

啤酒旺季量价齐升，调味品复苏在途

2022年11月21日

► **啤酒行业：**旺季销量增速亮眼，提价&结构升级有望延续。行业层面，22年Q1-Q3产量分别为815.8/900.3/1125.1万千升，同比-0.6%/-8.8%/+9.3%，Q2受疫情管控影响，啤酒行业产量下滑，随着疫情得到有效控制，同时在炎热天气下，Q3啤酒旺季需求快速回升，行业销量增长靓丽。**收入方面**，Q1/Q2/Q3啤酒板块（申万行业）合计营收分别为173.3/198.7/205.2亿元，同比+7.8%/+6.9%/+10.9%，板块营收增速表现优于行业产量增速，主因21年下半年以来行业提价叠加高端化结构升级。**利润方面**，Q1/Q2/Q3啤酒板块合计归母净利润分别为15.3/27.4/24.1亿元，同比+19.5%/+16.0%/+7.8%，利润端增速承压，主要系上半年包材、大麦等主要原材价格高位，行业吨成本普遍上行5~8%。**销量方面**，Q3重庆啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒销量分别为87.81/255.90/45.50万吨，同比+1.3%/+10.6%/+7.0%，重啤新疆省内受疫情防控影响，Q3销量增长放缓。**吨价方面**，行业高端化延续，重庆啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒吨价分别为4837/3844/3689元/吨，同比+3.6%/+4.9%/+4.5%。

► **调味品行业：**复苏中静候需求改善。目前基础调味品餐饮、家庭、工业需求比例约5:4:1。**(i) 餐饮端：**Q3餐饮整体需求表现较弱，但限额以上企业餐饮恢复回弹明显。从Q3社零数据来看，餐饮收入同比分别为-1.5%/+8.4%/-1.70%，伴随疫情管控政策更加精准高效，餐饮端需求有望回暖。**(ii) 家庭端：**复苏在途，各品类表现分化。以Q3线下商超数据为例，酱油/醋/火锅底料/料酒/榨菜的线下商超销售额分别为43.42/13.20/9.72/6.40/5.54亿元，同比增速为+6.5%/+6.7%/+11.2%/-0.3%/-5.2%，醋、酱油刚需属性较强，火锅底料等复合调味品仍处渗透率提升过程，率先恢复。

受基数影响，个股收入增速分化。Q3天味食品/恒顺醋业/安琪酵母/中炬高新营收同比分别+82.3%/+53.9%/+22.5%/+19.0%。**成本承压拖累毛利率，费控水平存差异。**成本压力下，调味品公司Q3毛利率同比普遍下滑，企业积极控费，同时疫情下营销推广活动受限，Q3调味品公司销售费用同比收缩，但费控能力存在差异，天味食品、涪陵榨菜、恒顺醋业费控表现更优。

► **重点公司：**啤酒板块推荐青岛啤酒、重庆啤酒和燕京啤酒；调味品板块推荐海天味业、千禾味业、恒顺醋业、安琪酵母、涪陵榨菜、日辰股份。

► **风险提示：**食品安全问题、原材料价格大幅波动风险、产品多样化的市场培育风险、疫情反复风险、新客户拓展风险、行业景气度下降风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600600.SH	青岛啤酒	98.80	2.31	2.58	2.96	43	38	33	推荐
600132.SH	重庆啤酒	108.00	2.41	2.86	3.36	45	38	32	推荐
000729.SZ	燕京啤酒	10.73	0.08	0.12	0.18	133	92	60	推荐
603288.SH	海天味业	71.90	1.44	1.55	1.81	50	46	40	推荐
603027.SH	千禾味业	18.75	0.23	0.28	0.38	81	67	49	推荐
600872.SH	中炬高新	34.87	0.94	1.01	1.20	37	35	29	谨慎推荐
600305.SH	恒顺醋业	11.69	0.12	0.19	0.26	99	63	45	推荐
600298.SH	安琪酵母	41.89	1.51	1.52	2.08	28	28	20	推荐
002507.SZ	涪陵榨菜	25.64	0.84	1.02	1.15	31	25	22	推荐
603755.SH	日辰股份	38.56	0.82	0.64	1.09	47	61	36	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；注：股价为2022年11月18日收盘价。

推荐

维持评级



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 李啸

执业证书：S0100521100002

电话：021-80508453

邮箱：lixiao@mszq.com

研究助理 杜山

执业证书：S0100122100005

电话：021-80508453

邮箱：dushan@mszq.com

相关研究

- 1.民生食饮2022年秋糖会专题：复苏的斜率-2022/11/15
- 2.食品饮料22Q3基金持仓分析：白酒延续超配 资金集中度提升-2022/11/09
- 3.民生食饮-国庆假期消费专题：节日外出就餐意愿回升，本地消费表现良好-2022/10/10
- 4.民生食饮周报 20220919：分化中凸显韧性，推荐加大白酒龙头配置-2022/09/19
- 5.民生食饮周报 20220828：白酒“双节”动销不必悲观-2022/08/28

目录

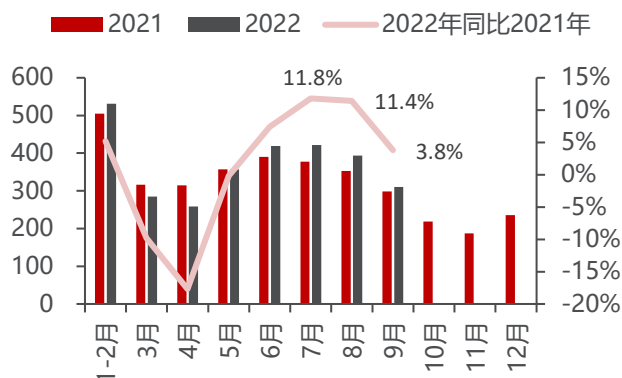
1 啤酒：旺季销量增速亮眼，提价&结构升级延续	3
1.1 行业：旺季产销增速亮眼，成本压力有望进一步释放	3
1.2 财务对比：量价齐升趋势延续，燕京盈利能力提升显著	5
1.3 重点公司	9
2 调味品：疫情下供需仍承压，期待环比改善	13
2.1 行业：静待 B 端需求复苏&原材料压力释放	13
2.2 财务对比：不同基数下业绩增速分化，天味/涪陵/恒顺费控表现优异	16
2.3 重点公司	19
3 风险提示	28
插图目录	30
表格目录	30

1 啤酒：旺季销量增速亮眼，提价&结构升级延续

1.1 行业：旺季产销增速亮眼，成本压力有望进一步释放

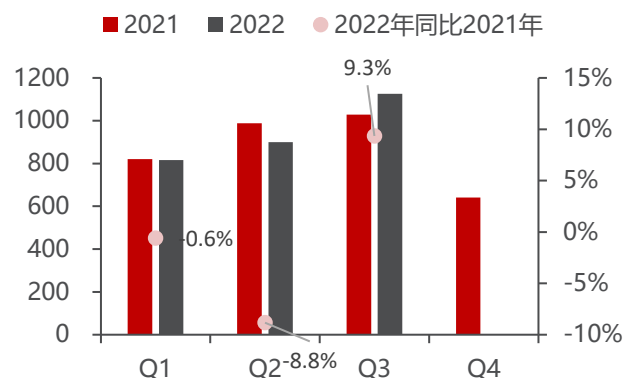
啤酒旺季行业产量增速提高，利润端依然承压。根据国家统计局数据，分季度来看，Q1/Q2/Q3 国内啤酒行业产量分别为 815.8/900.3/1125.1 万吨，同比-0.6%/-8.8%/+9.3%，三季度作为啤酒旺季增速亮眼；分月度来看，7/8/9 月产量分别为 421.6/393.3/310.2 万吨，同比+11.8%/+11.4%/+3.8%，9 月受疫情扰动增速略下滑。根据申万啤酒板块（包含燕京啤酒、*ST 西发、兰州黄河、珠江啤酒、重庆啤酒、惠泉啤酒、青岛啤酒）数据，Q1/Q2/Q3 啤酒板块合计营业总收入分别为 173.3/198.7/205.2 亿元，同比+7.8%/+6.9%/+10.9%，营收季度增速表现优于整体啤酒行业产量增速。利润方面，Q1/Q2/Q3 申万啤酒板块合计归母净利润分别为 15.3/27.4/24.1 亿元，同比+19.5%/+16.0%/+7.8%，利润端增速持续承压，主要系上半年包材、大麦等主要原材料价格高位。

图1：啤酒行业产量及增速（当月，万吨）



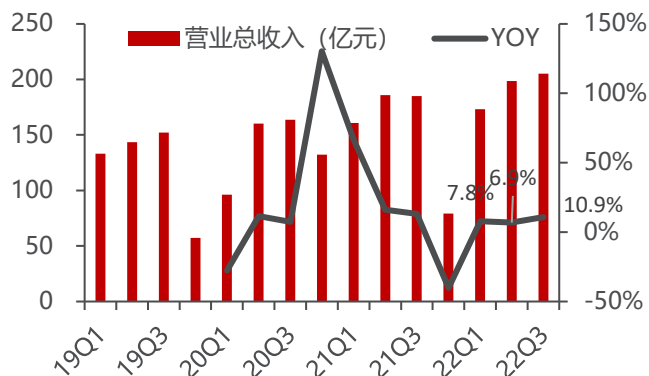
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：啤酒行业产量及增速（当季，万吨）



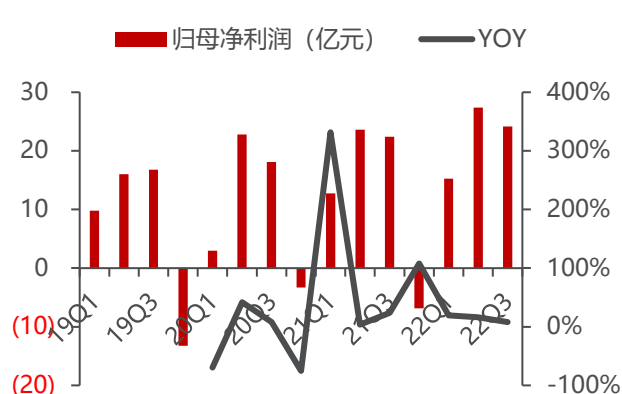
资料来源：wind，民生证券研究院

图3: SW 啤酒板块营业总收入及增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

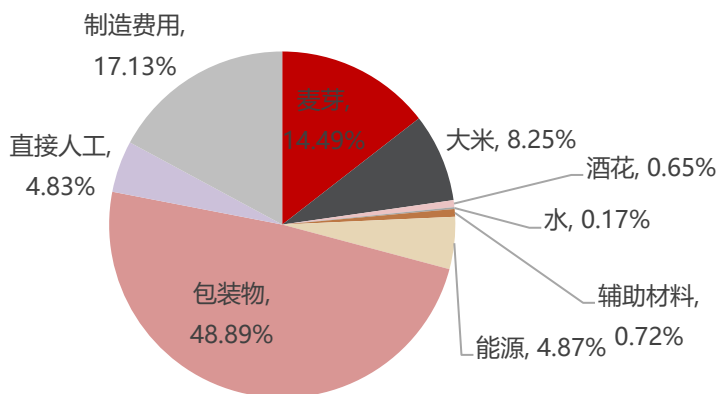
图4: SW 啤酒板块归母净利润及增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

包材价格 Q1 开始已进入下行周期，大麦价格 Q3 仍在高位。以青岛啤酒为例，根据青岛啤酒 2013 年年报，啤酒的制造成本中包装物/麦芽的成本占比分别约为 48.9%/14.5%。**包材方面**，截至 2022 年 9 月 30 日，铝价较今年最高价位（3 月 7 日）回落约 44.7%；玻璃价格较今年最高价位（2 月 8 日）下降约 32.0%；瓦楞纸价格较今年最高价位（2 月 20 日）下滑约 13.7%，啤酒核心包材铝/玻璃/瓦楞纸的价格从 Q1 开始均已有不同程度回落。**原材料方面**，受俄乌冲突及国内大麦供应不足影响，今年大麦价格持续走高，2022 年 9 月大麦价格同比上涨 34.2%。预计伴随国内疫情防控政策优化，啤酒板块成本压力有望进一步释放。

图5: 啤酒制造成本构成 (以 2013 年青岛啤酒为例)



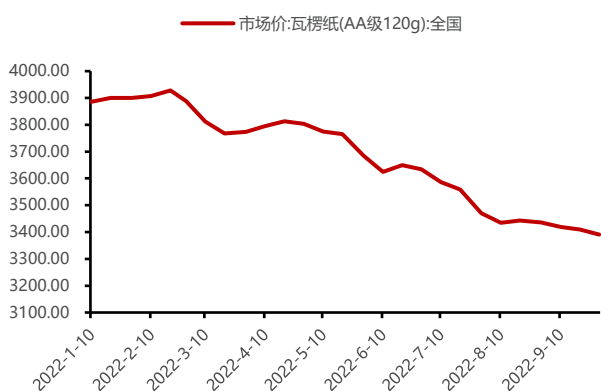
资料来源: 青岛啤酒 2013 年年报, 民生证券研究院

图6: 包材玻璃价格 (元/吨)

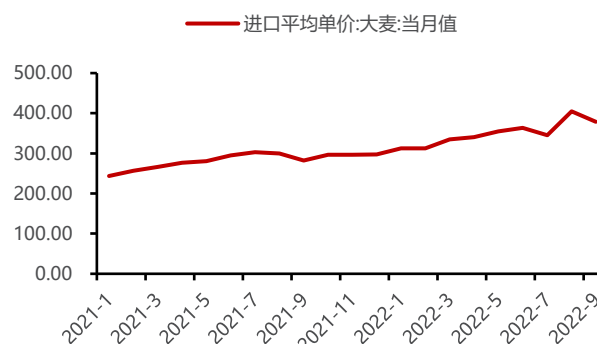

资料来源: 郑州商品交易所、Wind, 民生证券研究院

图7: 包材铝价格 (美元/吨)


资料来源: LME、Wind, 民生证券研究院

图8: 瓦楞纸价格 (元/吨)


资料来源: 国家统计局、Wind, 民生证券研究院

图9: 大麦进口平均单价 (美元/吨)


资料来源: 海关总署、Wind, 民生证券研究院

1.2 财务对比: 量价齐升趋势延续, 燕京盈利能力提升显著

旺季高温叠加低基数, 青岛、珠江啤酒营收增速领先; 销量&吨价稳步提升, 青岛、燕京啤酒利润增速靠前。 营收方面, 2022年Q3 重庆啤酒/青岛啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒营业总收入分别为 42.47/98.37/44.14/16.79 亿元, 同比 +4.9%/+16.0%/+8.5%/+11.9%, 青岛啤酒、珠江啤酒增速领先, 主要系今年旺季高温叠加低基数; 重庆啤酒增速承压, 主要系 Q3 重庆啤酒强势市场新疆、宁夏等地受疫情影响较大, 以及重庆、四川等地的销售也受到疫情、高温限电等因素扰动。 **利润方面**, 重庆啤酒/青岛啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒归母净利润分别为 4.55/14.15/3.22/2.57 亿元, 同比 +7.9%/+18.4%/+17.1%/-9.6%, 青岛啤酒、燕京啤酒利润增速靠前, 主要系 Q3 销量高增, 以及产品结构升级带来的利润率提升。

表1：重点啤酒公司收入及增速

公司简称	单季度营业总收入 (亿元)						
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
重庆啤酒	32.72	38.66	40.48	19.33	38.33	41.03	42.47
青岛啤酒	89.28	93.63	84.80	33.95	92.08	100.65	98.37
燕京啤酒	27.76	35.41	40.69	15.75	31.00	38.07	44.14
珠江啤酒	7.73	14.45	15.01	8.20	8.72	15.60	16.79

公司简称	单季度营业总收入 YOY						
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
重庆啤酒	56.9%	10.1%	18.0%	1.1%	17.1%	6.1%	4.9%
青岛啤酒	41.9%	-0.2%	-3.0%	1.7%	3.1%	7.5%	16.0%
燕京啤酒	38.5%	-0.6%	-5.4%	48.2%	11.7%	7.5%	8.5%
珠江啤酒	39.7%	-0.6%	0.0%	10.4%	12.8%	8.0%	11.9%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表2：重点啤酒公司利润及增速

公司简称	单季度归母净利润 (亿元)						
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
重庆啤酒	2.95	3.27	4.22	1.22	3.41	3.87	4.55
青岛啤酒	10.22	13.94	11.95	(4.55)	11.26	17.26	14.15
燕京啤酒	(1.09)	3.97	2.75	(3.35)	0.01	3.50	3.22
珠江啤酒	0.70	2.41	2.84	0.17	0.71	2.43	2.57

公司简称	单季度归母净利润 YOY						
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
重庆啤酒	111.6%	-35.2%	0.2%	887.6%	15.3%	18.4%	7.9%
青岛啤酒	90.3%	5.7%	6.4%	41.4%	10.2%	23.9%	18.4%
燕京啤酒	55.8%	-22.9%	29.5%	-17.8%	100.8%	-11.9%	17.1%
珠江啤酒	243.1%	6.7%	9.5%	-74.1%	1.4%	0.9%	-9.6%

资料来源：Wind，民生证券研究院

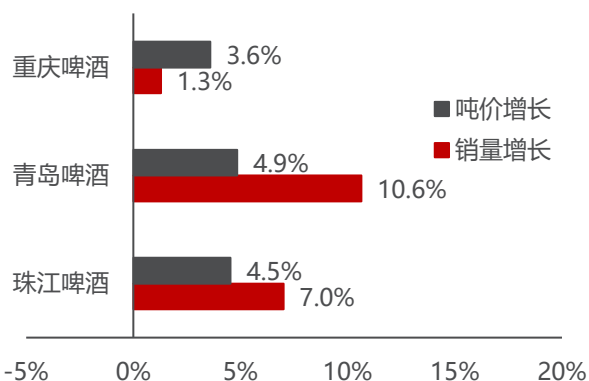
高端化趋势下 Q3 量价齐升，原材料价格高位吨成本涨幅明显。从销量来看， Q3 重庆啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒销量分别为 87.81/255.90/45.50 万吨，同比 +1.3%/+10.6%/+7.0%，青岛啤酒、珠江啤酒旺季增速亮眼。**从吨价来看，** 重庆啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒吨价分别为 4837/3844/3689 元/吨，同比 +3.6%/+4.9%/+4.5%；**从吨成本来看，** 重庆啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒吨成本分别为 2340/2383/2032 元/吨，同比+4.0%/+3.5%/+18.5%（追溯调整后），吨成本上涨主要系上半年采购的原材料价格高位。

表3：重点啤酒公司销量/吨价/吨成本及增速

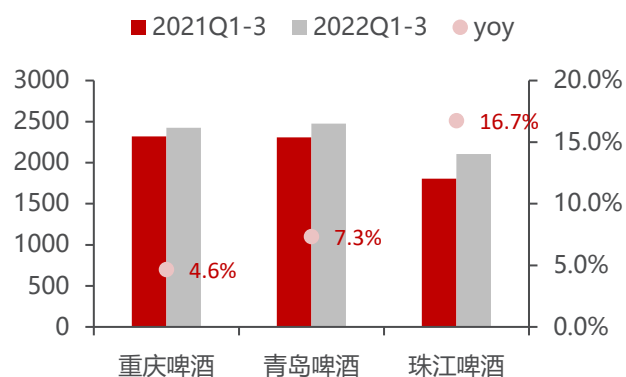
公司简称	销量 (万吨)							销量 YOY		
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3
重庆啤酒	71.11	83.88	86.69	37.26	79.42	85.42	87.81	11.7%	1.8%	1.3%
青岛啤酒	219.0	257.9	231.3	84.8	212.9	259.1	255.9	-2.8%	0.5%	10.6%
燕京啤酒	82.4	130.7	-	-	85.4	129.8	-	3.6%	-0.7%	-
珠江啤酒	22.31	40.03	42.52	22.77	23.48	40.60	45.50	5.3%	1.4%	7.0%
公司简称	吨价 (元/吨)							吨价 YOY		
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3
重庆啤酒	4602	4609	4669	5187	4826	4804	4837	4.9%	4.2%	3.6%
青岛啤酒	4077	3631	3666	4004	4325	3884	3844	6.1%	7.0%	4.9%
燕京啤酒	3368	2708	-	-	3631	2933	-	7.8%	8.3%	-
珠江啤酒	3466	3608	3529	3599	3713	3843	3689	7.1%	6.5%	4.5%
公司简称	吨成本 (元/吨)							吨成本 YOY		
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3
重庆啤酒	2406	2314	2249	3372	2525	2421	2340	4.9%	4.6%	4.0%
青岛啤酒	2415	2222	2302	4903	2688	2396	2383	11.3%	7.8%	3.5%
燕京啤酒	2219	1484	-	-	2377	1635	-	7.1%	10.2%	-
珠江啤酒	1999	1788	1715	2666	2213	2125	2032	10.7%	18.8%	18.5%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：会计准则变更，此处将 2021 年重庆啤酒、青岛啤酒的相关运输费用从销售费用转入营业成本（根据季度销量摊销入各季度）。

图10：啤酒企业 Q3 普遍提价&销量同比增长


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：前三季度啤酒行业吨成本上涨


资料来源：公司公告，民生证券研究院

燕京啤酒毛利率同比/环比提升显著，重庆啤酒费控成效优异。从毛利率来看，Q3 重庆啤酒 / 青岛啤酒 / 燕京啤酒 / 珠江啤酒 毛利率分别为 52.6%/38.0%/47.7%/44.9%（追溯调整后），同比-0.2/+0.8/+2.3/-6.5pcts，环比+2.0/-0.3/+3.5/+0.2pcts，燕京啤酒毛利率同比、环比提升显著。根据燕京啤酒在 2022 年 8 月 26 日发布的《关于十四五战略规划的公告》，公司提出“各级市场向上升级换新，培育高端、超高端子品牌，渠道结构更加合理，扶持并壮大优

质客户”为发展目标之一，公司 U8、V10 等中高档产品占比有望进一步提升。从销售费用来看，Q3 重庆啤酒/青岛啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒销售费用率分别为 15.2%/11.2%/16.0%/13.4%，同比-1.1/+2.3/+1.9/-3.4pcts（追溯调整后），环比-0.1/+3.0/+4.9/+1.0pcts，重庆啤酒 Q3 销售费用延续 Q2 同比/环比下滑，主要系公司精细化费用管控、优化费用投放。从毛销差来看，Q3 重庆啤酒/青岛啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒毛销差分别为 36.4%/26.8%/31.8%/31.5%，同比+0.9/-1.5/+0.5/-3.1pcts，重庆啤酒、燕京啤酒毛销差同比提升。从净利率来看，Q3 重庆啤酒/青岛啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒净利率分别为 10.7%/14.4%/7.3%/15.3%，同比+0.3/+0.3/+0.5/-3.6pcts，燕京啤酒净利率同比提升较快，参考同行净利率仍有较大提升空间。

表4：重点啤酒公司毛利率/销售费用/毛销差

公司简称	单季度毛利率							YOY (±)	QOQ (±)
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3		
重庆啤酒	47.7%	49.8%	51.8%	56.8%	47.7%	49.6%	51.6%	-0.2%	2.0%
青岛啤酒	40.8%	38.8%	37.2%	19.1%	37.8%	38.3%	38.0%	0.8%	-0.3%
燕京啤酒	34.1%	45.2%	45.4%	12.9%	34.5%	44.3%	47.7%	2.3%	3.5%
珠江啤酒	42.3%	50.4%	51.4%	25.9%	40.4%	44.7%	44.9%	-6.5%	0.2%

公司简称	单季度销售费用							YOY (±)	QOQ (±)
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3		
重庆啤酒	13.0%	16.5%	16.4%	25.2%	13.7%	15.3%	15.2%	-1.1%	-0.1%
青岛啤酒	17.9%	9.6%	8.8%	25.0%	14.2%	8.1%	11.2%	2.3%	3.0%
燕京啤酒	13.8%	8.8%	14.1%	18.6%	11.9%	11.1%	16.0%	1.9%	4.9%
珠江啤酒	17.9%	16.9%	16.8%	8.5%	16.1%	12.4%	13.4%	-3.4%	1.0%

公司简称	单季度毛销差							YOY (±)	QOQ (±)
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3		
重庆啤酒	34.8%	33.3%	35.4%	31.6%	34.0%	34.3%	36.4%	0.9%	2.1%
青岛啤酒	22.9%	29.2%	28.4%	-5.9%	23.7%	30.2%	26.8%	-1.5%	-3.3%
燕京啤酒	20.4%	36.4%	31.3%	-5.7%	22.6%	33.2%	31.8%	0.5%	-1.4%
珠江啤酒	24.4%	33.6%	34.6%	17.5%	24.3%	32.3%	31.5%	-3.1%	-0.7%

资料来源：公司公告、Wind，民生证券研究院

注：会计准则变更，此处将 2021 年重庆啤酒、青岛啤酒的相关运输费用从销售费用转入营业成本（根据季度销量摊销入各季度）。

表5：重点啤酒公司单季度净利率及变化

公司简称	单季度归母净利润率							单季度净利率 YOY (±)		
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3
重庆啤酒	9.0%	8.5%	10.4%	6.3%	8.9%	9.4%	10.7%	-0.1%	1.0%	0.3%
青岛啤酒	11.4%	14.9%	14.1%	-13.4%	12.2%	17.1%	14.4%	0.8%	2.3%	0.3%
燕京啤酒	-3.9%	11.2%	6.8%	-21.3%	0.0%	9.2%	7.3%	3.9%	-2.0%	0.5%
珠江啤酒	9.1%	16.6%	18.9%	2.0%	8.1%	15.6%	15.3%	-0.9%	-1.1%	-3.6%

资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 重点公司

1.3.1 青岛啤酒：旺季销量双位数增长，中高档占比提升

公司 Q1-Q3 整体实现营业总收入 291.10 亿元 (yoy+8.73%)，归母净利润 42.67 亿元 (yoy+18.17%)，扣非归母净利润 38.60 亿元，(yoy+20.04%)。Q3 实现营收 98.37 亿元 (yoy+16.00%)，归母净利润 14.15 亿元 (yoy+18.37%)，扣非归母净利润 12.70 亿元 (yoy+20.06%)。

旺季销量增速双位数，中高档占比提升。(1) 整体量价来看，22Q1-Q3 公司实现销量 727.9 万吨 (yoy+2.8%)，吨价约 3999 元/吨 (yoy+4.2%)；Q3 公司实现销量 255.9 万吨 (yoy+10.6%)，吨价约 3844 元/吨 (yoy+4.9%)。Q3 销量实现双位数增长，主要受去年同期低基数叠加今年旺季高温影响。**(2) 分品牌来看**，22Q1-Q3 青岛主品牌实现销量 395.3 万吨 (yoy+4.5%)，其他品牌实现销量 332.6 万吨 (yoy+0.8%)；单 Q3 青岛主品牌实现销量 135.3 万吨 (yoy+7.7%)，其他品牌实现销量 332.6 万吨 (yoy+14.1%)。青岛主品牌增速低于其他品牌，主要系疫情下餐饮场景需求依旧疲软，相关产品动销受限。**(3) 分档次来看**，22Q1-Q3 中高档及以上啤酒实现销量 249.8 万吨 (yoy+8.2%)，中高档以下实现销量 478.1 万吨 (yoy+0.2%)；单 Q3 中高档及以上啤酒实现销量 83.8 万吨 (yoy+11.5%)，中高档以下实现销量 172.1 万吨 (yoy+10.2%)，中高档产品占比进一步提升。展望 Q4，预计伴随世界杯等体育赛事催化、公司相关营销推广跟进，公司营收、产品结构有望持续改善。

品牌战略清晰，加速整合和优化产品组合。公司 (1) 实施“1 (青岛啤酒) +1 (崂山啤酒)”品牌战略，全面丰富和提升青岛啤酒品牌的国际化、年轻化、时尚化内涵，以体育营销+音乐营销+体验营销为主线，积极培育时尚消费业态，持续提升品牌影响力和溢价能力；(2) 加速整合和优化“1 (青岛经典) +1 (青岛纯生) +N (新特产品)”的产品组合，中高档产品规模持续壮大，以青岛啤酒一世传奇为代表的百年系列超高档产品成长迅速。

投资建议：我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 328.33/347.18/369.23 亿元 (yoy+8.8%/+5.7%/+6.4%)，归母净利润分别为 35.14/40.39/45.49 亿元 (yoy+11.4%/+14.9%/+12.6%)，当前(11 月 18 日)股价对应 PE 分别为 38/33/30X，维持“**推荐**”评级。

风险提示：疫情反复影响需求恢复、渠道开拓及产品高端化不及预期、原材料成本大幅上涨。

表6：青岛啤酒盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	30,167	32,833	34,718	36,923
增长率 (%)	8.7	8.8	5.7	6.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,155	3,514	4,039	4,549
增长率 (%)	43.3	11.4	14.9	12.6
每股收益 (元)	2.31	2.58	2.96	3.33
PE	43	38	33	30
PB	5.9	5.4	5.1	4.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 11 月 18 日收盘价）

1.3.2 重庆啤酒：疫情下量价齐升，关注渠道拓展&产品升级进展

公司 Q1-Q3 实现营业总收入 121.8 亿元 (yoy+8.9%)，归母净利润 11.8 亿元 (yoy+13.3%)，扣非归母净利润 11.6 亿元 (yoy+13.2%)。Q3 营业总收入 42.5 亿元 (yoy+4.9%)，归母净利润 4.6 亿元 (yoy+7.88%)，扣非归母净利润 4.5 亿元 (yoy+7.33%)。

Q3 疫情影响西部市场需求，整体维持量价齐升。公司 Q3 实现营收 42.5 亿元，同比+4.8%，三季度增速承压，主要系 Q3 公司强势市场新疆、宁夏等地受疫情影响较大，以及重庆、四川等地的销售也受到疫情和高温限电等因素扰动。**(1) 分量价看**，Q1-Q3 公司实现营业总收入 121.8 亿元 (yoy+8.9%)，总销量 252.65 万吨 (yoy+4.5%)，吨价 4822 元 (yoy+4.2%)；单 Q3 公司实现营业总收入 42.5 亿元 (yoy+4.9%)，总销量 87.81 万吨 (yoy+1.3%)，吨价 4837 元 (yoy+3.6%)，吨价、销量双提升支撑营收成长。**(2) 分区域看**，Q3 公司南区/中区/西北区销售额分别为 11.5/18.0/12.1 亿元，占比 27.7%/43.3%/29.0%，同比+14.0%/8.2%/-6.9%，西北区销售增速下滑主要系 Q3 新疆及周边城市疫情影响延续时间较长，以及餐饮需求疲软。**(3) 分档次看**，Q1-Q3 公司高档/主流/经济产品销售额分别为 43.1/60.4/15.8 亿元，占比 36.1%/50.6%/13.2%，同比+8.7%/+9.0%/+7.48%；Q3 公司高档/主流/经济产品销售额分别为 14.29/21.08/6.21 亿元，占比 34.4%/50.7%/14.9%，同比+0.5%/+8.9%/+1.7%，主流产品销售额稳健增长，高档产品增速放缓&占比回落，我们预计主要系疆内乌苏销售承压，以及疆外疫情下餐饮渠道拓展进度放缓。

原料成本高位毛利率承压，费控优异。Q3 公司毛利率 51.62% (yoy-3.45pcts)，毛利率承压主要系原料、包材价格较去年居高，及油费上涨导致运输成本上升。Q3 公司期间费用率 18.97% (yoy-5.63pcts)，其中销售费用率 15.24% (yoy-4.39pcts)，管理费用率 3.48% (yoy-0.62pcts)，财务费用率-0.44% (yoy-0.24pcts)，销售费用降幅较大归因于主导市场受疫情扰动，线下活动受阻，费用投放减少。Q3 公司净利率 10.71% (yoy+0.29pcts)，得益于公司费用率收窄，利润小幅上升。

投资建议：我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 141.89/156.30/168.99

亿元 (yoy+8.2%/10.2%/8.1%)，归母净利润分别为 13.85/16.27/19.46 亿元 (yoy+18.7%/17.5%/19.6%)，当前(11月18日)股价对应PE分别为38/32/27X。公司持续推进“大城市计划”、新零售渠道建设、产品高端化等战略举措，疫情中凸显公司费控、盈利能力，看好公司品牌矩阵协同成长性，维持“**推荐**”评级。

风险提示：疫情反复影响需求恢复、高端化竞争加剧、原材料成本大幅上涨。

表7：重庆啤酒盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,119	14,189	15,630	16,899
增长率(%)	19.9	8.2	10.2	8.1
归属母公司股东净利润(百万元)	1,166	1,385	1,627	1,946
增长率(%)	8.3	18.7	17.5	19.6
每股收益(元)	2.41	2.86	3.36	4.02
PE	45	38	32	27
PB	29.8	29.5	41.9	96.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年11月18日收盘价)

1.3.3 燕京啤酒：产品矩阵日益完善，期待利润弹性释放

公司 Q1-Q3 整体实现营业总收入 113.22 亿元 (yoy+9.01%)，归母净利润 6.73 亿元 (yoy+19.37%)，扣非归母净利润 6.29 亿元，(yoy+15.69%)。Q3 实现营收 44.14 亿元 (yoy+8.50%)，归母净利润 3.22 亿元 (yoy+17.06%)，扣非归母净利润 3.17 亿元 (yoy+15.12%)。

毛利率显著提升，销售费用投放力度加强。 Q3 公司毛利率 47.74% (yoy+2.34pcts)，主要系产品结构升级驱动毛利率上行。Q3 公司期间费用率 28.31% (yoy+0.69pcts)，其中销售费用率 15.97% (yoy+1.88pcts)，管理费用率 10.73% (yoy-0.71pcts)，财务费用率-1.18% (yoy-0.34pcts)，销售费用增幅较大，我们认为与旺季公司加强营销推广力度有关。Q3 公司净利率 7.29% (yoy+0.53pcts)，盈利能力提升。

产品矩阵日益完善，期待高端化持续推进。公司已形成以燕京 U8、燕京 V10、新雪鹿为代表的大单品与特色产品组合的产品矩阵；创立了“狮王精酿”独立高端品牌，推出世涛、酒花酸小麦等多款新产品。2022 年，新品“鲜啤 2022”、U8plus 及高端拉格 Super12 皮尔森等陆续推出，进一步丰富了公司中高端产品矩阵。根据公司 2022 年中报，公司中高档产品营收 40.58 亿元(yoy+9.38%)，占比 62.94% (yoy+1.24pcts)，高端化产品占比提升。

投资建议：我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 130.92/142.50/150.30 亿元 (yoy+9.5%/+8.8%/+5.5%)，归母净利润分别为 3.29/5.01/7.10 亿元 (yoy+44.5%/+52.2%/+41.7%)，当前股价(11月18日)对应PE分别为92/60/43X，维持“**推荐**”评级。

风险提示：疫情反复影响需求恢复、大单品销量增速不及预期、原材料成本大幅上涨。

表8：燕京啤酒盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	11,961	13,092	14,250	15,030
增长率 (%)	9.4	9.5	8.8	5.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	228	329	501	710
增长率 (%)	15.8	44.5	52.2	41.7
每股收益 (元)	0.08	0.12	0.18	0.25
PE	133	92	60	43
PB	2.3	2.2	2.2	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 11 月 18 日收盘价)

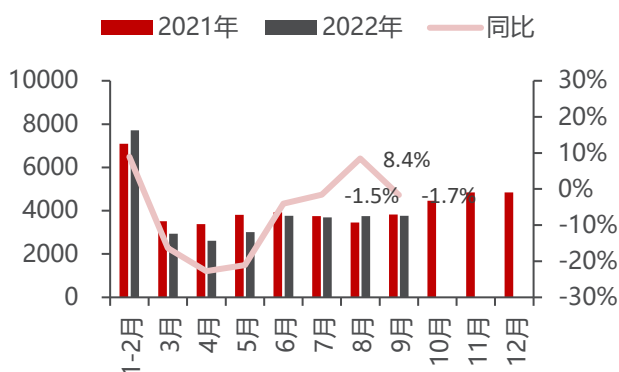
2 调味品：疫情下供需仍承压，期待环比改善

2.1 行业：静待 B 端需求复苏&原材料压力释放

2.1.1 需求：家庭端需求复苏，餐饮端表现疲软

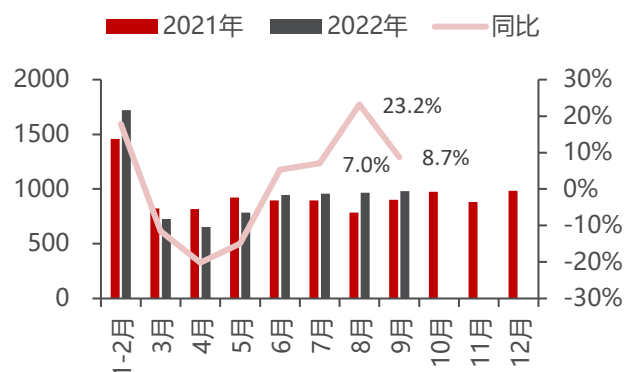
调味品主要下游需求分为**餐饮、家庭、工业需求**。根据中国调味品协会，调味品按销售额的占比约为 6:3:1。疫情影响下，餐饮收入下降，同时家庭消费增加，调味品需求比例结构演变为 5:4:1，但餐饮渠道仍然是调味品最大的消费源。

图12：社零餐饮收入及增速（当月，亿元）



资料来源：国家统计局、Wind，民生证券研究院

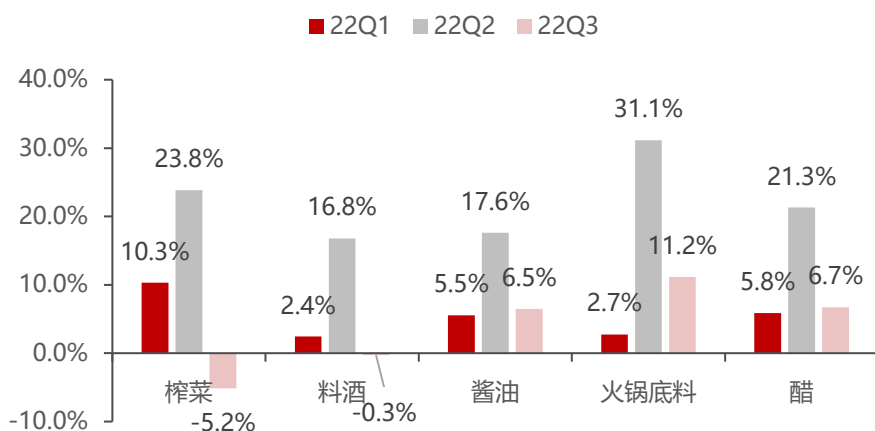
图13：限额以上企业餐饮收入及增速（当月，亿元）



资料来源：国家统计局、Wind，民生证券研究院

B 端：餐饮整体需求表现较弱，但限额以上企业餐饮恢复回弹明显。从 Q3 社零数据来看，根据国家统计局，7/8/9 月社会消费品零售总额同比分别为 +2.70%/+5.40%/+2.50%，餐饮收入同比分别为 -1.5%/+8.4%/-1.70%，餐饮整体与疫情相关度较高，增速呈现较大波动；7/8/9 月限额以上企业餐饮收入同比分别 +7.0%/+23.2%/+8.7%，7/8 月疫情影响减弱，限额以上企业收入恢复优于餐饮整体。预计伴随疫情管控更加精准高效，餐饮需求有望回暖，我们认为餐饮端至暗时刻已过。

图14：主要调味品线下商超销售额月度同比



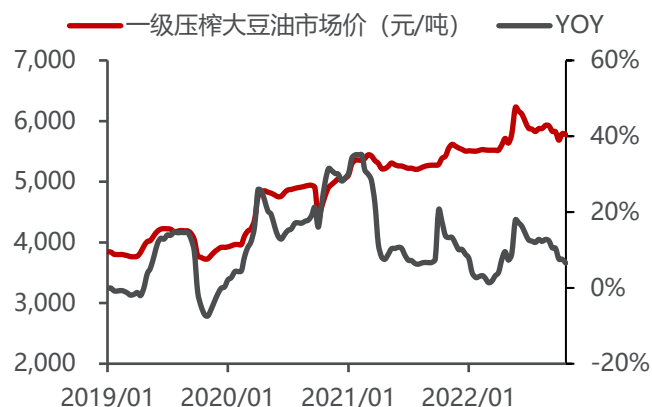
资料来源：通联数据，民生证券研究院

C端：需求整体弱复苏，各品类表现分化。以Q3线下商超数据为例，根据通联数据，酱油/醋/火锅底料/料酒/榨菜的线下商超销售额分别为43.42/13.20/9.72/6.40/5.54亿元，同比增速为+6.5%/+6.7%/+11.2%/-0.3%/-5.2%，火锅底料、醋、酱油需求恢复相对较强。

2.1.2 供给：原材料价格高位，包材价格回落

Q3主要原材料价格仍在高位，包材价格略有回落。原材料价格来看，根据国家统计局和商务部，大豆价格Q1/Q2/Q3分别同比+3.3%/+0.0%/+12.0%，环比+0.4%/-4.7%/+11.6%；豆粕Q1/Q2/Q3分别同比+16.7%/+23.0%/+20.6%，环比+0.7%/+0.1%/-0.1%；白砂糖Q1/Q2/Q3分别同比+0.7%/+1.3%/+1.5%，环比+21.4%/+0.5%/+3.1%，主要原材料价格从Q1开始持续走高或处于高位震荡。**包材价格来看**，根据国家统计局和隆众化工数据，玻璃价格Q1/Q2/Q3分别同比+0.6%/-25%/-44.2%，环比-7.5%/-12.2%/-12.0%，玻璃价格持续下降；PET价格Q1/Q2/Q3分别同比+30.1%/36.6%/27.2%，环比+5.7%/7.4%/-1.6%，PET价格同比去年增幅明显，但Q3环比已呈回落趋势。预计伴随疫情防控政策优化，成本压力有望释放。

图15: 大豆价格及变化



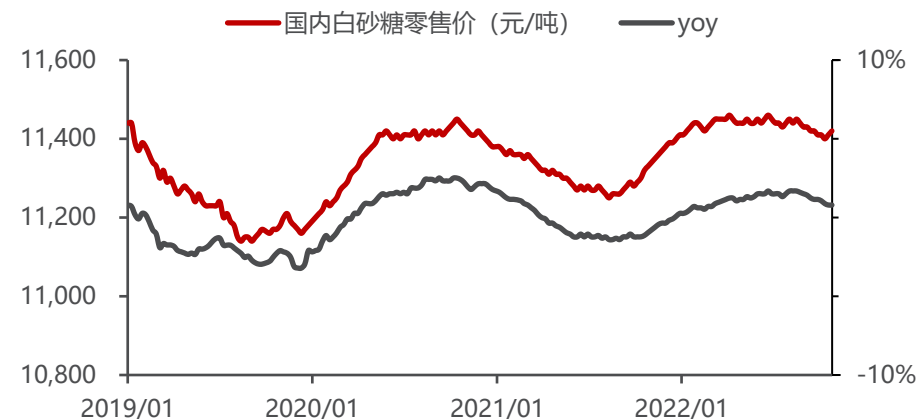
资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图16: 豆粕价格及变化



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图17: 白砂糖价格及变化



资料来源: 商务部, 民生证券研究院

图18: PET 价格及变化 (元/吨)



资料来源: 隆众化工, 民生证券研究院

图19: 玻璃价格及变化 (元/吨)



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

2.2 财务对比：不同基数下业绩增速分化，天味/涪陵/恒顺

费控表现优异

受基数影响，收入&利润增速分化。收入端来看，Q3 天味食品/恒顺醋业/安琪酵母/中炬高新营业总收入分别为 6.95/4.98/28.92/13.04 亿元，同比 +82.3%/+53.9%/+22.5%/+19.0%。天味食品 Q3 营收增速领先，主要系去年同期基数偏低，以及公司大单品战略、渠道拓展成效显著。海天味业 Q3 营业总收入 55.62 亿元，同比-1.8%，主要系海天下游需求以餐饮为主，疫情反复下餐饮整体需求依旧疲软，大包装产品销售承压。利润端来看，Q3 天味食品/恒顺醋业/中炬高新/安琪酵母的归母净利润分别同比+1629.3%/+236.1%/+21.5%/+20.6%，增速靠前，主要原因是去年同期受去库存&经销商调整影响，基数偏低。

表9：重点调味品公司收入及增速

公司简称	单季度营业总收入 (亿元)						
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
天味食品	5.22	4.95	3.81	6.28	6.29	5.85	6.95
恒顺醋业	5.17	5.18	3.24	5.34	5.72	6.11	4.98
安琪酵母	26.56	25.78	23.60	30.81	30.32	30.59	28.92
中炬高新	12.63	10.53	10.96	17.04	13.47	13.05	13.04
千禾味业	4.78	4.08	4.70	5.70	4.82	5.33	5.39
海天味业	71.58	51.74	56.62	70.10	72.10	63.22	55.62
涪陵榨菜	7.09	6.38	6.09	5.63	6.89	7.33	6.24
日辰股份	0.70	0.76	0.95	0.98	0.75	0.70	0.88

公司简称	单季度营业总收入 YOY						
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
天味食品	56.2%	-15.4%	-37.1%	-25.2%	20.6%	18.2%	82.3%
恒顺醋业	11.0%	6.3%	-35.0%	-6.6%	10.4%	18.1%	53.9%
安琪酵母	29.6%	12.5%	13.2%	22.9%	14.1%	18.7%	22.5%
中炬高新	9.5%	-24.9%	-12.7%	29.7%	6.6%	24.0%	19.0%
千禾味业	32.9%	-7.2%	11.1%	21.0%	0.9%	30.5%	14.8%
海天味业	21.7%	-9.4%	3.1%	22.9%	0.7%	22.2%	-1.8%
涪陵榨菜	46.9%	-10.8%	1.3%	18.7%	-2.9%	15.0%	2.5%
日辰股份	51.5%	23.9%	23.0%	24.3%	7.1%	-7.2%	-6.9%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表10：重点调味品公司利润及增速

公司简称	单季度归母净利润 (亿元)						
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
天味食品	0.80	(0.05)	0.05	1.04	1.00	0.66	0.78
恒顺醋业	0.79	0.49	0.07	(0.16)	0.77	0.51	0.27

安琪酵母	4.42	3.86	1.90	2.91	3.13	3.55	2.29
中炬高新	1.75	1.05	0.87	3.75	1.58	1.55	1.06
千禾味业	0.40	0.26	0.66	0.89	0.55	0.64	0.69
海天味业	19.53	13.99	13.55	19.63	18.29	15.64	12.74
涪陵榨菜	2.03	1.73	1.27	2.38	2.14	3.02	1.80
日辰股份	0.15	0.19	0.23	0.25	0.14	0.12	0.16

公司简称	单季度归母净利润 YOY						
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
天味食品	4.1%	-103.7%	-96.2%	136.8%	25.3%	1554.3%	1629.3%
恒顺醋业	3.9%	-33.8%	-91.2%	-118.7%	-0.8%	3.6%	236.1%
安琪酵母	45.7%	-7.2%	-35.2%	-19.1%	-29.3%	-7.9%	20.6%
中炬高新	-15.2%	-57.9%	-59.2%	68.9%	-9.5%	47.6%	21.5%
千禾味业	-43.3%	-70.1%	-1.2%	594.2%	38.5%	145.3%	3.7%
海天味业	21.1%	-14.7%	2.8%	7.2%	-6.4%	11.8%	-6.0%
涪陵榨菜	22.7%	-27.6%	-39.1%	45.7%	5.4%	74.7%	41.4%
日辰股份	-0.3%	-8.8%	-4.2%	13.5%	-7.5%	-38.1%	-29.5%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

成本承压拖累毛利率, 天味/涪陵/恒顺费控表现优异。从毛利率来看, 除中炬高新和涪陵榨菜外, 调味品公司 Q3 毛利率同比普遍下滑, 主要原因是原材料&包材价格高位, 以及产品结构变化等因素影响。涪陵榨菜毛利率同比提升, 主要与产品提价、低价青菜头投入使用有关, 而环比毛利率下滑, 主要系 (i) 销量环比下降, 固定摊销成本相应上涨, (ii) 公司优化生产考核, 上调吨含量工资, 人工成本上升 (iii) 公司高毛利新品推广销售, 毛利率结构性提升。**从销售费用来看,** 基于成本端较大压力以及疫情下营销推广活动受限, Q3 调味品公司销售费用同比收缩, 但费控能力存在差异, 天味食品、涪陵榨菜、恒顺醋业费控表现更优。**从净利率来看,** Q3 天味食品/涪陵榨菜/恒顺醋业净利率同比+10.1/+7.9/+3.1pcts, 疫情中盈利能力具韧性。

表11: 重点调味品公司毛利率/销售费用/毛销差

公司简称	单季度毛利率							YOY (±)	QOQ (±)
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3		
天味食品	37.7%	30.7%	33.5%	28.1%	36.0%	34.5%	32.7%	-0.8%	-1.8%
恒顺醋业	39.4%	37.0%	42.6%	33.4%	37.9%	33.2%	33.9%	-8.7%	0.7%
安琪酵母	33.2%	30.4%	24.6%	21.8%	26.7%	26.8%	21.9%	-2.6%	-4.8%
中炬高新	35.5%	32.7%	30.6%	38.5%	32.3%	31.7%	31.2%	0.6%	-0.5%
千禾味业	43.3%	40.9%	40.0%	37.9%	35.0%	35.7%	33.5%	-6.4%	-2.2%
海天味业	40.9%	37.1%	37.9%	38.1%	38.2%	34.9%	35.3%	-2.6%	0.4%
涪陵榨菜	60.1%	58.8%	51.6%	36.1%	52.4%	57.7%	53.4%	1.8%	-4.3%
日辰股份	43.6%	44.7%	42.2%	43.5%	39.4%	39.1%	40.7%	-1.5%	1.6%

公司简称	单季度销售费用							YOY (±)	QOQ (±)
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3		

公司简称	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	YOY (±)	QOQ (±)
天味食品	17.9%	28.7%	23.8%	10.8%	13.0%	18.0%	12.6%	-11.2%	-5.4%
恒顺醋业	12.5%	15.2%	23.5%	23.2%	12.1%	15.6%	17.3%	-6.2%	1.7%
安琪酵母	6.2%	6.4%	6.0%	6.4%	6.7%	5.5%	5.9%	0.0%	0.4%
中炬高新	8.7%	8.1%	9.6%	6.6%	8.8%	7.5%	9.1%	-0.5%	1.6%
千禾味业	25.7%	27.4%	17.2%	12.7%	15.1%	13.6%	14.1%	-3.1%	0.6%
海天味业	5.7%	5.2%	6.7%	4.3%	5.4%	4.7%	5.9%	-0.8%	1.2%
涪陵榨菜	24.2%	26.3%	29.6%	-7.9%	17.9%	10.8%	22.8%	-6.8%	12.0%
日辰股份	6.3%	6.9%	6.0%	5.9%	6.2%	7.5%	6.8%	0.8%	-0.8%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

表12: 重点调味品公司单季度净利率及变化

公司简称	单季度净利率							单季度净利率 YOY (±)		
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3
天味食品	15.4%	-0.9%	1.2%	16.6%	16.0%	11.2%	11.3%	0.6%	12.1%	10.1%
恒顺醋业	15.2%	9.4%	2.2%	-2.9%	13.5%	8.3%	5.3%	-1.7%	-1.1%	3.1%
安琪酵母	16.6%	15.0%	8.1%	9.4%	10.3%	11.6%	7.9%	-6.3%	-3.4%	-0.1%
中炬高新	13.9%	10.0%	7.9%	22.0%	11.8%	11.9%	8.1%	-2.1%	1.9%	0.2%
千禾味业	8.4%	6.4%	14.1%	15.7%	11.5%	11.9%	12.7%	3.1%	5.6%	-1.4%
海天味业	27.3%	27.0%	23.9%	28.0%	25.4%	24.7%	22.9%	-1.9%	-2.3%	-1.0%
涪陵榨菜	28.7%	27.1%	20.9%	42.3%	31.1%	41.2%	28.9%	2.4%	14.1%	7.9%
日辰股份	21.1%	25.5%	23.9%	25.1%	18.2%	17.0%	18.1%	-2.9%	-8.5%	-5.8%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.3 重点公司

2.3.1 海天味业：需求&成本短期仍承压，弱复苏下静候拐点

Q1-Q3 实现营业收入 190.94 亿元 (yoy+6.11%); 归母净利润 46.67 亿元 (yoy-0.86%); 扣非归母净利润 44.97 亿元 (yoy-1.83%)。Q3 营业收入 55.62 亿元 (yoy-1.77%); 归母净利润 12.74 亿元 (yoy-5.99%), 扣非归母净利润 12.04 亿元 (yoy-9.52%), 基本符合预期。

Q3 营收略下滑，线上渠道高增。公司前三季度实现营业收入 190.94 亿元，同比增长+6.11%，其中 22Q1/Q2/Q3 分别实现营收 72.10/63.22/55.62 亿，同比+0.72%/+22.19%/-1.77%，三季度营收增速略承压，可能主要系疫情影响下餐饮需求不及预期，以及公司协助渠道消化库存。**(1) 分产品看**，Q3 酱油/调味酱/蚝油/其他产品分别实现营收 29.10/5.57/10.02/6.39 亿元（占比 56.98%/10.90%/19.61%/12.51%），收入分别同比 -8.13%/+4.37%/-5.64%/+16.23%。主要产品酱油 Q3 收入下滑，我们预计主要原因是下游餐饮需求疲软；其他产品收入双位数增长，我们预计食醋、料酒以及收购企业并表后植物油、泡制类食品等产品贡献增速。**(2) 分渠道看**，线下/线上实现营收 48.76/2.31 亿元，占比 95.47%/4.53%，收入同比-5.39%/+46.34%，线上渠道增速亮眼，主要系公司线上线下、多渠道建设成效显著，叠加 C 端需求复苏。**(3) 分区域看**，东部/南部/中部/北部/西部实现营收 10.05/9.76/11.75/12.59/6.92 亿元（占比 19.68%/19.11%/23.00%/24.66%/13.55%），收入分别同比 -7.60%/-6.66%/+0.65%/-4.78%/+0.47%。截至三季度末，公司在全国范围内经销商数量已达 7153 家，较季度初净-277 家，公司经销商结构持续优化。

原材料价格上涨毛利率承压，费用投放收缩。Q3 公司毛利率 35.29% (yoy-2.62pcts)，毛利率承压主要系主要原材料大豆、白砂糖、包材等价格上涨。Q3 公司期间费用率 8.34% (yoy-1.27pcts)，其中销售费用率 5.87% (yoy-0.84pcts)，管理费用率 2.25% (yoy+0.46pcts)，研发费用率 2.83% (yoy-0.63pcts)，财务费用-2.61% (yoy-0.11pcts)，期间费用率收缩，疫情下公司降本增效成果显著。Q3 公司净利率 22.90% (yoy-1.03pcts)。

投资建议：我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 270.44/301.64/349.39 亿元，同比增长 8.2%/11.5%/15.8%，归母净利润分别为 72.05/83.93/97.56 亿元，同比增长 8.0%/16.5%/16.2%，当前（11 月 18 日）股价对应 PE 分别为 46/40/34X，看好公司品牌力、渠道力、产品力优势，以及公司多品类发展下的长期稳健成长，维持“**推荐**”评级。

风险提示：疫情反复影响消费、食品安全事故、原材料成本上涨超预期。

表13：海天味业盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	25,004	27,044	30,164	34,939
增长率 (%)	9.7	8.2	11.5	15.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,671	7,205	8,393	9,756
增长率 (%)	4.2	8.0	16.5	16.2
每股收益 (元)	1.44	1.55	1.81	2.11
PE	50	46	40	34
PB	14.2	13.1	11.8	10.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 11 月 18 日收盘价）

2.3.2 干禾味业：核心品类双位数增长，零添加产品成长可期

公司 Q1-Q3 整体实现营业总收入 15.54 亿元 (yoy+14.63%)，归母净利润 1.87 亿元 (yoy+42.05%)，扣非归母净利润 1.82 亿元，(yoy+38.57%)。Q3 实现营收 5.39 亿元 (yoy+14.75%)，归母净利润 0.69 亿元 (yoy+3.70%)，扣非归母净利润 0.68 亿元 (yoy+2.87%)

核心品类酱油延续双位数增长，渠道全国化势头强劲。(1) 分品类来看，公司 22Q3 酱油/食醋/其他品类营收分别为 3.23/0.89/1.19 亿元，同比 +10.13%/+4.62%/+23.19%，占比分别为 60.75%/16.76%/22.48%，核心品类酱油实现稳健增长。**(3) 分渠道来看**，经销/直营模式营收分别为 3.62/1.69 亿元，同比+15.30%/+5.52%，占比分别为 68.14%/31.86%。截至三季度末，经销商数量为 2033 家，较季初净增 130 家，公司经销商数量加速扩张。**(2) 分区域看**，东部/南部/中部/北部/西部营收分别为 1.48/0.46/0.60/0.94/1.83 亿元（占比分别为 27.79%/8.67%/11.36%/17.76%/34.41%），同比分别增长 2.56%/13.76%/27.21%/20.80%/11.25%，中部和北部销售额增速领先，公司“全国化”势头强劲。

毛利率承压，期间费用收缩显著。Q3 公司毛利率 33.55% (yoy-6.41pcts)，预计主要系核心原材料价格上涨。Q3 公司期间费用率 18.33% (yoy-4.17pcts)，其中销售费用率 14.12% (yoy-3.11pcts)，管理费用率 2.77% (yoy-0.15pcts)，财务费用率-0.43% (yoy-0.29pcts)，销售费用大幅收缩，主要系去年公司冠名《新相亲大会栏目》，广告费用投放较多，而今年广告费用有所下降。Q3 公司净利率 12.71% (yoy-1.35pcts)，盈利能力承压。

投资建议：我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 22.10/26.90/31.00 亿元，同比增长 14.8%/21.7%/15.2%，归母净利润分别为 2.70/3.67/4.53 亿元，同比增长 21.9%/36.0%/23.4%，当前股价（11 月 18 日收盘价）对应 PE 分别为 67/49/40X。公司专注聚焦“零添加”酿造酱油、食醋、料酒等高品质健康调味品，紧握消费升级时代趋势，引领消费需求，已形成差异化的品牌竞争优势，我们认为公司未来渠道扩张和下沉的空间广阔，维持“**推荐**”评级。

风险提示：疫情反复影响餐饮消费场景、行业竞争加剧、食品安全问题等。

表14：千禾味业盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,925	2,210	2,690	3,100
增长率 (%)	13.7	14.8	21.7	15.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	221	270	367	453
增长率 (%)	7.6	21.9	36.0	23.4
每股收益 (元)	0.23	0.28	0.38	0.47
PE	81	67	49	40
PB	8.7	7.9	7.0	6.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 11 月 18 日收盘价）

2.3.3 中炬高新：主业稳健增长，静待经营改善&估值修复

公司 Q1-Q3 整体实现营收 39.56 亿元 (yoy+5.94%)，归母净利润 4.19 亿元 (yoy+14.2%)，扣非归母净利润 4.03 亿元，同增 (yoy+13.94%)。Q3 实现营收 13.04 亿元 (yoy+18.98%)，归母净利润 1.06 亿元 (yoy+21.51%)，扣非归母净利润 1.01 亿元 (yoy+19.38%)。

调味品主业维持增长，渠道下沉进展顺利。 Q1-Q3 公司实现营收 39.56 亿元 (yoy+5.94%)，其中美味鲜实现营收 36.37 亿元 (yoy+10.95%)；Q3 公司实现营收 13.04 亿元 (yoy+18.98%)，其中美味鲜实现营收 11.73 亿元 (yoy+12.79%)。

(1) 分品类看，美味鲜 22Q3 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他调味品（醋、料酒等）实现营收 7.08/1.38/1.48/1.63 亿元，占比 61.2%/11.9%/12.8%/14.1%，同比 +18.3%/+17.8%/-4.6%/+1.6%，调味品主业酱油、鸡精鸡粉增速较快，食用油增速略承压。**(2) 分渠道看**，美味鲜分销/直销实现营收 11.20/0.37 亿元，同比 +12.7%/-0.4%，分销渠道增速亮眼。截至三季度末，公司经销商数量为 1942 个，较季度初净增加 240 个。截至 22H1，公司在全国地级市开发率达 93.47%，区县市场累计开发率 66.25%，公司积极拓展营销区域，进一步向区县及社区下沉。**(3) 分区域看**，美味鲜在东/南/中西/北部实现营收 2.63/4.95/2.43/1.56 亿元，占比 22.8%/42.8%/21.0%/13.5%，同比+16.8%/+11.4%/+1.2%/+28.3%，中西部增速相对偏低，我们认为主要系 Q3 川渝地区疫情、限电措施扰动；东、南、北部增速较快，整体需求恢复良好。

投资建议：我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 54.85/63.25/71.00 亿元，同比增长 7.2%/15.3%/12.3%，归母净利润分别为 7.91/9.46/10.90 亿元，同比增长 6.5%/19.7%/15.2%，当前股价（11 月 18 日收盘价）对应 PE 分别为 35/29/25X。10 月 26 日，公司发布控股股东被动减持股份计划公告，因控股股东中山润田及其关联方与中航信托存在借款合同纠纷，2022 年 11 月 16 至 2023 年 5 月 6 日期间计划减持比例不超过 3.95%（减持后占比不低于 12.37%）。公司控股股东未来或产生变更，故存在一定风险，维持“**谨慎推荐**”评级。

风险提示：行业增速不及预期、行业竞争加剧、成本大幅波动、管理层变更风险等。

表15：中炬高新盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5,116	5,485	6,325	7,100
增长率 (%)	-0.2	7.2	15.3	12.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	742	791	946	1,090
增长率 (%)	-16.6	6.5	19.7	15.2
每股收益 (元)	0.94	1.01	1.20	1.39
PE	37	35	29	25
PB	7.1	6.8	6.2	5.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 11 月 18 日收盘价）

2.3.4 恒顺醋业：核心品类低基数下高增，关注改革进展

Q1-Q3 整体实现营业总收入 16.82 亿元 (yoy+23.71%)，归母净利润 1.54 亿元 (yoy+14.70%)，扣非归母净利润 1.40 亿元，(yoy+23.61%)。**Q3** 实现营收 4.98 亿元 (yoy+53.77%)，归母净利润 0.27 亿元 (yoy+268.18%)，扣非归母净利润 0.23 亿元 (扭亏，去年同期为-0.02 亿元)。

低基数下醋&料酒品类高增，华东&华南&西部营收显著恢复。(1) 分产品来看，公司 22 年 Q3 醋/料酒/酱类收入分别为 2.93/1.18/0.51 亿元，同比增长约 82.6%/52.8%/35.6%。**(2) 分区域来看**，22 年 Q3 公司在华东/华南/华中/西部/华北地区营收分别为 2.57/0.83/0.79/0.43/ 0.30 亿元，同比增长约 81.0%/50.1%/12.0%/70.6%/9.5%，前期受损较大的华东/华南/西部地区高增。

(3) 分渠道看，线上/线下销售 0.60/4.33 亿元，同比+38.8%/+55.8%。三季度净新减少 4 家经销商至 1936 家。

成本压力延续，期间费用显著收缩。Q3 公司毛利率 33.91%(yoy-8.67pcts)，主要系核心原材料价格高位。Q3 公司期间费用率 26.66% (yoy-10.01pcts)，其中销售费用率 17.28% (yoy-6.23pcts)，管理费用率 5.54% (yoy-3.29pcts)，财务费用率-0.07% (yoy-0.75pcts)。Q3 公司净利率 5.32% (yoy+3.10pcts)，盈利能力增强。

投资建议：我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 22.10/25.36/28.51 亿元，同比增长 16.7%/14.8%/12.4%，归母净利润分别为 1.87/2.58/3.30 亿元，同比增长 57.4%/38.0%/27.8%，当前股价（11 月 18 日收盘价）对应 PE 分别为 63/45/36X。短期来看，受益疫情管控精细化、21Q4 低基数效应等因素，公司业绩改善趋势有望延续；长期来看，公司营销改革成效持续体现，产品矩阵丰富、品牌势能持续向上，远期空间已初步打开，维持“**推荐**”评级。

风险提示：疫情反复影响需求、食品安全事故、原材料价格波动。

表16：恒顺醋业盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,893	2,210	2,536	2,851
增长率 (%)	-6.4	16.7	14.8	12.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	119	187	258	330
增长率 (%)	-62.3	57.4	38.0	27.8
每股收益 (元)	0.12	0.19	0.26	0.33
PE	99	63	45	36
PB	5.4	5.2	5.0	4.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 11 月 18 日收盘价）

2.3.5 安琪酵母：原材料价格高位，海外业务延续增长

前三季度整体实现营收 89.8 亿元 (yoy+18.3%)，归母净利润 9.0 亿元 (yoy-11.9%)，扣非归母净利润 8.1 亿元 (yoy-10.2%)；单三季度实现营收 28.9 亿元 (yoy +22.6%)，归母净利润 2.3 亿元 (yoy +20.6%)，扣非归母净利润 2.1 亿元 (yoy +22.6%)。

Q3 营收增长提速，海外业务延续高成长。从收入端来看，公司前三季度实现营收 89.9 亿元，同比增长 18.3%，其中 22Q1/Q2/Q3 分别实现营收 30.3/30.6/28.9 亿元，同比+14.1%/+18.7%/+22.6%，三季度营收增长提速。**(1) 分区域来看，海外** 22Q3 营收 9.97 亿元 (yoy +54.85%)，出口业务延续上半年高成长态势，主要系公司大力拓展海外渠道、人民币贬值、运输成本下降推动出口业务。截至今年三季度，公司海外经销商数量为 4644 家，较季初净增 483 家。公司已加快注册海外营销子公司，聘用本土化销售人员，截至 22H1 公司已设立 6 个海外事业部，海外平台作用得到进一步发挥。**国内** 22Q3 营收 18.92 亿元 (yoy +11.89%)，主要系疫情扰动下下游需求减弱。**(2) 分产品来看**，22Q3 酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品/其他营收分别为 19.82/4.00/1.14/3.93 亿元，同比+8.38%/165.13%/17.03%/62.39%，主业酵母及深加工产品仍保持稳健成长，而制糖及其他业务多元驱动 Q3 收入增长提速。**(3) 分渠道来看**，22Q3 线上/线下销售分别为 10.04/18.85 亿元，同比增长 23.73%/7.66%，线上渠道增速亮眼。

投资建议：公司作为国内酵母龙头，主业维持稳健成长，多元产品贡献营收增量，目前糖蜜成本处于高位，预计伴随后续自产水解糖产能释放，公司盈利能力有望进一步提升。我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 127.27/147.44/170.66 亿元，同比增长 19.2%/15.9%/15.7%，归母净利润分别为 13.17/18.05/20.15 亿元，同比增长 0.6%/37.0%/11.7%，当前 (11 月 18 日) 股价对应 PE 分别为 28/20/18X，维持“**推荐**”评级。

风险提示：疫情反复影响需求、行业竞争加剧、原料价格上涨风险。

表17：安琪酵母盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	10,675	12,727	14,744	17,066
增长率 (%)	19.5	19.2	15.9	15.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,309	1,317	1,805	2,015
增长率 (%)	-4.6	0.6	37.0	11.7
每股收益 (元)	1.51	1.52	2.08	2.32
PE	28	28	20	18
PB	5.3	4.0	3.5	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 11 月 18 日收盘价）

2.3.6 涪陵榨菜：利润弹性释放，看好多元品类驱动成长

公司 Q1-Q3 整体实现营业总收入 20.46 亿元 (yoy+4.63%)，归母净利润 6.97 亿元 (yoy+38.29%)，扣非归母净利润 6.37 亿元，(yoy+31.22%)。Q3 实现营收 6.24 亿元 (yoy+2.54%)，归母净利润 1.80 亿元 (yoy+41.36%)，扣非归母净利润 1.58 亿元 (yoy+40.64%)。

营收稳健成长，下饭菜品类增速亮眼。公司前三季度实现营业收入 20.46 亿元，同比+4.63%；其中 Q1/Q2/Q3 分别实现 6.89/7.33/6.24 亿元，同比-2.88/+14.98/+2.54%，Q3 收入增速趋缓，我们认为主要系 (i) Q2 疫情催化终端囤货，Q3 居家消费需求回落 (ii) 重庆限电对生产和运输带来短期影响。公司积极丰富产品矩阵，截至目前，公司产品品类主要包括榨菜、下饭菜、调味菜、泡菜等，下饭菜产品 Q1-Q3 营收近 2 亿元 (同比约+20%) 营收占比约 10%，公司 9 月底新推出下饭酱产品，已通过直播带货方式进行线上营销，预计后期有望启动线下推广。

期间费用显著收缩，盈利能力提升。Q3 公司毛利率 53.40%(yoy+1.75pcts)，毛利率同比提升，主要与产品提价、低价青菜头投入使用有关，而环比毛利率下滑，主要系 (i) 销量环比下降，固定摊销成本相应上涨，(ii) 公司优化生产考核，上调吨含量工资，人工成本上升 (iii) 公司高毛利新品推广销售，毛利率结构性提升。Q3 公司期间费用率 22.28% (yoy-6.19pcts)，其中销售费用率 22.82% (yoy-6.79pcts)，管理费用率 2.86% (yoy-0.70pcts)，财务费用率 -3.54% (yoy+1.36pcts)，费控优异。Q3 公司净利率 28.88% (yoy+7.93pcts)，盈利能力显著提升。

投资建议：我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 26.60/29.00/31.70 亿元，同比增长 5.6%/9.0%/9.3%，归母净利润分别为 9.10/10.24/11.51 亿元，同比增长 22.6%/12.6%/12.4%，当前股价 (11 月 18 日收盘价) 对应 PE 分别为 25/22/20X。公司以榨菜业务为基本盘，短期关注原材料价格下行周期中利润弹性，长期看好品类扩张驱动营收成长，维持“**推荐**”评级。

风险提示：疫情反复影响需求、渠道下沉效果不及预期、原料价格上涨风险。

表18：涪陵榨菜盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,519	2,660	2,900	3,170
增长率 (%)	10.8	5.6	9.0	9.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	742	910	1,024	1,151
增长率 (%)	-4.5	22.6	12.6	12.4
每股收益 (元)	0.84	1.02	1.15	1.30
PE	31	25	22	20
PB	3.2	2.9	2.7	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 11 月 18 日收盘价）

2.3.7 日辰股份：餐饮渠道修复可期，看好疫后弹性

公司 Q1-Q3 整体实现营业总收入 2.33 亿元 (yoy-2.94%)，归母净利润 0.41 亿元 (yoy-26.71%)，扣非归母净利润 0.34 亿元 (yoy-33.30%)。Q3 实现营收 0.88 亿元 (yoy-6.89%)，归母净利润 0.16 亿元 (yoy-29.49%)，扣非归母净利润 0.14 亿元 (yoy-35.86%)。

营收短期承压，品牌定制和经销商渠道增速亮眼。公司前三季度实现营业收入 2.33 亿元，同比-2.94%，其中 22Q1/Q2/Q3 分别实现营收 0.75/0.70/0.88 亿元，同比+7.17%/-7.22%/-6.87%，Q3 降幅收窄，可能主要系疫情反复，餐饮端需求疲软。**(1) 分产品看**，Q3 酱汁/粉体/食品添加剂实现营收 0.68/0.20/0.01 亿元，占比 76.70%/22.40%/0.87%，同比-4.53%/-11.12%/-52.95%。**(2) 分渠道看**，Q3 餐饮/食品加工/品牌定制/直营电商/直营商超/经销商分别实现营收 37.26/33.17/13.21/0.17/0.46/3.95 百万元（分别占比 42.21%/37.59%/14.97%/0.19%/0.52%/4.48%），收入分别同比 -8.83%/-17.63%/+16.54%/-50.77%/-2.44%/+167.95%，品牌定制和经销商渠道增速亮眼。受疫情影响，下游餐饮客户经营受阻，餐饮渠道同比下滑。食品加工收入同比下滑，主要系 (i) 公司 50%+ 的渠道面向日本市场，日元贬值导致日企成本压力增大，对市场需求造成影响 (ii) 40%+ 的渠道面向国内市场，国内疫情管控下，国内部分食品加工企业采购调整。**(3) 分区域看**，Q3 华北/华东/华中/东北/华南分别实现营收 0.18/0.60/0.03/0.04/0.07 亿元（分别占比 20.40%/68.36%/3.56%/4.05%/7.89%），收入分别同比 +32.97%/-15.24%/+427.62%/-30.79%/+4.64%。截止三季度末，公司经销商数量为 89 家，较本季度初净增 23 家，公司经销商仍在培育。

餐饮渠道受损&原材料成本高位，利润率依然承压。Q3 公司毛利率 40.70% (yoy-1.52pcts)，毛利率承压主要系疫情中毛利率较高的餐饮渠道占比下滑，以及核心原材料价格上涨。Q3 公司期间费用率 20.06% (yoy+5.61pcts)，其中销售费用率 6.76% (yoy+0.80pcts)，管理费用率 9.93% (yoy+3.29pcts)，财务费用率+0.27% (yoy+2.73pcts)。Q3 公司净利率 18.06% (yoy-5.79pcts)。展望

明年, 预计伴随疫情管控优化, 餐饮渠道复苏叠加原材料成本回落, 公司利润率有望回升。

展望未来三年, 今年疫情下公司营收和业绩显著承压, 而受疫情管控政策优化, 餐饮渠道有望加速恢复, 预计将驱动公司营收端快速成长。(1) 酱汁: 假设疫情影响逐年弱化, 以及连锁餐饮、外卖渠道兴起, 酱汁的餐饮端需求有望高速增长, 我们预计酱汁类调味料 2022-2024 年销量同比-3.9%/+33.0%/+28.0%。随着产品结构调整, 我们预计 2022-2024 年吨价同比+1.0%/+2.0%/+2.0% **(2) 粉体:** 粉体类调味料需求同样与餐饮恢复情况有较高的相关性, 我们预计粉体类调味料 2022-2024 年销量同比+0.5%/27.0%/24.0%, 吨价同比+0.5%/1.5%/2.0%; **(3) 食品添加剂:** 22 年前三季度增速承压, 且食品添加剂占比较小, 未来三年不是公司重点发力的产品, 我们预计食品添加剂 2022-2024 年销量同比-8.5%/+0.0%/+0.0%, 吨价同比+0.5%/+2.0%/+1.0%。

表19: 日辰股份营收拆分

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	285.59	263.16	338.34	331.36	442.20	571.44
yoy	20.4%	-7.9%	28.6%	-2.1%	33.4%	29.2%
酱汁类调味料	209.88	193.96	250.38	243.03	329.69	430.44
yoy	34.3%	-7.6%	29.1%	-2.9%	35.7%	30.6%
粉体类调味料	67.53	64.28	82.46	83.29	107.36	135.79
yoy	-3.4%	-4.8%	28.3%	1.0%	28.9%	26.5%
食品添加剂	8.18	4.92	5.49	5.05	5.15	5.20
yoy	-24.7%	-39.9%	11.6%	-8.0%	2.0%	1.0%
销量 (吨)						
酱汁类调味料	6015.31	13580.68	15352.15	14753.42	19622.04	25116.22
yoy	-43.1%	125.8%	13.0%	-3.9%	33.0%	28.0%
粉体类调味料	1860.70	4925.56	5707.13	5735.67	7284.30	9032.53
yoy	-63.8%	164.7%	15.9%	0.5%	27.0%	24.0%
食品添加剂	123.47	212.58	132.86	121.57	121.57	121.57
yoy	-56.6%	72.2%	-37.5%	-8.5%	0.0%	0.0%
吨价 (万元/吨)						
酱汁类调味料	3.49	1.43	1.63	1.65	1.68	1.71
yoy	135.8%	-59.1%	14.2%	1.0%	2.0%	2.0%
粉体类调味料	3.63	1.31	1.44	1.45	1.47	1.50
yoy	167.1%	-64.0%	10.7%	0.5%	1.5%	2.0%
食品添加剂	6.63	2.31	4.13	4.15	4.24	4.28
yoy	73.6%	-65.1%	78.6%	0.5%	2.0%	1.0%

资料来源: Wind、公司公告, 民生证券研究院预测

投资建议: 我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 3.32/4.42/5.72 亿元, 同比-2.1%/+33.4%/+29.2%, 归母净利润分别为 0.63/1.07/1.38 亿元, 同比-

22.9%/+70.8%/29.3%，当前股价（11月18日收盘价）对应PE分别为61/36/27X，首次覆盖，给予“**推荐**”评级。

风险提示：疫情反复影响需求、食品安全风险、新客户拓展风险。

表20：日辰股份盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	339	332	442	572
增长率（%）	28.6	-2.1	33.4	29.2
归属母公司股东净利润（百万元）	81	63	107	138
增长率（%）	0.0	-22.9	70.8	29.3
每股收益（元）	0.82	0.64	1.09	1.40
PE	47	61	36	27
PB	5.8	5.5	4.9	4.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年11月18日收盘价）

3 风险提示

(1) 食品安全问题：影响食品安全的因素较多，采购、生产、储存、运输、销售过程中均可能产生影响食品安全的随机因素。一旦企业因质量控制出现疏漏或瑕疵而发生产品质量问题，不仅负有赔偿责任，还会严重影响公司的信誉和产品销售。此外，突发的食品质量安全事件可能对行业内企业造成较大不利影响。

(2) 原材料价格大幅波动风险：啤酒和调味品的原材料主要是农产品和包装材料。农产品价格主要受当年的种植面积、气候条件、市场供求以及国际期货市场价格等因素的影响。如果原材料价格上涨，而产品售价保持不变，产品毛利率水平将会下降，会对企业的经营业绩产生不利影响。若主要原材料的价格出现大幅上升，企业在采购该批原材料生产的产品销售之前无法同步提高产品售价，且公司销量增加较少的情况下，可能导致企业当年利润下降。

(3) 产品多样化的市场培育风险：如果产品不能适应消费者的消费习惯，产品的宣传效果没有达到预期，在一段时间内无法吸引、培育消费者并形成相对稳定的客户群，导致企业对产品多样化的研发、生产、市场推广投入不能产生效益，将对企业当年利润产生不利影响。

(4) 疫情反复风险：虽然目前国内疫情防控取得重大战略成果，但与此同时，疫情依然严峻，“外防输入、内防反弹”的任务依然艰巨，若出现疫情反复，企业将面临出货量被动放缓的风险。

(5) 新客户拓展风险：客户拓展可能不及预期，大型餐饮企业恢复不及预期。

(6) 行业景气度下降风险：虽然调味品是属于一个刚性需求较强的一个产品，但易受餐饮不景气、食品加工业下滑等因素的影响，大众消费品的增速也有可能面临下行的风险。

日辰股份财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	339	332	442	572
营业成本	192	198	256	328
营业税金及附加	4	4	4	6
销售费用	21	21	22	29
管理费用	30	31	33	43
研发费用	11	11	14	19
EBIT	84	68	117	153
财务费用	-0	2	4	3
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	10	7	12	12
营业利润	94	73	125	161
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	94	73	125	161
所得税	13	10	18	23
净利润	81	63	107	138
归属于母公司净利润	81	63	107	138
EBITDA	91	78	131	172

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	143	22	71	115
应收账款及票据	65	64	84	108
预付款项	2	2	2	2
存货	31	32	41	55
其他流动资产	295	310	333	385
流动资产合计	535	431	531	665
长期股权投资	49	49	49	49
固定资产	64	96	126	156
无形资产	38	38	38	38
非流动资产合计	289	464	460	456
资产合计	824	895	991	1,121
短期借款	53	93	93	93
应付账款及票据	56	60	76	97
其他流动负债	26	27	23	31
流动负债合计	134	179	191	221
长期借款	27	20	20	20
其他长期负债	2	2	2	2
非流动负债合计	29	22	22	22
负债合计	163	201	213	243
股本	99	99	99	99
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	661	694	778	878
负债和股东权益合计	824	895	991	1,121

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	28.57	-2.06	33.43	29.21
EBIT 增长率	7.68	-18.25	71.19	30.91
净利润增长率	0.05	-22.90	70.85	29.32
盈利能力 (%)				
毛利率	43.42	40.33	42.04	42.69
净利润率	24.01	18.90	24.21	24.22
总资产收益率 ROA	9.87	7.00	10.80	12.36
净资产收益率 ROE	12.30	9.03	13.76	15.78
偿债能力				
流动比率	3.99	2.40	2.78	3.01
速动比率	3.75	2.16	2.45	2.53
现金比率	1.06	0.13	0.37	0.52
资产负债率 (%)	19.78	22.46	21.47	21.67
经营效率				
应收账款周转天数	70.49	70.00	69.00	69.00
存货周转天数	58.32	59.94	59.00	61.00
总资产周转率	0.44	0.39	0.47	0.54
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	0.64	1.09	1.40
每股净资产	6.70	7.04	7.89	8.90
每股经营现金流	0.60	0.70	0.94	1.11
每股股利	0.30	0.23	0.40	0.51
估值分析				
PE	47	61	36	27
PB	5.8	5.5	4.9	4.3
EV/EBITDA	41.21	50.04	29.36	22.13
股息收益率 (%)	0.78	0.60	1.02	1.33

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	81	63	107	138
折旧和摊销	7	10	14	19
营运资金变动	-20	-0	-21	-40
经营活动现金流	60	69	93	110
资本开支	-71	-157	-10	-14
投资	-9	-10	-10	-20
投资活动现金流	-65	-188	-8	-23
股权募资	0	0	0	0
债务募资	44	33	-9	0
筹资活动现金流	11	-0	-36	-43
现金净流量	6	-120	49	44

插图目录

图 1: 啤酒行业产量及增速 (当月, 万吨)	3
图 2: 啤酒行业产量及增速 (当季, 万吨)	3
图 3: SW 啤酒板块营业总收入及增速	4
图 4: SW 啤酒板块归母净利润及增速	4
图 5: 啤酒制造成本构成 (以 2013 年青岛啤酒为例)	4
图 6: 包材玻璃价格 (元/吨)	5
图 7: 包材铝价格 (美元/吨)	5
图 8: 瓦楞纸价格 (元/吨)	5
图 9: 大麦进口平均单价 (美元/吨)	5
图 10: 啤酒企业 Q3 普遍提价&销量同比增长	7
图 11: 前三季度啤酒行业吨成本上涨	7
图 12: 社零餐饮收入及增速 (当月, 亿元)	13
图 13: 限额以上企业餐饮收入及增速 (当月, 亿元)	13
图 14: 主要调味品线下商超销售额月度同比	14
图 15: 大豆价格及变化	15
图 16: 豆粕价格及变化	15
图 17: 白砂糖价格及变化	15
图 18: PET 价格及变化 (元/吨)	15
图 19: 玻璃价格及变化 (元/吨)	15

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 重点啤酒公司收入及增速	6
表 2: 重点啤酒公司利润及增速	6
表 3: 重点啤酒公司销量/吨价/吨成本及增速	7
表 4: 重点啤酒公司毛利率/销售费用/毛销差	8
表 5: 重点啤酒公司单季度净利率及变化	8
表 6: 青岛啤酒盈利预测与财务指标	10
表 7: 重庆啤酒盈利预测与财务指标	11
表 8: 燕京啤酒盈利预测与财务指标	12
表 9: 重点调味品公司收入及增速	16
表 10: 重点调味品公司利润及增速	16
表 11: 重点调味品公司毛利率/销售费用/毛销差	17
表 12: 重点调味品公司单季度净利率及变化	18
表 13: 海天味业盈利预测与财务指标	20
表 14: 千禾味业盈利预测与财务指标	21
表 15: 中炬高新盈利预测与财务指标	22
表 16: 恒顺醋业盈利预测与财务指标	23
表 17: 安琪酵母盈利预测与财务指标	24
表 18: 涪陵榨菜盈利预测与财务指标	25
表 19: 日辰股份营收拆分	26
表 20: 日辰股份盈利预测与财务指标	27
日辰股份财务报表数据预测汇总	29

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026