

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@qlzq.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

Email: xiongwx@qlzq.com.cn

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email: hect@zts.com.cn

研究助理：赵襄彭

Email: zhaoxp@qlzq.com.cn

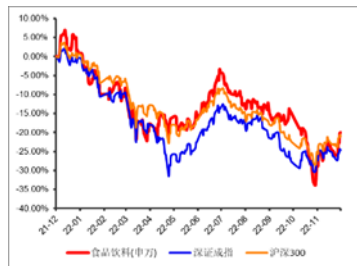
研究助理：晏诗雨

Email: yansy@qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	123
行业总市值(亿元)	57577.3
行业流通市值(亿元)	55324.1

行业-市场走势对比



相关报告

1. 华润啤酒（0291.HK）点评报告：实现白酒布局里程碑，协同效应值得期待
2. 贵州茅台：首次大额特别分红，增持体现长期信心
3. 中炬高新（600872.SH）点评报告：大股东继续被动减持，关注股权结构变化
4. 地产酒：皓月拨云，优势渐显

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E		
贵州茅台	1633.88	37.17	41.76	49.31	57.56	53.75	49.0	33.13	28.39	1.96	买入
五粮液	163.06	5.14	6.02	7.00	8.28	56.77	36.9	23.29	19.69	1.44	买入
绝味食品	56.76	1.15	1.60	0.83	1.64	67.29	42.7	68.39	34.61	7.03	买入
青岛啤酒	103.00	1.61	2.31	2.63	3.38	61.60	42.8	39.16	30.47	1.69	买入
舍得酒业	158.48	1.75	3.75	4.49	5.82	48.82	60.6	35.30	27.23	1.38	买入
颐海国际	21.16	0.48	0.64	0.79	1.03	107.30	37.6	29.21	22.41	1.67	买入
古井贡酒	239.95	3.51	4.35	5.40	6.97	77.49	56.0	44.44	34.43	0.70	买入

备注：股价为2022年12月2日收盘价。

投资要点

- **白酒周观点：低估的龙头增长韧性，积极布局边际弹性。**1) 从消费场景和需求复苏的改善趋势来看，龙头名酒兼具短期韧性和中长期弹性：我们强调这一波疫情的管控和20Q1有本质不同，更类似于今年Q2后的厂商应对和修复节奏：名酒龙头在回款进度、渠道安排和增速保证上更胜一筹；全年进度来看，还是各价位段的龙头酒企完成度最高，明年增速规划和开门红也是龙头名酒的规划最为明确具体，这主要得益于品牌渠道和经销商实力和信心更足；2) **增速**：市场很多投资者对于明年的增长确定性有较大担忧，我们认为主观上龙头企业的增速主要来源于自上而下、由内而外两个维度的保证。**自上而下看**，近两年不少龙头酒企的十四五规划叠加领导换届，在增速保证上都做出了相应市场和渠道决策的调整，并在管理上不断突破，实现管理-执行-增速反馈的正循环；**由内而外看**，多家酒企都积极做出内部激励机制的调整和外部渠道的对应匹配，如老窖洋河今世缘的激励推出、五粮液洋河的战区事业部放权、五粮液古井口子窖内部积极性不断提升的市场预期等，而在外部也看到渠道改革的调整，如今世缘口子窖的渠道结构优化等；3) **流通和复购**：目前龙头的库存价格指标表现更优，高端超高端的需求人群较为稳定，季度间分配均衡。次高端和地产酒龙头也在旺季后库存有快速的消化进度（虽然部分品牌进行一定消费者投入以及批价作出一定让步），龙头整体进度和基本面指标拉开差距，明年的开门红和全年任务更有保障；目前已观察到龙头在明年疫情演化不确定背景下积极抢占渠道资金和库存资源；4) **估值**：当前白酒仅31.73X，短期看美国CPI好于预期估值短期压力削弱，中期看当前处于年底估值切换窗口弹性品种优势更大，消费边际改善和低基数一致预期下，白酒在食品饮料和消费里的性价比更高；目前人流及消费场景有放松迹象，消费有望逐步回归正常水平；5) **投资策略**：首先锚定确定性增长、把握高端酒和次高端、地产酒龙头确定性增速，弹性看库存压力和渠道积极性较高的山西汾酒和中高端地产酒，持续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份，关注迎驾贡酒等。
- **白酒双周跟踪：高端酒：1) 贵州茅台**：12月配额已回款并执行开票，尚未发货。厂家发货节奏相对较慢，库存约半个月，部分区域断货。根据今日酒价，整箱飞天环周批价下降35元至2905元，散瓶飞天批价环周小幅上涨20元至2680元。非标价格有所波动，彩釉珍品环周下滑40元至4400元，已跌破指导价和部分成本价。十五年下滑70元至6130元，精品下滑60元至3270元，生肖下滑160元至3170元。茅台1935仍有一定库存，批价稳定在1200元左右。我们认为主要源于疫情区域动

销受阻货物流出，叠加回款季经销商资金周转需要。2) **五粮液**：全年任务接近完成，经销商层面库存约1个月，终端库存较低。普五批价下滑5-10元至935-945元。渠道反馈五粮液动销层面压力不大，批价仍需关注，预计五粮液明年增速目标积极，春节回款有望给予较合理的政策支持。考虑到大商资金实力相对较强，我们预计明年春节开门红稳定性较强。3) **泸州老窖**：经销商库存稳定在1-1.5个月。高度国窖稳定在890-895元区间。国窖即将签订新一年合同，我们和渠道交流后预计明年成熟大商增速目标温和，新经销商和优质经销商增速目标更加积极，预计特曲增速目标高于国窖系列。4) **郎酒**：渠道调研反馈仍有7-8%今年货物未发，预计明年公司出货端增速温和，库存基本保持一个半月左右，目前批价下滑至850-870元。

- **次高端及地产酒**：整体批价基本稳健。3) **汾酒**：渠道反馈环山西区域明年计划量预计增加20%左右，华东等新兴市场在30%以上，明年产品结构上依然以青花为主要增长推动力，经销商毛利水平仍高于剑南春等成熟产品。玻汾批价520-525元/箱，青花20批价稳定在355元，青花30复兴版批价805元。青花20库存约20多天，玻汾更少。4) **洋河**：11-12月渠道反馈表现较好，因此对明年增速目标较此前有一定上修。5) **剑南春**：批价约405元，库存2个月左右。6) **今世缘**：渠道反馈将从12月开始执行新一年计划，同时开门红比例预计提升到40%左右，预计明年V系增速目标最快，开系次之，为增长最核心推动力。渠道库存约2.5个月，其中终端略高于经销商层面，较10月初已有明显优化。四开对开批价波动不大。7) **酒鬼酒**：渠道反馈开门红比例预计在40%左右。

- **地产酒：皎月拨云，优势渐显。**1) **销售层面**：在行业表现弱势情况下，地产酒凭借渠道力、消费属性和内部改革，基本面较为坚挺。一、多年基地市场深耕细作后消费者对于产品认知度高，经销商实力强，在渠道精细化程度也更高，在数字化和直控终端的大趋势下，地产酒执行表现力更突出；二、地产酒常年占据基地宴席市场较多份额，疫情期间影响较大管控后宴席消费回补确定性较强；三、安徽等基地市场alpha属性更强，整体行业景气度波动的情况下，基地市场抗风险能力更佳；2) **管理**：地产酒品牌通过内部管理改善不断激发增长动力，地产酒龙头对于十四五规划清晰，近几年内在组织管理效率提升方面动作不断，古井的内部活力改善预期、洋河的销售团队调整等自上而下动力较足不断向执行力和业绩转化；3) **地产酒目前全年完成度较高，明年规划清晰已开始布局开门红，进度在细分板块中超前**：对于从今年增速规划和达成度来看，地产酒的完成度和时间上表现超前，同时对于十四五和明年的增速规划明确，内部执行力也相对更高，目前如洋河已开始明年的开门红进程，在渠道谨慎度和对于流通名酒的关注度上升短期趋势下表现或更优；4) **从估值的角度来看**，相较于全国化次高端品牌来说，以洋河为代表的区域性名酒品牌在业绩确定性方面较强，地域性壁垒确保区域白酒业绩持续增长，而较强的区域经济alpha为地产酒品牌保驾护航；整体地产酒成长性及边际改善趋势以初步显现，目前5家地产酒（剔除金种子酒负值）股价对应22年预测PE均值为24.5倍，3家全国化次高端品牌股价对应22年预测PE均值为34.1倍，整体地产酒品牌在股价具有性价比；

- **连锁业态：关注疫后开店与店效的双重弹性，把握板块“双击”行情。**2022年板块内公司受成本冲击+消费场景受限+消费需求疲软，连锁业态整体经营表现承压。后续建议持续关注疫情管控机制优化背景下的消费场景修复及高势能渠道带来的开店与店效的双重弹性。单店修复角度推荐高势能门店占比较高的周黑鸭，开店提速角度推荐门店恢复较快的巴比食品，关注改革时期整体势能向上的五芳斋。

- **预制菜：疫后餐饮修复+预制菜加速渗透双轮驱动，板块有望实现高增速。**从产业角

度，预制菜进入门槛不高，拥有产能不难，难在如何消化产能获取订单，核心竞争力仍旧在于渠道力和品牌力。从产业角度出发，从渠道覆盖的深度和广度的角度推荐速冻行业龙头安井食品，从渠道独占性角度推荐传统预制菜企业代表味知香。

- **贵州茅台：首次大额特别分红，增持体现长期信心。**公司公告拟在 2022 年度内实施回报股东特别分红，合计拟派发现金红利 275.23 亿元（含税）。公司股东茅台集团、茅台技开公司计划利用公司特别分红所得现金红利合计增持公司股票，增持金额 15.47 亿元-30.94 亿元。**1) 积极回报股东，推动 ROE 提升。**根据公司公告，截至今年 9 月末，公司有累积未分配利润 1720.57 亿元，此次拟额外分红的 275.23 亿元较为可观，接近 2021 年公司归母净利润的一半，也体现了公司提升股票投资收益、积极回报股东的意愿。另一方面，将部分闲置现金类资产分红也有利于提升公司 ROE。**2) 提升公司股票回报率和估值水平，向成熟消费品公司迈进。**参照国外成熟消费品公司，可口可乐股票的 2022 年前三季度分红/归母净利润超过 76%，分红收益率为 2.81%（以 2022.11.28 收盘价计）。不含此次特别分红，茅台 2021 年度的常规分红率约为 50%，尚有不少提升空间。提升分红和股票投资回报率有助于吸引长期资金，拉动茅台估值提升。**3) 控股股东增持，体现对公司发展和长期价值的信心。**本次拟增持金额不低于特别分红所得现金红利的 10%，不高于特别分红所得现金红利的 20%，即茅台集团和技开公司合计增持金额不低于 15.47 亿元，不高于 30.94 亿元，体现控股股东对公司长期发展和价值的信心，也有助于稳定市场预期，带动白酒板块稳中向好。**4) 茅台改革持续推进，关注超预期催化剂。**近一年来茅台在产品、渠道等方面改革不断，有效地拉动了公司收入提速增长。首份 ESG 报告、增强与内外资机构主动交流、首次特别分红也反映了公司治理能力的提升和对股东负责的态度。茅台集团会议表示有信心、有能力全面完成“十四五”目标任务，也将继续推进营销体制改革和价格市场化改革，期待更多改革催化。
- **中炬高新：大股东继续被动减持，关注股权结构变化。****(1) 大股东持续被动减持，与二股东持股比例或出现反转。**公司控股股东由于债务违约等原因，持续被动减持，持股比例从 2021 年 8 月初的 25.00% 下降至 2022 年 11 月 22 日的 14.99%，且剩余持股全部处于质押/司法标记/司法冻结/轮候冻结状态。除去前期已减持完毕的西藏银行和粤财信托，目前大股东债权人中已出判决结果但尚未减持完毕的包括重庆信托、中航信托、浦发银行，三者尚待减持的股份合计为 4358 万股，占公司总股本的 5.55%，即减持完毕后大股东持股比例将下降至 9.44%。同时 2022 年内借款即将到期的大股东债权人包括平安证券、渤海信托、浦发银行，合计持有质押的上市公司股数为 4881 万股，占公司总股本的 6.21%，预计大股东后续将继续被动减持。至 2022 年 10 月，二股东及其一致行动人持股比例上升至 13.96%，与目前大股东持股比例仅相差 1.03%，且不排除后续进一步增持的可能。由于大股东债权人浦发银行将于 12 月中旬司法拍卖上市公司 1200 万股（占总股本的 1.53%），中航信托将于 12 月中下旬司法拍卖上市公司 2087 万股（占总股本的 2.66%），我们预计 2022 年底大股东和二股东的持股地位将实现反转，公司股权结构变化有望带来治理和经营上的改变。**(2) 经营层面表现稳健，期待需求回暖及成本回落。**今年公司销售团队经过调整后积极性明显提升，在疫情反复的外部大环境下前三季度经销商净增加 240 家，持续推进市场拓张，全年有望实现调味品主业的稳健增长。公司逆势坚持开拓餐饮渠道，在整体疫情管控放松的大趋势下，未来有望充分受益餐饮需求修复。同时，目前成本端高位已过，预计 Q4 成本环比 Q3 边际改善，明后年成本有望进入下行通道，推动利润弹性释放。需求与成本的边际改善，有望推动公司收入和利润双击。另外由于酱油添加剂事件，公司有望加码零添加产品，实现产品结构的加速升级。

- **华润啤酒：实现白酒布局里程碑，协同效应值得期待。(1) 收购金沙酒业，迈出白酒板块布局的里程碑。**公司全资子公司华润酒业将以 123 亿元对金沙酒业进行增资及收购，完成后将持有金沙酒业 55.19% 的股权，实现财务并表，收购对价对应金沙酒业 2021 年归母净利润为 17 倍 PE。华润啤酒 2017 年以来实施 3+3+3 战略，以产品高端化、品牌多元化及啤酒业务国际化为目标。目前啤酒业务高端化初见成效，盈利能力改善明显。白酒业务方面，公司前期通过山东景芝的销售形成啤白双赋能模式，通过推进团队建设、渠道网络及品牌建设，同时发展啤酒及非啤酒业务，实现多元化发展。根据 Boston Consulting Group，2021 年中国白酒行业市场规模为 6030 亿元，2010-2021 年的 CAGR 为 8.7%。2021 年酱酒市场规模约为 1900 亿元，占白酒行业的 31.5%，2015-2021 年的 CAGR 为 17.3%。酱香型白酒具备较高的成长性和较强的盈利能力，2021 年酱酒企业的加权平均毛利率和纯利率分别为 82% 及 41%。金沙酒业地处贵州省金沙县，具有生产酱香型白酒的有利地理条件。目前金沙酒业的基酒产能为 1.6 万吨，有望进一步扩张。金沙酒业旗下拥有摘要和金沙回沙两大酱香白酒品牌，其中摘要定位高端且知名度较高。收购金沙酒业大幅强化了公司的白酒布局，拥有了全国性的知名中高端酱酒品牌，实现了白酒业务“1+N”布局的里程碑。**(2) 金沙酒业高增长高盈利，期待整合后的协同效应。**2019-2021 年金沙酒业收入分别为 8.78、17.67、36.41 亿元，CAGR 为 104%；2022H1 在行业景气度受疫情影响的大背景下，金沙酒业实现收入 20.01 亿元，同比增长 15%。2019-2021 年金沙酒业净利润总额分别为 1.56、6.15、13.15 亿元，CAGR 为 190%；2022H1 实现净利润 6.70 亿元，同比增长 12%。2019 年以来金沙酒业的高速增长，主要系大幅增加摘要品牌的销售持续改善产品结构，以及对主要产品进行提价。2019-2021 年金沙酒业毛利率分别为 52.1%、66.7%、63.7%，整体呈上升趋势主要系均价上升。综合来看，2019-2021 年金沙酒业纯利率分别为 17.8%、34.8%、36.1%，2021H1 和 2022H1 分别为 34.4% 和 33.5%，保持了较高水平。通过整合啤酒业务积累的经验丰富的管理团队、品牌力及销售网络，将进一步推动公司白酒和啤酒的优势互补，期待协同效应的充分释放带来金沙酒业的加速发展。
- **消费复苏可期，积极买入食品饮料。**中央政治局常委会研究部署进一步优化防控工作的二十条措施，防控策略更加精准灵活，有望推动跨省、跨国人流逐步恢复正常，促进商业合作，拉动消费场景全面复苏，建议积极买入食品饮料。白酒调整后核心标的配置价值凸显，建议紧抓确定，布局弹性；大众品建议积极布局出行及餐饮产业链。从疫后消费场景修复和成本弹性角度，白酒推荐古井贡酒、迎驾、舍得、酒鬼等，食品推荐味知香、重啤、颐海、绝味、中炬、周黑鸭等。从稳健思路出发，推荐报表稳健、产业洗牌后竞争力和市场份额提升的子版块龙头，白酒推荐各价格带龙头，茅台、五粮液、老窖、汾酒、古井等，食品推荐青啤、安井、洽洽等；另外，建议积极关注核心公司的一些改革情况；
- **风险提示：**全球以及国内疫情扩散风险、外资大幅流出风险、酱酒库存、政策。

内容目录

每周市场回顾：板块涨幅比综指高 6.11%，子板块啤酒涨幅最高	- 6 -
最新重点报告观点（第 47 周）	- 8 -
华润啤酒（0291.HK）点评报告：实现白酒布局里程碑，协同效应值得期待	- 8 -
贵州茅台：首次大额特别分红，增持体现长期信心	- 9 -
中炬高新（600872.SH）点评报告：大股东继续被动减持，关注股权结构变化	- 10 -
地产酒：皓月拨云，优势渐显	- 10 -

图表目录

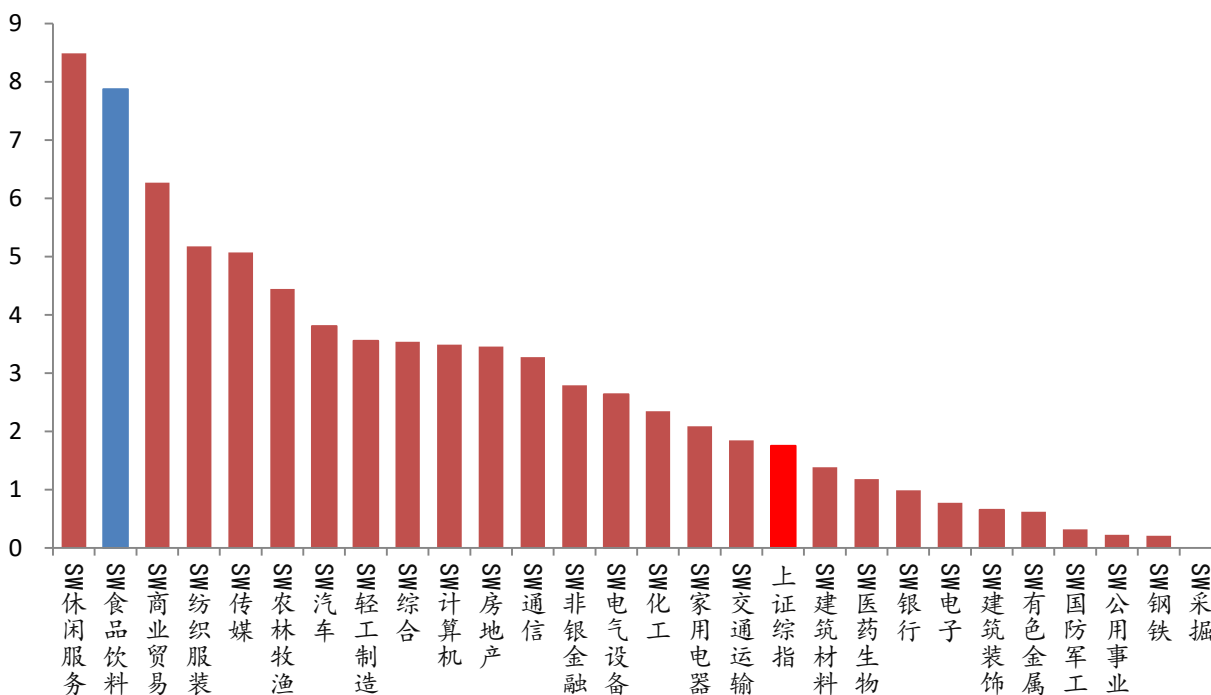
图表 1：食品饮料行业上涨 7.87%，比上证综指高 6.11%	- 6 -
图表 2：子版块啤酒涨幅最高	- 6 -
图表 3：周涨跌幅前五个股一览	- 6 -

市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块涨幅比综指高 6.11%，子板块啤酒涨幅最高

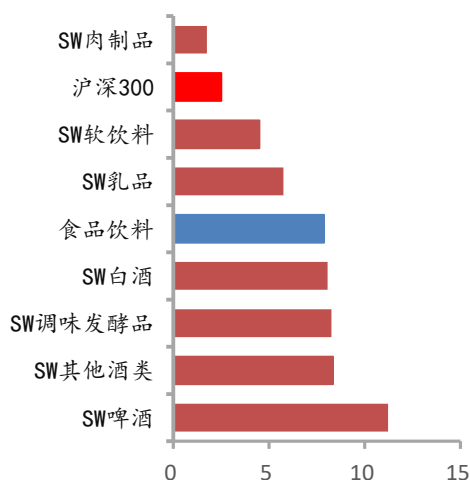
- **市场回顾：**48 周上证综指上涨 1.76%，食品饮料板块上涨 7.87%，比上证综指高 611 个百分点。子板块肉制品、软饮料、乳品、白酒、调味发酵品、其他酒类、啤酒分别上涨 1.76%、4.50%、5.75%、8.07%、8.26%、8.34%、11.22%；个股方面，熊猫乳品领涨板块。

图表 1：食品饮料行业上涨 7.87%，比上证综指高 6.11%



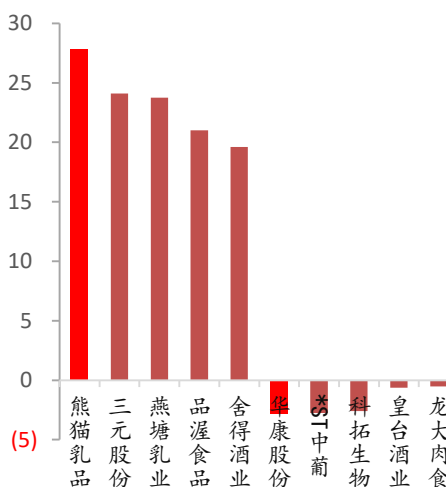
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子版块啤酒涨幅最高



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 3：周涨跌幅前五个股一览



来源：Wind、中泰证券研究所

图表5：重点公司盈利预测表

股票名称	股价（元）	市值（亿元）	EPS					PE				
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
贵州茅台	1633.88	20524.76	37.17	41.76	49.31	57.56	66.70	53.75	49.09	33.13	28.39	24.50
五粮液	163.06	6329.35	5.14	6.02	7.00	8.28	9.45	56.77	36.99	23.29	19.69	17.26
泸州老窖	192.76	2837.22	4.10	5.41	6.91	8.43	9.87	55.16	46.93	27.90	22.87	19.53
洋河股份	145.66	2195.08	4.97	4.98	6.23	7.78	9.73	47.53	33.08	23.38	18.72	14.97
古井贡酒	239.95	1105.81	3.51	4.35	5.40	6.97	8.98	77.49	56.09	44.44	34.43	26.72
山西汾酒	261.99	3196.47	2.52	2.55	6.38	8.68	11.08	148.92	123.84	41.06	30.18	23.65
舍得酒业	158.48	526.21	1.75	3.75	4.49	5.82	7.43	48.82	60.61	35.30	27.23	21.33
今世缘	43.49	545.58	1.25	1.62	2.04	2.54	3.11	45.94	33.58	21.32	17.12	13.98
伊利股份	29.74	1903.17	1.16	1.36	1.66	1.94	2.24	38.13	30.48	17.87	15.33	13.28
绝味食品	56.76	345.46	1.15	1.60	0.83	1.64	2.11	67.29	42.79	68.39	34.61	26.90
青岛啤酒	103.00	1172.25	1.61	2.31	2.63	3.38	4.32	61.60	42.81	39.16	30.47	23.84
重庆啤酒	117.03	566.39	2.23	2.41	2.90	3.65	4.47	53.48	62.80	40.36	32.06	26.18
中炬高新	38.32	300.96	1.12	0.93	0.90	1.06	1.22	59.66	40.77	42.58	36.15	31.41
海天味业	75.35	3491.59	1.98	1.58	1.78	2.17	2.60	101.49	66.38	42.33	34.72	28.98
恒顺醋业	11.96	119.95	0.31	0.12	0.20	0.30	0.37	70.55	134.49	59.80	39.87	32.32
涪陵榨菜	25.94	230.25	0.98	0.84	1.16	1.41	1.61	42.97	45.22	22.36	18.40	16.11
安琪酵母	45.90	398.86	1.66	1.57	1.66	2.09	2.66	30.69	38.42	27.65	21.96	17.26
天味食品	28.20	214.67	0.58	0.24	0.34	0.51	0.68	142.33	109.52	82.94	55.29	41.47
安井食品	164.20	481.59	2.55	2.79	3.28	4.13	5.25	75.60	61.18	50.13	39.76	31.29
三全食品	16.78	147.53	0.96	0.73	0.84	0.95	1.04	27.01	27.73	19.93	17.75	16.14
立高食品	93.20	157.82	1.83	1.67	1.57	2.47	3.42	-	79.00	59.42	37.80	27.26
千味央厨	65.69	56.92	1.20	1.02	1.14	1.45	1.94	-	57.00	57.49	45.44	33.82
洽洽食品	49.77	252.34	1.59	1.83	2.17	2.67	3.05	33.91	33.50	22.94	18.64	16.32
盐津铺子	107.24	138.01	1.87	1.17	2.46	3.16	3.87	58.97	73.46	43.59	33.94	27.71
甘源食品	78.01	72.72	1.92	1.65	2.15	2.92	3.53	42.61	46.29	36.28	26.72	22.10
良品铺子	39.92	160.08	0.86	0.70	0.97	1.23	1.44	68.48	60.49	41.15	32.46	27.72
巴比食品	28.33	70.26	0.71	1.27	1.08	1.42	1.74	53.37	27.52	26.23	19.95	16.28
味知香	62.43	62.43	1.67	1.33	1.65	2.07	2.52	-	71.51	37.84	30.16	24.77
桃李面包	14.41	192.10	1.30	0.80	0.65	0.75	0.87	45.53	35.43	22.12	19.17	16.63
颐海国际	25.45	266.44	0.90	0.78	0.79	1.03	1.27	107.30	37.69	29.21	22.41	18.17
华润啤酒	53.75	1743.75	0.65	1.41	1.24	1.68	2.18	92.45	37.02	39.31	29.01	22.36
海底捞	20.25	1128.74	0.06	-0.78	0.79	1.03	1.27	837.43	-18.45	23.25	17.83	14.46
农夫山泉	44.10	4959.69	0.48	0.64	0.65	0.84	0.97	96.26	65.73	61.53	47.61	41.23

源：Wind、中泰证券研究所 注：股价为2022年12月2日收盘价

最新重点报告观点（第 47 周）

华润啤酒（0291.HK）点评报告：实现白酒布局里程碑，协同效应值得期待

- **收购金沙酒业，迈出白酒板块布局的里程碑。**公司全资子公司华润酒业将以 123 亿元对金沙酒业进行增资及收购，完成后将持有金沙酒业 55.19% 的股权，实现财务并表，收购对价对应金沙酒业 2021 年归母净利润为 17 倍 PE。华润啤酒 2017 年以来实施 3+3+3 战略，以产品高端化、品牌多元化及啤酒业务国际化为目标。目前啤酒业务高端化初见成效，盈利能力改善明显。白酒业务方面，公司前期通过山东景芝的销售形成啤白双赋能模式，通过推进团队建设、渠道网络及品牌建设，同时发展啤酒及非啤酒业务，实现多元化发展。根据 Boston Consulting Group，2021 年中国白酒行业市场规模为 6030 亿元，2010-2021 年的 CAGR 为 8.7%。2021 年酱酒市场规模约为 1900 亿元，占白酒行业的 31.5%，2015-2021 年的 CAGR 为 17.3%。酱香型白酒具备较高的成长性和较强的盈利能力，2021 年酱酒企业的加权平均毛利率和纯利率分别为 82% 及 41%。金沙酒业地处贵州省金沙县，具有生产酱香型白酒的有利地理条件。目前金沙酒业的基酒产能为 1.6 万吨，有望进一步扩张。金沙酒业旗下拥有摘要和金沙回沙两大酱香白酒品牌，其中摘要定位高端且知名度较高。收购金沙酒业大幅强化了公司的白酒布局，拥有了全国性的知名中高端酱酒品牌，实现了白酒业务“1+N”布局的里程碑。
- **金沙酒业高增长高盈利，期待整合后的协同效应。**2019-2021 年金沙酒业收入分别为 8.78、17.67、36.41 亿元，CAGR 为 104%；2022H1 在行业景气度受疫情影响的大背景下，金沙酒业实现收入 20.01 亿元，同比增长 15%。2019-2021 年金沙酒业净利润总额分别为 1.56、6.15、13.15 亿元，CAGR 为 190%；2022H1 实现净利润 6.70 亿元，同比增长 12%。2019 年以来金沙酒业的高速增长，主要系大幅增加摘要品牌的销售持续改善产品结构，以及对主要产品进行提价。2019-2021 年金沙酒业毛利率分别为 52.1%、6.7%、63.7%，整体呈上升趋势主要系均价上升。综合来看，2019-2021 年金沙酒业纯利率分别为 17.8%、34.8%、36.1%，2021H1 和 2022H1 分别为 34.4% 和 33.5%，保持了较高水平。通过整合啤酒业务积累的经验丰富的管理团队、品牌力及销售网络，将进一步推动公司白酒和啤酒的优势互补，期待协同效应的充分释放带来金沙酒业的加速发展。
- **盈利预测：**公司啤酒业务持续推进高端化，同时积极拓展业务多元化，实现白酒板块“1+N”的布局。本次拟控股金沙酒业，将显著提升公司在白酒领域的市场地位，并有望实现良性的协同发展。暂不考虑金沙酒业并表，我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 379.05、406.14、433.82 亿元，归母净利润分别为 40.80、52.67、66.91 亿元，EPS 分别为 1.26、1.62、2.06 元。不计特别项目的归母净利润分别为 43.70、55.57、69.82 亿元，对应 PE 为 31、25、20 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示事件：**全球疫情反复及全球经济增速放缓；食品安全风险；因不可抗力要素带来销量的下滑；市场竞争恶化带来超预期促销活动；收购后的协同效应不及预期

贵州茅台：首次大额特别分红，增持体现长期信心

- **事件 1：**公司公告拟在 2022 年度内实施回报股东特别分红，拟向全体股东每股派发现金红利 21.91 元（含税）。截至 2022 年 9 月 30 日，公司总股本为 12.56 亿股，以此计算合计拟派发现金红利 275.23 亿元（含税）。
- **事件 2：**公司股东茅台集团、茅台技开公司计划利用公司特别分红所得现金红利合计增持公司股票，增持金额不低于 15.47 亿元，不高于 30.94 亿元。
- **积极回报股东，推动 ROE 提升。**根据公司公告，截至今年 9 月末，公司有累积未分配利润 1720.57 亿元，此次拟额外分红的 275.23 亿元较为可观，接近 2021 年公司归母净利润的一半，也体现了公司提升股票投资收益、积极回报股东的意愿。另一方面，将部分闲置现金类资产分红也有利于提升公司 ROE。
- **提升公司股票回报率和估值水平，向成熟消费品公司迈进。**参照国外成熟消费品公司，可口可乐股票的 2022 年前三季度分红/归母净利润超过 76%，分红收益率为 2.81%（以 2022.11.28 收盘价计）。不含此次特别分红，茅台 2021 年度的常规分红率约为 50%，尚有不少提升空间。提升分红和股票投资回报率有助于吸引长期资金，拉动茅台估值提升。
- **控股股东增持，体现对公司发展和长期价值的信心。**本次拟增持金额不低于特别分红所得现金红利的 10%，不高于特别分红所得现金红利的 20%，即茅台集团和技开公司合计增持金额不低于 15.47 亿元，不高于 30.94 亿元，体现控股股东对公司长期发展和价值的信心，也有助于稳定市场预期，带动白酒板块稳中向好。
- **茅台改革持续推进，关注超预期催化剂。**近一年来茅台在产品、渠道等方面改革不断，茅台 1935、i 茅台等有效地拉动了公司收入提速增长，有望扩大茅台消费群体，为长期增长提供动力。此外，首份 ESG 报告、增强与内外资机构主动交流、首次特别分红也反映了公司治理能力的提升和对股东负责的态度。根据茅台官方公众号，10 月 28 日茅台集团会议表示有信心、有能力确保股份公司未来实现持续稳健增长，全面完成“十四五”目标任务，也将继续推进营销体制改革和价格市场化改革。我们认为茅台丰厚的渠道利润是公司的蓄水池和增长保障，未来有望陆续推出更多市场化改革措施。
- **盈利预测及投资建议：**维持“买入”评级。我们预计公司 2022-2024 年营业总收入分别为 1273/1465/1683 亿元，同比增长 16%/15%/15%；净利润分别为 619/723/838 亿元，同比增长 18%/17%/16%，对应 EPS 分别为 49.31/57.56/66.70 元，对应 2022-2024 年 PE 分别为 31/26/23 倍，对应茅台 2023 年 PE 约 26 倍。重点推荐。

- **风险提示：**高端酒动销不及预期、疫情持续扩散带来全球经济下行风险、政策风险。

中炬高新（600872.SH）点评报告：大股东继续被动减持，关注股权结构变化

- **大股东持续被动减持，与二股东持股比例或出现反转。**公司控股股东由于债务违约等原因，持续被动减持，持股比例从 2021 年 8 月初的 25.00% 下降至 2022 年 11 月 22 日的 14.99%，且剩余持股全部处于质押/司法标记/司法冻结/轮候冻结状态。除去前期已减持完毕的西藏银行和粤财信托，目前大股东债权人中已出判决结果但尚未减持完毕的包括重庆信托、中航信托、浦发银行，三者尚待减持的股份合计为 4358 万股，占公司总股本的 5.55%，即减持完毕后大股东持股比例将下降至 9.44%。同时 2022 年内借款即将到期的大股东债权人包括平安证券、渤海信托、浦发银行，合计持有质押的上市公司股数为 4881 万股，占公司总股本的 6.21%，预计大股东后续将继续被动减持。至 2022 年 10 月，二股东及其一致行动人持股比例上升至 13.96%，与目前大股东持股比例仅相差 1.03%，且不排除后续进一步增持的可能。由于大股东债权人浦发银行将于 12 月中旬司法拍卖上市公司 1200 万股（占总股本的 1.53%），中航信托将于 12 月中下旬司法拍卖上市公司 2087 万股（占总股本的 2.66%），我们预计 2022 年底大股东和二股东的持股地位将实现反转，公司股权结构变化有望带来治理和经营上的改变。
- **经营层面表现稳健，期待需求回暖及成本回落。**今年公司销售团队经过调整后积极性明显提升，在疫情反复的外部大环境下前三季度经销商净增加 240 家，持续推进市场拓张，全年有望实现调味品主业的稳健增长。公司逆势坚持开拓餐饮渠道，在整体疫情管控放松的大趋势下，未来有望充分受益餐饮需求修复。同时，目前成本端高位已过，预计 Q4 成本环比 Q3 边际改善，明后年成本有望进入下行通道，推动利润弹性释放。需求与成本的边际改善，有望推动公司收入和利润双击。另外由于酱油添加剂事件，公司有望加码零添加产品，实现产品结构的加速升级。
- **盈利预测：**我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 54.24、59.50、67.46 亿元，归母净利润分别为 6.81、8.69、10.08 亿元，EPS 分别为 0.87、1.11、1.28 元。我们预计公司调味品业务 2022-2024 年收入分别为 49.38、56.46、64.12 亿元，归母净利润分别为 5.05、7.86、9.51 亿元，剔除地产业务 40 亿价值，现在股价对应调味品业务 PE 为 46 倍、30 倍、25 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**食品安全风险；中高端酱油竞争加剧；全国化不及预期；冠状病毒扩散风险；定增项目不确定性风险；房地产剥离事项失败或进展不及预期风险。

地产酒：皓月拨云，优势渐显

- **在行业表现弱势情况下，地产酒凭借渠道力、消费属性和内部改革，基本面较为坚挺：**行业挤压式竞争下，我们认为地产酒品牌主要拥有以下几点优势：（1）经过多年深耕细作，基地市场消费者对于产品的认知度较高，且经销商实力较强、在渠道方面精细化程度也更高，在数字化和直控终端大趋势下，地产酒的执行表现力更突出；（2）常年占据基地宴席市场较多份额，疫情期间影响较大管控后宴席消费回补确定性较强；（3）安徽等基地市场 alpha 属性更强，在整体行业景气度波动的情况下，基地市场抗风险能力更佳；
- **内部管理改善不断激发增长动力：**整体地产酒龙头对于十四五的规划清晰，领导锐意进取，近两年在组织管理效率提升方面的动作不断，如洋河的事业部划分、古井贡酒的内部动力提升预期、今世缘的事业部划分、口子窖的经销商改革等；
- **经销商的实力强劲、渠道蓄水池保证稳定增长确定性：**地产酒龙头大商实力强进且关系维护较好，叠加产品多落于次高端、中高端价位，在价格带增速分化趋势下增长确定性和稳定性更高；地产酒宴席消费确定性更强，进度完成保证性更佳：需求和终端表现来看，今年地产酒龙头进度领先，向下游出货能力较强在疫情影响下亦实现稳定增长双节后库存消化良好；多年以来深耕细作在省内及环省市场中具有较为坚定的受众群体，今年三季度以来在局部疫情逐步好转的情况下，区域内宴席恢复良好，拉动整体动销水平不断提升；
- **地产酒目前全年完成度较高，明年规划清晰已开始布局开门红，进度在细分板块中超前：**对于从今年增速规划和达成度来看，地产酒的完成度和时间上表现超前，同时对于十四五和明年的增速规划明确，内部执行力也相对更高，目前如洋河已开始明年的开门红进程，在渠道谨慎度和对于流通名酒的关注度上升短期趋势下表现或更优；
- **基本面确定增长背景下，股价具有性价比：**从估值的角度来看，相较于全国化次高端品牌来说，以洋河为代表的区域性名酒品牌在业绩确定性方面较强，地域性壁垒确保区域白酒业绩持续增长，而较强的区域经济 alpha 为地产酒品牌保驾护航；整体地产酒成长性及边际改善趋势以初步显现，目前 5 家地产酒（剔除金种子酒负值）22 年预测 PE 均值为 24.5 倍，3 家全国化次高端品牌 22 年预测 PE 均值为 34.1 倍，整体地产酒品牌在业绩确定性较强的前提下股价具有性价比；
- **投资策略：**首先锚定确定性增长、地产酒龙头确定性增速，持续推荐古井贡酒、洋河股份，关注迎驾贡酒、今世缘等；
- **风险提示：**新冠疫情反复导致白酒消费增长不及预期风险。食品安全风险。原材料涨价，成本上升的风险。省内消费升级不及预期或竞争加剧风险。产业调研数据或因调研样本不足或数据获取方法存在缺陷等问题导致结果与行业实际情况存在偏差的风险。

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。