

强于大市

食品饮料行业周报

中炬高新推出激励方案，黄酒行业正在发生积极的变化

上周食品饮料板块跑输沪深 300，在各板块中涨跌幅排名居中。中炬高新推出激励方案，目标制定积极，我们认为股权激励的实施有助于提高现有员工积极性，助力新的管理层理顺销售机制。上周古越龙山和会稽山披露了年报，黄酒龙头年报和酒类行业数据显示，黄酒行业正在发生积极的变化。1-2月社零数据印证了春节需求较好，白酒 1 季度业绩有望延续较快增长。

市场回顾

■ 上周食品饮料板块绝对涨幅为-0.6%，跑输沪深 300 (-0.2%) 0.4pct，涨跌幅在各行业中排名第 15。食品饮料子板块中，零食、保健品涨跌幅排名靠前，分别为 7.6%、2.4%，预加工食品、肉制品涨跌幅排名靠后，分别为-4.6%、-5.3%。截至 3 月 29 日，白酒板块估值 (PE-TTM) 为 25.6X，食品板块估值 (PE-TTM) 为 19.6X。

行业数据

- 根据今日酒价及同花顺数据，3.22-3.29 整箱飞天批价 2900-2945 元，散瓶飞天批价 2630-2690 元。普五批价 940-950 元，国窖 1573 批价为 875-880 元。
- 中国酒业协会威士忌专业委员会发布《2023 中国威士忌行业发展调研报告》，2023 年我国威士忌酒的市场规模约 55 亿元，同比增长 10%。
- 中国酒业协会公布 2023 年酒业数据。2023 年全国白酒产量同比降 5.1%，收入 7563 亿元，同比增 9.7%，利润总额 2328 亿元，同比增 7.5%。啤酒产量 3789 万 kl，同比增 0.8%，收入 1863 亿元，同比增 8.6%，实现利润总额 260 亿元，同比增长 15.1%。葡萄酒产量 30 万 kl，同比增 3.4%，收入 90.9 亿元，同比增 4.8%，利润总额 2.2 亿元，同比增 2.8%。黄酒产量同比增 3.2%，收入同比增 2.1%，利润总额同比增 8.5%。
- 截至 3 月 29 日，全国猪粮比价为 6.32，环周+0.17pct，月同比+0.97pct。2024 年 2 月，全国能繁母猪存栏量为 0.40 亿头，环月-0.6%，同比-6.9%

主要观点

- 中炬高新推出激励方案，目标制定积极。2023 年公司业绩出现下滑，营收 51.4 亿元，同比降 3.8%，扣非归母净利润 5.2 亿元，同比下降 0.3 亿元。公司公告了限制性股权激励草案，考核指标方面，以 2023 年为基准，2024-2026 年营收增速不低于 12%、32%、95%，营业利润率不低于 15%、16.5%、18%，净资产收益率不低于 14%、15.5%、20%。从美味鲜三年战略规划来看，公司制定了较高的目标，2026 年美味鲜营收目标 100 亿元 (2023 年为 49.3 亿元)，营业利润目标 15 亿元 (2023 年整体为 6.3 亿元)，该目标通过内生+外延实现。我们认为股权激励的实施有助于提高现有员工积极性，助力新的管理层理顺销售机制。
- 黄酒龙头年报和酒类行业数据显示，黄酒行业正在发生积极的变化。上周古越龙山和会稽山披露了年报，23 年营收分别增 10%、15%，增速环比 22 年明显改善。白酒和黄酒之间的消费场景有一定重叠，从酒业协会公布的 2023 年行业营收增速来看，增速差出现收窄，白酒的挤压反而有所减弱。我们在年度策略报告中强调，重视黄酒行业的机会。(1) 随着消费群体结构的变化，包括黄酒在内的其他酒种有望迎来新的发展机遇。(2) 黄酒是中国的传统酒种，有较好的历史文化基础，消费群体与白酒重合度较高，但又有独特的产品诉求点。只要龙头企业愿意投入足够的资源去培养，酒类的口感偏好可以改变。
- 1-2 月社零数据印证了春节需求较好，白酒 1 季度业绩有望延续较快增长。24 年 1-2 月餐饮收入增长 12.5% (23 年同期 9.2%)，烟酒类 13.7% (23 年同期 6.1%)，增速均快于上年同期，印证了春节需求较好。受益于返乡需求增加和大众阶层消费升级，我们判断春节期间 100-500 元价位中档酒和次高端表现较好。由于消费群体结构的变化，商务需求恢复进度可能偏慢，24 年的淡旺季差别更为明显，节后需求相对平淡。考虑到春节消费占比较高，我们预计白酒 1 季度业绩有望延续较快增长。

推荐组合

■ 推荐组合：(1) 白酒：山西汾酒、今世缘、泸州老窖；(2) 大众品：承德露露、安井食品、青岛啤酒。

评级面临的主要风险

■ 经济复苏不及预期、原料成本波动、渠道库存超预期、食品安全事件。

相关研究报告

- 《啤酒行业动态点评》20240322
- 《啤酒行业动态点评》20240306
- 《食品饮料行业周报》20240122

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

证券分析师：汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

目录

行情回顾	4
行业数据跟踪	8
酒类	8
奶类	9
肉类	10
重要公告及行业新闻	11
股东大会	12
近期研究报告回顾	13
风险提示	14

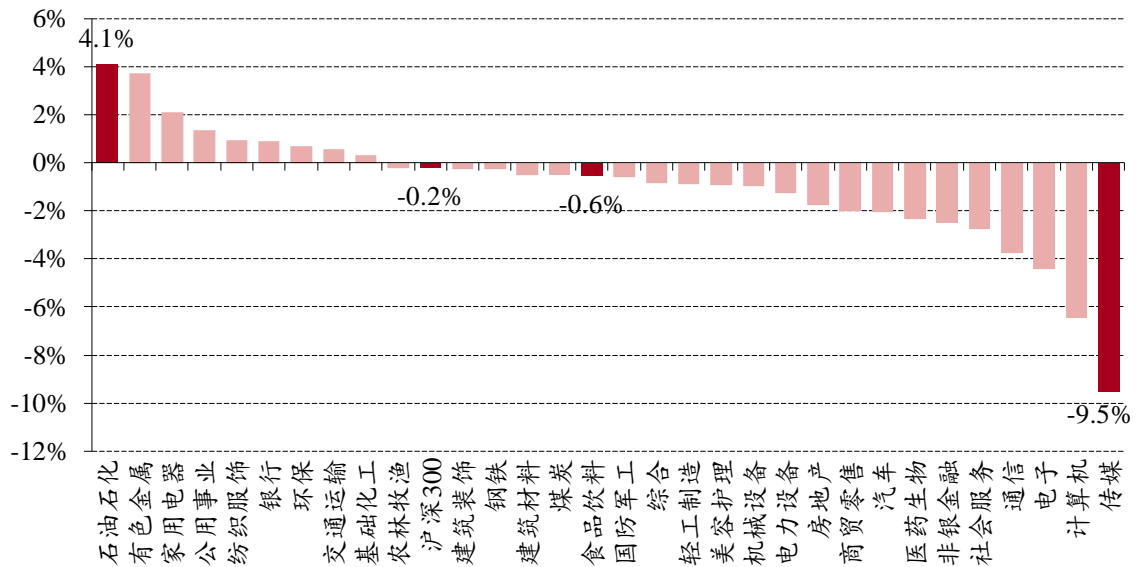
图表目录

图表 1. 上周各板块涨跌幅.....	4
图表 2. 过去一个月各板块涨跌幅.....	4
图表 3. 上周食品饮料子板块涨跌幅.....	5
图表 4. 过去一个月食品饮料子板块涨跌幅.....	5
图表 5. 白酒行业市盈率 (PE-TTM)	5
图表 6. 白酒行业市盈率相对沪深 300 倍数.....	5
图表 7. 食品行业市盈率 (PE-TTM)	5
图表 8. 食品行业市盈率相对沪深 300 倍数.....	5
图表 9. 2015 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM)	5
图表 10. 食品饮料板块个股涨跌幅榜.....	6
图表 11. 各行业陆股通持股占流通市值比例 (单位: %)	6
图表 12. 陆股通持股食品饮料占流通市值比例.....	6
图表 13. 外资持股贵州茅台比例变化.....	6
图表 14. 外资持股五粮液比例变化.....	7
图表 15. 外资持股泸州老窖比例变化.....	7
图表 16. 茅台整箱及散瓶批价.....	8
图表 17. 普五及国窖 1573 (高度) 批价.....	8
图表 18. 进口葡萄酒数量与单价.....	8
图表 19. 进口大麦数量与单价.....	8
图表 20. IFCN 原奶价格与饲料价格	9
图表 21. 国内主产区生鲜乳价格.....	9
图表 22. 进口大包粉数量与单价.....	9
图表 23. 全国生猪出栏价.....	10
图表 24. 猪粮比.....	10
图表 25. 国内生猪与能繁母猪存栏量.....	10
图表 26. 进口猪肉数量与单价.....	10
图表 27. 股东大会信息.....	12

行情回顾

上周食品饮料板块跑输沪深300，在各板块中涨跌幅排名居中。上周食品饮料板块绝对涨幅为-0.6%，跑输沪深300（-0.2%）0.4pct，涨跌幅在各行业中排名第15。食品饮料子板块中，零食、保健品涨跌幅排名靠前，分别为7.6%、2.4%，预加工食品、肉制品涨跌幅排名靠后，分别为-4.6%、-5.3%。

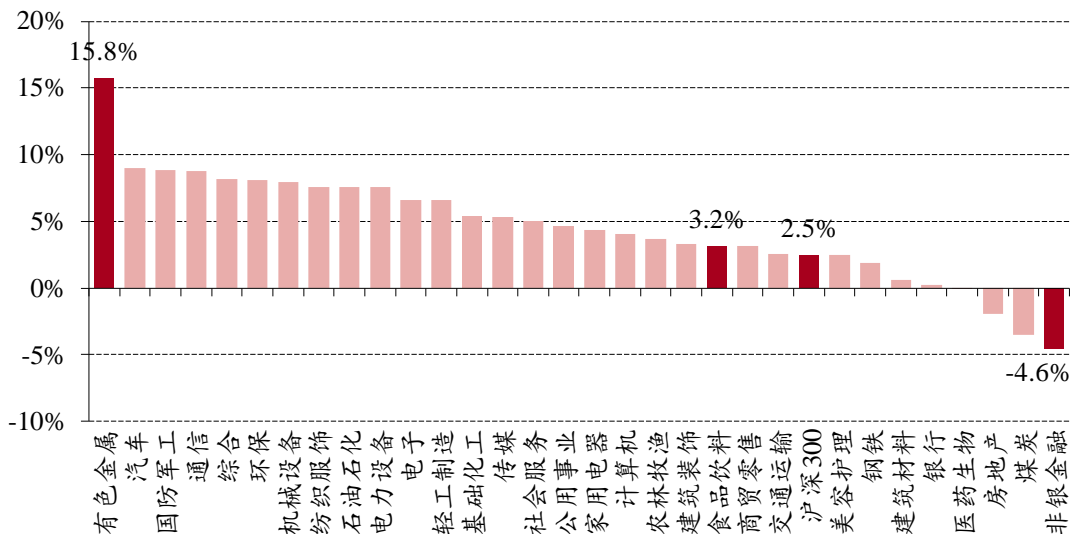
图表 1. 上周各板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

从过去一个月来看，食品饮料板块涨幅3.2%，涨跌幅在31个行业中排名第21。食品饮料子板块中零食、软饮料排名靠前，涨跌幅分别为11.0%、7.1%，烘焙食品、肉制品排名靠后，涨跌幅分别为-2.0%、-5.4%，白酒涨跌幅为4.2%，排名第5。

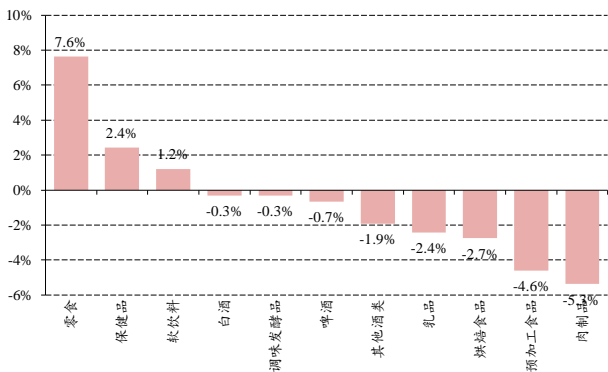
图表 2. 过去一个月各板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

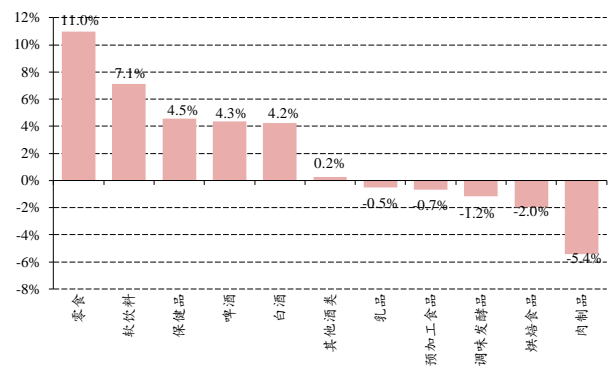
注: 涨跌幅计算区间为2024年2月29日-2024年3月29日

图表 3. 上周食品饮料子板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 4. 过去一个月食品饮料子板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

截至 3 月 29 日, 白酒板块估值 (PE-TTM) 为 25.6X, 食品板块估值 (PE-TTM) 为 19.6X。

图表 5. 白酒行业市盈率 (PE-TTM)



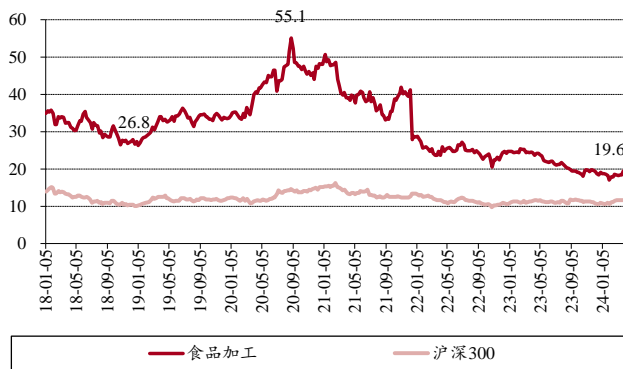
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 6. 白酒行业市盈率相对沪深 300 倍数



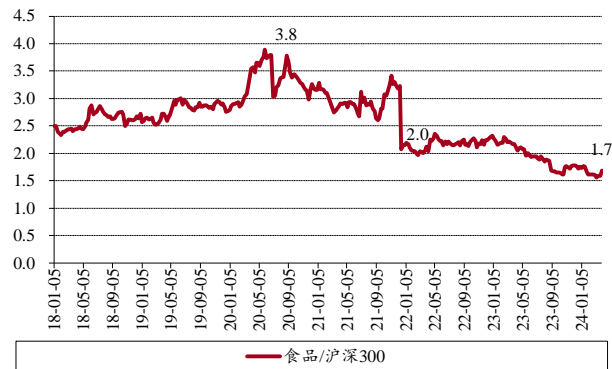
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 7. 食品行业市盈率 (PE-TTM)



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 8. 食品行业市盈率相对沪深 300 倍数



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 9. 2015 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM)

	沪深 300	食品饮料	白酒	啤酒	其他酒类	休闲食品	肉制品	调味发酵品	乳品
最大值	18.8	63.0	63.3	93.1	186.7	81.4	42.6	85.1	47.8
最小值	10.3	22.3	14.1	23.3	27.3	17.5	14.8	27.6	18.1
现值	11.6	25.4	25.6	27.4	27.3	26.0	19.3	33.2	18.8

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 最大、最小值截至日期, 现值计算日期均为 2024 年 3 月 29 日

图表 10. 食品饮料板块个股涨跌幅榜

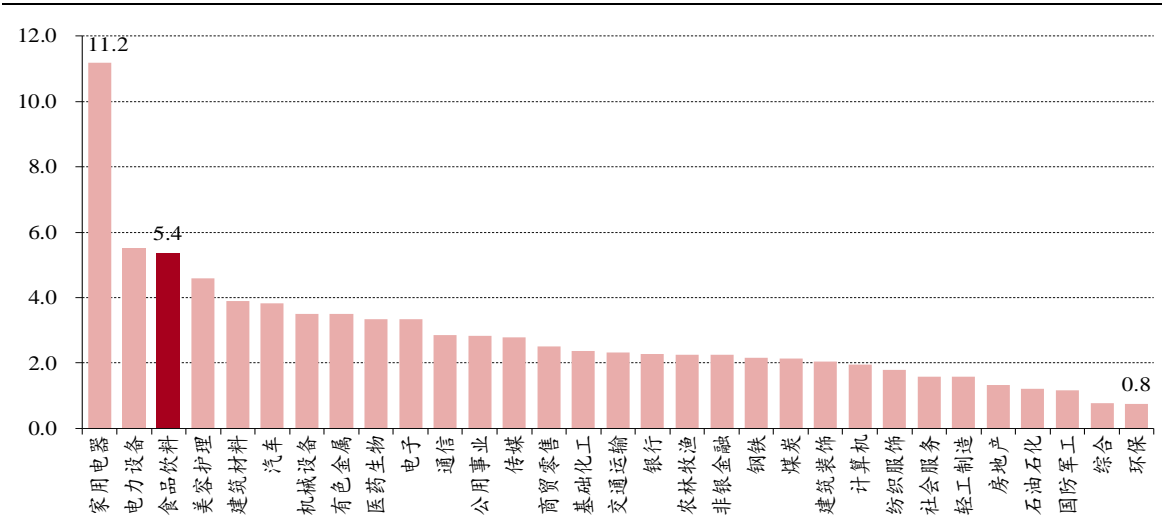
公司名称	周涨幅(%) 前 10 名	公司名称	周涨幅(%) 后 10 名	公司名称	月涨幅(%) 前 10 名	公司名称	月涨幅(%) 后 10 名
盐津铺子	14.1	金字火腿	(8.9)	三只松鼠	31.8	安琪酵母	(13.2)
三只松鼠	13.8	双汇发展	(7.8)	仙乐健康	20.8	绝味食品	(11.1)
金达威	13.1	莲花健康	(7.6)	古井贡酒	20.0	双汇发展	(10.6)
洽洽食品	9.0	舍得酒业	(6.8)	麦趣尔	19.8	百润股份	(10.2)
海融科技	7.5	元祖股份	(6.5)	李子园	18.8	龙大美食	(9.5)
劲仔食品	6.8	惠发食品	(6.3)	甘源食品	18.8	桃李面包	(8.1)
甘源食品	6.6	皇氏集团	(6.2)	欢乐家	17.0	青海春天	(6.8)
好想你	6.4	金枫酒业	(5.9)	好想你	16.8	立高食品	(5.9)
中炬高新	6.2	安井食品	(5.9)	华统股份	16.7	酒鬼酒	(4.7)
良品铺子	6.0	味知香	(5.7)	金达威	16.7	广州酒家	(4.6)

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 月涨跌幅计算区间为 2024 年 2 月 29 日 - 2024 年 3 月 29 日

截至 3 月 29 日, 食品饮料板块陆股通持股占流通市值比例为 5.4%, 环周 (3 月 22 日) +0.04pct。其中, 外资持股茅台、五粮液、泸州老窖比例分别为 7.21%、5.28%、3.35%, 环周 (3 月 22 日) 分别 +0.03pct、+0.15pct、+0.04pct。

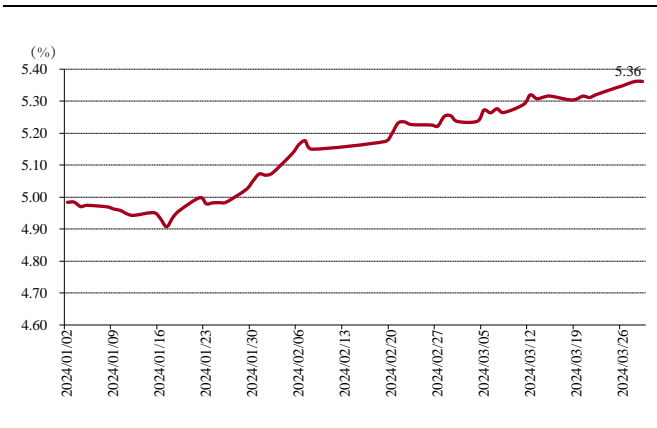
图表 11. 各行业陆股通持股占流通市值比例 (单位: %)



资料来源: iFinD, 中银证券

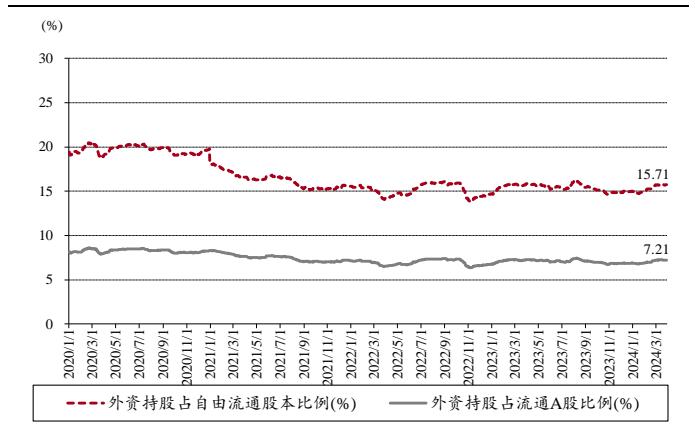
注: 时间截至 2024 年 3 月 29 日

图表 12. 陆股通持股食品饮料占流通市值比例



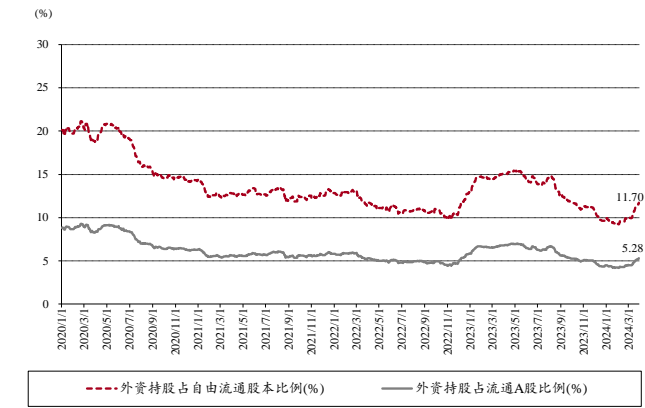
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 13. 外资持股贵州茅台比例变化



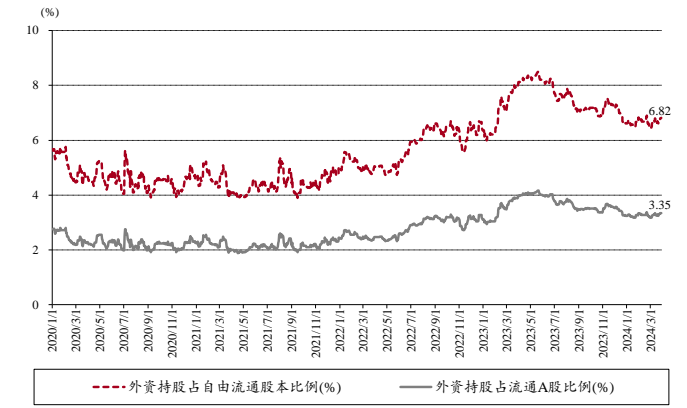
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 14. 外资持股五粮液比例变化



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 15. 外资持股泸州老窖比例变化



资料来源: iFinD, 中银证券

行业数据跟踪

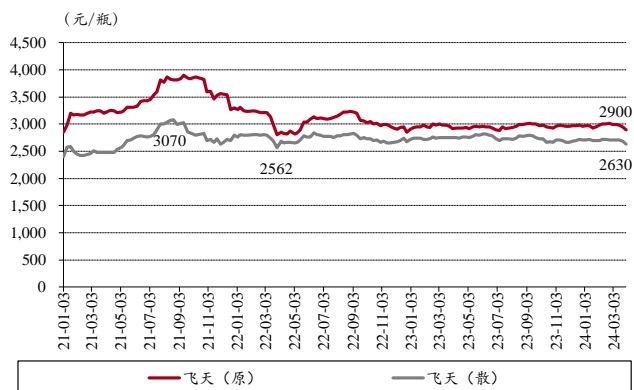
酒类

根据今日酒价及同花顺数据，3.22-3.29 整箱飞天批价 2900-2945 元，散瓶飞天批价 2630-2690 元。普五批价 940 元，国窖 1573 批价为 875 元。

2024 年 2 月，进口葡萄酒数量为 1.15 千万升，环月-54.8%，同比-35.6%。进口葡萄酒单价为 56398 美元/千升，环月+39.7%，同比+17.5%。

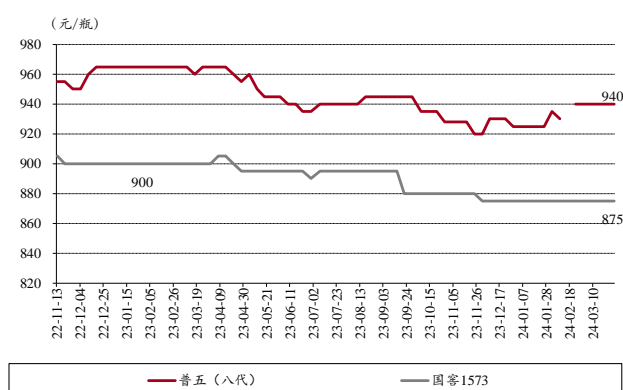
中国酒业协会公布 2023 年中国酒业全年数据。（1）2023 年，全国白酒行业实现总产量 629 万 kL，同比下降 5.1%；完成销售收入 7563 亿元，同比增加 9.7%；实现利润总额 2328 亿元，同比增长 7.5%。（2）全国啤酒行业实现总产量 3789 万 kL，同比增长 0.8%，实现销售收入为 1863 亿元，同比增长 8.6%；实现利润总额 260 亿元，同比增长 15.1%。（3）2023 年，全国葡萄酒行业完成酿酒总产量 30 万 kL，同比增长 3.4%；累计完成销售收入 90.9 亿元，同比增长 4.8%；累计实现利润总额 2.2 亿元，同比增长 2.8%。（4）2023 年，全国黄酒生产企业数量约 700 家，完成酿酒总产量 190 万 kL，同比增长 3.2%；完成销售收入 210 亿元，同比增长 2.1%；实现利润总额 19.5 亿元，同比增长 8.5%。

图表 16. 茅台整箱及散瓶批价



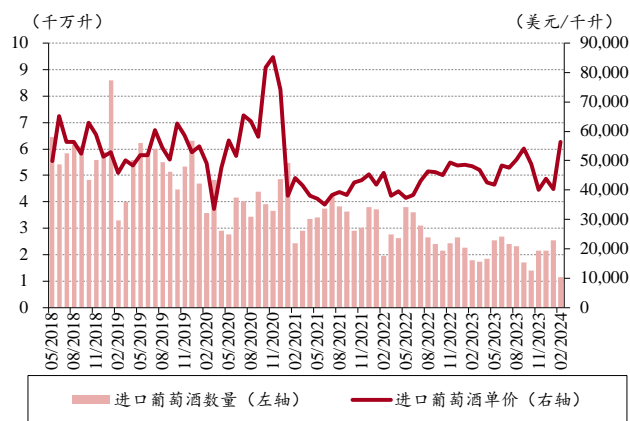
资料来源：今日酒价，中银证券

图表 17. 普五及国窖 1573（高度）批价



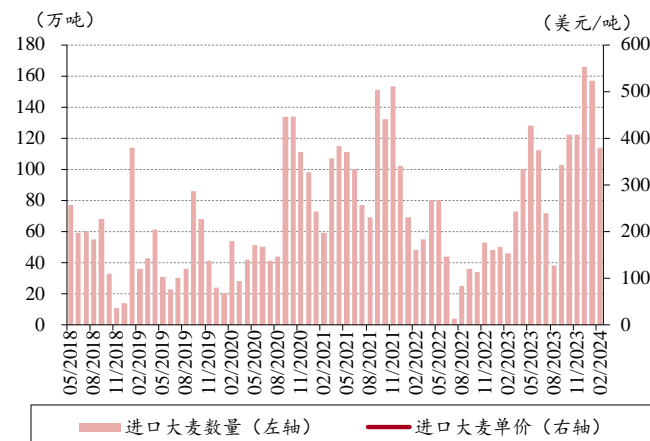
资料来源：今日酒价，iFinD，中银证券

图表 18. 进口葡萄酒数量与单价



资料来源：海关总署，iFinD，中银证券

图表 19. 进口大麦数量与单价



资料来源：iFinD，中银证券

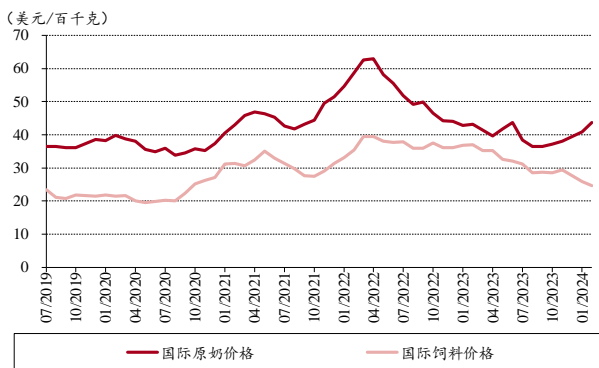
奶类

截至3月22日，国内生鲜乳价格为3.53元/公斤，环周-0.6%，同比-10.6%。

2024年2月，国际原奶价格为43.7美元/百千克，同比-42.8%。国际饲料价格为24.7美元/百千克，同比+18.1%。

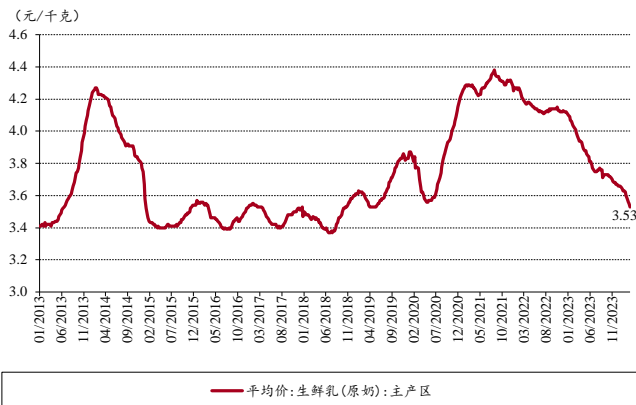
2024年2月，进口大包粉数量为9.00万吨，环月-10.0%，同比-18.2%。进口大包粉单价为62651美元/吨，环月+20.2%，同比-8.2%。

图表 20. IFCN 原奶价格与饲料价格



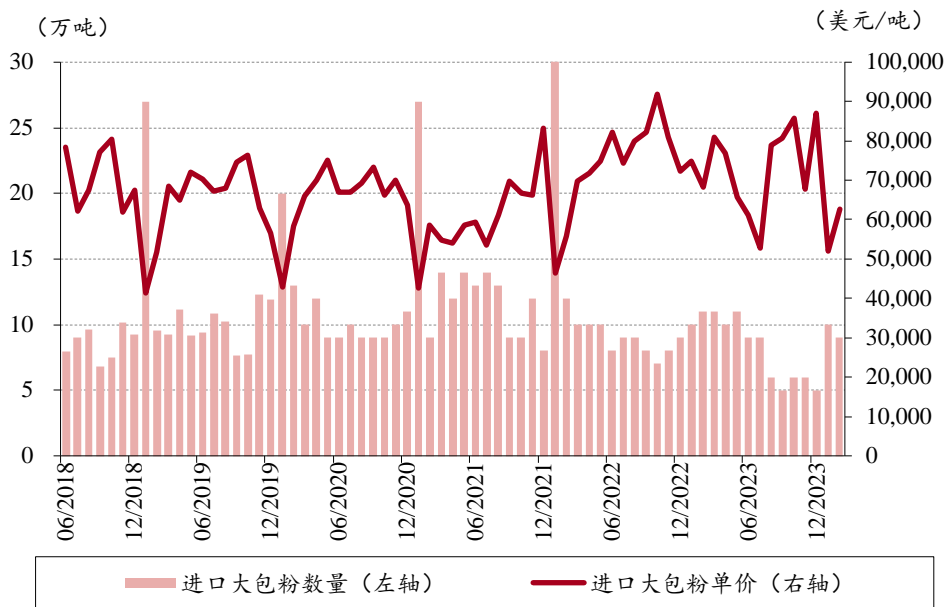
资料来源: IFCN, iFinD, 中银证券

图表 21. 国内主产区生鲜乳价格



资料来源: 国家农业部, iFinD, 中银证券

图表 22. 进口大包粉数量与单价



资料来源: iFinD, 中银证券

肉类

截至3月29日，全国生猪出栏价为7.63元/斤，环周0.0%，同比+3.4%。

截至3月29日，全国猪粮比价为6.32，环周+0.17pct，月同比+0.97pct。

2024年2月，全国能繁母猪存栏量为0.40亿头，环月-0.6%，同比-6.9%。

图表 23. 全国生猪出栏价



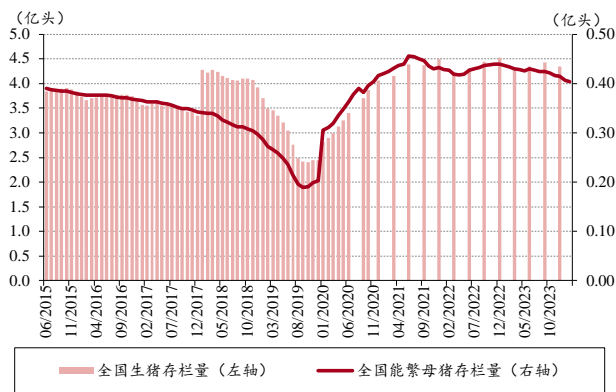
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 24. 猪粮比



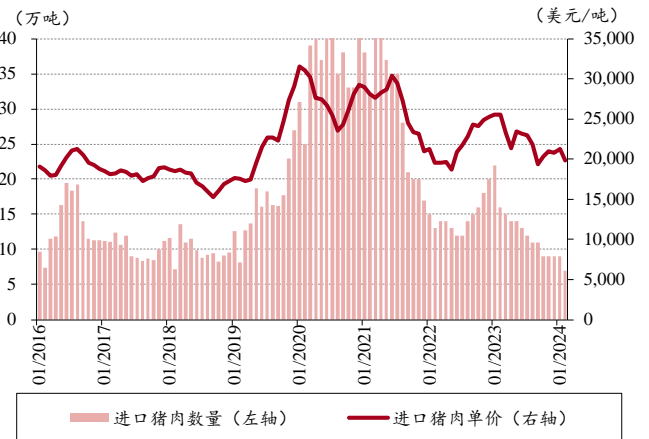
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 25. 国内生猪与能繁母猪存栏量



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 26. 进口猪肉数量与单价



资料来源: iFinD, 中银证券

重要公告及行业新闻

中炬高新公告 2024 年限制性股票激励计划（草案）及美味鲜公司未来三年战略规划方案。本激励计划拟授予不超过 1438.80 万股限制性股票，占公司股本总额的 1.83%，授予价格为 14.19 元。授予对象方面，高管 7 人，中层管理人员、核心业务（技术）骨干合计 322 人。业绩考核条件方面，以 2023 年为基准，2024、2025、2026 年营收增长分别不低于 12%、32%、95%；营业利润率分别不低于 15%、16.5%、18%；资产收益率分别不低于 14%、15.5%、20%。中炬高新公告子公司美味鲜公司未来三年战略规划方案，到 2026 年，美味鲜公司营业收入目标 100 亿元，营业利润目标 15 亿元。（公司公告，3 月 29 日）

颐海国际公告 2023 年业绩快报。2023 年公司营收 61.48 亿元，同比持平，其中关联方收入 20.1 亿元，同比+35.0%，第三方收入 41.37 亿元，同比-11.2%。2023 年公司毛利率 31.6%，同比+1.4pct；净利率 14.8%，同比+1.5pct。产品端来看，火锅调味料同比+11.7%；中式复合调味料同比+9.2%；方便速食产品同比-25.8%。渠道端来看，经销商同比-11.5%；关联方同比+35.0%；电商同比-8.5%。（公司公告，3 月 37 日）

珍酒李渡公告 2023 年业绩快报。2023 年公司实现收入 70.3 亿元，同比+20.1%；归母净利润 23.3 亿元，同比+126.0%；经调整净利润 16.2 亿元，同比+35.5%。23H2 实现收入 35.1 亿元，同比+25.6%；实现归母净利润 7.4 亿元，同比+46.9%；经调整净利润 8.2 亿元，同比+52.0%。（公司公告，3 月 26 日）

盐津铺子公告 2023 年年度报告及 2024 年 1 季报业绩预告。2023 年公司实现营收 41.2 亿元，同比增长 42.2%，实现归母净利润 5.1 亿元，同比增长 67.8%，其中 4Q23 实现营收 11.1 亿元，同比增长 20.2%，实现归母净利润 1.1 亿元，同比增长 32.6%。公司预计 1Q24 实现归母净利润 1.5-1.7 亿元，同比增长 34.5%-52.4%。（公司公告，3 月 26 日）

中国酒业协会公布 2023 年中国酒业全年数据。2023 年，全国白酒行业实现总产量 629 万 kL，同比下降 5.1%；完成销售收入 7563 亿元，同比增加 9.7%；实现利润总额 2328 亿元，同比增长 7.5%。全国啤酒行业实现总产量 3789 万 kL，同比增长 0.8%，实现销售收入为 1863 亿元，同比增长 8.6%；实现利润总额 260 亿元，同比增长 15.1%。2023 年，全国葡萄酒行业完成酿酒总产量 30 万 kL，同比增长 3.4%；累计完成销售收入 90.9 亿元，同比增长 4.8%；累计实现利润总额 2.2 亿元，同比增长 2.8%。全国黄酒生产企业数量约 700 家，完成酿酒总产量 190 万 kL，同比增长 3.2%；完成销售收入 210 亿元，同比增长 2.1%；实现利润总额 19.5 亿元，同比增长 8.5%。（酒业家，3 月 22 日）

澳大利亚进口酒“双反”政策取消。2024 年 3 月 28 日，中国商务部的最新公告，自 2024 年 3 月 29 日起，中国将正式终止对原产于澳大利亚的进口葡萄酒征收反倾销税和反补贴税。从进口酒具体数据来看，根据中国海关数据，2023 年中国葡萄酒进口量约为 2.43 亿升，同比下降 25.67%；进口额约为 10.82 亿美元（约合人民币 77.86 亿元），同比下降 19.41%。2023 年 1-12 月，瓶装葡萄酒进口量约为 1.55 亿升，进口额约为 10.1 亿美元（约合人民币 72.68 亿元），量额同比分别下跌 29.54%、17.81%。国产酒方面表现也不尽如人意，2023 年 1 月-12 月，全国规模以上企业葡萄酒产量 14.3 万千升，同比增长 2.9%。（微酒，3 月 28 日）

中国威士忌年度报告首发：2023 年市场规模 55 亿。中国酒业协会威士忌专业委员会发布《2023 中国威士忌行业发展调研报告》（下称《报告》），《报告》显示：2023 年我国威士忌酒的市场规模约 55 亿元，同比增长 10%。我国威士忌行业尚在起步阶段，市场销售仍以外资品牌为主，国内产量低于进口量。英国、美国、日本、爱尔兰是我国进口威士忌的主要国家。国产威士忌方面，目前，中国境内（含中国台湾地区 2 家）威士忌生产经营活动的具有法人资格的单位共 42 家，其中投产项目 26 个，试运营 1 个，在建项目 8 个，待建项目 7 个。大陆地区实际蒸馏产能 4.5 万千升，威士忌产品总产量约 5 万千升，橡木桶保有量 45 万个，同比增长 50%。酒业家了解到，我国威士忌市场规模在 2013 年、2021 年分别为 12.88 亿、49.51 亿元，年复合增长率为 18.33%。而从 2013 年的 12.88 亿到 2023 年的 55 亿，10 年间我国威士忌市场规模增长 4.2 倍。（酒业家，3 月 27 日）

股东大会

图表 27. 股东大会信息

证券简称	股东大会类型	召开日期	召开地点
莲花健康	2024 年第二次临时	2024-04-01 星期一	河南省周口市项城市东方办事处孙营村颍河路西、纬二十六路南公司会议室
承德露露	2024 年第二次临时	2024-04-02 星期二	河北省承德市高新技术产业开发区西区 8 号承德露露股份公司会议室
洋河股份	2024 年第一次临时	2024-04-02 星期二	江苏省宿迁市洋河酒都大道 118 号公司总部办公楼一楼多功能厅
安井食品	2024 年第一次临时	2024-04-02 星期二	安井食品集团股份有限公司会议室
天润乳业	2024 年第一次临时	2024-04-03 星期三	新疆乌鲁木齐市经济技术开发区(头屯河区)乌昌公路 2702 号新疆天润乳业股份有限公司办公楼一楼会议室
有友食品	2023 年年度	2024-04-08 星期一	重庆市璧山区璧泉街道剑山路 130 号有友食品重庆制造有限公司 4 楼会议室
南侨食品	2023 年年度	2024-04-08 星期一	上海市金山区志伟路 808 号上海金山假日酒店 2 楼 A 厅会议室
维维股份	2023 年年度	2024-04-09 星期二	维维食品饮料股份有限公司办公楼 C09 会议室(江苏省徐州市维维大道 300 号)
安琪酵母	2023 年年度	2024-04-10 星期三	安琪酵母股份有限公司一楼会议室
桃李面包	2023 年年度	2024-04-10 星期三	沈阳桃李面包有限公司会议室,沈阳市沈河区青年大街 1-1 号沈阳市府恒隆广场办公楼 1 座 4005-4010 单元

资料来源: 公司公告, iFinD, 中银证券

近期研究报告回顾

《青岛啤酒业绩点评》（3月28日）

全年量减价增，4Q23高端化战略加速推进。青岛啤酒披露2023年年报，全年实现营收339.4亿元，同比+5.5%，实现归母/扣非归母净利润42.7/37.2亿元，同比+15.0%/+15.9%。4Q23单季实现营收29.6亿元，同比-3.4%，实现归母/扣非归母净利润-6.4/-8.8亿元，分别多亏0.8/2.2亿元。公司2023全年量减价增，山东基地市场表现稳健。4Q23加速推进高端化战略，销量承压。后续有望持续发力中高端市场，关注澳麦双反取消带来的成本弹性。我们预计公司24-26年EPS为3.66、4.19、4.73元，同比分别+17.1%、+14.5%、+12.8%，维持买入评级。

《五粮液跟踪报告》（3月27日）

淡季普五价格坚挺，未来持续稳健增长可期。政策组合拳叠加春节旺销，淡季普五价格表现坚挺。我们认为有两个原因：（1）提价缩量、加强管控，政策组合拳促使经销商珍惜在手库存。（2）主力产品春节旺销，公司对渠道调控能力强，一批商库存处于低位。2024年公司加强市场监管，进一步完善“1+3”产品矩阵，未来持续稳健增长可期。五粮液消费者的基本盘稳固，千元价格带品牌优势突出，我们预计公司23至25年收入同比分别增12.0%、14.1%、10.3%，归母净利同比分别增14.0%、14.4%、10.9%，EPS分别为7.84、8.97、9.95元/股，对应PE分别为19.8X、17.3X、15.6X，维持“买入”评级。

《山西汾酒跟踪点评》（3月27日）

多种方式提升品牌热度，新模式有序推进。春糖会积极拥抱年轻消费者，多种方式提升品牌热度。公司2023年4季度开始推行汾享礼遇模式，这是新的渠道模式和控盘分利模式，渠道利润的兑现方式较为模糊，同时让广大终端分享发展成果，有望提升渠道体系的健康度。回顾过去十年，无论是行业高峰期还是低谷期，汾酒都能较好地维护经销商利益，因此我们判断经销商更容易接受新模式。预计未来两年汾酒将维持较快的业绩增速，持续领先行业，我们预计2023-2025年公司归母净利增速分别为31%、25%、22%，EPS分别为8.69、10.88、13.30元/股，维持买入评级，继续重点推荐。

风险提示

- 1) 经济复苏力度不及预期
- 2) 原材料成本波动
- 3) 渠道库存超预期
- 4) 食品安全事件

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371