

## 啤酒估值底部 投资机会将至

——食品饮料行业周报

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要:

## 每周一谈: 啤酒估值底部 投资机会将至

**啤酒估值进入底部区域。**当前啤酒板块的 PE 为 24X, 仅为近 5 年来的 0.7% 分位, 处于非常低的位置。

对于啤酒板块 23 年的表现疲弱, 我们认为直接原因是板块内公司的销量增速放缓, 根本原因是 23 年消费复苏偏弱, 尤其相对年初的高预期, 呈现出“强预期、弱现实”后不及预期的超跌。站在当前时点, 我们判断市场的悲观情绪已经得到较为充分的释放, 而啤酒板块本身的若干逻辑未得到足够的重视:

**逻辑一: 成本高确定性改善带来的全行业盈利提升。**大麦、包材构成了啤酒行业的主要成本项, 随着大麦价格高位回落叠加澳麦的放开; 玻瓶、铝材、瓦楞纸等包材价格也进入下行周期, 我们判断 24 年啤酒行业的成本回落具有较强的确定性。因此, 行业的盈利水平仍有望提升。

**逻辑二: 啤酒行业高端化的方向不变, 仅是实现路径的调整。**我们认为, 相比成熟市场, 中国啤酒吨价整体仍低, 低端啤酒占比过高的现实没有改变。在 17 年以来的啤酒高端化浪潮尽管已经实现了一定程度的价格带提升, 但未来提升空间仍大。

**为什么当前出现了一些对啤酒高端化的担忧?**我们认为主要是演绎路径的变化: 过往的啤酒高端化路径主要通过高端消费场景(夜场、酒吧、KTV、高端餐饮)发起, 带动大众型现饮场景, 进而带动非现饮; 在价格带上呈现出超高端打头, 逐步带动中低端产品的特点。在当前, 我们认为可能会出现超高端增速阶段性放缓, 4-6 元价格带的产品与超高端产品共同升级的现象。无论是哪一种形式的消费升级, 仅是啤酒高端化的实现路径调整, 而高端化的整体方向未变, 不应过度担忧; 当市场担忧过度演绎、出现超调之时, 或将带来布局机会。

**逻辑三: 高集中度的行业竞争格局, 行业降本增效持续进行。**当前中国啤酒行业集中度较高, 有利于减少恶性竞争, 行业参与者共同良性发展。以燕啤为代表的啤酒巨头通过提高管理水平减少期间费用, 重啤等通过完善产品矩阵、大城市计划等方案扩充销售覆盖, 都有望实现进一步的发展。

随着啤酒板块估值进入底部, 展望 24 年, 我们认为啤酒板块或将迎来布局良机。

## 市场回顾

本周, 食品饮料指数涨跌幅-0.56%, 在申万 31 个行业中排名第 13, 跑赢沪深 300 指数 0.79pct。食品饮料各子行业中零食(+5.86%)、烘焙食品(+2.63%)、啤酒(+2.52%)表现相对较好。分别跑赢沪深 300 指数 7.21pct、3.98pct、3.87pct。个股方面, 本周劲仔食品(+14.24%)、三只松鼠(+10.46%)、皇氏集团(+9.56%)、惠发食品(+7.60%)、麦趣尔(+7.23%)等涨幅居前。

## 投资策略

建议关注: 建议关注啤酒板块。

## 风险提示

食品质量及食品安全风险、市场竞争加剧、原材料价格变动等。

评级

增持(维持)

2024 年 01 月 16 日

张弛

分析师

SAC 执业证书编号: S1660523120001

Zhangchi03@shgsec.com.cn

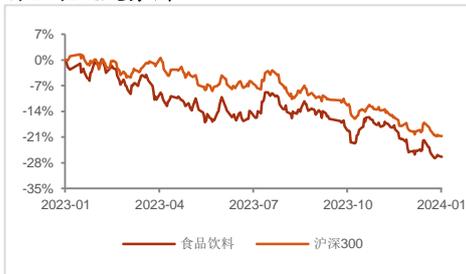
17621838100

## 行业基本资料

股票家数	121
行业平均市盈率	25.4
市场平均市盈率	10.6

注: 行业平均市盈率采用申万食品饮料市盈率, 市场平均市盈率采用沪深 300 指数市盈率

## 行业表现走势图



资料来源: ifind, 申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《食品饮料行业研究周报: 对“五粮液是否会跟随茅台提价”的判断》2023-12-12
- 2、《食品饮料行业研究周报: 白酒年度规划陆续展开 大众品有望持续报表修复》2023-11-27
- 3、《食品饮料行业研究周报: 白酒仍待来年规划反馈 大众品子行业存基本面反转预期》2023-11-13

## 内容目录

1. 市场回顾.....	3
2. 行业动态.....	6
3. 重点指标跟踪.....	8
4. 板块估值.....	15
5. 周一谈：啤酒估值底部 投资机会将至.....	17
6. 风险提示.....	18

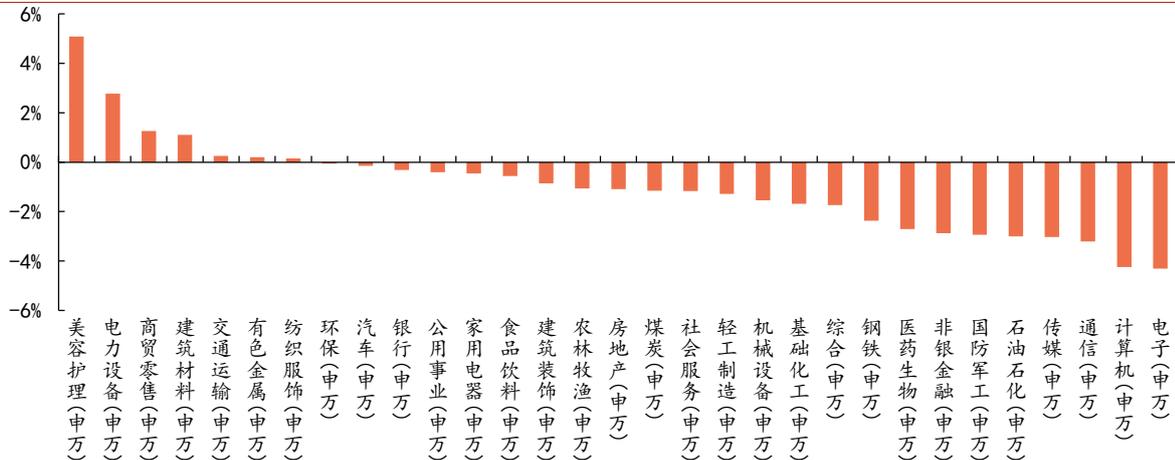
## 图表目录

图 1：申万一级行业本周涨跌幅.....	3
图 2：食品饮料子行业本周涨跌幅.....	3
图 3：食品饮料行业本周涨幅前 10 名.....	4
图 4：食品饮料行业本周跌幅后 10 名.....	4
图 5：11 月白酒价格基本稳定.....	8
图 6：高低档白酒价格趋势逐渐收敛.....	8
图 7：11 月啤酒价格略有增长.....	8
图 8：淡季挺价策略延续.....	8
图 9：红酒均价情况.....	9
图 10：红酒均价同比增速情况.....	9
图 11：啤酒产量逐月对比.....	9
图 12：啤酒产量累计值逐月对比.....	10
图 13：啤酒进口量逐月对比（千升）.....	10
图 14：啤酒进口价格逐月对比（千升）.....	11
图 15：白酒批价情况.....	11
图 16：白酒批价同比增速.....	12
图 17：玻璃价格情况.....	12
图 18：大麦进口价格情况.....	12
图 19：瓦楞纸价格情况（元/吨）.....	13
图 20：国内市场价：PET(现货价格).....	13
图 21：国内铝价格变化情况（元/吨）.....	13
图 22：生猪及猪肉价格.....	14
图 23：玉米及豆粕价格.....	14
图 24：生猪与玉米价格增长率对比.....	14
图 25：生猪与豆粕价格增长率对比.....	14
图 26：生鲜乳价格情况.....	14
图 27：婴配粉价格情况.....	14
图 28：白酒估值情况.....	15
图 29：非白酒估值情况.....	15
图 30：饮料乳品估值情况.....	15
图 31：休闲食品估值情况.....	15
图 32：食品加工业估值情况.....	16
图 33：调味发酵品估值情况.....	16
表 1：食品饮料行业部分公司沪（深）股通持股占自由流通股比例变化.....	4
表 2：食品饮料各版块估值情况.....	15
表 3：食品饮料各子行业估值与所处分位数.....	17

## 1. 市场回顾

本周，食品饮料指数涨跌幅-0.56%，在申万 31 个行业中排名第 12，跑赢沪深 300 指数 0.79pct。

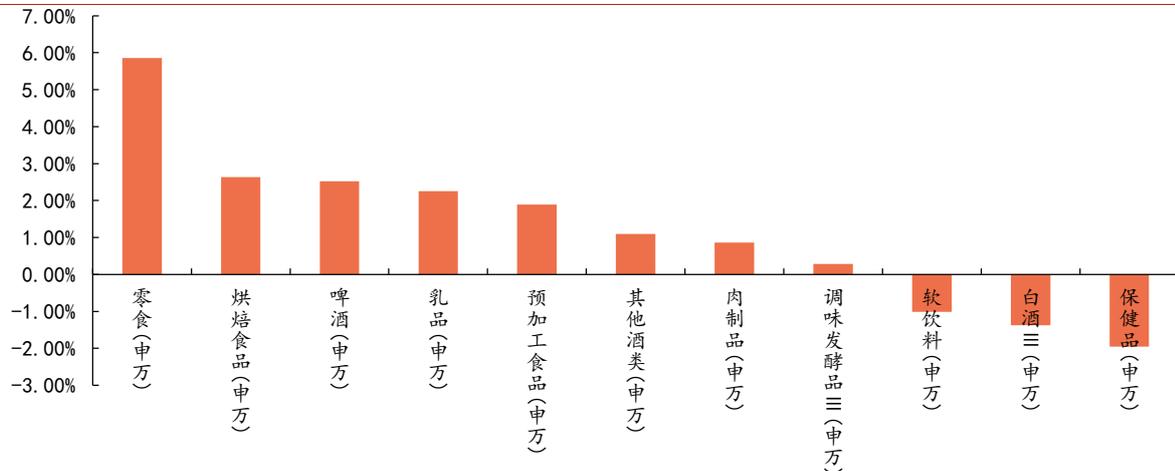
图1：申万一级行业本周涨跌幅



资料来源：Iifind，申港证券研究所

本周，食品饮料各子行业中零食(+5.86%)、烘焙食品(+2.63%)、啤酒(+2.52%)表现相对较好。分别跑赢沪深 300 指数 7.21pct、3.98pct、3.87pct。

图2：食品饮料子行业本周涨跌幅

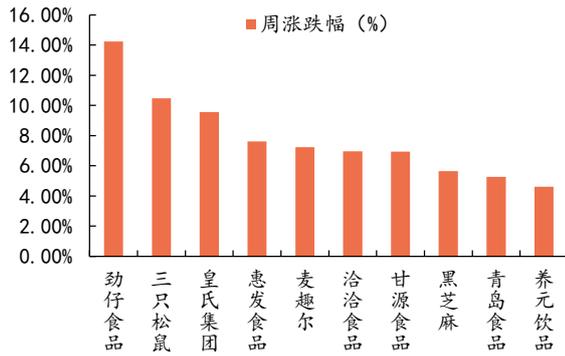


资料来源：Iifind，申港证券研究所

注：“其他食品(申万)”类暂无上市公司，因此不计入统计，下同。

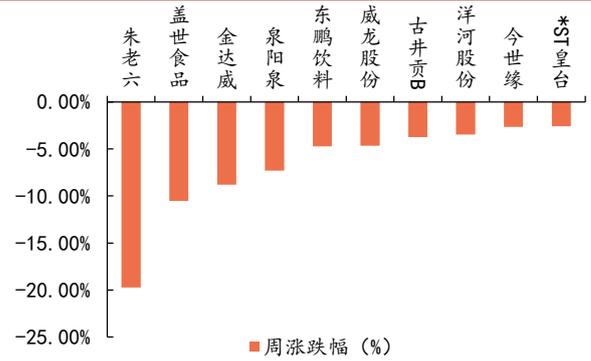
个股方面，本周劲仔食品(+14.24%)、三只松鼠(+10.46%)、皇氏集团(+9.56%)、惠发食品(+7.60%)、麦趣尔(+7.23%)等涨幅居前。

图3: 食饮行业本周涨幅前 10 名



资料来源: ifind, 申港证券研究所

图4: 食饮行业本周跌幅后 10 名



资料来源: ifind, 申港证券研究所

本周北上资金增持个股主要为泉阳泉 (+1.01pct)、皇氏集团 (+0.33pct)、莲花健康 (+0.28pct)、燕京啤酒 (+0.25pct)、李子园 (+0.23pct)。本周北上资金减持个股主要为甘源食品 (-0.56pct)、安井食品 (-0.31pct)、青海春天 (-0.29pct)、香飘飘 (-0.26pct)、舍得酒业 (-0.25pct)。

(括号内为沪(深)股通持股占自由流通股比例较前一周增减的百分点幅度)

表1: 食饮行业部分公司沪(深)股通持股占自由流通股比例变化

证券代码	证券简称	本周末	上周末	本周变动
600519.SH	贵州茅台	6.77%	6.83%	-0.06%
000858.SZ	五粮液	4.38%	4.39%	-0.01%
600809.SH	山西汾酒	1.92%	1.93%	-0.01%
000568.SZ	泸州老窖	3.19%	3.27%	-0.08%
603288.SH	海天味业	3.74%	3.80%	-0.06%
600887.SH	伊利股份	12.33%	12.41%	-0.08%
002304.SZ	洋河股份	2.46%	2.41%	0.05%
000596.SZ	古井贡酒	1.78%	1.83%	-0.05%
000895.SZ	双汇发展	3.26%	3.34%	-0.08%
600600.SH	青岛啤酒	2.92%	2.79%	0.13%
605499.SH	东鹏饮料	7.92%	7.85%	0.07%
603369.SH	今世缘	2.60%	2.71%	-0.11%
603198.SH	迎驾贡酒	1.49%	1.51%	-0.02%
600132.SH	重庆啤酒	6.02%	5.99%	0.03%
600702.SH	舍得酒业	1.92%	2.17%	-0.25%
600298.SH	安琪酵母	4.44%	4.36%	0.08%
603345.SH	安井食品	10.36%	10.67%	-0.31%
603156.SH	养元饮品	1.23%	1.38%	-0.15%
300146.SZ	汤臣倍健	3.23%	3.29%	-0.06%
600779.SH	水井坊	3.04%	3.13%	-0.09%
603589.SH	口子窖	3.23%	3.22%	0.01%
002568.SZ	百润股份	1.22%	1.10%	0.12%
000729.SZ	燕京啤酒	4.00%	3.75%	0.25%
000799.SZ	酒鬼酒	1.38%	1.43%	-0.05%
600872.SH	中炬高新	5.08%	5.00%	0.08%
600559.SH	老白干酒	1.15%	1.18%	-0.03%
002461.SZ	珠江啤酒	0.69%	0.68%	0.01%
002557.SZ	洽洽食品	16.13%	16.12%	0.01%
002507.SZ	涪陵榨菜	5.78%	5.67%	0.11%
603027.SH	千禾味业	1.27%	1.20%	0.07%
603517.SH	绝味食品	2.21%	2.00%	0.21%
000860.SZ	顺鑫农业	0.73%	0.52%	0.21%
603317.SH	天味食品	0.90%	0.86%	0.04%

证券代码	证券简称	本周末	上周末	本周变动
002847.SZ	盐津铺子	1.56%	1.63%	-0.07%
002840.SZ	华统股份	0.38%	0.20%	0.18%
000869.SZ	张裕 A	1.18%	1.05%	0.13%
603866.SH	桃李面包	3.77%	3.71%	0.06%
600597.SH	光明乳业	0.86%	0.79%	0.07%
603919.SH	金徽酒	0.71%	0.68%	0.03%
002216.SZ	三全食品	0.93%	0.86%	0.07%
600199.SH	金种子酒	1.02%	0.92%	0.10%
603043.SH	广州酒家	2.45%	2.51%	-0.06%
600186.SH	莲花健康	0.46%	0.18%	0.28%
600305.SH	恒顺醋业	0.45%	0.41%	0.04%
600197.SH	伊力特	0.22%	0.24%	-0.02%
002946.SZ	新乳业	0.97%	0.92%	0.05%
603057.SH	紫燕食品	0.29%	0.16%	0.13%
002626.SZ	金达威	1.07%	1.01%	0.06%
002726.SZ	龙大美食	0.77%	0.72%	0.05%
600084.SH	中葡股份	0.43%	0.43%	0.00%

资料来源: ifind, 申港证券研究所

上表非食品饮料行业全部上市公司, 仅统计市值较高的公司

## 2. 行业动态

### 茅台基金投资珈硅能源

据同花顺引述的天眼查消息，近日贵州珈硅能源科技有限公司新增股东茅台科创(北京)投资基金合伙企业(有限合伙)，注册资本由 200 万人民币增至约 266.67 万人民币。贵州珈硅能源科技有限公司成立于 2023 年 6 月，经营范围含新兴能源技术研发，新材料技术研发，储能技术服务，石墨及碳素制品制造、销售，电池制造、销售等。

### 贵州茅台：贵州茅台酒厂集团北京分公司注销

据同花顺引述的天眼查消息，近日中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司北京分公司企业状态由存续变更为注销，该公司经营范围涉及批发(非实物方式)预包装食品、出租办公用房、出租商业用房、机动车公共停车场服务，总公司为中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司。

### 好想你：专卖+传统电商渠道稳健增长，新兴+线下渠道增势强劲

据公司投资者关系管理信息，公司目前专卖渠道和传统电商处于稳健增长态势，收入占比仍然较高；新兴电商渠道快速发展，线下渠道网点正在加速布局，业绩处于爬坡阶段，占比相对较低，但增长势头强劲。2024 年公司将全面发力，实现线上引领，线下抢滩，线上线下协同赋能，助推整体销售业绩不断提升。

### 克明食品：子公司 2023 年 12 月生猪销售收入 6637.3 万元，同比增长 14.29%

据公司公告，其子公司兴疆牧歌 23 年 12 月份销售生猪 4.04 万头，销量环比下降 12.66%，同比增长 12.58%；销售收入 6,637.30 万元，环比增长 41.54%，同比增长 14.29%，主要因销售结构调整。2023 年 1-12 月，公司累计销售生猪 46.55 万头，同比增长 15.86%；累计销售收入 61,970.20 万元，较去年同期下降 5.26%。

### 劲仔食品：预计 2023 年净利润同比增长 61%至 71%

据公司公告，公司预计 2023 年净利润 2.0 亿元-2.1 亿元，同比增长 61%-71%；2023 年完成“三年倍增”的阶段性目标，营业收入突破 20 亿元。报告期内，公司在独立“小包装”优势基础上持续推行“大包装+散称”策略，实现营业收入快速增长；部分原材料价格同比有所下降，主要品类报告期内毛利率均有所提升。

### 莲花健康：预计 2023 年净利润同比增长 159.92%至 224.91%

据公司公告，公司预计 2023 年净利润 1.2 亿元至 1.5 亿元，同比增长 159.92%至 224.91%。报告期内，公司营销网络布局持续优化，主营业务质和量双增，运营管理降本增效，推动经营发展持续向好并实现 2023 年净利润大幅增长。

### 南侨食品：2023 年 12 月合并营业收入超 2.9 亿元，同比增长 3.45%

据公司公告，公司 2023 年 12 月合并营业收入为人民币 29,361.08 万元，同比增

长 3.45%。

#### 贵州茅台：龙年茅台生肖酒批价一度由 6000 元/瓶跌至 4100 元/瓶

据财联社消息，2024 年 1 月 10 日龙年茅台生肖酒批价大跌，由 6000 元/瓶一度跌至 4100 元/瓶左右，有经销商认为价格下跌或与龙茅首发量较大有关。

#### 汤臣倍健：预计 2023 年 Q4 业绩同比下降

据公司投资者关系活动记录表，因 2022 年第四季度基数较高，2023 年第四季度收入同比略有下降。由于线上渠道收入占比提升带动销售费用率提升，加之品牌建设费用投入较大，单季度销售费用率全年最高，预计公司 2023 年第四季度业绩同比下降。

#### 均瑶健康：业务结构由味动力向益生菌业务调整，前者求稳，后者求增

据公司投资者关系活动记录表，公司 2023 年业务结构从味动力为主力向益生菌业务调整，其中味动力目前保持中个位数的增长，业务旨在保持稳定平衡，益生菌业务旨在带来增量。

#### 加加食品：“减盐”顺应健康饮食发展趋势，未来继续推广系列产品

据公司投资者关系活动记录表，公司认为“减盐”顺应健康饮食发展趋势，市场对包括调味品在内的减盐系列产品接受程度较好。2024 年，公司将进一步加强减盐、零添加等中高端系列产品的推广，推动销售渠道多元化布局和精细化管理。

#### 香飘飘：暂无提价计划，以高品质和高端产品满足差异化需求

据公司投资者关系活动记录表，公司目前暂无提价计划，未来期望通过品质提升以及推出更多高端系列产品满足消费者的差异化需求。

#### 皇氏集团：目前重点聚焦乳业主业

据公司投资者关系活动记录表，公司当前重点聚焦乳业主业，将结合整体战略布局、产业链资源优势以及包括政府、战略投资者等合作方的优势资源，积极探索多渠道战略合作机会，助力“百亿级乳企”及“奶水牛种源芯片”战略实施。

#### 广弘控股：深挖预制菜消费场景，加大预制菜开发力度

据公司投资者关系管理信息，公司将深挖预制菜不同消费场景需求，全面加大预制菜品开发力度，B 端、C 端同步发力将品牌效应、销售渠道、核心技术和市场资源逐步转化为竞争优势。

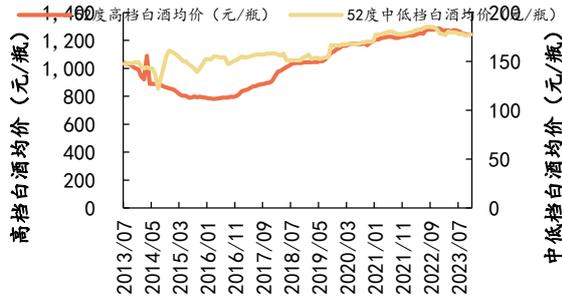
#### 顺鑫农业：成本推动 4 款牛栏山陈酿每箱价格上涨 6 元

据公司公告，因生产经营成本增加，公司牛栏山酒厂拟对 42° 125ml、42° 265ml、42° 500ml、52° 500ml 以上 4 款牛栏山陈酿进行调价，每箱上涨 6 元。

### 3. 重点指标跟踪

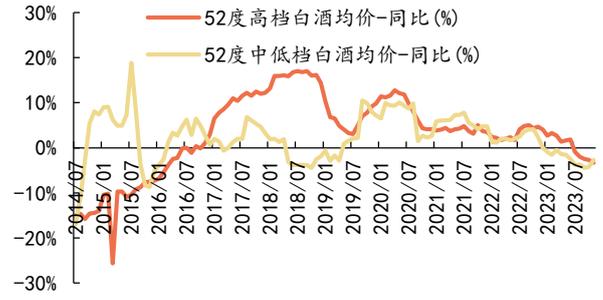
23年11月高低档白酒走势趋于收敛。36城高档白酒均价同比-3.3%至1242.09元，环比较10月（均价1243.31元）-0.1%，维持同环比双降低。中低档白酒价格同比-2.7%至177.65元，环比较10月提高0.5%。自2017年以来，中低档白酒价格同比增速多数时候无法跑赢高档白酒。

图5：11月白酒价格基本稳定



资料来源：Iifind，申港证券研究所

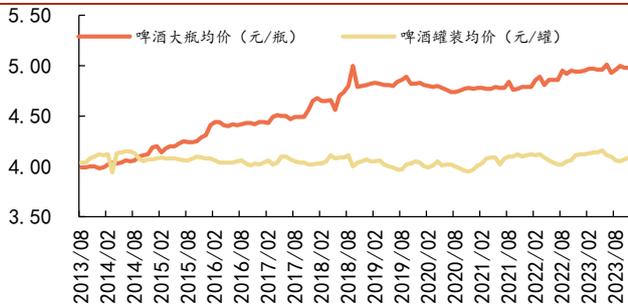
图6：高低档白酒价格趋势逐渐收敛



资料来源：Iifind，申港证券研究所

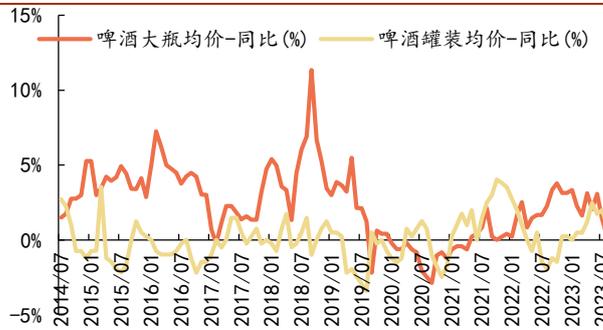
23年11月啤酒价格略有增长，行业利润率有望维持。11月份36城瓶装啤酒均价同比增0.8%至4.98元，罐装啤酒均价同比减0.5%至4.09元，瓶装啤酒均价均略高于22年冬季淡季时的价格，11月属于啤酒销售淡季，瓶装啤酒延续的价格同比增长有利于维持全行业利润率。

图7：11月啤酒价格略有增长



资料来源：Iifind，申港证券研究所

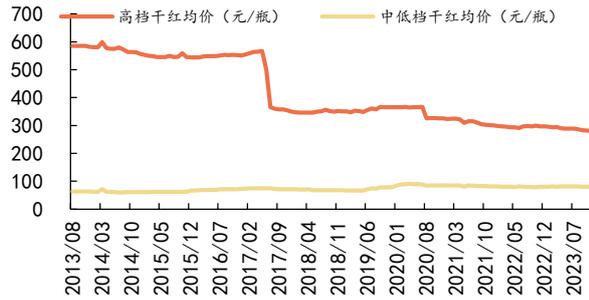
图8：淡季挺价策略延续



资料来源：Iifind，申港证券研究所

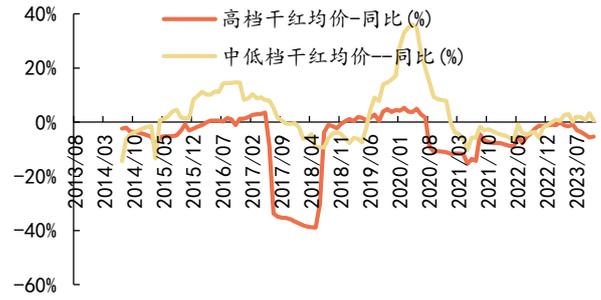
高档红酒维持跌价，中低档红酒价格微增。23年11月份36城高档红酒均价下滑5.3%至280.97元，延续了20年8月以来的跌幅；中低档红酒均价同比+0.6%至80.73元，价格增速维持23年2月以来的正增长。

图9：红酒均价情况



资料来源：Ifind，申港证券研究所

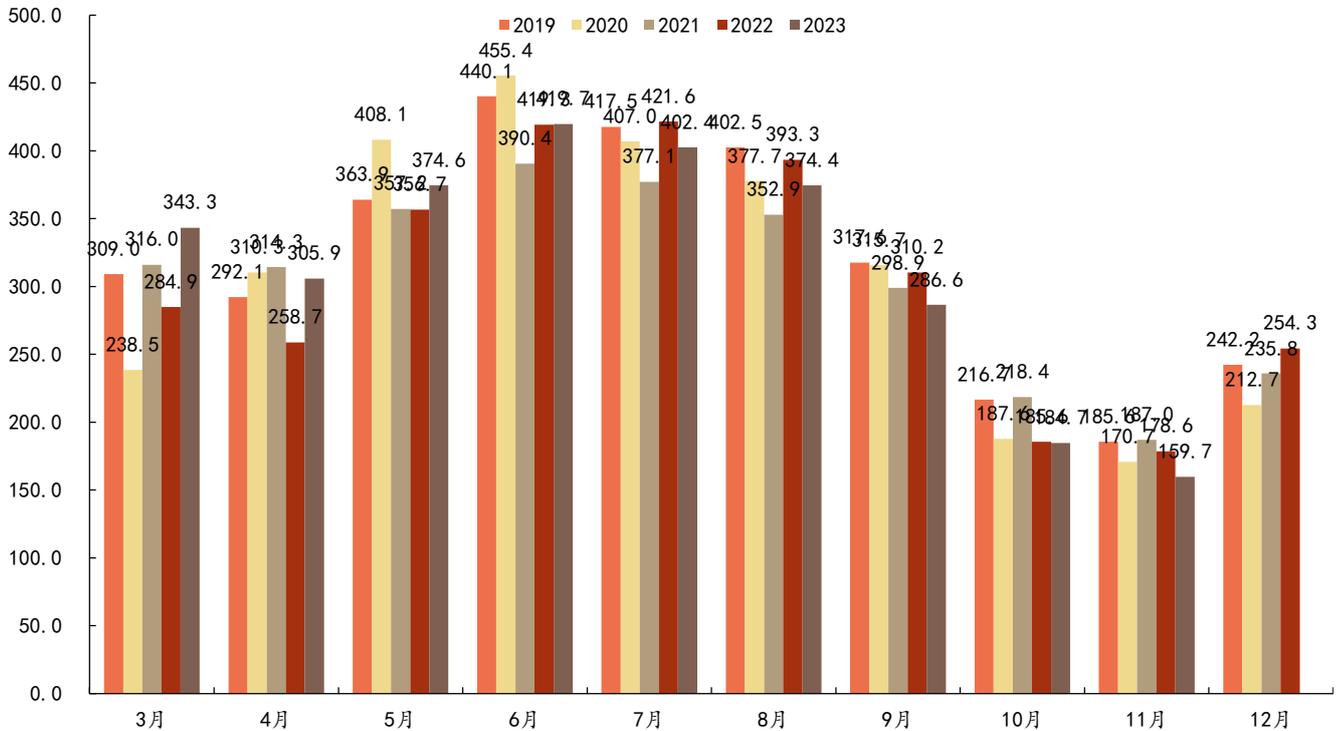
图10：红酒均价同比增速情况



资料来源：Ifind，申港证券研究所

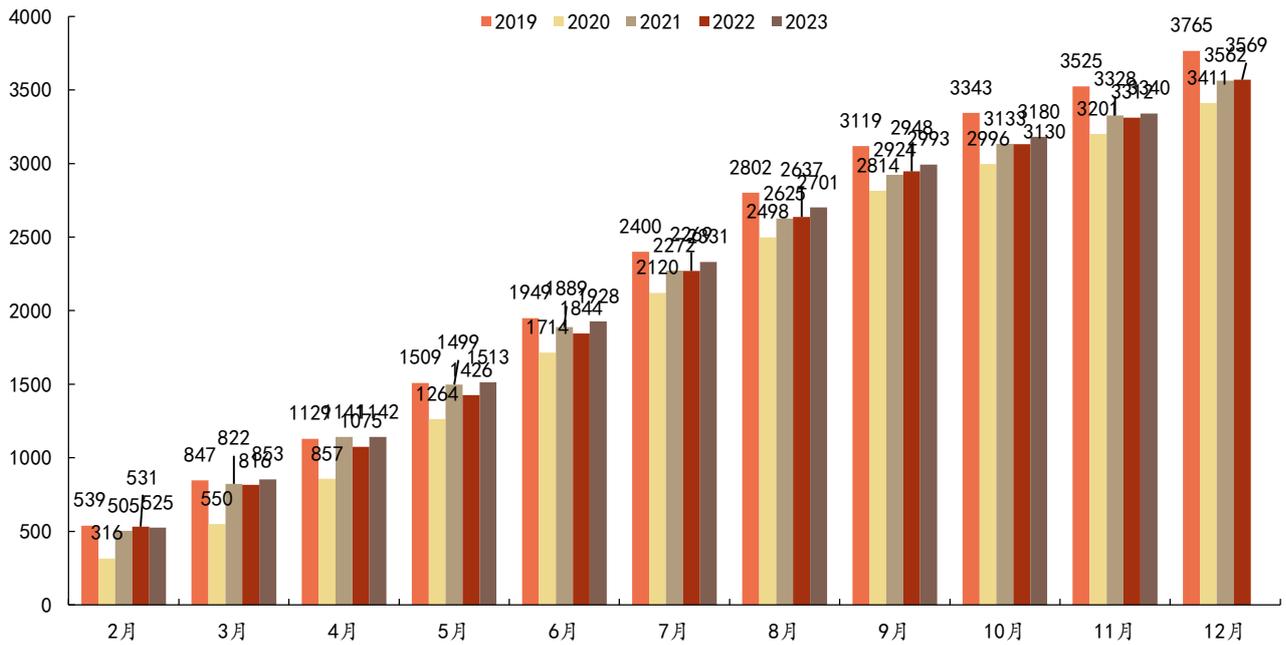
啤酒产量逐月同比增速和累计同比增速背离。23年11月我国规上企业啤酒单月产量159.7万千升，同比-8.9%，延续7月以来的同比负增长趋势。1-11月我国啤酒企业累计产量3339.8万千升，同比+1.6%，在10月份的基础上持续增长。

图11：啤酒产量逐月对比



资料来源：iFind，国家统计局，申港证券研究所

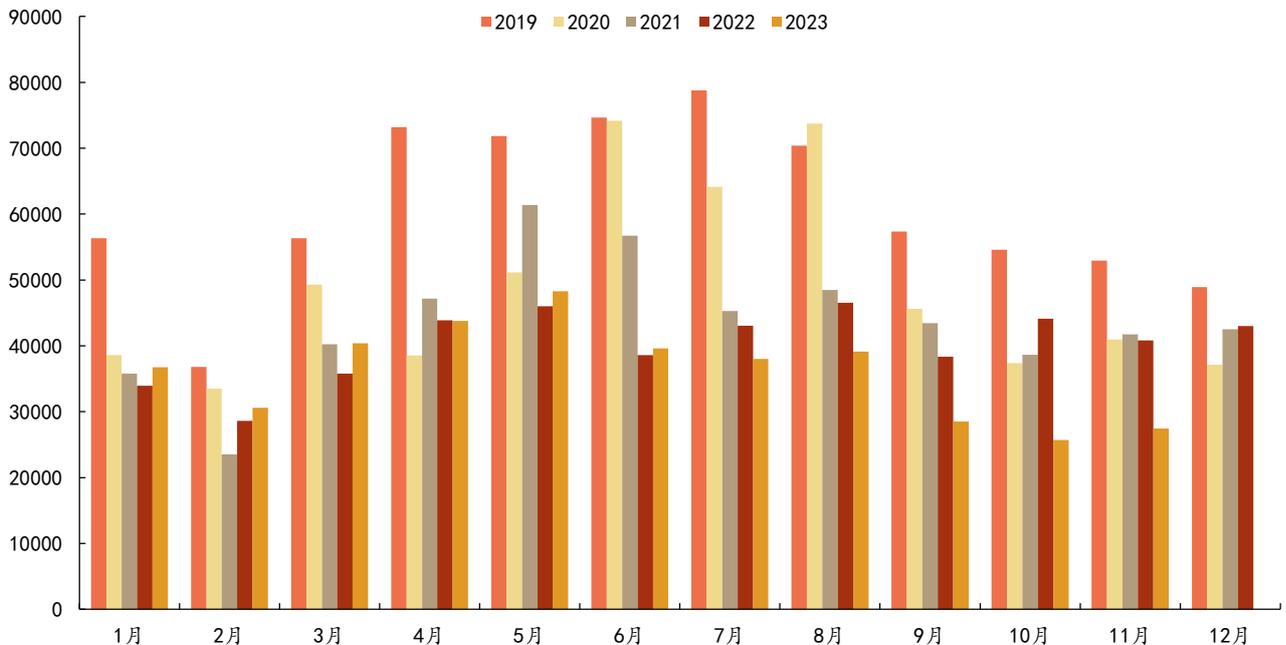
图12：啤酒产量累计值逐月对比



资料来源：iFind，国家统计局，申港证券研究所

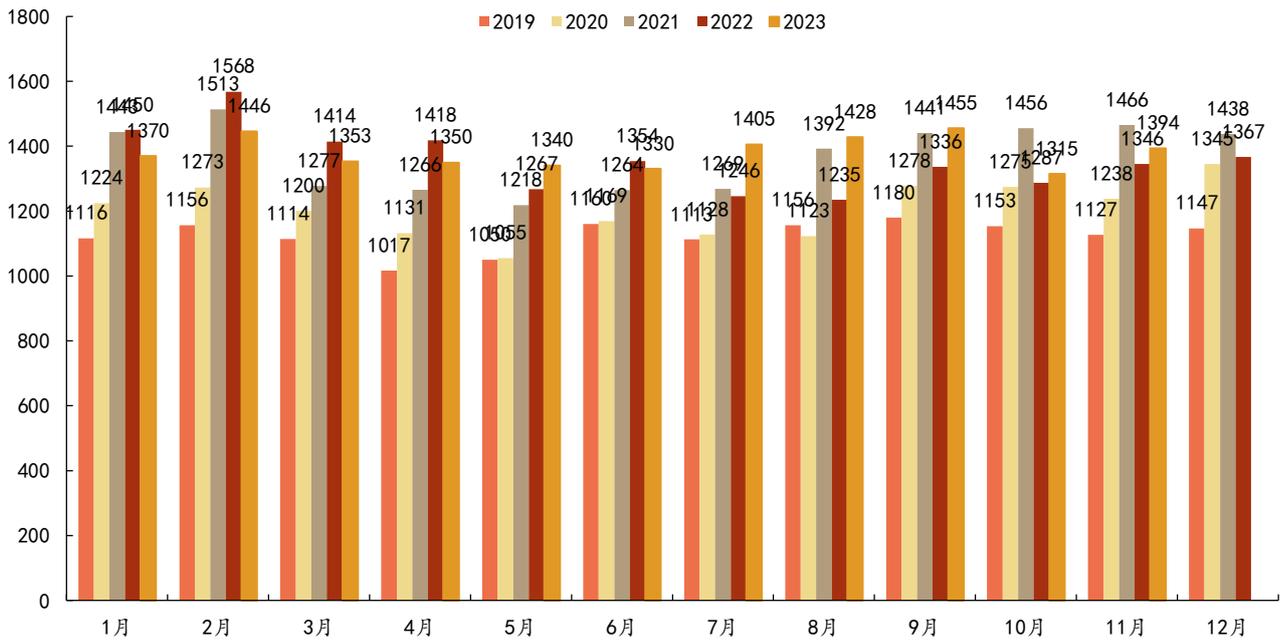
2023 年啤酒进口量低于去年。前 11 月进口量分别同比+8.9%/+7.1%/+13.1%/-0.1%/+5%/+2.6%/-11.7%/-15.9%/-25.7%/-41.5%/-32.7%；进口价格呈现先降后升趋势，前 11 月进口价格分别-5.5%/-7.8%/-4.27%/-4.85%/+5.73%/-1.7%/+12.8%/+15.6%/+8.9%/2.2%/3.6%。

图13：啤酒进口量逐月对比（千升）



资料来源：iFind，申港证券研究所

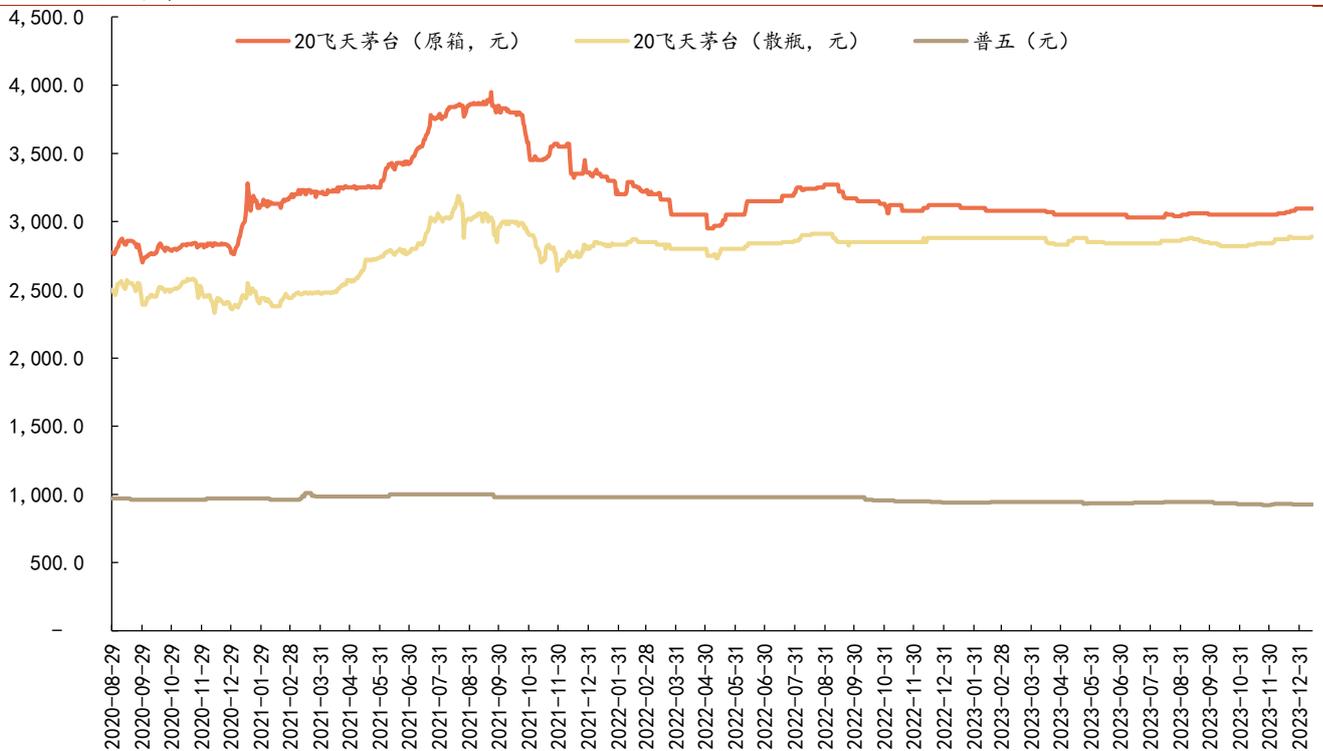
图14：啤酒进口价格逐月对比（千升）



资料来源：iFind，申港证券研究所

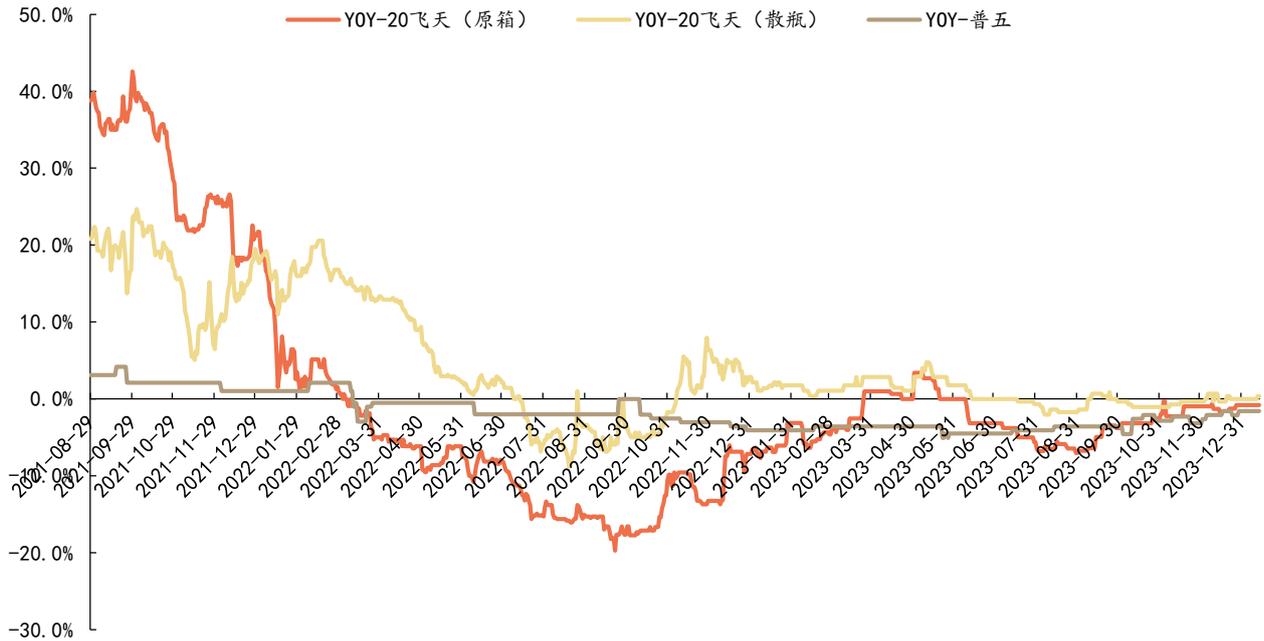
原箱茅台价格稳定，高端酒整体价格同比有降。截至1月13日，20飞天原箱价3095元，同比去年-0.8%，较上周无变化；散瓶飞天价2890元，同比去年+0.3%，较上周涨10元。普五批价925元，同比去年-1.6%，较上周无变化。

图15：白酒批价情况



资料来源：iFind，申港证券研究所

图16: 白酒批价同比增速



资料来源: iFind, 申港证券研究所

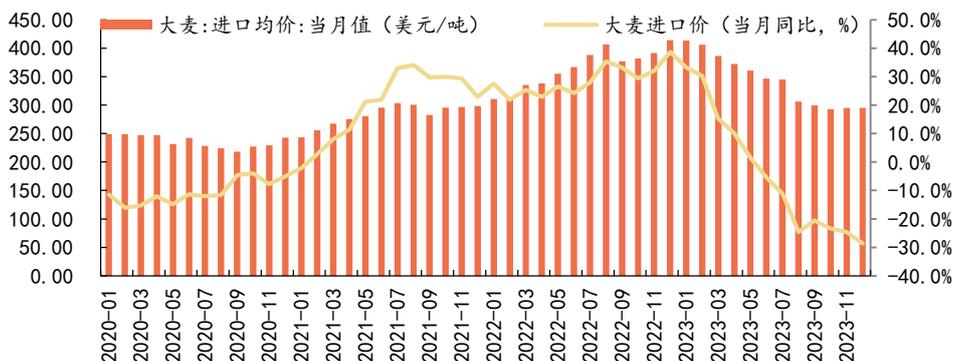
2023年12月, PPI 玻璃制造指数同比增加 0.9%。2023年12月, 大麦进口均价为 295.03 美元/吨, 同比下降 28.7%, 延续了 22 年 12 月以来的下降趋势。

图17: 玻璃价格情况



资料来源: iFind, 申港证券研究所

图18: 大麦进口价格情况



资料来源: iFind, 申港证券研究所

截至1月12日，瓦楞纸出厂价为3160元/吨，同比降低9.7%，较上周无变化。

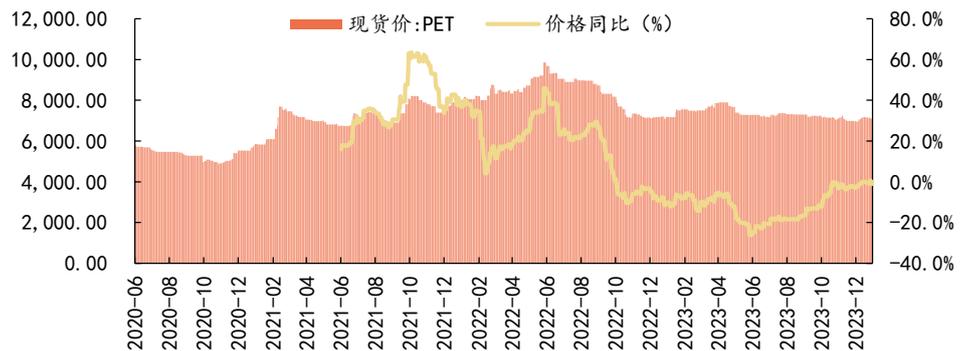
图19：瓦楞纸价格情况（元/吨）



资料来源：iFind，申港证券研究所

截至24年1月5日，PET现货价格为7140元/吨，同比下降0.6%。PET价格降幅较10月份有所收窄。

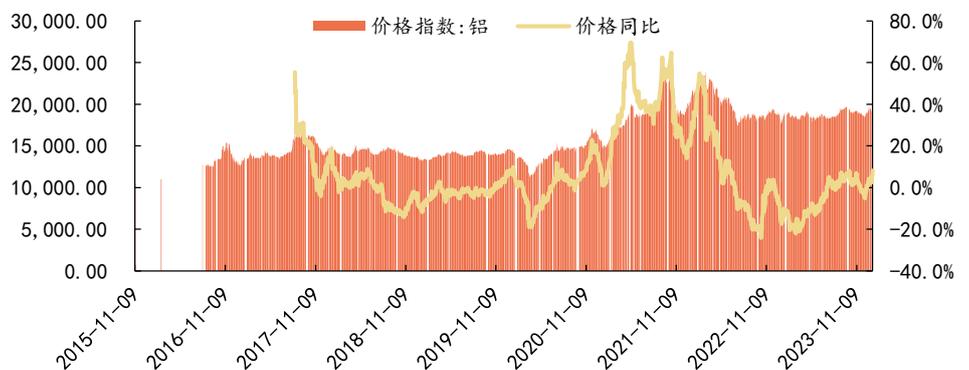
图20：国内市场价：PET(现货价格)



资料来源：iFind，申港证券研究所

截至24年1月12日，铝价格指数19136.00，同比+8.1%，持续逆转23年11月下旬以来的铝价同比增速下滑趋势。

图21：国内铝价格变化情况（元/吨）

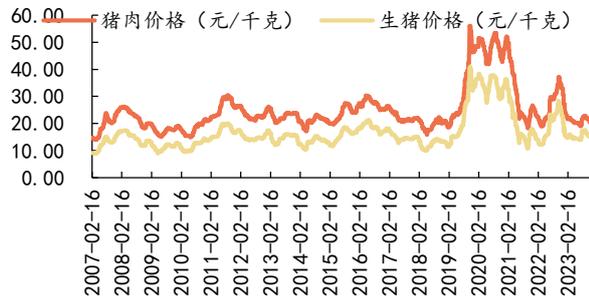


资料来源：iFind，申港证券研究所

猪肉价格维持低位。截至12月15日，猪肉价格为19.85元/千克，同比-39.5%；

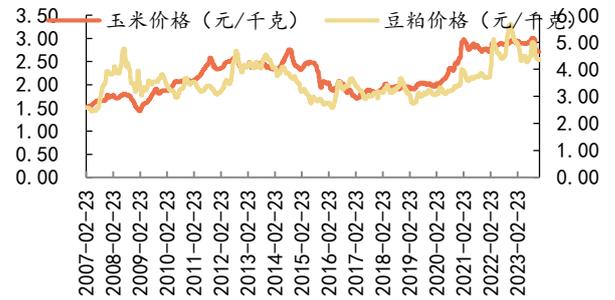
生猪价格 14.51 元/千克，同比-35.9%；玉米价格为 2.71 元/千克，同比-8.8%；豆粕价格为 4.34 元/千克，同比-19.2%。（截至报告日，披露数据较上周末更新）

图22：生猪及猪肉价格



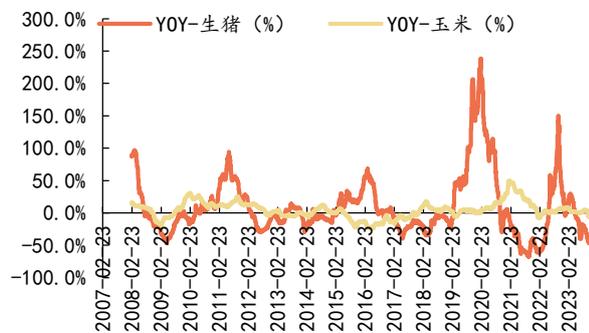
资料来源：Iifind，申港证券研究所

图23：玉米及豆粕价格



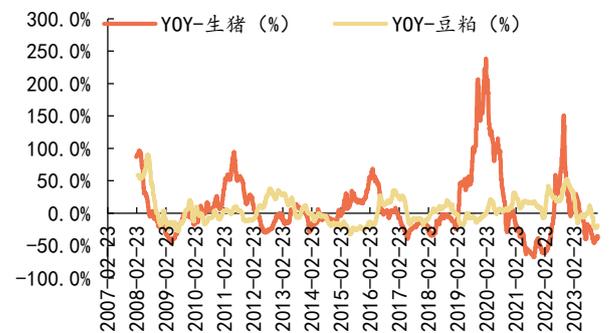
资料来源：Iifind，申港证券研究所

图24：生猪与玉米价格增长率对比



资料来源：Iifind，申港证券研究所

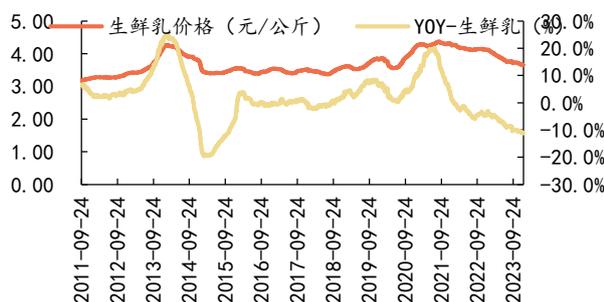
图25：生猪与豆粕价格增长率对比



资料来源：Iifind，申港证券研究所

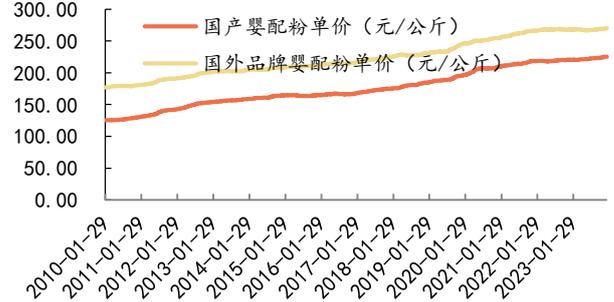
生鲜乳价格持续走低。截至 2024 年 1 月 5 日，生鲜乳价格为 3.66 元/公斤，同比下降 11.2%；国产婴配粉单价为 225.11 元/公斤，国外品牌婴配粉单价为 269.95 元/公斤。

图26：生鲜乳价格情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

图27：婴配粉价格情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

## 4. 板块估值

截至上周最近 1 个交易日，食品饮料行业 PE-TTM 约 23.85 倍，以近 5 年为统计区间，估值处 1.64%分位数。当前行业内软饮料、零食、肉制品等子行业估值的分位数较高，保健品、调味发酵品、其他酒类的分位数较低。

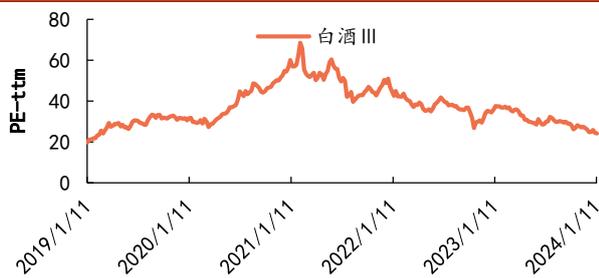
表2：食品饮料各版块估值情况

代码	行业名称	PE-TTM	PE 分位数 (%近 5 年期间)
851271.SL	软饮料(申万)	25.67	50.66
851281.SL	零食(申万)	28.21	18.01
851241.SL	肉制品(申万)	17.12	16.45
851282.SL	烘焙食品(申万)	26.15	3.29
851251.SL	白酒Ⅲ(申万)	23.80	2.30
<b>801120.SL</b>	<b>食品饮料(申万)</b>	<b>23.85</b>	<b>1.64</b>
851243.SL	乳品(申万)	18.94	1.64
851232.SL	啤酒(申万)	24.52	0.99
851246.SL	预加工食品(申万)	21.83	0.66
851233.SL	其他酒类(申万)	34.04	0.58
851242.SL	调味发酵品Ⅲ(申万)	31.11	0.33
851247.SL	保健品(申万)	19.42	0.25

资料来源：ifind，申港证券研究所

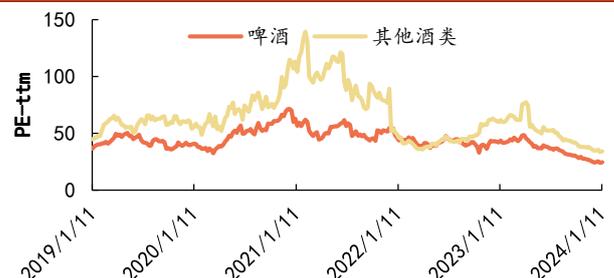
注：统计 PE-TTM 时已剔除利润为负的成分股。“其他食品”板块暂无成分股。

图28：白酒估值情况



资料来源：ifind，申港证券研究所

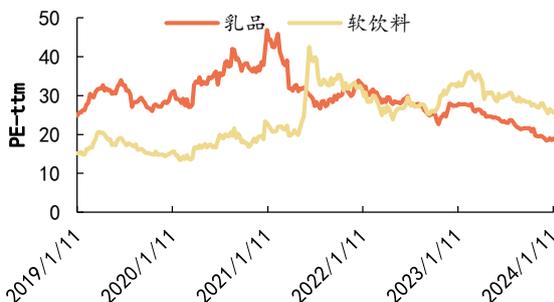
图29：非白酒估值情况



资料来源：ifind，申港证券研究所

注：其他酒类在 21 年 12 月-22 年 1 月 PE 大幅下滑，主要因为成分股百润股份的权重由 67% 下调至 45%。

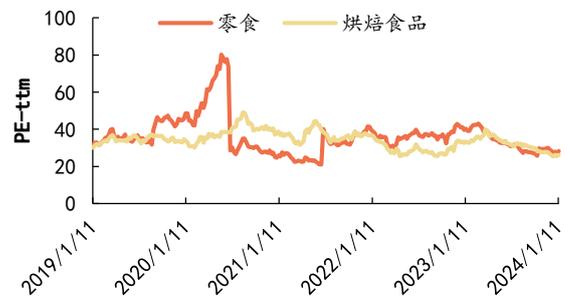
图30：饮料乳品估值情况



资料来源：ifind，申港证券研究所

注：21 年 5-6 月软饮料 PE 大幅增长，主要因为成分股东鹏饮料 21Q1 归母净利润大增 123%，同时，东鹏在该指数权重由 6 月 4 日的 10% 提高至 6 月 18 日的 20%。

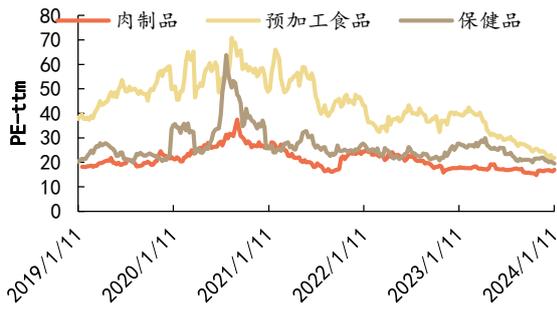
图31：休闲食品估值情况



资料来源：ifind，申港证券研究所

注：零食 PE 在 20 年 6-7 月大幅下滑，主要因为成分股洽洽食品权重由 44.6% 下调至 39.4%；零食 PE 在 21 年 6-7 月大幅提升，主要因为成分股盐津铺子权重由 21.56% 下调至 15.26%

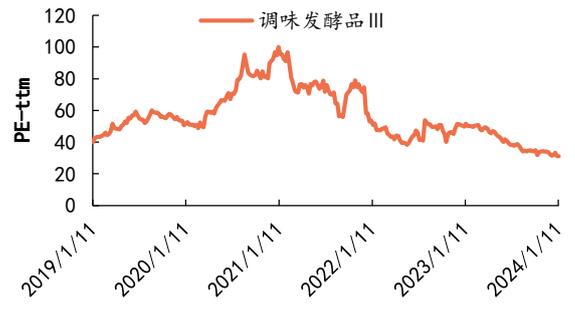
图32：食品加工工业估值情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

注：保健品PE在20年7月-8月大幅提升，主要因为成分股汤臣倍健权重由61.51%下调至47.80%；盐津铺子权重由22.71%上调至37.89%

图33：调味发酵品估值情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

## 5. 每周一谈：啤酒估值底部 投资机会将至

**啤酒估值进入底部区域。**截至最新一个交易日，啤酒板块的 PE (ttm) 约为 24X，仅为近 5 年来的 0.7% 分位，处于非常低的位置。即使在所有行业中做对比，啤酒的估值分位数排在 330 个申万三级行业中的第 12 名（按照由低到高排序）。

表3：食饮各子行业估值与所处分位数

行业名称	PE (ttm, 剔除负值)	剔除负值后预测 PE	PE 分位数 (ttm)	估值分位数排名 (由低向高)
调味发酵品 III	31.0	29.6	0.3%	6/330
保健品	19.4	16.3	0.3%	7/330
其他酒类	34.0	31.0	0.5%	9/330
预加工食品	21.7	19.4	0.5%	10/330
<b>啤酒</b>	<b>24.3</b>	<b>23.3</b>	<b>0.7%</b>	<b>12/330</b>
乳品	18.9	18.4	1.6%	23/330
白酒 III	23.7	22.9	2.0%	32/330
烘焙食品	26.3	22.7	4.2%	45/330
肉制品	17.3	17.2	18.6%	89/330
零食	28.5	26.6	19.5%	92/330
软饮料	26.1	23.9	51.9%	175/330

资料来源：ifind，申港证券研究所

对于啤酒板块 23 年的表现疲弱，我们认为直接原因是板块内公司的销量增速放缓，根本原因是 23 年消费复苏偏弱，尤其相对年初的高预期，呈现出“强预期、弱现实”后不及预期的超跌。站在当前时点，我们判断市场的悲观情绪已经得到较为充分的释放，而啤酒板块本身的若干逻辑未得到足够的重视：

**逻辑一：成本高确定性改善带来的全行业盈利提升。**大麦、包材构成了啤酒行业的主要成本项，随着大麦价格高位回落叠加澳麦的放开；玻瓶、铝材、瓦楞纸等包材价格也进入下行周期（参考前文中图 17-21），我们判断 24 年啤酒行业的成本回落具有较强的确定性。因此，行业的盈利水平仍有望提升。

**逻辑二：啤酒行业高端化的方向不变，仅是实现路径的调整。**我们认为，相比成熟市场，中国啤酒吨价整体仍低，低端啤酒占比过高的现实没有改变。在 17 年以来的啤酒高端化浪潮尽管已经实现了一定程度的价格带提升，但未来提升空间仍大。

为什么当前出现了一些对啤酒高端化的担忧？我们认为主要是演绎路径的变化：过往的啤酒高端化路径主要通过高端消费场景（夜场、酒吧、KTV、高端餐饮）发起，带动大众型现饮场景，进而带动非现饮；在价格带上呈现出超高端打头，逐步带动中低端产品的特点。在当前，我们认为可能会出现超高端增速阶段性放缓，4-6 元价格带的产品与超高端产品共同升级的现象。无论是哪一种形式的消费升级，仅是啤酒高端化的实现路径调整，而高端化的整体方向未变，不应过度担忧；当市场担忧过度演绎、出现超调之时，或将带来布局机会。

**逻辑三：高集中度的行业竞争格局，行业降本增效持续进行。**当前中国啤酒行业集中度较高，有利于减少恶性竞争，行业参与者共同良性发展。以燕啤为代表的啤酒巨头通过提高管理水平减少期间费用，重啤等通过完善产品矩阵、大城市计划等方案扩充销售覆盖，都有望实现进一步的发展。

随着啤酒板块估值进入底部，展望 24 年，我们认为啤酒板块或将迎来布局良机。

## 6. 风险提示

宏观经济形式变化，食品质量及食品安全风险、市场竞争加剧、原材料价格变动等。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级说明：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数）

### 申港证券公司评级说明：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数）