

实地调研专题系列之二

食品饮料经销商渠道调研情况梳理与投资观点

调研情况总结与核心观点：根据北京地区经销商渠道调研，6月以来，主要食品饮料品类中，**啤酒**消费复苏势头领先。主要啤酒厂商中，华润啤酒封控高峰期表现相对稳健，修复期渠道端销售和库存情况仍相对优良。**乳品：**1-7月伊利和蒙牛液态奶销售表现稳健，伊利奶粉/奶酪/冷饮业务扩张提速明显。**白酒：**1-7月茅台表现韧性十足，7月估计仍保持16-18%收入增长，新推出线上APP“i茅台”增加潜在业绩弹性，其他品牌中，泸州老窖、舍得6月以来修复较快。**展望2H22，**随着稳增长和促销费政策的具体落实，我们看好食品饮料消费需求的稳步修复，防疫措施对企业经营影响的边际减弱和原材料成本压力的缓解有望驱动相关企业利润率的持续修复。重点推荐需求复苏领先、毛利率修复弹性较大的啤酒板块，首推华润啤酒（291 HK，买入），推荐青岛啤酒股份（168 HK，买入）、百威亚太（1876 HK，买入）。

■ **啤酒：**3-5月受现饮渠道较明显拖累，估计餐饮和夜场消费同比下降约五成，但非现饮渠道强劲，估计同比增加约四成。总体估计3-5月销量下滑5-10%。3-5月华润在C端加大投放力度，估计下滑相对较少。6月以来整体啤酒销量恢复势头良好，升级趋势持续，家庭消费倾向偏高端的SKU。截至7月底，我们估计餐饮渠道整体恢复至疫情前约7成水平，其中，烧烤店、大排档恢复至约8成。我们估计5-10元啤酒产品恢复高单位数同比增长，10元以上产品恢复双位数同比增长，5元以下产品估计有所下滑。截至7月底，整体库存估计仍比正常高10-15天水平要高，主要因为6月临近半年报截止时间，经销商压货有所增加。百威受夜场受限影响较大，库存相对高，估计目前仍近2个月，正常35-40天，重啤目前约40-45天，正常25-30天，央企背景的华润受益于更强大的渠道网络和促销投放，库存相对较低，目前约1个月，正常10-20天。我们维持看好2H22啤酒行业需求端的持续复苏和成本端压力的边际缓解，预计未来2-3年啤酒消费升级趋势仍将持续，驱动行业业绩保持稳健增长。华润啤酒/青岛啤酒股份/百威亚太2023E PE分别为36.8/24.0/31.1倍，EV/EBITDA为20.7/11.8/14.7倍。

■ **乳品：**2Q严格封控期间液态奶销售未受明显负面影响，6-7月防疫放松以后环比表现较平淡，主要因为夏季天气炎热，通常为常温奶消费淡季。7月伊利、蒙牛液态奶销售我们估计增长高单位数。今年以来，在奶粉、冰品等其他品类方面，伊利扩张速度领先蒙牛。奶酪方面，若考虑进妙可蓝多，蒙牛今年以来销售规模估计仍领先伊利，但伊利扩张势头更强劲。截至7月，我们估计蒙牛、伊利库存水平约1个月左右，均较健康。目前两大龙头均有对部分基础和高端液态奶产品进行打折促销，但力度和密度基本在往年淡季促销范围内。我们预计，随着节庆旺季的到来，3Q下旬起液态奶销售有望回暖，特别是特仑苏、金典等高端SKU。伊利股份/蒙牛乳业2023E PE分别为18.5/18.5倍。

■ **白酒：**2Q以来茅台保持良好销售势头，7月估计仍保持16-18%同比增长。其他品牌中，6月以来，泸州老窖恢复相对较快，得益于更成熟的销售团队，五粮液受人事变动、销售团队建设尚待完善影响，恢复相对缓慢一些。库存方面，4-5月受防疫封控影响白酒厂商基本没有发货，6月渠道较积极补货，叠加半年报压货效应，截至7月，我们估计渠道库存较去年略高。泸州老窖、舍得渠道压货相对较少，五粮液库存相对较多，约2个月。贵州茅台/五粮液/泸州老窖/舍得酒业2023E PE分别为32.5/21.8/26.3/22.0倍。

跑赢大市（维持）

中国必选消费行业

黄铭谦

(852) 3900 0838

josephwong@cmbi.com.hk

郑晓慧

(852) 3900 0838

zhengxiaohui@cmbi.com.hk

ASIAMONEY

请登录2022年亚洲货币券商投票网址，
投下您对招银国际研究团队信任的一票

VOTE

行业表现



资料来源：万得

近期报告

1. [“Budweiser APAC \(1876 HK\) 2Q results largely in line; solid premiumization efforts mitigated volume headwind”](#) – 2022年7月29日
2. [“日常消费板块商超渠道调研情况梳理与投资观点”](#) – 2022年7月22日
3. [“Smoores Int'l \(6969 HK\) – Preliminary results came in better than we expected”](#) – 2022年7月18日
4. [“China Cosmetics – The crown jewel of the consumption spectrum; initiate Botanee/Proya/Jahwa with Buy”](#) – 2022年6月21日

估值表

公司名称	股份代码	股价	目标价	评级	市帐率	市盈率	股本回报率
		(港元)	(港元)		2022E	2022E	2022E
华润啤酒	291 HK	55.3	71.0	买入	5.7	41.6	14.1
青島啤酒股份	168 HK	79.9	86.0	买入	3.7	27.1	13.6
百威亚太	1876 HK	23.0	28.0	买入	3.3	37.1	9.2
伊利股份	600887 CH	35.8	47.0	买入	4.3	21.7	21.1
蒙牛乳业	2319 HK	36.0	57.0	买入	2.9	22.1	10.6
中国飞鹤	6186 HK	6.8	8.4	买入	2.9	7.1	41.8
农夫山泉	9633 HK	46.9	53.0	买入	18.9	64.9	29.1
思摩尔国际	6969 HK	18.1	25.2	买入	4.3	25.5	19.9
雾芯科技	RLX US	1.6	2.5	买入	1.0	8.9	9.2
中国中免	601888 CH	211.7	232.0	买入	11.4	42.4	26.9
贝泰妮	300957 CH	192.5	251.0	买入	14.3	65.7	21.8
珀莱雅	603605 CH	178.5	184.0	买入	10.5	49.6	21.4
上海家化	600315 CH	34.7	46.2	买入	3.2	32.6	9.7
万洲国际	288 HK	5.8	n.a.	未评级	1.0	6.7	15.4
海天味业	603288 CH	81.4	n.a.	未评级	13.1	50.6	26.3
中国旺旺	151 HK	6.3	n.a.	未评级	3.2	13.9	24.1
康师傅控股	322 HK	12.9	n.a.	未评级	3.1	17.0	18.8
统一企业	220 HK	7.3	n.a.	未评级	1.9	17.1	11.0
周黑鸭	1458 HK	4.0	n.a.	未评级	1.9	40.6	4.7
绝味食品	603517 CH	53.4	n.a.	未评级	5.1	37.9	13.6
贵州茅台	600519 CH	1,890.3	n.a.	未评级	10.5	38.0	28.0
五糧液	000858 CH	178.6	n.a.	未评级	6.0	25.4	23.7
佩蒂股份	300673 CH	16.4	n.a.	未评级	2.2	28.0	7.8

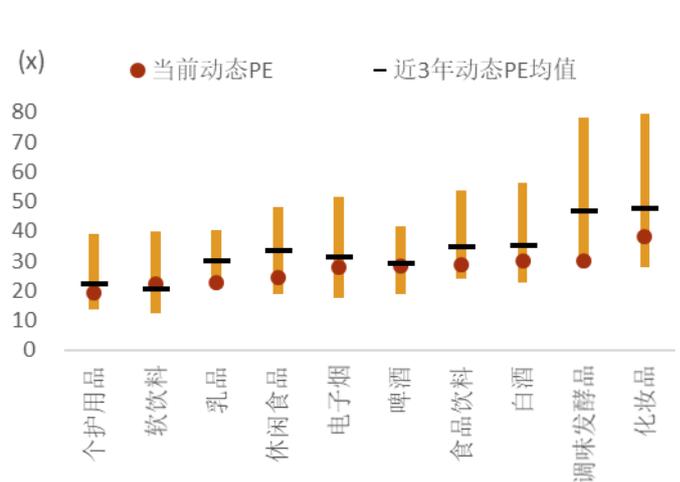
资料来源：万得、公司及招银国际环球市场预测；备注：截至2022年8月1日

图 1: 中证消费指数动态 PE



资料来源：万得、招银国际环球市场研究部；备注：截至2022年8月1日

图 2: 日常消费细分板块近3年动态 PE 区间



资料来源：万得、招银国际环球市场研究部；备注：截至2022年8月1日

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。