

## 公司研究

## 聚焦龙头，期待复苏

## ——食品饮料行业 2023 年投资策略

## 要点

**食品饮料走势弱于大盘，疫后修复弹性可观：**2022 年以来（2022 年 1 月 4 日至 2022 年 12 月 8 日），食品饮料行业收益率-17%。在所有行业内排名中游，明显跑输大盘，但同时，当市场逐步形成疫后修复的预期后，板块具备充分的上涨弹性，从 2022 年 10 月 31 日-12 月 8 日，食品饮料板块上涨幅度达 26%（该区间内上证指数上涨 11%），板块反弹明显。

**白酒：聚焦龙头，把握复苏弹性。**2022 年以来白酒板块跌幅 17.5%，调整幅度在食品饮料行业各子板块中最为突出，但基本面相对稳健。**1) 高端白酒：**在疫情冲击、消费能力疲软的环境下依旧保持稳健增长，且酒企积极推进变革，品牌势能加速释放。**2) 具备强势基地市场的区域龙头：**今年以来疫情散点频发，具备强势基地市场的酒企，抗风险能力相对更强，产品覆盖更全的价格带，在“消费降级”的环境下，承接更多上沿价格带下漏的需求，如汾酒以及苏酒、徽酒龙头。**3) 全国扩张型酒企：**本轮疫情下高端白酒受损较严重，但酒企主动控制节奏、保持定力。若需求加速复苏，次高端酒企有望恢复成长弹性。

**大众食品饮料板块：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 2023 年，高端产品放量态势持续，我们继续看好啤酒板块。**2) 乳制品：**消费分化下乳制品产品结构呈“K”字型增长，高端产品及大众品维持较好的增长态势。成本端原奶价格略有下降，预计 22 年全年原奶价格小幅回落，23 年原奶价格相对稳定。利润端，企业费用投放更为精准，企业盈利能力有望增强。**3) 调味品：**“至暗时刻”已过，静待业绩好转。后续疫情形势若持续好转，餐饮渠道持续恢复、需求好转，调味品 B 端业务有望修复。**4) 卤制品：**除煌上煌外，1H22 绝味、周黑鸭（直营、特许经营）门店数量均保持扩张之势，尽管单店收入有所承压，但门店经营已呈现边际改善之势，随着人流量修复，高势能门店创收开始回升。**5) 冻品：**冻品类企业 2022 年表现颇为稳健，主要因冻品类型企业多为批发经销类模式，以及冻品 C 端一定程度上受益于疫情。Q3 以来各企业经营修复明显，Q4 进入传统旺季，业绩增长具有较好的确定性。**6) 休闲食品：**休闲食品公司整体向全渠道布局方向发展。原材料价格波动对企业盈利造成一定影响，但随着各原辅材料及包材价格相继回落，明年盈利能力有望提升。

**投资建议：1) 白酒：**明年疫后修复或是核心变量，以宴请为主的次高端价格带最为受益，标的方面，高端白酒需求最具确定性，维持**贵州茅台、五粮液和泸州老窖**的核心推荐；次高端板块需密切跟踪后续表现，推荐**山西汾酒**，建议关注舍得酒业。地产酒板块推荐**洋河股份**，关注**古井贡酒**。**2) 啤酒：**行业高端价格带（8-15 元）快速扩容，明年随着疫情政策优化，即饮渠道放开，高端化有望提速，重点推荐今年受疫情影响最严重的**重庆啤酒**，以及估值为行业最低的**华润啤酒（H）**，推荐**青岛啤酒**。**3) 调味品：**“至暗时刻”已过，静待业绩好转，推荐海天味业、中炬高新。**4) 餐饮：**餐饮行业在疫情期间受损较为严重，但同时也是疫后业绩反弹更为明显的行业，推荐拥有产业链一体化优势，加盟管理体系业内优秀的**绝味食品**；经销渠道能力行业领先，且预制菜第二成长曲线快速发展的**安井食品**；拥有大 B 端经营能力，依托优势品类稳健拓展小 B 端的**千味央厨**。**5) 休闲食品：**行业多元化渠道发展的背景下，各企业积极拥抱新渠道，推荐业绩确定性强，成本压力已明显改善的细分龙头**洽洽食品**。**6) 乳制品：**消费者健康意识提升下乳制品需求稳健，推荐龙头企业**伊利股份**。

**风险分析：**宏观经济下行风险，国内疫情再次蔓延，成本上涨风险。

## 食品饮料

## 买入（维持）

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebcn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebcn.com

分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001

021-52523795

yangz@ebcn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebcn.com

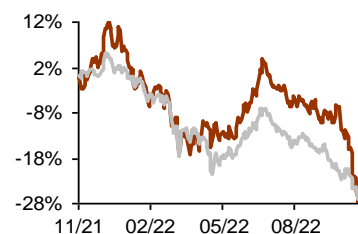
联系人：董博文

dongbowen@ebcn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebcn.com

## 行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

# 目 录

<b>1、食品饮料板块走势弱于大盘，疫后修复弹性可观</b>	<b>7</b>
<b>2、白酒：聚焦龙头，把握复苏弹性</b>	<b>8</b>
2.1、板块复盘：估值承压，基本面平稳	8
2.2、投资主线：龙头稳健防御，需求复苏带来弹性	11
2.2.1、高端白酒：具备品牌拉力、竞争格局良好	11
2.2.2、区域龙头：基地市场强势、产品矩阵完善	13
2.2.3、扩张型酒企：疫后复苏弹性较大	14
<b>3、大众食品：疫后修复首选 B 端占比高的企业</b>	<b>17</b>
3.1、板块回顾：大众食品板块估值的历史复盘	17
3.2、啤酒：高端升级持续，场景修复后有较高弹性	18
3.2.1、高端升级仍是啤酒行业主旋律	18
3.2.2、疫情反复扰动，关注场景修复后弹性	21
3.3、调味品：“至暗时刻”已过，静待业绩好转	22
<b>4、餐饮类：Q3 边际改善，期待消费复苏</b>	<b>25</b>
4.1、消费韧性维持，终端需求边际改善	25
4.2、卤制品：头部企业稳健扩张，成本有望进入下行区间	26
4.3、冻品类：经营韧性较强，一定程度上受益于疫情	27
<b>5、休闲食品：改革成效显现，成本压力减轻</b>	<b>29</b>
<b>6、乳制品：需求相对稳健，费投更为谨慎</b>	<b>33</b>
<b>7、投资建议</b>	<b>37</b>
7.1、贵州茅台（600519.SH）	38
7.2、五粮液（000858.SZ）	39
7.3、泸州老窖（000568.SZ）	40
7.4、山西汾酒（600809.SH）	41
7.5、洋河股份（002304.SZ）	42
7.6、重庆啤酒（600132.SH）	43
7.7、华润啤酒（0291.HK）	44
7.8、青岛啤酒（600600.SH）	45
7.9、海天味业（603288.SH）	46
7.10、中炬高新（600872.SH）	47
7.11、绝味食品（603517.SH）	48
7.12、安井食品（603345.SH）	49
7.13、千味央厨（001215.SZ）	50
7.14、洽洽食品（002557.SZ）	51
7.15、伊利股份（600887.SH）	52
<b>8、风险分析</b>	<b>53</b>

## 图目录

图 1：食品饮料行业指数（申万分类）及上证指数行业走势 .....	7
图 2：各行业（申万分类）今年以来涨跌幅 .....	7
图 3：食品饮料细分子板块（中信指数三级分类）2022 年以来涨跌幅 .....	8
图 4：2019 年年初至今 CS 白酒指数累计涨跌幅 .....	8
图 5：2019 年年初至今 CS 白酒指数 PE（TTM，剔除负值） .....	9
图 6：食品饮料子板块 22 年初至今估值涨跌幅 .....	9
图 7：22Q2 白酒板块单季收入增速放缓，Q3 增长提速 .....	10
图 8：白酒板块单季销售现金回款及同比 .....	10
图 9：2022 年以来白酒板块盈利水平继续提升 .....	10
图 10：白酒板块单季归母净利润及同比 .....	10
图 11：白酒板块单季经营活动净现金流（单位：亿元） .....	11
图 12：白酒板块预收款（单位：亿元） .....	11
图 13：规模以上白酒企业数量逐年减少 .....	11
图 14：上市白酒公司收入占比明显提升 .....	11
图 15：高端白酒使用场景以送礼、商务场合居多 .....	12
图 16：高端白酒品牌集中度较高 .....	12
图 17：主要高端白酒单品批价 .....	12
图 18：贵州茅台直销渠道收入占比持续提升 .....	13
图 19：茅台酒/系列酒收入及同比 .....	13
图 20：地产名酒在当地省份市占率较高 .....	13
图 21：各酒企 22Q3 合同负债及同比 .....	13
图 22：安徽省上市酒企收入占规上白酒营收比重提升 .....	14
图 23：江苏次高端价格带中，地产龙头洋河、今世缘占比约 70% .....	14
图 24：山西汾酒 21 年产品收入结构 .....	14
图 25：洋河品牌 21 年产品销售额占比 .....	14
图 26：分酒企类型单季总营收同比 .....	15
图 27：酒鬼酒分产品收入及同比 .....	15
图 28：舍得酒业分产品收入及同比 .....	15
图 29：次高端酒企主要单品批价维持相对稳定 .....	16
图 30：20Q1 次高端酒企经历疫情挑战，之后收入恢复增长 .....	16
图 31：2022 年以来大众食品板块的估值 7 月起有所回调 .....	17
图 32：啤酒板块 PE(TTM)及分位点 .....	17
图 33：食品加工板块 PE(TTM)及分位点 .....	17
图 34：当前调味品整体估值处于 2017 年以来的均值水平（倍） .....	18
图 35：当前乳制品整体估值低于 2017 年以来的均值（倍） .....	18
图 36：当前肉制品整体估值处于 2017 年以来的均值附近 .....	18
图 37：当前休闲食品整体估值处于 2017 年以来的均值以上 .....	18
图 38：雪花&青岛&百威&嘉士伯中高端品牌上市时间 .....	19
图 39：我国啤酒即饮与非即饮渠道各占一半左右 .....	22

图 40: 渠道划分的中国高端及超高端啤酒消费量 .....	22
图 41: 2022 年以来四家啤酒上市公司股价累计涨跌幅 .....	22
图 42: 月度社会餐饮收入总额及其增速 .....	23
图 43: 月度社会商品零售总额及其增速 .....	23
图 44: 调味品上市公司成本构成 .....	24
图 45: 海天味业成本构成 (2012 年) .....	24
图 46: 大豆及白糖现货价格走势 .....	24
图 47: 玻璃及塑料价格走势 .....	24
图 48: 调味品上市公司单季度毛利率同比变化 (pcts) .....	25
图 49: 调味品上市公司单季度净利率同比变化 (pcts) .....	25
图 50: 调味品上市公司单季度销售费用率同比变化 (pcts) .....	25
图 51: 调味品上市公司单季度管理费用率同比变化 (pcts) .....	25
图 52: 全国在营门店数同比下滑 (月度口径) .....	26
图 53: 全国在营门店数同比下滑 (季度口径) .....	26
图 54: 线下商超销售额 (全品类) .....	26
图 55: 线下商超销售额累计同比增速 (全品类) .....	26
图 56: 卤味食品收入及同比增速 .....	27
图 57: 卤味食品净利润同比增速 .....	27
图 58: 1H22 各卤味公司门店数及同比增速 .....	27
图 59: 1H22 各卤味公司年化单店收入及同比增速 .....	27
图 60: 冻品企业收入及同比增速 .....	28
图 61: 冻品企业净利润同比增速 .....	28
图 62: 各类鱼种平均批发价价格走势 (元/公斤) .....	28
图 63: 大豆油价格走势 (元/吨) .....	28
图 64: 面粉价格走势 (元/公斤) .....	29
图 65: 鸡肉价格走势 (元/500 克) .....	29
图 66: 牛肉价格走势 (元/千克) .....	29
图 67: 猪肉价格走势 (元/公斤) .....	29
图 68: 休闲食品&全品类商超销售额单月同比增速 .....	30
图 69: 休闲食品&全品类商超销售额 12 月滚动累计同比增速 .....	30
图 70: 休闲零食 CR5/CR10 市占率 .....	30
图 71: 风味零食各渠道结构占比 .....	30
图 72: 主要休闲食品公司合计单季度营业收入及增速 .....	31
图 73: 主要休闲食品公司合计单季度归母净利润及增速 .....	31
图 74: 各休闲食品公司单季度毛利率 (%) .....	32
图 75: 甘源食品-棕榈油采购均价 (元/千克) .....	32
图 76: 劲仔食品生产成本拆分 (2019 年) .....	32
图 77: 甘源食品生产成本拆分 (2021 年) .....	32
图 78: 豆油平均价 (元/吨) .....	33
图 79: 棕榈油平均价 (元/吨) .....	33
图 80: 铝现货价 (元/吨) .....	33

图 81：聚乙烯（拉丝料）市场价（元/吨） .....	33
图 82：居民人均奶类消费量（千克） .....	34
图 83：乳制品&全品类商超销售额 12 月滚动累计同比增速 .....	34
图 84：伊利/蒙牛在乳制品中市占率逐步提升 .....	34
图 85：乳制品 CR5/CR10 占比提升 .....	34
图 86：各乳制品企业单季度合计单季度营收同比增速（%） .....	35
图 87：各乳制品企业单季度毛利率（%） .....	35
图 88：生鲜乳平均价（元/公斤） .....	35
图 89：伊利&蒙牛销售费用率同比变化 .....	36
图 90：伊利&蒙牛净利率同比变化 .....	36

## 表目录

表 1：重点白酒公司 22 年以来涨跌幅及 2022-24 年盈利预测.....	9
表 2：各公司积极丰富产品矩阵.....	19
表 3：2021 年中国高端啤酒市场体量及市占率测算.....	20
表 4：2019-2025E 啤酒行业销量测算（万吨） .....	20
表 5：2019-2024E 高端啤酒销量测算（万吨） .....	21
表 6：贵州茅台盈利预测与估值简表 .....	38
表 7：五粮液盈利预测与估值简表 .....	39
表 8：泸州老窖盈利预测与估值简表 .....	40
表 9：山西汾酒盈利预测与估值简表 .....	41
表 10：洋河股份盈利预测与估值简表.....	42
表 11：重庆啤酒盈利预测与估值简表.....	43
表 12：华润啤酒盈利预测与估值简表.....	44
表 13：青岛啤酒盈利预测与估值简表.....	45
表 14：海天味业盈利预测与估值简表.....	46
表 15：中炬高新盈利预测与估值简表.....	47
表 16：绝味食品盈利预测与估值简表.....	48
表 17：安井食品盈利预测与估值简表.....	49
表 18：千味央厨盈利预测与估值简表.....	50
表 19：洽洽食品盈利预测与估值简表.....	51
表 20：伊利股份盈利预测与估值简表.....	52
表 21：食品饮料行业重点上市公司盈利预测、估值与评级.....	54



# 1、食品饮料板块走势弱于大盘，疫后修复弹性可观

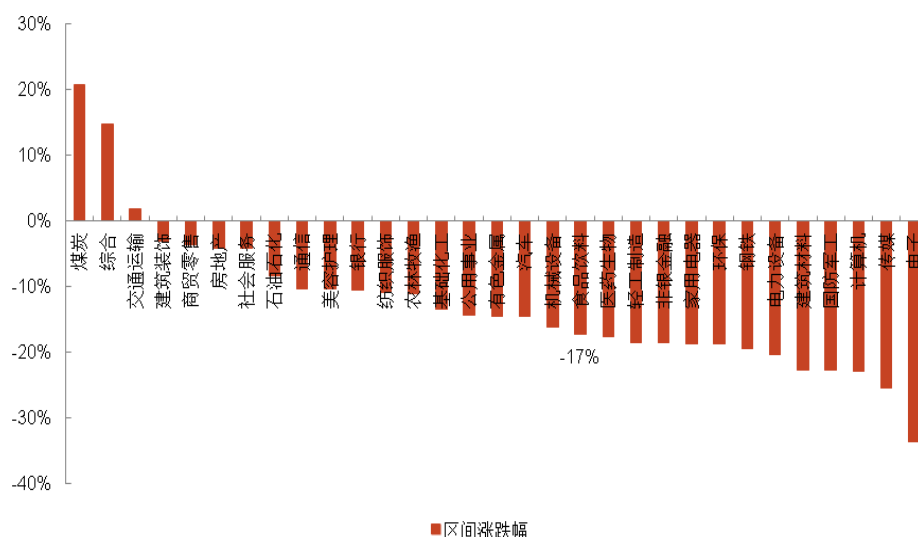
今年以来食品饮料板块走势弱于大盘，为疫后反弹提供上涨空间。2022 年以来（2022 年 1 月 4 日至 2022 年 12 月 8 日，下同），食品饮料行业收益率-17%。在所有行业内排名中游，明显跑输大盘，且在 2022 年 10 月的下调中回撤明显。但当市场逐步形成疫后修复的预期后，食品饮料板块股价具备充分的上涨弹性，从 2022 年 10 月 31 日指数最底部开始计算，截至 12 月 8 日，食品饮料板块上涨幅度达 26%（该区间内上证指数上涨 11%），板块反弹明显。

图 1：食品饮料行业指数（申万分类）及上证指数行业走势



资料来源：Wind，光大证券研究所，时间区间为 2022 年 1 月 4 日-2022 年 12 月 8 日

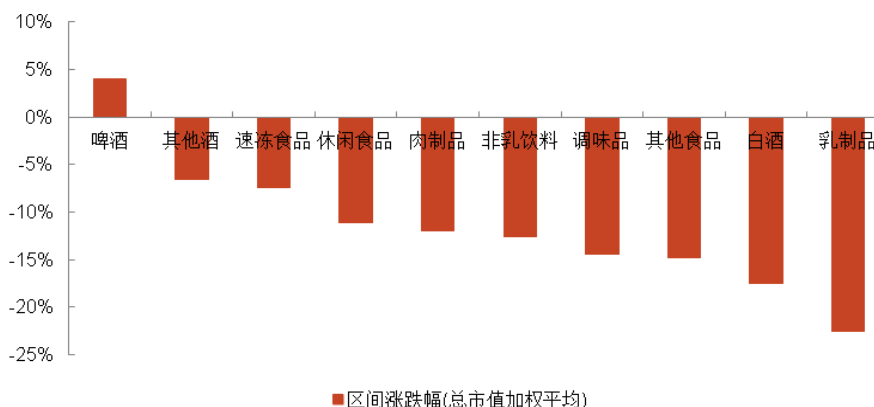
图 2：各行业（申万分类）今年以来涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所，时间区间为 2022 年 1 月 4 日-2022 年 12 月 8 日

白酒及乳制品股价跌幅较大，大众食品、啤酒类股价跌幅相对较小。1) 白酒：疫情导致宴席等消费场景受限，白酒企业终端动销受到不同程度影响，叠加前期禁酒令及防疫政策不确定性等信息扰动，白酒板块跌幅较大；2) 大众食品：部分小市值企业因存在全国化空间，且在渠道、产品上具有独特性，存在阶段性上涨行情（如劲仔、盐津），龙头企业受疫情影响相对较大，但今年均进行了较为充分的准备，三季度以来，绝味、安井等头部企业业绩开始边际改善，随着市场对上市公司的估值切换到 2023 年，叠加对疫后消费复苏的预期，大众食品类上市公司股价反弹；3) 啤酒：今年以来，受益于行业同期低基数，以及较往年更为突出的高温天气，啤酒企业业绩表现相对稳健，板块今年以来获得正收益。从基本面上看，Q3 主要啤酒上市公司呈现出量价齐升的态势，随着消费回暖啤酒板块仍有望维持增长动能。

图 3：食品饮料细分子板块（中信指数三级分类）2022 年以来涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，时间区间为 2022 年 1 月 4 日-2022 年 12 月 08 日

## 2、白酒：聚焦龙头，把握复苏弹性

### 2.1、 板块复盘：估值承压，基本面平稳

2022 年以来白酒板块跌幅 17.5%，估值回落幅度较为突出。2022 年年初至今（截至 12 月 8 日），中信白酒指数跌幅约 17.5%，在食品饮料子板块（中信三级分类）中位列倒数第二、优于乳制品。截至 12 月 8 日，中信白酒指数 PE (TTM，剔除负值) 为 33 倍，较 21 年年末下滑 32%，估值调整幅度在各子板块中最为突出。

图 4：2019 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，注：数据区间为 2019 年年初到 2022-12-08

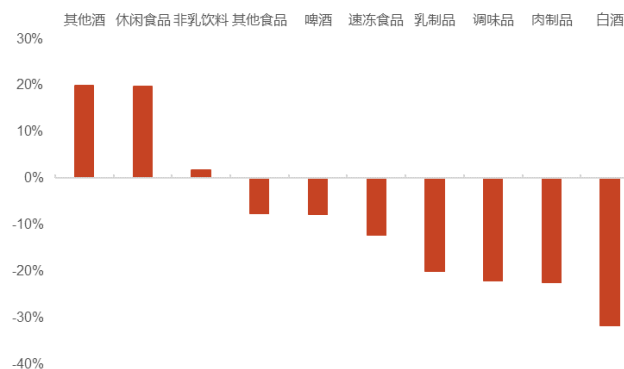


图 5：2019 年年初至今 CS 白酒指数 PE (TTM，剔除负值)



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：区间为 2019 年年初到 2022-12-08，单位为倍

图 6：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，注：涨跌幅统计区间为 2022 年年初至 2022-12-08

2021 年白酒板块以估值调整为主，2022 年以来有所分化。从主要酒企表现来看，2021 年白酒板块一直延续估值调整的趋势，虽然多数酒企基本面表现较为稳健，但在疫情反复、消费意愿相对疲弱的背景下，估值一直有所承压。2022 年以来疫情扰动强于过去两年，政策变量存在不确定性，板块估值未能抬升。酒企之间亦有分化，全国性次高端酒企二季度以来受损程度相对较高，酒鬼酒、舍得酒业、水井坊等股价调整幅度较为突出，对应 23 年估值已经回落至较低位置，高端的茅台、五粮液、老窖受影响较小，整体较为稳健，基地市场稳固的酒企 2022 年以来股价跌幅较小，例如古井贡酒、洋河股份、山西汾酒。

表 1：重点白酒公司 22 年以来涨跌幅及 2022-24 年盈利预测

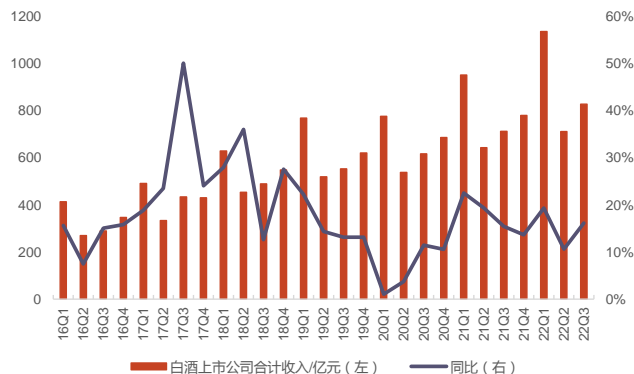
证券代码	公司	22 年年初至今股价涨跌幅	总市值/亿元	净利润/亿元			P/E		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
000596.SZ	古井贡酒	6.41%	1358.92	30.28	38.42	47.49	45	35	29
002304.SZ	洋河股份	-5.76%	2299.06	95.96	116.21	138.05	24	20	17
600559.SH	老白干酒	-6.21%	238.47	7.00	7.06	8.96	34	34	27
600197.SH	伊力特	-7.21%	117.05	2.94	4.13	5.27	40	28	22
600809.SH	山西汾酒	-11.47%	3391.80	76.26	100.24	127.54	44	34	27
603369.SH	今世缘	-14.90%	573.31	24.86	30.74	37.79	23	19	15
603198.SH	迎驾贡酒	-16.67%	455.84	17.55	21.74	26.44	26	21	17
600519.SH	贵州茅台	-16.82%	21192.31	623.35	729.37	846.04	34	29	25
000568.SZ	泸州老窖	-18.28%	3008.55	101.78	126.60	154.67	30	24	19
603589.SH	口子窖	-18.75%	336.36	18.04	20.83	24.06	19	16	14
000858.SZ	五粮液	-20.31%	6783.50	269.56	311.75	358.51	25	22	19
600702.SH	舍得酒业	-24.89%	564.46	15.52	19.84	25.96	36	28	22
000799.SZ	酒鬼酒	-35.46%	441.90	12.08	15.81	20.19	37	28	22
603919.SH	金徽酒	-35.91%	124.68	3.57	4.76	5.99	35	26	21
600779.SH	水井坊	-41.56%	339.31	13.27	16.14	19.42	26	21	17

资料来源：Wind，光大证券研究所，注：2022-24 年净利润为 Wind 一致盈利预测，股价涨跌幅统计区间为 2022 年年初至 2022-12-08，公司按照 2022 年以来股价涨跌幅排序

白酒板块二季度营收受疫情扰动，三季度有所恢复。22Q3 白酒板块总营收 828.10 亿元，同比增长 16.17%，增速环比 Q2（同比+10.63%）有所提速，下半年以来白酒消费场景环比二季度逐渐恢复、动销有所回暖，另外部分酒企 Q2

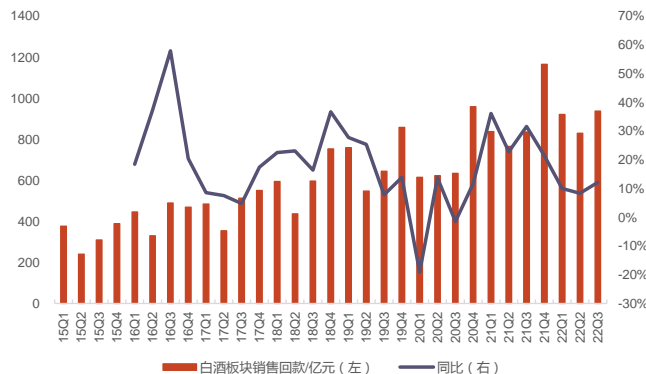
蓄力控制节奏、Q3 得以释放。全国性次高端白酒 Q3 表现相比 Q2（收入同比 -1.34%）明显恢复，汾酒、舍得营收释放提速。地产名酒继 Q2（收入同比 +16.24%）之后维持良好增长，高端白酒延续稳健态势，中端及大众白酒收入增速相对缓慢。

图 7：22Q2 白酒板块单季收入增速放缓，Q3 增长提速



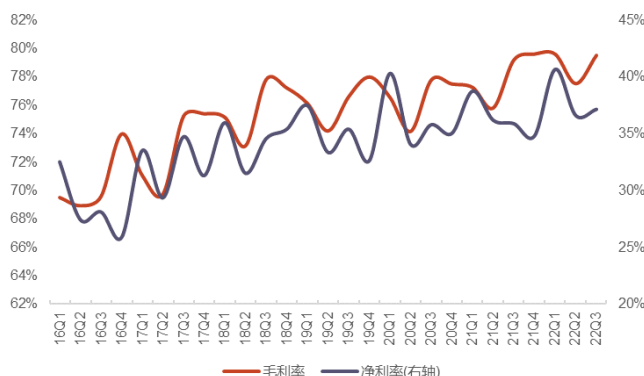
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：白酒板块单季销售现金回款及同比



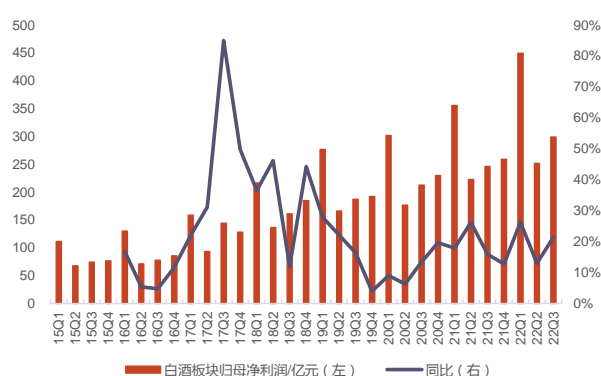
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：2022 年以来白酒板块盈利水平继续提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

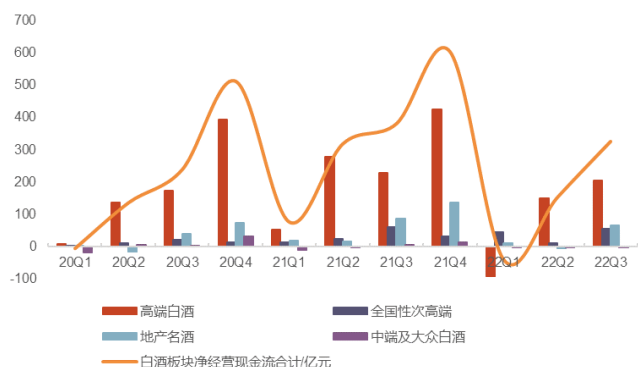
图 10：白酒板块单季归母净利润及同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

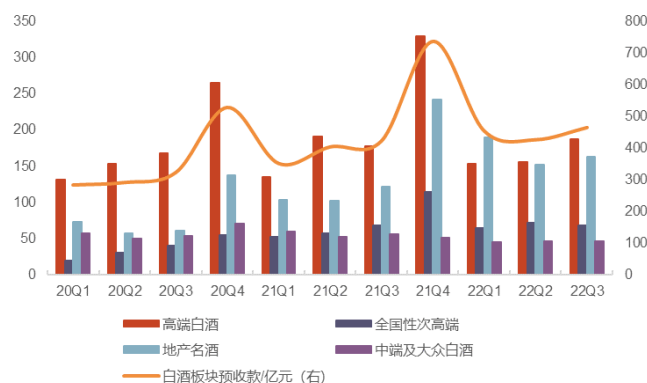
现金流维持健康水平，预收款有所增厚。22Q3 白酒板块经营活动现金流净额 326.70 亿元，同比减少 14.34%，虽然短期有所下降，但整体维持健康水平。其中，22Q3 高端白酒经营活动净现金流同比减少 10.42%，贵州茅台 Q3 同比减少 37.36%，主要系控股子公司财务公司客户存款和同业存放款项净增加额减少以及存放中央银行和同业款项净增加额增加，五粮液、泸州老窖 Q3 现金流同比均有增厚。全国性次高端酒企经营活动净现金流同比减少 8.22%，地产名酒经营活动净现金流同比减少 23.01%。截至 22Q3 末，白酒板块合同负债及其他流动负债合计 464.25 亿元，较 Q2 末增加 9.07%，其中高端白酒、全国性次高端白酒、地产名酒合同负债及其他流动负债较 Q2 末分别 +19.97%/-4.58%/+7.27%。

图 11：白酒板块单季经营活动净现金流（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

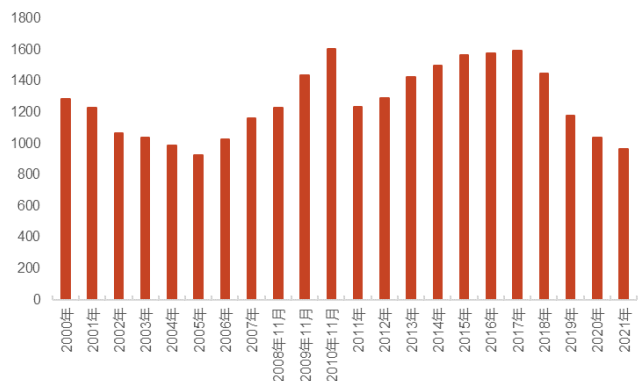
图 12：白酒板块预收款（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：预收款按报表中合同负债+其他流动负债统计

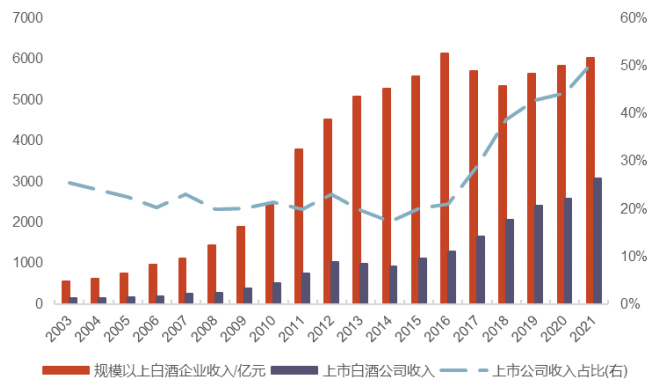
**集中度继续提升，疫情加剧内部分化。**2016年以后白酒行业产销量呈现下降趋势，需求端量的变化趋于平稳，市场份额进一步向头部企业集中，规模以上白酒企业数量逐年减少，而上市公司收入占比明显提升，2021年上市白酒企业营收已经占到规模以上白酒企业收入的50%+，老八大名酒中除董酒之外的酒企在规模以上白酒企业中的收入占比亦逐年提升。2022年以来疫情扰动更大、消费能力较为疲软，对渠道信心亦有挫伤，经销商相对谨慎的预期下，更倾向于选择畅销程度和流动性更强的产品，渠道反馈品牌强弱带来的分化更加明显。

图 13：规模以上白酒企业数量逐年减少



资料来源：国家统计局，中国酒业协会，光大证券研究所，单位：家

图 14：上市白酒公司收入占比明显提升



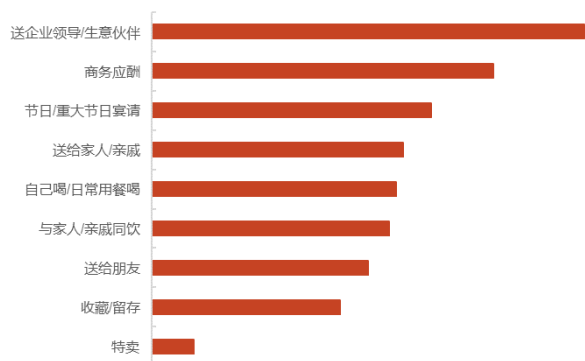
资料来源：Wind，中国酒业协会，光大证券研究所

## 2.2、投资主线：龙头稳健防御，需求复苏带来弹性

### 2.2.1、高端白酒：具备品牌拉力、竞争格局良好

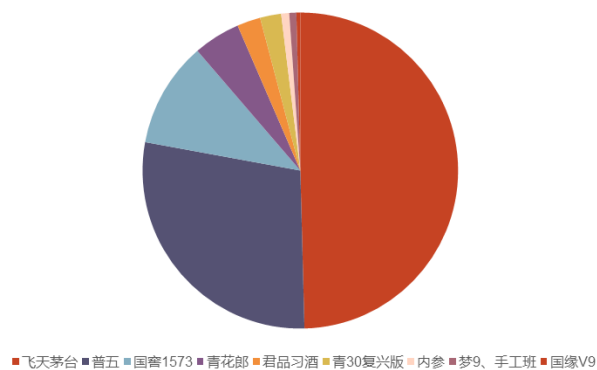
高端白酒自带优越的品类属性、强劲的品牌拉力，在疫情冲击、消费能力疲软的环境下依旧可以保持稳健增长。高端白酒的核心消费群体较为稳定，茅台等小规模送礼需求相对刚性，受疫情扰动相对较小。同时，高端品牌具备品牌护城河，竞争格局较为优越，茅台、五粮液、国窖等头部品牌集中度较高，强势的品牌拉力，能够对冲由于消费意愿和消费能力减弱带来的需求收缩，例如五粮液在逆境下凸显强品牌力和高流通性，二季度以来动销在同业内表现相对出色。

图 15：高端白酒使用场景以送礼、商务场合居多



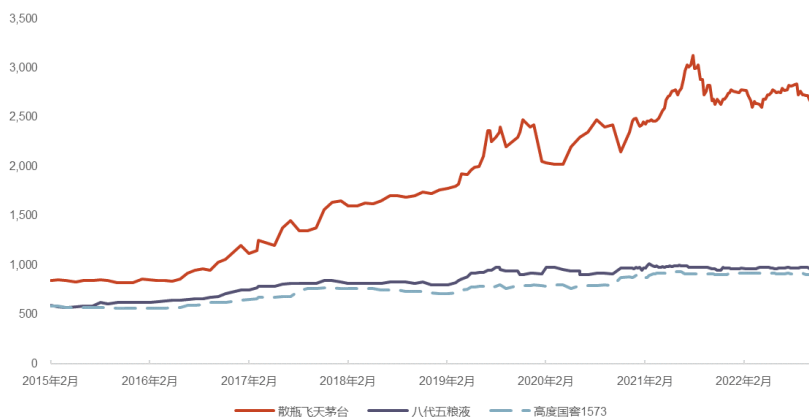
资料来源：尼尔森 2021 白酒趋势报告，光大证券研究所

图 16：高端白酒品牌集中度较高



资料来源：酒业家，各公司公告，光大证券研究所，注：按照 2021 年销售规模

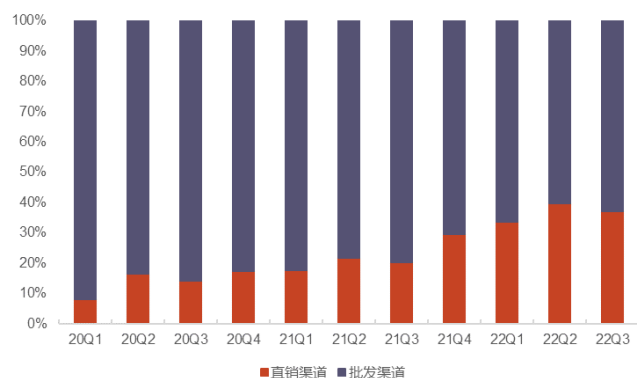
图 17：主要高端白酒单品批价



资料来源：今日酒价，光大证券研究所，单位：元；注：截至 2022-11-25

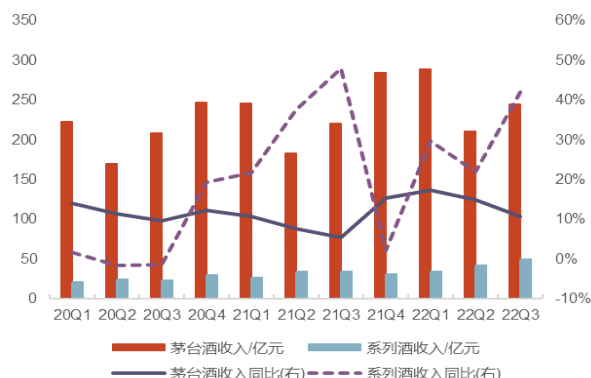
**酒企积极推进变革，品牌势能有望加速释放。**茅台持续推进营销体系改革，直销渠道收入显著提升，Q3 直销占主营业务收入比重达到 37%，3 月底电商平台“i 茅台”上线试运营以来实现酒类不含税收入 84.62 亿元，其中 Q2/Q3 分别约 44.16/40.45 亿元，茅台 1935、小茅 100ML 在电商平台表现较好，22 年全年增长提速确定性较高。五粮液在需求波动下作为头部品牌相对受益，普五批价较为稳定。老窖在疫情持续加强消费者培育和品牌建设，中秋活动力度亦有增强，精细化运营和操盘能力继续深化。

图 18：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 19：茅台酒/系列酒收入及同比

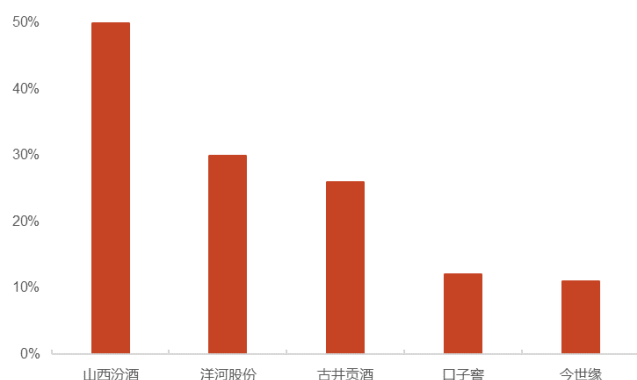


资料来源：贵州茅台公告，光大证券研究所

## 2.2.2、区域龙头：基地市场强势、产品矩阵完善

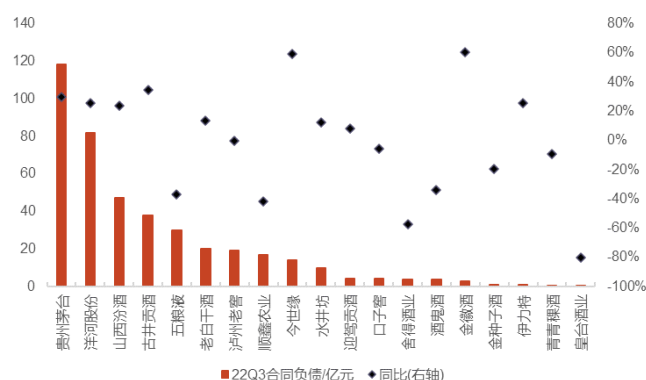
2022 年以来疫情散点频发，对白酒消费场景的扰动高于 2021 年，具备强势基地市场的酒企，抗风险能力相对更强。22 年华东、河南、四川等白酒流通规模较大的区域疫情反复，对动销造成一定扰动，中秋国庆后渠道端库存压力有一定抬升，四季度为春节前消化库存、备战“开门红”的重要窗口期，目前来看动销相对平稳。具备强势基地市场，且当地疫情管控较好、消费能力较强的酒企，表现相对突出，例如汾酒以及其他地产酒龙头。具体来看，汾酒动销表现优异、库存低位，青花、玻汾均较为畅销，省外扩张亦在推进；洋河省内梦 6+动销环比改善，省外如华北、湖北、湖南、江西等有所发力，浙江等步入恢复性增长，河南、安徽亦在调整改善中；古井省内疫情扰动较小且场景修复领先，古 16、古 20 实现较快增长。

图 20：地产名酒在当地省份市占率较高



资料来源：各公司公告，渠道调研，光大证券研究所，注：时间为 2021 年

图 21：各酒企 22Q3 合同负债及同比

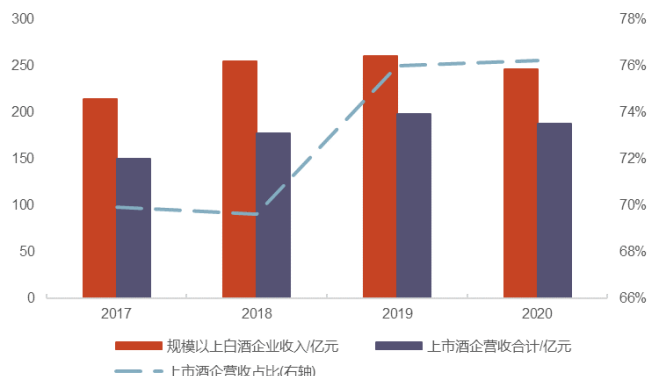


资料来源：各公司公告，光大证券研究所

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（古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒、金种子酒）总营收合计 187.93 亿元，占比达到 76.24%，相较 2017 年（占比 69.9%）稳步提升，特别在 200-300 元价格带，省级龙头经过多年耕耘、市场份额稳固。江苏省内洋河和今世缘市占率估计合计达到 40%+，特别在 300-800

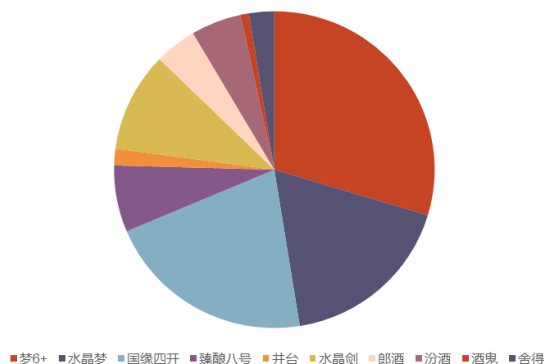
元的次高端价格带，苏酒龙头地位相对强劲，600-700 元价格带梦 6+ 规模突出，400-500 元价格带以水晶梦、四开为主，200-300 元左右价格带以天之蓝、对开等为主，销量呈现进一步向头部集中的趋势。

图 22：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

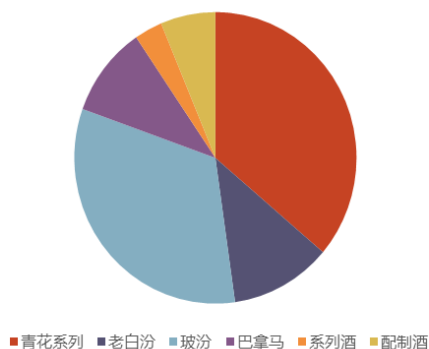
图 23：江苏次高端价格带中，地产龙头洋河、今世缘占比约 70%



资料来源：渠道调研估算（2021 年），光大证券研究所

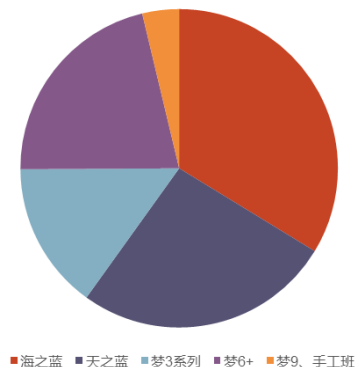
产品覆盖更全的价格带，能在“消费降级”的环境下，承接更多的上沿价格带下漏的需求。在疫情反复、终端消费意愿有所下滑的背景下，产品矩阵完善、价格带覆盖齐全的酒企，能够承接更多需求，在逆境下相对受益。典型如汾酒，在青花系列带动结构优化之外，玻汾作为畅销程度高的大单品，能够在疫情扰动下提供支撑；洋河、古井等地产名酒产品价格带亦较为齐全。此外，老窖也具备优势市场且价格带覆盖齐全的逻辑，低度国窖在华北、华东杭嘉湖等地区优势显著，今年依旧保持良好增长，特曲等产品增长亦在提速，从而推动公司保持较好的增长势头。

图 24：山西汾酒 21 年产品收入结构



资料来源：山西汾酒公告，渠道调研，光大证券研究所，注：系列酒、配制酒收入来自年报，汾酒品牌各产品占比根据渠道调研估算

图 25：洋河品牌 21 年产品销售额占比



资料来源：渠道调研估算，光大证券研究所，注：洋河品牌的销售回款口径，不包含双沟、贵酒等

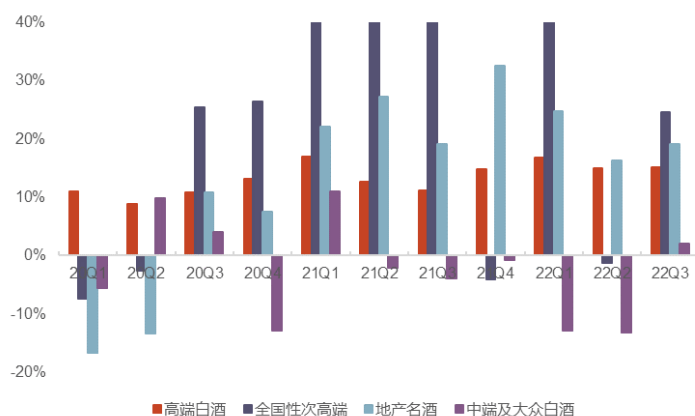
### 2.2.3、扩张型酒企：疫后复苏弹性较大

本轮疫情下次高端白酒受损较为严重。由于次高端白酒具备全国性布局的渠道特征、核心品类的价格带集中于宴席场景，其更容易遭受散点频发疫情的扰动，且次高端价格带虽然在扩容，但竞争较为激烈、格局有待改善。例如在疫情扰动叠加部分酒企如舍得、酒鬼等主动控货调整节奏的情况下，全国性次高端白酒 22Q2



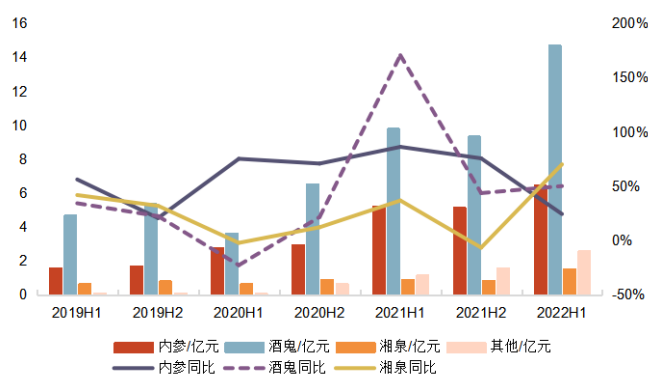
总营收同比下滑 1.34%，Q3 收入同比增长 24.6%、环比提速较为明显。动销层面反馈相对平淡，当前库存较以往常态水平有所增加，需求处于复苏过程。

图 26：分酒企类型单季总营收同比



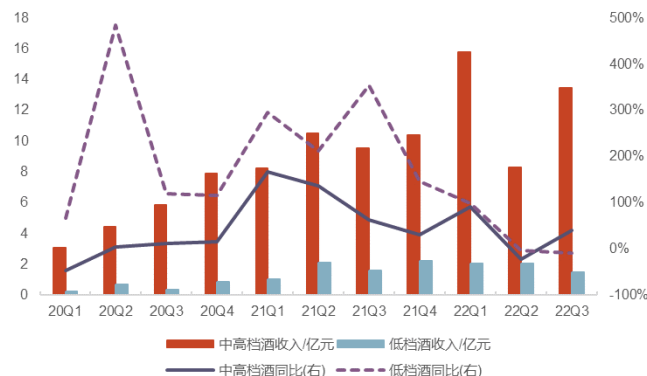
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 27：酒鬼酒分产品收入及同比



资料来源：酒鬼酒公告，光大证券研究所

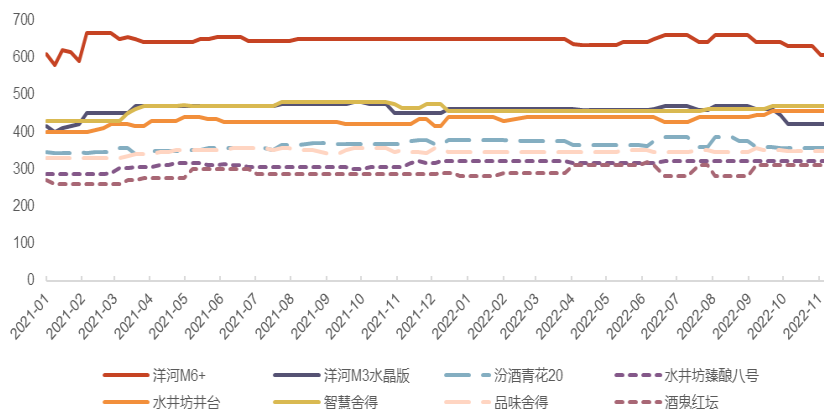
图 28：舍得酒业分产品收入及同比



资料来源：舍得酒业公告，光大证券研究所

虽然存在疫情扰动，但酒企主动控制节奏，持续进行品牌、销售费用投放，保持定力。疫情下次高端酒企强调维护渠道秩序，如舍得二季度以来以去库存、拉动动销为主；酒鬼酒主动控货整顿市场，并大力开展品牌活动，进行费用改革，从渠道费用转向终端/消费者投入。整体来看主要单品价格价位稳定，酒企加强管控下渠道秩序、库存水平较为良性。

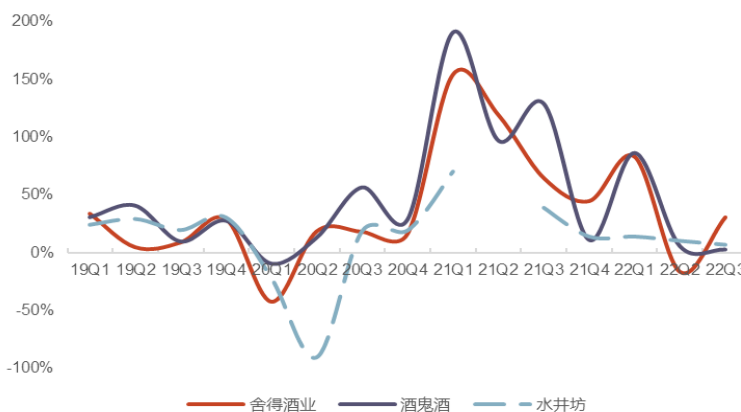
图 29：次高端酒企主要单品批价维持相对稳定



资料来源：今日酒价，酒价参考，光大证券研究所，注：单位为元，数据截至 2022-11-25

**若需求加速复苏，次高端酒企有望恢复成长弹性。**次高端酒企虽然在疫情反复下受损相对明显，但其处于全国化扩张过程中，若后续消费场景恢复、需求复苏，次高端酒企的成长弹性在板块内亦较为显著。对比过去两年，20 年疫情初发，当年一季度大多数次高端酒企受到疫情冲击、收入同比出现下滑，当年三季度收入就明显恢复，21 年次高端酒企销售呈现较强的反弹趋势，虽然当年三季度华东等个别区域疫情有所反复，但多数酒企依旧克服了疫情影响，22Q1 开门红表现较为亮眼。目前来看虽然 22 年全年疫情影响大于以往，但若后续疫情趋缓、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 30：20Q1 次高端酒企经历疫情挑战，之后收入恢复增长



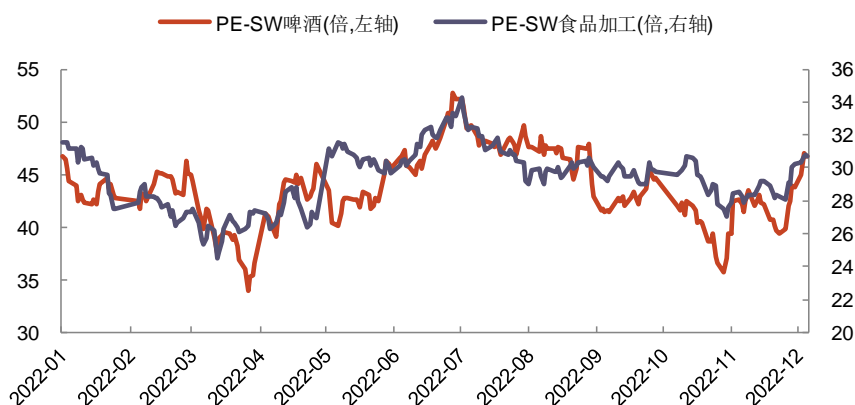
资料来源：Wind，光大证券研究所，注：水井坊 21Q2 收入同比增长 691%，未在图中显示

### 3、大众食品：疫后修复首选 B 端占比高的企业

#### 3.1、板块回顾：大众食品板块估值的历史复盘

2022 年 7 月以来大众食品板块的估值有所回落：整体来看，今年以来大众食品板块估值经历了先下降、后回升、再下降的过程，啤酒板块估值波动性比食品加工板块更大。2022 年下半年以来大众食品板块出现估值修复，主要来自股价下跌和利润回升的双重影响。从啤酒板块来看，截至 12 月 8 日啤酒（申万）PE（TTM）较 6 月底（2022 年 6 月 30 日为 52.78x）高点回落 11.5%至 46.7x；从食品加工板块来看，截至 12 月 8 日食品加工（申万）PE（TTM）较 7 月初高点（2022 年 7 月 4 日为 34.23x）回落 10.5%至 30.68x。个股涨跌幅来看，截至 12 月 8 日，2022 年以来啤酒板块股价涨幅最大的为燕京啤酒（上涨 27.7%），调味品板块股价涨幅最大的为安记食品（上涨 5.4%）。

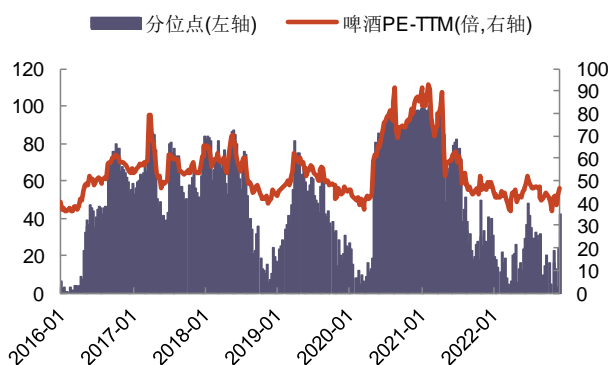
图 31：2022 年以来大众食品板块的估值 7 月起有所回调



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：数据日期为 2022.1.1-2022.12.8）

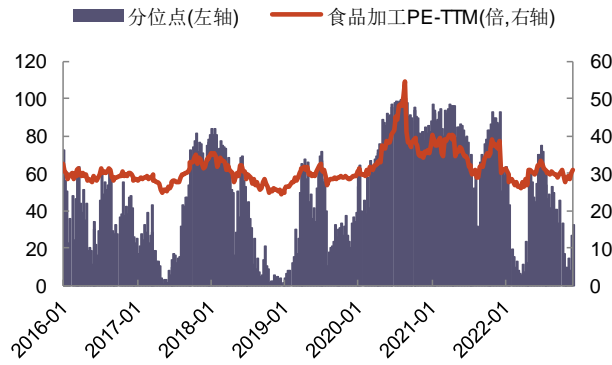
当前时点（2022.12.8）啤酒板块 PE(TTM)接近 2019 年底的估值水平，处于 2016 年以来的 42.48%分位点，板块估值具备一定安全边际。食品加工板块 PE(TTM)与 2020 年初的估值水平接近，处于 2016 年以来 32.35%分位点。

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 2016.1.4-2022.12.8）；左轴单位：%

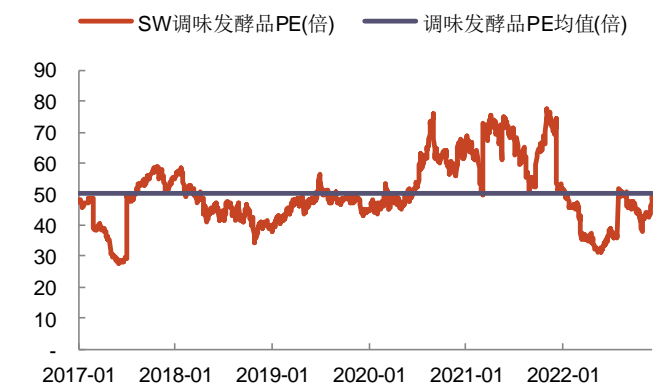
图 33：食品加工板块 PE(TTM)及分位点



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：指数为食品加工（申万）指数，数据时间为 2016.1.4-2022.12.8）；左轴单位：%

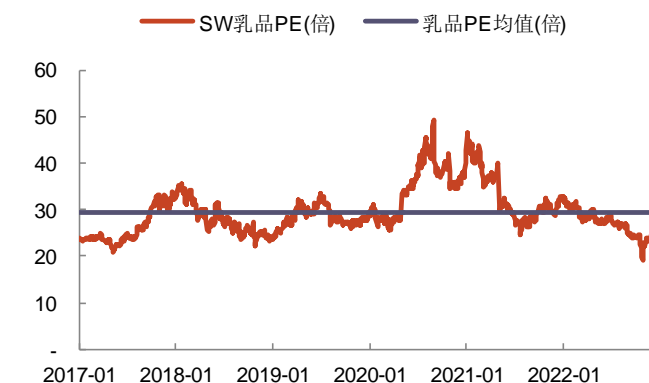
**食品加工各细分子板块估值表现略有差异：**食品加工板块整体估值处于 2017 年以来的均值水平附近，不同细分行业之间的表现也略有差异。截至 2022 年 12 月 8 日，调味发酵品（申万三级子行业，下同）市盈率估值为 48.18 倍，处于 2017 年以来的历史均值水平；乳品板块的市盈率为 25.51 倍，低于 2017 年以来的均值水平；肉制品板块的市盈率为 23.47 倍，处于 2017 年以来的均值水平附近；休闲食品板块的市盈率为 47.37 倍，高于 2017 年以来的均值水平。

图 34：当前调味品整体估值处于 2017 年以来的均值水平（倍）



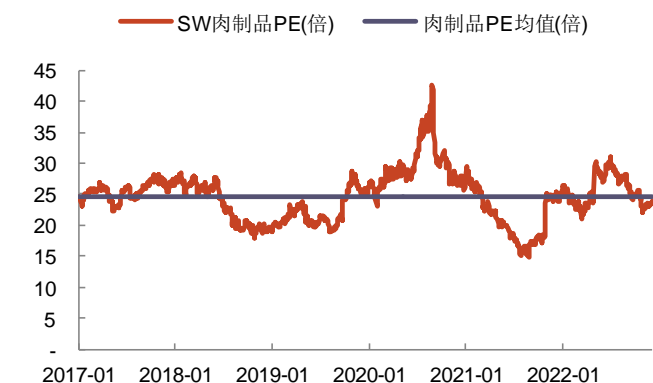
资料来源：Wind，光大证券研究所（注：指数为调味发酵品（申万）指数，数据时间为 2017.1.4-2022.12.8）

图 35：当前乳制品整体估值低于 2017 年以来的均值（倍）



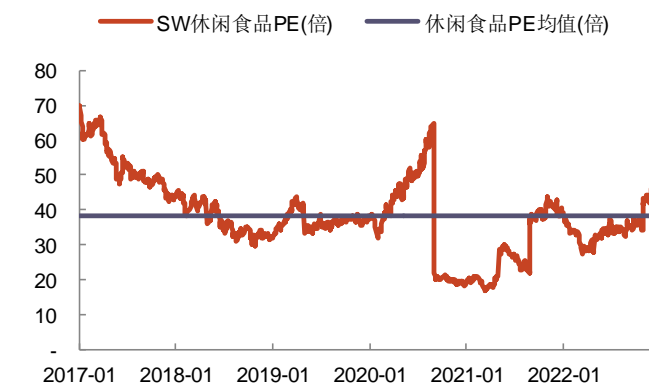
资料来源：Wind，光大证券研究所（注：指数为乳品（申万）指数，数据时间为 2017.1.4-2022.12.8）

图 36：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 2017.1.4-2022.12.8）

图 37：当前休闲食品整体估值处于 2017 年以来的均值以上



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 2017.1.4-2022.12.8）

## 3.2、啤酒：高端升级持续，场景修复后有较高弹性

### 3.2.1、高端升级仍是啤酒行业主旋律

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、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。

图 38：雪花&amp;青岛&amp;百威&amp;嘉士伯中高端品牌上市时间



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

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 2：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：各公司官网，光大证券研究所

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：

- **青岛啤酒**：2021 年纯生销量大约 66 万吨，1903 销量超 20 万吨，白啤销量近 9 万吨，经典系列销量超过 182 万吨；
- **重庆啤酒**：大单品乌苏 2021 年销量 83 万吨，同比增长 34%，其中疆外乌苏销量同比增长超过 60%，1664 同比增长 36%；
- **华润啤酒**：次高端及以上 2021 年销量同比增长近 30%，其中 SuperX 不到 40 万吨，喜力增长至接近 30 万吨，纯生体量接近 70 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%。

根据主要龙头公司的体量及产品结构，我们测算得出 2021 年高端啤酒销量约 765 万吨，占啤酒行业总量的 21%，预计到 2025 年高档啤酒总销售规模为 1252 万吨，2021-2025 年 CAGR 为 13%。目前中高端市场空间仍在持续扩容，竞争格局尚未明晰。通过抢占高端市场各企业有望获得重新划分市场的契机，实现市占率的变相提升。

**把握高端发展机遇，加速高端产品布局。**目前中高端市场空间仍在持续扩容，竞争格局尚未明晰。抢占高端市场份额可变相带来市占率的提升，助力企业重新划分市场，把握高端化机遇是企业未来发展的关键所在。

根据各龙头啤酒厂商的体量及产品结构，我们对高端啤酒市场规模和竞争格局进行测算，得出 2021 年高端啤酒销量约 765 万吨，占啤酒行业总量的 21%。从竞争格局看，百威率先布局高端啤酒，具备先发优势，市占率高于其他啤酒企业。随着其他龙头厂商在高端领域的发力，重啤、华润等企业市占率均有望提升。

表 3：2021 年中国高端啤酒市场体量及市占率测算

公司	重庆啤酒	青岛啤酒	华润啤酒	百威亚太 (中国地区)	其他国产啤酒	进口啤酒	行业总量
销量(万吨)	279	793	1106	681	704	52.5	3615
高档以上占比	24%	14%	17%	39%	12%	100%	21%
高档以上体量(万吨)	66	113	187	262	84	52	765
高档以上市占率	9%	15%	24%	34%	11%	7%	

资料来源：各公司官网，欧睿，光大证券研究所

注：数据测算时间为 2021 年，百威亚太销量为光大证券研究所测算的中国地区的销量

2021 年啤酒行业总市场规模为 3615 万吨（中国啤酒产量+进口啤酒数量），同比增长 4%，预计到 2025 年啤酒行业总销量为 3705 万吨。1) 受益于疆外乌苏和 1664 的快速增长，我们预测重庆啤酒 2022-2025 年销量分别同比 +11%/+10%/+9%/+8%。2) 由于华润啤酒、青岛啤酒中低端产品基数较大，我们预测两家公司 2022-2025 年销量基本同比持平。3) 随着百威亚太高端化的持续推进，我们预测其 2022-2025 年销量保持低个位数增长，同比分别为 +4%/+3%/+3%/+3%。4) 考虑到近几年啤酒“国潮风”兴起，消费者对国产啤酒偏好度增加，我们预测 2022-2025 年进口啤酒销量继续下滑，分别同比 -12%/-10%/-8%/-5%。5) 考虑其他国产啤酒高端升级进度较慢，预测 2022-2025 年销量分别同比 -9%/-7%/-6%/-5%。6) 综合来看，我们预测 2022-2025 年啤酒行业总销量同比基本持平。

表 4：2019-2025E 啤酒行业销量测算（万吨）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
啤酒行业总销量	3,838.5	3,469.5	3,614.9	3,614.8	3,632.3	3,658.5	3,705.3
yoy		-10%	4%	0%	0%	1%	1%
重庆啤酒	243.8	242.4	278.9	308.5	338.9	370.6	399.3
yoy		-1%	15%	11%	10%	9%	8%
华润啤酒	1,143.4	1,110.2	1,105.6	1,106.4	1,112.8	1,115.9	1,133.9
yoy		-3%	0%	0%	1%	0%	2%
青岛啤酒	805.0	782.0	793.0	802.3	809.9	817.7	825.8
yoy		-3%	1%	1%	1%	1%	1%
百威亚太（中国地区）	692.7	623.0	681.2	711.1	733.6	756.1	778.1
yoy		-10%	9%	4%	3%	3%	3%
进口啤酒	73.2	58.4	52.5	46.2	41.6	38.2	36.3
yoy		-20%	-10%	-12%	-10%	-8%	-5%
其他国产啤酒	880.4	653.5	703.7	640.4	595.5	559.8	531.8
yoy		-26%	8%	-9%	-7%	-6%	-5%

资料来源：国家统计局，海关总署，各公司公告，光大证券研究所预测

注：百威亚太销量为光大证券研究所测算的中国地区的销量



2021 年我们测算高档啤酒总销量为 765 万吨,随着啤酒行业高端升级速度加快,我们预计到 2025 年高档啤酒总销售规模为 1252 万吨,2021-2025 年 CAGR 为 13%,远高于啤酒行业整体销量增速,其中预计到 2025 年啤酒行业高端化率为 34%,较 2021 年提升 13pcts。测算依据: 1) 考虑到重庆啤酒 6+6 产品组合的推广和大城市计划的推进,我们预计重庆啤酒高档啤酒保持较快增长,预计 2022-2025 年高端化率分别为 29%/34%/40%/44%。2) 考虑华润啤酒“4+4”品牌战略补齐高端产品短板,喜力也持续发力,预计 2022-2025 年高端化率分别为 21%/26%/31%/36%。3) 考虑青岛啤酒白啤、1903 增长势头较好,预计 2022-2025 年高端化率分别为 16%/17%/18%/19%。4) 考虑百威亚太高端化布局较完善,百威、科罗娜、福佳白、鹅岛等均有不错表现,预计 2022-2025 年高端化率分别为 41%/44%/47%/49%。5) 考虑其他国产啤酒品牌高端化进展较头部酒企慢,高端化率也较低,预计 2022-2025 年高端化率分别为 13%/14%/15%/16%。

表 5: 2019-2024E 高端啤酒销量测算 (万吨)

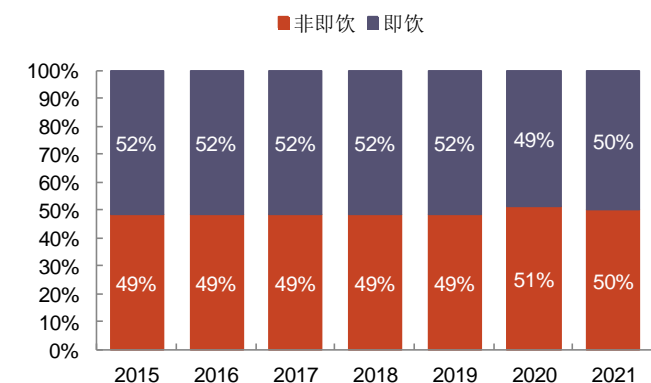
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
高档啤酒总销量	641.3	655.1	764.8	880.1	998.1	1,126.7	1,251.8
行业高端化率	17%	19%	21%	24%	27%	31%	34%
yoy		2%	17%	15%	13%	13%	11%
重庆啤酒	34.4	47.1	66.2	89.8	116.2	146.9	174.4
重庆啤酒高端化率	14%	19%	24%	29%	34%	40%	44%
yoy		37%	40%	36%	29%	26%	19%
华润啤酒	114.3	146.0	186.6	237.6	290.6	349.8	406.9
华润啤酒高端化率	10%	13%	17%	21%	26%	31%	36%
yoy		28%	28%	27%	22%	20%	16%
青岛啤酒	121.1	120.5	112.7	127.0	137.3	147.4	157.5
青岛啤酒高端化率	15%	15%	14%	16%	17%	18%	19%
yoy		-1%	-6%	13%	8%	7%	7%
百威亚太 (中国地区)	227.7	217.7	262.4	292.6	323.3	353.6	382.9
百威亚太高端化率	33%	35%	39%	41%	44%	47%	49%
yoy		-4%	21%	11%	10%	9%	8%
进口啤酒	73.2	58.4	52.5	49.8	47.4	45.0	45.0
yoy		-20%	-10%	-5%	-5%	-5%	0%
其他国产啤酒	70.43	65.35	84.44	83.25	83.38	83.97	85.09
其他国产啤酒高端化率	8%	10%	12%	13%	14%	15%	16%
yoy		-7%	29%	-1%	0%	1%	1%

资料来源: 海关总署, 各公司公告, 光大证券研究所预测  
注: 百威亚太销量为光大证券研究所测算的中国地区的销量

### 3.2.2、疫情反复扰动，关注场景修复后弹性

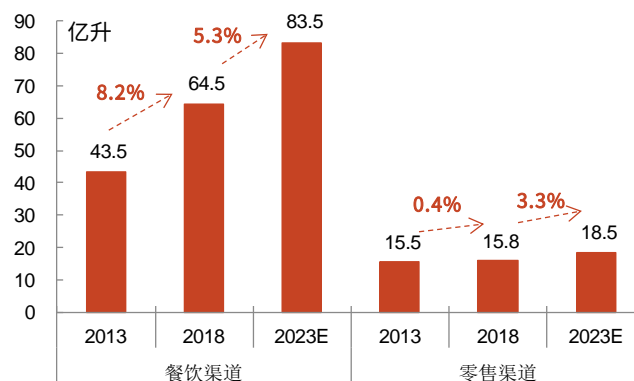
即饮渠道是啤酒高端化的重要渠道。啤酒渠道可以分为即饮&非即饮两大类,根据 Euromonitor, 两种渠道占比各约 50%。不同渠道匹配的产品有所不同,操作方式也有所差异。相较非即饮渠道,即饮渠道中高端及超高端啤酒的量更大、增速更快。即饮包括餐饮和夜场,是高档及以上产品售卖的主要渠道: 夜场是打响品牌的兵家必争之地; 餐饮渠道贡献了高档产品的主要销量。

图 39：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

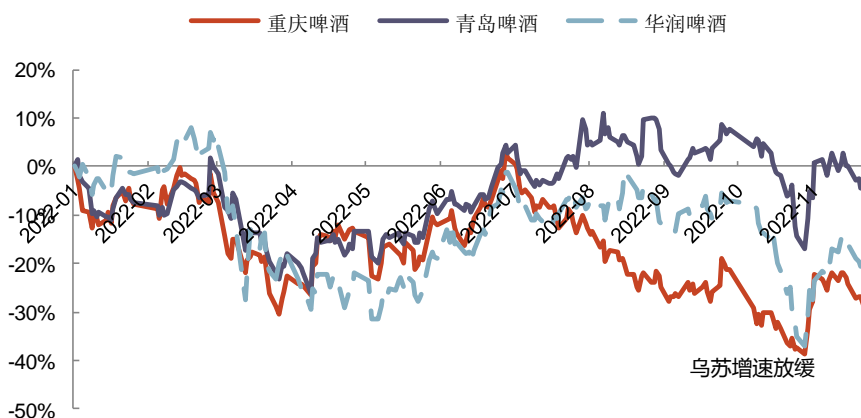
图 40：渠道划分的中国高端及超高端啤酒消费量



资料来源：Global Data 预测，光大证券研究所

从啤酒上市公司渠道结构来看，重庆啤酒即饮渠道占比最高，受疫情反复影响最大。从股价表现来看，整体即饮渠道占比越高的重庆啤酒股价下跌也越多，今年7月以来重啤股价跑输市场主要系即饮渠道占比较高的乌苏 22Q2-22Q3 收入增速大幅放缓。

图 41：2022 年以来四家啤酒上市公司股价累计涨跌幅



资料来源：wind，光大证券研究所（股价时间：2022.1.4-2022.11.25）

若后续疫情形势出现好转，应挑选公司核心大单品对即饮（餐饮、夜场）渠道依赖度高的公司。重啤的主力单品乌苏、1664 的渠道结构中即饮占比高于同业大单品，此前疫后修复反弹行情中表现强于其他啤酒公司，是行业首选；其次是当前估值偏低、基本面稳健的华润啤酒。

### 3.3、调味品：“至暗时刻”已过，静待业绩好转

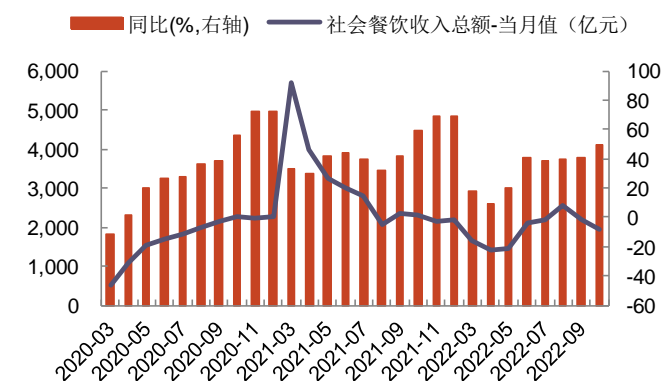
今年上半年，调味品板块面临着来自需求疲弱、成本压力在内的多重因素冲击，收入和利润端增速放缓。具体来看：1) 需求疲弱：疫情反复下，餐饮端恢复缓慢、零售端需求疲软，导致调味品企业面临一定的销售压力；2) 成本端压力：大豆等原材料成本大幅上涨，进一步压缩企业利润。

**(1) 需求端：6月起餐饮逐步复苏，零售需求回升**

今年二季度疫情零星出现，餐饮整体收入下滑。整体来看，今年1-10月，社会餐饮收入增速先降后升再降，今年3-5月由于多地疫情较严重，餐饮行业受到较大影响，行业整体收入双位数下滑。随着疫情形势逐步好转，6月起餐饮收入降幅大幅收窄，并于8月实现正增长。9-10月疫情反复导致餐饮收入开始同比下滑。餐饮渠道是调味品企业的重要渠道，餐饮复苏有望带动调味品B端需求。

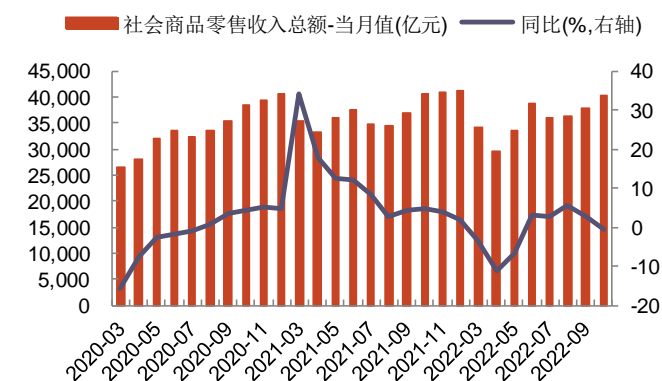
**商品零售总额先于餐饮恢复。**根据国家统计局数据，2022年3-5月社会商品零售总额单月同比个位数下滑，6月起即恢复正增长，疫情反复下10月再度同比下滑。从6-9月情况看，C端的率先恢复能部分对冲B端的不利影响。

图 42：月度社会餐饮收入总额及其增速



资料来源：国家统计局，光大证券研究所；数据截至2022年10月

图 43：月度社会商品零售总额及其增速



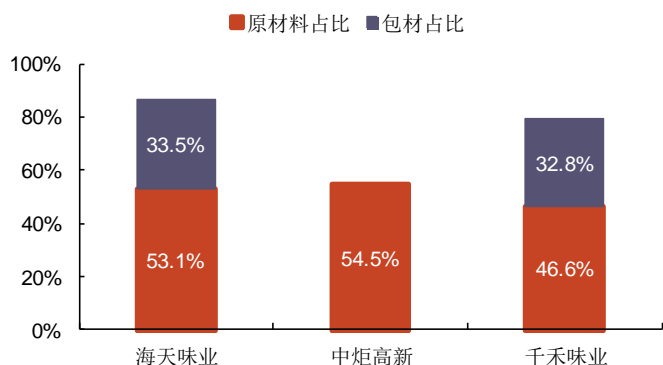
资料来源：国家统计局，光大证券研究所；数据截至2022年10月

**(2) 成本端：原料价格仍处高位，包材价格下行**

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

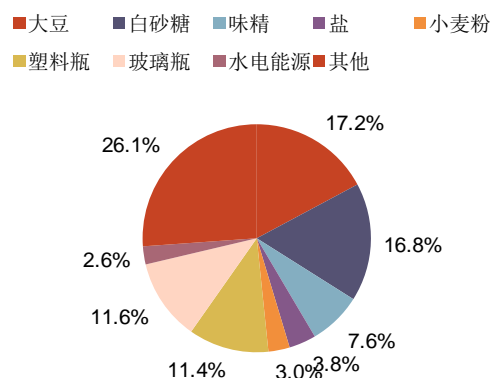
- **生产原料：**大豆是酱油产品的主要原材料，美洲国家干旱气候导致海外大豆产量降低，叠加疫情影响下进口受阻，大豆供给减少。同时下游养殖和加工需求扩大进一步刺激大豆需求，致使国内出现供需缺口。2020年初起大豆价格不断上涨，且已处于历史高位水平。截至2022年11月25日，国内大豆现货价增长至5477元/吨，较20年年初上涨56.9%，22年以来累计增幅4.9%。当前大豆价格仍处在高位，白砂糖价格自今年6月起开始逐步回落。
- **包装材料：**调味品的主要包装材料为玻璃和PET。玻璃价格自21年9月以来持续回落，2022年11月25日玻璃价格已与2020年中价格水平相当。PET价格也于2022年6月起回落，11月25日价格较前期峰值下降26.4%。总体来看，当前包材价格压力已得到部分缓解。

图 44：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 45：海天味业成本构成（2012 年）



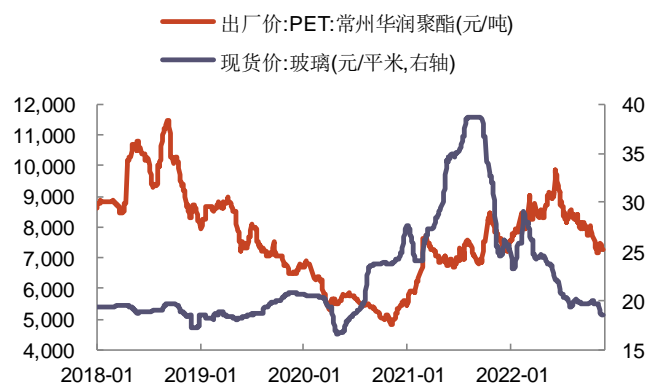
资料来源：海天味业招股说明书，光大证券研究所

图 46：大豆及白糖现货价格走势



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计时间为 2018.1.2-2022.11.25

图 47：玻璃及塑料价格走势



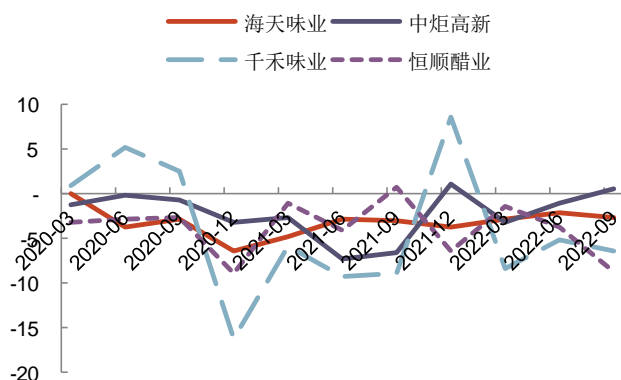
资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计时间为 2018.1.2-2022.11.25

### （3）多因素影响下，22Q3 企业毛利率继续受到压制

**调味品上市公司毛利率下降明显。**受成本上涨影响，调味品企业毛利率承压，22Q3 海天味业/千禾味业/恒顺醋业毛利率分别为 35.3%/33.6%/33.9%，同比下降 2.6/6.4/8.7pcts。

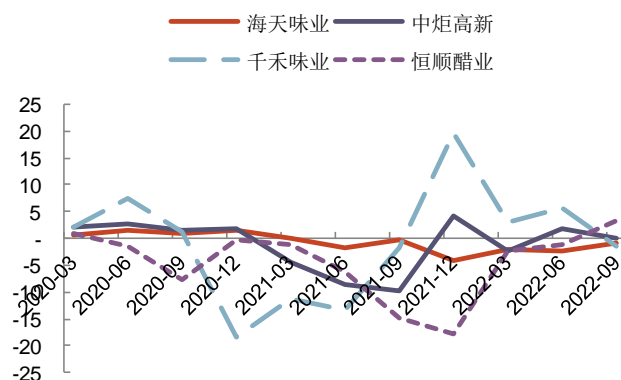
**由于费用缩减力度不同，调味品企业净利率出现分化。**在毛利率下滑明显的情况下，今年各调味品企业均主动缩减费用。其中海天味业/千禾味业 22Q3 净利率分别下滑 1.0/1.4pcts，中炬高新/恒顺醋业分别上涨 0.1/3.2pcts。

图 48：调味品上市公司单季度毛利率同比变化 (pcts)



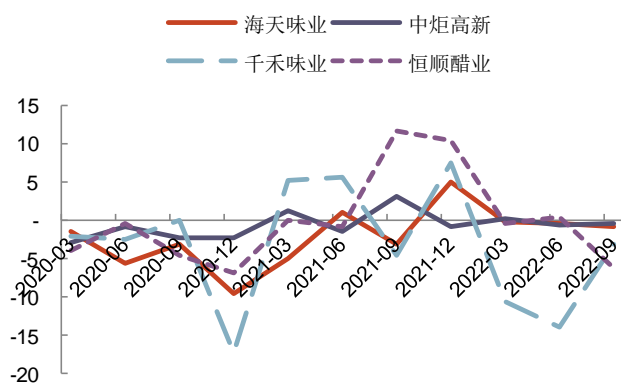
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 49：调味品上市公司单季度净利率同比变化 (pcts)



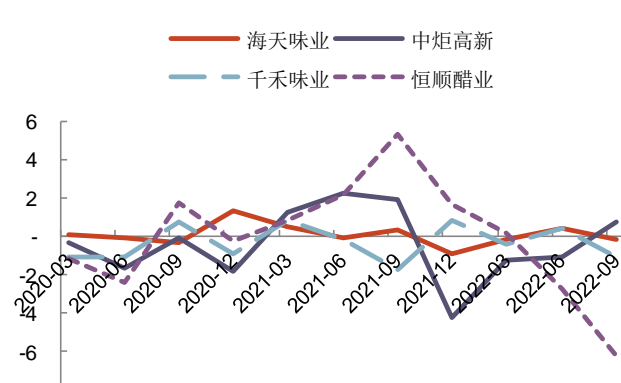
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 50：调味品上市公司单季度销售费用率同比变化 (pcts)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 51：调味品上市公司单季度管理费用率同比变化 (pcts)



资料来源：Wind，光大证券研究所

后续疫情形势若持续好转，餐饮渠道持续恢复、需求好转，调味品 B 端业务有望修复。在缺失场景修复的背景下，首推餐饮渠道话语权较强的海天味业，其次是当前板块估值低、弹性大的中炬高新。

## 4、餐饮类：Q3 边际改善，期待消费复苏

### 4.1、消费韧性维持，终端需求边际改善

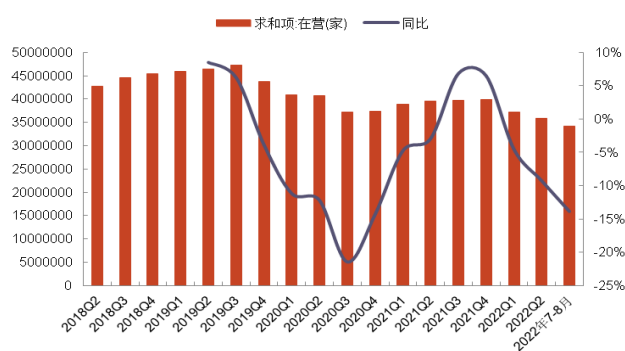
从门店总数端来看，当前开店数量仍在下滑。根据久谦数据，截至 2022 年 8 月全国处于营业状态的门店数 3419 万家，2022 Q2 则同比下滑 9%；二季度以来的疫情导致 5/6/7/8 月在营门店数同比下滑 7%/9%/10%/13%。一方面，Q2 华东疫情及后续全国疫情的散发对商户经营存在影响；另一方面或也表明市场在逐步出清，而以开店模式为主的各细分赛道龙头（如绝味、巴比、味知香等）上半年门店数量仍在扩张，龙头地位进一步巩固。

图 52：全国在营门店数同比下滑（月度口径）



资料来源：久谦数据，光大证券研究所整理

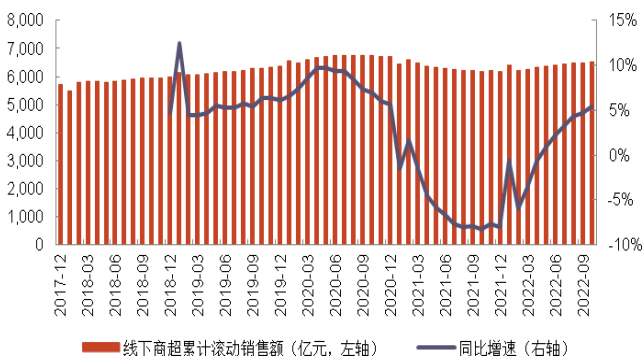
图 53：全国在营门店数同比下滑（季度口径）



资料来源：久谦数据，光大证券研究所整理

从线下商超消费口径上看，2022 年以来消费韧性仍有不错体现。根据木丁信息数据，线下商超累计滚动销售额（12 月累计滚动）22 年 Q2 以来触底反弹。其中，21 年同比 19 年来看，二季度至年末销售额持续处于负增长区间；相较 22 年同比 19 年来看，虽然 22 年二季度存在疫情扰动，但是 2022 年 1-10 月累计同比增速仍接近 5%，消费韧性得到体现。而随着 Q3 疫情影响逐步减弱，各公司经营开始逐步修复，尽管业绩或许不会出现陡增式反弹，但最坏的情况已经过去。

图 54：线下商超销售额（全品类）



资料来源：木丁信息，光大证券研究所整理，统计时间区间为 2017 年 12 月-2022 年 7 月

图 55：线下商超销售额累计同比增速（全品类）



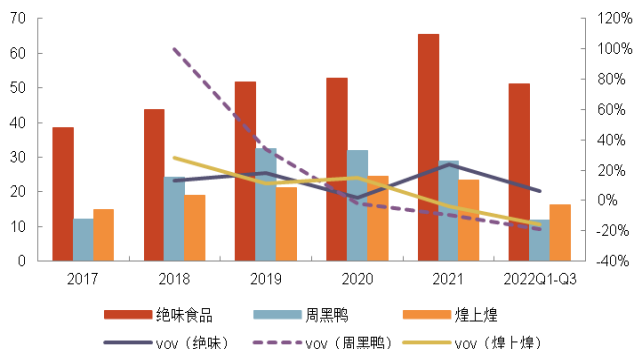
资料来源：木丁信息，光大证券研究所整理，统计时间区间为 2017 年 12 月-2022 年 7 月

## 4.2、 卤制品：头部企业稳健扩张，成本有望进入下行区间

疫情对门店模式的卤味食品经营造成较大影响，但绝味依靠全产业链补贴支持维持收入端的扩张。依靠产业链优势，上半年绝味通过补贴、加盟商扶持等措施持续推进门店扩张，强化受疫情影响较小的街边社区店渗透，是上市的三家休闲卤味企业中唯一在 2022 年上半年及前三季度实现收入端正增长的企业。后续绝味将聚焦单店收入提升和闭店率控制，公司战术调整灵活，加盟商配合度高，尽管补贴及成本上升导致短期利润受损，但长期看，挑战即是机遇，绝味有望借此扩张份额，静待消费复苏。

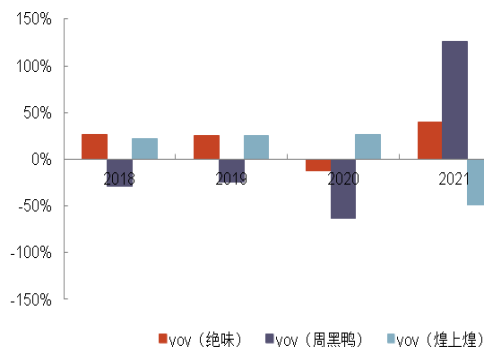


图 56：卤味食品收入及同比增速



资料来源：wind，光大证券研究所，注：(1) 左轴为收入（亿元）；(2) 周黑鸭为港股，22 年数据为 H1

图 57：卤味食品净利润同比增速

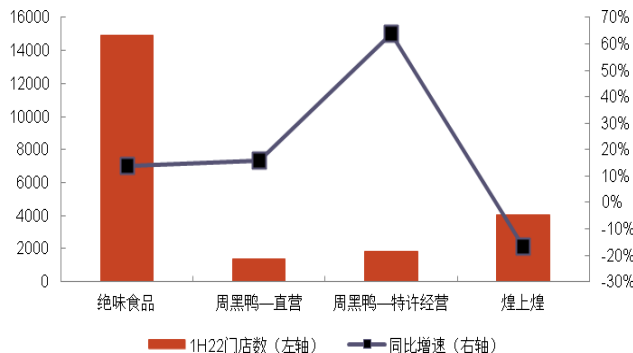


资料来源：wind，光大证券研究所，注：周黑鸭为港股，22 年数据为 H1

头部公司门店持续扩张，单店收入有所承压但已呈现边际改善趋势。除煌上煌外，1H22 绝味、周黑鸭（直营、特许经营）门店均保持扩张之势，但受到疫情压制，上半年各企业单店收入均呈现不同程度的下滑，其中，直营门店收入下滑幅度较大，加盟门店收入则有 10%以上的下滑，但门店经营已呈现边际改善之势，随着人流量修复，高势能门店创收开始回升。

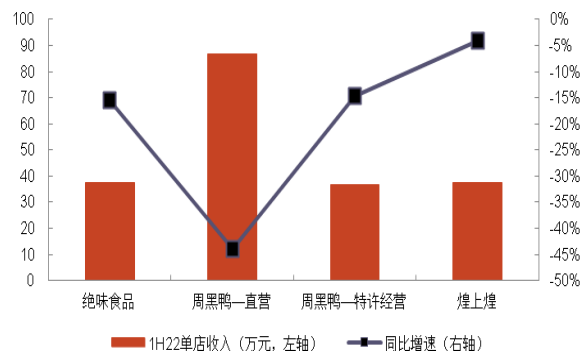
此外，根据上市企业开店速度，结合调研反馈大量中小品牌闭店较多，不难看出疫情期间头部品牌市占率有所提升，卤制品赛道进入门槛低，只有行业景气度低时龙头份额才有望明显扩张。

图 58：1H22 各卤味公司门店数及同比增速



资料来源：wind，光大证券研究所

图 59：1H22 各卤味公司年化单店收入及同比增速

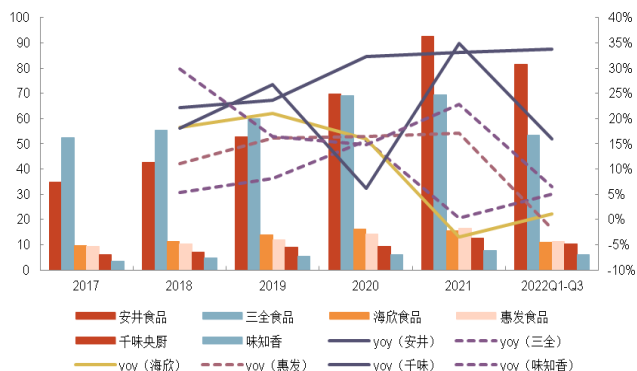


资料来源：wind，光大证券研究所

### 4.3、冻品类：经营韧性较强，一定程度上受益于疫情

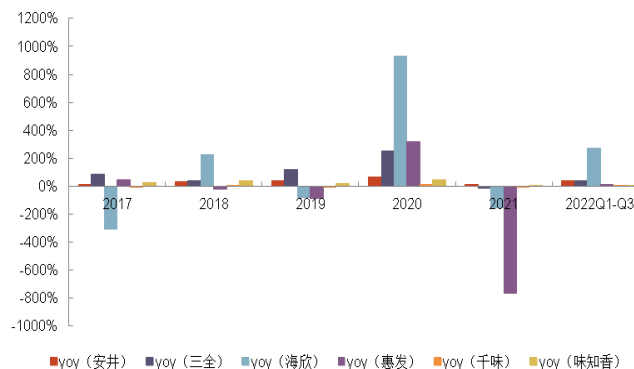
冻品类企业业绩表现相对稳健，22Q4 旺季业绩确定性相对较高。相比卤味食品，冻品类企业 2022 年以来表现颇为稳健，我们认为主要因为：1) 冻品类型企业多为批发经销类模式，营收相比受人流量变化影响较大的门店型企业更为稳健；2) 冻品 C 端一定程度上受益于疫情，因家庭对速冻食品囤积需求增加。尽管部分企业受到疫情影响较大，如千味央厨 1H22 大客户肯德基暂停营业门店较多，味知香因主打门店渠道也有所受损，但 Q3 以来修复明显，Q4 气温转冷，冻品进入传统旺季，业绩增长具有较好的确定性。

图 60：冻品企业收入及同比增速



资料来源：wind，光大证券研究所 注：左轴为收入（亿元）

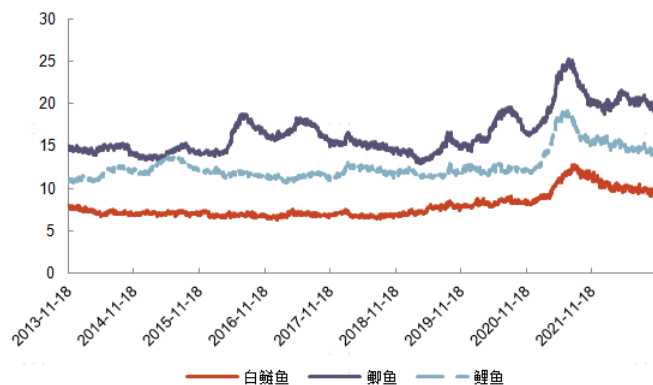
图 61：冻品企业净利润同比增速



资料来源：wind，光大证券研究所

**成本压力依旧持续，企业采取多重手段保障盈利。**冻品的原材料成本目前仍处于上涨态势，但从实际经营上看，各企业均通过多种手段保障盈利，包括：1) 通过推新品等方式提升毛利率、高价格带产品占比；2) 通过提价或者减少返点等方式提升毛利率，且价格向下游传导较为顺畅；3) 削减营销费用投入，以保障财务稳健。值得一提，费用收缩并未对各冻品上市公司 Q3 的实际动销产生较大影响，如安井在全年精简费用的大基调下，Q3 主业收入仍然实现 25% 的同比增长，环比 Q2（同比增长约 15%）加速。

图 62：各类鱼种平均批发价格走势图（元/公斤）



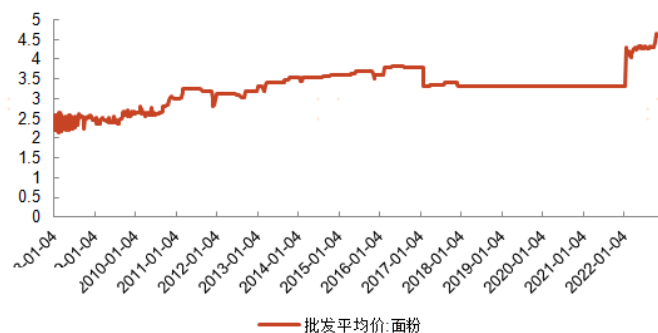
资料来源：wind，光大证券研究所，统计时间区间为：2013 年 11 月 18 日-2022 年 11 月 11 日

图 63：大豆油价格走势（元/吨）



资料来源：wind，光大证券研究所，统计时间区间为：2011 年 9 月 1 日-2022 年 11 月 11 日

图 64：面粉价格走势（元/公斤）



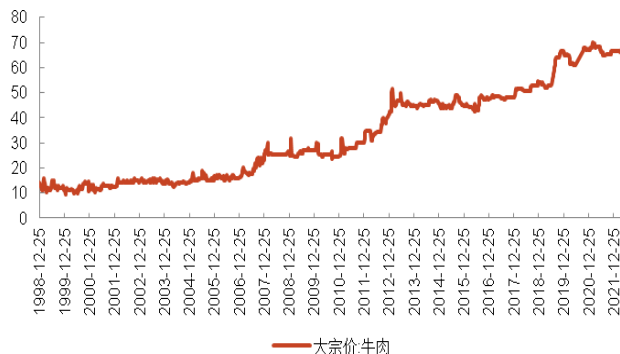
资料来源：wind，光大证券研究所，统计时间区间为：2008 年 1 月 4 日-2022 年 11 月 11 日

图 65：鸡肉价格走势（元/500 克）



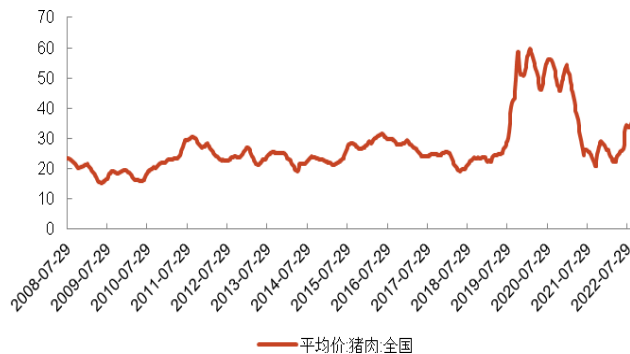
资料来源：wind，光大证券研究所，统计时间区间为：2015 年 6 月 25 日-2022 年 11 月 10 日

图 66：牛肉价格走势（元/千克）



资料来源：wind，光大证券研究所，统计时间区间为：1998 年 12 月 25 日-2022 年 11 月 11 日

图 67：猪肉价格走势（元/公斤）



资料来源：wind，光大证券研究所，统计时间区间为：2008 年 7 月 29 日-2022 年 11 月 2 日

## 5、休闲食品：改革成效显著，成本压力减轻

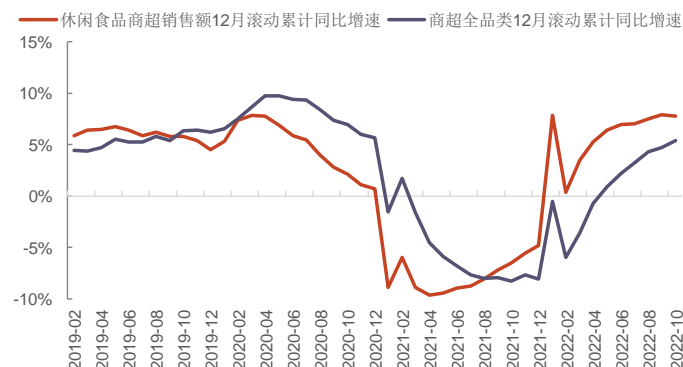
**休闲食品消费韧性较强，需求稳健恢复。**木丁信息数据显示，截至 2022 年 10 月，线下商超单月销售额同比增速方面，21 年以来休闲零食单月销售额同比增速整体高于全品类商超销售额增速；22 年 3 月以来休闲零食月度销售额均实现正向增长。线下商超累计销售额同比增速方面，21 年 4 月以来休闲零食累计销售额降幅收窄，22 年以来整体维持正向增长，消费需求逐步恢复。

图 68：休闲食品&amp;全品类商超销售额单月同比增速



资料来源：木丁信息，光大证券研究所，注：截至 2022 年 10 月 31 日，数据包含 47 个品类；渠道包含大卖场、普通超市、连锁便利店；覆盖城市包含一类城市（直辖市、发达省会城市、重要城市）22 个，二类城市（省会城市、重要地级市）48 个，三类城市（地级市）68 个，四类城市（县级市）144 个。

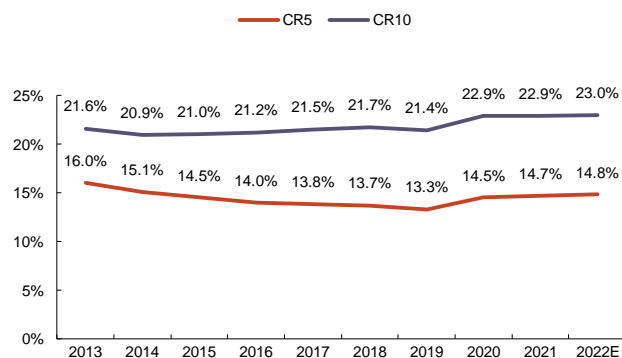
图 69：休闲食品&amp;全品类商超销售额 12 月滚动累计同比增速



资料来源：木丁信息，光大证券研究所，注：截至 2022 年 10 月 31 日，数据包含 47 个品类；渠道包含大卖场、普通超市、连锁便利店；覆盖城市包含一类城市（直辖市、发达省会城市、重要城市）22 个，二类城市（省会城市、重要地级市）48 个，三类城市（地级市）68 个，四类城市（县级市）144 个；累计滚动销售额计算公式为当月前推 12 个月的合计销售额。

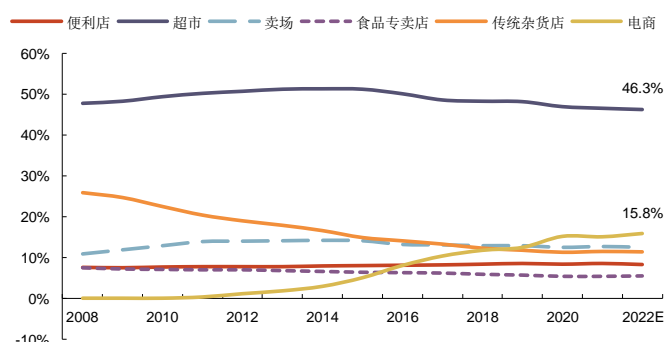
市场份额更为集中，渠道更为多元化发展。从竞争格局看，疫情影响下，休闲零食赛道加速出清，市场集中度进一步提升，市场份额逐步向龙头企业集中。根据欧睿预测，2022 年休闲零食 CR10 将为 23%，较 2019 年提升 1.6Pct。从渠道端看，受疫情影响，消费端对近场便捷消费的需求提升，供给端供应链配送服务愈发完善，供需两侧双向驱动销售渠道变革。整体来看，休闲零食的销售渠道呈现多元化发展态势。

图 70：休闲零食 CR5/CR10 市占率



资料来源：欧睿预测，光大证券研究所

图 71：风味零食各渠道结构占比



资料来源：欧睿预测，光大证券研究所

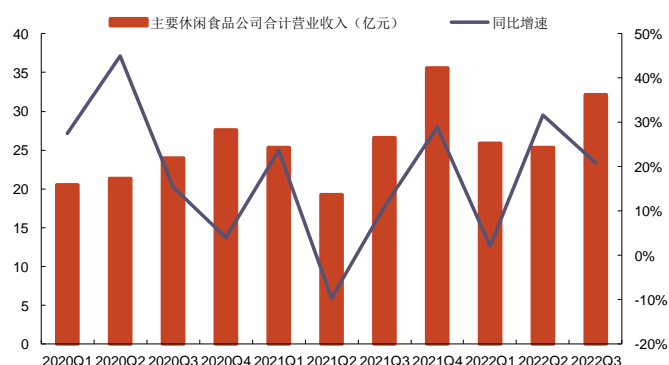
优化产品结构，丰富产品布局。从经营模式看，休闲食品公司积极拥抱新渠道，搭配产品结构的调整，整体向全渠道布局、全产业链布局方向发展。渠道拓展及品类开拓进程的不同，导致企业营收增速有所分化。洽洽食品/盐津铺子/甘源食品/劲仔食品/三只松鼠 2022Q3 营收增速分别为+13.56%/+34.73%/+13.86%/+40.11%/-32.63%。

➤ **洽洽食品**：公司聚焦国葵和坚果两大核心品类，持续推进渠道精耕，终端网点数量达 60 万家。洽洽通过坚果礼盒切入礼品市场，开拓生鲜店、烟酒店

等新渠道推进三四线城市下沉。同时，“贴奶战略”的提出有望进一步打开坚果业务渠道空间。

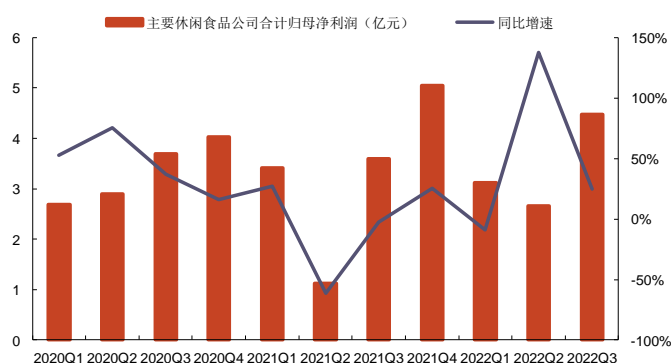
- **盐津铺子**：公司已基本实现产品与渠道的结构性优化，零食专营渠道含税月销售额已达 3 千万以上，结构占比超过 8%。BC 商超渠道通过专柜投放增加网点，22Q3 实现营收双位数增长。全渠道布局下，电商渠道月销售额稳定在 5 千万以上，预计 2022 年底占比可提升至 15%。
- **甘源食品**：公司通过口味型坚果与河南安阳工厂新品进一步丰富产品品类，把握现代渠道已有优势，积极推进零食专营渠道和电商、流通渠道布局。9 月初公司已完成产品梳理，12 月底组织结构调整完毕后，经营表现有望进一步改善。
- **劲仔食品**：公司丰富产品品规，积极开拓现代渠道。大包装产品 2022 年前三季度收入同比实现翻倍增长，占比增至 31%；散装产品收入同比增长 90%+，占比约 8%。大包装策略推进下，公司现代渠道（KA+BC+CVS）的线下占比增至 30%。
- **三只松鼠**：公司仍处于战略调整阶段，一方面推进线下经销渠道布局，公司划分六大经销大区，截至 22H1 已与 546 家经销商建立合作关系，首批 200 余个岛型柜台已完成投放。另一方面积极布局坚果生产线，2022 年 8 月首批每日坚果生产工厂已投产。

图 72：主要休闲食品公司合计单季度营业收入及增速



资料来源：各公司公告，光大证券研究所；注：公司包含洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品；考虑到三只松鼠体量较大且处于调整阶段，计入后对零食企业合计表现影响较大，故未包含三只松鼠

图 73：主要休闲食品公司合计单季度归母净利润及增速



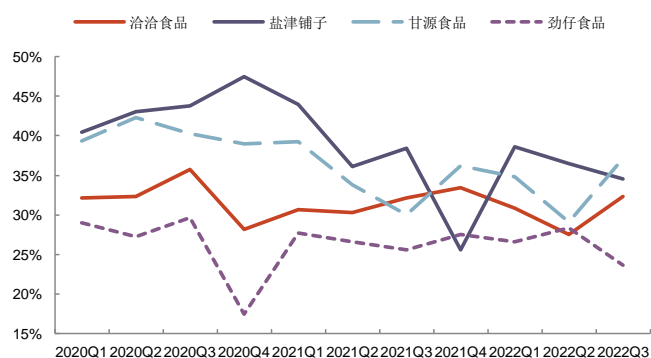
资料来源：各公司公告，光大证券研究所；注：公司包含洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品；考虑到三只松鼠体量较大且处于调整阶段，计入后对零食企业合计表现影响较大，故未包含三只松鼠

**主要原材料价格是影响休闲食品利润的重要指标，成本端压力加大对企业盈利造成一定影响：**

- **洽洽食品**：原辅材料及燃动力价格提升导致 2022Q2 公司毛利率同比下滑 2.85pcts，为应对成本压力，公司对多个品类不同程度提价。随着产品提价的相继落地，2022Q3 公司毛利率同比/环比+0.18/+4.84pcts，毛利率端有所改善。22Q4 公司进入新一轮葵花籽采购季，目前葵花籽整体价格相对平稳，我们预计 22Q4 公司成本端压力将进一步缓解，毛利率及净利率有望维持 22Q3 表现。
- **盐津铺子**：22Q3 还原口径下毛利率同比提升 0.88Pct。虽有原材料价格上涨+高毛利渠道占比减少的影响，供应链规模效应下公司毛利率仍实现稳健增长。

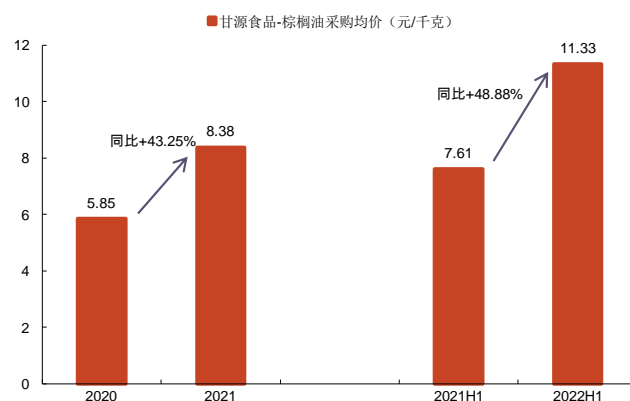
- **甘源食品**：22Q3 剔除物流影响公司毛利率同比下滑 0.68Pct，主要因棕榈油采购成本上升和新产品成本较高。22Q4 棕榈油价格下降空间仍存叠加河南工厂新品产量逐步提升，公司成本端压力有望减缓。
- **劲仔食品**：22Q3 毛利率同比下滑 1.96Pct，主要因鹌鹑蛋等新品成本较高、人民币贬值及新冠消杀等费用的增加、原材料鱼胚价格 22Q3 同比上涨约 10%。展望 22Q4 及 23 年，截至 22 年 11 月鱼胚价格与 22Q3 相近，考虑到 9-11 月采购季储备近 6 个月库存，预计公司短期成本端压力仍存。

图 74：各休闲食品公司单季度毛利率 (%)



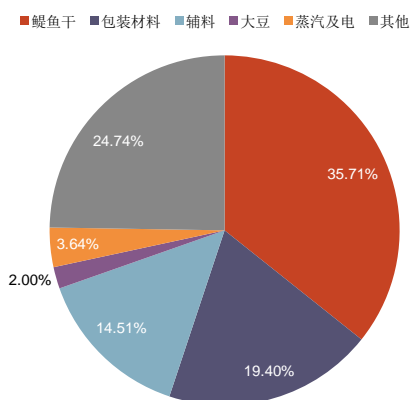
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 75：甘源食品-棕榈油采购均价 (元/千克)



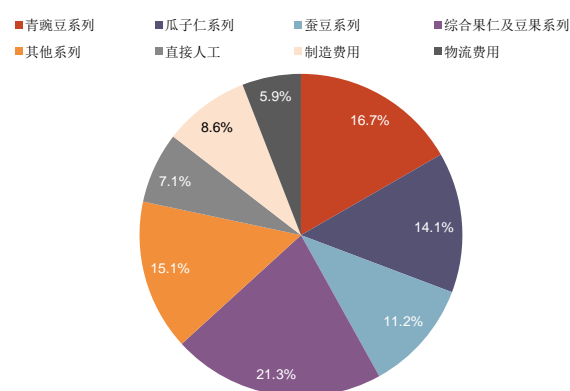
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 76：劲仔食品生产成本拆分 (2019 年)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 77：甘源食品生产成本拆分 (2021 年)

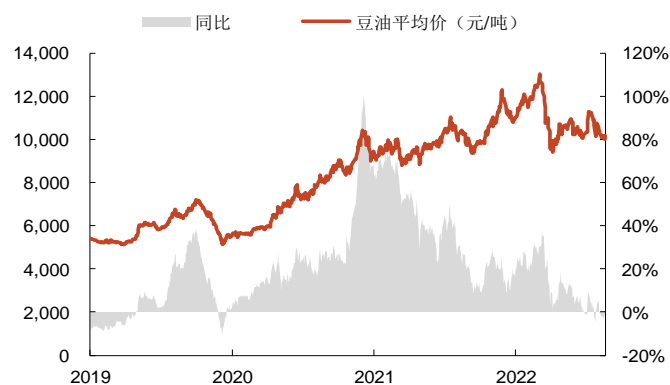


资料来源：公司公告，光大证券研究所

上游价格有所回落，成本端压力有望减缓。截至 2022 年 11 月 25 日，豆油平均价为 10166 元/吨，同比-0.81%。棕榈油平均价为 8441 元/吨，同比-16.98%。截至 2022 年 11 月 18 日，铝现货价为 18870 元/吨，同比-2.18%。截至 2022 年 11 月 20 日，聚乙烯（拉丝料）市场价为 8359 元/吨，同比-10.57%。各原辅材料及包材价格相继回落，大众品成本压力有所缓解，明年盈利能力有望进一步恢复。

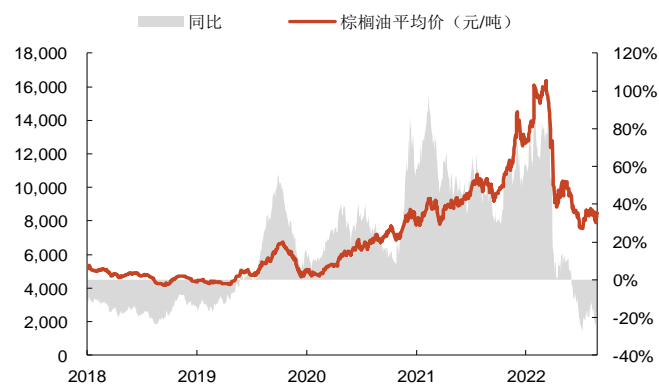


图 78：豆油平均价（元/吨）



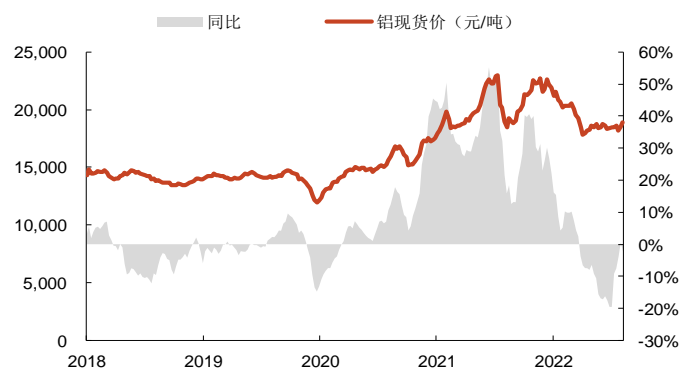
资料来源：wind，光大证券研究所，注：截至 2022 年 11 月 25 日

图 79：棕榈油平均价（元/吨）



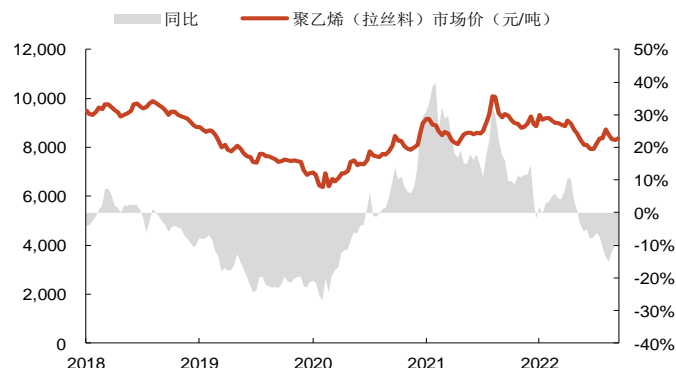
资料来源：wind，光大证券研究所，注：截至 2022 年 11 月 25 日

图 80：铝现货价（元/吨）



资料来源：wind，光大证券研究所，注：截至 2022 年 11 月 18 日

图 81：聚乙烯（拉丝料）市场价（元/吨）

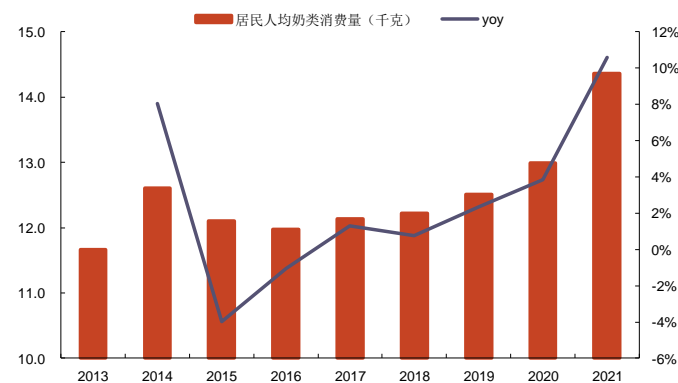


资料来源：wind，光大证券研究所，注：截至 2022 年 11 月 20 日

## 6、乳制品：需求相对稳健，费投更为谨慎

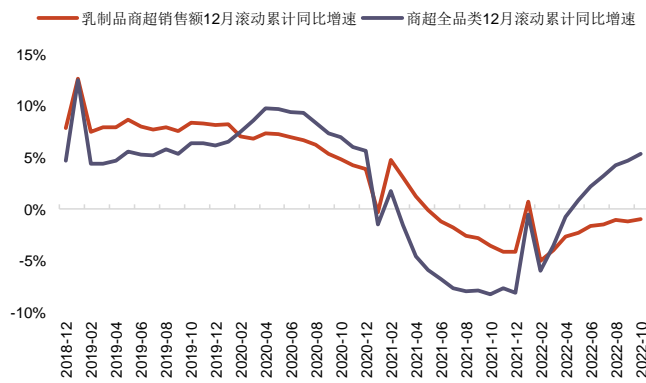
疫情催化下健康意识提升，乳品行业呈弱复苏态势。受益于后疫情时代消费者健康意识的增强，乳制品行业需求提升。其中 2021 年我国居民人均奶类消费量达 14.4 千克，同比增加 10.6%，涨幅较 2015 年以来明显提升。木丁信息数据显示，线下商超累计销售额同比增速方面，21 年 2 月以来乳制品品类商超 12 月滚动累计销售额的同比降幅持续收窄。

图 82：居民人均奶类消费量（千克）



资料来源：wind，光大证券研究所

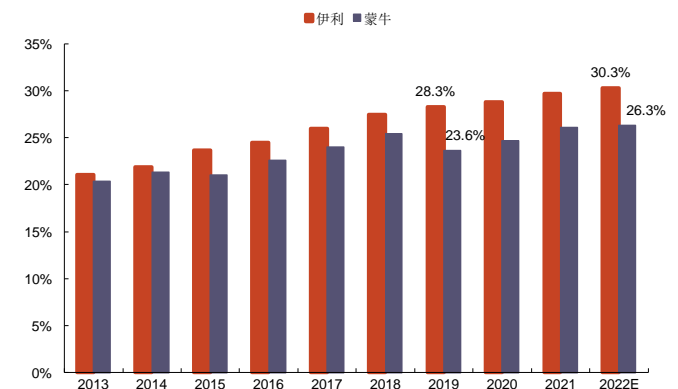
图 83：乳制品&amp;全品类商超销售额 12 月滚动累计同比增速



资料来源：木丁信息，光大证券研究所，注：截至 2022 年 10 月 31 日，数据包含 47 个品类；渠道包含大卖场、普通超市、连锁便利店；覆盖城市包含一类城市（直辖市、发达省会城市、重要城市）22 个，二类城市（省会城市、重要地级市）48 个，三类城市（地级市）68 个，四类城市（县级市）144 个；累计滚动销售额计算公式为当月前推 12 个月的合计销售额

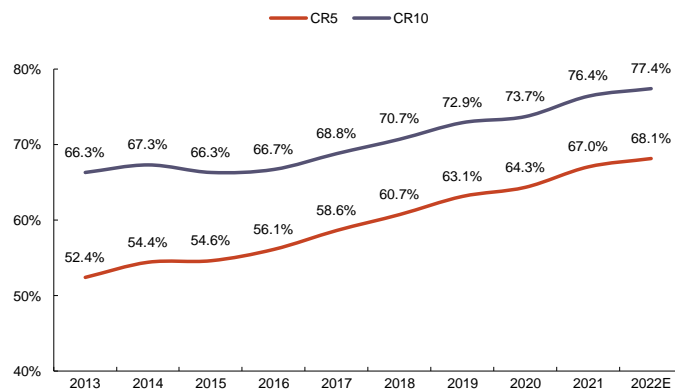
**乳制品行业持续出清，龙头份额进一步提升。**乳制品赛道竞争格局相对集中，龙头企业伊利/蒙牛占据主要市场份额。疫情对乳制品企业的物流运输及终端动销等均造成了较大影响，龙头企业在其中体现出较强的抗风险能力。根据欧睿预测，2022 年伊利/蒙牛市占率将分别为 30.3%/26.3%，市占率均实现了进一步提升。2022 年乳制品行业 CR5/CR10 市占率预计分别为 68.1%/77.4%，较 2019 年分别提升 5/4.5Pct，市场份额进一步向头部企业集中。

图 84：伊利/蒙牛在乳制品中市占率逐步提升



资料来源：欧睿预测，光大证券研究所

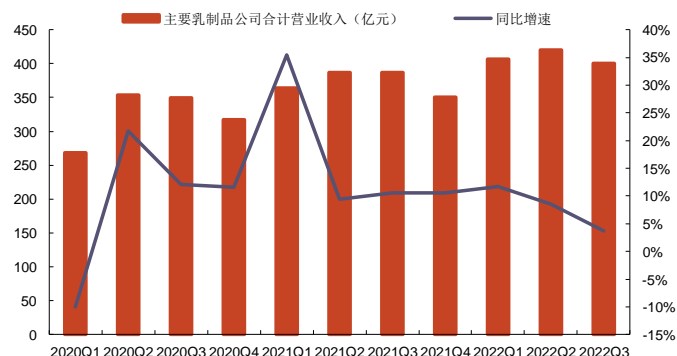
图 85：乳制品 CR5/CR10 占比提升



资料来源：欧睿预测，光大证券研究所

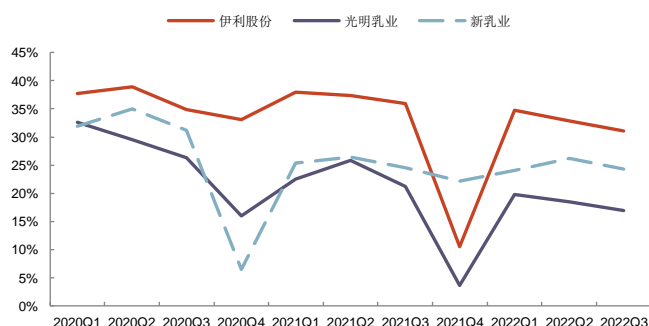
**疫情影响下短期承压，产品结构呈“K”字型增长。**2022 年三季度疫情影响虽较二季度有所缓解，但消费信心及消费能力仍有待恢复。乳制品企业业绩端短期承压，22Q3 伊利股份/光明乳业/新乳业营收分别同比+6.7%/-10.5%/+15.7%。预计随着疫情缓解及春节备货提振，22Q4 乳制品企业业绩有望改善。从产品结构看，消费分化下中端产品受影响较大，高端产品及大众品营收维持较好的增长态势。伊利股份 22 年前三季度纯牛奶和金典有机收入均获得 10% 以上的增长，金典鲜牛奶前三季度收入同比增长超 40%。新乳业 22 年前三季度低温鲜奶收入同比增长近 20%。

图 86：各乳制品企业单季度合计单季度营收同比增速（%）



资料来源：wind，光大证券研究所；注：公司包含伊利股份、光明乳业、新乳业

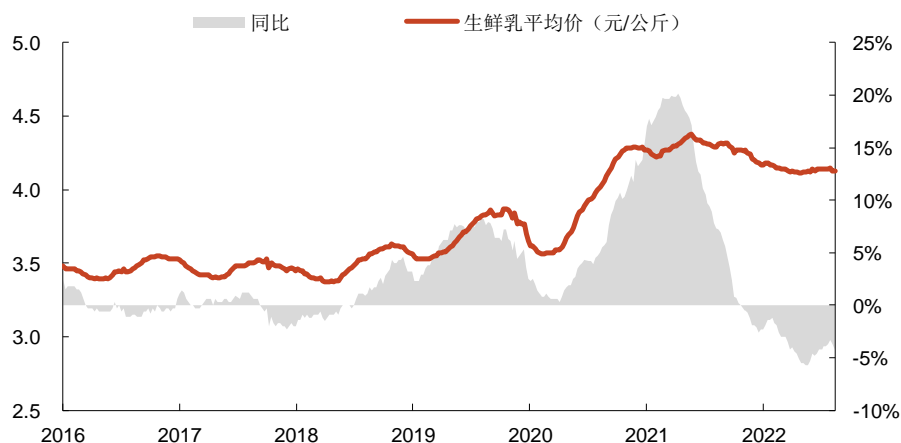
图 87：各乳制品企业单季度毛利率（%）



资料来源：wind，光大证券研究所

原奶价格持续回落，成本压力有所减轻。22 年前三季度原奶价格维持高位，但呈现稳中略降态势。截至 2022 年 11 月 16 日，生鲜乳平均价为 4.13 元/公斤，同比-4.20%。预计 22 年全年原奶价格小幅回落。展望 23 年，原奶供给虽有所增加，但考虑上游牧业成本增长，预计 23 年原奶价格相对稳定。

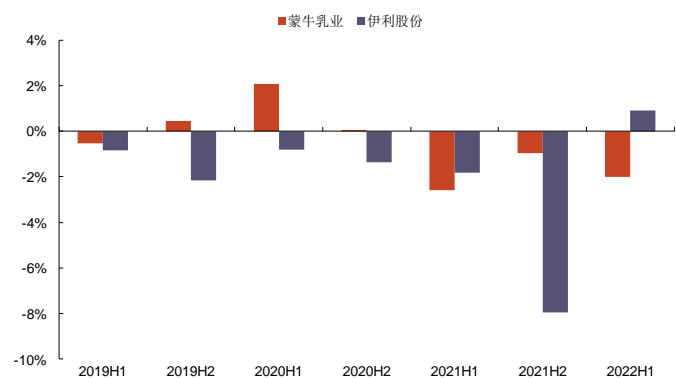
图 88：生鲜乳均价（元/公斤）



资料来源：wind，光大证券研究所，注：截至 2022 年 11 月 16 日

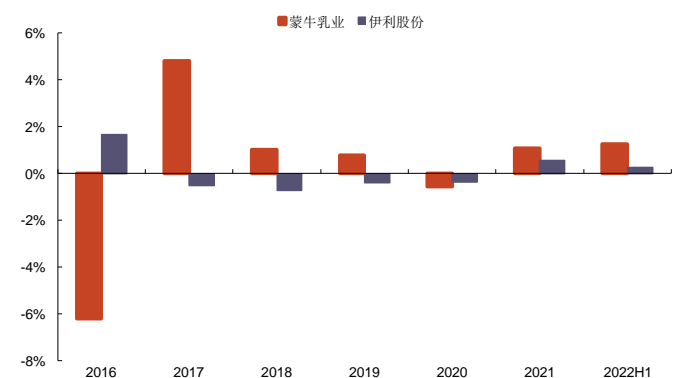
竞争趋缓下费用投放更为理性，利润诉求更为明晰。随着乳制品行业规模增势放缓，市场集中度提升至较高水平，企业间抢占市场份额所获得的边际收益减少，乳制品行业出现竞争减缓的趋势。企业费用投放有所减缩，2021 年伊利及蒙牛销售费用率均呈现下降趋势，伊利 22 年销售费用率有所提升，主要系液奶业务增势放缓被动提升销售费用率及澳优并表影响，预计春节备货动销提振下 22Q4 销售费用率有所回落。利润方面，伊利规划 2022 年净利率同比持平，2025 年净利率达 9%-10%，蒙牛规划 2022 年经营利润率提升 30-50 个基点。在企业提升净利率意愿加强的背景下，预计费用投放效率将进一步提高，企业盈利能力有望提升。

图 89：伊利&amp;蒙牛销售费用率同比变化



资料来源：wind，光大证券研究所

图 90：伊利&amp;蒙牛净利率同比变化



资料来源：wind，光大证券研究所

## 7、投资建议

**白酒：**明年疫后修复或是核心变量，虽然经济总需求的恢复需要时间，但是消费场景的修复较为明确，以宴请为主的次高端价格带最为受益，次高端及以下价格带有强势单品的酒企需求弹性更大。估值层面，历经近两年的估值压缩以及市场对经济缓慢恢复的预期，有望推动白酒板块明年估值企稳。标的方面，高端白酒需求最具确定性，维持**贵州茅台、五粮液和泸州老窖**的核心推荐；次高端板块需密切跟踪后续表现，推荐**山西汾酒**，建议关注舍得酒业。地产酒板块受益于当地消费升级以及有限的疫情影响，维持对地产酒龙头的推荐，推荐**洋河股份**，关注古井贡酒。

**啤酒：**行业高端价格带（8-15 元）快速扩容，明年随着疫情政策优化，即饮渠道放开，高端化有望提速。成本端明年上行压力小于今年，今年年末至明年初的提价有望对冲成本端影响。各啤酒企业对于利润的核心诉求不变，23 年行业业绩释放仍有较高确定性。当前重点推荐今年受疫情影响严重的**重庆啤酒**，以及估值为行业最低的**华润啤酒（H）**，推荐青岛啤酒。

**调味品：**至暗时刻已过，静待业绩好转。后续疫情形势若持续好转，餐饮渠道持续恢复、需求好转，调味品 B 端业务有望修复，推荐**海天味业、中炬高新**。

**餐饮：**餐饮行业在疫情期间受损较为严重，但同时也是疫后业绩反弹更为明显的行业，推荐：**1）卤制品：**拥有产业链一体化优势，加盟管理体系业内优秀的**绝味食品**；**2）冻品：**传统冻品龙头，经销渠道能力行业领先，且预制菜第二成长曲线快速发展的**安井食品**；拥有大 B 端经营能力，依托优势品类稳健拓展小 B 端的千味央厨。

**休闲食品：**行业多元化渠道发展的背景下，各企业积极拥抱新渠道，品类及渠道的持续开拓带来业绩端的高成长性。22 年原辅材料及燃油动力价格上涨导致成本端上行，截至年末各企业通过主动提价或原材料价格自行回落，已不同程度缓解成本端压力，预计明年利润端有望进一步恢复。推荐业绩确定性强，成本压力已明显改善的细分龙头**洽洽食品**。

**乳制品：**消费者健康意识提升下乳制品需求稳健，随着明年疫情影响的逐步减缓，终端动销有望持续恢复。成本端预计原奶价格相对稳定，利润诉求下企业费用投放更为理性，23 年乳企利润端有望进一步释放弹性。推荐龙头企业**伊利股份**。

## 7.1、 贵州茅台（600519.SH）

贵州茅台 2022 年前三季度实现营业总收入 897.86 亿元，同比增长 16.52%，归母净利润 444.00 亿元，同比增长 19.14%。Q3 单季实现总营收 303.42 亿元，同比增长 15.23%，归母净利润 146.06 亿元，同比增长 15.81%。

**Q3 保持稳健增长，电商平台推动直销渠道增幅显著。**三季度局部区域仍有疫情反复，但茅台动销较为稳健，未受到太大疫情冲击，继上半年亮眼表现之后，Q3 单季总营收和净利润依旧保持 15% 以上的同比增幅，继续彰显韧性。分产品看，22Q3 茅台酒/系列酒营收 244.35/49.42 亿元，同比增长 10.85%/42.04%，茅台酒需求较为刚性、品牌壁垒深厚，保持稳健增长，系列酒增长进一步提速（22Q1/Q2 同比增幅 29.7%/22.0%），估计茅台 1935 贡献较高。分渠道看，22Q3 直销/批发渠道营收 109.32/184.45 亿元，同比增长 111.03%/减少 9.32%，直销渠道占主营业务收入比重达到 37%，同比提升约 17pct。“i 茅台”表现亮眼，估计贡献主要增量，自 3 月底上线试运营以来，“i 茅台”实现酒类不含税收入 84.62 亿元，其中 Q2/Q3 分别约 44.16/40.45 亿元，传统批发渠道继续控制配额。截至 Q3 末，国内经销商数量 2084 个，环比 Q2 末保持稳定。

**盈利能力相对稳定，回款/预收款表现良好验证信心。**1) 22Q3 综合毛利率 91.42%，同比提升 0.59pct，估计渠道结构改善推动均价稳步提升。销售费用率 2.96%，同比提升 0.56pct，管理及研发费用率 6.56%，同比下降 0.83pct，税金及附加项占总营收比重 16.24%，同比提升 2.38pct。综合来看净利率 51.48%，同比下滑 0.83pct，主要受税金项扰动。2) 22Q3 销售现金回款 348.71 亿元，同比增长 19.58%，经营活动现金流净额 94.17 亿元，同比下降 37.36%。截至 Q3 末合同负债 118.37 亿元，环比 Q2 末增加 21.68 亿元，同比去年 Q3 末增加 27.0 亿元，预收款表现亮眼，亦验证外部不利环境下公司较强的经营韧性与抵御风险能力。

**盈利预测、估值与评级：**整体来看茅台需求较为稳定，渠道反馈回款发货平稳推进。公司经营稳健，逆境下亦可以取得优于同业的经营成果。同时坚定改革步伐、保持战略定力，持续推动营销体系改革、增强渠道掌控能力，全年加速增长确定性高。维持 2022-24 年归母净利润预测 618.11/719.71/827.13 亿元，折合 EPS 为 49.21/57.29/65.84 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，国内疫情反复。

表 6：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	45	40	34	29	26
P/B	13.1	11.2	9.5	8.0	6.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-08



## 7.2、 五粮液（000858.SZ）

五粮液 2022 年前三季度实现营业收入 557.80 亿元，同比增长 12.19%，归母净利润 199.89 亿元，同比增长 15.36%。单三季度营收 145.57 亿元，同比增长 12.24%，归母净利润 48.90 亿元，同比增长 18.50%。

**普五动销良好彰显需求韧性。**三季度虽然国内疫情有所反复、外部环境压力仍存，但公司凭借较强的品牌力与需求韧性，取得了优于同业的经营成果。八代五粮液保持良好的销售态势，前九月全国 21 个营销战区中有 14 个战区动销实现正增长，其中湖南、安徽、湖北、江西、江苏等地动销表现较为突出，动销量同比增长或达到两位数以上。当前普五发货进度基本在 90%+，经销商库存整体偏低，低度五粮液、1618 动销表现较普五存在一定滞后，经典五粮液按正常节奏消化库存。

**费用及税金收缩下净利率提升，经营质量较高。**1) 22Q3 毛利率 73.29%，同比下降 2.83pct，估计因营业成本增加较多（22Q3 营业成本同比增加 25.5%），税金及附加项占营收比重 14.13%，同比下降 1.09pct，销售费用率 11.45%，同比下降 2.77pct，管理及研发费用率 4.53%，同比下降 0.62pct。销售净利率 35.10%，同比提升 1.73pct，虽然毛利率短期承压，但费用收缩下净利率依旧抬升。2) 22Q3 销售现金回款 175.9 亿元，同比增长 10.77%，经营活动净现金流 88.98 亿元，同比增长 33.0%。截至 Q3 末合同负债 29.63 亿元，环比 Q2 末增加 10.87 亿元，四季度或仍留有一定余力，现金流和预收款验证经营质量较高。

**积极改善下经营向好，后续增长具备支撑。**行业波动下五粮液的品牌力优势得以彰显，全年有望平稳收官、完成双位数增长。今年以来公司内部积极改革，权限下放营销战区，市场运作更加灵活，消费培育、团购板块和直营渠道拓展亦有成效。当前公司已经开始明年任务规划工作，渠道层面继续消化库存以准备来年春节，23 年有望保持稳健增长。

**盈利预测、估值与评级：**维持 2022-24 年归母净利润预测为 268.84/308.14/351.82 亿元，折合 EPS 为 6.93/7.94/9.06 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 7：五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	74,463	84,252	95,042
营业收入增长率	14.37%	15.51%	12.47%	13.15%	12.81%
净利润（百万元）	19,955	23,377	26,884	30,814	35,182
净利润增长率	14.67%	17.15%	15.00%	14.62%	14.18%
EPS（元）	5.14	6.02	6.93	7.94	9.06
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.28%	23.60%	23.54%	23.46%	23.38%
P/E	34	29	25	22	19
P/B	7.9	6.8	5.9	5.2	4.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-08

### 7.3、泸州老窖 (000568.SZ)

泸州老窖 2022 年前三季度实现营业收入 175.25 亿元，同比增长 24.20%，归母净利润 82.17 亿元，同比增长 30.94%。单三季度营收 58.60 亿元，同比增长 22.28%，归母净利润 26.85 亿元，同比增长 31.05%。

**疫情下彰显经营韧性，Q3 表现较为亮眼。**三季度虽然疫情仍有扰动，但公司积极应对，坚持推进消费者培育，凭借较强的品牌势能、相对成熟的产品矩阵以及全国化渠道布局，展示了不俗的成长势能。估计高度国窖增长稳健，价盘较为稳定，渠道反馈库存亦在一个月内良性水平，低度国窖在浙江杭嘉湖、华北等区域保持优势地位，估计取得较快增长，疫情下亦为公司贡献较多增量，老字号特曲、60 版特曲今年以来处于成长期。九月下旬以来公司进入控货状态，部分渠道反馈国庆前已经完成全年回款任务，公司此前亦下发通知，国窖/特曲/百年窖龄等全系产品暂停发货，整体看回款发货按节奏推进，为全年任务达成奠定基础。

**税金及费用收缩推动业绩弹性，现金流表现强劲。**1) 22Q3 综合毛利率 88.49%，同比提升 0.98pct，销售费用率 13.62%，同比降低 2.1pct，管理及研发费用率 6%，同比基本持平，税金及附加项占总营收比重 9.17%，同比降低 2.17pct，或与生产及税收确认节奏有关。综合来看销售净利率 45.98%，同比提升 3.77pct。得益于税金及费用率收缩，业绩弹性继续释放。2) 22Q3 销售现金回款 52.83 亿元，同比增长 20.13%，经营活动现金流净额 22.35 亿元，同比增长 83.55%。回款增速与收入基本匹配，现金流增长较为强劲，除回款表现良好之外、亦与支付税费相对较少有关。截至 Q3 末合同负债 19 亿元，环比 Q2 末减少 4.29 亿元，估计与季度间预收节奏有关，同比去年 Q3 末基本持平。

**成长势能延续，业绩增长具备保障。**虽然当前外部环境仍存在不确定性，但公司内部动能较足，高度国窖控制配额，保证渠道秩序与价盘稳定，低度国窖在 600-700 元价格带优势突出，特曲系列今年增长提速，公司亦投入资源积极运作，并前瞻性布局高光、黑盖等产品蓄力长远发展。公司管理能力、营销团队、渠道运作在行业内较为突出，成长势能有望延续，较为完善的产品布局亦能在行业波动时为业绩增长提供一定保障。

**盈利预测、估值与评级：**维持 2022-24 年归母净利润预测 100.97/124.27/150.52 亿元，折合 EPS 为 6.86/8.44/10.23 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 8：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	25,217	30,335	35,937
营业收入增长率	5.28%	23.96%	22.16%	20.30%	18.47%
净利润（百万元）	6,006	7,956	10,097	12,427	15,052
净利润增长率	29.38%	32.47%	26.92%	23.07%	21.12%
EPS（元）	4.10	5.43	6.86	8.44	10.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.03%	28.37%	30.24%	30.48%	30.33%
P/E	50	38	30	24	20
P/B	13.0	10.7	9.0	7.4	6.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-08，注：2021/22 年总股本分别为 14.65/14.72 亿股

## 7.4、山西汾酒（600809.SH）

山西汾酒 2022 年前三季度实现营业收入 221.44 亿元，同比增长 28.32%，归母净利润 71.08 亿元，同比增长 45.70%。单三季度营业收入 68.10 亿元，同比增长 32.54%，归母净利润 20.96 亿元，同比增长 56.96%。

**青花系列、腰部产品收入维持较高增幅。**三季度虽然国内疫情仍有散发，但公司在相对疲软的环境下展现出了较强的风险抵御能力，Q3 经营节奏从容、收入增长环比二季度明显提速。同时，公司在淡季开展全国范围内的促销活动、加速库存去化，亦为三季度销售奠定良好基础。分产品看，Q3 汾酒/竹叶青/杏花村系列收入 64.63/1.15/2.04 亿元，同比+36.62%/-42.32%/+10.94%，估计青花系列收入增幅较为显著、占比达到 40%+，巴拿马、老白汾系列收入亦实现较高增速，玻汾控量供货下估计收入略有收缩、占比较前半年有所下降，竹叶青收入承压估计因公司目前尚在探索推广模式、基础性工作效果有待显现，分区域看，Q3 省内/省外收入为 28.67/39.15 亿元，同比增长 34.14%/31.52%，均保持较高增速，截至三季度末经销商数量共 3729 个，较 Q2 末增加 81 个，主要为省外经销商拓展，省内经销商较为稳定。

**结构优化、税金率收缩助推净利率抬升，现金流、预收款质量良好。**1) 22Q3 毛利率 77.91%，同比提升 1.71pct，虽有外部环境扰动，但产品结构持续升级，销售费用率 16.39%，同比提升 1.67pct，估计与加大市场投入有关，管理及研发费用率 4.61%，同比下降 1.2pct，税金及附加项占收入比重 17.02%，同比下降 2.89pct，估计因 Q2 生产量较高、Q3 生产节奏有所调整。综合看销售净利率 30.8%，同比提升 4.57pct。2) 22Q3 销售回款 77.82 亿元，同比增长 5.09%，经营活动现金流净额 34.59 亿元，同比减少 12.76%，估计因支付税费略有增加，但现金流整体保持健康。截至 Q3 末合同负债 47.25 亿元，环比 Q2 末小幅减少 1.19 亿元，同比去年 Q3 末增加 9.05 亿元。二季度预收款余力释放，Q3 末合同负债仍保持高位，持续验证渠道信心。

**盈利预测、估值与评级：**维持 2022-24 年归母净利润预测为 76.80/99.52/125.29 亿元，折合 EPS 为 6.29/8.16/10.27 元。公司抗风险能力在同业内较强，疫情扰动下依旧展示较强的成长势能，维持“买入”评级。

**风险提示：**国内疫情反复，青花系列增长不及预期，省外扩张不及预期。

表 9：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	26,200	32,827	40,324
营业收入增长率	17.76%	42.75%	31.19%	25.29%	22.84%
净利润（百万元）	3,079	5,314	7,680	9,952	12,529
净利润增长率	58.85%	72.56%	44.53%	29.59%	25.89%
EPS（元）	3.53	4.36	6.29	8.16	10.27
ROE（归属母公司）（摊薄）	31.49%	34.91%	37.09%	35.12%	33.09%
P/E	79	64	44	34	27
P/B	24.8	22.3	16.4	12.0	9.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-08，注：2020/21 年总股本分别为 8.72 亿股/12.20 亿股

## 7.5、 洋河股份（002304.SZ）

洋河股份 2022 年前三季度实现营业收入 264.83 亿元，同比增长 20.69%，归母净利润 90.72 亿元，同比增长 25.78%，扣非归母净利润 88.43 亿元，同比增长 29.1%。单三季度营收 75.75 亿元，同比增长 18.37%，归母净利润 21.78 亿元，同比增长 40.45%，扣非归母净利润 22.01 亿元，同比增长 30.83%。

**三季度动销环比改善，产品升级梯次推进。**下半年以来伴随疫情影响减弱，市场动销逐渐恢复，省外江西、湖南、湖北等区域势头较好，估计贡献一定增量。梦 6+在华东区域势能不减，契合当地相对较高的白酒消费能力，估计三季度终端动销环比改善。水晶梦改版后经过两年左右时间，销售势头良好，公司针对宴席市场亦有政策支持。天之蓝去年升级改版，围绕渠道网点深耕细作，浙江等近苏区域反馈新版天之蓝市场表现较好。海之蓝今年焕新，上半年新版上市后渠道终端开始铺货，产品利润有所恢复。高端的梦 9、手工班当前以品牌建设为主、并推进数字化改进。双沟继续围绕较高的增长目标，与洋河品牌错位布局。

**盈利能力稳中有升，预收款高位验证经营质量。**1) 22Q3 毛利率 76.03%，同比基本持平（-0.12pct）。销售费用率 13.95%，同比增加 0.48pct，管理及研发费用率 7.58%，同比增加 0.43pct，费用率整体较为平稳，税金及附加项占总营收比重 16.2%，同比降低 2.69pct，税率收缩估计与生产及确认节奏有关。剔除非经损益后，Q3 扣非净利率 29.05%，同比提升 2.77pct，扣非利润增长显著。2) 22Q3 销售现金回款 86.5 亿元，同比增长 7.71%，经营活动现金流净额 34.98 亿元，同比增长 3.46%，现金流水平健康。截至 Q3 末合同负债 81.73 亿元，环比 Q2 末增加 2.64 亿元，同比去年 Q3 末增加 16.63 亿元，预收款表现亮眼，结合渠道反馈多数地区已完成全年销售任务，估计四季度仍有余力，经营质量较高。

**盈利预测、估值与评级：**公司在省内基础稳固，强势的基地市场确保了在疫情散点复发的环境下，公司具备较强的抗风险能力。省外重点市场经过调整，亦进入成长通道，特别安徽、河南、浙江等市场调整后逐渐恢复。产品升级按梯次推进，省外有望逐步起势，并积极推动内部改革、营销组织下沉、人员激励强化，向上趋势不断兑现。维持 2022-24 年归母净利润预测为 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，新版海之蓝表现不及预期，疫情形势反复。

表 10：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	20	17
P/B	6.0	5.4	4.4	4.0	3.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-08

## 7.6、重庆啤酒（600132.SH）

重庆啤酒 2022 年前三季度实现营业收入 121.83 亿元，同比+8.91%；归母净利润 11.82 亿元，同比+13.27%；其中 Q3 实现营业收入 42.47 亿元，同比+4.93%；扣非后归母净利润 4.45 亿元，同比+7.33%。

**疫情扰动仍实现量价齐升，全国布局稳定发力。**拆分量价来看：Q3 公司啤酒销量为 87.81 万千升，同比+1.3%；ASP 约 4837 元/吨，同比+3.6%，量价齐升推动收入增长。分产品看：公司产品结构升级速度放缓，主流产品（包括乐堡、国宾醇麦）增长较快。Q3 高档产品实现收入 14.3 亿元，同比+0.5%；主流/经济产品的收入分别为 21.1/6.2 亿元，同比+8.9%/+1.7%。分区域看：随着大城市计划的不断推进，中区和南区增长较快，Q3 分别实现收入 18.0/11.5 亿元，同比+8.2%/+14.0%。西北区由于新疆疫情较严重，收入暂时承压，Q3 收入为 12.1 亿元，同比-6.9%。

**基地市场疫情反复致收入增速放缓。**Q3 公司销量增速放缓，主要由于公司主销区域新疆、重庆出现疫情反复，对整体销量拖累较大。大单品乌苏由于餐饮渠道依赖度高，且新疆区域销量占比高，前三季度疆外乌苏销量同比增长 4.3%，Q3 疆外乌苏销量增速较上半年增速放缓（上半年疆外乌苏销量增长 6.3%）。

**公司仍受益于以品牌为核心的行业中长期逻辑。**今年消费环境整体承压，品牌拉力势能减弱，渠道推力增强，因而重啤表现弱于强渠道公司。但从行业中长期逻辑看，品牌力是决定高端啤酒销售的核心驱动力。公司率先开启高端化的进程，目前已形成“6+6”的本地强势品牌+国际高端品牌的多品牌矩阵。且公司注重各品牌的差异化运作，通过单品牌单团队的运作模式，精准定位&多维覆盖，增强布局高端的竞争力。公司强大的品牌运作能力在外部压力纾解时将会得以充分体现，我们仍看好乌苏的增长前景，随着白啤&黑啤的加入、品牌矩阵的丰富化，我们认为 23 年乌苏有望重回较快增长。我们认为前期股价调整已较充分的反映了市场对销量、内部调整的悲观预期，且公司大单品即饮渠道占比较大，将受益于疫后消费复苏，当前时点首推重庆啤酒。

**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 14.30/16.89/19.81 亿元，折合 2022-24 年 EPS 分别为 2.96/3.49/4.09 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业边际竞争激烈程度高于预期；原材料成本上涨高于预期。

表 11：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	14,284	16,118	18,320
营业收入增长率	-	28.46%	8.88%	12.84%	13.66%
净利润（百万元）	840	1,166	1,430	1,689	1,981
净利润增长率	-	38.82%	22.64%	18.06%	17.34%
EPS（元）	1.74	2.41	2.96	3.49	4.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	143.54%	66.47%	64.52%	43.24%	33.66%
P/E	73	52	43	36	31
P/B	105	35	28	16	10

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-08，注：2020 采用备考口径披露数据



## 7.7、华润啤酒 (0291.HK)

华润啤酒 22H1 实现收入 210.13 亿元、同增 7.0%；核心 EBIT 为 51.59 亿元，同增 17.2%；核心净利润 38.02 亿元，同增 20.4%。

**联手喜力中国，破局高端决心坚定。**在行业跑马圈地的时代，华润雪花通过低价格、淡口味的大众型啤酒迅速扩大了自己的市场份额，成为了国内市占率第一的品牌。但伴随而来的问题是，在大众对于雪花品牌的固有印象困囿下，雪花产品的自身产品中高端化推广尚需时间的积累。华润在收购喜力中国后，可以借助这一拥有两百多年历史的品牌作为“敲门砖”来攻入夜店以及高端餐饮渠道，亦可进一步拉动华润的中高端品牌，另一方面，喜力在中高端的渠道运营经验也可以帮助到华润。

**轻装上阵，蓄力高端。**此前华润于 2017 年已进行了大刀阔斧的改革，集中关厂并进行减员。当前轻装重新上阵的华润目标明确：抓住中高端啤酒升级的趋势，我们相信在公司的强执行力下，华润终将蓄势破局而出，提升在高端啤酒的市场份额。行业龙头的集中度提升是啤酒行业的整体趋势所在，抓住存量市场中的产品升级过程，龙头公司方能重获增长动力。

**上半年疫情反复致高端化进程短期放缓，中长期来看高端化仍是行业趋势。**疫情对啤酒高端化进程产生短期扰动，主要体现在夜场开店率较低（大概是疫情前的 60%-70%），以及部分城市限制堂食或者限制就餐人数。今年 3、4 月的疫情反复对啤酒高端化影响较大，在疫情反复和消费环境弱的双重压力下，22H1 高端市场销量仍有个位数增长。虽然即饮渠道受冲击，但流通渠道消费升级态势依旧向好，呈现出较强韧性。随着后续疫情形势逐步好转，消费信心逐步恢复，高端市场销量增速有望回到双位数增长。

展望 2023 年，公司仍坚定推进高端化战略，喜力有望继续保持较好增速。在今年疫情影响高端化的大背景下，喜力的表现颇为亮眼，这和公司产品在非即饮渠道有较多布局，部分对冲了即饮渠道受疫情扰动的影响有关。此外公司亦要加大对老雪花的投入，并对匠心营造和脸谱进行更加精准的覆盖和组合操作。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测分别为 41.24/48.60/56.92 亿元，折合 2022-2024 年 EPS 分别为 1.27/1.50/1.75 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险，区域竞争加剧。

表 12：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	35,875	38,609	40,995
营业收入增长率	-5.2%	6.2%	7.5%	7.6%	6.2%
归母净利润（百万元）	2,094	4,587	4,124	4,860	5,692
归母净利润增长率	59.6%	119.1%	-10.1%	17.8%	17.1%
EPS（元）	0.65	1.41	1.27	1.50	1.75
P/E	77	35	39	33	28
核心净利润（百万元）	2,656	3,583	4,424	5,160	5,992
yoy	0.9%	34.9%	23.5%	16.6%	16.1%
核心 EPS（元）	0.82	1.10	1.36	1.59	1.85
核心 P/E	60	45	36	31	27
EV/EBITDA	29	26	23	21	20

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2022-12-08，1HKD=0.8937CNY，注：核心 EBIT/净利润均历史回溯调整存货减值损失，2021 年归母净利润含 17.55 亿元的土地处置收益



## 7.8、青岛啤酒 (600600.SH)

青岛啤酒前身是 1903 年 8 月由德国商人和英国商人合资在青岛创建的日耳曼啤酒公司青岛股份公司，青啤也是中国历史最悠久的啤酒制造厂商之一，在中国消费者心中拥有高端的品牌形象，具备打造高端大单品能力和高端渠道运作能力。2022 年前三季度，公司实现营业收入 291.1 亿元，同比+8.7%；归母净利润 42.7 亿元，同比+18.2%；扣非归母净利润 38.6 亿元，同比+20%。

**具备高端基因，结构持续提升。**青岛啤酒品牌价值连续多年保持行业第一，从高端产品推进情况来看，增速亮眼。2021 年青岛啤酒高档以上产品销量同比增长 14%，经典等中高档产品销量同比增长 20%，高档产品中白啤表现亮眼同比增速 50%+。今年以来主品牌延续之前的快速增长态势，白啤在内核心单品表现亮眼。**青岛白啤 21 年销量近 9 万吨，取得高速增长的原因在于：**①白啤带有清新的花香和果香，容易获得女性喜爱，受益于女性饮酒消费崛起，行业增速快。②青岛白啤错位竞争：在各品牌的白啤中，1664、福佳白啤等定位超高端，而青岛白啤定位高端，错位竞争下，拥有更舒适的增长空间。③公司资源倾斜：2020 年底公司开始重点布局白啤，并给予充分的资源投放，并对各个区域下达白啤销售任务，助推青岛白啤高速增长。

**多元化营销助青啤融入 Z 世代。**2014 年公司成立创新营销事业部，围绕体育、音乐、文化进行了大量营销创新，提升青啤国际知名度和品牌年轻度。公司为了更好地做好消费者培育，在业内率先推出“TSINGTAO1903 青岛啤酒体验店”，满足消费者个性化、场景化、便捷化、高端化的多层次需求。

**Q3 旺季如期量价齐升，23 年业绩释放仍有较高确定性。**1) 从销量来看，受今年夏季高温天气影响，以及去年同期低基数影响，Q3 青啤销量实现较快增长。7、8 月公司销量均实现双位数增长，9 月受疫情反复影响，销量增速回落至低个位数。2) 从吨价来看，中秋国庆聚会的高端酒动销起到一定促进作用，青岛主品牌销量实现双位数增长。**展望明年**，随着疫情政策优化，即饮渠道放开，啤酒行业高端化有望提速。成本端明年上行压力小于今年，今年年末至明年初的提价有望对冲成本端影响。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测分别为 34.89/42.51/49.16 亿元，折合 2022-2024 年 EPS 分别为 2.56/3.12/3.60 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**局部地区竞争加剧；行业高端化进程低于预期；原料价格上涨超预期。

表 13：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	32,572	34,068	35,633
营业收入增长率	-0.80%	8.67%	7.97%	4.59%	4.59%
净利润（百万元）	2,201	3,155	3,489	4,251	4,916
净利润增长率	18.86%	43.34%	10.58%	21.83%	15.64%
EPS（元）	1.61	2.31	2.56	3.12	3.60
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.67%	13.72%	13.96%	15.41%	16.13%
P/E	68	47	43	35	30
P/B	7.2	6.5	6.0	5.4	4.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-08

## 7.9、海天味业（603288.SH）

海天味业 2022 年前三季度实现营业收入 190.94 亿元、yoy+6.11%，归母净利润 46.67 亿元、yoy-0.86 %。其中 2022Q3 实现营业收入 55.62 亿元、yoy -1.77%，归母净利润 12.74 亿元、yoy-5.99%。

**疫情反复导致业务承压，经销商数量稳中微增。**疫情反复下，餐饮行业景气度较差，加上部分地区物流受阻，公司第三季度业务收入仍处于整体承压状态，22Q3 酱油/蚝油/调味酱分别实现营收 29.10/10.01/5.57 亿元，yoy-8.1%/-5.6%/+4.4%。分区域看，22Q3 东部/南部/北部区域营业收入有所下滑，分别实现 10.10/9.76/12.59 亿元，yoy-7.6%/-6.7%/-4.8%；中部/西部实现微弱增长，分别实现 11.75/6.92 亿元，yoy+0.7%/+0.5%。截至 22Q3，公司全国拥有 7153 家经销商，单季度净增加 6 家，其中东部/南部分别净增 16/8 家，中部/北部/西部分别净减 3/7/8 家。分渠道看：22Q3 线下渠道有所缩减，收入 yoy-5.4%；线上渠道维持较快增长态势，收入 yoy+46.3%。

**添加剂事件短期扰动销售，疫情缓解将使公司受益。**调味品添加剂事件对 KA 卖场和商超渠道影响大于对流通渠道的影响（因为流通渠道偏好消费高性价比产品），作为应对措施，公司计划加快 0 添加产品的推广速度，并加速抢占舆论影响较小的农贸、乡镇市场。事件预计短期会对公司销售带来一定负面影响，加上去年基数较高，四季度业绩或进一步承压。我们认为公司韧性仍在，事件冲击为暂时性影响，后续应关注公司的应对策略：包括经销商政策、KA 渠道的应对以及流通渠道的推进。海天在餐饮渠道仍具有绝对话语权，若疫情缓解，海天将较为受益。展望 2023 年，随着添加剂事件过去，以及疫情形势好转下餐饮渠道恢复，在 B 端拥有较高话语权的海天味业有望受益。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持海天味业 2022-2024 年归母净利润预测分别为 66.80/79.32/91.45 亿元，折合 2022-2024 年 EPS 分别为 1.44/1.71/1.97 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 14：海天味业盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	22,792	25,004	26,520	29,658	33,099
营业收入增长率	15.13%	9.71%	6.06%	11.83%	11.60%
净利润（百万元）	6,403	6,671	6,680	7,932	9,145
净利润增长率	19.61%	4.18%	0.14%	18.74%	15.29%
EPS（元）	1.98	1.58	1.44	1.71	1.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	31.91%	28.51%	24.85%	25.20%	24.95%
P/E	40	51	55	47	41
P/B	13	14	14	12	10

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-08（注：2020-2022 年股本数分别为 32.40/42.13/46.34 亿股）

## 7.10、中炬高新（600872.SH）

中炬高新 2022 年前三季度实现营业收入 39.56 亿元、yoy+15.95%，归母净利润 4.19 亿元、yoy+14.18%。其中 2022Q3 实现营业收入 13.04 亿元、yoy+18.98%，归母净利润 1.06 亿元、yoy+21.51%。

**调味品销售持续改善，渠道拓展有序推进。**单看子公司美味鲜，前三季度实现收入 36.37 亿元，yoy+10.95%。分产品看：Q3 酱油/鸡精鸡粉/食用油分别实现收入 7.1/1.4/1.5 亿元，yoy+18.4%/+18.3%/-4.6%。分区域看：Q3 各区域收入均实现正增长，中西部地区由于四川限电，疫情反复影响 Q3 收入增幅收窄至 1.2%，东部/南部/北部区域收入 2.6/4.9/1.6 亿元，yoy+16.8%/+11.4%/0/+28.3%。公司持续推进渠道拓展工作，截至 22Q3 末，公司在全国拥有 1942 家经销商，Q3 净增 49 家，其中东部/南部/中西部/北部区域分别净增 6/14/14/15 家。分渠道看：Q3 分销和直营渠道分别实现收入 11.2/0.4 亿元，yoy+12.7%/-0.4%。

**Q3 毛利率改善，净利率基本保持稳定。**1) 22 年前三季度/22Q3 公司毛利率分别为 31.72%/31.15%，同比-1.36/+0.56pcts。Q3 公司毛利率上涨主要系低毛利率的食用油收入占比下降，产品结构改善。2) 22 年前三季度/22Q3 公司销售费用率分别为 8.48%/9.13%，同比-0.32/-0.46pcts，主要系收入增长较快，规模效应下费用率降低。3) 22 年前三季度/22Q3 管理费用率分别为 6.31%/8.21%，同比-0.05/+0.96pcts，考核激励费用计提带来管理费用率提升。4) 综合来看，22 年前三季度/22Q3 公司销售净利率达到 11.3%/8.69%，同比-0.31/+0.05pcts。

**经营持续向好，股权纠纷即将解决提升估值性价比。**今年以来中炬合理化了考核目标、辅以激励性的分层达成目标，经销商和营销团队动力显著提升，经营层面持续向好，库存水平健康。股权变化方面，前期压制公司估值的因素主要为前两大股东的股权纠纷，当前已取得突破性进展。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持中炬高新 2022-2024 年归母净利润预测分别为 6.11/7.63/9.14 亿元，折合 2022-2024 年 EPS 分别为 0.78/0.97/1.16 元，维持“增持”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险；食品安全风险。

表 15：中炬高新盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,123	5,116	5,484	5,973	6,483
营业收入增长率	9.59%	-0.15%	7.20%	8.91%	8.54%
净利润（百万元）	890	742	611	763	914
净利润增长率	23.96%	-16.63%	-17.58%	24.84%	19.70%
EPS（元）	1.12	0.93	0.78	0.97	1.16
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.28%	19.36%	14.54%	15.99%	16.78%
P/E	35	42	51	41	34
P/B	7	8	7	6	6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-08（注：2021-2022 年总股本数分别为 7.97/7.85 亿股）

## 7.11、绝味食品（603517.SH）

绝味食品 2022 年前三季度实现收入 51.20 亿元，同比增长 5.64%，实现归母净利润 2.19 亿元，同比下滑 77.2%，其中 3Q22 公司实现收入 17.84 亿元，同比增长 4.77%，实现归母净利润 1.21 亿元，同比下滑 73.9%，因去年 Q3 实现投资收益 2.7 亿元，剔除投资收益的归母净利润同比下滑 31.2%，公司经营企稳，符合市场预期。

**单店收入环比改善，期待 Q4 增长表现。**1) **分品类看：**Q3 鲜货类/包装类/加盟商管理/其他业务收入 14.4/0.5/0.2/2.3 亿元，同比变动-3%/66%/20%/90%，受疫情影响，绝味仍有 5%-10%的门店暂停营业，主业鲜货类有所承压，但收入降幅较 Q2 有所收窄，此外，公司代工业务扩张带动包装类收入增长，子公司绝配供应链受益于绝味体系及外部订单承接，延续了自 2021 年以来的快速增长；2) **从门店角度看：**上半年加盟商已基本完成开店主体目标，据渠道反馈 Q3 开店 100 家左右，系自然开店的结果，同时单店创收逐月环比改善，最困难的时期已经过去，叠加 Q4 世界杯驱动，我们预期公司业绩有望进一步改善。

**费率回归正常水平，盈利能力环比提升。**2022 年前三季度毛利率 26.5%，其中单 Q3 公司毛利率 23.6%，同比减少 8.0 pcts，环比减少 2.1 pcts，公司成本依旧承压，但随着气温下降，鸭苗病死率降低，供给逐步修复，Q4 起公司成本压力存在减缓的可能性，叠加此前的提价、新品发布及产品结构调整，Q4 毛利率有望提升。Q3 绝味销售费用率 6.5%，同比减少 0.5 pct，环比减少 3.2 pcts，费率回到正常水平，尽管 Q3 已不再有补贴费用，但公司依然能维持单店修复及较低的闭店率，体现了加盟商的信心修复及门店较好的生存能力。Q3 管理费用率 6.45%，同比提升 0.8 pct，环比减少 3.8 pcts，同样回到正常水平，根据公司新一轮股权激励方案，2022-26 年分别摊销费用 1087/4346/2587/1159/219 万元，若用 2021 年的收入计算，每年摊销的费用率不超过 1%，故对管理费用率影响不大。由此，Q3 公司实现归母净利率 6.8%，较 1H22 提升 3.8 pcts，甚至较疫情最开始蔓延的 1Q20 仍提升 0.9 pct。根据久谦数据，3Q22 全国各类业态在营门店总数较 2021/20/19 年同期下滑 14%/8%/28%，因此基于当前的消费环境，绝味 Q3 取得的成绩具有重要的意义，即门店已能通过自身经营较好回血，期待成本下行及公司利润弹性释放。

**盈利预测、估值与评级：**绝味龙头地位稳固，尽管短期疫情扰动对业绩影响较大，但随着疫情缓解，绝味业绩弹性有望充分释放，维持 2022-24 年公司归母净利润预测为 4.35/11.61/15.05 亿元，折合 2022-2024 年 EPS 分别为 0.72/1.91/2.47 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料持续上涨，单店修复不及预期，疫情反复。

表 16：绝味食品盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,276	6,549	7,064	8,731	9,973
营业收入增长率	2.01%	24.12%	7.86%	23.60%	14.23%
净利润（百万元）	701	981	435	1,161	1,505
净利润增长率	-12.46%	39.86%	-55.61%	166.70%	29.60%
EPS（元）	1.15	1.60	0.72	1.91	2.47
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.13%	17.20%	7.52%	16.71%	17.80%
P/E	48	35	78	29	22
P/B	6.8	6.0	5.8	4.9	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-8，2020-22 年股本为 6.09/6.15/6.09 亿股

## 7.12、安井食品（603345.SH）

安井食品 2022 年前三季度公司实现收入 81.56 亿元，同比增长 33.8%，归母净利润 6.89 亿元，同比增长 39.6%，其中 Q3 实现收入 28.81 亿元，同比增长 30.8%，实现归母净利润 2.36 亿元，同比增长 61.6%。

**安井逆势稳健增长，期待 Q4 旺季放量。** Q3 整体消费环境依旧有所承压，但安井仍能实现 30%+ 的收入增长，业绩稳健性较高，考虑到今年小龙虾旺季提前结束，我们推测 Q3 新宏业对安井收入贡献低于上半年，剔除新宏业收入影响，安井主业+预制菜营收增长或仍有 20%+，得益于公司 BC 兼顾的渠道策略，疫情对渠道带来的不利影响可较好缓解，其中冻品先生借助安井品牌及渠道赋能，预计营收仍维持高速增长。考虑到 Q4 随着气温转冷，火锅料逐步进入旺季，且渠道库存不高，安井有望维持增长动能，扩大龙头优势。

**净利率同比提升，费用精简成效明显：**3Q22 公司归母净利润同比增长 62%，剔除新宏业利润增量，我们推测 Q3 安井主业+预制菜归母净利润同比增长在 40%-50% 左右，依然高于收入增速，一方面，3Q22 公司高净利率主业占比提升，另一方面，公司成本可控，且通过费用精细化运作以实现财务稳健的目标不变，促销人员投入和广告费用或继续优化，3Q22 公司实现归母净利率 8.2%，同比增加 1.6 pct。

**持续上新推动渠道势能，夯实冻品龙头地位：**我们观察海外头部冻品公司的发展趋势，在大的品类变革前，持续稳健发挥“新品+营销”的组合拳，并逐步释放规模效应，是龙头维持市场地位的核心手段。Q3 以来安井热销新品逐步上市，如火山石烤肠、爆浆糍粑等，同时原有的酸菜鱼、小酥肉等大单品仍在持续放量，我们认为安井依托业内优质且配合度高的经销资源，有望持续在预制菜领域打开局面，待新品体量逐步释放，产能及供货体系打磨更加完善，安井营收有望实现可持续的中高速增长，持续夯实冻品龙头地位。

**盈利预测、估值与评级：**Q3 公司业绩持续稳健增长，体现了安井面对疫情的抗风险性，同时产品的推陈出新有望维持增长动能，作为第二成长曲线的预制菜也在持续放量，在优质渠道的加成下，安井有望继续扩大龙头优势，我们维持公司 2022-24 年归母净利润预测为 10.2/14.0/17.0 亿元，折合 2022-2024 年 EPS 分别为 3.46/4.76/5.80 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**物流持续受限，渠道拓展受阻，原材料成本上行。

表 17：安井食品盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6,965	9,272	12,197	15,750	18,537
营业收入增长率	32.25%	33.12%	31.54%	29.13%	17.70%
净利润（百万元）	604	682	1,016	1,397	1,701
净利润增长率	61.73%	13.00%	48.94%	37.50%	21.77%
EPS（元）	2.55	2.79	3.46	4.76	5.80
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.39%	13.45%	8.77%	10.99%	12.11%
P/E	64	59	47	34	28
P/B	10.6	7.9	4.2	3.8	3.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-08，2020-22 年股本数为 2.37、2.44、2.93 亿股



### 7.13、千味央厨（001215.SZ）

千味央厨 2022 前三季度实现收入 10.30 亿元，同比增长 16.0%，实现净利润 0.69 亿元，同比增长 24.2%，其中 Q3 实现收入 3.82 亿元，同比增长 19.2%，实现净利润 0.24 亿元，同比增长 19.65%。

**大 B 渠道修复叠加小 B 渠道动能维持，公司增长重回正轨。**3Q22 公司收入增长较 2Q22 提速明显，大 B 小 B 增长均有所修复，其中：

**大 B 端：**西式快餐修复较好，公司第一大客户百胜中国疫后改善明显，公司及时上新放量，大单品油条、派已实现独家供应，蛋挞在肯德基中份额提升明显，有望成为长线品类，充分享受红利，根据在手订单判断，在疫情稳定的前提下，公司针对百胜中国的收入有望同比持平或略有增长；中式快餐及其他类型客户（海底捞、瑞幸等）业绩有所承压，但仍可保持 10%-30% 的收入同比增长动能。

**小 B 端：**随着疫情缓解，团餐、乡厨等小 B 端消费场景逐步修复，一方面公司与经销商实行项目制联合体制度，整合资源集中扶持头部经销商，帮助经销商开拓市场，3Q22 前 20% 经销商收入依然维持上半年快速增长的节奏，公司核心单品油条、蒸煎饺等品类得以放量，蒸煎饺全年有望实现 2 亿元体量。另一方面，公司积极拓展早餐渠道，开发了较为完善的产品组合（如油条+蒸煎饺+大包子），早餐渠道食品工业化水平提升较快，公司依靠行业领先的产品开发体系优势切入该细分场景，避开龙头的直接竞争，有望在未来贡献明显增量。

**毛利率同比及环比提升，费用控制良好。**3Q22 公司毛利率同比提升 0.7 pct（环比提升 0.75 pct），推测系核心原材料成本走低及公司产品结构调整，货值更高产品开始逐步推向市场，销售费用率同比提升 0.7 pct（环比提升 1.25 pct），系公司的新增子公司销售费用增加及公司自身渠道人员投入增加，管理费用率同比微幅提升 0.09pct（环比减少 1.92 pct），值得一提，公司芜湖工厂投产产生的折旧摊销拉高 Q2 管理费用率，但 Q3 在规模效应下改善明显，也能体现公司优秀的费用控制能力。叠加财务费用率及其他费率改善，3Q22 公司净利率同比提升 0.03pct（环比提升 0.5 pct）。

**盈利预测、估值与评级：**Q3 公司收入及利润增长修复正轨，大 B 渠道修复有望成为后续业绩的压舱石，同时较强的推新及产品打磨能力，对小 B 渠道的深化培育终将收获成果，我们维持公司 2022-24 年归母净利润预测为 1.01/1.29/1.68 亿元，折合 2022-2024 年 EPS 分别为 1.17/1.49/1.94 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**渠道拓展不及预期，成本持续上涨，物流受限。

表 18：千味央厨盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	944	1,274	1,534	1,947	2,332
营业收入增长率	6.20%	34.89%	20.39%	26.95%	19.78%
净利润（百万元）	77	88	101	129	168
净利润增长率	3.33%	15.51%	14.31%	27.50%	30.61%
EPS（元）	1.20	1.02	1.17	1.49	1.94
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.15%	9.28%	9.71%	11.01%	12.58%
P/E	54	63	57	45	34
P/B	7.1	5.9	5.4	4.8	4.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-8，2020-21 年末公司股本数为 0.64/0.87 亿股



## 7.14、洽洽食品（002557.SZ）

洽洽食品 2022 年前三季度实现营业收入 43.84 亿元，同比+12.91%；归母净利润 6.27 亿元，同比+5.45%。其中 2022Q3 单季度实现营业收入 17.05 亿元，同比+13.56%；归母净利润 2.76 亿元，同比+3.24%。

**瓜子业务增势良好，坚果业务实现恢复性增长。**三季度公司收入端增长稳健。**瓜子业务**增势良好，单三季度同比增长 15%左右。对比单二季度受益于疫情下居家场景增加，22Q2 瓜子业务同比增长约 30%以上，三季度增速回落至正常水平。拆分量价来看，量增与价增分别贡献约 6%/8%左右的增量。对比 22H1 量增 6%及价增 8%的水平，22Q3 公司维持了上半年的增长态势。对比往年量增 7%-8%、价增 2%-3%的结构，公司自 21Q4 提价以来，在顺利价增的基础上，维持了往年的量增水平，充分展现了洽洽优秀的转嫁能力。分品类看，红袋瓜子与蓝袋瓜子均保持了约 14%左右的同比增速，原香瓜子同比增速略高于红袋及蓝袋瓜子。**坚果业务**下半年进入销售旺季，三季度同比增长约 30%，主要由量增贡献。22H1 因疫情扰动，送礼场景缺失，坚果增速有所放缓。对比 22Q1 及 22Q2 分别同比增长 8%/近 20%的表现，三季度坚果业务实现恢复性增长。其中每日坚果屋顶盒装中秋节庆间销量较好，贡献三季度坚果业务的主要增量。

**毛利率端有所改善，费用端投入力度有所增强。****成本端**，22Q1-Q3/22Q3 公司毛利率分别为 30.47%/32.32%，单三季度同比/环比+0.18/+4.84pcts，主要系公司为应对原辅料及燃油动力价格上涨带来的成本端压力，对瓜子、坚果及豆类花生多个品类相继提价。22Q3 公司原料成本端变动不大，提价的逐步落地带动公司毛利率有所改善。**费用端**，22Q1-Q3/22Q3 销售费用率分别为 9.23%/9.75%，单三季度同比/环比+1.52/+1.20pcts。主要系公司加大品牌费用投入及终端促销力度，营销人员增加亦带来薪酬及绩效奖金的增加。22Q1-Q3/22Q3 管理费用率分别为 5.30%/5.08%，单三季度同比/环比+0.72/-1.53pct。**综合来看**，22Q1-Q3/22Q3 公司净利率分别为 14.30%/16.17%，单三季度同比/环比-1.62/+4.67pcts。公司利润端改善已有所显现，单季度净利率已回升到历史较高水平。

**盈利预测、估值与评级：**公司瓜子业务稳健，坚果业务渠道拓展顺利，成本压力对利润端的冲击已有所改善。我们维持公司 2022-24 年归母净利润预测为 10.25/12.58/14.60 亿元，折合 2022-2024 年 EPS 分别为 2.02/2.48/2.88 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料成本波动；核心产品增长不达预期；提价落地进程不及预期。

表 19：洽洽食品盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,289	5,985	7,008	8,090	9,189
营业收入增长率	9.35%	13.15%	17.08%	15.45%	13.59%
净利润（百万元）	805	929	1,025	1,258	1,460
净利润增长率	33.40%	15.35%	10.39%	22.71%	16.06%
EPS（元）	1.59	1.83	2.02	2.48	2.88
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.14%	19.37%	19.13%	20.43%	20.78%
P/E	33	29	26	21	18
P/B	6.3	5.5	4.9	4.3	3.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-08

## 7.15、伊利股份（600887.SH）

伊利股份 2022 年前三季度实现营业总收入 938.61 亿元，同比+10.42%，归母净利润 80.61 亿元，同比+1.47%；其中 2022Q3 单季度实现营业总收入 303.98 亿元，同比+6.66%，归母净利润 19.29 亿元，同比-26.46%。剔除澳优并表影响，公司前三季度内生业务收入同比增长约 7%。

**疫情影响下液态奶增速放缓，奶粉业务保持较高增速。**三季度疫情影响虽较 22Q2 有所缓解，但多地疫情散发下封控管理较为严格，消费信心及消费能力恢复有所影响。**液体乳** 22Q1-Q3/22Q3 分别实现收入 641/212.1 亿元，同比-0.95%/-4.9%。前三季度，常温液奶在稳定价盘的基础上增长稳健，纯牛奶和金典有机收入均获得 10%以上的增长，安慕希收入增速有所放缓。**奶粉及奶制品** 22Q1-Q3/22Q3 分别实现收入 187.3/66.6 亿元，同比+64.7%/+60.5%。内生奶粉业务前三季度收入同比增长 20%+，其中有机奶粉同比增长 50%+，儿童奶粉实现翻倍增长。领婴汇持续赋能，母婴渠道前三季度收入占比提升至 75%，收入同比增长近 30%。奶酪业务市场份额进一步提升，前三季度收入同比增长 30%+。**冷饮产品** 22Q1-Q3/22Q3 分别实现收入 92/19.1 亿元，同比+32.4%/+35.3%。

**销售费用率大幅提升，短期利润承压。**毛利率端，22Q1-Q3/22Q3 毛利率分别为 32.86%/31.02%，单三季度可比口径下同/环比+0.59/-1.78Pct。产品结构升级叠加促销政策较为理性，公司毛利率同比略有提升。**费用率端**，22Q1-Q3/22Q3 销售费用率分别为 18.47%/18.75%，单三季度同比/环比+3.30/+0.23Pct。22Q3 毛销差为 12.27%，同比/环比-2.71/-2.01Pct。主要系 1) 受疫情影响液奶业务增势放缓，规模效应未能充分显现，销售费用率被动提升。2) 奶粉奶酪等费用率较高的业务占比逐步提升，拉动销售费用率提升。3) 公司赞助的部分综艺节目受疫情影响，从 22H1 延期到 22Q3 播出，导致单三季度费用计入增加。4) 澳优并表亦提升公司销售费用率，剔除澳优并表影响，单三季度公司销售费用率同比提升约 2Pct。22Q1-Q3/22Q3 管理费用率分别为 4.09%/4.58%，单三季度同比/环比+1.10/0.21Pct。**综合来看**，22Q1-Q3/22Q3 净利率分别为 8.59%/6.34%，单三季度同比/环比-2.86/-1.72Pct。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测为 93.54/107.62/126.47 亿元，折合 2022-2024 年 EPS 为 1.46/1.68/1.98 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情影响超预期，原材料成本波动，核心产品增长不达预期。

表 20：伊利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）	96,886	110,595	122,709	136,308	149,644
营业收入增长率	7.38%	14.15%	10.95%	11.08%	9.78%
净利润（百万元）	7,078	8,705	9,354	10,762	12,647
净利润增长率	2.08%	22.98%	7.46%	15.05%	17.52%
EPS（元）	1.16	1.36	1.46	1.68	1.98
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.30%	18.25%	18.37%	19.53%	21.02%
P/E	27	23	21	19	16
P/B	6.3	4.2	3.9	3.6	3.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-08，注：2020 年总股份为 60.83 亿股，2021 年总股本为 64.00 亿股，2022 年总股本数为 63.99 亿股

## 8、风险分析

- 1) **宏观经济增速下行风险**：若宏观经济增速下行明显，居民的消费能力和消费意愿将降低，可能会导致需求端疲软，造成企业收入及盈利不及预期。
- 2) **国内疫情再次蔓延**：疫情防控对餐饮消费场景影响较大，若国内疫情形势再次严峻，防控措施升级，则会对餐饮、聚会、宴席等消费场景造成较大冲击，从而影响企业业绩。
- 3) **成本上涨风险**：食品原料成本上涨，若短期内上游成本压力未能及时向下游传导，则会导致短期企业盈利承压。

表 21：食品饮料行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E	本次	变动
600519.SH	贵州茅台	1687.02	41.76	49.21	57.29	40	34	29	11.2	9.5	8	买入	维持
000858.SZ	五粮液	174.76	6.02	6.93	7.94	29	25	22	6.8	5.9	5.2	买入	维持
000568.SZ	泸州老窖	204.40	5.43	6.86	8.44	38	30	24	10.7	9	7.4	买入	维持
600809.SH	山西汾酒	278.00	4.36	6.29	8.16	64	44	34	22.3	16.4	12	买入	维持
002304.SZ	洋河股份	152.56	4.98	6.47	7.49	31	24	20	5.4	4.4	4	买入	维持
600132.SH	重庆啤酒	126.46	2.41	2.96	3.49	52	43	36	35	28	16	买入	维持
0291.HK	华润啤酒	49.51	1.41	1.27	1.50	35	39	33	5.6	5.3	4.8	买入	维持
600600.SH	青岛啤酒	109.19	2.31	2.56	3.12	47	43	35	6.5	6	5.4	买入	维持
603288.SH	海天味业	80.00	1.58	1.44	1.71	51	55	47	14	14	12	买入	维持
600872.SH	中炬高新	39.39	0.93	0.78	0.97	42	51	41	8	7	6	增持	维持
603517.SH	绝味食品	55.62	1.60	0.72	1.91	35	78	29	6	5.8	4.9	买入	维持
603345.SH	安井食品	164.48	2.79	3.46	4.76	59	47	34	7.9	4.2	3.8	买入	维持
001215.SZ	千味央厨	64.60	1.02	1.17	1.49	63	57	45	5.9	5.4	4.8	买入	维持
002557.SZ	洽洽食品	52.31	1.83	2.02	2.48	29	26	21	5.5	4.9	4.3	买入	维持
600887.SH	伊利股份	31.23	1.36	1.46	1.68	23	21	19	4.2	3.9	3.6	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-8；汇率按 1HKD=0.8937CNY 换算

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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

## 分析师声明

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

## 法律主体声明

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

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

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

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

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

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

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

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

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

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

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