

聚焦龙头，期待复苏

——食品饮料行业2023年投资策略






2022年12月15日



作者：叶倩瑜、陈彦彤、杨哲、李嘉祺、汪航宇、董博文



证券研究报告

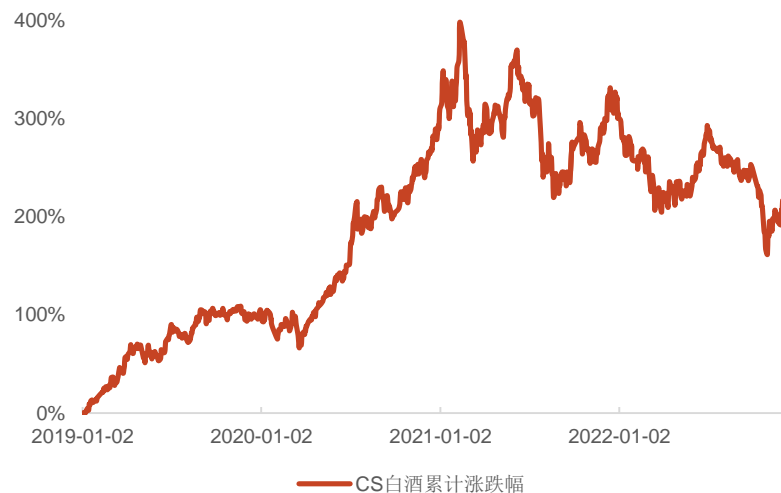
-  **食品饮料走势弱于大盘，疫后修复弹性可观。**2022年以来（2022年1月4日至2022年12月8日），食品饮料行业收益率-17%。在所有行业内排名中游，明显跑输大盘，但同时，当市场逐步形成疫后修复的预期后，板块具备充分的上涨弹性，从2022年10月31日-12月8日，食品饮料板块上涨幅度达26%（该区间内上证指数上涨11%），板块反弹明显。
-  **白酒投资主线：龙头稳健防御，需求复苏带来弹性。**1) 高端白酒：在疫情冲击、消费能力疲软的环境下依旧保持稳健增长，且酒企积极推进变革，品牌势能加速释放。2) 具备强势基地市场的区域龙头：今年以来疫情散点频发，具备强势基地市场的酒企，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：本轮疫情下次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。
-  **大众品板块：期待疫情缓解需求恢复。**1) 啤酒：当前啤酒行业已从增量市场转为存量市场，随着各企业重心从抢占市场份额转向产品升级、提升盈利水平，产品结构高端化升级成为各酒企发力的重点。展望2023年，高端产品放量态势持续，我们继续看好啤酒板块。2) 调味品：“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。
-  **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较为受益。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。
-  **风险提示：**宏观经济下行风险，国内疫情再次蔓延，行业竞争加剧。

- 1、白酒：聚焦龙头，把握复苏弹性
- 2、大众食品：疫后修复首选B端占比高的企业
 - 2.1 板块回顾：大众食品板块估值的历史复盘
 - 2.2 啤酒：高端升级持续，场景修复后有较高弹性
 - 2.3 调味品：“至暗时刻”已过，静待业绩好转
- 3、投资建议
- 4、风险分析

1.1、板块复盘：估值承压，基本面平稳

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1：2019年年初至今CS白酒指数累计涨跌幅



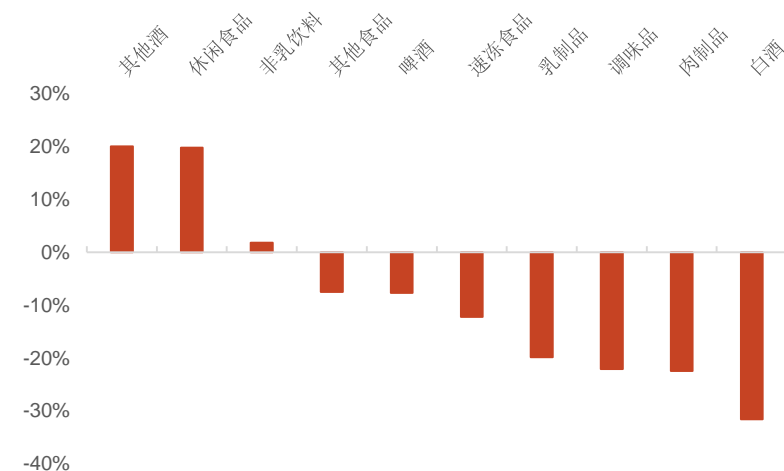
资料来源：Wind，光大证券研究所
注：数据区间为2019年初到2022-12-08

图2：2019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：数据区间为2019年初到2022-12-08，单位为倍

图3：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年初至2022-12-08

1.1、板块复盘：估值承压，基本面平稳

2021年虽然多数酒企基本面表现稳健，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。22年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，全国性次高端酒企酒鬼酒、舍得酒业、水井坊等股价调整幅度较为突出，高端的茅台、五粮液、老窖受影响较小，基地市场稳固的酒企股价跌幅较小，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年初至2022-12-08，请务必参阅正文之后的重要声明公司按照2022年以来股价涨跌幅排序

1.1、板块复盘：估值承压，基本面平稳

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。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4：22Q2白酒板块单季收入增速放缓，Q3增长提速

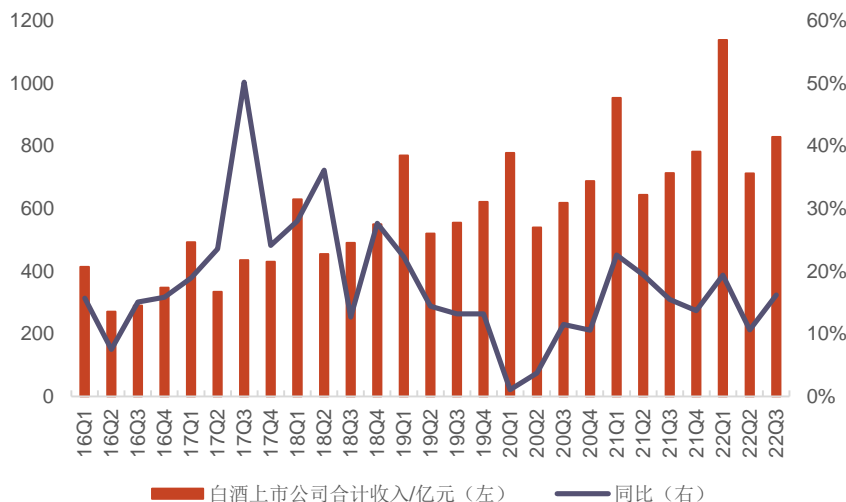


图5：22年白酒板块盈利水平持续提升

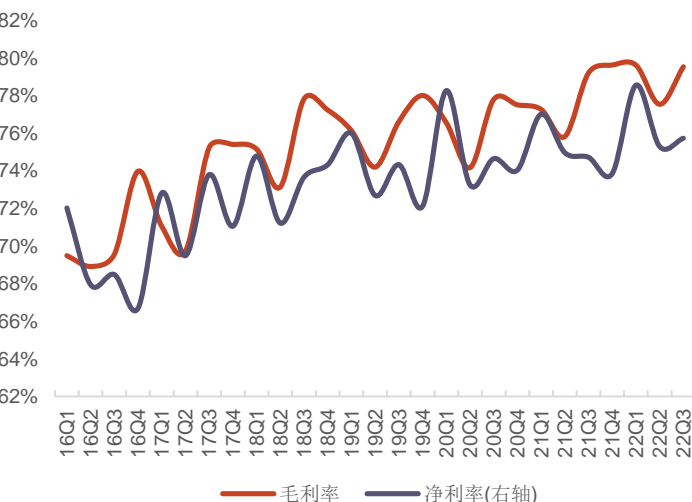
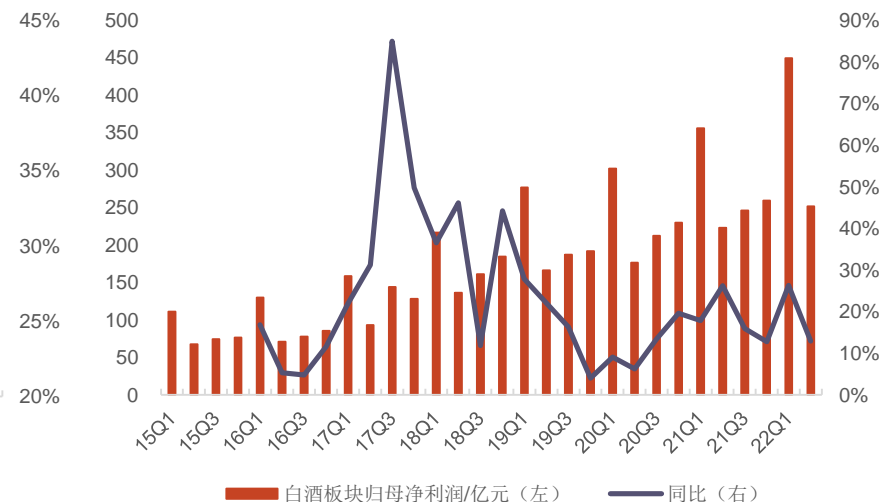


图6：白酒板块单季归母净利润及同比



1.1、板块复盘：估值承压，基本面平稳

☐ 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。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7：白酒板块单季销售现金回款及同比

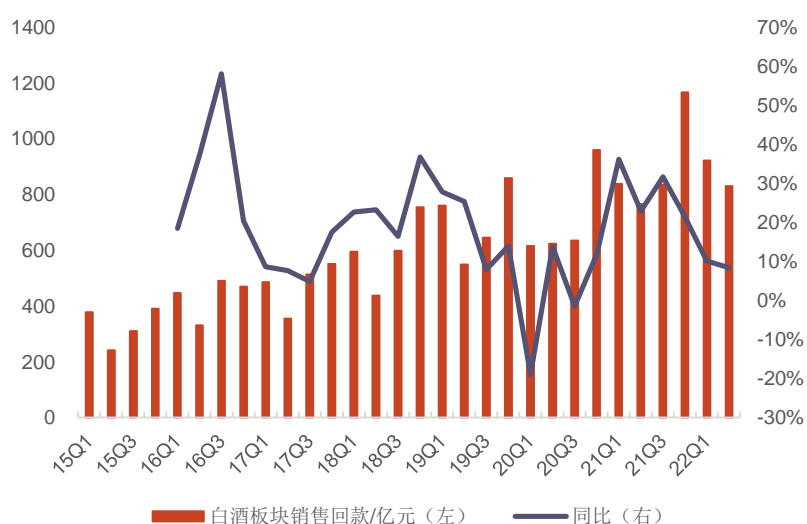


图8：白酒板块单季经营活动净现金流（亿元）

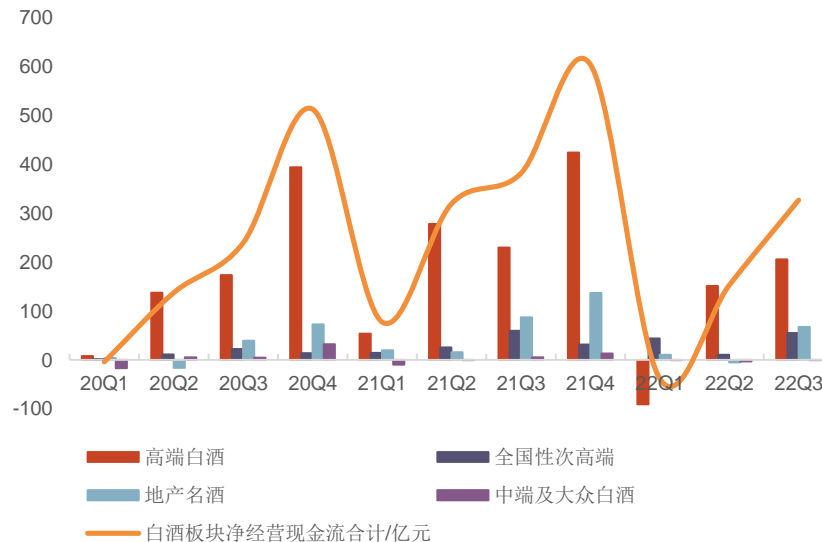
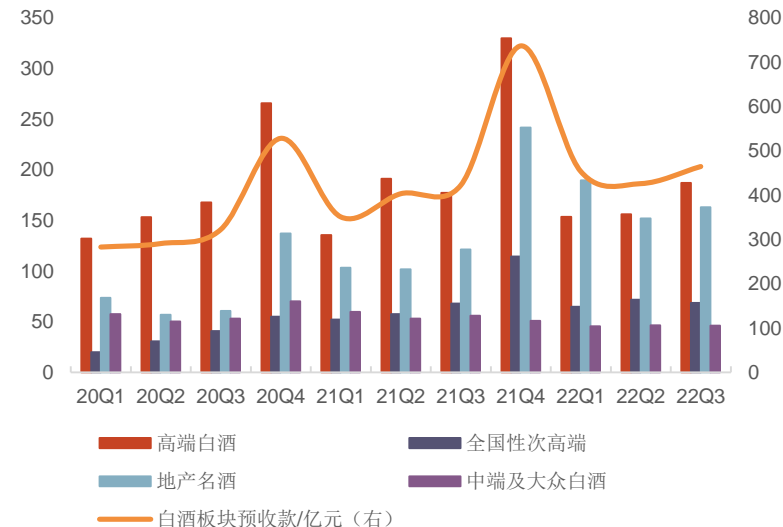


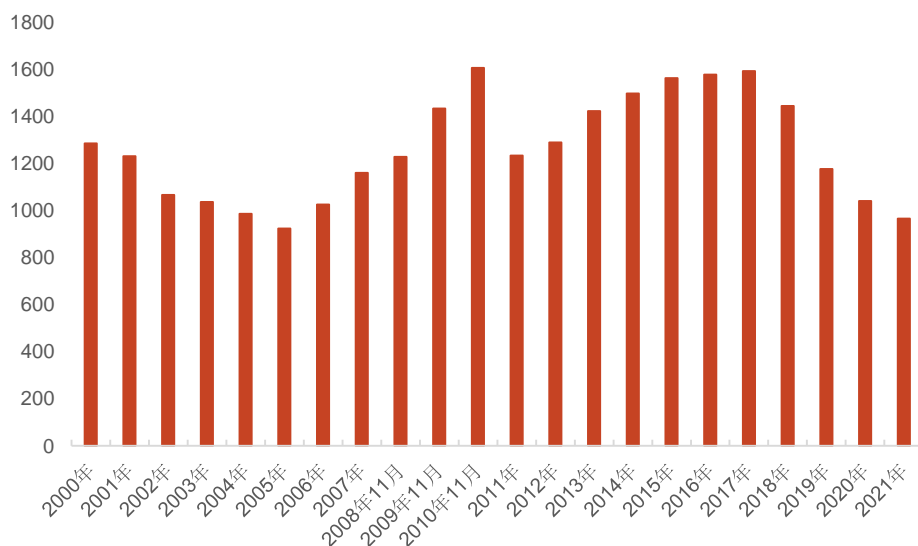
图9：白酒板块预收款（亿元）



1.1、板块复盘：估值承压，基本面平稳

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，上市公司收入占比明显提升，21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%+。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。

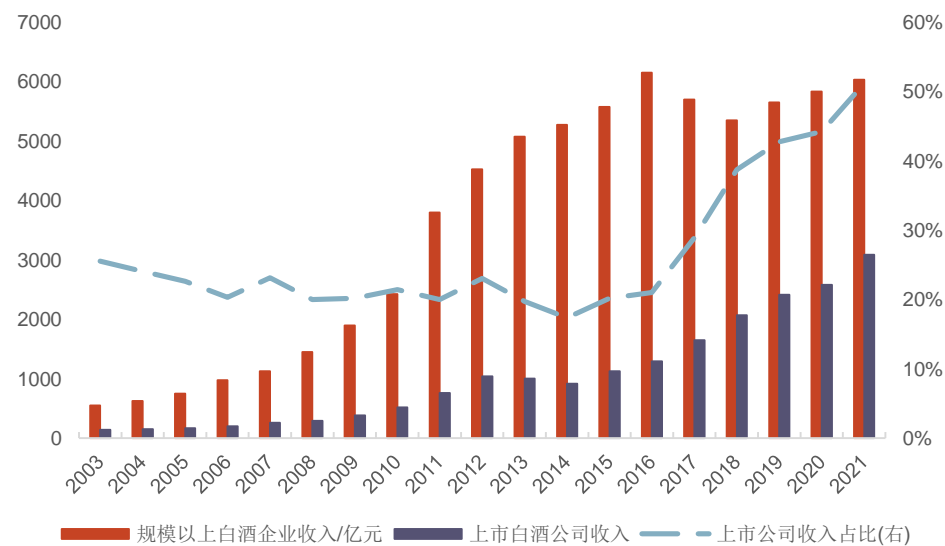
图10：规模以上白酒企业数量逐年减少



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

请务必参阅正文之后的重要声明

图11：上市白酒公司收入占比明显提升



资料来源：Wind，中国酒业协会，光大证券研究所

1.2.1、高端白酒：具备品牌拉力、竞争格局良好

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12：高端白酒使用场景以送礼、商务场合居多

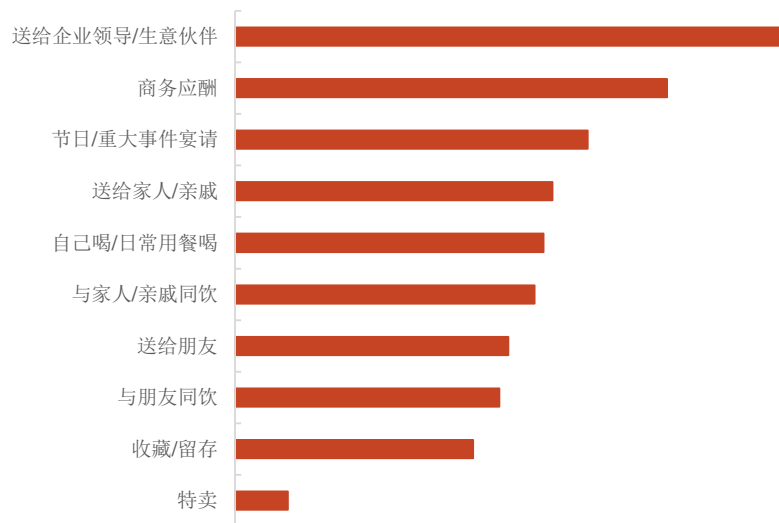


图13：高端白酒品牌集中度较高

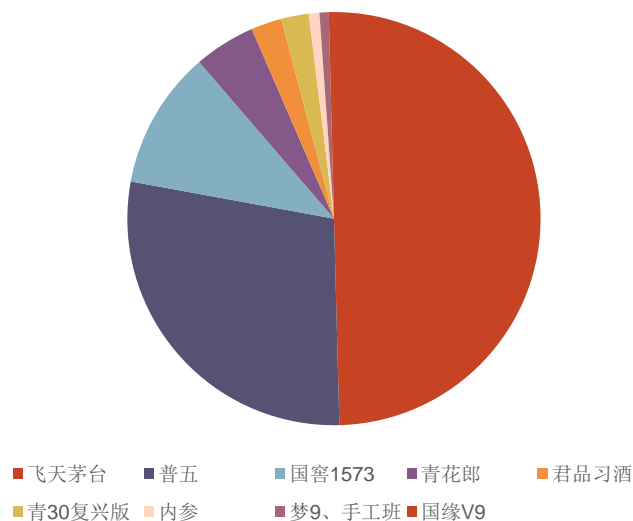
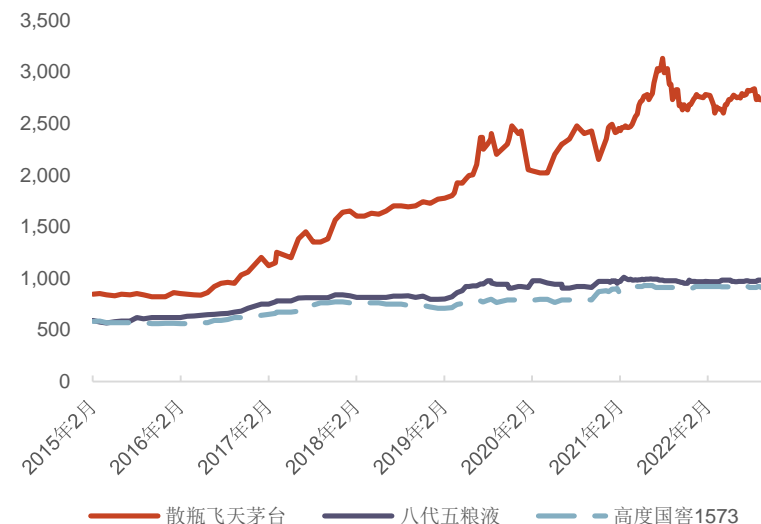


图14：主要高端白酒单品批价



资料来源：尼尔森2021白酒趋势报告，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

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

资料来源：今日酒价，光大证券研究所，单位：元；注：截至2022-11-25

1.2.1、高端白酒：具备品牌拉力、竞争格局良好

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。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。老窖在疫情期间持续加强消费者培育和品牌建设，精细化运营和操盘能力继续深化。

图15：贵州茅台直销渠道收入占比持续提升

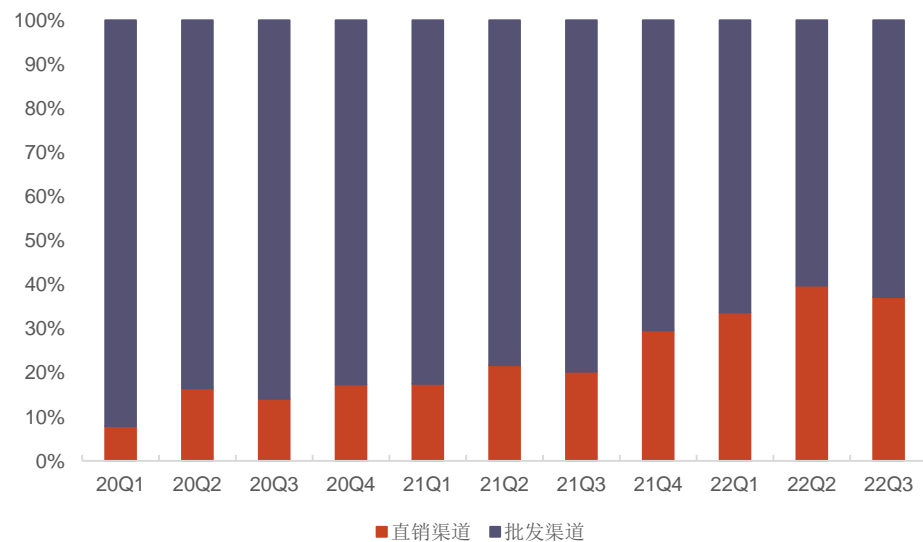
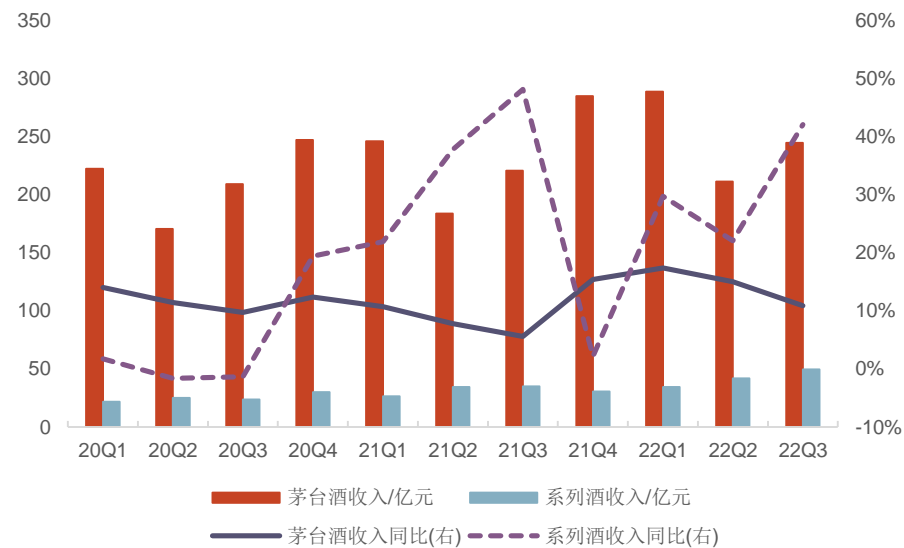


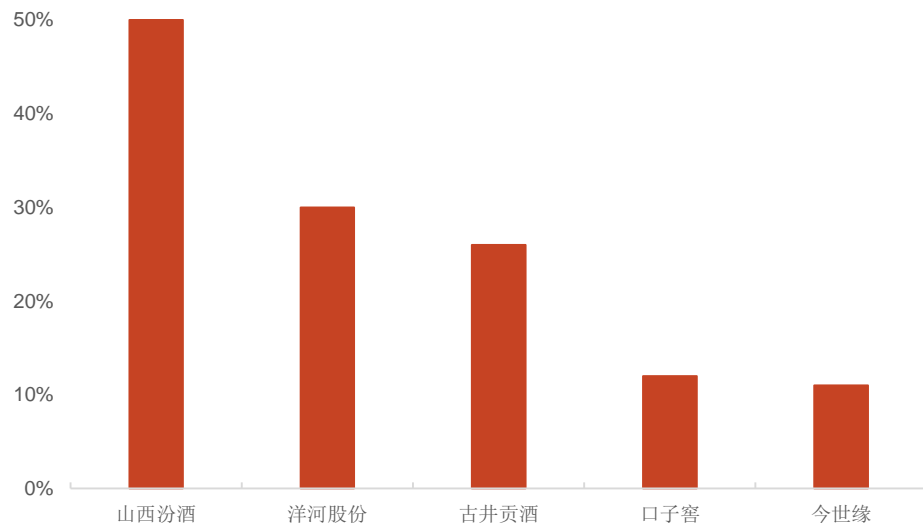
图16：贵州茅台茅台酒/系列酒收入及同比



1.2.2、区域龙头：基地市场强势、产品矩阵完善

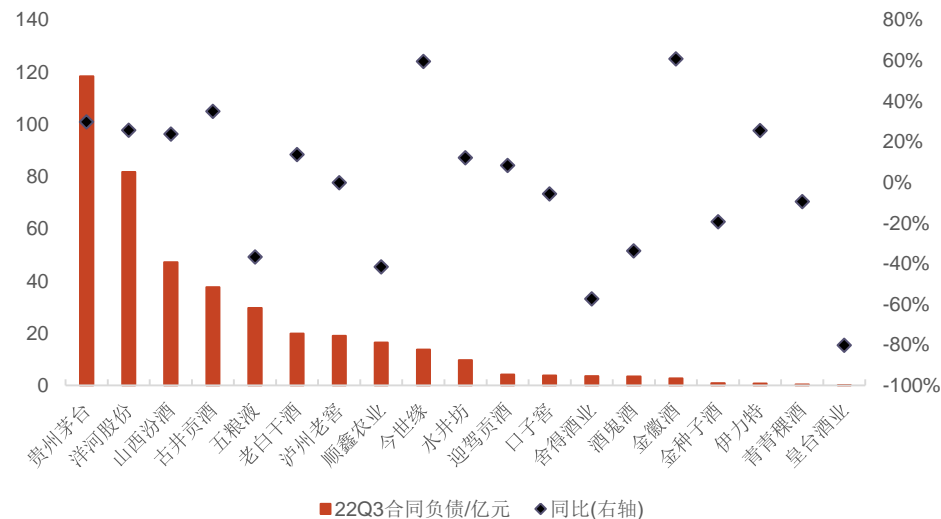
- 2022年以来疫情散点频发，对白酒消费场景的扰动高于2021年，具备强势基地市场的酒企，抗风险能力相对更强。22年华东、河南、四川等白酒流通规模较大的区域疫情反复，中秋国庆后库存压力有一定抬升，四季度为春节前消化库存、备战“开门红”的重要窗口期，目前来看动销相对平稳。具备强势基地市场，且当地疫情管控较好、消费能力较强的酒企，表现相对突出，例如汾酒以及其他地产酒龙头。

图17：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18：各酒企22Q3合同负债及同比

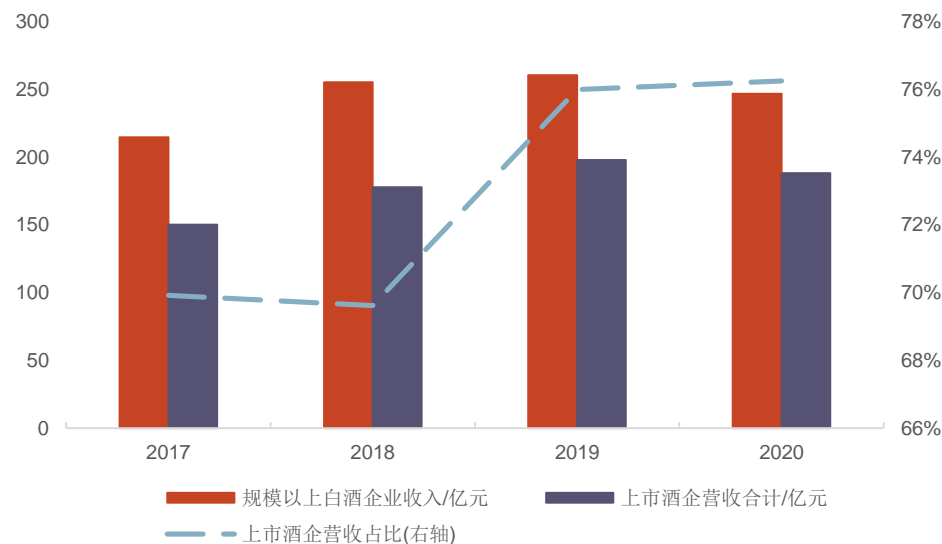


资料来源：各公司公告，光大证券研究所

1.2.2、区域龙头：基地市场强势、产品矩阵完善

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%，相较2017年（占比69.9%）稳步提升。江苏省内洋河和今世缘市占率估计合计达到40%+，特别在次高端价格带苏酒龙头地位强劲，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。

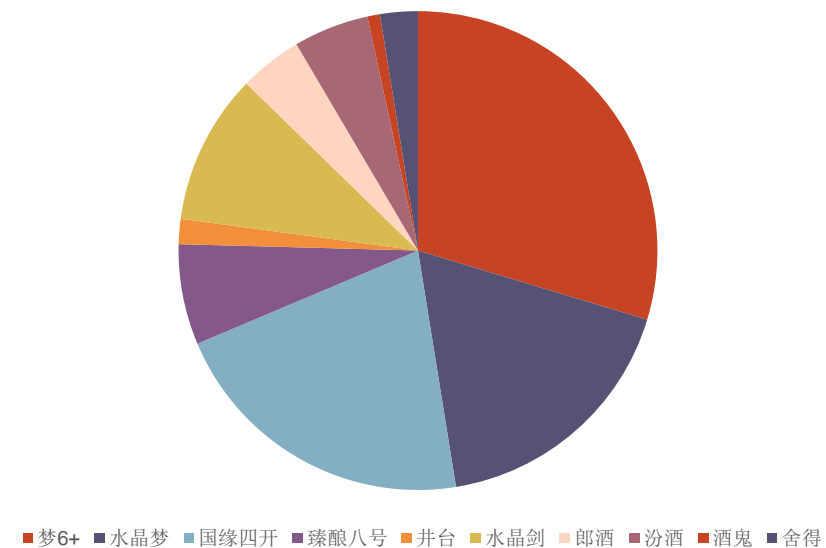
图19：安徽省上市酒企收入占规上白酒营收比重提升



资料来源：安徽省统计局，Wind，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

图20：江苏次高端价格带中，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

1.2.2、区域龙头：基地市场强势、产品矩阵完善

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。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。

图21：山西汾酒21年产品收入结构

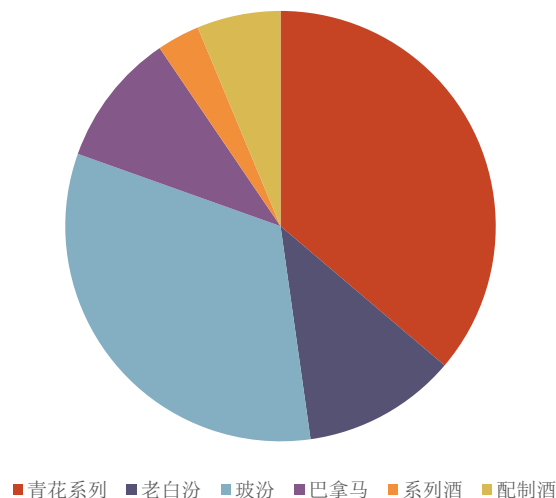
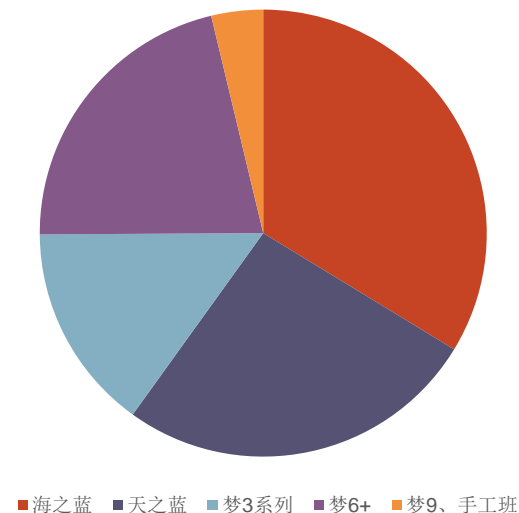


图22：洋河品牌21年产品销售额占比



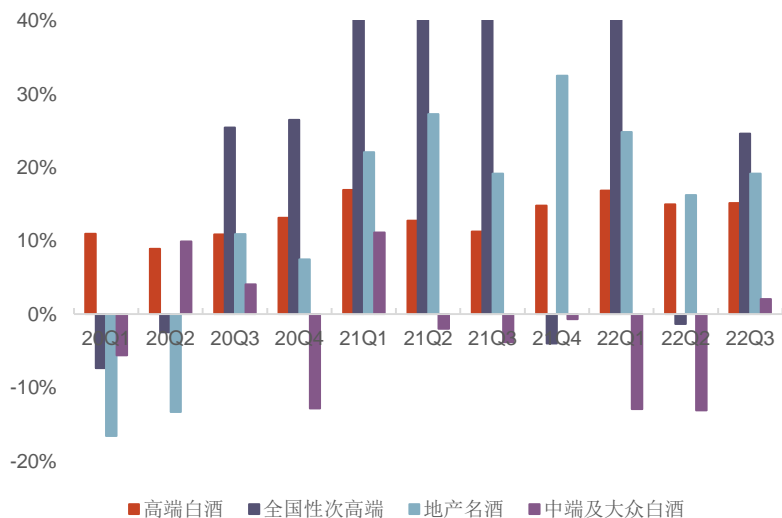
资料来源：山西汾酒公告，渠道调研，光大证券研究所，注：系列酒、配制酒收入来自年报，汾酒品牌各产品占比根据渠道调研估算

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

1.2.3、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。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。

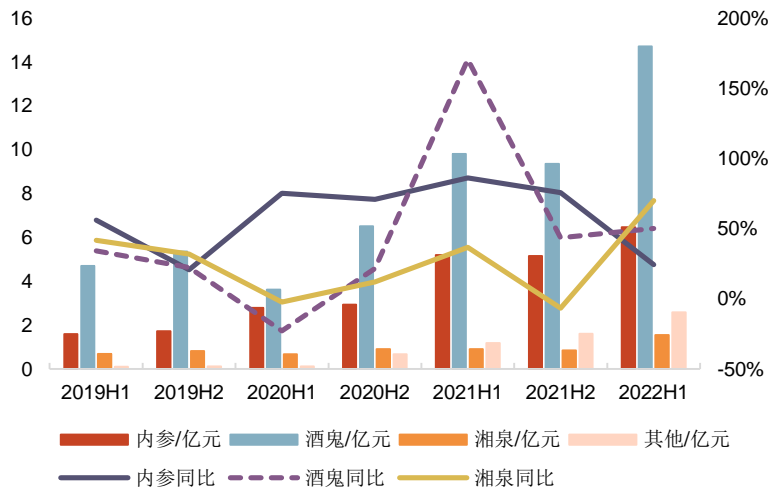
图23：分酒企业类型单季总营收同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

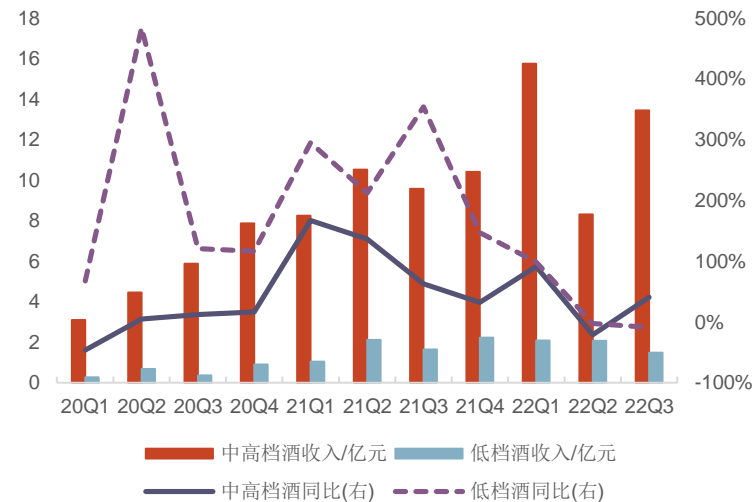
请务必参阅正文之后的重要声明

图24：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25：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

1.2.3、扩张型酒企：疫后复苏弹性较大

- 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，并开展品牌活动、进行费用改革。整体来看主要单品价格稳定，渠道秩序较为良性。
- 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，次高端酒企成长弹性在板块内亦较为显著。

图26：次高端酒企主要单品批价维持相对稳定

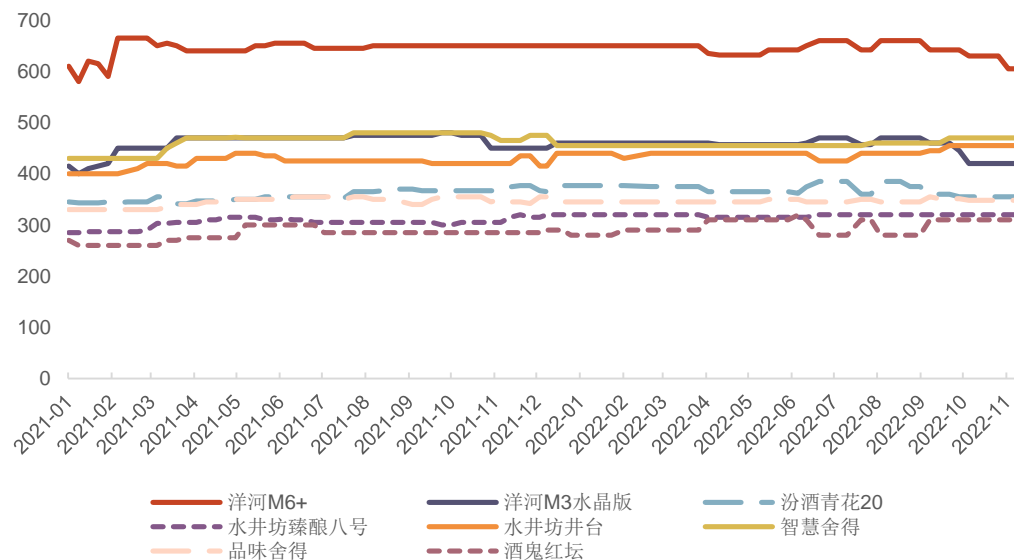
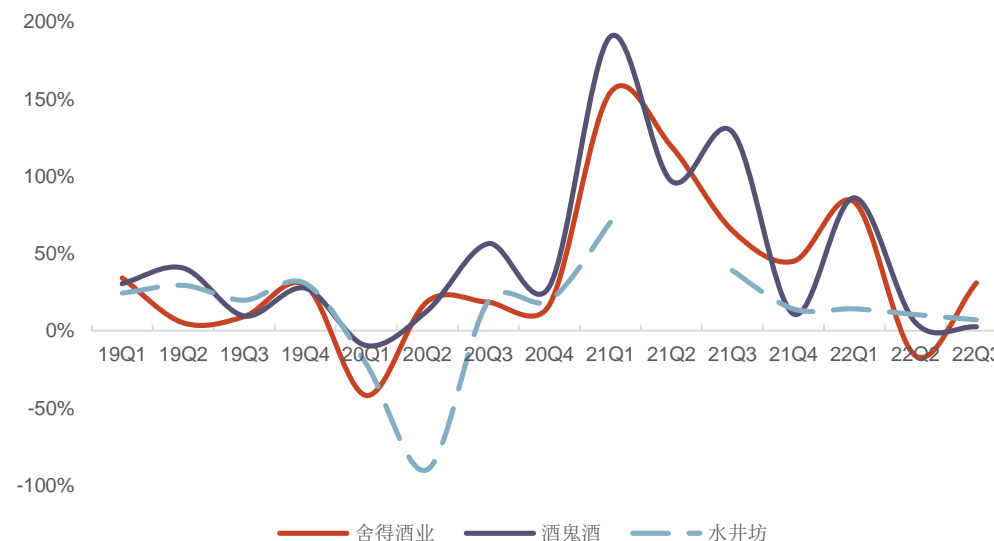


图27：20Q1次高端酒企经历疫情挑战，之后收入恢复增长



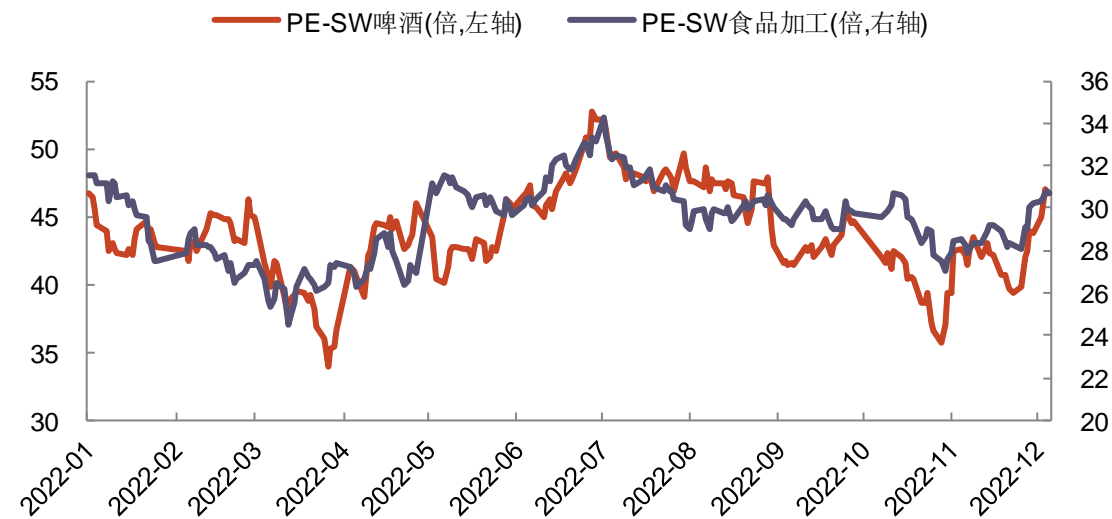
- 1、白酒：聚焦龙头，把握复苏弹性
- 2、大众食品：疫后修复首选B端占比高的企业
 - 2.1 板块回顾：大众食品板块估值的历史复盘
 - 2.2 啤酒：高端升级持续，场景修复后有较高弹性
 - 2.3 调味品：“至暗时刻”已过，静待业绩好转
- 3、投资建议
- 4、风险分析

2.1 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28：2022年以来大众食品板块的估值7月起有所回调

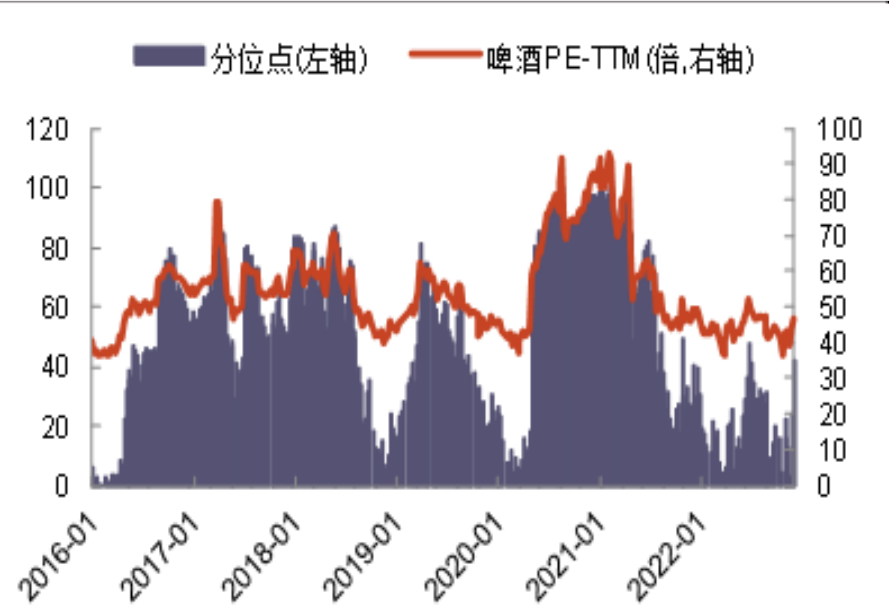


资料来源：Wind，光大证券研究所（注：数据日期为2022.1.1-2022.12.8）

2.1 板块回顾：大众食品板块估值的历史复盘

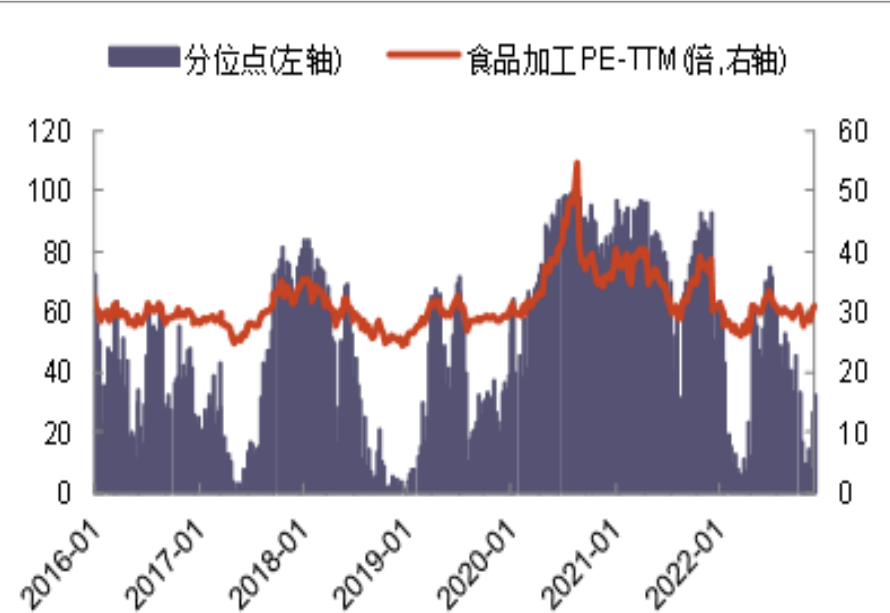
当前时点（2022.12.8）啤酒板块PE(TTM)接近2019年底的估值水平，处于2016年以来的42.48%分位点，板块估值具备一定安全边际。食品加工板块PE(TTM)与2020年初的估值水平接近，处于2016年以来32.35%分位点。

图29：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30：食品加工板块PE(TTM)及分位点



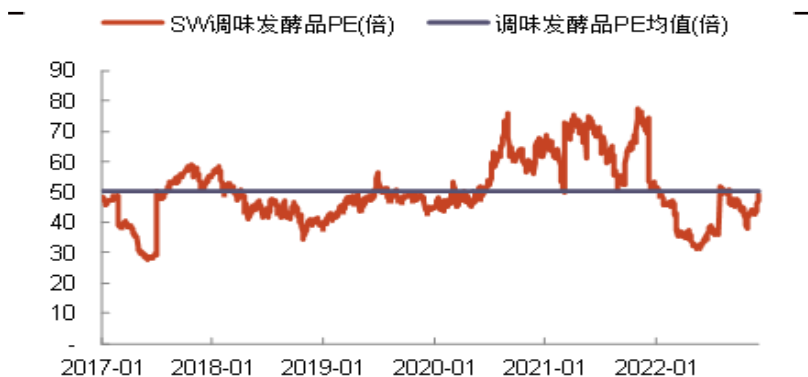
资料来源：Wind，光大证券研究所（注：指数为食品加工（申万）指数，数据时间为2016.1.4-2022.12.8）；左轴单位：%

2.1 板块回顾：大众食品板块估值的历史复盘



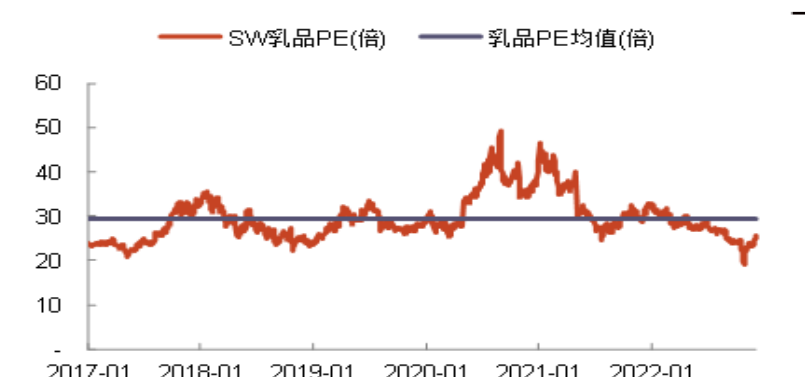
食品加工各细分子板块估值表现略有差异：食品加工板块整体估值处于2017年以来的均值水平附近，不同细分行业之间的表现也略有差异。截至2022年12月8日，调味发酵品（申万三级子行业，下同）市盈率估值为48.18倍，处于2017年以来的均值水平；乳品板块的市盈率为25.51倍，低于2017年以来的均值水平；肉制品板块的市盈率为23.47倍，处于2017年以来的均值水平附近；休闲食品板块的市盈率为47.37倍，高于2017年以来的均值水平。

图31：当前调味品整体估值处于2017年以来的均值水平(倍)



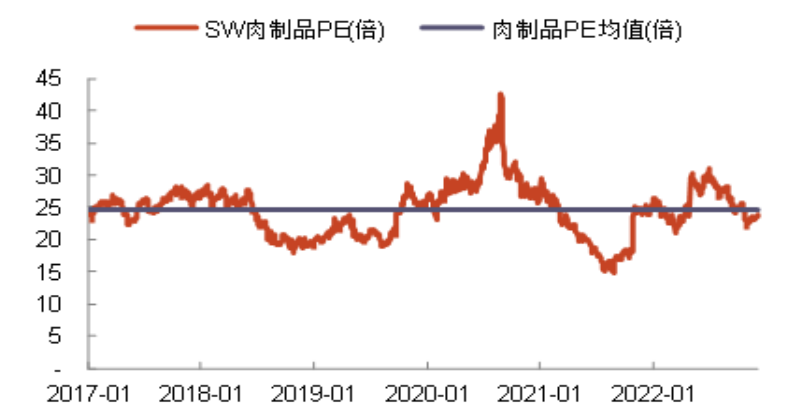
资料来源：Wind，光大证券研究所（注：指数为调味发酵品（申万）指数，数据时间为2017.1.4-2022.12.8）

图32：当前乳制品整体估值低于2017年以来的均值（倍）



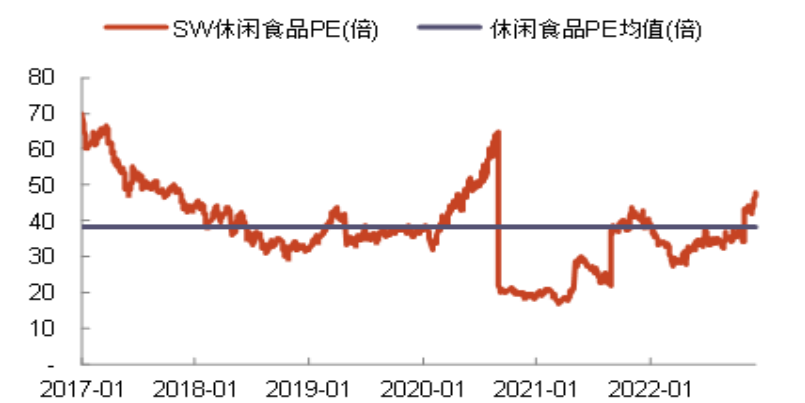
资料来源：Wind，光大证券研究所（注：指数为乳品（申万）指数，数据时间为2017.1.4-2022.12.8）

图33：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34：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）

2.2 啤酒：高端升级持续，场景修复后有较高弹性



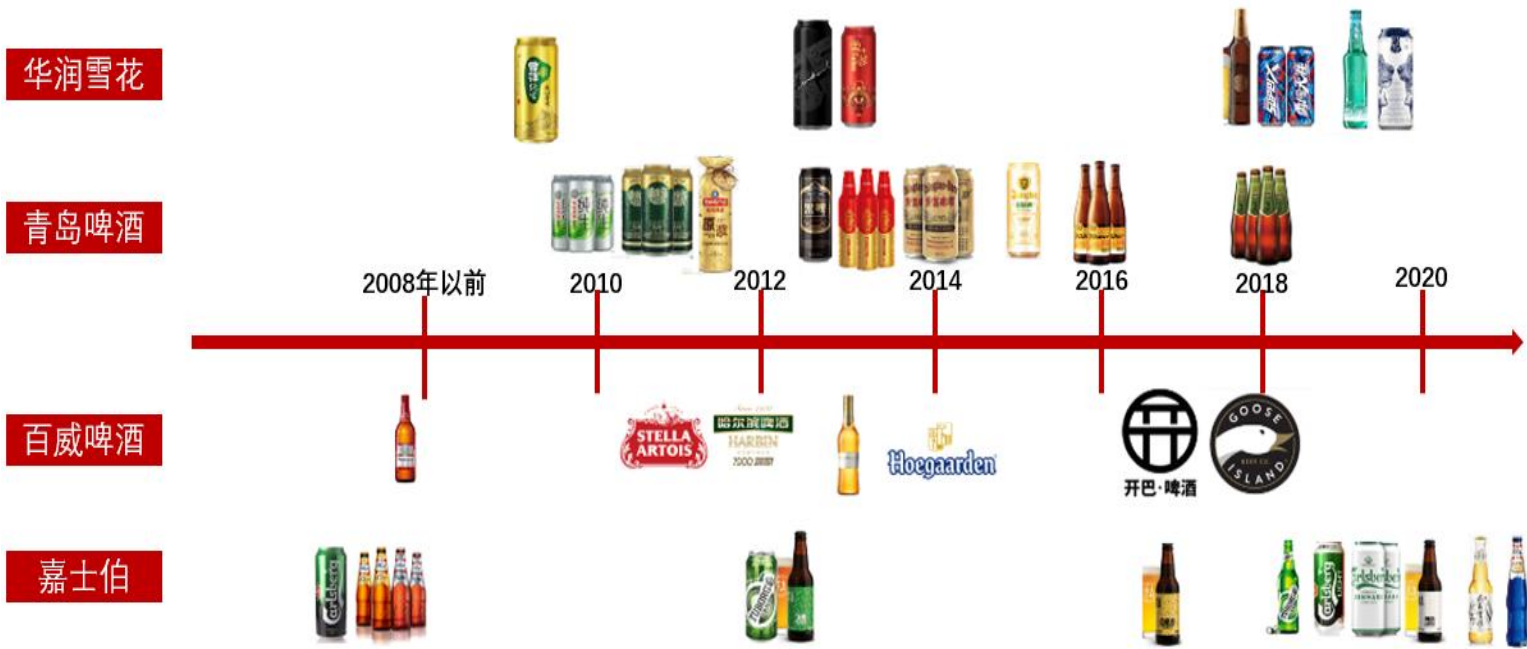
光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

- ▣ 2.2.1、高端升级仍是啤酒行业主旋律
- ▣ 2.2.2、疫情反复扰动，关注场景修复后弹性

2.2.1 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35：雪花&青岛&百威&嘉士伯中高端品牌上市时间



2.2.1 高端升级仍是啤酒行业主旋律

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

2.2.1 高端升级仍是啤酒行业主旋律



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。

2.2.1 高端升级仍是啤酒行业主旋律

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

2.2.1 高端升级仍是啤酒行业主旋律



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。

2.2.1 高端升级仍是啤酒行业主旋律

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

2.2.1 高端升级仍是啤酒行业主旋律



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%。

2.2.1 高端升级仍是啤酒行业主旋律

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%

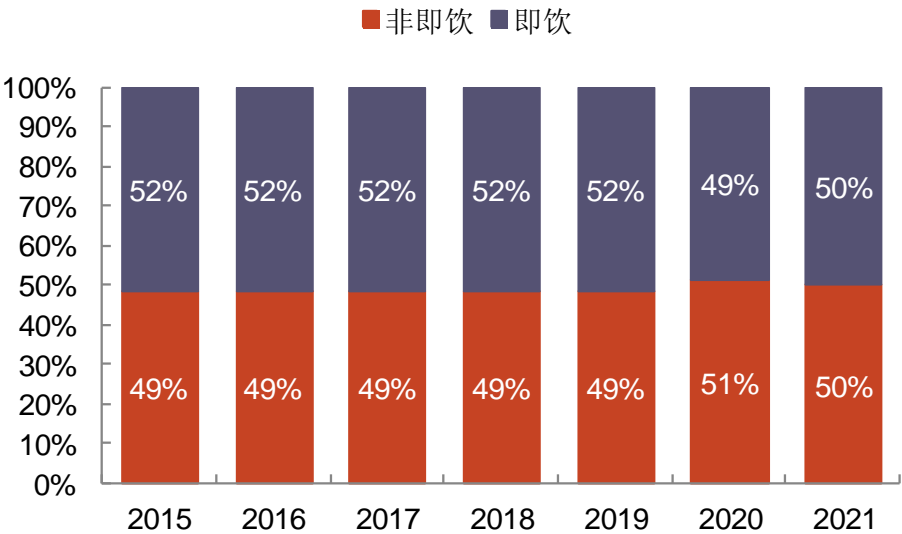
资料来源：海关总署，各公司公告，光大证券研究所预测 注：百威亚太销量为光大证券研究所测算的中国地区的销量

请务必参阅正文之后的重要声明

2.2.2 疫情反复扰动，关注场景修复后弹性

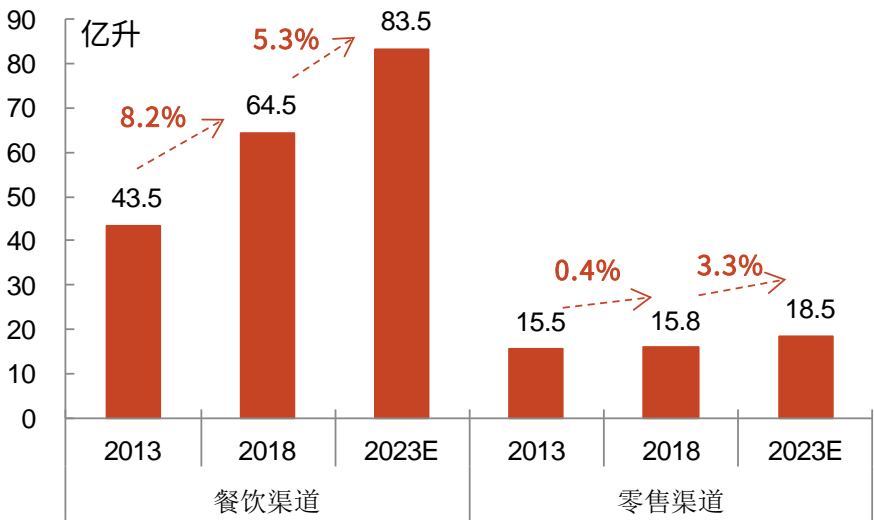
即饮渠道是啤酒高端化的重要渠道。啤酒渠道可以分为即饮&非即饮两大类，根据Euromonitor，两种渠道占比各约50%。不同渠道匹配的产品有所不同，操作方式也有所差异。相较非即饮渠道，即饮渠道中高端及超高端啤酒的量更大、增速更快。即饮包括餐饮和夜场，是高档及以上产品售卖的主要渠道：夜场是打响品牌的兵家必争之地；餐饮渠道贡献了高档产品的主要销量。

图36：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37：渠道划分的中国高端及超高端啤酒消费量

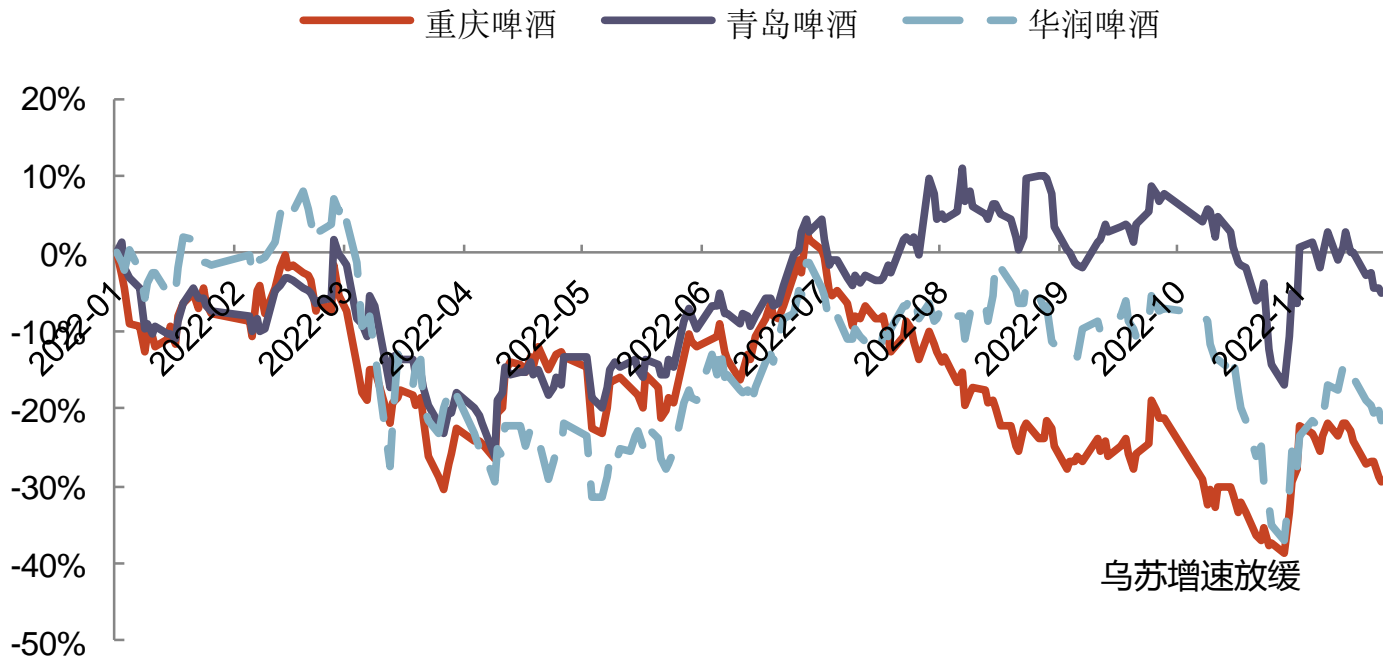


资料来源：Global Data预测，光大证券研究所

2.2.2 疫情反复扰动，关注场景修复后弹性

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。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。

图38：2022年以来四家啤酒上市公司股价累计涨跌幅



- 1、白酒：聚焦龙头，把握复苏弹性
- 2、大众食品：疫后修复首选B端占比高的企业
 - 2.1 板块回顾：大众食品板块估值的历史复盘
 - 2.2 啤酒：高端升级持续，场景修复后有较高弹性
 - 2.3 调味品：“至暗时刻”已过，静待业绩好转
- 3、投资建议
- 4、风险分析

2.3 调味品：“至暗时刻”已过，静待业绩好转

（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39：月度社会餐饮收入总额及其增速

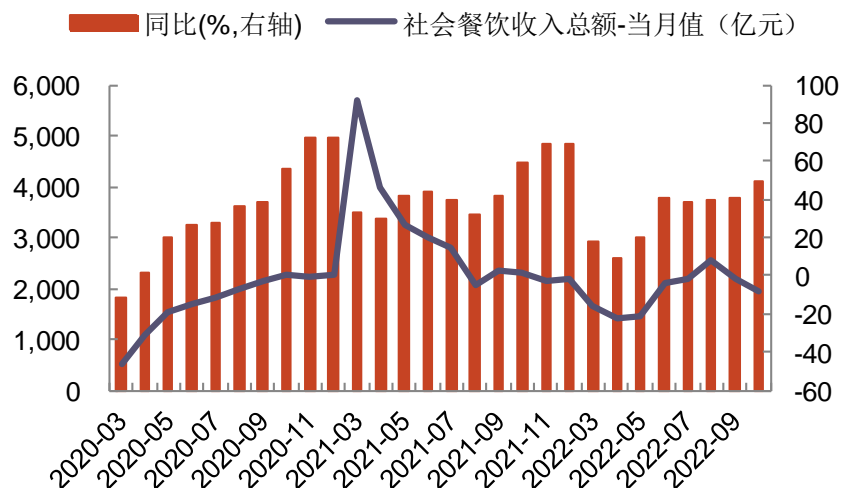
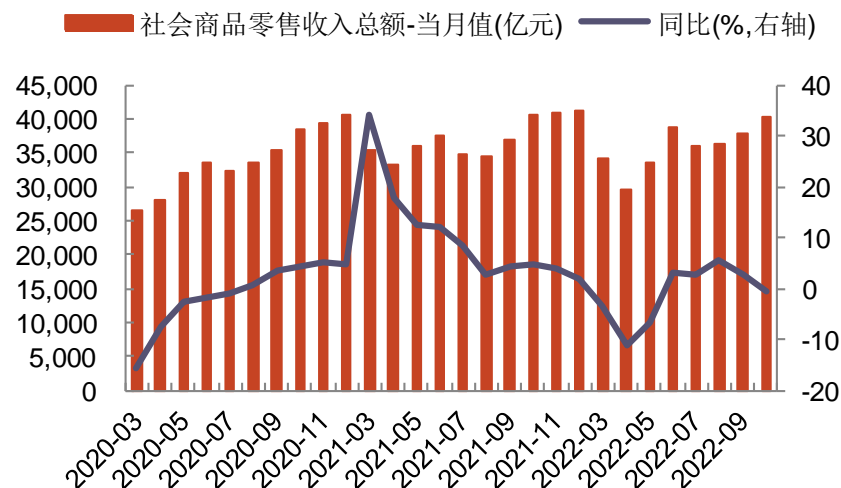


图40：月度社会商品零售总额及其增速



2.3 调味品：“至暗时刻”已过，静待业绩好转

(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。

2.3 调味品：“至暗时刻”已过，静待业绩好转

（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。

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。

图41：调味品上市公司单季度毛利率同比变化（pcts）

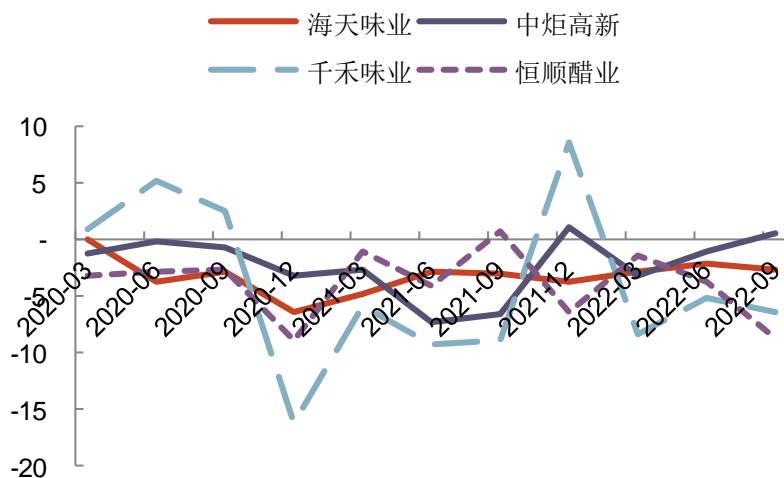
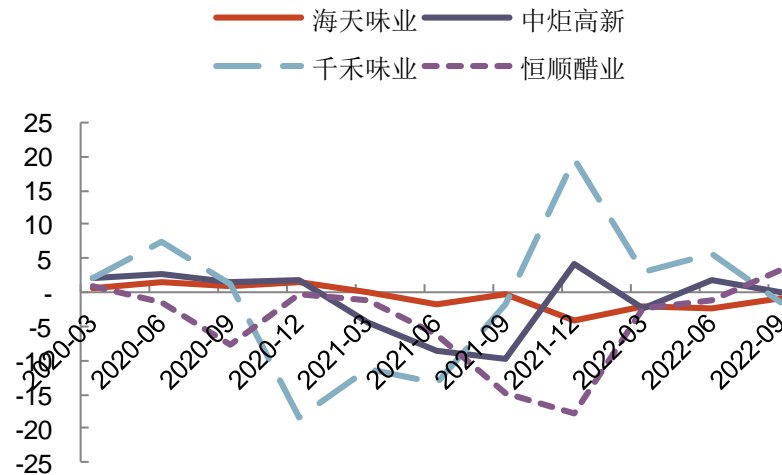


图42：调味品上市公司单季度净利率同比变化（pcts）



- 1、白酒：聚焦龙头，把握复苏弹性
- 2、大众食品：疫后修复首选B端占比高的企业
 - 2.1 板块回顾：大众食品板块估值的历史复盘
 - 2.2 啤酒：高端升级持续，场景修复后有较高弹性
 - 2.3 调味品：“至暗时刻”已过，静待业绩好转
- 3、投资建议
- 4、风险分析

3.1、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%

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

3.2、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%。

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。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。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

3.3、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%。

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，特曲系列增长提速，公司亦投入资源积极运作。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。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

3.4、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%。

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，经营节奏从容。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，亦为后续销售奠定良好基础。青花系列收入维持较高增幅，Q3末合同负债仍保持高位，持续验证渠道信心。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，维持“买入”评级。

风险提示：疫情形势严峻，青花系列增长不及预期，省外扩张进展不及预期。

表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

3.5、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%。

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，疫情影响动销。

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

3.6、重庆啤酒（600132.SH）



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

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

3.8、青岛啤酒（600600.SH）

 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。

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

3.9、海天味业（603288.SH）



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，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

3.10、中炬高新（600872.SH）

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%。

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

表16：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

- ❑ **宏观经济下行风险：**若宏观经济下行明显，居民的消费能力和消费意愿将降低，可能会导致需求端疲软，造成企业收入及盈利不及预期。
- ❑ **国内疫情反复风险：**疫情防控对餐饮消费场景影响较大，若国内疫情形势再次反复，防控措施升级，则会对餐饮、聚会、宴席等消费场景造成较大冲击，从而影响企业业绩。
- ❑ **行业竞争加剧风险：**白酒行业内部竞争较为激烈，疫情后企业加大品牌宣传与推广投入，竞争加剧下企业盈利可能受损。

衷心 感谢

光大证券研究所



食品饮料研究团队

叶倩瑜

📄 执业证书编号: S0930517100003

☎ 电话: 021-52523657

✉ 邮件: yeqianyu@ebcn.com

陈彦彤

📄 执业证书编号: S0930518070002

☎ 电话: 021-52523689

✉ 邮件: chenyt@ebcn.com

杨哲

📄 执业证书编号: S0930522080001

☎ 电话: 021-52523795

✉ 邮件: yangz@ebcn.com

李嘉祺

✉ 邮件: lijq@ebcn.com

汪航宇

✉ 邮件: wanghangyu@ebcn.com

董博文

✉ 邮件: dongbowen@ebcn.com

分析师声明

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

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

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

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

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

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

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

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

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