

供需矛盾缓解

—食品饮料行业 2024 年度策略

核心观点:

- **2023 年复盘：需求复苏不及预期，企业基本面分化。**受消费复苏偏弱影响，2023 年食品饮料板块估值震荡下行。**白酒板块：**2023 年供需矛盾加剧，渠道库存进一步累积，批发价格低迷、终端零售成交价下行；上市公司基本面表现分化，高端酒、部分地产酒表现稳健，泛全国次高端品牌承压。**啤酒板块：**消费环境低迷背景下，高端化升级趋势延续，但下半年以来的销量低于预期使板块股价回调、估值下杀。**非酒板块：**需求复苏力度有限、渠道结构变革与部分行业去库存致板块改善节奏偏慢，且消费分级的特征明显。
- **2024 年展望：供需矛盾明显缓解。**基于我们宏观团队对经济的判断，我们认为 2024 年板块总需求将较 2023 年好转，其中下半年复苏情况或好于上半年。
- **白酒板块：**市场对行业判断主要基于需求变化，我们认为茅台引领的价升将减轻行业量增压力，供需矛盾将较 2023 年明显缓解。此外我们观察茅台酒价与美国 10 年期国债收益率负相关，基于宏观团队对 2024 年美联储降息的判断，我们认为 2024 年茅台酒市场价有望上行，将带动行业加速走出低迷期。由于品牌库存消化节奏不一，预期上半年维持分化局面，建议维持高端酒、优质地产酒的配置；下半年分化趋于收敛，部分泛全国次高端品牌将有更好弹性。
- **啤酒板块：**市场预期 2024 年啤酒销量稳定，我们认为下游餐饮终端洗牌后啤酒销量有望恢复，我们对明年销量预期更乐观；我们预计 2024 年产品升级趋势将持续，同时大麦成本预期下降将贡献更多利润弹性。啤酒板块中长期逻辑未变，边际上 2024 利好因素更多，估值已至合理水平，建议增配。
- **非酒板块：**展望 2024 年，不同于市场主要关注成本端的改善，我们更看好需求端改善。建议关注四条投资主线：1) 消费分级大时代，具备高性价比产品或强供应链能力的公司有望延续较好增长；2) 把握渠道变革趋势，偏制造型的零食企业凭强产品力与品牌价值能够捕捉新兴渠道红利，低温区域乳企凭奶源优势与近场渠道壁垒有望实现超额收益；3) 关注健康化与强功能化细分赛道，如益生菌/零添加调味品/运动饮料/咖啡等；4) 细分领域头部企业，2023 年经历较充分的调整，有望受益于宏观经济复苏+成本回落红利+低估值修复。
- **投资建议：白酒板块，**上半年建议维持高端酒、优质地产酒配置，推荐贵州茅台/泸州老窖/山西汾酒/迎驾贡酒/古井贡酒/今世缘；下半年推荐前期承压的泛全国次高端品牌，推荐水井坊/舍得酒业。**啤酒板块，**推荐青岛啤酒/燕京啤酒/百润股份，建议关注重庆啤酒。**非酒板块，**建议关注东鹏饮料/安井食品/天味食品/中炬高新/宝立食品/新乳业/伊利股份/李子园/欢乐家/海天味业。
- **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
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600809	山西汾酒	8.6	10.5	13.2	25.3	20.7	16.5	推荐
603198	迎驾贡酒	2.8	3.5	4.3	22.9	18.3	14.9	推荐
002568	百润股份	0.9	1.1	1.4	10.5	8.1	6.4	推荐
605499	东鹏饮料	5.1	6.6	8.3	36.1	27.8	22.1	推荐
600887	伊利股份	1.7	1.9	2.2	15.0	13.3	11.5	推荐

资料来源: wind, 中国银河证券研究院。注: 数据截至 2023 年 12 月 15 日。

- **风险提示：**宏观经济持续低迷使白酒需求不佳的风险，啤酒成本改善使行业费用竞争加剧的风险，大众品企业第二增长曲线表现不及预期的风险。

食品饮料行业

推荐

维持评级

分析师

刘来珍

☎: 021-20252647

✉: liulaizhen_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523040001

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070002

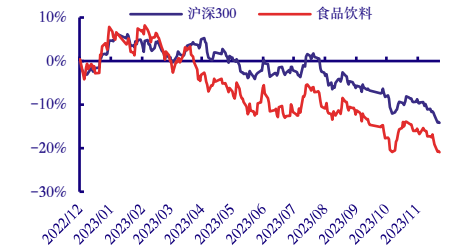
研究助理 韩勉

☎: 010-80927653

✉: hanmian_yj@chinastock.com.cn

行业数据

2023-12-15



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

目 录

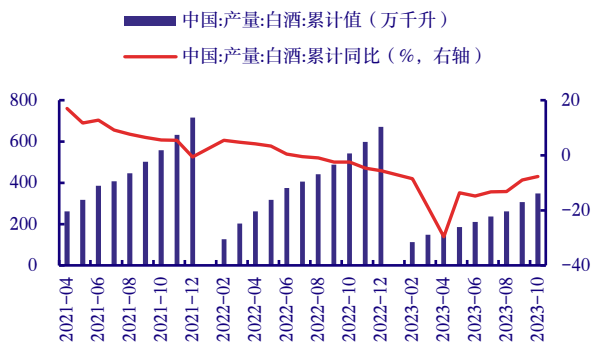
一、白酒板块：2024 年供需矛盾将明显缓解.....	3
（一）行业周期节奏：本轮调整渐近尾声，2024 年供需矛盾将明显缓解.....	3
（二）行业格局变化：未来分化趋势视需求复苏强度而定.....	5
（三）个股逻辑.....	7
二、啤酒板块：结构升级持续推进，静待复苏.....	12
（一）2023 年回顾：销量短期波动，高端化趋势延续.....	12
（二）2024 年展望：渠道修复拉动销量回升，利润弹性空间较大.....	14
（三）重点公司推荐.....	17
三、软饮料：把握品类景气轮动与单品铺货贡献的 α 红利.....	18
（一）2023 年复盘：功能饮料、无糖茶等复苏节奏领先.....	18
（二）2024 年展望：把握品类景气轮动与单品铺货共振下的投资机会.....	19
（三）投资方向与重点公司.....	22
四、调味品：复苏斜率有望抬升，关注渠道修复与品类升级.....	24
（一）2023 年复盘：整体弱复苏，内部分化明显.....	24
（二）2024 年展望：复苏斜率有望抬升，关注渠道修复与品类升级.....	25
（三）投资方向与重点公司.....	29
五、预加工食品：关注 B 端具备强供应链能力的企业.....	31
（一）2023 年复盘：业绩稳健增长，B 端复苏更明显.....	31
（二）2024 年展望：关注 B 端具备强供应链能力的企业.....	32
（三）投资方向与重点公司.....	33
六、乳制品：成本端宽松背景下关注需求复苏节奏对板块的催化.....	34
（一）2023 年复盘：需求端温和复苏，成本端弹性释放.....	34
（二）2024 年展望：成本端宽松背景下关注需求复苏节奏对板块的催化.....	35
（三）投资方向与重点公司.....	36
七、休闲食品：渠道去中心化推动制造型企业快速成长.....	37
（一）2023 年复盘：渠道去中心化推动制造型企业迎来高景气.....	37
（二）2024 年展望：渠道变革趋势延续，制造型企业重回荣光.....	38
（三）投资方向.....	39
八、投资建议.....	40
（一）板块震荡下行，Q3 机构持仓数据回升.....	40
（二）重点公司盈利预测及估值.....	41
九、风险提示.....	43

一、白酒板块：2024 年供需矛盾将明显缓解

（一）行业周期节奏：本轮调整渐近尾声，2024 年供需矛盾将明显缓解

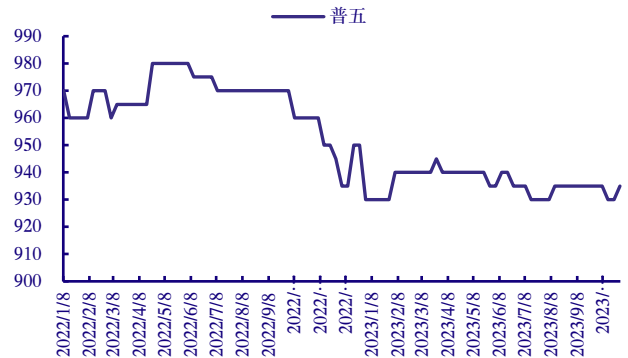
2023 年白酒消费未如预期般反弹。销量方面，2023 年 1-10 月规模以上白酒企业产量累计同比-7.7%，前 10 月累计下滑幅度仅次于 2020 年；年内 3-5 月单月下跌幅度较大。价格方面，各价格带产品批发价格低迷；因酒厂加大了促进终端消费的费用支持力度，实际零售成交价下降。年内节奏方面，Q1 受益于疫情放开后的如宴席等部分消费需求回补，上市公司业绩表现和渠道反馈积极；但 4 月之后，五一、端午等节点消费状况较为一般，Q2 即感受到需求遇冷和库存压力；夏季白酒消费淡季，部分品牌批价和库存情况悲观；中秋国庆需求状况整体较为平淡，但部分产品批价已从前期低估有所回升，库存压力也有所缓解。

图1：规模以上白酒企业产量及同比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

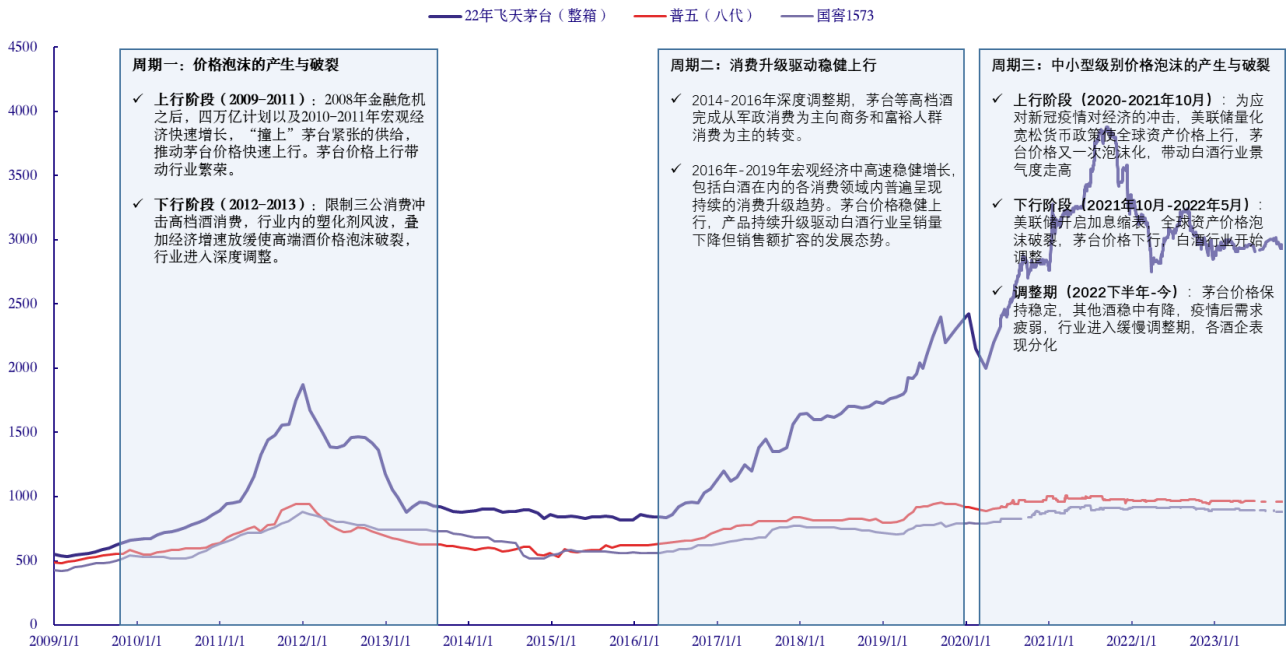
图2：第八代五粮液批价（单位：元）



资料来源：百荣酒价，中国银河证券研究院

自 2020 年白酒板块股价大幅上涨之后至今，已经横盘调整 3 年，属于一个中期级别的调整，2023 年板块行业表现放在历史周期中看更加清晰。结合白酒行业量价数据，2009 年以来行业经历几个周期阶段。2020 年以来的本轮周期波动，我们认为是在疫情和全球货币因素影响下经历了一轮中小型级别的价格泡沫产生和破裂过程，主要是茅台酒市场价格的上行和回落，带动了白酒行业的阶段性繁荣、低迷和库存累积。飞天茅台批价于 2021 年 10 月见顶回落，其他品牌单品批发价格普遍从 2022 年下半年开始回落。价格趋势的逆转与库存的超额累积相伴相行。2023 年需求复苏乏力，而我们观察上市酒企 2023 年的业绩增长目标仍然较为积极，高端品牌延续了去年或近两年的增长目标，全国次高端品牌整体也较为积极，部分地产酒品牌甚至较以往提高了其业绩增速目标。这些目标通常在前一年的 11-12 月制定下来，而彼时刚刚放开疫情管控政策，企业对 2023 年消费复苏展望乐观。因此 2023 年处在一个周期下行期，供给端乐观而需求端疲弱，**2023 年供需矛盾加剧**。

图3：2009年以来白酒行业几个发展周期阶段



资料来源：今日酒价,中国银河证券研究院

表1：近3年部分上市白酒企业营收目标增速及完成情况

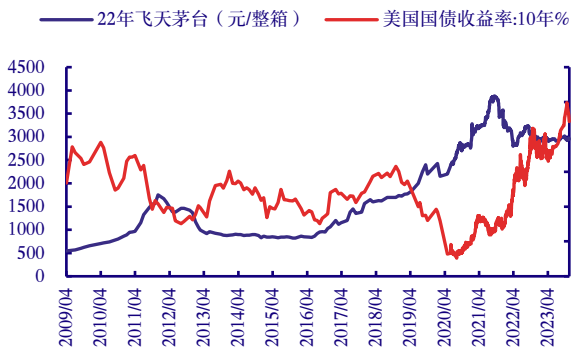
分类	公司	业绩	2021	2022	2023
高端	贵州茅台	目标营收增速	11%	15%	15%
		业绩是否完成	✓	✓	
	五粮液	目标营收增速	两位数增长	两位数增长	继续保持两位数稳健增长
		业绩是否完成	✓	✓	
	泸州老窖	目标营收增速	15%	15%	15%
		业绩是否完成	✓	✓	
全国次高端	山西汾酒	目标营收增速	30%	25%	20%
		业绩是否完成	✓	✓	
	洋河股份	目标营收增速	10%	15%	15%
		业绩是否完成	✓	✓	
	舍得酒业	目标营收增速		股权激励：+19.5%	股权激励：22.4%
		业绩是否完成		✓	
水井坊	目标营收增速	43%	15%	2022年Q4和2023年Q1主要目标是降低社会库存，从2023Q2开始营收恢复增长，并预期从2023Q3开始营收恢复双位数增长。全年营收、净利润同比2022年保持增长。	
	业绩是否完成	✓	×		
地产酒	古井贡酒	目标营收增速	17%	15%	20%
		业绩是否完成	✓	✓	
	今世缘	目标营收增速	15%-28.9%	17-25%	27%
		业绩是否完成	✓	✓	
	老白干酒	目标营收增速	10%	12%	11%
		业绩是否完成	✓	✓	
金徽酒	目标营收增速		21%	40%	24%

伊力特	业绩是否完成	×	√	
	目标营收增速	28%	21%	54%
	业绩是否完成	×	×	

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

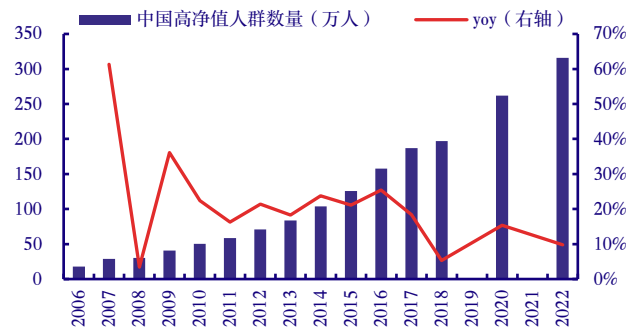
但是展望未来，我们判断 2024 年行业供需矛盾将明显缓解，2023 年或是本轮调整的尾声。有利的因素包括：1) 白酒需求与宏观经济状况紧密相关，基于宏观经济预测，我们认为 2024 年白酒需求好于 2023 年。2) 我们观察茅台酒的价格与美国 10 年期国债呈负相关关系，例如 2020 年美联储降息使全球资产价格上行，茅台酒由于具备收藏需求引起的金融属性，在此期间批发和零售价格也快速上行。当前美联储利率处于历史高位，全球资产价格受压制，我们宏观团队展望明年美联储利息下行，我们认为彼时将带动茅台批发价格重新上行。茅台酒价格上行将带动行业景气复苏，包括渠道商信心的恢复，因为现阶段价格对行业而言是最重要的变量。3) 茅台在 2023 年 11 月初提高了飞天茅台出厂价格，五粮液是否跟随提价尚未确定。由于现阶段价格成为名优白酒商业模式最重要的因素，我们认为更多的酒厂有望通过提高出厂价缓解量增压力，行业供需格局将会好转。此外，上市酒企制定的 2023 年业绩目标相对积极，在感知到 2023 年疲弱的需求之后，我们判断酒企在制定 2024 年的目标时将趋于保守。部分高端品牌在 9-10 月渠道库存已经回到正常水平。若供给端压力减轻，叠加需求复苏，2024 年将是供需矛盾明显缓解的一年。4) 从周期调整所用时长角度，我们认为 2020-2023 年这轮周期波动的低谷期用时应该短于 2010-2015 年这轮周期的低谷期。本轮周期波动的低谷期从 2022 年或下半年至今已历时 1.5-2 年，调整的核心就是价格和库存；而在上一轮 2014-2015 年低谷期历时 2 年，调整的不仅仅是价格，还涉及到需求结构的重大调整，酒企需要找到新的主力消费群体并建立与之匹配的销售渠道和营销方式，所需时间较长。我们认为 2016 年以来驱动白酒行业发展的消费升级力量并没有终止，只是在近两年受疫情和经济波动影响短期回撤，中长期仍然会回归到该趋势中。酒企对于消费升级驱动的发展模式已经打法娴熟，行业秩序和格局也较为清晰，因此不涉及到经营方向的重大调整；仅需合理布局产品线，等待需求好转，以及更为精准定位需求、缩短酒厂与 C 端消费者的距离等战术调整。

图4：飞天茅台批价（单位：元）与美国 10 年期国债利率



资料来源：今日酒价，美联储，中国银河证券研究院

图5：中国高净值人群数量及同比增速



注：2020、2022 年高净值人口数量增速为 2 年复合增速。
资料来源：招商银行，中国银河证券研究院。

（二）行业格局变化：未来分化趋势视需求复苏强度而定

2022 年下半年起行业压力加大，品牌呈分化发展趋势，分化趋势在 2023 年延续。表现为：1) 高端酒和部分地产酒业绩增长稳定性好。前者因为品牌力强，后者因为在基地市场具备良性动销基础，同时也符合需求端阶段呈现 K 型消费的特征（高端和中低端价位需求相对较好）。2) 泛全国次高端酒企承压。因在此前行业景气阶段，公司业绩增长较大比例来自于全国市场的招商铺货，在行业承压之下招商推进困难。但也有例外，例如山西汾酒，受益于较强的品牌发展势能和良好的产品矩阵。3) 茅台

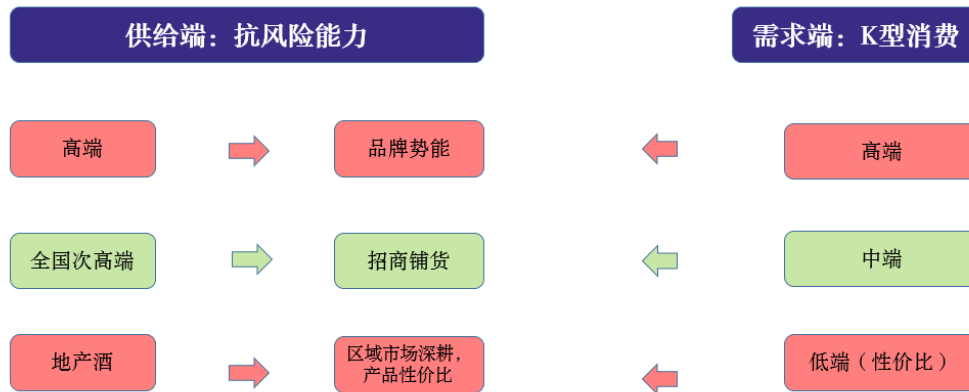
以外的酱酒企业普遍承压，表现为渠道库存较高、批价下降幅度较大。因该行业尚处于成长期，渠道发展和价格管理能力不成熟，在 2020-2021 年茅台价格快速上行带动下发展过热，价格趋势逆转之后面临去杠杆、去库存调整。4) 百元以下的低档酒，呈现光瓶替代低端盒装、以玻汾为标杆大单品化运作的发展趋势。

图6：2022 年以来白酒上市公司季度收入同比增速

分类	公司	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
高端	贵州茅台	18%	16%	15%	17%	19%	20%	13%
	五粮液	13%	10%	12%	10%	13%	5%	17%
	泸州老窖	26%	24%	22%	16%	21%	30%	25%
全国次高端	山西汾酒	44%	0%	33%	50%	20%	32%	14%
	洋河股份	24%	17%	18%	6%	16%	16%	11%
	舍得酒业	83%	-16%	31%	6%	7%	32%	8%
	水井坊	14%	10%	7%	-25%	-40%	2%	21%
	酒鬼酒	86%	5%	2%	-27%	-43%	-32%	-37%
地产酒	古井贡酒	28%	30%	22%	25%	25%	27%	23%
	今世缘	25%	14%	26%	28%	27%	31%	28%
	迎驾贡酒	37%	2%	24%	16%	22%	29%	22%
	口子窖	12%	-8%	6%	-2%	21%	34%	5%
	老白干酒	20%	25%	28%	-5%	10%	10%	13%
	金种子酒	17%	3%	-19%	-8%	25%	31%	43%
	金徽酒	39%	12%	-9%	1%	27%	21%	48%
	伊力特	15%	5%	-60%	-33%	19%	-6%	144%
	天佑德酒	11%	-14%	-23%	-14%	-6%	53%	44%
低档酒	顺鑫农业	-29%	-30%	7%	-21%	5%	-19%	0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图7：行业低迷期白酒品牌分化的逻辑



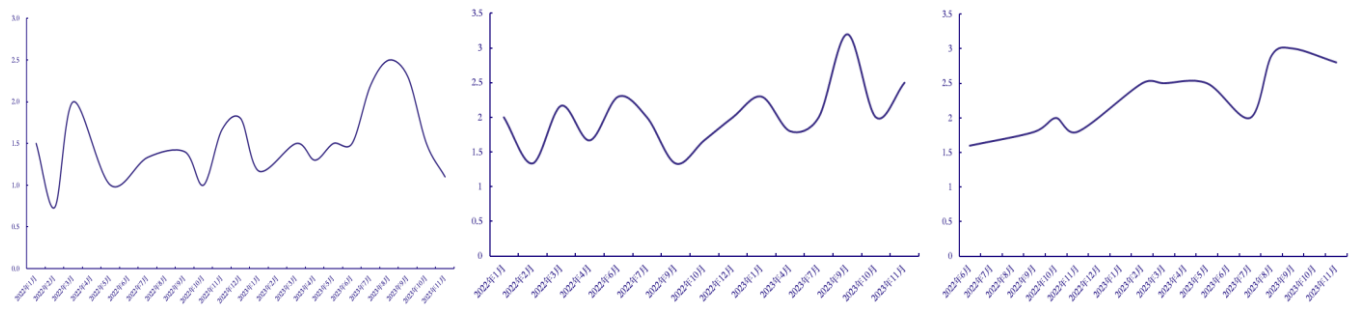
注：红色表示有利，绿色表示不利。资料来源：中国银河证券研究院

需求和库存是影响板块各品牌短期表现的主要变量。目前白酒行业需求整体处于平稳阶段，分场景表现为疫情政策放开后宴席回补效应已经过去、趋于常态化消费中，礼赠需求因居民商品消费支出意愿保守而较为平淡，商务消费需求仍承压于经济活跃度。库存方面，高端酒库存在中秋国庆旺季消化之后已处于常态合理水平；部分次高端品牌库存尚需进一步消化；地产酒由于今年业绩成长性较好以及来年冲刺更高销售规模目标的诉求，处于加库存过程中；酱酒去库存仍需时日。分化趋势在 2023 年前三季度已然明了，Q4 不存在太多预期差：我们认为有希望完成年度业绩目标的品牌将会按照目标平稳推进，最终实际达成不会超目标太多，为明年蓄力；前三季业绩较目标落差较大的品牌仍将继续调整。展望 2024 年，如果需求改善速度较为平缓，则分化趋势持续，那么我们建议仍以高端酒、优质地产酒企的业绩稳健性为先；若需求明显改善，居民消费支出意愿和经济活跃度明显提升，分化程度将趋于收敛，前期承压的泛全国地产酒品牌将呈现更大的业绩弹性。结合宏观判断，我们预期白酒上

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

半年维持 2023 年的分化局面，建议维持高端酒、部分优质地产酒的配置；下半年分化预计趋于收敛，届时部分泛全国次高端品牌将有更好的弹性。

图8：高端、全国次高端、地产酒代表性品牌的渠道库存周期变化趋势（单位：月）



资料来源：中国银河证券研究院

图9：2023 年增长目标与完成情况

分类	公司	2023年度营收增长目标	23Q1-Q3营收增速	1Q23营收增速	2Q23营收增速	3Q23营收增速	23Q4按公司目标计算所需增速
高端	贵州茅台	15%	17%	19%	20%	13%	10%
	五粮液	两位数稳健增长	12%	13%	5%	17%	8%
	泸州老窖	15%	25%	21%	30%	25%	-9%
全国次高端	山西汾酒	20%左右	21%	20%	32%	14%	16%
	洋河股份	15%	14%	16%	16%	11%	20%
	舍得酒业	股权激励：+22.4%	14%	7%	32%	8%	51%
	水井坊	2022 年第四季度和 2023 年第一季度的主要目标是降低社会库存，从 2023 年第二季度开始营业收入恢复增长，并预期从 2023 年第三季度开始营业收入恢复双位数增长。2023 年全年的净利润与营业收入同比 2022 年保持增长。	-5%	-40%	2%	21%	25%
	酒鬼酒	-	-39%	-43%	-32%	-37%	-
	古井贡酒	20.26%	25%	25%	27%	23%	5%
地产酒	今世缘	26.8%左右	28%	27%	31%	28%	19%
	迎驾贡酒	-	23%	21%	29%	22%	12%
	口子窖	股权激励：15%	18%	21%	34%	5%	6%
	老白干酒	11.11%	11%	10%	10%	13%	11%
	金种子酒	稳步增长	32%	25%	31%	43%	-
	金徽酒	24.25%	29%	27%	21%	48%	7%
	伊力特	54%	26%	19%	-6%	144%	170%
酱酒	珍酒李渡	20-30%	-	-	-	-	-
低档酒	顺鑫农业	-	-3%	5%	-19%	0%	-

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）个股逻辑

超高端：预计 2024 年茅台面临紧张的基酒供应

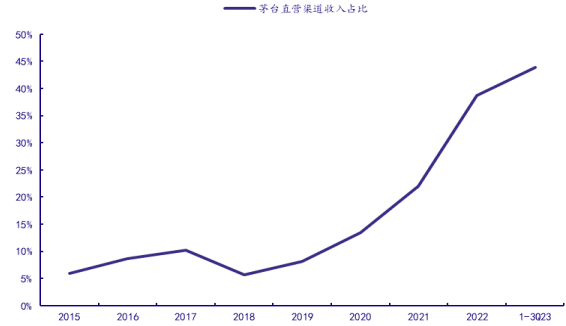
贵州茅台：茅台的业绩增长确定性较高，具备穿越周期的属性。一方面，茅台挖掘了多个业绩增长点，2022 年以来茅台通过加速直营渠道发展、提高非标茅台占比及成功推出千元价格带大单品茅台 1935 使公司业绩加速增长，2023 年此动力维持。根本上因为高端消费需求未被充分满足，茅台依然供不应求；而茅台的品牌影响力日益增强，强大的品牌赋能之下新品成功概率较高，尤其价格带向下产生“降维打击”效应。另一方面，大单品飞天茅台的提价落地。2023/11/1 公司提高了 53° 飞天茅台酒出厂价+20%左右，为 2024 年业绩增长贡献了更多确定性，预计收入增厚 7-8%。我们注意到 2018-2020 年茅台酒产量维持在 5 万吨左右增长不明显，按照+5 年推算 2023-2025 年茅台酒基酒供应相对紧张，我们预计 2024 年飞天茅台量增有限、主要靠价格提升拉动。在此情况下，依然需要“非标+直营+新品”的模式推动业绩增长。

图10：茅台价格（元）与产销量



资料来源：公司公告，今日酒价，中国银河证券研究院

图11：茅台直营渠道收入占比

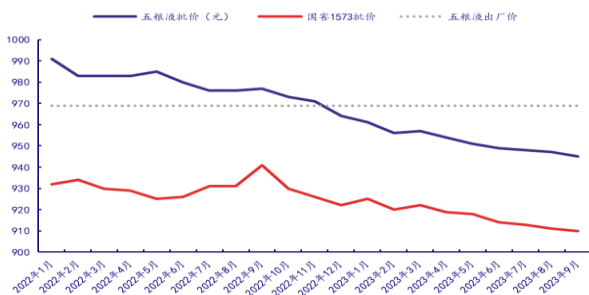


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

千元价格带：预计泸州老窖继续缩小与五粮液差距

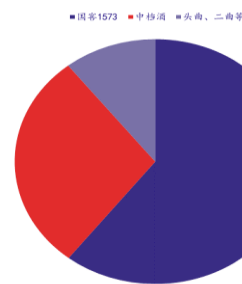
五粮液：五粮液批价在 2020-2021 年行业景气阶段并未突破 1000 元，证实了其具备商品属性、不具备金融属性。2022 年以来批价缓步回落，接近年底已回落至低于出厂价，部分经销商亏损；2023 年批价继续下行，经销商普遍面临价格倒挂。2023 年公司面临既要完成业绩增长目标，又要谨慎调节量价平衡的局面。五粮液因在 Q2 对部分经销商减量，报表增速放缓；在 Q3 加大投入促进动销，报表增速明显提升。中秋国庆期间，部分区域如成都、上海、江苏经销商反馈动销良好，年度任务已完成或接近尾声，库存较低；我们预计 Q4 将平稳推进全年增长目标的达成。目前在茅台已经提价的情况下，五粮液是否跟随提价成为关注点。如果提价，2024 年的量增压力将会减轻，销量需要配合提价动作落实；如果不提价，则需要销量增长支撑业绩增长目标，2021-2023 年公司均设定了两位数增长的目标，我们预计 2024 年仍将维持该增长目标基调。

图12：第八代五粮液与国窖 1573 批价（元）



资料来源：盛初咨询，中国银河证券研究院

图13：泸州老窖产品结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

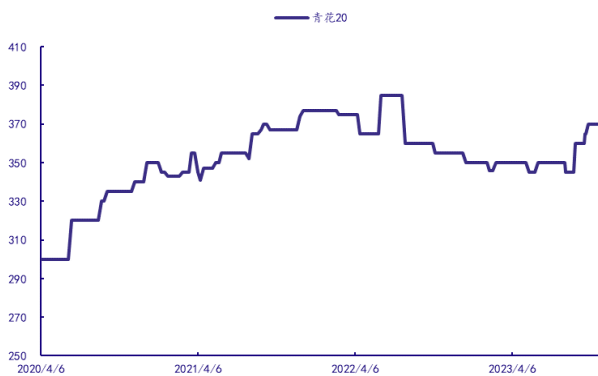
泸州老窖：1)公司的千元价格带大单品国窖 1573 在持续缩小与五粮液的差距。价格方面，在 2020-2021 行业上行期，国窖 1573 通过多次提价缩小了与普五的批价差距；在 2022 年以来的行业下行期，两者价差进一步缩小，目前差价在 35 元左右，高度国窖 1573 批价下行幅度小于五粮液。2023 年 8 月底国窖 1573 五码产品上市后，新品批价较老品走高。销量方面，虽然商务、团购需求占比相对更高，国窖 1573 收入在 2023 上半年仍然保持了 >+25% 的较高增速，其中量增为主，增速高于五粮液。我们认为这得益于公司更强的渠道管理能力，以及积极的渠道网点拓展动作。预计 2024 年将进一步缩小差距。2)公司的腰部价位产品在 2023 年受到一些价格压力，上半年控量保价，Q3 有所改善，预计 2024 年将进一步改善，部分重要单品如特曲 60 版将开始突破省外市场。整体而言，对比五粮液可能在 2024

年增长目标设定上面临考验,预计泸州老窖公司在优秀管理层带领下将保持 20%+的更快和更确定的业绩增长。

全国性次高端：汾酒势能延续，洋河等待改善

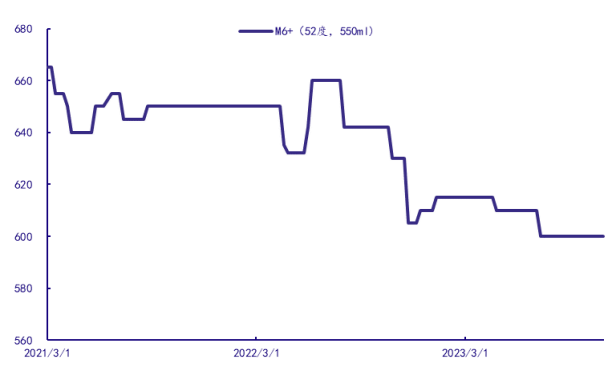
山西汾酒：汾酒在 2023 年展现了较强的业绩增长韧性。2023 年前三季度收入同比+20.8%，归母净利润同比+32.7%。多地市场动销和库存反馈良好。主力单品青花 20 的销售表现好于几乎所有其他次高端品牌，并在出厂价上调推动下实现了批价的逆势上行。尽管 2023 上半年有关于公司人事变动引起的担忧，公司以强劲的业绩增长和扎实的市场表现打消了此种忧虑。我们认为公司在 2023 年展现的增长韧性得益于：①公司的产品结构具备较强的抗周期属性，底盘产品玻汾近几年一直处于供不应求的状态，在今年在放量上适当微调；青花系列保持了较快发展势头；②基地市场强劲动销，环山西板块市场规模起势，长江以南市场拓展扎实推进；③品牌基因和品牌记忆重启；④有利的香型格局。我们预计汾酒将稳健完成 2023 年营收同比+20%左右的目标，2024 年继续保持 20%左右的稳健增长。

图14：汾酒青花 20 批价走势（元）



资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图15：洋河 M6+批价走势（元）



资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

洋河股份：洋河依靠蓝色经典系列产品的成功较早实现了市场全国化，近几年的业绩增长主要来自于产品升级推动。M6+是公司的资源投入重点，2019 年底推出，2022 年 M6+/M6 收入体量估计在 50 亿元左右。受商务消费需求疲弱影响，M6+批价自 2022 年下半年呈下降趋势，发货速度放缓，今年上半年延续控货状态，表现疲弱，Q3 动销有所改善。此外，洋河在省内市场受到今世缘的强有力竞争。洋河目前渠道库存稍高，我们预计其复苏节奏将相对滞后。

泛全国次高端：逆风收缩，等待顺风弹性

舍得酒业：舍得在 2020 年底复星入主后，公司管理改善带来经销商信心修复，叠加 2021 年行业处于景气阶段，公司大幅扩张经销商数量，使公司业绩高速增长。2022 年趋势巩固，业绩稳健增长，并推出新一期股权激励，针对未来 3 年制定了较为积极的增长目标。2023 年行业景气下行，尤其是公司大单品品味舍得以商务消费为主，需求有所承压，销售增速放缓；但是中低线产品舍之道、沱牌 T68 增长较快；区域市场方面前三季度省内收入增速好于省外，但省外收入占较大比例。公司对市场的管控较为严格，批价保持相对稳定，渠道承担一定库存压力。公司在行业逆风下追求成长，团队较为努

力；提出 Q4-明年重点做省会攻坚战，我们认为将推动公司业绩增长。若 2024 年需求好于预期，公司的业绩弹性会更大。

水井坊：由于销售渠道是大商制，厂家话语权比较弱，市场构成分布较散/没有在单一市场形成压倒性规模优势，因此业绩的顺周期属性比较强，可以作为次高端行业景气度的一个指标。Q2 库存调整至合理水平，业绩恢复同比小幅正增长；Q3 则进入到常态发货节奏，收入实现同比+21%的较快增长。2024 年的业绩表现仍然是顺周期，在上半年面临低基数。

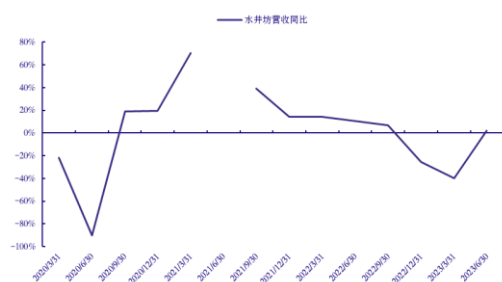
酒鬼酒：相较于舍得、水井坊的市场基础更薄弱一些。内参所处的千元价格带需要长期的消费者培育，省外市场尚未形成良性动销；因此经过招商汇量驱动的高速增长之后，行业景气周期逆转，批价下行，渠道扩张受阻，业绩回撤幅度较大。我们认为公司的调整尚需时日，有待于行业需求的全面好转。

图16：舍得酒业分地区和分产品销售收入

单位：百万元	2020	2021	2022	1-3Q23
舍得省内收入	1,656	3,157	4,045	3,468
YoY		90.6%	28.1%	11.2%
舍得省外收入	518	1,420	1,612	1,375
YoY		174.0%	13.5%	23.3%
舍得中高端酒收入	2,129	3,874	4,877	4,150
YoY	-3.3%	81.9%	25.9%	10.6%
舍得低档酒收入	221	703	780	693
YoY	158.2%	218.7%	10.9%	22.9%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图17：水井坊营收同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院。备注：剔除极值。

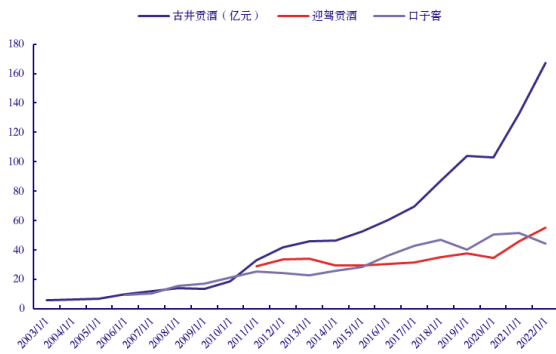
地产酒：省内市场抗风险+个股有α

徽酒板块：安徽省近几年的经济增长速度较快，安徽白酒市场呈持续消费升级趋势。在这个市场中产品升级节奏的把握是一个非常重要的事情。**古井贡酒**通过接续成功的大单品运作成为省内龙头，明显拉开了与第二三名的体量差距，也主导了省内次高端白酒的产品升级节奏。现阶段古 20 单品和全国化是公司主要看点，今年来看古 20 受行业环境影响增速有所放缓，这与洋河 M6+的情况有所类似；但古 8、古 16 产品受益于宴席销售火爆；全国化在稳步推进中。**迎驾贡酒**由产品周期驱动，因洞藏系列在 2020 年开始放量成长，今年依然表现不错；由于相较于竞品更高的利润、渠道网点扩张以及省内的消费升级力量推动下，预计 2024 年增长趋势持续。**口子窖**也在升级产品中，新品有待市场检验。

苏酒板块：苏酒也是一个比较好的板块市场，市场容量大，经济实力强，白酒产品升级节奏更早于徽酒板块，在今年偏弱的消费环境下抗风险能力较强，也受益于省内宴席消费回补。其中，**今世缘**预计 2023 年收入达百亿元，产品结构好、市场精耕细作、品牌影响力持续提升，企业向上发展的势能短期不会有太大变化，省内市占率将进一步提升；其在省外市场的拓展目前处于战略规划阶段，我们认为未来的有效突破也需要更好的需求环境助力。

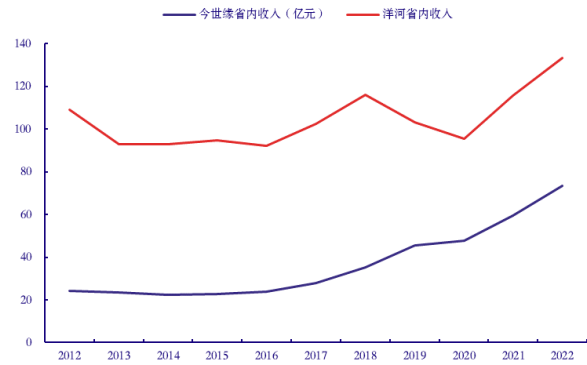
其他区域酒：其他区域酒板块主要是省内消费修复和省外扩张的逻辑。从今年前三季来看，**伊力特**疆内收入恢复反弹，省外增长力度偏弱，预计完成年初目标面临挑战。**金徽酒**省内收入增速较快，不仅有修复，还有市占率提升；省外市场也有较快增长；当然逆风之下的市场开拓，使公司加大了费用投放。

图18：三家徽酒收入规模对比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

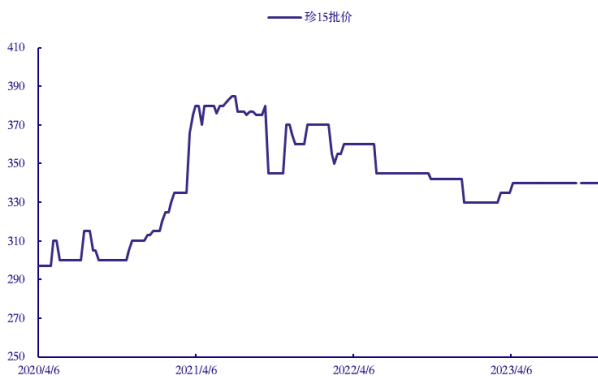
图19：洋河今世缘省内收入规模对比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

酱酒板块：酱酒行业仍处于成长期，2019-2021年阶段过热，现在处于去库存去杠杆的调整期。不同企业又处在不同的发展阶段，有周期位置差异。**珍酒**本身的增长诉求比较强，尽管行业在调整，今年公司通过灵活的经营策略实现了销售增长。但是我们认为公司也需要权衡好短期业绩增长和增长的可持续性，我们期待明年看到大单品的销售增长。

图20：珍酒珍15批价（元）



资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图21：珍酒品牌收入、量、价、毛利

百万元	2020	2021	2022	1H23
收入	1,346	3,488	3,823	2,306
YoY		159.2%	9.6%	14.9%
毛利	708	1,800	2,097	1,337
毛利率	52.6%	51.6%	54.9%	58.0%
销量（吨）	6,941	14,761	12,856	6,423
YoY		112.7%	-12.9%	-3.4%
单价（万元/吨）	19	24	30	36
YoY		21.9%	25.9%	18.9%

资料来源：中国银河证券研究院

低档酒：百元以下的市场，今年低端产品由于餐饮店倒闭潮、务工人口流动等因素销售承压。中高线光瓶酒例如**玻汾**销售较为稳健。**金种子**的头号种子在快速导入渠道中。产品提质升级、品牌光瓶酒替代低端盒装酒的发展趋势仍然是该市场的主要发展方向，我们预计2024年需求好转、渠道稳定后，将看到更多光瓶酒新品的成长。

二、啤酒板块：结构升级持续推进，静待复苏

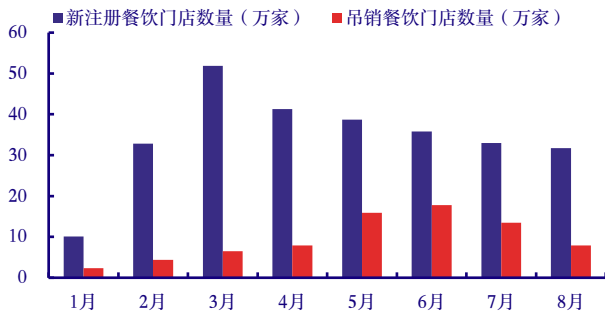
(一) 2023 年回顾：销量短期波动，高端化趋势延续

1、2023 年消费弱复苏背景下，啤酒板块销量短期内波动。

7-9 月产销量低于预期，未来有望回升。据国家统计局，2023 年 1-9 月规上啤酒企业实现产量 2993.3 万千升，同比+2.1%，但 7-9 月旺季出现下滑（7-9 月产量分别 yoy-3.4%、5.8%、-8.0%）。主要系：

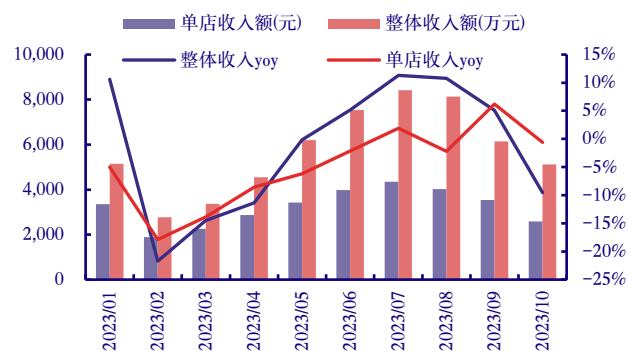
1) 下游餐饮渠道洗牌，线下消费场景修复仍需时间。2023 年 Q1 我国餐饮收入达 121.4 百亿元，同比增长 13.9%。淄博烧烤热、疫情管控放开带动餐饮、旅游业加速复苏，餐饮新增门店迅速增加。但由于下游消费恢复不及预期以及部分跟风餐饮门店缺乏运营经验，6-8 月关店率较年初上升，餐饮端调整导致啤酒现饮消费场景受损，旺季销量下滑。

图22：2023 年 6-8 月吊销餐饮门店数量较年初上升



资料来源：企查查，中国银河证券研究院

图23：2023 年 7-10 月啤酒门店收入增速下滑

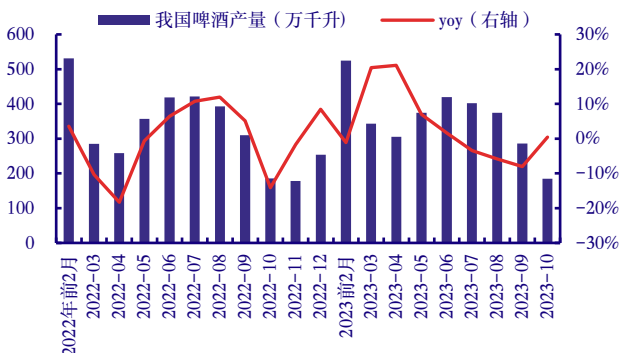


资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

2) 去年同期高基数效应。2022 年 7-9 月高温气候影响下，啤酒产量高基数(2022 年 7-9 月 yoy10.8%、12.0%、5.1%)。相比之下，2023 年夏季雨水较多，北方洪灾+南方台风抑制啤酒消费需求。

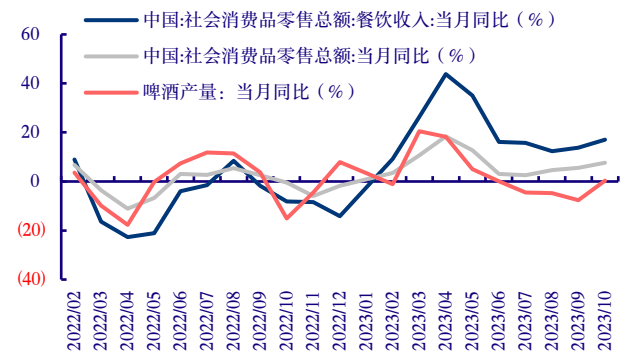
3) 消费恢复不及预期，渠道去库存压力高。上半年市场对销售回暖高预期，企业备货时间早，备货量高，造成渠道库存增加（反映在产量上，3-4 月产量分别 yoy+20.4%、21.1%），而实际消费场景恢复不及预期，导致 7-9 月普遍面临去库存压力。伴随 10 月高基数效应逐渐结束，啤酒产量同比 0.4%，已出现小幅回升。当前企业库存普遍处于良性水平，预计全年产量有望增长。

图24：2023 年 7-9 月我国啤酒产量下滑



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图25：啤酒产量与社会零售总额变动高度相关

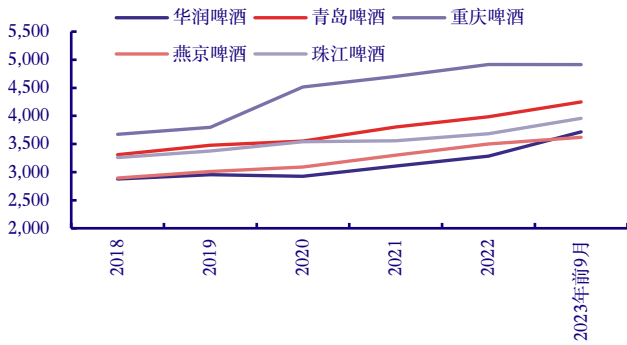


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

2、高端化结构升级的核心逻辑不变。

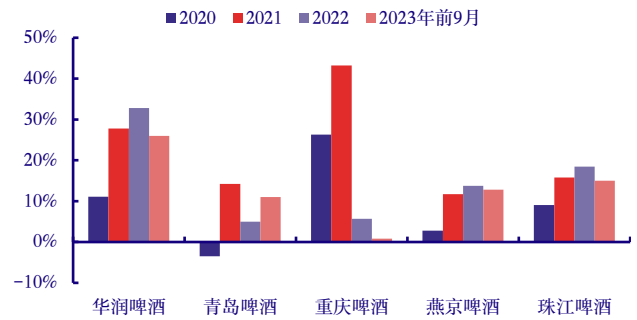
(1) **吨价持续上行。**2023 前三季度，龙头啤酒企业吨价均实现同比增长，华润啤酒受益于喜力品牌的高增长，吨价同比增长 11.4%（2023 中报数据），青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒吨价分别同比增长 6.2%/1.9%/3.8%/5.5%。单 2023Q3 来看，青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒吨价分别同比增长 7.6%/1.1%/4.1%/4.4%，产品结构持续升级。

图26：2018-2023 年我国规上啤酒企业吨价上升（元/吨）



资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

图27：头部酒企近年来中高档产品收入增速



注：高档产品收入采用各公司年报统计口径核算（华润啤酒：次高端及以上产品；青岛啤酒：中高端以上产品；重庆啤酒：高档产品；燕京啤酒：中高档产品；珠江啤酒：高档产品）

其中华润啤酒、燕京啤酒为 2023 年中报数据
资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

分价格带来看：

- ① **10 元以上价格带：短期内场景缺失制约销量，导致业绩分化。**短期看，2023 年线下夜场、餐饮等高端消费场景不及预期，一定程度上制约高档产品。如重庆啤酒 2023 年前三季度 10 元以上高档产品增速放缓至 0.8%（2022 年 yoy+6%），其中乌苏中低个位数增长，1664 中低个位数下滑，主要因乌苏主要销售的餐饮渠道恢复不及预期。但整体消费升级趋势没有改变，部分品牌在非即饮渠道表现亮眼，如华润啤酒旗下喜力品牌 2023 年上半年收入增速超 60%。整体来看消费者对高档啤酒的价格敏感程度低于低档啤酒及其他酒类（如均价更高的白酒），未来伴随渠道修复，高档啤酒发展趋势向好。
- ② **6-10 元价格带：价格带内产品升级趋势明显。**2018 年起，啤酒消费主流价格带逐渐由 4-8 元上移至 6-10 元，2023 年各公司通过产品升级、包装焕新等方式推动产品价格带上移。

表2：啤酒公司 6-10 元主流产品结构升级

公司	产品	价格（500ml/瓶）
华润啤酒	雪花纯生	6-7 元
	雪花全麦纯生（2023 年 2 月推出）	9 元
重庆啤酒	乐堡	8 元
	乐堡纯生焕新（2023 年 6 月推出）	9 元
燕京啤酒	燕京清爽	5 元
	燕京清爽焕新	6-7 元

资料来源：各公司官网，天猫旗舰店，中国银河证券研究院

- ③ **6 元以下价格带：产品结构持续上移，收入延续负增长。**2023 年各公司 6 元以下低档产品延续下行趋势，收入占比下降。

(2) **2023 年 1-9 月酒企高端化产品收入贡献高。**一方面，中高档产品收入占比稳步提升，另一方面，在消费弱复苏的环境下，中高档产品在业绩表现上呈现出一定的韧性，燕京啤酒、珠江啤

酒、华润啤酒、青岛啤酒高端产品（按各公司自行披露的口径计算）收入增速均高于啤酒全系列业务收入增速。

- ① **华润啤酒**：2023H1 公司次高端及以上啤酒销量同比增长 26.4%，其中喜力品牌增速超 60%，雪花纯生双位数增长。核心样板市场如福建、浙江和广东动销较好。公司于 9 月推出超高端烈性啤酒“醴”，推动超高端价格带“醴”系列产品进一步完善。
- ② **青岛啤酒**：2023 前三季度青岛啤酒主品牌销量同比增长 3.5%；其中中高端以上产品销量同比增长 11%。山东区域核心市场纯生及白啤销量增长迅猛。
- ③ **重庆啤酒**：2023 前三季度公司高档产品收入占比达 34%，其中东南沿海“大城市”高端化水平约为公司整体高端化水平的 2 倍。高档啤酒营收同比增速放缓，主要因现饮渠道恢复不及预期，导致乌苏、1664 等核心单品增速放缓。
- ④ **燕京啤酒**：2023H1 公司中高档产品占比达 65%。其中燕京 U8 上半年营收同比增长超 50%。
- ⑤ **珠江啤酒**：2023 年前三季度公司产品结构持续优化，高档产品纯生啤酒销量同比+15%，其中 97 纯生产品销量同比+33%。

图28：2019–2023 年各公司高档产品收入占比提高

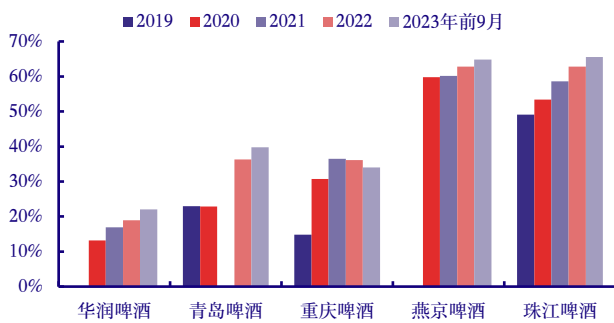
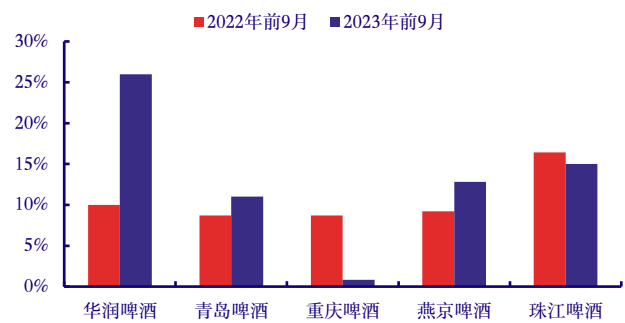


图29：2022、2023 年前 9 月公司高端产品收入增速



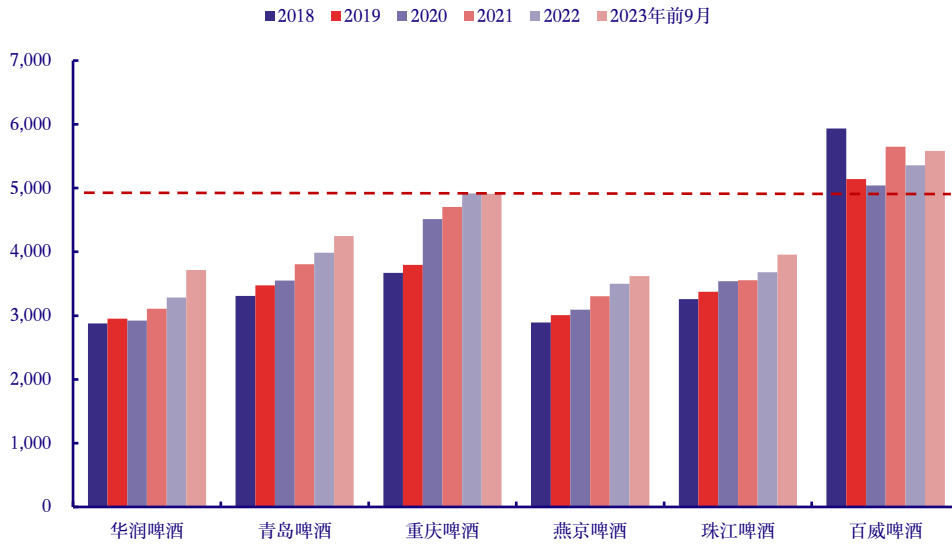
注：华润啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒为 2023 年中报数据
资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

（二）2024 年展望：渠道修复拉动销量回升，利润弹性空间较大

1、**高端化趋势延续，预计吨价维持中个位数增长。**对标海外品牌，目前我国啤酒头部品牌吨价在 3000+–4000+元/吨区间内，而百威亚太吨价已维持在 5000 元/吨以上，仍存在一定差距。我国高端化啤酒占比约 20%，而海外已达 40%左右，为我国的近 2 倍。我国啤酒吨价未来仍有较大上升空间，高端化趋势确定性高。从增速上来看，2018–2022 年我国规上啤酒企业吨价复合增速达 6.1%，其中华润啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒复合增速分别为 3.4%/4.8%/7.6%/4.9%/3.1%。2023 年前九月青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒吨价分别同比增长 6.2%/1.9%/3.8%/5.5%，预计 2024 年吨价将维持中个位数增长。

图30：我国酒企吨价水平与海外品牌仍存在显著差距（元/吨）

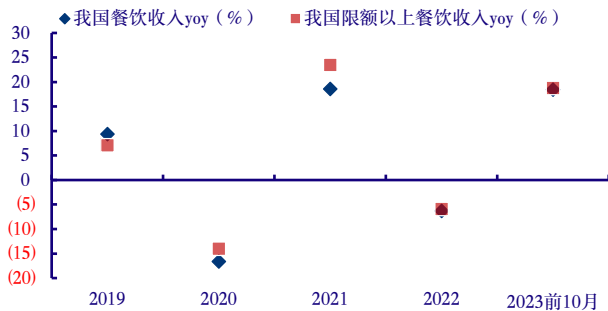


注：其中华润啤酒、百威啤酒为2023年中报数据
资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

2、线下渠道复苏，销量预期乐观。

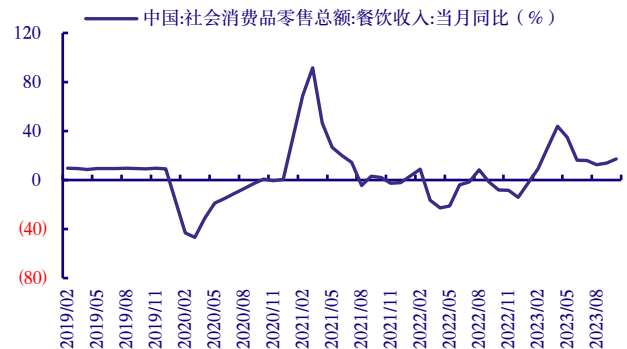
餐饮渠道整合接近尾声，产销量有望回升。2023年餐饮行业洗牌趋势显著，尾部小企业出清，头部企业并购重组趋势显著。从前10月数据来看，餐饮收入已恢复至2019年同期的113%，餐饮渠道整合接近尾声。另一方面，2020-2023年，限额以上餐饮企业收入相较于餐饮行业整体收入表现出更强的韧性，下跌时跌幅低于行业，增长时涨幅高于行业，预计伴随2024年餐饮行业资源整合，集中度进一步上升，渠道修复有望带动啤酒产销量回升。

图31：限额以上餐饮企业收入表现更具韧性



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图32：2023年10月餐饮收入同比增速回升



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

现饮渠道占比提高有望抬升企业利润空间。2019年我国啤酒行业现饮渠道占比约为51.4%，疫情期间该比例下降至40%左右，2023年现饮/非现饮渠道占比约为45:55。餐饮、夜场等现饮渠道产品溢价高，产品均价显著高于非现饮渠道，是高端化产品的主流渠道。根据美团平台上的价格数据测算，其中餐饮渠道溢价约50%，夜场溢价可达100%-200%，假定餐饮/夜场在现饮渠道内占比约8:2，以60%-80%的综合溢价率测算，现饮渠道占比上升至60%，大约能拉动公司收入+2.4%-2.9%。

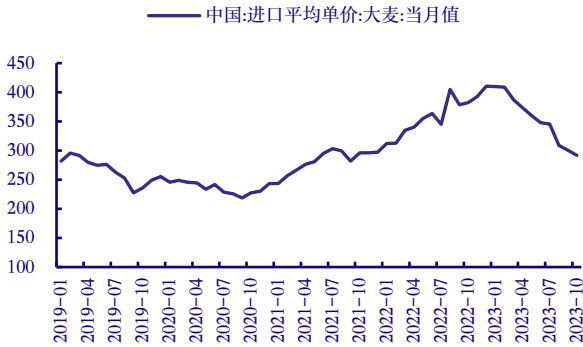
表3: 现饮渠道收入占比提高对企业收入变动情况预测

现饮渠道占比	45% (当前)	50%	55%	60%
对公司收入贡献		+2.4-2.9%	+4.7-5.3%	+8.0-8.8%

资料来源: 中国银河证券研究院

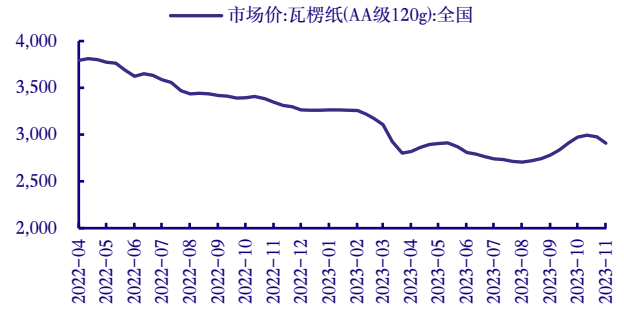
3、原料成本有望回落，利润端展现弹性。从成本端看，年初至今进口大麦市场价格高位回落，8、9、10月大麦进口单价分别同比下降24%、21%、24%。包材方面，玻璃、铝价保持平稳，瓦楞纸价格有所下降。伴随澳麦双反政策取消，2024年企业成本端压力有望减轻，叠加包材方面成本下行趋势，2024年啤酒企业利润有望表现出较大弹性。

图33: 2023年大麦价格回落(美元/吨)



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

图34: 2023年瓦楞纸价格处于低位(元/吨)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图35: 2023年玻璃价格平稳(元/吨)



资料来源: 郑州商品交易所, 中国银河证券研究院

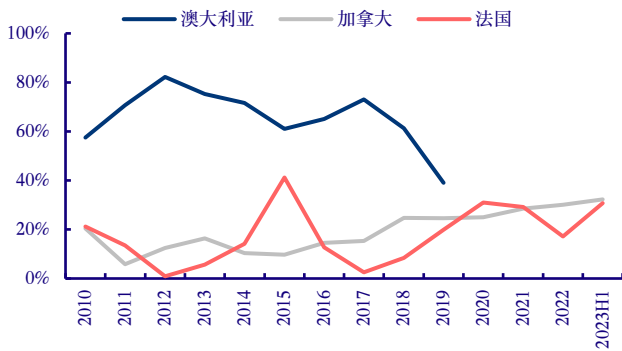
图36: 2023年铝价上升后回落(元/吨)



资料来源: 长江有色金属网, 中国银河证券研究院

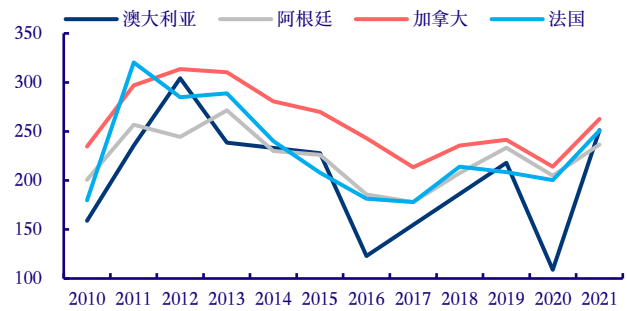
双反政策取消拉动酒企成本下降，预计贡献毛利率1-1.7pct。2018年澳麦双反政策推出以前，中国自澳洲进口大麦比例长期维持在60%-70%的较高水平下，双反政策推出后，进口澳麦比例下降，2023年H1我国进口大麦金额占比前三面分别为加拿大(32.3%)、法国(30.8%)、阿根廷(24.5%)。从运输成本和大麦原始价格的角度来看，澳洲大麦的进口成本均较低。

图37：双反政策以前澳麦进口金额占比较高



资料来源：中国海关总署，中国银河证券研究院

图38：澳洲大麦出口价格较低（美元/吨）



资料来源：海关数据统计平台，中国银河证券研究院

假定大麦成本在啤酒企业生产总成本中占比约为 12%，以 2023H1 五家头部酒企（华润啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒）毛利率的平均值 44% 测算。鉴于酒企一般在当年年末锁定下一年大麦价格，参考 2023 年 8/9/10 月进口大麦单价分别同比下降 23.7%/20.6%/23.6%，分别在 2024 年进口大麦价格同比下降 15%/20%/25% 的水平下进行测算，预计酒企总成本将同比下降 1.8%/2.4%/3.0%，假定其他条件不变，大麦成本下降将拉动企业毛利率同比上升 1.0/1.3/1.7pct。

表4：大麦进口价格下降对企业利润变动情况预测

大麦成本变动百分比	总成本变动百分比	毛利率变动百分比
-5%	-0.60%	0.34%
-10%	-1.20%	0.67%
-15%	-1.80%	1.01%
-20%	-2.40%	1.34%
-25%	-3.00%	1.68%

资料来源：中国银河证券研究院

（三）重点公司推荐

预计 2024 年行业高端化趋势将延续，伴随线下消费场景逐步修复以及原料、包材价格回落带来的利润空间上行，建议关注高档产品收入占比持续提升，产品结构持续优化的头部酒企。推荐青岛啤酒、燕京啤酒，建议关注重庆啤酒。

青岛啤酒：双品牌战略聚焦，产品结构持续优化。青岛啤酒+崂山啤酒双品牌战略持续聚焦，2023 年高端以上产品及主品牌销量表现显著好于副品牌，产品结构持续优化。2023 前三季度公司整体销量同比仅增长 0.2%，其中单 Q3 销量同比-11.3%。但青岛啤酒主品牌销量同比增长 3.5%；其中中高端以上产品销量同比增长 11%，高端化产品占比达 39.8%。公司前三季度啤酒吨价 4248 元，yoy+6.2%，其中单 Q3 吨价 4136 元，同比提升 7.6%，较上半年有所提速。山东区域核心市场纯生及白啤销量增长迅猛。我们认为，产品结构升级持续驱动公司业绩增长，伴随 2024 年成本端继续改善，将使公司利润弹性进一步提升。

燕京啤酒：改革成效显著，U8 大单品持续放量。公司 2019 年提出“五年增长转型战略”，2022 年新董事长上任进一步提出“二次创业”，公司改革成效逐步显现，产能利用率、净利率等经营指标稳步提升。2023H1 公司中高端产品占比达 65%。其中燕京 U8 上半年营收同比增长超 50%。预计伴随改革优化措施持续推进并见效，公司业绩有望逐步兑现。

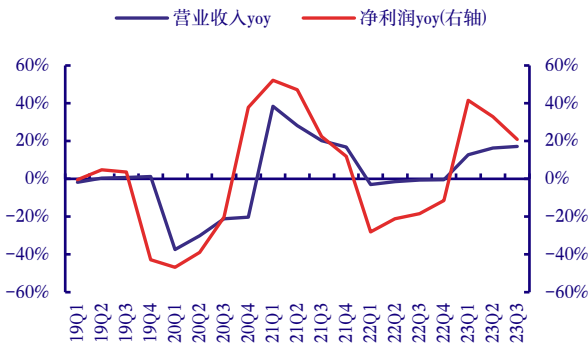
重庆啤酒：高端化进程行业领先，线下场景修复有望拉动业绩兑现。公司 2023 年高端啤酒占比约 25%，高于行业平均水平（约 20%），2023Q3 吨价达 4913 元，高端化水平行业领先。受制于线下消费场景特别是餐饮场景恢复不及预期，公司乌苏、1664 等核心单品增速放缓，拖累业绩。预计 2024 年伴随餐饮渠道整合完成、公司大城市计划持续推进，核心单品有望放量，拉动公司高端化进程继续推进。

三、软饮料：把握品类景气轮动与单品铺货贡献的 α 红利

(一) 2023 年复盘：功能饮料、无糖茶等复苏节奏领先

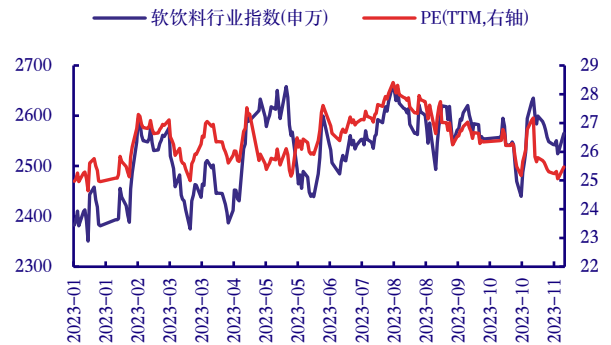
低基数+户外场景复苏+包材成本下降，2023 年板块业绩明显改善。从基本面来看，上市公司口径，23Q1 收入/归母净利润分别同比+12.7%/+41.5%，23Q2 分别同比+16.3%/+32.9%，23Q3 分别同比+17.1%/+20.9%，23 年前三个季度均实现较快增长，主要得益于低基数背景下消费场景修复推动需求改善，并且成本端 PET 包材价格下降推动利润弹性更加明显。从股价来看，受益于板块业绩改善，软饮料行业指数 23 年 1 至 11 月实现正收益。

图39：软饮料板块单季度收入、利润增速



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

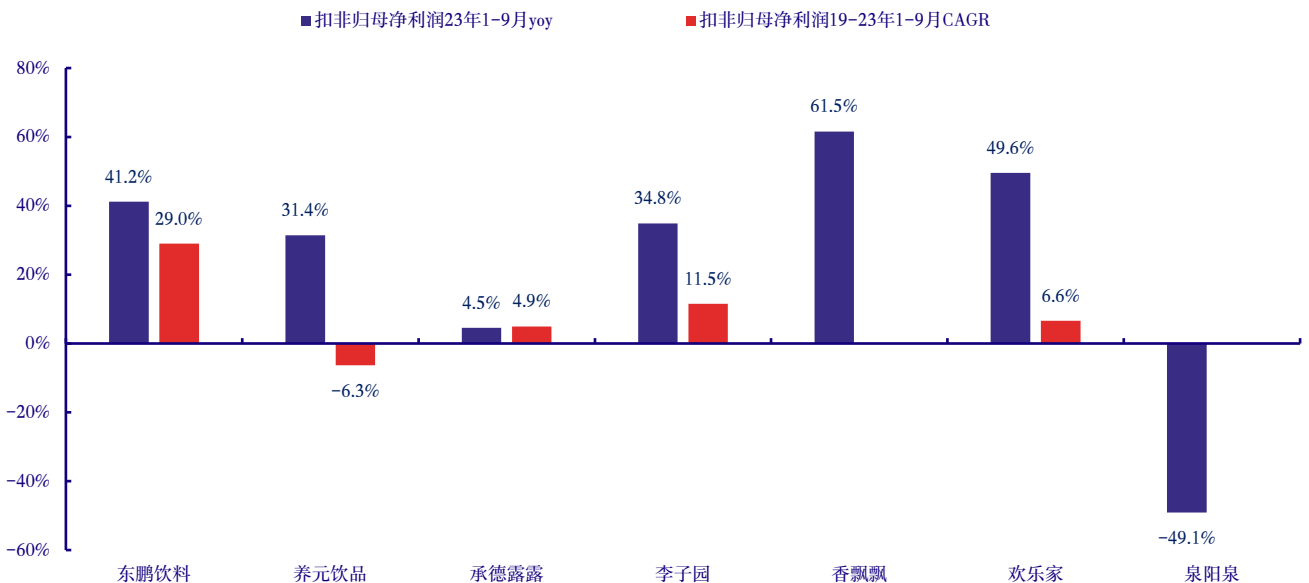
图40：软饮料行业指数、PE(TTM)



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

功能饮料与无糖茶高景气度，部分饮料公司业绩表现突出。除板块基本面改善带来的系统性机会之外，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”、兰芳园冻柠茶，短期旺季贡献部分收入，长期则有望培育为第二增长曲线。而欢乐家主要受益于饮料渠道精耕下沉以及疫情催化罐头动销旺盛，李子园则更多受益于大包粉与包材价格回落贡献利润弹性。

图41：2023 年前三季度软饮料企业的业绩表现



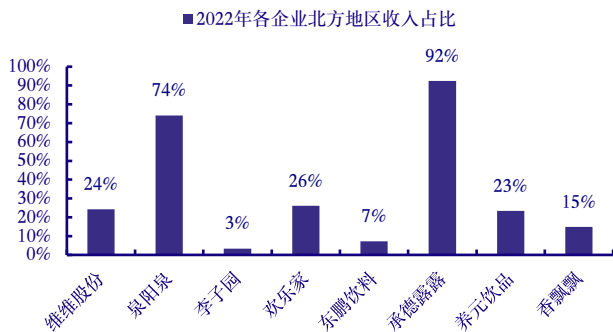
资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

(二) 2024 年展望：把握品类景气轮动与单品铺货共振下的投资机会

1.需求：厄尔尼诺或提振北方旺季需求，RTD 饮料较现制饮品更具性价比

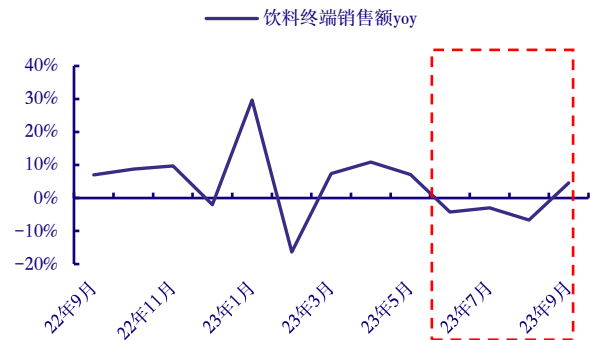
根据世界气象组织预测，厄尔尼诺现象或导致 2024 年气温会更高，在国内表现为南方降水偏多+北方偏暖，叠加 23Q3 旺季饮料终端需求基数并不高，因此预计 2024 年北方市场饮料需求或保持较好增长。另一方面，我们认为 2024 年国内经济步入高质量增长阶段，消费者仍然关注“性价比”，从满足解渴与便利性角度出发，若产品的品质有一定保证，RTD 饮料较现制饮品有明显的价格优势。

图42：饮料公司北方地区收入占比（2022 年）



资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

图43：饮料行业 23 年 6-8 月旺季基数并不高



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

图44：RTD 饮料较现制饮品更具性价比

RTD 饮料	品牌	包装	价格 (元/瓶)
	纯净水 - 康师傅		1.5元/550ml
	天然水 - 农夫山泉		2元/550ml
	矿泉水 - 百岁山		2.5元/570ml
	可口可乐		3.5元/330ml
	元气森林		5元 /480ml
	大窑汽水		6.5元/520ml
	冰红茶		3.5元/500ml
	东方树叶		5.5元/500ml
现制茶饮	品牌	包装	价格 (元/瓶)
	蜜雪冰城		7.8元/500ml
	甜啦啦		9元/500ml
	CoCo都可		14元/500ml
	一点点		15元/500ml
	沪上阿姨		15元/500ml
	茶百道		16元/500ml
	喜茶		21元/500ml
	奈雪的茶		23元/500ml

资料来源：天猫，美团外卖，中国银河证券研究院

2.竞争：头部企业提价抬升价格带，关注线下终端冷柜竞争

根据每日经济新闻报道，康师傅宣布 2023 年 11 月 1 日起对饮品进行提价，中包装茶/果汁系列建议零售价不低于 3.5 元/瓶，1L 装茶果汁系列建议零售价不低于 5 元/瓶，即两者分别提价 0.5 元和 1 元。我们认为康师傅的提价有利于抬升整个行业价格带，对 4-5 元存量品牌的价格压制将有所减小。此外，红牛官司仍处于僵持阶段，华彬费用投放力度加大的可能性仍不大，预计 2024 年行业竞争趋缓的态势延续。但另一方面，随着终端网点冷柜的渗透率已经较为饱和，以及部分企业 SKU 快速扩充后对冷柜的需求增加较多，建议关注冷柜的竞争。

3.成本：PET 瓶片延续下降趋势，白糖价格或高位震荡

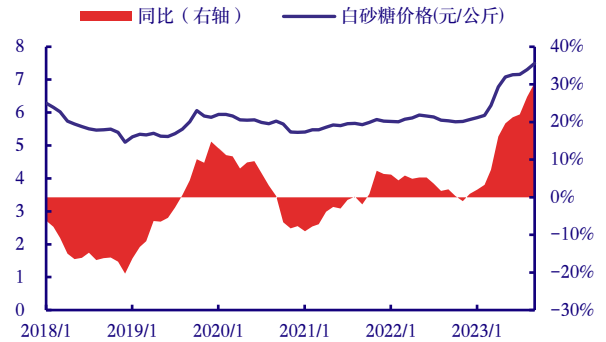
截至 2023 年 11 月，PET 瓶片价格同比-4%，白糖价格同比+30%。展望 2024 年，白糖价格可能仍在高位震荡，但其在成本中占比相对较低；占比更高 PET 瓶片，24 年有望延续较低价格，叠加多数企业已在 PET 低位的时候进行锁价，我们预计 24H1 成本压力延续缓和趋势。

图45：2023 年 PET 瓶片价格同比下降



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图46：2023 年白糖价格同比上涨

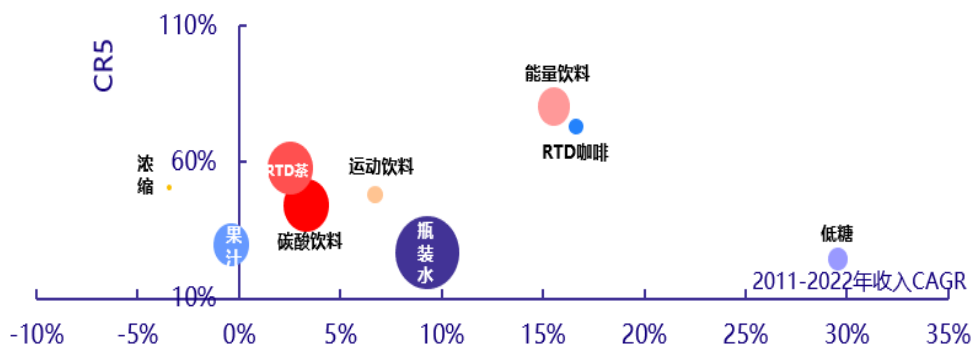


资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

4.品类：无糖茶与运动饮料延续高景气，关注 RTD 咖啡渗透率提升

饮料行业在 2012-2016 年步入相对成熟阶段，2016 年之后行业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，随着户外消费场景修复，叠加经济复苏节奏偏慢致消费者更看重性价比，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、功能饮料等。考虑到饮料行业未来长期或处于高质量发展阶段，我们判断无糖茶、运动饮料基于健康属性+高性价比+消费场景扩容，未来 1-3 年内将持续保持较高景气；而现磨咖啡已将一二线市场消费者培育成熟，黑咖啡的产品升级与价格优势或将推动 RTD 咖啡渗透率提升。

图47：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

5.新品：饮料单品从引入期到“爆发期”是最好的投资阶段

海内外历史经验表现，在弱宏观经济周期背景下，企业往往能够通过捕捉个别品类的景气与培育新品实现快速增长，同时带来股价的超额收益，例如 2013 年的常温酸奶品类、2014 年的预调酒品类、2022 年的 RIO 强爽。2023-2024 年行业迎来新品大年，农夫山泉、东鹏饮料、香飘飘、欢乐家、李子园与佳禾食品等多个上市公司推出新品，其中部分新品有望在 2024 年步入“成长前期”。

如何区分饮料单品的投资阶段？我们复盘了海内外多个饮料公司经验，总结出经典的新品周期四段论，可大致划分为四个阶段：引入期、成长前期、成长后期、成熟期；**单店销量、铺市率**是最为重要的二个前瞻指标，同时结合**渠道库存、价盘、政策、竞争格局**等作出阶段的判断。

引入期：新品刚刚推出，其终端需求尚处于验证阶段，即使铺市率阶段性快速提升带来报表端收入短期增长，但市场仍然担心其持续性与天花板，因此估值难以溢价，股价呈现温和上涨。

成长前期：在需求变迁/突发事件等催化下，单店月销量稳定突破 30 瓶，需求验证成功，这一阶段新品成长趋势最强劲与确定，单店销量与铺市率均快速提升，报表端收入二阶导为正，呈现逐季加速特征，同时估值中枢亦不断抬升，股价处于最好的投资阶段。

成长后期：渠道扩张速度放缓，报表端收入仍然呈现较快增速，但开始逐季放缓，估值也开始逐渐回落，股价上涨主要由业绩增长驱动。

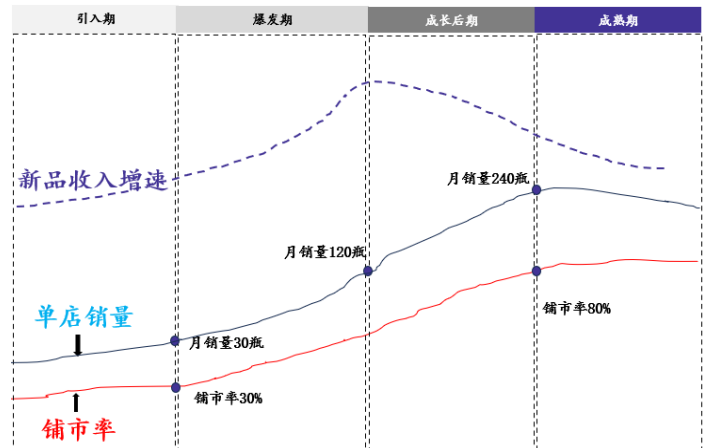
成熟期：单店动销、渠道扩张空间均较为有限，业绩增速步入大个位数~低双位数阶段，估值回归相较于行业的合理水平。

图48：2023 年多个饮料公司推出新品



资料来源：天猫，中国银河证券研究院

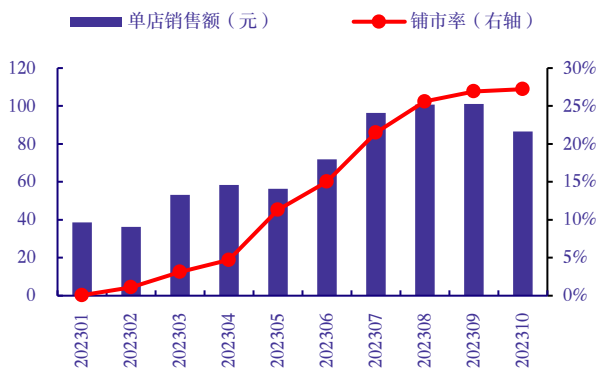
图49：经典的新品成长四段论



资料来源：中国银河证券研究院

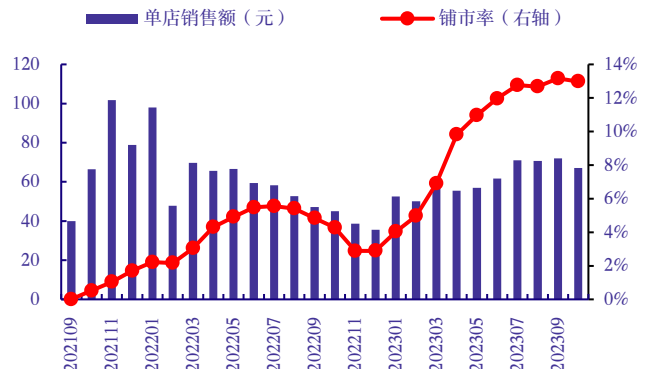
基于饮料单品周期四段论，从单店动销、铺市率与费用政策等方面综合考虑，我们认为东鹏补水啦有望在 2024 年步入“成长前期”，香飘飘冻柠茶或处于引入期向“成长前期”过渡的阶段，东鹏无糖茶、东鹏大咖、欢乐家椰子水等或仍处于引入期。

图50：东鹏运动饮料新品铺市情况



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

图51：东鹏即饮咖啡新品铺市情况

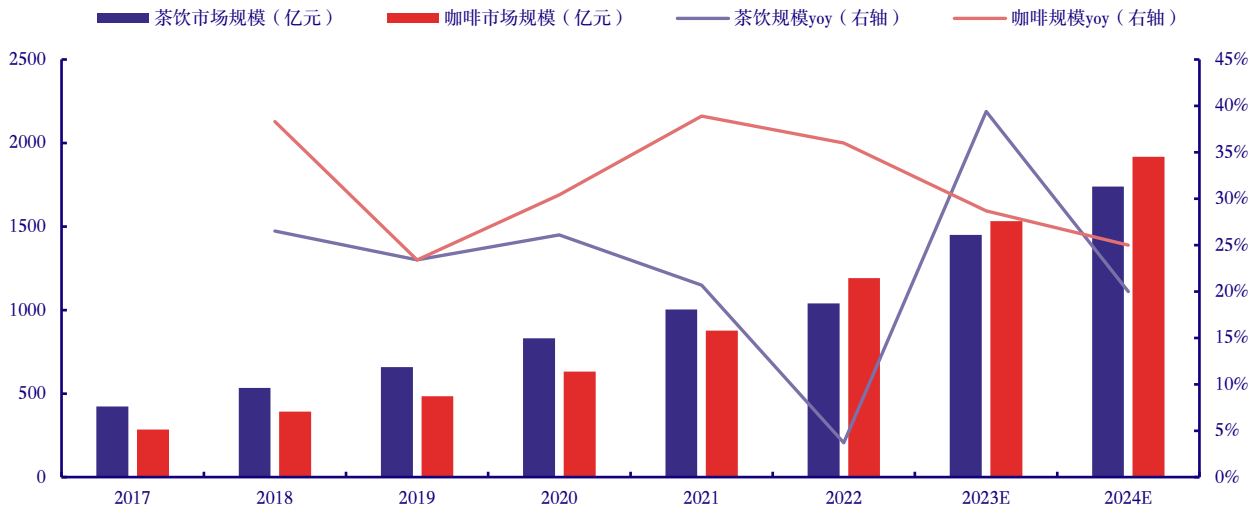


资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

6.渠道：现制饮品高景气度，有望催生上游供应链繁荣

现制茶饮、现磨咖啡行业终端需求旺盛，尤其是咖啡行业正处于渗透率快速提升阶段，由一二线城市向下沉市场渗透，消费者培育已相对成熟，产品放量的确定性较强且增速高，而下游景气度有望催生上游供应链快速发展。

图52：现制茶饮与现磨咖啡近年来保持高景气度



资料来源：中国连锁经营协会，艾瑞咨询，中国银河证券研究院

（三）投资方向与重点公司

1.投资方向

投资方向一：关注从引入期到成长前期的新品。我们建议关注**东鹏饮料-补水啦/无糖茶、农夫山泉、香飘飘-冻柠茶/大红袍牛乳茶、欢乐家-椰子水**。从投资节奏角度，建议关注二个时间点：2023年底（制定24年规划），2024年3月（旺季前奏+水头大战）。

投资方向二：关注现制饮品供应链的需求繁荣。现制茶饮、现磨咖啡行业终端需求旺盛，尤其是咖啡行业正处于渗透率快速提升阶段，由一二线城市向下沉市场渗透，消费者培育已相对成熟，产品放量的确定性较强且增速高，而下游景气度有望催生上游供应链快速发展，建议关注咖啡供应商-**佳禾食品、椰乳供应商-欢乐家、奶油+椰乳供应商-熊猫乳品**。

2.重点公司

东鹏饮料：核心大单品仍有下沉空间，第二增长曲线助力长远增长。1) **短期看**，收入端，随着行业逐渐步入淡季，亚运会催化以及开学后校园等高势能网点将驱动自然动销仍保持较快增长，渠道库存水平良性，23Q4内部财年提前开启有望推动报表端延续高速增长；成本端，虽然白糖价格仍维持高位震荡态势，但PET瓶片价格同比下跌较多，叠加规模效应，公司成本压力整体可控。2) **长期看**，“大金瓶”：西南、北方市场产品需求验证成功，前期渠道组织架构逐渐搭建完毕，市场下沉空间仍充足，有望复制21年华东经验；新品：电解质水、无糖茶均有望构筑第二增长曲线，在消费分级时代迎来品类高景气度，不同于市场担心公司产品力，我们认为只要品类需求验证成功，渠道力将至饮料行业的最终胜负手。

欢乐家：23Q4有望延续稳健增长，长期积极培育第二增长曲线。展望23Q4，预计报表端有望延续稳健增长，主要得益于：1) 收入端，公司提前布局旺季，通过堆箱陈列+渠道拓展+网点维护等工作抢占市场；2) 成本端，虽然水果价格同比略有上涨，白糖价格亦涨幅较大，但PET瓶片价格同比下降，

因此整体成本压力相对可控。**长期来看**，1) 传统业务，公司在水果罐头与大包装椰汁饮料具备一定竞争优势，在渠道精细化管理的推动下仍有较大下沉空间，有望实现稳健增长；2) 新业务，公司通过布局椰子种植以实现供应链管理能力的提升，同时借用已有部分经销渠道的优势，在健康消费趋势下有望在植物基饮品成功打造第二增长曲线，建议需密切关注产品打磨与团队组建进展。

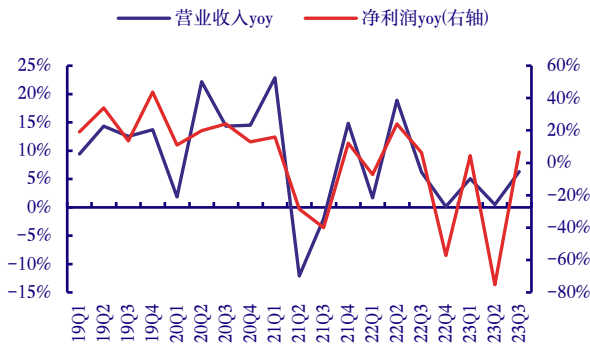
李子园：23Q4 复苏斜率有望继续抬升，新一轮股权激励计划助力长远发展。展望 23Q4，公司将在收入低基数背景下加大费用投放力度，品牌升级的红利或逐渐释放，预计动销恢复的斜率有望继续抬升；此外考虑到大包粉、包材成本压力同比下降，叠加政府补助或计入报表，利润端亦有望增长。**长期看**，公司在 10 月初公告拟回购 1.5-3 亿元股票，用于员工持股计划或股权激励，未来有望激活销售团队积极性，并推动新战略目标的完成。

四、调味品：复苏斜率有望抬升，关注渠道修复与品类升级

(一) 2023 年复盘：整体弱复苏，内部分化明显

23 全年需求弱复苏，23Q3 环比改善。分季度看，23Q1 调味品收入/归母净利润分别同比+5.1%/+4.5%，23Q2 分别同比+0.5%/-75.3%，23Q3 分别同比+6.3%/+6.6%，整体呈现 U 字型走势，23Q2 动销仍承压，主要归因于：1) C 端高基数压力；2) B 端复苏斜率偏慢；3) 渠道利润体系仍在修复，经销商面对宏观经济的不确定性而信心不足。但 23Q3 以来终端动销数据已有环比改善趋势。

图53：调味品板块单季度收入、利润增速



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

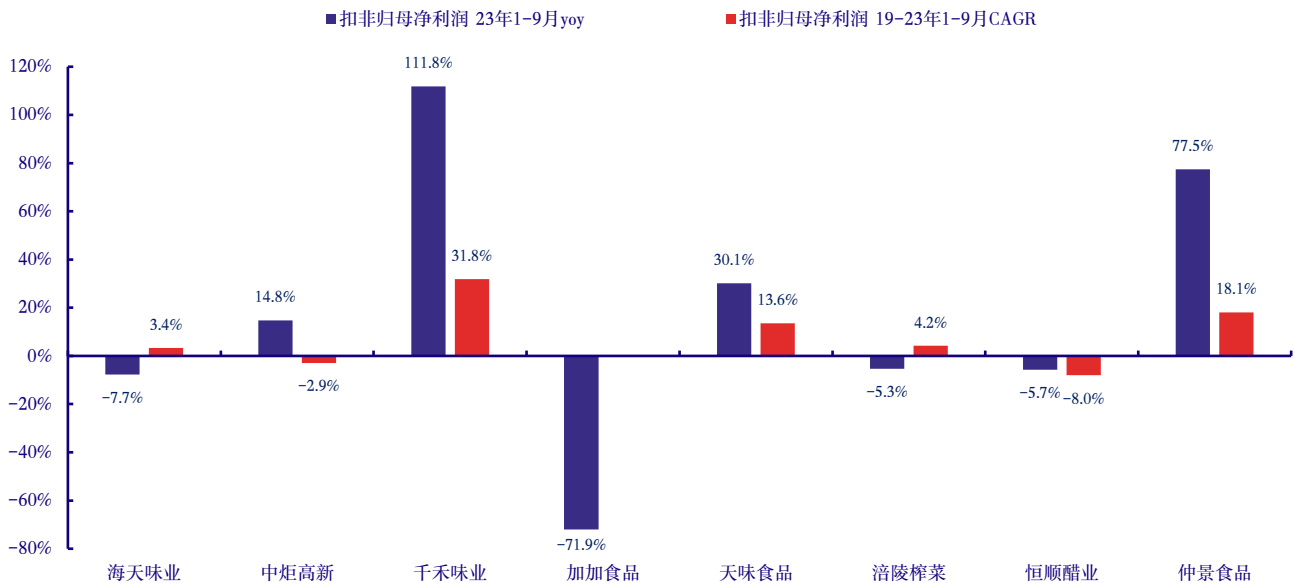
图54：调味品行业指数、PE(TTM)



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

板块内部强分化，千禾、天味与仲景业绩高增。我们认为虽然行业整体处于底部弱改善阶段，但仲景食品业绩实现较好增长，主要得益于葱油单品放量；天味食品、千禾味业等前期需求高景气公司，23Q2 开始因高基数压力而逐季放缓，但仍保持较好的业绩韧性。

图55：2023 年前三季度不同调味品企业之间业绩分化明显



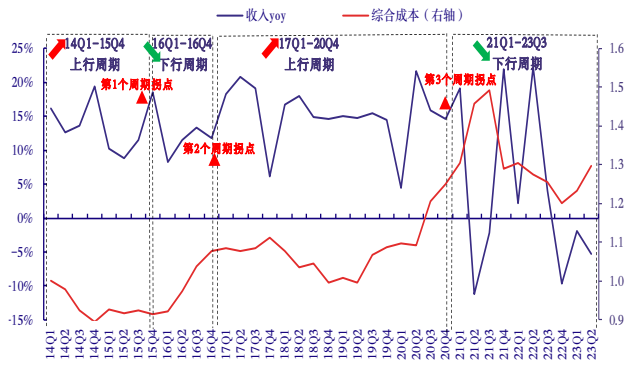
资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

(二) 2024 年展望：复苏斜率有望抬升，关注渠道修复与品类升级

1.传统框架：三周期因子共振或推动板块在 24 年迎来进一步的恢复性增长

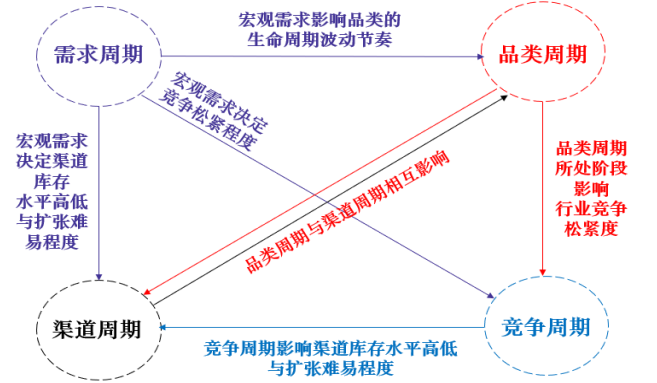
以 3~5 年的维度来看，调味品基本面变化可以用四重因子加以解释——需求周期、库存周期、费用周期、提价周期。2019 年至 2022 年，行业处于下行周期，并且这一趋势在 2021 年愈演愈烈，终于酿成 21Q2-2022 年收入系统性下滑的局面，从四周期因子来看：(1) 宏观周期，2019 年需求疲软态势渐露，2020~2022 年疫情扰乱消费需求，对餐饮端的影响尤为明显；(2) 库存周期，伴随经济下行而出现库存边际上行状态，海天渠道库存持续处于历史较高位置；(3) 提价周期，经济逆周期+渠道高库存背景下，提价面临较大困难，22 年来看海天提价消化时间较长；(4) 费用周期，2019 年开始终端费用投放力度逐步走高，但依然难掩需求疲软和库存高位带来的压力。2023 年，宏观需求复苏节奏偏慢，叠加行业需求场景与渠道结构已发生较大变化，导致行业库存去化进度偏慢、成本下降的红利释放不明显，因此本轮周期因子共振带来的上行周期开启较慢。

图56：调味品历史上的周期波动



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图57：调味品四个周期因子相互影响

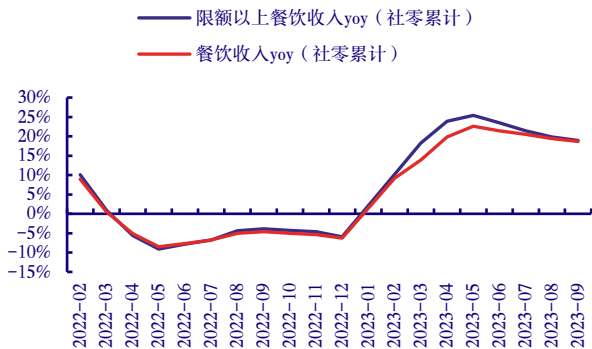


资料来源：中国银河证券研究院

展望 2024 年，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 24 年迎来进一步的恢复性增长。

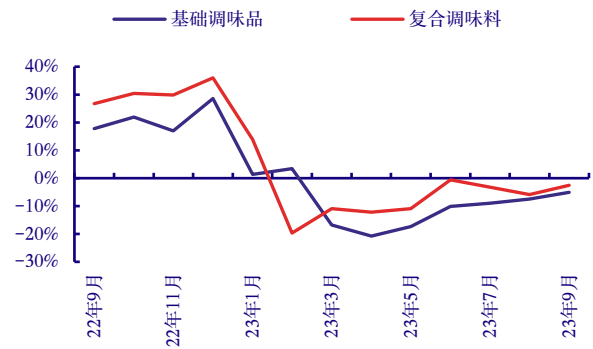
(1) 需求周期，2024 年宏观需求有望进一步复苏，一方面餐饮消费场景进一步恢复，另一方面消费者信心提振叠加 C 端低基数效应，推动调味品终端动销改善。

图58：社零餐饮与规上餐饮增速回升



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图59：调味品终端销售额月度增速（C 端）



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

(2) 库存周期，2023 年初海天味业渠道库存较 2022 年下降但仍高于历史平均水平，23Q2 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。而千禾味业、中炬高新等其他企业库存水平相对良性，因此 2023 全年来看市场费用投放节奏平稳，仅涪陵榨菜因动销疲弱+新品推广

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

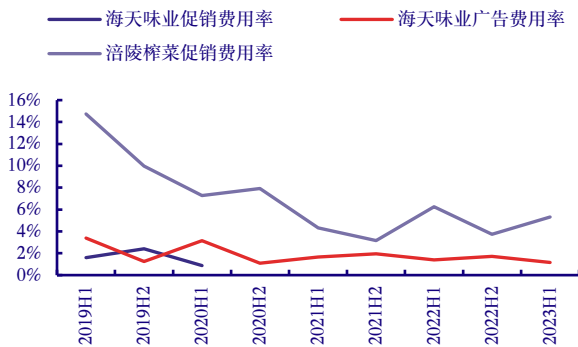
等因素致 23H1 费用投放力度略有加大。考虑到目前终端消费场景与需求结构已经发生较大变化，渠道价格体系的修复、经销商信心的提振仍需一段时间，我们预计 2024 年调味品企业大概率仍将维持渠道库存良性，将有利于收入端的增长。

表5: 23Q1-3 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。
23Q2	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
23Q3	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。

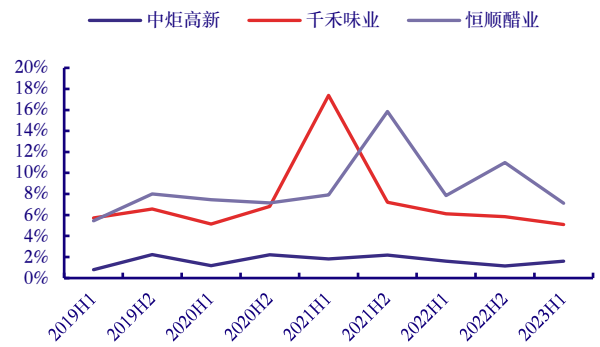
资料来源:海天味业公告,中国银河证券研究院

图60: 19H1-23H1 市场费用率(海天与榨菜)



资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

图61: 19H1-23H1 市场费用率(促销费与广告费,中炬+千禾+恒顺)



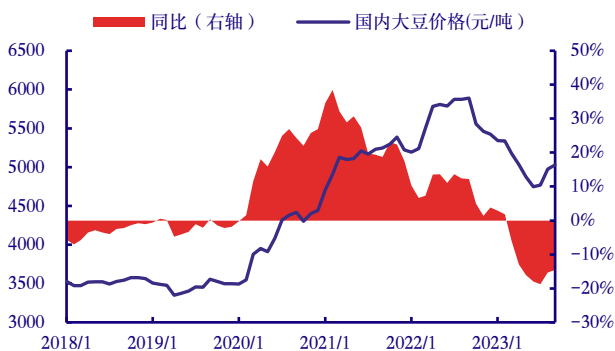
资料来源:IFinD,中国银河证券研究院

(3) 成本周期: 24 年主要原料将延续价格回落趋势

大豆: 2023 年大豆价格同比回落, 预计 24H1 成本压力延续缓和趋势, 主要原因在于: ①USDA 预计 2024 年全球大豆供应同比增加; ②23 年猪价下跌后饲料需求亦减少。

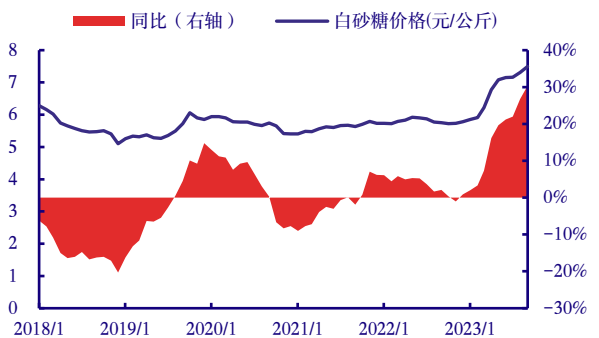
白糖: 2023 年白糖价格同比涨幅较大, 预计 24 年白糖价格维持高位震荡态势, 主要原因在于: ①国内开榨时间延迟; ②下游库存水平较低, 同时国内进口仍然偏紧张。

图62: 2023 年大豆价格同比回落



资料来源:IFinD,中国银河证券研究院

图63: 2023 年白糖价格同比上涨

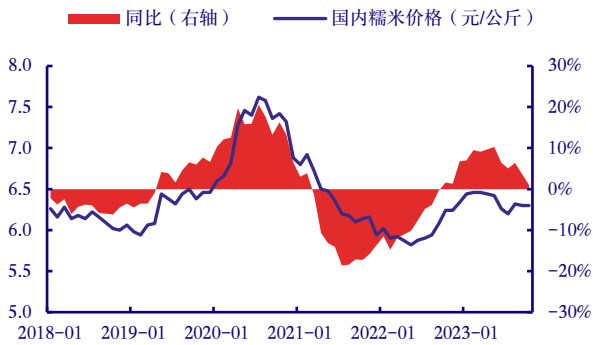


资料来源:IFinD,中国银河证券研究院

青菜头：2023 年青菜头价格同比上涨，主要系生长期降水量减少青菜头减产，预计 2024 年价格或有所回调，主要归因于：①23H2 天气利于青菜头生长；②种植面积有所增加。

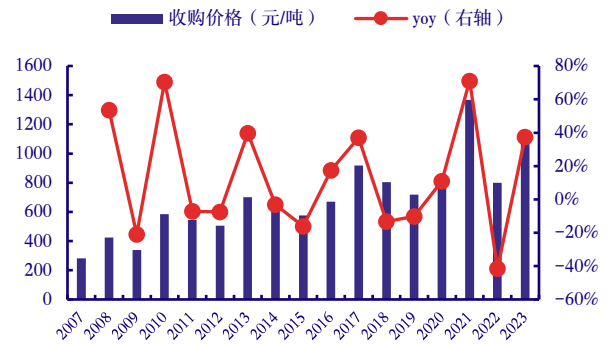
糯米：2023 年以来糯米价格整体同比上涨，预计 24H1 糯米价格有所回落，主要归因于：①供应端，10 月后世界主要大米出口国新季稻谷供应增加，印度大米出口禁令或将解除，届时国际大米价格会带动进口糯米价格向下，从而使我国糯米价格下降；②需求端，受到当前市场消费分级的影响，糯米需求也相对萎缩。

图64：2023 年糯米价格同比上涨



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

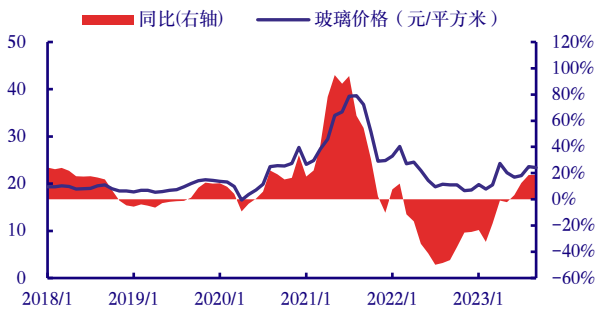
图65：青菜头价格历史波动情况



资料来源：涪陵榨菜办，涪陵榨菜公告，中国银河证券研究院

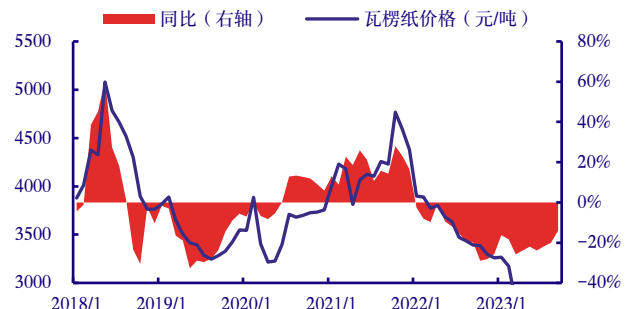
包材：玻璃，预计 24H1 价格平稳或略有回落，一方面考虑到下游房建需求在 2024 年回暖节奏较慢，并且呈现前低后高的走势，另一方面供给端去化速度放缓。瓦楞纸，考虑到需求转弱及供应压力增大影响，供大于求矛盾凸显，叠加 23 年初以来进口瓦楞纸零关税政策，国际低价格瓦楞纸市场对国内的冲击将在 24 年持续存在。

图66：2023 年玻璃价格同比上涨



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图67：2023 年瓦楞纸价格同比下降

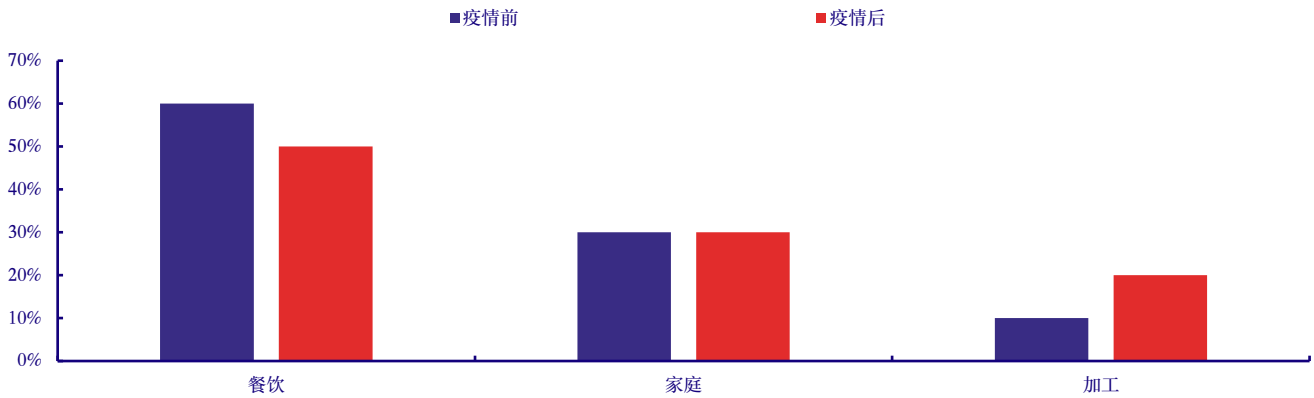


资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

2.跳出传统框架：24 年应寻找品类升级与渠道重构蕴藏的机会

考虑到调味品未来长期趋势是需求细分化与渠道碎片化，下游的边界正在快速重构（餐饮、零售和加工），因此我们建议更应该跳出传统投资框架，从品类升级与渠道重构寻找投资机会。

图68：国内调味品行业需求场景正在重构（调味品需求占比）

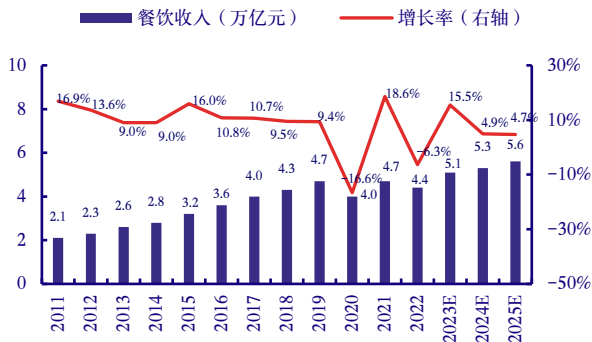


资料来源：中国调味品协会，中国银河证券研究院

（1）餐饮端：预计 24 年小 B 持续复苏但对成本更加敏感，复调+预制菜渗透率提升趋势延续

展望 2024 年，在宏观经济进一步修复的背景下，我们预计小 B 端有望持续复苏，但一方面增速中枢或低于疫情前水平，另一方面大 B 端客单价下降造成的冲击仍存在，因此小 B 端对成本更加敏感，即关于复调+预制菜的需求或愈加旺盛。

图69：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，辰智，中国银河证券研究院

表6：连锁餐饮客单价下降的影响在 2024 年仍将持续

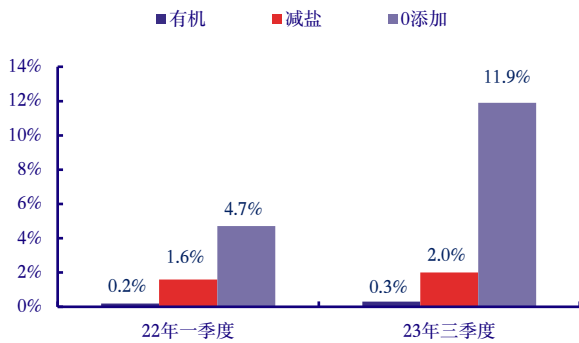
品牌名称	客单均价 2022-2023 变化
西少谷	下降 2 元左右
和合谷	下降 1 元左右
嘉和一品	下降 1 元左右
永和大王	下降 2 元左右
大家乐	下降 1 元左右
塔斯汀中国汉堡	下降 1 元左右

资料来源：辰智，中国银河证券研究院

（2）家庭端：预制菜的直接分流尚不明显，更多关注内部升级、复调与渠道变革

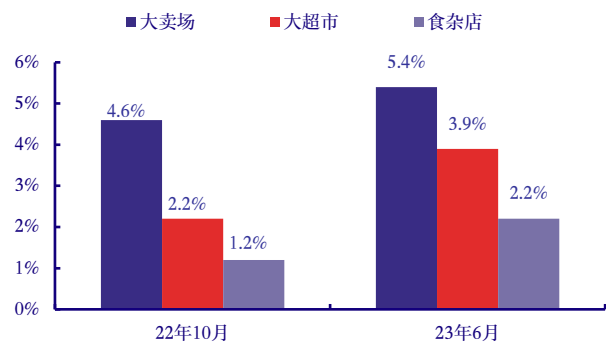
线索一：健康化与细分为品类升级方向，2024 年趋势或是由零添加转向有机与高鲜。我们认为在消费分级时代，虽然 2024 年宏观经济有望进一步复苏，但坚守“高品质”、“性价比”或是未来长期消费者的“底线”，因此品质健康化、功能精细化仍是未来品类的升级方向。关于“零添加”，22Q4-23 年受酱油添加剂事件催化零添加化渗透率高速提升，2024 年考虑到零添加渗透率已达一定空间，并且行业相关标准有望最终落地，因此判断零添加渗透率或将步入稳定提升阶段，并且呈现价格带进一步下沉至 5-8 元、从现代渠道到传统渠道的特征。关于“有机”与“功能细分”，从调味品核心价值（功能与调味）出发，我们认为 2024 年调味品的升级第一重要方向仍然是挖掘细分功能（例如蒸鱼酱油与凉拌酱油），而次要的细分方向则是有机等。

图70：健康化的酱油产品销售额占比提升



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

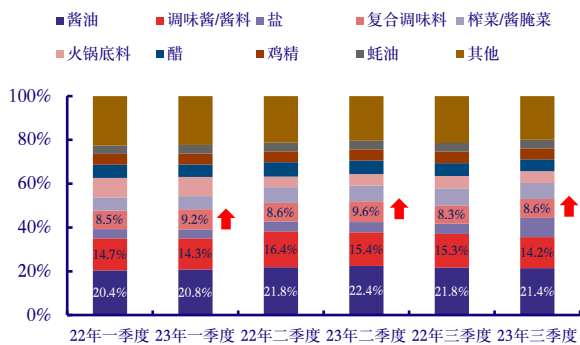
图71：0添加调味品在不同渠道的占比



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

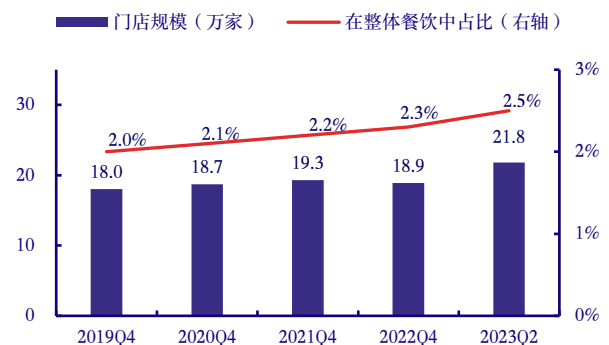
线索二：2024年复调渗透率有望持续提升，关注B端高景气菜式对C端的辐射。展望2024年，考虑到家庭结构变化与生活节奏加快，复调替代基础调味品（尤其是调味酱）的逻辑在短期内难以改变，我们更建议关注复调内部的品类景气变迁。从历史经验来看往往是B端反哺C端，如此前的火锅、酸菜鱼、小龙虾等，而2023年餐饮需求旺盛的菜式包括冒烤鸭、民族菜（云贵、广西）等，2024年或将持续快速开店，届时待门店数量达到较大体量，则C端相关菜谱式调料的需求有望高景气。

图72：C端内部呈现复合调味品销售额占比提升的特征



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

图73：地方民族菜占比持续提升



资料来源：辰智，中国银河证券研究院

线索三：C端内部渠道结构变革，关注新兴渠道放量的可能性。线上渠道变革，主要系直播电商对平台电商的冲击，但线上在调味品行业占比不高，因此对大盘的冲击相对不明显；线下渠道变革，主要系KA渠道客流继续被分化，性价比与即时性更占优势的近场渠道兴起，如生鲜新零售渠道与新鲜食材专营店等，并且随着盒马全面折扣化、永辉在门店中增设“正品折扣店”，我们预计2024年渠道变革的趋势将加剧。

（三）投资方向与重点公司

1. 投资方向

投资方向一：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），另一方面在疫情导致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。

投资方向二：关注 B 端业务占比高的顺周期品种。考虑到消费场景与渠道结构，我们认为餐饮供应链公司的弹性较大，具体公司包括海天味业、颐海国际。

投资方向三：关注具备内部改革逻辑的公司。中炬高新，7 月公司公告大股东与控制权问题得以解决，10 月新一届高管团队已在到位，未来有望开启发展新篇章。恒顺醋业，公司公告新聘总经理何总，曾任海天营销公司副总经理，拥有非常丰富的调味品营销经验，未来将从产品聚焦、营销改革、渠道下沉等多方面实现内部变革。

2.重点公司

海天味业：短期静待动销加速回暖推动渠道修复，中长期关注产品与渠道变革。短期看，23Q4 考虑到需求复苏节奏、春节备货期延迟以及公司渠道库存水平，预计报表端将平稳过渡。展望 24 年，1) 收入端：若宏观经济持续复苏，有望推动 B 端餐饮需求增速的斜率提高，叠加前期库存经过三个季度的去化以及报表端的低基数，收入端有望提速增长；2) 成本端：23H2 大豆与包材价格同比下降，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与油脂产品等。

中炬高新：新一届高管相继就任，未来有望掀开发展新篇章。展望 23Q4，一方面考虑到年末春节备货期延后以及新一届高管团队需要过渡期，预计收入端仍延续稳健增长趋势，另一方面预计大豆价格同比下跌趋势延续，成本端的压力仍相对缓和。长期看，1) 逆势布局新渠道与新品类的红利或在行业上行周期释放，我们判断基础调味品有望随着宏观周期复苏实现需求端的改善，同时公司在过去 1 年行业下行周期积极布局餐饮渠道与复合调味品，这一红利有望在未来行业上行周期逐步释放；2) 根据公司公告，新一届高管拥有丰富的工作经验，总经理余总、副总经理刘总曾于华润啤酒任职，常务副总经理林总与副总经理陈总熟悉投资并购，将共同带领公司掀开发展新篇章，未来有望实现高于行业平均水平的增速。

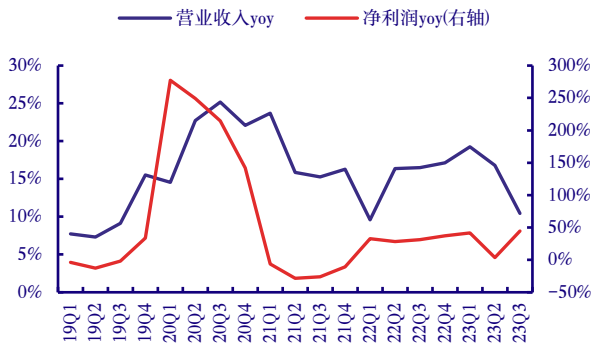
天味食品：新品上市+猪价催化冬调动销，23Q4 旺季或延续改善趋势。展望 23Q4，预计宏观需求有望延续改善趋势，同时火锅调料步入消费旺季，改良后的非辣产品有望实现良好增长，此外 22Q4 猪价高位致冬调收入基数较低，而今年猪价较低有利于动销，预计将共同推动收入端增速延续环比改善趋势；中长期来看，1) 考虑到新增企业数量与现有企业产能扩张进度，预计行业竞争延续阶段性趋缓；2) 经销商持续优化精耕，公司渠道长期竞争力有望增强；3) 客户结构优化，一方面加快小 B 端扩张与签约团餐客户短期贡献收入，另一方面积极布局电商、新零售渠道；4) 底料、酸菜鱼、小龙虾调料等核心单品通过产品矩阵优化延长产品生命周期，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。

五、预加工食品：关注 B 端具备强供应链能力的企业

(一) 2023 年复盘：业绩稳健增长，B 端复苏更明显

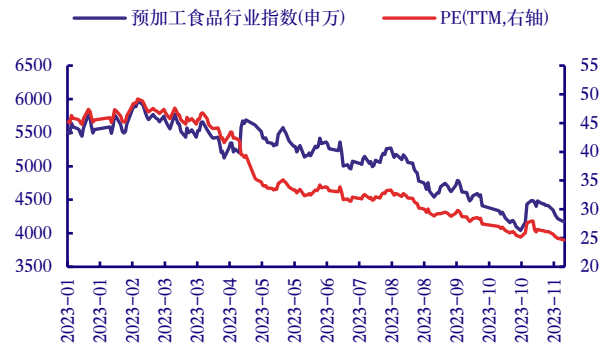
收入端稳健增长，利润端同比改善。从基本面来看，上市公司口径，23Q1 预加工食品板块收入/归母净利润分别同比+19.3%/+41.5%，23Q2 分别同比+16.8%/+3.4%，23Q3 分别同比+10.4%/+44.6%。从股价来看，虽然板块业绩改善，但受资金与情绪因素拖累，预加工食品行业指数 23 年 1 月至 10 月下跌，10 月底随着三季报披露，部分公司业绩弹性显著，行业指数迎来反弹。

图74：预加工食品板块单季度收入、利润增速



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

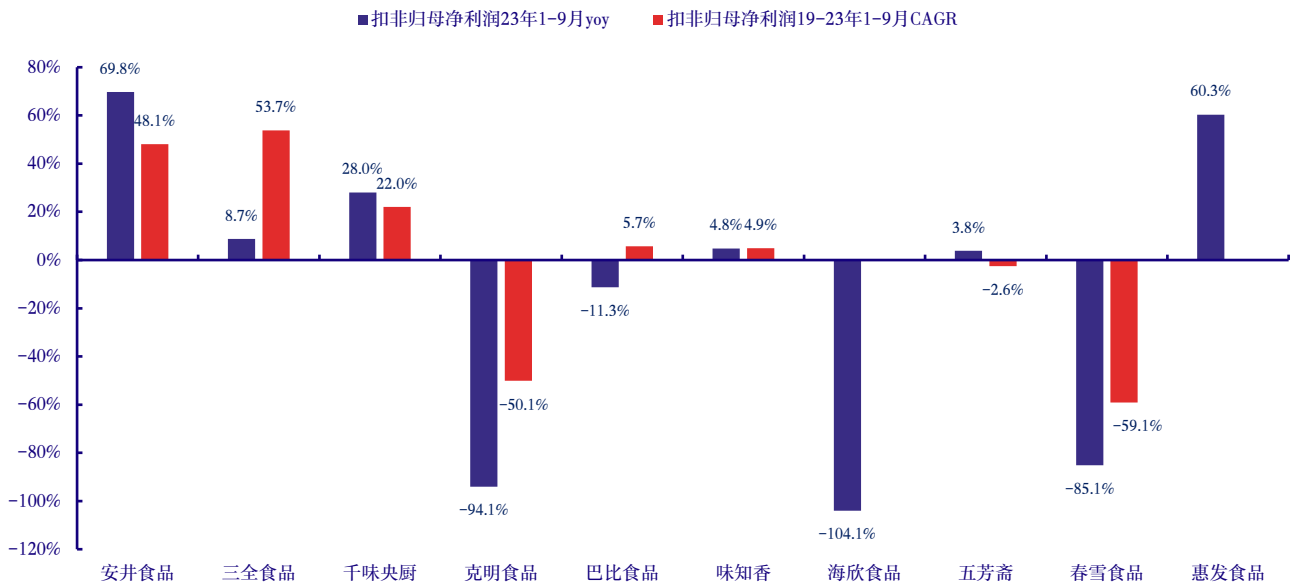
图75：预加工食品行业指数、PE(TTM)



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

B 端修复更为明显，大 B 韧性优于小 B。相较于 C 端业务为主的三全、味知香等公司，以 B 端为主的安井食品、千味央厨复苏弹性更为明显，主要归因于在经济弱复苏背景下，百胜等大 B 端餐饮凭借自身供应链优势推出了更具性价比的产品，因此韧性更强，而小 B 端餐饮不仅面临大 B 端的价格竞争，也面临夜市、街摊等自下而上的竞争，因此复苏节奏相对较慢。

图76：2023 年前三季度不同预加工食品企业之间业绩分化明显

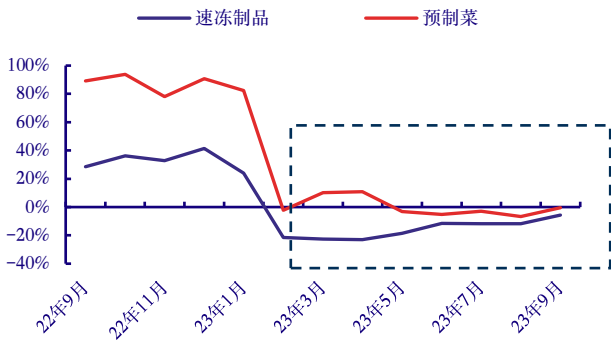


资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

（二）2024 年展望：关注 B 端具备强供应链能力的企业

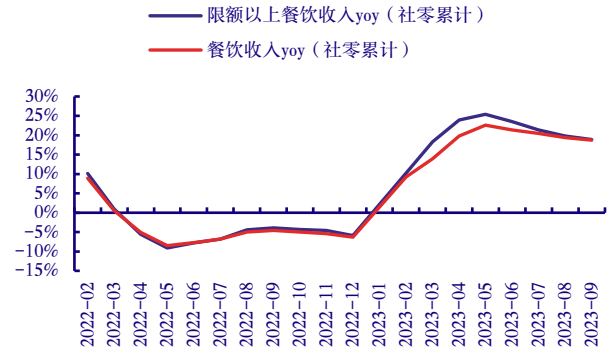
需求端，C 端基数逐渐回归正常，消费分级背景下性价比为先，大 B 端景气度仍具优势。24 年 C 端基数逐渐走低，若宏观需求进一步复苏，则有望推动整体需求改善。同时，消费分级仍是未来的主旋律，即消费者仍然偏好高性价比的产品，则具备供应链优势、价格合适、品质稳定的大 B 端需求仍保持相对景气，上游供应链企业有望实现较快增长。

图77：2024 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

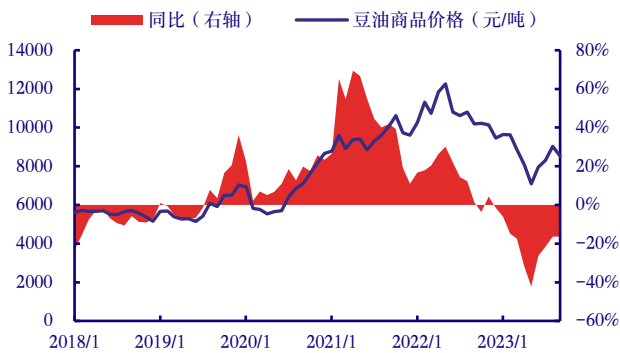
图78：消费分级背景下大 B 端表现更好



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

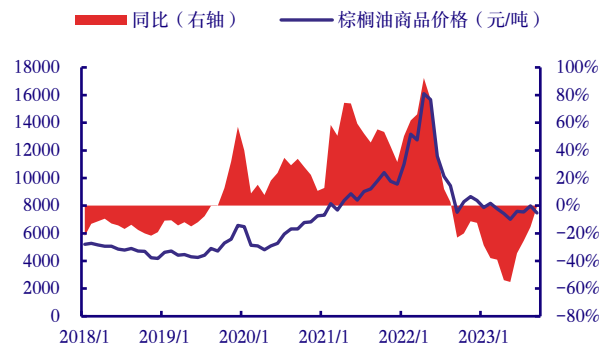
成本端，24H1 成本压力结构性缓和。截至 2023 年 11 月，油脂、猪肉、鸡肉等占成本较高的原料价格均同比下降，预计 24H1 延续这一趋势，主要归因于产能去化仍然需要一定时间。但需警惕 24H2 部分成本压力加大，主要系猪肉、鸡肉价格由于供给收缩可能出现价格的抬升。

图79：2023 年豆油价格同比下降



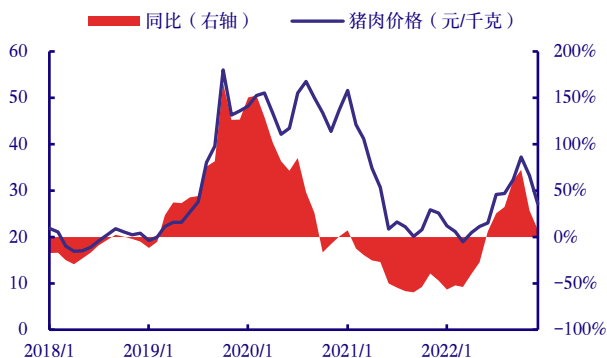
资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图80：2023 年棕榈油价格同比下降



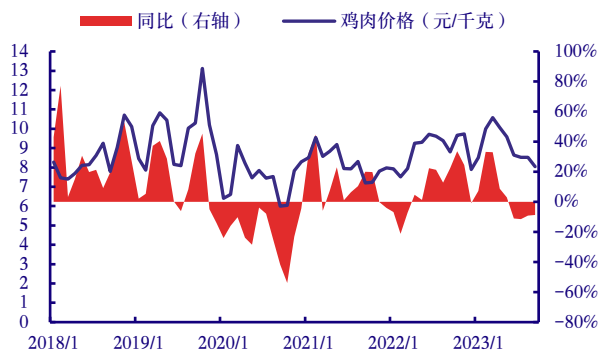
资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图81：2023 年猪肉价格维持相对低位



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图82：2023 年鸡肉价格同比下降



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

（三）投资方向与重点公司

1.投资方向

投资方向一：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，导致大 B 端餐饮更占优势，建议关注能够为客户提供高性价比产品、供应链能力较强、深度绑定大客户的企业，如千味央厨。

投资方向二：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，建议关注全渠道、多品类布局的**安井食品**，更能捕捉到渠道轮动与品类景气迁移的红利。

2.重点公司

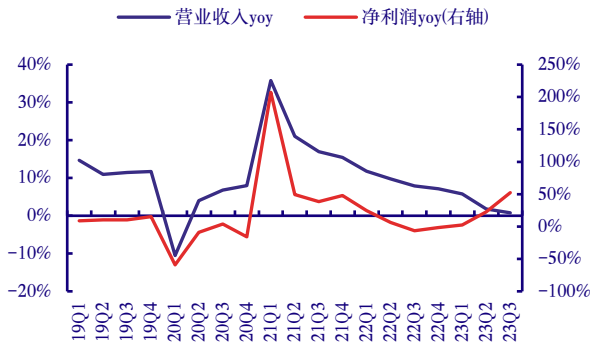
安井食品：B 端需求逐步复苏+规模经济红利释放，未来利润端有望保持弹性。展望 23Q4，虽然并表红利消失，但考虑到小 B 端需求有望持续复苏，叠加产品结构优化贡献单价提升，收入端有望维持较高增速；同时猪肉、鸡肉、棕榈油等原料价格保持低位，叠加规模效应，利润端亦有望保持弹性。长期来看，一方面公司新一轮股权激励有望增强中层骨干凝聚力，助力未来长远发展，另一方面考虑到产品结构优化+各地生产基地布局基本完成，未来盈利能力有望步入长期改善通道。

六、乳制品：成本端宽松背景下关注需求复苏节奏对板块的催化

(一) 2023 年复盘：需求端温和复苏，成本端弹性释放

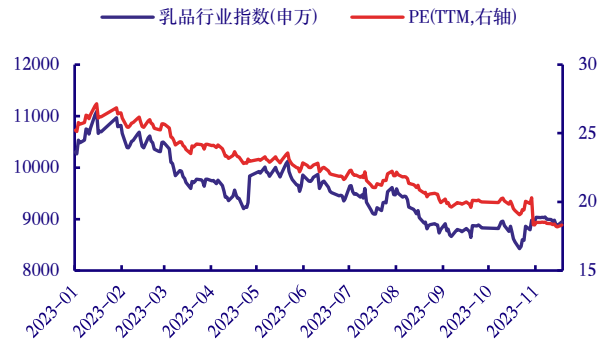
经济温和复苏致需求端弱改善，原奶价格下降推动利润弹性释放。从基本面来看，上市公司口径，乳制品板块 23Q1 营收/归母净利润分别同比+5.7%/+2.3%，23Q2 分别同比+1.8%/22.5%，23Q3 分别同比+0.8%/52.5%，总体来看收入端受消费分级影响而增长偏慢，但利润端受原奶价格下行影响而释放弹性明显。从股价来看，短期需求复苏节奏偏慢，中长期行业成长空间具备不确定性，估值中枢下移导致行业指数持续回调。

图83：乳制品板块单季度收入、利润增速



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

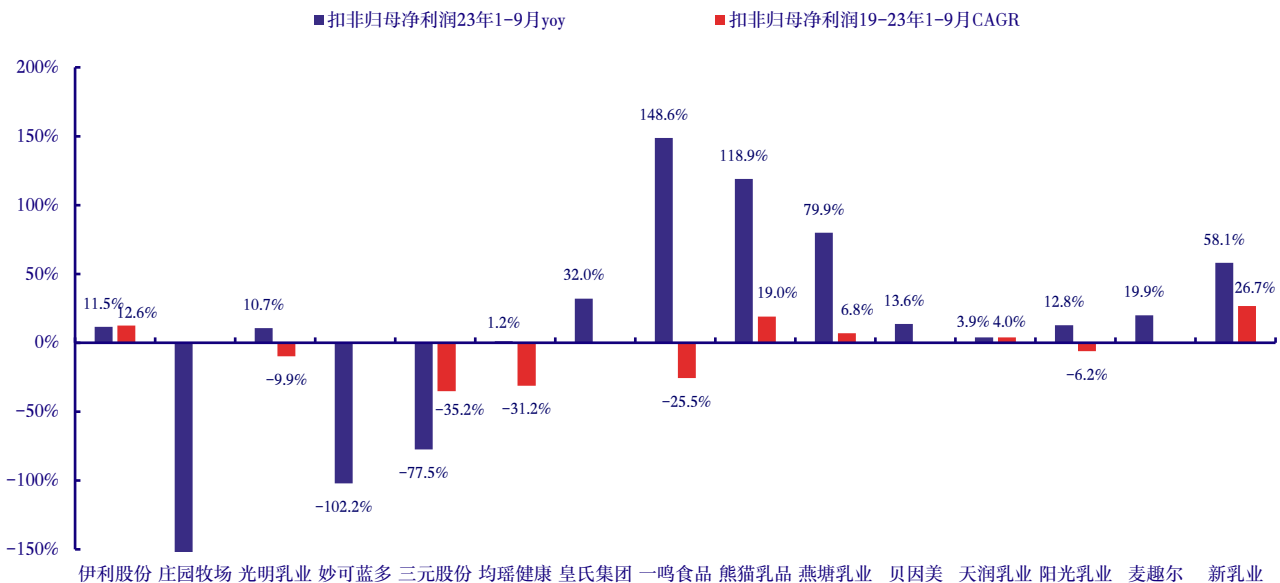
图84：乳品行业指数走势及 PE(TTM)



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

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、燕塘乳业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) 行业整体竞争态势趋缓，费用投放力度相对可控；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85：2023 年前三季度不同乳制品企业之间业绩分化明显

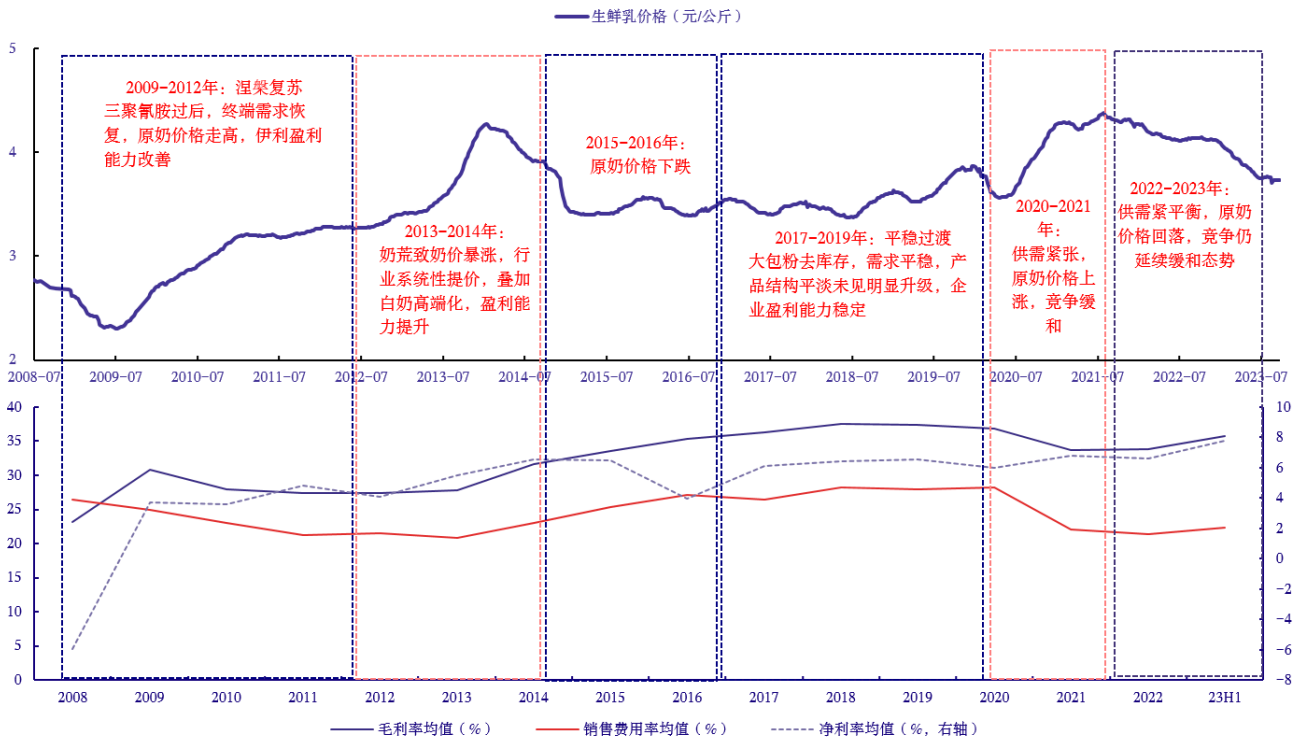


资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

(二) 2024 年展望：成本端宽松背景下关注需求复苏节奏对板块的催化

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，我们认为主要得益于：1) 行业结构性升级的特征更明显（鲜奶、奶酪等），白奶价格促销战作用减小；2) 二强格局稳固，伊利、蒙牛市占率差距稳定在 10pcts，并且关于未来 3 年的战略形成分化，蒙牛重点发力鲜奶、奶酪，伊利依然聚焦常温液奶、奶粉。

图86：原奶价格与竞争格局对板块利润率的影响



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

展望 2024 年，我们认为 24H1 需求端有望率先进一步复苏，而原奶价格即使在乐观情形下也需在 24 年中后回升，因此 24H1 板块有望迎来收入端改善而成本端红利仍存的情形，叠加春节旺季效应，有望推动板块估值修复（伊利股份、蒙牛乳业 24 年 PE 仅为 14X）。

需求端：24H1 整体需求有望率先进一步复苏，内部结构性变化趋势延续。随着宏观经济在 2024 年的进一步恢复，我们预计乳制品行业将迎来三方面的改善，一是前期受损的送礼、休闲场景持续修复，利好高端白奶、酸奶；二是鲜奶、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；三是宏观经济向好背景下促销力度有所减弱，在销量增长的同时有望迎来价格修复。

成本端：预计原奶价格 24H1 仍处于下行周期，乐观来看 24H2 或迎来上行拐点。截止 2023 年 11 月，国内生鲜乳价格同比-10%，考虑到上游供给量已在 23 年中部分收缩（杀牛现象），叠加 24H1 需求端有望随宏观经济形式实现持续复苏，因此乐观判断 24H2 原奶价格有望迎来上行拐点。

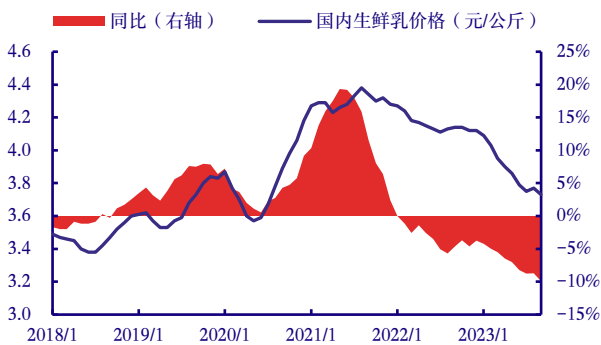
乳企策略：提升盈利能力为主线，行业竞争长期延续趋缓。随着行业增速逐渐趋缓，液奶的市场集中度逐渐提升，伊利、新乳业、三元等多个乳企均提出了提升盈利能力的目标，同时参考啤酒、速冻等行业发展经验，我们认为长期来看行业竞争趋缓是大概率事件。

表7：2024 年原奶仍可能存在部分供过于求的情形

年份	供给									需求				供需缺口 万吨	
	荷兰进口 (规上成母牛) 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		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			国内总需求 万吨
							同比	同比				同比	同比		
2016			6400	6.7%	3064	-3.6%	483	10.4%	3547	2737	8.6%	2048	-2.1%	4785	1238
2017	737		7000	9.4%	3039	-0.8%	574	18.9%	3613	2692	-1.6%	1947	-5.0%	4639	1026
2018	504	-31.6%	7400	5.7%	3075	1.2%	641	11.6%	3716	2506	-6.9%	1452	-25.4%	3958	242
2019	471	-6.5%	7800	5.4%	3201	4.1%	737	14.9%	3938	2538	1.3%	1454	0.1%	3992	54
2020	520	10.4%	8300	6.4%	3440	7.5%	783	6.3%	4223	2599	2.4%	1448	-0.4%	4047	-177
2021	561	7.9%	8700	4.8%	3778	9.8%	1020	30.2%	4798	2843	9.4%	1510	4.3%	4353	-446
2022	620	10.5%	9200	5.7%	4027	6.6%	828	-18.8%	4855	2925	2.9%	1541	2.1%	4466	-389
2023E	639	3.0%	9384	2.0%	4228	5.0%	845	2.0%	5073	3042	4.0%	1602	4.0%	4644	-429
2024E	616	-3.5%	9572	2.0%	4165	-1.5%	929	10.0%	5094	3194	5.0%	1683	5.0%	4877	-218

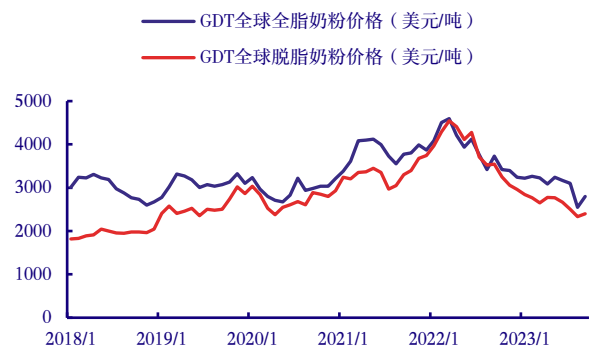
资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图87：2023 年原奶价格同比下降



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图88：2023 年 GDT 全脂奶粉、脱脂奶粉价格同比下降



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

（三）投资方向与重点公司

1. 投资方向

投资方向一：部分区域型乳企的红利。受益于区域经济发展的差异、品类结构优化的空间、省外市场快速扩张，未来部分区域乳企有望实现超过行业整体增速，如**新乳业、天润乳业与三元股份**。

投资方向二：鲜奶品类红利、近场渠道兴起。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，此外渠道结构发生变化，C 端近场渠道兴起（奶吧、即时零售等），B 端茶饮、咖啡繁荣带来乳基需求旺盛，建议关注**新乳业与一鸣食品**。

2. 重点公司

伊利股份：复苏趋势有望延续，已步入长期价值区间。展望 23Q4，随着宏观经济持续复苏，叠加亚运会等体育赛事刺激，预计终端动销有望环比改善，但考虑到 24 年春节较晚，需密切关注渠道备货节奏；利润端，考虑到原奶、包材成本压力同比下降，同时公司保持相对谨慎的促销力度，积极主动提升费用效率，利润端亦有望保持一定弹性。中长期来看，考虑到 2024 年新生人口数量有望小幅改善，奶粉业务有望实现较好增长，同时公司积极布局鲜奶近场渠道、推出奶酪零食等新品，有望贡献新的增长点。

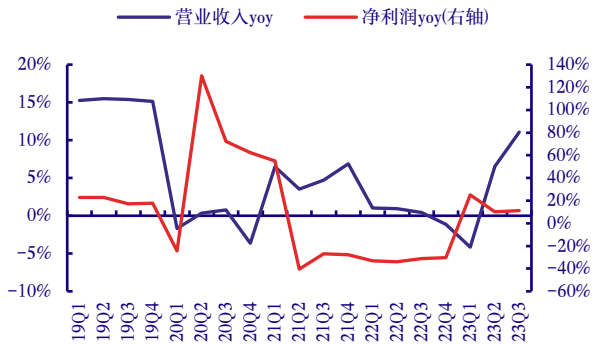
新乳业：结构升级+差异化竞争+内部提效，“鲜战略”下盈利能力持续提升。短期看，预计 23Q4 业绩延续较快增长，主要系：1) 差异化品类叠加渠道红利仍存，推动收入端稳健增长；2) 鲜奶、高端奶占比提升，叠加原奶、包材价格高位回落，公司毛利率有望改善；3) 供应链+数字化+管理提效，推动管理费用率下降。长期看，预计行业未来趋势为低温奶与常温奶并存，公司将凭借内部整合提效+多品牌战略+产品创新等多项优势享受低温品类红利。

七、休闲食品：渠道去中心化推动制造型企业快速成长

(一) 2023 年复盘：渠道去中心化推动制造型企业迎来高景气

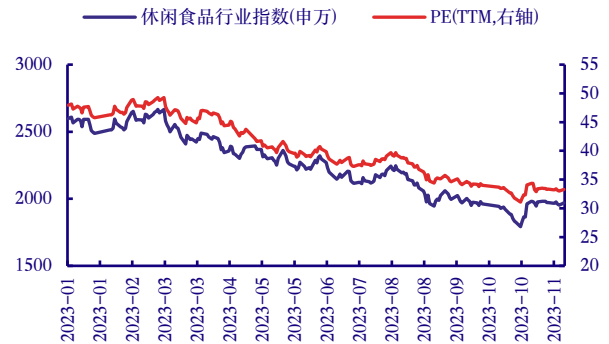
23 年需求改善，盈利弹性释放。从基本面来看，上市公司口径，23Q1 休闲食品板块收入/归母净利润分别同比-4.2%/+25%，23Q2 分别同比+6.5%/+10.2%，23Q3 分别同比+11.1%/+11.2%，收入端在新品放量、渠道红利等因素推动下实现较好增长，利润端得益于棕榈油等成本回落而释放弹性。从股价来看，虽然板块业绩改善，但受资金与情绪因素拖累，休闲食品行业指数 23 年 1 月至 10 月下跌，10 月底随着三季报披露，部分公司业绩弹性显著，行业指数迎来反弹。

图89：休闲食品板块单季度收入、利润增速



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

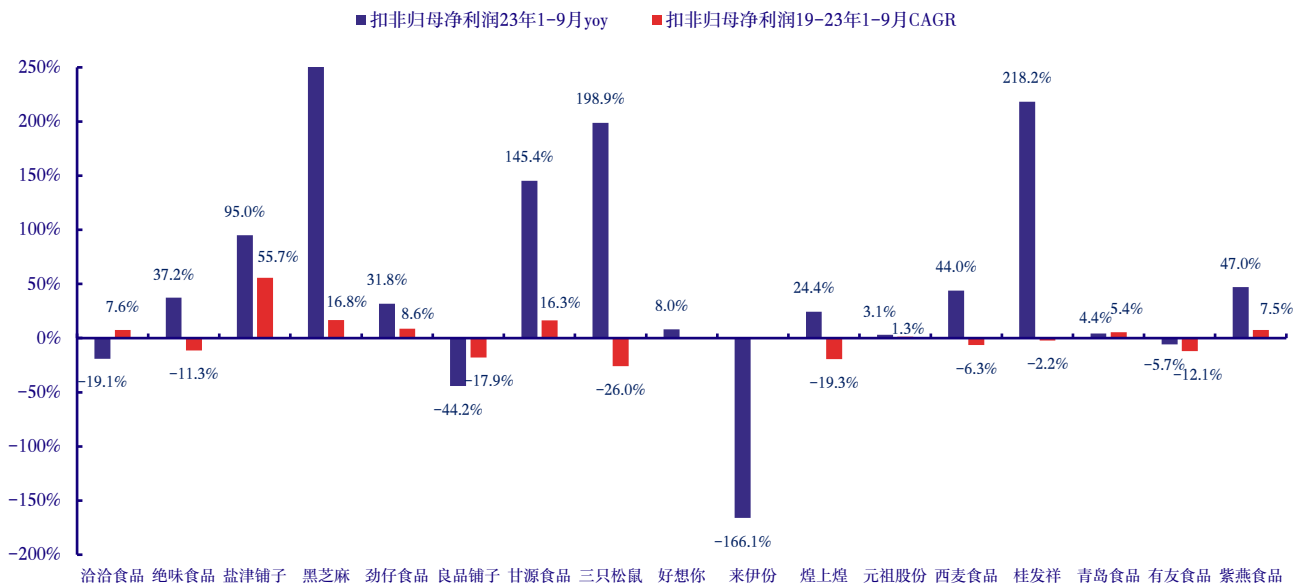
图90：休闲食品行业指数、PE(TTM)



资料来源：IFinD，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。

图91：2023 年前三季度休闲食品企业之间业绩分化明显

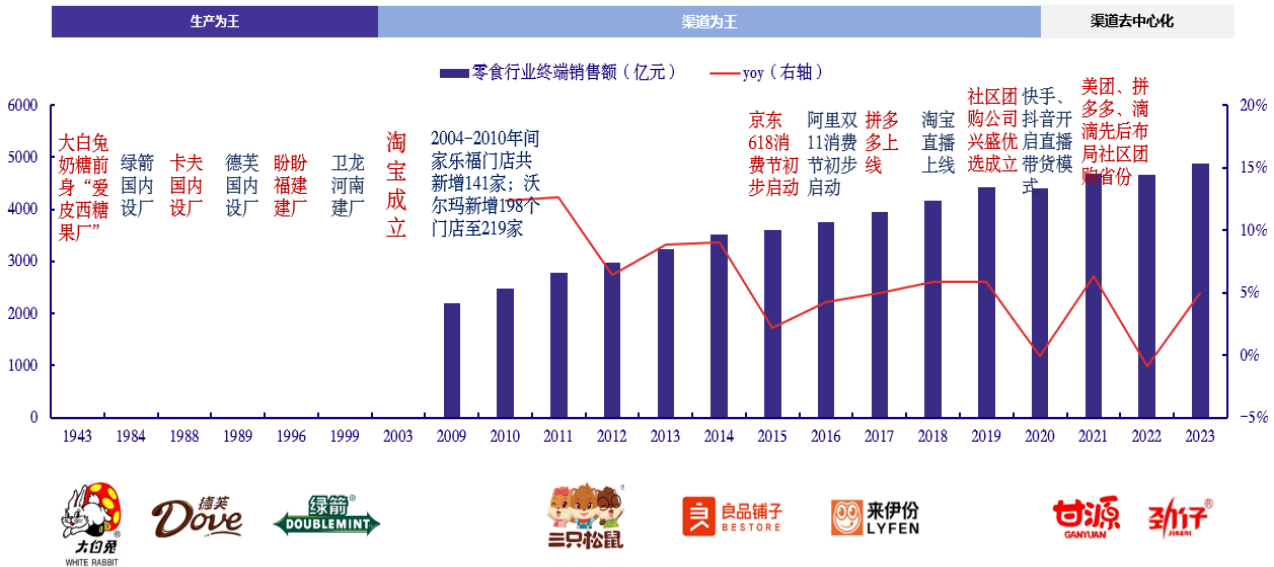


资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

(二) 2024 年展望：渠道变革趋势延续，制造型企业重回荣光

零食行业大部分品种存在即时性消费、粘性不强的特征，因此能够打通所有通路的大单品一直较为稀缺，产品与渠道的博弈导致行业过去经历了 3 个阶段：1) 1990-2008 年，在行业渗透率较低的阶段，部分外资企业凭借先发优势率先在国内布局薯片、巧克力等易诞生大单品的细分品类；2) 2009-2019 年，KA 与电商占据主流，叠加易诞生大单品的品类已有强势品牌占据，其他小品牌的品牌愈加依赖渠道；3) 2020 年至今，行业步入去中心化的阶段，KA 与传统平台电商流量下滑，会员型超市、零食量贩渠道兴起，下游渠道的分散化导致其议价能力有所减弱，因此行业逐渐回归产品本质，即上游产品型+制造型企业迎来新机遇。

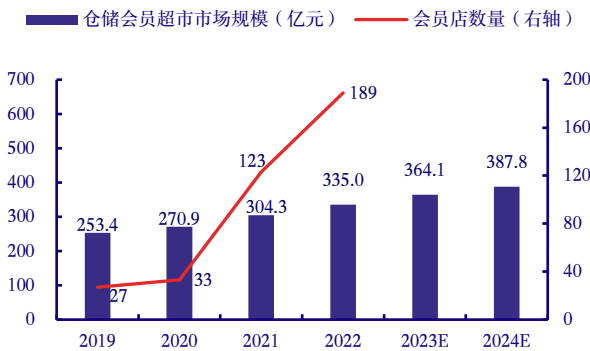
图92：零食行业正经历渠道去中心化的过程



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

展望 2024 年，我们认为渠道去中心化的趋势将延续，KA 与平台电商仍将被分流，主要系：1) 多个会员店品牌对未来开店数量目标积极，并且盒马开启全面折扣化加剧对 KA 渠道的冲击；2) 零食折扣店从全面竞争逐渐步入品牌整合阶段，一方面 9 月好想来零食集团组建，另一方面 11 月零食很忙与赵一鸣宣布战略合作，行业竞争格局逐渐清晰，商业模式的可持续性增强。

图93：会员店等新兴渠道兴起导致下游渠道去中心化



资料来源：艾媒咨询，中国连锁经营协会，中国银河证券研究院

图94：零食很忙与赵一鸣宣布战略合作

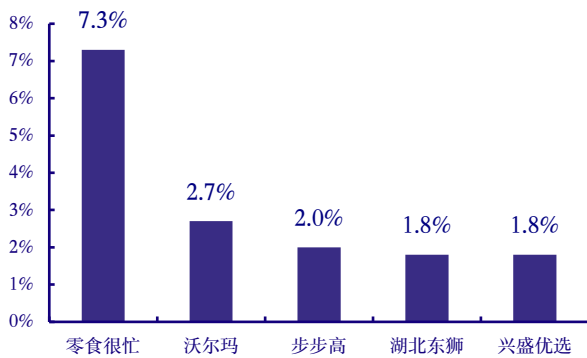


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

（三）投资方向

投资方向一：未来长期均可能存在机会的制造型零食企业。盐津铺子，根据公司公告，2022 年第一大客户为零食很忙系统，收入占比约 7.3%，考虑到下游品牌商仍处于区域扩张与快速开店阶段，公司收入端有望维持较快增长。甘源食品，根据公司公告，目前公司与零食很忙、赵一鸣、零食有鸣、老婆大人、戴永红、来优品等系统都建立了合作关系，合作品项包括经典老三样、薯片、综合豆果、综合果仁、花生、调味坚果等系列产品。**劲仔食品**，2022 年开始小鱼干大包装升级+卤蛋贡献第二增长曲线+渠道架构改革，叠加零食量贩渠道兴起，公司步入快速发展阶段。

图95：盐津铺子 2022 年第一大客户为零食很忙系统（销售额占比）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图96：甘源食品大客户包括多个零食折扣店品牌



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

投资方向二：短期关注布局零售折扣店的渠道型企业。良品铺子，根据公司公告，2023 年计划新开门店，包括零食专卖店品牌“零食顽家”，月度开店 50+家，新开店成功率 95%，同时会新增咖啡水饮、烘焙短保等引流型、便利组合性产品。三只松鼠，根据官微披露数据，23 年 6 月 18 日开设 10 家零食专卖店，截止 11 月底新生门店总数突破 160 家，正式开业门店 108 家。

图97：三只松鼠 6 月开设 10 家零食专卖店



资料来源：三只松鼠官方公众号，中国银河证券研究院

图98：良品铺子开设零食专卖店品牌“零食顽家”



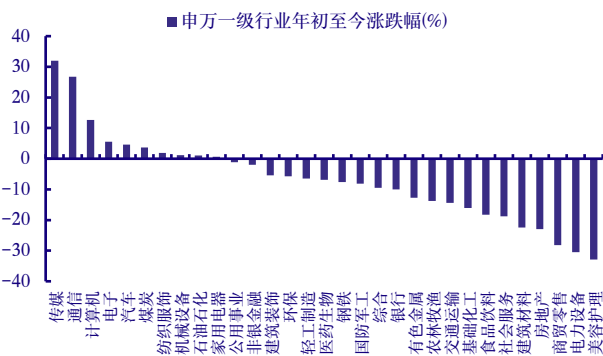
资料来源：零食顽家官方公众号，中国银河证券研究院

八、投资建议

(一) 板块震荡下行，Q3 机构持仓数据回升

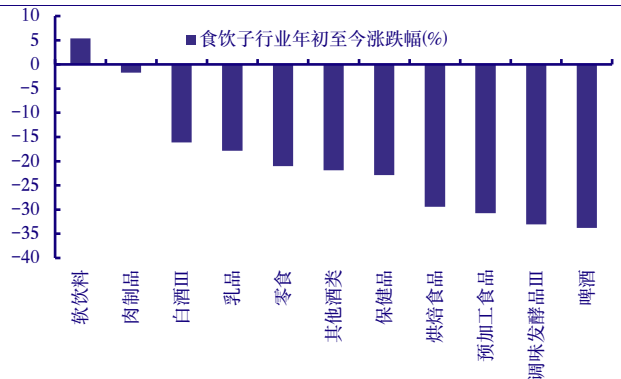
板块指数震荡下行，软饮料涨幅较高。受制于消费弱复苏，2023 年食品饮料板块整体处于震荡下行区间。2023 年年初至今（数据截至 2023 年 12 月 15 日），食品饮料板块指数整体下跌 18.27%，在申万 31 个一级行业中排名第 25 位，板块整体表现弱于沪深 300（同期下跌 13.69%）。细分二级行业中，软饮料受益于 2022 年低基数/上市公司品类创新、新品铺货构建的高 α 表现居前，年初至今涨幅 5.40%，是唯一实现增长的子行业。预加工食品/调味发酵品/啤酒表现居后，年初至今涨跌幅分别为 -30.75%、-33.03%、-33.76%。

图99：2023 年年初至今食品饮料板块涨跌幅（%）



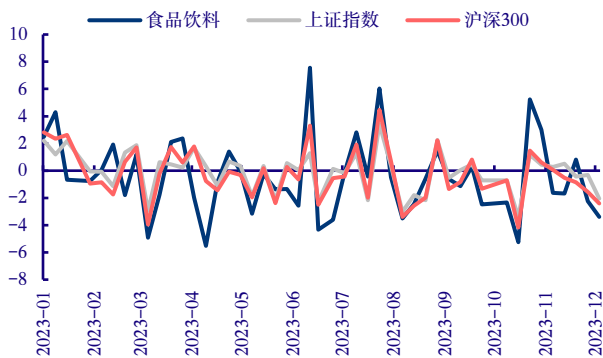
注：数据截至 2023 年 12 月 15 日
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图100：食品饮料子行业年初至今涨跌幅（%）



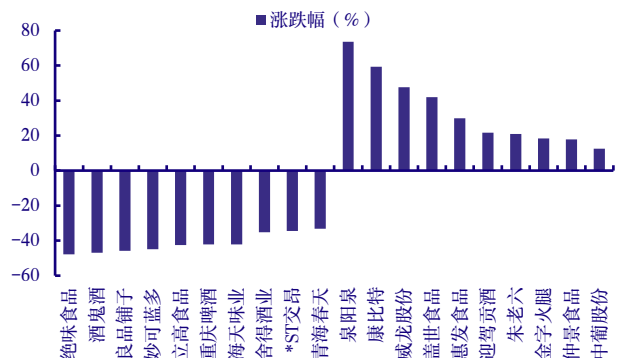
注：数据截至 2023 年 12 月 15 日
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图101：2023 年年初至今食品饮料指数涨跌幅（%）



注：数据截至 2023 年 12 月 15 日
资料来源：wind，中国银河证券研究院

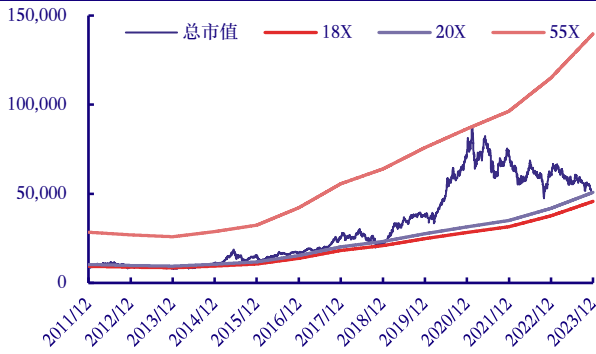
图102：食品饮料子行业年初涨跌幅前十后十公司（%）



注：数据截至 2023 年 12 月 15 日
资料来源：wind，中国银河证券研究院

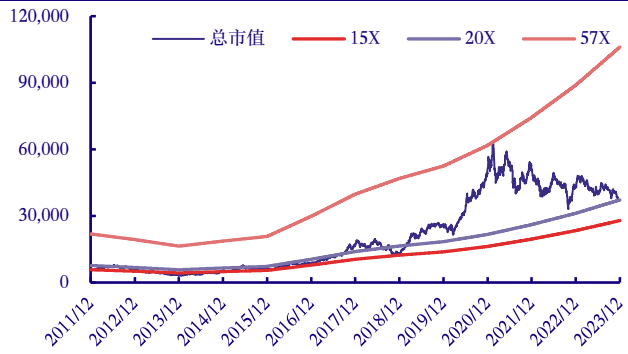
板块估值处于历史低位，具备配置性价比。截至 2023 年 12 月 15 日，食品饮料板块估值对应过去三年/五年/十年的市盈率分位数分别为 0.14%/1.73%/13.26%。从 P/E 估值角度来看，目前食品饮料板块市盈率处于历史较低位置，其中白酒板块市盈率已经低过 2020 年 3 月疫情时的底部位置。

图103: 食品饮料板块 P/E Band



资料来源: wind, 中国银河证券研究院。备注: 2023、2024 年板块总利润预计分别同比+19%、+21%。

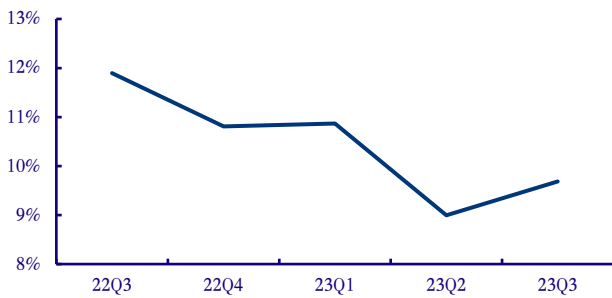
图104: 白酒板块 P/E Band



资料来源: wind, 中国银河证券研究院。备注: 2023、2024 年板块总利润预计分别同比+20%、+19%。

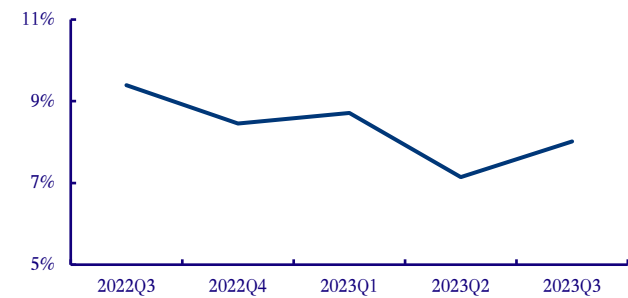
机构持仓 Q3 回升, 白酒板块获加配。从机构持仓数据来看, 2023 年 Q3 机构对食品饮料板块配置比例(按市值计) 9.7%, 环比上升 0.7pct。其中白酒板块 2023 年 Q3 配置比例 8.0%, 环比上升 0.9%。食品加工板块配置比例持平, 非白酒/饮料乳品/休闲食品/调味发酵品板块配置比例分别环比下降 0.05/0.02/0.03/0.08pct。

图105: 机构对食品饮料板块配置比例(以市值计)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图106: 机构对白酒板块配置比例(以市值计)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(二) 重点公司盈利预测及估值

白酒板块: 上半年建议维持高端酒、优质地产酒配置, 推荐贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、迎驾贡酒、古井贡酒, 金徽酒; 下半年推荐前期承压的泛全国次高端品牌, 推荐水井坊、舍得酒业。

啤酒板块: 预计 2024 年行业高端化趋势将延续, 伴随线下消费场景逐步修复以及原料、包材价格回落带来的利润空间上行, 建议关注高档产品收入占比持续提升, 产品结构持续优化的头部酒企, 推荐青岛啤酒、燕京啤酒、百润股份, 建议关注重庆啤酒。

非酒板块: 预计 2024 年将呈现需求持续复苏与消费分级交织的特征, 建议关注四条主线: 1) 消费分级大时代, 具备高性价比产品或强供应链能力的公司有望延续较好增长; 2) 把握渠道变革趋势, 偏制造型的零食企业凭借强产品力与品牌价值能够捕捉新兴渠道红利, 以及低温区域乳企凭借奶源优势与近场渠道壁垒有望实现超额收益; 3) 健康化与强功能化的细分赛道, 如益生菌、零添加调味品、运动饮料与咖啡等; 4) 细分领域的头部企业, 2023 年经历了较为充分的调整, 未来有望受益于宏观经济复苏+成本回落红利+低估值修复。建议关注东鹏饮料、安井食品、天味食品、中炬高新、宝立食品、新乳业、伊利股份、李子园、欢乐家、海天味业、恒顺醋业。

表8: 重点公司盈利预测及估值

2023/12/15		当前股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
证券代码	证券简称			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600519	贵州茅台	1,645.00	20,664	742.63	880.24	1,023.47	28.1	24.2	21.1
000568	泸州老窖*	172.05	2,533	132.13	162.71	197.47	19.2	15.6	12.8
600809	山西汾酒	217.50	2,653	104.91	128.43	160.88	25.3	20.7	16.5
603198	迎驾贡酒*	64.66	517	22.56	28.21	34.71	22.9	18.3	14.9
000596	古井贡酒*	225.91	1,048	44.41	57.12	71.47	26.9	20.9	16.7
603919	金徽酒*	23.95	121	3.77	4.98	6.39	32.4	24.4	19.0
600779	水井坊*	57.60	281	12.57	15.17	17.84	22.4	18.5	15.8
600702	舍得酒业*	89.24	297	18.30	22.41	27.72	16.3	13.3	10.7
600600	青岛啤酒	69.81	788	44.62	52.03	59.45	21.3	18.3	16.0
000729	燕京啤酒*	9.14	258	6.30	8.86	11.61	41.5	29.5	22.3
002568	百润股份	23.63	248	913.14	1,183.35	1485.9	10.5	8.1	6.4
600132	重庆啤酒	62.41	302	15.10	17.63	20.08	20.0	17.1	15.0
605499	东鹏饮料	182.93	732	20.27	26.27	33.14	36.1	27.8	22.1
603345	安井食品	101.20	297	14.87	18.99	23.15	20.0	15.6	12.8
603317	天味食品	13.68	146	4.49	5.44	6.53	32.6	26.8	22.4
600872	中炬高新	26.78	210	-7.87	7.46	8.55	-	28.2	24.6
603170	宝立食品	16.75	67	3.12	3.80	4.56	21.5	17.6	14.7
002946	新乳业	11.37	98	4.44	6.30	8.08	22.3	15.6	12.2
600887	伊利股份	25.51	1,624	108.30	122.41	140.78	15.0	13.3	11.5
605337	李子园	14.64	58	2.55	3.04	3.61	22.5	19.0	16.1
300997	欢乐家	14.30	64	20.27	26.27	33.14	27.0	23.1	20.1
603288	海天味业	34.69	1,929	61.95	70.79	80.30	31.3	27.3	24.1
600305	恒顺醋业	9.33	104	1.95	2.66	3.33	51.8	38.9	31.1

注: *为 wind 一致盈利预测, 其余为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

宏观经济持续低迷使白酒需求不佳的风险，啤酒成本改善使行业费用竞争加剧的风险，大众品企业第二增长曲线表现不及预期的风险。

图表目录

图 1: 规模以上白酒企业产量及同比.....	3
图 2: 第八代五粮液批价 (单位: 元)	3
图 3: 2009 年以来白酒行业几个发展周期阶段	4
图 4: 飞天茅台批价 (单位: 元) 与美国 10 年期国债利率	5
图 5: 中国高净值人群数量及同比增速	5
图 6: 2022 年以来白酒上市公司季度收入同比增速	6
图 7: 行业低迷期白酒品牌分化的逻辑	6
图 8: 高端、全国次高端、地产酒代表性品牌的渠道库存周期变化趋势 (单位: 月)	7
图 9: 2023 年增长目标与完成情况	7
图 10: 茅台价格 (元) 与产销量	8
图 11: 茅台直营渠道收入占比	8
图 12: 第八代五粮液与国窖 1573 批价 (元)	8
图 13: 泸州老窖产品结构	8
图 14: 汾酒青花 20 批价走势 (元)	9
图 15: 洋河 M6+批价走势 (元)	9
图 16: 舍得酒业分地区和分产品销售收入	10
图 17: 水井坊营收同比增速	10
图 18: 三家徽酒收入规模对比 (单位: 亿元)	11
图 19: 洋河今世缘省内收入规模对比 (单位: 亿元)	11
图 20: 珍酒珍 15 批价 (元)	11
图 21: 珍酒品牌收入、量、价、毛利	11
图 22: 2023 年 6-9 月餐饮行业关店率上升	12
图 23: 2023 年 7-10 月啤酒门店收入增速下滑	12
图 24: 2023 年 7-9 月我国啤酒产量下滑	12
图 25: 啤酒产量与社会零售总额变动高度相关	12
图 26: 2018-2023 年我国规上啤酒企业吨价上升 (元/吨)	13
图 27: 头部酒企近年来中高档产品收入增速	13
图 28: 2019-2023 年各公司高档产品收入占比提高	14
图 29: 2022、2023 年前 9 月公司高端产品收入增速	14
图 30: 我国酒企吨价水平与海外品牌仍存在显著差距 (元/吨)	15
图 31: 限额以上餐饮企业收入表现更具韧性	15
图 32: 2023 年 10 月餐饮收入同比增速回升	15
图 33: 2023 年大麦价格回落 (美元/吨)	16
图 34: 2023 年瓦楞纸价格处于低位 (元/吨)	16
图 35: 2023 年玻璃价格平稳 (元/吨)	16
图 36: 2023 年铝价上升后回落 (元/吨)	16
图 37: 双反政策以前澳麦进口金额占比较高	17
图 38: 澳洲大麦出口价格较低 (美元/吨)	17
图 39: 软饮料板块单季度收入、利润增速	18
图 40: 软饮料行业指数、PE(TTM)	18
图 41: 2023 年前三季度软饮料企业的业绩表现	18
图 42: 饮料公司北方地区收入占比 (2022 年)	19
图 43: 饮料行业 23 年 6-8 月旺季基数并不高	19
图 44: RTD 饮料较现制饮品更具性价比	19
图 45: 2023 年 PET 瓶片价格同比下降	20

图 46: 2023 年白糖价格同比上涨	20
图 47: 具备景气度的饮料品类	20
图 48: 2023 年多个饮料公司推出新品	21
图 49: 经典的新品成长四段论	21
图 50: 东鹏运动饮料新品铺市情况	21
图 51: 东鹏即饮咖啡新品铺市情况	21
图 52: 现制茶饮与现磨咖啡近年来保持高景气度	22
图 53: 调味品板块单季度收入、利润增速	24
图 54: 调味品行业指数、PE(TTM)	24
图 55: 2023 年前三季度不同调味品企业之间业绩分化明显	24
图 56: 调味品历史上的周期波动	25
图 57: 调味品四个周期因子相互影响	25
图 58: 社零餐饮与规上餐饮增速回升	25
图 59: 调味品终端销售额月度增速 (C 端)	25
图 60: 19H1-23H1 市场费用率 (海天与榨菜)	26
图 61: 19H1-23H1 市场费用率 (促销费与广告费, 中炬+千禾+恒顺)	26
图 62: 2023 年大豆价格同比回落	26
图 63: 2023 年白糖价格同比上涨	26
图 64: 2023 年糯米价格同比上涨	27
图 65: 青菜头价格历史波动情况	27
图 66: 2023 年玻璃价格同比上涨	27
图 67: 2023 年瓦楞纸价格同比下降	27
图 68: 国内调味品行业需求场景正在重构 (调味品需求占比)	28
图 69: 餐饮市场在 2024 年继续复苏但增速中枢低于疫情前水平	28
图 70: 健康化的酱油产品销售额占比提升	29
图 71: 0 添加调味品在不同渠道的占比	29
图 72: C 端内部呈现复合调味品销售额占比提升的特征	29
图 73: 地方民族菜占比持续提升	29
图 74: 预加工食品板块单季度收入、利润增速	31
图 75: 预加工食品行业指数、PE(TTM)	31
图 76: 2023 年前三季度不同预加工食品企业之间业绩分化明显	31
图 77: 2024 年速冻与预制菜 C 端终端销售额 yoy	32
图 78: 消费分级背景下大 B 端表现更好	32
图 79: 2023 年豆油价格同比下降	32
图 80: 2023 年棕榈油价格同比下降	32
图 81: 2023 年猪肉价格维持相对低位	32
图 82: 2023 年鸡肉价格同比下降	32
图 83: 乳制品板块单季度收入、利润增速	34
图 84: 乳品行业指数走势及 PE(TTM)	34
图 85: 2023 年前三季度不同乳制品企业之间业绩分化明显	34
图 86: 原奶价格与竞争格局对板块利润率的影响	35
图 87: 2023 年原奶价格同比下降	36
图 88: 2023 年 GDT 全脂奶粉、脱脂奶粉价格同比下降	36
图 89: 休闲食品板块单季度收入、利润增速	37
图 90: 休闲食品行业指数、PE(TTM)	37
图 91: 2023 年前三季度休闲食品企业之间业绩分化明显	37
图 92: 零食行业正经历渠道去中心化的过程	38

图 93: 会员店等新兴渠道兴起导致下游渠道去中心化.....	38
图 94: 零食很忙与赵一鸣宣布战略合作.....	38
图 95: 盐津铺子 2022 年第一大客户为零食很忙系统 (销售额占比)	39
图 96: 甘源食品大客户包括多个零食折扣店品牌.....	39
图 97: 三只松鼠 6 月开设 10 家零食专卖店.....	39
图 98: 良品铺子开设零食专卖店品牌“零食顽家”	39
图 99: 2023 年年初至今食品饮料板块涨跌幅 (%)	40
图 100: 食品饮料子行业年初至今涨跌幅 (%)	40
图 101: 2023 年年初至今食品饮料指数涨跌幅 (%)	40
图 102: 食品饮料子行业年初涨跌幅前十后十公司 (%)	40
图 103: 食品饮料板块 P/E Band	41
图 104: 白酒板块 P/E Band.....	41
图 105: 机构对食品饮料板块配置比例 (以市值计)	41
图 106: 机构对白酒板块配置比例 (以市值计)	41

表格目录

表 1: 近 3 年部分上市白酒企业营收目标增速及完成情况	4
表 2: 啤酒公司 6-10 元主流产品结构升级	13
表 3: 现饮渠道收入占比提高对企业收入变动情况预测.....	16
表 4: 大麦进口价格下降对企业利润变动情况预测.....	17
表 5: 23Q1-3 海天味业渠道库存水平	26
表 6: 连锁餐饮客单价下降的影响在 2024 年仍将持续.....	28
表 7: 2024 年原奶仍可能存在部分供过于求的情形.....	36
表 8: 重点公司盈利预测及估值	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，重点覆盖酒类板块以及部分非酒标的。

刘光意：食品饮料行业分析师。经济学硕士，2020年加入民生证券研究院，2022年加入中国银河证券研究院，重点覆盖大众品板块。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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。

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

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

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。