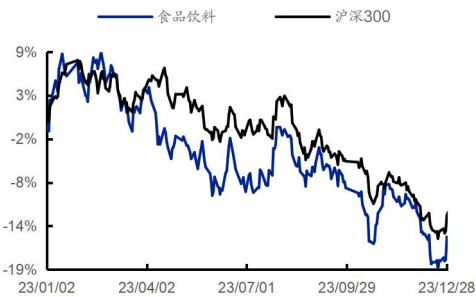


研究所：
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005
 xueyh@ghzq.com.cn
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn

2023 年收官，2024 年稳健前行

——食品饮料行业周报

最近一年走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料	-4.3%	-7.0%	-14.3%
沪深 300	-1.6%	-7.0%	-11.0%

相关报告

- 《食品饮料行业周报：市场情绪低迷，龙头酒企大股东积极增持（推荐）*食品饮料*薛玉虎，刘洁铭，秦一方》——2023-12-18
- 《食品饮料行业周报：板块基本面修复中，静待催化（推荐）*食品饮料*薛玉虎，刘洁铭》——2023-11-21
- 《食品饮料行业周报：板块基本面改善信号明确，布局时点显现（推荐）*食品饮料*薛玉虎，刘洁铭》——2023-11-06
- 《食品饮料行业周报：秋糖总结：终端动销好于渠道反馈，去库存和低毛利导致情绪较差（推荐）*食品饮料*薛玉虎，刘洁铭，王尧》——2023-10-16
- 《中秋渐进，终端动销即将起势，看好白酒板块（推荐）*食品饮料*薛玉虎，刘洁铭，王尧》——2023-09-19

投资要点：

- 1、全年收官，2023 年板块涨幅排名中下游，连续第三年消化估值。**2023 年食品饮料跌幅 14.94%，跑输上证综指（-3.70%）11.24 个百分点，在所有一级行业中排名倒数第八。各细分行业中只有软饮料和肉制品上涨，涨幅分别为+1.68%和+0.11%。白酒板块涨跌幅度排名第三，为-11.68%。个股方面，小市值个股涨幅靠前，莲花健康（+123.25%）、惠发食品（+94.61%）、*ST 西发（+73.89%）、威龙股份（+66.06%）、泉阳泉（+54.28%）等领涨；绝味食品（-55.83%）、妙可蓝多（-49.53%）、立高食品（-49.19%）、重庆啤酒（-46.47%）、酒鬼酒（-46.29%）领跌。在经历了 2016~2020 阶段的趋势性上涨后，当前食品饮料板块已经历了 3 年左右的估值消化期。我们认为板块持续回调主要由于市场对于宏观经济的过度担忧，消费端弱复苏，以及外资流出等流动性原因。
- 2、白酒：估值回落至低位，基本面逐步改善，长期发展逻辑不变。**白酒板块 2023 年仅有三个个股收红，包括迎驾贡酒（+7.68%），皇台酒业（+5.14%）和贵州茅台（2.65%）。在外部环境不利的情况下，龙头贵州茅台仍然展现了业绩韧性和确定性（预计 2023 年全年收入和归母净利润均增长 17.2%）。酒鬼酒（-46.29%），舍得酒业（-38.61%），金种子酒（-30.69%）等跌幅靠前。白酒板块全年表现不佳，一方面由于市场对于宏观需求的担心，另一方面，过去两年，一些白酒企业通过招商铺货获得超常规增长，实际终端消费并不同步，导致渠道库存累积，经销商和终端信心受损。实际上，我们认为 2023 年以来，随着消费场景的复苏，白酒行业动销恢复明显，11 月社零数据显示烟酒品类的社零增速高于其他绝大部分细分商品零售品类。展望 2024 年春节，板块有望在低基数上实现较快增长。从长期来看，白酒行业成长逻辑不变，价位升级和分化仍然是主旋律，稳健经营的公司能够穿越周期。目前板块估值已经回落至近十年低位，市场情绪和对宏观经济的预期有可能迎来拐点。重点推荐贵州茅台和区域地产酒龙头。截至 2023 年 12 月 29 日，我们预计对应 2024 年，贵州茅台/山西汾酒/今世缘/古井贡酒/口子窖/泸州老窖/五粮液等估值仅分别为 23X/21X/16X/23X/12X/17X/16X，建议重点关注。
- 3、大众品：全年看大众品表现承压，估值下探。**从全年大众品子版块涨跌幅看，软饮料（+1.68%）和肉制品（+0.11%）涨幅靠前，啤

酒 (-31.71%)、调味品 (-30.19%)、预加工食品 (-29.34%) 领跌。软饮料主要受益于 2023 年户外、旅行等场景的快速恢复，高股息个股如养元饮品、元祖股份、承德露露、有友食品、双汇发展均在 2023 年跑出较为明显的超额收益。2023 年餐饮端弱复苏，C 端居家消费占比高的个股面临高基数压力，渠道的分化叠加竞争的加剧使得调味品、预加工食品相关龙头个股表现承压。性价比消费当道，居民消费更加理性，客单价相对较高、偏可选属性的个股如绝味食品、妙可蓝多修复有所承压。总结来看，提升供应链效率、积极进行产品创新是当前需求弱复苏、竞争加剧背景下的破局之道。相对来说，小企业更具创新环境，新品、新渠道带动的增量弹性更大，低估值/高分红/低位稳固的行业龙头也有望在弱势市场中跑出绝对收益。从估值角度看，多数大众品标杆企业估值分位数已经至 20% 以下，我们认为短期的悲观预期已经反应在股价里，长期看性价比凸显。**建议两条选股思路：1) 成长方向：2024 年收入增速有望达到 20%+，估值切换后回报空间具备吸引力，如百润股份、安井食品、甘源食品、盐津食品、劲仔食品、千味央厨、东鹏饮料；2) 稳健+高分红：基本面有边际改善趋势的个股，如伊利股份、安琪酵母、洽洽食品、元祖股份。**

■ 4、重点公司跟踪：

1) **贵州茅台：全年收入增长亮眼，散花飞天新品上市。**公司发布公告，2023 年度，公司生产茅台酒基酒约 5.72 万吨，系列酒基酒约 4.29 万吨；预计实现营业总收入约 1,495 亿元，同比增长约 17.2%；归母净利润约 735 亿元，同比增长约 17.2%。据茅台时空公众号预计，分产品看，茅台酒营业收入约 1,258 亿元，同比增长 16.66%；系列酒营业收入约 204 亿元，同比增长 28.0%。其中四季度公司收入同比增长 17.0%，归母净利润同比增长 12.6%。在 11 月 1 日提价之后，四季度收入提速，并且全年超额完成了 15% 的增长目标。2023 年最后一天，茅台正式推出新品散花飞天，并且在 i 茅台首发预售，进一步丰富茅台酒产品结构。在宏观需求弱复苏的情况，茅台仍然实现了稳定的业绩增长，并且未来量价双轮驱动增长，产品结构不断丰富，业绩可持续性和确定性仍强。

2) **今世缘：预计 2023 年收入突破百亿元大关，“多品牌、单聚焦、全国化”战略开启后百亿时代。**公司发布公告，2023 年度公司预计实现营业总收入 100.5 亿元左右，同比增长 27.41% 左右。2024 年是公司后百亿发展的新起点，公司提出在营销规划上要坚持品牌向上总方向，实施“多品牌、单聚焦、全国化”发展战略，目标上坚定 2025 年挑战营收 150 亿元不动摇，加快迈入“双百亿时代”不动摇，通过系统化、组织化、专业化构建现代营销体系，积极应对白酒行业发展分化趋势和消费需求变化，实现可持续高质量发展。我们认为公司作为区域次高端龙头之一，扎根江苏市场，产品结构布局清晰，品牌势能上升趋势明确，后续增长动能强劲。

3) **香飘飘：绑定高层利益，持续推进改革。**2023 年 12 月 28 日晚，

公司公告实控人蒋建琪先生拟以每股 13.43 元向新聘总经理杨冬云先生转让 2053.73 万股，总金额 2.76 亿元，占公司总股本 5%。杨冬云先生曾在宝洁任职，后担任过白象食品执行总裁，健康元药业总裁等，管理经验丰富，与公司的契合度高，为公司新聘任的总经理。我们认为此次转让协议是公司未来发展重要的新契机和新起点，通过股权方式绑定高层利益，体现创始人的格局和深化改革的决心，以及职业经理人对公司发展的信心和动力。根据股权激励目标，公司 2023-2025 年的收入增速目标分别为+15%/17%/11%，从 2023 年的表现看，公司冲泡业务实现较好的恢复，即饮方面，Meco 果汁茶销售情况良好，通过一年的培育冻柠茶已经形成不错的销售反馈，牛乳茶焕新包装以后也已经展开试点，我们认为公司 2023 年完成股权激励目标无虞，在内部改革力度加大的预期下，2024 年即饮收入有望进一步提速。

- **5、行业评级及投资策略：**整体来看白酒行业稳健向好的趋势不变，次高端逻辑持续兑现；大众品业绩筑底，估值回落后龙头企业的投资价值凸显，基于此我们维持食品饮料行业“推荐”评级。

白酒：推荐贵州茅台、今世缘、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、泸州老窖、口子窖、五粮液、金徽酒等。

大众品：推荐百润股份、伊利股份、安井食品、千味央厨、盐津铺子、劲仔食品、新乳业、重庆啤酒、洽洽食品等。

- **6、风险提示：**1) 餐饮渠道恢复低于预期；2) 宏观经济波动导致消费升级速度受阻；3) 行业政策变化导致竞争加剧；4) 原材料价格大幅上涨；5) 重点关注公司业绩或不及预期；6) 食品安全事件等。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2023/12/29			EPS		PE			投资 评级
		股价	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E		
600519.SH	贵州茅台	1,726	49.93	61.19	74.97	36.28	28.21	23.02	买入	
600809.SH	山西汾酒	231	6.65	8.63	10.8	37.53	26.74	21.36	买入	
000858.SZ	五粮液	140	6.88	7.78	8.68	23.21	18.03	16.16	买入	
000568.SZ	泸州老窖	179	7.04	8.85	10.82	31.43	20.27	16.58	买入	
000596.SZ	古井贡酒	233	5.95	8.35	10.33	45.99	27.88	22.54	买入	
603369.SH	今世缘	49	2	2.51	3.13	28.95	19.42	15.58	买入	
603589.SH	口子窖	45	2.58	3.05	3.75	19.19	14.85	12.08	买入	
600779.SH	水井坊	59	2.49	2.56	3.01	24.13	22.96	19.52	增持	
603919.SH	金徽酒	25	0.55	0.82	1.05	49.36	30.02	23.45	增持	
002304.SZ	洋河股份	110	6.22	7.37	8.78	19.47	14.91	12.52	买入	
600197.SH	伊力特	22	0.35	0.75	0.9	63.37	29.00	24.17	买入	
600132.SH	重庆啤酒	66	2.61	3.1	3.7	28.03	21.44	17.96	增持	
600600.SH	青岛啤酒	75	2.72	3.3	3.88	29.2	22.65	19.27	买入	
002568.SZ	百润股份	25	0.5	0.87	1.08	52.02	28.29	22.79	买入	
603288.SH	海天味业	38	1.34	1.5	1.7	28.01	25.30	22.32	增持	
600298.SH	安琪酵母	35	1.57	1.58	1.81	22.63	22.27	19.44	买入	
600872.SH	中炬高新	28	-0.77	0.86	1.03	-	32.67	27.28	增持	
600887.SH	伊利股份	27	1.48	1.66	1.93	18.65	16.11	13.86	买入	
600419.SH	天润乳业	12	0.61	0.56	0.74	20.23	20.95	15.85	买入	
605499.SH	东鹏饮料	183	3.6	4.96	6.22	50.69	36.80	29.34	买入	
603345.SH	安井食品	105	3.75	5.3	6.62	34.39	19.74	15.80	买入	
002557.SZ	洽洽食品	35	1.93	1.59	2.19	19.02	21.90	15.90	增持	
002991.SZ	甘源食品	71	1.7	2.94	3.94	45.29	24.31	18.14	买入	
603886.SH	元祖股份	18	1.11	1.28	1.41	17.23	14.24	12.93	增持	

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

内容目录

1、 行业回顾	7
2、 重点关注个股及逻辑	10
3、 重点关注公司及盈利预测	11
4、 风险提示	11

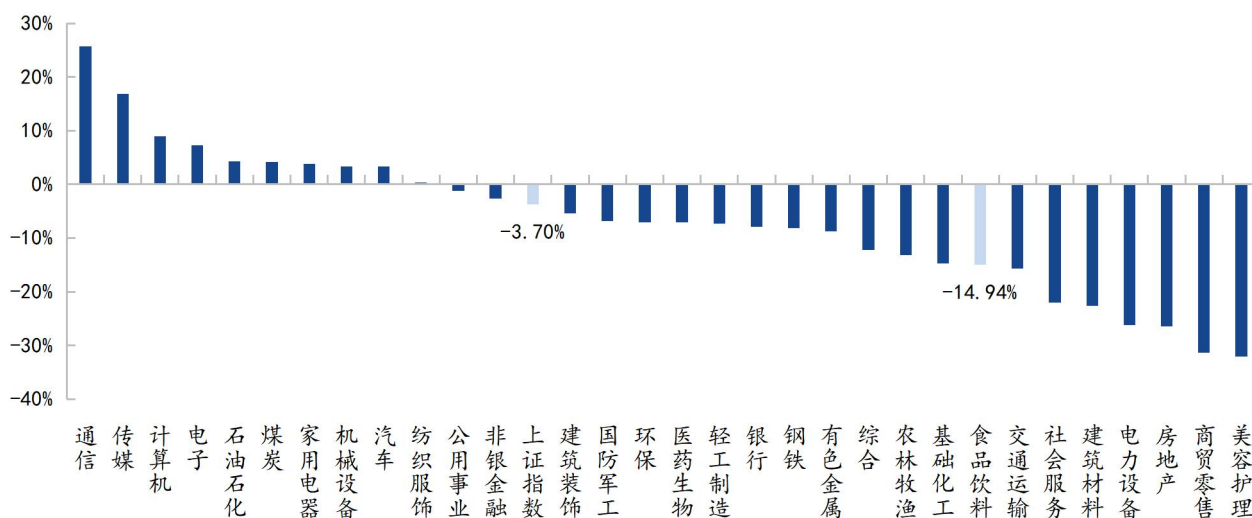
图表目录

图 1: 2023 年申万一级行业与上证综指涨跌幅 (%)	7
图 2: 2023 年食品饮料子行业涨跌幅	7
图 3: 2023 年食品饮料上市公司涨跌幅前二十位和后二十位	8
图 4: 申万一级行业动态市盈率对比图 (PE: X)	8
图 5: 食品饮料子板块动态市盈率对比图 (PE: X)	9
图 6: 贵州茅台沪 (深) 股通持股量与占比	9
图 7: 五粮液沪 (深) 股通持股量与占比	9
图 8: 洋河股份沪 (深) 股通持股量与占比	9
图 9: 泸州老窖沪 (深) 股通持股量与占比	9
图 10: 伊利股份沪 (深) 股通持股量与占比	10
图 11: 双汇发展沪 (深) 股通持股量与占比	10
图 12: 海天味业沪 (深) 股通持股量与占比	10
图 13: 涪陵榨菜沪 (深) 股通持股量与占比	10

1、行业回顾

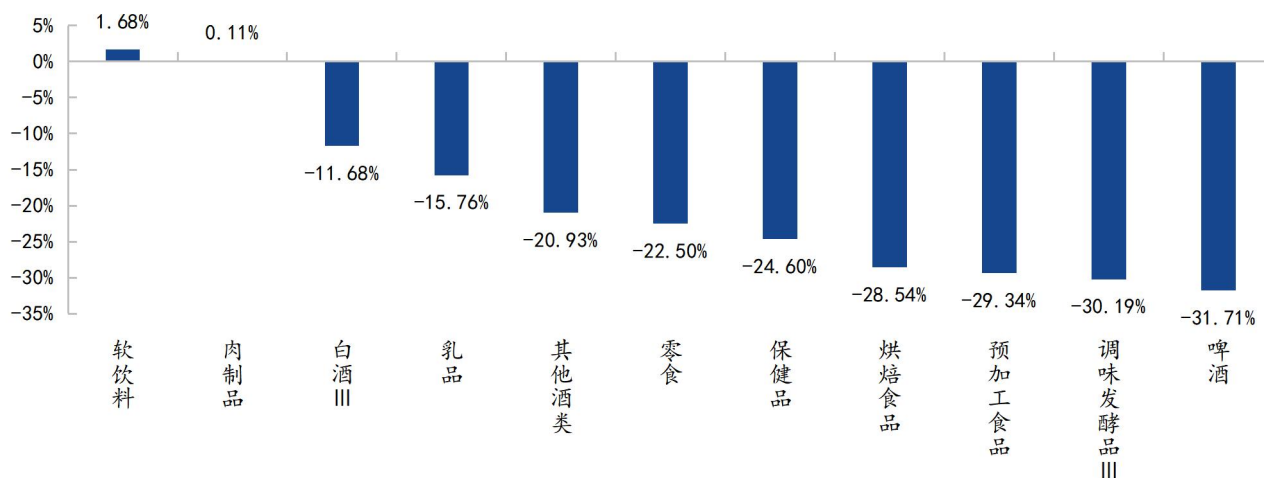
2023年食品饮料跌幅14.94%，跑输上证综指（-3.70%）11.24个百分点。各细分行业中软饮料涨跌幅排名第一，涨跌幅为+1.68%，其次涨跌幅较大的是肉制品和白酒，涨跌幅分别为+0.11%和-11.68%。个股方面，莲花健康（+123.25%）、惠发食品（+94.61%）、*ST西发（+73.89%）、威龙股份（+66.06%）、泉阳泉（+54.28%）等领涨；绝味食品（-55.83%）、妙可蓝多（-49.53%）、立高食品（-49.19%）、重庆啤酒（-46.47%）、酒鬼酒（-46.29%）等领跌。

图 1：2023 年申万一级行业与上证综指涨跌幅（%）



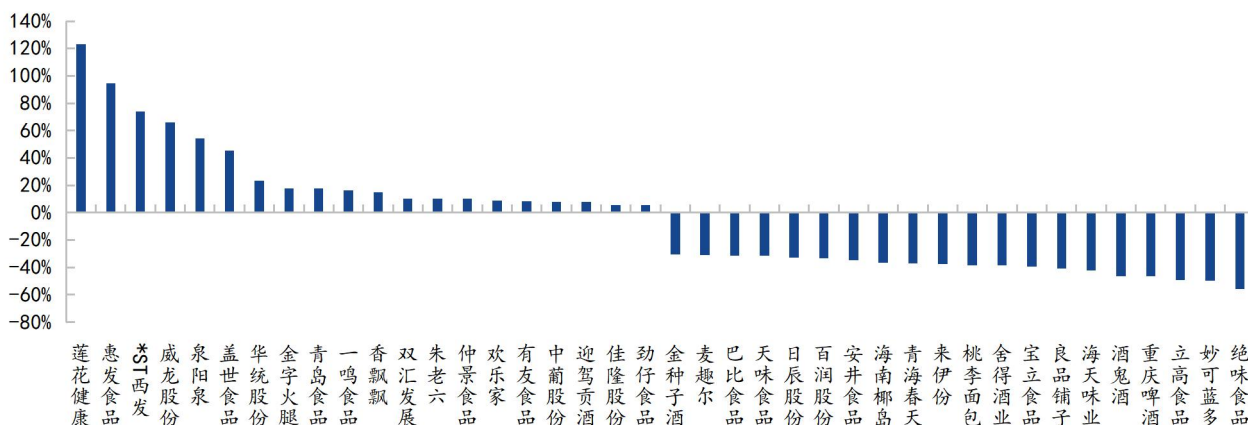
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：2023 年食品饮料子行业涨跌幅



资料来源：Wind，国海证券研究所

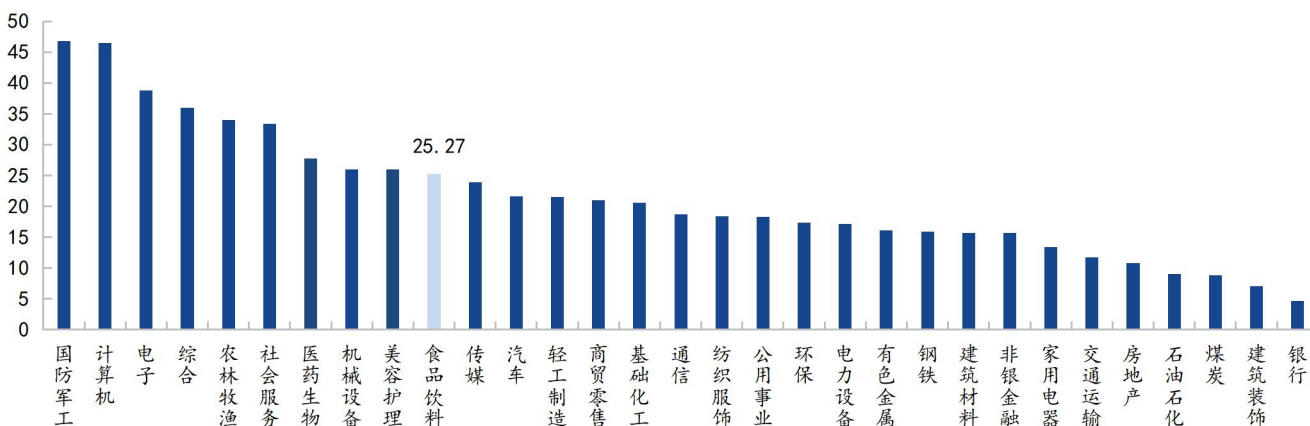
图 3：2023 年食品饮料上市公司涨跌幅前二十位和后二十位



资料来源：Wind，国海证券研究所

估值方面，截至 2023 年年底食品饮料板块动态市盈率为 25.27，位于一级行业上游位置。食品饮料子板块中，2023 年年底其他酒类 (35.57) 估值排名第一，调味发酵品 III (33.34)、零食 (28.02) 位列第二、三名，保健品 (20.40)、乳品 (19.04)、肉制品 (17.01) 估值分列最后三位。

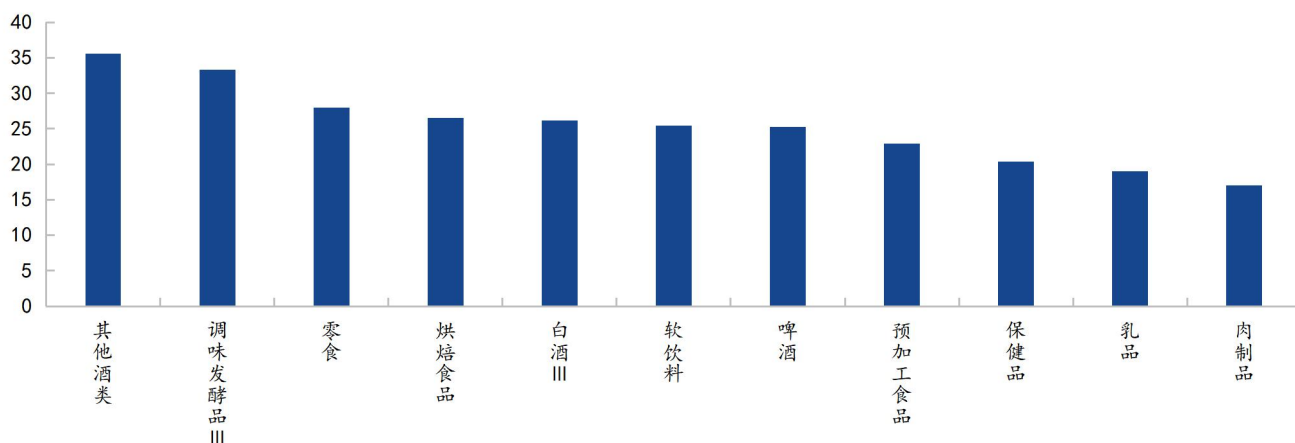
图 4：申万一级行业动态市盈率对比图 (PE: X)



资料来源：Wind，国海证券研究所

注：截至 2023 年 12 月 29 日

图 5：食品饮料子板块动态市盈率对比图 (PE: X)



资料来源：Wind，国海证券研究所

注：截至 2023 年 12 月 29 日

沪股通、深股通 2023 年度买入食品饮料：贵州茅台净买入 41.69 亿元，五粮液净卖出 54.01 亿元，伊利股份净卖出 12.96 亿元，洋河股份净买入 5.99 亿元。

图 6：贵州茅台沪（深）股通持股量与占比



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 7：五粮液沪（深）股通持股量与占比



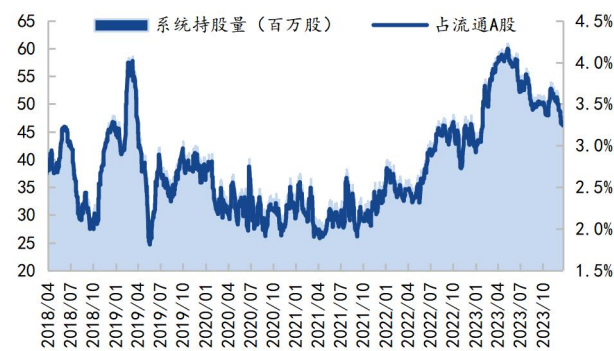
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 8：洋河股份沪（深）股通持股量与占比



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 9：泸州老窖沪（深）股通持股量与占比



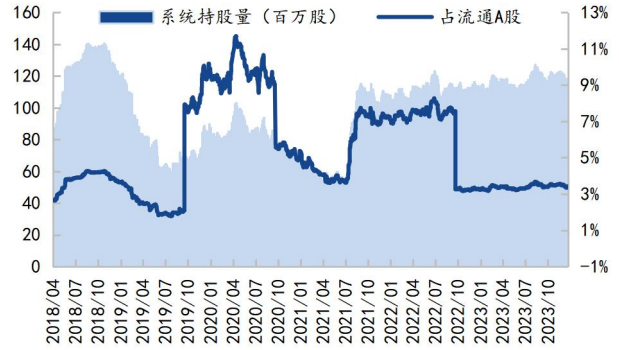
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 10: 伊利股份沪（深）股通持股量与占比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 11: 双汇发展沪（深）股通持股量与占比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 12: 海天味业沪（深）股通持股量与占比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 13: 涪陵榨菜沪（深）股通持股量与占比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2、重点关注个股及逻辑

整体来看白酒行业稳健向好的趋势不变,次高端逻辑持续兑现;大众品业绩筑底,估值回落后龙头企业的投资价值凸显,基于此我们维持食品饮料行业“推荐”评级。

白酒: 推荐贵州茅台、今世缘、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、泸州老窖、口子窖、五粮液、金徽酒等。

大众品: 推荐百润股份、伊利股份、安井食品、千味央厨、盐津铺子、劲仔食品、新乳业、重庆啤酒、洽洽食品等。

3、重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2023/12/29		EPS			PE			投资 评级
		股价	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E		
600519.SH	贵州茅台	1,726	49.93	61.19	74.97	36.28	28.21	23.02	买入	
600809.SH	山西汾酒	231	6.65	8.63	10.8	37.53	26.74	21.36	买入	
000858.SZ	五粮液	140	6.88	7.78	8.68	23.21	18.03	16.16	买入	
000568.SZ	泸州老窖	179	7.04	8.85	10.82	31.43	20.27	16.58	买入	
000596.SZ	古井贡酒	233	5.95	8.35	10.33	45.99	27.88	22.54	买入	
603369.SH	今世缘	49	2	2.51	3.13	28.95	19.42	15.58	买入	
603589.SH	口子窖	45	2.58	3.05	3.75	19.19	14.85	12.08	买入	
600779.SH	水井坊	59	2.49	2.56	3.01	24.13	22.96	19.52	增持	
603919.SH	金徽酒	25	0.55	0.82	1.05	49.36	30.02	23.45	增持	
002304.SZ	洋河股份	110	6.22	7.37	8.78	19.47	14.91	12.52	买入	
600197.SH	伊力特	22	0.35	0.75	0.9	63.37	29.00	24.17	买入	
600132.SH	重庆啤酒	66	2.61	3.1	3.7	28.03	21.44	17.96	增持	
600600.SH	青岛啤酒	75	2.72	3.3	3.88	29.2	22.65	19.27	买入	
002568.SZ	百润股份	25	0.5	0.87	1.08	52.02	28.29	22.79	买入	
603288.SH	海天味业	38	1.34	1.5	1.7	28.01	25.30	22.32	增持	
600298.SH	安琪酵母	35	1.57	1.58	1.81	22.63	22.27	19.44	买入	
600872.SH	中炬高新	28	-0.77	0.86	1.03	-	32.67	27.28	增持	
600887.SH	伊利股份	27	1.48	1.66	1.93	18.65	16.11	13.86	买入	
600419.SH	天润乳业	12	0.61	0.56	0.74	20.23	20.95	15.85	买入	
605499.SH	东鹏饮料	183	3.6	4.96	6.22	50.69	36.80	29.34	买入	
603345.SH	安井食品	105	3.75	5.3	6.62	34.39	19.74	15.80	买入	
002557.SZ	洽洽食品	35	1.93	1.59	2.19	19.02	21.90	15.90	增持	
002991.SZ	甘源食品	71	1.7	2.94	3.94	45.29	24.31	18.14	买入	
603886.SH	元祖股份	18	1.11	1.28	1.41	17.23	14.24	12.93	增持	

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

注：截至 2023.12.29

4、风险提示

- 1) 餐饮渠道恢复低于预期；
- 2) 宏观经济波动导致消费升级速度受阻；
- 3) 行业政策变化导致竞争加剧；
- 4) 原材料价格大幅上涨；
- 5) 重点关注公司业绩或不及预期；
- 6) 食品安全事件等

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，食品饮料组首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，食品饮料组联席首席分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

【分析师承诺】

薛玉虎，刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。