

坚定高端升级，板块迎复苏

——啤酒及调味品行业2023年春季投资策略

2023年3月7日



作者：陈彦彤、叶倩瑜、杨哲、汪航宇、李嘉祺



证券研究报告

-  **2022年11月以来大众食品板块的估值回升：**整体来看，22年以来大众食品板块估值经历了先下降、后回升、再下降、再上升的过程，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回调，主要来自股价下跌和利润回升的双重影响。22年11月起，随着防疫政策优化预期的加强到落地，整个啤酒及食品加工板块估值开始回升。个股涨跌幅来看，截至3月3日，2023年以来啤酒板块股价涨幅最大的为燕京啤酒（上涨26%），调味品板块股价涨幅最大的为千禾味业（上涨19%）。
-  **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) **啤酒：**行业高端价格带（8-15元）快速扩容，23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22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），推荐燕京啤酒、青岛啤酒。2) **调味品：**“至暗时刻”已过，静待业绩好转，推荐千禾味业。
-  **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。

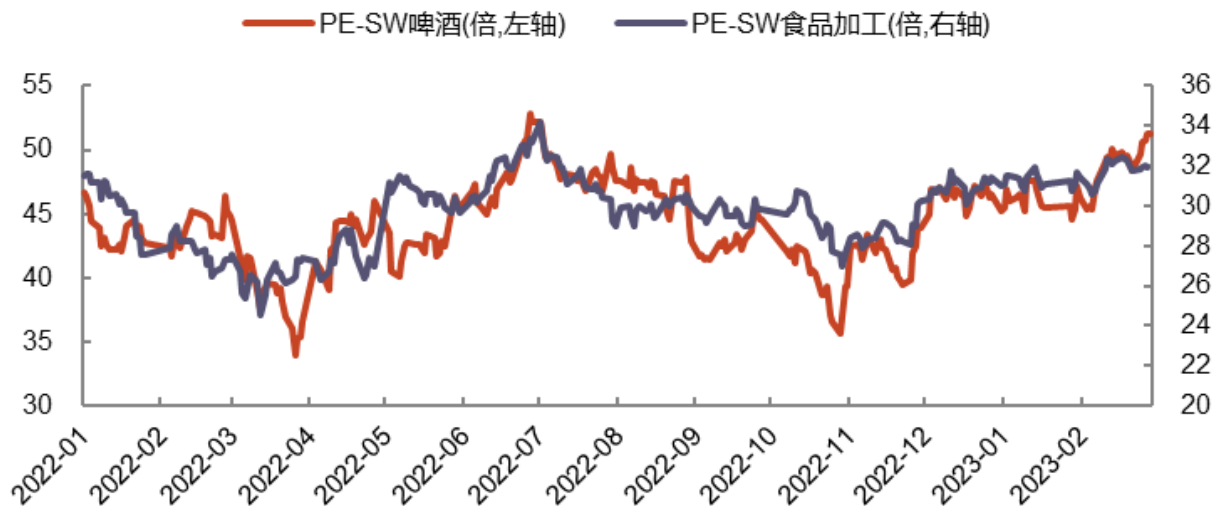
- 1、板块回顾：大众食品板块估值的历史复盘
- 2、啤酒：高端升级持续，场景修复后有较高弹性
- 3、调味品：“至暗时刻”已过，静待业绩好转
- 4、投资建议
- 5、风险分析

1.板块回顾：大众食品板块估值的历史复盘



2022年11月以来大众食品板块的估值回升：整体来看，22年以来大众食品板块估值经历了先下降、后回升、再下降、再上升的过程，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回调，主要来自股价下跌和利润回升的双重影响。22年11月起，随着防疫政策优化预期的加强到落地，整个啤酒及食品加工板块估值开始回升。个股涨跌幅来看，截至3月3日，2023年以来啤酒板块股价涨幅最大的为燕京啤酒（上涨26%），调味品板块股价涨幅最大的为千禾味业（上涨19%）。

图1：2022年11月以来大众食品板块的估值开始回升

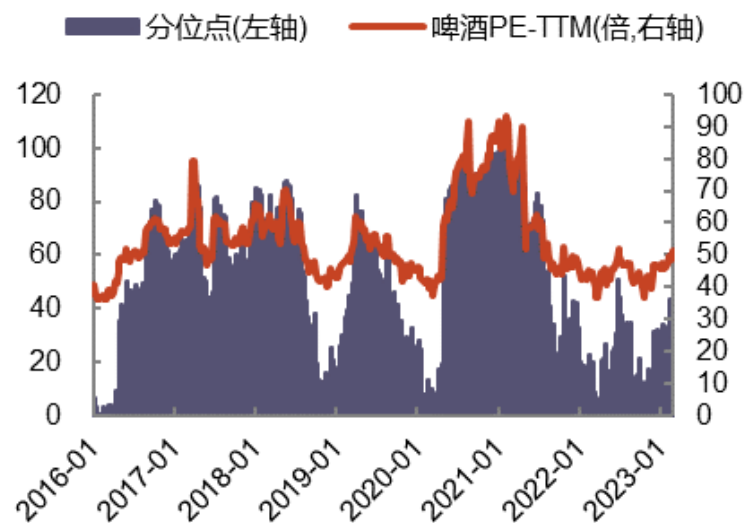


资料来源：Wind，光大证券研究所（注：数据日期为2022.1.1-2023.3.3）

1. 板块回顾：大众食品板块估值的历史复盘

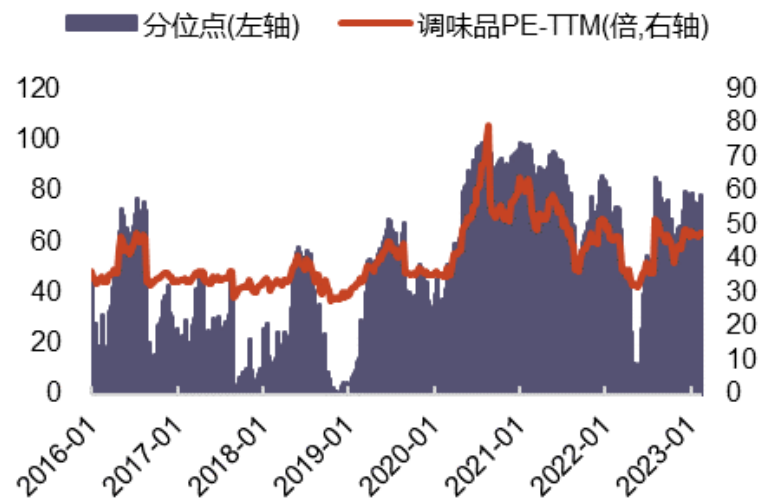
当前时点（2023.3.3）啤酒板块PE(TTM)接近2019年底的估值水平，处于2016年以来的47%分位点，板块估值具备一定安全边际。调味品板块PE(TTM)与2020年初的估值水平接近，处于2016年以来77%分位点。

图2：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2016.1.4-2023.3.3）；左轴单位：%

图3：调味品板块PE(TTM)及分位点



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2016.1.4-2023.3.3）；左轴单位：%

2.啤酒：高端升级持续，场景修复后有较高弹性



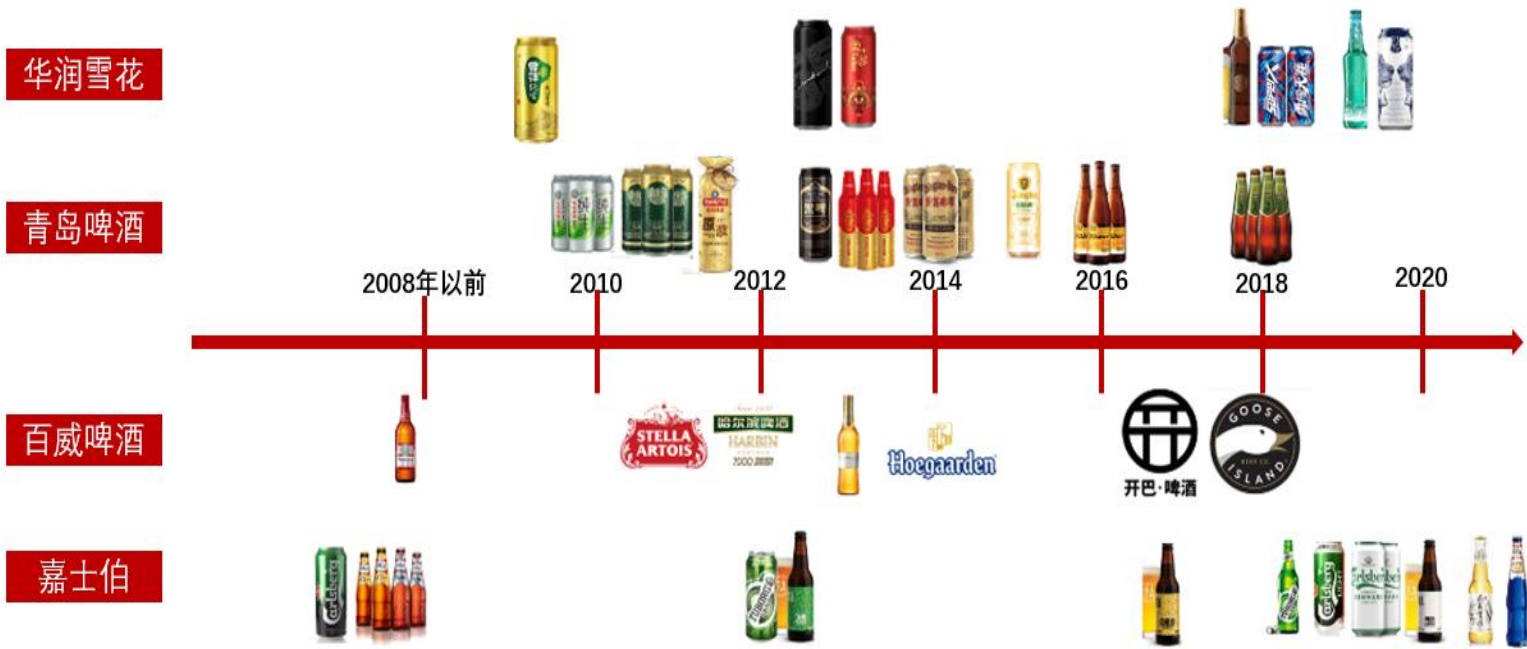
光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

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

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4：雪花&青岛&百威&嘉士伯中高端品牌上市时间



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1：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

2.1 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**：2022年纯生销量大约40万吨，1903销量约14万吨，白啤销量近12万吨，经典系列销量超过200万吨；
- **重庆啤酒**：大单品乌苏2022年销量接近80万吨；
- **华润啤酒**：次高端及以上2022年销量同比增长超过10%，其中SuperX销量增长个位数，喜力销量增长超过30%，纯生销量个位数增长；
- **百威亚太**：2022年尽管疫情反复，中国地区高端及超高端销量仍高于疫情前（2019年）水平。

2.1 高端升级仍是啤酒行业主旋律



根据主要龙头公司的体量及产品结构，我们测算得出2022年高端啤酒销量约844万吨，占啤酒行业总量的23%，预计到2025年高档啤酒总销售规模为1197万吨，2022-2025年CAGR为12%。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。

2022年啤酒行业总市场规模为3617万吨（中国啤酒产量+进口啤酒数量），同比基本持平，预计到2025年啤酒行业总销量为3722万吨。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+2%/+11%/+8%/+7%。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2022-2025年销量同比分别为-3%/+4%/+5%/+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-8%/-8%/-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+2%/-5%/-5%/-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。

2.1 高端升级仍是啤酒行业主旋律

表3：2019-2025E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	3,616.9	3,650.7	3,681.0	3,721.6
yoy		-10%	4%	0%	1%	1%	1%
重庆啤酒	243.8	242.4	278.9	285.7	316.6	341.8	365.7
yoy		-1%	15%	2%	11%	8%	7%
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	659.9	688.4	720.0	744.9
yoy		-10%	9%	-3%	4%	5%	3%
进口啤酒	73.2	58.4	52.5	48.2	44.3	40.8	38.8
yoy		-20%	-10%	-8%	-8%	-8%	-5%
其他国产啤酒	880.4	653.5	703.7	714.4	678.7	644.7	612.5
yoy		-26%	8%	2%	-5%	-5%	-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

2.1 高端升级仍是啤酒行业主旋律



2022年我们测算高档啤酒总销量为844万吨，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1197万吨，2022-2025年CAGR为12%，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32%，较2022年提升9pcts。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25%/30%/35%/39%。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%/43%/46%/47%。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%。

2.1 高端升级仍是啤酒行业主旋律

表4：2019-2025E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	844	962.1	1,084.8	1,196.8
行业高端化率	17%	19%	21%	23%	26%	30%	32%
yoy		2%	17%	11%	14%	13%	10%
重庆啤酒	34.4	47.1	66.2	70.2	96.1	120.3	141.9
重庆啤酒高端化率	14%	19%	24%	25%	30%	35%	39%
yoy		37%	40%	6%	37%	25%	18%
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	268.0	298.8	329.8	353.7
百威亚太高端化率	33%	35%	39%	41%	43%	46%	47%
yoy		-4%	21%	2%	11%	10%	7%
进口啤酒	73.2	58.4	52.5	48.2	44.3	40.8	38.8
yoy		-20%	-10%	-8%	-8%	-8%	-5%
其他国产啤酒	70.43	65.35	84.44	92.87	95.02	96.71	98.00
其他国产啤酒高端化率	8%	10%	12%	13%	14%	15%	16%
yoy		-7%	29%	10%	2%	2%	1%

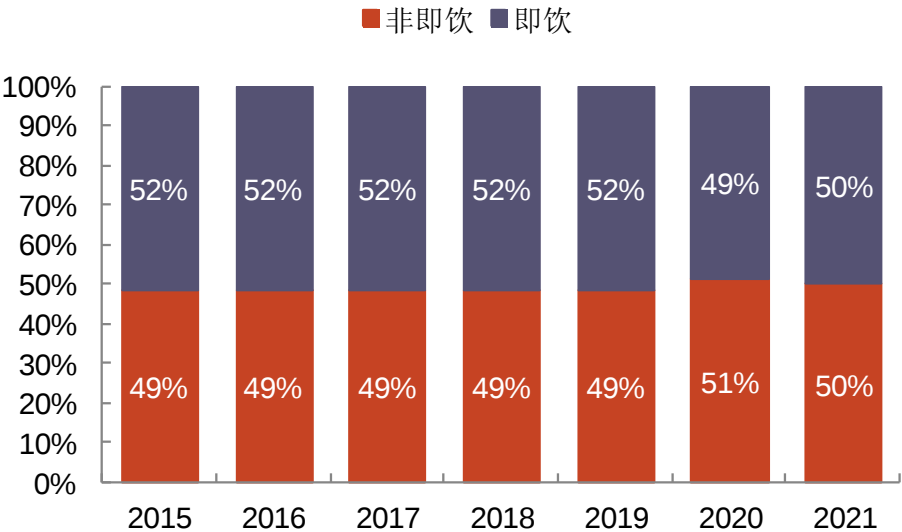
资料来源：海关总署，各公司公告，光大证券研究所预测 注：百威亚太销量为光大证券研究所测算的中国地区的销量

2.2 疫情反复扰动，关注场景修复后弹性



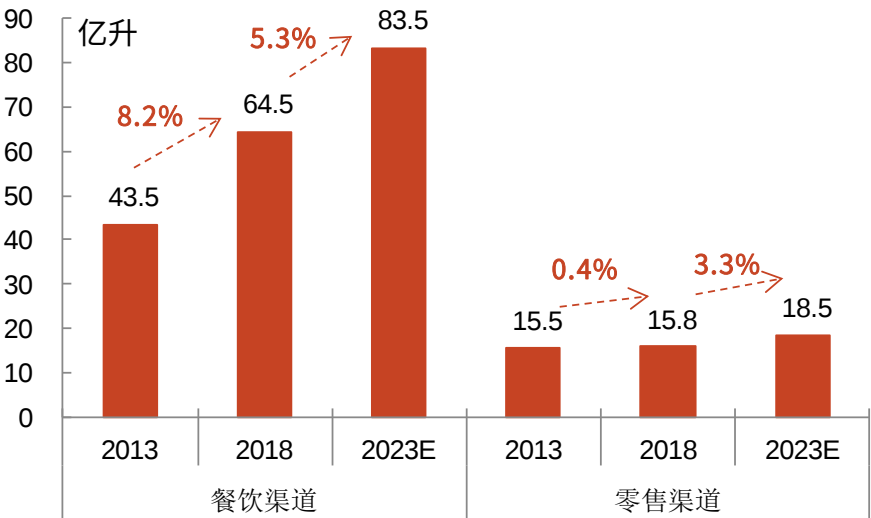
即饮渠道是啤酒高端化的重要渠道。啤酒渠道可以分为即饮&非即饮两大类，根据Euromonitor，两种渠道占比各约50%。不同渠道匹配的产品有所不同，操作方式也有所差异。相较非即饮渠道，即饮渠道中高端及超高端啤酒的量更大、增速更快。即饮包括餐饮和夜场，是高档及以上产品售卖的主要渠道：夜场是打响品牌的兵家必争之地；餐饮渠道贡献了高档产品的主要销量。

图5：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6：渠道划分的中国高端及超高端啤酒消费量

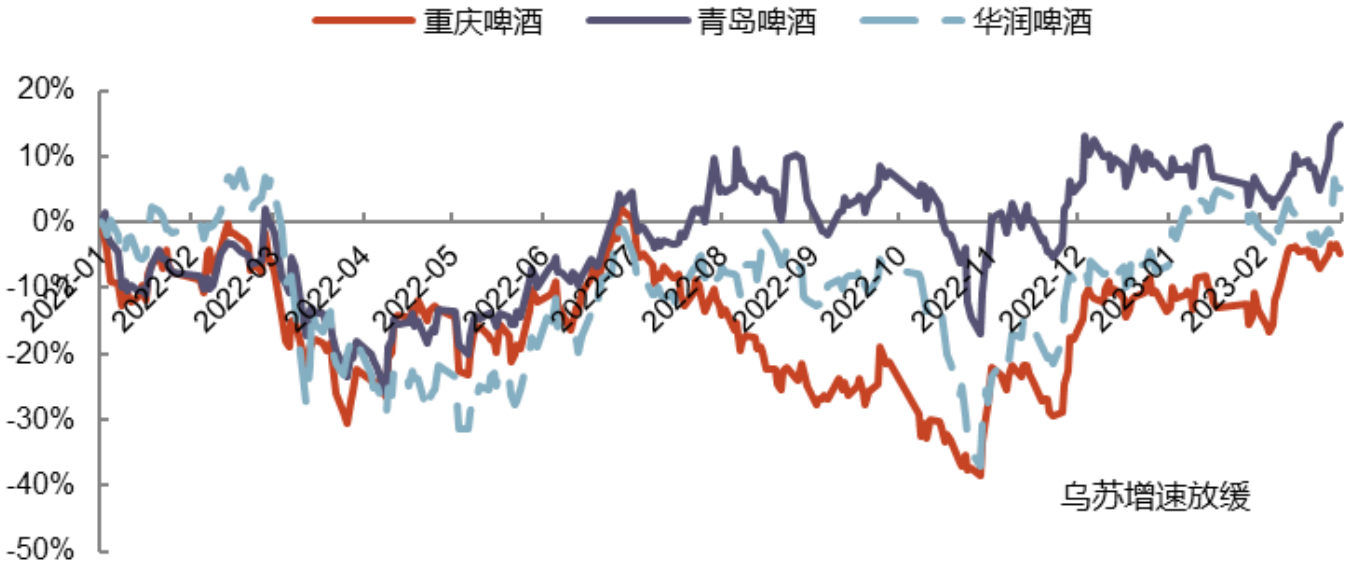


资料来源：Global Data预测，光大证券研究所

2.2 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，22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7：2022年以来四家啤酒上市公司股价累计涨跌幅



- 1、板块回顾：大众食品板块估值的历史复盘
- 2、啤酒：高端升级持续，场景修复后有较高弹性
- 3、调味品：“至暗时刻”已过，静待业绩好转
- 4、投资建议
- 5、风险分析

3.调味品：“至暗时刻”已过，静待业绩好转



(1) 需求端：22H2疫情反复致餐饮和零售需求疲软，疫后静待修复。

22年二季度疫情零星出现，餐饮整体收入下滑。整体来看，22年1-12月，社会餐饮收入增速先降后升再降，22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。9-12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10-12月同比下滑。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8：月度社会餐饮收入总额及其增速

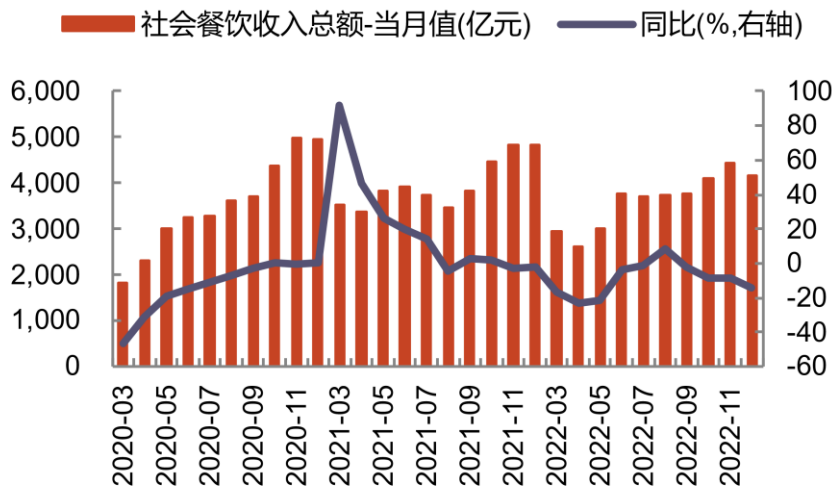
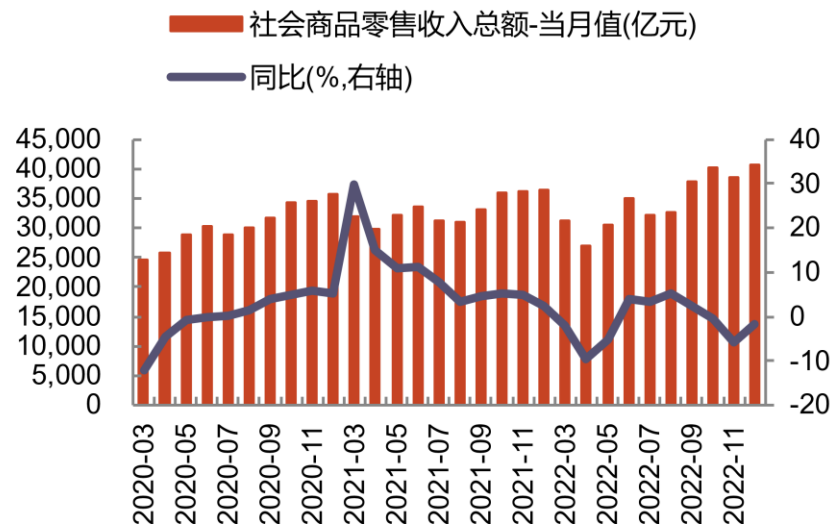


图9：月度社会商品零售总额及其增速



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，尽管当前大豆价格较高点有所下滑，但仍处在高位；白砂糖价格自22月11月起价格出现回升。
- **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，2023年3月3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。总体来看，当前包材价格压力已得到部分缓解。

图10：生产原料价格变化

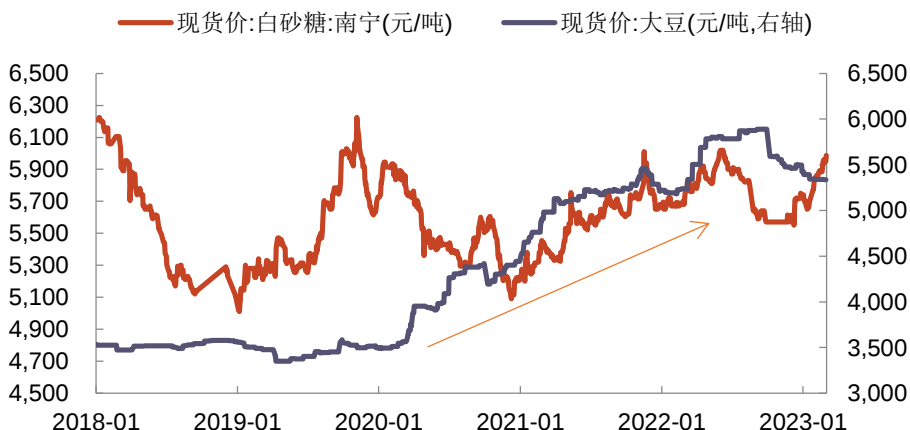


图11：包装材料价格变化



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，22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净利率分别同比下滑1.0/1.4pcts，中炬高新/恒顺醋业分别同比上涨0.1/3.2pcts。

图12：调味品上市公司单季度毛利率同比变化（pcts）

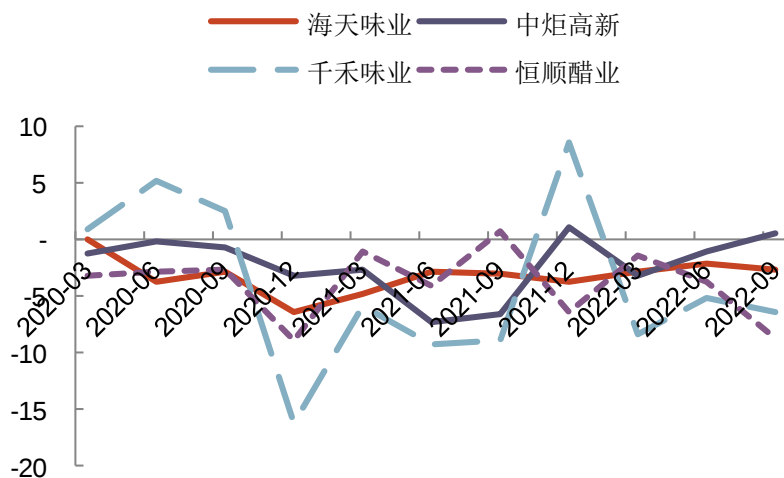
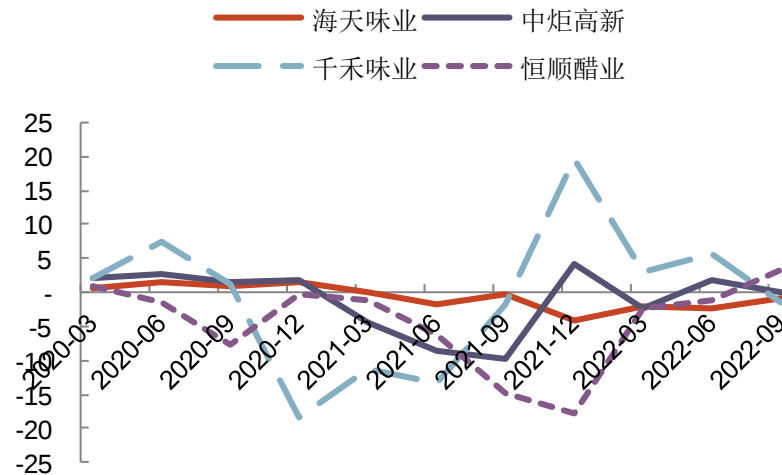


图13：调味品上市公司单季度净利率同比变化（pcts）



- 1、板块回顾：大众食品板块估值的历史复盘
- 2、啤酒：高端升级持续，场景修复后有较高弹性
- 3、调味品：“至暗时刻”已过，静待业绩好转
- 4、投资建议
- 5、风险分析

4.1、重庆啤酒（600132.SH）



23年外部压力疏解，品牌势能有望强劲释放。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，以及23年初公司上调乌苏终端零售价至15元，增厚渠道利润、提升经销商积极性，我们认为23年乌苏有望重回较快增长。

23年啤酒板块业绩释放确定性高，重啤弹性较强。一方面随着即饮渠道修复，行业高端升级速度有望进一步加快，重啤即饮渠道占比较竞品更高，更受益于即饮场景修复；另一方面，23年虽然成本端仍有上行压力，但压力较22年显著降低，此外公司通过22年底的提价动作可以覆盖成本压力。此外，23年公司对BU进行重新划分，新成立华中BU、华东市场重新划回CIB、新疆BU聚焦环新疆市场，目前调整正有序进行，调整完成后能更好发挥各BU所长、提升组织效率，为公司中长期发展打好基础。

盈利预测、估值与评级：我们维持重庆啤酒2022-2024年归母净利润分别为12.58/17.31/20.62亿元，对应PE分别为52x/38x/32x，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5：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	14,039	16,543	18,803
营业收入增长率	-	28.46%	7.01%	17.84%	13.66%
净利润（百万元）	840	1,166	1,258	1,731	2,062
净利润增长率	-	38.82%	7.88%	37.58%	19.12%
EPS（元）	1.74	2.41	2.60	3.58	4.26
ROE（归属母公司）（摊薄）	143.54%	66.47%	61.53%	45.84%	35.32%
P/E	78	56	52	38	32
P/B	112	37	32	17	11

22年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。22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22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6：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	83	38	42	36	31
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	65	49	39	34	29

4.3、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%+。22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22年夏季高温天气影响，以及21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23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23年上行压力小于22年，22年年末至23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2022-24年归母净利润预测分别为34.89/42.51/49.16亿元，对应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7：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	70	49	44	36	31

4.4、燕京啤酒（000729.SZ）

降本增效效果显著，利润释放略超预期。2022年以来，公司通过对部分亏损区域的减员增效、总部调整组织架构加强对子公司管理力度等方式提升运营效率。以广东区域为例，2021-2022年广燕通过精简人员提升人效、强化利润考核等改革，2年减亏大几千万。广东地区是燕京子公司改革的试验田，随着改革模式的跑通，有望复制到其他地区。以22年半年报为例，广西漓泉以外的业务单元净利润同比增长573%，净利率提升2.9pcts，减亏显著。

23年U8计划保底60万吨，提升团队激励保障目标完成。2023年公司计划整体销量同比增长高个位数，增长主要来自U8。2023年U8的考核目标为60万吨，拟挑战70万吨，完成挑战目标公司会给予额外激励，U8单箱提成将翻倍。对于U8，除了深耕现有的餐饮渠道，2023年也会加快开拓流通渠道，新增专业经销商，辅助目标达成。2023年为提升U8单吨净收入，U8促销费用或有所减少（品牌费用预计继续加大投入），加上青啤也计划减少促销费用，行业终端价格战于2023年有望趋缓，企业利润有望进一步释放。

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3.52/5.04/6.21亿元，折合2022-2024年EPS分别为0.12/0.18/0.22元，维持“增持”评级。

风险提示：原材料成本上涨快于预期；区域竞争加剧；大单品拓展低于预期；疫情持续时间超过预期。

表8：燕京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）	10,928	11,961	12,717	14,104	15,109
营业收入增长率	-4.71%	9.45%	6.32%	10.90%	7.13%
净利润（百万元）	197	228	352	504	621
净利润增长率	-14.32%	15.82%	54.47%	43.24%	23.06%
EPS（元）	0.07	0.08	0.12	0.18	0.22
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.49%	1.70%	2.58%	3.61%	4.31%
P/E	192	165	107	75	61
P/B	2.8	2.8	2.8	2.7	2.6

4.5、千禾味业（603027.SH）

零添加短期受益高增，流通渠道稳步推进。22Q4公司受益于添加剂事件，通过倾斜资源、增加导购的方式加快消费者教育，零添加系列表现亮眼，拉动公司Q4收入超预期表现，我们预计Q4收入端增速约40%。零添加事件除了短期对0添加系列销售有直接助益外，从中长期看，更利于公司流通渠道的招商，22Q4公司在流通渠道的招商速度显著加快，且招商质量较好，我们认为公司流通渠道扩展的局面已被打开，23年流通渠道的收入增长将成为拉动公司整体增长的重要增长极。

零添加品类加速扩容，头部企业有望持续受。随着消费者健康意识进一步崛起，添加剂事件将进一步打开零添加品类的成长极。公司是零添加酱油龙头，具备“品牌即品类”的认知优势，且0添加系列产品矩阵丰富、价格带完整。我们认为公司将受益于品类渗透率的持续提升，且有望抢占更多份额。此外，公司主力KA渠道23年有望受益于KA客流改善；流通、定制业务有望贡献新的增量。我们看好公司23年的业绩表现。

盈利预测、估值与评级：我们维持千禾味业2022-2024年归母净利润预测分别为3.25/4.95/6.40亿元，折合2022-2024年EPS分别为0.34/0.51/0.66元。千禾的零添加产品符合消费升级趋势，随着公司延伸产品矩阵+丰富渠道结构，长期来看前景仍然较为乐观，维持“增持”评级。

风险提示：省外拓展不及预期；流通渠道拓展速度放缓；原材料成本上涨幅度高于预期；食品安全风险。

表9：千禾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）	1,693	1,925	2,338	3,082	3,640
营业收入增长率	24.95%	13.70%	21.46%	31.79%	18.13%
净利润（百万元）	206	221	325	495	640
净利润增长率	3.81%	7.58%	47.01%	52.03%	29.28%
EPS（元）	0.31	0.28	0.34	0.51	0.66
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.84%	10.67%	13.95%	18.13%	19.86%
P/E	80	89	73	48	37
P/B	8.7	9.5	10.2	8.7	7.4

- ❑ **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：**啤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 (联系人)

📄 邮件: lijq@ebcn.com
☎ 电话: 021-52523658

汪航宇 (联系人)

📄 邮件: wanghangyu@ebcn.com
☎ 电话: 021-52523877

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的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。