

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

行业筑底练内功，关注板块结构性机会

——食品饮料行业2024年中期策略报告

食品饮料 强于大市（维持）

证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号：S1060521030001

王萌 投资咨询资格编号：S1060522030001

王星云 投资咨询资格编号：S1060523100001

2024年6月24日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

核心摘要

- 展望下半年，我们认为消费市场仍具有韧性，复苏的势能正在蓄力，温和渐进式复苏或成为主基调；经过近三年调整，行业内中小企业加速出清，竞争格局有所优化。中长期视角看，随着宏观经济的改善，居民对美好生活的追求仍将推动消费持续升级，食品饮料行业有望加速发展。建议关注成本下行、集中度提升、需求修复三条主线，维持食品饮料“强于大市”评级。
- 1) 成本下行盈利能力改善的板块，如啤酒、乳制品：
 - 啤酒：成本红利贡献利润弹性，长期高端化步履不停。大麦“双反”取消，包材价格持续环缓解，随着成本红利传导，行业盈利能力有望持续改善，2024年为啤酒成本红利兑现期。当前随着产品结构升级，啤酒企业吨价持续提升，短期虽有消费疲软的扰动，但长期啤酒高端化趋势仍将延续，看好板块性机会，推荐燕京啤酒、重庆啤酒，建议关注青岛啤酒。
 - 乳制品：原奶价格持续下行，行业进入高质量增长阶段。随着原奶价格持续回落，成本压力将持续释放；随着行业竞争趋缓，企业费用投放有望继续趋于理性，支撑行业盈利能力持续提升。成本、费用共振，头部乳企将进入高质量增长阶段。我们看好全国性乳企的估值修复，及区域乳企的盈利能力提升，推荐伊利股份，建议关注新乳业。
- 2) 集中度持续提升的板块，如白酒：
 - 白酒：场景、价格带表现分化，治理持续优化。2024年消费整体承压，降级与升级并存，白酒份额持续向上市公司龙头集中，个股延续分化。分场景看，大众消费平稳；婚宴虽有下滑，但其他宴席贡献增量，整体需求具备韧性；商务消费仍待复苏。分价格带看，高端需求刚性，次高端有所承压，100-300元大众价格带表现更优。展望未来，各大酒厂持续推进渠道变革，淡季提价加强市场管控，提振经销商利润，治理能力极大提升。此外，白酒公司亦持续提高分红比例，加大股东回馈。1Q24白酒业绩开门红，为全年目标实现奠定良好基础，建议布局业绩稳健的龙头以及自身经营周期存在阿尔法的标的。推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘、金徽酒。

核心摘要

➤ 3) 受益下游需求逐渐修复的板块，如预制食品、调味品：

➤ **预制食品：长期受益于餐饮连锁化，龙头竞争优势显著。**当前餐饮行业景气度正在逐渐改善，大B复苏斜率先于小B。预制食品能够有效提高出餐效率，改善成本结构，长期受益于下游餐饮企业的连锁化率的提升。此时具有规模优势的龙头企业有望快速抢占市场份额，通过产品结构优化和精细化费用管理改善盈利能力。C端虽受舆论风波及商超渠道影响有所拖累，但在政策支持保驾护航下，行业发展趋于规范化。推荐安井食品、千味央厨；建议关注三全食品。

➤ **调味品：行业去库存接近尾声，内部管理改善。**当前下游社会餐饮消费基本盘正在修复，行业去库存接近尾声，加上成本进入下行通道，调味品行业正在走出低谷，重回稳步发展期。同时，多数企业在低谷期的架构调整、渠道改革、产品创新的成效已逐渐凸显，后续多样化、健康化、高端化的产品将进一步推动行业增长，板块利润弹性有望释放。推荐海天味业、宝立食品，建议关注千禾味业。

➤ **风险提示：** 1) 宏观经济波动影响；2) 消费复苏不及预期；3) 食品安全问题；4) 原材料波动影响；5) 行业竞争加剧风险。



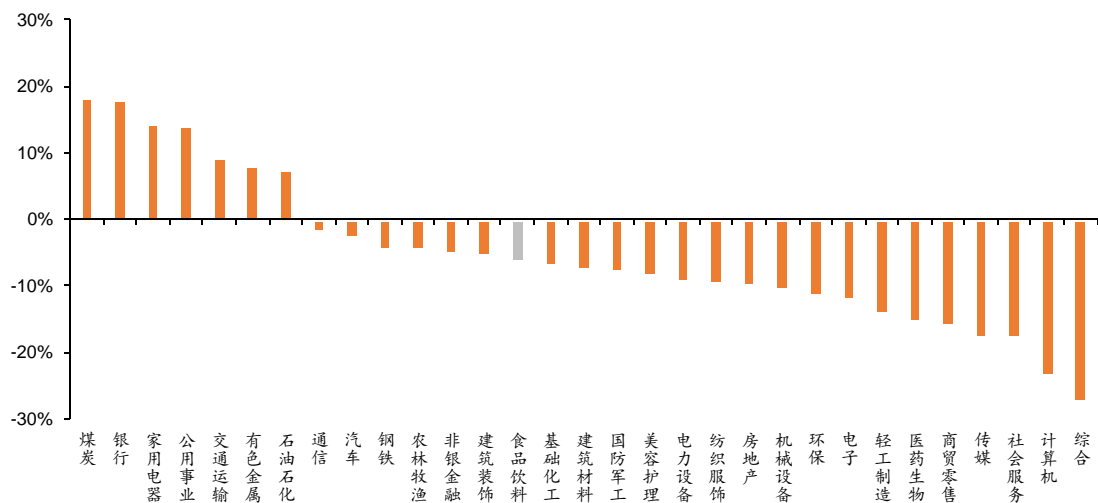
目录 CONTENTS

- 市场回顾：需求弱复苏，整体表现承压
- 成本下行盈利能力改善的板块：啤酒、乳制品
- 集中度持续提升的板块：白酒
- 受益下游需求逐渐修复的板块：预制食品、调味品
- 投资建议：建议关注成本下行、集中度提升、需求修复三条主线

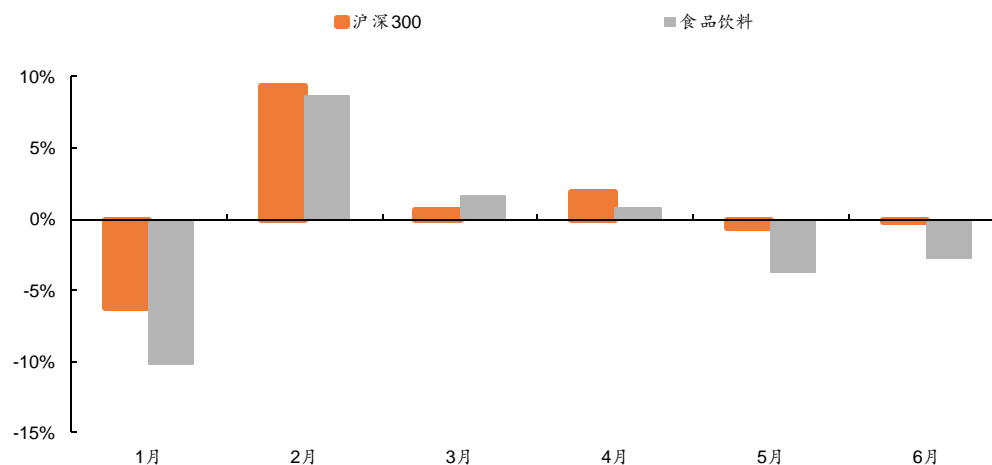
1.1 市场回顾：需求弱复苏，整体表现承压

➤ **需求弱复苏，跑输沪深大盘：**自年初以来（截止至6月7日），食品饮料板块下跌6.4%，跑输沪深300指数10.5pct，在申万一级子行业中排名第14名。1月市场对于宏观与春节白酒预期较悲观，食品饮料指数下跌10.2%，跑输沪深300指数3.9pct；2月春节走亲访友大众需求稳定，实际动销好于预期，食品饮料指数上涨8.6%，跑输沪深300指数0.7pct；3月淡季消费整体平稳，主流产品纷纷提价，价盘稳中有升，食品饮料指数上涨1.6%，跑赢沪深300指数1.0pct；4月业绩相继发布，其中白酒公司1Q24迎来开门红，食品饮料指数上涨0.8%，跑输沪深300指数1.1pct；5月消费数据转弱，茅台批价持续下滑，食品饮料指数下跌3.7%，跑输沪深300指数3.0pct。

食品饮料年初以来板块下跌6.4%，排名居中（截至6.7）



食品饮料及沪深300指数1-6月当月涨跌幅

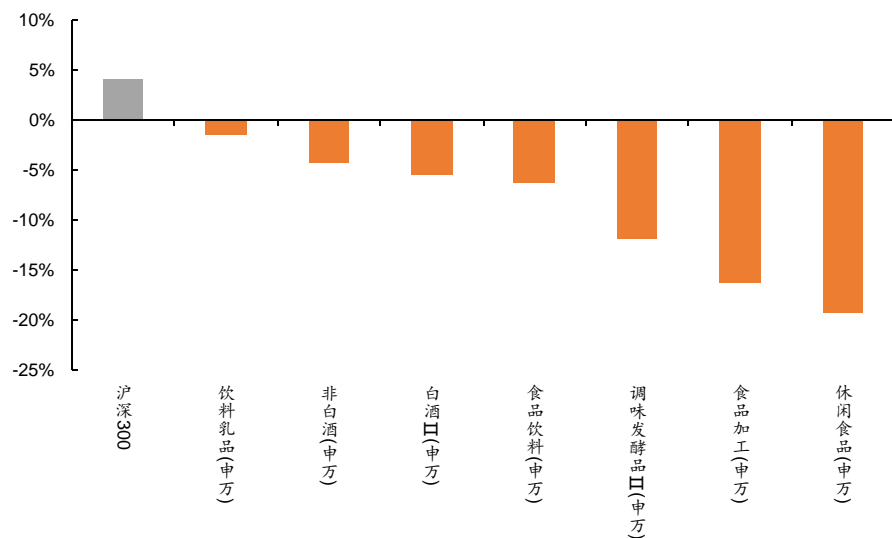


资料来源：Wind，平安证券研究所

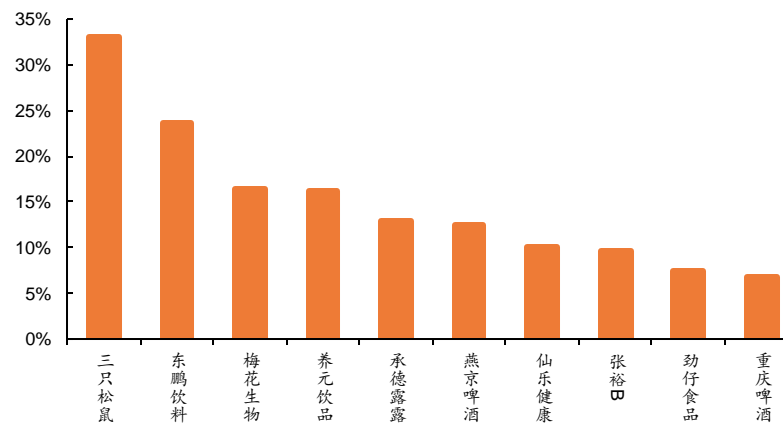
1.1 市场回顾：各子行业均出现回撤，饮料乳品相对坚挺

➤ **食品饮料年初至今有所回调，各子行业均出现回撤：**年初以来（截止至6月7日），SW食品饮料指数下跌6.4%，跑输沪深300指数10.5pct，各子行业都有一定程度的回撤，其中SW饮料乳品板块下跌1.5%、SW非白酒板块下跌4.3%、SW白酒板块下跌5.5%、SW调味发酵品板块下跌11.8%、SW食品加工板块下跌16.4%、SW休闲食品板块下跌19.2%。食品饮料个股中，三只松鼠（33%）、东鹏饮料（24%）、梅花生物（16%）涨幅排名前列。

食品饮料子板块年初至今涨跌幅



食品饮料上市公司年初至今涨跌幅

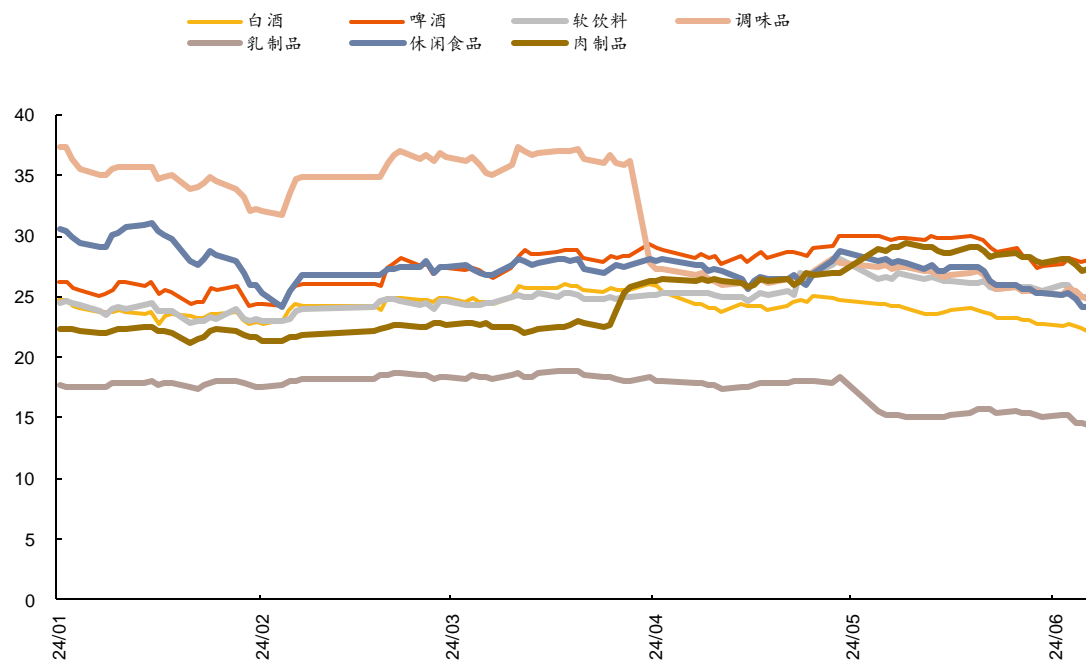


资料来源：Wind，平安证券研究所

1.1 市场回顾：行业估值持续回调，31个行业中排名滑落至17位

➤ **食品饮料估值历经回调后已具备性价比：**食品饮料行业作为必选消费品，需求偏刚性、抗风险能力较强，且具备持续增长的能力，在经历3年多的回调后，截至2024年6月7日，食品饮料板块（申万）PE（TTM）为22X，在31个行业中排名17位，已经具备估值性价比。分板块看，截至6月7日，白酒/啤酒/软饮料/调味品/乳制品/休闲食品/肉制品的PE（TTM）分别为22/28/25/25/15/24/27X，较年初分别同比-2/+2/+1/-12/-3/-7/+5X，除啤酒、软饮料和肉制品外，子板块估值均出现明显回调。

2024年以来申万食品饮料指数 PE（TTM）情况



申万行业指数 PE（TTM）变动情况

行业	PE(TTM)					PE(变动)				
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
国防军工	75	72	51	50	54	17	-3	-21	-1	4
电子	50	36	29	47	53	7	-14	-7	18	6
计算机	71	53	48	61	51	13	-17	-5	13	-10
综合	36	61	47	50	50	4	25	-14	2	1
农林牧渔	16	51	98	51	46	-16	35	47	-47	-5
美容护理	45	55	44	30	34	17	10	-11	-14	4
医药生物	45	35	23	28	31	9	-10	-12	5	3
机械设备	30	27	30	28	29	3	-3	3	-1	0
通信	37	38	24	29	29	-0	1	-14	5	-0
传媒	36	31	32	37	28	-5	-5	0	6	-10
电力设备	48	55	27	17	25	15	8	-28	-10	8
商贸零售	27	33	39	28	25	12	5	7	-11	-4
社会服务	165	89	120	50	24	130	-76	31	-71	-25
基础化工	31	20	14	22	23	9	-11	-6	8	1
汽车	32	31	31	25	23	12	-0	-1	-6	-3
有色金属	49	29	14	16	22	10	-19	-15	2	6
食品饮料	54	44	34	25	22	21	-9	-10	-9	-4
轻工制造	26	23	30	28	21	1	-3	7	-2	-7
环保	21	22	22	20	20	-2	1	-1	-1	0
钢铁	15	9	16	22	19	5	-5	7	5	-3
纺织服装	37	20	23	23	18	12	-17	3	0	-5
公用事业	19	29	24	19	18	-0	10	-4	-6	-1
房地产	9	8	13	13	18	-1	-0	5	-0	5
建筑材料	15	15	14	17	18	1	0	-1	3	1
交通运输	25	15	12	14	16	7	-10	-3	3	2
非银金融	19	14	15	15	16	3	-4	0	-0	1
石油石化	19	13	11	15	15	3	-5	-3	4	0
家用电器	28	18	13	12	14	11	-10	-5	-1	2
煤炭	10	9	6	9	13	2	-1	-3	2	4
建筑装饰	9	10	9	8	8	-1	1	-1	-1	-0
银行	7	6	5	4	5	0	-1	-1	-1	1

资料来源：Wind，平安证券研究所（注：2024年市盈率数据截至2024年6月7日）

1.2 基金持仓：白酒1Q24获基金加仓，大众品整体呈流出趋势

- **基金1Q24加仓白酒，大众品资金流出：**据Wind，1Q24食品饮料行业基金持仓总市值达3,787亿元（不包含QDII），环比提升3%，持仓占比达13.90%，环比+0.48pct。分板块看，得益于春节预期修复及宏观刺激政策陆续出台，1Q24白酒持仓市值3,414亿元，环比提升4%，持仓占比达12.53%，环比+0.63pct；非白酒大众品持仓市值为373亿元，环比下滑11%，持仓占比1.37%，环比-0.15pct，其中乳品、啤酒、调味发酵品、肉制品等主要板块持仓市值分别为129/64/39/31亿元，环比分别-4%/+23%/-19%/-8%，持仓占比分别为0.48%/0.23%/0.14%/0.11%，环比分别-0.01/+0.05/-0.03/-0.01pct，啤酒板块获基金加仓。

2022年以来食品饮料基金持仓情况

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	1Q24环比
持仓市值(亿元)										
白酒III	3,632	4,808	4,308	4,142	4,230	3,308	3,636	3,271	3,414	4%
乳品	311	295	240	201	170	163	118	135	129	-4%
啤酒	97	129	149	144	156	115	80	52	64	23%
调味发酵品III	56	78	61	73	62	57	50	47	39	-19%
肉制品	28	24	20	10	17	16	16	34	31	-8%
零食	15	11	13	24	31	27	21	26	31	18%
软饮料	9	14	13	20	21	24	28	23	27	18%
预加工食品	32	76	76	80	74	73	53	43	19	-57%
其他酒类	28	37	33	58	56	43	32	30	15	-51%
保健品	11	12	11	16	18	18	13	13	12	-8%
熟食	6	18	24	31	11	8	12	7	4	-50%
烘焙食品	5	9	9	10	12	8	8	7	3	-54%
食品饮料	4,231	5,511	4,956	4,809	4,857	3,862	4,068	3,688	3,787	3%
基金整体	32,310	35,323	30,952	31,518	32,055	30,719	29,664	27,479	27,238	-1%
持仓比例										
白酒III	11.24%	13.61%	13.92%	13.14%	13.20%	10.77%	12.26%	11.90%	12.53%	0.63
乳品	0.96%	0.84%	0.78%	0.64%	0.53%	0.53%	0.40%	0.49%	0.48%	-0.01
啤酒	0.30%	0.37%	0.48%	0.46%	0.49%	0.37%	0.27%	0.19%	0.23%	0.05
调味发酵品III	0.17%	0.22%	0.20%	0.23%	0.19%	0.19%	0.17%	0.17%	0.14%	-0.03
肉制品	0.09%	0.07%	0.06%	0.03%	0.05%	0.05%	0.05%	0.12%	0.11%	-0.01
零食	0.05%	0.03%	0.04%	0.08%	0.10%	0.09%	0.07%	0.10%	0.11%	0.02
软饮料	0.03%	0.04%	0.04%	0.06%	0.06%	0.08%	0.10%	0.08%	0.10%	0.02
预加工食品	0.10%	0.22%	0.25%	0.25%	0.23%	0.24%	0.18%	0.16%	0.07%	-0.09
其他酒类	0.09%	0.10%	0.11%	0.18%	0.18%	0.14%	0.11%	0.11%	0.05%	-0.06
保健品	0.03%	0.03%	0.04%	0.05%	0.05%	0.06%	0.04%	0.05%	0.04%	-0.00
熟食	0.02%	0.05%	0.08%	0.10%	0.03%	0.03%	0.04%	0.03%	0.01%	-0.01
烘焙食品	0.01%	0.03%	0.03%	0.03%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%	0.01%	-0.01
食品饮料	13.09%	15.60%	16.01%	15.26%	15.15%	12.57%	13.71%	13.42%	13.90%	0.48

资料来源：Wind，平安证券研究所（注：统计申万食品饮料三级行业）

1.2 基金持仓：高端白酒仍受基金青睐，茅台稳居榜首

➤ 四家白酒公司居基金持仓前十，大众品龙头普遍遭基金减持：分公司看，白酒品类中，1Q24贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、今世缘获基金环比增持，持仓比例环比分别+0.32/+0.37/+0.10/+0.07/+0.08pct，而泸州老窖、洋河股份、迎驾贡酒、舍得酒业受基金减持，持仓比例环比分别-0.07/-0.12/-0.01/-0.04pct。大众品中，伊利股份/安井食品持仓环比-0.02/-0.09pct，青岛啤酒/东鹏饮料环比分别+0.05/+0.01pct。1Q24前十大基金重仓股中包括贵州茅台、五粮液、泸州老窖与山西汾酒，其中贵州茅台稳居第一，持仓比例达5.4%。

基金重仓板块前十标的占基金股票市值比例

	4Q23		1Q24		环比 (pct)
1	贵州茅台	5.1%	贵州茅台	5.4%	0.32
2	宁德时代	3.0%	宁德时代	4.1%	1.10
3	五粮液	1.9%	五粮液	2.3%	0.37
4	紫金矿业	1.1%	紫金矿业	1.9%	0.80
5	泸州老窖	1.8%	泸州老窖	1.7%	-0.07
6	恒瑞医药	1.5%	恒瑞医药	1.6%	0.05
7	美的集团	0.9%	美的集团	1.5%	0.55
8	招商银行	1.0%	招商银行	1.5%	0.48
9	迈瑞医疗	1.6%	迈瑞医疗	1.5%	-0.11
10	山西汾酒	1.2%	山西汾酒	1.3%	0.10

食品饮料TOP15基金持仓个股情况

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
持仓比例					
贵州茅台	4.70%	4.31%	4.99%	5.11%	5.43%
五粮液	2.42%	2.01%	1.94%	1.92%	2.29%
泸州老窖	2.29%	1.89%	2.07%	1.77%	1.70%
山西汾酒	1.17%	0.60%	1.04%	1.20%	1.30%
古井贡酒	0.71%	0.61%	0.79%	0.68%	0.75%
伊利股份	0.51%	0.51%	0.38%	0.49%	0.47%
洋河股份	0.81%	0.63%	0.63%	0.53%	0.41%
今世缘	0.24%	0.21%	0.30%	0.25%	0.34%
青岛啤酒	0.36%	0.29%	0.21%	0.16%	0.21%
迎驾贡酒	0.05%	0.08%	0.14%	0.17%	0.15%
东鹏饮料	0.04%	0.04%	0.06%	0.08%	0.09%
舍得酒业	0.34%	0.18%	0.16%	0.12%	0.08%
华统股份	0.03%	0.03%	0.03%	0.08%	0.08%
安井食品	0.22%	0.23%	0.17%	0.15%	0.06%
海天味业	0.07%	0.05%	0.04%	0.05%	0.06%
持仓比例环比 (pct)					
贵州茅台	-0.29	-0.39	0.67	0.12	0.32
五粮液	0.09	-0.41	-0.07	-0.02	0.37
泸州老窖	0.18	-0.40	0.19	-0.30	-0.07
山西汾酒	-0.19	-0.58	0.44	0.16	0.10
古井贡酒	0.04	-0.11	0.18	-0.10	0.07
伊利股份	-0.11	0.00	-0.13	0.10	-0.02
洋河股份	-0.08	-0.18	0.00	-0.10	-0.12
今世缘	0.04	-0.03	0.09	-0.05	0.08
青岛啤酒	0.06	-0.07	-0.07	-0.05	0.05
迎驾贡酒	0.01	0.03	0.06	0.03	-0.01
东鹏饮料	-0.00	0.00	0.02	0.02	0.01
舍得酒业	0.11	-0.15	-0.02	-0.05	-0.04
华统股份	0.03	0.00	-0.00	0.05	-0.00
安井食品	-0.03	0.01	-0.06	-0.02	-0.09
海天味业	-0.04	-0.02	-0.01	0.01	0.01

资料来源：Wind，平安证券研究所（注：统计申万食品饮料三级行业）

1.3 陆股通持仓：白酒获外资加仓，其余板块分化

➤ **1-3月外资持续流出，4-6月震荡分化，年初至今整体净流入：**截至2024年6月7日，食品饮料板块沪（深）港通持仓总金额为2,533亿元，占到板块流通市值的11.6%。从趋势上看，1-3月外资加仓食品饮料，4月震荡分化，5月整体净流出，6月有所回暖，年初至今外资持仓比例+0.7pct。分板块看，软饮料、预加工食品、白酒、乳品外资净流入，年初至今外资持仓占比分别+4.0/+1.9/+0.9/+0.2pct；肉制品、烘焙食品、零食遭外资卖出，年初至今外资持仓占比分别-1.5/-1.3/-1.0pct；白酒板块1-3月获外资净买入，4-6月有所震荡，年初至今外资持仓占比+0.9pct。

◎ 食品饮料板块沪（深）股通持股情况

	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/30	2024/1/31	2024/2/29	2024/3/28	2024/4/30	2024/5/31	2024/6/7
沪（深）港通持仓市值/自由流通市值											
白酒Ⅲ	16.6%	13.4%	12.0%	11.7%	11.9%	12.1%	12.6%	12.9%	12.9%	13.0%	12.9%
乳品	10.4%	11.2%	13.9%	14.1%	10.9%	11.0%	11.8%	11.8%	11.5%	10.9%	11.1%
啤酒	5.0%	9.4%	12.0%	12.0%	8.7%	7.9%	7.5%	7.9%	8.5%	7.9%	8.2%
预加工食品	0.1%	4.5%	6.5%	6.1%	8.0%	8.0%	8.5%	9.1%	10.3%	10.1%	9.9%
调味发酵品Ⅲ	11.4%	12.2%	14.7%	15.2%	8.7%	8.9%	9.7%	9.4%	9.3%	8.0%	8.2%
保健品	2.4%	7.7%	8.9%	6.5%	4.0%	3.8%	3.9%	3.3%	4.0%	3.3%	3.3%
烘焙食品	1.0%	3.7%	5.7%	4.4%	4.3%	4.5%	3.8%	2.9%	3.3%	3.1%	3.0%
零食	6.7%	9.2%	14.4%	13.8%	9.5%	8.6%	8.6%	8.4%	9.1%	8.5%	8.5%
其他酒类	1.4%	2.4%	1.5%	2.2%	1.6%	1.6%	1.8%	1.6%	2.0%	1.3%	1.2%
肉制品	5.0%	4.4%	5.7%	5.8%	6.5%	6.4%	6.1%	6.1%	5.4%	5.2%	5.1%
软饮料	1.4%	0.7%	2.4%	2.3%	7.0%	6.3%	6.8%	7.5%	9.1%	10.0%	11.1%
熟食	3.5%	5.0%	6.4%	4.5%	3.2%	4.6%	4.7%	4.0%	4.2%	3.1%	2.9%
食品饮料	13.7%	12.2%	11.8%	11.4%	10.9%	11.0%	11.5%	11.7%	11.7%	11.7%	11.6%
月环比 (pct)											
白酒Ⅲ						0.18	0.46	0.31	-0.03	0.13	-0.13
乳品						0.11	0.79	-0.07	-0.27	-0.56	0.20
啤酒						-0.82	-0.36	0.43	0.60	-0.62	0.28
预加工食品						-0.02	0.57	0.61	1.14	-0.14	-0.23
调味发酵品Ⅲ						0.22	0.74	-0.23	-0.15	-1.27	0.16
保健品						-0.14	0.09	-0.56	0.68	-0.72	-0.04
烘焙食品						0.17	-0.73	-0.80	0.39	-0.21	-0.12
零食						-0.97	0.04	-0.24	0.72	-0.60	0.05
其他酒类						-0.00	0.11	-0.12	0.34	-0.66	-0.10
肉制品						-0.14	-0.35	0.10	-0.73	-0.27	-0.07
软饮料						-0.73	0.54	0.64	1.64	0.85	1.09
熟食						1.33	0.17	-0.70	0.13	-1.03	-0.29
食品饮料						0.14	0.45	0.25	0.00	-0.05	-0.04

资料来源：Wind，平安证券研究所（数据截至2024年6月7日）

1.3 陆股通持仓：外资普遍增持白酒，大众品分化

➤ **外资普遍增持白酒，大众品分化：**截至2024年6月7日，沪（深）港通持股金额前5的公司为贵州茅台、五粮液、伊利股份、山西汾酒、泸州老窖，持仓金额分别为1,449/296/200/88/73亿元。白酒板块中，贵州茅台、五粮液、山西汾酒、洋河股份、今世缘、古井贡酒获外资加仓，年初至今沪（深）港通持股市值/自由流通市值比例分别+0.58/+1.89/+3.29/+0.54/+2.76/+0.93pct，泸州老窖外资持股比例分别-0.54pct；食品板块中，外资增持东鹏饮料、安井食品较明显，洽洽食品、双汇发展、海天味业则遭卖出。

● 食品饮料板块沪（深）港通持股金额Top15公司情况

	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/30	2024/1/31	2024/2/29	2024/3/28	2024/4/30	2024/5/31	2024/6/7
持股市值/自由流通市值											
贵州茅台	20.5%	19.0%	16.3%	15.4%	15.7%	15.8%	16.5%	16.5%	16.2%	16.5%	16.3%
五粮液	20.1%	14.4%	12.8%	13.0%	10.0%	9.4%	10.1%	11.7%	12.1%	12.3%	11.9%
伊利股份	13.7%	15.3%	18.6%	18.8%	13.8%	13.5%	14.4%	14.4%	13.9%	13.2%	12.8%
山西汾酒	9.6%	8.9%	10.3%	8.6%	6.3%	6.5%	7.3%	8.6%	9.4%	9.3%	9.6%
泸州老窖	5.7%	4.6%	4.9%	6.4%	6.6%	6.8%	6.5%	6.8%	6.4%	6.1%	6.1%
海天味业	23.0%	24.4%	26.0%	26.0%	15.2%	14.7%	15.9%	15.7%	15.1%	13.2%	13.1%
东鹏饮料	0.0%	0.0%	0.5%	7.9%	13.1%	12.6%	13.7%	14.6%	17.1%	18.4%	19.4%
洋河股份	23.0%	8.5%	5.8%	6.5%	6.7%	7.1%	7.9%	8.0%	8.0%	7.4%	7.2%
安井食品	0.0%	5.7%	12.6%	9.1%	14.0%	14.3%	14.7%	16.5%	17.5%	17.2%	16.8%
今世缘	6.7%	4.4%	6.0%	5.5%	5.1%	4.4%	5.1%	7.5%	8.1%	7.8%	7.8%
双汇发展	9.7%	7.5%	10.5%	11.1%	11.5%	10.3%	10.1%	10.5%	8.9%	8.6%	8.5%
重庆啤酒	5.2%	17.5%	21.4%	21.4%	15.3%	14.9%	14.1%	14.9%	15.1%	14.0%	15.2%
古井贡酒	7.7%	5.7%	7.1%	5.2%	5.1%	5.8%	6.1%	5.6%	5.9%	5.9%	6.0%
洽洽食品	16.4%	22.1%	33.2%	39.3%	27.8%	26.9%	25.8%	23.8%	24.2%	18.9%	18.4%
青岛啤酒	7.4%	5.8%	5.5%	9.0%	7.0%	5.4%	5.2%	6.1%	7.7%	6.7%	6.4%
月环比 (pct)											
贵州茅台						0.09	0.67	-0.01	-0.22	0.27	-0.21
五粮液						-0.62	0.70	1.66	0.41	0.13	-0.38
伊利股份						-0.24	0.84	-0.02	-0.48	-0.69	-0.34
山西汾酒						0.19	0.79	1.28	0.79	-0.04	0.28
泸州老窖						0.17	-0.27	0.29	-0.46	-0.29	0.02
海天味业						-0.41	1.13	-0.17	-0.58	-1.92	-0.09
东鹏饮料						-0.50	1.08	0.87	2.52	1.34	1.03
洋河股份						0.45	0.81	0.05	0.05	-0.69	-0.13
安井食品						0.34	0.42	1.74	1.02	-0.33	-0.37
今世缘						-0.69	0.73	2.43	0.57	-0.36	0.07
双汇发展						-1.22	-0.26	0.47	-1.62	-0.34	-0.09
重庆啤酒						-0.40	-0.75	0.78	0.20	-1.18	1.21
古井贡酒						0.74	0.32	-0.58	0.34	0.00	0.11
洽洽食品						-0.86	-1.08	-1.98	0.36	-5.33	-0.43
青岛啤酒						-1.57	-0.19	0.92	1.52	-0.97	-0.29

资料来源：Wind，平安证券研究所



目录 CONTENTS

● 市场回顾：需求弱复苏，整体表现承压

● 成本下行盈利能力改善的板块：啤酒、乳制品

● 集中度持续提升的板块：白酒

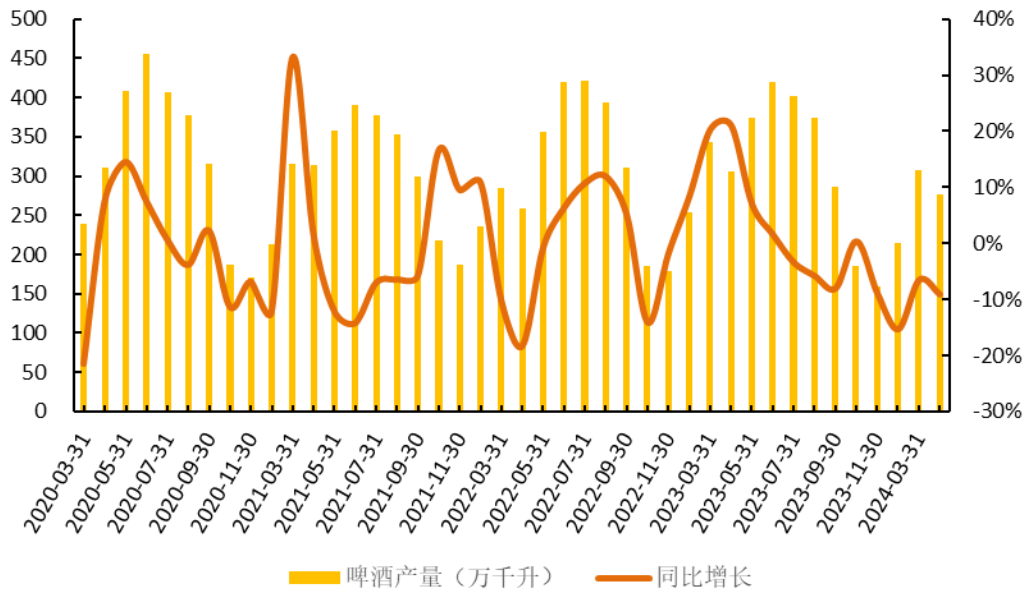
● 受益下游需求逐渐修复的板块：预制食品、调味品

● 投资建议：建议关注成本下行、集中度提升、需求修复三条主线

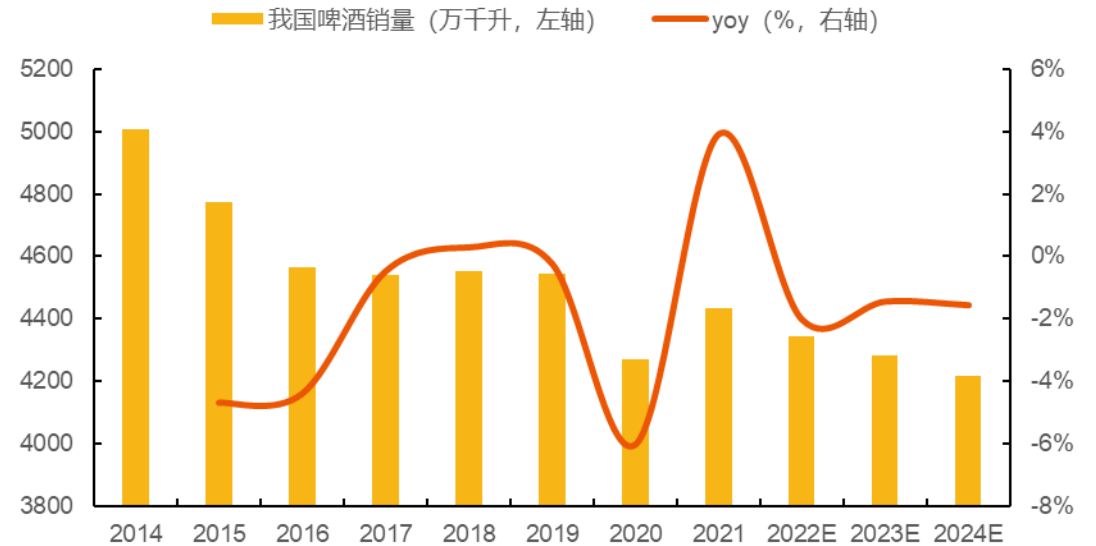
2.1.1 啤酒：产销量有所下滑，旺季有望扭转颓势

- **啤酒产量有所下滑，旺季到来有望扭转颓势。**从2023年7月开始，啤酒产量同比增速转负，2024年3/4月产量则分别同比下滑6.5%/9.1%，主要原因是去年同期高基数，加上今年上半年部分地区气温较低或雨水较多，后续随夏季旺季到来，预期产量同比下滑趋缓。
- **销量持续承压，呈下滑趋势。**我国啤酒行业销量于2018年小幅企稳回升后持续下行，2020年受疫情影响同比下滑6.03%，2021年销量同比回升3.91%至4436万千升。根据Euromonitor预测，2024年我国啤酒销量预计下降至4216万千升，同比下滑1.56%。

全国规模以上啤酒企业单月产量及增速



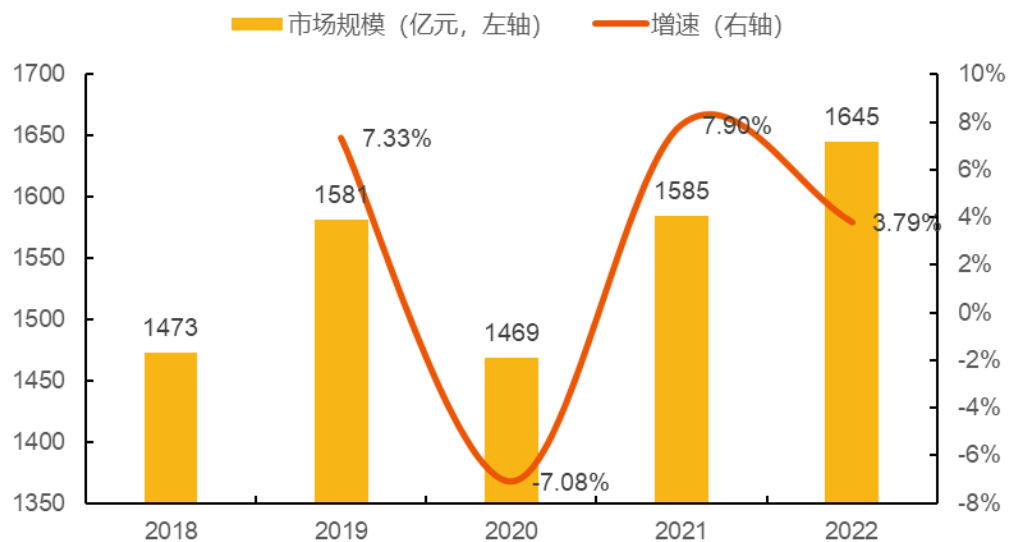
中国啤酒销量和增速



2.1.2 啤酒：行业迈入存量竞争时代，五强竞争格局确立

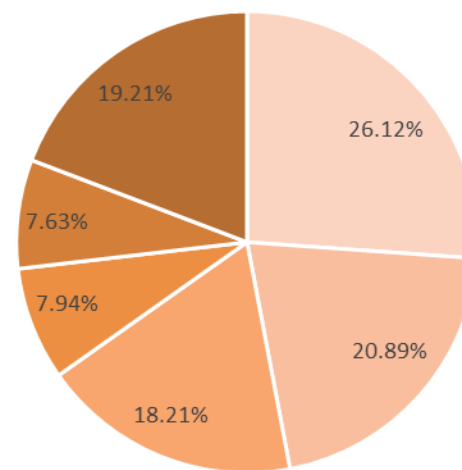
- **啤酒市场规模增速放缓，提价弥补销量下降。**2020年受疫情影响市场规模下滑至1469亿元，2021年销量虽不及疫情前、但市场规模实现1585亿元，恢复至疫情前水平，行业性提价一定程度上弥补了销量的持续性下滑。2022年啤酒市场规模小幅增长至1645亿元，增速放缓至3.79%。
- **五强确立，竞争格局稳定。**现阶段我国啤酒行业为寡头垄断式竞争，已形成稳定的“五王争霸”竞争格局。龙头企业们纷纷从生产效率、管理能力、盈利能力等方面发力，以占据优势地位。按营收计，2023年我国啤酒行业CR5为80.79%，其中百威亚太份额最高，占比26.12%，华润啤酒为20.89%，青岛啤酒为18.21%，重庆啤酒为7.94%，燕京啤酒为7.63%，其他企业共占19.21%，主要是以珠江、金星、兰州黄河等为代表的本土啤酒厂，和三得利、蓝带、喜力为代表的国际啤酒巨头。

中国啤酒市场规模



2023年我国啤酒行业市场份额 (按营收计)

■ 百威亚太 ■ 华润啤酒 ■ 青岛啤酒 ■ 重庆啤酒 ■ 燕京啤酒 ■ 其他

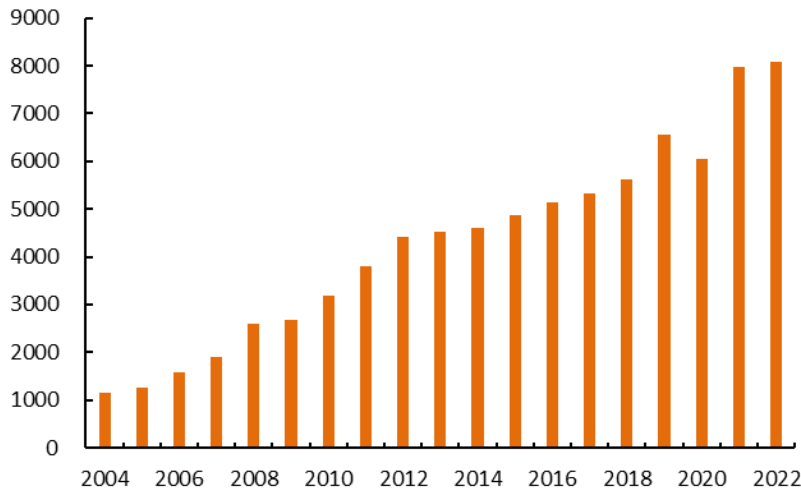


资料来源：艾媒咨询，中国酒业协会，头豹研究院，平安证券研究所

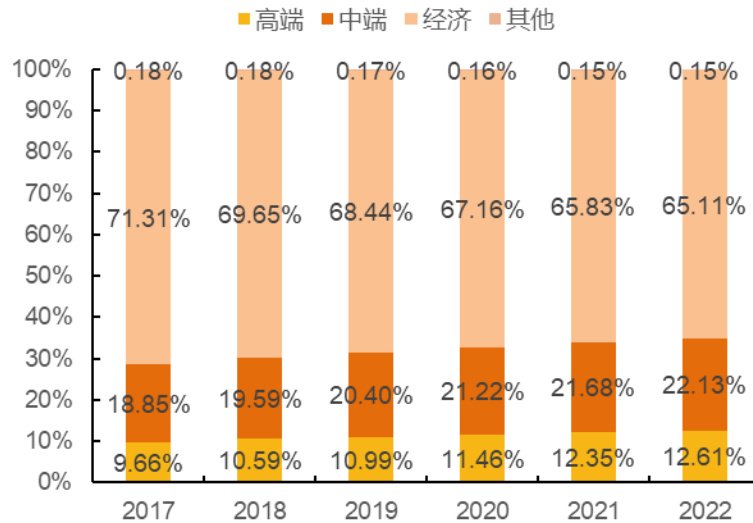
2.1.3 啤酒：消费升级驱动下，啤酒行业高端化加速

- ▶ **经济社会稳步发展，带动需求端消费水平升级。**我国经济社会发展稳步提升，人均GDP从2017年的5.96万元增长至2023年的8.94万元；人均可支配收入也从2017年的2.6万增长至2023年的3.92万元，带动需求端消费水平升级，给啤酒厂家从量增到价增、质增的转型升级提供更大空间。2004至2022年，我国限额以上餐饮业营业额逐年提升，2022年为8070.85亿元，CAGR为11.38%，保证了啤酒的消费升级场景。
- ▶ **我国啤酒高端化不断推进，带动整体盈利水平提升。**根据欧睿数据，2017年至2022年，我国啤酒市场高端产品销量占比由9.66%提升至12.61%，增长2.95pct；啤酒走向高端化有效地提升了啤酒企业的毛利率，改善整体盈利水平。
- ▶ **头部企业纷纷搭建高端核心矩阵，抢占高地。**重庆啤酒组成“6+6”品牌矩阵并淘汰“山城”品牌；青岛啤酒坚定实行“1+1”品牌策略，并推出百年之旅、一世传奇、琥珀拉格等高端产品拉升啤酒单品天花板；燕京啤酒采取“1+3”品牌发展战略，以“燕京啤酒”为主品牌，同时培育三个地方性优势品牌。

近年来我国限额以上餐饮业营业额（亿元）



我国啤酒市场高端啤酒销量占比



头部企业的高端化产品矩阵

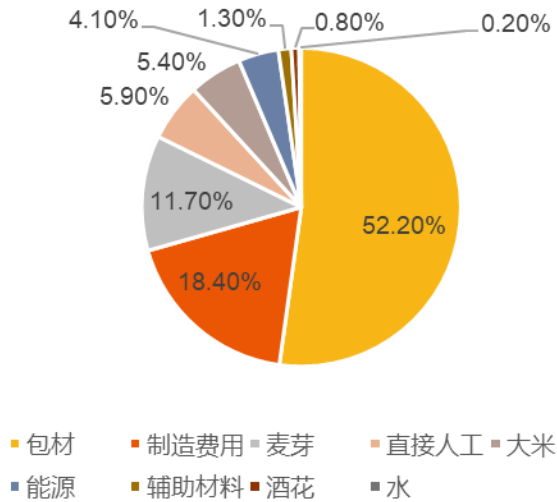


资料来源：ifind，Euromonitor，公司官网，平安证券研究所

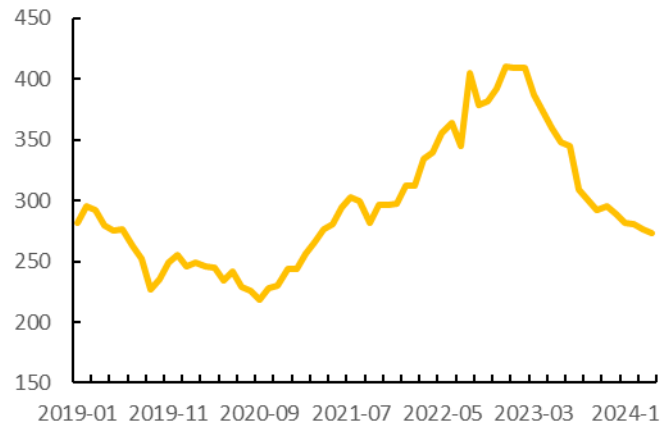
2.1.4 啤酒：成本压力持续缓解，带动盈利能力提升

- **啤酒生产成本中包材占比较大，通过提价传导。**从成本构成看，啤酒成本结构中占比最大的为包材成本，占52.2%；其次为制造费用18.4%；再者为原料麦芽，占11.7%，原材料及包材价格有较大影响，且常通过提价传导。
- **大麦价格开始下行，包材价格持续缓解。**23年以来啤酒成本端总体价格较22年有所下降，2022年12月大麦进口单价到达阶段性高点410.42美元/吨，23年1月出现拐点，下滑至409.73美元/吨，2023年8月商务部终止对澳大利亚进口大麦征收反倾销税和反补贴税，政策松绑进一步推动啤酒产业的成本下行，大麦价格在2024年4月下滑至273.06美元/吨。啤酒包材方面（浮法玻璃、瓦楞纸、铝锭等）价格较22年缓解较多，价格高点集中在21年Q4，后续随着上游供需缺口缩小，包材价格均进入下行期，2024年5月浮法玻璃/瓦楞纸/铝锭价格分别为1695.43/2614.27/20699元/吨。

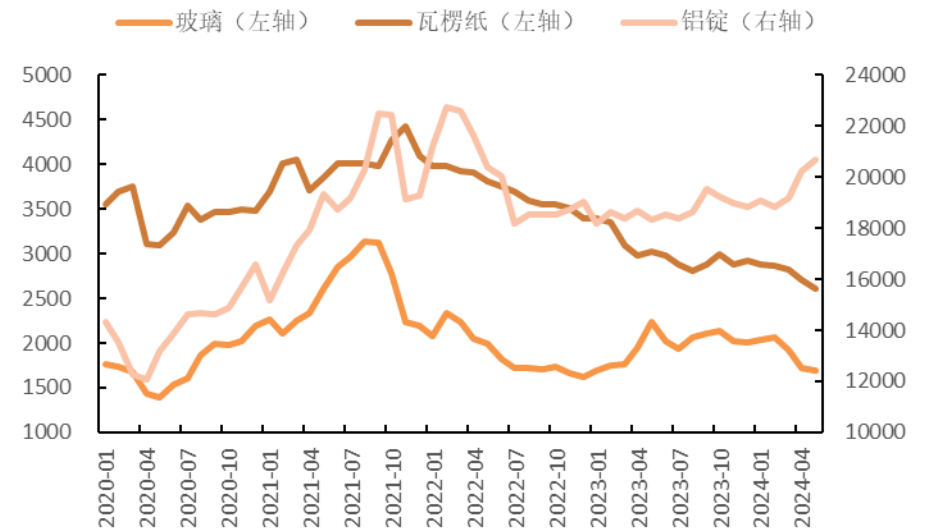
啤酒的成本构成



近年来大麦进口单价（美元/吨）



近年来主要包材价格（元/吨）



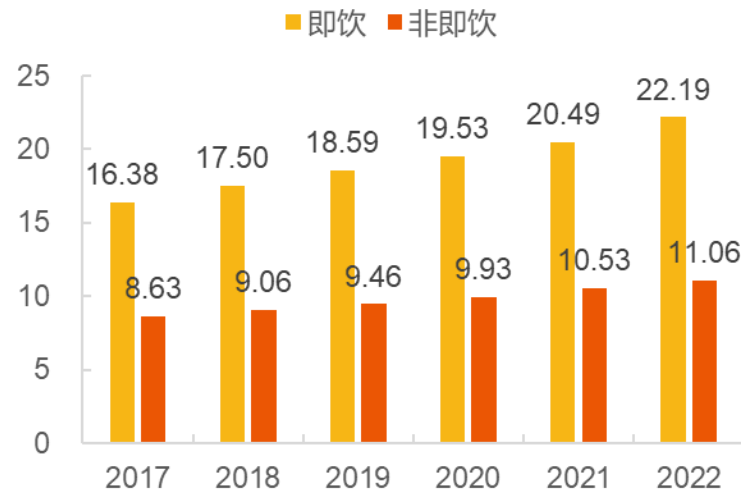
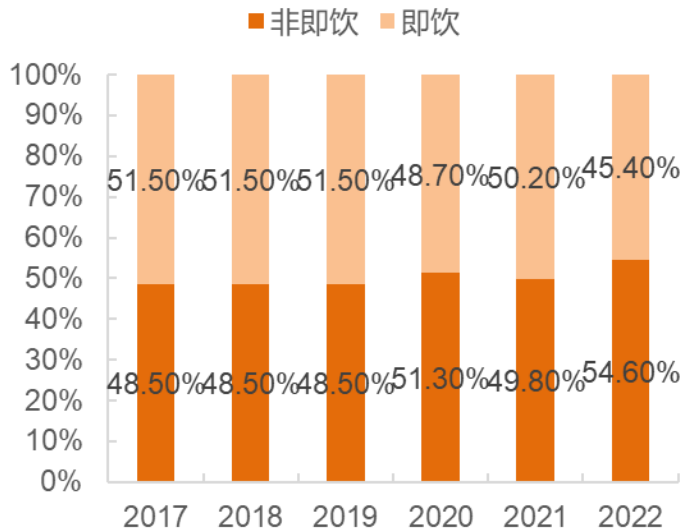
2.1.5 啤酒：即饮氛围渐佳，看好即饮啤酒市场迅速崛起

- **疫情导致即饮渠道占比下降，非即饮渠道占比提升。** 根据Euromonitor，2022年我国非即饮/即饮渠道销量占比分别为54.6%/45.4%，疫情影响下居家饮酒场景需求增长，导致即饮渠道占比有所下降。随着疫情限制取消、酒吧与餐厅等场景重新开业，即饮啤酒将会凭借其健康、新鲜口感等优势重新抢占消费市场，即饮占比预计将提升。
- **即饮战略更加亲民，价格定位更易被消费者接受。** 从均价来看，即饮啤酒均价约为传统非即饮啤酒的两倍，但又远低于高端啤酒，因此在啤酒高端化的过程中更易被消费者接受。即饮啤酒在包装、形式上更加新颖，且价格适中，更易被当前经济压力普遍较大的年轻群体接受。
- **即饮啤酒成为重点开发领域，龙头企业带头营造消费氛围。** 从各大龙头啤酒企业的布局来看，许多龙头都将即饮场景作为重点开辟的新领域。且多数线下酒馆以精酿、鲜啤等高端产品为主，打造满足场景化、个性化、社交化需求的新消费场景。

我国非即饮与即饮渠道占比

近年来我国啤酒即饮与非即饮终端零售均价 (元/升)

啤酒企业布局线下体验店或酒馆



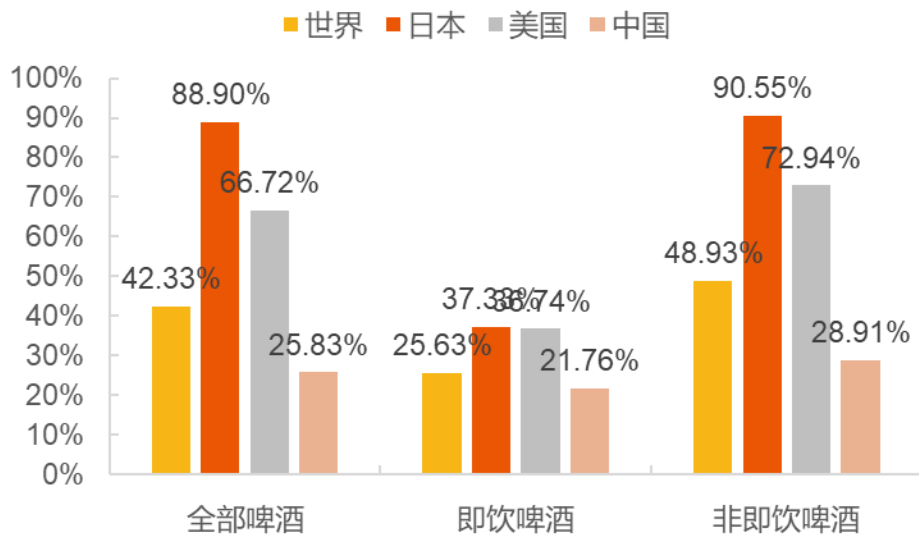
啤酒品牌	酒吧/酒馆
青岛啤酒	青啤酒时光海岸精酿啤酒花园、TSINGTAO1903酒吧
华润啤酒	JOY BREW酒馆
燕京啤酒	燕京酒號小酒馆、LIONK狮王餐酒吧
重庆啤酒	乌苏焱烤（烧烤店）

资料来源：Euromonitor，CTR央视市场研究，观研天下，平安证券研究所

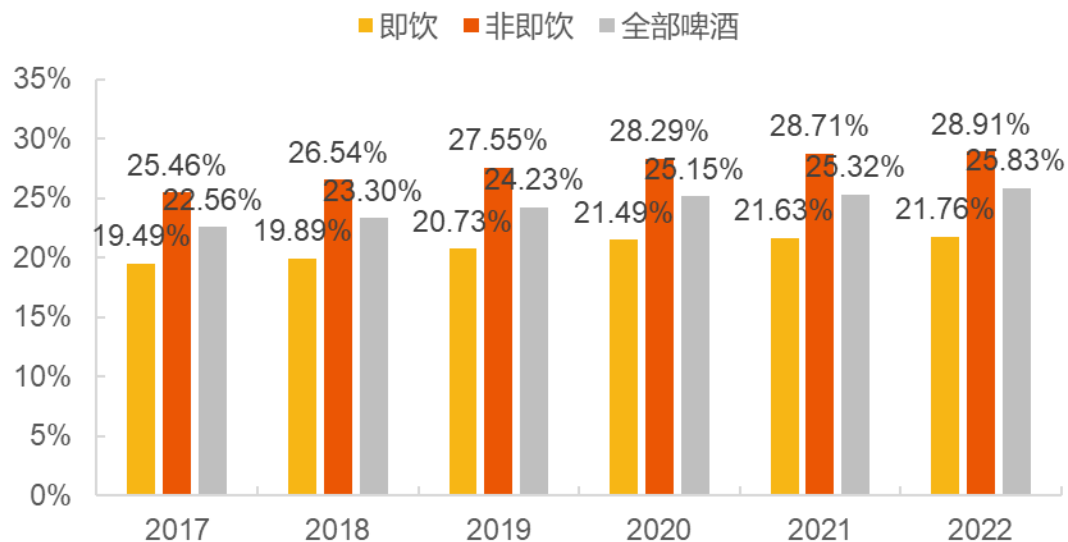
2.1.6 啤酒：供需驱动，罐化率提升空间大

- **我国啤酒罐化率远低于世界平均水平，有较大提升空间。**2022年全球/日本/美国/中国啤酒的罐化率分别为42.33%/88.90%/66.72%/25.83%，中国啤酒罐化率显著低于其他国家和世界平均水平，仍有较大提升空间。2017-2022年中国即饮和非即饮场景罐化率均在不断提升，2022年分别达到21.76%和28.91%。
- **供需两端共振，推动罐化率不断提升。**从需求端来看，啤酒消费主力军转向Z世代，同时电商、线下便利店迅速崛起，非现饮场景增多对于便捷性要求更高，与瓶装啤酒相比，罐装啤酒印刷较为方便、美观性更强，能满足更多使用场景，有助于以多样化吸引消费者。从供给端来看，罐装啤酒方便运输，大大增加了运输半径；同时罐装啤酒相较玻瓶更具成本优势，罐装啤酒毛利率更高成为行业未来发展共识。

2022年不同国家、不同场景啤酒罐化率对比



2017至2022年中国啤酒罐化率

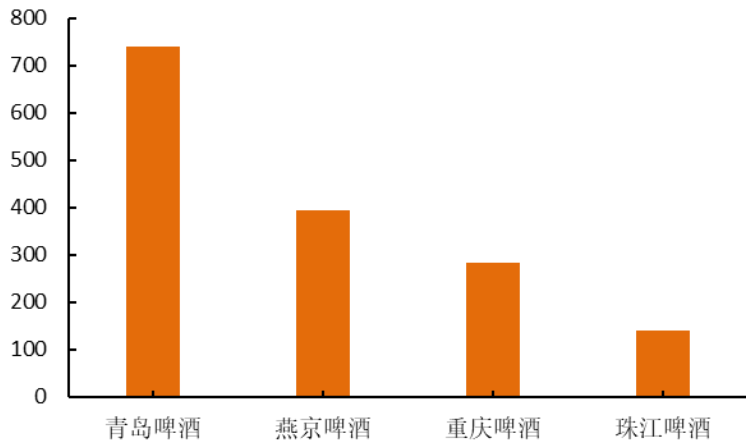


资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

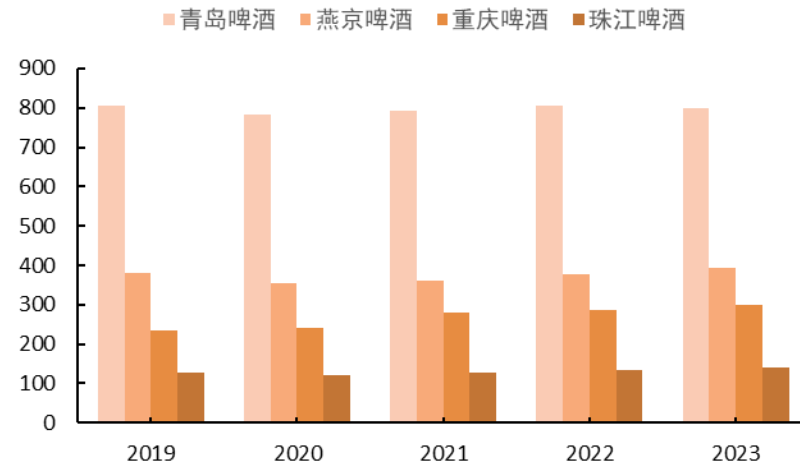
2.1.7 啤酒：头部企业产销表现景气，吨价提升趋势不改

- **销量增长平稳，旺季表现景气。** 2023年青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒产量分别为741/393.17/282.5/140.33万吨，同比变动-5.24%/4.24%/1.54%/4.44%，销量分别为800.7/394.24/299.75/140.28万吨，同比变动-0.81%/4.57%/4.93%/4.8%，其中青岛啤酒2023年产销量同比有所下滑，主要是受到去年高基数的影响。整体来看，由于多渠道消费有所回暖，旺季表现景气，年销量有所上升。
- **产品结构升级，吨价持续提升。** 自2021年起，吨价呈现持续提升势态，2023年青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒吨价分别同比提升6.35%/2.96%/0.57%/4.13%。从行业角度看，目前中国啤酒行业10元以上产品的销量占比在19%左右，未来仍有较大提价空间。同时，啤酒行业高端化趋势不改，产品结构升级红利仍在持续，叠加前期提价逐步兑现，行业吨价在未来有望持续提升。

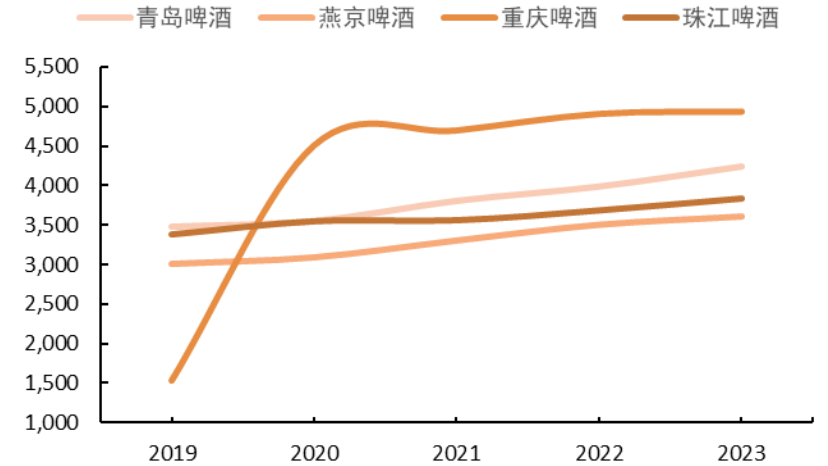
2023年啤酒头部企业产量（万千升）



2019-2023年啤酒头部企业销量（万千升）



2019-2023年啤酒头部企业吨价（元/千升）

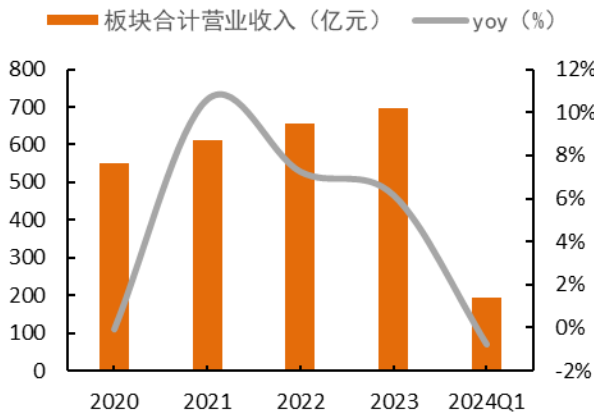


2.1.8 啤酒：消费需求回暖，板块营收恢复增长

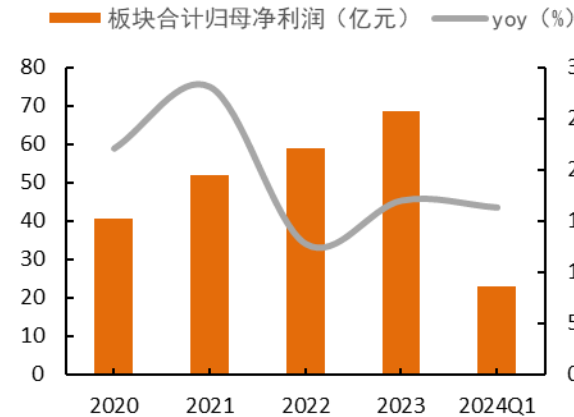
- **消费需求回暖，板块表现稳中有升。** 申万啤酒板块2023年实现营收695.34亿元，同比增长6.16%；实现归母净利润68.49亿元，同比增长16.94%，板块表现稳中有升。板块24Q1实现营收194.22亿元，同比下降0.78%；实现归母净利润22.78亿元，同比增长16.27%。营收出现负增长，主要受去年高基数影响。
- **营收恢复增长，产品拉高利润。** 24Q1青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒营收同比变动-5.19%/1.72%/7.16%/7.05%，其中青岛啤酒是受到高基数压力影响；归母净利润同比增加10.06%/58.9%/16.78%/39.37%，其中燕京啤酒涨幅较高主要是受益于U8等中高档产品延续快速增长态势，带动公司产品结构优化；而珠江啤酒纯生大单品保持较快增长，量价齐升，带动归母净利润高增。



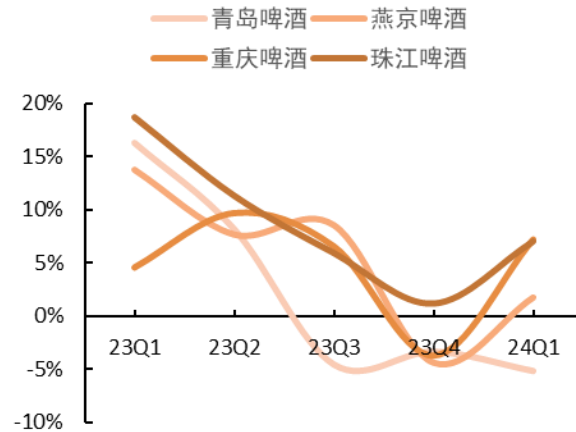
近年来申万啤酒板块合计
营业收入及增速



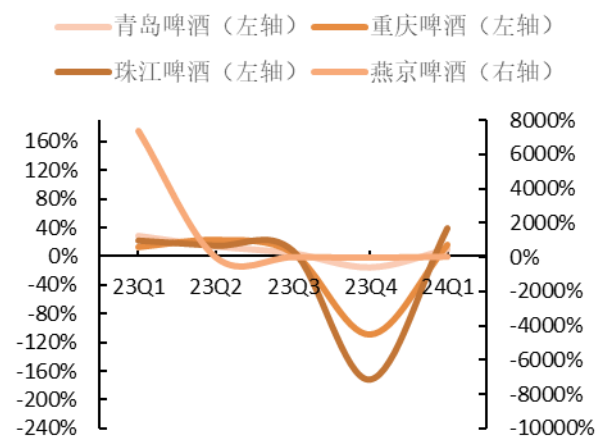
近年来申万啤酒板块合计
归母净利润及增速



主要企业单季度营收同比增速



主要企业单季度
归母净利润同比增速



2.1.9 啤酒：原材料价格下行，企业盈利能力表现优秀

- **成本压力逐季改善，盈利能力增长明显。** 受大麦进口政策放开与包材价格下行利好影响，啤酒板块企业毛利率表现优秀。24Q1青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒毛利率为40.44%/37.18%/47.90%/42.13%，均保持在较高水平。同时各企业都在进行费用率控制，同时餐饮渠道啤酒消费也持续复苏，使得多数企业盈利能力表现优秀，24Q1青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒净利率为15.99%/3.61%/20.94%/11.37%。其中珠江啤酒由于费率优化叠加成本下降，净利率同比增长明显。

啤酒板块主要企业单季度利润率及费用率拆解

		毛利率	yoy	净利率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy
		2023全年	青岛啤酒	38.66%	1.81%	12.81%	0.99%	13.87%	0.82%
	燕京啤酒	37.63%	0.19%	6.01%	1.86%	11.08%	-1.29%	13.13%	0.64%
	重庆啤酒	49.15%	-1.33%	18.30%	-0.12%	17.10%	0.53%	3.52%	-1.08%
	珠江啤酒	42.82%	0.38%	11.97%	-0.32%	15.20%	0.23%	10.24%	-0.02%
		毛利率	yoy	净利率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy
2023Q4	青岛啤酒	27.47%	2.22%	-21.99%	-3.66%	41.42%	9.55%	16.73%	4.19%
	燕京啤酒	-6.57%	-10.79%	-16.75%	-2.55%	-0.58%	-7.86%	13.39%	7.43%
	重庆啤酒	48.79%	-6.79%	0.15%	-9.86%	33.10%	4.88%	7.10%	0.45%
	珠江啤酒	27.70%	-7.44%	-2.12%	-5.19%	23.43%	1.51%	12.56%	1.43%
		毛利率	yoy	净利率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy
2024Q1	青岛啤酒	40.44%	2.12%	15.99%	2.23%	12.83%	-1.02%	3.40%	0.41%
	燕京啤酒	37.18%	0.40%	3.61%	1.06%	11.93%	-0.57%	11.76%	-0.21%
	重庆啤酒	47.90%	2.74%	20.94%	1.60%	13.13%	0.18%	3.13%	0.02%
	珠江啤酒	42.13%	1.35%	11.37%	2.50%	16.62%	1.27%	8.03%	-0.39%

资料来源：ifind，平安证券研究所

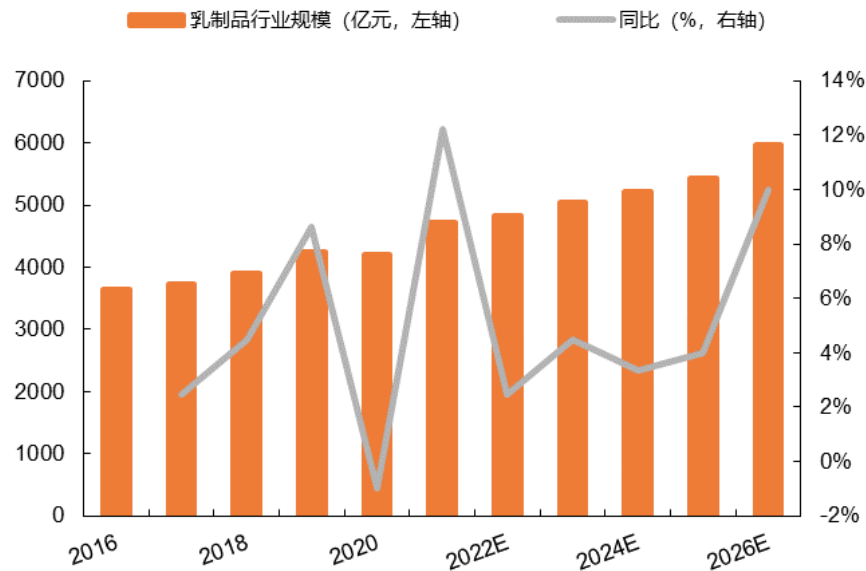
2.1.10 啤酒：相关标的

- **燕京啤酒：**公司紧紧围绕高质量发展主题，坚持创新驱动，以九大变革积极推动企业转型升级，通过持续推进生产、营销、市场和供应链等业务领域的变革，实现经营效益、运营效率和发展质量的同步提升。公司持续加大中高端产品布局，坚定推进大单品战略，在稳固U8核心战略地位的基础上，着力稳固塔基产品，加快提高中高档产品占比，同时创新研发取得突破，推出多款高端、超高端新品，搭建全国性产品矩阵。公司作为历史悠久的大型民族啤酒企业，具有产品、品牌和渠道等方面的竞争优势，业绩确定性强。维持“推荐”评级。
- **重庆啤酒：**2023年公司延续了销量、营收和利润三大指标全面增长势头，在扬帆27战略的开局之年实现了开门红。品牌组合方面，公司依托“本地强势品牌+国际高端品牌”的“6+6”品牌组合，构筑全价格产品矩阵，满足消费者对高品质啤酒的多元化需求。成本方面，我们认为在商务部宣布终止对澳大利亚进口大麦的反倾销税和反补贴税后，大麦价格或持续下行，公司的盈利弹性有望释放。当前，嘉士伯集团宣布“扬帆27”战略进入新的发展阶段，增加对选定增长动力的投资和支持，提高了增长目标。公司6+6品牌组合及大城市计划稳步推进，长期有望保持高端化+全国化良好势头。维持“推荐”评级。
- **青岛啤酒：**公司已成立120年，坚持“1+1”双品牌战略，市场份额排名行业第二，品牌价值稳居第一。公司加快落地青岛啤酒主品牌“1+1+1+2+N”产品组合发展，优化产品结构升级，加速打造主力大单品、高端生鲜及超高端明星产品，实现全系列多渠道产品覆盖，巩固提升了公司在中高端市场的竞争优势。同时费用管理不断精益，宣传费用投放更加精细化，盈利能力显著提升。成本端，包材价格整体呈下行趋势，大麦价格也在逐步回落，预计后续吨成本将得到改善，整体成本压力有望逐季缓解，看好全年利润弹性释放。建议关注。

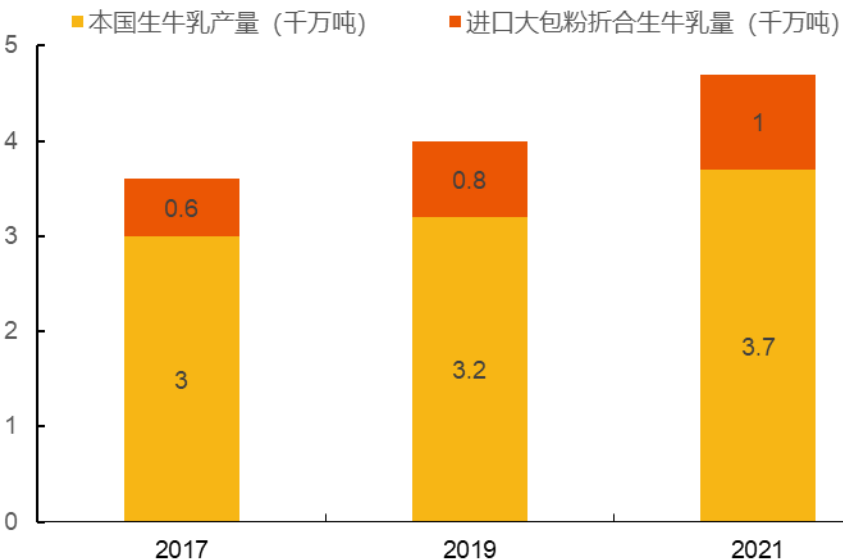
2.2.1 乳制品：需求端规模大，供给端稳步增长

- **乳制品行业市场规模大，消费结构不断升级。** 2020年受疫情影响，中国乳制品市场规模略有下滑，但由于乳制品的健康属性，行业需求依旧坚挺。根据灼识咨询数据，2016年至2021年中国乳制品市场零售规模的CAGR为5.3%，于2021年规模达到约4714.2亿元，预计将于未来五年保持约4.8%的增速，于2026年达到5966.6亿元。
- **本土供应量稳步增长，供需关系缓和。** 供给端来看，我国上游奶牛养殖行业正逐步专业化、集中化，2021年本国供应生牛乳产增长至3.7千万吨，且随奶牛单产与奶牛存栏量提升，未来供需关系有望进一步缓和。同时，我国上游奶牛养殖行业发展与发达国家还有较大差距，生牛乳供应存在缺口，未来应继续鼓励推动上游奶牛养殖场建设以提高供应端产量。

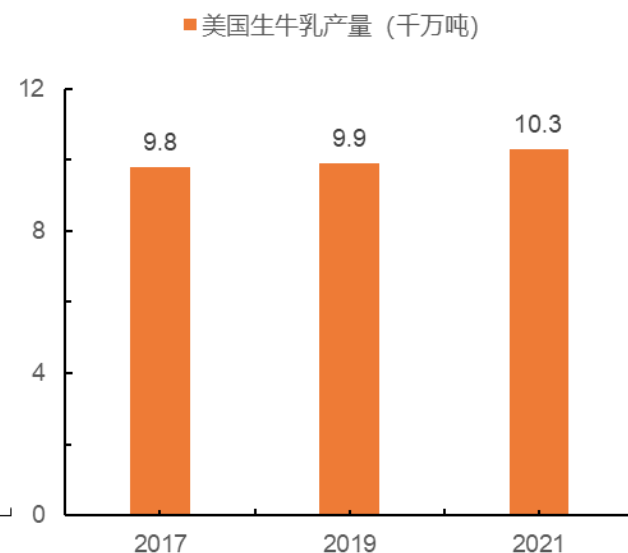
中国乳制品市场零售规模（2016-2026E）



中国生牛乳产量



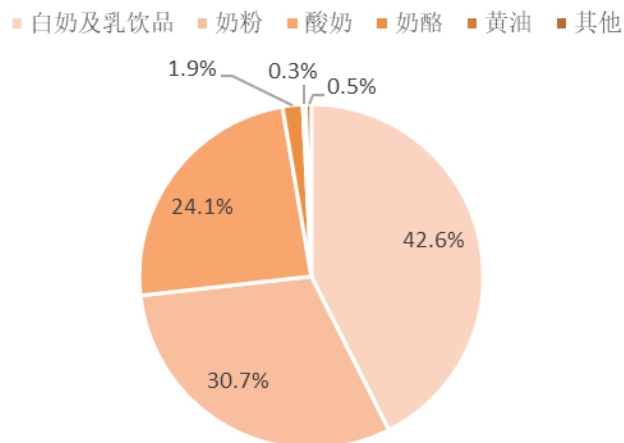
美国生牛乳产量



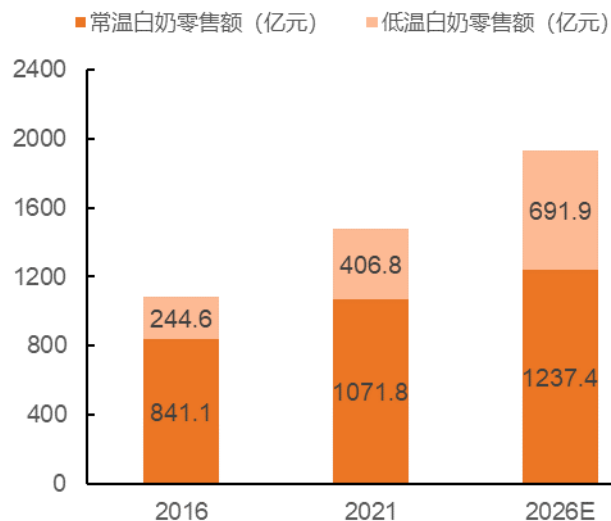
2.2.2 乳制品：常温奶进入成熟期，低温奶迎来高速增长

- **细分市场百花齐放，常温奶进入成熟期。**细分品类来看，白奶市场规模在2021年占比约42.6%；随着居民乳制品消费结构的不断升级，酸奶消费规模预计将有更快的增长；奶酪作为新兴市场，预计未来会成为增长最快的子市场。白奶市场又分为常温奶和低温奶，常温奶当前处于产业发展的成熟期，行业增速降低，存量竞争特点更明显，有竞争力的企业通过抢占更多份额延续较快增长，且竞争格局优化使得利润率逐步提升。
- **随着冷链运输的完善，低温奶增速将加快。**2016-2021年低温白奶零售规模从244.6亿元增长至406.8亿元，CAGR为10.7%，显著高于常温白奶5.0%的增速；低温酸奶零售规模由261.5亿元增长至510.4亿元，CAGR为14.3%，远高于常温酸奶6.1%的增速。低温奶的拓展依奶源地遵循“圆心-半径”理论，以奶源地为圆心，冷链运输为半径，随着冷链基础设施的不断完善，低温奶的销售半径将不断扩大，市场规模增速将远超常温奶。

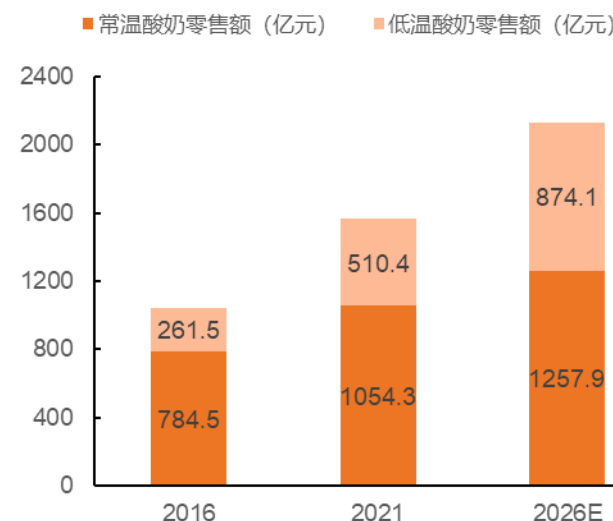
2021年中国乳制品细分产品消费额结构



中国白奶市场零售规模



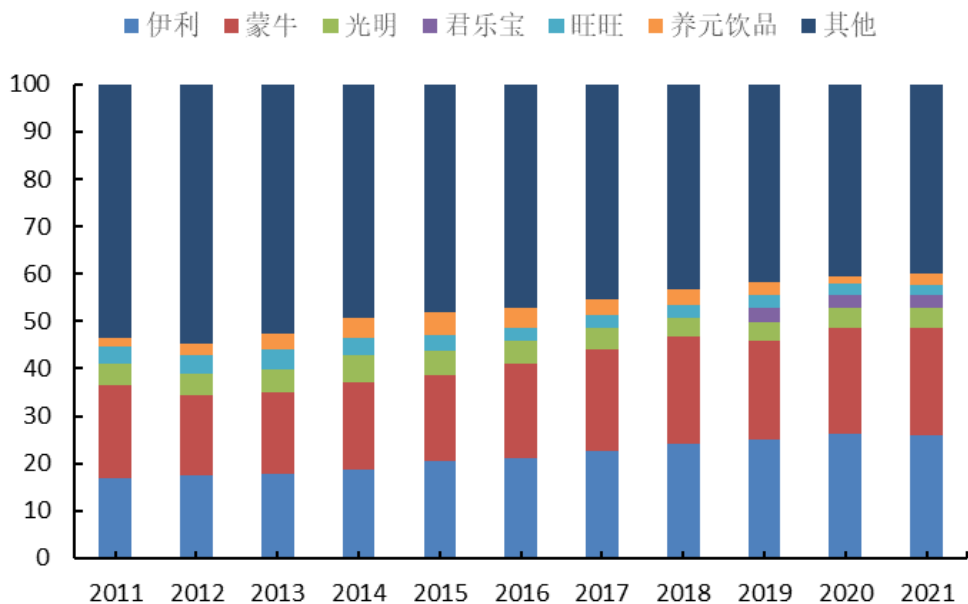
中国酸奶市场零售规模



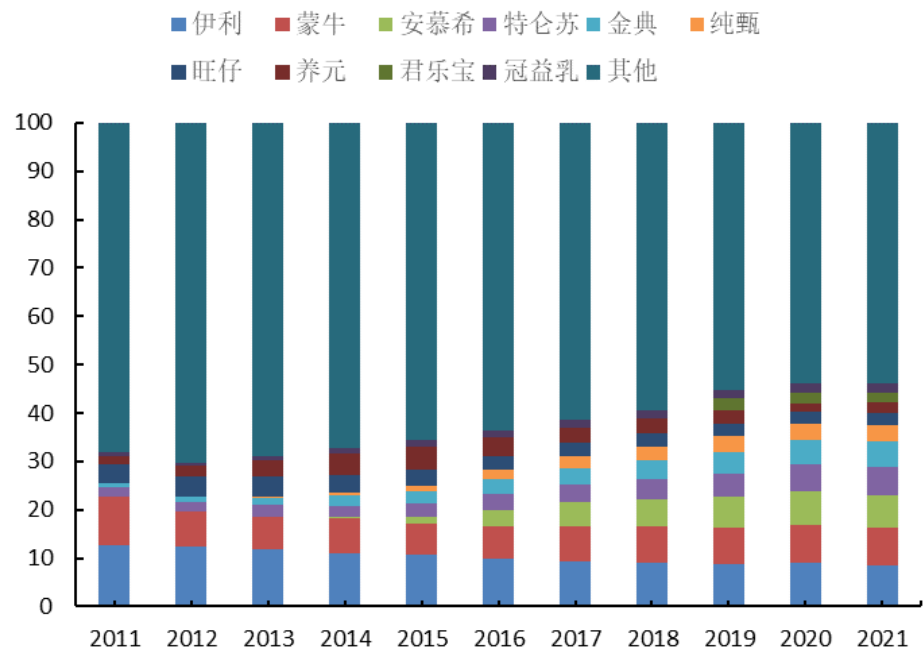
2.2.3 乳制品：行业竞争趋缓，高端化趋势延续

- ▶ **行业集中度提高，竞争趋势有所放缓。** 2011-2021年间，伊利和蒙牛的市场份额占比分别提升9.0/3.1pct，达到25.8%/22.8%，其他小品牌市场份额由53.5%降到40%，受到技术、成本、品牌力等影响，市场份额逐渐被头部企业占领。
- ▶ **乳品高端化趋势明显，高端品牌占比持续提升。** 受益于人均收入水平提升，人们对健康化、高端化产品愈发青睐。各大乳品品牌通过产品创新和品牌升级，给消费者带来高端奶、有机奶等产品，匹配有机生活理念，使得高端品牌占比持续提升，2011年至2021年，安慕希/特仑苏/金典/纯甄占比分别提升6.8/3.7/4.5/3.4pct。

近年乳制品行业集中度整体呈提升态势 (%)



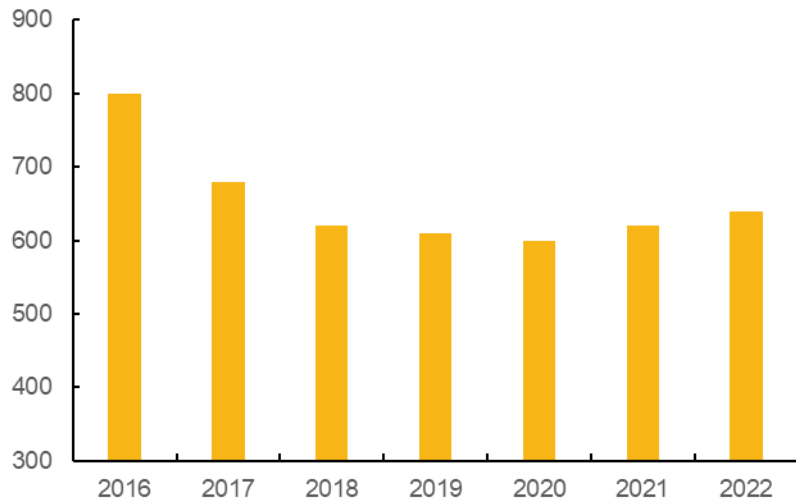
高端品牌占比持续提升 (%)



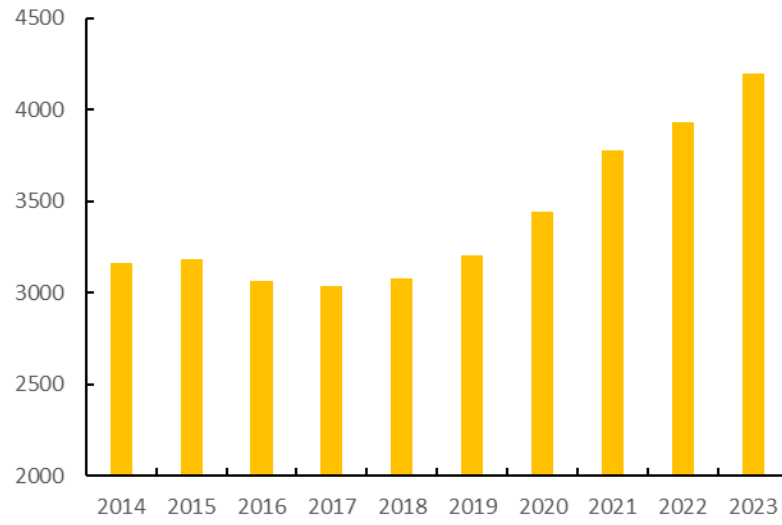
2.2.4 乳制品：原奶产量稳步提升，价格进入下行区间

- **奶牛存栏量有所回升。**早期我国奶牛养殖主要以小规模散户养殖为主，2016年以来我国对奶牛养殖行业监管力度不断加强，部分养殖牧场被关停，使得奶牛存栏量有所下滑。近年受到牧场规模化、专业化进一步提升，在下游需求的推动下，奶牛存栏量有所回升，2022年恢复到约640万头，同比增长3.2%。
- **原奶产量稳步提升，均价进入下行区间。**受益于养殖技术提升，我国牧场奶牛单产已超欧盟平均水平，原奶产量稳步提升，2023年已达4197万吨。受此影响，原奶均价也自2021年8月起持续下行，2024年5月已降至约3.34元/公斤，累积降幅23.74%，并呈现持续下滑趋势，对中游乳制品加工企业持续利好。

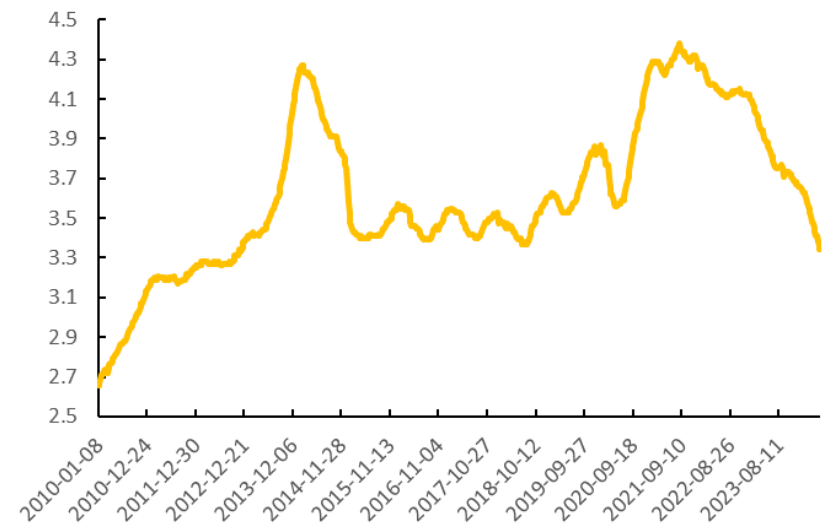
● 奶牛存栏量 (万头)



● 原奶产量 (万吨)



● 原奶均价 (元/公斤)

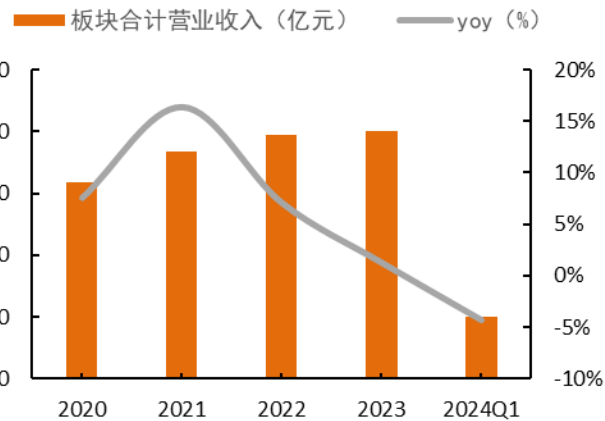


2.2.5 乳制品：市场需求疲软，液乳持续承压，低温奶表现突出

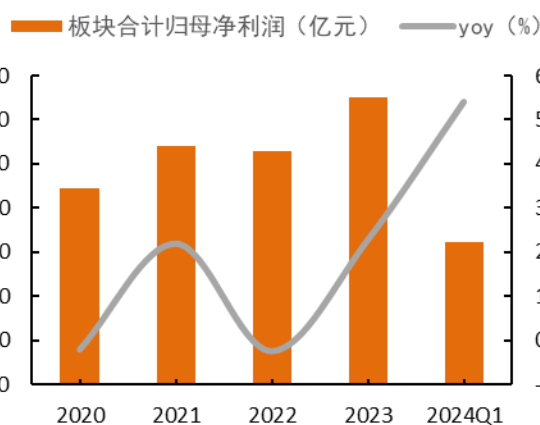
- **市场需求疲软，Q1营收小幅下降。** 申万乳制品板块2023年实现营收1999.63亿元，同比增长1.29%；实现归母净利润130亿元，同比增长22.76%，板块表现有所回暖。板块24Q1实现营收498.92亿元，同比下降4.28%；实现归母净利润64.46亿元，同比增长54.07%。营收下降的主要原因是去年同期基数较高且当前居民收入预期下降导致市场需求较为疲软。
- **液乳业务承压，市场竞争加剧。** 2024Q1伊利股份/光明乳业/新乳业/妙可蓝多营收分别同比变动-2.6%/-9.25%/3.66%/-7.14%，归母净利润分别同比变动63.84%/-8.07%/46.93%/70.63%，其中伊利股份和光明乳业由于市场竞争激烈导致液体乳业务承压，营收同比下降；新乳业借助传统常温奶稳步增长、低温奶新增长点，并拓宽销售渠道、区域，取得较优表现；而妙可蓝多则受到行业竞争激烈、牧业产品与奶酪表现较差的影响，整体表现欠佳。



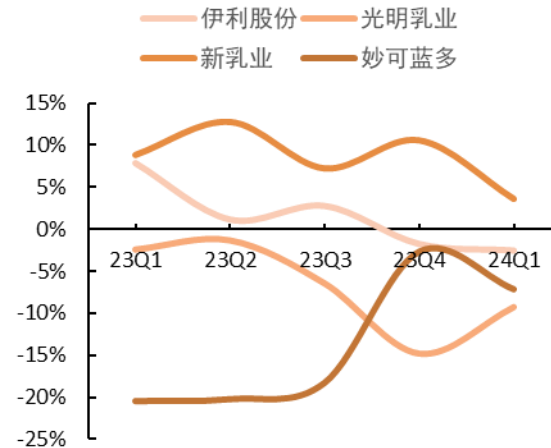
近年来申万乳制品板块合计营业收入及增速



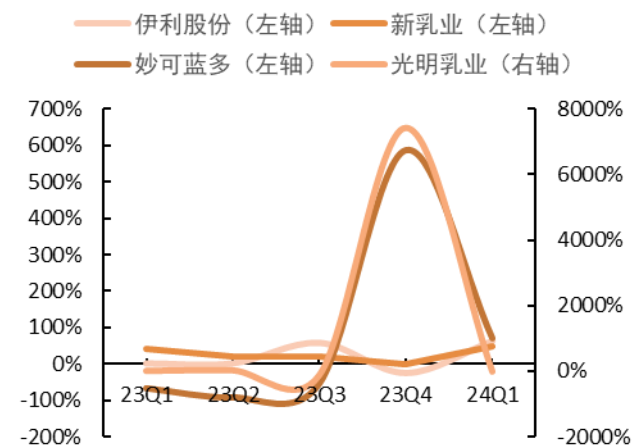
近年来申万乳制品板块合计归母净利润及增速



主要企业单季度营收同比增速



主要企业单季度归母净利润同比增速



2.2.6 乳制品：原奶价格下行，企业盈利能力提升

- **成本压力改善，盈利能力整体提升。** 受原奶价格下行利好，乳制品板块企业毛利率表现有所改善。24Q1伊利股份/光明乳业/新乳业/妙可蓝多毛利率分别为35.79%/19.64%/29.38%/33.09%，其中光明乳业毛利率出现同比下降主要是受到高毛利产品销量较差的影响。24Q1伊利股份/光明乳业/新乳业/妙可蓝多净利率分别为18.34%/2.33%/3.57%/4.35%，除光明乳业受到海外子公司亏损影响净利率有所下降外，其他企业受益于原奶价格下降，销售、管理费用控制稳定，盈利能力呈现显著提升，尤其伊利股份在积极改善产品结构后，净利率同比提升7.49pct。

乳制品板块主要企业单季度利润率及费用率拆解

		毛利率	yoy	净利率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy
		2023全年	伊利股份	32.58%	0.32%	8.18%	0.58%	17.89%	-0.71%
	光明乳业	19.66%	1.00%	3.14%	1.75%	12.01%	-0.30%	3.67%	0.26%
	新乳业	26.87%	2.84%	3.98%	0.36%	15.28%	1.72%	4.71%	-0.46%
	妙可蓝多	29.24%	-4.92%	1.97%	-1.57%	23.18%	-2.06%	4.78%	-1.32%
		毛利率	yoy	净利率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy
		2023Q4	伊利股份	31.48%	0.32%	3.19%	-1.14%	18.68%	-0.32%
	光明乳业	23.16%	3.71%	8.92%	9.02%	10.56%	-2.37%	3.75%	0.09%
	新乳业	25.25%	3.52%	1.66%	-0.17%	15.91%	3.81%	4.24%	-0.18%
	妙可蓝多	24.97%	-8.30%	3.04%	2.83%	21.12%	-9.86%	-2.57%	-2.07%
		毛利率	yoy	净利率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy
		2024Q1	伊利股份	35.79%	2.02%	18.34%	7.49%	18.45%	1.38%
	光明乳业	19.64%	-0.32%	2.33%	-1.06%	11.52%	-0.26%	3.33%	0.10%
	新乳业	29.38%	2.32%	3.57%	1.09%	17.08%	1.59%	5.10%	0.67%
	妙可蓝多	33.09%	0.40%	4.35%	0.99%	22.40%	-1.85%	5.38%	-0.34%

资料来源：ifind，平安证券研究所

2.2.7 乳制品：相关标的

- **伊利股份：**公司继续保持良好发展势头，整体业绩稳居行业领导地位，位居中国乳业第一、亚洲乳业第一、全球乳业五强。在市场需求恢复不足的当下，公司不断优化产品结构，落实推进线上、线下全渠道数字化转型和“全面价值领先”战略。整体来看，公司依然保持龙头优势地位，收入端有望随消费复苏进一步改善，成本端原奶价格持续回落将带来利润空间，未来盈利能力有望持续提升，维持“推荐”评级。
- **新乳业：**公司作为区域性乳制品龙头企业，收入端延续稳健增长。分产品来看，受益于公司坚持“鲜立方”战略及匹配产品特点的营销，低温鲜奶、低温酸奶等产品实现稳步增长；分渠道来看，公司不断强化DTC业务能力，积极布局电商渠道，实现了高速增长。此外，公司还不断优化产品结构并控制费用率，提高自身盈利水平。整体来看，公司战略清晰，持续锚定低温奶优势产品，并受益于原奶价格下落，未来公司盈利能力有望持续提升，建议关注。
- **妙可蓝多：**公司坚定推行“聚焦奶酪”的总体战略，不断巩固奶酪品类领导者地位。从收入端看，C端仍然承压，但随着B端消费需求缓慢复苏，奶酪业务同比降幅收窄环比转增。从费用端来看，公司积极控费提效，不断优化经销商质量提升广告投放效率，精简员工薪酬支出，实现销售管理双费递减，效果显著。此外，公司还持续提升渠道运营能力，大力开拓电商渠道，并与马迭尔、盐津铺子等B端联名合作，形成休闲+餐饮，2B+2C双轮驱动的营销模式，努力探索新的奶酪大单品发展路径，促进未来业绩增长，长期来看，看好公司未来业绩的触底反弹。维持“推荐”评级。



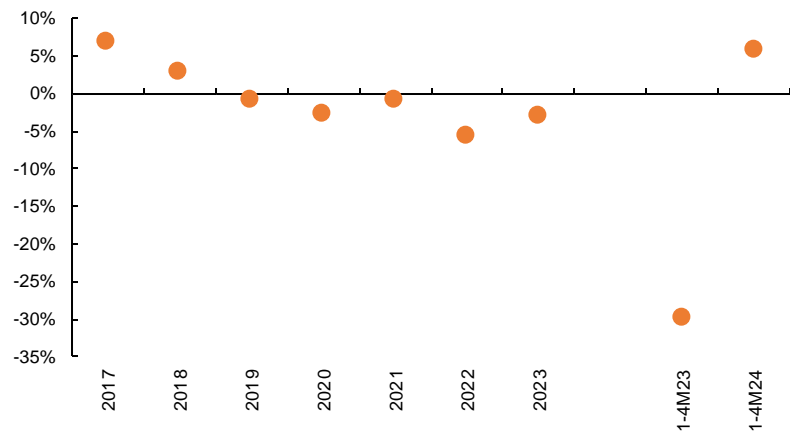
目录 CONTENTS

- 市场回顾：需求弱复苏，整体表现承压
- 成本下行盈利能力改善的板块：啤酒、乳制品
- 集中度持续提升的板块：白酒
- 受益下游需求逐渐修复的板块：预制食品、调味品
- 投资建议：建议关注成本下行、集中度提升、需求修复三条主线

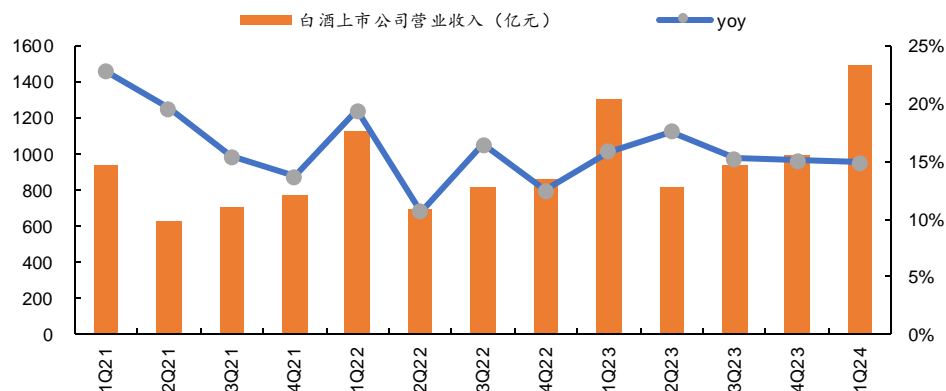
3.1 业绩表现：白酒业绩整体稳健，1Q24实现开门红

- 白酒低端产能出清多年后，产量已逐渐企稳：据中国酒业协会数据，2021/2022/2023中国白酒产量分别同比-0.6%/-5.6%/-2.8%。而在经历多年产能出清后，1-4M24白酒产量同比增长5.9%，低基数下温和增长。
- 经济下行压力下表现依旧稳定，1Q24白酒业绩开门红：据各公司财报，2023白酒A股上市公司（统计剔除岩石股份、天佑德酒和皇台酒业后加总）实现营业收入4,062亿元，同比提升16%，归母净利润1,550亿元，同比提升19%，利润增速快于收入增速，实现高质量增长；1Q24白酒业绩依旧实现开门红，营业收入1,495亿元，同比增长15%；归母净利619亿元，同比增长16%。

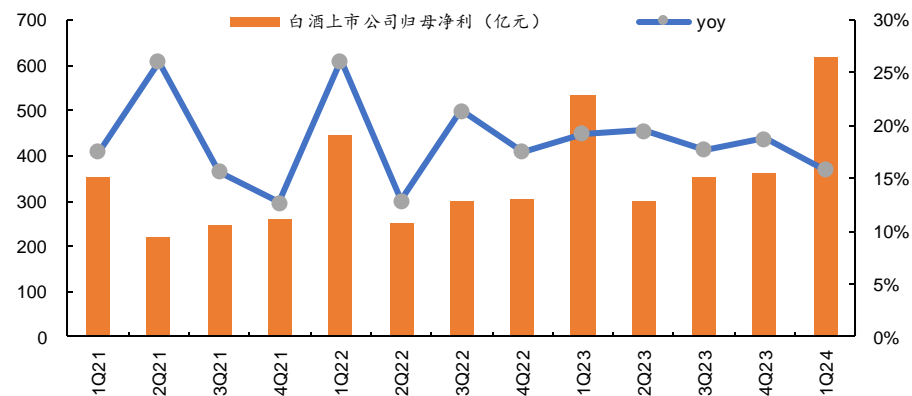
2014-23年白酒产量同比增速



白酒上市公司营业收入与同比增速



白酒上市公司归母净利与同比增速



资料来源：中国酒业协会，Wind，平安证券研究所（统计剔除岩石股份、天佑德酒和皇台酒业）

3.2 收入：高端酒增长稳健，泛全国化次高端有所分化

- **高端酒收入稳定增长**：2023年高端酒实现营收2,612亿元，同比增长17%；1Q24实现营收898亿元，同比增长16%，尽管整体消费承压，高端酒收入依然维持稳定增长。分公司看，茅台酒在手工工具充足，直营渠道+非标产品放量带动收入增长，对于终端掌控能力持续增长，2023年实现营收1,477亿元，同比增长19%；五粮液作为千元价格带的龙头，自点率维持在较高水平，终端动销维持良性，2023年实现营收832亿元，同比增加13%；泸州老窖粮仓市场扎实，高度与低度并进，特曲60持续增长，全价格带发力韧性足，2023年实现营收302亿元，同比提升21%。
- **泛全国化次高端分化**：2023泛全国化次高端实现营收468亿元，同比增长14%，较2021-22年明显降速；1Q24实现营收189亿元，同比提升14%。分公司看，山西汾酒青花系列持续高增，腰部产品亦贡献增长，长江以南市场持续突破，内生动力充足，2023年实现营收319亿元，同比提升22%；水井坊臻酿八号动销良好，2023实现营收50亿元，同比增长6%；舍得酒业品味系列维持稳健，舍之道快速增长，2023实现营业收入71亿元，同比增长17%；酒鬼酒持续推进渠道改革，业绩短期承压。

白酒上市公司收入同比增速

分类	公司名称	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
高端酒	贵州茅台	26%	16%	11%	12%	17%	19%	20%	22%	14%	20%	18%
	五粮液	33%	25%	14%	16%	12%	13%	13%	5%	17%	14%	12%
	泸州老窖	26%	21%	5%	24%	22%	20%	21%	30%	25%	9%	21%
	山西汾酒	55%	27%	18%	43%	31%	22%	20%	32%	14%	27%	21%
泛全国化次高端	舍得酒业	35%	20%	2%	84%	22%	17%	7%	32%	8%	28%	4%
	酒鬼酒	35%	27%	21%	87%	19%	-30%	-43%	-32%	-37%	22%	-49%
	水井坊	38%	26%	-15%	54%	1%	6%	-40%	2%	21%	51%	9%
	洋河股份	21%	-4%	-9%	20%	19%	10%	16%	16%	11%	-22%	8%
地产酒	今世缘	27%	30%	5%	25%	23%	28%	27%	31%	28%	27%	23%
	古井贡酒	25%	20%	-1%	29%	26%	21%	25%	27%	23%	9%	26%
	口子窖	18%	9%	-14%	25%	2%	16%	21%	34%	5%	10%	11%
	迎驾贡酒	11%	8%	-9%	33%	20%	22%	22%	29%	22%	19%	21%
中端及大众酒	顺鑫农业	3%	23%	4%	-4%	-21%	-9%	5%	-19%	0%	-31%	-1%
	金徽酒	10%	12%	6%	3%	12%	27%	27%	21%	48%	17%	20%
	老白干酒	11%	8%	-22%	8%	-16%	37%	19%	-6%	144%	86%	12%
	伊力特	41%	12%	-11%	12%	16%	13%	10%	10%	13%	18%	13%
	金种子酒	2%	-30%	14%	17%	-2%	24%	25%	31%	43%	7%	-3%
	天佑德酒	2%	-7%	-39%	38%	-7%	24%	-6%	53%	44%	42%	33%
	岩石股份	529%	-90%	-27%	657%	81%	49%	70%	69%	76%	-10%	-72%
皇台酒业	-46%	289%	3%	-10%	50%	13%	14%	-2%	15%	27%	-6%	
高端酒		28%	19%	12%	14%	16%	17%	17%	18%	16%	17%	16%
泛全国化次高端		47%	26%	10%	53%	24%	14%	6%	22%	10%	30%	14%
地产酒		21%	6%	-6%	24%	20%	17%	20%	23%	16%	3%	15%
中端及大众酒		9%	16%	0%	1%	-11%	4%	10%	-4%	15%	-4%	5%
白酒整体		26%	17%	7%	18%	15%	16%	16%	18%	15%	15%	15%

资料来源：Wind，平安证券研究所（注：统计申万食品饮料三级行业）

3.2 收入：地产酒增势维持，中端及大众酒收入波动较大

- 地产酒增长势能维持：**得益于省内经济的快速发展以及产品结构提升，2023年地产酒实现营收762亿元，同比提升17%；1Q24实现营收333亿元，同比增长15%，依然维持较快增速。分公司看，古井贡酒的古8及以下产品基本盘稳健，古16和古20快速放量，2023年收入203亿元，同比增长21%；迎驾贡酒洞藏系列自点率持续提升，产品结构升级明显，2023年收入同比增长22%至67亿元；今世缘四开稳健增长，并向下带动对开、淡雅放量，V3低基数下成长性较高，2023年收入达101亿元，同比增长28%；洋河、口子窖2023年营业收入分别为331/60亿元，同比分别增长10%/16%。
- 中端及大众酒收入波动较大：**2023年中端及大众酒实现营收221亿元，同比提升4%，1Q24实现营收75亿元，同比增长5%。分公司看，顺鑫农业持续聚焦主业，短期业绩仍有压力，2023年营业收入106亿元，同比下滑9%；老白干持续去化库存，推动产品高端化，2023年营业收入53亿元，同比增长13%，整体稳健；伊力特、金种子酒低基数下明显反弹，2023年营业收入分别为22/15亿元，同比分别增长37%/24%。

白酒上市公司收入同比增速

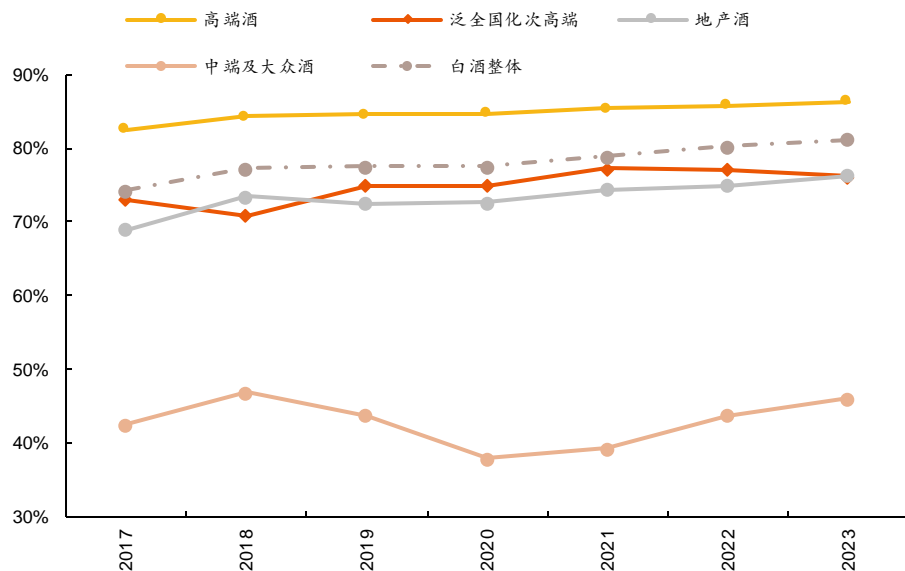
分类	公司名称	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
高端酒	贵州茅台	26%	16%	11%	12%	17%	19%	20%	22%	14%	20%	18%
	五粮液	33%	25%	14%	16%	12%	13%	13%	5%	17%	14%	12%
	泸州老窖	26%	21%	5%	24%	22%	20%	21%	30%	25%	9%	21%
泛全国化次高端	山西汾酒	55%	27%	18%	43%	31%	22%	20%	32%	14%	27%	21%
	舍得酒业	35%	20%	2%	84%	22%	17%	7%	32%	8%	28%	4%
	酒鬼酒	35%	27%	21%	87%	19%	-30%	-43%	-32%	-37%	22%	-49%
	水井坊	38%	26%	-15%	54%	1%	6%	-40%	2%	21%	51%	9%
地产酒	洋河股份	21%	-4%	-9%	20%	19%	10%	16%	16%	11%	-22%	8%
	今世缘	27%	30%	5%	25%	23%	28%	27%	31%	28%	27%	23%
	古井贡酒	25%	20%	-1%	29%	26%	21%	25%	27%	23%	9%	26%
	口子窖	18%	9%	-14%	25%	2%	16%	21%	34%	5%	10%	11%
	迎驾贡酒	11%	8%	-9%	33%	20%	22%	22%	29%	22%	19%	21%
中端及大众酒	顺鑫农业	3%	23%	4%	-4%	-21%	-9%	5%	-19%	0%	-31%	-1%
	金徽酒	10%	12%	6%	3%	12%	27%	27%	21%	48%	17%	20%
	伊力特	11%	8%	-22%	8%	-16%	37%	19%	-6%	144%	86%	12%
	老白干酒	41%	12%	-11%	12%	16%	13%	10%	10%	13%	18%	13%
	金种子酒	2%	-30%	14%	17%	-2%	24%	25%	31%	43%	7%	-3%
	天祐德酒	2%	-7%	-39%	38%	-7%	24%	-6%	53%	44%	42%	33%
	岩石股份	529%	-90%	-27%	657%	81%	49%	70%	69%	76%	-10%	-72%
	皇台酒业	-46%	289%	3%	-10%	50%	13%	14%	-2%	15%	27%	-6%
高端酒	28%	19%	12%	14%	16%	17%	17%	18%	16%	17%	16%	
泛全国化次高端	47%	26%	10%	53%	24%	14%	6%	22%	10%	30%	14%	
地产酒	21%	6%	-6%	24%	20%	17%	20%	23%	16%	3%	15%	
中端及大众酒	9%	16%	0%	1%	-11%	4%	10%	-4%	15%	-4%	5%	
白酒整体	26%	17%	7%	18%	15%	16%	16%	18%	15%	15%	15%	

资料来源：Wind，平安证券研究所

3.3 毛利率：高端酒稳定，次高端酒结构向下，地产及大众酒结构向上

- **高端酒稳定，次高端酒结构向下，地产及大众酒结构向上**：2023高端酒毛利率为86.4%，同比+0.6pct，整体稳健，波动较小；泛全国化次高端毛利率76.2%，同比-1.0pct，其中舍得酒业/酒鬼酒/水井坊毛利率同比分别-3.2/-1.3/-1.3pct，主因宏观经济压力下，100-300元价格带增长更好，产品结构略下沉，导致毛利率短期回落；地产酒毛利率76.3%，同比+1.4pct，得益于省内经济的发展与宴席场景带动，整体呈现升级趋势；中端及大众酒毛利率46.0%，同比+2.3pct，毛利率水平与其他品类仍有差距。

白酒毛利率情况



白酒毛利率同比变动情况 (%)

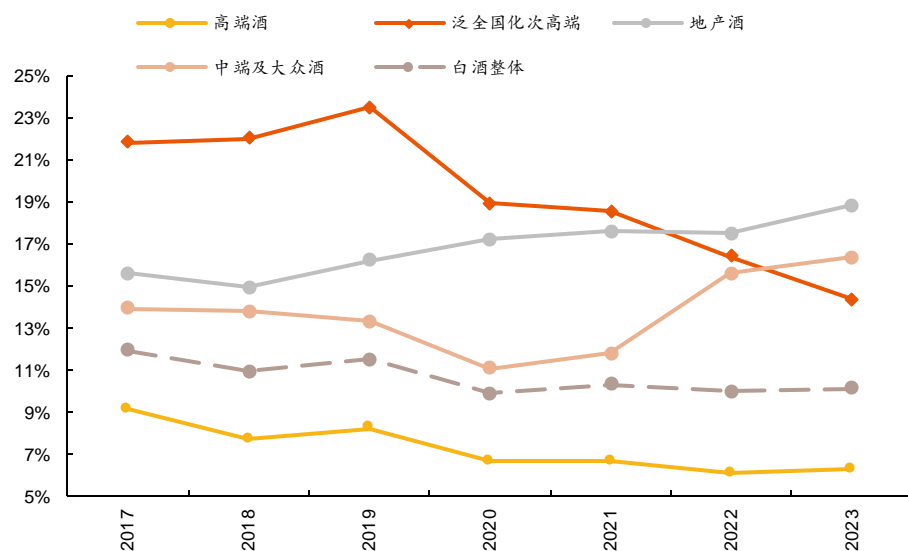
分类	公司名称	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
高端酒	贵州茅台	1.3	0.2	0.1	0.1	0.3	0.1	0.2	-1.0	0.1	0.7	0.0
	五粮液	1.8	0.7	-0.3	1.2	0.1	0.4	-0.0	-0.6	0.1	1.9	0.0
	泸州老窖	5.6	3.1	2.4	2.7	0.9	1.7	1.7	3.3	0.2	1.8	0.3
泛全国化次高端	山西汾酒	-3.6	5.7	0.2	2.8	0.4	-0.1	0.8	-0.6	-2.9	3.0	1.9
	舍得酒业	-2.0	3.6	-0.3	1.9	-0.1	-3.2	-2.5	-1.9	-4.0	-3.5	-4.2
	酒鬼酒	0.9	-1.1	1.1	1.1	-0.3	-1.3	1.8	0.0	-6.0	-1.8	-10.5
地产酒	水井坊	2.8	1.0	1.3	0.3	-0.0	-1.3	-1.7	-3.0	-0.7	-0.7	-2.7
	洋河股份	7.2	-2.4	0.9	3.1	-0.7	0.6	-0.7	8.6	-1.2	-5.5	-0.6
	今世缘	1.2	-0.1	-1.7	3.5	2.0	1.7	1.1	3.7	1.1	1.9	-1.2
中端及大众酒	古井贡酒	1.3	-1.0	-1.5	-0.1	2.1	1.9	1.8	0.8	5.7	-0.5	0.7
	口子窖	1.5	0.6	0.2	-1.3	0.3	1.0	-1.4	-1.5	5.0	1.7	-0.2
	迎驾贡酒	0.3	3.4	2.8	0.4	0.5	3.3	-0.2	7.4	3.9	4.0	3.9
	顺鑫农业	6.0	-3.8	-7.8	-0.5	3.8	0.1	4.9	-6.7	-7.7	8.7	-0.6
	金徽酒	-0.7	-1.6	1.8	1.2	-1.0	-0.3	-1.4	3.3	2.1	-5.1	0.4
	伊力特	1.3	2.4	-2.8	2.8	-3.4	0.2	0.4	1.7	9.6	-10.8	0.4
	老白干酒	-1.3	0.3	3.3	2.6	1.0	-1.2	-4.8	2.0	-1.0	-1.7	-2.7
金种子酒	-1.5	-13.4	-10.1	1.1	-2.4	13.9	-7.4	2.4	30.2	33.4	17.3	
白酒整体	天祐德酒	0.9	-2.2	-0.4	-1.0	-1.0	1.0	-4.5	2.0	6.6	6.9	-0.6
	岩石股份	-7.7	30.8	18.2	9.5	3.5	7.6	6.3	11.8	10.6	3.5	-5.7
皇台酒业	-12.0	50.9	-8.2	-7.7	4.8	-2.6	-1.9	-6.4	-1.8	-0.4	0.2	
白酒整体		1.8	0.3	0.1	0.6	0.5	0.6	0.5	0.2	0.1	1.3	0.2
泛全国化次高端		-2.1	4.0	-0.1	2.3	-0.0	-1.0	-0.3	-1.1	-2.9	1.0	0.4
地产酒		4.6	-1.0	0.2	1.7	0.5	1.4	0.1	4.9	1.8	-0.1	0.0
中端及大众酒		4.4	-3.2	-5.8	1.3	4.5	2.3	2.2	0.5	-0.6	7.5	1.3
白酒整体		2.9	0.2	0.1	1.3	1.3	0.9	0.5	1.4	0.0	1.8	0.5

资料来源：Wind，平安证券研究所

3.4 销售费用率：高端酒稳定，地产酒加大投入

- **高端酒稳定，地产酒加大费用投入**：2023高端酒销售费用率为6.3%，同比+0.2pct，波动幅度相对较小；泛全国化次高端销售费用率14.4%，同比-2.0pct，其中山西汾酒精细化费用考核，2023年销售费用率同比-2.9pct，而舍得酒业、酒鬼酒持续推进费用改革、加大C端投入，销售费用率同比提升；2023地产酒销售费用率18.8%，同比+1.3pct，主流酒业仍然持续加大渠道投入，通过扫码红包、品鉴会等方式加强消费者培育，其中苏酒销售费用率同比有所提升，而徽酒则得益于收入的快速增长与费用的精准管控，销售费用率同比回落；中端及大众酒销售费用率16.3%，同比+0.8pct，不同酒企分化，其中顺鑫农业销售费用率同比+2.6pct，而伊力特/老白干酒/金种子酒销售费用率同比-2.8/-3.2/-4.6pct。

白酒销售费用率情况



白酒销售费用率同比变动情况

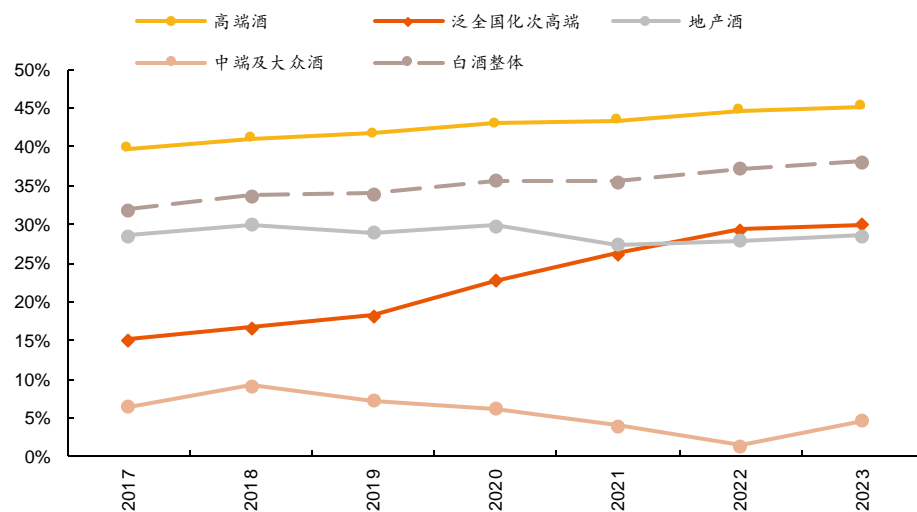
分类	公司名称	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
高端酒	贵州茅台	-1.6	0.3	-1.2	-0.1	0.1	0.5	0.3	-0.5	0.7	1.2	0.5
	五粮液	-2.6	0.5	-0.2	0.1	-0.6	0.1	-0.6	-0.6	-0.3	2.3	0.8
	泸州老窖	2.8	0.5	-7.9	-1.1	-3.7	-0.6	-1.6	1.0	-0.8	0.0	-1.2
泛全国化次高端	山西汾酒	-0.6	4.4	-5.5	-0.4	-2.8	-2.9	-3.2	-4.9	-5.8	4.7	-0.5
	舍得酒业	-1.7	-5.9	-1.8	-2.2	-0.8	1.4	0.8	-0.4	2.8	3.0	-2.9
	酒鬼酒	5.8	-3.8	-2.2	2.0	0.1	6.9	4.2	2.7	9.6	8.6	7.9
地产酒	水井坊	3.4	-0.2	-2.1	-1.5	0.9	-1.0	2.9	-2.2	-0.8	-2.9	3.2
	洋河股份	-1.4	1.0	0.7	1.6	-0.1	2.4	0.8	6.1	1.5	19.0	1.1
	今世缘	1.2	1.8	-0.4	-2.0	2.5	3.1	2.9	3.0	4.5	2.3	-1.8
中端及大众酒	古井贡酒	-0.3	-0.3	-0.3	-0.1	-2.3	-1.1	-1.3	-2.6	1.0	-1.5	-1.7
	口子窖	-1.0	0.6	5.1	-0.9	0.9	0.2	-2.3	0.0	3.3	-0.4	-0.6
	迎驾贡酒	-0.0	-0.7	-0.1	-2.4	-0.6	-0.5	-1.4	0.1	-0.5	-0.2	0.3
中端及大众酒	顺鑫农业	0.3	-0.5	-3.3	-0.5	2.9	2.6	-0.2	6.2	0.3	7.7	-3.0
	金徽酒	1.8	-0.7	-2.1	2.7	5.3	0.1	2.1	4.7	3.9	-11.9	0.2
	伊力特	1.2	1.2	1.0	0.9	4.1	-2.8	-0.5	2.6	0.8	-16.9	-0.0
中端及大众酒	老白干酒	-5.1	-1.1	2.6	2.3	-0.4	-3.2	-10.9	4.4	-1.6	-5.9	-3.0
	金种子酒	-7.4	10.3	-8.1	-3.5	-2.0	-4.6	-1.0	-19.9	-8.1	3.2	-1.4
	天佑德酒	-2.8	5.2	8.3	-15.5	-0.2	-1.0	1.1	-4.4	-7.2	-4.2	0.3
中端及大众酒	岩石股份	-0.8	2.6	10.1	10.4	18.2	2.7	4.0	7.5	-2.6	10.7	-4.3
	皇台酒业	-26.3	-5.7	4.8	7.7	-4.1	4.6	-0.1	-2.2	2.9	18.0	5.3
白酒整体	-1.4	0.5	-1.6	0.0	-0.6	0.2	-0.3	-0.6	0.4	1.2	0.4	
泛全国化次高端	0.2	1.5	-4.6	-0.4	-2.2	-2.0	-3.2	-4.4	-3.4	4.0	-1.1	
地产酒	-0.7	1.3	1.0	0.4	-0.1	1.3	0.6	2.4	2.0	2.5	0.4	
中端及大众酒	-0.1	-0.5	-2.2	0.7	3.8	0.8	-1.3	4.9	-0.0	0.5	-1.8	
白酒整体	-1.0	0.6	-1.6	0.4	-0.3	0.1	-0.6	-0.1	0.1	1.2	0.1	

资料来源：Wind，平安证券研究所

3.5 净利率：高端酒稳中有升，次高端分化，地产酒整体改善

- 高端酒净利率稳中有升，次高端分化，徽酒同比明显改善，苏酒略回落：2023年高端酒归母净利率45.2%，同比+0.5pct，盈利能力稳中有升；泛全国化次高端归母净利率30.0%，同比+0.6pct，其中山西汾酒得益于费用的精细化管控，2023归母净利率同比+1.8pct，舍得酒业、酒鬼酒、水井坊受结构降级、费用投入加大等因素影响，归母净利率分别同比-2.8/-6.5/-0.4pct；地产酒归母净利率28.6%，同比+0.6pct，其中苏酒因渠道、扫码红包投入加大，盈利能力同比略回落，而徽酒得益于消费结构升级，盈利能力同比明显提升。2023年中端及大众酒归母净利率4.6%，同比+3.2pct。

白酒归母净利率情况



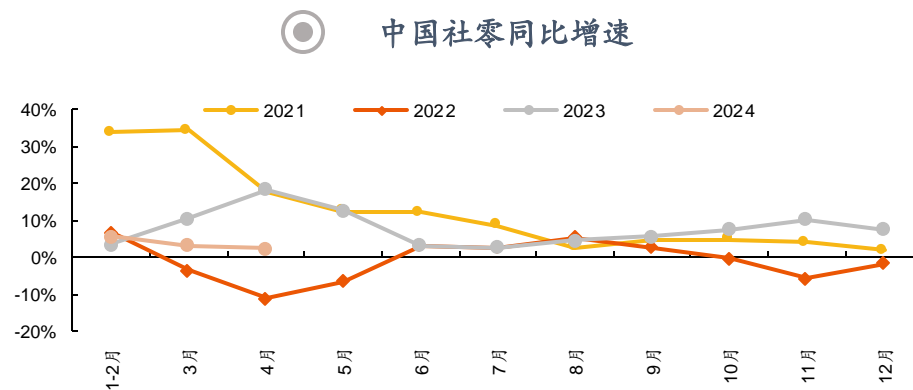
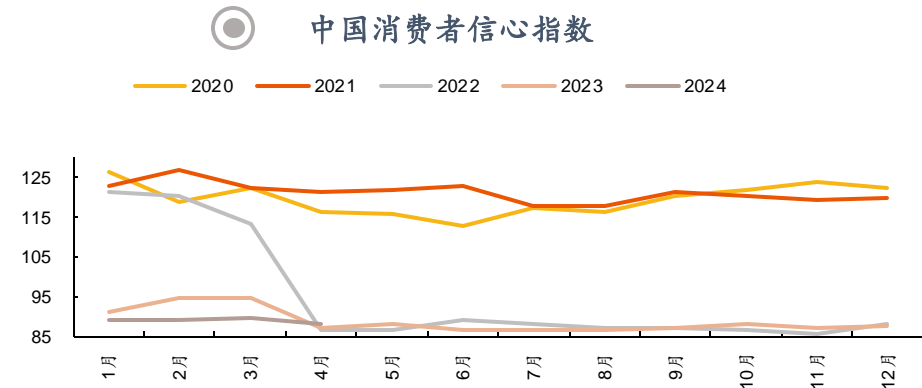
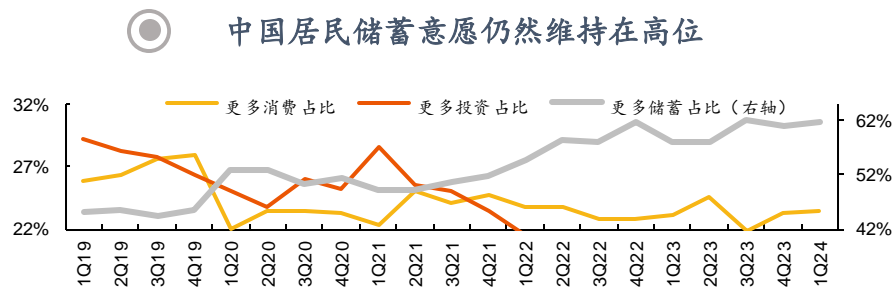
白酒归母净利率同比变化情况

分类	公司名称	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
高端酒	贵州茅台	1.3	0.4	1.0	0.2	1.1	0.1	0.3	-0.3	0.7	-0.4	-1.1
	五粮液	1.4	1.3	0.1	0.5	0.8	0.2	1.0	0.0	0.4	-1.3	0.0
	泸州老窖	2.0	2.7	6.7	2.5	2.7	2.6	3.2	-1.3	1.5	4.1	1.0
	山西汾酒	-0.0	0.7	5.7	4.6	4.3	1.8	2.8	3.7	3.7	-4.8	2.8
	舍得酒业	6.7	3.7	2.3	3.6	2.8	-2.8	0.0	-3.5	-1.0	-7.8	-2.0
泛全国化次高端	酒鬼酒	-1.3	1.0	7.1	-0.8	-0.3	-6.5	0.3	-2.1	-17.3	-3.6	-16.3
	水井坊	4.2	2.8	1.0	1.6	0.1	-0.4	-6.9	5.4	-0.6	0.2	1.3
	洋河股份	0.3	-1.7	3.5	-5.8	1.5	-0.9	0.1	-1.7	-0.9	-15.0	-1.1
	今世缘	0.5	-0.9	0.7	1.1	0.1	-0.7	-0.5	-0.4	-0.3	-1.9	-0.2
	古井贡酒	3.0	0.6	-2.1	-0.7	1.5	3.9	3.0	3.6	3.5	4.9	1.1
地产酒	口子窖	5.0	0.9	-5.0	2.5	-4.2	-1.3	-3.3	-2.2	1.1	-0.8	-0.3
	迎驾贡酒	1.1	2.3	3.0	2.6	0.8	3.1	1.6	5.7	4.5	1.9	2.7
	顺鑫农业	2.4	-0.7	-2.7	-2.0	-6.5	3.0	5.4	-16.8	-7.7	27.1	3.1
	金徽酒	-1.3	-1.1	2.6	-1.0	-4.2	-1.0	-3.0	2.5	3.1	-4.1	0.2
	伊力特	1.7	-0.7	-0.4	-2.8	-5.9	5.0	2.7	1.9	5.9	10.7	-0.9
中端及大众酒	老白干酒	3.3	0.3	-1.3	1.0	5.5	-2.5	-19.1	0.7	0.5	3.0	1.8
	金种子酒	7.1	-30.1	29.1	-20.4	-2.0	14.3	-5.9	17.6	38.8	17.1	13.7
	天佑德酒	15.1	-5.1	-17.9	21.1	1.7	-0.3	-6.5	13.2	3.2	6.9	1.1
	岩石股份	-8.6	9.6	-1.1	-0.0	-6.9	1.9	3.5	-4.8	9.3	-8.6	-26.0
	皇台酒业	-125.9	443.6	-35.9	-47.8	20.3	-15.1	1.7	-2.2	-0.9	-56.2	-4.0
白酒整体	1.8	0.3	1.7	-0.1	1.6	1.0	1.2	0.6	0.8	1.2	0.3	
高端酒		1.3	0.7	1.2	0.4	1.3	0.5	1.0	0.3	0.7	0.1	-0.3
泛全国化次高端		1.7	1.5	4.4	3.5	3.2	0.6	2.4	2.8	1.6	-4.7	2.1
地产酒		1.4	-0.9	0.9	-2.5	0.6	0.6	0.4	0.4	0.7	-0.6	-0.5
中端及大众酒		2.7	-1.9	-1.0	-2.2	-2.7	3.2	0.3	-5.1	-0.7	18.9	3.1
白酒整体		1.8	0.3	1.7	-0.1	1.6	1.0	1.2	0.6	0.8	1.2	0.3

资料来源：Wind，平安证券研究所

3.6 趋势展望：行业延续弱复苏，场景、价格带分化

- 24年消费能力有所修复，消费意愿仍处低位：**据国家统计局，2023年/1Q24中国人均可支配收入累计实际同比分别为+6.1%/+6.2%，较2022年(+2.9%)有所修复。但居民风险偏好与消费意愿仍处低位，据人民银行统计，1Q24倾向于更多消费的居民占比为23.4%，环比4Q23回暖，但较1Q19回落2.5pct；据国家统计局，2024年1-3月中国消费者信心指数持续回暖，4月环比回落至88.2，整体仍在低位震荡，较2019-2021年明显回落。从实际消费层面看，2024年1-2月社零同比增长5.5%，但3/4月转弱至+3.1%/+2.3%。
- 场景、价格带分化：**分场景看，大众流通整体平稳；宴席场景中虽然婚宴有下滑，但周岁宴等其他场景贡献增量，整体依然维持韧性；商务需求仍磨底。分价格带看，高端酒受益于高端礼赠、宴席刚性整体稳健增长；受益于城市地区消费降级与乡镇地区消费升级，主要产品位于100-300元价格带的地产酒收入快速增长；次高端因商务需求较疲软短期仍有压力。

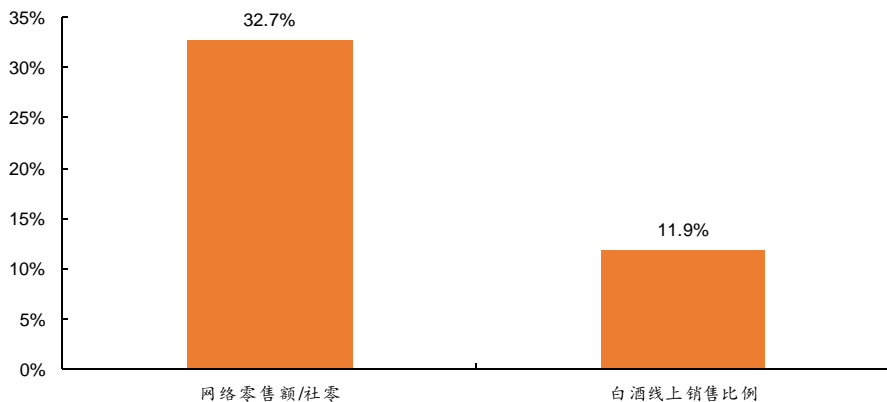


资料来源：Wind，平安证券研究所

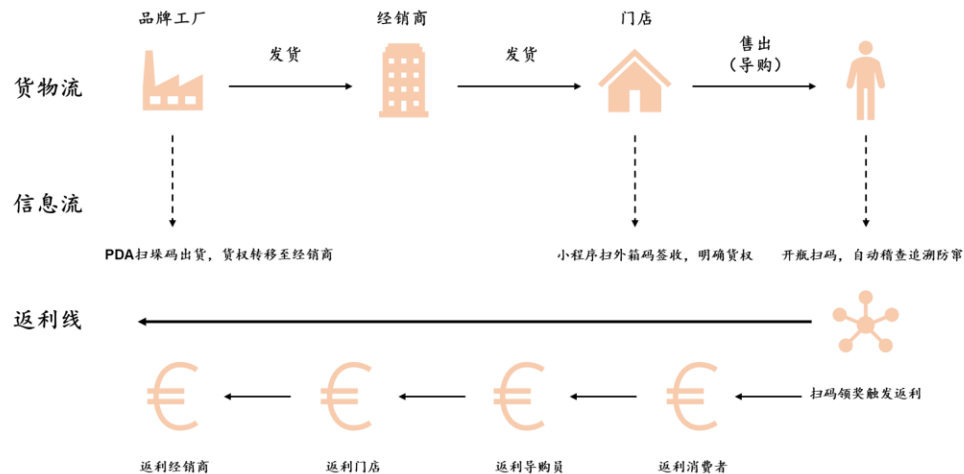
3.6 趋势展望：渠道因地制宜，线上化/数字化/精细化

- **线上化：平台补贴助力，电商快速增长。** 经历疫情三年后，消费者行为更理性，“性价比”重要性凸显，电商平台普遍将价格力放在首位。白酒作为高价值标品，则成为重点补贴对象，电商平台通过补贴白酒的方式获客引流，进而拉动整体成交。据魔镜洞察，2023年白酒/调香酒线上销售规模900亿元，同比增长78%，贵州茅台、五粮液在天猫、京东、抖音等多平台销售排名Top2。
- **数字化：数字化赋能，扫码红包兴起。** 宏观压力下，消费行业内卷，促动销、去库存成为酒厂的首要工作。扫码红包基于信息化系统，能够：1) 补充渠道利润，提升销售积极性；2) 提高开瓶与动销，降低库存压力；3) 查验防伪，减少窜货，维护市场秩序，因此已经成为各大酒厂常态化的工具手段。
- **精细化：名优单品直销，加强管控、增厚利润。** 经销渠道对于大部分白酒公司更具性价比，但对于具备消费者认知度的大单品，直销渠道更有吸引力，考虑到：1) 能够将更多利润存留在上市公司体内；2) 对于终端消费者和价格的掌控力更强，更好把握投放节奏。近年来，以茅五为代表的高端名酒持续加大直销渠道布局，直销占比不断增加，其中茅台相对处于领先地位，i茅台放量带动直营收入快速增长。

白酒线上化比例仍有空间



五码合一示意图



资料来源：酒业家，国家统计局，平安证券研究所

3.6 趋势展望：治理能力明显加强，加大股东回馈

- **茅台提价后各大酒厂跟进，淡季注重价盘管理：**在经历过多轮周期调整后，各大酒厂治理能力明显增强，2023年11月飞天茅台提价200元之后，为其他酒企打开了空间，各大酒厂纷纷跟进，3-5月迎来密集的提价潮，我们认为一方面能够在淡季加强价盘管理，维护经销商利润；另一方面也能够抢占经销商资源，提升市场占有率。
- **酒企持续提高分红，加大股东回馈。**白酒公司现金流优秀，在政策引导下，持续提升分红比例，如贵州茅台在2022/2023年分红比例分别达95.8%/84.0%（已公布，含特别分红），较2018-21年明显提升，持续回馈股东。

各大酒企提价情况

公司	提价日期	提价
贵州茅台	2023年11月1日	上调53%vol贵州茅台酒(飞天、五星)出厂价格，平均上调幅度约为20%。
顺鑫农业	2024年2月1日	鉴于生产经营成本的增加，公司牛栏山酒厂对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。
五粮液	2024年2月5日	第八代五粮液提价50元/瓶，出厂价涨至1019元/瓶，涨幅约5%，建议零售价未作调整，仍为1499元。
剑南春	2024年3月1日	52°水晶剑南春[500x1x6]每瓶上涨15元。
今世缘	2024年3月1日	五代国缘四开、对开、单开在四代版本基础上分别上调出厂价20元/瓶、10元/瓶、8元/瓶，建议区域市场同步上调终端供货价、产品零售价及团购价。国缘四开严格执行配额机制，计划内配额执行当期出厂价，计划外配额在当期出厂价基础上，按照上调10元/瓶执行。
	2024年5月1日	公司旗下江苏高沟酒业销售有限公司42度高沟标样(黑标)淮安版、42度高沟标样(白标)淮安版开票价分别上调40元/瓶、7元/瓶，并建议在原有基础上，上调终端供货价、零售价及团购价。
山西汾酒	2024年3月15日 2024年6月20日	青花汾酒20系列上调出厂价，每瓶涨价20元。 旗下老白汾酒全系列提价5元/瓶。
郎酒	2024年4月1日	郎酒旗下核心产品“红花郎酒·红十”、“红花郎酒·红十五”终端建议供货价分别提价20元/瓶和30元/瓶。

上市酒企分红比例（已公布，含特别分红）

分类	公司名称	2018	2019	2020	2021	2022	2023
高端酒	600519.SH 贵州茅台	51.9%	51.9%	51.9%	51.9%	95.8%	84.0%
	000858.SZ 五粮液	49.3%	49.1%	50.2%	50.2%	55.0%	60.0%
泛全国化次高端	000568.SZ 泸州老窖	65.1%	50.2%	50.0%	60.0%	60.0%	60.0%
	600809.SH 山西汾酒	44.6%	40.5%	5.7%	41.3%	50.0%	51.1%
	600702.SH 舍得酒业	10.1%	0.0%	25.8%	21.3%	29.7%	40.2%
	000799.SZ 酒鬼酒	21.9%	21.7%	46.3%	47.3%	40.3%	59.3%
地产名酒	600779.SH 水井坊	96.3%	85.7%	80.1%	30.5%	30.1%	35.0%
	002304.SZ 洋河股份	59.4%	61.0%	60.0%	60.2%	60.1%	70.1%
	603369.SH 今世缘	36.0%	35.3%	36.0%	36.3%	36.4%	39.8%
	000596.SZ 古井贡酒	44.6%	36.0%	40.7%	50.6%	50.5%	51.8%
中端及大众酒	603589.SH 口子窖	58.7%	52.3%	56.1%	51.8%	58.1%	52.2%
	603198.SH 迎驾贡酒	71.9%	60.2%	58.7%	52.1%	51.6%	45.5%
	000860.SZ 顺鑫农业	11.5%	13.7%	17.7%	18.1%	0.0%	0.0%
	603919.SH 金徽酒	34.1%	34.9%	36.7%	34.4%	54.3%	60.0%
	600197.SH 伊力特	35.7%	42.6%	55.9%	61.9%	117.0%	54.2%
	600559.SH 老白干酒	39.4%	33.3%	43.1%	35.3%	38.8%	61.8%

资料来源：公司公告，酒业家，平安证券研究所

3.7 白酒：相关标的

- ▶ **贵州茅台**：1Q24公司营业总收入465亿元，同比增长18.0%，为全年15%的收入增长目标打下基础。截至2023年末，公司茅台酒/系列酒设计产能分别达42,795/44,460吨，同比增长53/6,400吨，公司2024年目标完成固定资产投资61.79亿元，产能扩张为长期发展提供保障。展望未来，公司产品结构持续升级，茅台酒稳定增长，系列酒快速放量，直销渠道占比提升，线上销售快速增长。维持“推荐”评级。
- ▶ **五粮液**：2023年白酒消费分化，高端需求稳健，普五作为千元价格带龙头，自点率和开瓶率维持在较高的水平，终端动销良性，下游库存维持在较低水平。据今日酒价，6月7日普五批价950元，价盘平稳，需求具备韧性。展望未来，公司坚持1+3产品体系，在普五的基础上，501打造浓香价值标杆，经典五粮液聚焦品牌推广与消费者培育，文化酒限量生产与投放，持续优化结构。维持“推荐”评级。
- ▶ **泸州老窖**：2023年公司酒类收入301亿元，同比增长21%，其中量/价贡献分别为+12%/+9%。展望未来，国窖品牌基础深厚，腰部品牌持续发力，全价格带增长动能强劲。此外，公司管理层经验丰富，在手工具充足，市场化操作团队执行能力强。分市场看，公司在四川、华北等地区优势明显，持续推进“东进南图中崛起”战略，全国化成长空间可期。维持“推荐”评级。
- ▶ **山西汾酒**：2023年公司中高价酒类收入232亿元，同比增长23%，其中量/价分别+11%/10%；其他酒类收入85亿元，同比增长20%，其中量/价分别+18%/+1%。展望未来，公司坚定青花汾酒战略，产品结构上移，同时公司基地市场稳固，积极拓展华东、华南市场，推动渠道改革，终端掌控能力持续增强。维持“推荐”评级。

3.7 白酒：相关标的

► **古井贡酒**：受益于安徽省经济的发展与宴席的回补，公司2023年收入顺利超200亿元。从结构上看，古5与古8基本盘稳固，古16较快放量；古20则相对维稳，加强价格与窜货管理，目前批价已企稳回升。展望未来，公司深化省内渠道布局，300元+次高端价格带产品持续放量，已经与省内主流地产酒形成错位竞争，基地市场基本盘扎实。同时公司也加快省外的拓展力度，在江苏、河北、山东、河南等市场已具备较大体量，成长空间可期。维持“推荐”评级。

► **迎驾贡酒**：2023年公司营业收入同比增长22%，量/价贡献分别为+16%/+6%，产品结构持续上移。产品端，公司聚焦洞藏系列，消费氛围形成，自点率持续提升，动销势头良好；渠道端，公司扁平化下沉渠道，巩固安徽，拓展周边市场。

► **今世缘**：得益于江苏省经济的较快发展，公司对开、四开稳定增长，V3快速放量，产品结构持续上移，内生动力充足。市场方面，公司加大消费者培育，苏中、苏南占率持续拓展，省外仍有空间。维持“推荐”评级。

► **金徽酒**：公司作为陇酒龙头，品牌引领+渠道动销相结合，立足西北布局全国化，积极拓展华东等机会市场，成长空间可期。伴随着甘肃经济的发展与前期培育兑现，公司产品结构持续上探优化。此外，公司通过股权绑定高管、核心骨干和经销商，亚特重新控股后公司整体积极性较高。维持“推荐”评级。



目录 CONTENTS

● 市场回顾：需求弱复苏，整体表现承压

● 成本下行盈利能力改善的板块：啤酒、乳制品

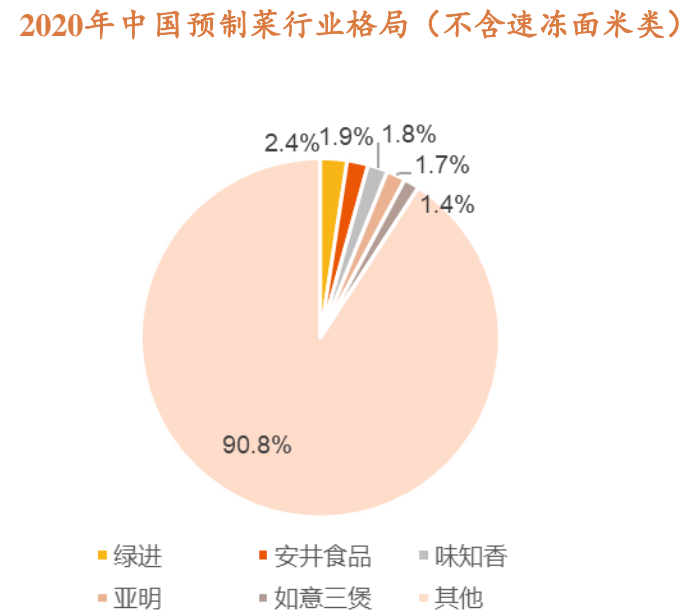
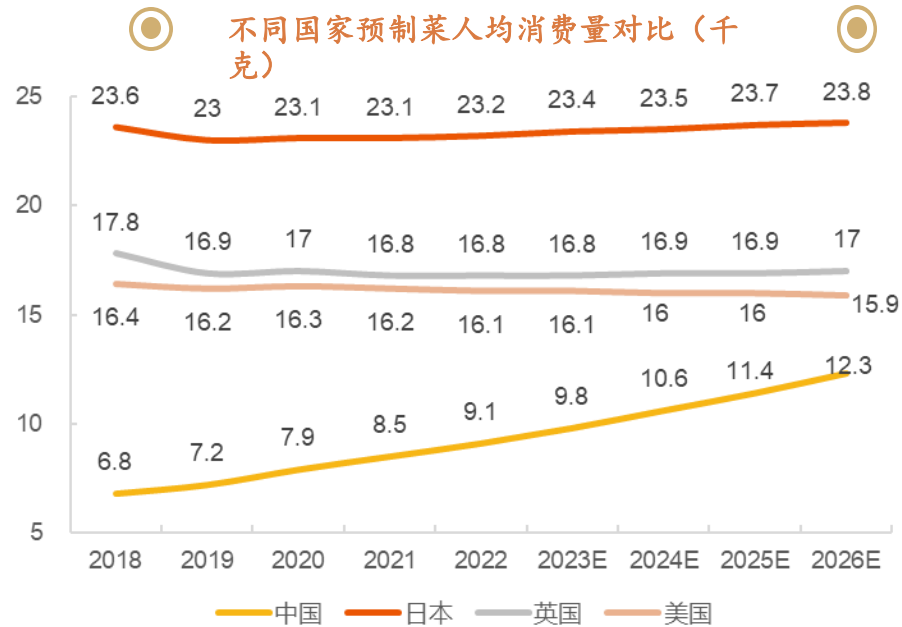
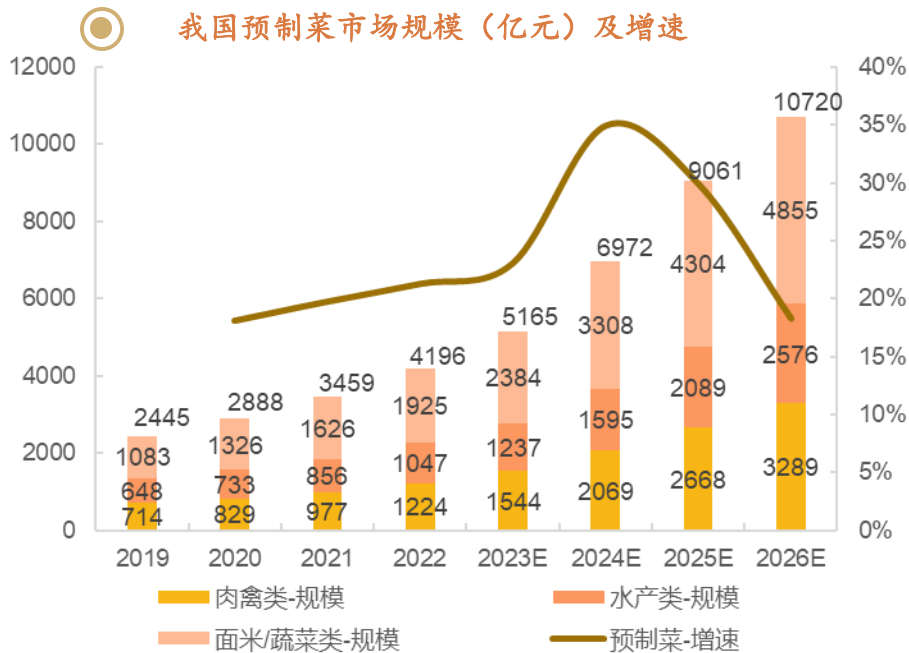
● 集中度持续提升的板块：白酒

● 受益下游需求逐渐修复的板块：预制食品、调味品

● 投资建议：建议关注成本下行、集中度提升、需求修复三条主线

4.1.1 预制食品：预制菜肴万亿级空间市场，当前行业集中度低

- 行业发展万亿级空间，人均消费量亟待提升。**根据艾媒咨询数据，2022年中国预制菜市场规模为4196亿元，同比增长21.31%，预计未来中国预制菜市场将保持较高的增长速度，2026年预制菜市场规模将达10720亿。从人均消费量角度，2022年我国人均预制菜消费量仅为9.1KG，远低于预制菜产业成熟的国家的人均消费量，同年美、英、日的人均预制菜消费量分别为16.1KG、16.8KG、23.2KG；但我国人均消费量提升速度较快，提升空间大。
- 预制菜行业集中度低，区域特征明显：**我国预制菜行业集中度较低，2020年行业CR5仅为9.2%，份额排名第一的绿进仅占2.4%市场份额，集中度有待进一步提升。同时，预制菜口味区域特征明显，各地预制菜主要品类及菜系有较大差异，且受到口味差异及运输半径限制，预制菜企业在各地发展出龙大美食、味知香、千味央厨、安井食品等等企业，且中小企业较多，暂未形成行业龙头。

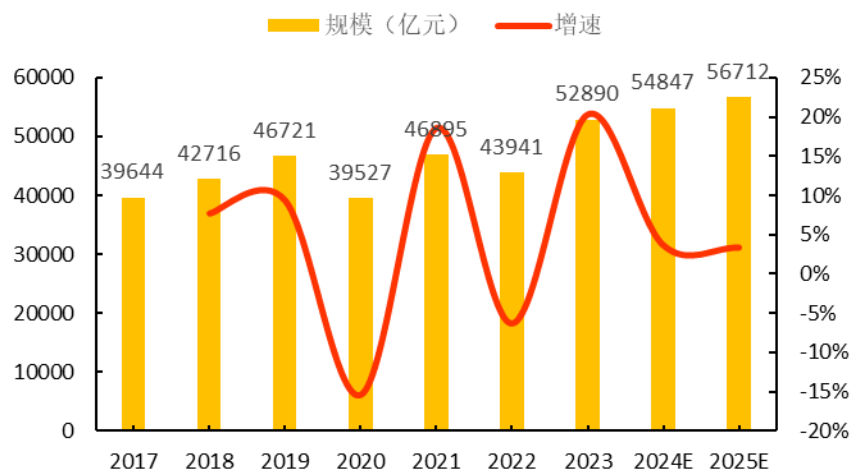


资料来源：艾媒咨询，Statista Market Insights，华经产业研究院，平安证券研究所

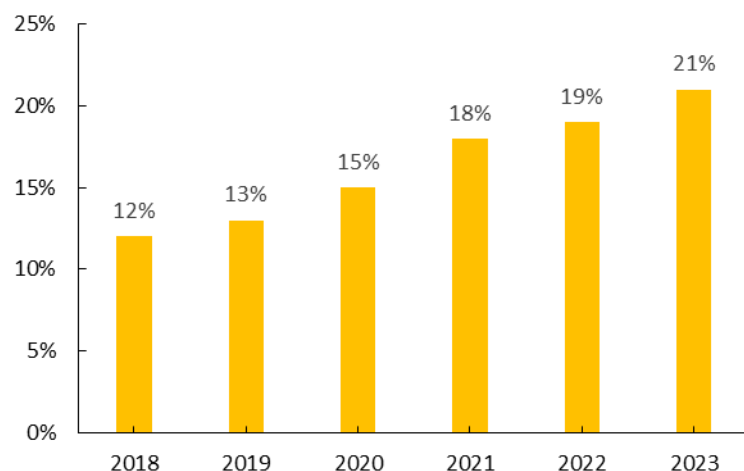
4.1.2 预制食品：餐饮连锁化进程加快，为预制菜提供土壤

- **中国连锁化进程加快。**据国家统计局，我国餐饮业市场规模由2017年的3.96万亿元提升至2023年的5.29万亿元，CAGR为4.9%，根据艾媒咨询预测，我国2024年餐饮市场规模将达到5.48万亿元，2025年将达到5.67万亿元，呈现持续增长态势。据美团数据，我国餐饮市场连锁化率为由2018年12%提升至2023年21%，始终保持增长态势，且对比美国54%的餐饮连锁化率，还有较大增长空间，预计我国连锁餐饮市场规模将持续提升。
- **预制菜满足连锁餐饮以下需求：1) 提高出菜速度：**翻台率与出菜速度成正比，采用预制菜可以缩短菜品加工时间、提升收入；**2) 稳定餐品品质：**连锁餐饮通常跨地域经营、规模较大，预制菜有助于标准化出餐，降低品控难度、保持餐品稳定性；**3) 降低成本：**预制菜对人力、能源等成本的节省高于原材料成本的提升，能够有效降低企业总成本。据中国连锁经营协会联合华兴资本发布《2021年中国连锁餐饮行业报告》，目前真功夫、吉野家等头部连锁餐饮企业预制菜占比达85%以上。

中国餐饮行业规模



中国餐饮连锁化率



头部连锁餐饮企业中预制菜占比较高 (2021年)

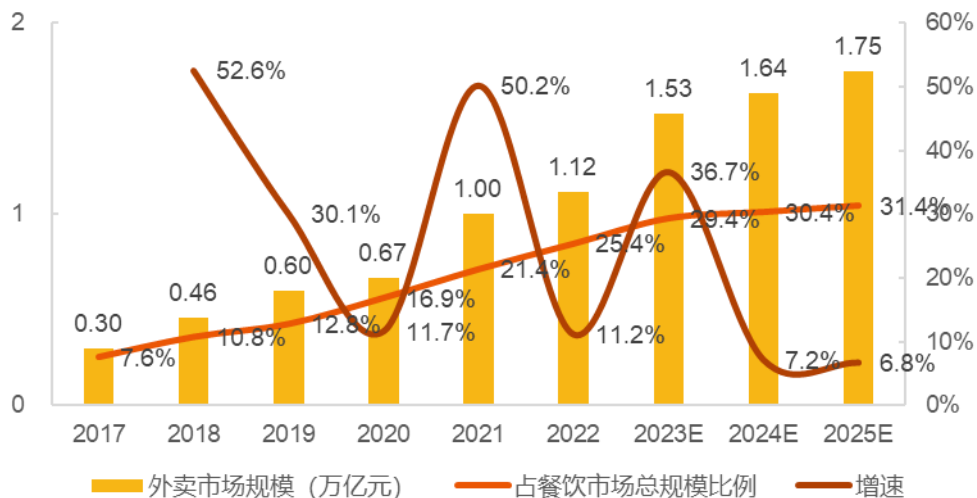


资料来源：国家统计局，艾媒咨询，美团，中国连锁经营协会，华兴资本，平安证券研究所

4.1.3 预制食品：外卖、团餐与乡厨等多元餐饮场景为预制菜带来新增长点

- **外卖行业迅速崛起，在餐饮业规模占比逐年提升。**据艾媒咨询，我国在线外卖行业市场规模由2017年0.30万亿元增至2022年1.12万亿元，CAGR为29.94%；在线外卖市场占餐饮市场总规模的比例逐年上升，由2017年7.6%上升至2022年25.4%，外卖在人们的生活中占据着越来越重要的地位，预计未来外卖行业将继续保持增长趋势。
- **团餐客群庞大稳定，业内连锁化品牌开始出现。**根据餐饮老板内参，2022年中国团餐市场规模为1.98万亿元，随着团餐多样化发展和行业服务、技术的升级，预估团餐市场规模将保持10%左右的增速。市场格局方面，根据中国烹饪协会数据，2020年我国团餐行业CR100仅6.7%，而根据中国饭店协会统计的数据，美国和日本团餐CR10分别为80%和60%，我国团餐行业集中度有待提升。目前已经有部分企业开始打造连锁化品牌，如麦金地、美餐等。
- **乡厨市场为预制菜进入下沉市场创造机遇。**乡厨场景给预制菜下沉到三四线城市和农村带来了机遇，根据我们此前发布的报告《预制菜行业研究系列报告一：概览篇-BC端齐发力，万亿市场群雄逐鹿》，推算2022年中国乡厨市场规模达1.93万亿元，未来市场空间广阔。

中国在线餐饮外卖市场规模



中国团餐市场规模

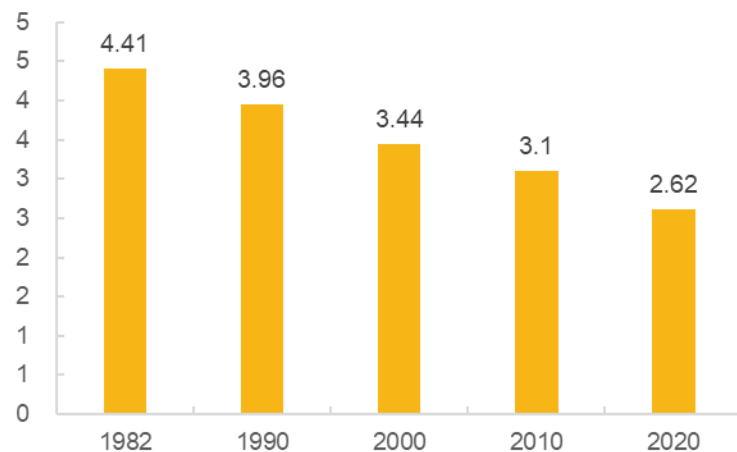


资料来源：艾媒咨询，国家统计局，餐饮老板内参，平安证券研究所

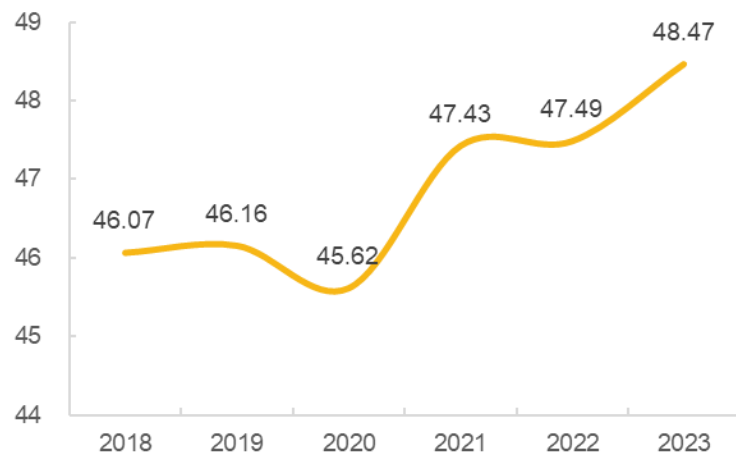
4.1.4 预制食品：C端生活模式变化及疫情催化，带动消费者需求

- **生活模式变化驱动C端市场快速扩容。** 1) 家庭小型化：1982年我国家庭规模为 4.41 人/户，至 2020 年下降至 2.62 人/户，一家三口的结构被打破，而“一人食”正是预制菜的重要应用场景； 2) 生活节奏加快，追求便捷：2018至2023年，中国就业人员平均工作时间由46.07小时/周上涨至48.47小时/周，生活节奏越来越快，人们没有足够的时间精力准备复杂的食材和烹饪。预制菜或成为小型化家庭消费者寻求简单化、便捷化一日三餐的绝佳解决方案。
- **疫情催化C端市场加速扩容。** 疫情期间C端预制菜销量增速显著，美团、叮咚买菜、京东等电商纷纷布局。据京东超市联合蓝鲨研究院发布数据，2022年京东预制菜成交额增速达160%，超400家品牌提供超2000类产品，西贝莜面村、正大食品、安井、珍味小梅园品牌销额增速分别达163%、251%、1000%、300%。疫情结束后，C端预制菜需求仍在增长，魔镜分析+数据显示，2024年1月主流电商平台预制年菜销售额突破1亿元、环比上涨120.5%。

◎ 我国家庭规模（人/户）



◎ 中国就业人员平均工作时间（小时/周）



◎ 京东超市2022年预制菜销售情况



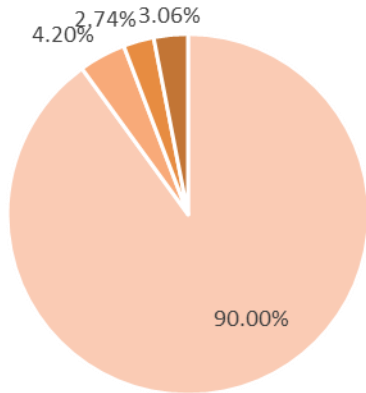
资料来源：Wind，京东超市，蓝鲨研究院，平安证券研究所

4.1.5 预制食品：原材料依存度较高，成本下行阶段有望释放利润弹性

- ▶ **原材料成本占比极高，受原材料价格影响较大。** 预制食品直接材料成本在总成本中占比极高，据味知香2023年报数据，肉禽及水产类直接材料占比达90.00%，因此原材料价格波动对预制食品成本端影响较大，从而影响其利润率水平。
- ▶ **农产品及肉类价格高位回落，中游预制食品企业有望释放利润弹性。** 预制食品主要原材料中农产品价格于2022年底见顶后开始缓慢下滑，小麦/蔬菜/大米2024年5月价格分别为2.59/4.69/6.61元/公斤，农产品价格高位回落，对中游预制食品行业有一定的成本利好。当前主要肉类原材料价格同样处于近几年来较低位置，牛肉平均批发价由21Q1的最高点78.36元/公斤下降至24年5月的63.32元/公斤，猪肉平均批发价由20Q1的最高点49.84元/公斤下降至24年5月的20.95元/公斤；草鱼/白羽鸡价格也分别下降至24年5月的15.22和7.73元/公斤。

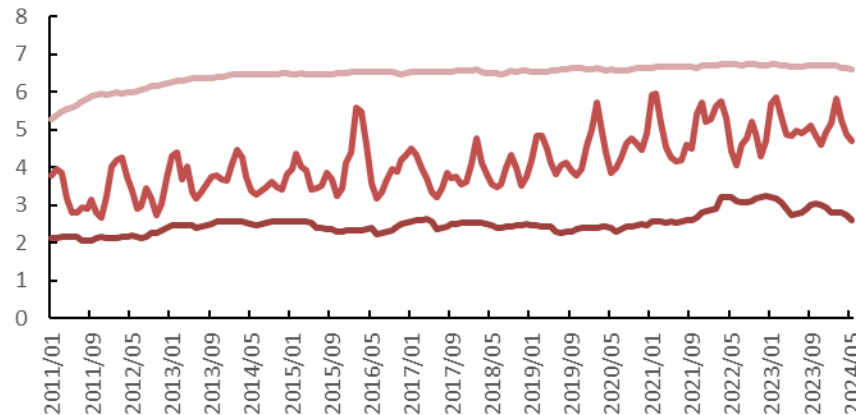
味知香成本构成（2023年）

直接材料 直接人工 制造费用 合同履约成本



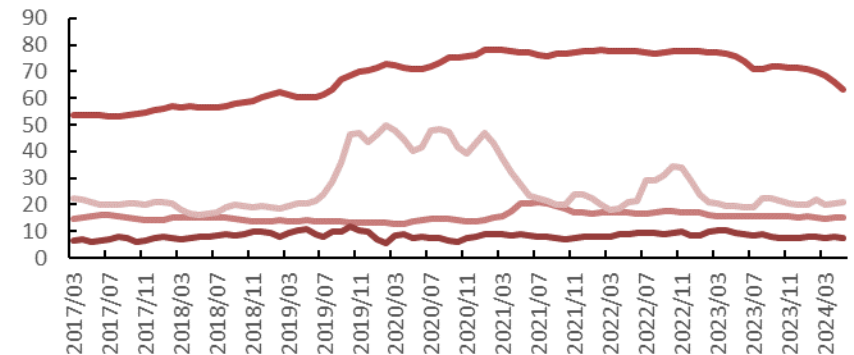
预制食品主要农产品原材料价格（元/公斤）

中国：现货价（平均价）：小麦
中国：平均批发价：蔬菜（28种重点监测）
中国：零售价：粮食：大米



主要肉类原材料价格（元/公斤）

中国：平均批发价：牛肉
中国：批发价：草鱼
中国：平均批发价：猪肉
中国：主产区平均价：白羽鸡肉

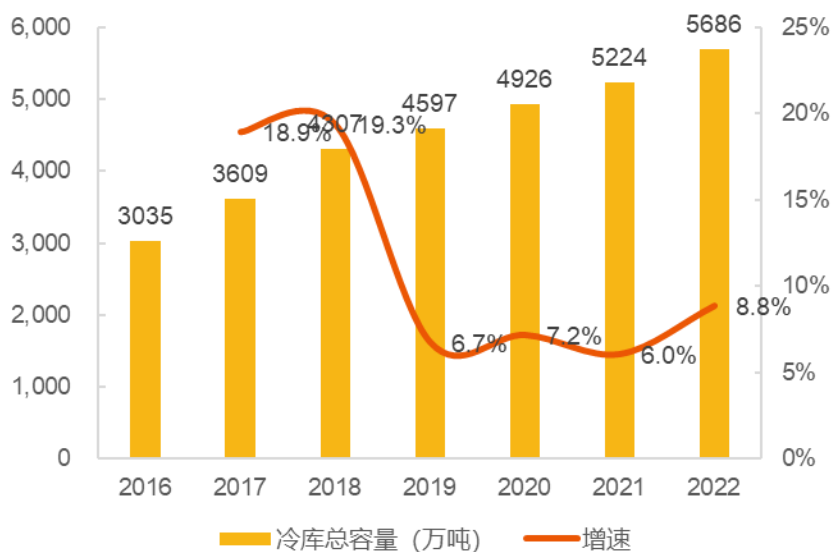


资料来源：公司公告，ifind，平安证券研究所

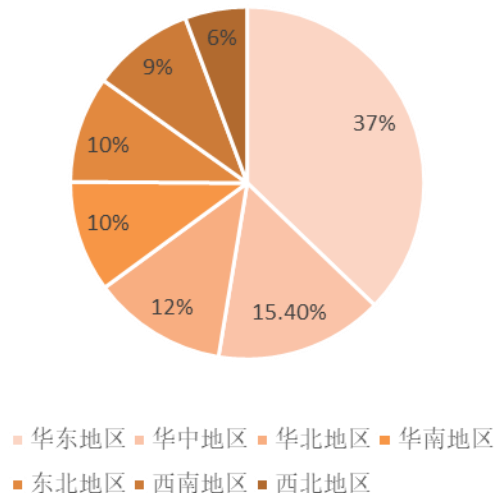
4.1.6 预制食品：冷链物流为预制菜运输和存储提供坚实基础

➤ **冷链物流快速发展，为速冻食品产业发展保驾护航。** 冷链物流是指根据物品特性，从生产到消费的过程中使物品始终处于其品质所需温度环境的实体流动过程。冷链是预制菜运输与存储的基础，直接影响预制菜的食物安全和菜品新鲜度。近年来国家大力发展冷链运输基础设施建设，我国冷库建设与冷藏运输车制造业得到了长足的进步，为我国预制菜行业扩容提供了坚实基础：**1) 冷库：**据中冷联盟数据，2016至2022年，我国冷库容量规模由3035万吨增至5686万吨，CAGR为11.03%。从区域分布来看，2022年华东地区冷库容量占比达37%。**2) 冷藏运输车：**根据中商产业研究院，2016至2023年，我国冷链运输车保有量规模由12万辆增至43.2万辆，CAGR为20.1%。根据中商产业研究院预测，我国2024年冷链运输车保有量规模将达到47.7万辆。

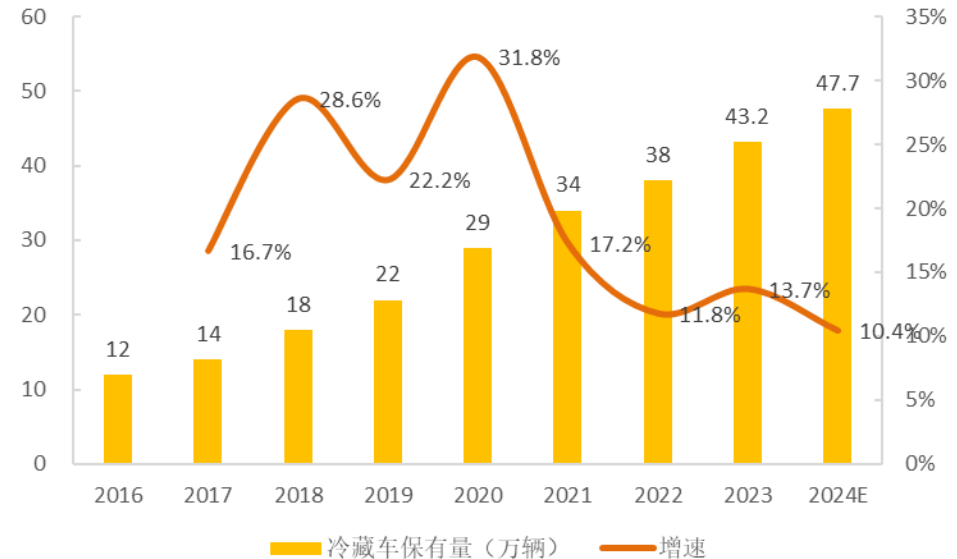
中国冷库总容量



2022年中国冷库容量区域分布



中国冷藏车保有量



资料来源：中冷联盟，中商产业研究院，平安证券研究所

4.1.7 预制食品：政策支持保驾护航，预制菜行业发展趋于规范化

- **2023年国家层面出台针对预制菜的政策。**2023年2月13日，《中共中央国务院关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见》发布，预制菜被首次写入中央一号文件，堪称政策里程碑；7月31日，预制菜行业再次出现在中央文件中，国务院转发国家发展改革委《关于恢复和扩大消费的措施》的通知，专门针对预制菜提出：培育“种养殖基地+中央厨房+冷链物流+餐饮门店”模式，挖掘预制菜市场潜力，加快推进预制菜基地建设，充分体现安全、营养、健康的原则，提升餐饮质量和配送标准化水平。推广透明厨房，让消费者吃得放心。文件表明了中央大力发展预制菜产业的决心，预制菜行业在后续具体政策支持下，将迎来全新发展机遇。
- **2024年六部门联合发文，明确预制菜定义和范围。**2024年3月21日，市场监管总局等六部门联合印发《关于加强预制菜食品安全监管 促进产业高质量发展的通知》，首次在国家层面明确预制菜范围。在地方层面，多个省市级政府也出台了相关政策，支持预制菜产业发展。

🕒 预制菜相关地方政策

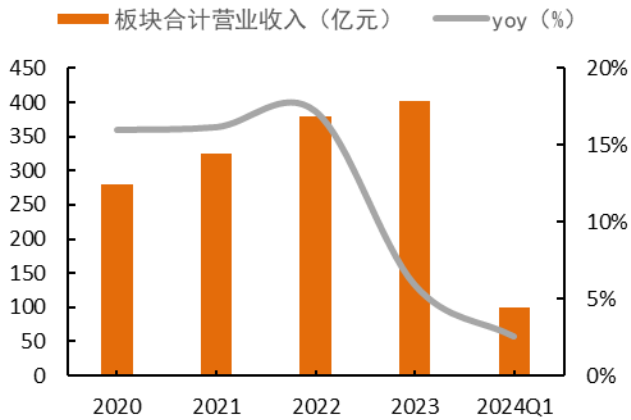
时间	地区	政策名称	相关内容
2023年11月	福建省	《关于印发福建省加快新闽菜创新发展三年行动方案（2023—2025年）的通知》	壮大预制菜产业集群；培育预制菜示范企业；建设预制菜研发平台。
2023年6月	湖南省	《湖南省人民政府办公厅关于加快推进预制菜产业高质量发展的意见》	建设预制菜加工园区；培育壮大预制菜企业；构建预制菜冷链物流体系；培育预制菜产业品牌；建设绿色优质原料基地；建设全产业链标准体系；加快科技创新和成果转化；加快产业人才队伍建设。
2023年5月	浙江省	《浙江省预制菜生产许可审查方案》	明确预制菜定义；梳理预制菜产品类别；规范预制菜生产条件；强化预制菜风险点的防控要求；落实“放管服”改革要求。
2023年2月	上海市	《上海市预制菜生产许可审查方案》	明确预制菜分类和定义；划分非即食冷藏预制菜类生产场所作业区；规范非即食冷藏预制菜类常规生产设备设施；规范非即食冷藏预制菜类生产常规工艺流程与关键控制环节。
2022年11月	山东省	《山东省人民政府办公厅关于推进全省预制菜产业高质量发展的意见》	到2025年，推动全省预制菜加工能力进一步提升、标准化水平明显提高、核心竞争力显著增强、品牌效应更加凸显，预制菜市场主体数量突破1万家、全产业链产值超过1万亿元。

资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

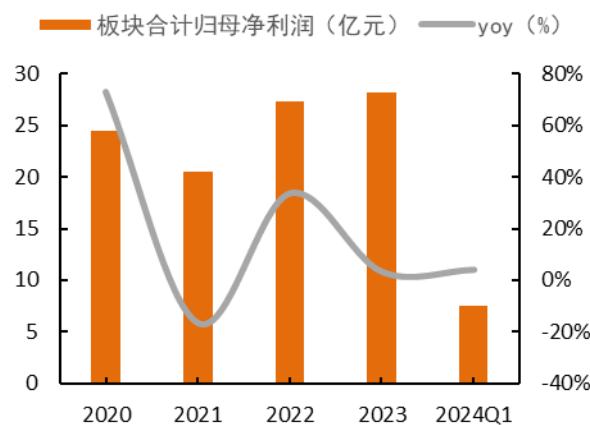
4.1.8 预制食品：板块营收增速放缓，渠道结构带来分化

- **下游行业景气度低迷，板块营收增速放缓。** 申万预加工食品板块2023年实现营收402.50亿元，同比增长5.89%；实现归母净利润28.21亿元，同比增长3.23%。增速放缓主要受餐饮行业不景气和去年同期高基数的影响。板块24Q1实现营收100.11亿元，同比增长2.52%；实现归母净利润7.48亿元，同比增长4.00%。下游餐饮需求保持弱复苏状态，景气度有所改善，期待未来营收稳中有增。
- **B端市场表现强于C端，主要企业营收出现分化。** 24Q1安井食品/千味央厨营收同比增长17.67%/8.04%，三全食品/味知香营收同比下降5.01%/17.92%；安井食品/千味央厨归母净利润同比增长21.24%/14.16%，三全食品/味知香归母净利润同比下降17.76%/46.94%。安井食品、千味央厨B端占比较高，外加渠道、产品结构的优化，主业增长良好。三全食品、味知香C端占比更高，分别受速冻食品终端消费疲软和预制菜C端需求下降影响，盈利同比下滑。

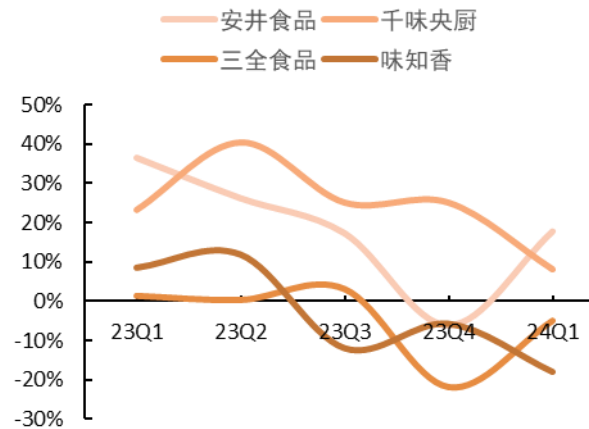
近年来申万预加工食品板块合计营业收入及增速



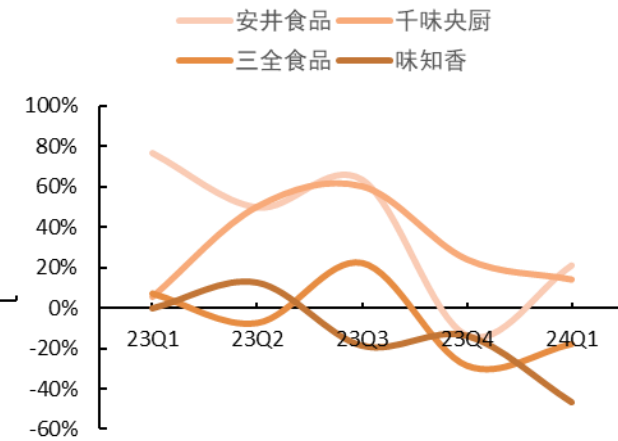
近年来申万预加工食品板块合计归母净利润及增速



主要企业单季度营收同比增速



主要企业单季度归母净利润同比增速



资料来源：ifind，平安证券研究所

4.1.9 预制食品：渠道、产品结构影响毛利率，费用率整体提升

➤ 毛利率根据渠道产生分化，费用率的上升影响净利率水平。24Q1安井食品/千味央厨/三全食品/味知香毛利率为26.55%/25.45%/26.60%/25.00%，其中安井食品、千味央厨受益于B端需求提升、产品结构优化，毛利率稳步提升。三全食品、味知香由于C端需求减少，毛利率下降。24Q1安井食品/千味央厨/三全食品/味知香净利率分别为11.75%/7.44%/10.19%/11.39%，除三全食品费用率下降外，各企业费用投入有所提升，其中味知香开设新厂资源投入较大，销售费用与管理费用的显著提升导致净利率下降6.23pct。

🕒 预加工食品板块主要企业单季度利润率及费用率拆解

		毛利率	yoy	净利率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy
2023全年	安井食品	23.21%	1.25%	10.69%	1.52%	6.59%	-0.57%	3.41%	-0.16%
	千味央厨	23.70%	0.29%	6.97%	0.20%	4.68%	0.76%	9.55%	-0.86%
	三全食品	25.84%	-2.23%	10.62%	-0.15%	11.48%	-0.41%	2.76%	-0.79%
	味知香	26.38%	2.30%	16.95%	-0.99%	5.01%	1.16%	5.85%	1.52%
2023Q4		毛利率	yoy	净利率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy
	安井食品	26.34%	2.57%	9.56%	-0.88%	8.00%	0.94%	3.77%	1.60%
	千味央厨	25.46%	0.46%	6.87%	-0.09%	4.91%	0.22%	8.92%	-0.40%
	三全食品	22.76%	-4.05%	12.02%	-1.10%	9.78%	3.04%	0.75%	-2.07%
	味知香	27.15%	3.43%	15.65%	-1.50%	5.73%	1.29%	7.63%	2.77%
2024Q1		毛利率	yoy	净利率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy
	安井食品	26.55%	1.85%	11.75%	0.13%	7.45%	0.09%	3.12%	0.30%
	千味央厨	25.45%	1.49%	7.44%	0.46%	5.89%	0.81%	8.35%	0.53%
	三全食品	26.60%	-1.68%	10.19%	-1.59%	12.23%	-0.38%	1.87%	-0.18%
	味知香	25.00%	-1.21%	11.39%	-6.23%	6.00%	1.69%	7.53%	2.94%

资料来源：ifind，平安证券研究所

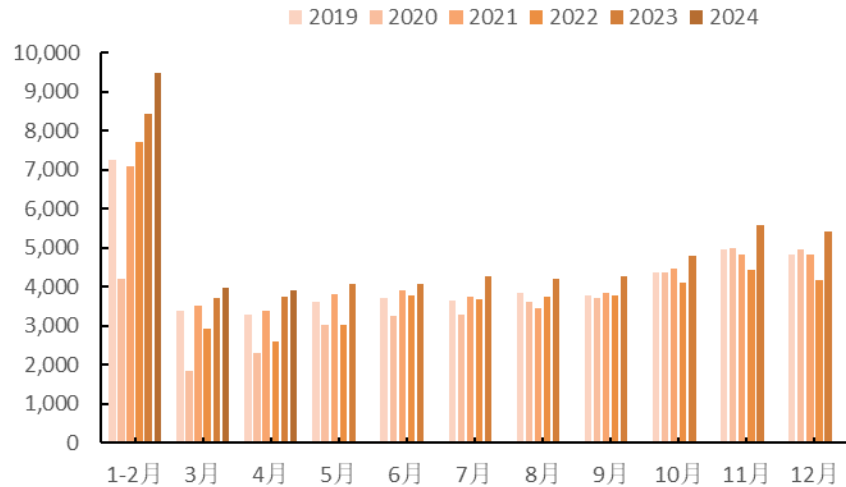
4.1.10 预制食品：相关标的

- **安井食品：**公司主业稳健增长，预制菜肴持续发力。速冻菜肴制品营收增速较快主要系新柳伍并表及安井小厨系列产品增量所致，速冻面米制品营收增速放缓主要受商超渠道市场环境的影响所致。受宏观经济环境影响，居民消费复苏的斜率不及预期，仍需关注整体需求恢复情况。公司占据B端速冻食品高成长赛道，优质的管理层、稳定的经销商和不断积累的规模优势共筑龙头壁垒，看好其在预制菜肴领域的持续发力。维持“推荐”评级。
- **千味央厨：**公司作为国内知名的餐饮速冻面米制品供应商，下游客户主要为餐饮企业（酒店、团餐、宴席）等 B 端客户，充分受益于餐饮连锁化加速带来的市场增量。公司继续推进大单品战略，在保持核心单品优势的基础上，又开始培育和打造其他大单品，培育多元化产品矩阵。渠道上，受制于外部环境的影响，公司渠道增长有所分化，直营渠道增速较快，经销商渠道有所回落。公司作为速冻面米制品B端龙头，兼具确定性和成长性，维持“推荐”评级。
- **三全食品：**公司作为速冻面米制品C端龙头，不断强化主业优势，同时在预制食材类、预制菜肴及菜饭类、涮烤、微波系列类、空气炸锅系列类产品方面不断发力，实现了公司产品由米面、半米面向优质蛋白质的延伸，满足了消费者多元化的消费需求。公司聚焦细分场景及人群，打造针对性创新产品；积极开拓 B 端市场，迅速延伸产品使用场景；发力线上业务，布局新兴业态；采用创新工具，提升供应链效率。公司在产品创新和渠道扩容的双重改革推动下，长期业绩值得期待，建议关注。

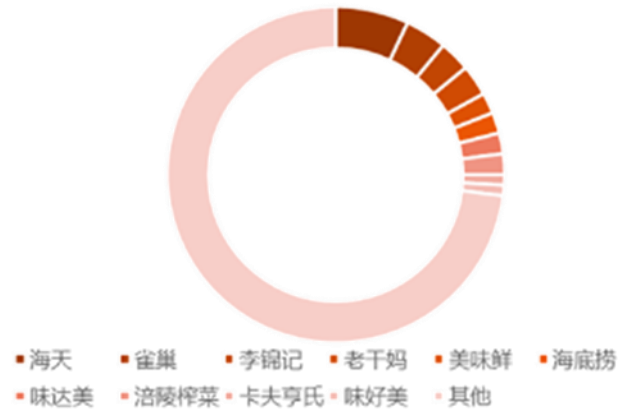
4.2.1 调味品：行业持续扩容，集中度有待提升

- **行业调整期，期待餐饮复苏带动回暖。** 目前调味品行业仍处于库存消化阶段，叠加消费复苏疲软和宏观经济影响，整体动销情况表现一般。但从上市公司披露的2023年年度报告情况来看，调味品行业企业经营节奏持续向好，多数企业仍保持稳定增长，基本面表现稳定。当前消费场景全面恢复，从社零数据看，2024年前4个月都实现同比增长，4月回升至3915亿元。下游餐饮需求复苏推动调味品库存持续消化，调味品行业有望持续受益。
- **竞争格局分散，市场空间仍具想象力。** 调味品市场竞争格局较为分散，尚未出现垄断性龙头企业，根据欧睿数据，我国调味品行业市场集中度不断提升，CR10从2010年的25%上升至2020年的28%。行业集中度仍有较大提升空间，龙头企业有望因此受益。同时调味品行业市场空间仍具潜力，根据艾媒咨询，我国调味品行业市场规模自2014年的2595亿元增长至2023年的5923亿元，预计到2027年可增长至10028亿元，2014-2027年CAGR为10.96%。调味品行业发展空间仍大。

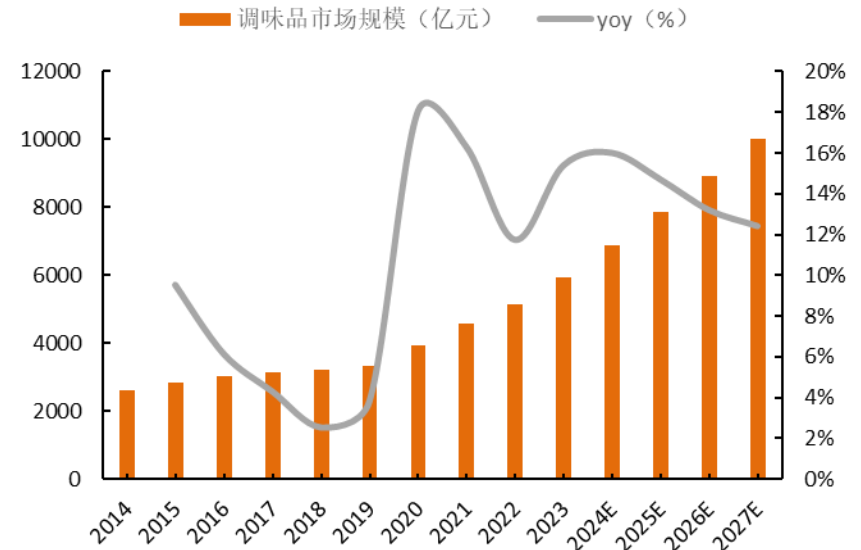
我国社会消费品零售总额餐饮收入（亿元）



我国调味品行业2020年竞争格局（%）



2014-2027中国调味品行业市场规模及增长率

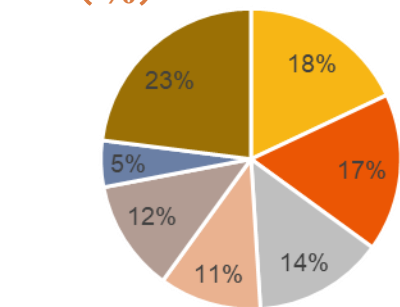


资料来源：Wind，前瞻产业研究院，欧睿国际，艾媒咨询，平安证券研究所

4.2.2 调味品：原材料依存度高，价格回落有望释放利润弹性

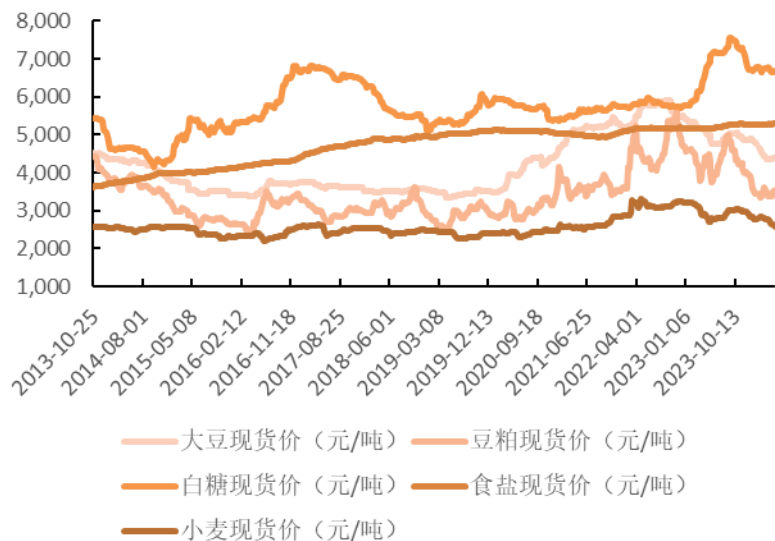
- **原材料依存度高，价格影响较大。**对于调味品而言，其直接材料约占总成本的80%，因此原材料价格是对成本影响最大的因素。以海天味业的酱油为例，其中大豆和豆粕占总成本的18%，白砂糖占总成本的17%，小麦、食用盐、味精共占14%，塑料包装、玻璃包装两类包材成本分别约占总成本的11%和12%，而制造费用、人工费用、运输费用总共仅占总成本的23%。整体而言，调味品厂商对原材料依存度较高，原材料价格波动会对调味品厂商产生较大影响。
- **原材料价格回落，利润弹性有望兑现。**同样以海天味业的酱油为例，其主要原材料大豆的价格由2022年约5500元/吨的高位，到2024年5月回落至约4388元/吨，价格有所回落且趋于稳定，其他原材料也呈现同样趋势。而主要包材方面，浮法玻璃价格由2021年9月3130元/吨的高位，至今降至约1705元/吨；PET塑料也同样由2022年6月9680元/吨高位下滑至7216元/吨的相对低位。整体而言调味品原材料价格有所回落且趋于稳定，使得调味品厂商利润弹性有望兑现。

◎ 海天味业酱油成本构成 (%)



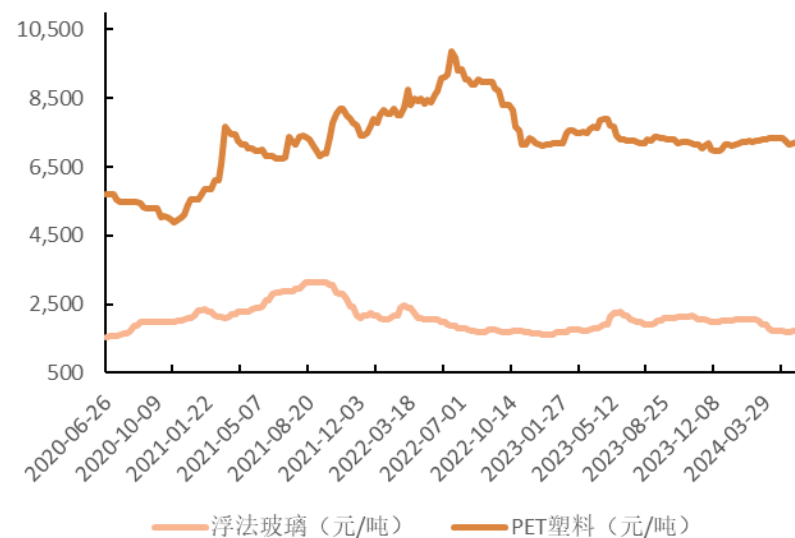
- 大豆和豆粕
- 白砂糖
- 小麦+食用盐+味精
- 塑料瓶
- 玻璃瓶
- 纸箱
- 其他成本

◎ 2013-2024年酱油原材料现货价格 (元/吨)



- 大豆现货价 (元/吨)
- 豆粕现货价 (元/吨)
- 白糖现货价 (元/吨)
- 食盐现货价 (元/吨)
- 小麦现货价 (元/吨)

◎ 2020-2024年包装材料现货价格 (元/吨)



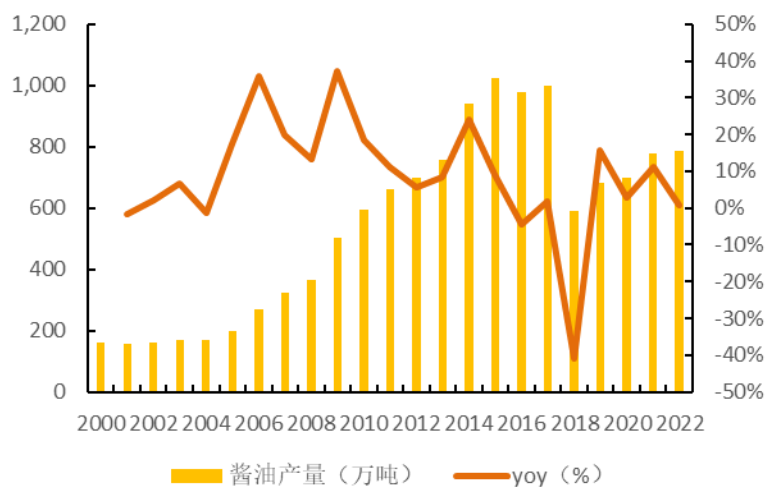
- 浮法玻璃 (元/吨)
- PET塑料 (元/吨)

资料来源：Wind，公司官网，平安证券研究所

4.2.3 调味品：酱油行业发展放缓，消费升级推动产品结构提升

- 酱油需求回落，行业发展放缓。**根据国家统计局数据显示，我国酱油产量从2000年到2015年呈现出放量式的高速增长，最高峰值为2015年的1023万吨。而2015年之后酱油行业总产量开始回落，2018年总产量大幅下落至589.04万吨，随后开始恢复，2022年我国酱油产量恢复至784.45万吨，大约回到2013年水平。这样的大幅回落主要是由于健康饮食观念的普及，导致酱油需求下降。以日本为例，其人均酱油使用量在达到12升/人的高位后，回落至8升/人。因此，我国酱油人均使用量下降难以避免，各企业需做好应对行业增速放缓的准备。
- 消费升级推动产品结构提升，健康化、高端化成为趋势。**随着我国居民消费水平、健康观念的提高，酱油健康化、高端化转型已成趋势。根据中国调味品协会数据，2015年我国高端酱油市场规模约为107.8亿元，约占酱油市场的18.5%。而截至2020年，高端酱油市场规模已经攀升至248.7亿元，占比上涨至29.5%。从转型方式来看，各大厂商主要采取零添加、有机化以及工艺升级等方式对产品进行升级。

2000-2022年中国酱油产量及增长率



酱油工艺差异与高端酱油示例

工艺种类	操作难度	发酵周期	生产成本	对环境要求	产品风味
高盐稀态	高	长	高	高	良好
低盐固态	低	短	低	低	一般



零添加
 特级酿造
 0%味精
 0%防腐剂
 0%色素
 0%香精
 氨基酸态氮 $\geq 0.9\text{g}/100\text{ml}$



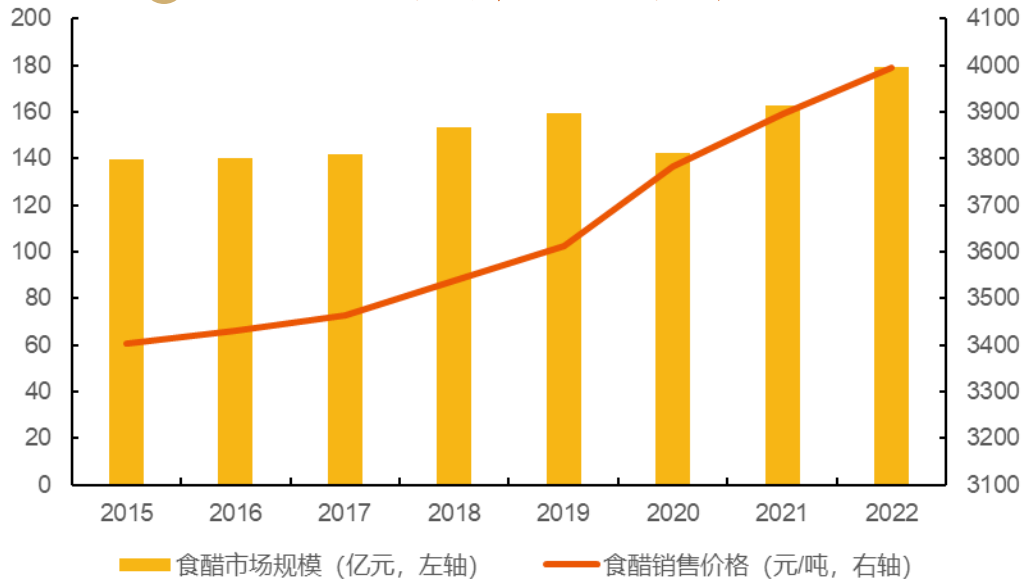
零添加
 特级酿造
 头道酿造
 非转基因大豆
 0%味精
 0%防腐剂
 氨基酸态氮 $\geq 1.0\text{g}/100\text{ml}$

资料来源：ifind，国家统计局，智研咨询，中国调味品协会，公司官网，平安证券研究所

4.2.4 调味品：食醋量稳价增，区域性差异明显

- 食醋市场规模稳定增长，销售价格逐年攀升。**根据中国调味品协会数据，我国食醋市场规模已由2015年约140亿元扩大2022年约180亿元，尽管2020、2021受疫情及宏观经济影响有所下滑，但整体呈现稳步增长的趋势。同样，销售价格也逐年攀升，从2015年约3402元/吨涨至2022年约3994元/吨，价格增长稳定可观。此外，根据中国调味品协会，我国当前食醋人均消费量仅约4kg/人，与美国6.5kg/人和日本7.9kg/人尚有差距，我们预计随着消费者对食醋保健属性认知的加深，中国人均食醋的消费量会进一步上升。
- 区域差异明显，竞争格局分散。**由于地域性口味差异，食醋具有明显的地域特征，华东、华北、西南、华南地区分别出现了符合区域口味与特色的四大名醋，分别为镇江香醋、山西老陈醋、福建永春红醋和四川保宁醋。从竞争格局来看，根据中国调味品协会，食醋行业CR5仅约23%，其中行业龙头恒顺醋业的市占率仅约7%，整体而言行业品牌竞争格局较为分散，集中度仍较低。

2015-2022食醋市场规模与销售价格



中国四大名醋

品类	产地	原材料	工艺特色	主要销售地
镇江香醋	江苏镇江	糯米等	传统固态发酵	华东地区
山西老陈醋	山西清徐	高粱等	熏醅技术高，不需调色剂；突出陈酿，生产周期长	华北地区
四川保宁醋	四川阆中	麸皮、中药等	采用药曲酿制，以嘉陵江冬水为原料	西南地区
福建永春红醋	福建永春	糯米、芝麻等	传统工艺，精制陈酿3年以上	华南地区

资料来源：中国调味品协会，共研网，平安证券研究所

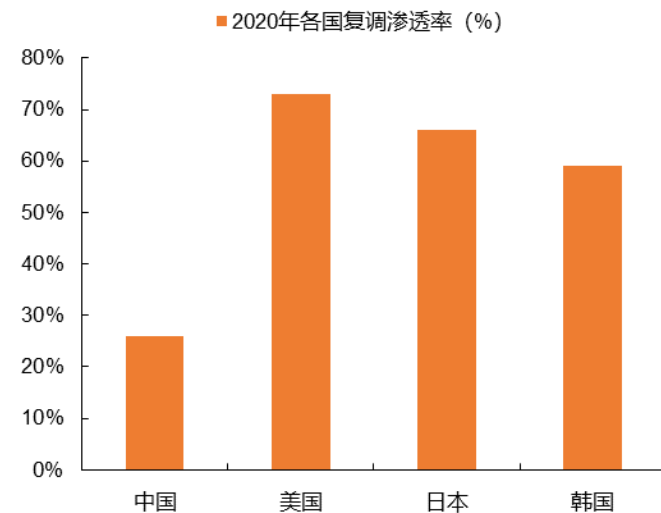
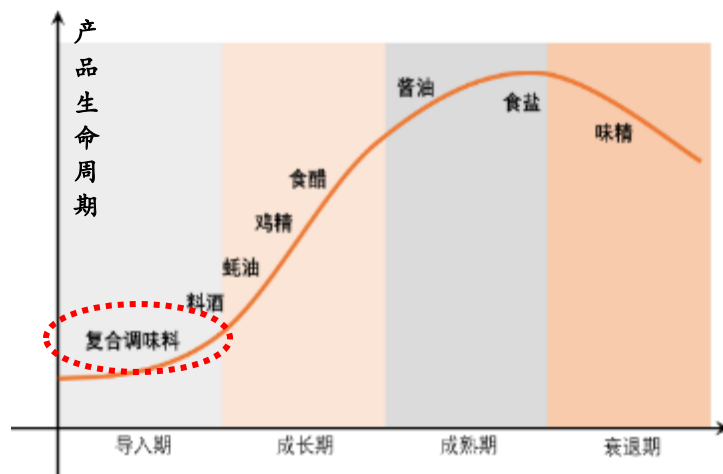
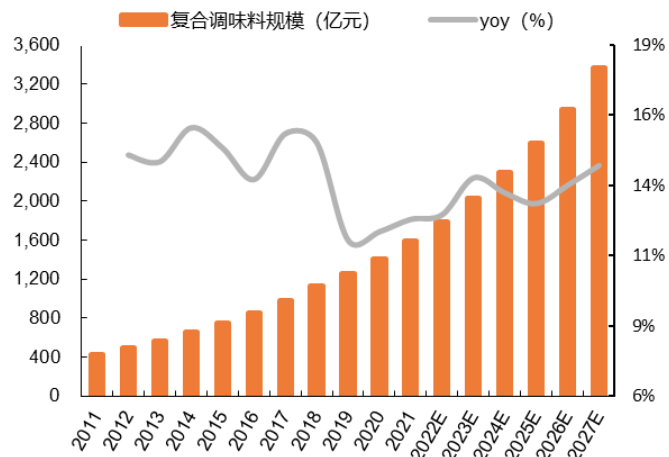
4.2.5 调味品：复合调味料高速增长赛道，渗透率加速提升

- **复调高增赛道，市场空间潜力大。**调味品行业正在向“基础调味品-复合调味品”演变。在外食餐饮场景下，复调顺应了终端餐饮连锁化、外卖化趋势，降本增效保持口味一致性，提升烹饪效率实现外卖强时效性。在家庭餐饮场景下，以其便捷性，适应懒人经济，满足家庭消费诉求。根据艾媒咨询统计数据，我国复合调味品行业市场规模从2011年的432亿元增长至2021年的1588亿元，预计2027年达到3367亿元，2011-2027年CAGR为13.69%，明显高于同期调味品行业市场规模增速，复调行业市场空间广阔。
- **行业导入期，渗透率加速提升。**目前复合调味品行业还处于导入期，整体渗透率20%左右，正处于渗透率高速增长的临界点。可预见的是未来伴随着复合调味品的产业演变、消费者认知改变和市场接受度的提高，复合调味品渗透率将在20%提高到40%的阶段中加速渗透，走进寻常百姓家。横向来看，我国复合调味品渗透率相较日韩美等国家仍有较大差距，其中2020年美国复合调味料渗透率高达73%，我国复调渗透率仍有提升空间。

● 我国复合调味料长期保持双位数增长趋势

● 复合调味料正处于行业导入期

● 复调渗透率相较发达国家仍有距离

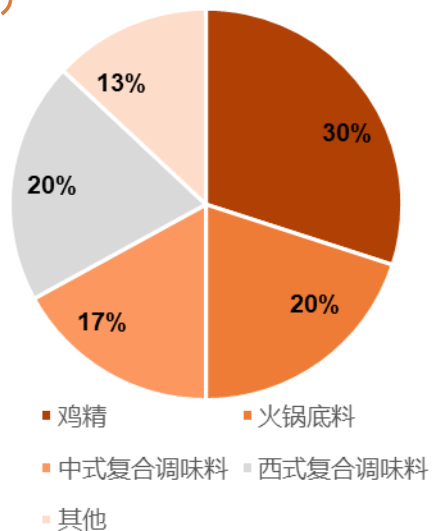


资料来源：前瞻经济学人，华经情报网，华经产业研究院，艾媒咨询，平安证券研究所

4.2.6 调味品：复合调味料细分品类多，餐饮连锁化推动需求扩容

- 行业集中度低，细分品类赛道多。**目前复合调味料中规模相对较大的细分品类主要有鸡精、火锅调味料、中式复合调味料、西式复合调味料等。其中鸡精品类发展较为成熟，CR5达到85%；火锅调味料CR3达到35%，集中度相对高；中式复合调味料CR3达到8%；西式复合调味料竞争分散，难以计算集中度。整体来看，复调行业竞争格局仍较为分散。虽各细分赛道皆有一定规模企业，但不同品类产品相差较大，不同赛道企业间并不产生直接竞争。定制西式复调品类竞争分散，行业正处于快速成长时期，未来集中度提升将成为行业内龙头公司成长的新动能。
- 餐饮连锁化趋势，推动复调需求端持续扩容。**复调下游直面终端餐饮，但由于我国中餐细分菜系种类较多，制作过程复杂且较为依赖厨师的烹饪手艺，产品标准化存在一定难度，因此我国餐饮行业连锁率较低，但随着人工、原料、租金等成本端的上升，打造餐饮连锁化实现降本增效愈发有必要。疫情之后餐饮连锁化进程加速，终端餐饮竞争激烈，推动复调需求端持续扩容。

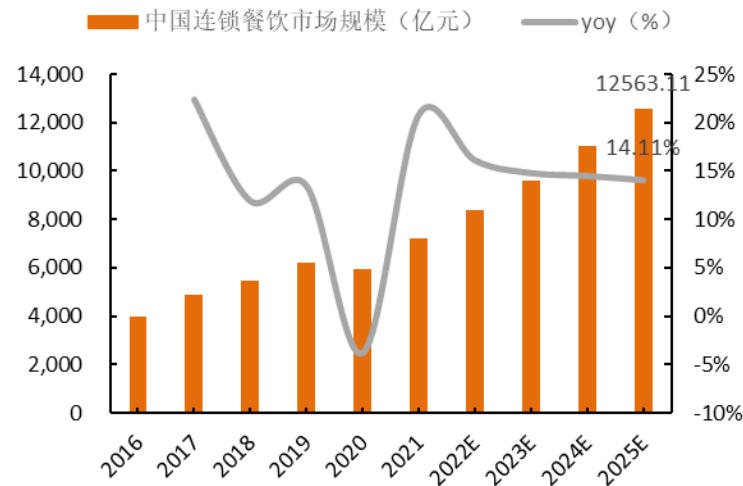
复合调味料细分品类市场规模占比（2021年）



2021年复和调味品各细分行业情况

细分品类	2016-2021CAGR	行业集中度	代表产品	代表公司
鸡精	14.10%	CR5=85%	味精替代品	太太乐
火锅调味料	13.80%	CR3=35%	火锅底料、火锅蘸料	颐海国际、天味食品、红九九
中式复合调味料	16.50%	CR3=8%	特定菜式烹饪，如酸菜鱼等	天味食品、颐海国际、日辰股份
西式复合调味料	14.00%	竞争分散	西餐番茄酱、沙拉酱、炸鸡裹粉等	宝立食品、日辰股份

2016-2025E连锁餐饮市场规模及增速

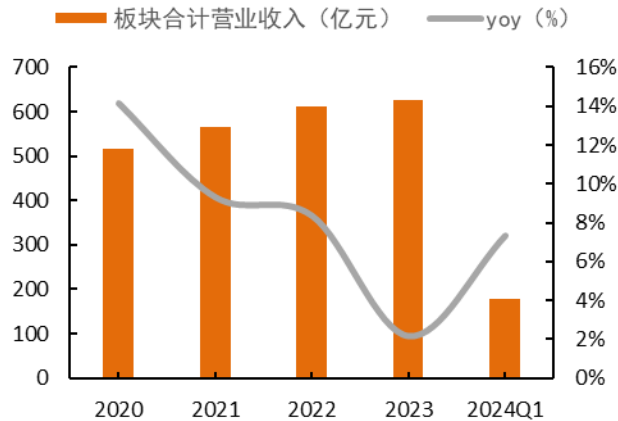


资料来源：前瞻经济学人，华经情报网，华经产业研究院，艾媒咨询，平安证券研究所

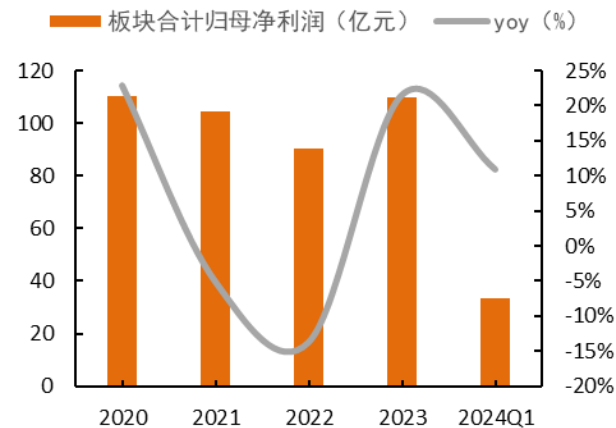
4.2.7 调味品：餐饮需求逐渐复苏，板块业绩稳步增长

- **需求逐渐恢复，板块业绩稳步增长。** 申万调味品板块2023年实现营收626.02亿元，同比增长2.15%；实现归母净利润109.71亿元，同比增长21.48%，受益于23年以来餐饮需求持续复苏、成本回落、渗透率提高、产品更新迭代、集中度提高以及经销商渠道库存恢复良性等因素，板块正持续恢复。板块24Q1实现营收179.42亿元，同比增长7.33%；实现归母净利润33.36亿元，同比增长10.87%，主要原因是下游餐饮需求渐进式复苏叠加企业23年持续深化改革红利释放。
- **费用率优化，带动企业盈利能力提升。** 2024Q1海天味业/中炬高新/千禾味业/宝立食品营收分别同比增长10.21%/8.64%/9.28%/15.72%，归母净利润分别同比变动11.85%/59.7%/6.66%/-20.36%。除宝立食品由于去年同期基数高且产品结构影响毛利率拖累整体盈利水平外，其他企业都有较大的营收、归母净利润增长，尤其是中炬高新凭借渠道变革、费用率优化，实现59.7%的归母净利润提升。

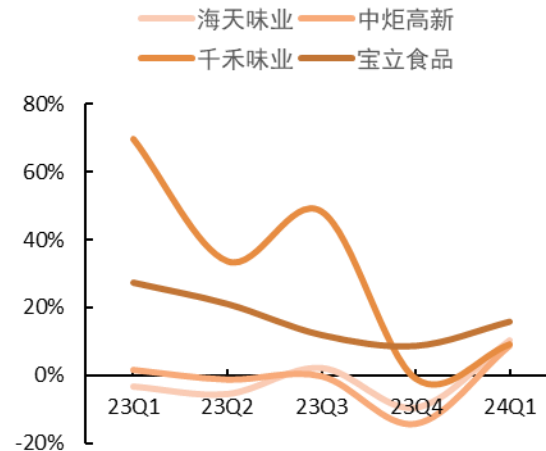
近年来申万调味品板块合计营业收入及增速



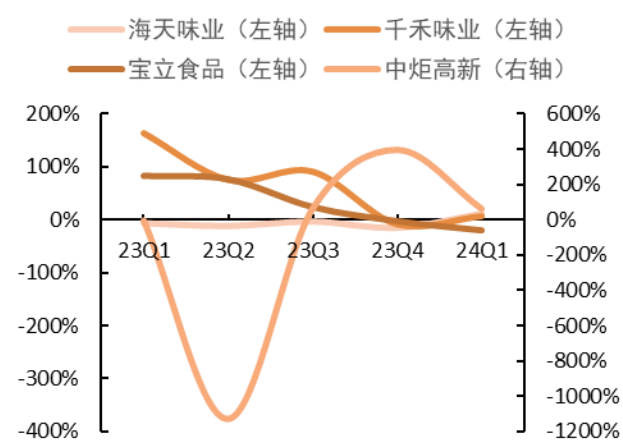
近年来申万调味品板块合计归母净利润及增速



主要企业单季度营收同比增速



主要企业单季度归母净利润同比增速



资料来源：ifind，平安证券研究所

4.2.8 调味品：成本、渠道结构影响毛利率，费用管控带动利润率提升

- **原材料降价、渠道结构调整导致盈利能力出现分化。**24Q1海天味业/中炬高新/千禾味业/宝立食品毛利率为37.31%/36.98%/35.96%/32.04%，其中受益于原材料、包材价格下行，海天味业、中炬高新毛利率正在改善，而千禾味业与宝立食品表现下滑分别是由于产品、渠道结构拖累和低毛利B端业务占比提升/新烘焙工厂产能仍在爬坡。在外部环境仍欠佳的大背景下，各公司费用均有所缩紧，降低广告费用投放并精准营销方向，同时聚焦费效比更高的渠道。24Q1海天味业/中炬高新/千禾味业/宝立食品净利率分别为25.06%/17.63%/17.32%/10.75%，中炬高新有序推进渠道变革净利率表现亮眼。

◎ 调味品板块主要企业单季度利润率及费用率拆解

		毛利率	yoy	净利率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy
		海天味业	34.74%	-0.95%	5.32%	-0.06%	5.05%	0.39%	22.97%
2023全年	中炬高新	32.71%	1.01%	8.90%	0.04%	10.86%	1.46%	33.80%	44.18%
	千禾味业	37.15%	0.59%	12.22%	-1.36%	6.56%	0.92%	16.54%	2.42%
	宝立食品	33.14%	-1.43%	14.64%	-0.61%	4.78%	-0.21%	13.14%	1.82%
		毛利率	yoy	净利率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy
2023Q4	海天味业	32.34%	-1.71%	22.97%	-1.25%	4.90%	-0.68%	2.69%	0.91%
	中炬高新	33.14%	1.49%	33.80%	44.18%	10.66%	0.73%	11.16%	5.83%
	千禾味业	35.40%	-4.36%	16.54%	2.42%	11.93%	-0.53%	3.31%	0.43%
	宝立食品	30.95%	-4.40%	13.14%	1.82%	15.69%	-0.09%	2.45%	-1.20%
2024Q1		毛利率	yoy	净利率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy
	海天味业	37.31%	0.38%	25.06%	0.37%	5.50%	0.27%	1.61%	0.00%
	中炬高新	36.98%	5.57%	17.63%	5.96%	7.73%	-0.85%	6.36%	-0.04%
	千禾味业	35.96%	-3.07%	17.32%	-0.43%	11.82%	0.12%	2.67%	-0.91%
	宝立食品	32.04%	-3.05%	10.75%	-3.79%	14.85%	-1.24%	2.37%	-0.14%

资料来源：ifind，平安证券研究所

4.2.9 调味品：相关标的

- **海天味业：**公司处于调味品行业的龙头领先地位，产销量均超过400万吨，名列行业第一。公司从产品、渠道、供应链等多维度持续改革，以维持巩固行业龙头地位。产品方面，公司持续加强产品创新，打造多元产品矩阵满足多元化市场需求，在维持酱油、蚝油及酱类三大核心业务基础上，持续发力食醋、料酒等新品类，借助调味品平台及渠道优势提升市占率。渠道方面，公司一方面增加餐饮渠道费用与SKU投放，不断拓展渠道深度；另一方面推动线上线下多渠道发展，加速零添加产品布局，持续优化产品结构，并精简供应商数量。供应链方面，公司利用数字化、智能化技术赋能产销一体化，力争降本增效。长期来看，公司作为调味品龙头，在品牌/产品/渠道方面竞争优势突出，市场份额加速提升，我们看好公司长期发展，维持“推荐”评级。
- **宝立食品：**公司不断进行渠道结构优化，大B端业务保持稳健增长，不断开发新品类满足客户要求，并逐步拓展中小B客户；同时公司发力发展C端业务，在维持线上高增的同时，加快线下渠道建设，成立线下团队，推动空刻意面进入零售商超货架，扩宽产品触达面。此外，公司还着手布局烘焙赛道，积极优化成本费用，以期长期高质量发展。总体而言，公司依靠稳固的B端客户及意面龙头地位，有望在消费复苏确定性加强的背景下，进入上升通道，业绩增长可期。维持“推荐”评级。
- **千禾味业：**公司积极把握零添加市场红利，持续强化健康的品牌标签，零添加龙头低位逐渐凸显。一方面，公司零添加产品矩阵持续扩容，流通渠道进一步打开；另一方面，原材料、包材成本/运杂费率降低为公司毛利率提高提供助力。整体来看，在内部，公司愈发精准的费用投放与严格把控的费效比为企业优秀盈利能力打好基础；在外部，公司加快传统渠道招商铺货，在西部大本营市场实现德定增速的同时积极拓展其他区域，并持续建设优化电商渠道，实现多渠道前面铺设。我们看好公司不断提升运营效率和渠道竞争力，丰富产品矩阵，因地制宜提升公司核心竞争力。建议关注。



目录 CONTENTS

● 市场回顾：需求弱复苏，整体表现承压

● 成本下行盈利能力改善的板块：啤酒、乳制品

● 集中度持续提升的板块：白酒

● 受益下游需求逐渐修复的板块：预制食品、调味品

● 投资建议：建议关注成本下行、集中度提升、需求修复三条主线

5.1 投资建议：建议关注成本下行、集中度提升、需求修复三条主线

➤ 投资主线：

展望全年，我们认为消费市场具有韧性，复苏的势能正在蓄力，温和渐进式复苏或成为主基调；经过近三年持续调整，行业内中小企业加速出清，竞争格局有所优化。中长期视角看，随着宏观经济的改善，食品饮料行业消费将恢复繁荣，当前仍需关注政策落地的情况。建议关注成本下行、集中度提升、需求修复三条主线，维持食品饮料“强于大市”评级。

1) 成本下行盈利能力改善的板块，如啤酒、乳制品：

啤酒：成本红利贡献利润弹性，长期高端化步履不停。澳麦“双反”取消，包材价格持续环缓解，随着成本红利传导，2024年为啤酒成本红利兑现期。当前随着产品结构升级，啤酒企业吨价持续提升，长期啤酒高端化趋势仍将延续。推荐燕京啤酒、重庆啤酒，建议关注青岛啤酒。

乳制品：原奶价格持续下行，行业进入高质量增长阶段。随着原奶价格持续回落，成本压力将持续释放；随着行业竞争趋缓，企业费用投放有望继续趋于理性，支撑行业盈利能力持续提升。成本、费用共振，头部乳企将进入高质量增长阶段。推荐伊利股份，建议关注新乳业。

2) 集中度持续提升的板块，如白酒：

白酒：场景、价格带表现分化，治理持续优化。2024年消费整体承压，降级与升级并存，白酒份额持续向上市公司龙头集中，个股延续分化。分场景看，大众消费平稳；婚宴虽有下滑，但其他宴席贡献增量，整体需求具备韧性；商务消费仍待复苏。分价格带看，高端需求刚性，次高端有所承压，100-300元大众价格带表现更优。展望未来，各大酒厂持续推进渠道变革，持续提高分红比例，治理能力极大提升。1Q24白酒业绩开门红，为全年目标实现奠定良好基础，建议布局业绩稳健的龙头以及自身经营周期存在阿尔法的标的。推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘、金徽酒。

3) 受益下游需求逐渐修复的板块，如预制食品、调味品：

预制食品：长期受益于餐饮连锁化，龙头竞争优势显著。当前餐饮行业景气度正在逐渐改善，大B复苏斜率先于小B。预制食品能够有效提高出餐效率，改善成本结构，长期受益于下游餐饮企业的连锁化率的提升。推荐安井食品、千味央厨；建议关注三全食品。

调味品：行业去库存接近尾声，内部管理改善。当前下游社会餐饮消费基本盘正在修复，行业去库存接近尾声，加上成本进入下行通道，调味品行业正在走出低谷，重回稳步发展期。推荐海天味业、宝立食品，建议关注千禾味业。

5.2 投资建议：重点公司盈利预测

股票代码	股票简称	6月20日	EPS (元)			PE (倍)			评级
		收盘价 (元)	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600519.SH	贵州茅台	1500.10	59.49	70.57	82.85	25.2	21.3	18.1	推荐
000858.SZ	五粮液	132.20	7.78	8.71	9.75	17.0	15.2	13.6	推荐
600809.SH	山西汾酒	224.22	8.56	10.71	13.10	26.2	20.9	17.1	推荐
000568.SZ	泸州老窖	151.56	9.00	11.06	13.30	16.8	13.7	11.4	推荐
002304.SZ	洋河股份	86.14	6.65	7.19	8.09	13.0	12.0	10.6	推荐
000596.SZ	古井贡酒	225.21	8.68	11.27	14.16	25.9	20.0	15.9	推荐
603369.SH	今世缘	48.01	2.50	3.07	3.76	19.2	15.6	12.8	推荐
603198.SH	迎驾贡酒	59.63	2.86	3.64	4.57	20.8	16.4	13.0	推荐
600702.SH	舍得酒业	67.06	5.32	6.17	7.10	12.6	10.9	9.4	推荐
603919.SH	金徽酒	19.26	0.65	0.81	1.02	29.7	23.8	18.8	推荐
600600.SH	青岛啤酒	74.90	3.13	3.69	4.22	23.9	20.3	17.7	/
600132.SH	重庆啤酒	62.01	2.76	2.95	3.17	22.5	21.0	19.6	推荐
000729.SZ	燕京啤酒	9.07	0.23	0.33	0.40	39.6	27.9	22.7	推荐
600887.SH	伊利股份	25.65	1.64	2.16	1.90	15.7	11.9	13.5	推荐
002946.SZ	新乳业	9.16	0.50	0.66	0.82	18.3	13.8	11.1	/
603345.SH	安井食品	76.56	5.04	5.75	6.83	15.2	13.3	11.2	推荐
001215.SZ	千味央厨	30.67	1.35	1.78	2.32	22.7	17.2	13.2	推荐
603288.SH	海天味业	35.02	1.01	1.11	1.22	34.6	31.6	28.8	推荐
603027.SH	千禾味业	14.33	0.52	0.63	0.76	27.8	22.7	18.9	/
603170.SH	宝立食品	12.70	0.75	0.77	0.88	16.9	16.4	14.4	推荐

风险提示

➤ 风险提示：

- 1) **宏观经济波动影响：**白酒等子行业受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；
- 2) **消费复苏不及预期：**宏观经济增速放缓下，国民收入和就业都受到一定影响，短期内居民消费能力及意愿复苏可能不及预期，从而影响消费板块复苏。
- 3) **食品安全问题：**食品安全关乎消费者人身安全，是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响，行业恢复或将需要较长时间；
- 4) **原材料波动影响：**食品行业能通过提价一定程度上缓解原材料上涨的影响，但原材料上涨过大将影响行业毛利率情况；
- 5) **行业竞争加剧风险：**竞争格局恶化会一定影响食品饮料行业的价体系，对行业造成不良影响。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。