

把握高确定性，关注疫情缓解下的需求恢复

——食品饮料行业2022年中期投资策略

2022年6月18日

 作者：叶倩瑜，陈彦彤

 证券研究报告

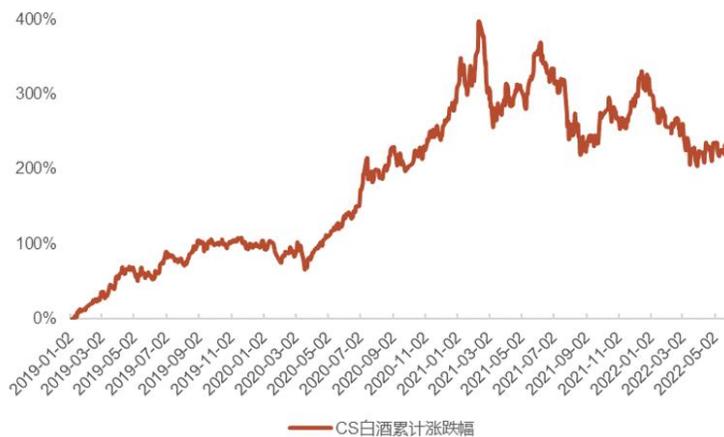
- 2022年初至今食品饮料板块呈现一定调整。**截至2022年5月27日，中信食品饮料指数跌幅约18%，在行业指数中排名第20位，板块估值水平（PE TTM，剔除负值）较年初下降约25%，22年以来仍以估值调整为主。从基本面来看，22Q1食品饮料板块业绩增长提速，22Q1板块合计营业收入/归母净利润同比增长7.25%/16.73%，业绩弹性较为明显。
- 白酒：把握高确定性与业绩弹性。**1) **行情回顾：**22年以来白酒指数跌幅19.54%，估值调整趋势延续，其中次高端调整幅度相对突出，但板块基本面依旧坚挺。2) **高端白酒：**增长稳健，疫情扰动下需求端具备一定韧性，头部酒企积极变革，势能有望加速释放。3) **次高端白酒：**重点市场疫情反复会对动销造成一定扰动，若疫后复苏符合预期，全国性次高端酒企弹性依旧较强，全年看疫情影响可控。若疫后复苏不及预期，考虑地产酒具备强势的基地市场，江苏、安徽尚无大规模的疫情扩散、且经济实力相对突出，疫情或导致加速分化，区域龙头集中度有望提升。
- 大众品板块：期待疫情缓解需求恢复。**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：**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：**高端白酒确定性仍强，推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，次高端白酒考虑疫情复苏与估值，推荐山西汾酒、舍得酒业、洋河股份。2) **大众食品：**啤酒行业推荐华润啤酒（H）、青岛啤酒、重庆啤酒，建议关注百威亚太（H）。调味品板块推荐海天味业，建议关注千禾味业。
- 风险提示：**宏观经济增速下行风险，国内疫情再次蔓延，成本上涨风险。

- **1、白酒：把握高确定性与业绩弹性**
- 2、啤酒：高端升级持续，疫情拐点后高弹性板块
- 3、调味品：龙头提价打开行业提价空间
- 4、投资建议
- 5、风险分析

1.1.1、白酒：估值承压趋势延续

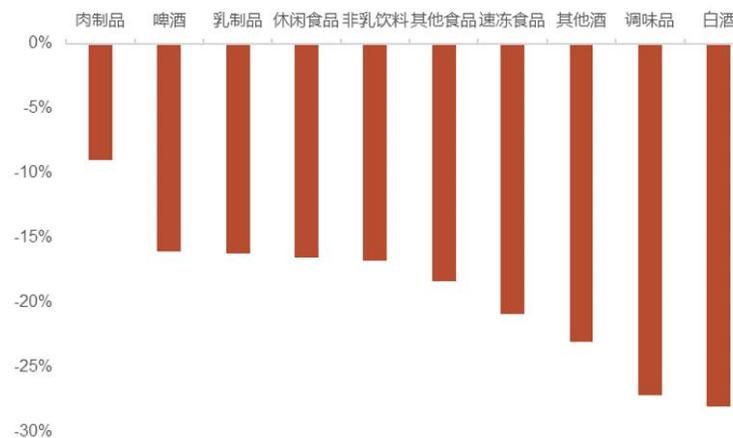
2022年以来白酒板块跌幅19.54%，估值调整幅度较为突出。2022年年初至今（截至5月27日），中信白酒指数跌幅约19.54%，在食品饮料子板块（中信三级分类）中位居第五，次于肉制品/乳制品/啤酒/非乳饮料。截至5月27日，中信白酒指数PE（TTM，剔除负值）为34.51倍，较年初下滑28%，估值调整幅度在各子板块中最为突出。

图1：2019年年初至今CS白酒指数累计涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所整理
注：数据区间为2019年初到2022-5-27

图2：食品饮料子板块22年初至今估值涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所整理
注：涨跌幅统计区间为2022年初至2022-5-27

1.1.1、白酒：估值承压趋势延续

2021年以来多数酒企二级市场收益为负，估值调整趋势延续。从主要公司表现来看，2021年以来延续估值调整的趋势，但收入和扣非归母净利润表现相对稳健，全国性次高端酒企2021年在上年的低基数下增长趋势较为突出，22Q1虽然增速有所放缓，但报表端数据依旧强劲，高端的茅台、老窖，地产龙头洋河、古井贡酒等22Q1扣非归母净利润增速较21Q1有所提升，板块基本面平稳运行。

表1：重点公司21年以来股价涨跌幅、估值及业绩表现对比

公司	21年初至今股价涨跌幅	21年初PE(TTM)	当前PE(TTM)	21年初至今估值涨跌幅	21Q1总营收同比	21Q1扣非归母净利润同比	22Q1总营收同比	22Q1扣非归母净利润同比
舍得酒业	74.49%	58.49	34.63	-40.79%	154.21%	788.44%	83.25%	72.45%
迎驾贡酒	65.06%	34.97	30.81	-11.90%	48.90%	55.73%	37.23%	50.41%
山西汾酒	-6.21%	122.15	45.18	-63.01%	77.03%	77.53%	43.62%	70.03%
酒鬼酒	-8.32%	133.89	40.81	-69.52%	190.36%	181.32%	86.04%	94.84%
伊力特	-10.77%	33.54	40.10	19.54%	255.33%	938.70%	14.67%	-16.17%
贵州茅台	-11.33%	56.06	39.47	-29.58%	10.93%	6.19%	18.25%	23.43%
泸州老窖	-11.69%	58.91	33.81	-42.60%	40.85%	25.93%	26.15%	32.75%
水井坊	-15.84%	59.53	29.02	-51.26%	70.17%	106.25%	14.10%	-12.19%
金徽酒	-20.16%	76.22	44.01	-42.25%	48.43%	95.31%	38.79%	41.86%
今世缘	-23.19%	49.05	24.63	-49.79%	35.34%	38.03%	24.69%	24.02%
古井贡酒	-24.94%	76.88	43.33	-43.63%	25.86%	26.13%	27.71%	35.92%
口子窖	-25.74%	33.14	19.43	-41.37%	50.90%	68.77%	11.80%	17.46%
老白干酒	-27.31%	83.43	55.50	-33.48%	-0.26%	-20.61%	20.36%	41.20%
洋河股份	-33.10%	63.02	27.70	-56.05%	13.51%	19.01%	23.82%	28.53%
五粮液	-45.36%	58.45	24.67	-57.79%	20.19%	20.58%	13.25%	16.35%

1.1.1、白酒：估值承压趋势延续

22年以来次高端酒企调整幅度相对突出，22/23年对应估值已回落至相对平均水平较低的位置。从22年初至今的表现来看，酒鬼酒、舍得酒业、水井坊等次高端酒企在年初估值水平较高的基础上，股价调整幅度较为突出，地产龙头洋河、古井、今世缘等此前估值已经过调整，22年初以来估值调整幅度不高。从22/23年的市场预期来看，全国性次高端酒企估值已经回落至相对板块平均水平较低的位置。

表2：重点白酒公司22年以来涨跌幅及2022-24年盈利预测

公司	22年年初至今股价涨跌幅	营业收入/亿元			净利润/亿元			P/E		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
洋河股份	-5.60%	304.01	357.67	415.18	96.04	116.65	139.03	24	20	17
伊力特	-8.33%	24.47	29.69	35.44	4.72	6.02	7.02	25	19	17
贵州茅台	-14.38%	1274.48	1473.52	1697.74	624.19	729.91	847.70	35	30	26
金徽酒	-16.73%	24.79	30.71	37.12	4.83	6.20	7.56	34	26	22
古井贡酒	-16.87%	161.64	193.25	228.73	29.90	37.65	46.08	36	28	23
迎驾贡酒	-18.37%	57.48	70.02	84.40	18.12	22.83	28.41	25	20	16
老白干酒	-18.54%	46.65	53.74	61.96	6.49	6.42	7.94	31	32	26
今世缘	-19.67%	79.19	96.61	117.01	24.96	30.92	38.05	22	18	14
山西汾酒	-20.42%	267.87	338.97	417.73	78.35	103.83	132.71	39	30	23
泸州老窖	-22.24%	252.70	306.55	368.82	100.13	125.08	154.09	29	23	19
口子窖	-28.98%	59.43	69.42	79.99	19.95	23.64	27.66	15	13	11
五粮液	-29.06%	759.82	870.18	985.88	273.53	318.88	365.11	22	19	17
酒鬼酒	-32.66%	47.80	62.21	77.14	13.68	18.53	23.42	34	25	20
舍得酒业	-34.49%	69.98	91.46	114.32	18.66	25.26	32.60	27	20	15
水井坊	-42.25%	54.43	66.25	78.91	14.28	17.89	21.71	24	19	16

1.1.2、白酒：板块基本面依旧坚挺

- 22Q1板块基本面表现稳健，收入稳步增长，盈利能力持续提升。22Q1白酒板块总营收1136.87亿元，同比增长19.4%，21Q4+22Q1收入同比增长16.98%，销售回款合计2087亿元，同比增长16.13%。
- 营运层面维持健康水平。21Q4/22Q1白酒板块经营活动现金流净额604.5/-38.5亿元，同比+17.9%/-149.8%。

图3：21Q4/22Q1白酒板块收入端延续稳步增长



图4：22年白酒板块盈利水平持续提升

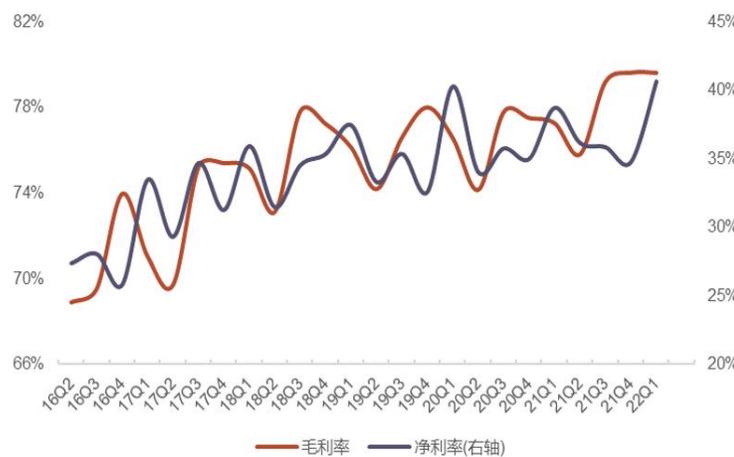
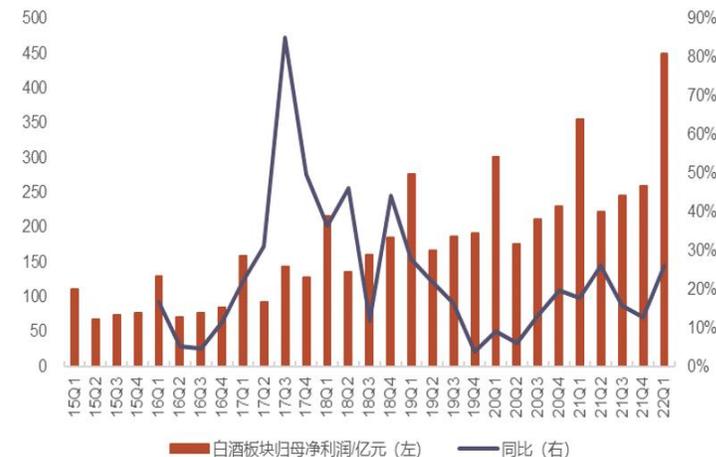


图5：白酒板块归母净利润及同比

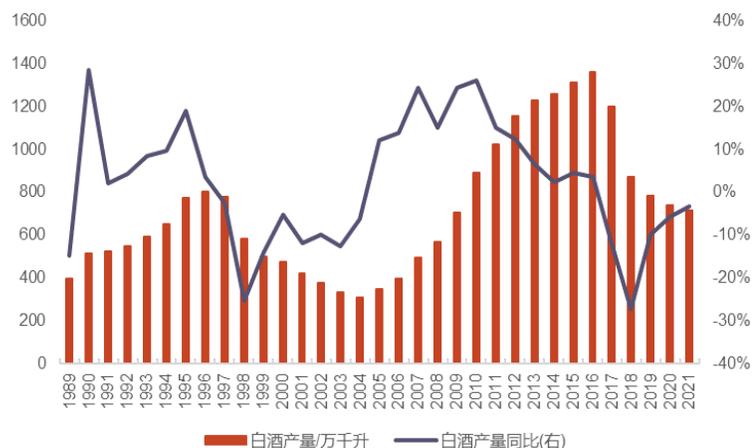


资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、产业周期：增长趋于平稳，内部升级和分化延续

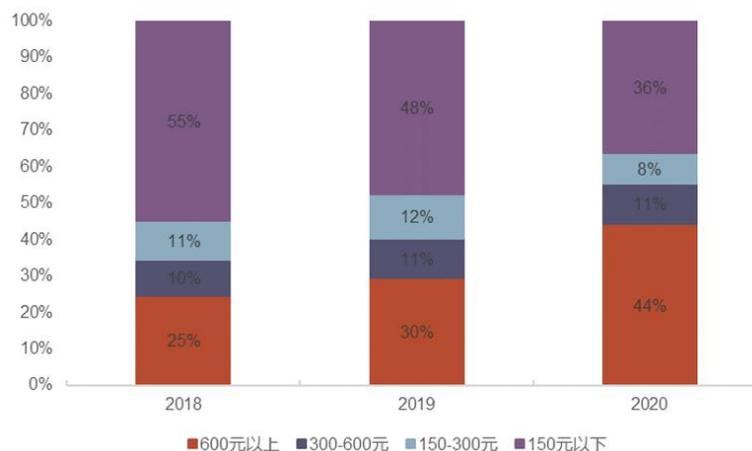
相较于2003-2012年量价齐升的发展，2016年以后行业整体产销量稳中有降，行业内部结构升级的趋势明显，市场份额进一步向头部酒企集中，规模以上白酒企业数量逐年减少，上市公司白酒企业收入占比明显提升。2020-21年行业克服疫情带来的调整，预期未来增速相对平稳，结构向上的趋势延续，酒企之间的竞争和分化或将更加激烈。

图6：历年白酒产量及同比



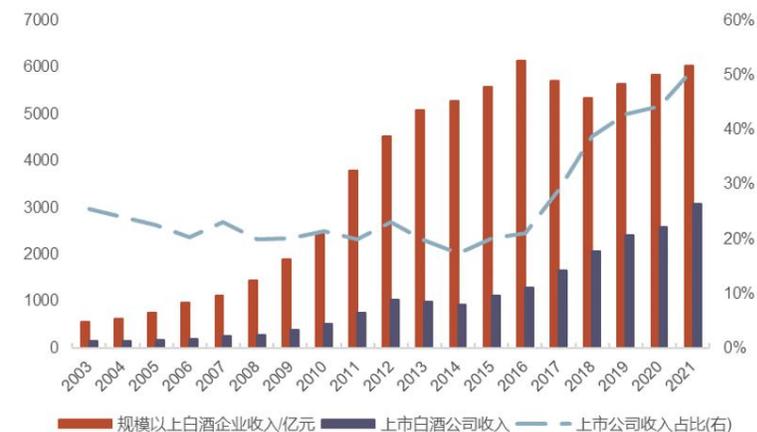
资料来源：Wind，光大证券研究所

图7：白酒结构升级趋势明显，2020年加速升级



资料来源：尼尔森，光大证券研究所

图8：上市白酒公司收入占比明显提升

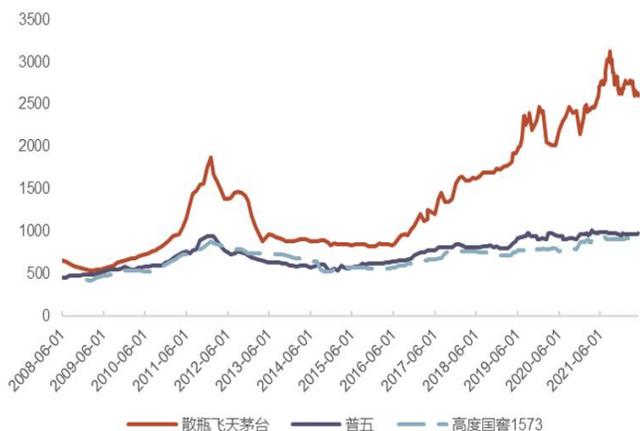


资料来源：Wind，中国酒业协会，光大证券研究所

1.3、高端白酒：销量稳步增长，需求端具备支撑

批价维持良性水平，核心单品增长稳健。茅台酒21年销量/均价同比提升5.7%/4.3%，五粮液主品牌量价平稳抬升，2019-2021年普五实际动销量CAGR约14%，叠加吨价贡献，估计实际动销CAGR达到20%。老窖中高档酒类21年恢复较高增长，其中估计国窖1573收入同比增长亦在20%以上。

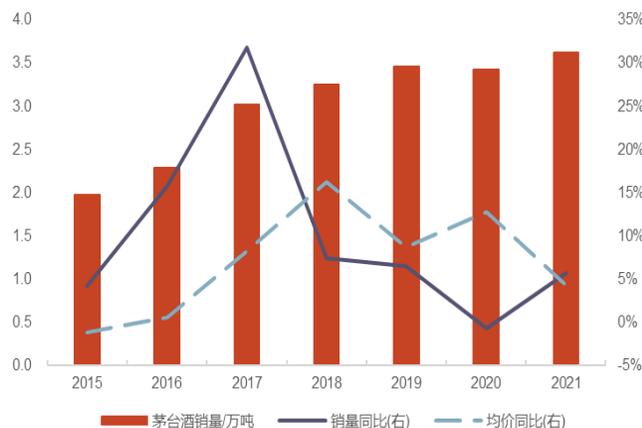
图9：高端产品批价走势



资料来源：今日酒价，光大证券研究所
注：单位为元/500ML，截至2022年4月底

请务必参阅正文之后的重要声明

图10：茅台酒销量/均价及同比



资料来源：贵州茅台公告，光大证券研究所

表3：五粮液主品牌、泸州老窖中高档酒类销量及均价

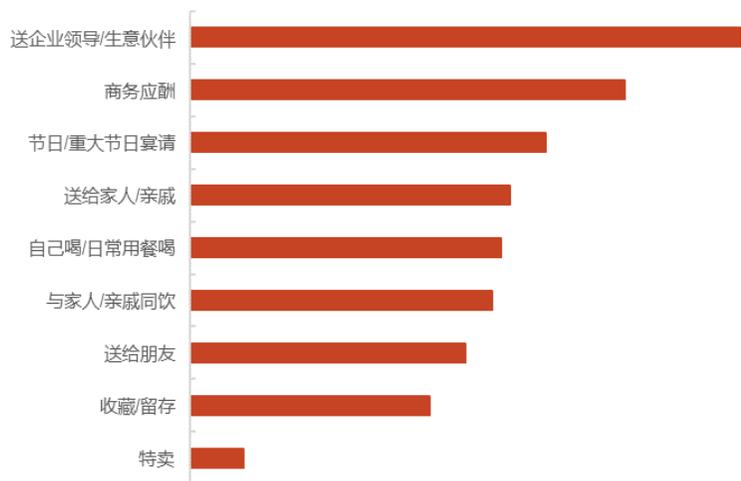
	2019	2020	2021
五粮液主品牌			
销量(万吨)	2.67	2.81	2.92
销量同比		5.28%	3.78%
均价(万元/吨)	144.70	156.58	168.17
均价同比		8.21%	7.40%
收入/亿元	386.76	440.61	491.12
收入同比		13.92%	11.46%
泸州老窖中高档酒类			
销量(万吨)	2.57	2.53	3.18
销量同比		-1.49%	25.42%
均价(万元/吨)	48.01	56.21	57.92
均价同比		17.07%	3.03%
收入/亿元	123.45	142.37	183.97
收入同比		15.33%	29.22%

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

1.3、高端白酒：销量稳步增长，需求端具备支撑

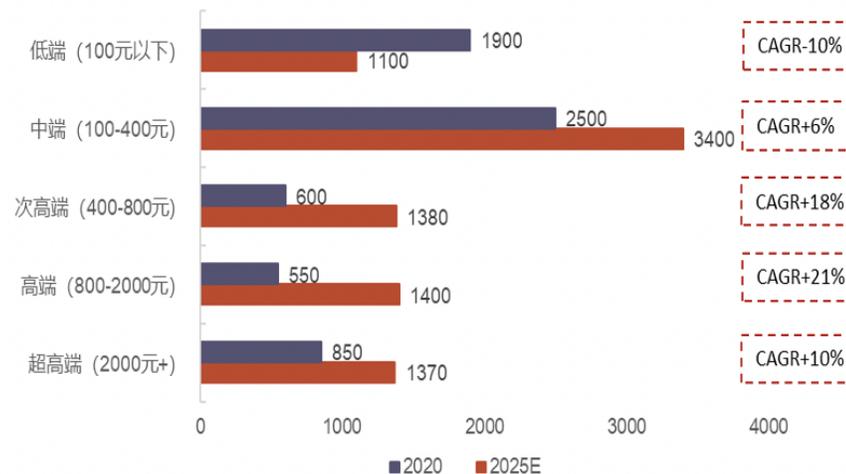
高端白酒价格带需求端具备支撑，未来有望保持10%+的营收增长速度。高端白酒具备一定的需求韧性，疫情扰动下依旧存在较强的增长确定性，得益于相对稳定的核心消费群体、投资增值属性的支撑、社交场景下对于白酒价格接受度的提高，高端白酒依旧在稳步扩容，预期800元以上价位白酒可以保持较高的增长势头，2020-25年规模CAGR有望接近15%（根据里斯咨询预测）。

图11：高端白酒使用场景以送礼、商务宴请等居多



资料来源：尼尔森2021白酒趋势报告，光大证券研究所

图12：预期2020-2025年高端价位仍有较为明显的营收增长

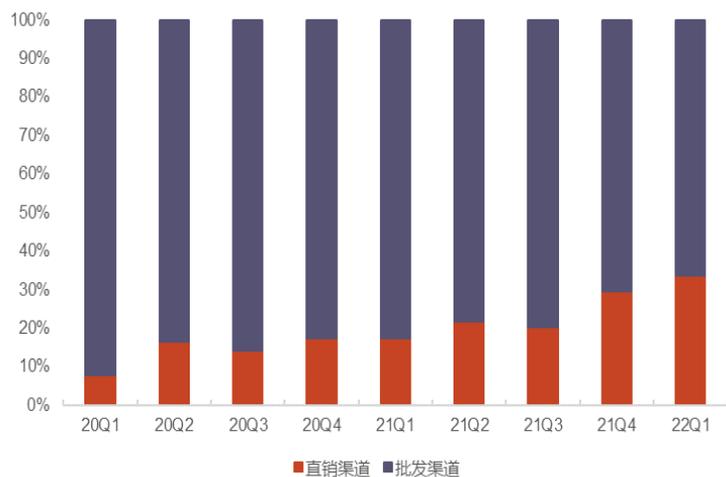


资料来源：里斯咨询预测，光大证券研究所，注：单位为亿元

1.3、高端白酒：积极变革下势能有望加速释放

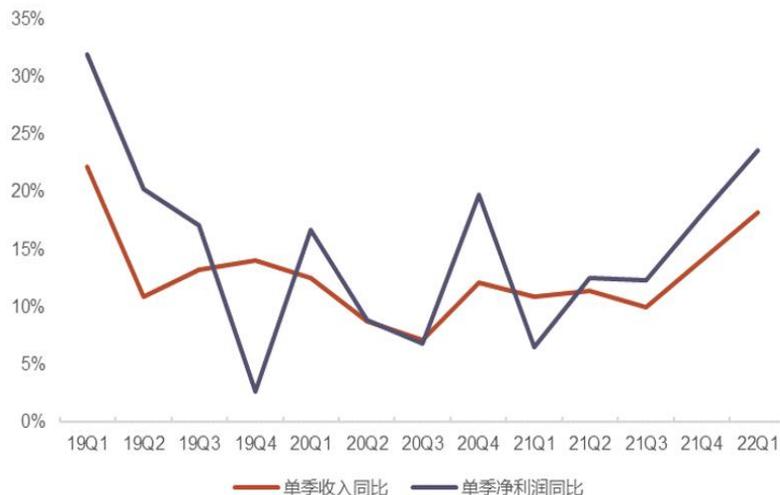
21年下半年以来，贵州茅台积极推进改革，主动求变下增长有所提速，五粮液在22年3月以来积极推动改革，量价管理有望改善，泸州老窖持续推进双品牌运作和全国化，渠道建设更加精细化。

图13：贵州茅台直销渠道收入占比持续提升



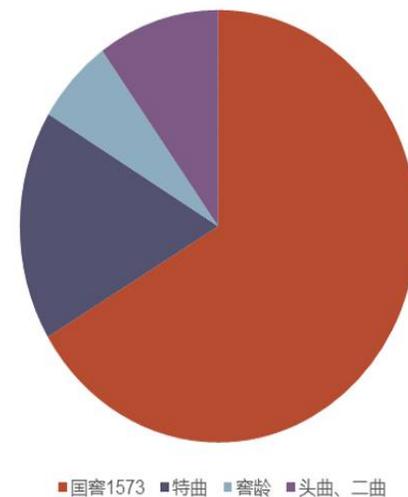
资料来源：贵州茅台公告，光大证券研究所

图14：贵州茅台收入及净利润同比逐季提速



资料来源：贵州茅台公告，光大证券研究所

图15：2021年泸州老窖分产品收入占比

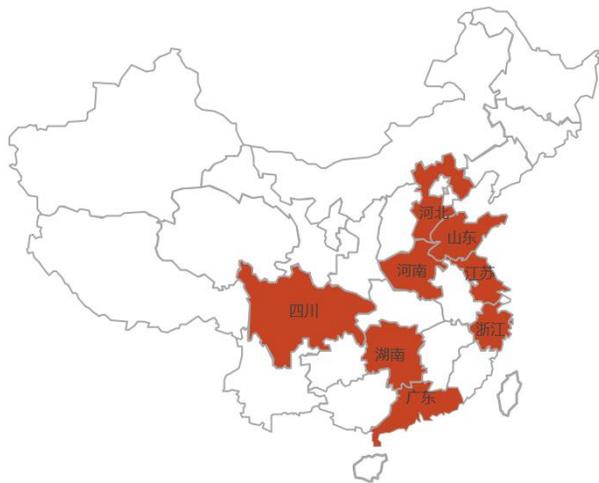


资料来源：泸州老窖公告，渠道调研估算，光大证券研究所

1.4、疫情反复对次高端白酒存在一定扰动

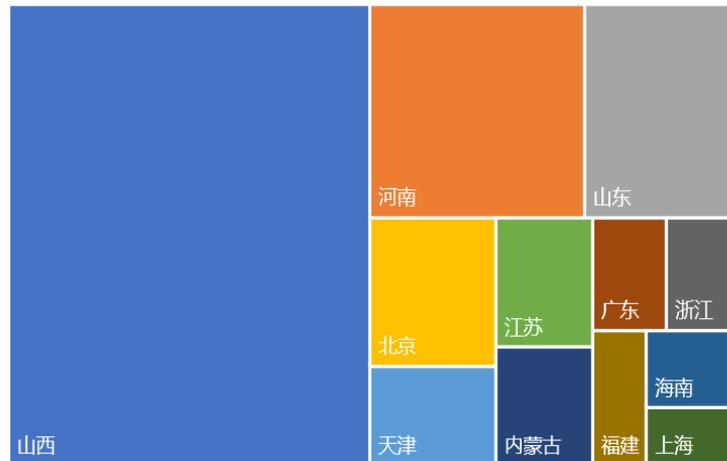
次高端白酒聚饮、宴席场景相对较多，特别是河南、山东、华东等主要市场疫情反复会对终端动销造成一定扰动。22年以来国内部分市场仍有疫情散发，春节后华南、华东等地区疫情反复，重点市场的疫情防控将导致部分消费场景损失，对次高端酒企销售造成一定影响。

图16：水井坊八大核心市场



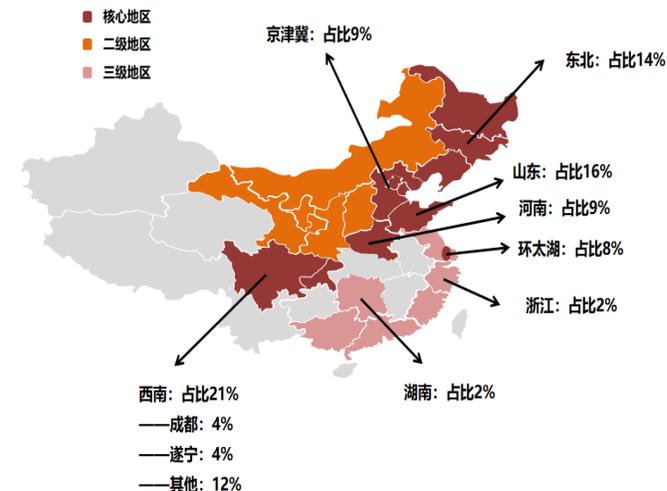
资料来源：水井坊公告，光大证券研究所

图17：山西汾酒主要市场



资料来源：山西汾酒公告，渠道调研估算（2021年）
注：方块大小表示各市场销售规模

图18：舍得酒业核心市场



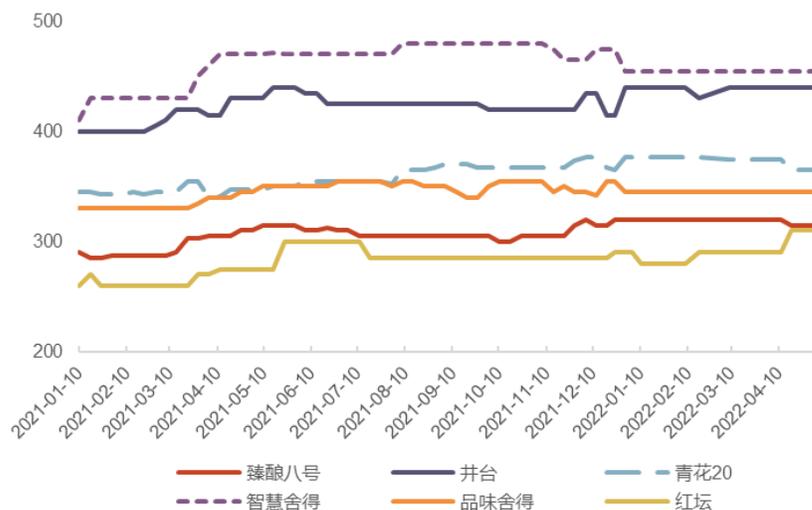
资料来源：舍得酒业公告，渠道调研估算（2021年）
注：口径为各市场销售规模

1.4.1、疫后复苏若符合预期：全国性次高端酒企弹性较强



从动销情况来看，四五月份疫情防控导致宴席、餐饮等消费场景有部分损失，动销受到一定扰动，但主要单品价格稳定、库存水平维持良性。疫情下酒企积极推进渠道建设、终端动销、消费者培育等工作，加大内功修炼。

图19：次高端酒企主要单品批价维持相对稳定



资料来源：今日酒价，酒价参考，光大证券研究所
注：单位/元，数据截至2022-5-2

表4：疫情期间次高端酒企稳步推进基础工作

酒企	二季度以来主要工作
山西汾酒	费用维持稳定的投放节奏，更倾向于市场、促销、地推等活动
酒鬼酒	费用投放进行改革，方向从经销商、渠道转向客户和消费者，加强圈层营销、品牌建设，继续发展专卖店和核心终端，根据经销商库存管理发货节奏
水井坊	围绕新井台，在疫情形势允许的市场开展品鉴活动，通过消费者扫码等活动推动动销，资源投放更加精准，集中在疫情影响相对较小的市场。
舍得酒业	二季度工作围绕C端消费者，疫情期间保持价格体系继续提升，在疫情影响较小的城市开展会战，加大新市场招商布局，通过个性化产品销售补充业务，并且加强人员培训、业务模式创新等。

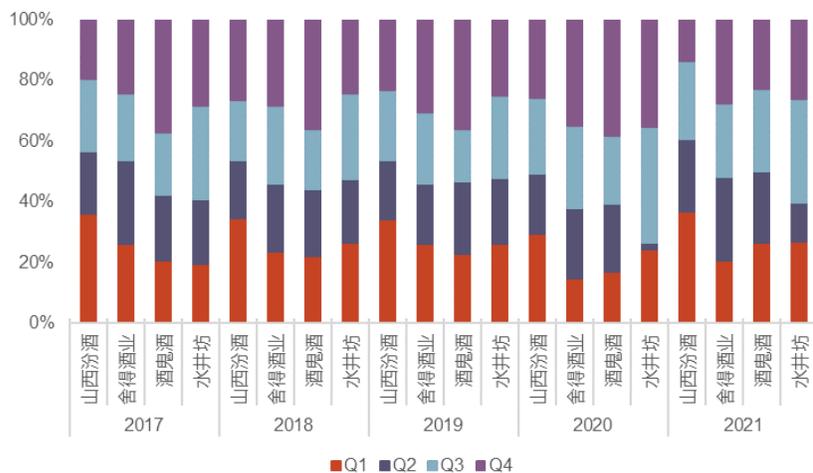
资料来源：各公司公告，业绩交流会，光大证券研究所

1.4.1、疫后复苏若符合预期：全国性次高端酒企弹性较强



全年来看本轮疫情带来的影响可控，复苏后全国性次高端酒企弹性更加明显。对比2020-21年，22年疫情形势或许较为严峻，但Q2单季收入占全年比重相对较低，过去三年报表端平均占比20%+，渠道反馈回款占比一般在20%左右，假设二季度疫情对销售的影响约20-40%，估计对全年收入端影响在双位数以内，结构升级、费用精准投放下利润端影响估计更小。若疫情在上半年得到控制、消费场景逐渐恢复，估计全国性次高端酒企依旧可以释放较强的业绩弹性。

图20：2017-21年Q2收入占酒企全年比重平均20%左右



资料来源：Wind，光大证券研究所

表5：Q2疫情损失估计对次高端酒企全年收入影响有限

Q2收入占全年比重	Q2受疫情损失幅度			
	20%	25%	30%	40%
18%	3.6%	4.5%	5.4%	7.2%
20%	4.0%	5.0%	6.0%	8.0%
22%	4.4%	5.5%	6.65	8.8%
24%	4.8%	6.0%	7.2%	9.6%

资料来源：光大证券研究所测算

1.4.2、疫后复苏若不及预期：地产酒具备安全边际

目前江苏、安徽省内尚无大规模的疫情扩散，且经济实力相对突出，地产酒具备强势的基地市场。若消费场景的恢复不及预期，地产酒基地市场稳固，具备较强的安全边际，目前江苏、安徽等省份的疫情管控形势在全国层面相对较好，且苏皖主要经济指标增长领先、经济运行先行指标情况良好。

图21：21年江苏、安徽GDP增速分别位于全国第5/第8

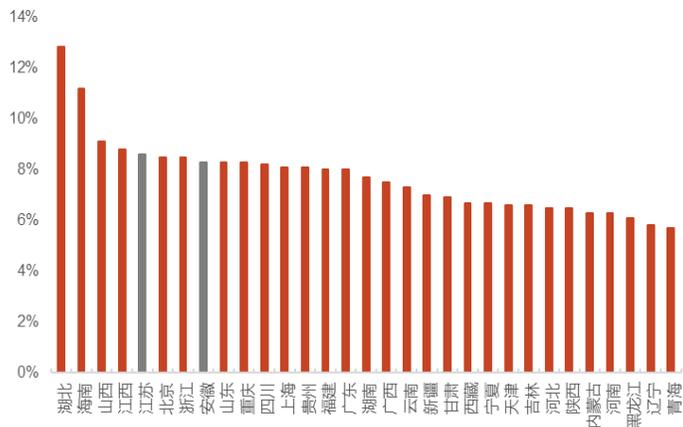


图22：21年安徽、江苏城镇居民人均可支配收入增速位列第6/8

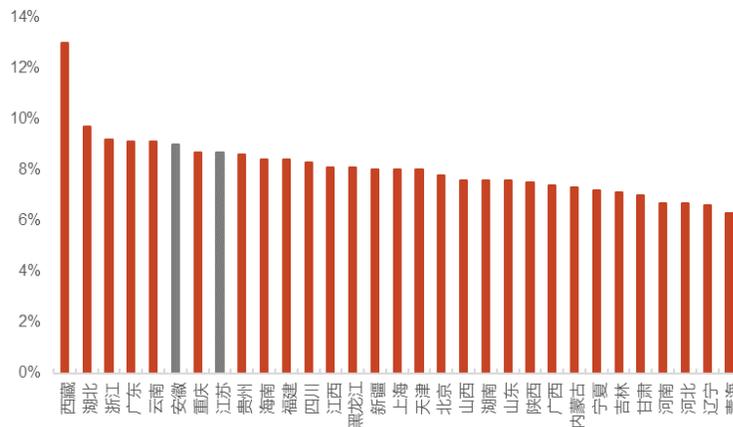
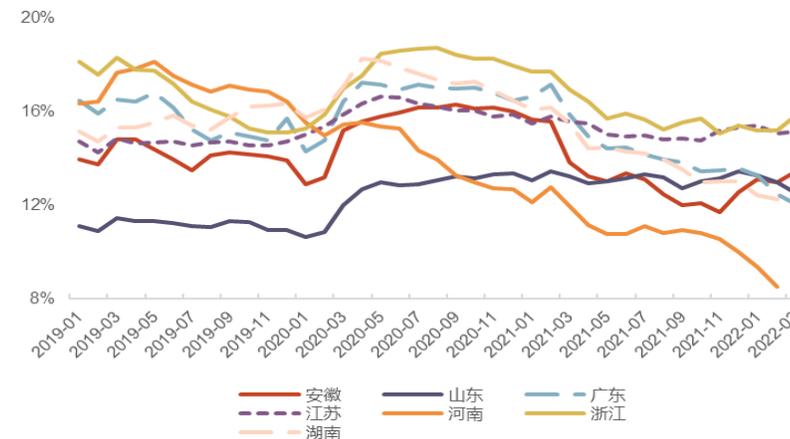


图23：本外币各项贷款余额增速：江苏位居前列，安徽呈现加速

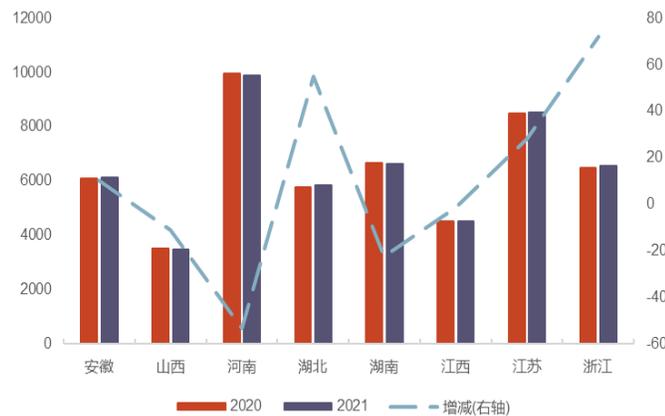


资料来源：Wind，光大证券研究所

1.4.2、疫后复苏若不及预期：地产酒具备安全边际

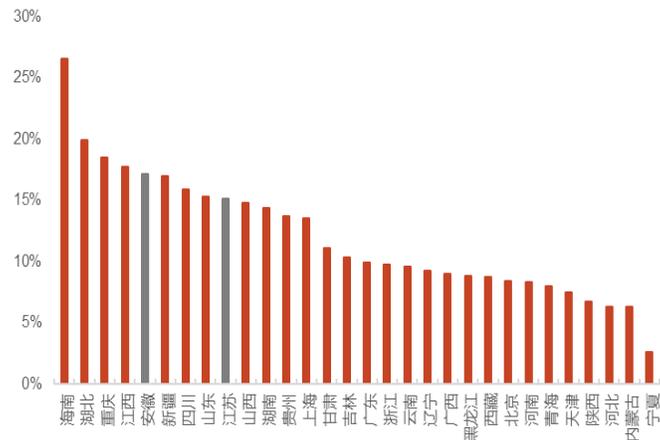
- 苏皖常住人口城镇化进程稳步推进，人口回流为白酒消费提供支撑。截至2021年末，安徽、江苏省常住人口城镇化率59.39%/73.94%，同比提升1.06/ 0.50pct，江苏省/安徽省常住人口8505/ 6113万人，较2020年末增加28.1/10.28万人。
- 苏皖消费结构持续升级。2021年安徽、江苏社零同比增速17%/15%，位列全国第5/9。21年安徽省住宿和餐饮收入同比增长14%，江苏省住宿和餐饮业GDP同比增长11%，均已恢复到2019年水平。

图24：21年苏皖常住人口增加



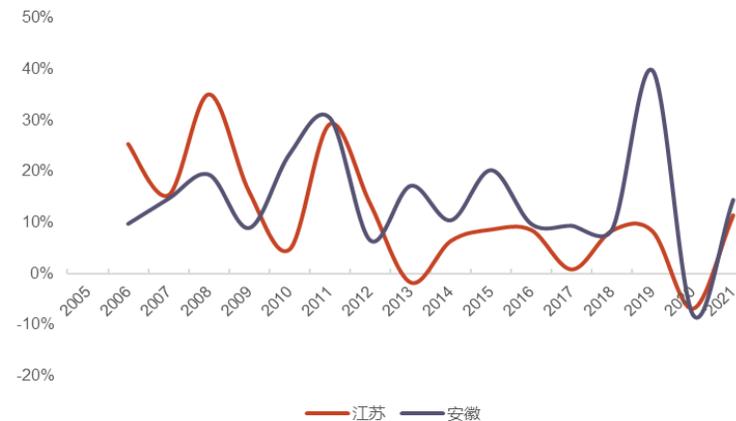
资料来源：各省统计局，光大证券研究所
单位：万人

图25：21年安徽、江苏社零增速位列国内第5/9



资料来源：Wind，光大证券研究所

图26：苏皖住宿和餐饮业GDP在21年恢复增长



资料来源：各省统计局，光大证券研究所

1.4.2、疫后复苏若不及预期：地产酒具备安全边际

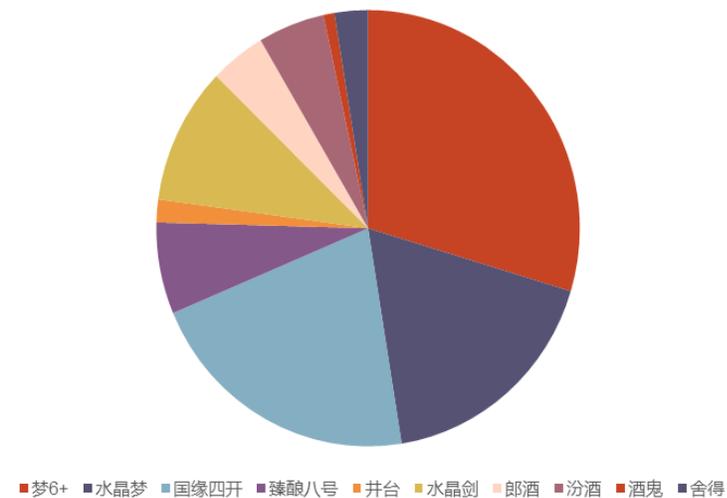
区域龙头集中度进一步提升，疫情或加速分化。2020年安徽省规模以上白酒企业实现营收246.5亿元，其中省内四家上市酒企总营收占比76.24%，相较2017年稳步提升。江苏省内洋河和今世缘市占率估计达到40%+，特别在300-800元的次高端价格带，苏酒龙头地位相对强劲。

图27：安徽省上市酒企收入占规上白酒营收比重提升



资料来源：安徽省统计局，Wind，光大证券研究所

图28：江苏省次高端价格带中，估计地产龙头占比约70%

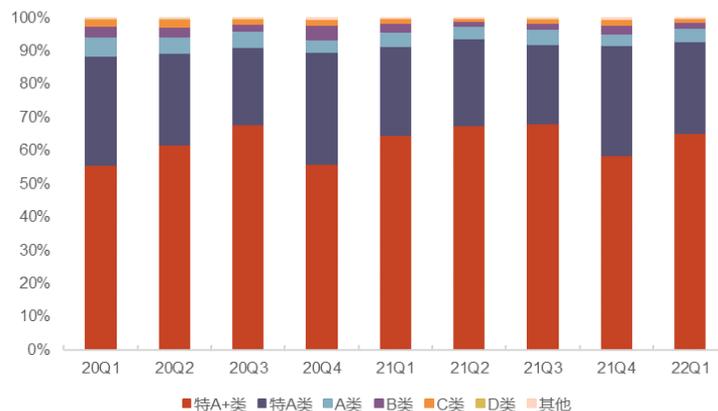
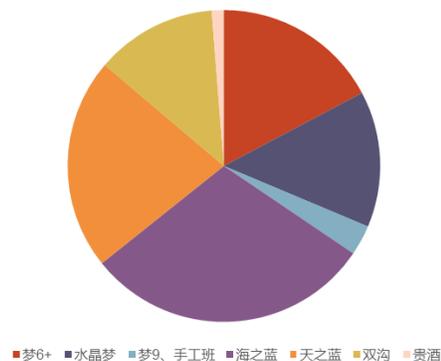


资料来源：渠道调研估算（2021年），光大证券研究所

1.4.2、疫后复苏若不及预期：地产酒具备安全边际

省内白酒消费规模扩大、结构向上提升的背景下，区域龙头持续推动产品升级、品牌投入与渠道建设，加强内部变革。洋河推动双品牌发展，21年以来公司在人事和组织架构方面进行了较大改革。今世缘坚定产品升级、大力发展V系列，22年公司将加大市场投入、扩大品牌传播力度、加强消费者培育。徽酒中，古井的古16、古20等次高端以上产品承接消费升级、放量较快，口子窖21年来加强团购渠道拓展，迎驾贡酒重点聚焦洞藏系列，销售服务从经销商向核心终端和消费者倾斜。

图29：洋河股份21年产品销售结构 图30：今世缘特A类及以上产品收入占比达到90%+ 表6：徽酒围绕次高端产品推进渠道建设、品牌投入



酒企	工作
古井贡酒	对古16/古20增速要求较高，销售人员数量领先，厂家和经销商人员协同，合肥采取联盟体模式，总经销执行、厂家人员协同，终端门店直接对接总经销，省内其他市场由厂家主导、经销商执行。对古16/古20产品加大对宴席场景的资源投入，并高举高打持续进行品牌投入，例如连续赞助央视春晚。
口子窖	21年侧重发展团购，发布兼香518，兼香518直接和终端核心店签约。调整费用分配，加大终端营销，重启央视品牌投放计划，2019年为配合初夏/仲秋在全省高铁投放广告。
迎驾贡酒	重点发展洞藏系列，销售服务从经销商转向核心终端和消费者，推动渠道扁平化与组织下沉，销售公司进行整合，分管不同系列产品，例如洞藏直营管理在不同城市设立分公司，进行品牌打造活动，并辐射到城市周边。

资料来源：洋河股份公告，渠道调研估算

资料来源：今世缘公告

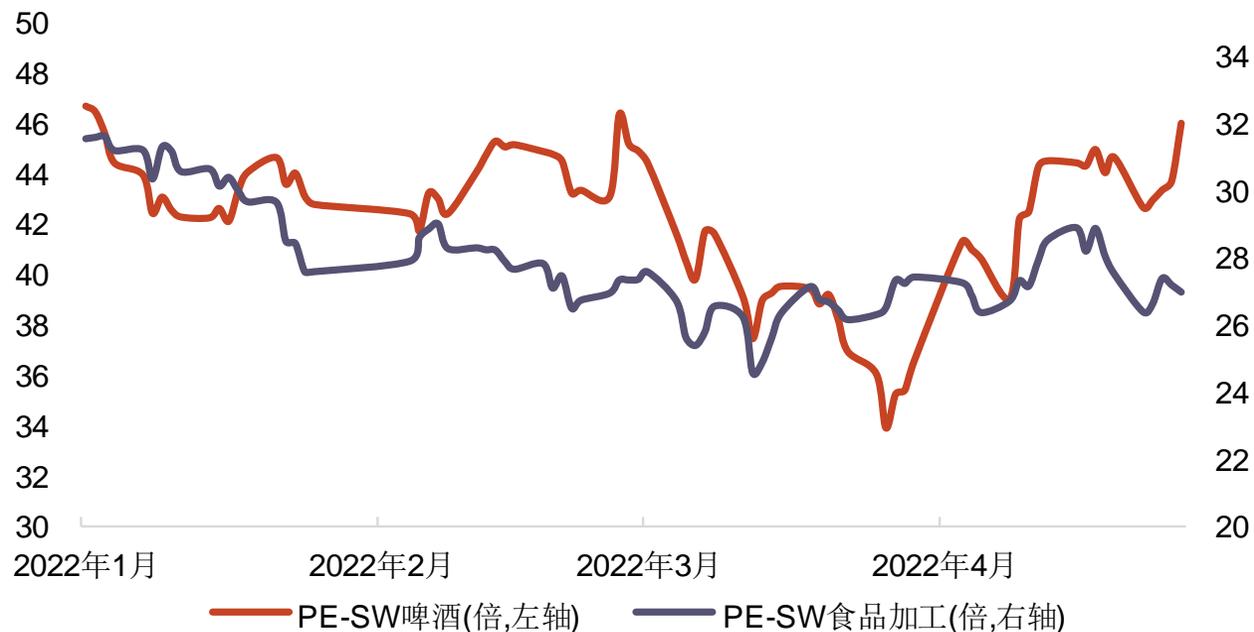
资料来源：各公司公告，渠道调研

- 1、白酒：把握高确定性与业绩弹性
- **2、啤酒：高端升级持续，疫情拐点后高弹性板块**
- 3、调味品：龙头提价打开行业提价空间
- 4、投资建议
- 5、风险分析

2.1、板块回顾：大众食品的估值行情历史复盘

- 2022年以来大众食品板块的估值有所修复：2022年以来大众食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，年内估值持续回落，4月估值略有反弹，截至4月29日啤酒（申万）PE（TTM）回落1.46%，（2022年1月4日为46.67x）至45.99x；另一方面，食品加工板块估值从1月起出现小幅回落，截至4月29日食品加工（申万）PE（TTM）回落幅度大于啤酒板块，为14.50%，估值为26.94x（2022.1.4为31.51x）。个股来看啤酒和调味品板块内股价均有不同程度下跌。

图31：2022年以来大众食品板块的估值4月起有所修复

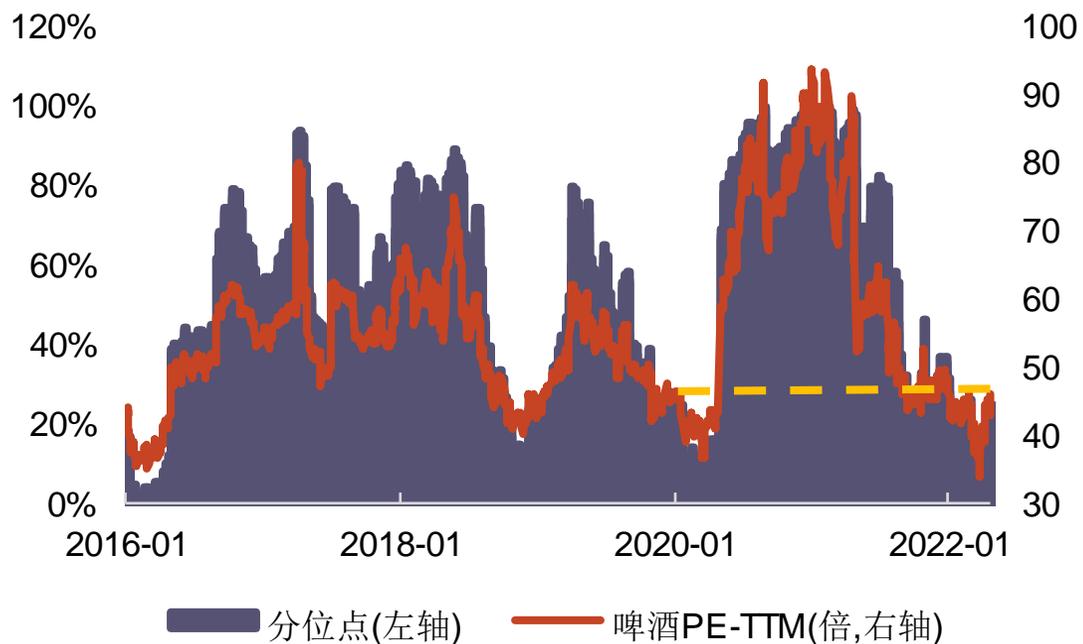


资料来源：Wind，光大证券研究所（注：数据日期为2022.1.1-2022.4.29）

2.1、板块回顾：大众食品的估值行情历史复盘

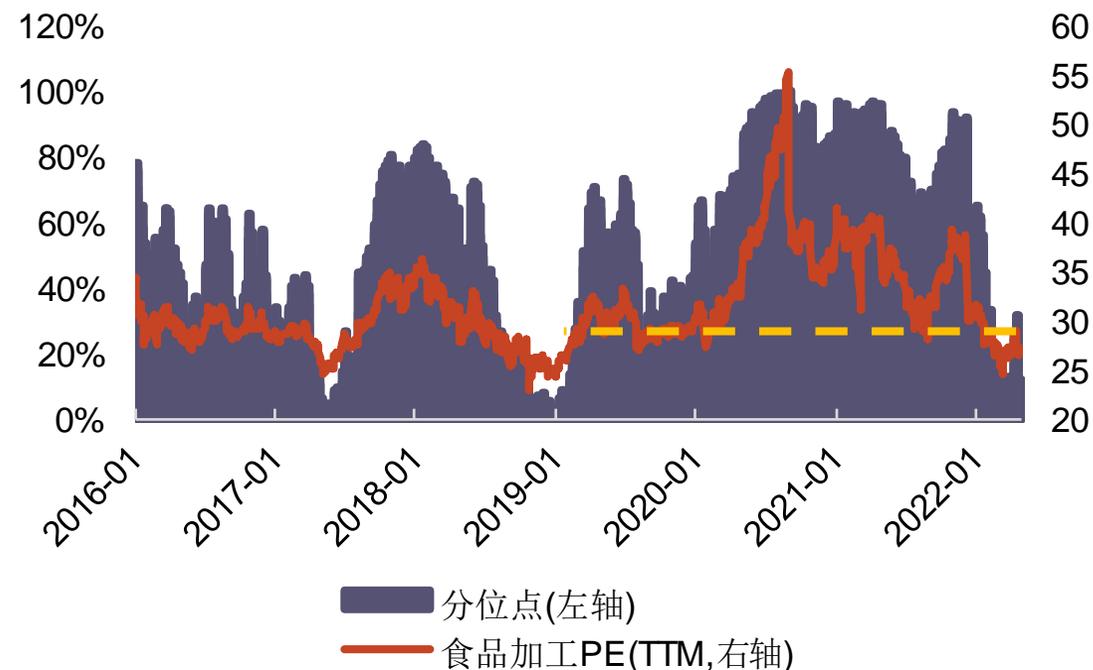
当前时点（2022.4.29）啤酒板块估值接近2019年底的估值水平，处于2016年以来的24.45%分位点，板块估值具备较高安全边际。食品加工板块估值与2019年初的估值水平接近，处于2016年以来10.27%分位点，具备一定的估值安全垫。

图32：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2016.1.4-2022.4.29，黄色虚线为2022.4.29时点的PE（TTM））

图33：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：指数为啤酒（申万）指数，数据时间为2016.1.4-2022.4.29，黄色虚线为2022.4.29时点的PE（TTM））

2.1、板块回顾：大众食品的估值行情历史复盘

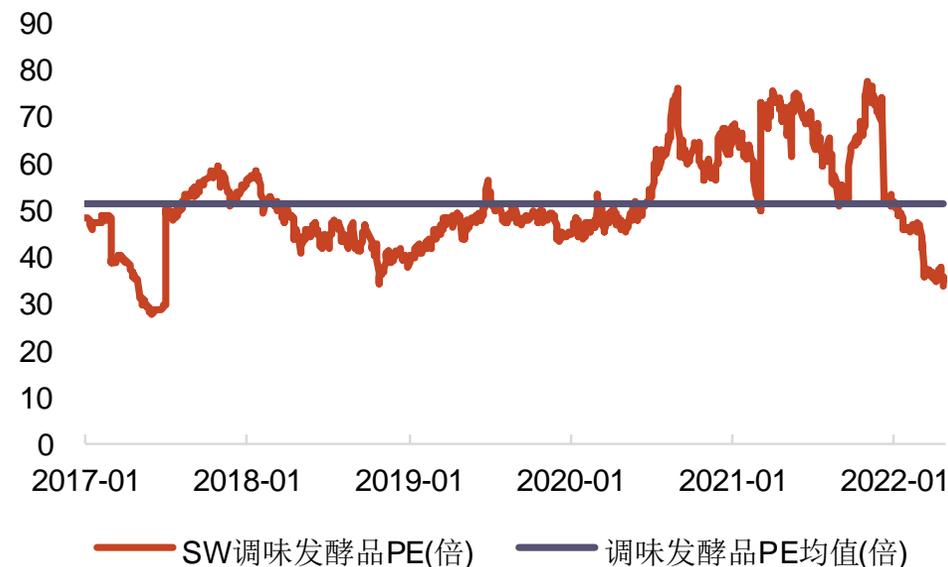
各细分子板块估值表现略有差异，调味品估值接近2017年以来的最低水平：食品加工板块整体估值处于2017年以来的均值以下，不同细分行业之间的表现也略有差异。截至到2022年4月29日，调味发酵品（申万三级子行业，下同）市盈率估值为33.76倍，接近2017年以来的历史最低水平；

图34：当前食品综合整体估值处于2017年以来的均值以下（倍）



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2017.1.4-2022.4.29）

图35：当前调味品整体估值接近2017年以来的新低

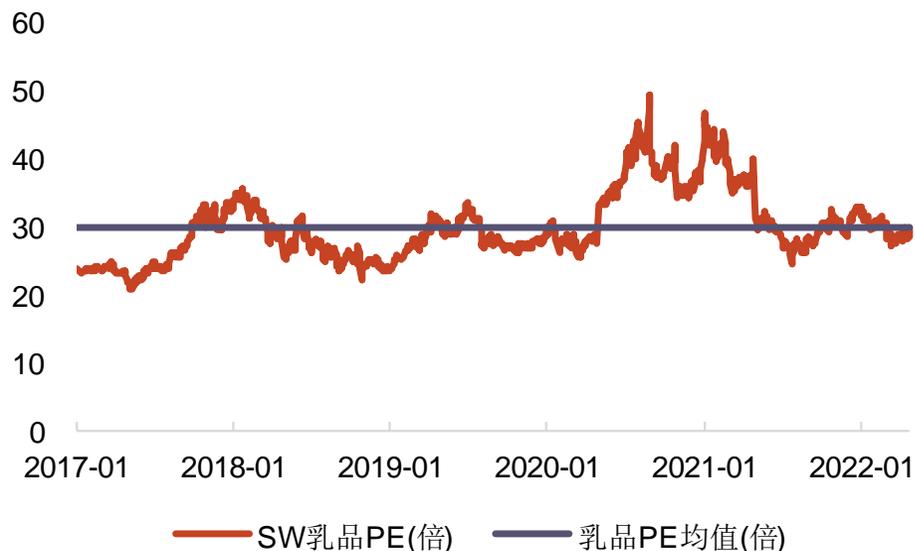


资料来源：wind，光大证券研究所（注：指数为调味发酵品（申万）指数，数据时间为2017.1.4-2022.4.29）

2.1、板块回顾：大众食品的估值行情历史复盘

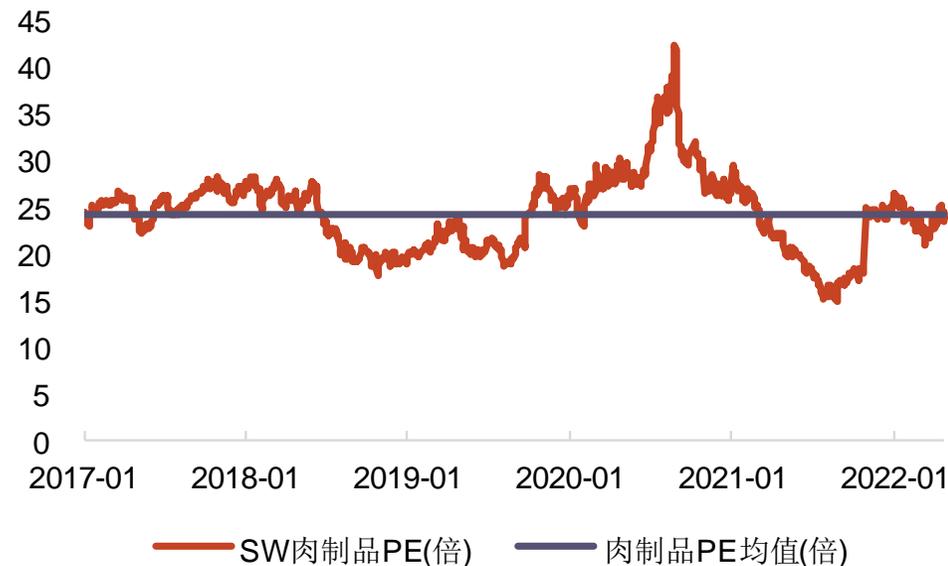
乳品板块的最新市盈率估值为30.05倍，略高于2017年以来的均值水平；肉制品的最新市盈率估值为23.60倍，略低于2017年以来的均值水平。

图36：当前乳制品整体估值略高于2017年以来的均值



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2017.1.4-2022.4.29）

图37：当前肉制品整体估值处于2017年以来的均值附近

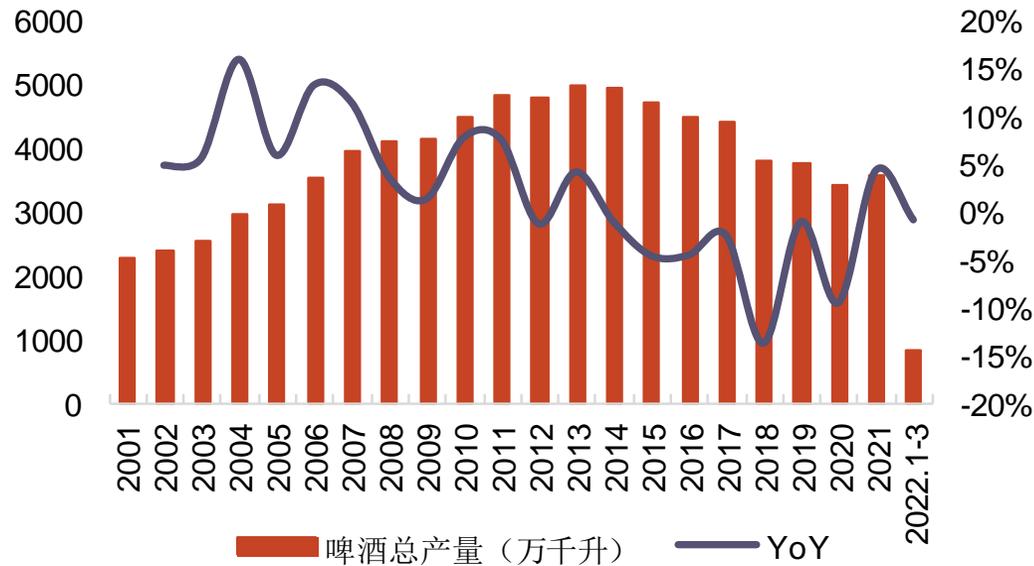


资料来源：wind，光大证券研究所（注：指数为肉制品（申万）指数，数据时间为2017.1.4-2022.4.29）

2.2.1 啤酒高端化趋势不改

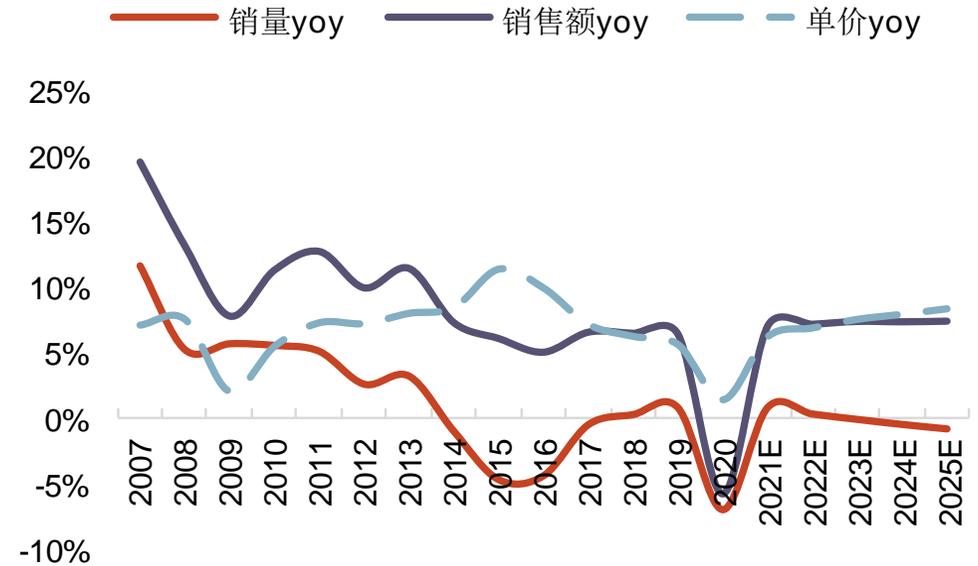
- 伴随着啤酒主力消费人群的萎缩，当前我国的啤酒消费市场整体进入了“总量横盘”阶段，行业增速主要靠价格驱动，产品结构持续优化。1) 从产量来看，2021年疫情逐渐稳定，啤酒产量回升，上升4.44%至3562.4万吨。2022年随着广东、上海等地疫情蔓延，1-3月中国啤酒企业累计产量816万吨，同比下降0.73%。2) 从价格来看，2006年至今中国啤酒销售单价持续提升。

图38：2021年中国啤酒总产量回升



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图39：中国啤酒销售单价同比增速持续为正

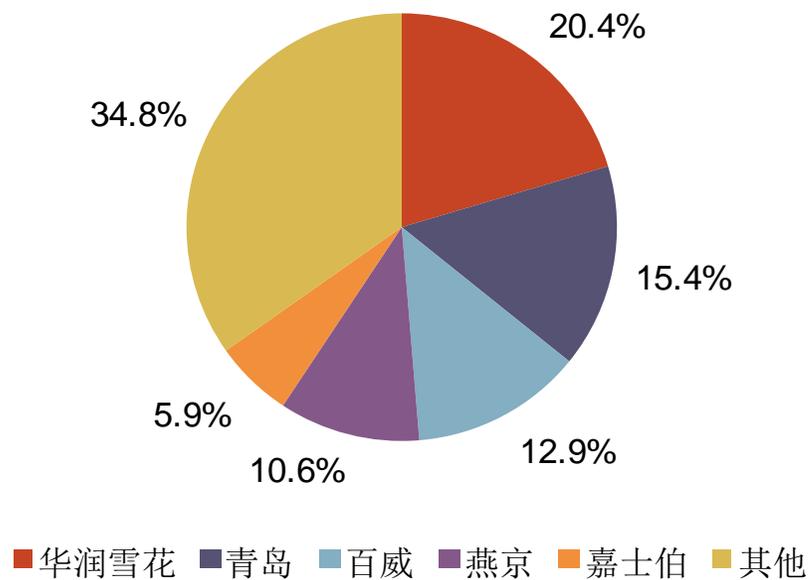


资料来源：资料来源：Euromonitor，光大证券研究所
(注：2021-2025年为Euromonitor预测)

2.2.1 啤酒高端化趋势不改

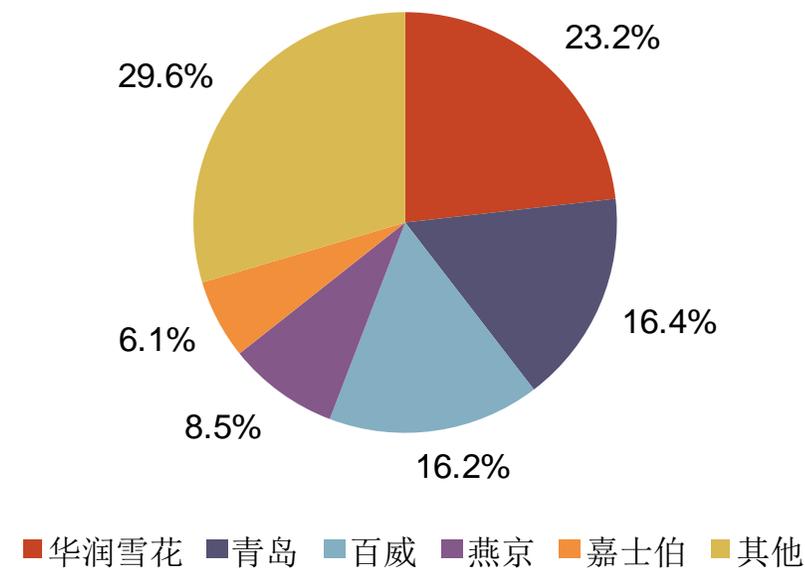
- 3) 从竞争格局看，伴随着行业整体量级的稳定，国内的啤酒巨头经过跑马圈地的产能扩张期，已形成了稳定的寡头垄断格局。华润雪花、青岛、百威、燕京和嘉士伯五大啤酒龙头企业的CR5（消费量口径）从2013年的65.2%上升至2018年的70.4%。

图40：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41：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

2.2.1 啤酒高端化趋势不改

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42：雪花&青岛&百威&嘉士伯中高端品牌上市时间



资料来源：百威亚太招股说明书，Global Data，光大证券研究所整理

2.2.1 啤酒高端化趋势不改

2020年以来啤酒板块高端化发展提速，各家积极发力中高端领域，寻求产品结构升级带来吨酒价的提升。随着市场成熟度的增加，企业需要更丰富的产品矩阵吸引消费者。为满足消费需求的多元化，众啤酒厂商积极布局高端品相，丰富自身产品矩阵。

表7：各公司积极丰富产品矩阵

公司	产品战略	分类	主要品牌产品
青岛啤酒	“1+1+N”品牌策略，聚焦主品牌，经典+纯生带动N新特产品	青岛主品牌：	纯生、白啤、1903、百年之旅、琥珀拉格、鸿运当头、奥古特、皮尔森等
		其他品牌：	崂山、山水、汉斯等
重庆啤酒	“6+6”品牌矩阵丰富高端品类	国际品牌：	1664、夏日纷、嘉士伯、乐堡、布鲁克林、格林堡
		国内品牌：	乌苏、重庆、西夏、大理、风花雪月、京A
华润啤酒	布局“4+4”品牌矩阵发力高端	国内品牌：	勇闯天涯superx、马尔斯绿、匠心营造、脸谱、老勇闯、黑狮白啤
		国际品牌：	喜力、苏尔、红爵、虎牌、悠世白啤
燕京啤酒	“1+3”品牌战略布局高端	燕京主品牌：	U8、V10白啤、纯生、白啤、燕京八景等
		三大副品牌：	漓泉、惠泉、雪鹿
百威亚太	多元化品牌布局	高端及超高端：	百威、科罗娜、福佳、蓝妹、时代、乐飞、鹅岛、拳击猫、范佳乐、开巴等
		核心及核心+：	哈尔滨啤酒、雪津啤酒
		实惠：	双鹿啤酒、金士百啤酒、雁荡山啤酒

资料来源：百威亚太招股说明书，Global Data，光大证券研究所整理

2.2.1 啤酒高端化趋势不改

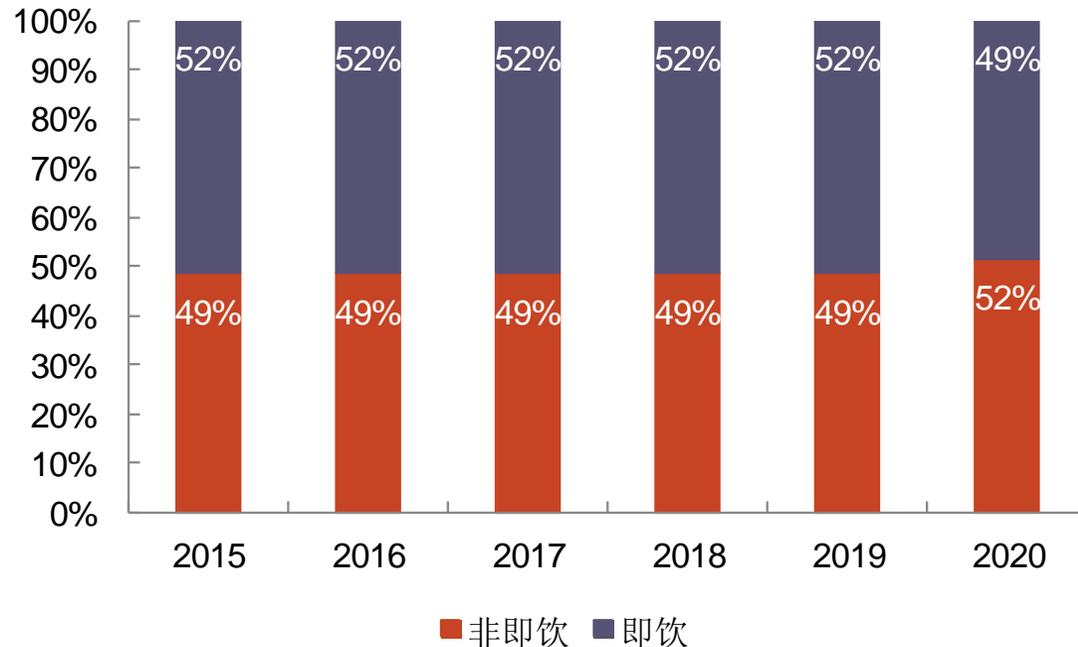
行业高端化阶段，啤酒厂商通过大单品来抢占高端市场。随着中高档啤酒的持续布局，各大啤酒厂商在中高端领域均有所突破：

- **重庆啤酒**：大单品乌苏2021年销量约83万吨，同比增长34%，其中疆外销量45-50万吨（同比增速超65%），1664同比增长36%；
- **青岛啤酒**：2021年纯生销量近80万吨，1903销量超20万吨，白啤销量近8万吨，经典系列销量约170万吨；
- **华润啤酒**：次高端及以上2021年销量同比增长近30%，其中SuperX预计突破40万吨，喜力增长至30+万吨，纯生体量达到60万吨；
- **百威亚太**：2021年高端及超高端销量增长均超20%，百威品牌销量同比增长20%以上，其中百威金尊销量同比增长超50%。

2.2.2 疫情短期扰动，拐点后具备较大弹性

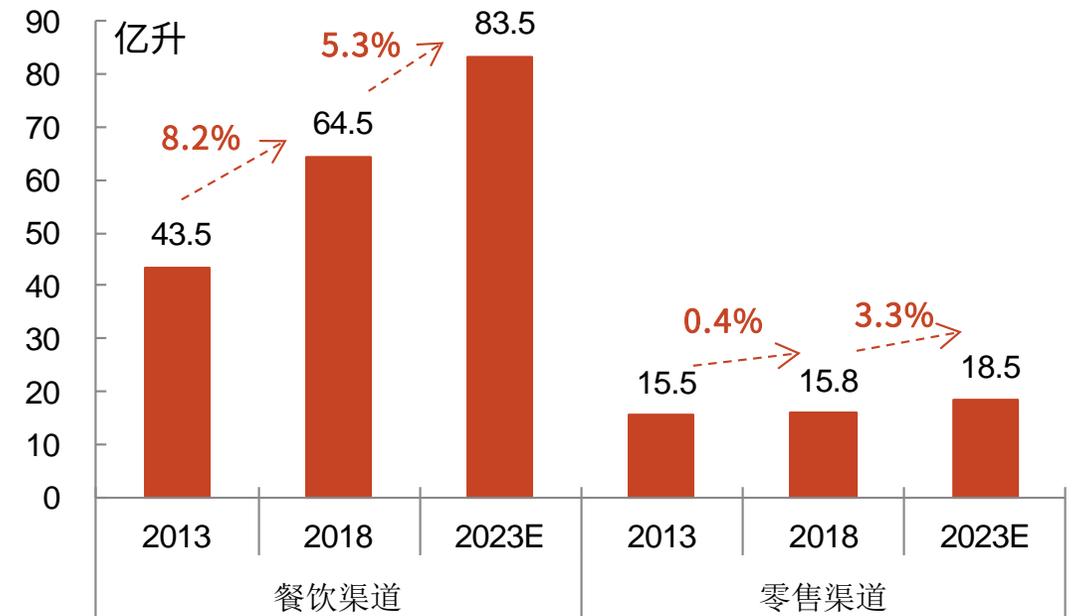
即饮渠道是啤酒高端化的重要渠道。啤酒渠道可以分为即饮&非即饮两大类，根据Euromonitor，两种渠道占比各约50%。不同渠道匹配的产品有所不同，操作方式也有所差异。相较非即饮渠道，即饮渠道中高端及超高端啤酒的量更大、增速更快。即饮包括餐饮和夜场，是高档及以上产品售卖的主要渠道：夜场是打响品牌的兵家必争之地；餐饮渠道贡献了高档产品的主要销量。

图43：我国啤酒即饮与非即饮渠道各占一半左右



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图44：渠道划分的中国高端及超高端啤酒消费量



资料来源：Global Data预测，光大证券研究所

2.2.2 疫情短期扰动，拐点后具备较大弹性

- 3月以来疫情反复，餐饮、夜场等即饮渠道消费受到限制，导致啤酒动销减弱。根据渠道调研：
- **青岛啤酒**：由于受到疫情反复影响，公司的基地市场山东销量受到较大冲击，3月销量下滑50%，影响了整体3月表现。此外，疫情影响严重的华东区域：上海、江苏、浙江的3月销量均出现了30%-40%左右的降幅。东北区域继续维持较好势头，其中辽宁、吉林3月销量均为正增长。4月上海/吉林/陕西销量大幅下滑，公司基地市场山东销量降幅收窄，销量同比下滑9%。
 - **华润啤酒**：1-2月表现强劲，有10%+增速；3月销量约有高单位数至低双位数下滑。
 - **重庆啤酒**：1-2月表现强劲，3月销量持平。4月受上海疫情影响，上海地区销量有一定程度下滑。

2.2.2 疫情短期扰动，拐点后具备较大弹性

受疫情影响，青岛啤酒、华润啤酒估值均有所回调。今年年初至3月初的PE（TTM）值处于波动中维持稳定的态势，但从3月1日开始均开始下行，华润变化幅度更大，从年初的40x跌至4月29日的27x。

图45：2022年至今青岛啤酒PE（TTM）变化趋势（倍）



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：数据时间为2022.1.4-2022.4.29）

图46：2022年至今华润啤酒PE（TTM）变化趋势（倍）



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：数据时间为2022.1.4-2022.4.29）

若在啤酒旺季来临前，疫情得到有效控制，疫情防控出现边际缓解，啤酒消费有望在旺季实现快速增长，结合当前估值，股价具备较大弹性。

- 1、白酒：把握高确定性与业绩弹性
- 2、啤酒：高端升级持续，疫情拐点后高弹性板块
- **3、调味品：龙头提价打开行业提价空间**
- 4、投资建议
- 5、风险分析

3.1 拆解提价原因：销售承压&成本上涨

供给端：渠道结构变化，社区团购崛起。

- 于疫情下催化，于资本流入后迅增。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。

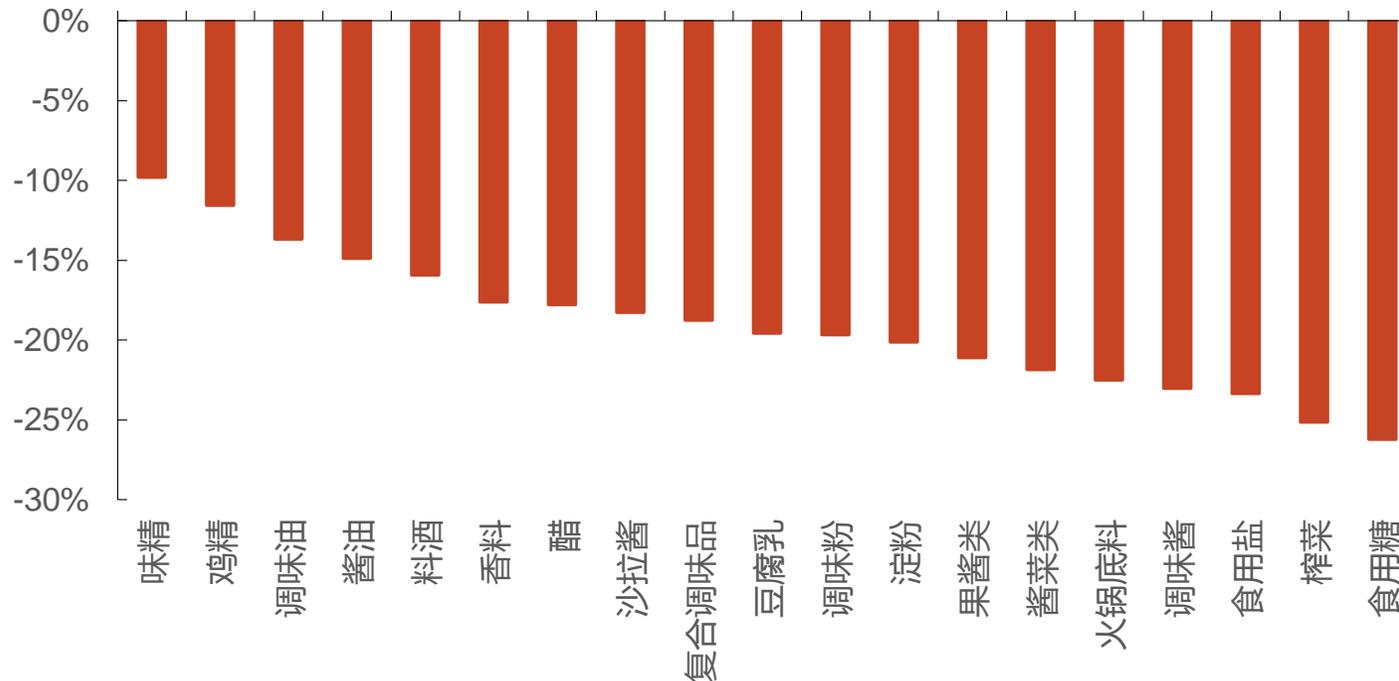
图47：各大社区团购平台发展时间轴



3.1 拆解提价原因：销售承压&成本上涨

- 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48：超市渠道中调味品细分品类21H1销售额同比变化



3.1 拆解提价原因：销售承压&成本上涨

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。根据国家统计局数据，2022年1-4月社会餐饮收入约13262亿元，同比下滑5.1%，而4月单月社会餐饮收入约2609亿元，同比下滑22.7%。由于4月疫情较严重，餐饮行业受到较大影响，随着后续疫情缓解，餐饮需求有望逐步反弹。
- **消费力有所下降，大众食品需求疲软。**疫情影响居民收入水平，居民消费力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年社会商品零售总额月度同比增速数据连续下滑，2022年4月单月社会商品零售总额约29483亿元，同比下降11.1%。我们预计，居民消费水平的恢复仍需时日。

图49：月度社会餐饮收入总额及其增速

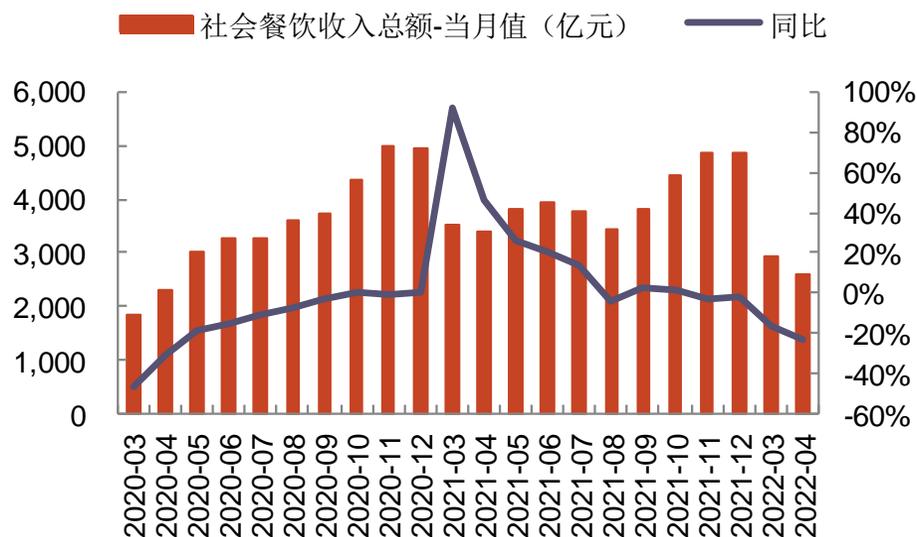


图50：月度社会商品零售总额及其增速



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：国家统计局，光大证券研究所；数据截至2022年4月

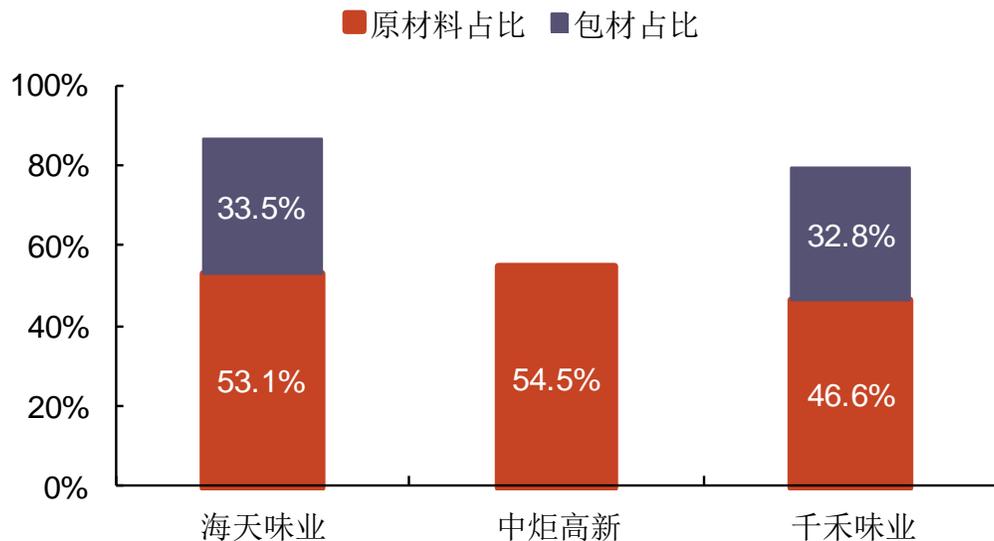
资料来源：国家统计局，光大证券研究所；数据截至2022年4月

3.1 拆解提价原因：销售承压&成本上涨

成本端：原料价格上涨，成本压力凸显

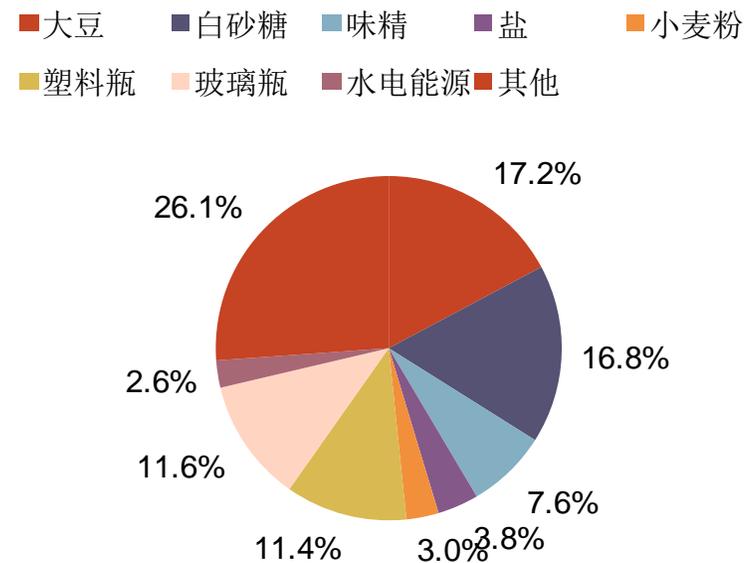
➤ 原材料占比较高，成本攀升&压力显现。调味品的主要成本来自原材料和包装材料，二者合计占比超过50%。以海天味业为例，2012年大豆/白砂糖/玻璃/PET的成本占比分别达到17%/17%/12%/11%。2020年以来，主要原材料及包材的采购价格上涨明显，调味品企业的成本压力不断攀升，也成为了本轮提价的重要驱动因素之一。具体来看：

图51：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52：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

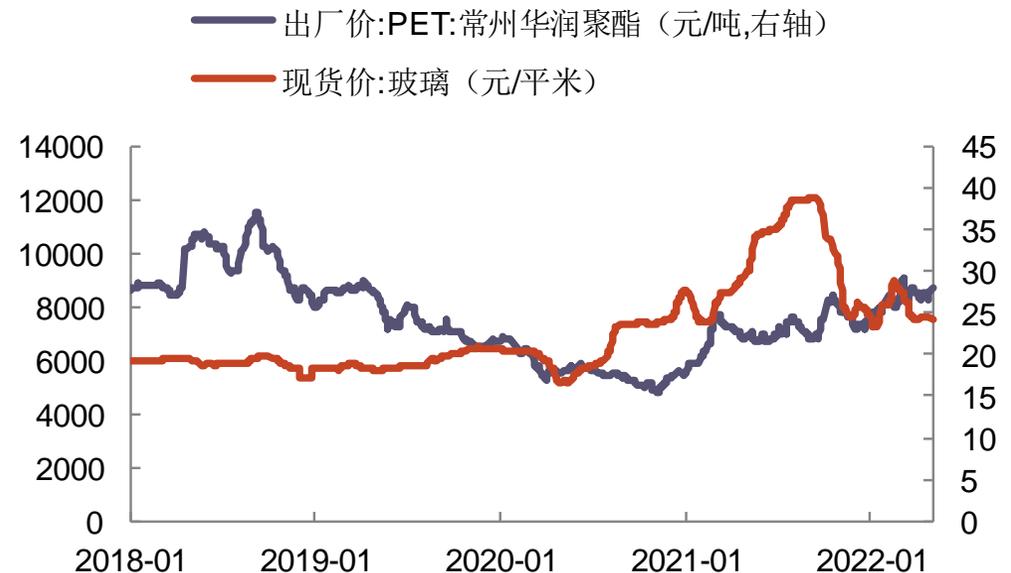
3.1 拆解提价原因：销售承压&成本上涨

- **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2022年5月6日，国内大豆现货价已持续增长至5785元/吨，较20年年初上涨65.7%，22年以来累计增幅达10.8%。
- **包装材料：**调味品的主要包装材料为玻璃和PET。PET价格自2021年以来持续上涨，玻璃价格自21年8月以来有所下滑，但仍处于近4年来的较高位置。22年以来，截至22年5月6日，玻璃和PET价格分别累计-3.1%/+14.5%。

图53：大豆现货价格走势



图54：玻璃及塑料价格走势

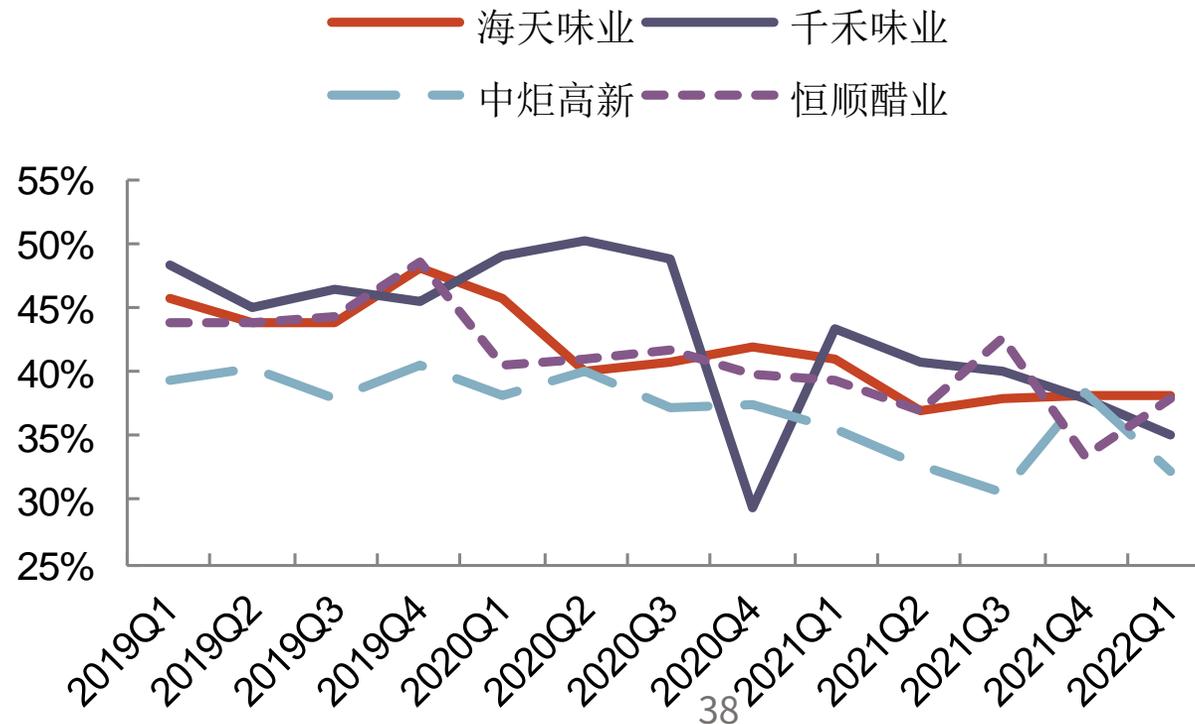


3.1 拆解提价原因：销售承压&成本上涨

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，21Q2海天味业/千禾味业/中炬高新毛利率分别为37.1%/40.9%/32.7%，同比下降2.9/9.3/7.4pcts。其中，海天的毛利率已下降至2015Q4水平（38.8%）。

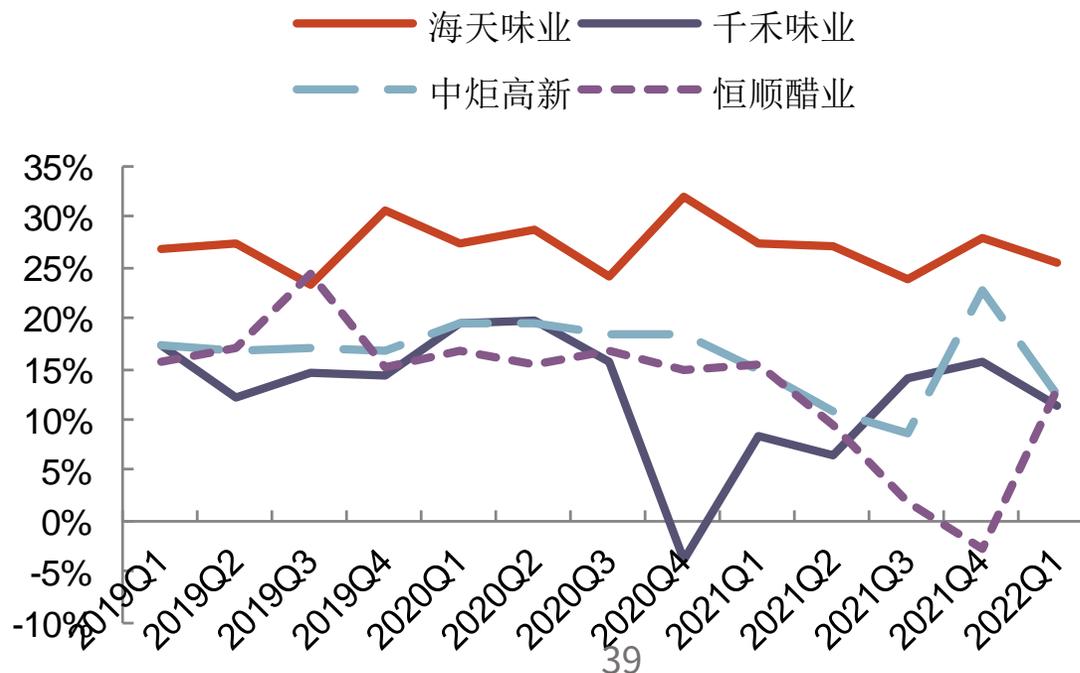
图55：调味品上市公司毛利率变化



3.1 拆解提价原因：销售承压&成本上涨

- 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，21Q2净利率同比小幅下降1.7pcts。由于人员薪酬增加，导致管理费用略有提升，中炬高新21Q2净利率同比下滑8.6pcts。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。
- 以上可以看出，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。但从21Q4及22Q1的利润率表现来看，由于大豆等原料价格继续上涨，提价对于调味品企业毛利率的改善还不明显。

图56：调味品上市公司净利率变化



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。

表8：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。

3.2、展望未来：边际改善下，迎来配置良机

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。

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。

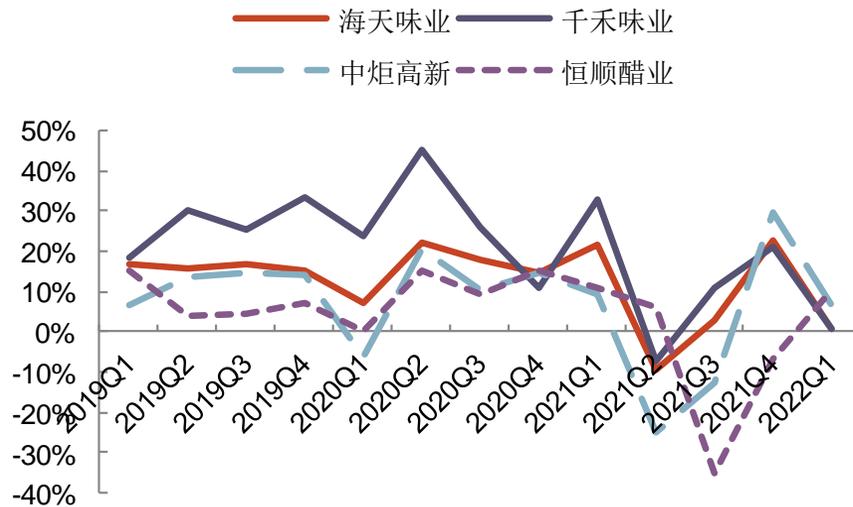
调价有助于降低渠道库存：

- 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。

3.2、展望未来：边际改善下，迎来配置良机

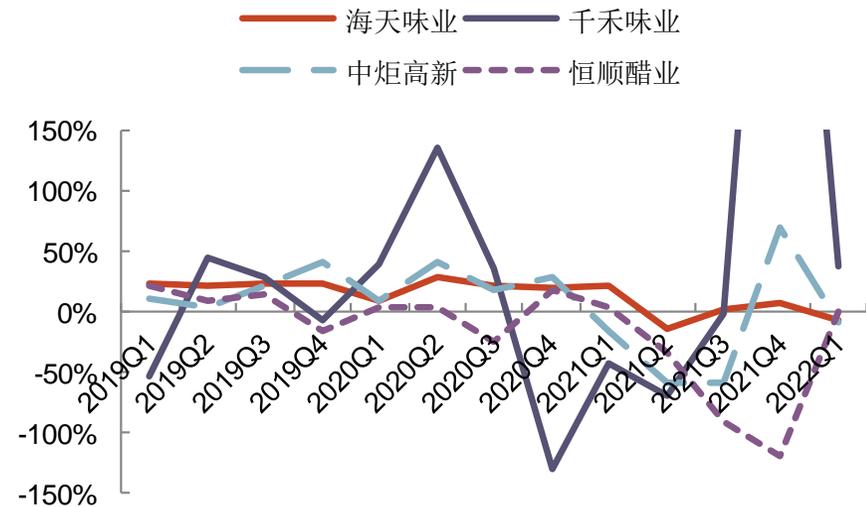
21Q4受调味品涨价影响，调味品企业收入利润出现一定改善。但由于22Q1原材料成本价格仍处于高位，尤其是大豆价格继续上涨，且疫情出现反复影响餐饮等消费场景，导致22Q1调味品企业收入利润的改善并不明显。若后续疫情缓解，原材料价格有所下降，预计调味品公司业绩能有较大改善。

图57：22Q1调味品上市公司收入同比增速较低



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58：22Q1调味品上市公司归母净利润同比增速基本持平



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

- 1、白酒：把握高确定性与业绩弹性
- 2、啤酒：高端升级持续，疫情拐点后高弹性板块
- 3、调味品：龙头提价打开行业提价空间
- **4、投资建议**
- 5、风险分析

4.1、贵州茅台（600519.SH）

22Q1营收同比达到19Q2以来的单季最高增幅，前2月总营收202亿元左右，同比增长20%，3月营收估计129亿元，同比增长15%，净利率55.59%，同比提升1.42pct，归母净利润同比增长接近24%，达到19Q2至今的单季最高增幅。

推荐逻辑： Q1表现再度验证茅台的增长确定性，Q2进入传统淡季，虽然部分市场存在疫情扰动，但估计对以茅台为代表的高端白酒冲击不大，全年增长加速可能性较高，同时公司坚定推进市场化改革，当前环境下需求端确定性更加凸显。

盈利预测、估值与评级： 维持2022-24年归母净利润预测为618/720/827亿元，折合EPS为49.2/57.3/65.8元，维持“买入”评级。

风险提示： 高端白酒需求疲软，渠道改革不及预期，新品表现不及预期。

表9：贵州茅台盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	97,993	109,464	128,001	147,648	168,864
营业收入增长率	10.29%	11.71%	16.93%	15.35%	14.37%
净利润（百万元）	46,697	52,460	61,811	71,971	82,713
净利润增长率	13.33%	12.34%	17.83%	16.44%	14.93%
EPS（元）	37.17	41.76	49.21	57.29	65.84
ROE（归属母公司）（摊薄）	28.95%	27.68%	27.71%	27.33%	26.81%
P/E	47	42	36	31	27
P/B	13.7	11.6	9.9	8.4	7.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-05-27

4.2、五粮液（000858.SZ）

22Q1营收275.48亿元，同比增长13.25%，归母净利润108.23亿元，同比增长16.08%。

推荐逻辑：目前五粮液估值低位、已反映之前市场的悲观预期，Q2淡季挺价为先，3月以来公司加大控货挺价、市场秩序管理、梳理量价关系，目前普五批价980元左右，呈现回升态势，后续批价有望上移、修复渠道利润，经营改善下估值水平亦有望回升。

盈利预测、估值与评级：维持2022-24年归母净利润预测为273.1/317.8/367.1 亿元，折合EPS为7.04/8.19/9.46元，维持“买入”评级。

风险提示：高端白酒需求疲软，普五挺价不及预期，市场竞争加剧。

表10：五粮液盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	57,321	66,209	76,245	87,439	100,142
营业收入增长率	14.37%	15.51%	15.16%	14.68%	14.53%
净利润（百万元）	19,955	23,377	27,308	31,777	36,712
净利润增长率	14.67%	17.15%	16.81%	16.37%	15.53%
EPS（元）	5.14	6.02	7.04	8.19	9.46
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.28%	23.60%	23.82%	23.98%	24.04%
P/E	31	26	22	19	17
P/B	7.2	6.2	5.3	4.6	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-05-27

4.3、泸州老窖 (000568.SZ)

22Q1总营收63.12亿元，同比增长26.15%，归母净利润28.76亿元，同比增长32.72%。

推荐逻辑：春季旺季反馈良好，估计国窖1573保持稳定增长，低度1573在华北等地区放量较为明显，特曲、窖龄发展态势良好。西南市场发展稳健，国窖1573、特曲60版均有不错反馈，拓展区域华东市场增幅明显，河南市场在春节前期受到疫情扰动、叠加竞争相对激烈，估计增长较为平稳。目前部分区域反馈国窖回款任务完成约45%左右，3月打款价有所提升，高度1573批价920元左右、经销商库存一个月以内，动销维持良性。

盈利预测、估值与评级：维持2022-24年归母净利润预测为97.84/118.14/141.40亿元，折合EPS为6.65/8.03/9.61元，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响动销，高端白酒竞争加剧，费用投放效果不及预期。

表11：泸州老窖盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	16,653	20,642	25,026	29,870	35,125
营业收入增长率	5.28%	23.96%	21.24%	19.36%	17.59%
净利润（百万元）	6,006	7,956	9,784	11,814	14,140
净利润增长率	29.38%	32.47%	22.99%	20.75%	19.69%
EPS（元）	4.10	5.43	6.65	8.03	9.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.03%	28.37%	29.58%	29.53%	29.31%
P/E	48	36	30	25	21
P/B	12.5	10.3	8.8	7.3	6.0

4.4、山西汾酒（600809.SH）

22Q1总营收105.3亿元，同比增长43.6%，归母净利润37.1亿元，同比增长70.0%

推荐逻辑：21年/22Q1销售现金回款250.5 /88.7亿元，同比增加84.3 %/71.9%，明显高于收入增幅，经营活动现金流净额76.5/35.4亿元，同比增加280.4%/1336.0%，22Q1现金流表现强劲，除现金回款大幅增加之外，估计亦与费用等现金支出控制有关。截至22Q1末合同负债及其他流动负债43.85亿元，较21年末减少37亿元，估计系淡旺季节奏影响。

盈利预测、估值与评级：维持2022-24年归母净利润预测80.8/105.3/134.0亿元，折合EPS为6.62/8.63/10.98元，维持“买入”评级。

风险提示：疫情形势严峻，青花系列增长不及预期，省外扩张进展不及预期。

表12：山西汾酒盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	13,990	19,971	27,482	34,856	43,281
营业收入增长率	17.76%	42.75%	37.61%	26.84%	24.17%
净利润（百万元）	3,079	5,314	8,080	10,528	13,402
净利润增长率	58.85%	72.56%	52.06%	30.29%	27.30%
EPS（元）	3.53	4.36	6.62	8.63	10.98
ROE（归属母公司）（摊薄）	31.49%	34.91%	38.28%	36.06%	34.00%
P/E	71	58	38	29	23
P/B	22.4	20.1	14.5	10.5	7.8

4.5、舍得酒业（600702.SH）

22Q1实现收入18.84亿元，同比增长83%，实现净利润5.35亿元，同比增长73%。

推荐逻辑：公司存货周转率达到2013年以来一季度的最高水平，背后或反映了渠道积极的动销水平，同时渠道库存良性可控。3月以来的疫情反复对宴席场景消费造成一定影响，但1Q22公司尚有近4亿元合同负债，部分核心市场如山东、河南一季度回款超过原先预期，主要工作以市场培育、价盘维护为主，疫情影响相对有限。

盈利预测、估值与评级：维持2022-24年归母净利润预测为18.66/24.83/32.05亿元，维持“买入”评级。

风险提示：疫情降低消费意愿，次高端白酒竞争加剧，渠道费用投放不及时。

表13：舍得酒业盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,704	4,969	7,104	9,436	11,324
营业收入增长率	2.02%	83.80%	42.95%	32.84%	20.00%
归母净利润（百万元）	581	1,246	1,866	2,483	3,205
归母净利润增长率	14.42%	114.35%	49.77%	33.08%	29.08%
EPS（元）	1.73	3.75	5.62	7.48	9.65
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.23%	25.98%	29.18%	27.97%	26.53%
P/E	86	40	27	20	15
P/B	14.0	10.3	7.7	5.6	4.1

4.6、洋河股份 (002304.SZ)

22Q1营收130.26亿元，同比增长23.82%，归母净利润49.85亿元，同比增长29.07%，扣非归母净利48.98亿元，同比增长28.53%。

推荐逻辑：省外增速高于省内，湖北、江西、湖南、山东等市场春节旺季均有不错表现。梦6+在省内依旧处于快速增长通道，水晶梦环比改善较为明显、估计增量更多来自省外，天之蓝、海之蓝、双沟增长势头延续。3月开始虽然存在疫情扰动，但由于春节后进入传统淡季，估计疫情对公司基本面冲击有限。公司22Q1开局靓丽，全年增长有望加速，同时积极优化组织架构、强化业务团队与激励体系，改革加速下有望释放红利。

盈利预测、估值与评级：维持22-24年归母净利润预测97.5/112.9/132.0亿元，折合EPS为6.47/7.49/8.76元，维持“买入”评级。

风险提示：省内外竞争加剧，水晶梦、新版天之蓝表现不及预期，疫情影响动销。

表14：洋河股份盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	21,101	25,350	30,482	35,520	41,550
营业收入增长率	-8.76%	20.14%	20.24%	16.53%	16.98%
净利润（百万元）	7,482	7,508	9,749	11,294	13,197
净利润增长率	1.35%	0.34%	29.85%	15.85%	16.85%
EPS（元）	4.97	4.98	6.47	7.49	8.76
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.44%	17.67%	18.66%	19.58%	20.59%
P/E	31	31	24	21	18
P/B	6.1	5.5	4.5	4.1	3.7

4.7、华润啤酒 (0291.HK)

短期疫情反复致基本面承压，长期高端化进展依旧强劲。21下半年虽然受到疫情和天气影响，高端化进程有所放缓，但主要单品依然保持强劲的增长势头。SuperX、喜力以及纯生大单品均有亮眼增长表现。公司2021年推出多款新品，超高端产品醴、高端产品黑狮果啤，引进国际品牌红爵和悠世，进一步丰富产品组合，支持高端化发展。从22年1-2月表现来看，公司高端大单品销量依然保持亮眼增长。3月以来受到短期疫情反复影响，即饮渠道销量或显著承压。

盈利预测、估值与评级：我们维持华润啤酒2022-2024年归母净利润预测分别为39.39/47.42/56.45亿元。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。

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15：华润啤酒盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	31,448	33,387	35,490	37,709	39,851
营业收入增长率	-5.2%	6.2%	6.3%	6.2%	5.7%
归母净利润（百万元）	2,094	4,587	3,939	4,742	5,645
归母净利润增长率	59.6%	119.1%	-14.1%	20.4%	19.0%
EPS（元）	0.65	1.41	1.21	1.46	1.74
核心EBIT（百万元）	3,828	4,652	5,607	6,680	7,892
yoy	3.8%	21.5%	20.5%	19.2%	18.1%
核心净利润（百万元）	2,656	3,583	4,239	5,042	5,945
yoy	0.9%	34.9%	18.3%	18.9%	17.9%
P/E（核心净利润）	45	33	28	24	20
EV/EBITDA	26	23	20	18	17
P/E（归母净利润）	59	27	31	26	22

4.8、青岛啤酒（600600.SH）

疫情反复带来短期阻力，长期高端化趋势不变。青啤2022年3月受疫情反复影响，公司主销区山东以及华东区域均受到不同程度影响，单月销量或有较大幅度下滑。虽然短期受疫情扰动影响，但我们看到啤酒行业升级趋势强劲，8-15元价格带快速放量，建议重视疫情缓解后的投资机会。

提价动作频繁，有效应对成本压力。22年以来青岛啤酒提价动作较为频繁，一方面因为公司21年提价幅度弱于同业；另一方面因为今年包材和原材料成本均面临一定压力。如果本轮疫情在旺季前能得到控制，对今年销量的预期不会出现大幅调整，此外今年啤酒消费升级的逻辑未被打破，我们依然看好啤酒板块22年的表现。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司2022-2024年净利润预测分别为32.22/38.07/44.43亿元，折合2022-2024年EPS分别为2.36/2.79/3.26元，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16：青岛啤酒盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	27,760	30,167	32,261	33,754	35,316
营业收入增长率	-0.80%	8.67%	6.94%	4.63%	4.63%
净利润（百万元）	2,201	3,155	3,222	3,807	4,443
净利润增长率	18.86%	43.34%	2.11%	18.15%	16.70%
EPS（元）	1.61	2.31	2.36	2.79	3.26
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.67%	13.72%	13.03%	14.10%	15.00%
P/E	53	37	36	31	26
P/B	5.6	5.1	4.7	4.3	3.9

4.9、重庆啤酒（600132.SH）

疆外乌苏产品组合进一步丰富：主力大单品乌苏，一方面乌苏去年开始进入娱乐渠道，表现超预期；另一方面，疆外乌苏今年将新增白啤和黑啤品类，并之前白啤的口味进行了调整，乌苏产品矩阵的进一步丰富有助推动品牌的进一步发展。我们看好公司22年的表现，相信在大城市计划+产品的推动下，公司将继续保持强劲增长势头。

经营策略灵活，具备较强韧性。目前疫情的点状散发对啤酒行业造成一定影响，重啤受影响程度最小。原因在于：1) 公司基地市场位于西北，疫情较轻；2) 公司经营策略灵活，疫情下，今年的大城市拓展可更多向华南扩张。展望22年，行业层面，高端产品放量态势持续；公司层面，重啤产品结构升级带来的吨酒价提升，叠加提价对吨酒价的拉动有望覆盖成本端压力，并带来一定利润弹性空间。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司2022-24年归母净利润预测为14.66/17.91 /21.36亿元，折合2022/23/24年EPS分别为3.03/3.70/4.41元，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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10,212	13,119	15,132	17,263	19,622
营业收入增长率	-	28.46%	15.34%	14.08%	13.66%
净利润（百万元）	840	1,166	1,466	1,791	2,136
净利润增长率	-	38.82%	25.66%	22.23%	19.24%
EPS（元）	1.74	2.41	3.03	3.70	4.41
ROE（归属母公司）（摊薄）	143.54%	66.47%	65.07%	44.30%	34.57%
P/E	67	48	39	32	26
P/B	96	32	25	14	9

4.10、海天味业（603288.SH）

□ **提价顺利传导，春节动销稳健。**海天于21年10月发布价格调整公告，当前已顺利完成终端价格落地工作。提价后渠道利润增厚、动力增加，叠加需求逐步改善，库存问题有望逐步缓解。从中长期角度看，公司子品类投资加快，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，向平台型企业进军，有望进一步打开中长期发展空间。

积极应对疫情冲击。疫情影响下，公司积极开展团购业务、加速布局线上业务、进入保供名单以应对疫情冲击。当前虽然渠道库存偏高，但在提价抬升利润空间+经销商资源聚焦化的共同作用下，经销商积极性有所增加，库存有望随着终端需求恢复得到改善，公司有望恢复增长达成全年目标。

□ **盈利预测和估值：**我们维持公司2022-2024年归母净利润分别为74.77/87.21/100.71亿元，折合2022-2024年EPS分别为1.61/1.88/2.17元，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18：海天味业财务数据和估值分析

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	22,792	25,004	28,010	31,359	35,034
营业收入增长率	15.13%	9.71%	12.02%	11.96%	11.72%
净利润（百万元）	6,403	6,671	7,477	8,721	10,071
净利润增长率	19.61%	4.18%	12.08%	16.64%	15.48%
EPS（元）	1.98	1.58	1.61	1.88	2.17
ROE（归属母公司）（摊薄）	31.91%	28.51%	27.01%	26.70%	26.25%
P/E	37	46	45	39	33
P/B	12	13	12	10	9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-05-27（注：2020-2022年股本数分别为32.40/42.13/46.34亿股，2020年转增5.4亿股，2021年送转股9.73亿股/2022年送股4.21亿股）

- ❑ **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。