

食品饮料

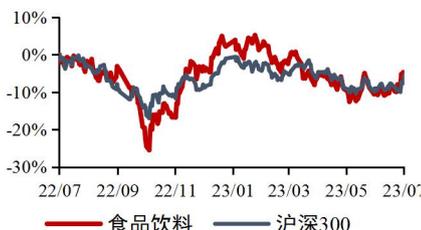
食品饮料行业 23 年中期投资策略 领先大市-A(维持)

坚守确定性，关注复苏机会

2023 年 7 月 28 日

行业研究/行业中期策略

食品饮料板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票		评级
600519.SH	贵州茅台	买入-A
000858.SZ	五粮液	买入-A
600809.SH	山西汾酒	买入-A
600702.SH	舍得酒业	买入-A
000596.SZ	古井贡酒	买入-A
603369.SH	今世缘	买入-A
000860.SZ	顺鑫农业	增持-A
600600.SH	青岛啤酒	买入-A
600132.SH	重庆啤酒	买入-B
600887.SH	伊利股份	买入-A
603027.SH	千禾味业	增持-A
603288.SH	海天味业	增持-A
603517.SH	绝味食品	增持-A

相关报告：

【山证食品饮料】白酒业绩分化，大众品底部复苏-食品饮料行业 22 年年报 & 23Q1 季报总结及中期展望 2023.5.8

【山证食品饮料】确定为守，复苏为攻-食品饮料行业 23 年年度投资策略 2023.1.11

分析师：

投资要点：

➢ **23H1 食品饮料行业回顾。**2023 年上半年 CS 食品饮料板块下跌 6.63%（总市值加权平均），沪深 300 上涨 10.29%，跑输沪深 300 指数 16.92 个百分点。从基本面来看，5 月餐饮收入超过 19 年、21 年同期，啤酒行业 5 月产量数据亦反映出这一趋势，体现出疫情对于经济的影响逐渐消退，日常消费已恢复日常。但从五一黄金周旅游数据来看，人均支出尚未完全恢复，一定程度上体现出购买力仍有一定缺口。总体而言，在经济弱复苏背景之下，食品饮料行业中，需求相对刚性的日常消费已基本恢复，但商务活动等消费需求仍待修复。从估值端来看，受经济增速放缓、需求疲软、原材料价格上涨、政策担忧等因素干扰，23 年上半年食品饮料板块估值持续回落。目前板块市盈率在 33 倍左右，整体回归理性区间。总体而言，符合我们年初对板块基本面整体偏弱以及估值将持续消化的预期。

➢ **23H2 食品饮料行业展望及投资策略。投资主线一：坚守确定性。**首先是行业趋势的确定性：尽管 23 年整体消费需求较为疲软，高端消费虽短期承压，但趋势相对确定，产品结构升级趋势不改。其中白酒板块，高端产品稳健增长，随着估值回落至历史中位线甚至以下水平，其布局价值已经显现；同时啤酒行业高端化是相对确定的行业趋势。其次是从估值角度看，配置价值的确定性：经过上半年市场的持续调整和消化，食品饮料各子版块估值均已回到近年较低水平，从而板块中长期左侧布局的确定性机会也逐步凸显。

投资主线二：关注复苏机会。在需求复苏方向已定、坚守确定性的前提下，把握复苏节奏显得尤为重要。展望 23 年下半年，在房地产相关刺激政策不断出台、消费场景逐步恢复等综合作用下，国内经济逐步复苏，消费者收入水平及消费信心逐步恢复，行业增长的驱动因素有望重新从量增转化为价增，下半年仍需密切关注复苏进展及机会。

➢ **建议优先确定性和低估值，继而选择复苏 β 标的：（1）白酒：**坚守需求韧性及估值优势，优先推荐高端白酒及有基地市场备书的地产龙头，包括贵州茅台、五粮液、泸州老窖、今世缘和古井贡酒；同时左侧布局已具备估值优势且业绩确定性高的山西汾酒；以及关注自身改革品种顺鑫农业。（2）啤酒：高端化逻辑依旧，加之 23 年多地高温天气持续，在高基背景下销量有望实现较好增长，助力其业绩稳健增长，优先推荐青岛啤酒，同时关注重庆啤酒；（3）大众品：虽然消费复苏方向已定，但在整体消费疲软背景下，短期建议关注低估值+成本下行盈利能力改善的个股：包括乳制品板块伊利股份、新乳业、卤制品板块绝味食品；同时建议关注基本面逐步触底，具备中





周蓉

执业登记编码：S0760522080001

邮箱：zhourong1@sxzq.com

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

长期复苏弹性的个股：包括调味品板块千禾味业、海天味业等。

风险提示：经济增速不及预期；行业竞争加剧；原材料价格上升超预期；食品安全问题；企业改革不及预期等。

目录

1. 食品饮料行业 23 年上半年回顾和下半年展望.....	8
1.1 23H1 回顾：基本面复苏由强转弱，板块估值持续回落.....	8
1.1.1 市场表现回顾：负重前行，板块整体跑输大盘.....	8
1.1.2 基本面回顾：收入端需求弱复苏，成本端压力边际趋缓.....	8
1.1.3 估值回顾：估值持续消化，大部分板块已至低位.....	10
1.2 23 年下半年展望：坚守确定性，关注复苏机会.....	11
1.2.1 基本面展望：消费意愿及消费力修复，取决于经济复苏程度.....	11
1.2.2 投资主线展望：坚守确定性，关注复苏机会.....	12
1.2.3 23 年下半年投资策略.....	12
2. 白酒板块：板块底部或现，坚守长期价值.....	13
2.1 23H1 白酒板块整体表现：板块受外因影响回调，长期价值凸显.....	13
2.1.1 外部因素扰动，板块回调至价值区间.....	13
2.1.2 需求弱复苏，酒企业绩分化.....	13
2.2 23H2 白酒板块展望：坚守长期价值，关注边际变化.....	15
2.2.1 消费升级长期趋势不变.....	15
2.2.2 中长期趋势向好，需求端整体回暖尚需跟踪.....	16
2.2.3 分价格带展望.....	16
3. 啤酒板块：消费场景逐步恢复，成本改善利润可期.....	21
3.1 23H1 啤酒板块整体表现：高端化进程持续，成本压力逐步趋缓.....	21
3.1.1 动销逐步恢复，高端化进程持续.....	21
3.1.2 成本压力逐步趋缓，盈利能力稳步提升.....	23
23H2 年啤酒板块展望：多地高温天气下，旺季销量增长仍可期.....	23
3.1.3 伴随消费场景逐步恢复，高端化进程有望加速.....	23
3.1.4 成本改善，利润可期.....	24
4. 乳制品板块：场景+消费力逐步恢复，盈利有望回升.....	25

4.1 23H1 年乳制品板块整体表现：品类需求分化，区域乳企表现更优.....	25
4.1.1 乳制品需求弱复苏，品类需求分化.....	25
4.1.2 原奶价格逐步回落，需求疲软下毛利率改善分化.....	26
4.2 23H2 乳制品板块展望：场景+消费力逐步恢复，盈利有望回升.....	27
4.2.1 龙头布局新业务/区域乳企持续深耕，培育新的盈利增长点.....	27
4.2.2 需求恢复+成本压力趋缓，盈利逐步回升.....	27
5. 调味品板块：行业处于调整期，密切跟踪业绩拐点.....	28
5.1 23H1 调味品板块整体表现：需求/成本双承压，板块整体疲软.....	28
5.1.1 需求弱复苏，企业业绩分化.....	28
5.1.2 原材料价格高位边际缓解，成本端短期仍承压.....	29
5.2 23H2 调味品板块展望：需求复苏主线，关注餐饮修复&成本回落.....	29
5.2.1 需求逐步复苏，行业景气度可期.....	29
5.2.2 产品结构升级&企业改革，助力走出底部.....	30
5.2.3 原材料压力趋缓，有望释放利润弹性.....	30
6. 休闲卤制品板块：卤制品行业景气度恢复，成本拐点释放利润弹性.....	32
6.1.1 23H1 卤制品子板块整体表现：长期看卤制品行业高景气度，23 年平稳修复.....	32
6.1.2 23H2 卤制品子板块张望：景气有望持续修复，成本拐点释放利润弹性.....	33
7. 风险提示.....	34

图表目录

图 1： 食品饮料板块 23H1 累计下跌 6.63%.....	8
图 2： 食品饮料子板块 23H1 区间涨跌幅（%）.....	8
图 3： 社会消费品零售总额（亿元）及同比增速（%）.....	9
图 4： 餐饮当月收入（亿元）及同比增速（%）.....	9
图 5： 中国啤酒产量（万千升）及同比增速（%）.....	9

图 6: 中国五一黄金周人均旅游支出 (元)	9
图 7: 大豆和豆粕价格高位有所回落 (元/吨)	10
图 8: 玉米价格维持高位 (元/吨)	10
图 9: 瓦楞纸价格有所回落 (元/吨)	10
图 10: 农产品运费有所回落 (元/吨)	10
图 11: 食品饮料与沪深 300 历史估值 (PE TTM)	11
图 12: 2017.01-2023.6 食品子板块值走势.....	11
图 13: 城镇居民人均可支配收入 (万元) 及增速 (%)	11
图 14: 城镇新增就业人数 (万人) 及同比增速 (%)	11
图 15: 年初至今 CS 白酒指数及估值复盘.....	13
图 16: 2010-2023H1 年 CS 白酒指数.....	13
图 17: 中国白酒当月产量 (万吨) 及增速 (%)	15
图 18: 2017-2022 年白酒分价位带销售份额 (%)	16
图 19: 白酒行业与高端白酒销量及增速 (%)	16
图 20: 飞天茅台批价走势 (元/瓶)	17
图 21: 五粮液、泸州老窖批价走势 (元/瓶)	17
图 22: 主要次高端酒企产量 (万吨) 及增速 (%)	18
图 23: 2015-2022 年安徽白酒产量 (万吨)	19
图 24: 2015-2021 年安徽白酒收入规模 (亿元)	19
图 25: 2014-2024 年光瓶酒行业市场规模 (亿元)	20
图 26: 我国光瓶酒消费结构 (%)	20
图 27: 中国啤酒当月产量 (万千升) 及增速 (%)	21
图 28: 啤酒板块收入 (亿元) 及同比增速 (%)	21

图 29: 各上市啤酒企业吨酒价格 (元/吨) (2020Q1-2023Q1)	22
图 30: 啤酒板块毛/净利率变动情况 (2020Q1-2023Q1)	23
图 31: 啤酒板块费用率变动情况 (2020Q1-2023Q1)	23
图 32: 中国高端啤酒产量趋势 (万千升)	23
图 33: 中国高端啤酒市场规模趋势 (亿元)	23
图 34: 大麦价格走势跟踪 (元/吨)	24
图 35: 铝锭价格走势跟踪 (元/吨)	24
图 36: 乳制品板块收入 (亿元) 及同比增速 (%)	26
图 37: 乳制品板块归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	26
图 38: 主要乳企今年毛利率变化 (%)	26
图 39: 中国主产区生鲜乳价格走势(元/公斤).....	26
图 40: 近年低温奶市场规模 (亿元) 及增速 (%)	27
图 41: 伊利婴配粉业务市占率持续提升 (%)	27
图 42: 调味品板块收入及增速 (2020Q1-2023Q1)	28
图 43: 调味品板块归母净利润及增速 (2020Q1-2023Q1)	28
图 44: 2019 年海天味业生产成本主要构成 (%)	29
图 45: 中国调味品市场规模 (亿元) 及同比增速 (%)	30
图 46: 餐饮收入&酱油产量同比增速 (%)	30
图 47: 大豆价格走势跟踪 (元/吨)	30
图 48: 白糖价格走势跟踪 (元/吨)	30
图 49: 休闲卤制品行业市场规模 (亿元) 及同比增速 (%)	33
图 50: 近期毛鸭均价跟踪 (元/500 克)	33



表 1：白酒板块业绩概览（亿元） 14

1. 食品饮料行业 23 年上半年回顾和下半年展望

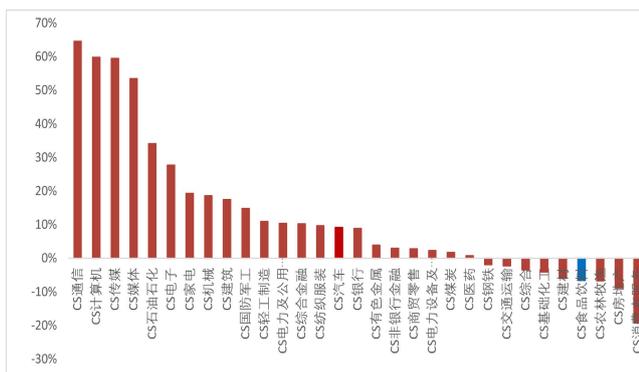
1.1 23H1 回顾：基本面复苏由强转弱，板块估值持续回落

1.1.1 市场表现回顾：负重前行，板块整体跑输大盘

2023 年上半年 CS 食品饮料板块下跌 6.63%（总市值加权平均），沪深 300 上涨 10.29%，跑输沪深 300 指数 16.92 个百分点，总体而言，符合我们年初对板块基本面整体偏弱以及估值将持续消化的预期。分季度来看，伴随去年 12 月疫情封控解除，同时叠加 23 年春节旺季背景，消费场景逐步复苏，23Q1 行业收入利润均有所增长，板块整体表现较好，23 一季度 CS 食品饮料板块上涨 5.07%（总市值加权平均），沪深 300 上涨 8.29%；进入 23Q2，消费复苏强度低于市场预期，全国整体消费数据表现较弱，同时库存有所增加，整体板块表现较弱，23 年二季度 CS 食品饮料板块下跌 11.05%（总市值加权平均），沪深 300 上涨 0.78%，板块整体跑输大盘。

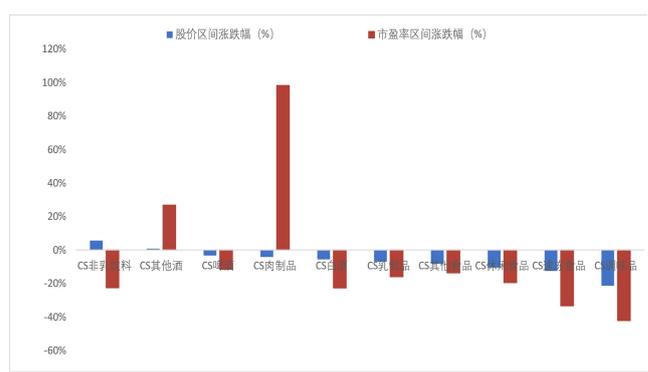
分板块来看，23H1 食品饮料各子版块中，只有软饮料板块表现略好，略跑输沪深 300 指数 4.66 个百分点；其余子版块包括啤酒/肉制品/白酒/乳制品/休闲食品/速冻食品/调味品等均受消费需求&消费升级不及预期等因素影响，股价年初至今均有下跌，分别下跌 3.36/4.19/5.64/6.92/10.44/12.50/21.34 个百分点，均跑输沪深 300 指数。整体而言，上半年食品饮料各个子行业均不同程度受宏观经济周期影响，表现较弱。

图 1：食品饮料板块 23H1 累计下跌 6.63%



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：食品饮料子板块 23H1 区间涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

1.1.2 基本面回顾：收入端需求弱复苏，成本端压力边际趋缓

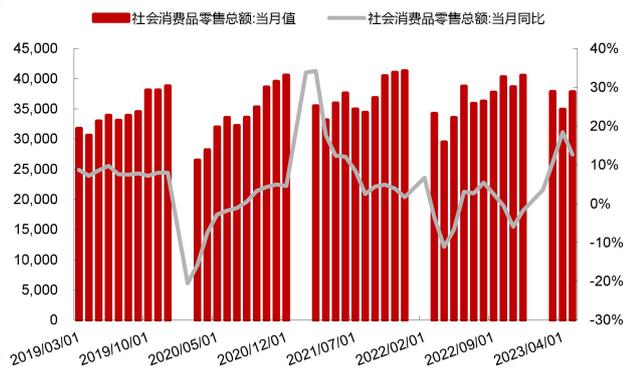
1) 日常消费恢复正常，但购买力仍有缺口

今年以来疫情对于线下出行的影响逐渐减弱，线下消费场景逐渐恢复，我国社零总额月度同比增幅逐

步扩大，疫后消费复苏成为推动食品饮料板块行情的主线。

同时从今年上半年统计数据来看，5月餐饮收入超过19年、21年同期，啤酒行业5月产量数据亦反映出这一趋势，体现出疫情对于经济的影响逐渐消退，日常消费已恢复日常。但从五一黄金周旅游数据来看，人均支出尚未完全恢复，一定程度上体现出购买力仍有一定缺口。总体而言，在经济弱复苏背景之下，食品饮料行业中，需求相对刚性的日常消费已基本恢复，但商务活动等消费需求仍待修复。

图 3：社会消费品零售总额（亿元）及同比增速（%）



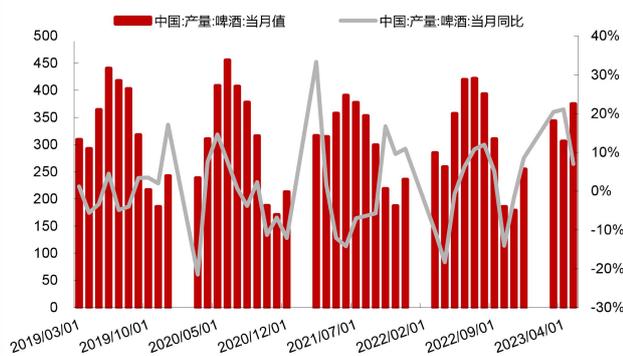
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：餐饮当月收入（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：中国啤酒产量（万千升）及同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：中国五一黄金周人均旅游支出（元）



资料来源：文旅部，山西证券研究所

2) 主要原材料价格有所分化，企业压力边际趋缓

20年开始国内经济作物价格进入上行周期，23H1有所回落，但维持相对高位。截止2023年6月30日大豆市场价格为4745.79元/吨，豆粕市场价格为3971.70元/吨，较年初分别回落12.49%/14.25%；玉米市场价格较巅峰时期虽有所回落，仍维持高位。2023年6月30日市场价格为2748.60元/吨，较年初回落2.19%。

包装材料价格及运输成本有所回落，压力逐步趋缓。截至 23 年 6 月 30 日，瓦楞纸市场价格为 2763.60 元/吨，较年初回落 15.30%；全国铝锭价格为 188370.00 元/吨，基本与年初持平；同时运费方面，2023 年 6 月 30 日，美国进口大豆运费为 45 美元/吨，同比回落 40.00%，玉米从大连至蛇口运费为 40 元/吨，同比回落 38.46%。总体而言，企业成本压力呈趋缓态势，但短期内压力犹在。

图 7：大豆和豆粕价格高位有所回落（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：玉米价格维持高位（元/吨）



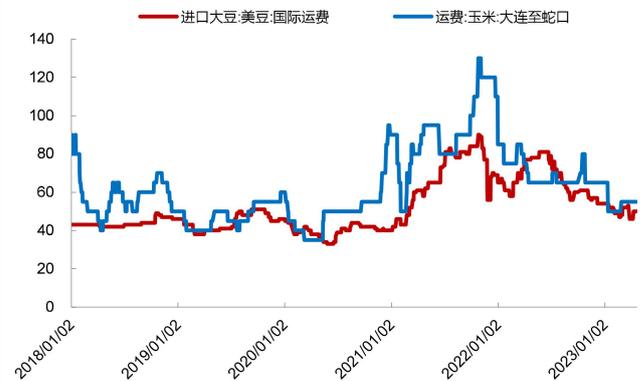
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 9：瓦楞纸价格有所回落（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：农产品运费有所回落（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

1.1.3 估值回顾：估值持续消化，大部分板块已至低位

23 年年初疫情放开后，在消费场景恢复预期下，食品饮料板块走出较好表现。3 月之后经济活动逐步回归常态，受经济增速放缓、需求疲软、原材料价格上涨、政策担忧等因素干扰，23 年上半年食品饮料板块估值持续回落。目前板块市盈率在 33 倍左右，整体回归理性区间。其中，白酒、啤酒、调味品、乳制品、速冻食品等板块估值已处于近五年来偏低位水平。预计伴随宏观经济逐步回暖，需求逐步恢复，下半年板

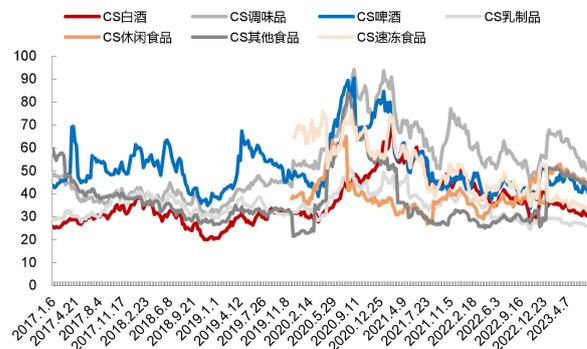
块估值将逐步进入改善及修复通道。

图 11：食品饮料与沪深 300 历史估值（PE TTM）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：2017.01-2023.6 食品子板块值走势



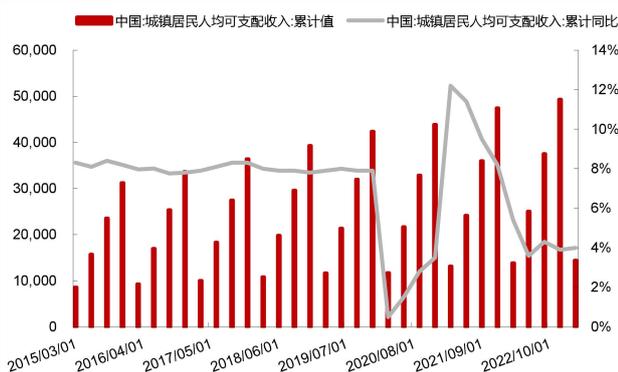
资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2 23 年下半年展望：坚守确定性，关注复苏机会

1.2.1 基本面展望：消费意愿及消费力修复，取决于经济复苏程度

在此前三年新冠疫情影响下，居民消费信心及意愿较低，同时受宏观经济疲软影响，增加了居民未来收入的不确定性，消费者的消费意愿持续下行。中长期来看，消费力及消费信心的修复与居民收入相关，传导过程较长。23 年下半年宏观经济的复苏程度，是决定消费力及消费意愿修复力度的核心指标。我们预计随着居民收入和信心的恢复，消费复苏将呈现前低后高的节奏。

图 13：城镇居民人均可支配收入(万元)及增速(%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 14：城镇新增就业人数(万人)及同比增速(%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2.2 投资主线展望：坚守确定性，关注复苏机会

1) 投资主线一：坚守确定性

尽管 23 年整体消费需求较为疲软，高端消费虽短期承压，但趋势相对确定，产品结构升级趋势不改。例如白酒板块，高端产品稳健增长，随着估值回落至历史中位线甚至以下水平，其布局价值已经显现。同时啤酒行业高端化是相对确定的行业趋势。在啤酒行业进入存量时代的大背景下，啤酒厂商的经营策略已由“增量为王”转向“利润为王”，利润诉求强化之下价格战趋缓、结构升级持续推进，中高端放量成为其业绩增长的主要推动力。

同时如上文所述，经过上半年市场的持续调整和消化，食品饮料各子版块估值均已回到近年较低水平，从而板块中长期左侧布局的确定性机会也逐步凸显。

2) 投资主线二：关注复苏机会

在需求复苏方向已定、坚守确定性的前提下，把握复苏节奏显得尤为重要。展望 23 年下半年，在房地产相关刺激政策不断出台、消费场景逐步恢复等综合作用下，国内经济逐步复苏，消费者收入水平及消费信心逐步恢复，行业增长的驱动因素有望重新从量增转化为价增，下半年仍需密切关注复苏进展及机会。

1.2.3 23 年下半年投资策略

我们建议优先确定性和低估值，继而选择其他因素助力下具有利润弹性的标的：**(1) 白酒**：坚守需求韧性及估值优势，优先推荐高端白酒及有基地市场备书的地产龙头，包括**贵州茅台、五粮液、泸州老窖、今世缘和古井贡酒**；同时左侧布局已具备估值优势且业绩确定性高的**山西汾酒**；以及关注自身改革品种**顺鑫农业**。**(2) 啤酒**：高端化逻辑依旧，加之 23 年多地高温天气持续，在高基背景下销量有望实现较好增长，助力其业绩稳健增长，优先推荐**青岛啤酒**，同时关注**重庆啤酒**；**(3) 大众品**：虽然消费复苏方向已定，但在整体消费疲软背景下，短期建议关注低估值+成本下行盈利能力改善的个股：包括乳制品板块**伊利股份、新乳业**、卤制品板块**绝味食品**；同时建议关注基本面逐步触底，具备中长期复苏弹性的个股：包括调味品板块**千禾味业、海天味业**等。

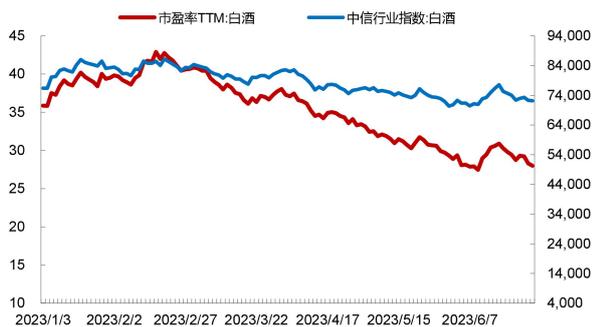
2. 白酒板块：板块底部或现，坚守长期价值

2.1 23H1 白酒板块整体表现：板块受外因影响回调，长期价值凸显

2.1.1 外部因素扰动，板块回调至价值区间

23H1 年主要受宏观经济压力、需求恢复疲软等诸多因素影响，市场情绪受挫，年初至今白酒板块总体回调，估值由年初的 PE-ttm36X 下跌至 6 月底的 28X。去年 12 月伴随疫情防控政策优化不断出台，在预期回暖下板块估值有所修复；二季度开始 4-6 月消费数据表现疲软，行业整体承压。持续回调下，目前贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等龙头企业的估值水平已处于历史偏低水平。从基本面来看，高端及部分地产酒受益于宴席等，业绩增长表现良好，一定程度上体现出板块的需求韧性和业绩确定性，结合当前估值水平，板块的长期配置价值逐步凸显。

图 15：年初至今 CS 白酒指数及估值复盘



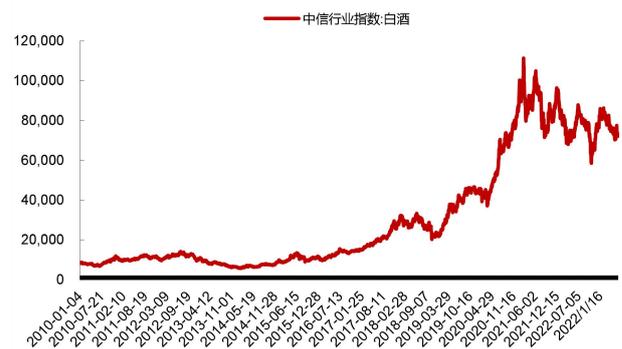
资料来源：Wind，山西证券研究所

本轮调整中，整体宏观环境主要受各地疫情反复、消费疲软等因素影响，下行压力较大；从白酒行业基本面和渠道来看，行业需求底层逻辑犹在，且 22 年及 23Q1 板块整体业绩延续增长态势，营收与归母净利润均表现稳定；同时在经历上一轮行业的深度调整之后，目前酒企的发展更为理性，包括全年目标的制定、渠道价格的管控、对于库存的管理均更为良性和合理。从而整体白酒行业的发展虽然增速有所放缓，但各个企业的发展更为稳健。同时从行业估值中枢看，目前市场悲观预期已逐步消化见底，板块估值有望从底部企稳回升。

2.1.2 需求弱复苏，酒企业绩分化

在去年底封控解除，春节旺季消费场景逐步恢复下，整体白酒行业周期逐步向好，多数酒企采取以价

图 16：2010-2023H1 年 CS 白酒指数



资料来源：Wind，山西证券研究所

换量，库存得到有效消化。23Q1 白酒板块整体实现营业总收入 1311.81 亿元，同比增长 15.39%，实现归母净利润 535.23 亿元，同比增长 19.12%。分价格带来看，高端酒对应的送礼场景基本恢复，业绩表现稳健，营收/归母净利润同比+16.53%/+19.73%；次高端业绩出现分化，其中有基地市场备书的次高端酒企表现相对较优，整体次高端酒营收/归母净利润同比+10.59%/+12.93%；地产酒在春节返乡潮背景下，消费场景较快复苏，业绩表现较好，地产酒营收/归母净利润同比+23.47%/+26.22%。

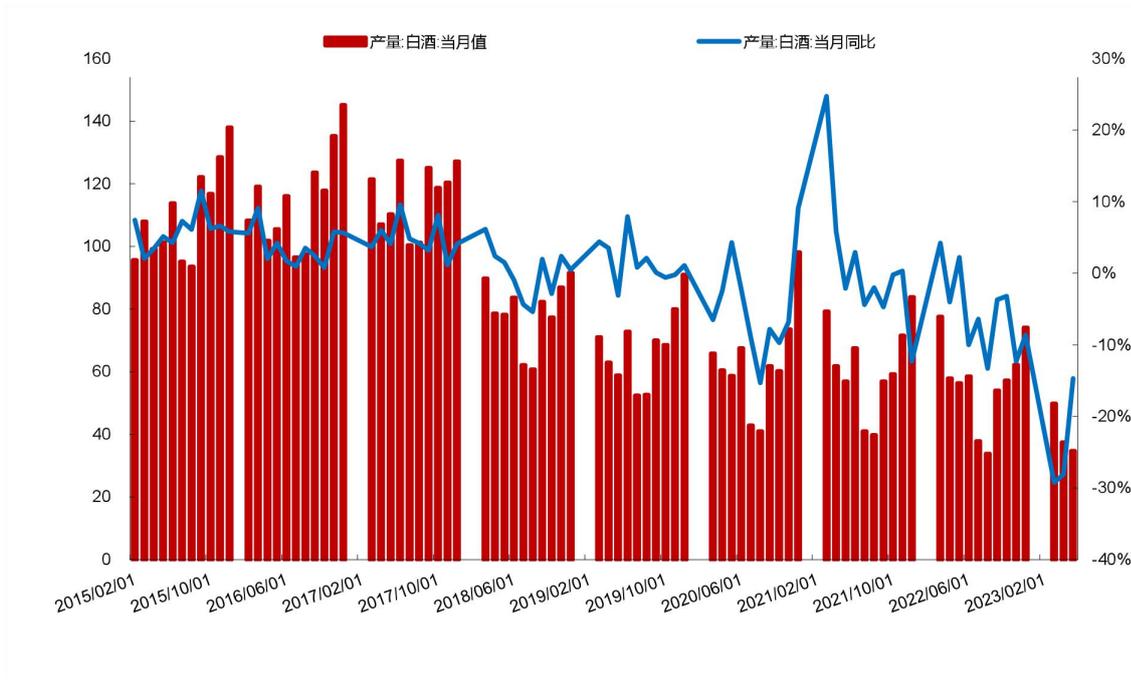
表 1：白酒板块业绩概览（亿元）

		收入				利润			
		22FY	yoy (%)	23Q1	yoy (%)	22FY	yoy (%)	23Q1	yoy (%)
000568.SZ	泸州老窖	251.24	21.71%	76.10	20.57%	103.65	30.29%	37.13	29.10%
000596.SZ	古井贡酒	167.13	25.95%	65.84	24.83%	31.43	36.78%	15.70	42.87%
000799.SZ	酒鬼酒	40.50	18.63%	9.65	-42.87%	10.49	17.38%	3.00	-42.38%
000858.SZ	五粮液	739.69	11.72%	311.39	13.03%	266.91	14.17%	125.42	15.89%
000860.SZ	顺鑫农业	116.78	-21.46%	40.88	4.63%	-6.73	-758.08%	3.28	214.40%
000995.SZ	ST皇台	1.36	49.77%	0.39	14.00%	0.07	-154.27%	0.02	56.32%
002304.SZ	洋河股份	301.05	18.76%	150.46	15.51%	93.78	24.91%	57.66	15.66%
002646.SZ	天佑德酒	9.80	-7.04%	3.96	-6.23%	0.75	19.05%	0.77	-29.61%
600197.SH	伊力特	16.23	-16.24%	7.40	18.53%	1.65	-47.10%	1.48	36.97%
600199.SH	金种子酒	11.86	-2.11%	4.32	25.48%	-1.87	12.45%	-0.41	228.11%
600519.SH	贵州茅台	1,275.54	16.53%	393.79	18.66%	627.16	19.55%	207.95	20.59%
600559.SH	老白干酒	46.53	15.54%	10.03	10.43%	7.08	81.81%	1.02	-61.51%
600702.SH	舍得酒业	60.56	21.86%	20.21	7.28%	16.85	35.31%	5.69	7.34%
600779.SH	水井坊	46.73	0.88%	8.53	-39.69%	12.16	1.40%	1.59	-56.02%
600809.SH	山西汾酒	262.14	31.26%	126.82	20.44%	80.96	52.36%	48.19	29.89%
603198.SH	迎驾贡酒	55.05	20.29%	19.16	21.60%	17.05	23.38%	7.00	27.17%
603369.SH	今世缘	78.88	23.09%	38.03	27.26%	25.03	23.34%	12.55	25.20%
603589.SH	口子窖	51.35	2.12%	15.92	21.35%	15.50	-10.24%	5.36	10.37%
603919.SH	金徽酒	20.12	12.49%	8.93	26.61%	2.80	-13.73%	1.82	10.41%

资料来源：Wind，山西证券研究所

23 年 1-2 月白酒产量同比下滑 8.5%，3、4 月降幅扩大，23Q2 开始白酒行业整体消费有所承压，主要因消费处于温和复苏状态，下游需求仍待恢复。目前看，高端白酒、地产龙头受益于宴席等，销量较去年同期增加，批价整体稳定略有下降；部分次高端酒企在前两年通过渠道扩张实现高弹性增长后，今年在消费疲软及渠道放缓影响之下，业绩有所承压，股价回调幅度较大。

图 17：中国白酒当月产量（万吨）及增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

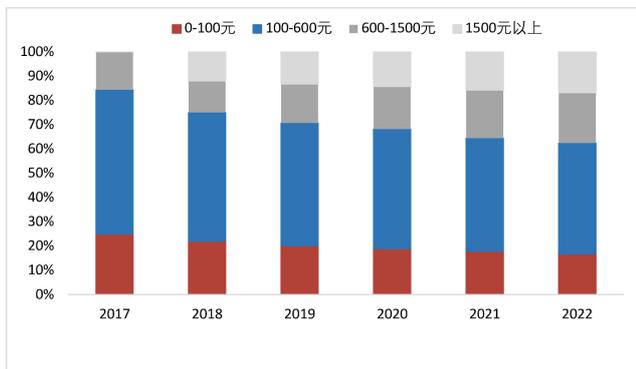
2.2 23H2 白酒板块展望：坚守长期价值，关注边际变化

2.2.1 消费升级长期趋势不变

大众消费升级仍是白酒增长周期的主要推力。从行业宏观层面看，自 2012 年白酒行业经历调整，“三公消费”被限，大众消费成为本轮周期的主力。大众消费能力不断提升，从而带动白酒消费结构的持续升级，飞天茅台打开价格的天花板，在需求的支撑下各价位带由高到低逐步上移，千元价格带与次高端价格带快速扩容。虽然 22 年以来行业面对宏观经济环境变化、新冠疫情等外部因素的影响，短期部分酒企面临动销放缓、库存上升等压力，但当下的白酒市场，300 元以上价格带按量计算不足行业 5%，行业占比仍然相对较低，消费升级仍然是我国白酒行业的长期发展趋势。

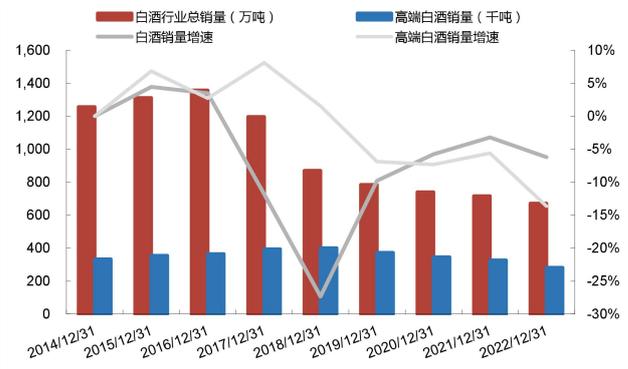
企业积极布局中高端产品。从企业微观层面看，各白酒企业积极把握升级主线，强化高价位带产品的布局，在需求支撑背景下从供给端培育市场，积极卡位消费升级良机。高端酒方面，五粮液推出经典五粮液，布局 2000 元以上价格带，满足自身消费者不断提升的消费需求。在 500-800 元次高端方面，山西汾酒、洋河、古井及酒鬼酒也在近两年重点布局，近两年今世缘、水井坊也都在加大这一价格带的布局。企业层面消费升级的趋势也仍在进行中。

图 18：2017-2022 年白酒分价位带销售份额（%）



资料来源：华经产业研究院，山西证券研究所

图 19：白酒行业与高端白酒销量及增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2.2 中长期趋势向好，需求端整体回暖尚需跟踪

伴随疫情影响逐步消退，以及房地产刺激政策不断出台，23年下半年宏观经济逐步向好、食品饮料行业及白酒板块长期需求向好仍然可期。但介于整体消费复苏的节奏稍显缓慢，白酒板块基本面的修复节奏和力度尚需在下半年中秋、春节等消费旺季的重要节点密切跟踪以及验证。

2.2.3 分价格带展望

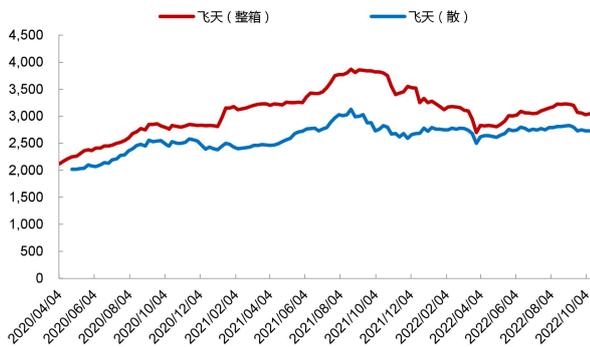
23年上半年白酒行业终端动销反馈相对平淡，主要的核心因素在于整体消费力疲软，从而压制了白酒的消费需求。而不同酒企之间由于产品、基地市场、应对策略不同，基本面有所分化。

1) 高端白酒需求相对韧性，业绩确定性强

23H1消费大环境低迷的背景下，高端酒批价略有下移，但整体稳定。茅台散飞一批价维持在2730-2800元之间小幅波动；普五和国窖1573批价趋于平稳，整体波动较小。22年底封控解除后，23年春节高端酒对应的礼赠场景基本恢复，酒企的动销、回款相对稳健，其中五粮液周转表现比较亮眼，高端酒23Q1实现稳健增长。23Q2以来从渠道跟踪来看，高端酒动销相对良性，增长韧性较高，其中茅台表现稳健；五粮液周转快，动销相对顺畅；高度国窖价盘稳定，低度走货较快。

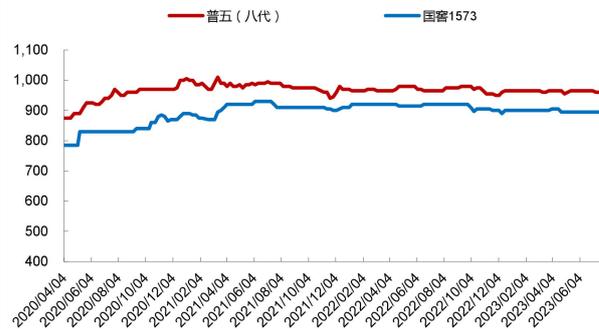
在宏观经济缓慢复苏的背景之下，头部酒企具有更加成熟的运营能力和抗风险能力，能够通过及时高效的运营策略调整，将短期波动对企业的冲击降到最低。高端酒企品牌力、产品力和渠道力全面领先，为企业在不确定的市场环境下提供增长的确定性。

图 20：飞天茅台批价走势（元/瓶）



资料来源：Wind，今日酒价，山西证券研究所

图 21：五粮液、泸州老窖批价走势（元/瓶）



资料来源：Wind，今日酒价，山西证券研究所

同时从行业运行规律上来看，每次的行业复苏多是高端酒企率先复苏，打开价格天花板。对于基本面相对健康，批价运行相对稳定、库存良性的一线酒企而言，在外部需求好转后可以轻装上阵，率先实现基本面的企稳复苏。

贵州茅台：公司 23H1 营收同比增长 18.8%左右，超出全年 15%的增速目标。产品端，2023H1 茅台酒实现收入 591 亿元，同比+18.28%；系列酒实现收入 99 亿元，同比+30.30%。其中，2023Q2 茅台酒实现收入 253.78 亿元，同比+20.25%，收入占比较去年同期提升 0.35 个 pcts 至 83.86%，主要系生肖/精品/年份酒等非标产品投放增加；系列酒实现收入 48.86 亿元，同比+17.16%，收入占比较去年同期下降 0.35 个 pcts 至 16.14%。渠道方面，“i”茅台数字营销平台开辟便捷购物新渠道，同时有利于公司产品中长期的量价调整和吨价提升，公司有望通过多维渠道协同形成销售合力，助力业绩长期稳健增长。公司改革步伐坚定，回收体外利润仍是长期方向，由此助力公司盈利水平的稳步提升和品牌影响力的不断扩大，我们看好公司长期投资价值。预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 59.07/68.57/79.28 元，维持“买入-A”投资评级。风险提示：宏观经济回暖节奏放缓业绩增长不及预期，改革推进不及预期，行业竞争加剧等。

五粮液：公司 23Q1 实现营业收入 311.39 亿元，同比增长 13.03%；实现归母净利润 125.42 亿元，同比增长 15.89%。产品方面，公司持续优化产品体系，第八代五粮液千元价格带核心地位持续巩固，经典五粮液发力 2000 元+白酒市场，其文化定制产品研发渐成体系，持续以高品质美酒满足消费者的品质需求。渠道方面，公司渠道布局显著优化，传统经销模式与直销模式相结合。目前，公司传统经销渠道、直销团购渠道、创新渠道分工明确、互为补充，渠道布局显著优化，直销渠道占比持续提升，数字化进程持续推进。目前公司估值水平处于历史中位值附近，今年春节在行业表现普遍平淡背景下，公司动销和库存水平表现较优，证明了其强大的品牌优势，看好其长期发展。预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 8.08/9.35/10.60 元，维持公司“买入-A”投资评级。风险提示：经济基本面影响白酒消费；价格走势不及预期；食品安全问题

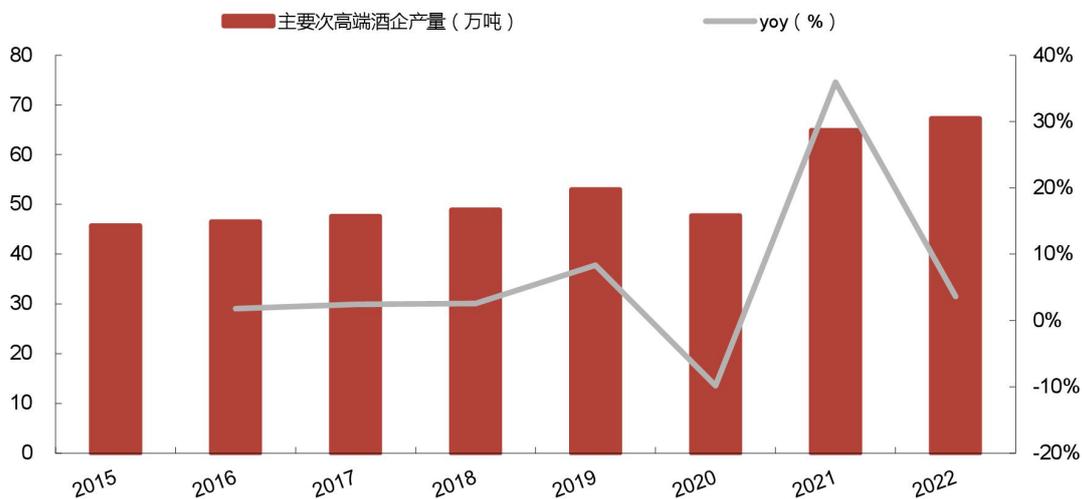
等。

泸州老窖：公司 23Q1 实现营业总收入 76.10 亿元，同比增长 20.57%；归母净利润 37.13 亿元，同比增长 29.10%。分产品看，公司中高档酒类实现营业收入 221.33 亿元，同比增长 20.30%；其他酒类实现营业收入 26.34 亿元，同比增长 30.52%。2023 年春节期间国窖等产品动销良好，库存维持在良性水平，叠加费用管控合理，今年一季度公司业绩表现亮眼，为全年业绩奠定了坚实基础。在产品与费用结构优化的背景下，公司今年一季度盈利水平保持上行。随着公司产品结构不断优化以及管理逐步精细化，预计公司的产品势能将进一步释放。叠加限制性股票激励计划的顺利开展，公司业绩有望增厚。风险提示：经济基本面影响白酒消费；价格走势不及预期；食品安全问题等。

2) 次高端白酒短期消化库存，复苏后业绩弹性大

22 年各地疫情反复，消费场景缺失；加之今年以来整体消费疲软，商务宴请复苏较为缓慢，次高端白酒需求受到较大的影响，板块整体受到冲击，业绩表现也呈现出两极分化。短期来看，次高端酒企集中于消化渠道库存，重在企业良性发展；中长期来看，在消费升级趋势的推动下，我们判断未来次高端白酒依然是扩容最为确定的价格带。展望 23H2，市场需求逐渐恢复，一旦消费场景恢复接近至疫前水平，次高端白酒的弹性会高于高端白酒。其中基本面健康、宴席占比高的酒企复苏弹性及确定性更强。

图 22：主要次高端酒企产量（万吨）及增速（%）



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

山西汾酒：公司 2023H1 预计实现营业总收入 190.11 亿元左右，同比增长 23.98%左右；预计实现归母净利润 67.75 亿元左右，同比增长 35.15%左右。其中 23Q2 营业收入/归母净利润为 63.29/19.56 亿元左右，同比+31.8%/50.2%左右，Q2 收入增长环比提速，业绩超预期。具体来看：预计青花汾酒全系列同比增长 35%

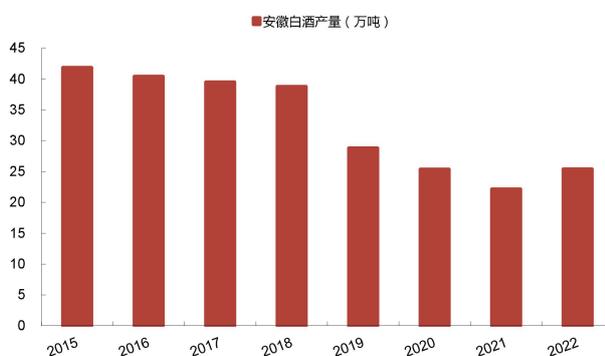
以上，腰部产品巴拿马、老白汾发力，预增速 25%以上，玻汾仍有两位数增长。利润增速也超此前预期，主要在于费用收缩明显以及去年基数较低。拨开云雾见月明，底部区域买点已现。展望 23 年，公司将围绕“13348”经营思路，经营战略灵活可控，结构优化有望逐渐演绎，助力公司高质量发展。中长期看，汾酒作为清香龙头，在一众酱香浓香酒企中实现了差异化突围，公司对于产品体系梳理成效显著，青花系列延续高增态势，带动产品结构持续优化，巴拿马系列持续深耕环山西市场，献礼版玻汾积极铺市，产品提价趋势明显，杏花村系列、竹叶青系列获得长足发展，彰显汾酒品牌复苏趋势。公司产品高端化+渠道全国化的目标明确，业绩确定性强。我们预计 2023-2025 年 8.60\11.24\14.43 元，维持“买入-A”评级。风险提示：省外扩张不达预期；宏观经济恢复不达预期，食品安全等。

舍得酒业：23Q1 实现营业总收入 20.21 亿元，同比增长 7.3%；归母净利润 5.69 亿元，同比增长 7.3%。分产品来看，23Q1 公司中高档酒/普通酒分别实现收入 16.70/2.36 亿元，分别同比+6.0%/+13.2%。其中沱牌大曲、T68 等大众消费价格带的普通酒恢复速度较快。分区域来看，23Q1 省内外分别实现收入 4.83/14.23 亿元，分别同比-6.7%/+12.4%。公司 23Q1 毛利率为 78.4%，同比-2.5pct，主因产品结构短期波动导致；净利率为 28.2%，同比-0.2pct，基本持平。公司计划三年内将藏品十年打造成销售规模达 10 亿级的大单品。延续“老酒”战略+创新全国化平台商模式+锚定品牌高端化目标，我们看好公司中长期量价齐升，向百亿迈进。风险提示：经济复苏不及预期；动销及库存消化速度不及预期；行业竞争加剧，食品安全问题等。

3) 基地市场不同，龙头酒企业绩更有保障

受益于长期深耕基地市场，地产酒中的徽酒和苏酒在 22 年表现出较强的确定性，从基本面来看，地产酒龙头略强于全国化次高端，地产龙头抗风险性更强。23Q1 封控解除后，在春节返乡潮带动下，走亲访友等消费场景率先恢复，龙头地产酒业绩增长更为亮眼。从 22 年渠道跟踪来看，大众宴席市场也出现了消费升级初步趋势，中长期来看，结构升级将为地产酒龙头贡献主要业绩增量。

图 23：2015-2022 年安徽白酒产量（万吨）



资料来源：酒业家，山西证券研究所

图 24：2015-2021 年安徽白酒收入规模（亿元）



资料来源：华经产业研究院，山西证券研究所

古井贡酒：公司 23Q1 实现营业收入 65.84 亿元，同比增长 24.8%；归母净利润 15.70 亿元，同比增长 42.87%。受益于返乡人数较多和春节消费场景修复，公司一季度动销表现旺盛，顺利实现开门红，营收、净利润皆高增，带动板块势能向上。在产品结构升级&23 年春节后主要单品提价助力下，公司毛利率水平稳步提升。同时伴随费用持续优化，其盈利能力预计保持稳步提升态势。23 年从产品结构来看，省内市场古 16 在商务及宴席市场不断突破，省外市场古 8 及以上产品销量稳步提升；同时公司 23Q1 在山东、河南市场实现较高增长，全年来看省内平稳增长&省外实现高增，助力其业绩稳健增长。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 8.00/9.67/11.39 元，给予“买入-A”投资评级。风险提示：行业竞争加剧；省内消费升级不及预期；省外及新品推广不及预期；食品安全问题等。

今世缘：公司 23H1 预计实现营业总收入 59.70 亿元左右，同比增长 28.46%左右；归母净利润 20.50 亿元左右，同比增长 26.70%左右。23Q2 预计实现营业总收入 21.67 亿元左右，同比增长 30.59%左右；归母净利润 7.95 亿元左右，同比增长 29.15%左右。公司 Q2 收入增长环比加速。其中 V3 得益于低基数&消费群体扩大，实现高增且库存良好；主力单品四开、对开周转率及开瓶等指标表现优秀，延续产品势能；淡雅系列也维持高于平均增速的增长态势，综合之下，公司产品结构仍保持上升态势。展望 23 年下半年，在股权激励落地背景下，公司内生动力充分，营销战略明晰，销售队伍积极性进一步提振，公司具备业绩释放潜力和动力。我们预计公司产品高端化进程持续，全年百亿目标有望顺利完成。中长期看，公司省内“产品结构升级+市占率提升”的逻辑有望持续兑现，同时省外扩张仍有增长空间。预计公司 2023-2025 EPS 分别为 2.50/3.21/3.98 元，7 月 27 日股价对应 PE 分别为 24/19/15 倍，维持“买入-A”投资评级。风险提示：消费疲软下业绩增长不及预期，产品升级不及预期，行业竞争加剧等。

4) 新国标落地，加速光瓶酒行业升级

近年来光瓶酒的年复合增长率快速回归，市场规模从 2014 年约 400 亿元增长至目前约 1000 亿元（按规模以上企业营收计）。我们预计 2021-2024 年的复合平均增速大致在 15%-20%之间，至 2024 年中国光瓶酒市场规模预计将超过 1500 亿元。

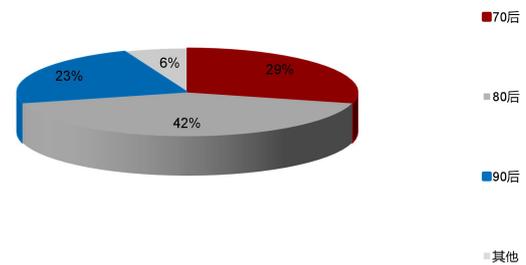
2022 年 6 月 1 日，白酒“新国标”正式实施，对白酒原料界定进行了更新。根据“新国标”分类，低线光瓶酒多为调香配制酒，各酒企为顺应新规定，纷纷对光瓶酒进行升级换代，推出纯粮发酵白酒，产品品质与价格同步提升，光瓶酒企业盈利能力有望随之提升。同时从主流光瓶酒产品价位来看，已经出现从 20 元/瓶以下上升至 30 元/瓶消费趋势。展望 23H2，伴随大众消费场景的逐步恢复，我们预计光瓶酒重回消费者视线，同时光瓶酒板块有望持续升级，高线光瓶酒或将成为未来最具潜力的子赛道。

图 25：2014-2024 年光瓶酒行业市场规模（亿元）

图 26：我国光瓶酒消费结构（%）



资料来源：中国酒业协会，山西证券研究所



资料来源：共研网，山西证券研究所

顺鑫农业：公司发布 2023 年半年度业绩预告，预计上半年实现营收 58-66 亿元，同比增速-11.03%至 1.24%，归母净利润亏损 0.55-1.1 亿元，较同期减少 0.95 至 1.5 亿元。公司二季度营收增长承压、净利润亏损主要受房地产项目销售及回款缓慢、出售商务中心及寰宇中心两栋楼宇资产产生的税费的影响，以及国内生猪平均价格持续低位运行、公司生猪养殖与屠宰业务两端承压亏损较大拖累。公司 5 月公告拟对地产子公司顺鑫佳宇债转股增资 49.74 亿元后 100%转让其股权退出地产业务，地产转让将减少公司基本面的不确定，带动公司回归消费品估值逻辑。23 年公司将持续推进传统陈酿、金标陈酿两大核心单品共同发力，实现“新工艺白酒”与“纯粮固态白酒”的双轮驱动。公司白酒主业营收增长有望触底回升，长期聚焦主业，期待下一步结构升级与市场精耕取得新成效，业绩有望持续实现稳步增长。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.86/1.27/1.64 元，维持“增持-A”投资评级。风险提示：消费恢复不及预期；行业竞争加剧；公司改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期；食品安全问题等。

3. 啤酒板块：消费场景逐步恢复，成本改善利润可期

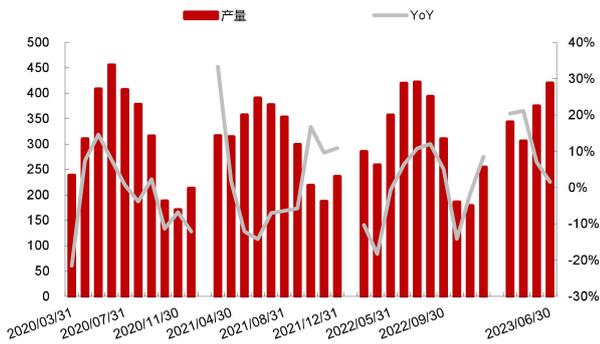
3.1 23H1 啤酒板块整体表现：高端化进程持续，成本压力逐步趋缓

3.1.1 动销逐步恢复，高端化进程持续

23Q1 伴随多地封控解除，餐饮等消费场景阶段性修复，助力啤酒行业在去年低基数背景下销量实现高增。23Q1 上市啤酒企业分别实现营收/归母净利润 195.74/19.81 亿元，同比+12.98%/+29.82%。

图 27：中国啤酒当月产量（万千升）及增速（%）

图 28：啤酒板块收入（亿元）及同比增速（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

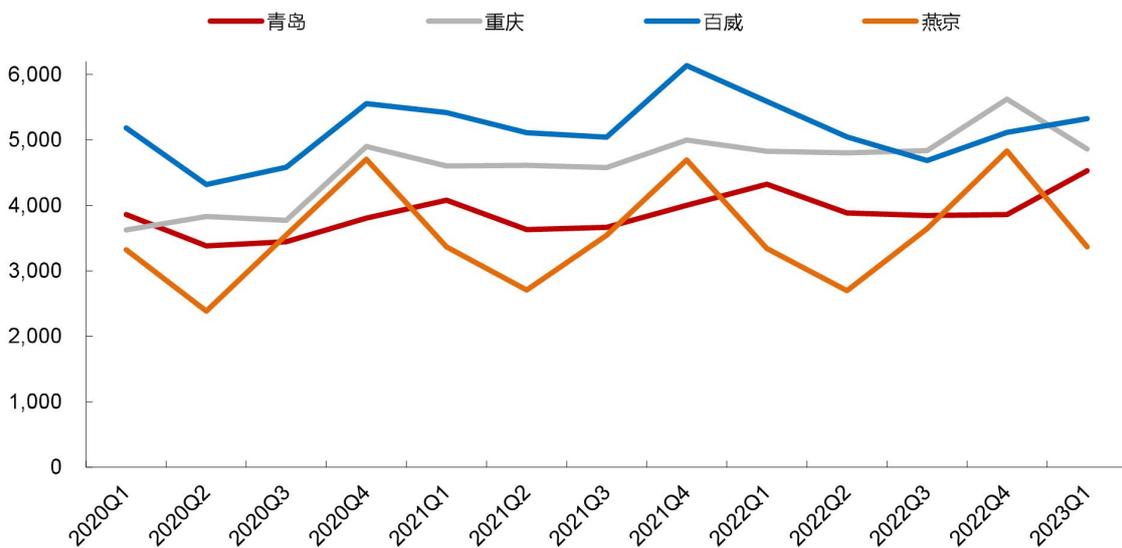


资料来源：Wind，山西证券研究所

从销量数据来看，我们预计青岛啤酒 23 年 1-5 月销量同比增长高个位数，其中白啤同比增长 40% 以上，结构升级幅度好于预期；华润啤酒 1-5 月销量同比增长高个位数；燕京啤酒 1-4 月销量同比增长双位数，5 月保持正增，其中 U8 保持较高增速。总体而言今年进入旺季较晚，5 月各地天气尚未进入高温，因此 5 月销量数据略低于预期，啤酒板块股价在近期有所承压。

从吨价水平来看，龙头公司整体提升趋势依旧，主要是受提价动作和产品结构升级的带动，23Q1 青岛啤酒、珠江啤酒吨价水平同比均提升 5% 左右。啤酒行业高端化进程仍在有序推进，各上市啤酒公司的吨价以及净利率都在稳步提高。

图 29：各上市啤酒企业吨酒价格（元/吨）（2020Q1-2023Q1）



资料来源：公司公告，山西证券研究所（备注：燕京啤酒 21Q3-Q4/22Q3-Q4 根据 21H2/22H2 数据估算）

3.1.2 成本压力逐步趋缓，盈利能力稳步提升

啤酒板块 23Q1 毛/净利率分别为 39.38%/10.12%，同比+0.09/+1.31pcts。

图 30：啤酒板块毛/净利率变动情况（2020Q1-2023Q1）

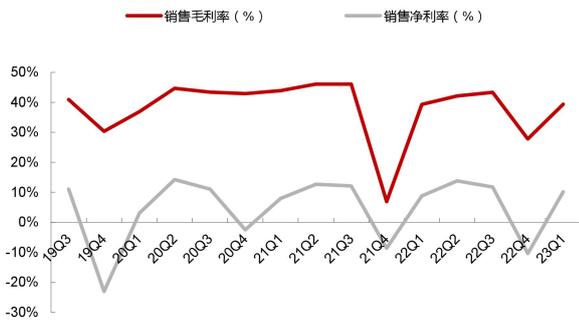
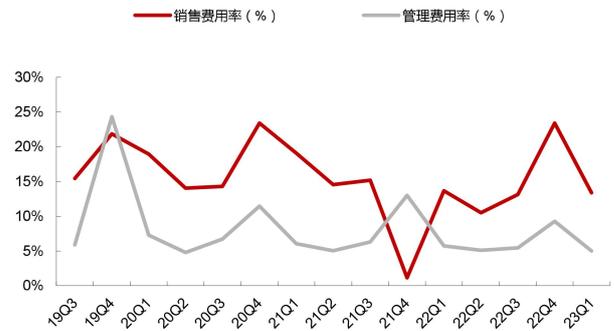


图 31：啤酒板块费用率变动情况（2020Q1-2023Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

大麦、大米和啤酒花等原材料约占啤酒成本的 20%，包装成本约占总成本的 50%，受国际形势及供需关系影响，从 21 年初开始瓦楞纸、玻璃、铝材等包材价格大幅上涨，上涨趋势持续 22 年年中；从 22 年下半年至今年一季度，部分原材料成本上升压力有所趋缓，板块毛利率略有提升，同时在各酒企控费增效背景下，净利率水平稳定提升。

23H2 年啤酒板块展望：多地高温天气下，旺季销量增长仍可期

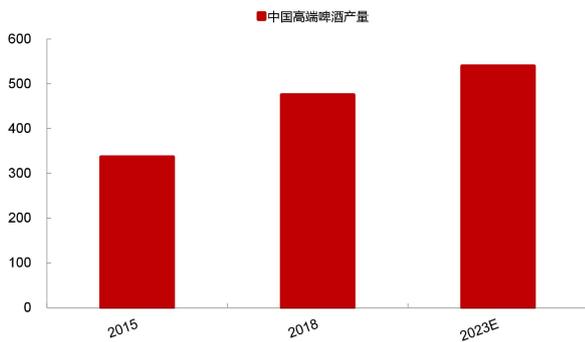
3.1.3 伴随消费场景逐步恢复，高端化进程有望加速

今年 7、8 月份全国多地高温天气频发，加之旅游旺季到来，现饮场景有望加快复苏，啤酒行业旺季销量增长仍可期。夜场、高端餐饮等渠道是高端啤酒的主要消费场景，该类渠道在此前消费力稍显疲软影响下，短期有所承压，但伴随旺季到来，消费场景及消费力逐步恢复，夜场、高端餐饮等渠道的恢复将推动高档啤酒需求走向，从而有望加速行业的结构升级过程。

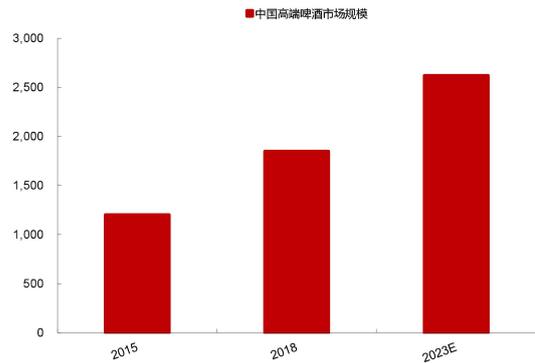
中长期看，我们预计中国啤酒的主流价格区间将从 4-8 元升级到 10 元左右，主要几家啤酒企业的高端产品销量将继续保持快速增长，企业产品结构将不断优化。随着高端化的加快推进，中国啤酒有广阔的利润空间，我们判断在当前阶段，能率先完成中端产品升级放量的公司，将具有良好的业绩增速和先发优势。

图 32：中国高端啤酒产量趋势（万千升）

图 33：中国高端啤酒市场规模趋势（亿元）



资料来源：东方财富网，山西证券研究所



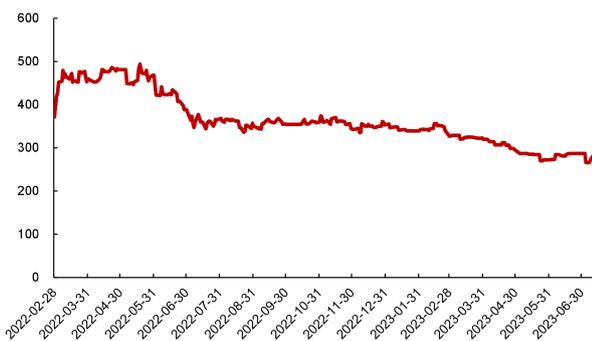
资料来源：东方财富网，山西证券研究所

3.1.4 成本改善，利润可期

2020 年年初疫情爆发，现在复盘来看，疫情并未改变啤酒行业高端化的整体走势。伴随即饮渠道逐步恢复，啤酒产品结构将回归正常的升级状态，叠加前期提价落地，均价环比有望持续提升。

同时包材成本价格压力有所缓解。其中易拉罐主要原材料铝价环比下滑明显，23Q1 铝价压力趋缓；纸箱价格环比也出现回落；大麦价格也从在高位逐步回落，压力有所趋缓。综合之下，啤酒行业 2023 年盈利能力有望稳定向好，释放利润可期。

图 34：大麦价格走势跟踪（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 35：铝锭价格走势跟踪（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

青岛啤酒：公司 23Q1 公司实现营业总收入 107.06 亿元，同比+16.27%；实现归母净利润 14.51 亿元，同比 yoy+28.86%，实现扣非归母净利润 13.49 亿元，同比+32.07%。23Q1 公司业绩延续向好势头，量价齐升实现开门红，产品结构进一步改善，白啤、纯生、1903 等产品市场表现良好维持高增态势。23Q1 销售费用率及管理费用率不断精益，宣传费用投放更加精细化，股份支付费用有效缩减，显著提升盈利能力。进

入 23 年疫后时代，伴随消费逐步复苏以及高端产品占比的持续提升，预计公司盈利能力将保持良好增长。中长期看，公司继续进行产品结升级，同时不断完善终端布局。未来将继续凭借优质渠道，不断扩大中高端市场份额，助力其收入稳定增长。预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 3.19/3.65/4.18 元，维持“买入-A”投资评级。风险提示：产品升级不及预期，行业竞争加剧，疫情反复，原材料价格上涨超预期等。

重庆啤酒：公司 23Q1 实现营业收入 40.06 亿元，同比增长 4.52%；实现归母净利润 3.87 亿元，同比增长 13.63%。公司基地市场新疆 22 年以来受外部环境冲击业绩表现有所下滑，23Q1 以来受益于政策放开新疆旅游持续发展，疆内业绩有望迎来销售恢复。23 年预计大麦价格压力仍在，但纸箱价格及运费方面压力有所趋缓，同时伴随公司渠道梳理逐步完善，乌苏及 1664 销量回升，产品结构升级逐步恢复，公司盈利能力有望逐步向好。22 年公司坚定推进扬帆 27 计划，新增大城市 15 个，其渠道执行力及深耕程度均有望逐步加强。我们认为目前乌苏啤酒产品矩阵趋于完善，23 年在渠道改革优化助力之下乌苏仍有较大增长空间，同时在高端产品带动及各品牌内部不断升级双重驱动下，重庆啤酒高端化有望稳步推进。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 3.10/3.79/4.47 元，维持“买入-B”投资评级。风险提示：产品升级不及预期，行业竞争加剧，原材料价格上涨超预期等。

燕京啤酒：公司发布业绩预告，23H1 公司实现归母净利润 5.08 亿元-5.43 亿元，同比增长 45.00%-55.00%；扣非净利润 4.12 亿元-4.47 亿元，同比增长 31.76%-42.97%。其中 23Q2 公司实现归母净利润 4.44 亿元-4.79 亿元，同比增长 26.90%-36.92%。上半年公司持续推进九大变革，强化卓越管理体系建设、供应链建设、数字化信息化建设等重点工作，不断强化总部职能，促进业绩提升，同时通过定岗定编优化用工模式，提升人均效率并因此产生了一定的成本费用。我们认为公司降本增效仍在有序推进，中长期盈利提升趋势不变。2023 年是公司新管理层上任后第一个完整年度，我们认为在啤酒行业疫后复苏背景下，公司有望以高端大单品 U8 为抓手，持续提升产品结构，同时在管理端不断改革优化，推动公司逐步向高质量发展迈进。风险提示：宏观经济增速不及预期；新品推广不及预期；食品安全事件等。

4. 乳制品板块：场景+消费力逐步恢复，盈利有望回升

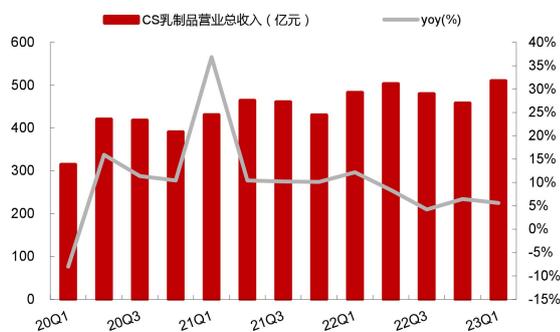
4.1 23H1 年乳制品板块整体表现：品类需求分化，区域乳企表现更优

4.1.1 乳制品需求弱复苏，品类需求分化

23Q1 乳制品板块实现收入 509.96 亿元，同比+5.60%。23Q1 春节在返乡潮带动下，作为区县市场礼赠首选的常温奶产品，动销超预期。但春节后整体乳制品需求处于弱复苏态势，叠加去年同期高基数背景，

行业整体有所承压，其中龙头企业着眼全年，更为关注渠道良性发展，力争实现平稳过渡；而区域乳企受景气新品类带动及渠道拓展等表现更优。

图 36：乳制品板块收入（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 37：乳制品板块归母净利润（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

4.1.2 原奶价格逐步回落，需求疲软下毛利率改善分化

成本端，22 年及 23H1 原奶价格同比略有下降，截止 6 月 28 日，中国主产区生鲜乳价格为 3.79 元/公斤，从年初至今回落 8.01%。费用端，在收入增速下降背景下规模效应收缩，同时广告费用按照预期收入投放，加之买赠促销加大，销售费用率同比提升。疫情过后消费回暖，各大乳企不断拓展新零售渠道，同时推动产品结构优化，助力提振乳品需求。主要乳制品企业毛利率有所改善，23Q1 伊利股份/光明乳业/新乳业/妙可蓝多毛利率同比-0.67pct/0.18pct/3.06pct/-6.13pcts，光明乳业和新乳业等区域乳企的毛利率同比增速归正，伊利股份和妙可蓝多受原材料价格上涨、产品结构变化等因素影响毛利率有所回落。

图 38：主要乳企今年毛利率变化（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 39：中国主产区生鲜乳价格走势(元/公斤)



资料来源：Wind，山西证券研究所

4.2 23H2 乳制品板块展望：场景+消费力逐步恢复，盈利有望回升

4.2.1 龙头布局新业务/区域乳企持续深耕，培育新的盈利增长点

总体而言，疫情后行业需求整体承压之下，龙头企业积极布局新业务，培育奶粉、奶酪等潜在盈利增长点。其中伊利将奶粉业务作为第二大战略重点板块，在国产奶粉市占率不断提升背景下，其自身奶粉业务市占率快速提升，同时并表澳优以来寻求协同发展。

同时 2016-2021 年低温白奶零售规模从 244.6 亿元增长至 406.8 亿元，CAGR 为 10.7%，显著高于常温白奶增速；低温酸奶零售规模由 261.5 亿元增长至 510.4 亿元，CAGR 为 14.3%，亦远高于常温酸奶增速。未来伴随冷链基础设施的不断完善，低温奶的销售半径将不断扩大，市场规模增速将远超常温奶。在此背景下，区域乳企如新乳业积极以奶源优势为半径，深耕低温奶市场，不断丰富产品布局，寻求差异化盈利增长点。

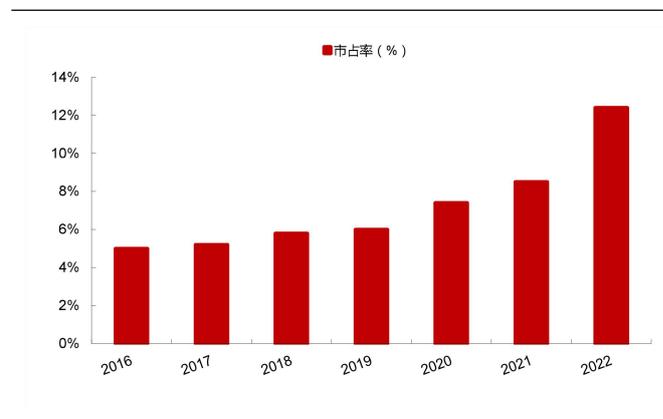
展望 23 年全年，乳制品行业龙头企业及区域乳企均将继续在潜在盈利增长点积极布局及发力，助力其业绩增长。

图 40：近年低温奶市场规模（亿元）及增速（%）



资料来源：华经产业研究院，山西证券研究所

图 41：伊利婴配粉业务市占率持续提升（%）



资料来源：伊利公司官网，山西证券研究所

4.2.2 需求恢复+成本压力趋缓，盈利逐步回升

展望 23 年下半年，原奶价格预计整体平稳或略有下降，企业原材料成本压力有所减轻；加之乳企费用投放在总体理性前提下，保持正常节奏，盈利能力有望环比向好。同时消费场景及消费力逐步恢复，行业需求回暖，高端白奶、酸奶等产品需求回升，产品结构有望逐步修复。在原奶价格稳中有降背景之下，预计板块龙头企业毛利率重回上升通道。当下板块整体估值处于低位，板块中长期投资价值逐步凸显。

伊利股份：23Q1 公司实现营业总收入 334.41 亿元，同比增长 7.71%；归母净利润 36.15 亿元，同比增

长 2.73%。23Q2 整体延续弱复苏的趋势，液态奶略微增长，环比有改善，其中白奶表现较好，安慕希受消费环境影响有所拖累。婴配奶粉行业新国标实施，部分小品牌甩货导致行业竞争加剧，公司以价盘优先，预计 Q2 销售环比放缓。冷饮业务继续保持快速增长。展望 23H2 原奶价格趋缓，公司产品结构持续提升及优化，公司毛/净利率将逐季改善。中长期看，国内乳业液奶在下沉城市仍有增长空间，同时品类方面，原有产品的结构升级以及奶酪等市场渗透率仍有待提高，增长空间仍在。公司作为行业龙头，未来公司的业绩增速稳健且可期。目前的市场估值水平已回落至估值中枢之下，其中长期配置价值凸显。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.72/2.04/2.35 元，维持“买入-A”投资评级。风险提示：食品安全问题；行业竞争加剧风险；成本超预期上升；行业需求超预期下滑；海外业务进展不及预期。

新乳业：公司 23Q1 公司实现营收 25.21 亿元，同比增长 8.84%；实现归母净利润 0.61 亿元，同比增长 40.58%。公司坚持“鲜立方”战略，做大做强核心品类，持续推进产品创新，规模增长的基础上追求净利率提升。产品上，以低温鲜奶和特色酸奶为核心重点品类，进一步优化产品结构，提升低温产品和新品的收入占比。渠道上，将“D2C”业务作为渠道增长的第一引擎，重点发展远场电商、订奶入户、形象店和自主征订等业务，提升直达消费者的用户运营能力，加速数字化构建，推动各区域的核心渠道拓展。中长期看，公司通过差异化竞争策略深耕低温奶成长赛道，注重内生增长与管理效率的提升，通过持续深耕及创新保持产品及品牌活力，核心品类低温奶收入增速优于行业，且盈利能力提升空间充足。风险提示：原材料价格或大幅波动，新品推广或不及预期，市场竞争加剧风险。

5. 调味品板块：行业处于调整期，密切跟踪业绩拐点

5.1 23H1 调味品板块整体表现：需求/成本双承压，板块整体疲软

5.1.1 需求弱复苏，企业业绩分化

23Q1 调味品板块分别实现收入 133.37 亿元，同比+4.09%；实现归母净利润 26.66 亿元，同比+4.62%。疫情优化后从今年一季度开始餐饮端需求逐步改善，主动进行渠道拓展及产品品类丰富的企业，营收表现较好。但目前调味品行业仍处于库存消化阶段，叠加消费复苏由强转弱、社零环比增速下降和 CPI 增速减缓等宏观经济因素，整体动销情况表现一般。总体而言，去年四季度以来仍是调味品板块基本面的相对低点，伴随需求逐步企稳，受益于低基数，调味品板块有望轻装上阵。

图 42：调味品板块收入及增速（2020Q1-2023Q1）

图 43：调味品板块归母净利润及增速（2020Q1-2023Q1）



资料来源: Wind, 山西证券研究所

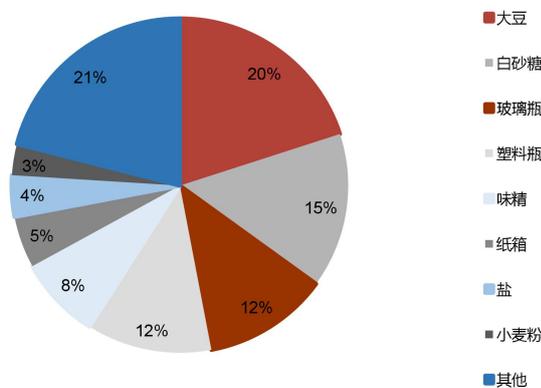


资料来源: Wind, 山西证券研究所

5.1.2 原材料价格高位边际缓解，成本端短期仍承压

22Q3 起主要包材铝、瓦楞纸及玻璃价格同比有所下降，主要原材料大豆、白糖等价格 22 年仍维持高位，成本压力下各企业盈利能力仍承压，23Q1 开始部分原材料，如大豆价格边际有所缓解。在成本压力下各企业积极控费增效，尽量保证净利率水平稳定，23Q1 同比略有提升至 19.99%。

图 44: 2019 年海天味业生产成本主要构成 (%)



资料来源: 公司公告, 雪球, 山西证券研究所

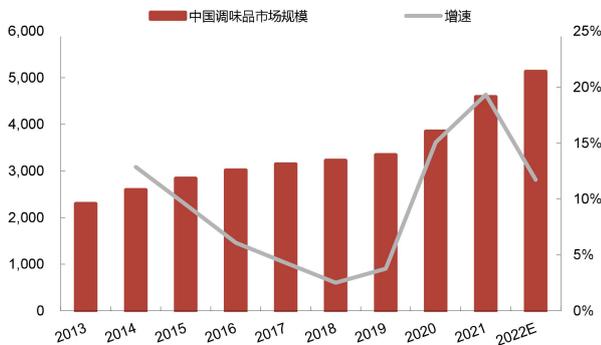
5.2 23H2 调味品板块展望: 需求复苏主线, 关注餐饮修复&成本回落

5.2.1 需求逐步复苏, 行业景气度可期

长期来看, 消费观念升级以及家庭烹饪转向餐饮, 共同推动调味品价、量两方面提升, 我们预计未来行业增速有望长期维持在 10% 左右。同时拆分调味品行业需求, 餐饮/家庭/食品加工占比分别为 60%/30%/

10%。餐饮景气度和底层消费力分别决定了调味品行业的餐饮端和家庭端需求。同时结合本轮疫情前后的整

图 45：中国调味品市场规模（亿元）及同比增速（%）



资料来源：艾媒咨询，山西证券研究所

图 46：餐饮收入&酱油产量同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

体调味品需求表现，可以发现：餐饮是调味品行业需求的同步指标。2023 年下半年调味品行业的需求也一定程度上依赖于宏观经济的复苏程度。伴随餐饮的逐步复苏，将有效改善调味品企业的外部经营环境，行业整体景气度回升可期。

5.2.2 产品结构升级&企业改革，助力走出底部

零添加在 22Q3 因舆情时间出现波段式增长，同时也从侧面印证了消费者对于健康以及高品质产品的需求强劲；以零添加、轻盐等健康系列产品为代表，23 年下半年及之后调味品行业整体结构升级仍存在广袤空间。

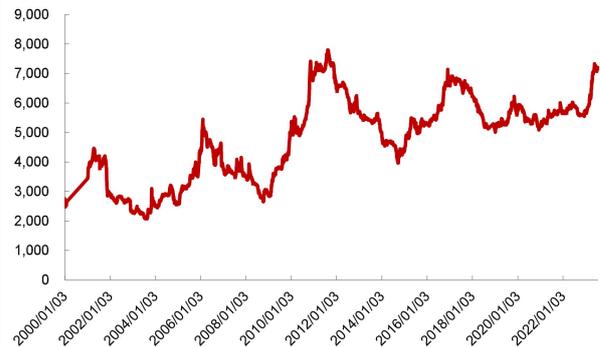
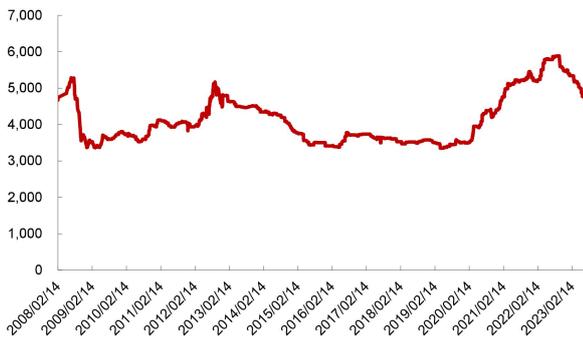
同时在调味品行业整体处于低谷期，各大龙头企业均纷纷开启内部管理改革措施，开启内部蓄力调整：例如海天味业、恒顺醋业积极调整经销商结构，中炬高新持续优化股权结构等。随着行业竞争格局的持续改善，改革成效显现叠加消费需求复苏，有望助力调味品板块实现困境反转，走出底部。

5.2.3 原材料压力趋缓，有望释放利润弹性

22 年在国际环境动荡、极端天气影响等因素影响下，多项原材料及包材成本涨幅较高，调味品企业毛利率普遍承压。23Q1 开始原材料成本高位边际向下，其中基础调味品成本向下趋势较为明显，复合调味料方面油脂价格呈下降趋势；酵母方面来看，糖蜜成本仍处于高位。未来伴随需求逐步复苏，原材料压力趋缓，调味品企业收入及利润增速将逐步步入改善通道。

图 47：大豆价格走势跟踪（元/吨）

图 48：白糖价格走势跟踪（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

千禾味业：公司发布 23H1 业绩预增公告，预计实现归母净利润 2.44-2.67 亿元，同比+105%-125%；扣非归母净利润 2.44-2.67 亿元，同比+113-133%。其中，23Q2 预计实现归母净利润 0.98-1.22 亿元，同比+55%-92%；扣非归母净利润 1.00-1.23 亿元，同比+64%-101%。23H1 公司整体营收保持较快增速，其中 5 月受益于渠道终端铺设及 C 端消费有所回暖，线下增速表现较好；6 月在电商节促销带动下，整体增速环比有所加快。从产品端来看，公司主流价格带产品布局持续完善，仍旧以零添加产品为中心，不断提高产品市场份额；从渠道端来看，目前全国 KA 传统渠道基本开发完成，公司加快推动流通渠道的重点铺设，同时布局和完善餐饮渠道的铺设。在产品 and 渠道双助力之下，其全年收入目标有望达成。公司 23Q2 预计实现归母净利润 0.98-1.22 亿元，同比+55%-92%，上半年利润实现高增，主要受益于：1) 产品结构升级助力公司毛利率水平提升；2) 上半年大豆及包装材料 PET 等价格同比下降，原材料压力趋缓，同时疫后运输费率同比下降。今年以来，公司在渠道拓展方面的费用投放持续，我们预计未来在规模效应下公司销售费用率有望持续下行，费效比将不断优化。长期来看，在消费健康化趋势之下，公司零添加品类有望持续强化，同时在渠道扩张&品类结构不断丰富之下，公司业绩向好趋势可期。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.50/0.64/0.77 元，维持“增持-A”投资评级。风险提示：下游需求不及预期；行业竞争加剧；产品结构升级不及预期；食品安全问题等。

海天味业：公司 23Q1 实现营业收入 69.81 亿元，同比减少 3.17%；实现归母净利润 17.16 亿元，同比减少 6.20%。分品类看，酱油/调味酱/蚝油收入分别为 37.12/7.53/11.69 亿元，同比-8.9%/-6.8%/+3.3%；分区域看，公司在东部/南部/中部/北部/西部区域分别实现营收 13.02/11.09/14.83/17.62/8.52 亿元，同比分别-5.4%/-8.6%/+0.1%/-6.6%/+3.2%。23Q1 餐饮需求有所恢复，商超动销相对持平，库存端在动销改善下降至 2-2.5 个月水平。整体而言，在需求弱复苏下，公司更为注重渠道良性发展，短期收入端有所承压。我们预计伴随餐饮产业需求持续释放，公司是调味品 B 端龙头，有望帅先受益。叠加前期公司积极拓展新兴渠道并初见成效，经营情况将逐步向好。毛利率方面，PET 价格延续回落，但白砂糖价格上涨超预期，综合之

下成本压力犹在，但略有减轻。建议积极跟踪其后续成本变动及拐点出现后的业绩弹性。短期看伴随消费逐步恢复，餐饮改善带来的 B 端修复机会，期待公司业绩逐步向好。中长期我们看好其作为行业龙头的稳健增长。我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.47/1.70/1.95 元，维持“增持-A”投资评级。风险提示：消费复苏不及预期；行业竞争加剧；原材料成本快速上升；新品推广不及预期；食品安全问题等。

恒顺醋业：公司 23Q1 实现营业收入 6.13 亿元，同比增长 7.15%；归母净利润为 7287.19 万元，同比下降 5.66%；归母扣非净利润为 7063.90 万元，同比增长 0.73%。公司坚持“做深醋业、做高酒业、做宽酱业”三大核心发展战略不变，剥离非主业资产完成后专注发展调味品主业。产品方面，一方面定期梳理现有产品线，逐步淘汰老化、低毛利产品；另一方面食醋通过恒顺+北固山双品牌优化产品结构；料酒/复调持续推出新品，完善产品矩阵；公司治理方面，持续推进内部管理改革：原八大战区在战区总换血后升级为九大战区，进一步提升团队战斗力。伴随股权激励等方案落地，管理、营销以及产品端改革持续深化，公司食醋行业龙头地位巩固，未来增长空间广阔。我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.19/0.25/0.34 元，维持“增持-A”投资评级。风险提示：原材料价格或大幅波动，新品推广或不及预期，市场竞争加剧风险。

6. 休闲卤制品板块：卤制品行业景气度恢复，成本拐点释放利润弹性

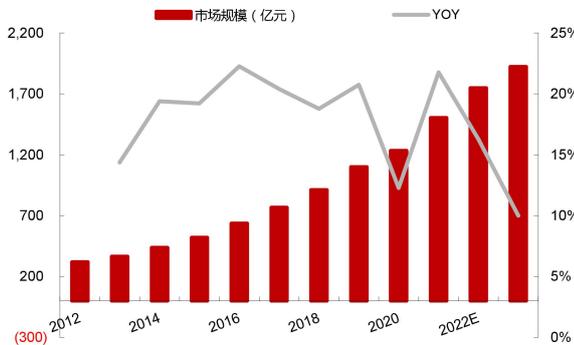
6.1.1 23H1 卤制品子板块整体表现：长期看卤制品行业高景气度，23 年平稳修复

根据智研咨询数据显示，2023 年我国休闲零食行业市场规模将突破 15000 亿元，近五年复合增长率约为 12%，行业整体景气度高。其中休闲卤制品行业市场规模预计在 2025 年将达到 2799 亿元左右。同时休闲食品各个细分行业增速呈现较为明显的分化，其中糖果蜜饯/膨化类/饼干等细分品类发展较为成熟，年复合增长约在 5%-8%，并且品牌竞争格局相对确定。休闲卤味/坚果炒货/烘焙类等细分赛道仍大有可为，平均增速双位数以上，行业集中度相对较低，行业景气度相对高。头部企业有望通过在产品、品牌、供应链端等的优势，享受行业高增速的同时收割小型企业的市场份额，有望强者愈强。我国休闲卤制品行业竞争格局较为分散，2020 年 CR3 仅为 9.57%，小作坊、夫妻店仍占行业约 80%左右市场份额，龙头企业仍具有很大市场占有率提升空间。

22 年全国疫情多点散发，在疫情管控人流减少和消费力疲软背景下，休闲卤味单店需求受到较大影响。同时 22 年在成本端，由于鸭副等原材料价格处于历史高位，卤味龙头盈利能力也承压较重。23 年上半年疫后整体卤制品行业景气度平稳恢复，休闲卤味龙头 23Q1 同店恢复至 19 年的 95%，4-5 月同店恢复至同期 97%左右。同时上半年行业洗牌继续出清，以绝味食品为代表的拥有较强运营能力和供应链基础的龙头企业，

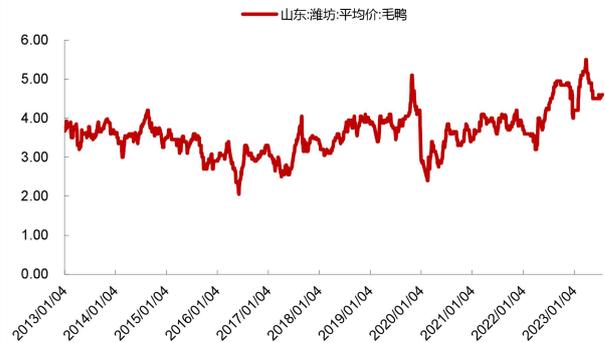
不排除有进一步渠道整合的可能，市占率将逐步提升，继续拉开与竞争对手的差距，享受复苏红利。

图 49：休闲卤制品行业市场规模(亿元)及同比增速(%)



资料来源：产业信息网，观知海内，山西证券研究所

图 50：近期毛鸭均价跟踪（元/500 克）



资料来源：Wind，山西证券研究所

6.1.2 23H2 卤制品子板块张望：景气有望持续修复，成本拐点释放利润弹性

23H2 伴随经济活动逐步回暖，卤味门店单店营收恢复具备较大空间，交通枢纽单店恢复弹性也较高。同时成本端，根据水禽行情网数据，2022 年核心单品鸭脖的平均采购价为 14.3 元/kg，23H1 鸭脖的平均采购价为 20.7 元/kg。伴随 5 月以来上游投苗量接近 2019 年同期水平，鸭脖从高位 28 元/kg 回落至目前 18 元/kg。其他鸭副类价格也同步回落。我们预计 23H2 在成本端压力逐步缓解下，卤制品企业的利润弹性有望随之逐步释放。

绝味食品：公司发布 2023 年上半年业绩预告，23H1 预计实现营业收入 36.5-37 亿元，同比增长 9.42%-10.92%；归母净利润 2.28-2.43 亿元，同比增长 131.25%-146.47%。其中 23Q2 预计实现营业收入 18.26-18.76 亿元，同比增长 10.8%-13.9%；归母净利润 0.91-1.06 亿元，同比增长 850.2%-1007.6%。今年以来公司重点聚焦机场、高铁、核心商圈等高势能门店，由于其收入较传统社区店更具优势，从而公司单店收入恢复加快，目前基本恢复 21 年同期水平。门店拓展方面，公司上半年新开门店与往年节奏相当，预计全年新增门店 1500-1800 家，进入消费旺季后，开店节奏将逐步加快。成本端，23Q1 鸭副产品价格有所上升，23Q2 开始主要鸭副产品价格均呈现逐月下降态势，下半年伴随鸭苗产能提升，鸭副价格压力有望逐步缓解，加之此前高位原材料库存的消化，公司下半年原料成本有望延续下降态势，从而毛利率水平逐步改善。展望下半年，伴随 7、8 月份消费旺季来临，公司单店收入有望加速增长，同时鸭副原材料压力逐步趋缓，助力其释放利润弹性。同时过去几年公司积极布局卤味第二增长曲线，目前廖记门店拓展顺利，看好公司长期成长空间。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.07/1.62/2.04 元，维持“增持-A”投资评级。风险提示：行业竞争加剧；渠道拓展不及预期；原材料等成本快速上升；食品安全问题等。

7. 风险提示

- 1、**经济增速不及预期：**经济增速回暖不及预期，或将影响消费修复不及预期，导致消费品增速不及预期；
- 2、**行业竞争加剧：**白酒、啤酒、乳制品等子板块存在行业竞争加剧环境下行业增速不及预期；
- 3、**原材料价格上升超预期：**食品饮料行业上游原材料及相关包材价格波动会影响生产成本，若原材料及包材价格大幅上涨超预期，各子板块结构升级与产品提价存在不顺畅风险，从而导致业绩不及预期；
- 4、**食品安全问题：**若产品出现品质问题将影响产品品牌、公司形象及业务经营；
- 5、**企业改革不及预期等。**

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

