

# 食品饮料行业 2024 年度策略报告（一）

## 去伪存真，格局为王

超配

### 核心观点

**回顾 2023 年：曲折复苏，消费分级。**2023 年疫情疤痕效应凸显，居民消费能力与消费信心恢复速度偏慢，不及年初市场预期。2023 年需求呈现出明显的结构性分化特征：1) 由于居民收入预期弱化，居民消费行为更加理性，追求更极致的质价比，故高质价比商品表现突出，如五粮液·普五、汾酒·青花 20、青岛经典等；2) 消费场景复苏带动相关刚性消费需求复苏较快，如宴席用酒，可选消费频次有所降低，这也导致了消费氛围在淡旺季反差明显。供给侧，受消费者行为变化影响，食品饮料企业竞争行为和竞争要素也发生相应的变化，如白酒企业通过扫码红包反哺渠道、休闲零食企业升级供应链提升效率。整体来看，2023 年食品饮料板块走势先扬后抑，全年累计下跌 15.4%，跑输沪深 300 指数 1.4pct。在多因素扰动下，食品饮料板块估值大幅回落，目前优质白马股的估值性价比已凸显。

**展望 2024 年：需求改善，供给优化。****需求侧**，2023 年下半年以来宏观政策暖风频吹，加大力度托底经济，2024 年需求改善的方向较为明朗，消费信心预计稳步回归。节奏上，考虑到行业需求渐进修复，基数及库存压力逐步缓解，预计 2024 年食品饮料板块业绩表现增速前低后高。结构方面，预计宴席用酒、礼盒等场景式消费品继续引领消费复苏，商务宴请等场景的复苏有望贡献需求增量。**供给侧**，消费行为的变化预计将对供给侧造成短期扰动。在消费者持续追逐高质价比的环境下，一些消费品的品牌拉力或有所弱化，同时渠道流量加速向平价渠道转移，预计行业竞争要素发生变化，企业的经营重心转移至供应链效率提升、终端运营能力强化，及时改革增效的企业有望在变局中收获市场份额的快速提升。**成本端**，由于全球需求疲软、通胀放缓，叠加市场供给增加，部分原辅料价格或将回落，有望增厚食品饮料企业利润。**估值层面**，一方面，随美元降息预期形成，龙头估值中枢有望抬升；另一方面，随着市场逐渐适应宏观经济的低速长跑模式，投资者重新重视优质消费品企业的长期投资价值，预计 2024 年绩优白马股迎估值回归。

**投资策略：去伪存真，格局为王。**在需求复苏、库存去化、成本回落的共振作用下，2024 年食品饮料板块业绩有望逐渐改善。目前食品饮料板块估值回落至合理偏低水平，食品饮料板块投资已具备较强安全边际。我们依然看好食品饮料行业投资机会，建议沿以下几条主线挖掘投资标的：1) 关注供给约束较强、中长期价位升级具备韧性的行业，布局估值性价比凸显的优质白马公司，白酒板块推荐山西汾酒、贵州茅台、泸州老窖、迎驾贡酒、金徽酒等，大众品板块推荐青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、伊利股份等；2) 关注供需再平衡过程中竞争格局改善的板块，精选改革红利释放的优质个股，推荐安井食品、千味央厨、劲仔食品、绝味食品等；3) 关注高景气度细分赛道，优选渠道扩张顺利、产品持续放量的高成长性个股，推荐天味食品等；4) 精选高股息资产享受确定性收益。

**风险提示：**1、宏观经济增长动力不足导致需求持续偏弱；2、行业竞争加剧导致企业盈利能力受损；3、食品安全事故导致消费品企业品牌形象受损；4、市场系统性风险导致公司估值大幅下降。

### 行业研究 · 行业专题

#### 食品饮料

#### 超配 · 维持评级

证券分析师：张向伟 证券分析师：杨苑  
021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn  
S0980523090001 S0980523090003

证券分析师：刘匀召 证券分析师：刘显荣  
0755-81981072

liuyunzhao@guosen.com.cn liuxianrong@guosen.com.cn  
S0980523070005 S0980523060005

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《食品饮料周报(23年第53周)-茅台经销商大会明确增长方向,关注大众品板块需求复苏》——2024-01-02
- 《食品饮料周报(23年第52周)-五粮液减量政策顺利落地,当前白酒板块可适度乐观》——2023-12-25
- 《食品饮料周报(23年第51周)-龙头酒企底部增持提振信心,关注大众品板块复苏节奏》——2023-12-18
- 《食品饮料周报(23年第50周)-白酒逐步开启春节及2024年规划,大众品板块关注需求改善》——2023-12-11
- 《食品饮料周报(23年第49周)-白酒淡季批价较为稳定,大众品板块关注预制菜》——2023-12-04

## 重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
600600.SH	青岛啤酒	买入	74.75	101974	3.19	3.84	22.8	19.0
600132.SH	重庆啤酒	买入	66.45	32160	3.13	3.59	21.2	18.5
000729.SZ	燕京啤酒	买入	8.63	24324	0.23	0.32	37.2	26.9
600872.SH	中炬高新	买入	28.10	22069	0.84	1.02	33.6	27.7
603027.SH	千禾味业	买入	16.17	16620	0.51	0.66	31.8	24.5
603317.SH	天味食品	买入	13.29	14160	0.42	0.51	31.9	26.1
600887.SH	伊利股份	买入	26.75	170293	1.70	1.93	15.7	13.9
603345.SH	安井食品	买入	104.61	30682	5.17	5.96	20.2	17.6
001215.SZ	千味央厨	买入	52.81	4576	1.63	2.00	32.4	26.4
003000.SZ	劲仔食品	买入	12.22	5512	0.40	0.53	30.6	23.0
002557.SZ	洽洽食品	买入	34.82	17654	1.64	2.27	21.3	15.4
002991.SZ	甘源食品	买入	71.46	6661	3.11	4.08	23.0	17.5
002847.SZ	盐津铺子	买入	69.48	13622	2.63	3.52	26.5	19.7
603517.SH	绝味食品	买入	26.86	16955	0.93	1.54	28.7	17.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

<b>1、回顾 2023 年：曲折复苏，消费分级</b>	<b>6</b>
1.1、板块先扬后抑，表现弱于年初预期	6
1.2、消费者追求质价比，消费分级现象明显	8
1.3、短期因素影响机构定价权，优质白马估值性价比凸显	10
<b>2、展望 2024 年：去伪存真，格局为王</b>	<b>12</b>
2.1、需求延续改善趋势，关注供给和库存扰动	12
2.2、投资策略：去伪存真，格局为王	18
<b>3、大众品重点子行业投资策略</b>	<b>19</b>
3.1、啤酒：高端化进程延续，短期量价再平衡	19
3.2、调味品：静待需求拐点出现，关注企业成本回落的业绩弹性	25
3.3、乳制品：需求复苏、成本下移，改善可期	30
3.4、速冻食品：关注渠道及产品新机会，聚焦供应链管控能力强的龙头公司	35
3.5、休闲食品：生产型企业持续受益渠道变革，景气度有望延续	40
<b>风险提示</b>	<b>45</b>

## 图表目录

图 1: 年初至今食品饮料板块累计下跌 15.4%，在 A 股所有行业中排名靠后	6
图 2: 2023 年食品饮料指数走势先扬后抑	7
图 3: 2023 年二季度以来食品饮料板块收入恢复节奏放缓	7
图 4: 2023 年三季度食品饮料板块归母净利润先行改善	7
图 5: 2023 年社会消费品零售总额增速年初冲高后回落	9
图 6: 2023 年消费信心指数年初回升后再度回落	9
图 7: 食品饮料个股年初至今涨跌幅与其年初机构持股比例呈现一定的负相关性	10
图 8: 2023 年北向资金净流入额波动加剧	10
图 9: 调味品、乳制品、白酒子板块的北向资金净流出额较大	10
图 10: 2023 年北向资金对食品饮料板块持股数量逐季下降	11
图 11: 2023 年北向资金对食品饮料板块持股市值逐季降低	11
图 12: 食品饮料板块基金重仓比例较 2022 年末下降	11
图 13: 2023 年第三季度白酒板块基金重仓比例有所回升	11
图 14: 食品饮料板块重仓持股市值排名前 20 公司中多数公司的基金重仓占比年内下降	12
图 15: 食品饮料板块估值已降至历史较低水平	12
图 16: 食品饮料板块估值已回落至历史中枢以下	12
图 17: 食品饮料行业供给、需求及渠道库存情况梳理	14
图 18: 2023 年主要原材料、包材价格及运输费用同比下降，食品饮料行业成本压力缓解	16
图 19: 贵州茅台估值与美债利率走势有较强相关性	17
图 20: 海外成熟消费品企业估值多数时间在 15-40 倍 PE (ttm) 区间运行	17
图 21: 食品饮料板块股息率排名前 15 位的公司，以及分红比率提升对股息率的影响测算	18
图 22: 2023 年上半年啤酒指数波动下行，下半年持续下探，全年表现弱势	19
图 23: 2023 年啤酒板块下跌主因估值降幅显著，年初至今板块累计下跌 30.5%	19
图 24: 2023 年铝材、玻璃、瓦楞纸价格回落	21
图 25: 2023 年啤酒生产用大麦采购价于 2022 年底锁定在高位	21
图 26: 啤酒板块估值已回落至历史低位	22
图 27: 多数啤酒公司估值已降至历史低位	22
图 28: 8-12 元价格带销量占比提升至 20-25%，消费氛围逐渐成熟	23
图 35: 调味品板块主要公司股价分位数 (近 3 年)	27
图 36: 调味品板块主要公司估值分位数 (近 3 年)	27
图 37: 日本酿造酱油占比持续提升	28
图 38: 日本酱油衍生品持续替代酱油	28
图 39: 2012-2023H1 调味品企业注册数及增速 (单位: 万家)	28
图 40: 2019-2023 年调味品零售渠道集中度变化	28
图 41: 海天/中炬/千禾在调味品零售渠道中份额变化	29
图 42: 天味/颐海在调味品零售渠道中份额变化	29
图 43: 乳制品板块主要公司估值处于历史较低分位	31

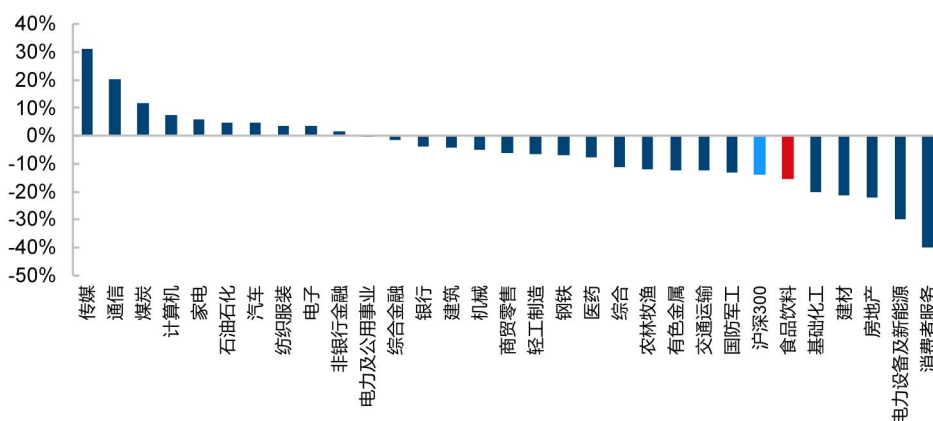
图 44: 2016 年至今原奶价格变动 .....	32
图 45: 2017-2022 年中国奶牛存栏量 .....	32
图 50: 2008-2023 年国内主产区生鲜乳价格走势 (元/kg) .....	33
图 51: 2013-2022 年城镇、农村居民人均奶类消费量 .....	34
图 52: 中国 2013-2022 年居民人均收入及同比增速 .....	34
图 61: 速冻食品板块公司基本面梳理 .....	37
图 62: 速冻食品板块主要公司股价分位数 (近 3 年) .....	38
图 63: 速冻食品板块主要公司估值分位数 (近 3 年) .....	38
图 64: 日本速冻调理食品成长期长达 23 年, 复合增速为 9.7% .....	39
图 65: 我国速冻面米行业市场竞争格局 (%) .....	39
图 66: 我国速冻火锅料制品市场竞争格局 (%) .....	39
图 67: 休闲零食生产型企业收入变化 .....	41
图 68: 休闲零食生产型企业净利润变化 .....	41
图 69: 休闲零食门店型企业收入变化 .....	41
图 70: 休闲零食门店型企业净利润变化 .....	41
图 71: 卤制品门店数量 .....	42
图 72: 绝味食品单店收入变化 .....	42
图 73: 周黑鸭单店收入变化 .....	42
图 74: 休闲食品板块主要公司估值所处位置不高 .....	42
图 75: 各零食企业电商渠道收入增速 (1H23) .....	43
图 76: 劲仔食品电商渠道天猫、抖音及其他平台收入增速 .....	43
图 77: 2023 年度零食量贩连锁品牌 TOP30 .....	43
图 78: 鸭副原材料价格变动 .....	44
图 79: 24 度棕榈油价格变动 .....	44
表 1: 食品饮料板块下跌主要受到估值大幅压缩的拖累 .....	6
表 2: 1-3Q23 食品饮料子行业业绩表现分化 .....	8
表 3: 2023 年主流酒企扫码红包情况 .....	9
表 4: 2023 年下半年以来宏观政策加码, 助力经济增长动能恢复 .....	13
表 5: 2023 年啤酒板块收入、销量、均价同比增速情况 .....	20
表 6: 主要啤酒公司中高档啤酒增长与总体销量的对比、重点产品增速情况 .....	20
表 7: 2023 年前三季度啤酒板块盈利相关核心指标同比变化情况 .....	21
表 8: 主要啤酒公司高端化战略、战术、核心抓手 .....	22
表 9: 假设啤酒企业毛利率 40%, 大麦成本占比 15%, 大麦采购价同比降 10%将提升毛利率约 0.9pct ..	24
表 10: 调味品公司收入与归母净利润 (1-3Q23 及 3Q23) .....	27
表 11: 3Q22 以来速冻食品板块公司利润、股价、估值表现 .....	38
表 12: 速冻食品成本端价格表现 (图中均为同比变化) .....	40

# 1、回顾 2023 年：曲折复苏，消费分级

## 1.1、板块先扬后抑，表现弱于年初预期

弱现实与弱预期共振，板块走势先扬后抑。回顾 2023 年，疫情的疤痕效应凸显，居民消费能力和信心恢复较慢，食品饮料板块表现一般。年初至今，食品饮料板块累计下跌 15.4%，跑输沪深 300 指数 1.4pct，在 A 股所有行业中排名靠后。拆分业绩与估值来看，板块业绩（TTM 口径）增长 12.7%，体现复苏方向；受市场情绪波动、外资流出、资金分流影响，板块估值（TTM 口径）大幅下降 27.8%。

图1：年初至今食品饮料板块累计下跌 15.4%，在 A 股所有行业中排名靠后



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：数据统计截至 2023 年 12 月 15 日

表1：食品饮料板块下跌主要受到估值大幅压缩的拖累

代码	板块	年初以来板块涨跌幅	估值拆分贡献	业绩拆分贡献
CI005019.WI	食品饮料	-15.4%	-27.8%	12.7%
CI005328.WI	非乳饮料	8.0%	-15.9%	23.6%
CI005513.WI	肉制品	1.5%	-11.2%	-16.4%
CI005324.WI	白酒	-13.0%	-27.6%	14.5%
CI005331.WI	乳制品	-15.6%	-33.6%	18.2%
CI005512.WI	其他酒	-17.8%	10.1%	278.5%
CI005514.WI	其他食品	-20.4%	-2.9%	-7.2%
CI005515.WI	休闲食品	-27.1%	-31.9%	36.7%
CI005516.WI	速冻食品	-28.9%	-49.4%	21.4%
CI005325.WI	啤酒	-30.5%	-42.0%	20.3%
CI005330.WI	调味品	-32.7%	-2.0%	-22.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：估值与业绩年初以来变化采用 TTM 口径计算

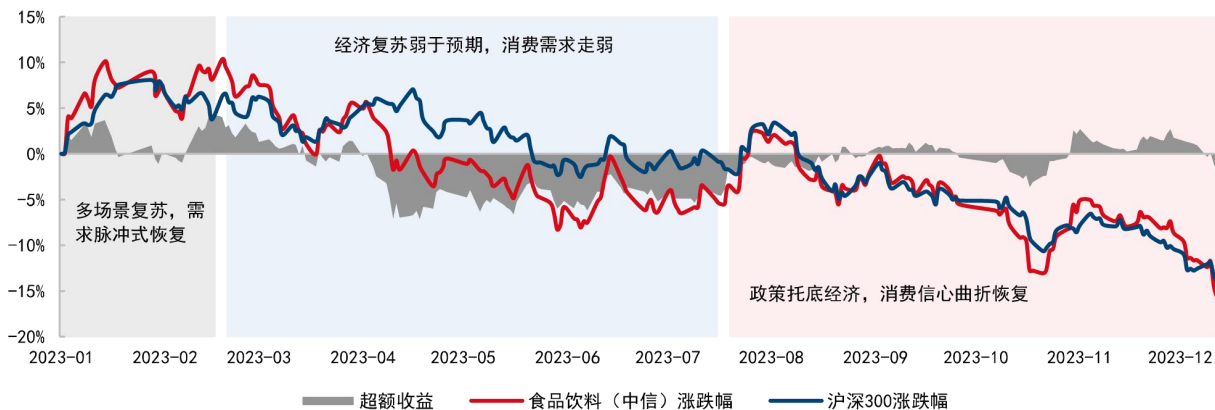
2023 年食品饮料板块走势与宏观经济相关性显著增强，根据宏观因素和行业基本面变化，我们可将 2023 年板块走势分为以下三个阶段：

- ◆ 年初至 2 月：多场景复苏，需求脉冲式恢复。受益于防疫政策全面优化，2023 年初消费场景陆续复苏，被长期抑制的消费需求集中释放，餐饮、旅游、娱乐等行业迎来景气度快速回升。年初大盘整体反弹，市场普遍看好疫后消费复苏，食品饮料板块跑出超额收益。
- ◆ 3-7 月：经济复苏弱于预期，消费需求走弱。春节后经济复苏节奏放慢，消费

需求在年初脉冲式恢复后逐渐走弱，食品饮料板块跟随回调。

- ◆ **8月至今：政策托底经济，消费信心曲折恢复。**7月以来逆周期宏观政策频频发力，加大托底经济的力度，但宏观政策传导至实体经济存在时滞，8月至今消费信心曲折恢复。市场情绪较为悲观，食品饮料板块震荡走低。

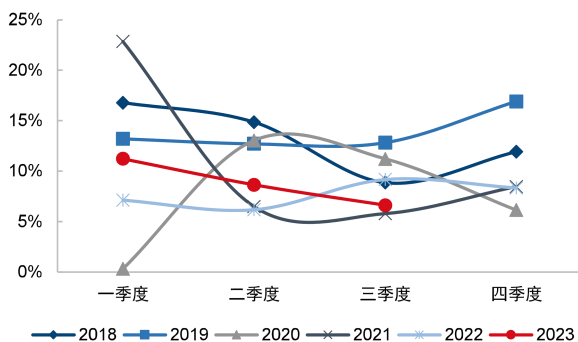
图2：2023年食品饮料指数走势先扬后抑



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：数据统计截至2023年12月15日

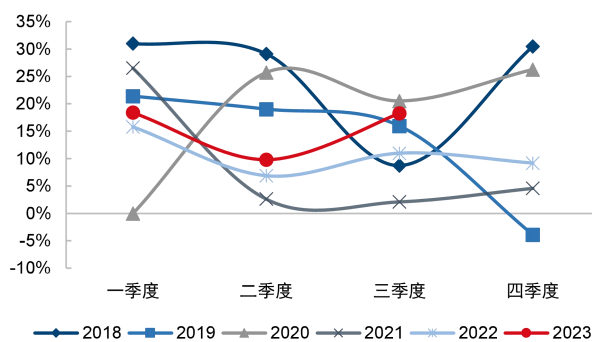
**2023年食品饮料板块收入增速前高后低，第三季度板块受益于成本下行，利润增速回升。**消费复苏节奏波动影响下，2023年食品饮料板块收入增速前高后低。板块利润增速走势与收入增速略有差异，第三季度，受益于棕榈油、原奶、肉类、包材等主要原辅料价格的进一步下跌，板块利润领先于板块收入实现增速回升。

图3：2023年二季度以来食品饮料板块收入恢复节奏放缓



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：2023年三季度食品饮料板块归母净利润先行改善



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**子板块业绩表现分化，主要受需求、成本、基数效应的影响。**

- ◆ **需求：白酒行业需求恢复较好，非乳饮料、速冻食品行业需求持续扩容，支撑板块收入较快增长。**白酒行业，受益于疫后宴席、礼赠、聚饮等场景复苏，需求复苏弹性相对较大。非乳饮料行业，无糖茶、电解质水、即饮果汁等新品的市场推广及渠道铺货促进行业需求扩容。速冻食品行业，市场渗透率仍在提升，行业发展处于成长期，需求持续扩容拉动收入增长。乳制品、肉制品、调味品行业需求恢复弹性相对小，收入增速在子板块中排名靠后。

- ◆ **成本：多数原辅料价格回落，少数维持高位。**乳制品行业受益于原奶价格下行，盈利能力改善；棕榈油价格大幅回落增加休闲食品、速冻食品板块利润修复弹性；铝、纸箱等包材价格回落有助于啤酒企业成本压力的缓解。少数原材料价格维持高位，制约企业盈利能力改善，例如榨菜行业龙头涪陵榨菜受制于青菜头收购价格维持高位、酵母生产制造龙头安琪酵母的糖蜜采购成本维持高位。
- ◆ **基数效应：2022 年疫情短周期造成基数波动，影响 2023 年食品饮料行业业绩表现增速。**以啤酒行业为例，2022 年上半年疫情冲击啤酒消费场景，造成收入低基数，而在 2022 年三季度，疫情防控解除后需求复苏，叠加长时间高温天气促进啤酒消费，啤酒行业录得收入高增长。受基数效应影响，2023 年上半年啤酒行业收入快速修复，而 2023 年第三季度部分企业表现增速转负。又如休闲食品行业，2022 年上半年洽洽瓜子受益于疫情期间居家消费需求旺盛，收入高速增长，2023 年上半年洽洽食品面临高基数压力，表现收入增速较低。

表2: 1-3Q23 食品饮料子行业业绩表现分化

	营业收入	归母净利润	毛利率	销售费用率	管理费用率	归母净利率
白酒	16.3%	18.9%	0.6pct	-0.2pct	-0.5pct	0.9pct
啤酒	7.5%	17.9%	1.1pct	0.0pct	-0.3pct	1.1pct
其他酒	10.3%	48.4%	3.2pct	-0.1pct	-0.5pct	3.7pct
非乳饮料	14.2%	31.0%	1.5pct	0.0pct	-0.4pct	2.2pct
乳制品	2.6%	20.4%	0.3pct	-0.7pct	-0.0pct	1.1pct
肉制品	2.1%	-21.4%	-1.3pct	-0.0pct	0.2pct	-1.1pct
调味品	3.6%	1.3%	-0.3pct	-0.2pct	0.3pct	-0.4pct
其他食品	9.3%	16.2%	1.4pct	0.8pct	-0.1pct	0.6pct
休闲食品	4.8%	18.4%	-0.3pct	-1.2pct	-0.2pct	0.9pct
速冻食品	14.4%	32.9%	-0.3pct	-1.3pct	-0.6pct	1.3pct
食品饮料	9.0%	16.0%	1.6pct	-0.3pct	-0.2pct	1.2pct

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：调味品板块归母净利润不计中炬高新大额减值计提

## 1.2、消费者追求质价比，消费分级现象明显

受收入预期弱化等多方面影响，2023 年居民消费行为比较谨慎，追求高质价比、适度减少可选消费频次，但消费者对产品品质要求仍然很高，消费降频多于降级。2023 年食品饮料行业有以下特点：

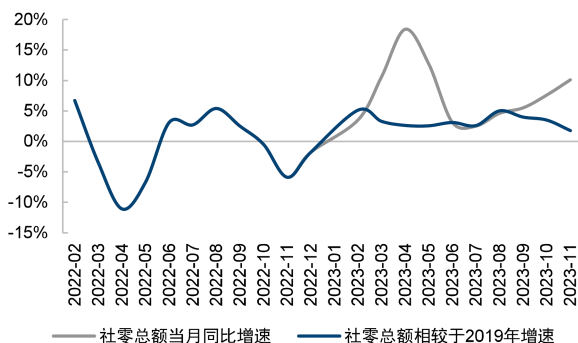
(1) **消费者更加理性，高质价比商品表现突出：**由于收入预期弱化，消费者面临更大的预算约束，消费行为更加理性、谨慎。当前消费者在实际购买前，会对商品进行更充分的比价，尽可能选择更高质价比的产品，因此 2023 年高质价比商品表现突出，如千元价位白酒产品五粮液·普五，400 元价位白酒产品汾酒·青花 20，8 元档啤酒产品青岛经典，折扣零食店渠道休闲食品等；相比之下，三四线酱酒产品、to B 端定价较高的速冻食品、商超渠道休闲零食等商品的表现一般。

(2) **场景复苏带动刚性需求表现突出，消费氛围在淡旺季反差明显：**由于收入预期弱化，消费能力减弱，消费者倾向于保留较为刚性的支出，适度降低可选消费的频次。而需求刚性与否的判定依赖于特定消费场景，如在重要节假日走亲访友的消费场景中，礼品属性商品的需求相对刚性，而在婚喜寿宴等宴席场景中，宴席用酒的需求相对刚性。2023 年基于人员流动而成的消费场景复苏，如婚喜寿宴、走亲访友、旅游出行等，带动此类场景下的刚性需求恢复明显，例如宴席用酒剑南春·水晶剑。相比之下，休闲卤味产品的可选消费属性相对较强，消费者适度降低消费休闲卤味的频次，导致 2023 年休闲卤味龙头绝味食品、周黑鸭门店客单量下滑，店均收入迟迟未能恢复至疫情前水平。此外，由于宴席、走亲访友



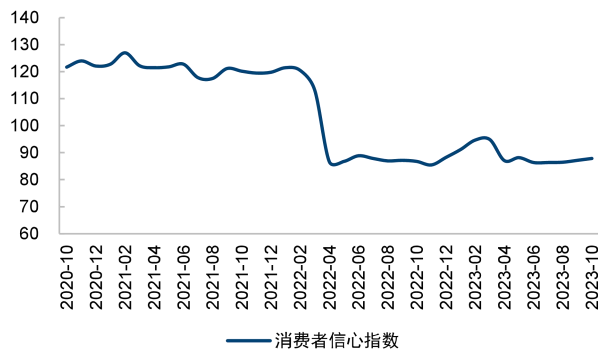
等消费场景在节假日集中复苏，消费需求在节假日旺季体现出较高的热度，而在消费淡季则快速回归偏疲软的状态，导致今年消费氛围在淡旺季的反差明显。

图5: 2023 年社会消费品零售总额增速年初冲高后回落



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 2023 年消费信心指数年初回升后再度回落



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

(3) 受消费者行为变化影响，食品饮料企业的竞争行为和竞争要素也发生相应变化。

◆ 以白酒行业为例，白酒企业通过扫码红包反哺渠道，对酒企管理能力提出更高要求。2023 年消费者购酒行为更加诉求性价比，因此多数酒企以市场动销为导向推出消费者扫码红包政策，提升开瓶率，同时费用返向激励终端，改善渠道利润、加快库存去化。**扫码返利红包本质上是管理渠道利润的工具，对酒企自身管理能力提出更高要求：**1) 扫码红包及 BC 联动等措施下，酒企费用更多向消费者和终端倾斜，渠道效率有所提升，经销缓解依靠信息差赚取利润的空间被逐步压缩；2) 随渠道学习能力提升，部分红包费用对产品价盘和市场秩序产生扰动，管理优势公司如老窖通过数字化工具实现费用投放闭环和利润精准分配。

表3: 2023 年主流酒企扫码红包情况

品牌	产品	优惠政策	消费者红包 (元)	核心终端返向激励 (元)
五粮液	1618	随机获得微信红包 30-2000 元	140	140
	39 度五粮液	随机获得微信红包 20-2000 元	60	60
	五粮春	随机获得微信红包 8.8-2888 元	15	13
泸州老窖	国窖 1573	随机获得微信红包 15.73-15739 元	47	66
剑南春	水晶剑	随机获得微信红包 8.88-1888.88 元	12	38
古井	古 20	扫码红包 10-1999 元 (中奖率 100%+)	43	43
		刮卡红包 66-999 元 (中奖率 18.5%)		
洋河	M6+	扫码得基础红包+福运卡	28	20
	水晶梦	集齐福运卡可获得 6666-36666 元红包	20	15
郎酒	红花郎 (10/15)	扫码抽奖, 特等为 26800 元 15L 红花郎	47	48
水井坊	井台	微信红包 10.8-38.8 元	35	/
	臻酿 8 号	特等奖井台品鉴酒 1 瓶	23	/
今世缘	D20	举办宴席开盖扫码, 扫 2 送 1	/	/
	国缘系列	下单充值, 充 1000 送 50-充 4000 送 240 等	/	/

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理; 注: 消费者红包金额为瓶内扫码红包中奖期望值

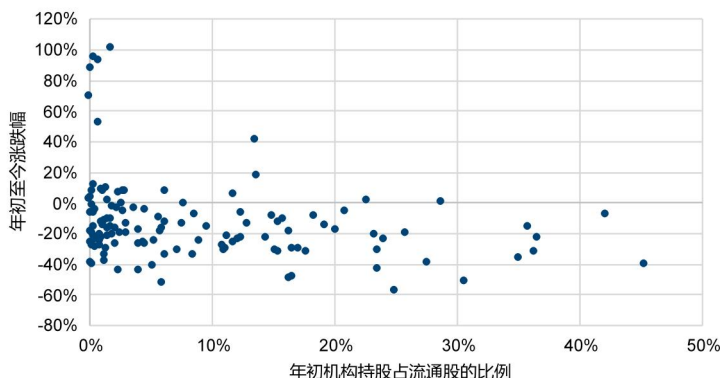
◆ 以休闲零食行业为例，折扣零食店应势而起，零食制造厂商加速供应链改革升级。由于休闲食品产品众多、消费者的品牌粘性相对较弱，消费者流量通常由下游渠道把控。近两年，主打“好吃不贵”的折扣零食店符合高质价比消费趋势从而大量吸引消费者，并在全国范围内实现门店快速扩张。为顺利切入此

渠道，头部休闲零食生产制造厂商率先启动供应链改造升级，旨在实现生产降本不降质。休闲零食制造行业的核心竞争要素开始转向供应链效率。不同企业转型节奏有差异，率先完成降本增效的零食企业最先享受折扣零食店渠道崛起红利，实现市场份额提升。

### 1.3、短期因素影响机构定价权，优质白马估值性价比凸显

2023 年食品饮料个股的涨跌幅与其年初机构持股比例呈现一定的负相关性，反映机构定价权较弱，主要系受国内经济复苏节奏波动、美元加息等短期因素的扰动。

图7：食品饮料个股年初至今涨跌幅与其年初机构持股比例呈现一定的负相关性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

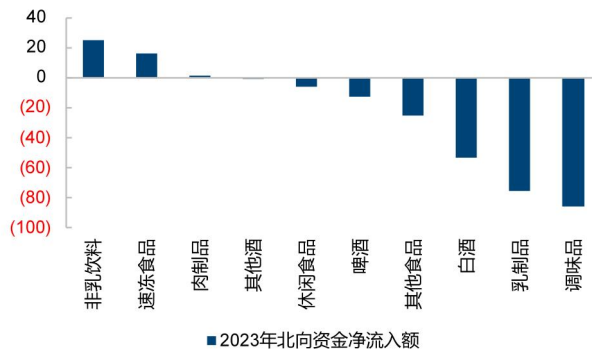
◆ 全年北向资金大幅流出食品饮料板块，调味品、乳制品、白酒子板块的北向资金净流出额居首。年初市场普遍看好中国疫后复苏，外资流入 A 股市场。二季度以来，国内经济复苏弱于年初预期，叠加人民币汇率承压，导致外资流出 A 股市场，原本外资持股占比较高的食品饮料板块遭遇较大的流动性压力。截至 2023 年 12 月 15 日，北向资金对食品饮料板块的持股数量为 25.31 亿股，持股市值为 2425.56 亿元，分别较年初下降 17.5%/23.5%。全年北向资金累计净流出食品饮料板块 215.86 亿元，对板块的持股市值占比从年初 11.9% 降至 10.8%。子板块中，全年北向资金流出额最高的为调味品、乳制品和白酒板块。

图8：2023 年北向资金净流入额波动加剧



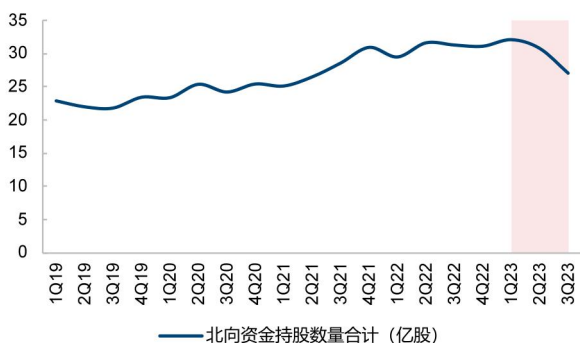
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：数据统计截至 2023 年 12 月 15 日

图9：调味品、乳制品、白酒子板块的北向资金净流出额较大



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：数据统计截至 2023 年 12 月 15 日

图10: 2023 年北向资金对食品饮料板块持股数量逐季下降



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

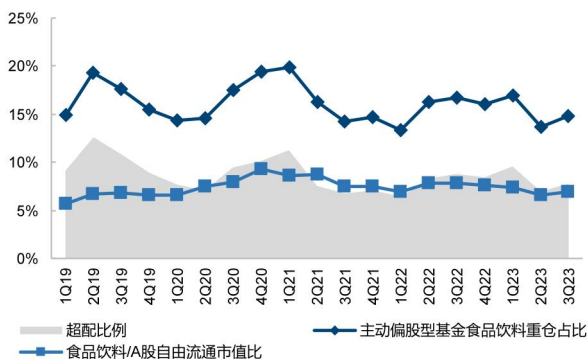
图11: 2023 年北向资金对食品饮料板块持股市值逐季降低



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

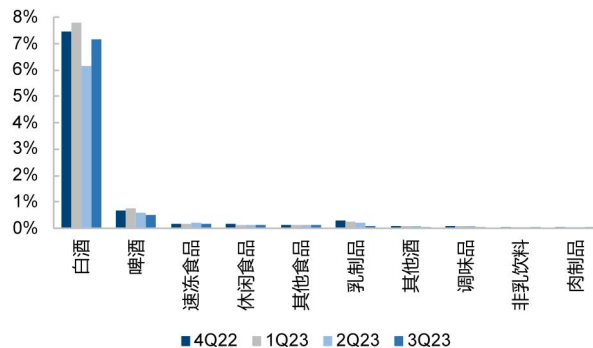
◆ **食品饮料板块的基金重仓持股比例降低, 板块超配幅度收窄。**截至 2023 年三季度末, 食品饮料板块的基金重仓持股比例为 14.8%, 超配比例 7.8%, 超配比例较年初下降 0.6pct。子板块中, 白酒/啤酒/乳制品板块基金重仓持股比例为 7.1%/0.5%/0.1%, 对比年初分别-0.3/-0.2/-0.2pct。个股层面, 在基金重仓持股市值排名前 20 位的食品饮料个股中, 古井贡酒、迎驾贡酒、泸州老窖、今世缘基金重仓持股比例较年初提升较多, 五粮液、伊利股份、山西汾酒、洋河股份的基金重仓持股比例下降较多。

图12: 食品饮料板块基金重仓比例较 2022 年末下降



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理; 注: 统计口径为开放式基金中普通股票型基金及偏股混合型基金

图13: 2023 年第三季度白酒板块基金重仓比例有所回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理; 注: 统计口径为开放式基金中普通股票型基金及偏股混合型基金

图14: 食品饮料板块重仓持股市值排名前20公司中多数公司的基金重仓占比年内下降

代码	名称	3Q23基金重仓持股			年初至今基金重仓变化		
		持股总量(万股)	持股占流通股比	持股总市值(亿元)	3Q23重仓占比	4Q22重仓占比	同比变化
600519.SH	贵州茅台	3841.42	3.06%	690.90	2.56%	2.63%	-0.07%
000568.SZ	泸州老窖	18067.46	12.34%	391.43	1.45%	1.36%	0.10%
000858.SZ	五粮液	18444.57	4.75%	287.92	1.07%	1.33%	-0.27%
000596.SZ	古井贡酒	6394.02	15.65%	173.79	0.64%	0.51%	0.13%
600809.SH	山西汾酒	6843.22	5.61%	163.90	0.61%	0.76%	-0.16%
002304.SZ	洋河股份	7095.29	4.72%	91.81	0.34%	0.46%	-0.12%
600600.SH	青岛啤酒	5881.23	8.35%	51.44	0.19%	0.26%	-0.06%
603369.SH	今世缘	7974.30	6.36%	46.79	0.17%	0.09%	0.08%
603345.SH	安井食品	3453.18	11.77%	42.82	0.16%	0.18%	-0.03%
0291.HK	华润啤酒	10323.60	3.18%	40.54	0.15%	0.19%	-0.04%
603198.SH	迎驾贡酒	4951.94	6.19%	36.42	0.14%	0.03%	0.11%
0168.HK	青岛啤酒股份	4984.53	7.61%	29.29	0.11%	0.10%	0.01%
600887.SH	伊利股份	7880.88	1.26%	20.91	0.08%	0.29%	-0.21%
600702.SH	舍得酒业	1598.34	4.82%	19.98	0.07%	0.10%	-0.02%
002568.SZ	百润股份	5539.56	7.72%	15.97	0.06%	0.07%	-0.01%
600298.SH	安琪酵母	4278.38	4.96%	14.38	0.05%	0.06%	0.00%
600872.SH	中炬高新	3640.16	4.63%	12.57	0.05%	0.01%	0.03%
300146.SZ	汤臣倍健	6210.97	5.50%	11.79	0.04%	0.04%	0.00%
600559.SH	老白干酒	4143.72	4.62%	9.61	0.04%	0.08%	-0.04%
605499.SH	东鹏饮料	510.56	3.21%	9.33	0.03%	0.02%	0.01%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理; 注: 统计口径为开放式基金中普通股股票型基金及偏股混合型基金

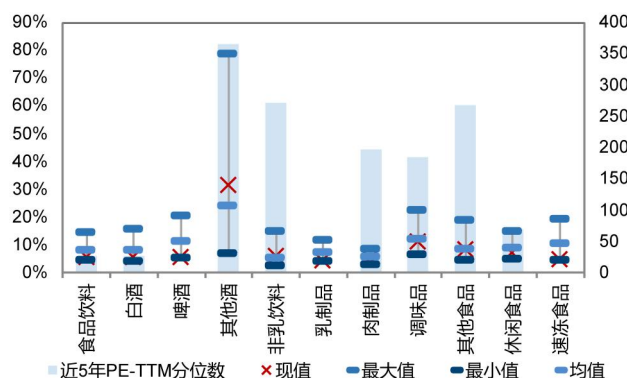
目前食品饮料板块及多数子板块估值已回落至历史中枢以下, 优质白马估值性价比凸显。2023年食品饮料板块估值大幅压缩, 目前食品饮料板块PE-TTM为25.9倍, 位于2018年以来的6.0%分位。主要子板块中, 白酒板块估值回落至2018年以来6.3%分位, 啤酒、乳制品、速冻食品板块估值压缩至区间最低值附近, 优质白马的估值性价比凸显。

图15: 食品饮料板块估值已降至历史较低水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 食品饮料板块估值已回落至历史中枢以下



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 2、展望 2024 年：去伪存真，格局为王

### 2.1、需求延续改善趋势，关注供给和库存扰动

需求方面, 宏观政策取向积极, 预计 2024 年消费需求逐步改善。2023 年下半年以来宏观政策暖风频吹、取向积极, 政策覆盖货币、财政、地产、消费、民营经济等领域, 表明宏观政策正在多点发力, 加大对于经济托底的力度。随着逆周期

调节政策相继落地，2024 年消费需求有望逐步改善。

表4: 2023 年下半年以来宏观政策加码，助力经济增长动能恢复

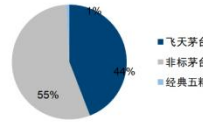
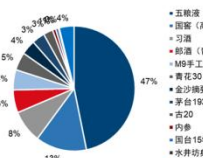
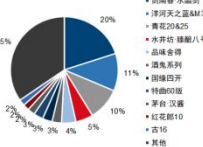

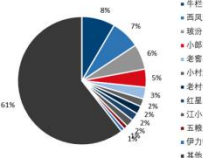

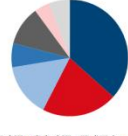
板块	时间	事件/会议/文件	主要内容
货币政策	2023/8/15	降息	央行开展 4010 亿元 1 年期 MLF 和 2040 亿元 7 天逆回购操作，中标利率分别为 2.5%、1.8%，较上次操作分别下调 15BP 与 10BP。
	2023/9/15	央行下调金融机构存款准备金率	中国人民银行决定于 2023 年 9 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.4%。
财政政策	2023/10/24	增发特别国债	10 月 24 日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议。该决议明确中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 10000 亿元，增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，整体提升我国抵御自然灾害的能力。
地产政策	2023/7/24	政治局会议	切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。
	2023/8/25	《优化个人住房贷款中住房套数认定标准》	居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。
	2023/8/31	《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》	降低存量首套住房贷款利率；二套住房利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加 20 个基点；统一全国商业性个人住房贷款最低首付比例政策下限，不再区分实施“限购”和“非限购”城市，首套房最低首付比例不低于 20%，二套房最低首付比例不低于 30%。
	2023/8/31	深圳、广州、武汉等多地政府实行认房不认贷	居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女，下同）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。
消费政策	2023/7/31	《关于恢复和扩大消费措施的通知》	国家发展改革委从稳定大宗消费、扩大服务消费、促进农村消费、拓展新型消费、完善消费设施、优化消费环境六大方面提出 20 条针对恢复和扩大消费的措施。

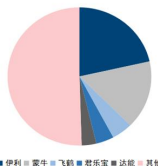
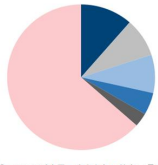
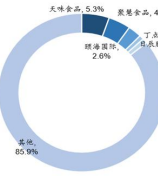
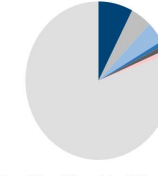
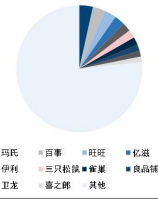
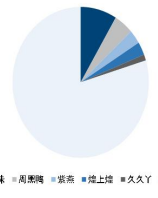
资料来源：国信证券经济研究所整理

**供给方面，需求结构性变化或造成供给侧扰动。**中长期来看，白酒、啤酒等食品饮料传统品类的总供给预计相对稳定，供给结构则继续优化。考虑到高质量供给受到优质品牌及优质产能的约束，预计此类行业继续呈现落后产能出清、市场份额向头部企业集中的趋势。复合调味品、速冻火锅料、预制菜等新兴品类处于成长期，且行业的供给约束相对较弱，预计供给将维持较快扩张速度，其中龙头公司在产品、渠道、品牌、供应链等方面具有一定的优势，有望更大程度享受需求扩容红利。短期来看，对于竞争壁垒相对较低的行业而言，需求侧的结构性变化或造成供给侧内卷加剧，及时改革增效的企业有望在变局中收获市场份额的快速提升。

**库存方面，预计渠道库存逐渐去化。**2023 年需求增速放缓导致部分行业渠道库存水平有所提升，如白酒、调味品行业。随着需求逐渐回暖，预计 2024 年渠道库存逐渐去化，经营风险缓释。

**图17: 食品饮料行业供给、需求及渠道库存情况梳理**

行业	子行业	供给			需求		渠道库存情况
		竞争格局	供给约束因素	供给趋势展望	总需求趋势展望	量价贡献拆分	
白酒	超高端	 <ul style="list-style-type: none"> <li>飞天茅台</li> <li>非标茅台</li> <li>经典五粮液</li> </ul>	优质产能供给约束	茅台酒基酒产能每年按位数增长, 预计2025年约6万吨, 2030年约7.7万吨	短期需求相对平稳, 长期需求扩容	量价齐升	飞天0.5-1M
	500-1000元泛千元价位	 <ul style="list-style-type: none"> <li>五粮液</li> <li>国窖 (高低度)</li> <li>习酒</li> <li>郎酒 (贵+红)</li> <li>1919手工坊/MS+</li> <li>青花30</li> <li>金沙滩</li> <li>茅台1935</li> <li>古20</li> <li>内参</li> <li>国台15号</li> <li>水井坊典藏</li> <li>其他</li> </ul>	茅台下价位带拓展、区域酒企向上布局的双重挤压	短期供给相对稳定, 库存水位较高, 2024上半年主动去库存; 长期优质产能释放, 供给增加	主要是商务宴请需求支撑, 短期对经济周期依赖度较强, 长期↑	量价齐升	普五2M 国窖2-3M 内参3M+
	300-500元次高端	 <ul style="list-style-type: none"> <li>剑南春 (水晶剑)</li> <li>洋河天之蓝/双晶梦</li> <li>青花20/25</li> <li>永井坊 臻酿八号/6号</li> <li>品城金典</li> <li>酒肆系列</li> <li>国缘四开</li> <li>特醇009</li> <li>茅台次董</li> <li>红花梨10</li> <li>古16</li> <li>其他</li> </ul>	十四五业绩目标约束、地方政府利税约束、管理层经营考核约束等	供给稳定	需求收缩, 宴席回补性需求结束, 需求向品牌力、渠道力强的单品 (如青花20、水晶剑等集中)	价增驱动	青花20 1-2M 水井坊3M 舍得 3-4M 酒鬼酒3-4M
	大众价位	 <ul style="list-style-type: none"> <li>茅台系列酒</li> <li>洋河大/海之蓝</li> <li>古井+古20/双粮</li> <li>汾酒 (玻瓶/青花)</li> <li>口子窖</li> <li>小糊涂</li> <li>汾酒巴拿马+茅台沙10号</li> <li>老村长</li> <li>老白干系列</li> <li>白芸豆年份</li> <li>双粮</li> <li>汾酒</li> <li>汾酒</li> <li>两晋开口笑</li> <li>其他</li> </ul>	对渠道利润的保护能力, 份额向名酒集中, 尾部小品牌出清	供给收缩	需求收缩, 人口红利减少, 自饮聚会等场景饮酒量减少	价增驱动	洋河、今世缘、古井、迎驾省内2-3M
	光瓶酒	 <ul style="list-style-type: none"> <li>牛栏山</li> <li>西凤酒</li> <li>双沟</li> <li>小郎酒</li> <li>老窖二曲</li> <li>小村庄</li> <li>老村长</li> <li>红星二锅头</li> <li>江小白</li> <li>五加皮</li> <li>伊力特</li> <li>其他</li> </ul>	份额向名酒集中, 尾部小品牌出清	供给收缩	需求收缩, 人口红利减少/饮用量/频次减少	价增驱动	终端几无库存
	啤酒	8元以上	 <ul style="list-style-type: none"> <li>华润啤酒</li> <li>青岛啤酒</li> <li>百威亚太</li> <li>重庆啤酒</li> <li>燕京啤酒</li> <li>珠江啤酒</li> </ul>	优质产能供给约束, 品牌约束	供给逐步增加, 龙头公司扩高端酒产能, 资本介入推动精酿啤酒产能增加	需求扩容, 主要来自于8元以下产品需求的转移	量价齐升, 以量增为主, 啤酒企业小幅提价及内部结构升级带动价格提升
8元以下		 <ul style="list-style-type: none"> <li>华润啤酒</li> <li>青岛啤酒</li> <li>百威亚太</li> <li>重庆啤酒</li> <li>燕京啤酒</li> <li>珠江啤酒</li> <li>其他公司</li> </ul>	基本无约束	产能持续收缩	需求收缩	量缩价升, 价格提升来自于低档向中档升级、企业提价	库存良性, 略高于往年同期

乳制品		基本无约束	液态奶龙头企业布局低温奶，婴配粉中小企业出清、头部集中，奶酪产能扩张	液态奶需求呈现结构性增长，婴配粉受新生儿数量下滑影响需求收缩，奶酪需求稳定增长	液态奶结构升级为主，婴配粉量缩价升，奶酪以量增为主	液态奶良性，婴配粉趋于良性	
软饮料		基本无约束	传统品类趋于稳定，无糖、功能型饮品增长	传统品类趋于稳定，无糖、功能型饮品增长	短期量增为主，长期结构升级	良性	
调味品	基础调味品		基本无约束	当前仍处于资本化加速的阶段	需求稳定增长	量增为主	偏高
	复合调味品		基本无约束	火锅调味品供给相对稳定，复合调味料落后供给持续初晴，但存在资本化二次加速的风险	市场仍待教育，当前渗透率较低，需求快速提升，	量增为主	良性
速冻食品		产能布局、冷链运输	速冻米面制品维持稳定；速冻火锅料、预制菜等速冻食品产能逐步释放	基数效应逐渐消散，下游餐饮需求持续修复，中小B餐饮需求具有弹性；C端消费有望逐步正常化。	量增仍是主要驱动	良性	
休闲食品		产能、供应链	鹌鹑蛋、魔芋等新兴品类产能将逐步释放	渠道红利仍然存在，上游制造业企业或将继续受益	量增为主	良性	
卤制品		门店数量	疫后闭店潮影响减弱，休闲卤味龙头疫后初期积极抢占的高势能点位逐步释放效用，门店结构不断优化	随着消费力修复，门店有望逐步恢复；龙头积极使用低价产品、新兴渠道进行引流	短期量增为主，价格在原材料小幅波动状态下有望维稳	良性	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

综合考虑行业需求、供给及库存等因素的变化，我们对2024年食品饮料行业的研判如下：

研判一：延续2023年趋势，预计2024年高质价比消费仍然流行，供给端扰动或有所增加。

- ◆ 2023 年消费者行为更趋理性，高质价比消费表现突出，预计 2024 年高质价比消费仍然流行。值得注意的是，高质价比消费并非等同于消费降级，而更多是消费者以相同的价格购买更高品质的商品，或以更实惠的价格购买同等品质的商品。例如 2023 年代表更高品质、更健康的零添加酱油相对于高鲜酱油更受消费者欢迎，表明消费者对于品质升级的诉求持续存在。与此同时，零添加酱油厂商给予消费者一定程度的价格折让使得产品销售表现较好。
- ◆ 在消费者持续追逐质价比的环境中，一些消费品的品牌拉力或有所弱化，同时渠道流量加速向平价渠道转移，预计部分行业的竞争要素发生变化，企业的经营重心逐渐转向供应链效率提升、终端运营能力强化，及时改革增效的企业有望在变局中收获市场份额的快速提升。

**研判二：与 2023 年不同，预计 2024 年食品饮料板块业绩增速前低后高，消费信心稳步回归。**

- ◆ 复苏节奏方面，2023 年内外部多重因素扰动经济复苏进程，消费信心经历较大波动。2024 年短期扰动因素逐渐褪去，积极宏观政策的效果逐步释放，消费信心预计将稳步回归。预计食品饮料行业在 2024 年上半年将处于需求渐进改善、库存去化但基数压力较大的环境中，下半年库存与基数压力将得到缓解，因此我们判断 2024 年食品饮料板块业绩表现增速呈前低后高走势。

**研判三：2024 年场景式消费品预计将进一步受益于消费复苏。**

- ◆ 结构方面，今年以来宴席等场景下刚性需求快速回补，可选消费有降频迹象。2024 年需求延续改善方向，消费场景进一步正常化，预计宴席用酒、礼盒等场景式消费品继续引领消费复苏。随宏观经济动能逐步增强，商务宴请等场景的复苏有望贡献需求增量，利好高端及次高端白酒等商品。

**研判四：预计 2024 年部分原材料价格回落，有望增厚企业利润。**

- ◆ 2023 年棕榈油、大豆、铝材等大宗商品价格回落，食品饮料行业成本端压力有所缓解，但糖蜜、青菜头、大麦等原材料成本仍维持高位。展望 2024 年，在经历疫情冲击、贸易摩擦、货币紧缩期后，全球需求走软、通胀放缓，叠加市场供给增加，部分原材料价格预计将回落，有望增厚食品饮料企业利润。

图18: 2023 年主要原材料、包材价格及运输费用同比下降，食品饮料行业成本压力缓解

均价同比增速		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
原材料	生鲜乳	-0.9%	-2.5%	-4.9%	-4.1%	-4.5%	-6.8%	-9.1%
	大豆	3.3%	11.4%	12.0%	4.1%	-3.1%	-14.7%	-11.1%
	豆粕	16.9%	22.4%	20.7%	48.2%	1.8%	-4.9%	3.6%
	糖蜜	9.8%	12.9%	8.6%	3.6%	17.1%	-1.0%	-5.3%
	猪肉	-49.7%	-22.4%	39.1%	46.7%	11.5%	-2.8%	-25.5%
	毛鸭	-5.9%	6.3%	15.7%	23.6%	30.2%	7.7%	-7.1%
	豆油	17.5%	25.1%	8.1%	1.0%	-13.3%	-30.7%	-16.6%
	棕榈油	54.2%	71.1%	1.8%	-18.0%	-33.4%	-48.0%	-17.9%
包材	铝材	36.4%	10.9%	-10.8%	-7.5%	-16.9%	-10.5%	2.3%
	玻璃	0.6%	-25.0%	-44.2%	-30.4%	-21.6%	6.0%	18.5%
	瓦楞纸	3.0%	-2.7%	-6.6%	-13.8%	-12.8%	-14.0%	-20.3%
	PET	25.1%	28.7%	23.8%	-4.0%	-9.5%	-15.3%	-17.8%
运输	原油	62.9%	67.0%	40.3%	11.3%	-17.9%	-30.7%	-13.9%
	公路运输	-0.1%	1.3%	2.8%	2.0%	3.1%	0.9%	-0.3%
	航运	-6.2%	-35.0%	-51.9%	-50.8%	-18.8%	-35.2%	10.1%

资料来源：Wind，iFind，国信证券经济研究所整理



**研判五：美元降息预期形成，市场逐渐适应宏观经济的低速长跑模式，绩优白马股估值回归。**

- ◆ **美联储加息立场软化，市场形成美元降息预期，市场流动性环境预计转好。**美国在持续加息近两年时间后，通胀开始进入下行通道，就业市场逐步降温，近期美联储加息立场软化。10 年期美债收益率开始回落，反映市场已形成美元降息预期。从贵州茅台估值与美债利率相关性来看，美债利率上行周期，茅台估值通常呈下降趋势，但茅台估值下行拐点略滞后于美债利率拐点，代表时期为 2017-2018 年、2021-2022 年；而在美债利率下行周期，茅台估值呈现上升趋势，如 2014-2016 年、2019-2020 年。我们预计 2024 年国内优质资产的性价比有所提升，食品饮料板块绩优白马股的估值有一定的回升动力。

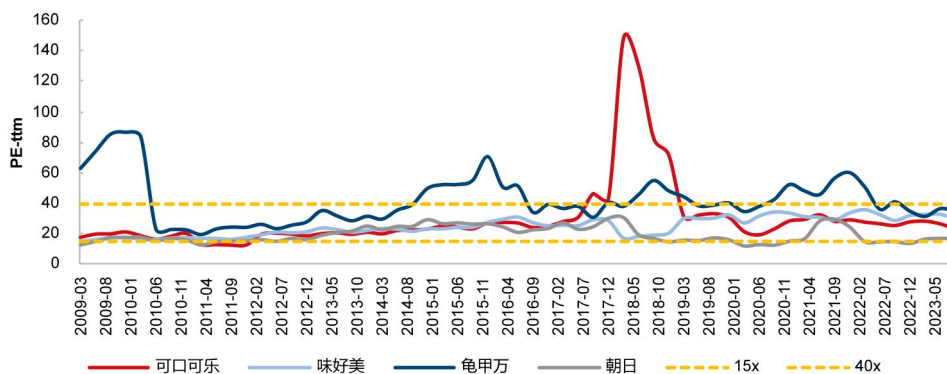
图19: 贵州茅台估值与美债利率走势有较强相关性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- ◆ **市场逐渐适应宏观经济的低速长跑模式，业绩稳健的优质白马股具备较高投资价值，估值有望回归。**参考海外发达国家，成熟消费品行业的龙头公司收入增速不高但稳健性较强，市场对此类优质资产的长期投资价值有充分定价。如美国消费品龙头可口可乐、味好美，日本消费龙头龟甲万、朝日等公司的估值长时间稳定在 15-40 倍 PE (TTM) 区间。我国资本市场预计将逐渐适应中国经济提质换挡后的低速长跑模式，市场参与者将重新重视优秀消费品企业的长期投资价值，2024 年业绩稳健的优质白马股有望迎来估值回归。

图20: 海外成熟消费品企业估值多数时间在 15-40 倍 PE (ttm) 区间运行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 2.2、投资策略：去伪存真，格局为王

总体而言，在需求复苏、库存去化、成本回落的共振作用下，2024年食品饮料板块业绩有望逐渐改善。目前食品饮料板块估值回落至合理偏低水平，食品饮料板块投资已具备较强安全边际。我们依然看好食品饮料行业投资机会，建议沿以下几条主线挖掘投资标的：

- ◆ **主线一：关注供给约束较强、中长期价位升级具备韧性的行业，布局估值性价比凸显的优质白马公司。**看好白酒、啤酒、乳制品等行业。白酒行业供给约束强，行业集中分化趋势延续，社交属性支撑价位持续升级；啤酒行业经历较长时间并购整合，市场份额已高度集中，啤酒龙头继续引导行业高端化发展，均价提升仍有较强韧性。龙头公司行稳致远，持续强化自身经营管理能力，业绩确定性较强。2023年市场情绪悲观导致优质白马公司估值大幅下跌，正是布局良机。白酒板块推荐山西汾酒、贵州茅台、泸州老窖、迎驾贡酒、金徽酒等，大众品板块推荐青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、伊利股份等。
- ◆ **主线二：关注供需再平衡过程中竞争格局改善的板块，精选改革红利释放的优质个股。**预计2024年需求渐进复苏、结构延续分化，产能内卷过程中，高质高效产能得以匹配更多需求，落后产能则逐渐出清。我们预计明年供需将进入再平衡阶段，关注供给出清格局优化的板块，精选改革增效、经营管理能力强化公司，享受释放份额提升红利。推荐速冻食品龙头安井食品，餐饮供应链龙头千味央厨，卤制品龙头绝味食品，休闲食品龙头劲仔食品等。
- ◆ **主线三：关注高景气度细分赛道，优选渠道扩张顺利、产品持续放量的高成长性个股。**随着消费人口结构、消费理念变化，食品饮料消费需求呈品质化、健康化、便捷化趋势，餐饮供应链、复合调味料、无糖茶饮、功能饮料等细分赛道延续较高景气度。关注渠道扩张顺利、产品持续放量带来高业绩增速的优质个股。推荐复合调味品龙头天味食品等。
- ◆ **主线四：精选高股息资产享受确定性收益。**从政策发力到实体经济回暖存在时滞，权益市场风险情绪或仍有待释放。高股息资产提供确定性收益，依然是具备相对优势的选股策略。建议关注高股息率以及计划提高分红比率提高的公司。

图21：食品饮料板块股息率排名前15位的公司，以及分红比率提升对股息率的影响测算

公司简称	当前股息率	2022年净利润 (亿元)	2022现金分红 (亿元)	分红率 (%)	2023年净利润 (预测, 亿元)	假设分红率 提升到60%时 股息率	假设分红率 提升到80%时 股息率	假设分红率提 升到100%时 股息率
养元饮品	8.9%	14.7	22.8	154.5%	18.1	-	-	-
双汇发展	6.7%	56.2	34.6	61.6%	59.9	-	5.3%	6.6%
元祖股份	5.8%	2.7	2.4	90.1%	2.9	-	-	7.0%
桃李面包	4.5%	6.4	5.3	83.3%	6.4	-	-	5.5%
重庆啤酒	4.1%	12.6	12.6	99.6%	14.7	-	-	4.8%
伊利股份	4.0%	94.3	66.2	70.2%	106.7	-	5.2%	6.5%
承德露露	3.9%	6.0	3.1	51.2%	6.5	4.9%	6.6%	8.2%
有友食品	3.6%	1.5	1.4	91.5%	1.6	-	-	4.1%
紫燕食品	3.6%	2.2	3.1	139.3%	3.9	-	-	-
洋河股份	3.5%	93.8	56.3	60.1%	107.3	-	5.4%	6.7%
口子窖	3.5%	15.5	9.0	58.1%	18.0	4.2%	5.5%	6.9%
洽洽食品	3.0%	9.8	5.1	51.8%	8.3	2.9%	3.9%	4.9%
会稽山	2.8%	1.4	1.4	99.4%	1.7	-	-	3.3%
五粮液	2.8%	266.9	146.8	55.0%	302.6	3.5%	4.6%	5.8%
三全食品	2.7%	8.0	3.1	38.4%	8.5	4.5%	5.9%	7.4%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：2023年预测净利润采用Wind一致预期数据，股息率计算日期为2023年12月26日

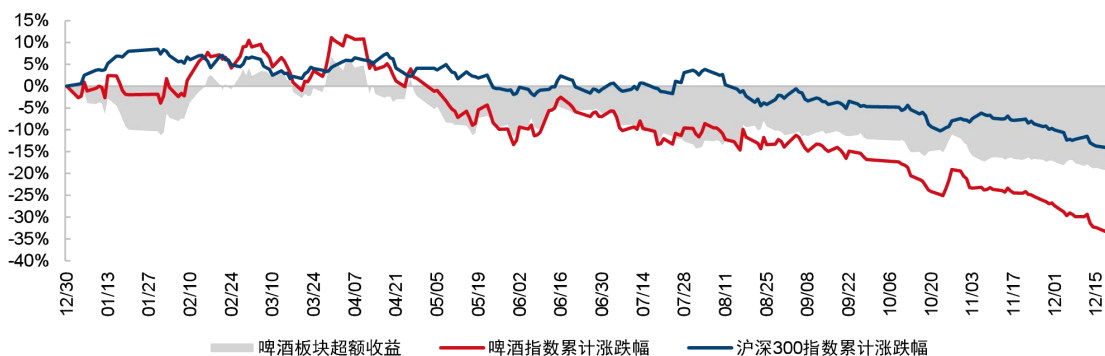
### 3、大众品重点子行业投资策略

#### 3.1、啤酒：高端化进程延续，短期量价再平衡

##### 3.1.1、回顾 2023 年：销量增速前高后低，结构升级趋势未变

啤酒板块全年表现弱势，估值大幅下降为股价下跌主要原因。啤酒板块上半年波动下行，下半年持续下探。年初至今啤酒板块累计下跌 30.5%，跑输沪深 300 指数 16.5pct，主因二季度以来需求逐步走弱，市场情绪悲观导致啤酒公司估值大幅下降。

图22: 2023 年上半年啤酒指数波动下行，下半年持续下探，全年表现弱势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图23: 2023 年啤酒板块下跌主因估值降幅显著，年初至今板块累计下跌 30.5%

公司简称	年初归母净利润-TTM (亿元)	年初PE-TTM	年末归母净利润-TTM (亿元)	年末PE-TTM	盈利变化	估值变化	年初至今股价涨跌幅	当前PE (FY24)
华润啤酒	41.0	37.4x	51.9	19.4x	26.7%	-48.1%	-37.9%	15.1x
青岛啤酒	38.1	37.8x	43.5	21.9x	14.2%	-42.0%	-32.5%	18.0x
百威亚太	10.2	42.1x	8.6	27.1x	-15.7%	-35.5%	-43.7%	18.9x
重庆啤酒	13.0	45.9x	14.3	21.2x	9.2%	-53.8%	-47.9%	17.5x
燕京啤酒	3.4	86.7x	6.4	40.5x	88.6%	-53.3%	-11.1%	29.1x
珠江啤酒	5.9	29.6x	6.7	26.2x	14.3%	-11.4%	2.8%	21.1x
惠泉啤酒	0.4	67.0x	0.5	49.2x	38.9%	-26.6%	2.7%	38.0x
啤酒板块	58.7	42.8x	70.6	24.8x	20.3%	-42.0%	-30.5%	19.9x

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：年初数据为 2023 年 1 月 4 日，年末数据截至 2023 年 12 月 15 日

**收入端：消费需求增速波动叠加渠道库存周期，2023 年啤酒行业景气度前高后低，板块收入增速边际放缓。结构升级展现韧性，销售均价持续提升。**

◆ **销量：上半年同比较快增长，下半年增速明显回落。**年初随着线下消费场景逐渐从疫情影响中恢复，啤酒消费需求逐步改善。春节前后补偿性消费需求旺盛，使得渠道对全年展望乐观，积极补库存备战旺季，上半年啤酒公司销量在去年同期低基数上录得较快增长。进入下半年，三季度啤酒行业受到去年台风雨水天气、消费需求走弱、同期高基数的多重影响，多数啤酒公司销量增速放缓，全国化龙头华润啤酒、青岛啤酒面临销量下滑压力。四季度消费需求延续弱势，啤酒行业淡季表现平淡，渠道消化库存。结构上，由于 2022 年疫情对于全国各区域的冲击程度不同，区域性啤酒龙头销量增速受自身基数影响更大，如重

庆啤酒受益于新疆等基地市场的疫后恢复，二、三季度销量增速较一季度提升。

- ◆ **均价：结构升级趋势延续，拉动均价继续提升。**虽然销量增速在下半年回落，但主要啤酒公司均价维持增势，主要系产品结构持续升级所致。喜力上半年年销量增速近 60%，下半年仍维持强劲的双位数增长；青岛经典，燕京 U8，珠江纯生等行业内中高档产品销量同样维持较快增长。啤酒行业结构升级展现较强韧性，主要原因包括：1) 啤酒厂商的推广资源持续向中高档核心产品集中，有力推动普低档产品向中高档产品转移；同时中高档产品寄予渠道更大的利润空间，渠道推力亦较为强劲；2) 部分单品受益于此前品牌势能的持续积累，产品消费氛围逐渐成熟，产品自然动销能力强化。

表5: 2023 年啤酒板块收入、销量、均价同比增速情况

证券简称	收入增速				销量增速				均价增速			
	1-3Q23	1Q23	2Q23	3Q23	1-3Q23	1Q23	2Q23	3Q23	1-3Q23	1Q23	2Q23	3Q23
青岛啤酒	6.4%	16.3%	8.2%	-4.6%	0.2%	10.9%	2.7%	-11.3%	6.2%	4.8%	5.3%	7.5%
百威亚太	5.9%	12.9%	16.1%	3.1%	6.0%	9.1%	9.5%	0.6%	-0.1%	3.5%	6.0%	2.6%
重庆啤酒	6.9%	4.5%	9.6%	6.5%	5.0%	3.7%	5.7%	5.3%	1.9%	0.8%	3.7%	1.1%
燕京啤酒	9.7%	13.7%	7.6%	8.5%	5.7%	12.8%	2.2%	4.2%	3.8%	0.8%	5.3%	4.1%
珠江啤酒	10.7%	18.8%	11.4%	5.9%	5.0%	11.5%	5.2%	1.4%	5.5%	6.5%	5.9%	4.4%
惠泉啤酒	7.6%	7.0%	12.5%	4.2%	7.5%	8.4%	8.9%	6.0%	0.1%	-1.3%	3.3%	-1.8%
<b>啤酒板块</b>	<b>6.9%</b>	<b>13.1%</b>	<b>11.5%</b>	<b>2.2%</b>	<b>3.9%</b>	<b>9.7%</b>	<b>5.4%</b>	<b>-2.1%</b>	<b>2.9%</b>	<b>3.2%</b>	<b>5.8%</b>	<b>4.4%</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：因港股上市公司华润啤酒不披露一季报及三季报，此表中啤酒板块未将华润啤酒纳入统计

表6: 主要啤酒公司中高档啤酒增长与总体销量的对比、重点产品增速情况

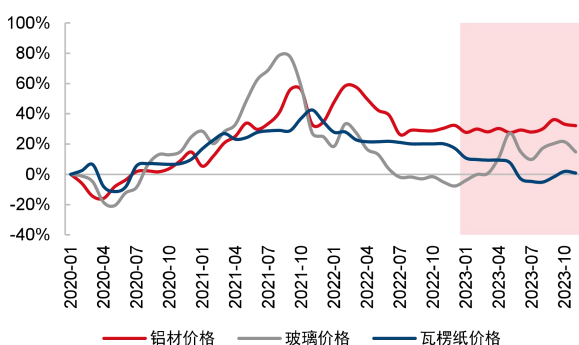
公司	档次	主要单品	销量增速		收入增速	
			2022	1-3Q23	2022	1-3Q23
华润啤酒	次高端及以上	喜力	30%左右	40%-50%	-	-
		雪花纯生	单位数增长	10%以上	-	-
		SPX	单位数增长	单位数增长	-	-
		合计	12.6%	-	-	-
		全部啤酒产品	0.4%	-	5.6%	-
青岛啤酒	青岛主品牌	青岛经典	7-8%	约 10%	8.2%	-
		青岛纯生	双位数下滑	预计高单位数增长		
		青岛白啤	50%以上	超 30%		
		合计	2.6%	3.5%		
		全部啤酒产品	1.8%	0.2%	6.8%	-
百威亚太	高端及超高端	百威经典	-	-	双位数增长	双位数增长
		合计	-	-	-	-
		全部啤酒产品	0.7%	6.0%	-4.6%	5.9%
重庆啤酒	高档	乌苏（疆外）	小个位数下滑	个位数下滑	5.7%	0.8%
		乐堡	中到大个位数	8%左右		
		合计	1.8%	-	-	-
		全部啤酒产品	2.4%	5.0%	6.7%	7.0%
燕京啤酒	中高档产品	U8	超 50%	超 35%	13.8%	-
		合计	-	-		
		全部啤酒产品	4.1%	5.7%	8.9%	-
珠江啤酒	高档	珠江纯生	15.3%	约 15%	18.4%	-
		合计	-	-		
		全部啤酒产品	4.9%	5.0%	10.4%	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**利润端：结构升级对冲成本压力，费用控制较好，啤酒企业盈利能力继续强化。**一方面，啤酒公司持续优化产品结构推动吨价提升，其中青岛啤酒、珠江啤酒、

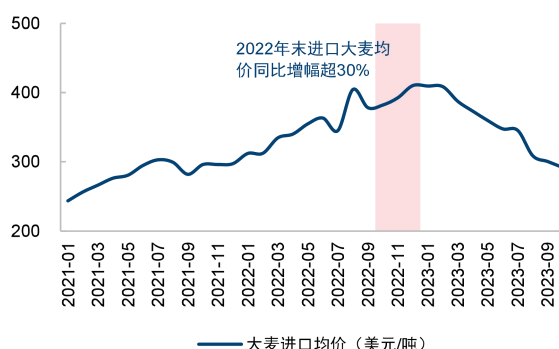
燕京啤酒均价同比增速领先分别为 6.2%/5.5%/3.8%，重庆啤酒由于高档产品疆外乌苏销量下滑，均价录得低单位数增长；百威亚太受到韩国市场需求较弱、市场竞争加剧的影响，均价同比小幅下滑。另一方面，2023 年包材成本压力减小，其中主要包材铝材、瓦楞纸价格均回落至近两年低位水平，玻璃价格虽有小幅回升但在总成本占比较小；但主要原材料大麦的采购价格于 2022 年末锁定在高位，预计 2023 年单吨大麦成本同比上涨超 15%。大麦价格涨幅较大叠加下半年销量有所承压导致多数啤酒公司吨成本仍有一定程度的上涨。结构升级对吨价的拉动有效对冲成本同比上涨压力，多数啤酒企业毛利率改善。啤酒企业对于费用的管控良好，规模效应下费用率同比小幅下行，最终盈利能力继续强化。2023 年前三季度，啤酒板块上市公司归母净利润同比增长 6.7%。

图24: 2023 年铝材、玻璃、瓦楞纸价格回落



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理; 注: 以 2020 年初为基数计算铝材、玻璃、瓦楞纸价格相对涨跌幅

图25: 2023 年啤酒生产用大麦采购价于 2022 年底锁定在高位



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

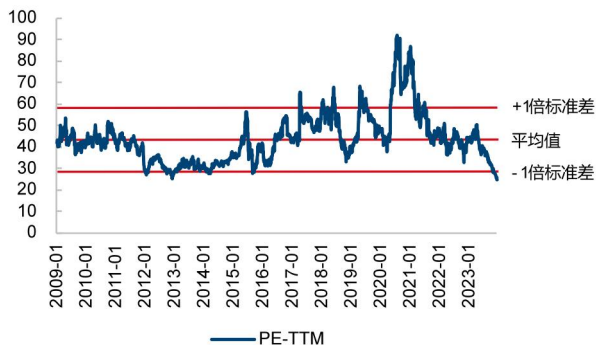
表7: 2023 年前三季度啤酒板块盈利相关核心指标同比变化情况

证券简称	吨价	吨成本	毛利率	销售费用率(pct)	管理费用率(pct)	归母净利率(pct)	归母净利润
青岛啤酒	6.2%	3.3%	1.7	0.2	-0.4	1.2	15.0%
百威亚太	-0.1%	-5.7%	2.9	-	-	-1.7	-4.3%
重庆啤酒	2.1%	-4.7%	3.9	0.1	1.9	0.6	13.7%
燕京啤酒	4.1%	-5.4%	6.1	-0.5	7.3	1.9	42.2%
珠江啤酒	5.9%	-4.7%	6.7	0.1	5.3	0.2	12.8%
惠泉啤酒	0.2%	-7.0%	5.9	-0.9	1.4	2.1	30.6%
<b>啤酒板块</b>	<b>2.9%</b>	<b>-2.6%</b>	<b>3.1</b>	<b>0.1</b>	<b>2.3</b>	<b>0.0</b>	<b>6.7%</b>

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理; 注: 因港股上市公司华润啤酒不披露一季报及三季报, 此表中啤酒板块未将华润啤酒纳入统计

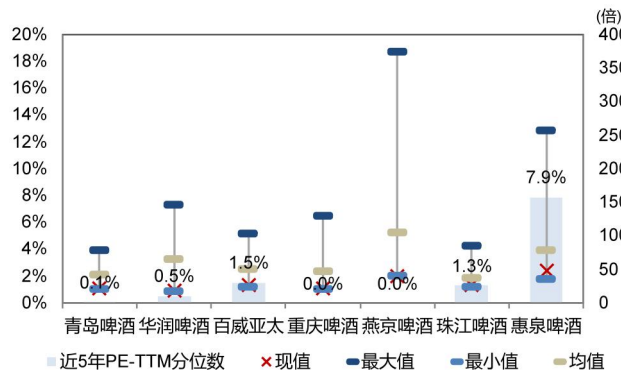
**估值层面，啤酒板块估值已降至历史低位。**随着宏观经济增速放缓，市场对于消费板块的担忧情绪发酵，啤酒板块自 4 月以来估值持续压缩。当前啤酒板块估值已回落至过去五年的最低值附近，悲观预期已释放得较为充分。

图26: 啤酒板块估值已回落至历史低位



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 多数啤酒公司估值已降至历史低位



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 3.1.2、展望 2024 年：量价再平衡，成本下行助力利润增长

**研判一：需求预计将进一步恢复，销量增速或呈前低后高。**2023 年下半年啤酒行业面临的外部环境压力增大，餐饮、夜场等渠道的啤酒消费需求尚未完全恢复。2023 年下半年以来宏观政策加码有助于提振经济，2024 年啤酒消费需求预计将进一步恢复。节奏上，上半年总销量的增长基数偏高，三季度基数显著回落且进入啤酒消费旺季，啤酒行业有望在 2024 年下半年迎来销量增速较为明显的回升。

**研判二：供给侧推动、需求侧承接，啤酒行业高端化进程仍将延续。**2018 年以来啤酒行业始终维持高端化方向，即使在疫情时期以及 2023 年消费力走弱时期，高端化韧性仍强，帮助啤酒企业盈利能力持续强化。当前我国啤酒行业结构升级空间充足，且供给侧推动高端化的意愿强烈、能力突出；同时啤酒处于酒类消费的价格底部，品类已具备较高性价比，需求侧对于啤酒消费升级有较高的接受度。我们认为中国啤酒行业高端化方至半程，行业中长期主线依然清晰。

表8: 主要啤酒公司高端化战略、战术、核心抓手

公司	公司战略	产品策略	市场及营销策略	中高端产品组合	考核指标
青岛啤酒	· 高质量发展战略 · 品牌引领、创新驱动、质量第一、效益优先、结构优化、协调发展	“1+1”品牌战略：青以“体育营销+音乐营销+体验营销”为主线，积极培育时尚消费业态，持续提升品牌影响力和竞争力。	青岛白啤、青岛纯生、岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌	经典 1903、青岛经典、青岛原浆、奥古特等	销量、产品结构
华润啤酒	· “3+3+3” 高端化战略	“4+4” 高端品牌矩阵：4 中国品牌+4 国际品牌	通过各类主题推广和渠道营销活动，继续培育与推广各重点品牌。	喜力、雪花纯生、勇闯天涯 SuperX、老雪、脸谱、马尔斯绿、黑狮白啤等	利润考核为主，增加结构考核，销量考核降低
百威啤酒	· 引领、推动品类增长 · 实现生态系统数字化、货币化 · 优化业务经营 · 扬帆 27 战略	高端化、核心及核心+	继续积极落实扩张战略，于本年度末，百威的分销从 2021 年的 184 个城市扩大至 201 个城市，并计划到 2025 年底扩大至超过 250 个城市。	百威经典、百威金尊、百威黑金、蓝妹、科罗娜、福佳等	利润、收入
重庆啤酒	· 组合选择、地理重点、卓越执行、必赢文化、“资”援征	“6+6” 品牌战略：6 国际高端品牌+6 本地强势品牌	在核心市场持续推进产品高端化并巩固核心啤酒份额。大城市计划继续加速扩张，同时在部分重点市场优化产品组合。	嘉士伯、乐堡、嘉士伯、凯旋 1664、乌苏、风花雪月、京 A 等	利润、销量，利润考核为主
燕京啤酒	· 高质量发展主题 · 强大品牌、夯实渠道、培育客户、深耕市场、精实运营	“1+3” 品牌战略：主品牌燕京+副品牌惠泉、漓泉、雪鹿	全面实施全链路品牌营销，发力线上线下全媒介、多渠道，布局电商、新零售和体验式消费新场景。	燕京 U8、V10 白啤、鲜啤 2022、U8plus、S12 皮尔森、狮王精酿等	利润考核比例提升
珠江啤酒	· 以高质量发展为主线	“3+N” 品牌战略：雪堡、珠江纯生、珠江啤酒+N	渠道结构持续优化，建立并完善客户管理系统电子档案；业务结构持续优化，聚焦优质餐饮、商圈资源拓展工作；创新电商模式，持续完善销售渠道和市场布局。	雪堡、珠江纯生、97 等	

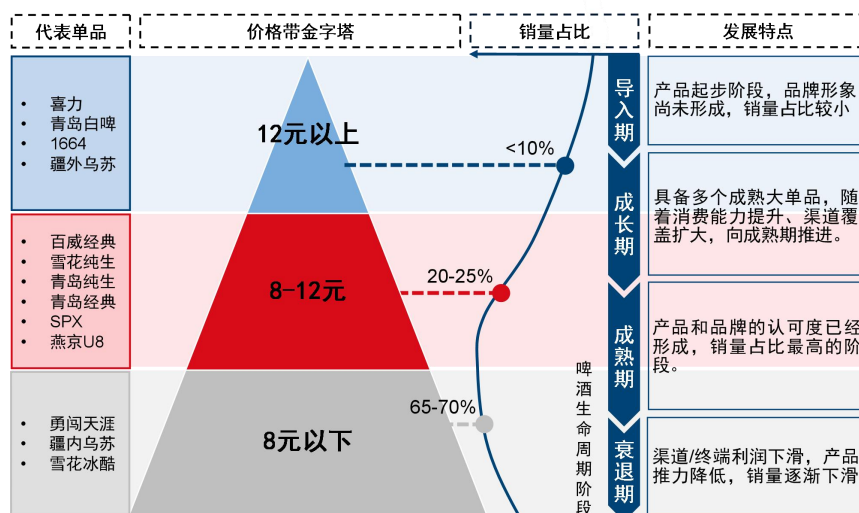
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**研判三：吨价提升速度依赖于需求复苏力度强弱，啤酒企业稳中求进，追求量价再平衡。**一方面，结构升级方向虽明确，但速度仍有赖于消费能力与消费信心强弱。考虑到政策发力到实体经济回暖、消费信心恢复存在时滞，我们预计短期需求大概率维持渐进修复，强劲的消费复苏或需等待更多利好因素出现。部分 2023 年下半年吨价维持高增速但普低档销量下滑较快，考虑到销量基本盘不稳固将不利于长远发展，预计啤酒龙头 2024 年将在继续聚焦高端化的基础上，适度恢复一部分普低档销量，维持量价再平衡。另一方面，在消费需求偏弱的环境中，2023 年末各家啤酒企业对于产品直接提价均较持谨慎态度，预计 2024 年提价对于吨价的贡献相比于过去两年减小。

**研判四：8-12 元价格带预计维持较好销售表现。**2023 年增速较快的产品主要集中在 8-12 元价区，12 元以上价格带喜力在华润啤酒高费用投入策略下保持强劲的增势，但疆外乌苏、1664 等产品表现欠佳，反映消费力偏弱对高档及超高档产品增长的约束客观存在。我们判断 2024 年 8-12 元价格带的销售表现将优于 8 元以下及 12 元以上价格带。

- ◆ **当前环境下消费者对于产品性价比的重视程度提升，8-12 元价区具备较高性价比。**青岛经典、SuperX、乐堡、百威经典、雪花纯生、青岛纯生等 8-12 元价区产品在品质上明显优于 8 元以下产品，且较 12 元以上产品更实惠，可被视为入门级高端产品。
- ◆ **8-12 元价格带消费氛围趋于成熟，产品自然动销能力提升。**同时啤酒具有一定的社交属性，啤酒购买决策容易受到产品流行度与消费氛围的影响。经过啤酒公司近几年重点培育，8-12 元价格带已形成青岛经典、百威经典等百万吨级大单品，以及雪花纯生、青岛纯生、乐堡、SuperX、U8 等 40 万吨以上级产品，此类大单品的成长带动 8-12 元价格带销量占比提升至 20-25%，消费氛围已趋于成熟。我们走访渠道及终端发现以青岛经典为代表的中高档产品在厂商未明显增投费用的情况下仍能顺利进行渠道下沉，且在多类细分渠道均为畅销品，表明产品势能较强、自然动销能力提升。

图28: 8-12 元价格带销量占比提升至 20-25%，消费氛围逐渐成熟



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**研判五：渠道资源进一步向高品牌势能、渠道利润空间可观的产品集中。**受 2023 年下半年需求走弱、雨水天气影响，年末啤酒渠道库存水平略高于往年同期，但

仍处于安全范围。渠道及终端追求轻库存、资金快周转，预计 2024 年优质渠道资源将进一步向品牌高势能、渠道利润空间可观的产品集中。

**研判六：大麦成本预计下行，有望增厚啤酒企业利润。**成本端，由于今年大麦主产地丰产，进口大麦价格高位回落，据国家统计局数据，2023 年 11 月进口大麦均价已回落至 2021 年底水平。此外，2023 年 8 月我国商务部取消澳麦双反关税，2024 年澳麦供给恢复有助于大麦成本改善。2023 年末啤酒公司陆续进入新一季大麦采购询价阶段，从目前询价结果来看，2024 年单吨大麦价格有望同比下降高个位数至双位数，有助于企业盈利能力改善。包材方面，目前铝材、玻璃、瓦楞纸等包材价格以弱势运行为主，在全球通胀放缓、需求偏弱背景下，预计 2024 年不具备明显上涨的基础。整体来看，2024 年啤酒企业成本压力有望进一步缓解，对企业盈利有一定的增厚作用。

表9：假设啤酒企业毛利率 40%，大麦成本占比 15%，大麦采购价同比降 10%将提升毛利率约 0.9pct

毛利率提升幅度 (pct)	大麦采购价降幅								
	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
37%	0.57	0.66	0.76	0.85	0.95	1.04	1.13	1.23	1.32
38%	0.56	0.65	0.74	0.84	0.93	1.02	1.12	1.21	1.30
39%	0.55	0.64	0.73	0.82	0.91	1.01	1.10	1.19	1.28
<b>初始毛利率</b> 40%	0.54	0.63	0.72	0.81	0.90	0.99	1.08	1.17	1.26
41%	0.53	0.62	0.71	0.80	0.89	0.97	1.06	1.15	1.24
42%	0.52	0.61	0.70	0.78	0.87	0.96	1.04	1.13	1.22
43%	0.51	0.60	0.68	0.77	0.85	0.94	1.03	1.11	1.20

资料来源：国信证券经济研究所整理

**投资策略：估值低位建议积极布局确定性龙头，优选改革红利释放标的，关注困境反转业绩改善型机会。**中长期来看，啤酒行业竞争格局相对稳定、供给侧对于高端化的推动意愿强力、能力突出，中长期高端化发展方向依然清晰。短期来看，啤酒龙头稳中求进，追求量价再平衡，预计中高档产品维持较快增速带动吨价稳健增长；同时 2024 年成本压力将进一步缓解，有助于盈利能力持续强化，优质啤酒龙头基本面仍有较强支撑。目前板块估值低位，建议积极布局确定性龙头，推荐青岛啤酒；优选改革红利释放标的，推荐燕京啤酒；关注困境反转业绩改善型机会，如重庆啤酒。

- ◆ **青岛啤酒：**核心大单品青岛经典品牌势能强劲，在 8 元档极具竞争力，产品持续进行渠道扩张与渠道下沉，且具备较强自然动销能力，可稳定为公司贡献中高档产品增量。公司已完成青岛纯生产品焕新，并丰富产品规格，青岛纯生的渠道扩张能力增强。青岛白啤作为高性价比的白啤代表，市场接受度持续提高，目前白啤借助公司较为完善的渠道网络进行终端渗透，产品成长性强。
- ◆ **燕京啤酒：**公司正处改革深化期，本轮改革以燕京 U8 为核心抓手，2022 年以来燕京 U8 开始进入快速成长期，拉动公司产品结构显著提升。目前公司继续推动 U8 在强势市场渠道下沉，同时加大力度进行外部区域渠道扩张。公司的营销资源也继续向燕京 U8 倾斜，燕京 U8 品牌认知度持续提升，产品仍在势能向上阶段，且其所在的 8-10 元细分价格带扩容明显，未来销量有望维持较快增长。此外，弱势子公司减亏及管理效能提升进一步增强公司盈利改善确定性。
- ◆ **重庆啤酒：**经过较长时间的渠道优化调整，核心产品乌苏在疆外价盘趋于稳定，虽短期疆外乌苏销量增长受制于 12 元以上消费需求较为疲弱，但公司持续投入乌苏品牌建设，明年有望推出乌苏系列新品以丰富乌苏品牌矩阵，帮助乌苏



继续进行全国化扩张。今年乐堡等产品在基地市场增长加速帮助公司实现改革调整期平稳过渡，明年乐堡将加快全国化进程，借力疆外乌苏渠道实现渗透率逐步提升。静待核心产品势能恢复带动公司业绩改善。

### 3.1.3、主要风险提示

- (1) 消费能力持续走弱导致产品升级节奏超预期放缓；
- (2) 食品安全问题导致销量大幅受损；
- (3) 市场竞争加剧导致费用投入大量增加；
- (4) 地缘政治冲突导致部分原材料价格大幅上涨加剧成本压力。

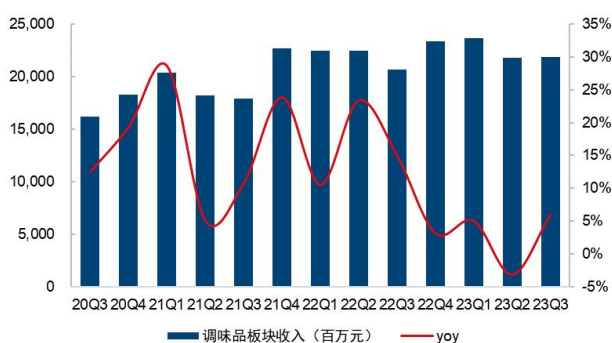
## 3.2、调味品：静待需求拐点出现，关注企业成本回落的业绩弹性

### 3.2.1、回顾 2023 年：需求弱复苏+竞争阶段加剧，板块估值逐步消化调整

**收入端：动销平稳恢复，但在渠道与品类间存在分化。**2023 年前三季度调味品板块收入 672.2 亿元，同比增长 2.5%。在餐饮端延续复苏的背景之下，板块恢复正增长，但恢复节奏在渠道与品类之间仍存分化：

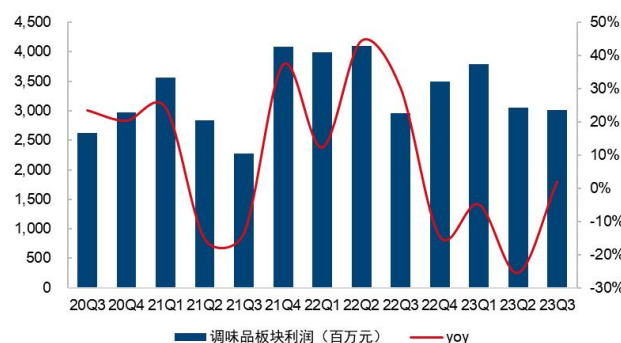
- ◆ **大 B 端恢复优于中小 B 及零售端：**受益于大客户恢复情况良好，天味/日辰/宝立 B 端业务前三季度同比增长较快，均好于板块整体增长。但由于消费整体仍然疲软、行业竞争加剧及疫情期间积累的疤痕效应，中小 B 及零售端恢复仍存压力。
- ◆ **复合调味品优于基础调味品：**从细分板块来看，复合调味品目前竞争格局边际优化，除大 B 依然保持较快恢复速度，进入旺季后火锅底料等产品需求均有所恢复，天味/宝立/日辰等复调公司收入增速均好于板块整体。基础调味品中，千禾凭借零添加产品的持续高增长业绩表现持续亮眼，而海天/恒顺/榨菜等公司收入端承压明显。

图29：调味品板块收入及 yoy（3Q21-3Q23）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图30：调味品板块净利润及 yoy（3Q21-3Q23）



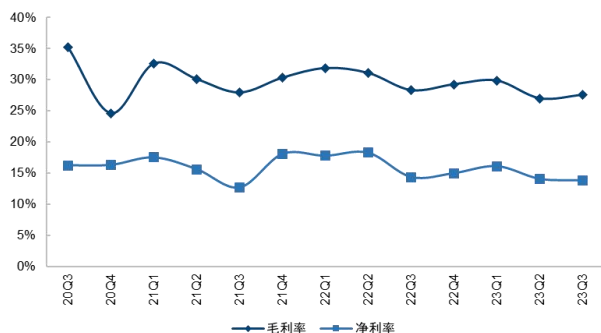
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**利润端：成本延续改善趋势，费用投放整体平稳，盈利能力保持稳定。**2023 年第三季度调味品板块毛利率为 28.2%，同比-2.3pcts，2023 年前三季度调味品板块净利率同比-0.4pct，净利率基本保持稳定，拆分结构来看：

- ◆ **成本兑现周期拉长，压力虽有所缓解，但总体仍处于历史高位。**年初以来，原

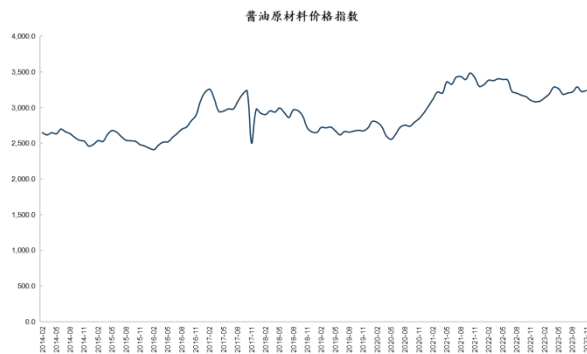
材料、包材、运费等成本有较大幅度下探。酱油酿造企业的核心原材料大豆、小麦均出现较大跌幅，玻璃年内价格回落程度较小，纸箱价格、PET 和油价均大幅下探，包材和运费的成本压力得到较大释放，因此处于多数企业盈利端有所修复，由于主要原材料与包材价格处于历史相对高位，盈利修复弹性并未充分体现。

图31：调味品板块毛利率、净利率（3Q20-3Q23）



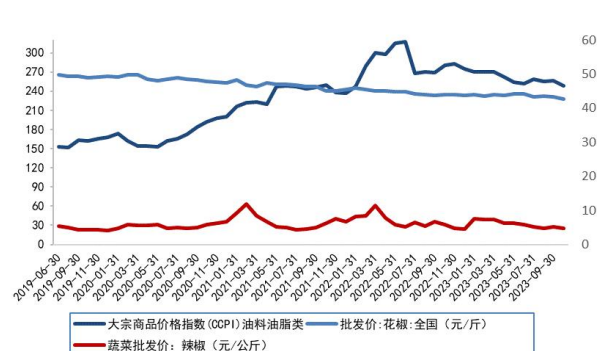
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图32：酱油原材料价格指数



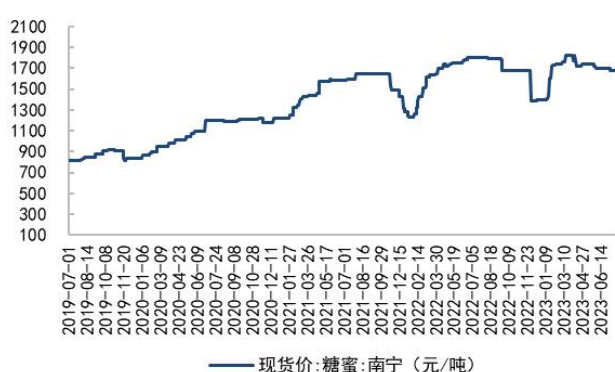
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图33：辣椒/花椒/油脂价格近年变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图34：近年来糖蜜价格变化

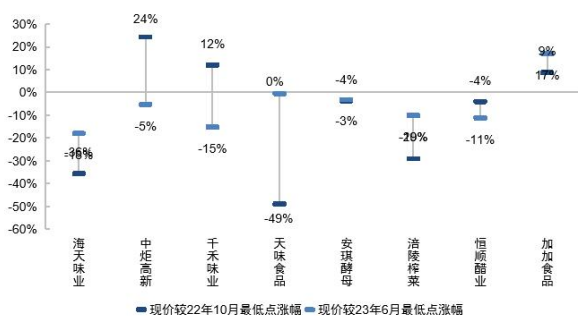


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ **费用投放整体平稳，但不同公司间仍存分化**：2023 年第三季度调味品板块销售/管理费用率分别为 5.8%/3.7%，整体保持稳定，如天味增加市场推广费积极备战旺季到来、榨菜在成本承压背景下大幅减少和优化品宣和市场费用等。后续随着综合成本压力的进一步回落及收入增速的恢复，预计调味品行业盈利能力有望延续逐季改善的趋势。

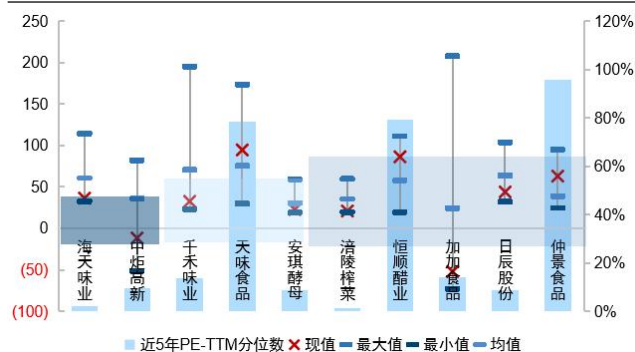
**多重因素扰动，板块估值回落明显**。2022 年 10 月至 2023 年 3 月，受益于疫情放开催化，板块估值有所上修，但由于春节后消费恢复低于预期、行业竞争格局有所加剧，叠加下游主要渠道餐饮端增速放缓，板块业绩并未出现明显恢复，同时估值持续消化调整，目前 PE-TTM 不到 40x，远低于年初 50x 水平。

图35: 调味品板块主要公司股价分位数 (近3年)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图36: 调味品板块主要公司估值分位数 (近3年)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表10: 调味品公司收入与归母净利润 (1-3Q23 及 3Q23)

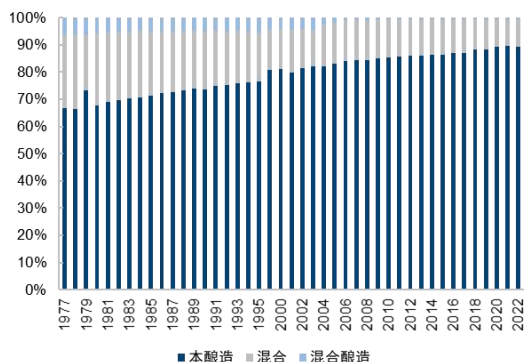
(亿元)	1-3Q23				3Q23				
	证券简称	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy
	海天味业	186.50	-2.3%	43.29	-7.3%	56.85	2.2%	12.32	-3.2%
	中炬高新	39.53	-0.1%	-12.72	-403.9%	12.99	-0.4%	1.70	61.3%
	恒顺醋业	16.38	-2.6%	1.38	-10.5%	4.99	0.0%	0.15	-44.6%
	加加食品	12.18	-4.3%	-0.25	-95.1%	3.64	10.5%	-0.29	-81.1%
	千禾味业	23.31	50.0%	3.87	106.6%	8.00	48.4%	1.31	90.4%
	涪陵榨菜	19.52	-4.6%	6.59	-5.3%	6.15	-1.5%	1.89	4.8%
	安琪酵母	96.53	7.5%	9.12	1.6%	29.39	1.6%	2.43	6.0%
	仲景食品	7.34	12.2%	1.40	36.7%	2.74	15.4%	0.50	28.5%
	梅花生物	205.26	-1.4%	21.61	-37.3%	69.38	5.1%	7.90	-9.0%
	莲花健康	16.14	22.8%	0.95	93.8%	6.41	41.0%	0.44	162.8%
	佳隆股份	2.04	21.1%	-0.28	-1421.4%	0.57	-13.8%	-0.33	-1106.3%
	安记食品	4.89	21.5%	0.29	76.8%	1.91	15.3%	0.08	25.3%
	天味食品	22.34	17.0%	3.20	31.2%	8.08	16.4%	1.13	44.1%
	日辰股份	2.66	14.0%	0.42	0.3%	1.03	16.9%	0.18	11.6%
	宝立食品	17.59	19.2%	2.41	57.0%	6.31	11.8%	0.75	23.7%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 3.2.2、展望 2024 年：静待需求拐点出现，重视估值安全边际

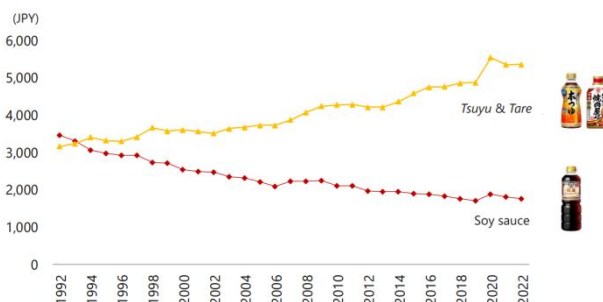
**需求端：板块需求预计保持平稳恢复，零添加产品及复合调味品有望加速渗透。**整体来看，调味品下游渠道中大 B 端恢复情况好于预期，但明年存在高基数下增长降速的压力，后续潜在的需求增长弹性来源于中小 B 渠道及零售端的恢复，因此在中性经济预期假设下预计明年调味品板块需求整体保持平稳。从细分品类来看，通过复盘日本零添加产品及复合调味品的发展历程，即便在经济下行期，零添加产品升级及复合调味品替代基础调味品的趋势依然明显。虽然目前国内出现了消费升级速度放缓的迹象，但我们认为，在居民持续追求健康化、便捷化的食品饮料消费的趋势下，零添加产品及复合调味品预计仍将保持快速渗透趋势。

图37: 日本酿造酱油占比持续提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

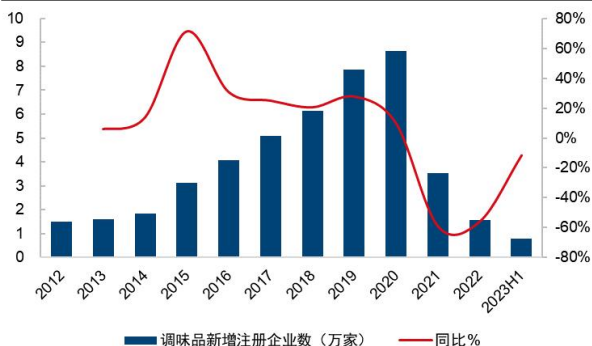
图38: 日本酱油衍生品持续替代酱油



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

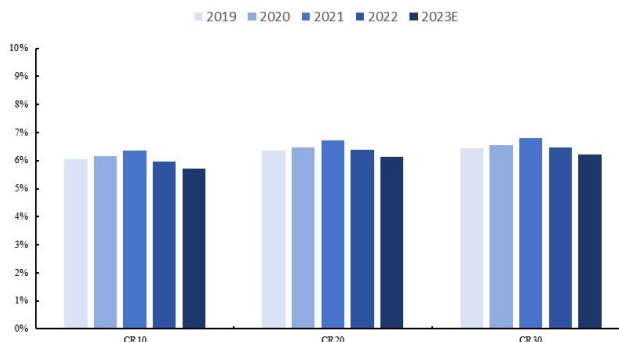
**供给端: 存量竞争背景下, 龙头竞争阶段加剧, 基础调味品仍存在压力, 复合调味品经历前期出清后风险释放更充分。**近年来调味品新增注册企业数大幅减少。根据企查查数据, 疫情及后疫情时代调味品新增注册企业数大幅减少, 融资热情减退。而根据 Euromonitor 数据显示, 2019 年调味品企业零售渠道 CR10、CR20、CR30 分别为 25.5%、31.5%、35.2%, 到 2021 年 CR10、CR20、CR30 分别提升至 26.2%、32.2%、36.0%, 在疫情及成本上扬的背景下, 由于部分中小厂商因压力退出市场, 调味品龙头市占率逆势有所提升。而疫情后厂家和渠道珍惜疫后的复苏场景, 均希望能抓住这波机会尽快回笼资金、提升周转, 导致行业竞争阶段性加剧, 龙头企业份额并未出现进一步提升。

图39: 2012-2023H1 调味品企业注册数及增速 (单位: 万家)



资料来源: 企查查, 国信证券经济研究所整理

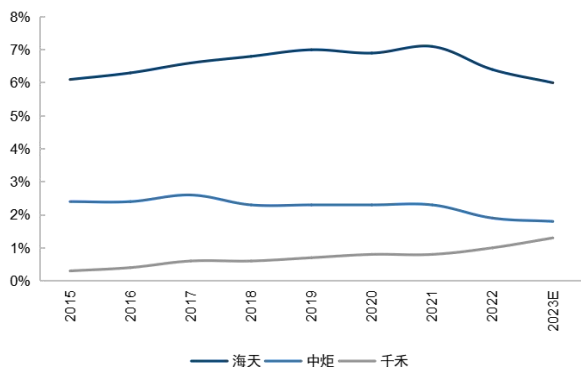
图40: 2019-2023 年调味品零售渠道集中度变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

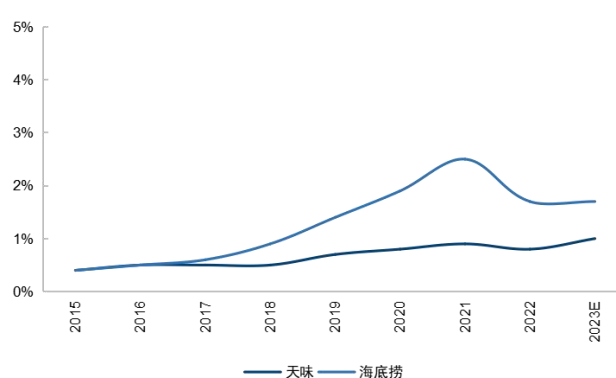
- ◆ **基础调味品:** 考虑到基础调味品两大巨头海天与中炬仍处于改革阶段, 叠加跨界龙头的进入与头部厂商的扩产, 预计基础调味品供给端仍存压力, 后续行业竞争趋缓仍需关注需求端恢复情况。
- ◆ **复合调味品:** 2020 年前经历了资本化加速, 2021 年开始挤压式竞争, 目前各主体已趋于理性, 根据企查查数据, 复调行业新注册企业数明显减少, 并且 2022 年以来复调行业在一级市场的融资也明显降温, 经营不善的中小企业和新兴品牌预计将逐渐淡出市场, 预计行业竞争有望边际持续改善, 相较于基础调味品, 复合调味品在供给端风险释放更加充分。

图41：海天/中炬/千禾在调味品零售渠道中份额变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图42：天味/颐海在调味品零售渠道中份额变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**成本端：原材料价格有望回落，调味品板块盈利能力将持续修复。**基础调味品方面，今年国内新季大豆已经收获结束，市场供应量有所增加，价格有所回落。而国际大豆价格也开始出现下跌，我们预计新一季的大豆采购价格有望从高位继续下降。对于复合调味品，考虑到原料多样性以及部分定制调味品企业对生产成本的合理管控，预计成本端保持相对平稳。而在收入规模效应提升以及生产工艺改进的情况下，成本端或仍存在一定优化空间，从而带动板块盈利能力继续修复。

**投资建议：经历前期回调，虽然当下调味品板块估值已处于历史较低区间，但行业估值对比食品其他板块仍偏高，仍需兼顾估值性价比和基本面改善空间精选个股。**（1）随着后疫情时代到来，BC 两端复调均有望加速替代基础调味品。B 端餐饮企业面临同店修复缓慢、客单价下降等压力，叠加疫情三年盈利能力承压，迫切需要降本增效，复调渗透率有望加速提升；C 端经过疫情培育，居家消费复调的习惯进一步成熟，**推荐天味食品**。（2）若餐饮从大 B 向中小 B 轮动修复，基础调味品需求有望迎来改善，同时大豆价格进入下行周期，有望驱动 2024 年基础调味品公司盈利能力修复。推荐**中炬高新、千禾味业**。

◆ **天味食品：竞争优势不断强化，内外兼修拔高增长势能。**公司近年来持续对员工激励与渠道进行优化调整，在行业承压的背景下仍实现了较快增长，产品端，公司核心单品手工火锅底料&酸菜鱼调料表现稳健，预计明年 6 月前公司将实现所有产品的 0 添加迭代升级，同时仍会针对不同区域进一步丰富产品矩阵。中长期看，复调空间广阔，天味产品优势明显，品牌与渠道势能不断积累，份额有望持续提升。同时后续随着促销搭赠收窄、精准费用投放及后续股权激励费用摊销减少，净利率将延续上行修复趋势。当前股价对应 23/24 年 PE 分别为 32/26X。费用投放精准性等方面仍有较大优化空间。

◆ **中炬高新：内部管理改善可期，经营有望提质提速。**新管理层上任以来，对改革更加重视，自上而下都有较强决心，通过前期基础调研锁定内部存在问题，后续公司将从产品（聚焦大单品、缩减冗余 SKU）、渠道（优化组织架构、明确客户分级管理）、人员优化及激励、供应链改造等维度持续落实改革。虽然短期在改革过程中内部人员及经销商层面出现阵痛及负面反馈，但公司管理思路已逐步清晰，后续经营有望持续改善。经营节奏规划上，24 年公司将以打基础为主（目标收入、利润双位数增长）、25 年造势并提高经营效率、26 年乘势而上，实现三年再造一个厨邦。而在土地诉讼落地后，股权激励、地产剥离等事项后续将持续稳步推进。经历前期股价回调后，当前股价对应 23/24 年 PE 分别为 32/27X，若扣除 50 亿地产市值，对应 23/24 年 PE 为 25/22X。

◆ **千禾味业：全年目标顺利达成，静待流通渠道持续放量。**虽然四季度面临较大的基数压力，但公司仍有望实现正增长，全年有望顺利完成股权激励目标。公司西南大本营市场地位稳固，外埠市场本轮家庭传统渠道继续拓展。管理层面，公司组织持续裂变，目前大区经理均要求直管一个具体省区并参与到赛马，达成好的小区域可裂变提级，增强对年轻干部的赋权。我们预计公司今年将基本完成一线城市的流通开商布局，今年新招较多经销商仍处于磨合期，后续磨合充分后预计将贡献明显增量。公司远期目标网点 150 万个，外埠市场仍有大量空白网点待开发。未来随着居民消费力逐渐恢复，预计零添加产品动销有望持续改善，重点关注家庭传统渠道新增网点的动销回转、库存水平以及存活率情况。当前股价对应 23/24 年 PE 分别为 30/25X。

### 3.2.3、主要风险提示

- (1) 餐饮行业需求恢复持续偏慢。
- (2) 行业竞争加剧风险；
- (3) 原材料价格大幅上行风险。
- (4) 食品安全问题。

## 3.3、乳制品：需求复苏、成本下移，改善可期

### 3.3.1、回顾 2023 年：液态奶需求环比回升，婴配粉需求持续低迷

2023 年第二、三季度消费需求有所弱化，细分板块受到不同程度的影响。受疫情疤痕效应影响，乳制品行业消费需求恢复速度偏慢。分品类看：1) 部分细分品类消费属性偏向可选，比如低温酸奶、乳饮料、零食奶酪（奶酪棒），受居民购买意愿下滑的影响较大；2) 部分细分品类对传统线下渠道的依赖度较强，比如低温鲜奶，受线下商超人流量下滑的影响，低温鲜奶承压较为明显；3) 部分细分品类与特定消费场景的相关度较高，比如常温液态奶中的高端礼赠品类，今年中秋国庆礼赠需求提振，终端备货积极。

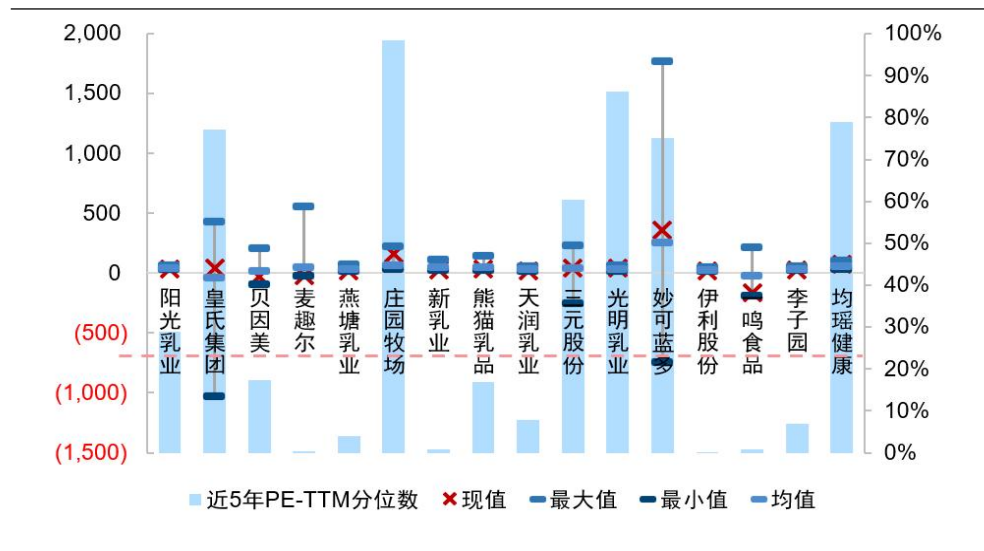
**乳制品行业细分品类供需变化有差异，高端白奶增速环比回升，婴配粉需求承压。具体来看：**

- ◆ **液态奶：**2022 年受疫情环境及宏观经济影响，高端品类增速有所放缓，但 2023 年第三季度高端常温液态奶增速环比回升，终端需求或迎来拐点。
- ◆ **婴配粉：**由于我国居民生育意愿持续低迷，出生率压力较大，婴配粉行业需求承压。库存方面，婴配粉新老国标交替库存周期已接近尾声。若明年新生儿数量触底反弹，那么婴配粉板块有望逐季改善。
- ◆ **奶酪：**渠道间有所分化，C 端渠道，以大单品奶酪棒为代表的奶酪零食表现相对较弱，B 端渠道，餐饮奶酪表现亮眼。格局来看，中小厂商持续出清，龙头集中度加速提升。

**区域乳企业绩表现分化明显。**1) 新乳业全国化拓张步伐提速，表现优于行业，公司收入端主打产品创新，利润端主打结构升级+控管理费用；2) 天润乳业二、三季度分别受到高基数和 7-8 月需求疲软的影响，收入表现相对较弱，利润端受到牛只淘汰和新农并表的拖累，压力较大，期待明年轻装上阵。

估值方面，当前乳制品板块估值已具备性价比。当前乳制品板块 PE（TTM）整体水平不高，内部有所分化，龙头伊利/新乳业/燕塘乳业/天润乳业 PE（TTM）处于近五年 0.2%/0.7%/3.9%/7.9%分位。

图43: 乳制品板块主要公司估值处于历史较低分位



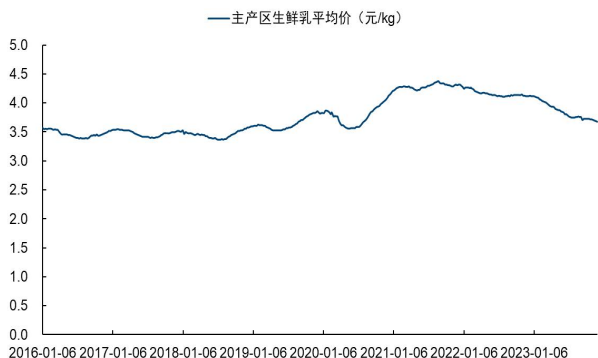
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 3.3.2、展望 2024 年：需求逐季改善可期，奶价红利有望延续

研判一：预计上游原奶价格持续回落，乳制品企业成本有望进一步改善。

◆ 饲料价格下降、牧场补栏产能持续释放，原奶价格自 2021 年 9 月开始下行。2020 年 11 月，原奶价格突破 4.0 元/公斤，此后仍不断上升，于 2021 年 8 月底达到近五年来最高水平，长期原因主要是饲料价格上涨+供需错配；此后，随着牧场补栏产能逐步释放、饲料价格高位回落，原奶价格持续下行。存栏量来看，自 2005 年以来，受散户退出等影响，我国乳牛存栏量呈现下降态势，从 2005 年的 1216 万头降至 2020 年的 1043 万头，而单产的提升使得整体牛奶产量基本保持平稳；2020-2022 年，存栏量以 5%左右的同比增速不断增长，原奶供给端显著提升。奶牛养殖成本来看，原奶成本主要为饲料花费，其中饲料的核心构成一般为 40%的玉米、20%豆粕、30%的苜蓿和燕麦草。自 2020 年初开始，我国玉米平均价便不断上升，至 2021 年 3 月达到高点后震荡下行。同样，在 2019 年 5 月跌至低谷后，豆粕平均价涨势汹涌，至 22 年底，高点价格相比 19 年 5 月涨幅在翻倍以上，此后震荡下行。苜蓿草、燕麦草进口单价自 2023 年初至今环比持续回落。在乳牛养殖成本下降的背景下，补栏产能释放导致供需失衡，原奶价格持续下行。

图44: 2016 年至今原奶价格变动



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图45: 2017-2022 年中国奶牛存栏量



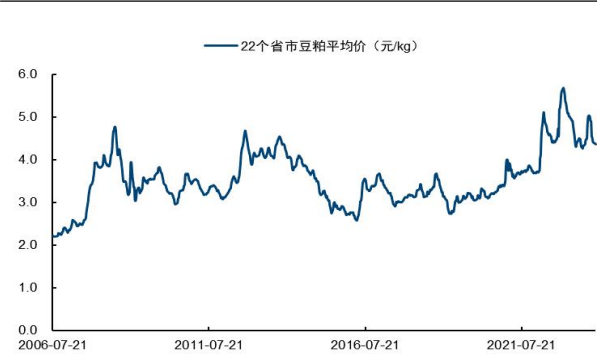
资料来源: 中国奶业年鉴, 国信证券经济研究所整理

图46: 2006 年至今玉米平均价变动



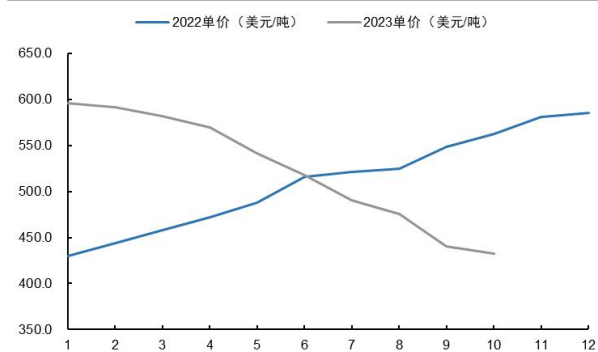
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图47: 2006 年至今豆粕平均价变动



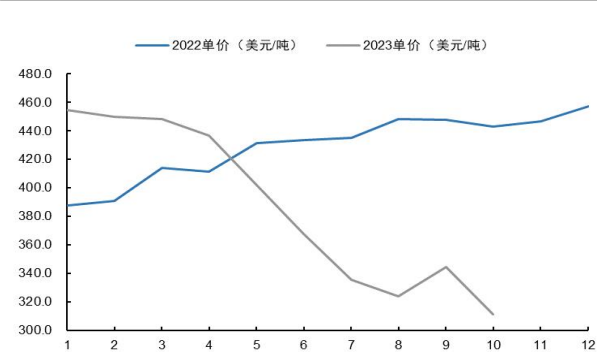
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图48: 中国苜蓿草月度进口单价 (2022 年-2023 年)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图49: 中国燕麦草月度进口单价 (2022 年-2023 年)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

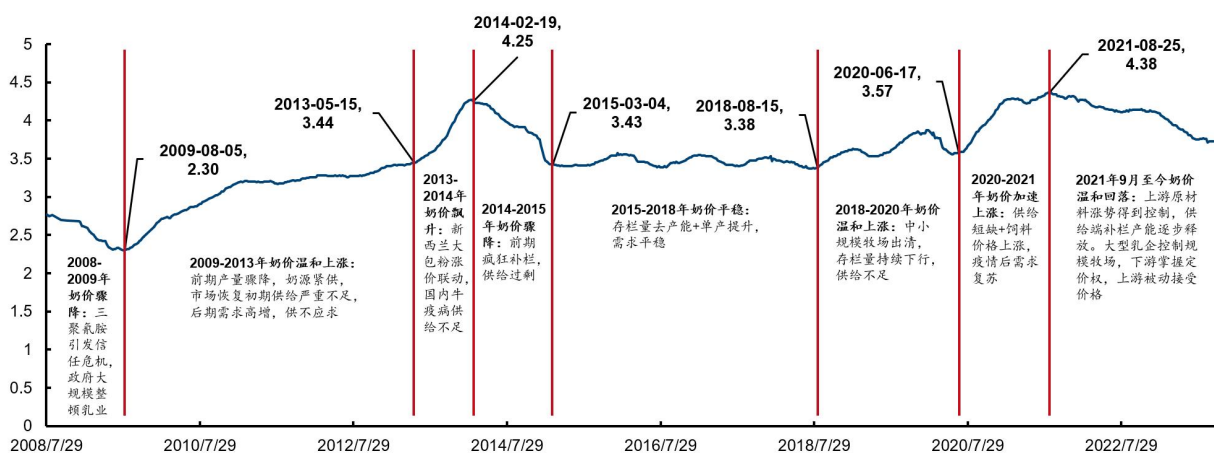
◆ **原奶价格周期复盘: 本轮原奶价格周期可比 2013-2014 年, 但变化节奏更慢、周期更长。**原奶价格的核心决定因素是供求, 国内乳制品需求端自 21 世纪初高增后增速回落, 目前需求趋于平稳, 供给端主要影响因素有政策、气候、疫病等。2008-2023 年奶价周期大致可分为 8 阶段, 各阶段奶价变动有急有缓。本轮奶价急涨缓降, 由 2020 年 6 月 3.57 元/kg 增至 2021 年 8 月 4.38 元/kg,



增幅可比 2013 年 5 月-2014 年 2 月，奶价由 3.44 元/kg 增至 4.25 元/kg，但本轮增速略慢，后由 2021 年 8 月 4.38 元/kg 至今温和回落，回落节奏远远慢于 2014 年 2 月-2015 年 3 月。两轮奶价上涨原因，本质上都是供给短缺，但本轮奶价增速略慢，原因在于供给端变化较为温和，且牧场补栏产出逐步释放、形成对冲。两轮奶价下跌原因，本质上同样是供求关系，本轮下跌节奏较为温和，原因在于大型乳企控制规模牧场，前期补栏计划性强，且规模牧场相比散养奶农，生产经营抗周期性更强。

- ◆ **奶价展望：头部牧场补栏计划性强，本轮奶价预计持续温和回落趋势。**目前本轮奶价已于 2021 年 8 月底见顶开始回落，相比 2014-2015 年奶价大幅下跌，本轮奶价回落节奏较为温和。由于 2013-2014 年奶价暴涨，且当时牧场集中度较低，众多小规模牧场缺乏扩张规划及行业前瞻，盲目补栏导致 2014-2015 年奶价见顶后狂跌。2017-2018 年环保政策趋严+牧场检疫成本上升，众多中小规模牧场由此出清，目前大规模牧场集中度高，且头部牧场已与下游乳企建立深度绑定，补栏动作计划性更强，且补栏产能释放节奏将较为平稳，因此，我们预计本轮奶价将持续温和回落趋势。

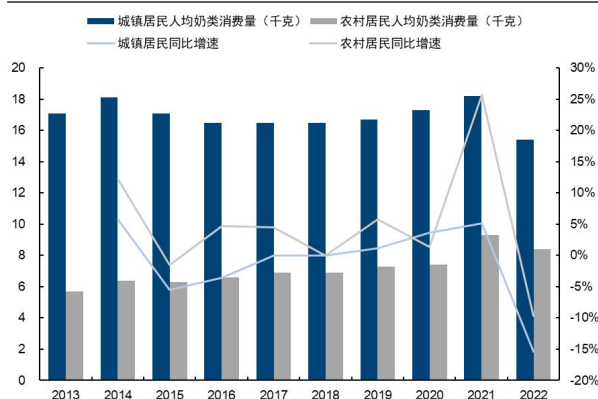
图50: 2008-2023 年国内主产区生鲜乳价格走势（元/kg）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

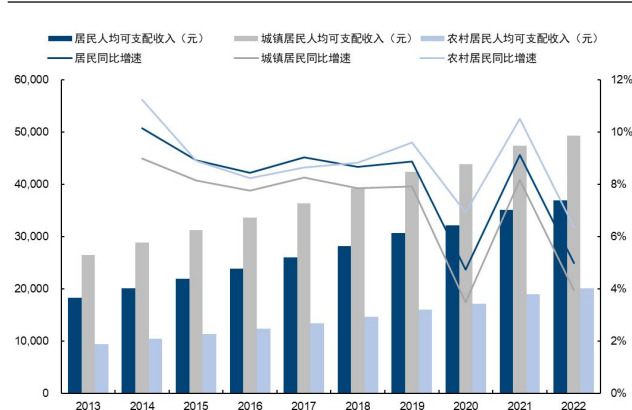
**研判二：居民健康意识持续提升，液态奶高端化趋势预计延续。**虽然我国城镇居民人均奶类消费量自 2013 年以来较为稳定甚至略有下降，但是液态奶消费单价持续提升。我们认为在居民健康意识持续提升的背景下，液态奶消费升级的中长期趋势仍将维持。液态奶消费升级主要来自两个方面：（1）常温奶结构升级：以双寡头为例，伊利、蒙牛均在基础款纯牛奶之后推出高端化有机奶，此后进一步针对特定群体如乳糖不耐受者、儿童等推出升级款新品。（2）低温鲜奶增长：低温鲜奶定价整体高于常温白奶，且从低温鲜奶价格带分布可看出，伴随产品结构升级，单价呈上升趋势。常温奶结构升级与低温鲜奶增长将促进液态奶消费单价提升。

图51: 2013-2022 年城镇、农村居民人均奶类消费量



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图52: 中国 2013-2022 年居民人均收入及同比增速



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

**研判三：常温白奶增速稳健，低温鲜奶加速成长，奶酪行业增速有望反弹。**我国常温白奶市场发展最早，根据欧睿，2010 年常温白奶即达到 500 亿元以上的市场规模，近年来，随着市场趋于成熟+低温高端化替代效应，常温白奶增速趋缓，但韧性十足，近年增速维持在 6-8%，2020 年市场规模 1256 亿元。低温白奶受益于消费升级、居民健康意识提升、冷链等基础设施建设，近年加速增长，增速由 2015 年 6%增至 2023 年 21%，2023 年市场规模达 625 亿元。酸奶行业，自光明于 2009 年推出常温酸奶，开启了长达 10 年的黄金发展期，至 2019 年，行业规模已突破 1469 亿元，此后连续四年下滑，至 2023 年行业规模下滑至 1191 亿元。奶酪行业受到 C 端奶酪下滑、消费者教育节奏放缓的影响，近两年增速有所回落，但龙头在 2023 年已全面加强 C 端零食产品矩阵建设，加快新品推出节奏，且 B 端奶酪国产替代快于预期，我们认为奶酪行业增速有望反弹。

图53: 中国常温白奶行业 2012-2023 年市场规模及同比增速



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图54: 中国低温鲜奶行业 2012-2023 年市场规模及同比增速



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图55: 中国酸奶行业 2012-2023 年市场规模及同比增速



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图56: 中国奶酪行业 2012-2023 年市场规模及同比增速



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

**投资策略: 推荐布局估值修复的全国性液态奶龙头, 关注细分板块需求复苏和区域性乳企全国化扩张。短期来看, 四季度受春节错期影响, 预计备货更多体现在1Q24, 四季度收入谨慎乐观; 成本端, 奶价红利仍存; 费用端预计保持收紧态势。长期来看, 1) 液态奶已至成熟期, 结构升级+控费释放利润, 龙头强者恒强, 2) 奶粉国产替代逻辑持续演绎, 3) 奶酪尚处成长期, 奶酪零食产品矩阵持续丰富, 餐饮奶酪打开第二增长曲线。**

**建议关注三条投资主线: 1) 全国性液态奶龙头, 关注伊利股份估值修复; 2) 细分板块需求复苏, 奶酪板块关注妙可蓝多, 低温鲜奶关注新乳业, 奶粉关注中国飞鹤; 3) 区域性乳企全国化扩张, 关注天润乳业。**

◆ **伊利股份: 终端需求恢复拐点已现, 估值有望迎来修复。根据渠道跟踪, 中秋国庆高端白奶礼赠需求提振, 终端备货积极, 伊利三季度液态奶收入环比显著提速。婴配粉新老国标交替库存周期已接近尾声, 明年新生儿数量有望触底反弹, 料奶粉收入将逐季改善。展望全年, 费用端预计保持收紧趋势, 全年内生净利率提升 30BP 的目标大概率可达成。估值方面, 目前公司 PE (TTM) 处于近五年 0.2%位置, 随着公司基本面触底反弹, 估值修复可期。**

### 3.3.3 主要风险提示

- (1) 宏观经济压力增大导致乳制品行业高端产品需求持续偏弱;
- (2) 市场竞争加剧导致费用投放增多;
- (3) 原奶价格大幅波动风险。
- (4) 食品安全问题;

## 3.4、速冻食品: 关注渠道及产品新机会, 聚焦供应链管控能力强的龙头公司

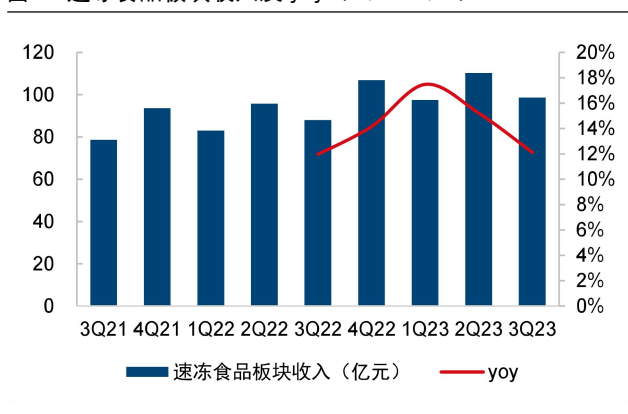
### 3.4.1、回顾 2023 年: 业绩稳健增长, B 端高景气延续

**收入端: B 端高景气延续, C 端消费偏疲软。2023 年前三季度 C 端消费仍然偏弱, B 端恢复态势较优, 特别是连锁餐饮等 (以下简称大 B) 渠道表现较好, 虽然宴席、**

社会餐饮等（以下简称中小 B）在消费环境和经营生态温和复苏背景下增长节奏略慢，但 10 月已有边际改善。2023 年第三季度安井/千味/三全/立高收入分别同比 17.2%/25.0%/3.0%/30.1%，板块龙头在较弱的复苏环境中保持了较强韧性。

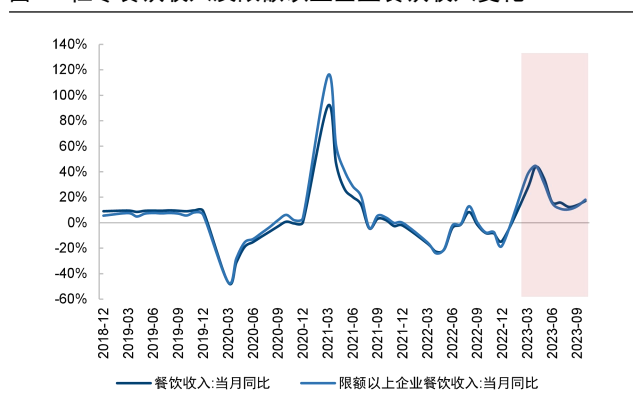
- ◆ **B 端：大 B 好于小 B，龙头韧性较强。** 第三季度千味收入增长 25.0%，主要系大 B 渠道收入延续高成长，除了疫情期间受损明显造成的低基数影响外，还源于公司积极与百胜中国、华莱士等连锁餐饮合作。第三季度安井主业收入增长 15.5%，千味小 B 渠道收入同比增长 15% 左右，其中宴席、团餐进入旺季增长较快，社会餐饮表现偏弱，整体小 B 渠道保持较为稳健的增速。立高餐饮新零售渠道前三季度累计收入同比增长超过 60%，得益于公司大客户的开拓顺利。B 端速冻食品景气延续，安井、千味和立高等速冻板块龙头均表现出较强的韧性。
- ◆ **C 端：商超流量下滑，消费环境仍待修复。** 第三季度安井商超渠道收入同比降低 18%，三全直营商超收入同比降低 17.8%，C 端速冻食品表现疲弱，主要原因包括（1）疫情期间居家需求增多，造成 2022 年 C 端速冻食品销售规模基数相对较高；（2）2023 年消费环境与消费力仍在缓慢爬坡；（3）商超流量下滑，渠道处于萎缩状态。

图57：速冻食品板块收入及 yoy（3Q20-3Q23）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图58：社零餐饮收入及限额以上企业餐饮收入变化

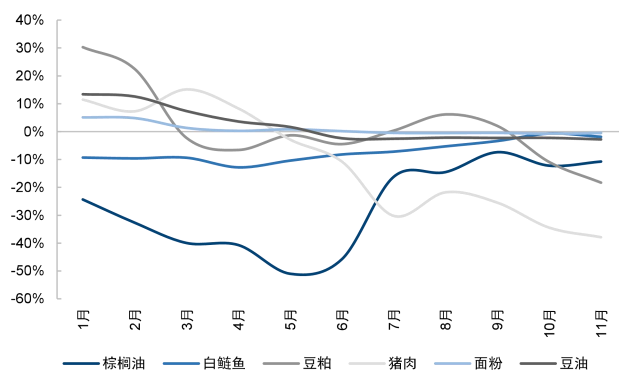


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**利润端：原材料价格保持低位，费用管控精细化，盈利能力有所改善。** 2023 第三季度安井/千味/三全/立高归母净利润率 11.4%/8.0%/7.4%/5.3%，分别同比 3.3%/1.8%/1.2%/1.2pcts，速冻板块龙头公司均呈现出盈利能力改善、归母净利润增速好于收入增速，主要源于成本端压力不大，费用端公司积极提升运营效率，根据渠道需求灵活调整费用投放，实现盈利能力改善。

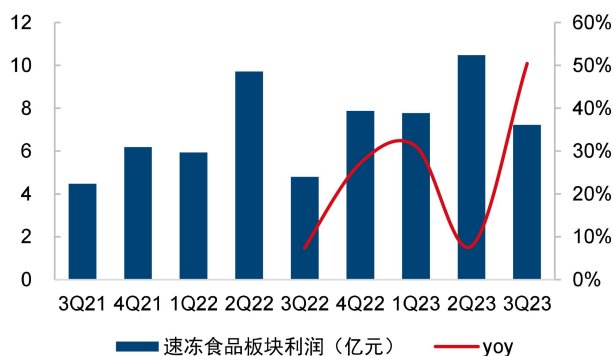
- ◆ **成本：原材料成本压力不大。** 根据 Wind 数据，3Q23 棕榈油/白鲢鱼/猪肉/豆油平均价格同比-13%/-5%/-26%/-2%，面粉同比持平，豆粕略有上行。速冻食品原材料鱼浆、油脂、肉类等采购成本均同比有所回落，结合公司均根据生产销售计划进行一定程度锁价，成本端整体压力不大。
- ◆ **费用：精细化费控措施到位。** 安井/千味/三全/立高 3Q23 销售费用率 6.1%/4.1%/12.9%/12.7%，同比-0.2/-0.2/-2.9/0.8pcts，管理费用率 3.0%/9.2%/3.4%/12.2%，同比-0.2/-0.7/-0.2/-1.3pcts，各公司费投管控趋于精细，持续优化渠道结构，同时受益于规模效应，费用率稳中有降。

图59: 2023 年以来速冻食品板块大宗原材料价格同比回落



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图60: 速冻食品板块净利润及 yoy (3Q20-3Q23)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图61: 速冻食品板块公司基本面梳理

代码	公司	收入增长归因 (括号中为19-22 CAGR)	盈利能力表现	盈利能力变化主要原因	核心产品
603345.SH	安井食品				收入: 速冻火锅料产品稳健增长, 菜肴类产品低基数放量 利润: 产品结构变动、原材料价格变化带来毛利波动; 费用管控与规模效应降低费率
001215.SZ	千味央厨				收入: 餐饮客户数量+体量扩大、品类扩充贡献量增 利润: 产品结构优化, 盈利能力较为稳定
300973.SZ	立高食品				收入: 商超、新零售等渠道大单品放量 利润: 原材料、人工等成本上涨、产品结构变化
002216.SZ	三全食品				收入: 新式面点等产品销量增长, 餐饮渠道合作增加 利润: 产品结构优化, 经营效率提升

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

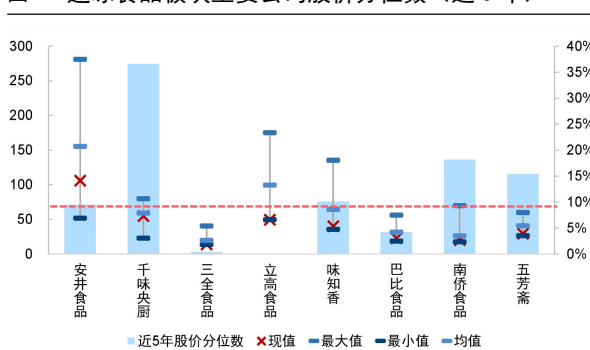
2023 年二季度后需求端脉冲式复苏引发估值收缩, 当前估值处于历史低位, 龙头估值具有性价比。2022 年底后疫情扰动因素逐步消失, 消费需求复苏呈现逐渐减弱态势, 进入 2023 后消费力修复动力稍显不足, 市场对于需求修复产生担忧, 叠加年中为速冻食品淡季以及 2022 在疫情居家环境中基数偏高, 2023 年以来速冻食品板块估值先升后降。全年速冻行业龙头在表现较为稳健, 虽消费需求受到基数因素与需求端影响, 但是 B 端修复曲线陡峭, 龙头积极拥抱新产品、渠道, 叠加成本端压力不大, 多数公司前三季度业绩维持较好增长。当前速冻食品板块估值回落至过去 3 年的最低值附近, 我们认为已经充分反映悲观预期, 估值具有性价比。

表11: 3Q22 以来速冻食品板块公司利润、股价、估值表现

代码	公司	股价跑赢/输大盘幅度					单季度利润 yoy					P/E(TTM)				
		3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
603345.SH	安井食品	4.1%	2.6%	-3.3%	3.3%	-20.8%	61.7%	118.4%	76.9%	50.0%	63.8%	59.5	52.7	54.3	41.0	31.0
001215.SZ	千味央厨	4.8%	29.5%	11.5%	-1.1%	-13.7%	18.9%	1.1%	5.5%	50.3%	60.4%	44.4	50.9	62.9	58.0	53.4
002216.SZ	三全食品	-3.9%	14.0%	-15.5%	9.9%	-4.9%	-12.1%	7.8%	7.0%	-7.5%	22.1%	20.3	18.7	19.1	17.5	16.8
300973.SZ	立高食品	-2.1%	14.7%	5.8%	-22.3%	-5.5%	-50.5%	-49.4%	24.6%	92.0%	66.9%	60.1	77.3	88.5	86.4	68.4
605089.SH	味知香	-7.7%	42.0%	-1.9%	-13.6%	2.1%	-2.7%	9.0%	-0.2%	12.6%	-18.8%	41.5	41.2	52.9	44.0	39.1
605338.SH	巴比食品	-1.8%	20.8%	-5.1%	-6.5%	-7.3%	9.0%	0.4%	272.4%	-64.9%	354.6%	27.1	31.5	35.7	26.5	28.4
605339.SH	南侨食品	-2.5%	11.9%	10.3%	-9.4%	-3.5%	-90.9%	-70.7%	-26.5%	-25.1%	346.3%	30.8	36.7	47.9	62.1	61.7
603237.SH	五芳斋	-10.9%	18.6%	6.8%	-5.3%	-3.1%	39.7%	-2.0%	-101%	16.8%	-7.9%	36.5	30.3	37.2	44.7	35.7

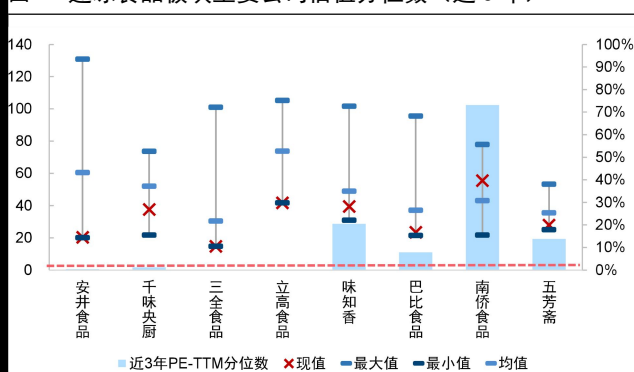
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图62: 速冻食品板块主要公司股价分位数 (近3年)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图63: 速冻食品板块主要公司估值分位数 (近3年)



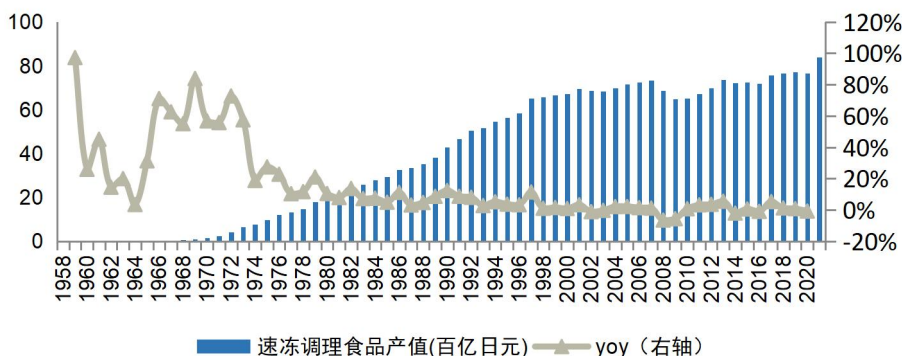
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 3.4.2、展望 2024 年：需求复苏有望延续，关注强供应链能力的龙头公司

**需求端：预计 2024 年将延续恢复趋势，关注高成长单品及渠道变迁中的结构性机会。**过去三年速冻食品行业主要公司收入提升主要源于销量增长，由于当前中国速冻食品整体处于成长阶段，预计短期量增仍是核心，大单品打造、渠道适应与开拓成为营收规模扩张的关键驱动。

◆ **大 B 端景气度仍具优势，C 端基数逐渐回归正常，关注中小 B 端恢复弹性。**回顾日本速冻调理食品的发展经历，即便在经济下行期，凭借餐饮连锁化和家庭便捷化趋势，速冻调理品仍保持快速渗透趋势。消费分级仍是未来的主旋律，具备供应链优势、价格合适、品质稳定的大 B 端需求预计仍保持相对景气，上游供应链企业有望实现较快增长。2023 年 C 端及中小 B 基数较低，2023 年需求恢复节奏偏平稳主因经济环境弱复苏扰动，展望 2024 年伴随消费信心与消费能力有望改善，速冻行业需求端扰动因素有望逐渐减弱，后续仍需重点关注 C 端及中小 B 渠道恢复的节奏。

图64: 日本速冻调理食品成长期长达 23 年, 复合增速为 9.7%

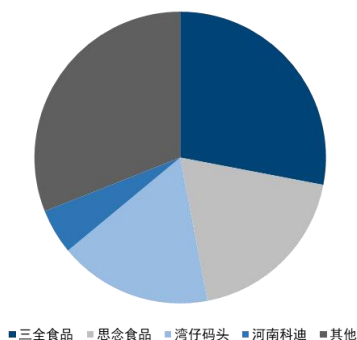


资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

◆ **韧性大单品价值凸显, 渠道变迁适者生存。**新式米面（例如蒸煎饺、包点等）还处于高速发展阶段, 速冻火锅料集中度仍在上升, 预制菜、冷冻烘焙板块消费习惯还在培育。中国速冻食品渠道呈现碎片化特征, 虽然 2023 年经济环境弱复苏导致中小 B 恢复节奏偏慢, 但是随消费力回温, 2024 年有望持续修复, C 端渠道流量结构变化, 传统商超线下流量下滑, 出现新零售、社区团购、社交电商等新兴渠道。速冻食品多个公司体量不大, 除安井外营收规模均在 80 亿元以下, 安井锁鲜装、千味油条及蒸煎饺均为创收明显的大单品, 餐饮、新零售渠道新客户与新产品为三全、立高等创造渠道增量, 高成长属性的大单品、新兴渠道开拓能力成为核心要素。

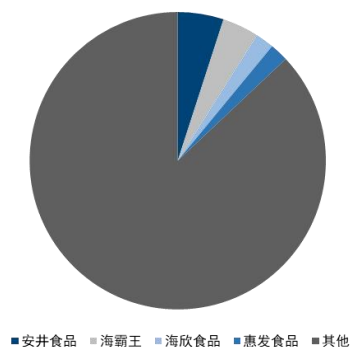
**供给端: 预计 2024 年竞争阶段性加剧, 龙头企业经营优势更大。**今年米面产品促销普遍加大、格局有所恶化, 而目前行业成本相对低位、需求仍然疲软, 若 2024 年需求改善有限, 不排除火锅料等其他品类竞争阶段性加剧的情况, 此时供应链管理更强的龙头企业有望逆势进一步获取份额。

图65: 我国速冻面米行业市场竞争格局 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图66: 我国速冻火锅料制品市场竞争格局 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**利润端: 原材料价格总体可控, 强产业链掌控有望平抑价格波动, 盈利能力将维持在较高水平。**速冻食品行业原材料收入占比较高, 应对原材料价格波动是企业的重要课题, 同时速冻产品的制造属性与冷链运输环节对产业链把控能力提出更高要求。2023 年多家企业均采取一定控费措施对抗环境压力, 成本端棕榈油等价

格有所回落且公司根据生产销售计划进行一定程度锁价，盈利表现优于收入。展望 2024 年，预计明年原材料价格不会出现较多上涨。同时重视供应链提效、费投管控趋于精细的公司会表现出更强的韧性，叠加规模效应带来费用率稳中有降，盈利能力有望维持在较高水平。

表12: 速冻食品成本端价格表现（图中均为同比变化）

	棕榈油	白鲢鱼	豆粕	猪肉	面粉	豆油
1 月	-24%	-9%	30%	11%	5%	13%
2 月	-33%	-10%	23%	7%	5%	13%
3 月	-40%	-9%	-2%	15%	1%	7%
4 月	-41%	-13%	-7%	8%	0%	4%
5 月	-51%	-10%	-1%	-3%	1%	2%
6 月	-46%	-8%	-4%	-11%	0%	-2%
7 月	-16%	-7%	0%	-30%	0%	-3%
8 月	-15%	-5%	6%	-22%	-1%	-2%
9 月	-7%	-3%	2%	-25%	0%	-2%
10 月	-12%	-1%	-11%	-34%	-1%	-2%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**投资策略：估值底部建议积极布局经营韧性强的龙头公司。**速冻食品龙头继续根据规划提升产能利用率，布局发展较快的预制菜赛道，通过优化产品渠道结构、提高经营效率的方式强化自身盈利能力。我们预计 2024 年龙头受益于积极的营运策略有望保持业绩较快增长，继续推荐持续推荐经营韧性强、当前估值具有性价比的速冻龙头**安井食品**、**千味央厨**。

- ◆ **安井食品**：2023 年公司保持良性增长，盈利能力修复态势较好，下半年将串烤项目并入安井小厨共同聚焦鸡肉调理品+串烤类产品，同时积极开发团餐等新渠道。公司内生动力充足，主业 BC 兼顾，预制菜板块通过冻品先生、安井小厨、新柳伍、新宏业持续培育多元化产品，有望继续在产品、渠道高质量基础上保持内生性成长，另外虾滑和锁鲜装产品定位于改变产品结构、有望贡献盈利能力提升。
- ◆ **千味央厨**：2024 年随着消费力逐渐恢复，小 B 渠道收入增速有望改善，另一方面毛利率较高的小 B 渠道拓展、产品结构调整有望对利润端产生正向影响。预制菜方面，御制菜公司未来围绕大 B 客户专注于定制化半成品，C 端事业部目前在盒马、便利系统进展顺利，有望产生收入增量。

### 3.4.3、主要风险提示

- (1) 消费能力持续走弱导致餐饮渠道恢复较慢。
- (2) 行业竞争加剧风险；
- (3) 食品安全问题；
- (4) 原材料成本大幅上行风险。

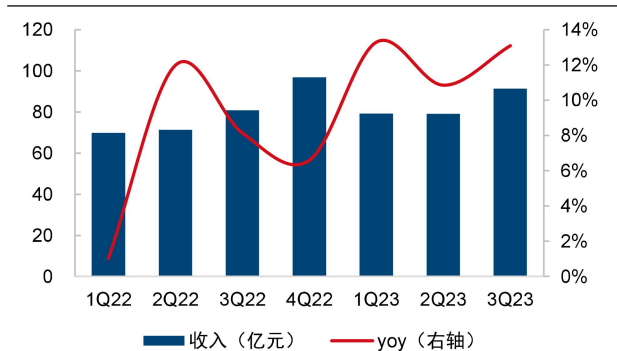
## 3.5、休闲食品：生产型企业持续受益渠道变革，景气度有望延续

### 3.5.1 回顾 2023 年：零食受益渠道变革红利，卤制品单店存在压力



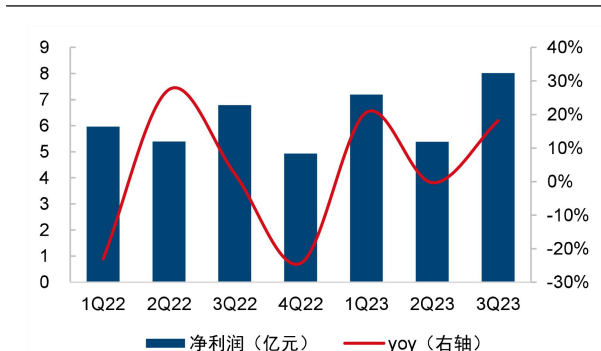
**休闲零食：量贩零食渠道快速扩张，休闲零食生产型企业持续受益。**休闲食品渠道体系变革延续，商超渠道及传统电商平台持续被分流，消费者向质价比突出的零食量贩渠道转移。在此背景下，盐津铺子、劲仔食品、甘源食品等生产制造型休闲零食企业灵活调整策略，与头部量贩零食品牌达成合作，业绩实现较好增长。良品铺子、来伊份等渠道型企业受新渠道的冲击较大，23年前三季度收入、利润均产生双位数下滑。

图67：休闲零食生产型企业收入变化



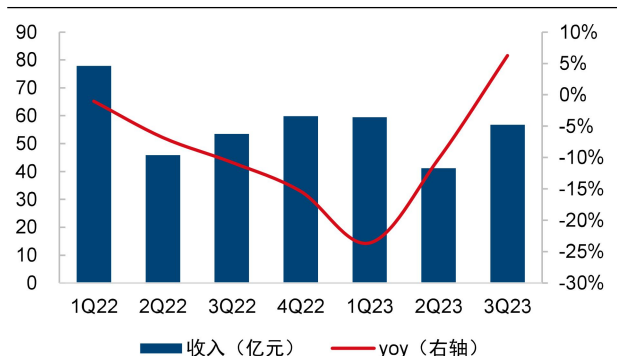
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图68：休闲零食生产型企业净利润变化



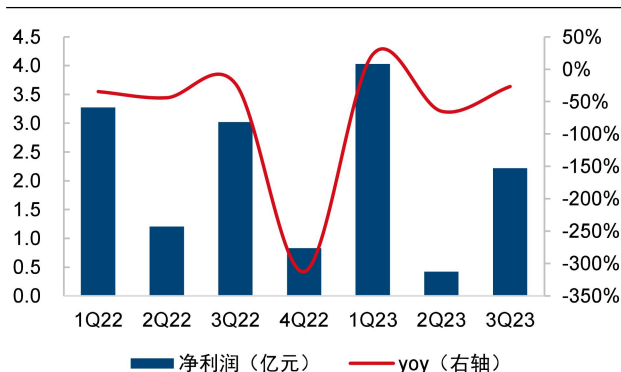
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图69：休闲零食门店型企业收入变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

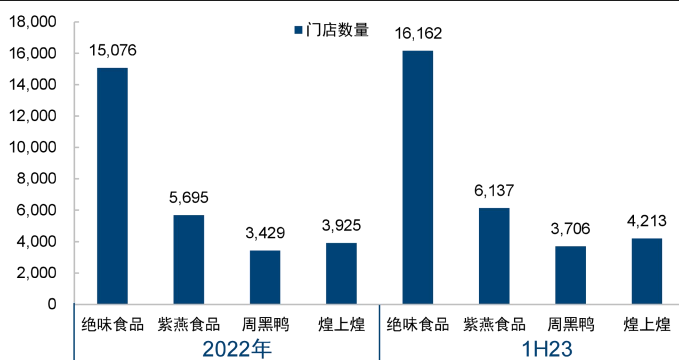
图70：休闲零食门店型企业净利润变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**卤制品：门店数量持续增长，单店收入压力仍存。**根据公司公告，卤制品板块绝味/紫燕/周黑鸭/煌上煌的门店数量在2023年上半年分别净增长1086/442/277/288家，相比2022年底增幅为7.2%/7.8%/8.1%/7.3%，主因线下消费场景恢复，卤味连锁品牌扩店策略较为积极。自2020年疫情以来，卤味连锁品牌单店收入有所承压，根据公司公告测算，绝味食品、周黑鸭2022年单店收入分别同比-12%、-41%，23年上半年单店收入分别同比-3%、+0%，主因宏观经济弱复苏背景下，偏可选属性的卤制品需求恢复不明显。

图71: 卤制品门店数量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图72: 绝味食品单店收入变化

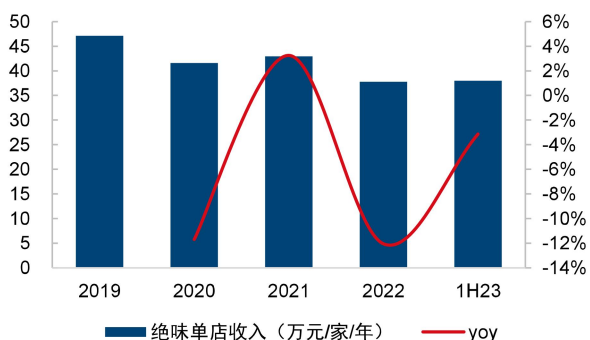
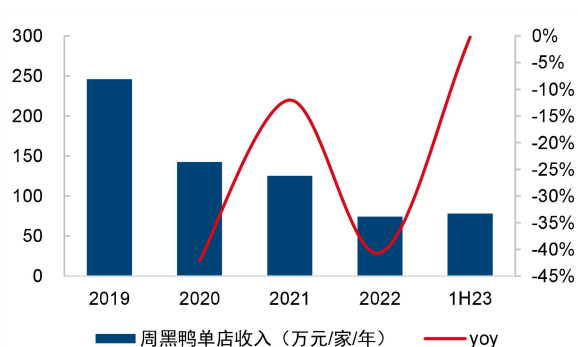


图73: 周黑鸭单店收入变化

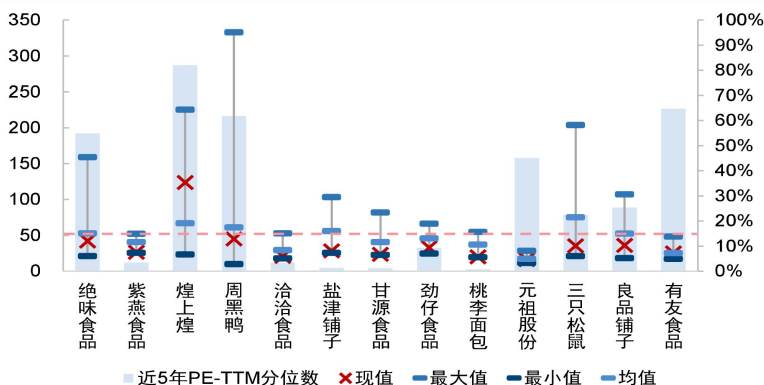


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 此处单店收入使用当期特定产品收入/期初期末门店数量平均值计算

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 此处单店收入使用当期特定产品收入/期初期末门店数量平均值计算

估值方面, 当前休闲食品板块估值不高, 部分龙头回调较多。当前休闲食品板块PE (TTM) 处于历史5年18%位置, 其中洽洽食品估值水平已降至历史5%分位以下, 盐津、劲仔、甘源估值也处于历史低位。

图74: 休闲食品板块主要公司估值所处位置不高

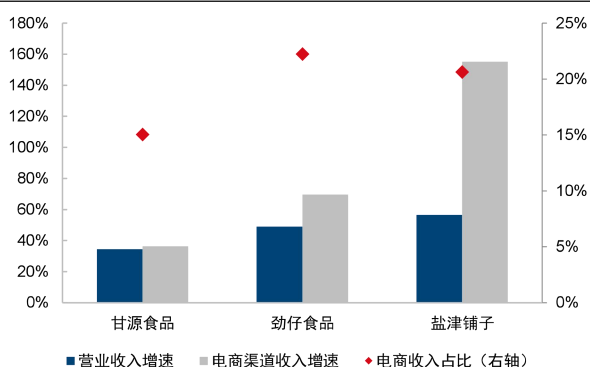


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 3.5.2 展望 2024 年：新渠道红利延续，利润端具有弹性

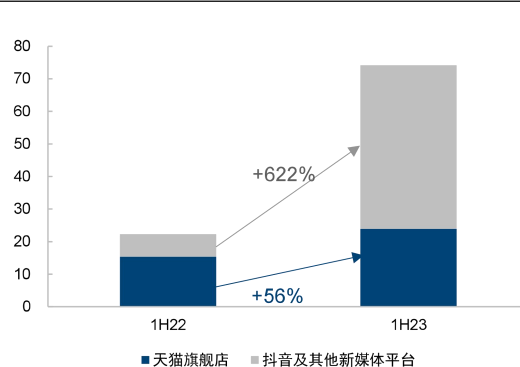
**研判一：新兴渠道延续高成长延续，头部生产制造型企业有望继续受益。**高质价比消费趋势延续，预计 2024 年量贩零食、新兴电商等渠道仍将受消费者欢迎，而头部休闲零食供应商依靠自身规模、技术、资金优势结合较高的改革积极性，有望持续捕获新渠道崛起之红利。根据公司公告，2023 年上半年甘源、劲仔、盐津电商渠道同比增速分别为 36.4%/69.7%/155.2%，收入占比提升至 15.0%/22.2%/20.6%，其中盐津电商渠道增速超出整体增速 98.6pct。电商渠道内部结构来看，根据劲仔食品公告，23 年上半年天猫渠道同比增长 56%，而抖音及其他新媒体平台同比增长 622%，电商渠道内部结构呈现分化，以抖音为代表的新媒体异军突起。

图75：各零食企业电商渠道收入增速（1H23）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图76：劲仔食品电商渠道天猫、抖音及其他平台收入增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**研判二：零食量贩行业市场份额加速集中，门店型企业转型效果有望开始释放。**根据联商网，2023 年全国量贩零食门店数量预计已达 2.5-3 万家，其中 Top2 门店数量均超 3000 家。量贩零食渠道起源甚早，于近两年崛起的的原因在于疫情疤痕效应之下宏观经济承压，居民人均收入增速放缓，消费者在质量基础上更加注重渠道的高效率。2023 年下半年零食量贩已开启加速整合，2023 年 9 月万辰集团旗下来优品、好想来、叮嘀叮、陆小馋正式合并统一为“好想来品牌零食”并于 9 月收购“老婆大人”，11 月零食量贩头部品牌“零食很忙”与“赵一鸣零食”合并。传统门店型零食企业拓店明显承压，根据公司公告，良品铺子/来伊份/三只松鼠 23 年上半年门店数量分别净增长 73/41/-222 家，在零食量贩业态冲击下，预计明年门店拓展仍存在一定压力。门店型零食企业均采取一定措施积极面对，例如良品铺子于 23 年 11 月开始实施 17 年来首次最大规模降价、三只松鼠计划 2024 年积极拓展新店型。

图77：2023 年度零食量贩连锁品牌 TOP30

排名	品牌名称	创立时间	门店数量	排名	品牌名称	创立时间	门店数量
1	零食很忙	2017	4000+	16	七货街	2016	300+
2	好想来	2011	3700+	17	喜喜零食	2022	近 300
3	赵一鸣零食	2019	2300+	18	零食青蛙	2020	200+
4	零食有鸣	2019	2000+	19	零食站点	2018	200+
5	爱零食	2020	1400	20	蓉一品	2007	200
6	糖巢	2011	1400+	21	小新很忙	2019	200+

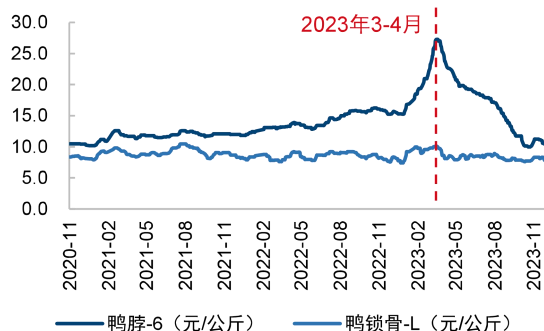
7	零食优选	2019	1300	22	消闲果儿	2017	200+
8	戴永红	1996	600+	23	零食很能嗨	2016	200+
9	老婆大人	2010	550+	24	贝点零食	2020	150
10	零食舱	2021	500+	25	零食顽家	2022	100
11	恰货铺子	2018	500+	26	略略熊	2020	100
12	桔子花开	2016	500+	27	贝格生活零食	2013	80+
13	零食奶爸	2004	500+	28	零食侠客	2021	60+
14	湘遇舌尖零食	2010	500+	29	零食魔法	2021	50+
15	怡佳仁	2008	360+	30	老婆日记	2014	50+

资料来源：联商网，国信证券经济研究所整理

**研判三：供应链效率或成核心竞争要素。**休闲零食品类众多、渠道纷杂，未来随着下游竞争逐渐加剧，零食量贩等新渠道为上游创造的红利逐渐被消化，我们预计拥有渠道整合能力与供应链优势的企业更易脱颖而出。下游渠道变革倒逼零食生产企业提质增效、提升供应链效率。今年以来鹌鹑蛋等品类表现较好，盐津、劲仔均积极布局产能，盐津向上延伸至鹌鹑养殖业；盐津在薯类零食供应链亦有布局，2023年12月公司发布公告拟使用自筹资金1亿元在新疆投资建设马铃薯全粉智能化生产加工项目。

**研判四：休闲零食与卤制品部分原材料价格进入下行通道，2024年利润端具有弹性。**受益于成本改善以及费控政策，23年三季度休闲零食、卤制品板块毛利率、净利率环比均有一定提升。卤制品成本端，原材料鸭副价格回落趋势明显，根据水禽行情网数据，2023年12月前半月鸭脖平均价格同比2022年12月的平均价下降32.8%，卤制品盈利改善有望在4Q23进一步显现。休闲零食成本端，核心原材料之一的棕榈油同样处于价格回落周期，自2022年5-6月达峰后，棕榈油价格高位回落，2023年10月-12月中旬平均价同比2022年四季度平均价下降11.1%。此外，2023年上半年洽洽食品瓜子毛利率环比大幅下降，降幅超10pct，主因原材料价格上涨。9月末核心原材料葵花籽已开启新一轮采购季，进入价格下行周期，公司盈利能力有望逐季改善。

图78：鸭副原材料价格变动



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图79：24度棕榈油价格变动



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**投资策略：推荐布局有望持续受益渠道红利的高成长标的以及成本压力缓解的低估值龙头。**短期来看，休闲零食行业下游渠道变革红利仍存，零食量贩行业加速整合存在结构性机会，新媒体电商等新兴渠道持续放量；中长期来看，零食行业本身渠道变革与零售渠道业态、消费趋势息息相关，具有强产品力满足消费者需求、强供应链能力满足渠道运作的企业更易优胜，建议关注两条投资主线 1) **收入成长型**：下游零食量贩渠道整合加速，小基数企业与头部渠道合作，品类进场放量有望继续贡献高成长，结合新媒体渠道具有放量空间，推荐劲仔食品、甘源

食品、盐津铺子。2) **成本改善型**：2023 年洽洽食品、绝味食品均经历了较强的成本压力，随着鸭副成本大幅下降，葵花子进入新采购季，公司积极采取囤货、锁价等措施应对，2024 年利润具有弹性。

- ◆ **劲仔食品**：公司推进大包装战略、开发散称渠道，渠道结构有望持续优化。鹌鹑蛋产能逐渐到位，通过进入散称、零食专营渠道有望继续带来收入增量，产能利用率提升后新品有望脱离初期低利润阶段，对利润端产生贡献。公司于 2023 年 4 月、7 月分别推出限制性股票激励与员工持股计划，增强团队凝聚力，我们认为当前公司渠道、产品布局下达成目标可能性较大。
- ◆ **洽洽食品**：2023 年 10 月葵花子新采购季开始，瓜子毛利率有望修复，预计在公司规模、资金优势加持下 4Q23、2024 年利润弹性有望进一步体现。公司规划坚果产品改进、渠道渗透，短期通过屋顶盒、礼盒产品备战年货节，伴随行业需求复暖，公司收入有望回到稳健增速。
- ◆ **甘源食品**：低基数下增量渠道贡献明显，新品新品调味坚果和冻干坚果已经在各渠道陆续上市并且呈现较好的动销效果。预计 2024 年零食量贩渠道、会员店、电商渠道将继续为公司创造收入增量。随着 2023 年安阳工厂产能释放，叠加原材料成本稳定向下，公司利润端有望进一步改善。
- ◆ **盐津铺子**：公司深入拆解”渠道为王、产品领先、体系护航”增长模式，聚焦辣卤零食、深海零食、休闲烘焙、薯类零食、蒟蒻果冻布丁、蛋类零食以及果干坚果七大核心品类，渠道层面重点发展电商、零食量贩、CVS、校园店等新兴通路。公司核心单品放量，魔芋、鹌鹑蛋、蒟蒻三大单品表现优异。2023 年下半年公司推出全新子品牌“大魔王”深耕片状魔芋积极推进品牌化进程，另外 12 月盐津铺子控股增资零食很忙集团 3.5 亿元，公司努力实现“产品领先+效率驱动”。
- ◆ **绝味食品**：2023 年 3-4 月鸭副成本价格达峰，随着 2Q23 后上游投苗、屠宰逐步恢复带来鸭苗供给量提升，成本下行趋势明显。公司通过原材料锁价的方式有利于平抑成本波动带来的负面影响，3Q23 毛利率出现向上拐点，盈利能力逐渐修复。公司前期抢占高势能门店点位，伴随消费环境不断优化，需求逐步复暖，单店有望提升。

### 3.5.3、主要风险提示

- (1) 市场竞争加剧风险；
- (2) 食品安全问题；
- (3) 原材料成本大幅上行风险。

## 风险提示

- 1、宏观经济增长动力不足导致需求持续偏弱；
- 2、行业竞争加剧导致企业盈利能力受损；
- 3、食品安全事故导致消费品企业品牌形象受损；
- 4、市场系统性风险导致公司估值大幅下降。

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032