

# 下半年需求温和改善预期下选强 $\alpha$ 标的

## —— 食品饮料行业 2024 年中期策略

食品饮料分析师：刘来珍      食品饮料分析师：刘光意

研究助理：韩勉                  研究助理：彭潇颖

# 下半年需求温和改善预期下选强α标的

## —— 食品饮料行业 2024 年中期策略

2024 年 06 月 24 日

### 核心观点

- **2024 年上半年复盘：**受消费环境偏弱影响，2024 年上半年食品饮料板块呈底部震荡。白酒春节旺季平稳，节后茅台价格承压，压制板块整体情绪。啤酒 1-5 月面临高基数，但 Q1 成本开始改善。大众食品板块，上半年饮料景气度较高，零食仍受益于下游量贩零食渠道扩张的红利，其余细分领域有待改善。
- **2024 年下半年展望：**我们预计食品饮料下半年需求端温和改善，配置上建议选择景气度改善板块和强α标的。
- **白酒：**2024 上半年白酒总体需求平稳，呈现消费集中在旺季、淡季更淡的情况，行业集中度加速提升。我们预计 2024 年下半年白酒板块景气度温和改善，行业分化趋势持续，推荐业绩增长确定性强的标的。
- **啤酒：**2023 年啤酒月度销量前高后低，2024 年月度销量同比增速将呈现前低后高趋势，叠加欧洲杯、奥运会等赛事催化，我们看好啤酒下半年销量表现。2024 年啤酒板块成本下降较为确定，节奏上也逐季展现。因此展望 2024 年下半年，啤酒板块景气度将逐步抬升。
- **大众食品：**建议关注 4 条投资主线：1) 消费分级背景下具备高性价比产品或强供应链能力的公司有望实现超额收益；2) 把握细分品种红利与渠道变革等结构性机会，在市场偏存量竞争的背景下有望实现可观增量；3) 具备稳定现金流与高股息率的公司，在防守风格阶段存在比较优势；4) 受益原料成本下降且需求相对稳定的板块。从节奏上来看，短期建议继续优先关注饮料、调味品与零食板块，待到宏观经济周期进一步上行后关注餐饮供应链、乳制品板块。
- **投资建议：**1) 白酒板块推荐业绩增长确定性强的标的：贵州茅台/山西汾酒/古井贡酒/今世缘/迎驾贡酒/珍酒李渡。2) 啤酒板块推荐关注：燕京啤酒/青岛啤酒/华润啤酒。3) 大众食品板块，建议继续优先关注饮料、调味品与零食板块，个股关注东鹏饮料/三只松鼠/欢乐家/中炬高新/伊利股份/天味食品/海天味业/洽洽食品/安井食品/新乳业/李子园。
- **风险提示：**茅台批发价格持续下跌的风险，需求复苏不及预期的风险，竞争加剧的风险，新品表现不及预期的风险，食品安全风险。

### 重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600519	贵州茅台	59.49	69.42	80.48	29	21	18	推荐
600809	山西汾酒	8.56	10.78	13.26	27	20	16	推荐
605499	东鹏饮料	5.10	6.83	8.65	36	32	25	推荐
600887	伊利股份	1.64	2.04	1.98	16	13	13	推荐

资料来源：Wind、中国银河证券研究院。注：数据截至 2024 年 6 月 21 日。

### 食品饮料行业

推荐 维持

### 分析师

刘来珍

☎：021-2025-2647

✉：liulaizhen\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523040001

刘光意

☎：010-2025-2650

✉：liuguangyi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

### 研究助理

韩勉

☎：010-8092-7653

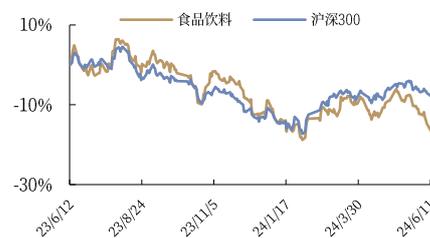
✉：hanmian\_yj@chinastock.com.cn

彭潇颖

✉：pengxiaoying\_yj@chinastock.com.cn

### 相对沪深 300 表现图

2024-06-22



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

1. 银河证券食品饮料行业 2024 年度策略：供需矛盾缓解

## 目录

### Catalog

<b>一、白酒：行业集中度持续提升，看好强 α 标的</b>	<b>5</b>
(一) 行业景气度判断：预计下半年温和改善	5
(二) 行业竞争格局：分化趋势持续	8
(三) 估值和持仓情况：估值已低	9
(四) 投资标的推荐：选强 α 标的	9
<b>二、啤酒：随旺季来临和成本改善景气度提升</b>	<b>11</b>
(一) 收入端：销量高基数效应减弱，产品升级趋势持续	11
(二) 利润端：原料包材价格下行，利润弹性增加	14
(三) 投资建议	17
<b>三、饮料：重申战略性看好，布局性价比与高股息</b>	<b>19</b>
(一) 24H1 复盘：板块业绩延续较高景气、韧性较为明显	19
(二) 24H2 展望：重申战略性看好，布局性价比与高股息	20
(三) 投资方向：关注性价比、新品铺货与高股息个股	22
<b>四、调味品：周期已触底反弹，H2 增速或逐渐抬升</b>	<b>24</b>
(一) 24H1 复盘：行业周期已经呈现触底反弹特征	24
(二) 24H2 展望：板块增速或逐季抬升，关注 C 端品牌与内部变革	25
(三) 投资方向与重点公司	28
<b>五、零食：预期压力逐渐消化，继续看好板块景气度</b>	<b>29</b>
(一) 24H1 复盘：渠道变革推动制造型企业的业绩景气度凸显	29
(二) 24H2 展望：预期压力逐步消化，继续看好渠道与品类红利	30
(三) 投资方向与重点公司	34
<b>六、预加工食品：关注复苏节奏对板块竞争的影响</b>	<b>35</b>
(一) 24H1 复盘：业绩稳健增长，B 端复苏更明显	35
(二) 24H2 展望：关注复苏节奏对板块竞争的影响	36
(三) 投资方向与重点公司	37
<b>七、乳制品：奶价降幅有望收窄，关注需求复苏节奏</b>	<b>38</b>
(一) 24H1 复盘：需求端压力仍存，成本端弹性释放	38
(二) 24H2 展望：预计奶价降幅收窄，关注需求复苏节奏	39

(三) 投资方向与重点公司.....	40
八、 重点公司盈利预测与估值.....	42
九、 风险提示.....	43

# 一、白酒：行业集中度持续提升，看好强α标的

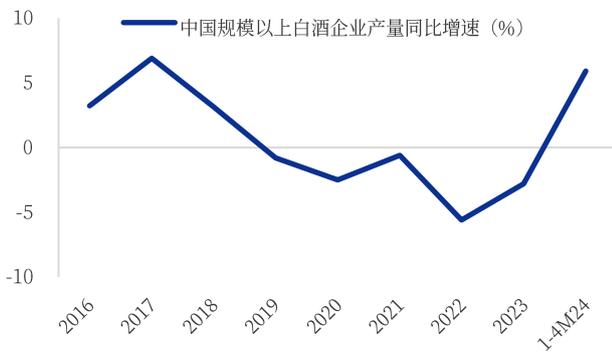
## (一) 行业景气度判断：预计下半年温和改善

**白酒板块 2024 上半年回顾：**2023 年行业承压之后，2024 年春节前，终端和经销商因资金压力和风险偏好降低放慢了对品牌方新一年的回款、并对所代理品牌组合进行了优化，导致市场对 2024 年白酒企业业绩预期降低，引起了一波恐慌。春节期间由于强劲的返乡和亲友聚会消费带动，白酒整体消费状况较好，主要品牌的回款进度追上计划，修复了春节前的悲观预期。3 月开始白酒进入消费淡季，酒企陆续发布了产品涨价计划，弱市之下酒企继续推动产品涨价进一步提振了市场信心。3 月中旬-4 月，酒企 2023 年报、一季报陆续发布，财报显示白酒板块整体业绩增长韧性较强，A 股 18 家上市公司 24Q1 营收合计同比+15%、17 家归母净利合计同比+16%，年报也披露了酒企对于 2024 年稳健的业绩增长计划，稳定了市场对于白酒板块的业绩预期。但是 4 月以来飞天茅台的批发价格开始下跌，在清明节后散飞价格快速跌至接近 2500 元/瓶，引起市场警惕。4 月中下旬港股的上涨、海外资金流入驱动白酒板块行情上涨，主要因白酒企业依然被认可为获利能力较强的优质资产。随后五一节日期间白酒消费状况尚可。5 月下旬开始港股转跌，白酒板块亦同步回调。最新跟踪端午节白酒消费有所走弱，叠加飞天茅台价格持续下行，白酒板块进一步走弱。

尽管市场预期不断波动，我们认为上半年白酒板块整体呈现在弱周期中磨底的特征，基本面并没有变得更差。有几个指标：**1) 大部分消费类产品的批发价格企稳。**飞天茅台的价格走低因为其中有投资需求扰动，除此之外，以消费需求为主的千元价格带及次高端大单品的批发价格在 2024 年均企稳，相比于 2022 年下半年-2023 年价格持续走跌的情况已有改善，2024 年供需局面趋于平衡。**2) 规模以上白酒企业产量改善。**根据国家统计局数据，2024 年 1-4 月白酒行业产量累计同比+5.9%，呈恢复性增长态势，而在 2019-2023 的年度产量数据均是同比下跌。

**白酒板块 2024 下半年景气度展望：**白酒板块景气度的好转有赖于消费需求的明显改善，目前依然受制于经济活跃度和居民收入预期。下半年白酒消费观察窗口期在中秋国庆节期间，在此之前，我们有时间观察近期房地产政策应出尽出之后对经济的拉动效果。我们预期下半年白酒需求总体平稳，景气度较上半年略有改善。供给端的分化、集中度提升依然是基本面投资的主线逻辑。全年来看，我们认为高端品牌、优秀的次高端和区域酒品牌依然会稳步完成全年的业绩增长计划。站在十四五规划角度，2024 年是十四五期间的倒数第二年，我们认为那些有能力完成十四五规划的企业，在 2024 年有更强的业绩确定性。

图1：中国规模以上白酒企业产量同比增速



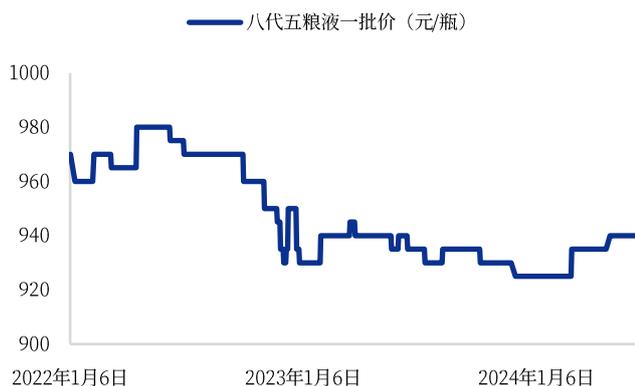
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图2：散瓶飞天价格（元/瓶）



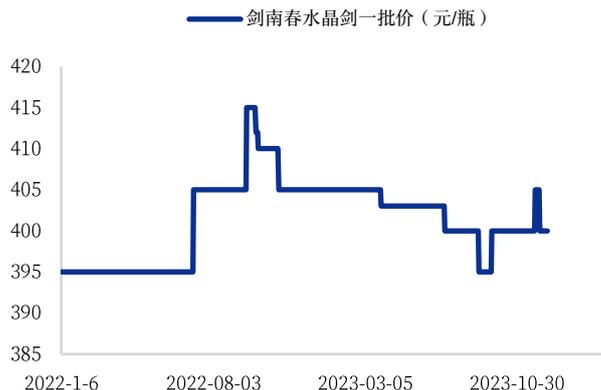
资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图3：八代五粮液一批价



资料来源：百荣酒价，中国银河证券研究院

图4：剑南春水晶剑一批价



资料来源：百荣酒价，中国银河证券研究院

表1：去年至今年白酒企业上调产品出厂价情况

公司	品牌	单品	出厂价上调幅度 (元)	批发价格 (元)	上调时间
贵州茅台		飞天茅台	+200	2970 (整箱)	2023年11月1日起
五粮液		普五 (八代)	+50	940	2024年2月5日起
舍得酒业	舍得	品味舍得	+20	325	2024年1月1日起
剑南春		水晶剑	+15	400	2024年3月1日起
今世缘	国缘	四开	+20	400	2024年3月1日起
		对开	+10	260	
		单开	+8	150	
山西汾酒	青花系列	青花 20	+20	355	2024年3月15日起
郎酒	红花郎	红花郎 15 年	+30	450	2024年4月1日起
		红花郎 10 年	+20	293	
泸州老窖	窖龄	窖龄 30	+15	195	2024年4月1日起
		窖龄 20	+10		
洋河股份	梦之蓝	M6+	+20	590	2024年4月1日起

资料来源：各公司公告、百荣酒价、中国银河证券研究院

表2: 十四五期间白酒上市公司业绩目标设定及完成情况

	公司	指标	2021	2022	2023	2024	十四五战略目标
高端	贵州茅台	目标营收增速	11%	15%	15%	15%	茅台集团营收和利税“双翻番”
		实际营收增速	12%	17%	19%		E: 集团 2024-25 年 2 年营收 CAGR+10.3%
	五粮液	目标营收增速	两位数增长	两位数增长	两位数稳健增长	两位数稳健增长	原酒产能达到 20 万吨, 基酒储存能力达 100 万吨, 销售收入突破 1000 亿元, 利税总额达到 800 亿元
		实际营收增速	16%	12%	13%		E: 2024-25 年 2 年营收 CAGR+9.6%
	泸州老窖	目标营收增速	15%	15%	15%	15%	重回中国白酒行业“前三”
		实际营收增速	24%	22%	20%		E: 假设汾酒 2024-25 年营收 CAGR+20%, 则泸州老窖需 CAGR+23.3%
次高端	山西汾酒	目标营收增速	30%	25%	20%	20%	到 2025 年, 进军白酒行业第一阵营, 实现“三分天下有其一”, 重树“汾老大”的品牌地位
		实际营收增速	43%	31%	22%		E: 2024-25 年营收 CAGR+20%
	洋河股份	目标营收增速	10%	15%	15%	5%-10%	十四五酒业倍增计划 (2025 年营业收入达到 500 亿, 对应净利润 165 亿)
		实际营收增速	20%	19%	10%		E: 2024-25 年 2 年营收 CAGR+22.9%, 净利 CAGR+28.3%
	舍得酒业	目标增速		股权激励: 营收+19.5%, 归母净利+12.4%	股权激励: 营收+22.4%或归母净利 15.7 亿元	股权激励: 营收不低于+41.5%或归母净利不低于+15.8%	坚持四大战略, 包括老酒战略、双品牌战略、年轻化战略、国际化战略; 进一步提升企业的行业地位。
		实际增速	84%	营收+21.8%, 归母净利+35.3%	营收+16.9%, 归母净利 17.1 亿元		
	水井坊	目标增速	营收+43%, 净利+35%	营收、净利+15%	全年营收、净利润同比增长	营收和净利润保持增长	成为高端浓香头部品牌之一
		实际增速	营收+54%, 净利+12%	营收+0.8%, 净利+12%	营收+6%, 净利+4%		
	酒鬼酒	目标营收增速					突破 30 亿, 跨越 50 亿, 争取迈向 100 亿
		实际营收增速	87%	19%	-30%		
区域酒	古井贡酒	目标增速	营收+16.59%, 利润总额+15.08%	营收+15.3%, 利润总额+11.94%	营收+20.26%, 利润总额+34.21%	营收+20.72%, 净利+25.55%	2021 年提出十四五营收突破 200 亿元, 2023 年末进一步提出聚焦 300 亿元目标
		实际增速	营收+29%, 利润总额+28%	营收+26%, 利润总额+41%	营收+21%, 利润总额+42%		E: 2024-25 年 2 年营收 CAGR+21.7%
	迎驾贡酒	目标营收增速				双位数增长	着力打造百亿迎驾、百年品牌
		实际营收增速	33%	20%	22%		E: 2024-2025 年 2 年营收 CAGR+22%

口子窖	目标营收增速			股权激励: 营收+15%或净利+15%	股权激励: 营收+12%或净利+17%	股权激励: 2025年营收不低于77亿元或净利不低于23.25亿元
	实际营收增速	25%	2%	16%		
金种子	目标营收增速					实现销售收入50亿
	实际营收增速	17%	-2%	24%		E: 2024-25年2年营收CAGR+84.5%
今世缘	目标增速	营收+15%-28.9%, 净利+15%-21%	营收+17%-25%, 净利+11%-16%	营收+27%, 净利+24%	营收+20.79%, 净利+17.98%	2021年提出十四五期间做到100亿元, 挑战目标150亿元。2023年末进一步提出“锚定2025年营收150亿元”
	实际增速	营收+25%, 净利+30%	营收+23%, 净利+23%	营收+28%, 净利+25%		E: 2024-25年2年营收CAGR+21.9%
老白干酒	目标增速	营收+10%, 营业利润+17%	营收+12%, 营业利润+12%	营收+11%, 营业利润7.4亿元	营收+10%, 营业利润+14%	巩固衡水老白干在河北白酒市场的绝对地位
	实际增速	营收+12%, 营业利润+17%	营收+16%, 营业利润+84%	营收+13%, 营业利润8.8亿元		
金徽酒	目标增速	营收+15%, 净利+21%	营收+40%	营收+24%, 净利+43%	营收+17.7%, 净利+23.8%	2026年目标50亿元
	实际增速	营收+3%, 净利-2%	营收+12%, 净利-14%	营收+27%, 净利+16%		E: 2024-2026年3月营收CAGR+25.2%
伊力特	目标增速	营收+28%, 利润总额+18.5%	营收+21%, 利润总额+19.8%	营收+54%, 利润总额+99%	营收+25.5%, 利润总额+8%	2025年营收目标35亿元
	实际增速	营收+7%, 利润总额-1%	营收-16%, 利润总额-48%	营收+37%, 利润总额+90%		E: 2024-25年2年营收CAGR+25.3%
天佑德酒	目标增速			股权激励: 营收+15%-20%	股权激励目标: 营收+7%-13%	进一步巩固公司在青稞酒行业的领袖企业地位, 未来五年成为中国西部地区最具影响力的白酒生产企业, 成为上市酒企中最具特色和差异化优势的白酒企业
	实际增速	营收+38%	营收-7%	营收+24%		

资料来源: 各公司公告、中国银河证券研究院

## (二) 行业竞争格局: 分化趋势持续

**板块内分化趋势持续。**白酒板块从2022年下半年开始分化加剧, 由于需求端尚未看到大幅好转, 2024上半年分化趋势持续。行业集中度持续提升, 竞争进入到大厂之间相互竞争的阶段。竞争的核心手段是营销重心下沉, 即“营销C端化”——越来越注重终端和消费者服务。在营销C端化的趋势下, 品牌力和市场的服务能力成为核心竞争要素, 而高端品牌、部分次高端和区域酒企具备竞争优势。我们认为下半年, 分化趋势持续。

表3: 2022年以来白酒上市公司季度收入增速

分类	公司	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
高端	贵州茅台	18%	16%	15%	17%	19%	20%	13%	20%	18%
	五粮液	13%	10%	12%	10%	13%	5%	17%	14%	12%
	泸州老窖	26%	24%	22%	16%	21%	30%	25%	9%	21%

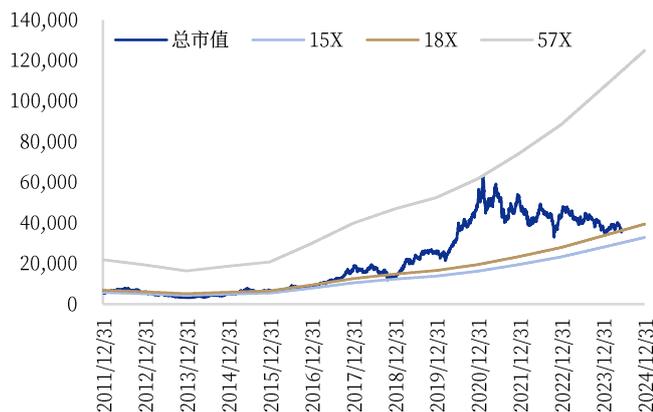
次高端	山西汾酒	44%	0%	33%	50%	20%	32%	14%	27%	21%
	洋河股份	24%	17%	18%	6%	16%	16%	11%	-22%	8%
	舍得酒业	83%	-16%	31%	6%	7%	32%	8%	28%	4%
	水井坊	14%	10%	7%	-25%	-40%	2%		51%	9%
	酒鬼酒	86%	5%	2%	-27%	-43%	-32%	-37%	22%	-49%
区域酒	古井贡酒	28%	30%	22%	25%	25%	27%	23%	9%	26%
	今世缘	25%	14%	26%	28%	27%	31%		27%	23%
	迎驾贡酒	37%	2%	24%	16%	22%	29%	22%	19%	21%
	口子窖	12%	-8%	6%	-2%	21%	34%	5%	10%	11%
	老白干酒	20%	25%	28%	-5%	10%	10%	13%	18%	13%
	金种子酒	17%	3%	-19%	-8%	25%	31%	43%	7%	-3%
	金徽酒	39%	12%	-9%	1%	27%	21%	48%	17%	20%
	伊力特	15%	5%	-60%	-33%	19%	-6%	144%	86%	12%
	天佑德酒	11%	-14%	-23%	-14%	-6%	53%	44%	42%	33%
低档酒	顺鑫农业	-29%	-30%	7%	-21%	5%	-19%	0%	-31%	-1%

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

### (三) 估值和持仓情况: 估值已低

用 P/E 指标来看, 目前白酒板块 Fw1Y P/E 约在 18 倍, PEG $\approx$ 1, 除去茅台、五粮液应有的合理溢价之外, 其余标的 PEG $<$ 1。对比历史, 估值水平低于 2020 年 3 月疫情最严重时的低点。我们预期至 2025 年板块盈利增速中枢较前两年变化不大, 且分红比例预期逐年稳步提升; 结合国内外资金利率, 我们认为白酒板块估值有提升空间。从基金持仓上来看, 虽然 2023 年下半年围绕基本面的悲观情绪加重, 但公募基金重仓比例逆势上升。

图5: 白酒板块估值情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 白酒板块公募基金重仓持股比例



资料来源: 公募基金季报, 中国银河证券研究院

### (四) 投资标的推荐: 选强 $\alpha$ 标的

我们预期下半年白酒需求总体平稳, 景气度较上半年略有改善; 行业格局延续分化趋势。基于此推荐 $\alpha$ 属性更强的标的组合: 贵州茅台, 山西汾酒, 古井贡酒, 今世缘, 迎驾贡酒, 珍酒李渡。

**贵州茅台：**4月以来飞天茅台批发价格下跌压制股价表现。我们认为飞天茅台价格的下跌是去金融属性的过程，过度的价格下跌预计会引起酒厂干预，价格跌至合理位置时也有消费需求支撑。飞天茅台批价和出厂价之间仍有较大价差空间，短期批价波动不会影响公司年度业绩的达成。批价下跌引起的股价下跌使公司股票变得更为便宜，提供低成本配置机会。预测2024-2026年EPS分别为69.42、80.48、92.33，2024/6/21收盘价1471.00元，对应P/E分别为21/18/16倍。

**山西汾酒：**现阶段次高端大单品青花20的快速增长为公司贡献主要业绩增量。公司品牌力较强，大单品所在价位段受消费环境压力较小，持续保持良性动销。公司的全国化扩张也较为顺利，今年重点发力的华东、华南市场销售快速增长。汾享礼遇模式自去年四季度在全国陆续推广，渠道推力增强，将进一步确保销售业绩的达成。公司基本面较为扎实，我们持续推荐。预测2024-2026年EPS分别为10.78、13.26、15.99，2024/6/21收盘价217.00元，对应P/E分别为20/16/14倍。

**古井贡酒：**公司有极强的地面营销服务能力，在弱市之下持续拼抢终端，省内市场保持良性动销和销售增长。全国化扩张的效果也逐步显现，从去年和今年Q1业绩来看，属于次高端唯二在省外市场实现强劲增长的品牌（另一：汾酒）。属于营销C端化的一个标杆企业，业绩增长确定性强。

**今世缘：**省内竞争优势的持续加强是公司最大的 $\alpha$ ，同时江苏省酒市在弱市之下依然是一个容量大、抗风险能力强的好市场。公司省外布局也在持续推进，未来有望量变走向质变。

**迎驾贡酒：**主销品洞6、洞9位于100-300元价位段，该价位段在消费有所降级的环境下较为受益。于公司而言，在安徽省内，产品渠道利润仍高于竞品，消费者口碑也在形成，市场区域在皖北、皖南市场持续突破，驱动公司业绩快速增长。

**珍酒李渡：**酱酒行业是成长型赛道，尽管过去两年行业有所调整，但重点市场的消费者渗透率仍在提升。珍酒李渡逐步发展成为酱酒行业综合实力排名靠前的企业之一。公司“C端化”的营销模式在今年以来越来越得到市场了解和认可。

## 二、啤酒：随旺季来临和成本改善景气度提升

### (一) 收入端：销量高基数效应减弱，产品升级趋势持续

#### 1.量：受前期高基数因素拖累，但需求未见明显减弱

2024Q1 啤酒行业销量增速整体放缓，主要受前期高基数影响。2024 年 3 月、4 月规模以上啤酒企业产量分别同比-6.5%、-9.1%，各上市公司销量较 2023 年同期亦整体有所放缓。5 月全国气温较凉爽，广东等南方地区降水较多，预期销量增长仍较慢，但我们仍看好即将到来的旺季啤酒销量正向增长，原因在于：

1) 前期高基数影响逐期弱化。2023 年前五月，受到疫后需求反弹带来的较高市场预期，及淄博烧烤热、五一旅游人数走高等事件催化影响，产量基数走高，导致 2024 年前 4 月的单月产量同比负增。但自 2023 年 5 月起，在市场预期回落和夏季雨水天气较多等因素印象下，产量回落。在前期较低基数条件下，预计 2024 年旺季销量将有正向增长。

2) 市场需求未见明显减弱。尽管 2024 年 3、4 月产量同比出现负增长，但从累计数据来看，2024 年前 2 月啤酒产量同比实现+12.1%的增长，拉动前 4 月啤酒累计产量同比+2.1%。说明春节旺季动销表现良好，市场需求未见明显减弱。

图7：我国啤酒产量当月值及同比变化



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图8：我国啤酒产量累计值及同比变化

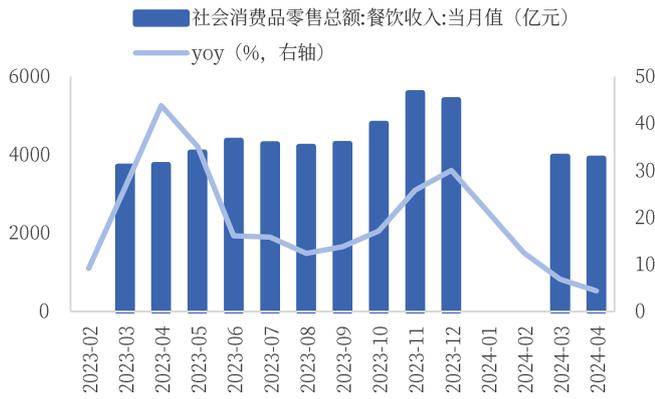


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

3) 现饮场景修复。2024 年前 4 月，餐饮收入累计值同比增长 9.3%，其中 2024 年前 2 月餐饮收入同比增长 12.5%，相较 2023 年前 2 月（同比+9.2%）增长再提速。

从新开门店数量来看，2024 年 Q1 我国餐饮门店数量达 794.3 万家，环比 2023 年 Q4 净增 24 万家，门店数量自 2023 年 Q2 开始第一次出现正向增长。2024 年前 3 月新开门店数量约 70 万家，关闭门店数量约 46 万家，新开门店数量亦超过关闭门店数量，开店率趋于良性反映了伴随 2023 年盲目开店热的结束，餐饮洗牌逐渐完成，现饮渠道呈良性恢复。

图9：我国餐饮收入当月值及同比变化



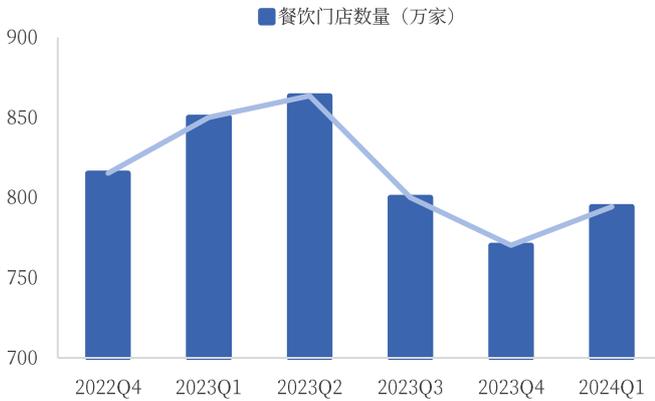
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图10：我国餐饮收入累计值及同比变化



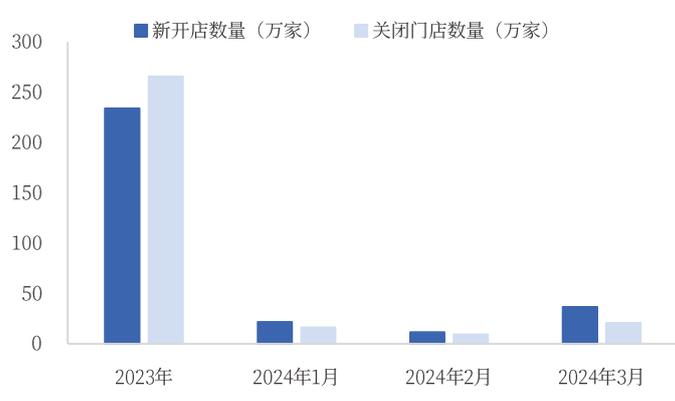
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图11：我国餐饮门店数量变化



资料来源：辰智大数据，中国银河证券研究院

图12：我国餐饮新开、关闭门店数量



资料来源：企查查，中国银河证券研究院

**2.价：24Q1 增长略放缓，高端化趋势不变**

整体来看近年来各上市公司吨酒价格呈上升趋势，受制于宏观经济恢复不及预期以及成本下行下，酒企常规性提价动作放缓，吨价增速在 24Q1 略放缓。

表4：各公司吨价同比变化情况

	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
华润啤酒	2.7%	-1.0%	6.3%	5.6%	9.4%	
青岛啤酒	5.0%	2.1%	7.2%	4.8%	6.3%	2.6%
重庆啤酒	3.4%	18.9%	4.2%	4.5%	0.6%	1.8%
燕京啤酒	4.0%	2.8%	6.8%	6.0%	3.0%	-0.3%
珠江啤酒	3.5%	5.0%	0.4%	3.6%	4.1%	6.2%

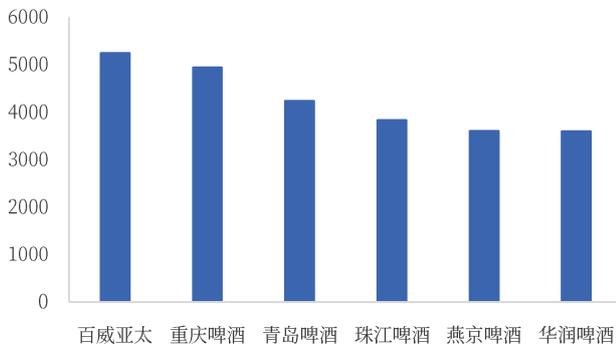
资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

**但我们短期来看认为高端化仍是行业必然趋势，原因在于：**

1) 吨价仍存在较大上升空间。与百威亚太相比，2023 年百威亚太啤酒吨价达 5241 元/吨，重庆啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒/燕京啤酒/华润啤酒吨价分别为 4942/4237/3834/3605/3593 元/吨，与其

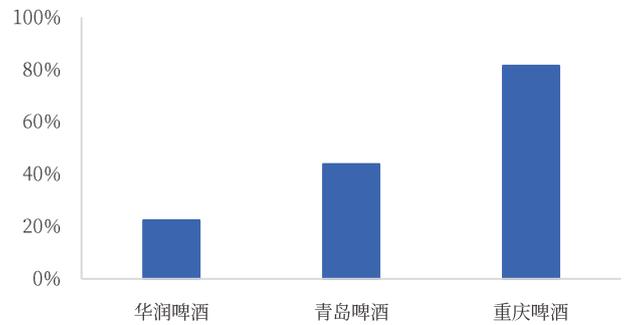
仍存在较大差距。从当前各公司产品结构来看，2023年重庆啤酒8元以上产品销量占比约48%，而2022年6元以上产品销量占比约82%，测算其6-8元产品销量约占比30%-40%，青岛啤酒、华润啤酒该价格带产品销量近年维持快速增长趋势，但占比远小于该数字，未来还有较大的成长空间。

图13: 各公司 2023 年吨价情况 (元/吨)



资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院

图14: 各公司次高端及以上 (6 元以上) 产品占比



注: 图中为根据各公司年报披露口径估测数据  
资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院

2) 各上市公司次高端价格带单品仍延续强劲增长势头。从各公司不同价格带产品表现来看，近年来增速最快的均是集中在6-8元价格带的次高档产品，其销量增速显著高于公司整体增速。6-8元价格带的快速增长涵盖对6元以下低端产品的替代作用，反映了消费者在支付较少的价格溢价后享用更高品质啤酒的意愿持续增强。我们认为短期内，该价格带的扩容会拉动啤酒产品结构持续升级。

表5: 各公司次高档产品及销量增速情况

华润啤酒			青岛啤酒		
喜力	6-7元/500ml	2023年增速约60%	青岛白啤	6-7元/500ml	部分区域进行工厂改造, 增加青岛主品牌产量
雪花纯生	6元/500ml	2023年增速超10%	青岛纯生	6-7元/500ml	
老雪	6元/500ml	2023年双位数增长	青岛经典	5-6元/500ml	
重庆啤酒			燕京啤酒		
乐堡	7元/500ml	2023年增速表现较好	燕京 U8	6元/500ml	2023年增速约36%, 2024年前5月增速超30%
乌苏	6元/500ml	24Q1恢复增长			

资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院

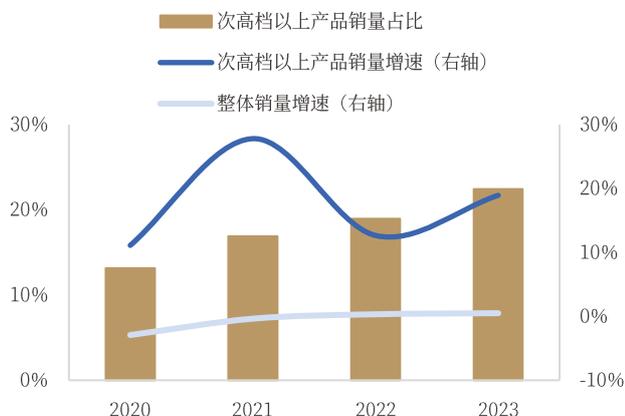
**华润啤酒:** 2023年公司整体销量同比+0.5%，但次高档以上产品喜力、雪花纯生、老雪均实现双位数增长，其中喜力销量增速超60%，拉动公司吨价同比+9.4%。次高档产品销量占比自2019年的11%提升至2023年的22%。在次高档产品较充足的增长势能带动下，预计公司2024年吨价仍能保持中高单位数增长。

**青岛啤酒:** 2023年在公司整体销量同比下降的情况下，中高端以上产品销量逆势增长10.6%，24Q1中高端产品销量表现亦呈现韧性，降幅小于整体销量下降幅度。24Q1中高端以上产品销量占比提升至44%。

**重庆啤酒:** 公司历史上6元以上产品销量占比在80%以上，2023年8元以上产品销量占比48%，估算6-8元产品销量占比在30%-40%，该部分也是公司2023年销量增速最快的产品价格带。乐堡增速持续表现良好，乌苏渠道调整完成后亦有望重现贡献销量。24Q1公司吨价增速环比2023年重新提速，预计为乌苏产品恢复增长拉动所致。

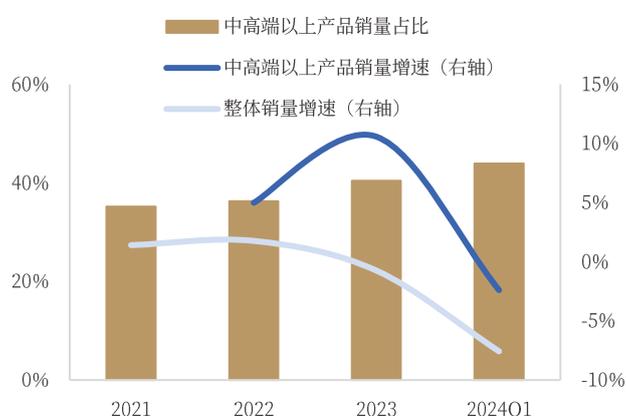
**燕京啤酒**：2023年-24Q1公司整体销量个位数增长，但U8大单品2023年销量增速36%，2024年前五月增速超30%，反映了公司产品结构的内部升级趋势。

图15：华润啤酒次高档以上产品销量情况



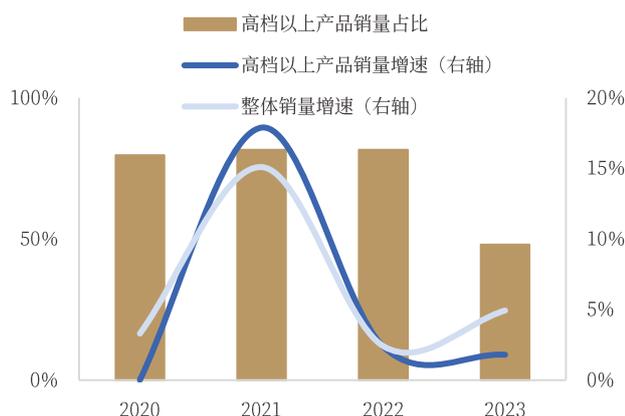
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图16：青岛啤酒中高端以上产品销量情况



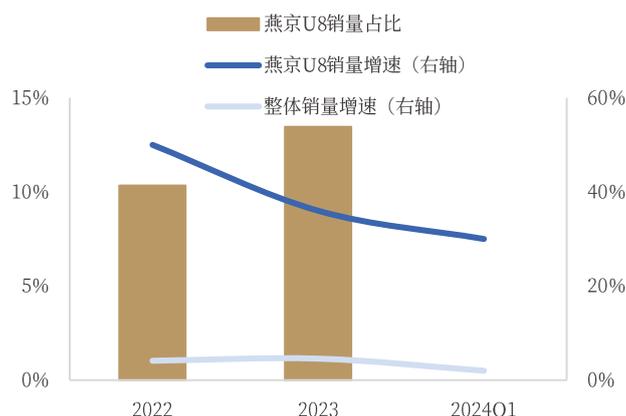
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图17：重庆啤酒高档以上产品销量情况



注：其中2022年及以前高档以上产品为6+元产品，2023年为8+元产品。  
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图18：燕京啤酒U8销量情况



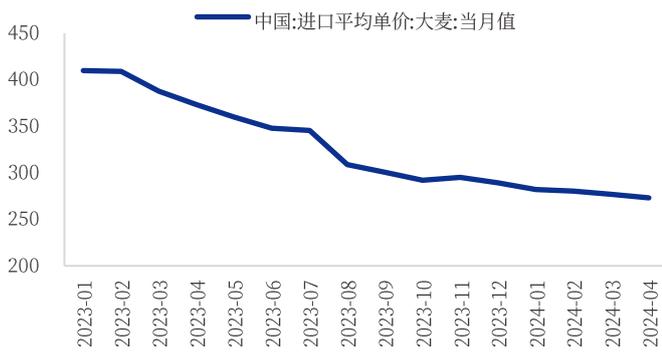
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## (二) 利润端：原料包材价格下行，利润弹性增加

### 1. 成本端：原料成本下行为确定性趋势

2023年以来，澳麦价格回落（2024年初相较2023年初价格下降约30%），推动上市公司吨成本下降。包材价格Q1稳中有降，尽管近期玻璃、铝价短期上行，但鉴于上市公司一般会提前锁价，预期该短期波动对成本端影响较小。全年看，预计2024年成本端压力将显著小于2023年。

图19: 大麦价格 (美元/吨)



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

图20: 玻璃价格 (元/吨)



资料来源: 郑州商品交易所, 中国银河证券研究院

图21: 铝价 (美元/吨)



资料来源: LME, 中国银河证券研究院

图22: 瓦楞纸价格 (元/吨)



资料来源: 中纸在线, 中国银河证券研究院

成本端压力下行在 2024Q1 已经初步显现, 24Q1 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒吨成本分别同比 -1.0%/-3.3%/-0.9%, 带动毛利率同比+2.1/+2.7/+0.4pct。

表6: 各公司成本变动情况

	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒
<b>吨成本变化 (%)</b>					
2023	+4.6	+8.1	+3.3	+2.4	+4.0
2024Q1	预计-1.0~2.0	-1.0	-3.3	-0.9	+3.8
<b>毛利率变化 (pct)</b>					
2023	+2.9	+1.8	-1.3	+0.2	+0.4
2024Q1		+2.1	+2.7	+0.4	+1.3
<b>大麦采购比例</b>	1/3 左右	历史占比约 70%, 现阶段占比 50%+	双反政策前采购比例 70%左右。	以直接采购麦芽为主, 成本占比约 16%	以直接采购麦芽为主, 成本占比约 15%
<b>2024 全年成本预期</b>	成本改善预计 24H2 兑现	24Q1 大麦价格高位数下降, 预计 Q2 成本端将较 Q1 进一步改善	24Q1 大麦成本-7%, 全年吨成本预期改善	麦芽、包材采购价格均有下降	

资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院

全年来看，假定包材价格稳定前提下，大麦、包材价格下行约可带动公司吨成本同比下降 2-3 个百分点。具体到各家上市公司，成本端改善情况略有差异。

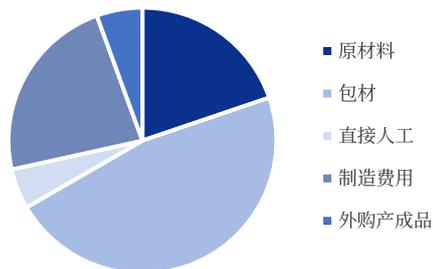
**华润啤酒：**历史澳麦采购占比 1/3 左右。2023 年受澳麦价格上涨影响，大麦成本双位数增长。公司现已完成全年大麦采购锁价工作，并在 1 月、4 月锁定了旺季包材成本，预计 2024H2 成本端改善有望进一步兑现。

**青岛啤酒：**目前澳麦采购比例在 50% 以上。2023 年公司原材料及包材占总成本比例为 67%，其中原料/包材比例约为 3：7。公司 2023 年大麦价格上涨约 20%，2024 年全年预计大麦成本高个位数下降，预计公司 2024 年全年吨成本将下降 1~2%。

**重庆啤酒：**公司采购进口大麦中澳麦比重较高，在 70% 左右。2023 年公司原材料及包材占营业成本比例为 67%，其中原料/包材占比约为 1：2。2024Q1 公司大麦成本下降约 7%，包材成本亦有下降，带动吨成本显著下降 3.3%。全年看尽管佛山工厂折旧会增加部分成本，但一方面产量上升带动的规模效应会促进对固定成本的吸收，另一方面原料成本确定性下降，预计公司全年吨成本较 2023 年将改善。

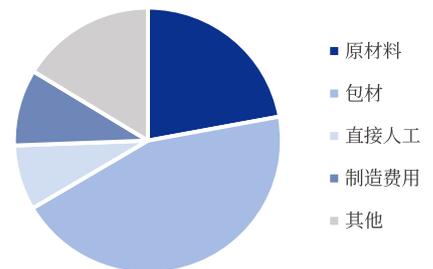
**燕京啤酒：**公司历史上主要以直接采购麦芽为主，澳麦占比较低，但伴随进口大麦价格下降，麦芽采购价格亦有所下降。公司原料和包材占营业成本的比例为 65%，其中原料和包材约各占 50%。2023 年以来公司不断加强采购环节的数字化技术建设和谈判策略优化，2024 年完成公司首套数字化采购平台的搭建，推动采购成本进一步下降。在 2024 年公司麦芽、玻璃、易拉罐等原料和包材采购均价均有下降的基础上，测算公司全年吨成本将下降约 2~3%。

图23：青岛啤酒成本构成情况（2023年）



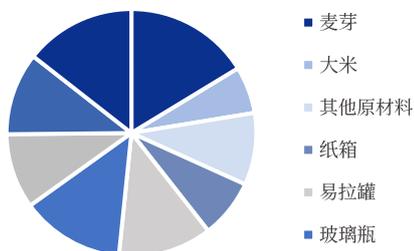
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图24：重庆啤酒成本构成情况（2023年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图25：燕京啤酒成本构成情况（2023年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**2.费用端：费效比有望提高**

**1) 销售费用：行业良性竞争，各家节奏略有差异**

2023 年行业销售率整体呈上升趋势，主要因行业竞争加剧后各公司推新品、市场宣传力度增加。2024Q1 各上市公司销售费用投入节奏略有差异，全年看费用率预计与 2023 年持平，行业良性竞争条件下，各公司费用投入主要聚焦核心单品宣传和重大事件营销。

**2) 管理费用：整体呈逐年下降趋势**

2023-2024Q1，行业整体延续降本增效趋势，管理费用整体下行。伴随行业竞争加剧，各公司持续优化管理水平，提高费效比。

表7：各公司费用率情况

		华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒
2023 年	销售费用率	20.1%	13.9%	17.1%	11.1%	15.2%
	同比 (pct)	+1.6	+0.8	+0.5	-1.3	+0.2
2024Q1	销售费用率		12.80%	13.10%	11.90%	16.60%
	同比 (pct)		-1.0	+0.2	-0.6	+1.3
2023 年	管理费用率	8.4%	4.5%	3.3%	11.4%	7.4%
	同比 (pct)	-0.7	-0.1	-0.5	+0.7	+0.5
2024Q1	管理费用率		3.4%	3.1%	11.8%	8.0%
	同比 (pct)		+0.4	0.0	-0.2	-0.4

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

**3) 净利率：利润弹性增加**

2023-2024Q1，上市公司净利率水平整体呈上升趋势。展望 2024 年全年，一方面，旺季销量预期增长，各公司产品结构上移亦有望提高收入贡献。另一方面，原料和包材成本下行，尽管行业竞争下市场投入可能加大，但良性竞争下各公司费用使用效率持续提高，全年利润弹性有望增加。

表8：各公司净利率情况

		华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒
2023 年	净利率	13.0%	12.6%	9.0%	4.5%	11.6%
	同比 (pct)	+1.2	+1.0	0.0	+1.9	-0.6
2024Q1	净利率		15.7%	10.5%	2.9%	10.9%
	同比 (pct)		+2.2	+0.9	+1.0	+2.5

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

**(三) 投资建议**

一方面，2024 年啤酒行业成本端改善较为确定，而旺季销量增长预期较强，为上市公司带来较大的利润弹性；另一方面，预计未来行业增长模式依旧为高端化进程下，依靠吨价提升拉动的收入增长。伴随高端赛道竞争加剧，各酒企结构化升级情况和核心产品的成长能力是行业竞争中取胜的关键，建议关注企业改革、单品和渠道成长贡献高α的公司，如燕京啤酒（公司内部改革红利）、华润啤酒（次高端成长迅速）。推荐燕京啤酒、青岛啤酒、华润啤酒。

**燕京啤酒：大单品增长稳健，改革红利持续兑现。**公司十四五以来坚持推进卓越管理体系、市场和供应链建设，治理结构优化，降本增效显著，业绩快速兑现。2023年核心大单品燕京 U8 销量同比增长超 36%至 53 万吨，24Q1 亦维持高速增长势能。预计 2024 年公司在变革中势能向上，将延续高增，带动公司业绩稳定增长。

**青岛啤酒：成本边际改善，利润弹性显著增加。**2023 年由于公司年初在价格高位完成全年大麦采购工作，故成本端受大麦价格上涨影响较大，同时 2024Q1 受前期销量高基数扰动较强，预计该负面影响在即将到来的旺季减弱。受益于原料价格下降带来的吨成本改善，公司盈利能力显著改善。伴随公司产品结构持续提升，预计全年将有更好的利润弹性。预测 2024-2026 年 EPS 分别为 3.83、4.34、4.78 元，2024/6/21 收盘价 73.21 元，对应 P/E 分别为 19/17/15 倍。

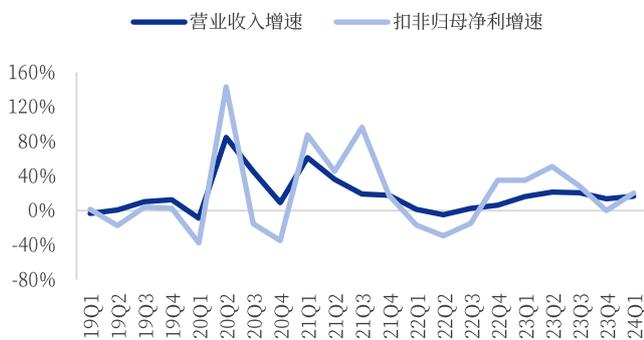
**华润啤酒：聚焦次高端，高端化持续提速。**2023 年次高档以上产品销量同比+18.9%，销量占比达 22.4%。其中喜力延续高增长，2023 年销量同比约+60%，纯生销量同比超+10%。2024 年公司对喜力、纯生皆制定了较高的增速目标，计划在次高端领域继续发力，推动吨价进一步上升。成本端改善预计在 24H2 兑现。预测 2024-2026 年 EPS 分别为 1.87、2.16、2.46 元，2024/6/21 收盘价 27.80 元，对应 P/E 分别为 15/13/11 倍。

### 三、饮料：重申战略性看好，布局性价比与高股息

#### (一) 24H1 复盘：板块业绩延续较高景气、韧性较为明显

**品类景气+渠道精耕+成本红利，24H1 板块业绩向好趋势延续。**24Q1 收入/扣非归母净利润分别同比+16.7%/+20.6%，高基数下增速同比略有放缓但仍维持较快水平，主要得益于功能饮料、无糖茶等高景气度品类需求红利释放；同时包材等价格同比下降，叠加部分公司产品结构优化，推动行业毛利率上行，利润增速环比明显提升。24 年 4-5 月预计整体表现平稳，大概率好于其他板块，全国大部分地区气温高于正常年份水平，南方地区降雨产生的影响相对有限。

图26：软饮料板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

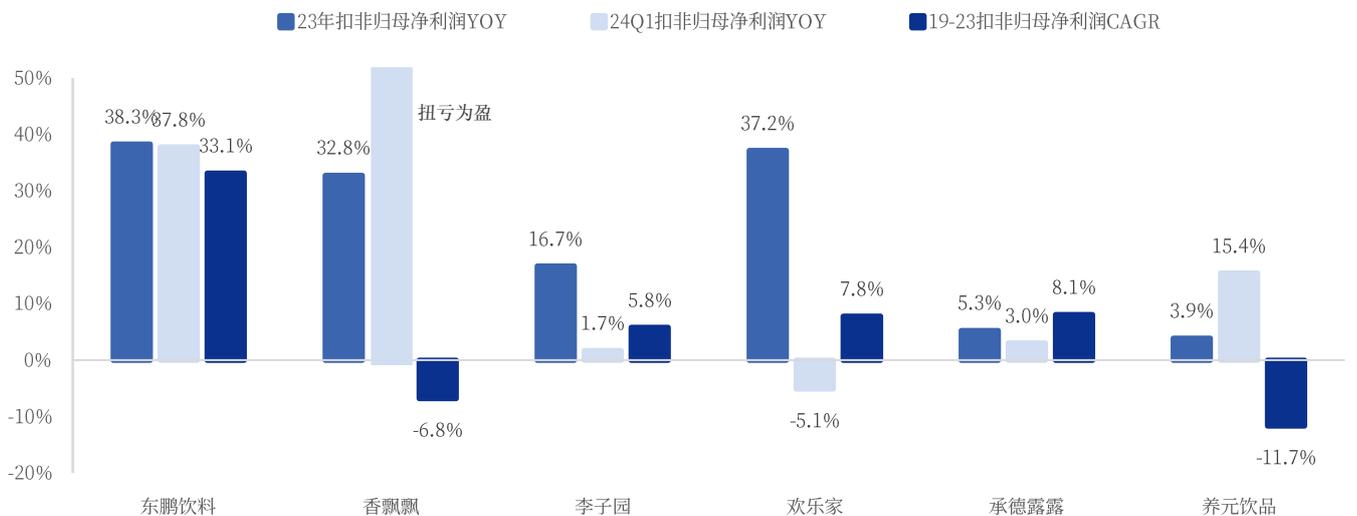
图27：软饮料行业指数、PE(TTM)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**板块内部分化，东鹏饮料、香飘飘与欢乐家业绩表现突出。**除板块基本面改善带来的系统性机会外，东鹏饮料与香飘飘还存在品类红利与新品铺货的逻辑，分别推出电解质水“补水啦”、果汁茶与兰芳园冻柠茶，旺季贡献收入。欢乐家 24Q1 罐头面临高基数压力，但饮料增速保持 20% 以上。

图28：2023 年与 24Q1 软饮料企业的业绩表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## (二) 24H2 展望：重申战略性看好，布局性价比与高股息

### 1. 经济稳步复苏背景下饮料性价比优势凸显

根据银河证券宏观报告，预计下半年 CPI 物价延续温和回升，基于这一假设，我们认为消费者仍然关注“性价比”，从满足解渴与便利性角度出发，若产品的品质有一定保证，RTD 饮料较现制饮品有明显的价格优势。

图29：RTD 饮料较现制饮品更具性价比

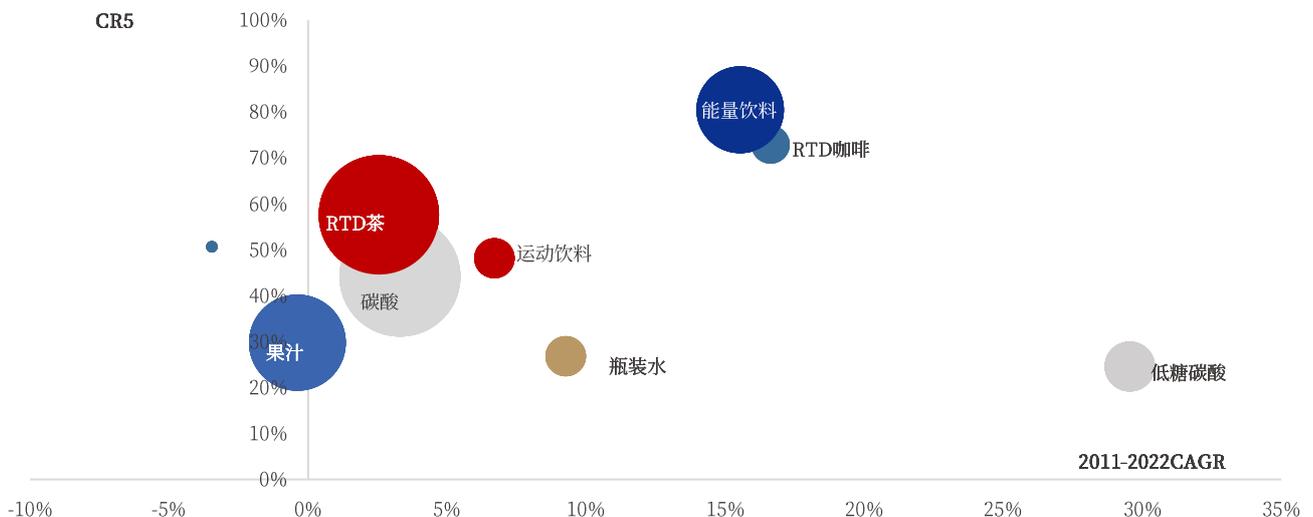
RTD 饮料		品牌	纯净水 -康师傅	天然水 -农夫山泉	矿泉水 -百岁山	可口可乐	元气森林	大窑汽水	冰红茶	东方树叶
		包装								
		价格 (元/瓶)	1.5元/550ml	2元/550ml	2.5元/570ml	3.5元/330ml	5元 /480ml	6.5元/520ml	3元/500ml	5元/500ml
现制茶饮		品牌	蜜雪冰城	甜啦啦	CoCo都可	一点点	沪上阿姨	茶百道	喜茶	奈雪的茶
		包装								
		价格 (元/瓶)	7.8元/500ml	9元/500ml	14元/500ml	15元/500ml	15元/500ml	16元/500ml	21元/500ml	23元/500ml

资料来源：各品牌天猫旗舰店，品牌点单小程序，中国银河证券研究院

### 2. 无糖茶、运动饮料等品类仍具高景气

饮料行业自 2016 年之后内部开启结构性升级，但这一趋势先被现制饮品的崛起而遮盖，后又 被三年疫情所抑制。2023 年至今，随着户外场景的修复，一些符合健康趋势、功能性较强以及具备 价格优势的细分品类迎来景气繁荣，如无糖饮料、即饮茶、运动饮料等。

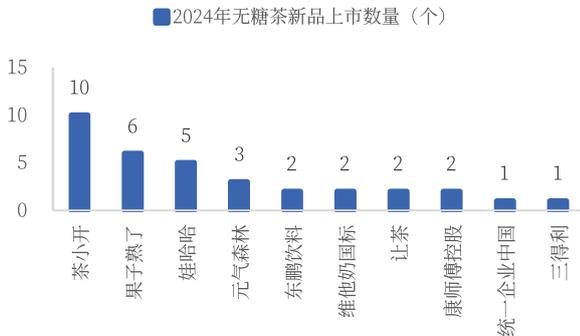
图30：具备景气度的饮料品类



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

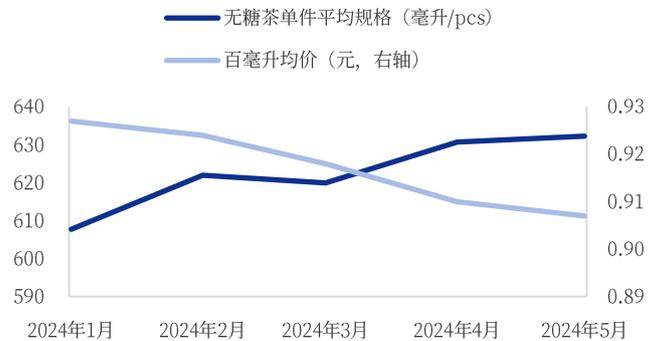
无糖茶基于价格带下降与规格扩充，预计 24H2 将持续保持较高景气。根据第三方监测的终端数据，新口味以及 3-4 元/500ml 的无糖茶产品明显增多，同时 600-1250ml 大规格产品数量与份额明显提升，我们认为价格带的下降以及 SKU 的延展将扩大消费群体、消费场景与消费频次。

图31: 无糖茶 2024 年 1-4 月持续上新



资料来源: 马上赢, 中国银河证券研究院

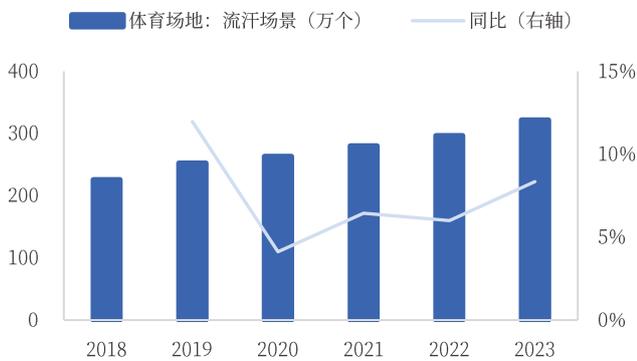
图32: 24H2 无糖茶规格与均价或延续性价比趋势



资料来源: 马上赢, 中国银河证券研究院

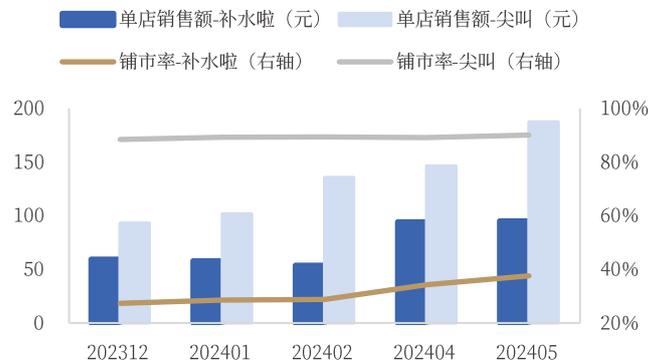
运动饮料/电解质水，将受益运动场景数量增加与渗透率提升。健身风潮兴起，快速补水需求增长，叠加头部品牌持续培育，运动饮料、电解质水等符合健康功能化的产品迎来机遇。伴随户外场景持续复苏，消费者运动频次与专业度均有提高，品类将延续上行周期。

图33: 全国体育场地数量稳定增长



资料来源: 国家体育总局, 中国银河证券研究院

图34: 24 年运动饮料旺季有望实现更快动销



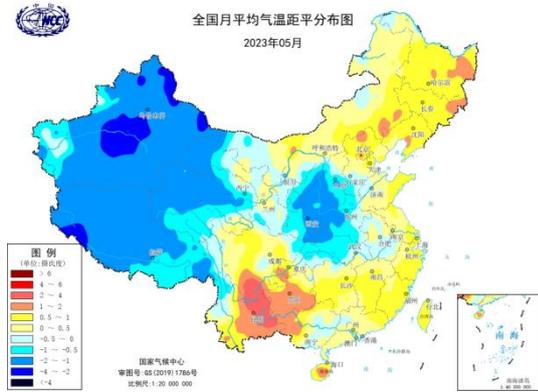
资料来源: 马上赢, 中国银河证券研究院

### 3. 预计 6-8 月气温仍偏高，有助于即饮旺季动销

预计 6-8 月全国整体气温仍然偏高。据中国气象局气候特征前探，24 年入汛以来全国平均气温较常年同期偏高 1.4℃，为 1961 年以来历史同期最高。预计 24 夏季全国大部分地区气温较常年同期偏高，高温日数偏多，其中华北北部、内蒙古西部、华东南部、华南、西南地区南部、西北地区西部、新疆等地偏高 1-2℃，部分地区可能出现阶段性高温热浪。

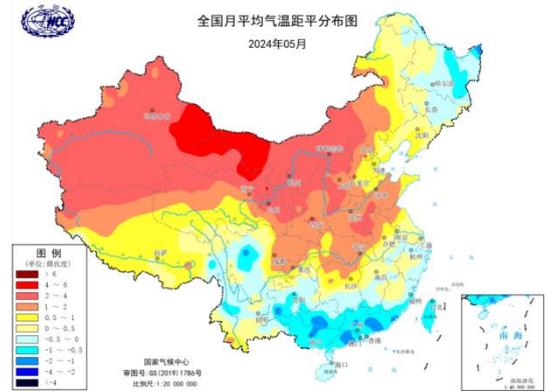
历史经验表明高温有助于旺季动销。上一次厄尔尼诺周期（2014.10-2016.4）结束后，2016年当年夏季气温、饮料销售额、产量均继续增长。本次厄尔尼诺事件于今年5月结束，预计后续高温将对饮料产生直接且明显的提振作用。

图35：2023年5月全国月平均气温距平分布图



资料来源：国家气候中心，中国银河证券研究院

图36：2024年5月全国月平均气温距平分布图



资料来源：国家气候中心，中国银河证券研究院

#### 4.成本红利延续，利好盈利弹性释放

截至2024年6月14日，PET瓶片价格同比+1.7%，开年以来整体走势平稳；白糖价格5月开始同比增速转负，6月14日与去年同期相比下降7.4%，此外考虑到公司上一轮在价格较高位置的锁货已经使用完毕，预计24H2利润端弹性有望持续释放。

图37：PET瓶片价格同比企稳



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图38：白糖价格同比回落



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### （三）投资方向：关注性价比、新品铺货与高股息个股

我们建议关注两条主线，24Q3 即饮旺季重点布局高性价比、新品铺货逻辑共振的个股，待到24Q4 淡季则建议将重点切换至具备稳定现金流与高股息的个股。

#### 1.投资方向一：把握性价比、品类红利与新品铺货共振的α红利

**东鹏饮料：第二成长曲线持续验证，关注旺季新品动销催化。**“补水啦”电解质饮料2024年销售趋势日益向好，基本完成全年拓店目标。短期看，24Q3 旺季来临，叠加运动场景拓展、终端认知度提升，24H2 旺销持续的确定性较强，但公司可能控货计划来维持渠道良性。长期看，“大金瓶”：西南、北方市场产品需求验证成功，市场下沉空间仍充足，前期渠道组织架构逐渐搭建完毕，23年底天津工厂开建，有望复制21年华东的成功经验；新品：继23年推出补水啦与无糖茶后，公司24

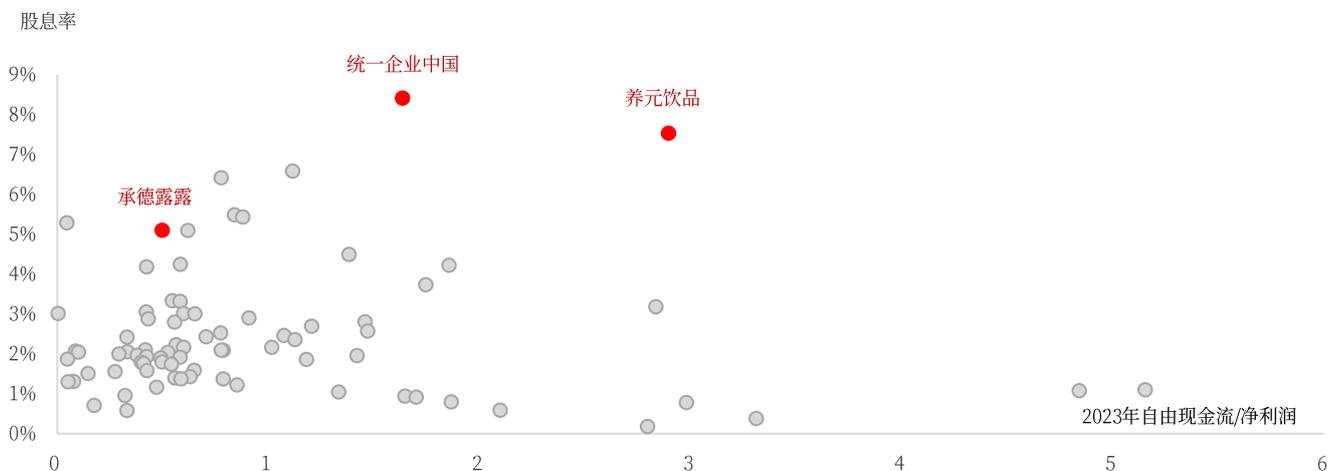
年加码椰汁、鸡尾酒等，持续扩大产品矩阵，海岛椰、VIVI 鸡尾酒选定了部分城市渠道进行铺货，目前铺货进度及市场反馈符合预期，多品类矩阵逐渐成型。预计 2024~2026 年归母净利润分别同比 +33.9%/26.7%/25.1%，2024/6/21 收盘价 216.64 元，对应 PE 为 32/25/20X。

**欢乐家：大单品椰汁高性价比，新品椰鲨与零食渠道贡献增量。**短期看，椰汁大单品持续渠道精耕，奥尼尔品牌代言人锁定运动场景，与小龙坎火锅联名切入餐饮，椰鲨新品充分进行场景心智绑定。叠加零食量贩、抖音线上渠道收入爬坡，预计收入端增速有望环比抬升。长期看，1) 传统业务，公司水果罐头与椰汁饮料具备高性价比优势，并且渠道仍有较大下沉空间，在 24 年百万终端网点的目标下有望实现持续稳健增长；2) 新业务，一方面罐头新品顺利导入零食量贩渠道，有望分享渠道红利，另一方面凭借供应链优势+奥尼尔品牌代言人+渠道优势有望将椰子水打造成第二增长曲线。此外，公司积极布局椰子原料销售业务，亦有望贡献收入增量。预计 2024~2026 年归母净利润分别同比 +17.8%/19.1%/19.2%，2024/6/21 收盘价 12.13 元，对应 PE 为 17/14/12X。

### 2. 投资方向二：关注竞争格局改善背景下具备稳定现金流+低估值的个股

考虑到经济复苏节奏偏稳健，在市场思维偏防守的阶段，低估值+高分红的个股将受到市场更多关注。而部分饮料细分赛道竞争趋缓、头部品牌地位稳固，公司现金流稳定，分红比例亦较高，叠加估值具备安全边际，例如统一企业中国（未覆盖）、承德露露（未覆盖）、养元饮品（未覆盖）。

图39：部分饮料个股的现金流稳定、股息率较高



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## 四、调味品：周期已触底反弹，H2 增速或逐渐抬升

### (一) 24H1 复盘：行业周期已经呈现触底反弹特征

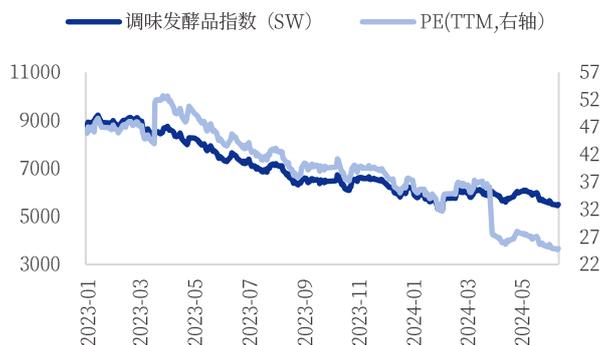
多重因素共振，24H1 行业周期触底反弹。24Q1 收入/扣非归母净利润分别同比+7.3%/+14.2%，主要得益于 C 端基数压力缓解，终端动销明显改善，同时渠道库存处于良性水平，成本端红利释放。24 年 4-5 月预计改善趋势延续，虽然动销的景气度相较于春节略有回落，但其韧性在食品内部相对较好，渠道库存仍然相对良性。

图40：调味品板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

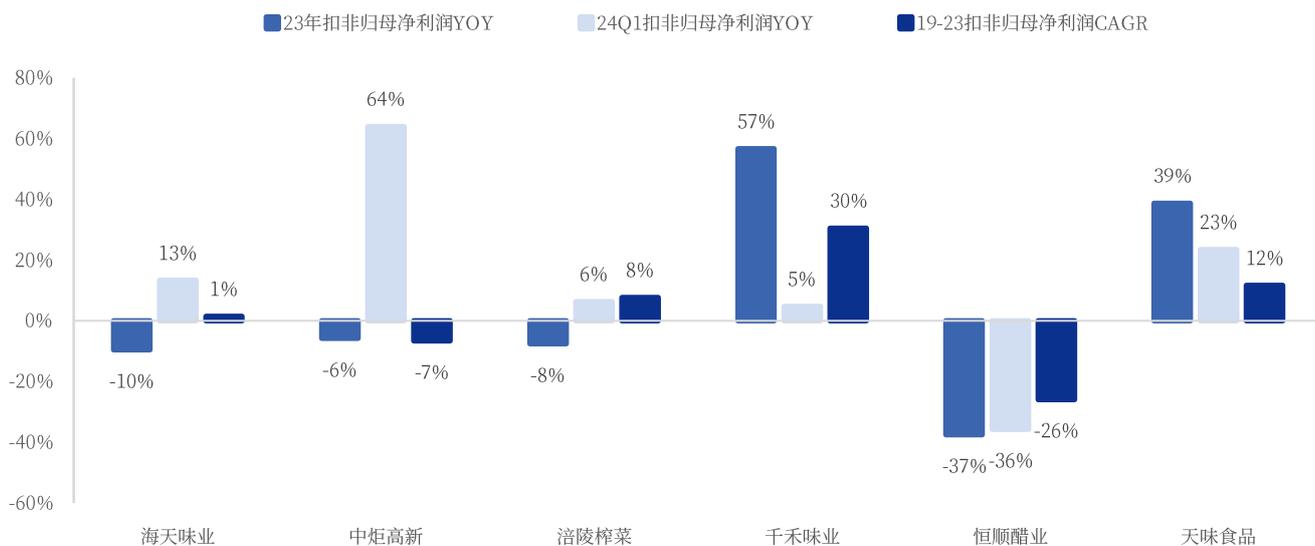
图41：调味品行业指数、PE(TTM)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

板块内部强分化，24Q1 海天、中炬、天味盈利高增。海天味业、中炬高新经过产品梳理与内部提效后，24Q1 变革成果在业绩端初步兑现；天味食品 24Q1 虽然收入端增速放缓，但成本红利与产品结构优化推动利润端增速保持较高水平。

图42：2023 年与 24Q1 调味品企业的业绩表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

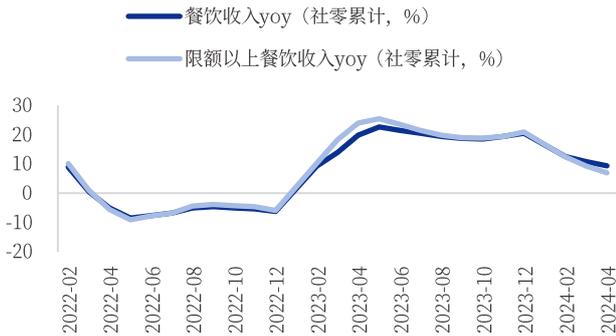
## (二) 24H2 展望：板块增速或逐季抬升，关注 C 端品牌与内部变革

### 1. 周期维度：三周期因子共振，24Q1 报表触底改善，24H2 进一步恢复性增长

随着经济回暖推动需求持续恢复，大豆、PET、瓦楞纸成本压力减小，叠加渠道库存已去化至合理水平，三周期因子共振或推动板块在 24H2 迎来进一步的恢复性增长。

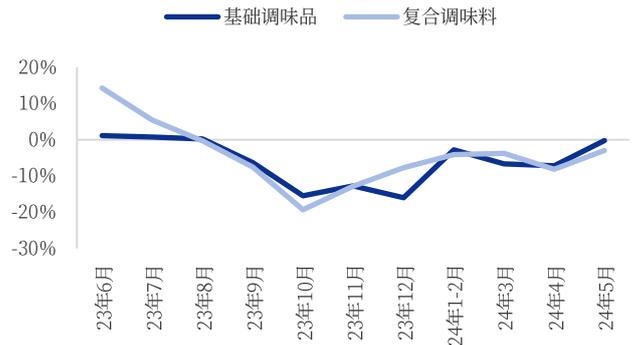
(1) 需求周期，24H2 随着宏观需求有望温和复苏，一方面餐饮消费场景将进一步实现量的恢复，另一方面 C 端家庭库存消化完毕叠加低基数效应，将共同推动调味品终端动销小幅改善。

图43：社零餐饮与规上餐饮增速回升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图44：调味品终端销售额月度增速



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

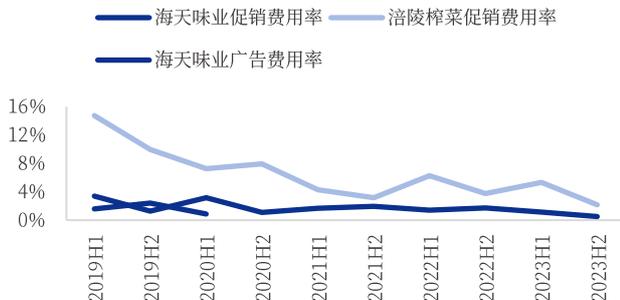
(2) 库存周期，23Q2 海天加大费用投放以及控制发货节奏持续去化库存，23Q3 已经回落到正常水平，24Q1 至今渠道库存整体仍维持良性。而千禾味业、中炬高新等其他企业库存水平一直相对良性，2023 年至今费用投放节奏相对平稳。从目前渠道经销商与厂商态度来看，我们预计 24H2 调味品企业大概率仍将维持渠道库存良性，将有利于收入端的增长。

表9：海天味业渠道库存水平

时间	海天味业渠道库存水平
23Q1	渠道库存与 2022 年四季度相比有所下降，后续公司将继续推进营销改革,进一步提高产品实销,促进渠道健康发展。
23H1	渠道库存有一定下降，但仍然面临一定的库存压力，公司将继续重视降低和优化经销商库存水平，促进市场的持续健康发展
23H2	今年公司着力调节经销商库存水平，确保市场整体健康发展，Q3 末相对于 Q2 末渠道库存有所下降，全国经销商库存水平已基本达到正常水平，公司将继续结合市场环境、消费需求、渠道等各因素变化，加快终端动销，确保渠道库存处于良性水平。

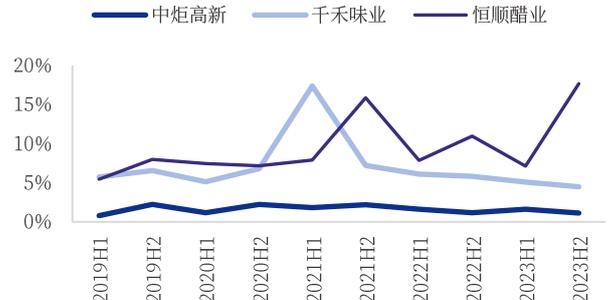
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图45：19H1-23H2 市场费用率（海天味业与涪陵榨菜）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图46：19H1-23H2 市场费用率（促销费与广告费，中炬+千禾+恒顺）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**(3) 成本周期：24 年主要原料将延续价格回落趋势**

大豆：24H1 价格同比回落，预计 24H2 趋势延续，主要原因在于 USDA（美国农业部）预计 2024 年全球大豆供应同比增加。

白糖：6 月价格同比下降 7.4%，24H2 成本压力有望缓解，利好盈利端弹性释放。

图47：2023 年以来大豆价格价格同比回落



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图48：白糖价格 24 年 5 月由增转降

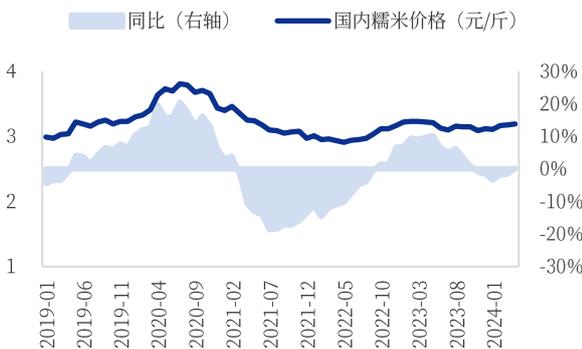


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

青菜头：2024 年青菜头价格同比下行。根据涪陵榨菜公告，收购青菜头后将在当年 5-6 月份逐步投入使用，即 2024 年平均收购价格 800 元/吨将在 24H2 报表端体现，对比 2023 年采购价格 1100 元/吨，24H2 同比、环比均将显著释放弹性。

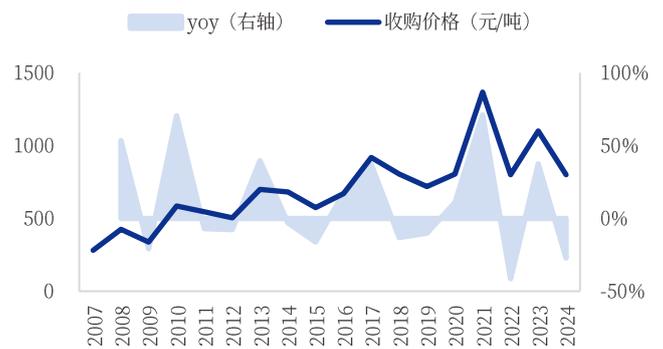
糯米：24H1 价格有所回落，预计趋势有望延续，主要归因于：①供应端，世界主要大米出口国新季稻谷供应增加，国际大米价格会带动进口糯米价格向下，从而使我国糯米价格下降；②需求端，受到当前市场消费分级的影响，下游需求相对疲弱。

图49：24H1 糯米价格同比回落



资料来源：iFinD, 中国银河证券研究院

图50：青菜头价格历史波动情况



资料来源：涪陵榨菜办, 涪陵榨菜公告, 中国银河证券研究院

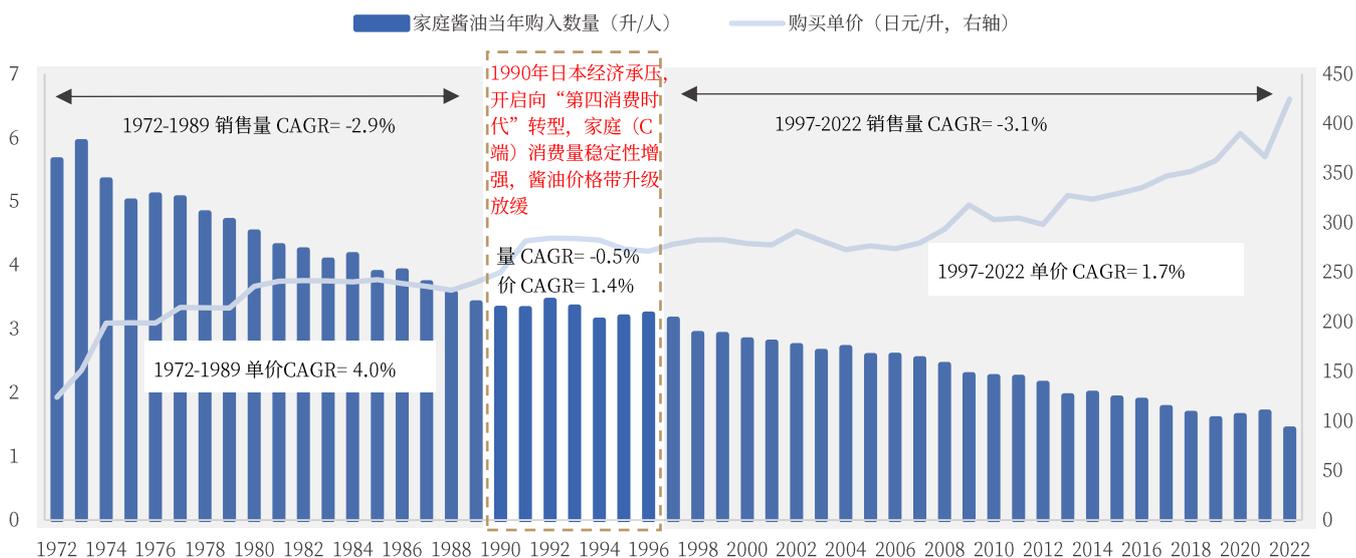
**2. 结构维度：C 端品牌更具需求韧性，关注企业内部变革**

从总体需求来看，我们认为板块 24H2 更多的机会在于结构性变化。

**C 端：经济复苏节奏偏稳背景下家庭需求更具韧性。**若 24H2 宏观经济复苏节奏偏稳，我们预计在家庭烹饪具备更高性价比（1991-1994 年日本 C 端调味品表现好于 B 端），叠加 2024H2 基数

持续走低，预计下半年 C 端调味品需求更具韧性。此外，在消费分级时代，坚守“高品质”、“性价比”或是未来长期消费者的“底线”，因此品质健康化、功能精细化仍是未来品类的升级方向。关于“零添加”，22Q4-23 年受酱油添加剂事件催化零添加化渗透率高速提升，2024 年考虑到零添加渗透率已达一定空间，并且行业相关标准有望最终落地，因此判断零添加渗透率或将步入稳定提升阶段，并且呈现价格带进一步下沉至 5-8 元、从现代渠道到传统渠道的特征。关于“有机”与“功能细分”，从调味品核心价值（功能与调味）出发，我们认为 2024 年调味品的升级第一重要方向仍然是挖掘细分功能（例如凉拌酱油、海鲜汁、白灼汁），而次要的细分方向则是有机等。

图51：日本酱油发展经验显示 1990-1996 年家庭需求更具韧性



资料来源：日本酱油行业协会，中国银河证券研究院

**B 端：预计小 B 持续复苏但对成本更加敏感，厂商将从渠道竞争转为需求竞争。**展望 24H2，我们预计餐饮需求有望持续复苏，但增速中枢或低于疫情前水平，另一方面 B 端客单价下降造成的冲击仍存在，因此对成本更加敏感。厂商将从渠道竞争转为需求竞争，即 2020-2022 年行业竞争体现为抢占经销商库存，2024 年转变为抢占需求端，即为终端客户提供性价比产品、定制化产品以提升市场份额。

图52：餐饮市场在 2024 年继续复苏但增速中枢低于疫情前水平



资料来源：国家统计局，致同，中国银河证券研究院

图53：大 B 端客单价持续下降

	客单价（元）	同比	
太二酸菜鱼	73	-2.7%	24Q1同比
怂火锅	116	-4.1%	
肯德基	42	-6.0%	
必胜客	90	-12.0%	23年同比
九毛九	57	-3.4%	
呷哺呷哺	63	-6.6%	
达美乐中国	87	-7.0%	

资料来源：21 世纪经济报道，中国银河证券研究院

### （三）投资方向与重点公司

#### 1. 投资方向一：以 C 端需求为主的公司更具业绩韧性

我们看好 C 端调味品公司的业绩表现,其中建议重点关注健康化产品与复合调味品。千禾味业,健康化逻辑持续演绎,公司零添加概念向蚝油等品类渗透,公司成长逻辑从单一的酱油铺货转为在健康大概念下的调味品矩阵扩张。天味食品,一方面关注 B 端渠道扩张进程(团餐+小 B),另一方面,疫情导致 C 端消费者对复调的接受度大大提升,其消费习惯在后疫情时代亦将延续。

#### 2. 投资方向二：企业内部治理变革有望贡献 $\alpha$

面对市场环境压力,部分调味品公司积极开展内部变革,通过新品拓展、渠道精耕、管理提交等手段加以对冲风险。例如中炬高新 24Q1 发布三年战略规划与股权激励计划,将在产品、渠道、营销、管理等多个维度实现变革,经过近 2 个季度的磨合,24Q1 利润端改善已经初步兑现,预计 24H2 营销端与收入端的改善将逐步兑现;涪陵榨菜 23 年底新董事长就职,24 年积极布局第二增长曲线,叠加 24H2 将使用低价的青菜头,利润端弹性有望释放,

#### 3. 重点公司

**海天味业：短期静待动销回暖推动渠道修复，中长期关注产品与渠道变革。**短期看,1)收入端:若宏观经济持续复苏,有望推动 B 端餐饮需求进一步实现恢复性增长,同时 C 端基数走低,叠加前期库存经过三个季度的去化以及报表端的低基数,收入端有望保持较快增速;2)成本端:大豆与包材价格同比下降,预计全年延续这一趋势,同时公司对部分原料进行锁价,将贡献成本红利。长期看,一方面积极关注客户结构优化情况与渠道体系恢复进展,另一方面在产品端关注特色预制菜、餐饮复调、有机及低糖低盐类等健康导向的调味品。预计 2024~2026 年归母净利润分别同比+9.7%/13.9%/14.0%,2024/6/21 收盘价 34.35 元,对应 PE 为 31/27/24X。

**中炬高新：内部变革持续落地，业绩红利有望释放。**短期来看,我们认为公司产品梳理与内部提效已取得一定成果,为此后变革工作奠定较好基础,未来将愈加关注渠道端的变革,结合同期基数较低,预计收入端延续较快增,而产品结构优化+原料价格下降有望对冲销售费用的压力,利润端亦有望保持弹性。长期来看,2026 年美味鲜营收目标 100 亿元,营业利润目标 15 亿元,通过构建“精细营销、持续创新、精益运营”三大能力,以内涵+外延双轮驱动业绩高增,致力成为中国最好的调味品公司,力争进入世界调味品领先行列。预计 2024~2026 年归母净利润分别同比-52.4%/+20.5%/+18.2%,2024/6/21 收盘价 24.78 元,对应 PE 为 24/20/17X。

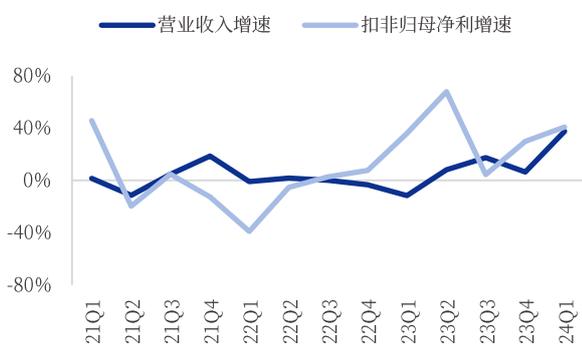
**天味食品：短期关注小 B 端拓展节奏，中长期有望延续较快增长。**短期建议关注小 B 端渠道拓展节奏。长期看,1)考虑到新增企业数量与现有企业产能扩张进度,预计行业竞争延续阶段性趋缓;2)经销商持续优化精耕,公司渠道长期竞争力有望增强;3)客户结构优化,一方面加快小 B 端扩张与签约团餐客户贡献收入,另一方面积极布局电商、新零售渠道;4)底料、酸菜鱼、小龙虾调料等核心单品通过产品矩阵优化延长产品生命周期,同时钵钵鸡、卤味料、大盘鸡调料等潜力单品有望推动收入延续较快增长;5)毛利率与费用率中短期有望延续向好趋势。预计 2024~2026 年归母净利润分别同比+19.3%/16.9%/15.1%,2024/6/21 收盘价 12.04 元,对应 PE 为 24/20/18X。

## 五、零食：预期压力逐渐消化，继续看好板块景气度

### (一) 24H1 复盘：渠道变革推动制造型企业的业绩景气度凸显

**24Q1 迎来开门红, 成本红利持续。**24Q1 板块收入/扣非归母净利润分别同比+37.5%/ +40.8%，排除春节跨期因素亦实现良性增长，在新品放量、渠道革新等因素推动下同比与环比均明显提速，利润端得益于成本回落释放弹性。24Q2 为行业淡季，但预计休闲食品板块横向景气度仍然突出，4-5 月企业持续推动对新兴渠道的布局与合作，对业绩维持较高增速起到积极作用；鹌鹑蛋、魔芋品类销售额延续增长。

图54：休闲食品板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

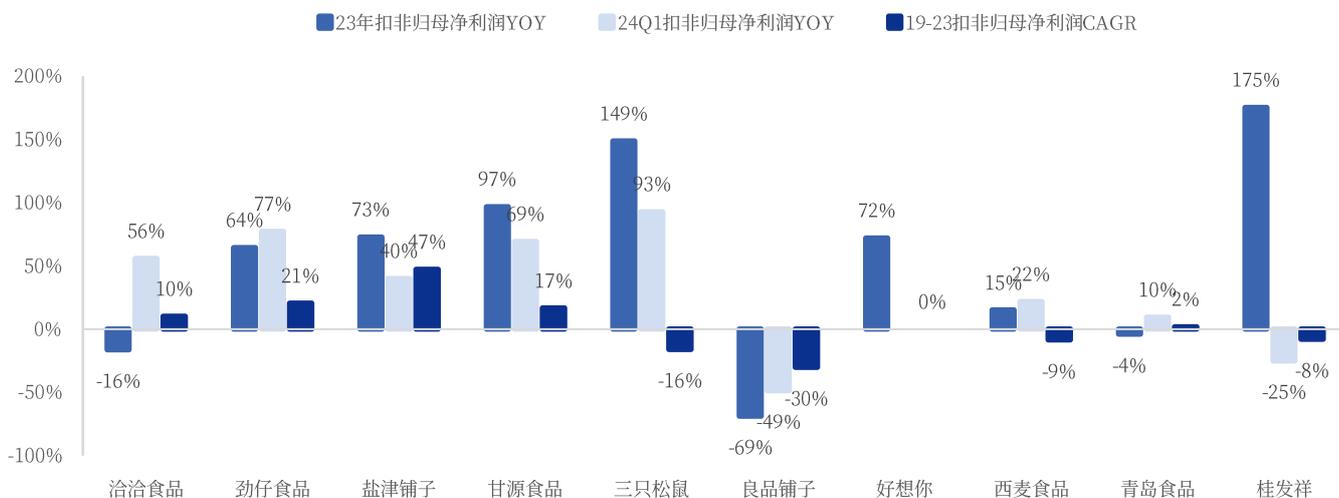
图55：休闲食品行业指数、PE(TTM)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

**制造型零食企业的业绩表现突出。**盐津铺子、劲仔食品与甘源食品等抓住零食渠道去中心化的历史机遇，叠加自身渠道与机制改革，以及部分新品处于生命周期成长阶段，实现高于行业的增速。三只松鼠积极践行高端性价比转型，业绩亦实现边际改善。

图56：2023 年与 24Q1 休闲食品企业的业绩表现



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 24H2 展望：预期压力逐步消化，继续看好渠道与品类红利

经历 24Q2 淡季调整后，行业预期压力逐步消化。我们认为前期逻辑将在 24H2 延续，仍然看好 1) 量贩、线上渠道稳健增长，2) 优秀品类景气延续带来的结构性机会。同时，成本回落与产品矩阵优化将带动盈利弹性释放。

### 1. 渠道：强化品牌终端数量+渗透能力，构建行业全年β

1) 量贩系统：头部零食店 2024 冲击万店，零食品牌受益于终端扩展。2024 年 6 月 12 日，零食很忙集团全国门店总数破万（其中赵一鸣 4000+家），万辰集团零食门店数 5200+家，零食系统正向万店进发，将有效通过渠道数量的增长带动零食品牌终端铺货增长。

图57：零食量贩门店远期拓店空间充足



资料来源：灼识咨询《零食量贩行业蓝皮书》，中国银河证券研究院

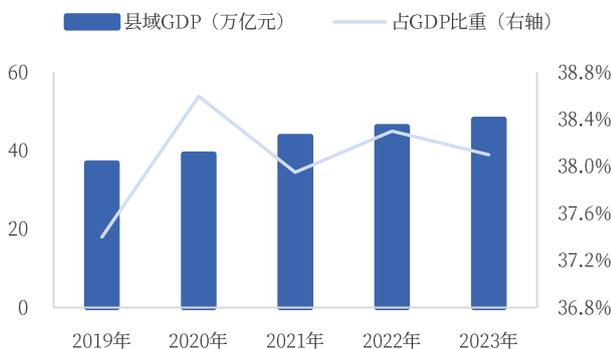
图58：零食很忙门店加速拓展



资料来源：零食很忙官网，中国银河证券研究院

另外，折扣店将有效帮助品牌完成市场渗透。零食为低单价消费品，低线市场存在不可忽视的消费潜力，量贩系统为品牌商和市场提供了更高效的链接桥梁，能够有效将品牌零食带入下沉市场。赵一鸣以下沉市场全面加盟模式起家，选择位置多为三四五线城市，具备相关经验；通过加盟拓店进入低线市场，效率远高于品牌做深度分销。24H1 盐津铺子进驻赵一鸣 SKU 增加 30+个到目前布局 40 余个 SKU，预期将迎来新增长空间。

图59：县域经济存在巨大消费能力



资料来源：新京报，中国银河证券研究院

图60：县域消费能力增速更快



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

预计 24H2 零食店价格竞争相对可控，拓张将转化为对收入和利润的边际贡献，部分消除市场对盈利能力的担忧。量贩系统逐渐跳出单一维度的低价比拼，上升至以模型迭代、生态繁荣为核心的综合价值评判，因此规模拓张会积极影响收入与利润两端。24 年五一“超级零食很忙”与“零食很大”双店总营业共计超 715 万元，分别创下国内零食单店单日营收纪录与零食行业的坪效记录。

图61：2024 年 5 月 24 日“零食很大”门店顺利乔迁开业



资料来源：文旅长沙，中国银河证券研究院

图62：2024 年 6 月 1 日“零食很忙”在长沙开业



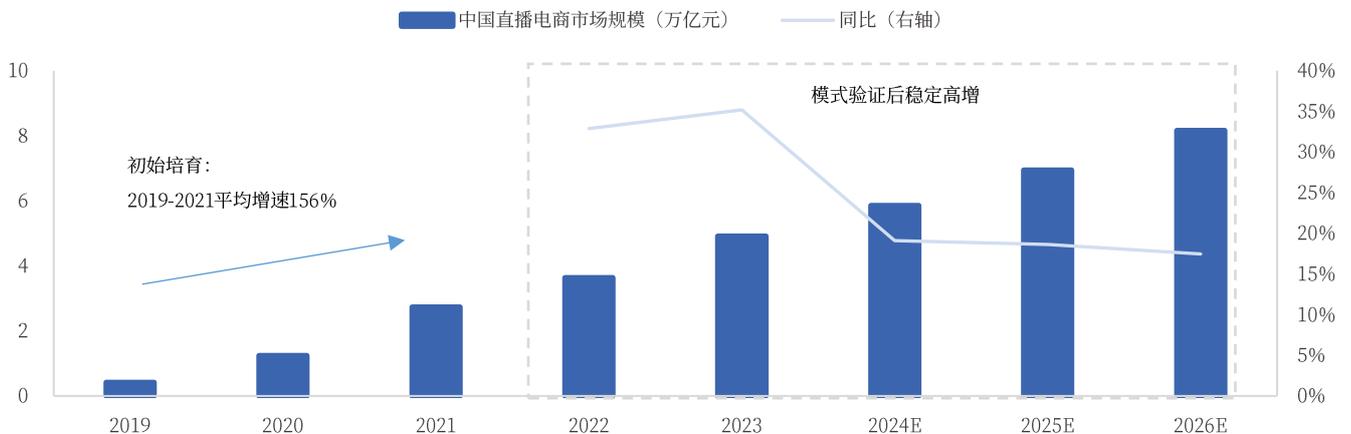
资料来源：长沙晚报，中国银河证券研究院

与量贩渠道深度合作的品牌将会在 24H2 继续受益。24H1，盐津铺子在零食很忙、零食有鸣等新增鳕鱼肠等多个 SKU，预计后续仍有增加空间；三只松鼠四款自有产能核心坚果品类与零食很忙合作，劲仔、甘源、卫龙、洽洽、好想你亦积极拥抱量贩店。展望 24H2，量贩系统将持续为其带来业绩增量（自身品牌力强、流通渠道布局有限、SKU 打造能力强的企业将享受更多弹性）。

2) 电商平台：仍处增长红利期，24H2 旺季来临有望持续增强收入

以抖音为代表的**内容电商仍处红利期**。2023 年我国短视频用户规模占网民规模 95.1%，渗透率极高，为直播电商提供人群基础；直播电商模式得到验证，开启稳定增长，23 年市场规模达到 4.9 万亿元，同比增长 35.2%。据艾瑞测算，2024 年内容电商有望实现近 20% 增速。

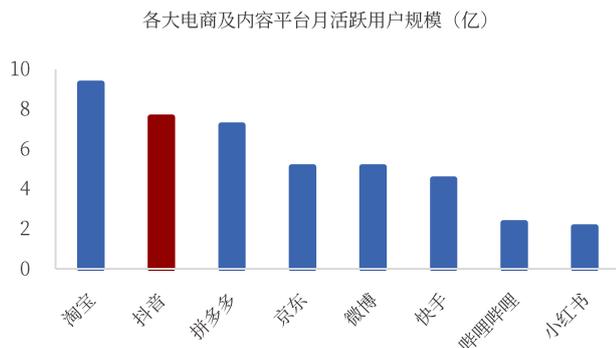
图63：2019-2026 年中国直播电商市场规模



资料来源：CNNIC，艾瑞咨询，中国银河证券研究院

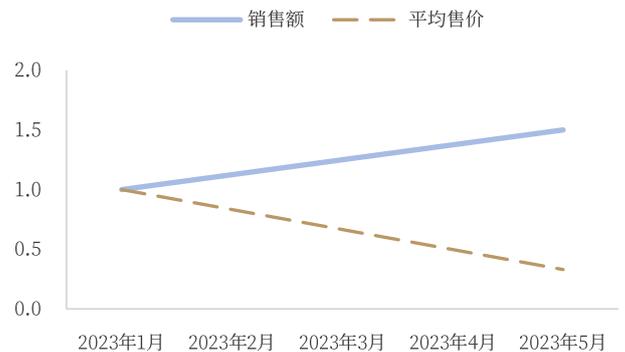
**24Q2 淡季数据波动，但总体看抖音对行业正向贡献，24H2 或继续强化增长。**24年初“价格力”被抖音列为首要战略，流量倾斜至低价商品，加重费用投放压力，引发市场对增收不增利的担忧。然而，价格竞争对企业价盘管理提出较高要求，品牌企业若能适应，将会带动自身供应链效率优化；同时更多的流量曝光有助于品牌宣传，外溢至其他渠道。我们认为24H2旺季来临有望持续贡献收入增量。1) 在货架电商时代成功的企业，可以将线上运营能力迁移至内容电商，重新塑造荣光；2) 前期线上布局较少的企业投入，将会在相对空白的渠道释放大量潜力。

图64：抖音平台人群基数较大（2023年）



资料来源：QuestMobile, 中国银河证券研究院

图65：电商客单价同比降低（单位：元）



资料来源：灰豚数据, 中国银河证券研究院

备注：分别将两项指标2023年1月数值设定为基准“1”

**2. 品类：健康、新中式、性价比三大线索，鹌鹑蛋品类景气延续**

“健康”、“新中式”、“性价比”成为疫后、新世代关注的三大线索。22-23年包装单颗革新后，鹌鹑蛋迎来品类繁荣，新企业开始布局，竞争格局发生改变，行业进入成长期。对标每日坚果、奶酪棒，我们认为鹌鹑蛋有潜力成长为中期优质品类，目前可看三年空间；24H2重点关注产品起量节奏、头部企业采取的竞争策略与市场份额变动。

**1) 从空间看，蛋制品具有广泛消费基础，场景扩充与渗透率提升将带来增量。**单颗装 1) 口味创新多元，满足各地饮食习惯；2) 去壳不脏手，增加食用场景；3) 携带方便，单次食用负担较小，促进开袋频次；4) 质价比突出，对比蛋白零食具备单价优势。

图66：鹌鹑蛋最小单次开袋食用单价明显低于其他肉类零食（均选取品类推送靠前品牌的独立小包装产品）

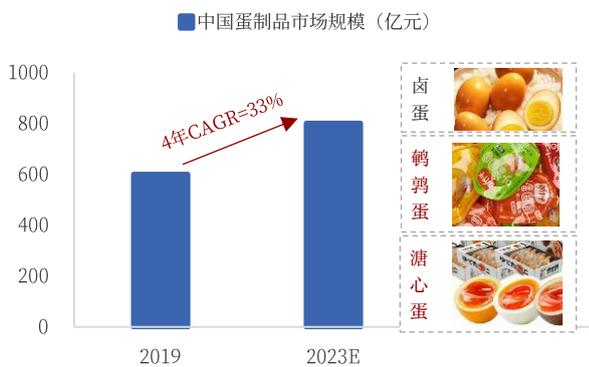
细分品类	品牌	规格	售价 (元)	单价 (品类内比较, 元)	最小开袋单价 (元)	宣传场景
鹌鹑蛋	劲仔食品	28g*10袋 (40颗)	18.9	0.5	0.6	日常佐餐、办公室、饱腹补充
		348g富硒 桶装散装	31.9	0.6		办公加餐、宅家追剧、假日出游
	盐津铺子	30颗	11.8	0.4		家庭零食、泡面搭档、饱腹补充
	无穷	12颗, 合计70g	10.24	0.9		儿童零食、下午茶
猪肉脯	良品铺子	40颗	15.9	0.4	4.7	办公室下午茶、饱腹补充
		70小包, 合计500g	49.9	0.7		宅家零食
凤爪	百草味	45g*3袋	25.9	8.6	5.1	朋友聚会
		70g*2袋	15.9	8.0		-
	有友食品	2个*5袋	48.9	4.9		佐餐、办公室、追剧、出行、社交分享
牛肉干	王小明	24包, 合计500g	59.9	2.5	15.2	好友聚会、露营出现、宅家追剧、办公加餐
		良品铺子	50g	21.6		21.6
	三只松鼠	26-27袋, 合计400g	69	15.1		办公室、家庭零食
	母亲牛肉棒	22g*8袋	71.2	8.9		课间餐、军训、郊游

资料来源：各品牌天猫旗舰店, 中国银河证券研究院

2) 从竞争看, 品类处于成长期, 原料降价背景下多方加速布局, 头部品牌开始形成壁垒。23Q4 鹌鹑蛋原料成本下行, 竞争对手进入造成一定挤压, 但我们认为从中长期看影响有限: a) 养殖业由供给周期驱动, 波动较为明显, 预计 24H2 原料价格会随着供给调整而上涨, 逐渐对中小企业形成压力; b) 头部企业纷纷开始加码上游产能建设, 有利于质量控制与供应链管理, 长期形成规模效应与竞争壁垒。截至 24 年 6 月, 盐津自有鹌鹑养殖基地日均产蛋 20 吨~25 吨, 鹌鹑蛋成本价为 10 元左右/千克 (市场价 12 元左右/千克)。

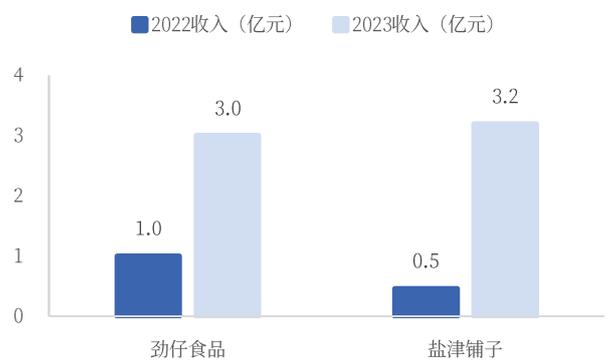
头部品牌内部, 我们认为 24H2 竞争将更多集中于口味化、包装形象、加工技术 (溏心等), 行业企业将共同推动品类成长。

图67: 休闲鹌鹑蛋处于品类成长期



资料来源: Frost& Sullivan, 中国银河证券研究院

图68: 劲仔鹌鹑蛋收入增速与盐津铺子趋同



资料来源: 公司公告, 投资者关系活动记录表, 中国银河证券研究院

### 3. 成本: 红利收窄, 但盈利能力仍有望向上

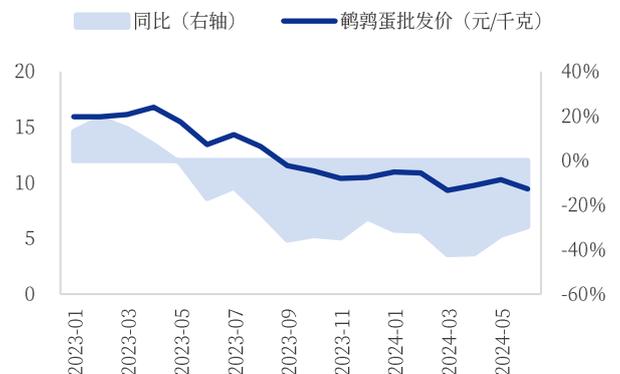
24H1 棕榈油采购价格从高位回落后略有回升, 环比窄幅波动; 其他主要产品原料价格降幅环比收窄, 但同比仍然维持下行趋势。展望 24H2, 葵花籽前端种子销售、种植面积提升, 预期价格下行; 整体看成本端不存在过大压力, 红利仍将释放, 行业产品结构调整、规模效应和供应链提效将带动利率提升。

图69: 预计 24H2 棕榈油价格震荡调整



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图70: 预计 24H2 鹌鹑蛋价格有所回补



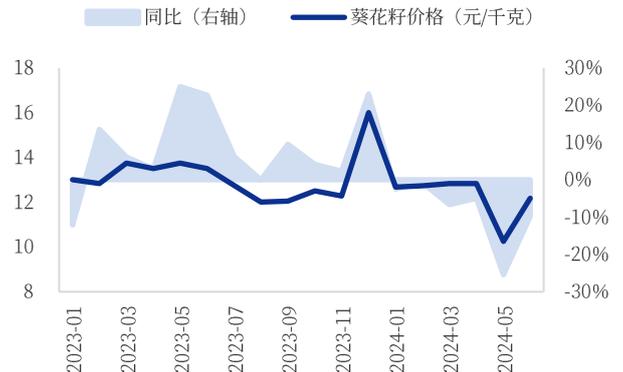
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图71: 24H1 花生价格同比降幅收窄



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图72: 葵花籽价格从高位回落



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### （三）投资方向与重点公司

**此轮核心主线仍为渠道+品类红利，量贩/内容电商渠道与鹌鹑蛋品类景气度持续。**渠道上，一方面，渠道通过扩张、拓店产生的自然增长将带动企业收入增长（ $\beta$ ），保障较高的基础增速；另一方面，企业向渠道进驻定制 SKU，深化合作关系，实现更大的收入弹性；此外，渠道能够规模化地渗透下沉市场，将打开品牌企业全新增量空间。品类上，鹌鹑蛋为 24 年明星单品，24H2 有望延续高增节奏，伴随产能建设和供应链提效，利润端弹性确定性较强。建议关注紧跟渠道轮动的制造型龙头，战略转型带动基本面边际改善企业，以及具备安全边际与高股息的企业。

**三只松鼠：品销合一+高端性价比构建优势，有望打造为全域协同的生态平台。**短期看，预计 24H2 业绩延续较快增长，主要系：1) 分销渠道终端快速建设，社区门店单店模型优化、展店加速，预计 6 月 30 日前开出 133 家全新店型。2) 短视频红利持续释放，综合电商新渠道有望突破，3) 中秋、国庆双节来临，礼盒装或延续年货节景气。长期看，公司积极为全渠道适配可运营的全品类产品，多年知识沉淀构筑成为竞争壁垒，三年增长动能充沛。线上优势地位维持，触达能力与布局广度提升显著；线下通过店型差异化、货盘丰富化，渗透新市场，超百亿目标可期。子品牌小鹿蓝蓝已实现扭亏为盈，全新定位为儿童高端健康零食品牌，进入全品类布局阶段，在全渠道协同下有望成为全新增长曲线。成本端，供应链全要素提效有助于实现总成本领先，“高端性价比”战略赋能长远立足。预计公司 2024~2026 年归母净利润分别同比+59.3%/39.1%/39.0%，2024/6/21 收盘价 22.75 元，对应 PE 为 26/19/14X。

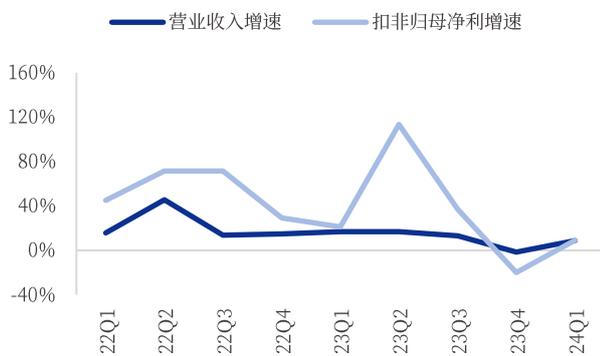
**洽洽食品：收入端稳健增长叠加成本改善，24H2 盈利能力修复趋势明朗。**短期看，预计前期布局的折扣渠道有望稳步起量，叠加葵花子采购价格延续同比回落趋势，低基数下营收端与利润端均有望实现较快增长。长期看，公司积极推动渠道精耕，县级市场下沉、线上电商与餐饮渠道多元发展，各品类有望在不同渠道场景提升渗透率，带来收入增量；供应链升级赋能柔性供应，规模效应逐步释放，盈利能力步入修复通道。预计 2024~2026 年归母净利润分别同比+31.2%/17.7%/11.6%，2024/6/21 收盘价 28.99 元，对应 PE 为 14/12/11X。

## 六、预加工食品：关注复苏节奏对板块竞争的影响

### (一) 24H1 复盘：业绩稳健增长，B 端复苏更明显

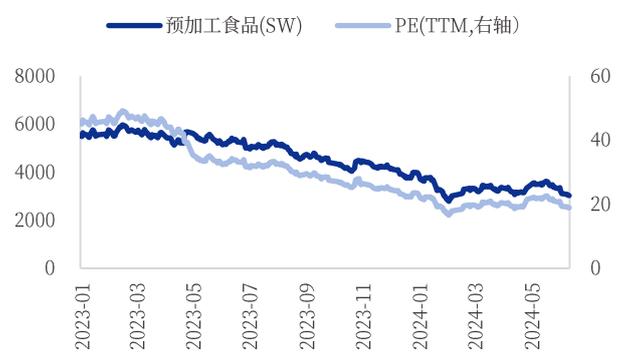
**24H1 板块弱复苏，收入利润稳健增长。**24Q1 板块收入/扣非归母净利润分别同比+8.7%/+9.0%，实现稳健增长。24 年 4-5 月预计板块整体复苏节奏仍然偏慢，且内部呈现一定分化，B 端需求为主的企业面临同期高基数压力，而 C 端为主的部分企业环比有所提振。24 年 6 月初 SW 预加工指数 PE (TTM) 跌至 19X，逐渐企稳蓄势。

图73：预加工板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

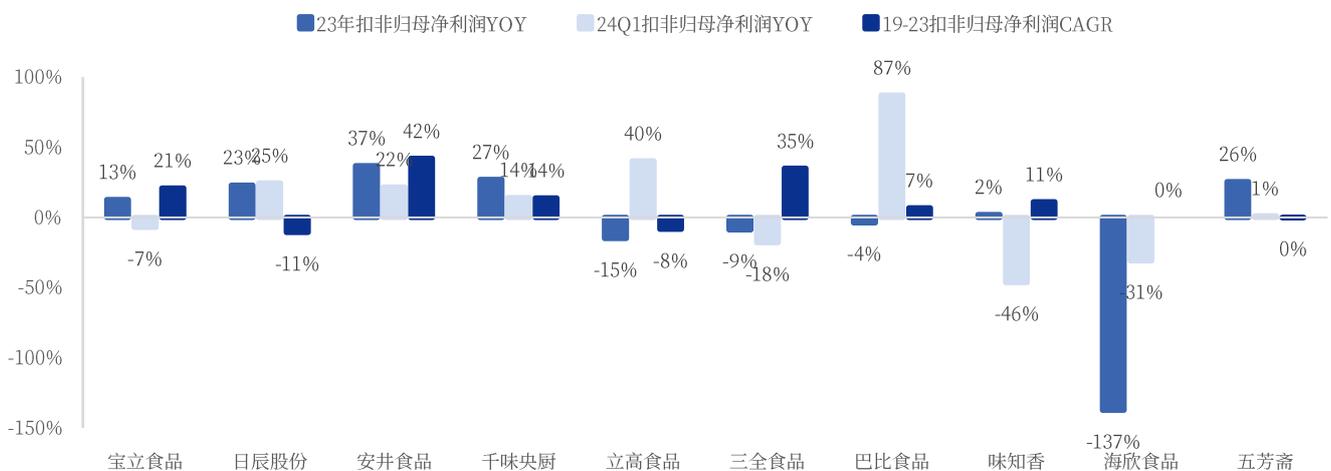
图74：预加工行业指数、PE(TTM)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

**板块内部分化，具备成本优势与研发差异化的企业韧性更强。**若剔除非经常性损益等因素，预计 24H1 安井食品、千味央厨、日辰股份、立高食品业绩韧性相对更强，主要归因于在经济弱复苏背景下，下游餐饮推出了更具性价比的产品，对上游的议价诉求增强，因此具备较好成本控制能力、能够提供更好的研发服务的公司更能守住份额。

图75：2023 年与 24Q1 预加工企业的业绩表现

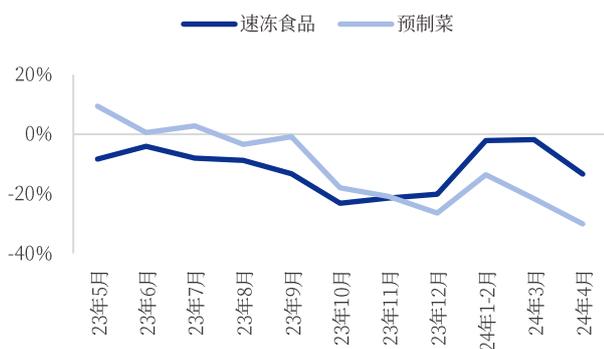


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 24H2 展望：关注复苏节奏对板块竞争的影响

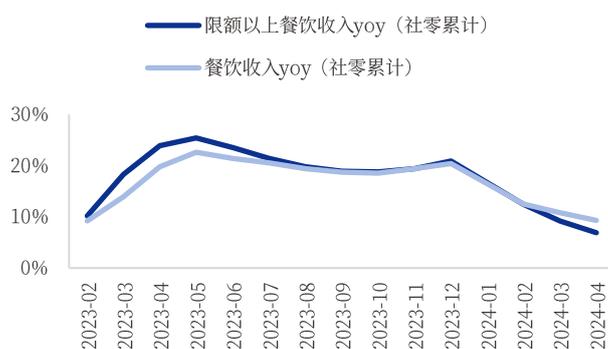
需求端，C 端基数压力逐渐走低，B 端客户降成本的诉求仍然存在。24H2，消费分级仍是未来的主旋律，B 端客户对上游的降成本诉求仍然强烈；C 端基数压力逐渐走低，关注新品类与新渠道对收入端的贡献。此外，24H2 若宏观需求复苏的斜率超预期，则有望推动整体需求改善，并且有助于行业竞争边际趋缓。

图76：2024 年速冻与预制菜 C 端终端销售额 yoy



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

图77：消费分级背景下 B 端表现略有分化



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

成本端，24H2 成本可能出现结构性压力。截至 2024 年 6 月 5 日，棕榈油、猪肉等原料价格同比由降转增，成本端红利收窄。需警惕 24H2 部分成本压力加大，主要系猪肉、鸡肉价格由于供给收缩可能出现价格的抬升，但对于猪肉在成本中占比较低的公司，猪肉价格上涨对产品需求的拉动作用可能大于对成本造成的压力。

图78：2024 年 6 月豆油价格同比转正



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图79：2024 年 6 月棕榈油价格同比上行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图80：2024年6月猪肉价格同比上涨



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图81：2024H1 鸡肉价格同比下降



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### （三）投资方向与重点公司

**投资方向一：关注为 B 端客户提供高性价比产品的企业。**我们预计 2024 年餐饮业仍呈现稳定复苏的态势，且内部存在分化，即餐饮连锁化率+竞争趋紧+消费分级背景下客户更关注性价比，建议关注能够为客户提供高性价比产品、供应链能力较强的企业。

**投资方向二：C 端基数压力走低、关注能够捕捉新渠道与潜力大单品红利的企业。**从品类空间角度出发，我们认为米面制品、猪禽类肉制品成长空间更大，更容易诞生大单品；从渠道来看，B 端团餐、连锁餐饮景气度更高，而 C 端便利店、高端会员店、近场渠道承接了 KA 与批发市场转移的流量，建议关注布局相关品类与渠道的公司。

**安井食品：B 端需求逐步复苏+规模经济红利释放，未来利润端有望保持弹性。**展望 24H2，预计公司有望延续收入端稳健增长与盈利能力改善，主要得益于：1) 产品上新与地推工作将有序进行，锁鲜装与属地化新品持续发力；2) 猪肉价格上涨但在成本中占比不高，而鱼糜、大豆价格维持可控区间。长期来看，公司新一轮股权激励有助于增强骨干凝聚力，助力长远发展；研发属地化转型进一步赋能区域爆品打造，贡献收入增量；各地生产基地规划基本完成，未来盈利能力有望步入改善通道。预计 2024~2026 年归母净利润分别同比+17.6%/14.6%/14.6%，2024/6/21 收盘价 74.55 元，对应 PE 为 13/11/10X。

## 七、乳制品：奶价降幅有望收窄，关注需求复苏节奏

### (一) 24H1 复盘：需求端压力仍存，成本端弹性释放

24H1 收入端承压，盈利弹性释放。24Q1 板块收入/扣非归母净利润分别同比-3.6%/+12.5%，需求景气度恢复有限，礼赠场景被分流，行业收入整体承压，但成本红利延续，利润持续改善。24Q2 预计压力仍存，终端动销偏弱，伊利、蒙牛等头部企业主动进行渠道调整，预计在 24H2 常温奶有望企稳。

图82：乳制品板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

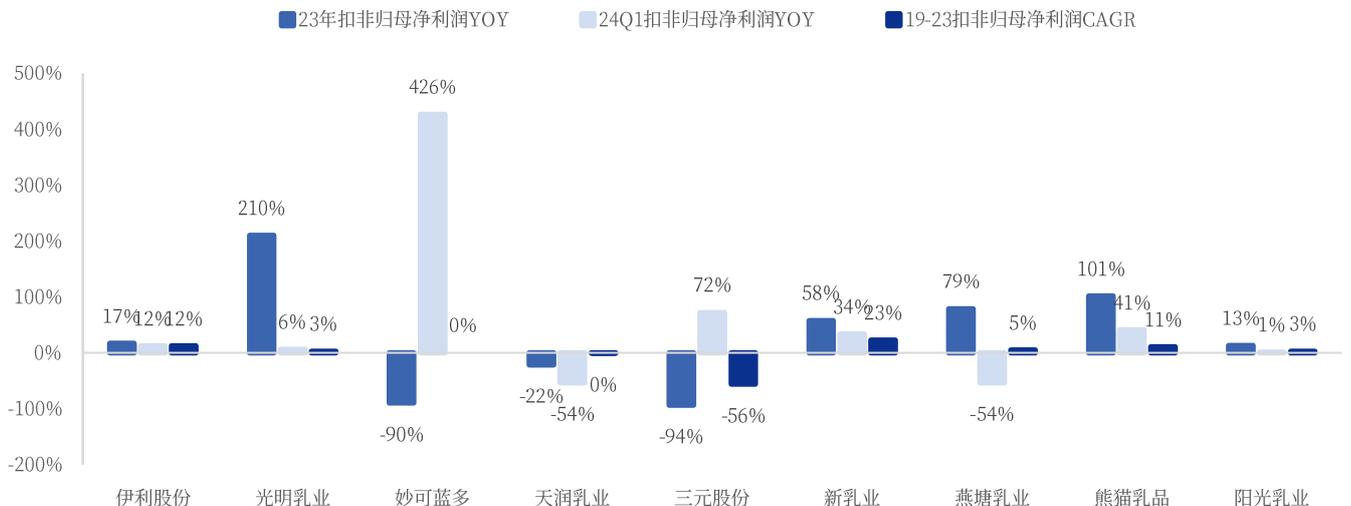
图83：乳制品行业指数、PE(TTM)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**板块内部分化，部分区域乳企业绩改善更明显。**相较于伊利股份等头部企业，新乳业等区域乳企的业绩同比改善更为明显，主要得益于：1) 原奶价格下行，其喷粉压力相对不大，毛利率弹性释放；2) 产品结构优化叠加内部管理提效；3) 多布局入户等渠道，受益于乳品近场化的趋势。一鸣食品、熊猫乳品业绩改善亦明显，除成本端红利之外，前者受益于疫后门店客流恢复，后者受益于烘焙店与现制茶饮店的需求复苏。

图84：2023 年与 24Q1 乳制品企业的业绩表现

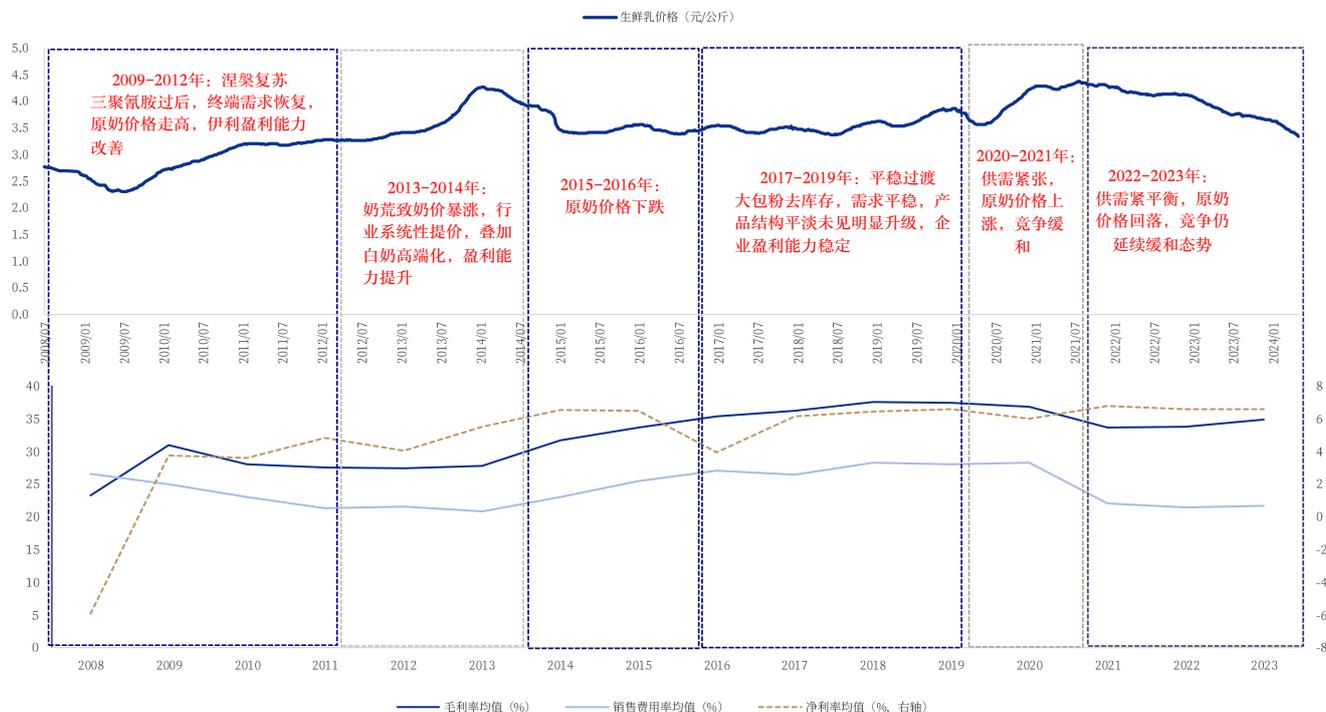


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## (二) 24H2 展望：预计奶价降幅收窄，关注需求复苏节奏

2022 年至今，虽然原奶价格下行，但板块整体竞争仍然相对缓和，并未出现大范围促销压制净利率的情形。展望 24H2，我们认为需求端有望实现小幅改善，乐观估计 24H2 奶价降幅收窄，因此板块有望迎来收入端改善而成本端红利仍存的情形。叠加中秋、国庆双节效应，有望推动板块估值小幅修复（伊利股份、蒙牛乳业 24 年 6 月初 PE 仅为 14X/11X）。

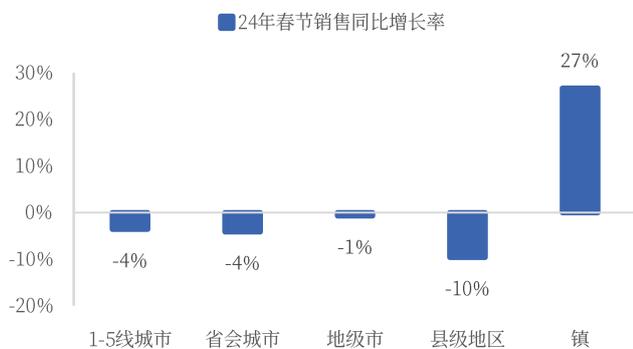
图85：原奶价格与竞争格局对板块利润率的影响



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

**需求端：24H2 整体需求有望温和复苏，内部结构性变化趋势延续。**我们预计乳制品行业将迎来供需关系改善，一是送礼、休闲场景持续修复（基数较低），利好常温白奶、常温酸奶；二是促销力度有所减弱，在销量增长的同时有望迎来价格修复。此外，结构性变化为主线索，鲜奶、有机、强功能化产品符合未来消费趋势，预计终端需求仍将旺盛。

图86：高线城市礼赠场景存在修复空间



资料来源：凯度消费者指数, 中国银河证券研究院

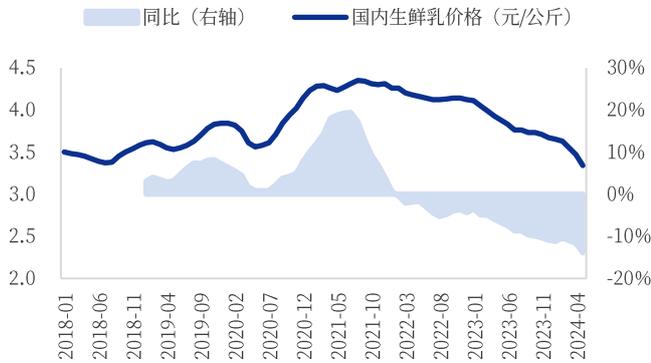
图87：家庭外消费为新增长点



资料来源：凯度消费者指数, 中国银河证券研究院

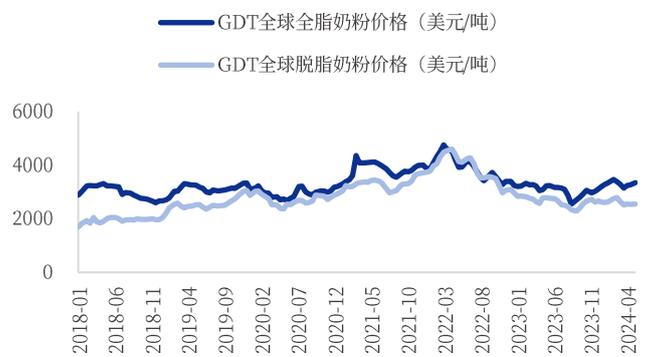
**成本端：预计原奶价格 24H2 仍处于下行周期，但降幅将有所收窄。**截止 2024 年 5 月，国内生鲜乳价格同比-14%，24 年以来价格下滑加速。考虑到上游供给量已在 23 年部分收缩，且乳制品产量在 24 年 3 月开始同比下降，因此乐观判断 24H2 中后期原奶价格降幅或逐渐收窄。

图88：2023 年以来原奶价格同比加速下降



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图89：2024 年 GDT 全脂奶粉、脱脂奶粉价格环比回升



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

表10：2024 年原奶仍存在供过于求的情形

年份	供给									需求				供需缺口 万吨	期初奶粉库存 (还原) 万吨	
	荷兰奶牛 (规上或奶牛) 万头	同比	单产 千克	同比	原奶产量 万吨	同比	奶粉进口数量 (还原) 万吨	同比	国内总供给 万吨	液态奶产量 万吨	同比	干乳制品产量 (还原) 万吨	同比			国内总需求 万吨
2016			6400	6.7%	3064	-3.6%	483	10.4%	3547	2737	8.6%	2048	-2.1%	4785	1238	350
2017	737		7000	9.4%	3039	-0.8%	574	18.9%	3613	2692	-1.6%	1947	-5.0%	4639	1026	150
2018	504	-31.6%	7400	5.7%	3075	1.2%	641	11.6%	3716	2506	-6.9%	1452	-25.4%	3958	242	100
2019	471	-6.5%	7800	5.4%	3201	4.1%	737	14.9%	3938	2538	1.3%	1454	0.1%	3992	54	50
2020	520	10.4%	8300	6.4%	3440	7.5%	783	6.3%	4223	2599	2.4%	1448	-0.4%	4047	-177	50
2021	561	7.9%	8700	4.8%	3778	9.8%	1020	30.2%	4798	2843	9.4%	1510	4.3%	4353	-446	100
2022	620	10.5%	9200	5.7%	4027	6.6%	828	-18.8%	4855	2925	2.9%	1541	2.1%	4466	-389	150
2023	625	0.8%	9384	2.0%	4228	5.0%	389	-53.1%	4617	3007	2.8%	1602	4.0%	4609	-8	150
2024E	603	-3.5%	9572	2.0%	4165	-1.5%	427	10.0%	4592	3157	5.0%	1683	5.0%	4840	248	175

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**乳企策略：提升盈利能力为主线，行业竞争长期延续趋缓。**随着行业增速逐渐趋缓，液奶的市场集中度逐渐提升，伊利、新乳业、三元等多个乳企均提出了提升盈利能力的目标，同时参考啤酒、速冻等行业发展经验，我们认为长期来看行业竞争趋缓是大概率事件。

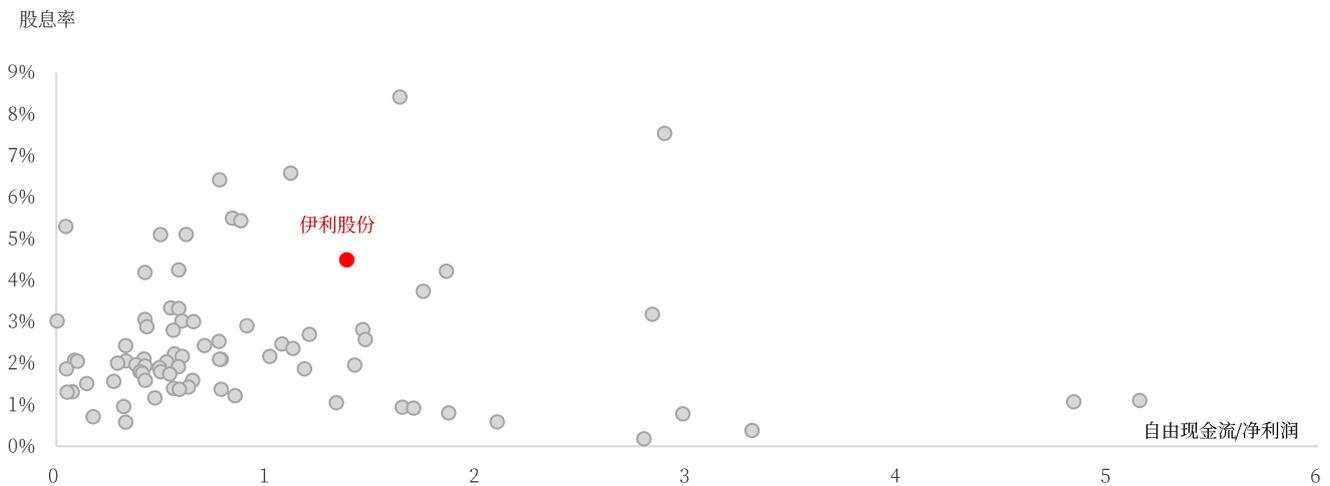
### （三）投资方向与重点公司

#### 1. 投资方向一：关注具备稳定现金流与高分红的头部企业

考虑到经济复苏节奏偏稳健，市场思维偏防守，低估值+高分红的个股将受到市场更多关注。而伊利股份等品牌头部地位稳固，现金流稳定，分红比例亦较高，叠加估值具备显著安全边际，在下半年市场环境中具备较明显的比较优势。

**伊利股份：对外调整+对内提效，已步入长期价值区间。**收入端，公司主动梳理液体乳渠道，库存去化初见成效，预计 24H2 发货企稳。利润端，原奶与包材成本红利将在 24H2 延续，预计全年奶价仍有下行空间，同时公司广宣费用投放相对稳健，利润中枢或稳中有进。中长期来看，公司收入体量具有高稳定性，存量赛道竞争力突出，渗透率稳步提高；增量市场受益于预先布局与品牌优势，成人营养品、冷饮等业务契合消费趋势，伴随渠道立体化建设，有望实现行业增长与份额提升双击。利润端，锚定 25 年净利率目标，数字化赋能+精益管控+品类结构升级长期提振利率上行。预计 2024~2026 年归母净利润分别同比+24.8%/-3.1%/+4.0%，2024/6/21 收盘价 25.78 元，对应 PE 为 13/13/13X。

图90：伊利股份现金流稳定、股息率较高



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

**2.投资方向二：鲜奶品类红利与近场渠道兴起贡献结构性机会**

虽然未来行业整体增长逐渐趋缓，但品类生命周期分化，鲜奶等品类未来渗透率与人均消费量有望持续提升，此外渠道结构变化，C 端近场渠道兴起（即时零售等），B 端茶饮、咖啡繁荣带来乳基需求旺盛，板块需求仍然有结构性机会。

**新乳业：结构升级+内部提效，“鲜战略”下盈利能力持续提升。**短期看，预计业绩延续较快增长，主要系：1) 差异化品类叠加渠道红利仍存，推动收入端稳健增长；2) 鲜奶、高端奶占比提升，叠加原奶、包材价格下行，公司毛利率有望改善；3) 供应链+数字化+管理提效，推动管理费用率下降。长期看，预计行业未来趋势为低温奶与常温奶并存，公司将凭借内部整合提效+多品牌战略+产品创新等多项优势享受低温品类红利。预计 2024~2026 年归母净利润分别同比+40.9%/26.0%/21.1%，2024/6/21 收盘价 9.12 元，对应 PE 为 13/10/9X。

## 八、重点公司盈利预测与估值

我们预计食品饮料下半年需求端温和改善，配置上建议选景气度改善板块和强α标的。白酒：我们预计 2024 年下半年白酒板块景气度温和改善，行业分化趋势持续，推荐业绩增长确定性强的标的：贵州茅台/山西汾酒/古井贡酒/今世缘/迎驾贡酒/珍酒李渡。啤酒：2023 年啤酒月度销量前高后低，2024 年月度销量同比增速将呈现前低后高的趋势，叠加欧洲杯等赛事催化，我们看好啤酒板块下半年销量表现。2024 年啤酒板块成本下降较为确定，节奏上也是逐季展现。因此展望 2024 年下半年，啤酒板块景气度将逐步抬升。推荐关注：燕京啤酒/青岛啤酒/华润啤酒。大众食品板块，建议关注 4 条投资主线：1) 消费分级背景下具备高性价比产品或强供应链能力的公司有望实现超额收益；2) 把握细分品种红利与渠道变革带来的结构性机会，在整体市场偏存量竞争的背景下有望实现较为可观的增量；3) 具备稳定现金流与高股息率的公司，在市场偏防守风格的阶段具备比较优势；4) 受益于原料成本下降且需求相对稳定的板块，例如饮料、调味品等。从节奏上来看，短期建议继续优先关注饮料、调味品与零食板块，待到宏观经济周期进一步上行后关注餐饮供应链、乳制品板块。个股方面，建议关注东鹏饮料/三只松鼠/欢乐家/中炬高新/伊利股份/天味食品/海天味业/洽洽食品/安井食品/新乳业/李子园。

表11：重点公司盈利预测与估值

2024/6/21		当前股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			投资评级
股票代码	股票名称			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600519.SH	贵州茅台	1,471.00	19,743	872.0	859.0	1,011.0	21.2	18.3	15.9	推荐
600809.SH	山西汾酒	217.00	2,827	131.6	161.7	195.1	20.1	16.4	13.6	推荐
000596.SZ	古井贡酒*	220.64	1,095	59.1	73.8	89.8	19.8	15.8	13.0	-
603369.SH	今世缘*	47.66	633	38.3	46.7	55.8	15.6	12.8	10.7	-
603198.SH	迎驾贡酒*	58.00	496	29.0	35.9	43.2	16.0	12.9	10.7	-
6979.HK	珍酒李渡*	8.41	264	19.3	24.1	30.3	13.4	10.8	8.6	-
0291.HK	华润啤酒	27.80	962	60.5	70.0	79.7	14.9	12.9	11.4	推荐
600600.SH	青岛啤酒	73.21	885	52.2	59.2	65.2	19.1	16.9	15.3	推荐
000729.SZ	燕京啤酒*	9.05	273	9.3	12.0	14.8	27.6	21.2	17.3	-
605499.SH	东鹏饮料	216.64	867	27.3	34.6	43.3	31.7	25.0	20.0	推荐
603345.SH	安井食品	74.55	219	17.4	19.9	22.8	12.6	11.0	9.6	推荐
603317.SH	天味食品	12.04	128	5.4	6.4	7.3	23.5	20.1	17.5	谨慎推荐
600872.SH	中炬高新	24.78	195	8.1	9.7	11.5	24.1	20.0	16.9	推荐
002946.SZ	新乳业	9.12	78	6.1	7.6	9.3	12.9	10.3	8.5	推荐
600887.SH	伊利股份	25.78	1,641	130.2	126.2	131.3	12.6	13.0	12.5	推荐
605337.SH	李子园	10.10	40	2.8	3.3	3.8	14.2	12.0	10.4	推荐
300997.SZ	欢乐家	12.13	54	3.3	3.9	4.7	16.6	13.9	11.7	谨慎推荐
603288.SH	海天味业	34.35	1,910	61.7	70.3	80.1	30.9	27.2	23.8	推荐
300783.SZ	三只松鼠	22.75	91	3.5	4.9	6.8	26.1	18.7	13.5	谨慎推荐
002557.SZ	洽洽食品	28.99	147	10.5	12.4	13.8	14.0	11.9	10.6	推荐

注：\*为 Wind 一致盈利预测，其余为中国银河证券研究院预测

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

## 九、风险提示

---

茅台批发价格持续下跌的风险，需求复苏不及预期的风险，竞争加剧的风险，新品表现不及预期的风险，食品安全风险。

## 图表目录

图 1: 中国规模以上白酒企业产量同比增速	5
图 2: 散瓶飞天价格 (元/瓶)	5
图 3: 八代五粮液一批价	6
图 4: 剑南春水晶剑一批价	6
图 5: 白酒板块估值情况	9
图 6: 白酒板块公募基金重仓持股比例	9
图 7: 我国啤酒产量当月值及同比变化	11
图 8: 我国啤酒产量累计值及同比变化	11
图 9: 我国餐饮收入当月值及同比变化	12
图 10: 我国餐饮收入累计值及同比变化	12
图 11: 我国餐饮门店数量变化	12
图 12: 我国餐饮新开、关闭门店数量	12
图 13: 各公司 2023 年吨价情况 (元/吨)	13
图 14: 各公司次高端及以上 (6 元以上) 产品占比	13
图 15: 华润啤酒次高档以上产品销量情况	14
图 16: 青岛啤酒中高端以上产品销量情况	14
图 17: 重庆啤酒高档以上产品销量情况	14
图 18: 燕京啤酒 U8 销量情况	14
图 19: 大麦价格 (美元/吨)	15
图 20: 玻璃价格 (元/吨)	15
图 21: 铝价 (美元/吨)	15
图 22: 瓦楞纸价格 (元/吨)	15
图 23: 青岛啤酒成本构成情况 (2023 年)	16
图 24: 重庆啤酒成本构成情况 (2023 年)	16
图 25: 燕京啤酒成本构成情况 (2023 年)	16
图 26: 软饮料板块单季度收入、利润增速 (重点公司口径)	19
图 27: 软饮料行业指数、PE(TTM)	19
图 28: 2023 年与 24Q1 软饮料企业的业绩表现	19
图 29: RTD 饮料较现制饮品更具性价比	20
图 30: 具备景气度的饮料品类	20
图 31: 无糖茶 2024 年 1-4 月持续上新	21
图 32: 24H2 无糖茶规格与均价或延续性价比趋势	21
图 33: 全国体育场地数量稳定增长	21
图 34: 24 年运动饮料旺季有望实现更快动销	21

图 35: 2023 年 5 月全国月平均气温距平分布图.....	22
图 36: 2024 年 5 月全国月平均气温距平分布图.....	22
图 37: PET 瓶片价格同比企稳.....	22
图 38: 白糖价格同比回落.....	22
图 39: 部分饮料个股的现金流稳定、股息率较高.....	23
图 40: 调味品板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）.....	24
图 41: 调味品行业指数、PE(TTM).....	24
图 42: 2023 年与 24Q1 调味品企业的业绩表现.....	24
图 43: 社零餐饮与规上餐饮增速回升.....	25
图 44: 调味品终端销售额月度增速.....	25
图 45: 19H1-23H2 市场费用率（海天味业与涪陵榨菜）.....	25
图 46: 19H1-23H2 市场费用率（促销费与广告费，中炬+千禾+恒顺）.....	25
图 47: 2023 年以来大豆价格价格同比回落.....	26
图 48: 白糖价格 24 年 5 月由增转降.....	26
图 49: 24H1 糯米价格同比回落.....	26
图 50: 青菜头价格历史波动情况.....	26
图 51: 日本酱油发展经验显示 1990-1996 年家庭需求更具韧性.....	27
图 52: 餐饮市场在 2024 年继续复苏但增速中枢低于疫情前水平.....	27
图 53: 大 B 端客单价持续下降.....	27
图 54: 休闲食品板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）.....	29
图 55: 休闲食品行业指数、PE(TTM).....	29
图 56: 2023 年与 24Q1 休闲食品企业的业绩表现.....	29
图 57: 零食量贩门店远期拓店空间充足.....	30
图 58: 零食很忙门店加速拓展.....	30
图 59: 县域经济存在巨大消费能力.....	30
图 60: 县域消费能力增速更快.....	30
图 61: 2024 年 5 月 24 日“零食很大”门店顺利乔迁开业.....	31
图 62: 2024 年 6 月 1 日“零食很辣”在长沙开业.....	31
图 63: 2019-2026 年中国直播电商市场规模.....	31
图 64: 抖音平台人群基数较大（2023 年）.....	32
图 65: 电商客单价同比降低（单位：元）.....	32
图 66: 鹌鹑蛋最小单次开袋食用单价明显低于其他肉类零食（均选取品类推送靠前品牌的独立小包装产品）.....	32
图 67: 休闲鹌鹑蛋处于品类成长期.....	33
图 68: 劲仔鹌鹑蛋收入增速与盐津铺子趋同.....	33
图 69: 预计 24H2 棕榈油价格震荡调整.....	33
图 70: 预计 24H2 鹌鹑蛋价格有所回补.....	33
图 71: 24H1 花生价格同比降幅收窄.....	34

图 72: 葵花籽价格从高位回落.....	34
图 73: 预加工板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）.....	35
图 74: 预加工行业指数、PE(TTM).....	35
图 75: 2023 年与 24Q1 预加工企业的业绩表现.....	35
图 76: 2024 年速冻与预制菜 C 端终端销售额 yoy.....	36
图 77: 消费分级背景下 B 端表现略有分化.....	36
图 78: 2024 年 6 月豆油价格同比转正.....	36
图 79: 2024 年 6 月棕榈油价格同比上行.....	36
图 80: 2024 年 6 月猪肉价格同比上涨.....	37
图 81: 2024H1 鸡肉价格同比下降.....	37
图 82: 乳制品板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）.....	38
图 83: 乳制品行业指数、PE(TTM).....	38
图 84: 2023 年与 24Q1 乳制品企业的业绩表现.....	38
图 85: 原奶价格与竞争格局对板块利润率的影响.....	39
图 86: 高线城市礼赠场景存在修复空间.....	39
图 87: 家庭外消费为新增长点.....	39
图 88: 2023 年以来原奶价格同比加速下降.....	40
图 89: 2024 年 GDT 全脂奶粉、脱脂奶粉价格环比回升.....	40
图 90: 伊利股份现金流稳定、股息率较高.....	41
表 1: 去年至今年白酒企业上调产品出厂价情况.....	6
表 2: 十四五期间白酒上市公司业绩目标设定及完成情况.....	7
表 3: 2022 年以来白酒上市公司季度收入增速.....	8
表 4: 各公司吨价同比变化情况.....	12
表 5: 各公司次高档产品及销量增速情况.....	13
表 6: 各公司成本变动情况.....	15
表 7: 各公司费用率情况.....	17
表 8: 各公司净利率情况.....	17
表 9: 海天味业渠道库存水平.....	25
表 10: 2024 年原奶仍存在供过于求的情形.....	40
表 11: 重点公司盈利预测与估值.....	42

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘来珍，食品饮料行业分析师。上海交通大学金融学硕士，7年食品饮料和其他消费品行业证券研究经验。

刘光意，食品饮料行业分析师。经济学硕士，2022年加入中国银河证券研究院，4年食品饮料研究经验，重点覆盖非酒板块。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn