



Sector Report: Consumer Sector - Food & Beverage

行业报告：消费行业 - 食品饮料

中文版

Chinese Version

Andy Chen 陈思超

(852) 2509 2665

andy.chen@gtjas.com.hk

19 December 2022

Food and Beverage Investment Opportunities in 2023

2023年食品饮料行业的投资机会

- **The year ahead for the food and beverage sector and companies is a year of hope.** In 2022, domestic purchasing power in China was under pressure, and overall consumption willingness was even weaker compared to income conditions. China's retail sales further dropped in November 2022, and the trend could continue in December. However, we think that retail sales will bottom out by 1Q2023 thanks to potential recovery in consumption. Recent policy documents have mapped ways to foster stronger domestic demand, promoting stability. Looking forward in 2023, the positive impact from inflating selling prices and easing cost pressure will be favorable for investing in the food and beverage sector. We are optimistic about the potential upside in sector valuation in 2023, from the perspective of market liquidity and asset price in response to marginal relief on interest rate hikes.
- **In our view, investment opportunities in the food and beverage sector in 2023 are visible.** First of all, we are bullish on the leading players in the beer and liquid milk segments in China, as they are the largest beneficiaries of the ongoing premiumization trend. Our top pick is China Resources Beer (00291 HK), and we recommend Tsingtao Beer (00168 HK). Second, milk powder and braised foods segments have larger potential for profitability rebound alongside gradual recovery in domestic demand. Our rating on China Feihe (06186 HK) is "Buy", and we also recommend Zhou Hei Ya (01458 HK). Third, some defensive picks in the non-alcoholic beverage category may also outperform the market given their stable long-term business prospects. Our rating on China Foods (00506 HK) is "Buy", and we recommend Nongfu Spring (09633 HK). Due to accelerated vertical integration in dairy farming and the raw milk production industry chain, coupled with less intensified pricing competition, market leaders may enjoy higher valuation due to stabilized earnings growth. Youran Dairy (09858 HK) and China Modern Dairy (01117 HK) will be beneficiaries.
- **Risk factors:** Recovery of offline consumption may miss expectations; unexpected price fluctuations in raw materials and/or packaging components; food safety problems.
- **对于食品饮料行业与公司而言，未来的一年是充满希望的一年。** 2022 年国内居民购买力承压，整体消费意愿相比收入端更弱。2022 年 11 月国内社会零售额进一步下滑，12 月的表现可能仍较为低迷。然而，由于消费场景面临潜在修复，我们预计 2023 年第一季度社会零售额将触底企稳。近期的政策亦针对培育强大的内需以及增强稳定性指明了方向。展望 2023 年，销售价格上升与成本压力减弱的积极影响将是投资于食品饮料行业的有利条件。从市场流动性与资产定价的角度来看，由于预期加息步伐或边际放缓，我们对 2023 年行业估值的潜在上行空间持乐观态度。
- **我们认为，2023 年食品饮料行业的主线性投资机会是可见的。** 首先，我们推荐国内啤酒和液态奶赛道的龙头公司，因其是当下高端化趋势的最大受益者。我们的首选股是华润啤酒（00291 HK），我们推荐青岛啤酒（00168 HK）。其次，随着内需逐步回升，卤味食品和奶粉等细分领域的利润率反弹空间较大。我们对中国飞鹤（06186 HK）的评级为“买入”，并推荐周黑鸭（01458 HK）。再者，鉴于稳定的长期业务展望，非酒精饮料板块的若干防御性标的亦有望跑赢大市。我们对中国食品（00506 HK）的评级为“买入”，并推荐农夫山泉（09633 HK）。由于奶牛养殖和原奶生产链条的纵向一体化提速，加上价格竞争趋于缓和，市场龙头有望录得更稳健的盈利增长，从而享有更高的估值。优然牧业（09858 HK）以及现代牧业（01117 HK）将会受益。
- **风险因素：**线下消费场景的修复可能不及预期；原材料及包装物料的价格波动可能超预期；食品安全问题。

Rating:

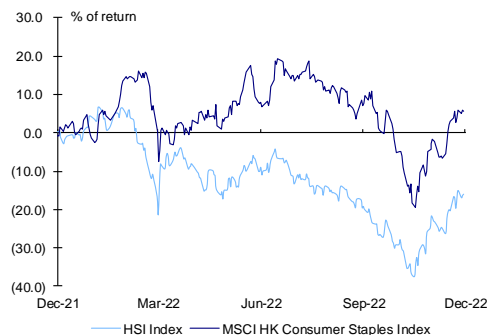
Outperform

评级:

跑赢大市

MSCI HK consumer staples and HSI performance

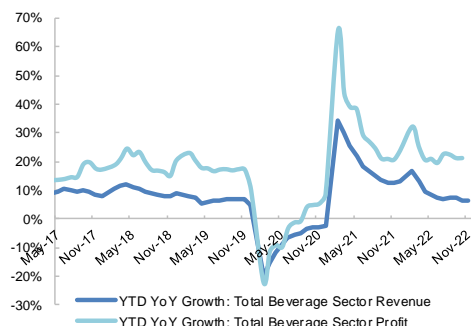
MSCI 港股上市必选消费板块指数及恒生指数表现



Source: Bloomberg.

YTD YoY growth of total beverage sector revenue and profit

饮料类制造业营业收入及利润总额累计同比变动



Source: Wind, Guotai Junan International.

1. 食品饮料板块展望

自国内疫情发生以来,其对宏观经济和居民日常生活的负面影响持续存在。2022年1-3季度GDP同比增速分别为4.8%/0.4%/3.9%。相比疫情前,增长动力减弱。餐饮服务收入受影响较严重,尚未恢复到正常水平。我们预计食品饮料产品的消费需求复苏与宏观经济复苏将基本上保持一致。而从历史复盘看,食品饮料企业的盈利表现稍滞后于经济周期。**展望未来,我们预计食品饮料行业的营收和利润将在2023年第一季度见底回升。消费逐步复苏将是2023全年的基准情景展望。**

1.1 需求端

2022年10月,居民短期贷款累计同比下降37.9%。新增居民短期贷款为人民币-512亿元,为2022年4月以来的次低。国内居民购买力承压。而整体消费意愿相比收入端更弱。2022年1-3季度,国内居民人均可支配收入人民币27,650元,同比名义增长5.3%,实际增长3.2%。相比之下,国内居民人均消费支出人民币17,878元,同比名义增长3.5%,实际增长1.5%。

11月国内社会零售额进一步下滑,12月的表现可能仍较为低迷。经济活动数据显示,11月社会零售额、工业增加值和房地产投资等宏观经济增速放缓。11月国内社会零售额同比下降5.9%,而2022年10月同比下降为0.5%。这也是11月表现最弱的指标之一。在政府于12月7日优化调整防疫措施之前,隔离和社交距离限制使零售活动受限。除药品和食品外,所有类别都录得同比下降。对于国内的必选消费品板块,11月食品/软饮料/酒精和烟草的同比变动分别为+3.9%/-6.2%/-2.0%,环比分别下降4.4个百分点/10.3个百分点/1.3个百分点。我们预计未来几个月随着国内新冠感染者的上升整体形势可能仍较为低迷。潜在的劳动力短缺可能会对陆路物流和零售环节产生不利影响。分品类看,宏观经济逆风下,必选消费品(特别是食品和酒精类饮料)的零售表现可能相对具备韧性。

鉴于奥密克戎变异株毒性相对温和,自2022年12月以来,国内大多数城市开始放宽防疫措施。在目前时点,对于2023年1-2月的零售复苏仍难言乐观,因为疫情反复下许多人居家,导致整体消费情绪疲软。然而,一旦度过高峰(或在2023年第一季度末),国内消费有望加速回暖并恢复正常。**我们预计,由于线下消费逐步复苏,国内社会零售额将在2023年第一季度见底回升。**

近期的政策针对培育强大的内需以及增强稳定性指明了方向。2022年12月14日,中国针对扩大内需以及建设强大的国内消费市场发布了纲要,旨在促进国内高质量发展和稳定性。此份纲要高度重视内需和消费市场的可持续增长。我们认为食品饮料行业或成为最大的受益者之一,因为纲要中提出了提高消费品质、扩大健康和营养食品饮料市场规模的目标。

1.2 供应端

2022年,受俄乌冲突影响,能源和农产品供应紧张。大宗商品(如原油和基本农产品)的市场价格在2022年上半年创新高,推升了食品饮料企业的直接成本。为了应对通胀,许多发达市场从2021年第四季度起转向紧缩的货币政策。例如,2022年12月14日,美国央行再次加息,并警告称,为了遏制物价飙升,有必要进一步加息。**展望未来,我们预计2023年大宗商品价格整体可能波动下行。**

在中国市场,上游价格和销售价格的“剪刀差”不断扩大导致了2022年食品饮料企业的利润率下行。2022年11月,中国居民消费价格指数同比上升1.6%,而生产者价格指数同比下降1.3%,与10月持平。居民消费价格指数(CPI)中,11月中国食品价格同比上涨3.7%,非食品价格则同比上涨1.1%。我们预计,我们覆盖的部分食品饮料公司将在2023年进一步提高销售价格,这与2023年中国CPI上涨的潜在趋势一致。**简而言之,2023年销售价格上升与成本压力减弱的积极影响将是投资于食品饮料行业的有利条件。**

1.3 估值

除了国内消费情绪和公司基本面以外,食品饮料行业的估值应该与预期利率呈负相关。展望未来,加息放缓可能会增加香港上市食品饮料公司的投资吸引力。市场流动性则可能是另一个潜在助推器。总体上,从市场流动性与资产定价的角度来看,由于预期加息步伐或边际放缓,我们对2023年行业估值的潜在上行空间持乐观态度。

预期与基本面的背离可以解释为什么在现阶段,食品饮料股的股价波动更为剧烈。由于投资者对中国重新开放经济的希望和信心增强,香港上市的食品饮料股股价广泛回升。而下一阶段,我们认为中国食品饮料股的市值推升将更加以基本面为导向。我们建议投资者在2023年密切追踪食品饮料行业的四大投资主线。

2. 主要投资主线和选股推荐

2.1 投资主线 I: 产品结构持续升级的受益者

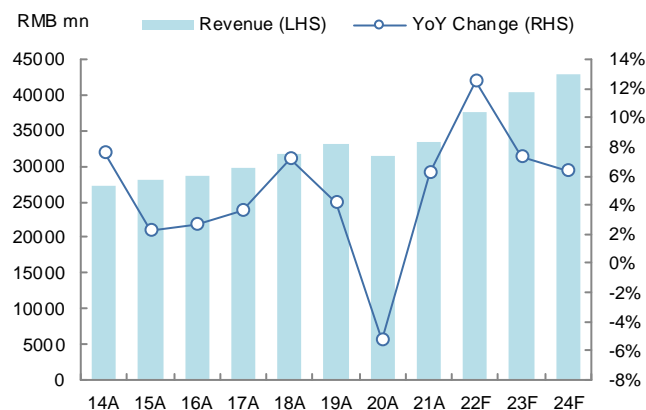
我们重点推荐受益于产品结构持续升级而具备长期前景和强大基本面的公司。具体而言，我们推荐啤酒和液态奶赛道的国内龙头企业，因其是当下高端化趋势的最大受益者。

2.1.1 啤酒赛道：高端化仍然是啤酒市场的主要趋势，尽管餐饮和夜场渠道的运营受到扰动。2022 年上半年，华东地区疫情防控措施对整体啤酒消费造成负面影响。然而，在疫情缓解和高温天气条件下，旺季表现相当出色，尤其是高档啤酒细分市场。总体而言，啤酒市场的结构升级，以及啤酒厂的销售均价增长趋势均较显著。基本上，在疫情对消费的冲击下，销量出现波动，但销售均价的增长势头保持不变。我们可以看到，高端啤酒的销量贡献持续增加。与此同时，在成本端，虽然进口大麦价格居高不下，但玻璃、铝锭和瓦楞纸的市场价格已连续数月下降。我们预计成本压力的边际缓解将支持啤酒厂的毛利率。此外，由于运营效率的提升，啤酒板块的盈利增长将在 2023 年及以后保持强劲。我们预计 2023 年中国啤酒板块的收入将实现中高单位数的增长，净利润将实现高双位数的增长。

我们推荐青岛啤酒 (00168 HK)。青岛啤酒在 2022 年夏季旺季期间录得稳健的业绩，2022 年 7-9 月销量同比增长 10.6%，2022 年第三季度同比增长 2.8%。销售均价的上升应可完全抵消单位成本的增加。净利润在 2022 年第三季度保持稳定的增长势头。2023 年，青岛啤酒可能会进一步提高中高端啤酒产品和罐装啤酒产品的销量贡献。受益于产品结构向好，2022 年到 2025 年总体毛利率有望每年提高约 1 个百分点。另一个推动因素是，2023 年各大区域性市场可能会持续提价。与此同时，青岛啤酒的经典系列、国潮 1903 和纯生啤酒系列将加速取代低端啤酒产品。根据国泰君安证券研究所的盈利预测，青岛啤酒 2022-2024 年每股盈利预计将达人民币 2.56 元/ 3.40 元/ 3.96 元，同比分别增长 11%/ 33%/ 16%。

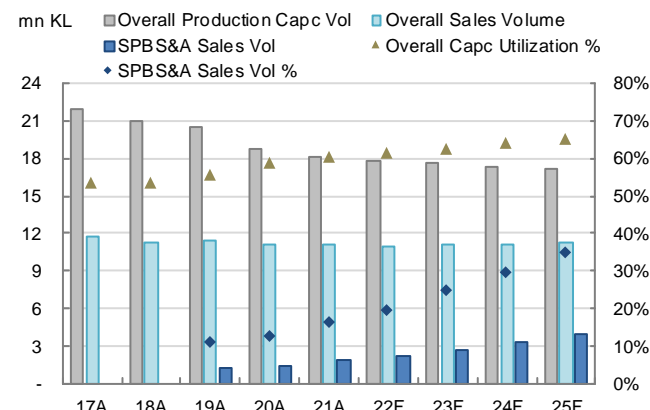
我们重申对华润啤酒 (00291 HK) 的“买入”评级。2023-2024 年，华润啤酒（润啤）在较高利润率的次高档及以上啤酒细分市场的销售扩张，可能将比市场预期的更为强劲，也更具备弹性。此外，由于成本压力缓解，叠加产能利用率和运营效率的优化，我们预计润啤 2023 年将实现更强劲的利润增长。尽管市场担忧润啤部分高端啤酒产品于过往季度的销量同比增速有所放缓，但我们坚信润啤的高端化之路长期向前且不会后撤。我们的判断乃基于华润啤酒的定价权和市场主导地位，这植根于其 a) 精心设计的產品战略，以“1+1、4+4、轻骑兵”为代表；b) 以 CDDS（渠道、分销管理、经销商运营、销售团队）模式为主导的分销渠道升级改革和大客户平台；c) 引领行业的市场营销解决方案；d) 稳定的股权结构，卓越的管理执行力。但在短期内，在对手盘沽售的过程中，如投资者买入润啤这样的长期前景正面、基本面强劲的优质资产，或可在市场预期存在分歧时提供获利机会。此外，借由进一步拓展白酒市场，公司正打造第二增长曲线，旨在成为综合性的酒业巨头。在目前阶段，投资者不应过度关切白酒行业近期的不利因素。相反，啤酒和非啤酒业务间长维度的营运协同前景被市场低估。我们预测润啤 2022-2024 年每股盈利分别为人民币 1.302 元/ 1.709 元/ 2.128 元。我们 62.60 港元的目标价对应 43.8 倍/ 33.4 倍/ 26.8 倍 2022-2024 年市盈率和 24.9 倍/ 19.8 倍/ 16.6 倍 2022-2024 年 EV/EBITDA。

图-1：预期华润啤酒收入于 2021 至 2024 年实现 8.7% 的三年复合增长率



资料来源：公司、国泰君安国际。

图-2：预期华润啤酒次高档及以上啤酒的销量贡献于 2025 年达 35%



资料来源：公司、国泰君安国际。

2.1.2 液态奶赛道：虽然市场预期液态奶增速可能继续放缓，但我们预计常温液态奶结构升级的可见性较高且具备持续性。该赛道将继续受益于后疫情时代对营养食品和饮料日益增长的需求——重新梳理海外乳制品消费后，结论是乐观的，许多发达国家的乳制品市场参与者重拾了稳定的增长势头。其中，纯牛奶和奶酪受益更大。此外，在中国，低线市场的乳制品销售增速快于高线级城市市场，低线级城市和乡镇市场在产品结构升级中发挥了更为重要的作用。

总体来说，我们认为龙头乳品公司的运营和财务业绩将超过规模较小的竞争对手。除了巩固其在常温液态奶品类的竞争优势以外，中国乳制品市场龙头还扩大了其他核心品类的布局，如高端低温鲜奶和奶酪。**我们推荐蒙牛乳业（02319 HK）。**我们相信，在需求驱动的内生增长和潜在的并购整合助力下，蒙牛将实现以“五年再创一个新蒙牛”为主线的新战略规划，目标是 2025 年销售额较 2020 年水平翻倍。借助消费升级趋势，以及加大对定制品牌建设和新品供应的投资，蒙牛乳业的特仑苏牛奶和蒙牛纯牛奶产品的销量增速加快。蒙牛还加强了其在中国高端鲜奶行业的领先地位。主要驱动因素包括成功的产品营销策略和完善的供应链安排。展望未来，我们预计产品结构升级将继续提振蒙牛的盈利能力。我们预测蒙牛的核心经营利润于 2022 年至 2025 年间将实现 23% 的年均复合增长率。

2.2 投资主线 II：盈利改善弹性相对更大的细分赛道

奶粉赛道：2023 年新国标将落地，迎集中度提升窗口期。2023 年 2 月新国标奶粉将全面替代旧国标。我们预计约 20% 的中小品牌市场份额将进一步向 CR10 集中，CR10 内部向头部 CR3-5 集中。我预计国内奶粉行业 CR3 的合共市场份额有望从 2021 年的 40% 逐步提升至长期的 60-70%。另一方面，由于防疫措施边际放宽，我们预计行业环境将出现边际改善。政策变化预期或成为另一个催化剂。具体而言，受疫苗接种压制的婚育需求有望在 2023-2024 年恢复。此外，国内当前的短期生育率跌幅已接近极端水平，亦不排除倒逼相关政策的出台刺激。我们预计 2023 年行业环境迎边际改善拐点。

我们对中国飞鹤（06186 HK）持“买入”评级。去库存顺利，中国飞鹤的价盘趋稳；叠加新产能落地，中国飞鹤的基本面有望边际修复。尽管 2022 年上半年面临渠道调整压力，但根据草根调研，我们预计库存问题已解决，价盘趋稳。中国飞鹤以“适合中国宝宝体质”为核心的营销宣传深植消费者心智，飞鹤星飞帆依然是中国婴配奶粉销量第一大单品。渠道结构层面，充分借力其在母婴店的高占有，加上私域流量的搭建和线上化率的提升，我们预计中国飞鹤 2023 年营收有望再创新高。飞鹤星飞帆等主打系列产品已升级注册为新国标。哈尔滨新工厂 2023 年落地投产，加拿大工厂也将建成。我们预计 2023 年景气度有望修复。总之，中国飞鹤虽然在行业中处于领先地位，但仍有很大的增长空间。2023 年将是加速市场整合的最重要时期。我们预计中国飞鹤 2023 年和 2024 年的收入同比增速将恢复至 10% 左右，盈利能力将大幅反弹。我们预测中国飞鹤 2022-2024 年每股盈利分别为人民币 0.62 元/ 0.71 元/ 0.80 元。参考板块平均估值，并考虑到中国飞鹤的增长前景和市场领先地位，我们得出目标价为 8.67 港元，对应 11 倍 2023 年市盈率。

卤味食品板块：疫情对线下消费场景运营和门店网络扩张的制约得到缓解。2022 年，卤味食品公司的盈利严重受损，因其门店主要位于居民区街道，人流量比疫情前少。展望未来，我们假设国内疫情或将在 2023 年第一季度达到高峰，随后需求将加速反弹。我们乐观认为卤味食品公司的盈利反弹空间相当大。2023-2024 年的收入和利润增长均有望超出市场预期。

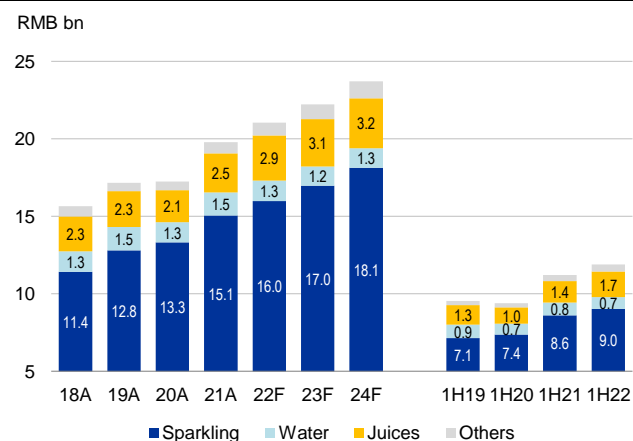
我们推荐周黑鸭（01458 HK）。周黑鸭经历了门店网络扩张的积极变化，卤味食品板块自 2022 年第三季度以来加速洗牌。根据我们的渠道调研，我们预计周黑鸭和觉威食品等具有更强运营能力和供应链体系的龙头公司将继续巩固市场份额。我们看好周黑鸭的产品力和品牌认知度。加上更多新品线和新口味的推出，我们预计随着周黑鸭的客流量上升，销售收入将同步回升。2023 年周黑鸭大幅释放盈利弹性的可见性较高。

2.3 投资主线 III: 具备稳定长期增长前景的防御性标的

软饮料赛道: 软饮料行业的总体需求趋于稳定,在很大程度上不受宏观逆风的影响。其中,健康饮品和无糖消费的趋势更为明显。分品类看,瓶装水行业的长期增长潜力依然广阔,高端细分市场(定价在人民币2元/瓶以上)的销售增速保持相对稳定。汽水饮料整体销量稳定,销售价格自2022年下半年以来上涨3%-5%。我们认为,无糖产品市场规模的长期扩张可能超预期。短期内,我们有望看到销售额环比提升,各渠道库存管理更趋高效。中国的即饮茶市场竞争激烈,但我们更看好两个消费趋势。一是无糖茶饮料的渗透率不断上升,二是产品创新(包括新口味开发和包装升级)。果汁销售仍处于新一轮放量反弹周期,但受高基数效应影响,2023年边际增速或小幅走低。受益于消费习惯和现代生活方式的转变,即饮咖啡和功能饮料预计将在中长期内保持强劲的增长势头。成本端,由于主要原材料和包装材料(如瓶级PET树脂)的价格已经迎来下行拐点,软饮料行业和相关公司的盈利能力应会在2023年逐步改善。总之,对于软饮料行业,我们认为其收入将在整个后疫情时代保持弹性,利润率将同步上升。

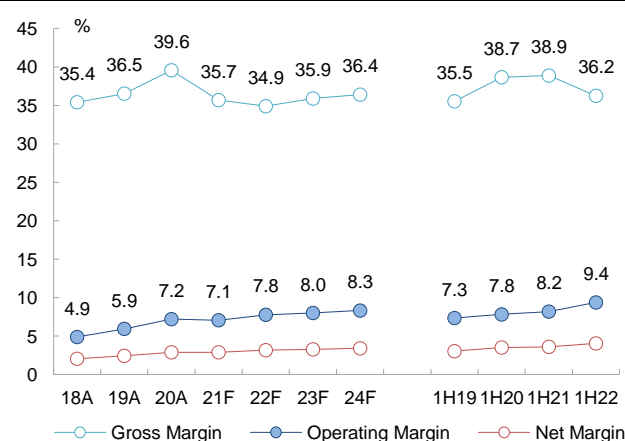
我们维持对中国食品(00506 HK)的“买入”评级。我们预计2022年收入将录得中高单位数的增长。我们认为,在中国食品的经营区域,终端用户对提价后的汽水产品的接受度或超出市场预期。具体而言,其汽水产品的主要驱动力包括:“少即是多”(小包装造就可口可乐成为大赢家)、“无糖”和“纤维+”系列稳健增长,以及成功推出新品(如2022年推出“星河漫步可乐”、无糖“雪碧”、新口味“AH!HA!”)。此外,渠道利润分配机制更为牢固,中国食品的价盘管理有望得到全面赋能。中国食品的毛利率有望在2022年第四季度触底回升,主要是受益于包装材料的价格下降。我们预计中国食品在2023-2024年的资本开支将保持在人民币12-13亿元/年。其中一半将被用于战略发展计划(包括工厂搬迁扩建、设备升级),另一半将被用于渠道持续投资(包括购买自动售卖机和商业展示冰柜及冰箱)。我们的目标价为3.60港元,乃基于12倍的2023年市盈率。

图-3: 预期中国食品收入于2022-2024年保持稳定增长动能



资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-4: 中国食品毛利率料于2022年下半年至2024年逐步改善



资料来源: 公司、国泰君安国际。

我们推荐农夫山泉(09633 HK)。尽管竞争加剧,但农夫山泉的收入增长动能或在中期内保持稳健。短期盈利能力可能受到PET采购价格上涨的挤压。不断推出创新产品以及布局高端市场有望支撑农夫山泉的销售增长。农夫山泉致力于满足日益富裕的消费者健康和生活方式的要求。得益于市场渗透的深化(通过完善的分销网络)以及遍布全国的天然水源布局,农夫山泉有望巩固其在中国快速增长的瓶装水行业的市场领先地位。我们预计农夫山泉2023年的营收和净利润将分别同比增长15%和25%。PET价格的下降可能会导致农夫山泉的毛利率在2023年逐步上升。

2.4 投资主线 IV: 竞争格局优化的受益者

奶牛养殖和原奶生产赛道: 国内原奶市场正从近期的“结构性供不应求”逐步转向中长期的“供需紧平衡”。2022 年, 行业奶价应该会出现小幅同比下降。我们预测 2023-2024 年原奶价格将保持在人民币 4.15 元/千克以上。受益于上下游企业的整合, 奶牛养殖行业将进入一个更加稳定的平台发展期。在强大的下游乳业巨头的支持下, 原奶生产企业不仅将有效提升品牌知名度、技术资源、经营效率、资本背书、政府关系等资源, 还将建立原奶销售价格的长效调整机制。此外, 2022-2024 年头部公司的市占率将快速增长, 规模经济效应趋于显著; 从股票定价的角度看, 行业龙头的估值逻辑有望从“强周期”转向“周期+成长”。根据我们的预测, 大型奶牛养殖和原奶生产商的正常化经营利润将于 2021 年至 2024 年间实现 15%-20% 的三年复合增长率。我们推荐优然牧业 (09858 HK) 以及现代牧业 (01117 HK)。

表-1: 国内原奶供需情况仍相对偏紧

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Total Number of Dairy Cows (thousand)	5250	5850	6360	6820	7300	7700
% of Adult Dairy Cows	53.0	52.5	52.8	53.1	53.3	53.5
Average Annual Output of An Adult Dairy Cows (tonne per cow)	8.9	9.0	9.18	9.36	9.55	9.74
Annualized Raw Milk Production (mn tonne)	24.76	27.64	30.83	33.91	37.16	40.13
Daily Raw Milk Production (thousand tonne)	67.8	75.7	84.5	92.9	101.8	109.9
Daily Demand From Downstream for Raw Milk (thousand tonne)	74.0	82.0	86.9	93.9	100.4	107.5
Supply-Demand Surplus (Shortage) (thousand tonne)	(6.2)	(6.3)	(2.5)	(1.0)	1.4	2.5

资料来源: 国泰君安国际。

注: 统计和预测数据乃基于我们对国内大型牧场的渠道调研以及我们的市场研究结论。

表-2: 同业比较

公司名称	股票代码	\$	股价	市值 (百万 港元)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)	D/Y (%)	ROE (%)	GPM (%)	OPM (%)
					22F	23F	24F	23F				
香港上市食品饮料企业												
农夫山泉-H 股	09633 HK	HKD	42.55	478,537	54.1	45.3	38.4	14.6	1.4	33.8	58.7	31.0
百威亚太	01876 HK	HKD	24.45	323,801	41.7	35.3	30.4	3.6	1.1	9.8	52.7	22.6
青岛啤酒-H 股	00168 HK	HKD	73.45	133,625	26.9	23.3	20.7	3.3	2.0	14.7	35.1	13.6
华润啤酒	00291 HK	HKD	54.00	175,186	37.2	29.9	24.9	5.3	1.3	18.4	42.2	16.8
蒙牛乳业	02319 HK	HKD	34.60	136,850	21.0	18.8	16.1	2.6	1.6	14.9	36.9	6.3
中国飞鹤	06186 HK	HKD	7.25	65,855	10.6	9.3	8.4	2.1	4.4	23.4	67.3	35.5
澳优	01717 HK	HKD	4.34	7,812	9.0	7.1	6.1	1.0	5.0	14.4	49.6	12.2
悠然牧业	09858 HK	HKD	2.17	8,236	9.0	4.7	3.5	0.5	0.0	11.8	26.9	18.7
现代牧业	01117 HK	HKD	0.96	7,599	6.1	4.5	3.5	0.5	3.7	13.5	29.1	16.7
万洲国际	00288 HK	HKD	4.63	59,404	5.6	5.6	5.2	0.8	8.1	13.7	19.4	7.9
康师傅控股	00322 HK	HKD	13.72	77,301	24.5	18.0	15.3	4.2	6.6	24.3	30.4	6.9
统一企业中国	00220 HK	HKD	7.55	32,611	23.5	18.4	15.9	2.2	5.7	11.9	31.5	7.0
中国旺旺	00151 HK	HKD	5.24	62,271	12.3	14.3	13.2	3.4	5.8	23.9	44.3	21.2
达利食品	03799 HK	HKD	3.57	48,888	12.8	11.4	10.6	1.9	4.5	17.8	36.5	19.2
维他奶国际	00345 HK	HKD	16.18	17,326	n.a.	143.2	61.5	5.1	0.1	4.0	47.4	2.9
周黑鸭	01458 HK	HKD	5.23	12,464	111.3	26.5	19.4	2.5	2.2	10.7	53.9	12.9
H&H 国际控股	01112 HK	HKD	16.90	10,904	11.8	10.1	8.9	1.4	3.6	13.8	61.9	13.0
日清食品	01475 HK	HKD	6.49	6,774	20.7	17.7	16.2	1.6	3.0	9.1	32.3	11.7
中国食品	00506 HK	HKD	2.64	7,385	10.1	9.1	8.3	1.1	5.5	12.9	35.3	7.6
卫龙	09985 HK	HKD	9.15	21,513	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
简单平均					24.9	23.8	17.2	3.0	3.4	15.6	41.6	14.9
加权平均					35.5	30.9	25.8	6.5	2.4	20.6	47.4	20.6

资料来源: Bloomberg。

注: 所有数据更新至 2022 年 12 月 16 日。

风险因素: 线下消费场景的修复可能不及预期; 原材料及包装物料的价格波动可能超预期; 食品安全问题。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 除远大医药(00512 HK)、泸州银行(01983 HK)、顺丰房托(02191 HK)、晋商银行(02558 HK)、郑州银行(06196 HK)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团公司在现在或过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2022 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk