

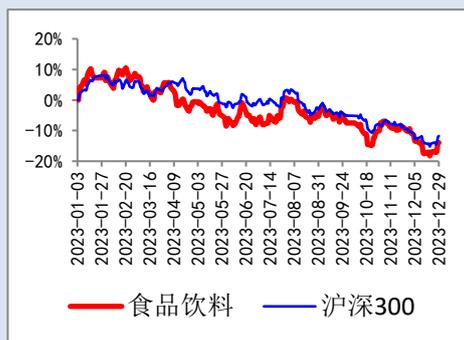
需求温和复苏，关注龙头价值回归

——食品饮料行业 2024 年度策略

华龙证券研究所

投资评级：推荐（维持）

最近一年走势



研究员：王芳

执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzqgs.com

相关阅读

请认真阅读文后免责条款

摘要：

- 在政策发力和经济内生增长的背景下，食品饮料行业需求端有望持续复苏，当前时点板块已回调较多，悲观情绪已充分体现，未来估值修复可期，维持食品饮料行业“推荐”评级。
- 白酒：**展望 2024 年，白酒需求端将延续温和复苏态势。商务需求方面，2023 年四季度中央财政增发 1 万亿元国债，一线城市房地产优化政策逐渐落地，伴随经济复苏，预计白酒商务消费稳中有升。婚宴场景来看，2023 年受益于过去三年疫情的需求回补，表现较好，2024 年预计恢复正常水平，维持平稳。自饮和好友聚会消费取决于居民的收入水平和消费意愿，预计 2024 年维持平稳。高端礼赠需求相对刚性，预计维持稳健增长态势。短期来看，行业库存持续消化，酒企批价趋稳，合同负债充裕，预计 2024 年报表端稳健增长。长期来看，头部酒企增持彰显对公司长期价值的认可和对未来稳定发展的信心。个股方面，关注贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）、山西汾酒（600809.SH）、古井贡酒（000596.SZ）、迎驾贡酒（603198.SH）、金徽酒（603919.SH）、今世缘（603369.SH）。
- 啤酒：**吨价提升，啤酒高端化趋势延续。对标海外市场，我国啤酒吨价偏低，还有较大提升空间。需求端预计 2024 年好于 2023 年，催化因素主要有厄尔尼诺高温天气，餐饮渠道复苏向好。啤酒动销与气温高度相关，根据气象组织预测，全球厄尔尼诺现象至少持续到 2024 年春天，2024 年气温可能会更暖，持续高温天气有望刺激啤酒销量持续攀升。餐饮渠道来看，2023 年 11 月餐饮收入 5579.90 亿元，同比增长 25.8%，已超过 2019 年同期水平，预计餐饮业 2024 年有望持续复苏，拉动啤酒现饮场景修复。原材料价格进入下行周期，2024 年啤酒企业成本压力逐渐缓解，利润弹性凸显。个股方面，关注青岛啤酒（600600.SH）、燕京啤酒（000729.SZ）。
- 预加工食品：**预制菜行业 B 端降本增效需求和餐饮工业化背景下，2024 年渗透率持续提升具备较强确定性。餐饮行业面临原料成本、租金成本、人力成本占比过高等问题，预制菜可以省去原料采购、初加工时间，帮助餐饮企业降低人工和租金成本，提升效率。伴随餐饮连锁化率的提升，标准化、规模化和工业化的诉求将不断推动预制菜行业扩容。C 端需求增长慢于 B 端，C 端仍需一定时间进行消费者培育。个股方面，关注安井食品（603345.SH）、千味央厨（603027.SH）。

- **乳品：**消费者对健康和营养关注度提高，推动高品质和高营养价值产品的需求增加，乳品行业将继续保持稳健发展态势。原奶价格处于低位，乳品企业成本改善，但也可能导致促销增加、竞争加剧和乳企计提资产减值影响报表端利润。毛销差改善，乳企费用投放更加理性，2024年盈利能力有望提升。个股方面，关注伊利股份(600887.SH)、新乳业(002946.SZ)。
- **零食：**量贩零食品牌进入整合期，零食行业步入高品质、高性价比、效率为王的阶段。生产型零食企业需要兼顾产品品质和性价比，产品力强、效率最优、具备建立差异化能力的公司有望在竞争中凸显优势，实现快速增长。个股方面，关注盐津铺子(002847.SZ)、劲仔食品(003000.SZ)。
- **调味品：**2024年，预计我国调味品行业持续改善，传统调味品中零添加增速较好，复合调味品大B端受益餐饮复苏，延续较高景气度。主要原材料成本呈下行趋势，调味品公司盈利能力有望改善。个股方面，关注千禾味业(603027.SH)、中炬高新(600872.SH)、天味食品(603317.SH)。
- **风险提示：**食品安全风险、消费复苏不及预期风险、成本上行风险、业绩增速不及预期风险、行业竞争加剧风险、第三方数据统计偏差风险。

内容目录

1 消费现状和未来趋势	5
1.1 现状一：居民收入平稳增长，消费支出逐渐恢复	5
1.2 现状二：消费需求回暖，消费者信心逐渐恢复	5
1.3 现状三：消费分化，消费者更加理性	6
1.4 未来展望：消费市场持续向好	7
2 市场行情回顾	8
2.1 行业涨跌幅回顾：食品饮料跑输上证指数	8
2.2 行业估值：估值回调，位于历史较低分位值	9
3 白酒：需求逐渐恢复，不惧短期扰动	10
3.1 2023 年白酒回顾：需求端弱复苏，行业延续调整期	10
3.2 2024 年白酒展望：需求端温和复苏，短期扰动不改长期发展逻辑 ..	12
3.3 重点个股	14
4 啤酒：延续结构升级趋势，成本有望改善	16
4.1 2023 年啤酒行业回顾：销量不及预期，高端化趋势延续	16
4.2 2024 年啤酒行业展望：成本有望下行，利润端具备弹性	17
4.3 重点个股	19
5 预加工食品：B 端稳步复苏，C 端接受度持续提升	20
5.1 2023 年预加工食品回顾：需求 B 端优于 C 端	20
5.2 2024 年预加工食品展望：B 端渗透率稳步提升，C 端处于消费者培育初 期	21
5.3 重点个股	22
6 乳品：常温白奶需求刚性，成本端原奶价格呈下降趋势	22
6.1 2023 年乳品回顾：液态奶弱复苏，奶酪和奶粉承压	22
6.2 2024 年乳品展望：需求持续回暖，成本下降竞争加剧	23
6.3 重点个股	25
7 零食：渠道变革，进入“效率为王”新阶段	25
7.1 2023 年零食回顾：量贩零食渠道兴起，行业维持较高景气度	25
7.2 2024 年零食展望：行业步入高品质、高性价比、效率为王的阶段 ..	26
7.3 重点个股	27
8 调味品：传统调味品弱复苏，复合调味品增速较好	27
8.1 传统调味品：仍在复苏中	28
8.2 复合调味品：2024 年维持较高景气度	29
8.3 重点个股	30
9 总结和展望	31
10 风险提示	33

图目录

图表 1: 居民人均可支配收入稳步增长 (单位: 元)	5
图表 2: 社会消费品零售总额同比改善	6
图表 3: 消费者信心指数有待恢复 (单位: %)	6
图表 4: 失业率下降 (单位: %)	6
图表 5: 2023 年“双十一”第一波促销抖音销售额占比	7
图表 6: 高端白酒营业收入保持双位数增长	7
图表 7: 申万一级行业年涨跌幅 (单位: %)	8
图表 8: 餐饮各子板块年涨跌幅度 (单位: %)	9
图表 9: 餐饮股票年涨幅前五 (单位: %)	9
图表 10: 餐饮股票年跌幅前五 (单位: %)	9
图表 11: 食品饮料行业估值回落	10
图表 12: 主要子板块年初和当前估值对比 (2023.1.1&2023.12.29)	10
图表 13: 白酒产量持续下降	11
图表 14: 飞天茅台批价走势 (单位: 元)	13
图表 15: 53 度飞天茅台出厂价和零售价变化 (单位: 元)	14
图表 16: 2023 年啤酒产量同比微增	16
图表 17: 主要啤酒企业吨价 (单位: 元/吨)	17
图表 18: 啤酒主要消费人群和消费偏好	18
图表 19: 餐饮业加快恢复向好	18
图表 20: 大麦进口成本呈下行趋势 (单位: 美元/吨)	19
图表 21: 包材 (瓦楞纸) 出厂价 (单位: 元/吨)	19
图表 22: 包材 (铝合金) 平均价 (单位: 元/吨)	19
图表 23: 包材 (浮法玻璃) 价格 (单位: 元/吨)	19
图表 24: 预加工食品板块营业收入同比增长 11%	20
图表 25: 预加工食品板块归母净利润增长 17%	20
图表 26: 中国预制菜行业市场规模及预测 (单位: 亿元)	21
图表 27: 中国餐饮行业市场规模及预测	21
图表 28: 2023 年液态奶弱复苏	23
图表 29: 2023 年奶粉和奶酪增长承压	23
图表 30: 原奶价格呈下行趋势 (单位: 元/公斤)	24
图表 31: A 股乳品上市公司毛销差改善	24
图表 32: 2022 年中国零食行业规模 1.17 万亿 (单位: 亿元)	25
图表 33: 魔芋和鹌鹑蛋零食品类有较高景气度	27
图表 34: 调味品行业规模稳步增长 (单位: 亿元)	28
图表 35: 2023 年大豆成本回落 (单位: 元/吨)	29
图表 36: 白糖价格仍处于高位 (单位: 元/吨)	29
图表 37: 包材 (PET) 价格回落 (单位: 元/吨)	29
图表 38: 玻璃价格小幅波动 (单位: 元/吨)	29
图表 39: 油料油脂类价格指数回落	30

图表 40: 花椒价格指数回落 (点)	30
---------------------------	----

表目录

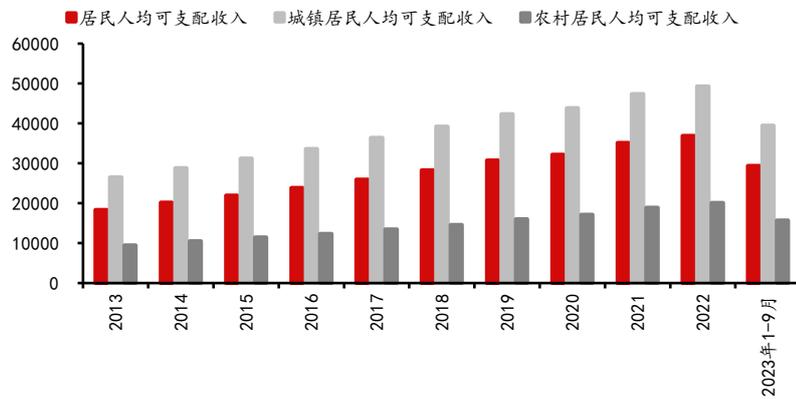
表格 1: 2023 年白酒上市公司涨跌幅和业绩增速 (单位: %)	11
表格 2: 白酒上市公司合同负债一览 (单位: 亿元)	13
表格 3: 2023 年前三季度部分乳企资产减值损失增加 (单位: 亿元)	24
表格 4: A 股传统调味品公司 2023 年业绩增速 (单位: %)	28
表格 5: A 股复合调味品公司 2023 年业绩增速 (单位: %)	30
表格 6: 重点关注公司及盈利预测	33

1 消费现状和未来趋势

1.1 现状一：居民收入平稳增长，消费支出逐渐恢复

居民收入平稳增长，消费支出逐渐恢复。2023 年前三季度，全国居民人均可支配收入 2.9 万元，比上年同期名义值增长 6.3%；扣除价格因素，实际增长 5.9%。随着经济持续好转，消费场景不断拓展，居民消费支出逐渐恢复。2023 年前三季度，全国居民人均消费支出 1.95 万元，比上年同期名义增长 9.2%，扣除价格因素，实际增长 8.8%，名义值和实际值分别比上年同期加快 5.7% 和 7.3%。

图表 1：居民人均可支配收入稳步增长（单位：元）

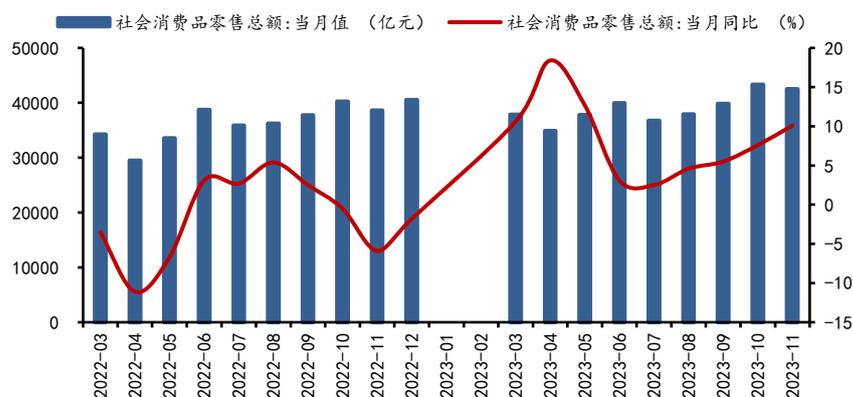


资料来源：iFinD，华龙证券研究所

1.2 现状二：消费需求回暖，消费者信心逐渐恢复

消费品零售总额同比改善。随着促消费政策持续发力显效，2023 年初以来，各类消费需求逐渐释放，叠加中秋国庆假期出行需求旺盛，“双十一”网络购物节带动，以及同期低基数等原因，整体消费市场活跃度提升。2023 年 11 月，社会消费品零售总额 4.25 万亿元，同比增长 10.07%，增速比 10 月份加快 2.5%。

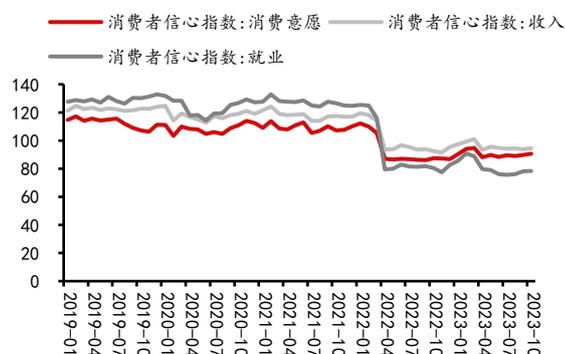
图表 2：社会消费品零售总额同比改善



资料来源：iFinD，华龙证券研究所

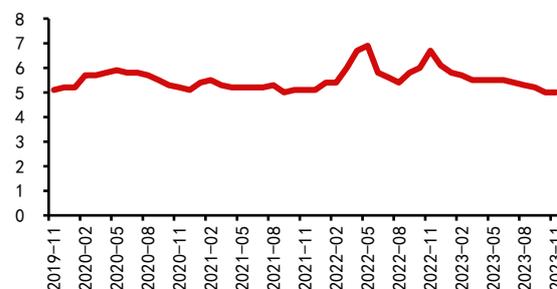
居民消费信心小幅回升。2023年10月，消费者信心指数(消费意愿)为90.70，较年初小幅回升。2022年4月，消费者信心指数从大于100断崖式下跌至87，处于2019年以来新低状态，2023年一季度小幅反弹后，四月份再次跌破90，2023年10月反弹至90以上，当前居民对未来预期偏谨慎，避险情绪上升，消费者信心仍在恢复中。未来，我们预期伴随居民收入稳健增加，就业率趋稳等积极因素作用下，消费者信心有望进一步恢复。

图表 3：消费者信心指数有待恢复 (单位：%)



资料来源：iFinD，华龙证券研究所

图表 4：失业率下降 (单位：%)



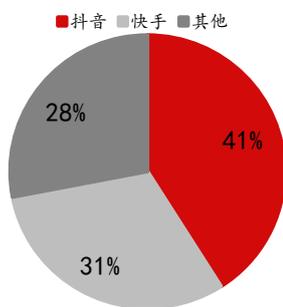
资料来源：iFinD，华龙证券研究所

1.3 现状三：消费分化，消费者更加理性

消费市场分化加剧，消费者更加理性。2023年市场普遍感受是消费出现降级趋势，表现在消费者更加追求性价比和实用性，降低不必要的开支。抖音、快手、拼多多等电商平台主要通过促销进行低价竞争，根据艾媒数据，直播电商平台在2023年“双十一”第一波活动的销售额就达到了989亿元，其中，抖音占比41%，

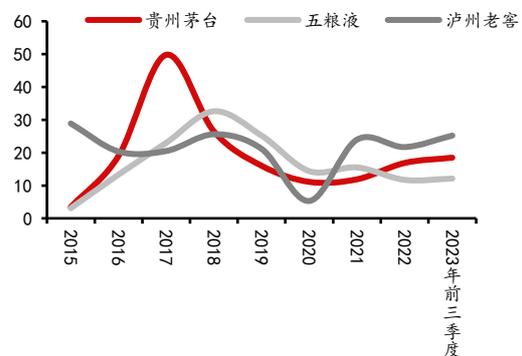
快手占比 28%。另一方面，我们观察到高端白酒公司业绩仍保持双位数的增速，主要啤酒上市公司吨价提升，中高端以上产品占比持续增加，消费者开始更加追求品质和健康，例如零添加调味品的爆火和“0糖0脂0卡”乳制品的快速发展等，行业消费升级的大趋势没有改变，消费者对品质的追求没有改变。我们认为，抖音等低价销售渠道在“双十一”的高增长体现了当前新的消费倾向，消费者会选择合适的时机，在多渠道进行价格对比后，选择更优的渠道进行购买，已达到本身的消费预期。

图表 5：2023 年“双十一”第一波促销抖音销售额占比



资料来源：艾媒数据中心，华龙证券研究所

图表 6：高端白酒营业收入保持双位数增长（单位：%）



资料来源：iFind，华龙证券研究所

1.4 未来展望：消费市场持续向好

展望 2024 年，消费市场有望进一步复苏。2023 年前三季度，最终消费支出对经济增长的贡献率是 83%，拉动 GDP 增长 4.4%，“双十一”消费来看，中国电商平台天猫、京东等在订单量和成交额方面均有不错的增长，反映了中国消费市场巨大的消费潜力。伴随国内稳增长促消费的政策利好，预计 2024 年消费市场有望持续向好。

消费者对品牌认知、产品品质和服务的要求更高，推动供给端加速改革创新。Z 世代是中国逐渐崛起的主流消费群体，Z 世代更加追求以自我为中心的悦己消费和定制服务，追求与众不同的消费体验，满足自己独特的个人品味。消费群体、消费需求越来越细分，这要求企业更加聚焦细分市场的需求，通过创新提供定制化的产品和服务。2019 年卫健委发布《健康中国行动（2019-2030 年）》，鼓励健康食品发展，同时，指导消费者正确认读营养标签，提高居民营养标签知晓率。叠加三年疫情之后，居民健康意识普遍提升，更多人开始关注食品和饮品的成分和生产过程，分析对身体健康的影响。消费者更愿意购买有利于健康的产品和

服务，推动了相关产业的发展和 innovation，企业也在积极应对这一变化，通过研发和改进生产流程等方式满足消费者多元化的需求。

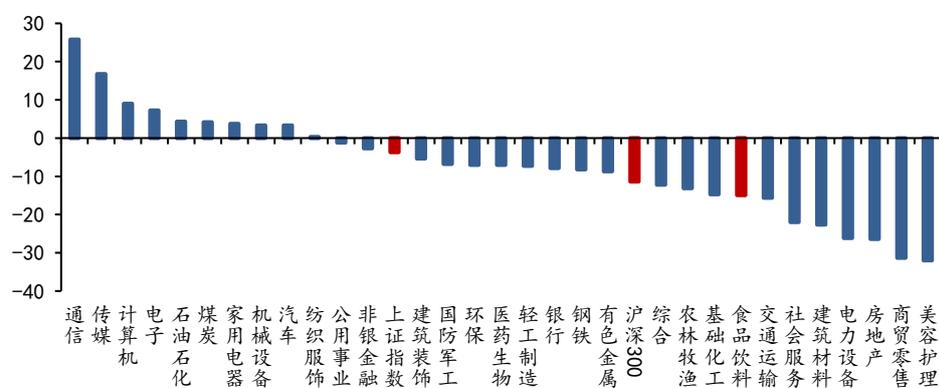
便捷性的新势力新渠道消费旺盛。中国面临家庭小型化的趋势，人们生活节奏不断加快导致生活方式发生变化，消费者越来越倾向于购买为生活带来便捷性的产品和选择线上购物等更便捷的消费方式。在餐饮行业，消费者对便捷性的追求表现为预制菜需求的增加、外卖的火爆、定期外出就餐等。消费方式选择上，电子商务和移动支付迅速崛起，为消费者节约了时间成本，增加了随时随地触达的消费体验，消费者的购买行为和习惯逐渐发生变化，便捷性消费趋势未来仍有广阔的前景。

2 市场行情回顾

2.1 行业涨跌幅回顾：食品饮料跑输上证指数

2023年（01月01日-12月29日）申万食品饮料板块下跌14.94%。同期上证指数下跌3.70%，沪深300下跌11.38%。

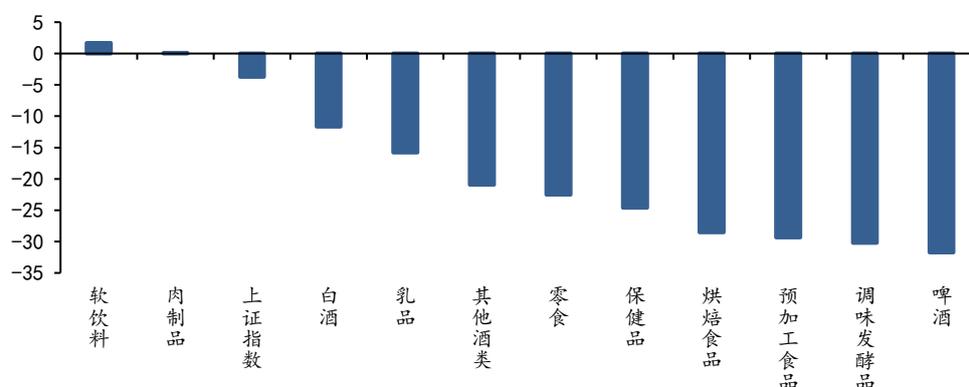
图表 7：申万一级行业年涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFinD，华龙证券研究所

子行业来看，2023年（01月01日-12月29日）软饮料、肉制品涨跌幅分别为+1.68%、+0.11%，跑赢上证指数，白酒（-11.68%）、乳品（-15.76%）、其他酒类（-20.93%）、零食（-22.50%）、保健品（-24.60%）、烘焙食品（-28.54%）、预加工食品（-29.34%）、调味品（-30.19%）、啤酒（-31.71%）均跑输上证指数。

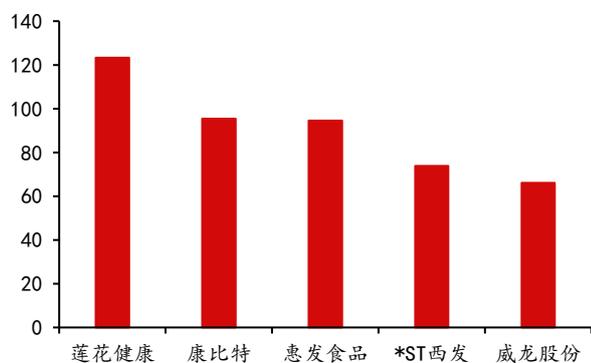
图表 8： 食饮各子板块年涨跌幅度（单位：%）



资料来源：iFinD，华龙证券研究所

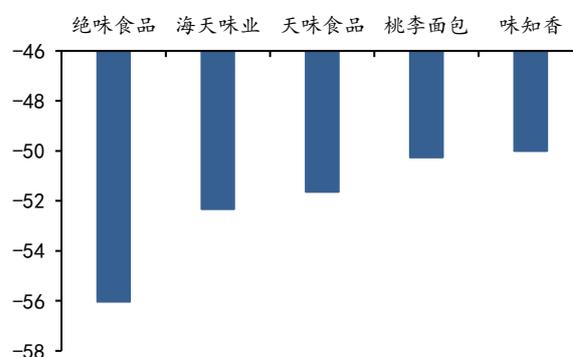
个股来看，2023 年（01 月 01 日-12 月 29 日）莲花健康（+123.25%）、康比特（+95.49%）、惠发食品（+94.61）、*ST 西发（+73.89%）、威龙股份（+66.06%）涨幅居前，绝味食品（-56.03%）、海天味业（-52.32%）、天味食品（-51.64%）、桃李面包（-50.26%）、味知香（-50.00%）跌幅居前。

图表 9： 食饮股票年涨幅前五（单位：%）



资料来源：iFinD，华龙证券研究所

图表 10： 食饮股票年跌幅前五（单位：%）



资料来源：iFinD，华龙证券研究所

2.2 行业估值：估值回调，位于历史较低分位值

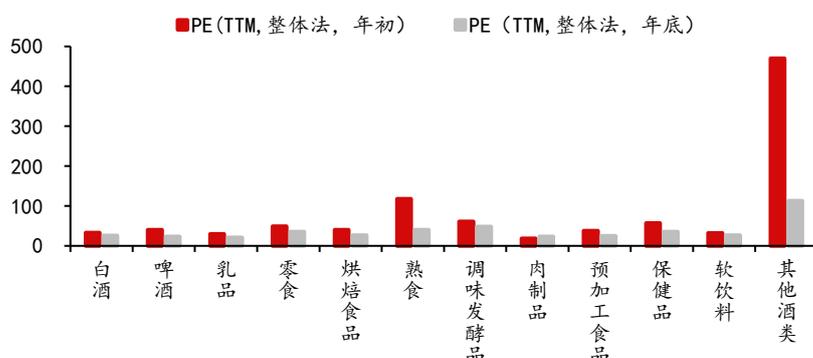
2023 年初至今（01 月 01 日-12 月 29 日），申万食品饮料行业指数 PE（TTM）从 36X 回调至 27X，主因受到消费复苏不及预期，消费者信心尚未完全恢复等因素扰动。细分赛道来看，肉制品估值回升，其他子板块估值均出现回调。

图表 11: 食品饮料行业估值回落



资料来源: iFinD, 华龙证券研究所

图表 12: 主要子板块年初和当前估值对比 (2023. 1. 1&2023. 12. 29)



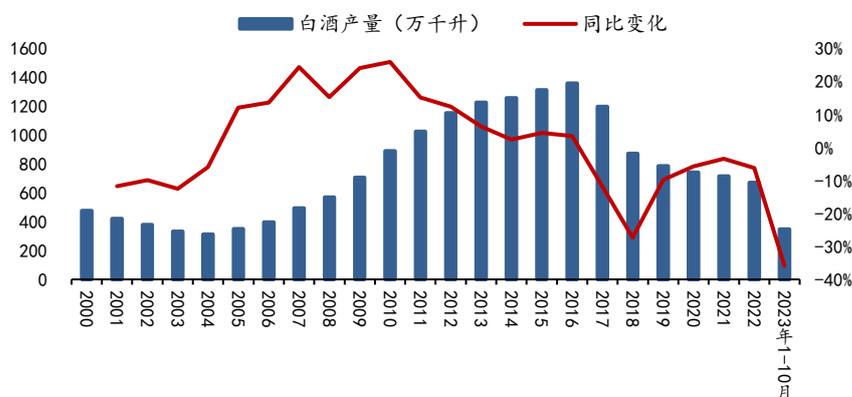
资料来源: iFinD, 华龙证券研究所

3 白酒: 需求逐渐恢复, 不惧短期扰动

3.1 2023 年白酒回顾: 需求端弱复苏, 行业延续调整期

受经济增速放缓, 居民消费意愿恢复较慢等影响, 2023 年需求端白酒市场整体表现平淡。2023 年初, 春节旺季催化, 行业迎来开门红, 疫情后消费集中释放, 叠加返乡热潮, 白酒动销超预期。二季度是白酒消费淡季, 同时, 经济复苏预期回落, 消费市场疲软, 三季度进入中秋国庆双节白酒消费旺季, 白酒市场表现一般, 没有出现预期的供销两旺局面。拆分量价来看, 产量方面 2023 年 1-10 月白酒产量为 347.80 万千升, 同比下降 35.90%。根据国家统计局数据, 2016 年白酒产量为 1358.40 万千升, 达到顶峰后持续下降, 2022 年白酒产量为 671.20 万千升, 相较 2016 年下降超过一半。价格方面, 2023 年各个价格带批价较低迷, 同时, 酒厂还加大了终端促销的费用投放。

图表 13：白酒产量持续下降



资料来源：iFinD，华龙证券研究所

2023 年宴席市场表现优于商务场景需求。2023 年宴席消费场景表现相对较好，主因 2023 年承接部分三年疫情的宴席回补需求，宴席场景拉动地产酒龙头保持较好增速。古井贡酒/迎驾贡酒/今世缘/金徽酒等地产酒龙头 2023 年前三季度营业收入增速分别为 25%/23%/28%/29%，归母净利润增速分别为 45%/38%/27%/28%，对应二级市场表现也是优于其他价格带白酒。商务消费场景受宏观经济压制，表现分化。山西汾酒表现最亮眼，2023 年前三季度营收和归母净利润分别同比增长 21%和 33%；洋河股份和舍得酒业保持稳健增长，水井坊和酒鬼酒处于调整期，待库存出清之后有望轻装上阵，逐渐复苏。礼赠场景相对稳定，高端白酒礼赠需求偏刚性，具备较强韧性。

表格 1：2023 年白酒上市公司涨跌幅和业绩增速 (单位：%)

价格带	证券名称	年涨跌幅	2023 年前三季度营业收入同比增速	2023 年前三季度归母净利润同比增速
高端白酒	贵州茅台	-0.06	18.48	19.09
	五粮液	-22.35	12.11	14.24
	泸州老窖	-20.00	25.21	28.58
次高端白酒	山西汾酒	-19.04	20.78	32.68
	洋河股份	-31.53	14.35	12.47
	舍得酒业	-39.25	13.62	7.93
	水井坊	-30.38	-4.84	-3.08
地产酒	酒鬼酒	-46.97	-38.54	-50.75
	古井贡酒	-12.78	24.98	45.37

迎驾贡酒	5.59	23.42	37.57
今世缘	-4.22	28.35	26.63
金徽酒	-7.96	29.32	27.55
皇台酒业	5.14	8.55	-4.68
岩石股份	-27.69	72.11	153.63
伊力特	-11.37	25.77	63.88
老白干酒	-18.09	11.30	-21.60
顺鑫农业	-28.61	-3.28	-1,159.20
口子窖	-21.45	18.18	12.22
金种子酒	-30.69	31.73	74.30

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

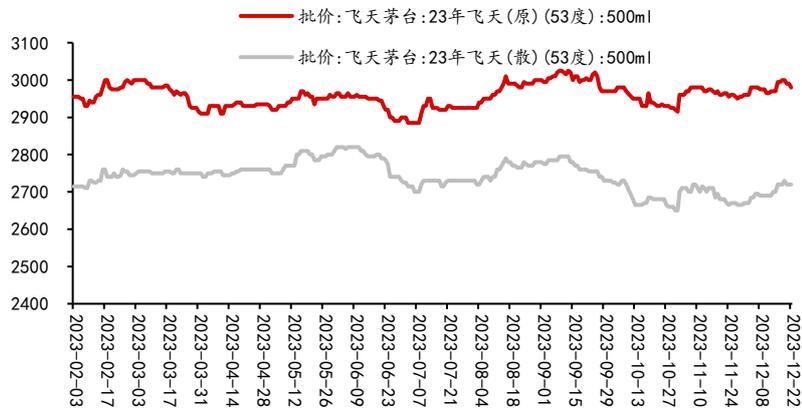
注：年涨跌幅截至 2023 年 12 月 29 日。

3.2 2024 年白酒展望：需求端温和复苏，短期扰动不改长期发展逻辑

展望 2024 年，我们认为白酒需求端仍将延续温和复苏态势，商务场景需求预期好于 2023 年。白酒作为顺周期行业，动销景气度与经济和消费环境息息相关，商务需求方面，2023 年四季度中央财政增发 1 万亿元国债，一线城市房地产优化政策逐渐落地，有利于白酒商务场景的修复，经销商信心提振，预计伴随经济复苏，白酒商务消费稳中有升。婚宴场景来看，2023 年受益于过去三年疫情的需求回补，表现较好，2024 年预计恢复正常水平，维持平稳。自饮和好友聚会消费需求取决于居民收入水平和消费意愿，预计 2024 年维持平稳。高端礼赠需求相对刚性，预计维持稳健增长态势。

短期来看，行业库存持续消化，酒企批价趋稳，合同负债充裕，预计 2024 年报表端稳健增长。白酒的库存水平和批价是市场关心的重要指标，2023 年春节开门红动销表现超预期，渠道库存呈下降趋势，但是二季度之后，库存水平逐渐上升，伴随批价略有下滑，中秋国庆销售旺季动销表现平淡，消化部分库存，但渠道库存仍然处于中等略高的水平，2024 年春节相较往年偏晚，给渠道留出更多时间进行库存消化，我们认为 2024 年仍将是库存进一步消化的一年，酒企仍需要在库存水平和批价之间进行不断平衡和考量。2023 年三季度报表来看，酒企合同负债充足，预计 2023 年四季度和 2024 年报表端将维持稳健增长。

图表 14: 飞天茅台批价走势 (单位: 元)



资料来源: iFinD, 华龙证券研究所

表格 2: 白酒上市公司合同负债一览 (单位: 亿元)

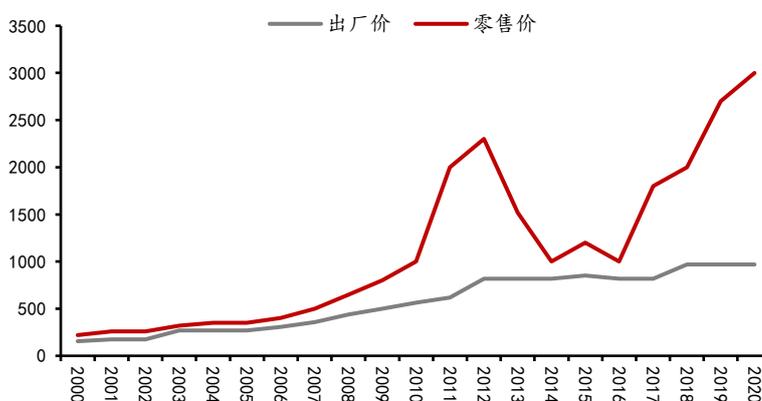
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 前三季度	2023 前三季 度同比变化
贵州茅台	133.22	127.18	154.72	113.95	-4%
五粮液	86.19	130.59	123.79	39.49	33%
泸州老窖	16.79	35.10	25.66	29.62	56%
洋河股份	88.01	158.05	137.42	55.16	-33%
山西汾酒	31.07	73.76	69.08	51.72	9%
古井贡酒	12.07	18.25	8.27	33.15	-12%
老白干酒	7.07	13.58	14.91	20.26	2%
顺鑫农业	50.88	25.70	38.65	14.57	-12%
今世缘	10.96	20.67	20.40	13.11	-4%
水井坊	7.36	9.59	10.27	11.21	15%
迎驾贡酒	4.66	5.97	6.61	5.06	21%
金徽酒	2.01	3.58	5.10	4.32	56%
口子窖	7.70	6.77	5.63	3.83	0%
舍得酒业	3.68	6.58	2.98	3.26	-10%
岩石股份	0.15	1.15	1.28	3.16	156%
酒鬼酒	7.19	13.82	4.33	2.51	-27%
金种子酒	1.29	0.98	1.10	0.98	4%
天佑德酒	0.31	0.62	0.58	0.92	113%
伊力特	0.89	0.84	0.80	0.37	-47%
皇台酒业	0.03	0.11	0.02	0.03	16%

资料来源: iFinD, 华龙证券研究所

贵州茅台“逆市提价”，提升公司盈利能力，激发行业涨价潮。2023年10月31日晚贵州茅台发布公告，自2023年11月1日起上调53%vol 贵州茅台（飞天、五星）出厂价格，上涨幅度约

为 20%。飞天茅台出厂价从 969 元/瓶上调至大约 1163 元/瓶，一瓶上调约 194 元，建议零售价保持不变，依然是 1499 元/瓶。公司层面来看，出厂价提升直接带来公司营业收入和利润的提升。白酒行业来看，一是打开高端白酒价格带天花板，预留的市场空白为其他高端白酒提供发展空间，二是激发行业涨价潮，其他白酒可能会跟进提价，借此机会提升利润空间。2023 年 12 月 18 日，五粮液共商共建共享大会上，公司释放积极信号，将渠道增利作为首要任务，预计 2024 年公司将择机提升普五出厂价格，围绕量价管控进行新的调整和改革。

图表 15:53 度飞天茅台出厂价和零售价变化（单位：元）



资料来源：国酒财经、华龙证券研究所

长期来看，头部酒企增持彰显对公司长期价值的认可和对公司未来稳定发展的信心。2023 年 12 月 13 日和 12 月 14 日，五粮液和泸州老窖相继发布股份增持公告，五粮液集团计划增持五粮液股份，增持金额为 4 亿元-8 亿元之间，老窖集团计划通过全资子公司金舵公司增持泸州老窖股份，增持金额为 2 亿元-2.5 亿元之间，股东增持彰显对公司长期价值的认可和对公司未来稳定发展的信心，白酒行业表现分化的趋势下，我们认为头部白酒企业具备较强的增长韧性和品牌势能，叠加灵活的渠道策略和运营能力，未来有望持续稳健增长。当前白酒板块呈现“三低”特征（低情绪、低预期、低估值），建议重视底部配置机会。

综上，我们建议关注确定性强的高端白酒贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）；香型差异化，产品力突出，品牌底蕴深厚的清香型白酒山西汾酒（600809.SH）；稳扎稳打在大本营市场具备消费升级结构性机会的古井贡酒（000596.SZ）、迎驾贡酒（603198.SH）、金徽酒（603919.SH）、今世缘（603369.SH）。

3.3 重点个股

贵州茅台：产品力方面，公司非标茅台酒的占比持续提升，

同时系列酒持续放量，产品结构优化带来新增量。渠道方面，茅台通过“i 茅台”、巽风等平台，直销比例提升，渠道优化贡献业绩，叠加 11 月 1 日起茅台酒（飞天、五星）出厂价上调 20%，茅台出厂价从 969 元提升至 1169 元直接增厚茅台营收和利润，此次提价不涉及市场指导价，只是酒厂和渠道之间的利润再分配。分红方面，公司从 2015 年以来，每年股利支付率超过 50%，2022 年这一指标高达 95.78%，股息率 2.77%，2023 年 11 月底公司发布特别分红方案，每股派发现金红利 19.106 元，在保持业绩双位数增速的同时，公司每年有稳定的分红。

五粮液：2023 年 12 月 18 日，五粮液召开第 27 届共商共建共享大会，定调 2024 年工作方向，释放积极信号。会上透露，2024 年五粮液将全力推动品质品牌建设、全力推动消费者培育、全力推动渠道利润提升。五粮液将择机适度调整第八代五粮液的出厂价，下功夫抓好量价关系统筹、以产品为导向的市场运营、差异化产品与文化酒开发、老酒价值挖掘、营销过程考核激励。公司明确 2024 年择机提价，将提升渠道利润作为重要任务，积极改善与经销商的关系，提升经销商信心。2024 年开门红工作持续推进，龙头品牌势能下，2024 年业绩有望迎来双位数增长。

山西汾酒：公司业绩增长稳健，确定性强，汾酒名酒基因强大，香型差异化，高端化和全国化稳步推进。2023 年前三季度公司实现营收 267 亿元，同比增长 21%，归母净利润 94 亿元，同比增长 33%。汾酒产品势能向上，动销表现强劲，批价环比提升，公司不断精耕大基地、华东、华南“三大市场”，加大长江以南市场选商、优商、扶商工作力度，加大消费者互动，提高终端覆盖率，长江以南核心市场保持较快增长，全国化稳步推进。

古井贡酒：省内产品结构不断优化，升级路径清晰，公司重心在定位中高端的古 16 及以上产品价格带，近年来保持较高增速，预计 2024 年公司中高端以上白酒收入占比持续提升。省外市场开拓顺利，全国化和高端化双轮驱动，安徽省白酒龙头成长确定性较强。合同负债充足，三季度末公司合同负债 33 亿元，环比增长 9.6%，说明经销商打款积极性较高。

迎驾贡酒：公司在省内与龙头形成错位竞争，持续受益。2023 年以来，公司洞 6 产品放量，洞 9 产品逐渐起势，同时，公司布局洞 16、洞 20 及以上价格带产品，洞藏系列顺应徽酒结构升级的趋势，叠加公司在产品矩阵的前瞻布局和品牌的长期培育，成长势能向上，2023 年前三季度公司业绩增速亮眼。渠道方面，公司采取“小区域，高占有”的打法，省内市占率有望提升，预计 2024 年公司仍将充分享受徽酒扩容和升级的红利。

今世缘：2023 年公司实现百亿目标确定性高。省内市场国缘品牌势能向上，在苏中地区表现亮眼，份额持续提升，600 元以上的 V 系列也在持续培育和加大投入，后续伴随消费复苏和价格

带升级,V系列还有较大增长空间。省外公司着力打造样板市场,增加和优化经销商数量和结构,竞争力不断提升,2024年公司收入有望延续较快增速。

金徽酒:省内白酒消费升级趋势明显,公司市场份额优势明显,年份系列产品逐渐起势,其中,金徽28年作为千元价格带的标杆产品,拉高品牌定位,带动400元价格带的商务用酒金徽18年放量增长。柔和系列公司重点推动H3向H6升级,星级系列在婚宴市场认可度较高,向五星和红五星产品升级。省内薄弱市场增速较快,同时公司发力环西北市场、北方市场和华东市场,加快招商和布局,其中,陕西市场增速亮眼。2024年省内消费升级和省外全国化持续推进,公司有望延续业绩高增速。

4 啤酒: 延续结构升级趋势, 成本有望改善

4.1 2023年啤酒行业回顾: 销量不及预期, 高端化趋势延续

啤酒行业量稳价增,长期延续结构升级趋势。根据啤酒工业信息网数据,2023年1-10月,中国啤酒产量为3180.4万千升,同比微增2.20%。啤酒产量在2013年达到顶峰之后逐渐下降,2021年开始降幅收窄,产量逐渐趋稳,行业进入成熟期,是存量竞争时代,啤酒企业的产品结构不断优化,行业集中度提升,竞争格局稳定,各龙头公司拥有稳定的根据地市场。啤酒产品结构升级,种类多样化逐渐成为行业发展的趋势,行业增长的驱动因素主要依靠吨价提升。

图表 16: 2023年啤酒产量同比微增

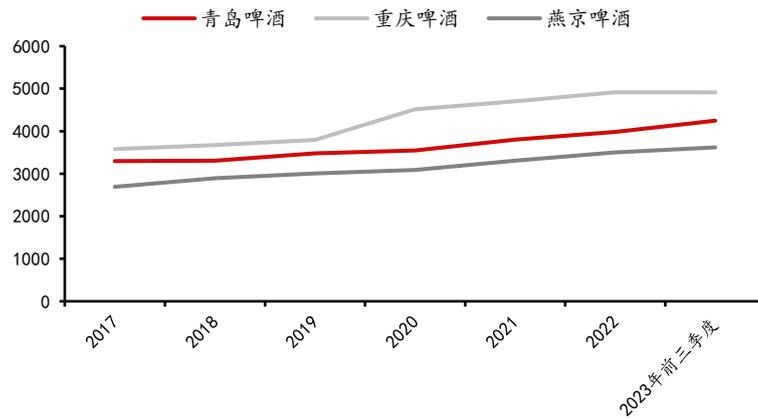


资料来源: 啤酒工业信息网、iFind、华龙证券研究所

需求端销量表现疲软,但主要上市公司啤酒吨价稳健提升。2023年受消费疲软,餐饮业复苏不及预期等影响,啤酒现饮场景未完全恢复,需求端呈弱复苏态势,三季度受天气等因素影响,

需求表现较低迷，主要啤酒上市公司股价持续回调。啤酒上市公司吨价稳步提升，低端啤酒（小于6元）逐渐向中端（6-10元）结构升级的趋势依然坚挺，中端价格带逐渐放量起势，高端啤酒（大于10元）尚在培育期。青岛啤酒2023年前三季度吨价为4247元/吨，较2022年吨价（3985元/吨）提升7%。燕京啤酒2023年前三季度吨价为3619元/吨，较2022年吨价（3502元/吨）提升3%，重庆啤酒2023年前三季度吨价为4913元/吨，较2022年吨价（4915元/吨）基本持平小幅下滑。

图表 17: 主要啤酒企业吨价（单位：元/吨）



资料来源：各公司公告、华龙证券研究所

4.2 2024 年啤酒行业展望：成本有望下行，利润端具备弹性

吨价提升，啤酒高端化趋势延续。我国啤酒吨价偏低，还有较大提升空间。益普索 Ipsos 将啤酒消费人群细分为三类，一是 95 后和 00 后为代表的 Z 世代，二是宠爱自己的女性消费者，三是 80 后和 90 后等“新中年”，其中，Z 世代消费者追求新鲜感，乐于尝试小众特别的产品，女性消费者追求精致和仪式感，乐于尝试新口味，而“新中年”消费者渴望治愈，愿意购买健康，高品质的产品。展望未来，伴随居民经济收入的增加和新消费群体的崛起，消费者对啤酒的需求将逐渐朝着高端化、个性化和多元化发展，高端啤酒和精酿啤酒市场份额还有较大提升空间。社交属性为主的现饮场景（例如：餐厅、夜店酒吧等）消费者更加注重消费体验感，对价格敏感度较低，是高端啤酒的主要消费场景。

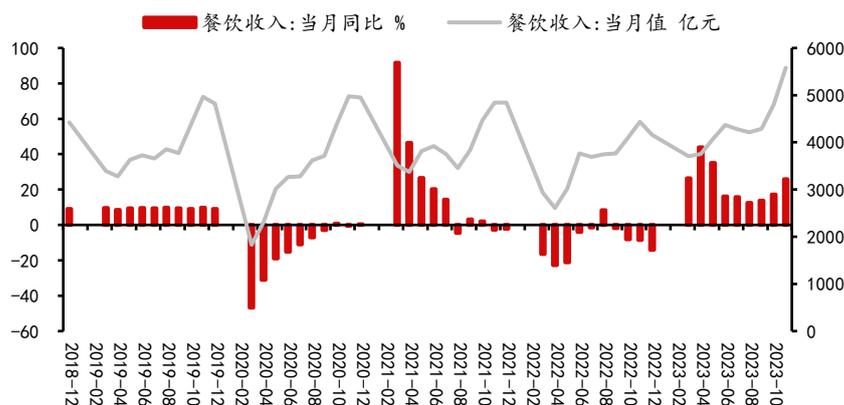
图表 18: 啤酒主要消费人群和消费偏好

95后和00后为 代表的Z世代	宠爱自己的女性 消费者	80后和90后等 “新中年”
<ul style="list-style-type: none"> • 追求新鲜感 • 乐于尝试小众特别的产品 	<ul style="list-style-type: none"> • 追求精致和仪式感 • 乐于尝试新口味 	<ul style="list-style-type: none"> • 渴望治愈 • 愿意购买健康，高品质的产品

数据来源：益普索 Ipsos 《2022 啤酒行业观察报告》、华龙证券研究所

需求端预计 2024 年好于 2023 年，催化因素主要有厄尔尼诺高温天气，餐饮渠道复苏向好。啤酒动销与气温高度相关，2024 年受厄尔尼诺现象影响，气温可能会更暖，持续高温天气有望刺激啤酒销量持续攀升。餐饮渠道来看，2023 年 11 月餐饮收入 5579.90 亿元，同比增长 25.8%，已恢复并超过 2019 年同期水平，预计餐饮业 2024 年有望持续复苏，拉动啤酒现饮场景修复。

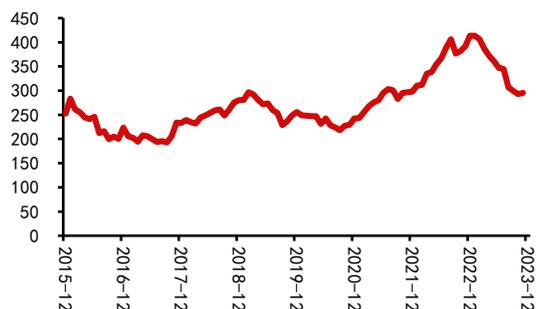
图表 19: 餐饮业加快恢复向好



资料来源：iFinD，华龙证券研究所

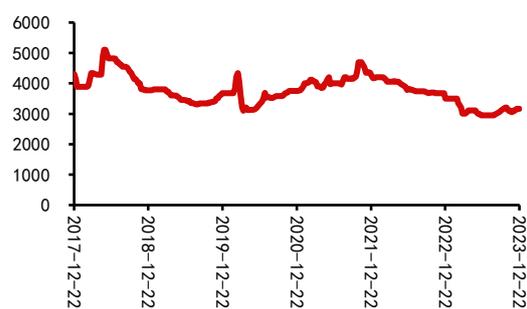
上游原材料价格进入下行周期，2024 年啤酒企业成本压力逐渐缓解，利润弹性凸显。啤酒生产的原料主要是大麦，根据青岛啤酒 2022 年报中披露的成本构成项目来看，直接材料占总成本的比例达到 66%，大麦对啤酒企业成本端影响较大。商务部 2023 年 8 月 4 日宣布，自 2023 年 8 月 5 日起，终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税。“澳麦双反”政策的取消利好啤酒行业，中国是大麦第一大进口国，超过 80% 的国内大麦需求依赖进口，2022 年进口的约 600 万吨大麦中，有 500 万吨左右用于啤酒酿造。啤酒公司一般在年底签订协议，锁定来年大麦采购价格，因此 2023 年成本端压力依然存在，2024 年有望缓解。

图表 20: 大麦进口成本呈下行趋势 (单位: 美元/吨)



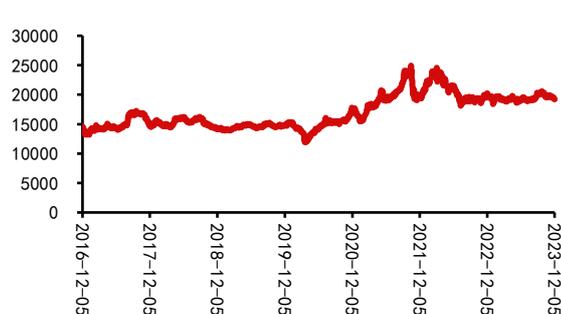
资料来源: iFinD, 华龙证券研究所

图表 21: 包材 (瓦楞纸) 出厂价 (单位: 元/吨)



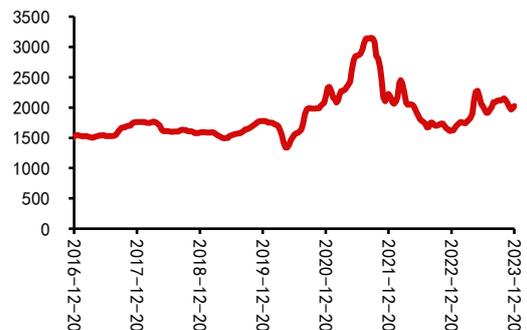
资料来源: iFinD, 华龙证券研究所

图表 22: 包材 (铝合金) 平均价 (单位: 元/吨)



资料来源: iFinD, 华龙证券研究所

图表 23: 包材 (浮法玻璃) 价格 (单位: 元/吨)



资料来源: iFinD, 华龙证券研究所

综上, 我们建议关注高端化趋势延续, 吨价持续提升的青岛啤酒 (600600.SH)、燕京啤酒 (000729.SZ)。

4.3 重点个股

青岛啤酒: 公司中高端产品销量同比增加, 带动产品结构优化, 价增逻辑依然清晰。2024 年公司采购的大麦成本有望进入下行周期, 公司盈利能力有望持续改善。(2023 年前三季度公司实现销量 729.4 万千升, 同比微增 0.2%, 单三季度实现销量 227.1 万千升, 同比下滑 11.3%, 下滑较多主因受天气等影响, 旺季需求略显平淡。吨价来看, 前三季度公司啤酒吨价 4247 元/千升, 环比提升 7%, 单看三季度, 吨价 4133 元/千升, 同比提升 7.5%。)

燕京啤酒: 公司量价齐升, 费效比增加, 2024 年公司有望延续该趋势。产品方面, 8-10 元是啤酒消费升级的核心价格带, 燕京 U8 精准卡位该价格带, 处于快速成长期, 还有较大成长空间。

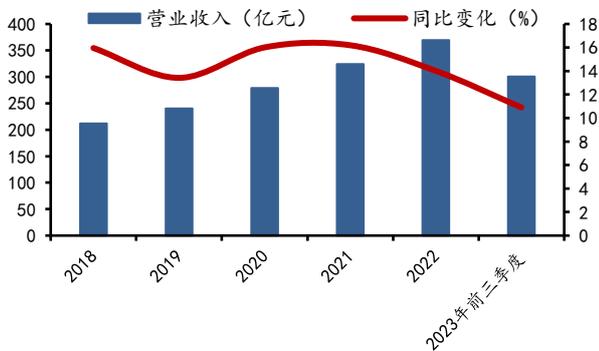
2023 年前三季度公司销量和吨价均有增长，2023 年三季度公司扣非后归母净利率 96.94%，较二季度提升 11.83%。

5 预加工食品：B 端稳步复苏，C 端接受度持续提升

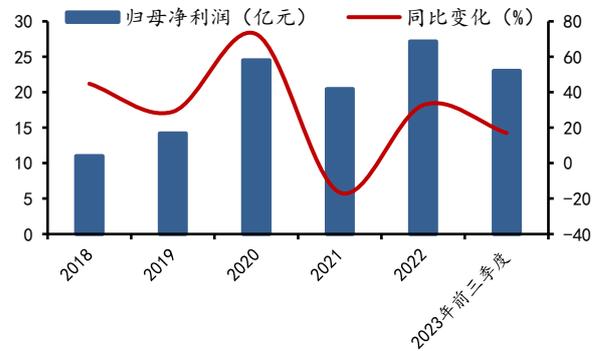
5.1 2023 年预加工食品回顾：需求 B 端优于 C 端

2023 年预加工食品板块需求回暖，稳健增长，龙头增速亮眼。受益于餐饮业的复苏和消费者饮食习惯的改变，预制菜行业迎来发展机遇，B 端餐饮企业降本增效和连锁化率提高背景下，预制菜渗透率不断提升，C 端消费者对烹饪便捷化的需求增加，预制菜的接受度提升。基本面来看，2023 年前三季度预加工食品上市公司实现营收同比增长 11%，归母净利润同比增长 17%。龙头安井食品前三季度实现营业收入 103 亿元，同比增长 26%，归母净利润 11 亿元，同比增长 63%，表现亮眼，主要受益于大 B 餐饮连锁需求端的复苏。

图表 24：预加工食品板块营业收入同比增长 11%



图表 25：预加工食品板块归母净利润增长 17%



资料来源：iFinD，华龙证券研究所

资料来源：iFinD，华龙证券研究所

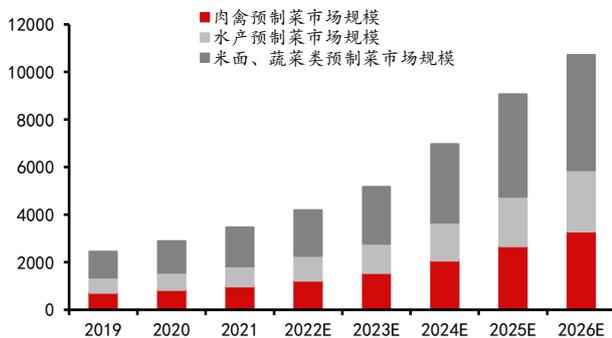
预制菜 B 端需求优于 C 端，营收增速来看，大 B 端优于小 B 端优于 C 端。以主要龙头上市公司为例，按销售模式划分，2023 年前三季度安井食品的特通直营渠道（大 B 客户渠道）营收增速为 48%，明显快于传统线下经销商渠道（C 端）增速（28%）。千味央厨的下游客户主要是餐饮企业（酒店、团餐、宴席）等 B 端客户，直营客户主要是知名度较高的连锁大 B，经销客户主要是各个中小餐饮企业（小 B），2023 年上半年千味央厨直营渠道（大 B）增速为 71%，经销渠道（小 B）增速为 10%，大 B 渠道增速快于小 B。三全食品 2023 年上半年餐饮市场（B 端）营业收入同比增长 21%，零售及创新市场（C 端）营收同比下降 2%。

5.2 2024 年预加工食品展望：B 端渗透率稳步提升，C 端处于消费者培育初期

展望 2024 年，预制菜行业 B 端降本增效需求和餐饮工业化背景下，渗透率持续提升具备较强确定性。预制菜行业空间广阔，竞争格局分散，龙头企业凭借自身资源禀赋优势积极布局发力预制菜业务，有望保持较快增长，景气度持续提升。根据艾媒数据，中国餐饮行业市场规模呈上升趋势，2021 年行业规模 4.69 万亿元，预计 2025 年达到 5.56 万亿元，五年复合增速 3.46%。餐饮行业面临原料成本、租金成本、人力成本占比过高等问题，预制菜可以省去原料采购、初加工时间，帮助餐饮企业降低人工和租金成本，提升效率。越来越多的大 B 端餐饮企业布局中央厨房或者和预制菜生产企业合作，真功夫、吉野家、西贝等连锁餐饮企业预制菜占比达 80% 以上，伴随餐饮连锁化率的提升，标准化、规模化和工业化的诉求将不断推动预制菜行业扩容。

图表 26：中国预制菜行业市场规模及预测

(单位：亿元)



图表 27：中国餐饮行业市场规模及预测



资料来源：艾媒数据中心，华龙证券研究所

资料来源：艾媒数据中心，华龙证券研究所

C 端需求增长慢于 B 端，C 端仍需一定时间进行消费者培育。
C 端预制菜的消费人群主要是一二线城市生活节奏较快，时间成本较高的人群，以中青年和已婚人士为主，没时间和不会做饭是消费者购买预制菜的主要原因。目前，多数人愿意尝试购买预制菜，但是因为口味不达预期和食品安全等担忧，复购率偏低。C 端发展缓慢的痛点在于：一是部分预制菜口味还原度低且不及预期；二是消费者对食材的安全、健康和营养有一定的质疑和担忧；三是预制菜种类单一，同质化严重，难以满足消费者的需求；四是相比于外卖，预制菜的性价比不高。我们认为未来 C 端预制菜的消费者培育还需要一定时间。

预制菜作为连接一二三产业融合发展的行业，关系到乡村振兴和人民的餐桌饮食，受到国家政策大力支持。2023年发布的指导“三农”工作的中央一号文件，首次将预制菜写入其中，文中写到“提升净菜、中央厨房等产业标准化和规范化水平。培育发展预制菜产业。”此后，各地相继发布预制菜相关的规划和地方标准，未来，预制菜相关的规范还将陆续出台，通过政府的政策引导、鼓励和加码，行业有望朝着更规范的方向发展。

综上，我们建议关注B端需求空间广阔，增速较快的龙头安井食品（603345.SH）、千味央厨（001215.SZ）。

5.3 重点个股

安井食品：安井食品作为预制菜行业龙头，具备较强的产品力、渠道力和品牌力。短期来看，2023年四季度和2024年春节是冻品销售的旺季，公司有望保持稳健增长；中长期来看，公司C端业务占比有望持续提升，发展动能充足，消费分化的背景下，向上公司有锁鲜装、丸之尊等中高端产品，向下公司有中低价的产品作为基本盘。区域来看，未来在西南、华南等市场，公司还有较大增长空间。

千味央厨：千味央厨执行“核心大单品”策略，聚焦油条、蒸煎饺等大单品，同时还在积极培育米糕、春卷、烧卖等潜在品类。渠道方面，公司一直在做核心优质经销商的建设和开发。同时，公司在积极布局预制菜C端业务，线上和线下新零售渠道，未来有望贡献新的业绩增量。

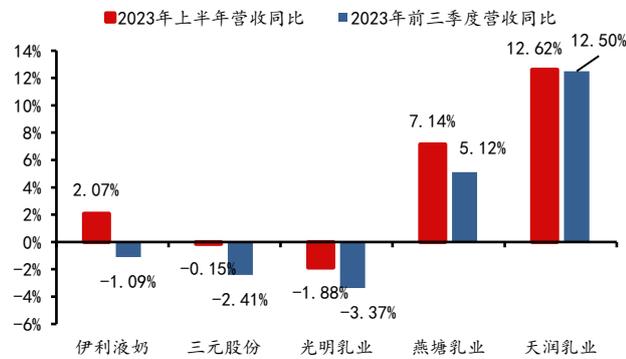
6 乳品：常温白奶需求刚性，成本端原奶价格呈下降趋势

6.1 2023年乳品回顾：液态奶弱复苏，奶酪和奶粉承压

2023年乳品行业弱复苏，常温白奶是基本盘，需求转好，结构升级，常温酸奶需求下滑，低温奶缓慢增长，奶酪和奶粉承压。我国主要奶源地和主要消费市场布局不均衡决定了常温白奶是我国乳品消费市场的主要品类。2023年伴随礼赠场景的恢复，高端常温白奶需求回暖，常温白奶需求量增加的同时，伴随结构优化消费升级。常温酸奶例如安慕希，由于处于新老产品交替的过渡期，叠加消费力尚未完全复苏，前三季度仍然有小幅下滑，但是有新品拉动，降幅收窄。低温奶受限于冷链物流制约，整体规模不大，缓慢增长。奶酪需求非刚性，产品品类单一，叠加消费

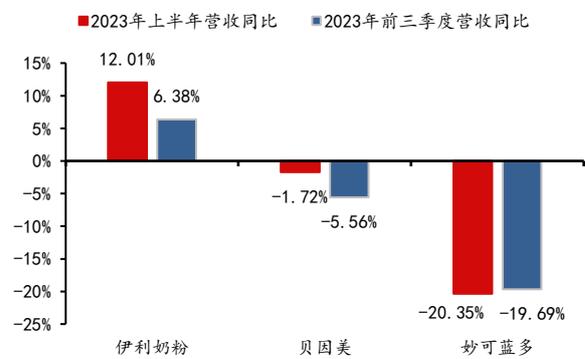
弱复苏，C端承压。奶粉主要受新生儿数量持续下降和2023年2月婴幼儿配方新国标正式实施，老配方小乳企甩货促销影响下承压。

图表 28：2023 年液态奶弱复苏



资料来源：iFinD，华龙证券研究所

图表 29：2023 年奶粉和奶酪增长承压



资料来源：iFinD，华龙证券研究所

6.2 2024 年乳品展望：需求持续回暖，成本下降竞争加剧

需求端有望转好。展望 2024 年，伴随消费者对健康和营养关注度提高，推动高品质和高营养价值产品的需求增加，乳品行业将继续保持稳健的发展态势。2024 年春节备货将于 1 月份开启，礼赠需求增加，毛利率较高的高端常温白奶产品有望带动液奶赛道规模进一步扩容。婴配粉赛道，2024 年新生儿出生率有望止跌，叠加新老配方过渡期甩货结束，奶粉赛道规模下降预期收窄。

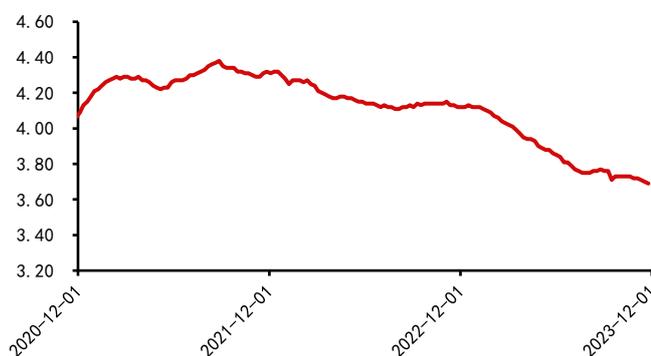
预计 2024 年原奶价格处于低位，乳品企业成本改善，但也可能导致促销增加、竞争加剧和乳企计提资产减值影响报表端利润。乳制品主要的原材料是原奶和原料乳粉，2020 年原奶价格快速上涨，2021 年 8 月达到最大值 4.38 元/公斤后，由于需求不足和前期投入的产能释放，原奶价格回落，2023 年 12 月 1 日原奶价格为 3.68 元/公斤，较最大值时下降 19%，乳企成本端压力迎来改善。但是，原奶价格下跌较多也反映出原奶供给过剩，一些乳企有动机通过促销等方式降低原奶库存，导致竞争加剧。另外，原奶价格同比下降较多的背景下，部分乳企计提资产减值损失，造成企业利润波动。

表格 3：2023 年前三季度部分乳企资产减值损失增加（单位：亿元）

上市公司	资产减值科目	2023 年前三季度	2022 年前三季度	同比变化
伊利股份	资产减值损失	4.98	1.94	157%
新乳业	资产处置收益	-0.58	-0.21	171%
三元股份	资产减值损失	2.22	0.41	441%

资料来源：iFinD、华龙证券研究所

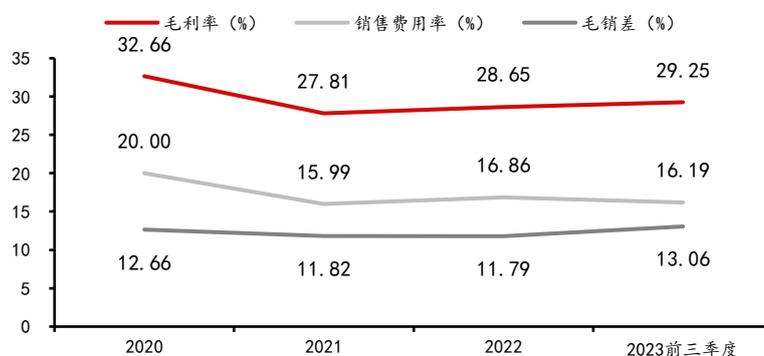
图表 30：原奶价格呈下行趋势（单位：元/公斤）



资料来源：iFinD、华龙证券研究所

毛销差改善，乳企费用投放更加理性，2024 年盈利能力有望提升。2023 年前三季度乳品板块毛销差为 13.06%，环比 2022 年（11.79%）提升 1.27%，A 股乳品行业毛销差显著改善。单季度来看，2023 年一季度/二季度/三季度毛销差分别为 14.16%/12.86%/12.11%，呈下降趋势，但是三季度降幅收窄，且依然好于 2022 全年水平。乳品板块毛利率提升，销售费用率下降，毛销差改善，盈利能力增强。

图表 31：A 股乳品上市公司毛销差改善



资料来源：iFinD、华龙证券研究所

综上，我们建议关注具备成本效率整合优势的乳品龙头伊利

股份（600887.SH）；聚焦低温品类，“鲜战略”引领主业稳健增长的新乳业（002946.SZ）。

6.3 重点个股

伊利股份：产品端来看，白奶需求偏刚性，公司高端白奶增长快于基础白奶，延续结构升级趋势，公司继续精耕下沉市场，进行消费者培育，下沉市场白奶仍有提升空间。奶粉业务，预计2024年新生儿人数或有反弹，拉动公司婴配粉业务增长。成本端，原奶进入下行周期，公司采购成本减少。分红角度来看，2019年以来，公司每年保持70%以上分红比例，具备一定吸引力。

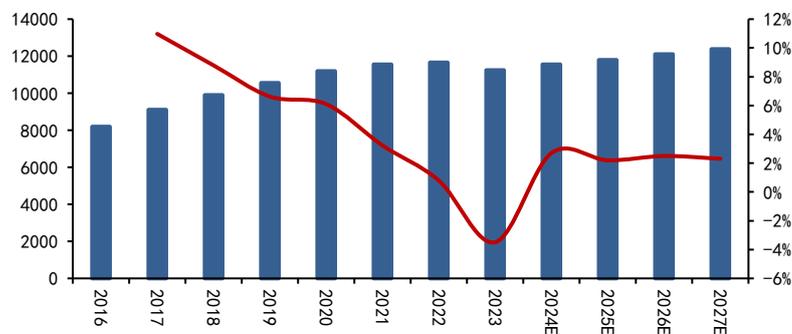
新乳业：新乳业锚定低温乳品赛道，与头部龙头形成错位竞争，2023前三季度，公司业绩实现稳健增长，营收同比增长9.55%，归母净利润同比增长23%，扣非后归母净利润同比增长58%。2024年公司更加聚焦核心品类和核心渠道，将DTC业务作为渠道增长的第一引擎，从而带动公司收入的高质量增长。

7 零食：渠道变革，进入“效率为王”新阶段

7.1 2023年零食回顾：量贩零食渠道兴起，行业维持较高景气度

零食行业呈现“大行业、小公司”的特点。根据艾媒数据，2022年中国休闲零食行业市场规模1.17万亿，预计2027年市场规模达1.24万亿。行业细分品类丰富，进入壁垒较低，消费者品牌忠诚度较低，市场相对分散。

图表 32：2022年中国零食行业规模1.17万亿（单位：亿元）



资料来源：艾媒数据、华龙证券研究所

新渠道变革带来新机遇，量贩零食品牌迅速拓店。2023年以

来，零食渠道发生较大变化，主打超高性价比的线下量贩零食渠道迅速崛起，2023年11月10日，量贩零食头部企业零食很忙和赵一鸣强强联合，宣布战略合并，标志行业从跑马圈地野蛮扩张阶段进入合作共赢的下一阶段，行业竞争格局逐步清晰，龙头效应凸显。市场之前普遍担心的价格战问题，在行业并购整合后有望实现竞争趋缓，降低内耗，同时，伴随规范化和标准化，管理效率将进一步提升，门店数量增加带来供应链效率提升，积极拥抱量贩零食渠道的上游零食厂商将受益于渠道优化后带来的规模效应，盐津铺子、甘源食品、劲仔食品较早进入量贩零食渠道，取得了很快的增速。

7.2 2024 年零食展望：行业步入高品质、高性价比、效率为王的阶段

展望 2024 年，量贩零食品牌进入整合期。未来预计开店扩张速度趋缓，更加注重效率提升内生增长，行业集中度进一步提升，生产型零食企业需要兼顾产品品质和性价比，产品力强、效率最优、具备建立差异化能力的公司有望在竞争中凸显优势，实现快速增长。

好吃不贵，2024 年零食行业步入高品质、高性价比、效率为王的阶段。2023年11月29日，良品铺子董事长杨银芬向公司全员发放公开信，宣布公司300多个爆款产品开启全面降价，平均降幅22%，最高降幅45%，良品铺子这一轮改革围绕“降价不降质”的原则，让产品价格更亲民。降价的空间来源于效率的提升，采购成本的降低和供应链的优化等方面。降价有利于提升门店客流量，公司有望以价换量形成量价新平衡。

魔芋和鹌鹑蛋具备较高景气度，盐津铺子、劲仔食品积极布局这些子赛道，未来有望实现业绩高增长。2014年卫龙推出魔芋爽，热量低富含膳食纤维，口感爽脆，受到消费者的喜爱，之后魔芋品类的市场热度持续提升，2023年3月，一致魔芋北交所上市，10月，卫龙推出全新魔芋辣味零食“小魔女”，随后盐津铺子推出全新魔芋素毛肚子品牌“大魔王”。从2023年中报数据来看，盐津铺子休闲魔芋制品实现销售收入2.23亿元，同比增长163%。蛋白质含量高健康有营养的鹌鹑蛋是零食品类中的新风口，劲仔食品公告披露，截至9月，公司鹌鹑蛋产品月销已突破4400万元，公司在积极布局新的鹌鹑蛋生产基地，为鹌鹑蛋朝“十亿级”单品迈进做好准备，未来鹌鹑蛋还有较大的挖潜增效的空间。

图表 33：魔芋和鹌鹑蛋零食品类有较高景气度



资料来源：天猫旗舰店、华龙证券研究所

建议关注积极布局新渠道，有能力打造爆品，贡献业绩增量的盐津铺子（002847.SZ）、劲仔食品（003000.SZ）。

7.3 重点个股

盐津铺子：盐津铺子产品渠道势能强劲，收入利润增速亮眼。产品方面，公司聚焦七大核心品类，不断升级打磨，除了散装外，还推出了定量装、小商品以及量贩装，满足不同消费场景的需求，渠道方面，公司实现全渠道覆盖，布局传统渠道的同时，重点发展电商、CVS、零食专营店等，与零食很忙和赵一鸣等开展深度合作，通过抖音直播等方式，不断打造新爆品。2023 年前三季度，公司业绩表现较好，2024 年有望延续高景气度，势能向上。

劲仔食品：劲仔食品是“鱼类零食第一股”，2022 年深海小鱼成为公司第一个超十亿规模的大单品，同时，公司积极布局鹌鹑蛋产品，未来有望成为公司下一个十亿级大单品。公司产品多品类多规格全渠道发力，不断拓宽市场，业绩有望维持高速增长。展望 2024 年，公司收入端有望延续高增速，成本下行毛利率持续优化。

8 调味品：传统调味品弱复苏，复合调味品增速较好

2024 年，预计我国调味品行业持续改善，传统调味品中零添加增速较好，复合调味品大 B 端受益餐饮复苏，延续较高景气度。艾媒数据显示，2022 年调味品行业规模 5,133 亿元，预计 2027 年达到万亿规模，年均增速超过 10%。随着生活水平提升，C 端消费者对传统调味品的需求不仅局限于基础调味和口感，更注重品

质和健康，零添加、低盐、低糖、有机、非转基因等产品越来越受到消费者喜爱。复合调味品公司的大B端客户主要是百胜中国、呷哺呷哺、海底捞等客户，伴随2023年餐饮端需求复苏，复合调味品同步修复，表现较好。

图表 34：调味品行业规模稳步增长（单位：亿元）



数据来源：艾媒数据中心、华龙证券研究所

8.1 传统调味品：仍在复苏中

预计2024年持续改善。2023年A股大多数传统调味品公司业绩承压，2023年三季度环比改善，预计改善趋势有望延续。千禾味业受益于零添加产品，2023年前三季度酱油同比增长59%，食醋同比增长22%，酱油引领业绩高增速，预计2024年零添加调味品渗透率将持续提升。其他传统调味品公司前三季度营业收入和归母净利润同比均出现下滑，单三季度来看，环比有明显转好的趋势，2024年随着经济复苏，需求有望进一步改善。

表格 4：A股传统调味品公司2023年业绩增速（单位：%）

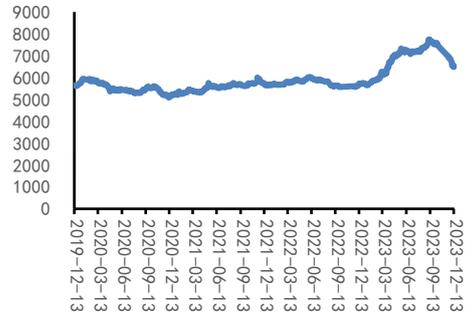
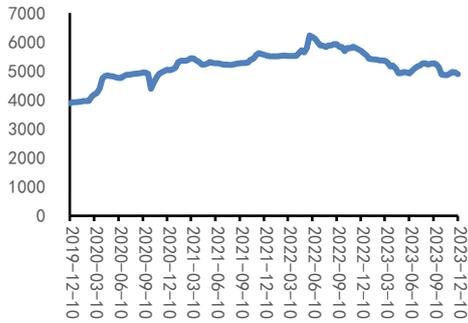
	营业收入增速				归母净利润增速			
	2023 前三季度	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023 前三季度	2023Q1	2023Q2	2023Q3
海天味业	-2.33	-3.17	-5.34	2.20	-7.25	-6.20	-11.74	-3.24
中炬高新	-0.08	1.46	-1.36	-0.38	-403.89	-5.53	-1129.44	61.35
恒顺醋业	-2.60	7.15	-13.88	0.03	-10.50	-5.66	-0.03	-44.61
加加食品	-4.28	-15.61	-2.02	10.51	-95.10	1239.54	-510.00	-81.12
涪陵榨菜	-4.61	10.41	-21.35	-1.50	-5.34	22.02	-30.77	4.78
千禾味业	50.04	69.81	33.76	48.45	106.61	162.94	75.12	90.43

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

主要原材料成本呈下行趋势，2024年企业盈利能力有望改善。2023年以来，传统调味品主要原材料大豆和PET价格出现下

行趋势，白糖 11 月开始下行，但仍处于高位；玻璃价格震荡小幅上行；其中大豆成本占比较高，影响较大。传统调味品生产周期较长，预计成本下行带来盈利能力改善将在 2024 年逐步显现。

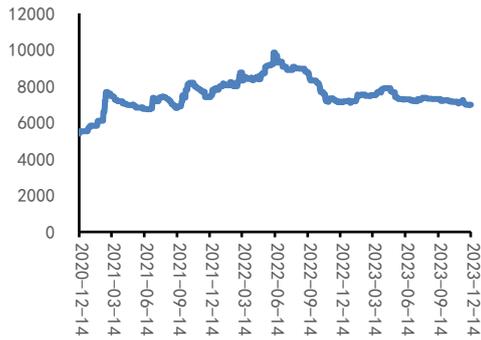
图表 35：2023 年大豆成本回落（单位：元/吨） 图表 36：白糖价格仍处于高位（单位：元/吨）



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

图表 37：包材 (PET) 价格回落（单位：元/吨） 图表 38：玻璃价格小幅波动（单位：元/吨）



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

8.2 复合调味品：2024 年维持较高景气度

复合调味品行业景气度高于传统调味品，目前处于成长期，2024 年 B 端有望持续改善。主要上市公司 2023 年前三季度营业收入双位数增速，天味食品/宝立食品/日辰股份前三季度营收增速为 17%/19%/14%，归母净利润增速为 31%/57%/0.27%。天味食品受益于并表食萃食品，食萃食品主要为餐饮终端门店提供调料整体解决方案，旗下拥有“拾翠坊”、“面之大”、“香呷呷”三大品牌，产品近 90 个品类、近 200 个 SKU。宝立食品复合调味料产品受益于餐饮需求恢复，保持快速增长。2023 年前三季度，日辰股份餐饮渠道和直营电商渠道营业收入同比增长 41.77%/117.39%，增速较快。我们认为 2024 年伴随餐饮端大 B 需求的提升，复合调味品有望持续受益。

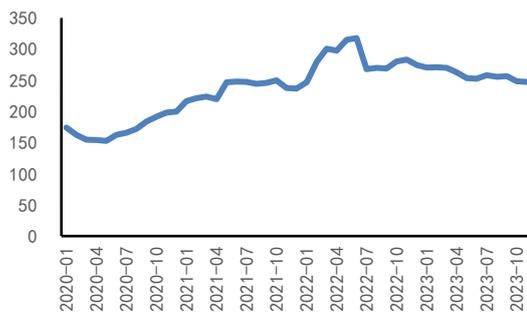
表格 5: A 股复合调味品公司 2023 年业绩增速 (单位: %)

	营收增速				归母净利润增速			
	2023 前三季度	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023 前三季度	2023Q1	2023Q2	2023Q3
天味食品	17.04	21.79	12.71	16.39	31.16	27.74	21.03	44.06
宝立食品	19.24	27.20	20.94	11.80	57.02	82.37	75.95	23.68
日辰股份	14.03	7.21	17.71	16.86	0.27	-21.54	9.99	11.57

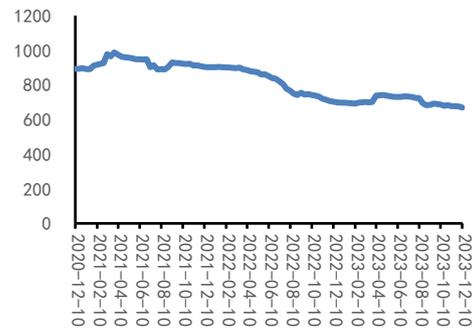
数据来源: iFinD、华龙证券研究所

原材料端油脂、花椒价格下降, 2024 年盈利能力有望改善。复合调味品原料比较多样, 单一品类的价格变化很难整体对原材料成本有较大的影响, 油脂作为火锅底料成本端重要的一项, 2023 年以来持续下行, 伴随收入端复苏和规模效应的提升, 2024 年毛利率有望进一步优化。

图表 39: 油料油脂类价格指数回落



图表 40: 花椒价格指数回落 (点)



数据来源: iFinD、华龙证券研究所

数据来源: iFinD、华龙证券研究所

综上, 建议关注受益于零添加产品业绩高增速的千禾味业 (001215.SZ); 新管理层上任, 公司基本面向好, 业绩弹性较大的中炬高新 (600872.SH); 中式菜品调料和电商渠道高增速, 新品逐渐放量的天味食品 (603317.SH)。

8.3 重点个股

千禾味业: 公司品牌力与健康概念深度绑定, 顺应调味品朝着零添加消费升级趋势, 业绩维持高速增长。公司所处的零添加细分赛道景气度优于行业整体, 零添加调味品渗透率还有较大提升空间, 未来伴随行业逐渐回暖, 公司需求端有望持续提升。

中炬高新: 调味品行业需求端逐渐恢复, 公司调味品主业实现稳健增长, 公司新一任管理层已正式到位, 循序渐进推动公司内部改革, 调整组织架构, 提升生产效率, 优化激励机制, 叠加成本下行, 公司盈利能力有望改善。

天味食品：公司作为复合调味品行业龙头，充分享受行业较高景气度带来的业绩高增速，公司增速快于行业整体。2023 年四季度进入复合调味品需求旺季，公司集中优势资源做大单品火锅底料和鱼调料等，同时，食萃未来有望在小 B 端贡献业绩增量，2023 年四季度及 2024 年公司有望延续较高增速。

9 总结和展望

在政策发力和经济内生增长的背景下，食品饮料行业需求端有望持续复苏，当前时点板块已回调较多，悲观情绪已充分体现，未来估值修复可期，维持食品饮料行业“推荐”评级。

白酒：展望 2024 年，白酒需求端将延续温和复苏态势。商务需求方面，2023 年四季度中央财政增发 1 万亿元国债，一线城市房地产优化政策逐渐落地，伴随经济复苏，预计白酒商务消费稳中有升。婚宴场景来看，2023 年受益于过去三年疫情的需求回补，表现较好，2024 年预计恢复正常水平，维持平稳。自饮和好友聚会消费取决于居民的收入水平和消费意愿，预计 2024 年维持平稳。高端礼赠需求相对刚性，预计维持稳健增长态势。短期来看，行业库存持续消化，酒企批价趋稳，合同负债充裕，预计 2024 年报表端稳健增长。长期来看，头部酒企增持彰显对公司长期价值的认可和对未来稳定发展的信心。个股方面，关注贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）、山西汾酒（600809.SH）、古井贡酒（000596.SZ）、迎驾贡酒（603198.SH）、金徽酒（603919.SH）、今世缘（603369.SH）。

啤酒：吨价提升，啤酒高端化趋势延续。对标海外市场，我国啤酒吨价偏低，还有较大提升空间。需求端预计 2024 年好于 2023 年，催化因素主要有厄尔尼诺高温天气，餐饮渠道复苏向好。啤酒动销与气温高度相关，根据气象组织预测，全球厄尔尼诺现象至少持续到 2024 年春天，2024 年气温可能会更暖，持续高温天气有望刺激啤酒销量持续攀升。餐饮渠道来看，2023 年 11 月餐饮收入 5579.90 亿元，同比增长 25.8%，已超过 2019 年同期水平，预计餐饮业 2024 年有望持续复苏，拉动啤酒现饮场景修复。原材料价格进入下行周期，2024 年啤酒企业成本压力逐渐缓解，利润弹性凸显。个股方面，关注青岛啤酒（600600.SH）、燕京啤酒（000729.SZ）。

预加工食品：预制菜行业 B 端降本增效需求和餐饮工业化背景下，2024 年渗透率持续提升具备较强确定性。餐饮行业面临原料成本、租金成本、人力成本占比过高等问题，预制菜可以省去原料采购、初加工时间，帮助餐饮企业降低人工和租金成本，提升效率。伴随餐饮连锁化率的提升，标准化、规模化和工业化的

诉求将不断推动预制菜行业扩容。C端需求增长慢于B端，C端仍需一定时间进行消费者培育。个股方面，关注安井食品(603345.SH)、千味央厨(603027.SH)。

乳品：消费者对健康和营养关注度提高，推动高品质和高营养价值产品的需求增加，乳品行业将继续保持稳健发展态势。原奶价格处于低位，乳品企业成本改善，但也可能导致促销增加、竞争加剧和乳企计提资产减值影响报表端利润。毛销差改善，乳企费用投放更加理性，2024年盈利能力有望提升。个股方面，关注伊利股份(600887.SH)、新乳业(002946.SZ)。

零食：量贩零食品牌进入整合期，零食行业步入高品质、高性价比、效率为王的阶段。生产型零食企业需要兼顾产品品质和性价比，产品力强、效率最优、具备建立差异化能力的公司有望在竞争中凸显优势，实现快速增长。个股方面，关注盐津铺子(002847.SZ)、劲仔食品(003000.SZ)。

调味品：2024年，预计我国调味品行业持续改善，传统调味品中零添加增速较好，复合调味品大B端受益餐饮复苏，延续较高景气度。主要原材料成本呈下行趋势，调味品公司盈利能力有望改善。个股方面，关注千禾味业(603027.SH)、中炬高新(600872.SH)、天味食品(603317.SH)。

表格 6: 重点关注公司及盈利预测

证券代码	股票名称	2023/12/29			EPS (元)			PE			投资评级
		股价(元)	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E			
600519.SH	贵州茅台	1726.00	49.93	59.11	70.15	34.57	29.21	24.60	未评级		
000858.SZ	五粮液	140.31	6.88	7.79	8.84	20.41	18.00	15.87	未评级		
600600.SH	青岛啤酒	74.75	2.74	3.24	3.88	27.48	23.03	19.26	未评级		
000729.SZ	燕京啤酒	8.63	0.13	0.22	0.31	69.04	38.77	27.63	未评级		
002847.SZ	盐津铺子	69.48	2.40	2.65	3.46	45.18	26.27	20.11	未评级		
003000.SZ	劲仔食品	12.22	0.31	0.40	0.54	44.22	30.34	22.79	未评级		
600887.SH	伊利股份	26.75	1.48	1.68	1.92	18.06	15.94	13.95	未评级		
002946.SZ	新乳业	11.48	0.42	0.55	0.73	27.49	20.78	15.69	未评级		
603027.SH	千禾味业	16.17	0.36	0.51	0.65	48.32	31.59	25.07	未评级		
603317.SH	天味食品	13.29	0.45	0.41	0.52	41.44	32.16	25.58	未评级		
600809.SH	山西汾酒	230.73	6.65	8.61	10.71	34.77	26.81	21.54	未评级		
000596.SZ	古井贡酒	232.80	5.95	8.39	10.78	39.15	27.72	21.57	未评级		
603198.SH	迎驾贡酒	66.29	2.13	2.81	3.52	31.10	23.55	18.84	未评级		
603919.SH	金徽酒	24.62	0.55	0.74	0.98	44.56	33.36	25.18	未评级		
603369.SH	今世缘	48.75	2.01	2.51	3.12	24.44	19.42	15.62	未评级		
603345.SH	安井食品	104.61	3.89	5.32	6.44	27.87	19.65	16.25	未评级		
001215.SZ	千味央厨	52.81	1.20	1.70	2.25	44.90	31.09	23.47	未评级		
600872.SH	中炬高新	28.10	-0.77	-0.13	1.02	-37.26	-211.88	27.48	未评级		

资料来源: iFinD, 华龙证券研究所 (公司盈利预测及评级均取自 iFinD 一致预期)

10 风险提示

食品安全风险: 食品安全事件对公司和行业发展影响深远, 若出现较大的食品安全问题, 将对消费者需求产生不利影响。

消费复苏不及预期风险: 消费复苏受宏观经济环境、居民人均可支配收入、就业率等因素影响, 未来若消费复苏不及预期, 影响食品饮料企业下游需求。

成本上行风险: 食品饮料行业上游是农产品、包材等原材料, 受到大宗商品价格波动影响, 若未来原材料成本上行, 对公司成本和利润产生不利影响。

业绩增速不及预期风险: 公司营业收入增速和成本变化, 费用率的变化均存在不确定性, 若需求减弱、成本上升、费用率上行, 可能对公司业绩增速产生不利影响。

行业竞争加剧风险: 当前行业竞争激烈, 未来若竞争进一步加剧, 造成企业之间价格战等情况, 对公司发展经营产生不利影响。

第三方数据统计偏差风险: 本报告部分数据引自第三方平台, 若第三方平台提供的统计数据存在错误, 可能会导致本报告中引用和分析的数据错误。

免责声明及评级说明部分

分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。本公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行的证券并进行证券交易，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，投资者应充分考虑本公司及所属关联机构就报告内容可能存在的利益冲突。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

华龙证券研究所

北京

地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦F1层
华龙证券
邮编：100033

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号甘肃文化大厦21楼
邮编：730030
电话：0931-4635761

上海

地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼
邮编：200000