9%, 至 44 倍; 另一方面, 食品加工板块估值从 8 月起出现小幅回升, 截至 10 月 20 日食品加工 (申万) PE (TTM) 回落幅度小于啤酒板块, 为 11.8%, 估值为 34 倍。个股来看啤酒和调味品板块内股价均有不同程度下跌。

图 57: 2021 年以来大众品板块的估值修复明显

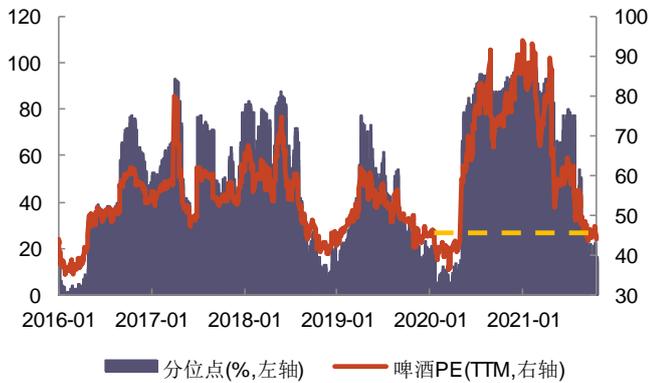


资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 股价日期为 2021.1.1-2021.10.20)

### 3.1.1、当前大众品板块处于历史估值区间的什么分位

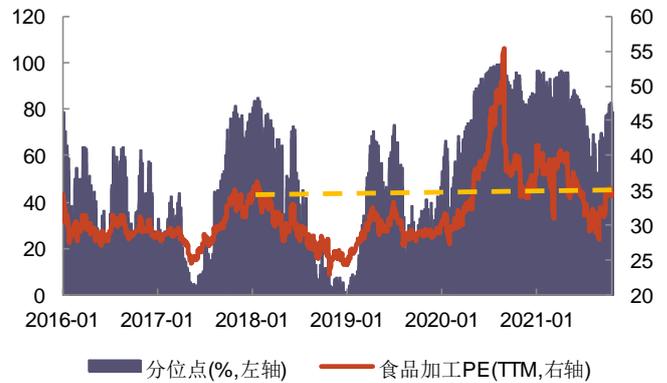
当前时点（2021.10.20）啤酒板块估值接近 2019 年底的估值水平，处于 2016 年以来的 43.67%分位点，板块估值具备较高安全边际。食品加工板块估值与 2018 年初的估值水平接近，处于 2016 年以来 78.44%分位点，有待业绩改善降低估值水平。

图 58：啤酒板块 PE(TTM)及分位点



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：指数为啤酒（申万）指数，数据时间为 2016.1.4-2021.10.20，黄色虚线为 2021.10.20 时点的 PE（TTM））

图 59：食品加工板块 PE(TTM)及分位点

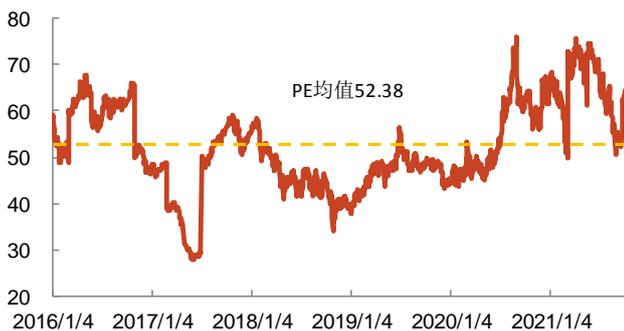


资料来源：Wind，光大证券研究所（注：指数为食品加工（申万）指数，数据时间为 2016.1.4-2021.10.20，黄色虚线为 2021.10.20 时点的 PE（TTM））

各细分分子板块估值表现略有差异，调味品估值接近 2016 年以来的最高水平：虽然食品加工板块整体估值处于 2016 年以来的中枢以上，但是不同细分行业之间的表现也略有差异。截至到 2021 年 10 月 20 日，调味品（申万三级子行业，下同）最新市盈率估值为 65.61 倍，接近 2016 年以来的历史最高水平；乳制品板块的最新市盈率估值为 30.18 倍，略高于 2016 年以来的均值水平；肉制品和食品综合最新市盈率估值分别为 17.49 倍和 33.69 倍，分别处于 2016 年来估值的 3.73%和 38.31%分位点。

图 60：当前调味品整体估值接近 2016 年以来的新高

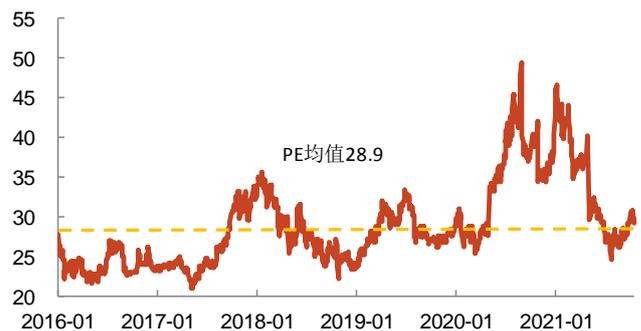
SW调味发酵品



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：指数为调味发酵品（申万）指数，数据时间为 2016.1.4-2021.10.20）

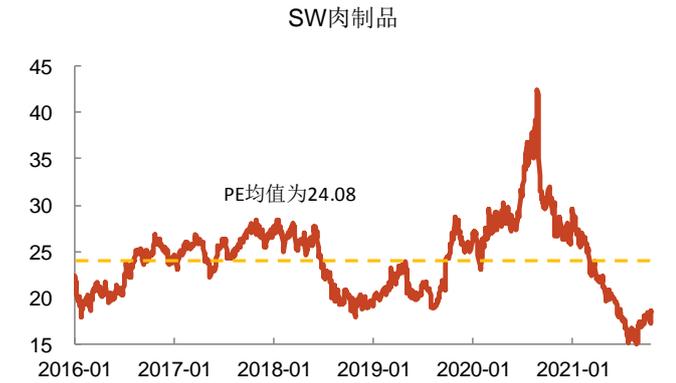
图 61：当前乳制品整体估值略高于 2016 年以来的均值

SW乳品



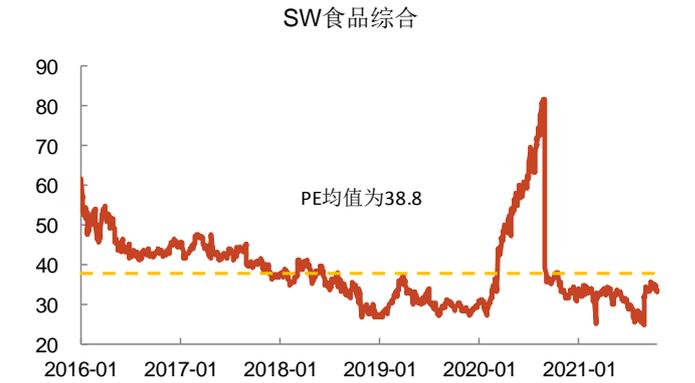
资料来源：Wind，光大证券研究所（注：指数为乳品（申万）指数，数据时间为 2016.1.4-2021.10.20）

图 62：当前肉制品整体估值接近 2016 年以来的历史低位



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：指数为肉制品（申万）指数，数据时间为 2016.1.4-2021.10.20）

图 63：当前食品综合整体估值处于 2016 年以来的均值以下



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：指数为食品综合（申万）指数，数据时间为 2016.1.4-2021.10.20）

**估值修复的逻辑基础：**后疫情时期，居民消费尚未恢复，大众品消费较为疲软，公司业绩尚待修复。与周期板块的高增速、低估值相比，大众品板块性价比降低，板块估值出现回调。

### 3.2、啤酒：决战高端，国潮赋能

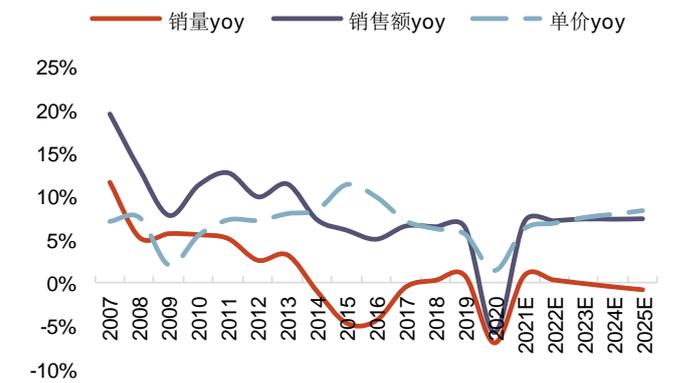
伴随着啤酒主力消费人群的萎缩，当前我国的啤酒消费市场整体进入了“总量横盘”阶段，行业增速主要靠价格驱动，产品结构持续优化。1) 从产量来看，2020 年即饮渠道受到疫情负面冲击，啤酒产量下滑 9.4%至 3411.1 万吨。2021 年随着疫情逐步稳定，1-8 月中国规模以上啤酒企业累计产量 1498.5 万吨，同比提升 18.9%。2) 从价格来看，2006 年至今中国啤酒销售单价持续提升。

图 64：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

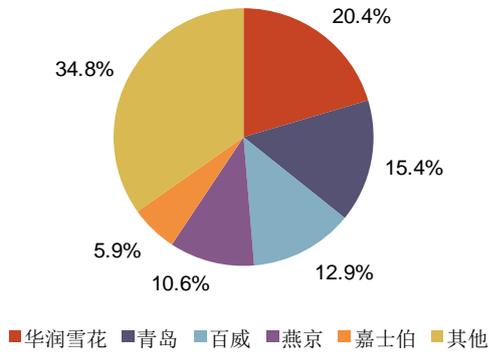
图 65：中国啤酒销售单价同比增速持续为正



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所（注：2021-2025 年为 Euromonitor 预测）

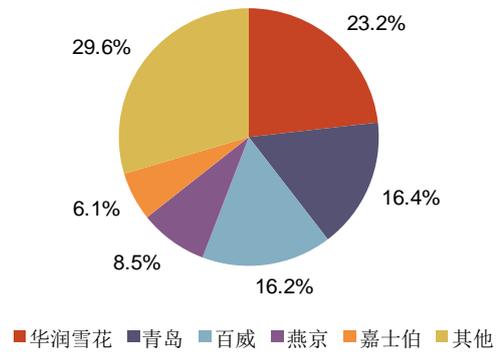
3) 从竞争格局看，伴随着行业整体量级的稳定，国内的啤酒巨头经过跑马圈地的产能扩张期，已形成了稳定的寡头垄断格局。华润雪花、青岛、百威、燕京和嘉士伯五大啤酒龙头企业的 CR5（消费量口径）从 2013 年的 65.2% 上升至 2018 年的 70.4%。

图 66：按消费量计的中国市场份额（2013）



资料来源：百威亚太招股说明书，Global Data，光大证券研究所整理

图 67：按消费量计的中国市场份额（2018）



资料来源：百威亚太招股说明书，Global Data，光大证券研究所整理

在整合过程中，五大啤酒厂商均形成了自己的强势区域：华润雪花在贵州、四川，燕京啤酒在广西，青岛啤酒在陕西、山东，嘉士伯在重庆、宁夏，百威英博在江西的市占率均超过 75%，呈现一家独大的格局。另外，除甘肃、天津、广东、湖南、河南、浙江六个省市外，其他地区的销售额 CR2 均大于 75%。

表 5：五大啤酒品牌通过收购划分势力范围

| 品牌               | 收购时间        | 参与方式 | 目标品牌          | 对应地区 | 该地区份额 (按销售额) |
|------------------|-------------|------|---------------|------|--------------|
| 华润雪花             | 1993 年      | 全资   | 辽宁雪花啤酒厂       | 辽宁   | 67%          |
|                  | 2004 年      | 全资   | 澳洲狮王中国业务      | 江苏   | 54%          |
|                  | 2006 年      | 全资   | 四川蓝剑          | 四川   | 79%          |
|                  | 2006 年      | 全资   | 浙江银燕啤酒        | 浙江   | 31%          |
|                  | 2007 年      | 全资   | 安徽淮北相王啤酒      | 安徽   | 72%          |
|                  | 2009 年      | 控股   | 山东琥珀啤酒        | 山东   | 15%          |
|                  | 2009 年      | 全资   | 山东聊城啤酒        | 山东   | 15%          |
|                  | 2010 年 4 月  | 全资   | 驻马店悦泉啤酒       | 河南   | 18%          |
|                  | 2010 年 11 月 | 控股   | 西湖啤酒          | 浙江   | 31%          |
|                  | 2011 年 1 月  | 全资   | 河南奥克啤酒        | 河南   | 18%          |
|                  | 2011 年 2 月  | 全资   | 江苏三泰啤酒        | 江苏   | 54%          |
|                  | 2011 年 7 月  | 全资   | 河南商丘蓝牌啤酒      | 河南   | 18%          |
|                  | 2011 年 6 月  | 控股   | 清河墨尼啤酒        | 辽宁   | 67%          |
|                  | 2011 年 7 月  | 合资   | 江苏大富豪啤酒       | 江苏   | 54%          |
|                  | 2011 年 7 月  | 全资   | 上海亚太啤酒        | 上海   | 19.70%       |
|                  | 2011 年 8 月  | 全资   | 杭州西湖啤酒        | 浙江   | 31%          |
|                  | 2011 年 8 月  | 控股   | 茅台啤酒          | 贵州   | 84.50%       |
|                  | 2013 年 2 月  | 全资   | 广东金威啤酒        | 广东   | 25%          |
|                  | 2018 年 11 月 | 全资   | 喜力啤酒中国区业务     | -    | -            |
| 2021 年 8 月 (进行中) |             |      | 山东景芝白酒有限公司    | 山东   | 40%          |
| 青岛啤酒             | 2008 年      | 全资   | 烟台啤酒          | 山东   | 78%          |
|                  | 2009 年      |      | 朝日集团控股中国区啤酒业务 | 山东   | 78%          |
|                  | 2009 年 6 月  | 全资   | 山东趵突泉啤酒       | 山东   | 78%          |
|                  | 2010 年 12 月 | 控股   | 山东新银麦啤酒       | 山东   | 78%          |
|                  | 2014 年 7 月  | 控股   | 山东绿兰莎啤酒       | 山东   | 78%          |
| 百威英博             | 2008 年 11 月 |      | 英博集团          |      |              |

|      |          |    |                           |     |        |
|------|----------|----|---------------------------|-----|--------|
|      | 2011年2月  | 全资 | 辽宁大连大雪啤酒                  | 辽宁  | 15%    |
|      | 2011年3月  | 全资 | 河南维雪啤酒                    | 河南  | 22%    |
|      | 2012年    | 全资 | 莫德罗集团                     |     |        |
|      | 2013年    | 全资 | 南昌亚洲啤酒                    | 江西  | 79.50% |
|      | 2014年4月  | 全资 | 吉林金士白啤酒                   | 吉林  | 39%    |
|      | 2014年8月  | 全资 | 江苏大富豪啤酒                   | 江苏  | 8%     |
|      | 2015年8月  | 合资 | 珠江啤酒                      | 广东  | 24.50% |
| 嘉士伯  | 1995年    | 全资 | 惠州啤酒有限公司(改名嘉士伯啤酒(广东)有限公司) | 广东  |        |
|      | 2003年    | 全资 | 云南省昆明华狮啤酒厂                | 云南  | 40%    |
|      | 2003年    | 全资 | 大理啤酒集团                    | 云南  | 40%    |
|      | 2004年    | 合资 | 兰州黄河集团                    | 甘肃  |        |
|      | 2004年    | 合资 | 西藏拉萨啤酒有限公司                | 西藏  | 70%    |
|      | 2006年    | 合资 | 宁夏西夏嘉酿啤酒有限公司              | 宁夏  | 80%    |
|      | 2015年5月  | 全资 | 重庆啤酒                      | 重庆  | 81%    |
|      | 2016年5月  | 全资 | 乌苏啤酒                      | 新疆  | 60.20% |
| 燕京啤酒 | 2010年8月  | 控股 | 焦作月山啤酒                    | 河南  |        |
|      | 2011年11月 | 全资 | 内蒙古金川保健啤酒                 | 内蒙古 | 50.50% |

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理（注：橙色单元格为该品牌市占率50%以上的地区）

当前啤酒行业已从增量市场变为存量市场，随着各企业重心从抢占市场份额转为产品升级、以提升盈利水平，产品结构高端化升级成为各酒企发力重点。国内四大主要啤酒厂商中，青岛啤酒是国内品牌中最早开始布局高端化的。百威和嘉士伯均拥有“国内+国际”品牌矩阵，并通过收购本土精酿品牌进一步扩充了自己的产品矩阵。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。

- 青岛啤酒在中档和中档以上产品的布局最早始于1994年。2010年推出逸品纯生和奥古特、2013年推出鸿运当头；
- 华润雪花自2005年推出[勇闯天涯]品牌后，开始涉足中档以上产品。2013年推出脸谱系列、2018年推出勇闯天涯 SuperX 和匠心营造，2019年推出雪花马尔斯绿啤酒和黑狮白啤。2018年，华润雪花收购喜力在中国的所有啤酒业务，以双方高度互补优势向高端领域拓展。

图 68：雪花&青岛&百威&嘉士伯中高端品牌上市时间

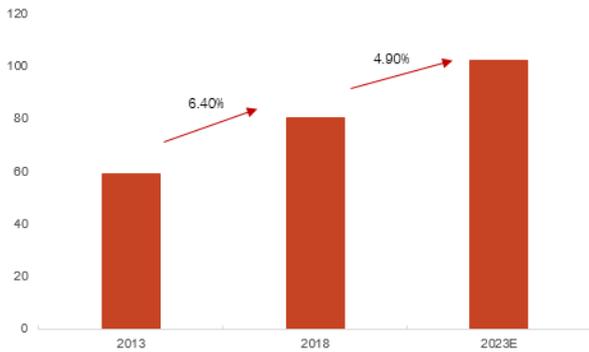


资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

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：

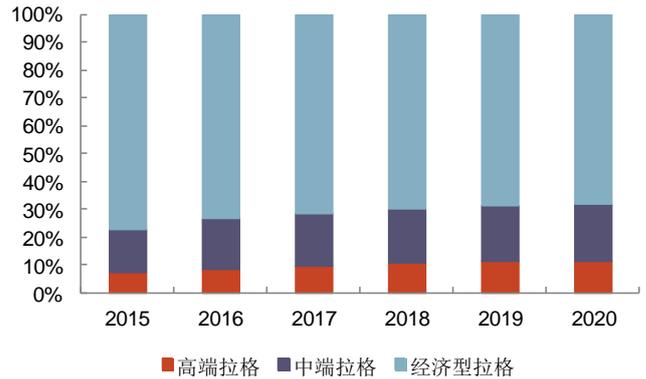
- **需求端**：城市化和城镇人均可支配收入的增长提供人口和购买力基础，中等收入人群崛起扩大中高端啤酒的潜在消费人群，主流消费人群代际更迭后新一代将引领啤酒消费潮流。
- **供给端**：寡头垄断的市场格局下，啤酒厂商继续争夺市场份额变得事半功倍。由于中高端产品的利润率更高，出于提升整体利润率的目的，厂商也有意愿进行产品改良和升级。

图 69：高端&超高端市场规模扩大（亿升）



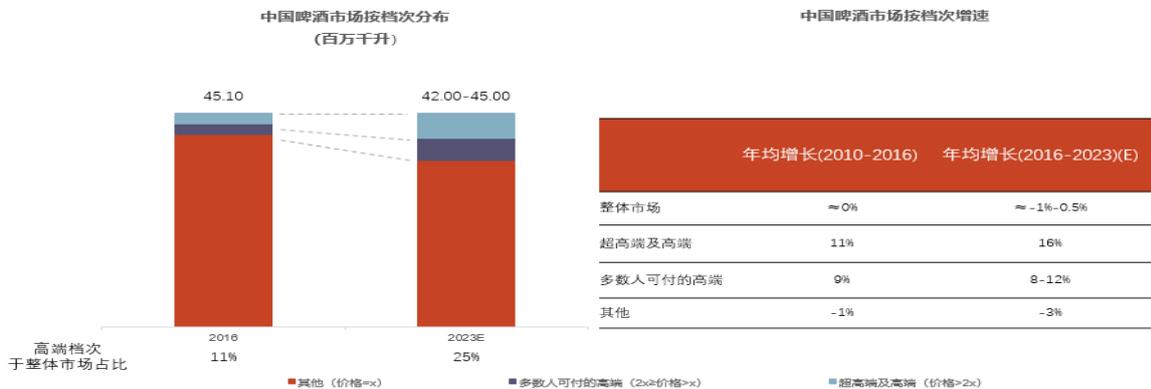
资料来源：百威招股说明书，Global Data 预测，光大证券研究所

图 70：2015-2020 年拉格啤酒不同价位销量占比



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 71：预期高端市场增长带来更高价值



资料来源：喜力官网，光大证券研究所（注：数据为喜力预测）

在这场高端化的浪潮中，中国啤酒企业抓住国潮的契机，拉近与年轻消费者的距离，使品牌重新焕发新生，其中华润啤酒、青岛啤酒和重庆啤酒的国潮转型最为典型。

- **华润雪花推出国潮元素新品，顺应国潮风向。**一是今年 5 月上市超高端新品“醴”，定价 999 元/盒（2 瓶），名字取自中国最古老的啤酒醴，致敬中国千年酿酒文化。这不仅是啤酒企业在超高端价格带空白市场的初次探索，也掀起了中国啤酒文化复兴的运动。二是今年即将推出精酿啤酒“曲墨”，拥有多种口味，是一次传统文化与精酿时尚潮流的碰撞。在啤酒高端化的道路上，国潮风尚助了一臂之力。

图 72： 华润雪花新品“醴”



资料来源：华润雪花天猫旗舰店，光大证券研究所

图 73： 2021 年 6 月华润雪花啤酒曲墨新酿品鉴会



资料来源：雪花啤酒陕西公众号，光大证券研究所

- **青岛啤酒百年潮流元素融入服装和包装，打造百年国货文化。**2019 年，青岛啤酒联手中国新锐潮牌 NPC 亮相纽约时装周，将青岛啤酒百年潮流元素巧妙融入服装设计细节。青岛啤酒 logo、诞生年份、同款色系印与时尚元素相结合，满足了中国青年对个性及品质的追求，向世界展示了中国的文化自信。同年，青岛啤酒还推出了 1903 复古罐，复刻出百年前青岛啤酒的经典商标，经典与潮流的结合激发出年轻人的情感共鸣，重塑了青岛啤酒年轻的品牌形象。

图 74： 2019 年青岛啤酒潮流元素融入服装



资料来源：青岛啤酒公众号，光大证券研究所

图 75： 2019 年青岛啤酒推出 1903 复古罐



资料来源：青岛啤酒公众号，光大证券研究所

- **重庆啤酒以“乌苏啤酒”作为爆品品牌，结合地方文旅，步入快速发展通道。**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。乌苏啤酒已连续举办十二届啤酒文化节，活动紧密结合当地文旅产业。例如乌苏啤酒在西安大唐西市的啤酒节，以“一带一路”倡议为契机，引入新疆西域风情，让消费者在饮酒狂欢的同时也领略中国的丝路文化。此外，乌苏啤酒在社交网络上与年轻人进行紧密互动，打造出“硬核”的网红啤酒形象。

图 76：乌苏啤酒西安大唐西市啤酒节海报



资料来源：乌苏啤酒公众号，光大证券研究所

图 77：乌苏啤酒“硬核”品牌形象



资料来源：乌苏啤酒公众号，光大证券研究所

### 3.3、 调味品：龙头提价将打开行业提价空间

2021 年 10 月 12 日晚，海天味业发布《部分产品价格调整公告》，对酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格进行调整，幅度为 3-7%不等，新价格将于 10 月 25 日起实施。

今年以来，调味品板块面临着来自渠道变化、需求疲弱、成本压力在内的多重因素冲击，收入和利润端增速均有所放缓。具体来看：1) 渠道变化：社区团购等新兴渠道的崛起，对商超渠道的客流形成冲击；2) 需求疲弱：疫情反复下，餐饮端恢复缓慢、零售端需求疲软，导致调味品企业面临一定的销售压力；3) 成本端压力：大豆等原材料成本大幅上涨，进一步压缩企业利润。多方面因素共同作用下，提价动作势在必行。

#### 3.3.1、 拆解提价原因：销售承压&成本上涨

##### (1) 供给端：渠道结构变化，社区团购崛起。

于疫情下催化，于资本流入后迅猛。社区团购以“预售+自提”为主要模式，兼具性价比和时效性两大特点，早在 2016 年便初具雏形，典型代表为兴盛优选。得益于其商业模式，社区团购在发挥低配送成本优势的同时，能够实现无接触配送，成为了疫情期间居民购买生鲜水果、粮油米面等必选消费品的重要平台，也因此得以快速发展。

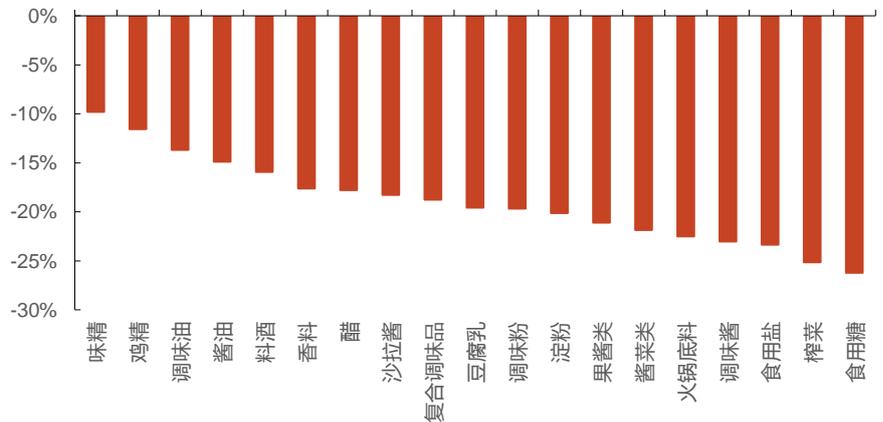
图 78：各大社区团购平台发展时间轴



资料来源：各平台官网，光大证券研究所

**分流商超渠道，经销管理难度加大。**社区团购仍处于跑马圈地时期，各大平台均通过低价及活动补贴引流，对传统渠道造成较大冲击。根据木丁商品信息，21H1超市总体销售额同比下降6.59%，其中调味品各细分品类在超市渠道中的销售额同比均出现10-20%不等的下滑。同时，由于平台补贴严重，甚至出现价格倒挂现象，造成线下渠道的价盘紊乱，经销商进货意愿低、窜货现象频发，渠道管理难度加大。

图 79：超市渠道中调味品细分品类 21H1 销售额同比变化



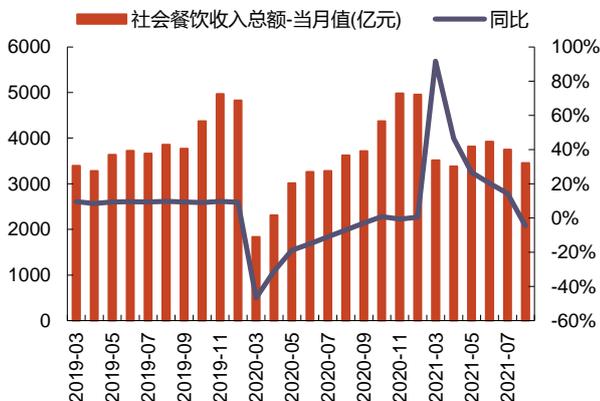
资料来源：木丁商品信息，光大证券研究所

**(2) 需求端：餐饮复苏缓慢，零售需求疲软**

**疫情零星出现，餐饮复苏缓慢。**虽然疫情得到一定控制、疫苗接种率不断提高，但仍呈现出零星散发的态势，进而影响餐饮堂食。从社会餐饮收入来看，2021年4-8月餐饮收入增速持续回落，餐饮端需求恢复缓慢。根据国家统计局数据，2021年1-8月社会餐饮收入约28919亿元，同比增加34.4%，而8月单月社会餐饮收入约3456亿元，同比下滑4.5%。我们预计，H2餐饮旺季下需求将边际转暖，但仍处于弱复苏的状态。

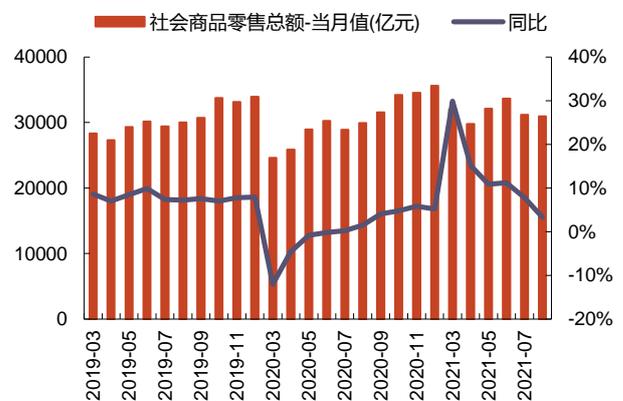
**消费力有所下降，大众品需求疲软。**疫情对居民收入水平的影响在2021年才真正显现，居民消费力的下降且消费意愿降低，导致零售端需求疲软。根据国家统计局数据，2021年8月单月社会商品零售总额约30939亿元，同比增加3.3%，4-8月增速同样呈现回落趋势。我们预计，居民消费水平的恢复仍需时日，21H2大众品需求依然面临一定压力。

图 80：月度社会餐饮收入总额及其增速



资料来源：国家统计局，光大证券研究所；数据截至2021年8月

图 81：月度社会商品零售总额及其增速



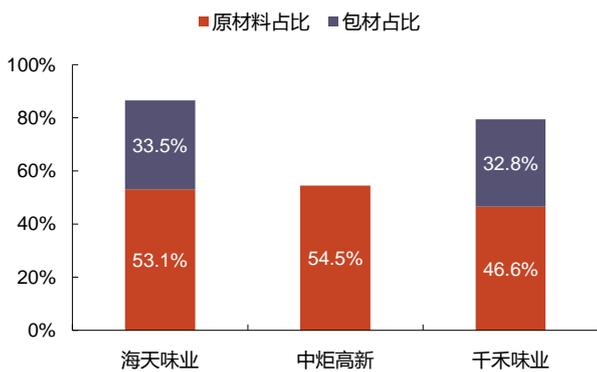
资料来源：国家统计局，光大证券研究所；数据截至2021年8月

(3) 成本端：原料价格上涨，成本压力凸显

**原材料占比较高，成本攀升&压力显现。**调味品的主要成本来自原材料和包装材料，二者合计占比超过 50%。以海天味业为例，2012 年大豆/白砂糖/玻璃/PET 的成本占比分别达到 17%/17%/12%/11%。2020 年以来，主要原材料及包材的采购价格上涨明显，调味品企业的成本压力不断攀升，也成为了本轮提价的重要驱动因素之一。具体来看：

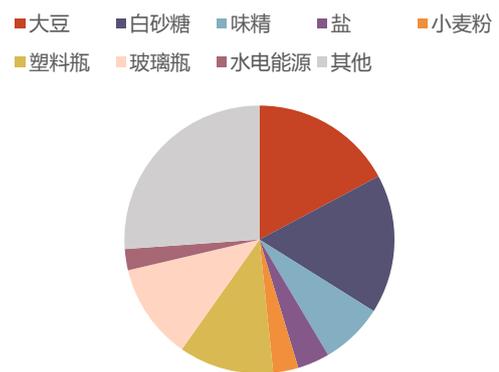
- **生产原料：**大豆是酱油产品的主要原材料，美洲国家干旱气候导致海外大豆产量降低，叠加疫情影响下进口受阻，大豆供给减少。同时下游养殖和加工需求扩大进一步刺激大豆需求，致使国内出现供需缺口。2020 年初起大豆价格不断上涨，且已处于历史高位水平。截至 2021 年 10 月 12 日，国内大豆现货价已持续增长至 5241 元/吨，较 20 年年初上涨 50.1%，21 年 1-9 月的增幅达 15.8%。
- **包装材料：**调味品的主要包装材料为玻璃和 PET，其价格在 20H1 呈现下降趋势，但自 20H2 起重新进入上行通道，20 年 5 月玻璃价格开始快速反弹，20 年 11 月起 PET 价格有所回升。截至 21 年 10 月 12 日，浮法玻璃市场价和 PET 切片价格较去年同期分别增长 55.0%/75.3%，21 年 1-9 月的增幅达 31.4%/60.8%。

图 82：调味品上市公司成本构成



资料来源：公司公告，光大证券研究所；注：海天味业是 2012 年成本数据；千禾味业是 2015 年酱油成本数据；中炬高新是 2013 年成本数据，未披露包材占比；其他成本包含人工成本、制造费用等

图 83：海天味业成本构成（2012 年）



资料来源：海天味业招股说明书，光大证券研究所

图 84：大豆现货价格走势



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计时间为 2018.1.2-2021.10.12

图 85：玻璃及塑料价格走势



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计时间为 2018.1.10-2021.9.30

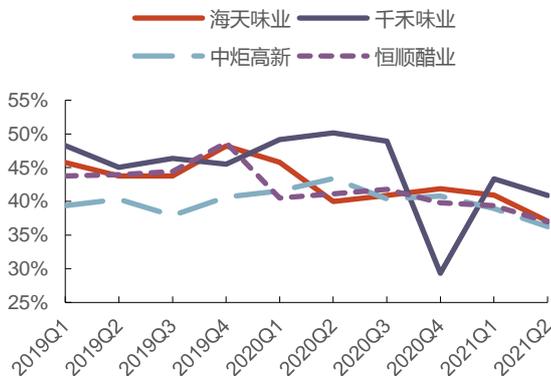
#### (4) 多因素影响下，企业盈利能力受到压制

**调味品上市公司毛利率下降明显。**21Q2，海天味业/千禾味业/中炬高新单季度收入分别同比减少 9.4%/7.2%/24.9%。销售受阻叠加成本上涨，毛利率明显承压，Q2 海天味业/千禾味业/中炬高新毛利率分别为 37.1%/40.9%/36.2%，同比下降 2.9/9.3/7.1pcts。其中，海天的毛利率已下降至 2015Q4 水平（38.8%）。

**净利率出现不同程度的下滑。**在毛利率下滑明显的情况下，海天主动控制费用投放，缩减广告费用率，Q2 净利率小幅下降 1.7pcts。由于人员薪酬增加，导致管理费用略有提升，中炬高新 Q2 净利率下滑 7.8pcts。千禾味业由于加码营销活动，冠名江苏卫视《新相亲大会》，销售费用率大幅提升，因此净利率下滑幅度较大，达到 13.3pcts。

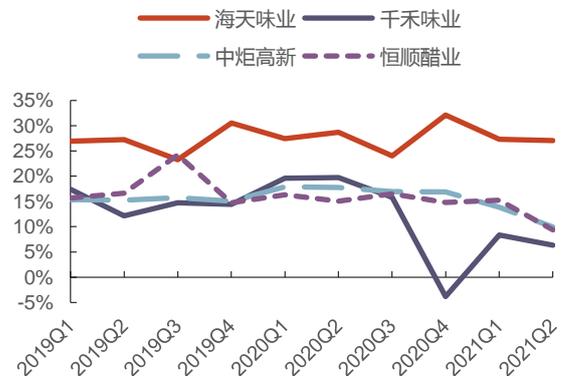
从中报数据中可以看出，渠道冲击&需求疲软的背景下，原材料价格持续攀升，已经对利润产生较大侵蚀，调味品企业提价动作势在必行。

图 86：调味品上市公司毛利率变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 87：调味品上市公司净利率变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 3.3.2、展望未来：边际改善下，迎来配置良机

**政策规范&公司积极参与渠道，社区团购渠道对行业的影响有望边际减弱。**

- 自 2020 年年末起，政府陆续出台相关政策，例如 20 年 12 月国家市场监督管理总局发布《社区团购“九不得”新规》，随后江西、新疆、重庆等省市级监管局相继发布具体文件。我们认为，此举有助于以加强社区团购监管、规范平台行为，严重补贴甚至价格倒挂的现象或将得以遏制。
- 此外，调味品厂商亦开始积极转变，拥抱渠道变化。早期社区团购主要为经销商参与，21Q2 起，海天等调味品逐渐重视这一新兴渠道，直接与平台合作。例如 2021 年 6 月千禾将社区团购业务归由电商负责人分管，并采用直营和经销相结合的模式，对于已经建有仓库且控制力较强的地区，由公司负责运营；对于尚未建设仓库的地区，则选择与经销商合作。我们认为，在政策趋严的背景下，市场将加速洗牌，同时随着调味品从企业维度布局，低价恶性竞争有望好转，价格体系逐渐良性健康，社区团购的负面影响将边际减弱。

表 6：市场监管总局出台社区团购“九不得”新规

| 序号 | 内容  |
|----|---|
| 1  | 不得通过低价倾销、价格串通、哄抬价格、价格欺诈等方式滥用自主定价权。        |
| 2  | 不得违法达成、实施固定价格、限制商品生产或销售数量、分割市场等任何形式的垄断协议。 |
| 3  | 不得实施没有正当理由的掠夺性定价、拒绝交易、搭售等滥用市场支配地位行为。      |
| 4  | 不得违法实施经营者集中，排除、限制竞争。                      |
| 5  | 不得实施商业混淆、虚假宣传、商业诋毁等不正当竞争行为，危害公平竞争市场环境。    |
| 6  | 不得利用数据优势“杀熟”，损害消费者合法权益。                   |
| 7  | 不得利用技术手段损害竞争秩序，妨碍其他市场主体正常经营。              |
| 8  | 不得非法收集、使用消费者个人信息，给消费者带来安全隐患。              |
| 9  | 不得销售假冒伪劣商品，危害安全放心的消费环境。                   |

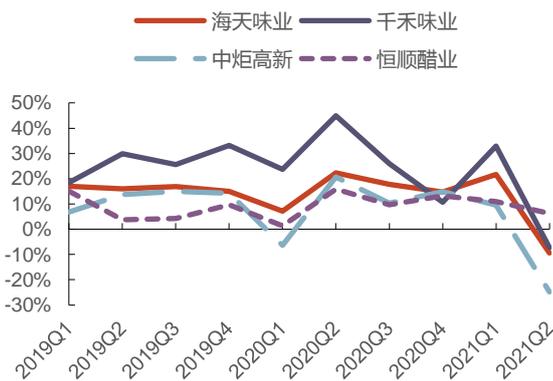
资料来源：市场监管总局，光大证券研究所

**此外提价亦有助于重塑价格体系：**当前较上一次提价已经过去 4 年，期间一批商 & 二批商的毛利空间持续缩窄，本次提价后价格重塑有助于提升渠道利润，我们预计一批商毛利率有望从 12% 提升至 20%，二批商毛利率有望从 5% 提升至 10%，各级经销商的利润空间有望显著改善。

**调价有助于降低渠道库存：**由于需求疲弱，调味品经销商的库存普遍偏高。此次提价可将渠道库存向下游转移，通过抢占二批商的仓储，缓解渠道库存压力。我们认为此次海天提价大概率可以成功，预计提价之后公司会出台相应促销政策以平滑终端需求，让价格软着陆。

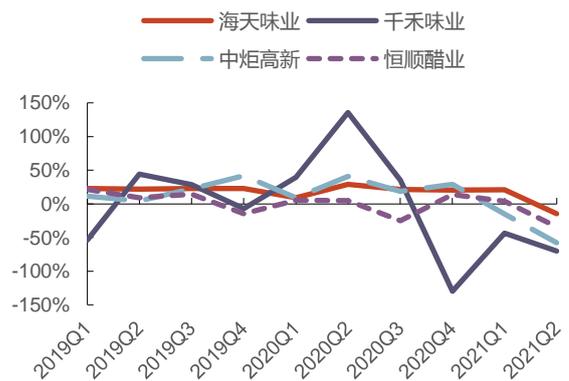
**预计提价后业绩会持续平稳改善，22Q2 有望在低基数下实现较快增长。**21Q2，调味品上市公司的收入和利润均出现了不同程度的下滑，海天/千禾/中炬的营业收入和归母净利润分别同比下降 9.4%/7.2%/24.9% 和 14.7%/70.1%/57.9%。在低基数的背景下，21H2 以及 22 年餐饮及零售端需求或将边际复苏，新渠道负面影响逐步消弭，传统渠道动销逐渐恢复，企业收入有望抬升。同时，通过直接提价缓解成本上涨压力，我们预计调味品各企业的盈利水平将逐季改善。

图 88：21Q2 调味品上市公司收入增速较低



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：纵轴为单季度收入同比增速

图 89：21Q2 调味品上市公司利润增速较低



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：纵轴为单季度归母净利润同比增速

## 4、投资建议

**1) 白酒板块：**2021 年中秋、国庆双节错位导致消费时间轴拉长，动销基本符合预期，宴席市场表现较优，消费升级趋势延续。高端白酒方面推荐高确定性、估值合理的**贵州茅台**、**五粮液**、**泸州老窖**，次高端白酒推荐品牌分化下增长势头强劲的**山西汾酒**，以及基本面向好、估值相对较低的**洋河股份**。

**2) 大众品板块：**2021 年以来各啤酒厂家 8-12 元高端价格带均出现了快速放量增长，啤酒行业高端化趋势不变且将会在 2022 年延续。此外成本压力下，2022 年亦有可能出现提价行为。我们推荐**华润啤酒 (H)**、**青岛啤酒 (A)**、**重庆啤酒**，**建议关注百威亚太 (H)**。调味品板块，展望 2022 年，海天提价将开启行业整体提价脚步，成本端的压力将得到纾解。此外随着需求的边际持续改善；渠道端厂商主动和社区团购进行合作，新渠道带来的冲击不断缓解。我们认为调味品行业整体机会将显著好于 2021 年，值得关注。推荐**海天味业**，建议关注**颐海国际 (H)** 和**千禾味业**。

### 4.1、贵州茅台 (600519.SH)

贵州茅台 2021 前三季度营业总收入 770.53 亿元，同比增长 10.75%，归母净利润 372.66 亿元，同比增长 10.17%。Q3 单季总营收 263.32 亿元，同比增长 9.99%，归母净利润 126.12 亿元，同比增长 12.35%。

**渠道结构调节效果明显，系列酒延续高增：**1) **分产品**，21Q3 茅台酒收入 220.43 亿元，同比增长 5.55%，估计增幅主要来自非标产品、渠道结构调节带来的均价提升，基酒产能限制下量增贡献相对较小。系列酒 Q3 收入 34.79 亿元，同比增长 48.07%，延续高增态势。公司继续对系列酒的渠道布局，截至 9 月底国内经销商共 2095 个，前三季度分别增加/减少 62/13 个经销商，且以增加系列酒经销商、减少优化茅台酒经销商为主。2) **分渠道**，21Q3 直销渠道收入 51.81 亿，同比增长 57.93%，占比 20.30%，较 20Q3 提升 6pct。直销渠道扁平化建设取得明显成效，中秋国庆双节茅台酒投放以天猫、京东、商超、厂家自营店为主，21Q3 批发渠道收入 203.41 亿元，同比增加 1.94%。

**价格管控增强，高质量增长可期：**当下飞天散瓶批价 2800 元左右，价格有所降温。9 月丁董事长在临时股东大会中提出让茅台酒回归商品属性、价格应遵循市场规律，公司价格管控有所增强，双节旺季推出“空瓶复购”、试点“开瓶消费”，近期取消普茅之外的其他茅台酒开箱政策，后续取消普茅开箱政策预期较强，整箱和散瓶价差或将缩小，价格有望逐步市场化。系列酒方面，河南等渠道反馈从去年到今年春节，系列酒涨价趋势下渠道库存增加，下半年开始批价下滑。伴随酱酒渠道热降温、消费端对酱酒需求平稳提升，系列酒有望持续良性增长。

**估计后续量增较为平稳，直接提价较为谨慎。**预期 2022 年增量主要来自于：1) 可供基酒产能保障下，茅台酒量增有望提速，非标产品作为满足消费者个性化需求的超高端产品，将继续贡献增量；2) 自营、电商、商超渠道投放量有望继续增加，直销占比提升，渠道结构转变带动整体均价上移。3) 系列酒处于增长红利期，渠道利润率较高，同时受益于茅台酒的品牌和渠道优势，动销表现较为优异，为公司另一重要增长极。

**盈利预测、估值与评级：**维持 2021-23 年净利润预测为 525.2/601.7/691.6 亿元，对应 EPS 为 41.8/47.9/55.1 元，当前股价对应 P/E 为 44/38/33 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济增速下行导致需求疲软，渠道结构转变不及预期。

表 7：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 | 109,885 | 125,173 | 143,637 |
| 营业收入增长率        | 20.66% | 10.29% | 12.13%  | 13.91%  | 14.75%  |
| 净利润（百万元）       | 41,206 | 46,697 | 52,520  | 60,166  | 69,164  |
| 净利润增长率         | 17.05% | 13.33% | 12.47%  | 14.56%  | 14.96%  |
| EPS（元）         | 32.80  | 37.17  | 41.81   | 47.90   | 55.06   |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 30.30% | 28.95% | 27.84%  | 27.13%  | 26.66%  |
| P/E            | 56     | 50     | 44      | 38      | 33      |
| P/B            | 17.0   | 14.3   | 12.3    | 10.4    | 8.9     |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-20

## 4.2、五粮液（000858.SZ）

2021 年上半年实现营收 367.52 亿元，同比增长 19.45%，归母净利润 132 亿元，同比增长 21.60%。Q2 单季营收 124.27 亿元，同比增长 18.02%，归母净利润 38.77 亿元，同比增长 23.03%。

**主品牌量价齐升，系列酒快速增长。**1) **分产品**，21H1 五粮液/系列酒收入 271.4/69.6 亿，同比增长 17.3%/38.6%，五粮液销量/均价同比增长 7.2%/9.4%，系列酒销量/均价同比增长 29.5%/7.1%。主品牌稳步增长，价格提升主要系今年 1 月以来普五执行计划内/计划外价格、产品结构调整拉升均价。系列酒实现较快增长，销量增速更快估计与去年同期基数较低有关。2) **分渠道**，21H1 经销/直销收入 271.7/69.4 亿，同比增长 3.7%/251.0%，经销模式表现相对平稳，直销模式大幅增长主要因团购业务和线上销售增长较为明显。

目前八代五粮液批价 970 元左右，之前由于旺季发货量加大，批价出现一定松动，节后控货下价格有望稳中有升。库存位于半个月到一个月的良性水平，打款发货方面，浙江、江苏等部分大商反馈全年打款已经完成，发货按照淡旺季节奏，计划外进度 85-90%。在华东等消费升级领先地区，五粮液动销表现亮眼，在宴席等场景使用率有所提升。经典五粮液为公司下半年来发展重心，定位 2000 元价格带，目标“十四五”期间达到万吨规模。目前经典尚处于培育期，以培育意见领袖和消费氛围、稳定价格体系为主。系列酒方面重点发展五粮春，二代新品提价至 200 元以上，在浙江、江苏等市场重点针对宴席场景，动销表现较好。

**盈利预测、估值与评级：**维持 2021-23 年营收预测为 679.34/792.05/910.71 亿元，净利润预测 246.91/293.97 亿/342.08 亿，对应 EPS 分别为 6.36/7.57/8.81 元，当前股价对应 P/E 为 35/29/25 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**经典五粮液市场反馈不及预期，千元价格带市场竞争加剧。

表 8：五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% | 25.08% | 25.13% |
| P/E            | 49     | 43     | 35     | 29     | 25     |
| P/B            | 11     | 10     | 9      | 7      | 6      |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-20

### 4.3、泸州老窖 (000568.SZ)

泸州老窖 2021 年上半年营业收入 93.17 亿元，同比增长 22.04%，归母净利润 42.26 亿元，同比增长 31.23%。Q2 单季营收 43.13 亿元，同比增长 5.67%，归母净利润 20.60 亿元，同比增长 36.10%。

**国窖增长持续，中低端产品调整导致收入增速短期放缓。** 21H1 中高档酒类（国窖 1573、特曲、窖龄）营收 82.18 亿元，同比增长 23.45%，其中国窖稳步上升，继续贡献主要增量。窖龄上半年销售额同比增长 78%，已超过 20 年全年销售业绩。拆分量价来看，销量/均价同比提升 6.3%/16.1%，均价提升为收入增长主要驱动。其他酒类（头曲、二曲等）营收 9.77 亿元，同比增长 7.51%。

**股权激励如期落地，机制改革释放公司活力。** 9 月 27 日公司发布 2021 年限制性股票激励计划（草案），拟授予限制性股票不超过 883 万股，约占公司目前股本总额的 0.6%，其中首次授予不超过 795 万股，预留 88 万股，授予价格为 92.71 元/股。首次授予对象不超过 521 人，包括董事、中高层管理人员、核心骨干人员等，其中董事长刘淼、总经理林锋分别持有总授予量的 1.09%，其余管理层、核心骨干等 519 人合计持有授予总量的 87.86%，预留 9.96%。股权激励计划正式落地，精准绑定核心管理层，充分调动核心骨干积极性，机制改革下公司发展活力有望进一步释放。

目前国窖 1573 主流批价 900-920 元，实际成交价 1000-1050 元，价格相对稳定，多地库存处于较低水平。四川、江苏等渠道反馈全年打款基本完成，发货进度达到 90% 以上，已提前完成任务。9 月底国窖销售公司下发文件，鉴于 2021 年国窖类产品配额已执行完毕，即日起不再接收国窖 1573 的销售订单，特曲系列、百年窖龄订单也一并停止接收，以保证市场渠道库存合理、价格坚挺，蓄力来年发展。公司 2021 年严格执行配额制控货，推动顺价销售，同时坚持终端费用投放以加大触及核心消费者，增强政商务圈层教育，品牌复兴步伐稳步推进。

**盈利预测、估值与评级：**维持 2021-23 年营收预测为 206.61/249.25/291.83 亿元，净利润预测为 75.52/92.99/110.17 亿元，对应 EPS 为 5.16/6.35/7.52 元，当前股价对应 P/E 分别为 45/37/31 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**国窖挺价效果不及预期，高端白酒市场竞争加剧。

表 9：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            | 73     | 57     | 45     | 37     | 31     |
| P/B            | 18     | 15     | 12     | 10     | 9      |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-20

### 4.4、山西汾酒 (600809.SH)

山西汾酒 2021 年上半年实现营收 121.19 亿元，同比增长 75.51%，归母净利润 35.44 亿元，同比增长 117.54%。Q2 单季营收 47.87 亿元，同比增长 73.23%，归母净利润 13.62 亿元，同比增长 239.43%。

**青花系列高增，省外占比达到 60%。**1) **分产品：**上半年青花系列增长亮眼，估计同比增长接近翻倍，占比达到 35%，其中青 20 及青 25 占比约 60%，增长较为突出，青 30 及以上产品占比约 40%，放量速度低于青 20。老白汾受益于省内消费场景恢复，实现快速放量，估计同比增速达到 100%，巴拿马增速相对平稳，玻汾维持高增长态势，估计同比增速超过 70%。杏花村等系列酒基本持平，竹叶青等上半年同比增长接近 150%。2) **分地区：**21Q2 省内/省外收入 17.83/29.48 亿元，同比增长 61.54%/82.16%，占比 37.69%/62.31%。省外市场占比超过 60%，全国化布局成效显著。公司大力拓展南方市场，核心地区增幅远高于全国增速，华东、广东等地估计实现翻倍以上增长。

渠道反馈汾酒动销延续良好趋势，山东、山西、河南等部分市场已完成全年回款，渠道库存水平较低。公司对青花系列投放力度较大，青 20 及青 25 凭借汾酒品牌支撑，有望维持较高增长，复兴版重点培育品牌势能、侧重终端培育，另外推出青花 40 布局 2000 元价位。巴拿马推进省外铺货，计划与青 20 共同支撑腰部品牌。玻汾厂家采取配额制，市场需求旺盛，呈现缺货状态。同时三季度费用投放收缩，**预期利润增速将优于收入增速。**

**盈利预测、估值与评级：**维持 2021-23 年营收预测为 212.10/266.90/323.80 亿元，净利润预测为 53.63/70.94/96.50 亿元，对应 EPS 分别为 4.40/5.81/7.91 元，当前股价对应 P/E 分别为 75/57/42 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**青花系列放量不及预期，省外扩张不及预期。

表 10：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 | 21,210 | 26,690 | 32,380 |
| 营业收入增长率        | 26.63% | 17.76% | 51.61% | 25.83% | 21.32% |
| 净利润（百万元）       | 1,939  | 3,079  | 5,363  | 7,094  | 9,650  |
| 净利润增长率         | 32.16% | 58.85% | 74.17% | 32.27% | 36.04% |
| EPS（元）         | 2.22   | 3.53   | 4.40   | 5.81   | 7.91   |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 26.03% | 31.49% | 35.84% | 34.71% | 34.54% |
| P/E            | 148    | 93     | 75     | 57     | 42     |
| P/B            | 39     | 29     | 27     | 20     | 14     |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-20，注：2021 年 6 月因实施送转股方案，公司总股本从 8.72 亿股增至 12.20 亿股。

## 4.5、洋河股份（002304.SZ）

洋河股份 2021 年前三季度营收 219.42 亿元，同比增长 16.01%，归母净利润 72.13 亿元，同比增长 0.37%，扣非归母净利润 68.50 亿元，同比增长 21.57%。Q3 单季营收 63.99 亿元，同比增长 16.66%，归母净利润 15.51 亿元，同比减少 13.1%，扣非归母净利润 16.82 亿元，同比增长 22.95%。

**梦 6+延续高增态势，双品牌逐渐发力。**梦 6+依旧为增长主要驱动，估计 Q3 省内销售规模同比增速达到 50%，三季度结束已基本完成全年任务，省外销售规模占比约 40%，其中河南、山东市场体量较大。梦 3 水晶版新老产品换代尚需一定时间验证，叠加同价格带面临国缘四开等竞品，估计 Q3 表现相对平稳。海之蓝、天之蓝恢复明显，且由于去年同期基数较低，估计 Q3 亦实现较高增幅。双沟品牌在公司高投入、战略重视下取得不错表现，前三季度销售额同比增长 35%+，估计 Q3 同比增幅 30%+，高端产品头牌苏酒、绿苏增长更加迅速。

**改革成效进一步兑现，基本面持续向好。**产品端梦 6+终端动销增长亮眼，明年高增速有望持续，省外划定重点城市，稳扎稳打进行扩张，梦 3 水晶版基本完成招商铺货动作，新老产品更新还需一定时间运作。天之蓝、海之蓝为成熟单品，

公司按节奏进行升级换代，后续有望实现稳定增长，双沟今年开始发力，老字号品牌有望逐渐复兴。**渠道端**厂商关系逐步优化，库存维持良性水平，各产品利润空间明显改善，渠道积极性有所增强。**营销端**侧重消费者培育，费用投放亦有所转变。公司经营逐步进入良性循环，改革推进下势能较足。

**盈利预测、估值与评级：**维持 2021-23 年净利润预测为 77.3/97.5/112.9 亿，对应 EPS 为 5.13/6.47/7.49 元，当前股价对应 P/E 为 35/28/24 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**省内外市场竞争加剧，水晶梦、新版天之蓝表现不及预期。

表 11：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 | 24,292 | 28,012 | 32,273 |
| 营业收入增长率        | -4.28% | -8.76% | 15.12% | 15.31% | 15.21% |
| 净利润（百万元）       | 7,383  | 7,482  | 7,730  | 9,748  | 11,294 |
| 净利润增长率         | -9.02% | 1.35%  | 3.31%  | 26.11% | 15.86% |
| EPS（元）         | 4.90   | 4.97   | 5.13   | 6.47   | 7.49   |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 20.22% | 19.44% | 18.54% | 20.83% | 21.62% |
| P/E            | 37     | 36     | 35     | 28     | 24     |
| P/B            | 7.4    | 7.0    | 6.5    | 5.8    | 5.2    |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-20

## 4.6、 华润啤酒（0291.HK）

华润啤酒 2021 年上半年实现营收 196.34 亿元，同比增加 12.8%；核心 EBIT 为 44.03 亿元，同增 43.0%；归母净利润 42.91 亿元，同增 106.4%。核心净利润 27.81 亿元，同增 17.4%。

**持续看好公司高端放量前景，高端布局目标不改：**当前公司处于“3+3+3”战略的第二阶段，高端化发展成效已初步显现。21H2 公司将继续推进高端化，加速布局高端品牌组合。核心品牌的优异表现有望延续，SuperX 在王一博加入代言后，将进一步扩大年轻消费客群，赞助综艺[这就是街舞 4]的热播将进一步提高广告投放的转化效果，驱动产品销量维持高增态势。喜力通过赞助欧洲杯继续强化品牌的足球属性，并对地铁站、机场屏幕等地面广告领域加强投放力度，提升消费者的品牌认知，有望保持产品放量。雪花纯生受益于公司“五点一线”发展路径的落地，维持较高增速，未来有望成为公司首个百万吨体量的大单品。尽管 21H2 受疫情影响高端产品增速环比预计会有所下降，但公司仍有望完成全年高端产品销售额增速超 30%的目标。

**提价动作缓解成本上涨压力：**2021 年以来原材料及包材价格持续上涨，尤其是铝罐&纸箱的增长速度较快&幅度较大，公司初步判断对成本端大概有 4-5%的影响。21H1 公司因部分包材价格已提前锁定，影响可控，但 21H2 公司原材料及包材成本的压力有所增加，预计全年所受影响为 8-9 亿元。**为应对成本端压力，华润计划对旗下一主要单品进行全国性提价**，但仍会保持高端产品价格的稳定性。提价形式为零售价上移，会增加渠道/终端的利润空间，以保证提价动作的顺利完成。

**高端战略在区域间稳步推进，产能优化关厂增效：**分地区看，公司全国高端化战略稳步推进。其中山东地区表现优异，市场份额持续提升。为满足山东地区的发展需要，公司在山东新建一家工厂，并对现有工厂进行整合，有望实现瓶装与听装生产线的高质量发展。公司整体高端化战略主要分为两部分：1) 在上海&浙江&福建&广东等高端化程度较高市场实现存量快速增长，提升高端品牌市占率；

2) 在北京&江苏&湖北&贵州&东北&天津等处于高端化发展初期阶段的重要市场，实现首发&首占&首价优势，占领高端及超高端市场。

产能布局方面，公司持续推动优化产能布局。1) 通过建设新型，瓶装听装相结合的现代化工厂提升产能效率，解决区域性销售供应问题。目前公司已在蚌埠、济南地区建设大厂，东北及西北地区同样拥有建厂计划。2) 主力工厂优化产能配备，减少瓶装生产线，增加听装生产线；实现产能效率提升&生产成本下降。3) 小厂关闭进入常态化。公司将逐步淘汰小工厂，实现产能的集中化。21H1 公司关停 2 家酒厂，截至 21 年 6 月底，公司在中国内地共计 68 间啤酒厂，年产能约 1870 万千升。随着公司产能布局的逐步落地，降本提效的红利有望进一步显现。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持华润啤酒 2021-2023 年核心 EBIT 分别为 53.44/65.53/78.84 亿元。考虑到 21H1 的土地处置收益，对应 2021-2023 年归母净利润分别为 48.40/42.14/51.98 亿元。华润啤酒作为啤酒赛道的龙头企业，高端化发展战略目标清晰，布局坚定。我们看好公司中高端产品的放量前景，特别是核心大单品 SuperX+喜力的表现。维持“买入”评级，维持目标价 78.50 港元。

**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 12：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  | 4,840  | 4,214  | 5,198  |
| 净利润增长率        | 34.3%  | 59.6%  | 131.1% | -12.9% | 23.3%  |
| EPS (元)       | 0.40   | 0.65   | 1.49   | 1.30   | 1.60   |
| 核心 EBIT (百万元) | 3,689  | 3,952  | 5,344  | 6,553  | 7,884  |
| yoy           | 21.9%  | 7.1%   | 35.2%  | 22.6%  | 20.3%  |
| 核心净利润 (百万元)   | 2,838  | 2,967  | 3,959  | 4,814  | 5,748  |
| yoy           | 17.2%  | 4.5%   | 33.4%  | 21.6%  | 19.4%  |
| P/E           | 122    | 77     | 33     | 38     | 31     |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-10-20，1HKD=0.83CNY，注：核心 EBIT/净利润均历史回溯调整存货减值损失，2021 年归母净利润含 17.55 亿元的土地处置收益

## 4.7、青岛啤酒 (600600.SH)

青岛啤酒 2021 年上半年实现营收 182.9 亿元，同比增长 16.7%；实现归母净利润 24.2 亿元，同比增长 30.2%；实现扣非归母净利润 21.6 亿元，同比增长 33.0%。其中 21Q2 实现营业收入 93.6 亿元，yoy-0.2%；归母净利润 13.9 亿元，yoy +5.8%，扣非归母净利润 12.5 亿元，yoy+7.4%。

**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。

**新品迭出布局高端，数字化转型提升效率。**今年以来，公司进一步丰富高端产品矩阵，推出了 BGM 梨味白啤、玫瑰红白啤等多款新品。白啤细分今年以来增长势头良好，公司顺势推出新口味，有助于强化产品力、吸引更多消费者。线下活

动方面，“TSINGTAO 1903”青岛啤酒吧连锁业务也在迅速推进，截至 21 年 8 月，全国签约门店数已超过 200 家，布局 60 余个城市。公司通过沉浸式全方位品牌推广模式加强与消费者的互动，满足消费者的多元化需求，进一步建立消费者对青啤高端产品的认知。同时，公司加快数字化转型，通过打造规模化、智能化生产基地，建立魅力质量管理模式及数字化供应链，实现管理效率的持续优化。

**盈利预测、估值与评级：**我们公司维持 21-23 年营收预测分别为 302.5/321.5/339.9 亿元，维持归母净利润预测分别为 28.2/34.8/40.6 亿元。当前股价对应 2021/22/23 年 PE 为 38/31/27 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 13：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 | 30,254 | 32,153 | 33,987 |
| 营业收入增长率        | 5.30%  | -0.80% | 8.99%  | 6.28%  | 5.70%  |
| 净利润（百万元）       | 1,852  | 2,201  | 2,821  | 3,480  | 4,057  |
| 净利润增长率         | 30.23% | 18.86% | 28.15% | 23.38% | 16.57% |
| EPS（元）         | 1.37   | 1.61   | 2.07   | 2.55   | 2.97   |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 9.66%  | 10.67% | 12.58% | 14.15% | 15.00% |
| P/E            | 58     | 49     | 38     | 31     | 27     |
| P/B            | 5.6    | 5.2    | 4.8    | 4.4    | 4.0    |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-20

## 4.8、重庆啤酒（600132.SH）

重庆啤酒 2021 年上半年实现营收 71.39 亿元，同比+27.51%；扣非后归母净利润 6.11 亿元，同比+37.81%；其中 21Q2 实现营业收入 38.66 亿元，同比+10.06%；扣非后归母净利润 3.21 亿元，同比-5.94%（上年同期均参考备考报表数据）。

**核心单品持续放量，全国化布局稳步推进。**21H1 公司大单品乌苏继续保持高增态势，疆外销量增速达 89%，随着大城市战略的稳步推进，我们认为疆外乌苏依然会保持良好增长势头；此外疆内乌苏亦保持了稳健增长态势。另一高端大单品 1664 亦有亮眼表现，增速超过 50%；夏日纷虽推广时间尚短，但用户复购率良好，值得关注。主流价格带大单品乐堡 21H1 增速超过 20%，维持了强劲的品牌势能。产能 13 万千升的盐城项目已在 7 月中旬投产，并已生产出第一批乌苏。盐城工厂的布局将有效均衡公司的产能分布，提升整体供应链效率。

**持续产品结构升级加之地域优势整合带来盈利潜力增长。**重庆啤酒在完成与嘉士伯的资产重组后，公司完整的产品矩阵“本地强势品牌以及国际高端品牌”的优势更加明显。公司坚持实施产品高端化战略，企业中高档及以上产品销量结构占比持续提升，截至 2021 年上半年，公司高档产品收入 25.42 亿元，同比增长 62.29%。而在企业资产重组后，重庆啤酒与嘉士伯实现在重庆、四川、新疆、宁夏等地中西部市场资源整合，原有渠道资源优势将进一步放大，而西部市场更大的消费升级潜力有利于本地品牌的中高端产品进一步扩大市场，为公司带来更大的长期盈利空间。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持重庆啤酒 2021-2023 年 EPS 分别为 2.21/2.75/3.31 元。我们认为当前的股价波动主要是由于前期市场预期过高带来了估值大幅扩张，但大单品乌苏仍保有良好表现，核心单品 1664、储备产品夏日纷亦值得期待，维持“买入”评级，建议持续密切跟踪重啤表现。

**风险提示：**原材料价格波动风险，行业竞争高于预期。

表 14：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）      | 10,212 | 10,942  | 13,296 | 15,571 | 17,645 |
| 营业收入增长率        | NA     | 7.14%   | 21.51% | 17.12% | 13.32% |
| 净利润（百万元）       | 792    | 840     | 1,070  | 1,330  | 1,603  |
| 净利润增长率         | NA     | 6.05%   | 27.40% | 24.24% | 20.59% |
| EPS（元）         | 1.36   | 1.74    | 2.21   | 2.75   | 3.31   |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 46.30% | 143.54% | 64.65% | 44.54% | 34.94% |
| P/E            | 94     | 73      | 57     | 46     | 38     |
| P/B            | 43     | 105     | 37     | 21     | 13     |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-20。注：2019-2020 采用备考口径披露数据

## 4.9、百威亚太（1876.HK）

百威亚太 2021 年上半年实现营收 34.8 亿美元，同比+35.0%；EBITDA 11.6 亿美元，同比+66.4%。2021Q2 实现收入 18.5 亿美元，同比+14.3%；EBITDA 为 6.3 亿美元，同比+19.9%，EBITDA 利润率为 33.9%。

**亚太地区高端啤酒领导者：**百威亚太为全球啤酒龙头企业百威英博集团的子公司，主要市场包括中国、韩国、印度及越南等地区，是亚太区最大的啤酒厂商。公司品牌矩阵丰富，涵盖百威、时代、科罗娜三大全球性品牌、多国品牌和其他地方品牌共 50 多个啤酒品牌。当前，公司享受高端升级红利，在高端及超高端啤酒市场处于绝对领先地位。

**推动各市场高端化发展，占据市场领先地位。**公司立足于亚洲这一全球最大且增速最快的啤酒市场，以成熟度水平和啤酒市场占有率区分各市场，利用市场成熟度框架差异化开发，结合各地区具体情况满足细分市场的不同需求。公司率先进军高端啤酒领域，凭借着高端和超高端价格带的系列产品，在高端和超高端市场上占据领先地位，2021H1 高端及超高端产品线各市场的每百升收入整体增长达 6.4%，按呈报基准计增长 14.0%。其中中国市场表现强劲，以百威系列为首的高端和以科罗娜和福佳为代表的超高端产品线每百升收入增加 9.7%，按呈报基准计增长 17.6%。

公司注重品牌的多元化发展，一方面与威士忌、红牛等合作推出 Red Bull、Fireball Whisky、Buffalo Trace、Southern Comfort 等高端烈酒，谋求高端化发展的新突破口；另一方面推出百威金尊、百威黑金、「All New Cass」凯狮和 HANMAC 等创新产品，满足消费者的日益多样化的需求。且公司及时洞察消费动向，把握「她经济」发展趋势，推出科罗娜海盐番石榴果味啤酒，福佳果味啤酒系列及百威 ME 系列等产品，进一步扩大消费人群，获取销售增量。其中在中国地区，利用明星品牌代言效应推出的百威迷 X 果味啤酒，618 期间在食品饮料类排名第一，GMV 达 5 千万元。

**优化产能布局，数字化赋能发展。**为应对需求和销量的持续增长，公司积极布局产能，在福建省莆田市兴建新精酿啤酒厂，以提升高端啤酒产品线产能，保证高端啤酒的后续放量。同时，公司深入进行数字化转型，坚持以客为先，通过创新营销模式契合消费者需求，增强市场推广效率；利用电子商务方式突破传统消费模式，与中国天猫、电竞界 KOL 等达成合作，推出直播和互动音乐节等主题活动，以应对新的消费趋势。2021Q1 公司推出 B2B 数字平台 BEES（先蜂购），洞察需求以带动收入增长，同时协助客户提高运营效率。

### 关键假设

啤酒行业高端化战役已打响，公司产品朝着高端化发展，2021H1 高端及超高端产品线各市场的每百升收入整体增长已达 6.4%，按呈报基准计增长 14.0%。预计 2021-2023 年公司超高端、高端产品销量保持两位数增长；核心+产品保持低个位数增长；核心和实惠产品在去年低基数下今年略有增长，2022-2023 年销量将继续下跌。

- 1) 超高端：预计 2021-2023 年销量分别为 29.6/33.7/38.42 千万公升，增速分别为 13%/14%/14%。
- 2) 高端：预计 2021-2023 年销量分别为 206.8/227.48/250.22 千万公升，增速分别为 8%/10%/10%。
- 3) 核心+：预计 2021-2023 年销量分别为 132.29/137.58/140.34 千万公升，增速分别为 4%/4%/2%。
- 4) 核心+实惠：预计 2021-2023 年销量分别为 283.69/278.01/266.89 千万公升，增速分别为 2%/-2%/-4%。
- 5) 整体：预计 2021-2023 年总销量分别为 652.34/676.77/695.87 千万公升，吨价分别为 687/728/765 美元/千万公升，收入分别为 44.83/49.30/53.23 亿美元。
- 6) 销售、管理财务费用率预计在规模效应下有所降低。预计 2021-2023 年销售及营销费用率为 21.8%/21.1%/21.1%；经销费用率分别为 8.0%/7.7%/7.6%；管理费用率分别为 6.5%/6.4%/6.3%；财务费用率分别为 0.7%/0.6%/0.6%。

表 15：百威亚太收入、费用率拆分及预测

|              | 2019   | 2020    | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|--------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 销量 (十万公升)    | 69,270 | 62,297  | 65,234 | 67,677 | 69,587 |
| YoY          | -2.7%  | -10.1%  | 4.7%   | 3.75%  | 2.82%  |
| 超高端          | 2,400  | 2,616   | 2,956  | 3,370  | 3,842  |
| YOY          | 20.00% | 9.00%   | 13.00% | 14.00% | 14.00% |
| 高端           | 20,370 | 19,148  | 20,680 | 22,748 | 25,022 |
| YOY          | -3.00% | -6.00%  | 8.00%  | 10.00% | 10.00% |
| 核心+          | 13,390 | 12,721  | 13,229 | 13,758 | 14,034 |
| YOY          | 3.00%  | -5.00%  | 4.00%  | 4.00%  | 2.00%  |
| 核心+实惠        | 33,110 | 27,812  | 28,369 | 27,801 | 26,689 |
| YOY          | -6.00% | -16.00% | 2.00%  | -2.00% | -4.00% |
| 单价 (美元/千万公升) | 612    | 648     | 687    | 728    | 765    |
| YoY          | 1.1%   | 6.0%    | 6.0%   | 6.0%   | 5.0%   |
| 收入 (百万美元)    | 4,237  | 4,039   | 4,483  | 4,930  | 5,323  |
| YoY          | -1.7%  | -4.7%   | 11.0%  | 10.0%  | 8.0%   |
| 毛利率          | 53.3%  | 52.0%   | 54.4%  | 55.4%  | 56.2%  |
| 销售及营销费用率     | 20.7%  | 22.9%   | 21.8%  | 21.1%  | 21.1%  |
| 经销费用率        | 7.9%   | 8.2%    | 8.0%   | 7.7%   | 7.6%   |
| 管理费用率        | 5.8%   | 7.1%    | 6.5%   | 6.4%   | 6.3%   |
| 财务费用率        | 0.6%   | 0.8%    | 0.7%   | 0.6%   | 0.6%   |

资料来源：wind，光大证券研究所预测（注：超高端品牌包括鹅岛、范佳乐小麦啤酒、Stella Artois、Leffe 啤酒、Hoegaarden、科罗娜啤酒；高端包括拳击猫、开巴啤酒、哈尔滨 1900 臻藏啤酒、Budweiser 啤酒；核心+包括哈尔滨啤酒-冰纯 ice、哈尔滨啤酒-小麦王；核心包括哈尔滨啤酒、雪津啤酒、哈尔滨啤酒-BBOSS；实惠包括双鹿啤酒、金士百啤酒、雁荡山啤酒、哈尔滨啤酒-红石梁啤酒）

### 相对估值

公司是亚太地区高端啤酒领导者，推动各市场高端化发展，占据市场领先地位。我们参照国内主要啤酒上市公司的估值水平，可比公司 2021-23 年平均估值为 40x/34x/28x PE，公司估值水平略低于可比公司估值平均值。

表 16：百威亚太可比公司估值表

| 代码        | 公司   | 总市值 (亿元) | 收盘价 (元) | EPS (元) |       |       |       | P/E (倍) |       |       |       |
|-----------|------|----------|---------|---------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
|           |      |          |         | 2020A   | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A   | 2021E | 2022E | 2023E |
| 600600.SH | 青岛啤酒 | 884.10   | 79.32   | 1.63    | 2.06  | 2.51  | 2.99  | 48.69   | 38.45 | 31.65 | 26.52 |
| 600132.SH | 重庆啤酒 | 614.45   | 126.96  | 2.23    | 2.31  | 2.92  | 3.57  | 56.93   | 54.94 | 43.48 | 35.54 |
| 002461.SZ | 珠江啤酒 | 204.29   | 9.23    | 0.26    | 0.31  | 0.36  | 0.41  | 35.50   | 29.69 | 25.43 | 22.61 |
| 0291.HK   | 华润啤酒 | 1,598.10 | 49.26   | 0.65    | 1.29  | 1.39  | 1.73  | 75.79   | 38.19 | 35.44 | 28.47 |
|           | 平均值  |          |         | 1.19    | 1.49  | 1.79  | 2.18  | 54.23   | 40.32 | 34.00 | 28.29 |
|           | 中位数  |          |         | 1.14    | 1.68  | 1.95  | 2.36  | 52.81   | 38.32 | 33.55 | 27.50 |
| 1876.HK   | 百威亚太 | 2,169.82 | 16.38   | 0.25    | 0.44  | 0.54  | 0.60  | 65.96   | 36.91 | 30.44 | 27.13 |

资料来源：wind，光大证券研究所（注：可比公司 EPS 为 wind 一致预期，百威亚太 EPS 为光大研究所预测，股价时间为 2021.10.20，1 港币=0.83CNY，1USD=6.4CNY）

**盈利预测与评级：**考虑到公司在亚太市场的高端及超高端领域的领导地位，及背靠母公司百威集团的成熟战略体系和丰富的产品储备，我们持续看好公司在高端及超高端领域的竞争优势，预测 2021-2023 年归母净利润分别至 9.2/11.1/12.5 亿美元，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**渠道掌控力减弱；市场竞争加剧；原材料上涨超预期。

表 17：百威亚太盈利预测与估值简表

| 指标               | 2019  | 2020   | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万美元)      | 6,546 | 5,588  | 6,566 | 7,135 | 7,638 |
| 营业收入增长率          | -2.9% | -14.6% | 17.5% | 8.7%  | 7.1%  |
| 净利润 (百万美元)       | 898   | 514    | 919   | 1,114 | 1,250 |
| 净利润增长率           | -6.2% | -42.8% | 78.7% | 21.2% | 12.2% |
| EPS (美元)         | 0.07  | 0.04   | 0.07  | 0.08  | 0.09  |
| EPS (元)          | 0.43  | 0.25   | 0.44  | 0.54  | 0.60  |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 9.1%  | 4.8%   | 8.1%  | 9.1%  | 9.5%  |
| P/E              | 38    | 66     | 37    | 30    | 27    |
| P/B              | 3.4   | 3.2    | 3.0   | 2.8   | 2.6   |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-20；汇率按 1HKD=0.83CNY，1USD=6.4CNY 换算

## 4.10、海天味业 (603288.SH)

海天味业 2021 年上半年实现营收 123.32 亿元、yoy+6.36%，归母净利润 33.53 亿元、yoy+3.07%。其中 21Q2 实现营业收入 51.74 亿元、yoy-9.39%，归母净利润 13.99 亿元、yoy-14.68%。

**21 上半年各品类销售均承压，渠道渗透速度放缓。**分产品看：在调味品行业普遍承压的 Q2，公司销售亦受到一定影响，需求端受阻（疫情反复、餐饮行业恢复疲软）叠加社区团购的冲击下，公司多品类收入均出现下滑。Q2 酱油/调味酱/蚝油分别实现收入 29.18/5.92/9.62 亿元，yoy-7.2%/-8.7%/-7.1%。分区域看：西部/东部/中部/南部/北部区域收入 yoy-4.8%/-7.1%/-8.1%/-9.5%/-14.2%。截至 21Q2，公司在全国拥有 7407 家经销商，单季度净增 72 家，其中东部/中部区域分别净增 29/27 家，渠道拓展速度较此前有所放缓。分渠道看：受疫情反复影响，餐饮端需求疲软，零售端传统渠道则受社区团购等冲击，双重因素下 Q2 线下渠道收入 yoy-10.0%；线上渠道收入在低基数下 yoy+14.4%。

**平台化转型打开成长空间，建议关注海天边际变化。**公司 H1 的子品类投资加快，例如在江苏、南宁、武汉投资设立蚝油子公司，在广东投资设立醋业子公司，并推动了分品类的事业部考核，品类发展更具活力。在巩固核心品类优势地位的同时，公司积极推进产品创新和品类延伸，例如 H1 推出裸酱油、油司令等，向平台型企业进军，未来公司将不断推陈出新、扩充品类，有望进一步打开中长期发展空间。今年大豆等原材料价格处于上行通道，叠加社区团购等新兴渠道的冲击，调味品企业收入和盈利端普遍承压，海天亦受到一定程度的影响。当前公司已开始与社区团购渠道积极合作，此外行业需求亦出现边际转暖，建议重点跟踪海天的渠道库存及经营变化。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持海天味业 2021-2023 年 EPS 预测分别为 1.67/1.98/2.33 元，看好提价所带来的积极意义，维持“买入”评级。建议重点跟踪海天的渠道库存及经营变化情况，其对整体行业有重要指示意义。

**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 18：海天味业盈利预测与估值简表

| 指标             | 2019      | 2020      | 2021E     | 2022E     | 2023E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万元）      | 19,796.89 | 22,791.87 | 25,800.90 | 30,002.48 | 34,829.68 |
| 营业收入增长率        | 16.22%    | 15.13%    | 13.20%    | 16.28%    | 16.09%    |
| 净利润（百万元）       | 5,353.19  | 6,402.86  | 7,046.04  | 8,325.55  | 9,797.54  |
| 净利润增长率         | 22.64%    | 19.61%    | 10.05%    | 18.16%    | 17.68%    |
| EPS（元）         | 1.98      | 1.98      | 1.67      | 1.98      | 2.33      |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 32.28%    | 31.91%    | 29.63%    | 29.13%    | 28.64%    |
| P/E            | 59        | 60        | 70        | 60        | 51        |
| P/B            | 19        | 19        | 21        | 17        | 14        |

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价截止 2021-10-20

#### 4.11、颐海国际（1579.HK）

颐海国际 2021 年上半年实现营收 26.31 亿元，同比增 18.60%，经营利润 5.16 亿元，同比下降 10.16%，归母净利润 3.49 亿元，同比下降 12.55%。

**高基数下第三方增长承压，新品推动方便速食扩张。**分业务看，21H1 公司关联方/第三方业务收入分别为 8.93/17.38 亿元，同增 79.00%/1.07%，占比分别为 34%/66%。关联方业务受益于海底捞经营恢复，对底料的需求增加；第三方则受去年同期疫情期间高基数影响，表现欠佳。分产品看，公司火锅调味料/中式复合调味料/方便速食分别实现收入 15.09/3.22/7.49 亿元，同增 24.18%/7.50%/12.02%，占比分别为 57%/12%/28%。

**1) 火锅底料板块：**底料产品的增长主要来自于关联方，关联方收入为 8.17 亿元，同增 74.11%，其中量增 98%、价降 12%。第三方收入为 6.92 亿元，同降 7.21%，主要原因是 20H1 公司受益于疫情下的居家消费，第三方业务实现逆势快增，高基数压力下 21H1 第三方收入有所下滑。

**2) 中式复合调味料板块：**关联方/第三方收入分别为 0.26/2.96 亿元，同增 62.66%/4.44%。公司投放广告对于复调的推广和接受有一定帮助，小龙虾调味料销售额破亿，酸菜鱼调味料表现良好。

**3) 方便速食板块：**关联方/第三方收入分别为 0.51/6.98 亿元，同增 270.74%/6.62%，第三方收入增长主要由于冲泡系列新品加入贡献增量。我们估计，H1 冲泡系列（粉丝+米饭）整体销售收入约 2 亿元。

**产品研发稳步推进，拆分经销商助力精细化管理。**当前公司新品研发由 4 位品类委员整体把控方向、统筹安排资源，具体产品则由各个区域的研发人员上报。新品上市遵循“试销-局部销售-全国销售”的流程：试销阶段根据消费者调研情况打磨产品；局部销售阶段解决供应链和产品品质稳定性；之后方可推广至全国销售。截至 21H1，公司共新增 17 款产品，包括 9 款中式复合调味料、8 款方便速食。

21H2，公司将持续发力方便速食产品，截至 8 月 Mini 小火锅已上线天猫旗舰店销售，此外，当前冲泡粉丝部分可实现自产。除了全国化产品之外，公司还推出了区域型新品，比如东北区域推出的冷面产品。当前管理改制下，公司将部分方便速食、调味料经销商进行拆分，预计 H2 经销商数量将显著增加，这一调整有利于渠道精细化管理，使得底料、方便速食更好地和渠道匹配。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持颐海国际 2021-2023 年 EPS 预测分别为 0.98/1.27/1.56 元，维持“增持”评级。公司当前股价对应 22 年 30xPE，估值已调整至合理区间，建议择机布局。

**风险提示：**市场竞争恶化，新品牌推广不及预期，原材料成本上涨快于预期。

表 19：颐海国际盈利预测与估值简表

| 指标             | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E    |
|----------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入（百万元）      | 4,282.5 | 5,360.0 | 6,881.2 | 8,568.8 | 10,278.4 |
| 营业收入增长率        | 60%     | 25%     | 28%     | 25%     | 20%      |
| 净利润（百万元）       | 718.6   | 885.1   | 965.0   | 1247.6  | 1526.1   |
| 净利润增长率         | 39%     | 23%     | 9%      | 29%     | 22%      |
| EPS（人民币）       | 0.74    | 0.90    | 0.98    | 1.27    | 1.56     |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 28%     | 30%     | 29%     | 129%    | 229%     |
| P/E            | 52      | 42      | 39      | 30      | 24       |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-20，HKD/CNY=0.83

注：2021-2023 年 EPS 按已发行普通股的加权平均数减去就受限制股份单位计划持有的股份（即 9.81 亿股）折算。

## 4.12、千禾味业（603027.SH）

千禾味业 21Q1-Q3 实现营业收入 13.56 亿元、yoy+10.91%，归母净利润 1.32 亿元、yoy-41.09%；其中 Q3 实现营业收入 4.70 亿元、yoy+11.08%，归母净利润 0.66 亿元、yoy-1.17%。

**调味品增速有所回升，全国化进程仍在持续。**分产品看：21Q3 酱油/食醋分别实现收入 2.93/0.85 亿元，yoy+8.76%/+26.22%，增速环比 Q2 均有所回升。分区域看：Q3 北部/中部区域增长较快，收入分别为 0.78/0.47 亿元，yoy+35.68%/+25.42%；西部/东部区域收入分别为 1.64/1.44 亿元，yoy+11.06%/+10.92%；而南部区域则表现稍逊，实现收入 0.41 亿元，yoy-6.73%。截至 21Q3，公司在全国拥有 1728 家经销商，三季度净增 141 家，其中东部/南部/中部/北部/西部区域分别净增 30/17/44/16/34 家，公司全国化进程仍在稳步推进当中。

**盈利能力同比略微下滑，环比有所改善。**Q3 公司毛利率为 40.0%，yoy-8.9pct，环比 Q2-0.9pct，毛利率较去年同期下滑的主要原因估计仍为：原材料及包材成本上涨压力、新收入准则下运杂费计入营业成本。Q3 销售费用率为 17.2%，yoy-4.7pct，环比 Q2-10.2pct，由于公司冠名两季江苏卫视《新相亲大会》，总协议中不含税金额约 9245 万元，H1 计提 85%（7893 万元），7 月计提剩余 15%（1352 万元），因此销售费用率环比大幅下降。管理费用率为 2.9%，yoy-0.6pct，环比 Q2-0.9pct。研发费用率为 2.8%，yoy-1.1pct，环比 Q2+0.8pct。综合来看，Q3 净利率为 14.1%，yoy-1.7pct，环比 Q2+7.7pct。

**高鲜酱油推广顺利，持续发力电商平台。**2021年公司在全国范围内推广高鲜酱油“味极鲜”，目前在华东及山东地区销售情况良好，在公司酱油总收入中的占比预计超过20%。同时，电商事业部组织架构调整后，线上各渠道间的产品体系进一步打通，例如：1) 2021年公司在天猫和京东相继开设五里坊旗舰店，“五里坊”是主打大容量&性价比的中低端品牌，2016年末在拼多多平台设立旗舰店，调整前该品牌仅在拼多多销售；2) 线上电商专供产品御藏本酿已导入新零售平台盒马，缩小各渠道间的产品差异。公司亦稳步推

**盈利预测、估值与评级：**我们维持千禾味业2021-2023年EPS预测分别为0.30/0.42/0.54元。虽然2021年受居民消费力水平下滑、渠道结构变化等影响，大众消费受阻，但是公司高端升级方向和全国化趋势不变，我们依然看好千禾长期的发展空间，维持“增持”评级。

**风险提示：**省外拓展不及预期；原材料成本上涨幅度高于预期，食品安全风险。

表 20：千禾味业盈利预测与估值简表

| 指标               | 2019    | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 1,355   | 1,693  | 2,018  | 2,523  | 3,040  |
| 营业收入增长率          | 27.19%  | 24.95% | 19.20% | 25.01% | 20.49% |
| 净利润 (百万元)        | 198     | 206    | 236    | 339    | 434    |
| 净利润增长率           | -17.40% | 3.81%  | 14.81% | 43.43% | 28.07% |
| EPS (元)          | 0.43    | 0.31   | 0.30   | 0.42   | 0.54   |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 12.45%  | 10.84% | 10.10% | 13.00% | 14.77% |
| P/E              | 48      | 67     | 70     | 49     | 38     |
| P/B              | 6.0     | 7.2    | 7.1    | 6.3    | 5.6    |

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为2021-10-20;注:2019-2020年总股本分别为4.66/6.66亿股,2021-2023年总股本为7.99亿股。

## 5、风险分析

- 1) 宏观经济增速下行风险：**若宏观经济增速下行明显，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。
- 2) 国内疫情再次蔓延：**疫情防控对餐饮消费场景影响较大，若国内疫情形势再次严峻，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。
- 3) 成本上涨风险：**食品原料成本上涨，若短期内上游成本压力未能及时向下游传导，则会导致短期企业盈利承压。

表 21：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

| 证券代码      | 公司名称 | 收盘价 (元) | EPS(元) |       |       | P/E(x) |     |     | P/B(x) |      |      | 投资评级 |    |
|-----------|------|---------|--------|-------|-------|--------|-----|-----|--------|------|------|------|----|
|           |      |         | 20A    | 21E   | 22E   | 20A    | 21E | 22E | 20A    | 21E  | 22E  | 本次   | 变动 |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 1841.00 | 37.17  | 41.81 | 47.90 | 50     | 44  | 38  | 14.3   | 12.3 | 10.4 | 买入   | 维持 |
| 000858.SZ | 五粮液  | 219.94  | 5.14   | 6.36  | 7.57  | 43     | 35  | 29  | 10.0   | 8.5  | 7.3  | 买入   | 维持 |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 232.13  | 4.10   | 5.16  | 6.35  | 57     | 45  | 37  | 14.7   | 12.3 | 10.3 | 买入   | 维持 |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 329.80  | 3.53   | 4.40  | 5.81  | 93     | 75  | 57  | 29.4   | 26.9 | 19.7 | 买入   | 维持 |
| 002304.SZ | 洋河股份 | 179.66  | 4.97   | 5.13  | 6.47  | 36     | 35  | 28  | 7.0    | 6.5  | 5.8  | 买入   | 维持 |
| 0291.HK   | 华润啤酒 | 49.51   | 0.65   | 1.49  | 1.30  | 77     | 33  | 38  | 91.8   | 6.3  | 5.8  | 买入   | 维持 |

|           |      |        |      |      |      |    |    |    |       |      |      |    |    |
|-----------|------|--------|------|------|------|----|----|----|-------|------|------|----|----|
| 600600.SH | 青岛啤酒 | 79.32  | 1.61 | 2.07 | 2.55 | 49 | 38 | 31 | 5.2   | 4.8  | 4.4  | 买入 | 维持 |
| 600132.SH | 重庆啤酒 | 126.96 | 1.74 | 2.21 | 2.75 | 73 | 57 | 46 | 105.0 | 37.1 | 20.6 | 买入 | 维持 |
| 1876.HK   | 百威亚太 | 16.38  | 0.25 | 0.44 | 0.54 | 66 | 37 | 30 | 3.2   | 3.0  | 2.8  | 增持 | 首次 |
| 603288.SH | 海天味业 | 117.68 | 1.98 | 1.67 | 1.98 | 60 | 70 | 60 | 19.0  | 20.8 | 17.3 | 买入 | 维持 |
| 1579.HK   | 颐海国际 | 38.14  | 0.90 | 0.98 | 1.27 | 42 | 39 | 30 | 9.8   | 8.6  | 6.8  | 增持 | 维持 |
| 603027.SH | 千禾味业 | 20.64  | 0.31 | 0.30 | 0.42 | 67 | 70 | 49 | 7.2   | 7.1  | 6.3  | 增持 | 维持 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-10-20; 汇率按 1HKD=0.83CNY, 1USD=6.4CNY 换算, 注: 重庆啤酒 2020 年 EPS 采用备考口径披露数据

## 行业及公司评级体系

|         | 评级  | 说明   |
|---------|-----|--|
| 行业及公司评级 | 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。 |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE