

**评级：增持（维持）**

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@zts.com.cn

分析师：晏诗雨

执业证书编号：S0740523070003

Email: yansy@zts.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

Email: xiongxiw@zts.com.cn

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email: hect@zts.com.cn

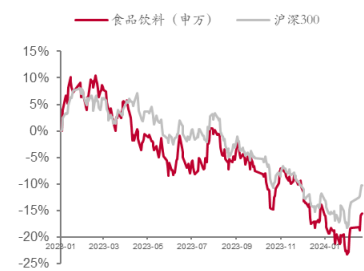
分析师：赵襄彭

E-mail: zhaoxp@zts.com.cn

**基本状况**

上市公司数 121  
行业总市值(亿元) 51,504.09  
行业流通市值(亿元) 21,423.47

**行业-市场走势对比**



**相关报告**

**重点公司基本状况**

简称	股价(元)	EPS				PE				PEG	评级
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E		
贵州茅台	1714.09	49.9	58.2	68.28	78.37	34.3	29.45	25.10	21.87	1.82	买入
五粮液	141.71	6.88	7.75	8.89	10.07	20.6	18.29	15.94	14.07	1.35	买入
燕京啤酒	8.92	0.12	0.21	0.34	0.44	74.3	42.48	26.24	20.27	0.78	买入
山西汾酒	233.46	2.55	8.42	10.35	12.31	91.5	27.73	22.56	18.97	0.40	买入
安井食品	86.68	3.75	5.1	6.91	8.73	23.1	17.00	12.54	9.93	0.52	买入

备注：股价为2024年2月23日收盘价。

**投资要点**

- **食品饮料春节动销或超悲观预期，居民消费具备韧性。**
- **白酒：春节动销反馈积极，名酒量价齐升。1) 库存周期趋于见底。**批发市场反馈库存同比去年同期相对较低，江苏、河北大商也反馈库存环比持续改善。我们认为经过两年左右的调整，渠道经营杠杆降低和进货意愿趋于谨慎，最终推动厂家出货量与终端动销量更加匹配，渠道库存周期有望见底。**2) 名酒量价齐升。**渠道反馈飞天茅台、八代普五、青花郎、青花20、窖藏1988等品牌在春节期间动销量同比有增长，名酒动销好于白酒整体表现，同时价盘较节前也有提升。**3) 节后补货进行中，预计后续动销价盘保持平稳。**目前批发市场和经销商反馈节后仍有陆续补货，一方面印证春节终端动销较为积极，另一方面也有利于酒厂后续小批量回款。元宵节后白酒动销逐步进入淡季，需求场景从礼赠、宴席切换为商务需求，考虑到去年同期商务需求已经转淡，预计今年的动销和价盘同比去年仍能保持平稳。**4) 推荐业绩有支撑，估值性价比比较强的标的。**春节旺季的动销表现为名酒全年盈利预测提供了支撑。从估值性价比角度，推荐后续量价逻辑有望拉动估值回暖的老窖、五粮液等；从中长期维度，推荐香型扩容逻辑清晰、渠道推力占优的茅台、汾酒；从春节表现上，推荐春节动销强劲、受益于消费者性价比需求的古井、今世缘、迎驾等。
- **调味品：基础调需求持续改善，海天春节动销或超预期。**海天作为基础调味品龙头，季度收入增速从2023Q3开始转正，结束了连续四个季度的下滑，同时渠道反馈库存持续去化，标志着基础调味品终端动销边际改善，需求拐点到来。根据渠道调研反馈，今年春节旺季海天味业有望实现正增长，且春节后补货情况好于预期，经销商补库积极性较高，反应出节假日终端需求较好。1-2月春节旺季的良好表现，奠定了一季报实现开门红的基础。味极鲜、零添加系列等中高端产品增长良好，预计快于整体；老抽类产品增长承压；蚝油受益于持续的全国化和渠道下沉保持增长；黄豆酱表现平淡。复合调味品作为公司新的增长点，体量较小增长较快，2023年公司推出液态复合调味品效果较好，有望在2024年进一步放量。海天持续推进餐饮渠道改革，加大预制菜定制化产品研发推广，2024年低库存下轻装上阵，有望实现稳健增长。
- **速冻食品：安井短期拐点可期，长期逻辑顺畅。**春节信心回升，预计短期数据拐点明显。1+2月预计发货口径稳增长，经销商库存偏低，3月或放政策冲刺

老财年目标，Q1 实现稳健增长确定性较强。小厨油炸铺货初步完成，麦穗肠调整产品后步入烧烤季旺季预计财年目标达成概率较高。冻品预计维持高双稳健增速，牛羊肉卷贴合渠道动销较好。**新财年主业+小厨和冻品预计分别维持低双、高双的稳健增速。**除了烤机产品纯增量，预计需要在新渠道、新品项做增量。渠道方面，预计不盲目开客户而更侧重渠道商；产品方面，保份额态度相对坚决，预计适当以价换量。原料价格预期仍走低，成本红利延续，降价幅度预计弱于成本降幅、利润率具备支撑。**预制菜渗透率提升趋势明确，长逻辑依旧清晰。**从餐供各赛道春节渠道反馈看，速冻龙头仍旧优于调味品龙头，除库存差异、个体差异外，预计也可侧面反映预制菜渗透率提升，综合考虑未来人力成本和技术发展，这种趋势几乎不可逆，仍旧看好食品工业化。考虑到公司去年一年时间不断适应环境自我调整，仍旧看好公司在行业内相对竞争力。

- **冷冻烘焙：立高短期业绩或企稳，长期价值更突显。**回顾 2023 年，上半年过于乐观，下半年迅速调整。23 年公司收入、利润或均低于年初目标，预计主要原因系：①原料产品压货致使流通渠道耗费较长时间去库存；②人财物等资源投放不节制；究其根源或还是年初判断过于乐观。23H2 公司一手着重拓渠道拓品类一手着重降成本控费用，Q4 重要餐饮客户和高性价比稀奶油均取得突破，组织结构持续优化调整。**展望 2024 年，流通渠道更理性，新渠道、新品均有望突破。**分渠道看：流通渠道总分公司与团队预期明显降低，操作和资源投放都跟谨慎。商超渠道现有重要客户受益下沉市场“消费升级”，地方性 LKA 存在空间。餐饮渠道茶饮、西快、酒店都有初步突破。分产品看：立高 300 元以下稀奶油具备潜力，美煌酱料受餐饮大 B 带动明显，奥昆披萨产品有望做大。**长期看，行业逻辑顺畅，底部突显价值。**根据中泰食品年前发布的深度报告《“霓虹甜心”系列（一）：日本烘焙行业进击启示录》，考虑当前社会进入老龄少子化和单身化、中产分化致消费追求变化以及小麦进口增加等因素影响，中国烘焙行业正迎来新的历史机遇，我们看好冷冻烘焙渗透率提升和强研发生产能力企业胜出。公司作为行业龙头具备稀缺性，当前股价更突显长期价值。
- **喜力：全球业务承压，中国区增长亮眼。**2023 年喜力集团（BEIA Measures 口径）实现收入 363.10 亿欧元，有机增长 4.6%；实现净收入 303.08 亿欧元，有机增长 5.5%；实现营业利润 44.43 亿欧元，有机增长 1.7%；实现净利润 26.32 亿欧元，有机下降 4.3%。公司净收入有机增长 5.5%，吨酒收入增长 10.8%，啤酒销量有机下降 4.7%，喜力品牌销量增长 2.5%。2023 年公司整体、AMEE、美洲、亚太、欧洲分别实现销量 2426、348、884、430、764 万千，分别实现有机增长-4.7%、-6.3%、-0.1%、-10.4%、-5.4%；喜力品牌分别实现销量 563、57、237、114、155 万千升，分别实现有机增长 2.5%、-11.5%、6.5%、20.0%、-7.5%。全球、美洲、亚太的喜力品牌销量增速均超过啤酒整体销量增速，实现了结构提升，从而带动吨酒营收增长。喜力亚太地区总量下滑明显，主要受越南市场拖累。但在中国，喜力经典和喜力星银保持了强劲增长趋势，中国目前是喜力品牌的全球第二大市场。
- **劲仔食品：3 点分歧和我们的思考。**我们认为市场对于公司主要存在以下 3 点分歧，结合我们近期调研和沟通，主要思考如下。**分歧一：当前宏观环境品牌**

升级是否符合逻辑？劲仔流通起家，在品牌化方面本来就没有得到什么，也没有什么可以失去。不论大环境如何总会有些机会，只是结合自身优势看能做什么。当下首先完成增长目标，在增长中解决问题，其次蓄能等待下一个周期。公司利用大包装和散称产品开路现代渠道，一方面，当前处于铺货周期可保证当前高增长。另一方面，高势能门店跑出数据和品牌后顺势下沉和结构升级都具备空间。

**分歧二：鹌鹑蛋产品高增长是否具备持续性？**从品类看，脱壳鹌鹑蛋零食解决了消费者痛点且符合健康饮食趋势，养殖、包装等技术进步推动行业高增；从公司看，鹌鹑蛋真正意义起量是在 23 年，24 年空间主要在于：① 优质门店跑出数据后刺激经销商向更多网点铺货；② 新产能投产后新增品相（如 3 颗装定量流通装产品）。

**分歧三：毛利率提升是否具备可持续性？**从小鱼看，通常 9-11 月渔汛锁半年，短期看 24H1 耗用成本预计稳定。长期看，汇率、柴油价格、鱼获为主要影响项，24 年及以后不考虑防疫成本，参照往年情况价格波动在个位数以内，可被销售政策消化。从鹌鹑蛋看，饲料（玉米豆粕）价格为主要影响项，短期看价格年初略升当前稳定，目前毛利率处于满意状态；长期看伴随体量和市占率提升预计毛利率向小鱼靠近。

- **消费复苏可期，积极买入食品饮料。**产业层面经历了 2-3 年的调整，问题出清，今年低预期的背景下，商家积极去库存，白酒以及基础调味品实际动销好于预期；随着预期的修复以及政策的加码，我们认为食品饮料具备较好的投资价值。
- **白酒重点推荐：茅台、泸州老窖、古井、山西汾酒、今世缘、五粮液、迎驾等；**
- **大众品重点推荐：燕京啤酒、安井、青啤、重啤、天味、劲仔、千禾、伊利、颐海、中炬、海天等。关注绝味、洽洽、安琪等公司成本改善带来的机会。**
- **风险提示：全球以及国内疫情扩散风险、外资大幅流出风险、政策风险。**

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。