



安信國際
ESSENCE INTERNATIONAL

优质公司估值已极具性价比

--上半年港股食品饮料投资策略

安信国际研究部 曹莹

2024年1月24日

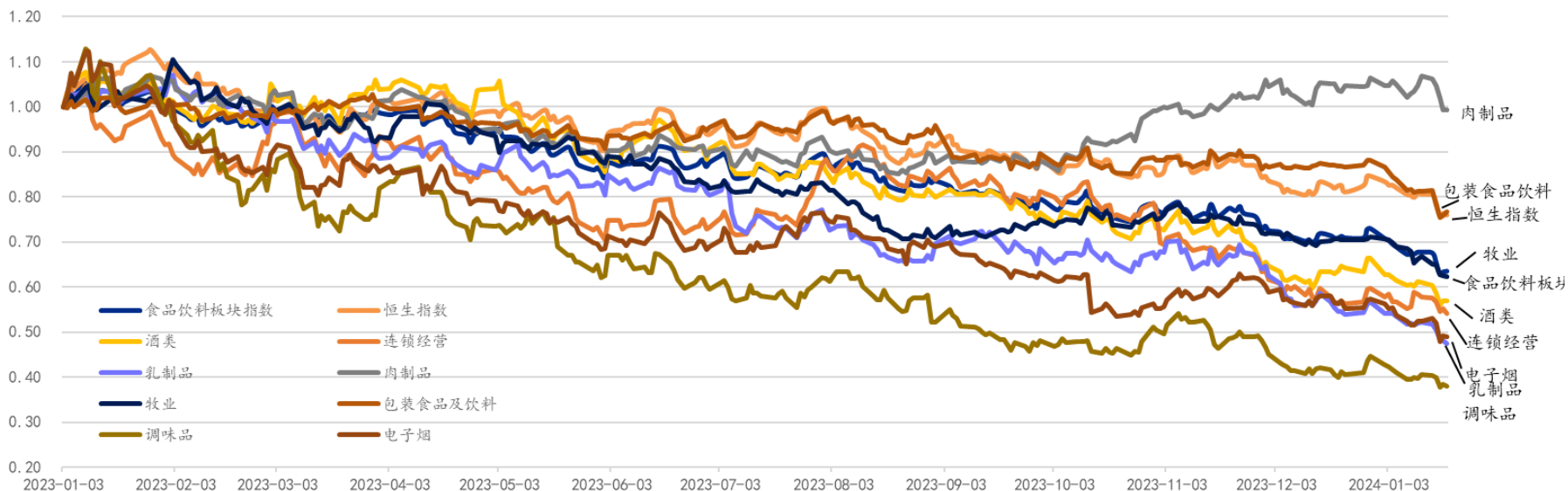
- ❖ 主线一：低估值龙头企业，兼具成长和价值
 - ❖ 目前成长赛道中的龙头公司估值已跌到历史极低水平，从长期看，当下已是绝佳布局时点
 - ❖ 首推标的：华润啤酒0291、青岛啤酒0168、百胜中国9987、海底捞6862、蒙牛乳业2319
 - ❖ 推荐关注二线弹性标的：九毛九9922、H&H国际1112、达势股份1405
- ❖ 主线二：周期底部布局龙头
 - ❖ 生猪养殖已在周期底部，行业产能开始加速下行，未来将支撑猪价上行
 - ❖ 推荐标的：中粮家佳康1610
 - ❖ 出生人口降幅明显收窄，奶粉行业压力缓解
 - ❖ 推荐标的：中国飞鹤6186、澳优1717

1 市场回顾

1 市场行情：悲观情绪蔓延，股价严重偏离基本面

- ❖ 在悲观情绪笼罩下，港股食饮板块在去年走出了高开低走的行情，全年板块整体下跌36.2%，跑输恒指（-24%）
- ❖ 我们认为当前的股价已经完全不能反映公司的基本面情况，大部分优质上市公司都处于绝对低估的状态。上市公司较多的细分板块，如乳制品、连锁经营、酒类，跌幅超过40%。肉制品一枝独秀，主要是万洲国际逆势上涨。包装食品饮料表现好于其他细分板块。

图表1 23年以来食饮及各子版块走势



资料来源：wind，安信国际证券研究

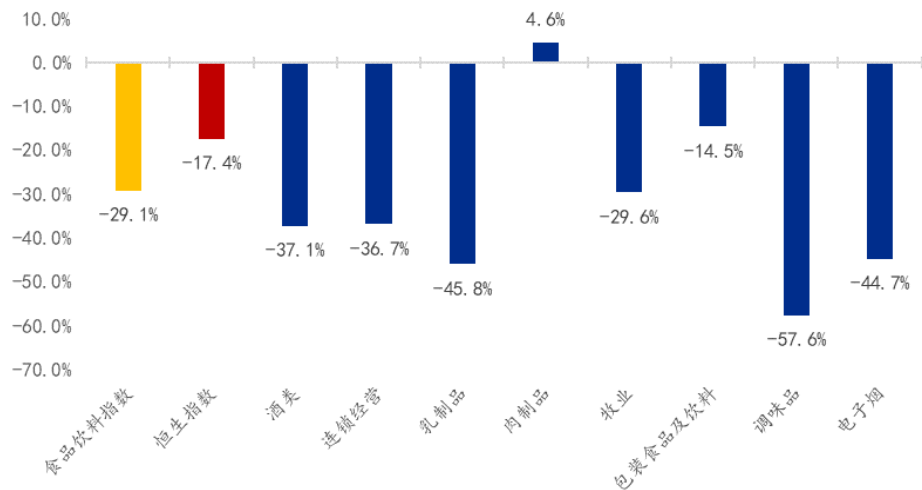
注：时间截止2024年1月19日

注：食品饮料板块指数为安信国际根据行业板块筛选编制，指数根据收盘价按照市值加权平均计算

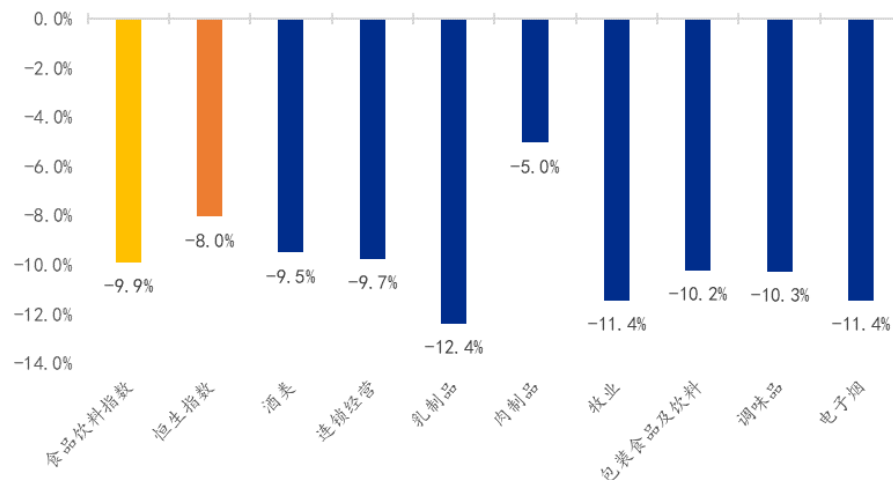
1 市场行情：今年以来进一步下跌

❖ 24年年初至今，由于悲观情绪持续，板块股价进一步下跌。自2024年1月3日至今，已经下跌9.9%，跑输恒指（-8%）。各个子版块出现不同程度下跌，肉制品跌幅小于其他板块。

图表2 自23年全年板块表现



图表3 自24年初以来板块表现



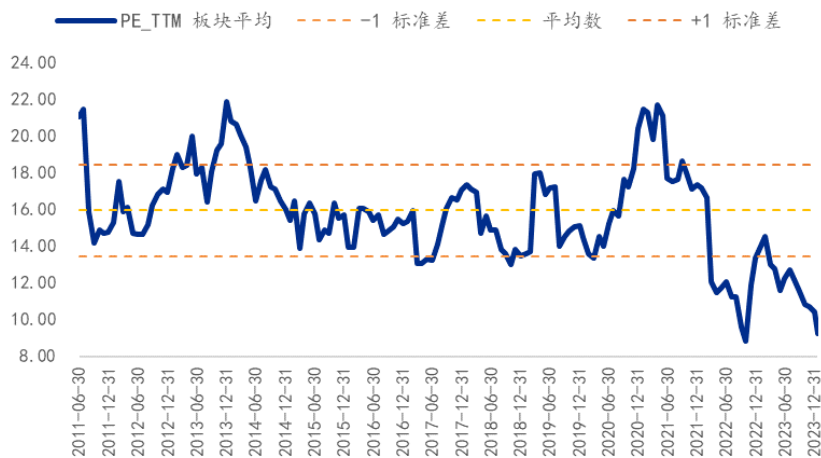
资料来源：wind，安信国际证券研究
注：时间区间为2023年1月3日至2024年1月3日

资料来源：wind，安信国际证券研究
注：时间区间为2024年1月3日至2024年1月19日

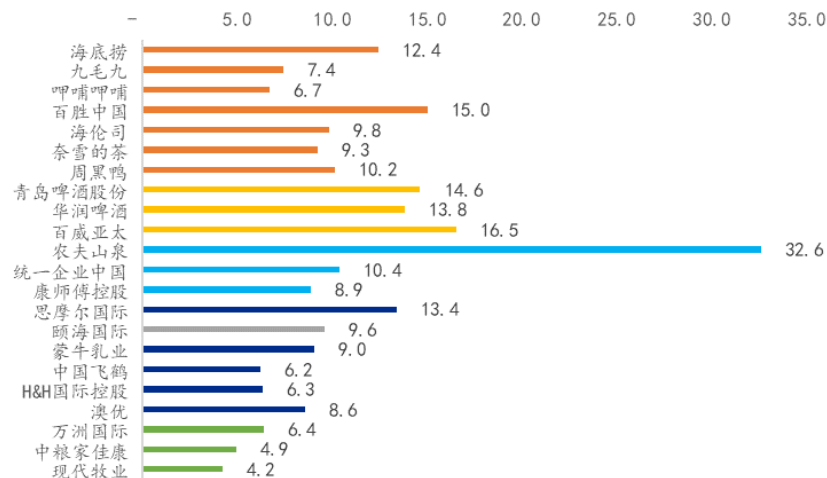
1 市场行情：优质资产处于极端低估水平

- ❖ 当前估值水平已经处于历史极低值，平均PE-TTM 不到10x，我们认为股价已经严重偏离基本面。
- ❖ 增长确定性较高的啤酒板块估值略高于其他板块，龙头公司PE-TTM约为13-15x，仍然是严重低估。餐饮板块除了海底捞和百胜，其余公司均跌至10x以下。乳制品龙头蒙牛仅有9x，投资性价比极高。

图表4 食品饮料板块估值处于极低位置



图表5 2024年细分板块预测PE



资料来源：wind，安信国际证券研究

注：时间截止2024年1月19日

2 消费复苏回顾

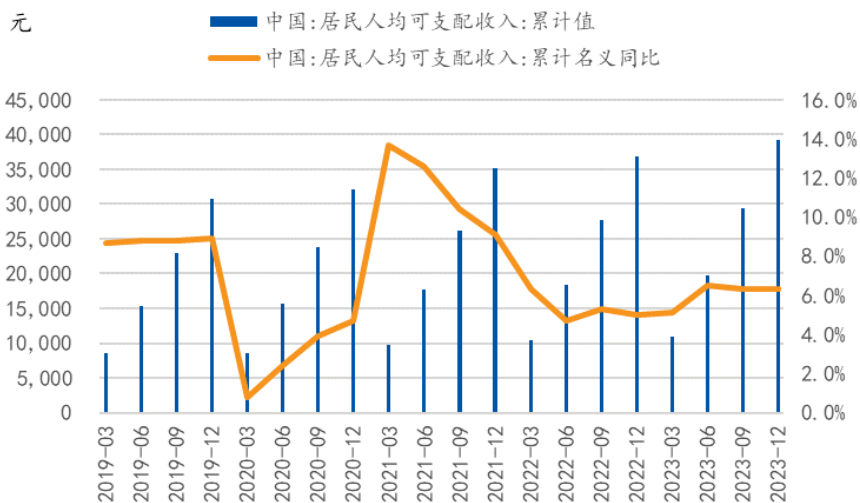
消费复苏回顾

- ❖ 23年消费复苏前高后低，下半年的复苏弱于年初预期。
- ❖ 细分板块有分化，服务消费复苏引领行业，商品消费复苏较为疲软。
- ❖ 消费信心尚未完全恢复，消费降级趋势仍在。
- ❖ 积极面：居民收入增速企稳，新增存款处于高位，未来消费释放潜力大。

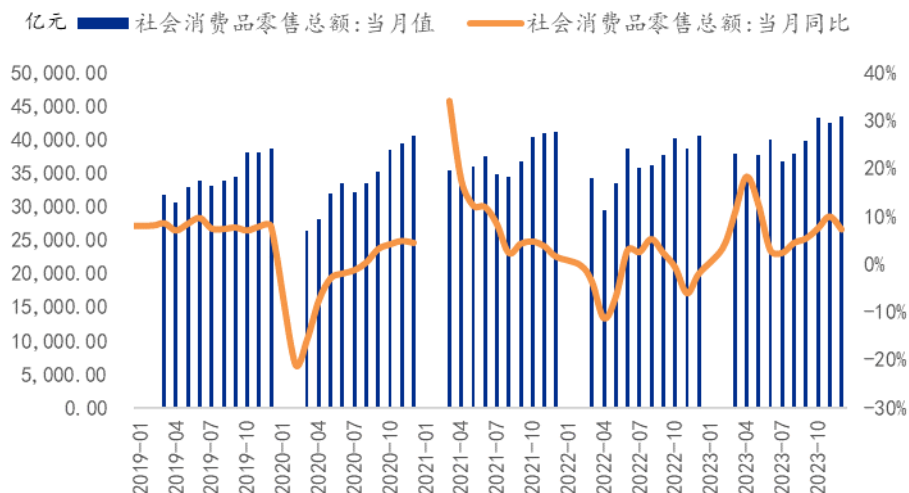
2 消费宏观：收入增速抬升，社零总额持续恢复

- ❖ 2023年居民人均收入为3.9万元，同比增长6.3%，与22年的5%相比，增速有所提升。经过疫情三年，居民收入在经历了较大波动后开始企稳，并且增速逐步回升，我们认为这是建立消费信心的基础。
- ❖ 23年全年社会零售总额47.1万亿，同比增长7.2%，较19年全年CAGR为3.5%。消费表现较22年已经有明显复苏，距离19年的增速还有差距。

图表6 居民人均收入增速逐步抬升



图表7 23年社会零售总额同比增长7.2%



资料来源：wind，安信国际证券研究

注：数据截止2023年12月

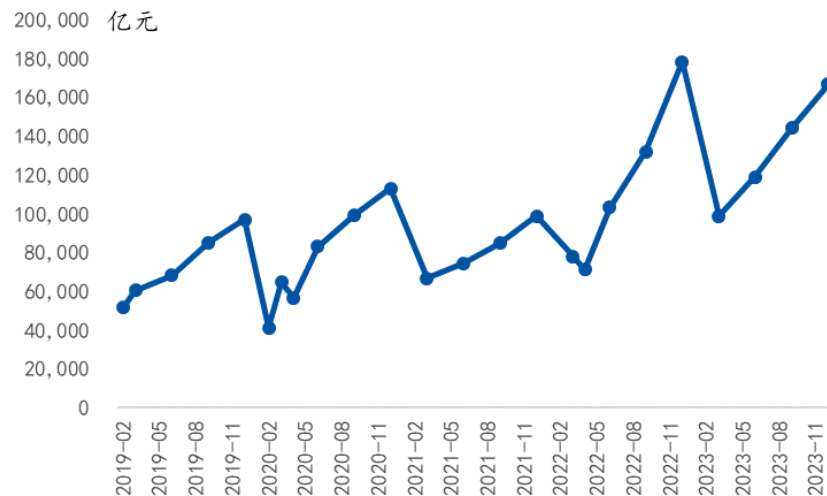
2 消费宏观：消费信心较弱，存款处于高位

- ❖ 截止23年12月，消费者信心指数为87，较疫情前的126.6仍有较大差距。23年初放开之后有短暂的反弹，之后又有回落。
- ❖ 2023年居民累计新增人民币存款与22年相比略有下降，但整体仍处于历史高位，表明居民的储蓄意愿仍然较强，消费意愿较弱。但是从另一个方面解读，当收入预期稳定之后，未来可释放的消费潜力也较大。我们认为消费的增长仍有很大潜力。

图表8 消费者信心指数尚未恢复



图表9 居民累计新增人民币存款处于高位



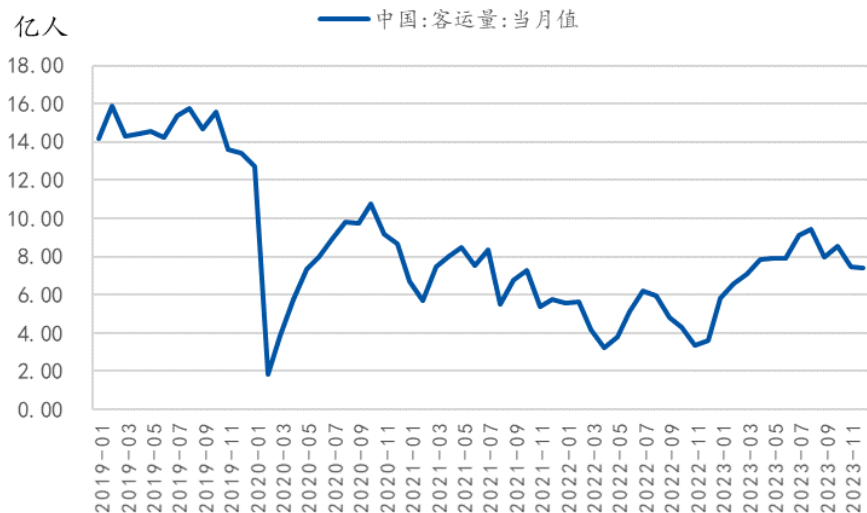
资料来源：wind，安信国际证券研究

注：数据截止2023年12月

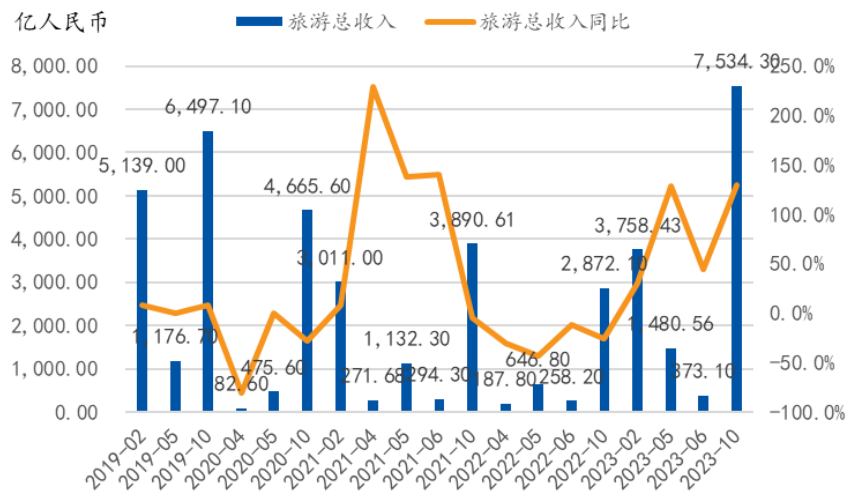
2 消费宏观：服务消费回暖

- ❖ 客运量在持续恢复，在23年三季度达到顶峰，之后有所回落。与22年相比，客运量同比有大幅增长。23年12月与19年同期相比，大约恢复至55%的水平，客运量仍有较大的提升空间。
- ❖ 从黄金周的旅游数据来看，23年十一黄金周的旅游总收入创历史新高，较19年同期增长16%，旅游总人次较19年增长5.6%，人均旅游消费较19年增长9.7%。人们对于旅游的热情不减，如“淄博烧烤”、“东北小土豆”等旅游热词频上热搜。

图表10 客运量恢复至19年的55%



图表11 23年十一黄金周旅游总收入恢复至19年同期的116%



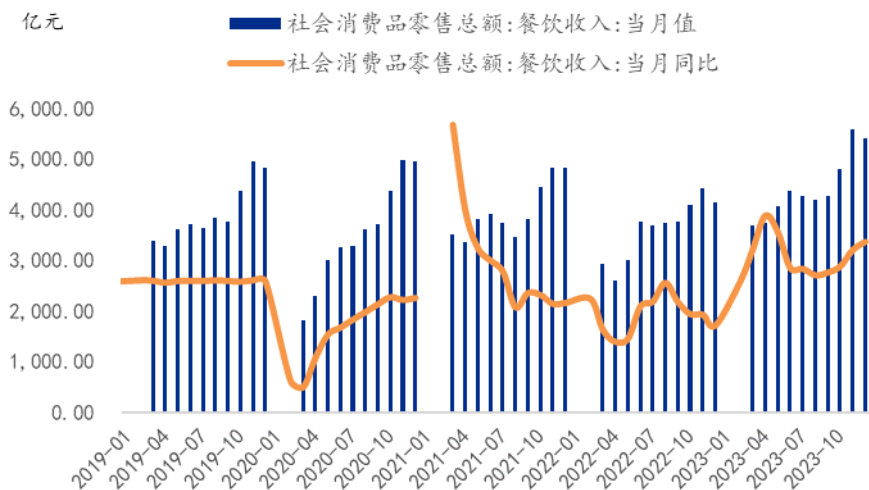
资料来源：wind，安信国际证券研究

注：数据截止2023年12月

2 消费宏观：服务消费回暖

- ❖ 餐饮行业全年零售额5.28万亿，同比增长20.4%，较19年全年CAGR为3.1%。一季度餐饮行业迎来一波报复性消费，之后因为季节性因素，以及宏观因素有所回落，在四季度重新迎来高速增长，一改21、22年四季度较为疲软的状态，恢复至19年同期约112%的水平。
- ❖ 当前餐饮行业的恢复水平较为平稳，头部连锁企业持续开店扩张，行业集中度有一定程度提高。

图表12 餐饮行业收入23年全年增长20.4%



图表13 餐饮行业恢复至19年同期约112%

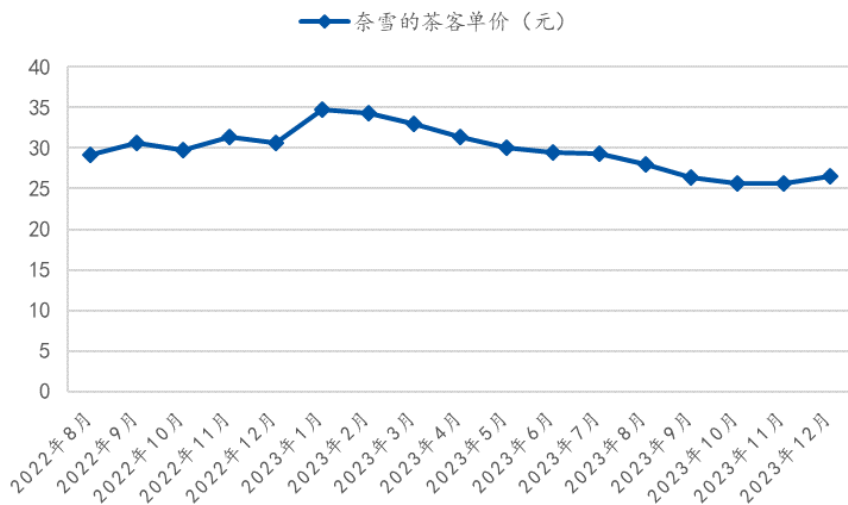


资料来源：wind，安信国际证券研究
注：数据截止2023年12月

2 消费宏观：服务消费回暖

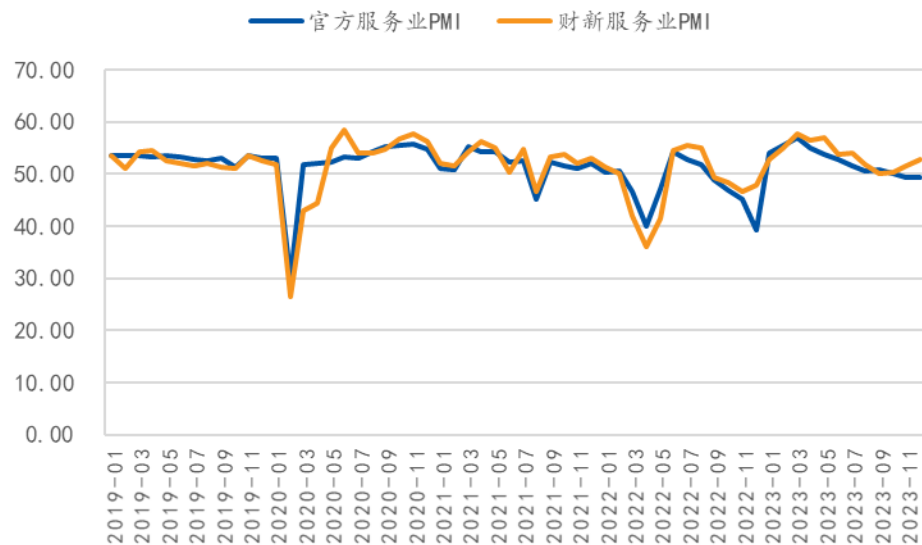
- ❖ 消费降级的趋势明显。从微观数据看到，连锁餐饮品牌的客单价出现不同程度下降，我们认为尽管客流在持续回升，消费降级的趋势依然存在。逛的多买的少、购买折扣套餐、特种兵式旅游等普遍存在。完全的恢复需要时间，我们仍然对消费保持很强的信心。
- ❖ 截止23年12月，官方统计的服务业PMI为49.3。而财新统计的服务业PMI为52.9，11、12月出现小幅抬头，新订单数也在四季度出现轻微的上扬。我们认为服务业在未来还将保持持续恢复。

图表14 奈雪的茶客单价



资料来源：公司资料，安信国际证券研究
注：数据截止2023年12月

图表15 官方及财新服务业PMI

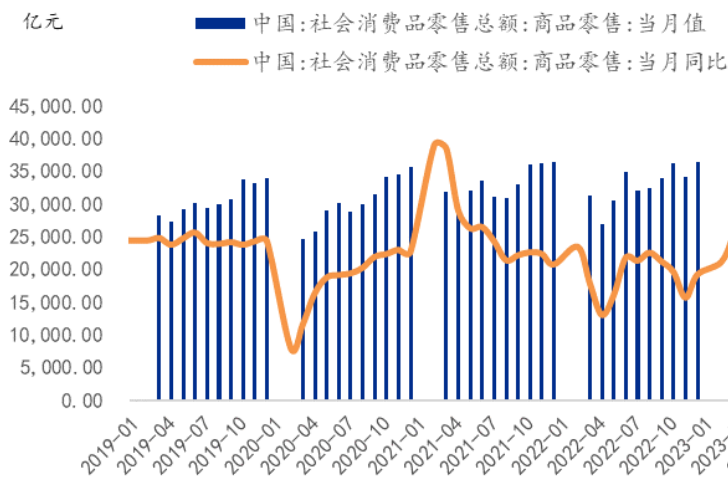


资料来源：wind，安信国际证券研究
注：数据截止2023年12月

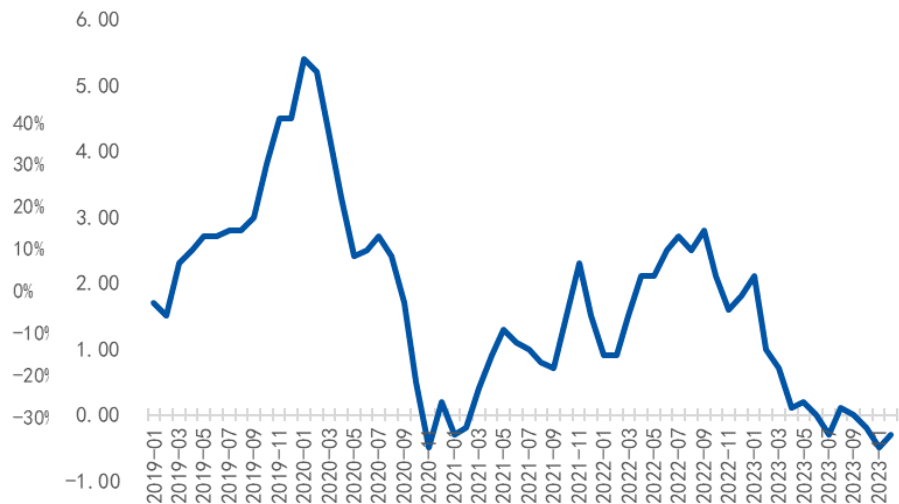
2 消费宏观：商品消费较为疲软

- ❖ 23年商品零售总额为41.8万亿，同比增长5.8%，较19年年化增速3.5%。和疫情前相比，当前商品消费的增速恢复仍有一定差距。商品消费在23年二季度恢复较好，到四季度恢复程度又有所回落。
- ❖ CPI在23年基本在0上下波动，进入四季度转为负增长，体现出消费者对商品的需求相对疲软。

图表16 商品零售额增速略有回升



图表17 四季度CPI出现负增长



资料来源：wind，安信国际证券研究
注：社零数据截止2023年12月

3 投資策略

投资策略

- ❖ 主线一：低估值龙头企业，兼具成长和价值
 - ❖ 目前成长赛道中的龙头公司估值已跌到历史极低水平，从长期看，当下已是绝佳布局时点
 - ❖ 首推标的：华润啤酒0291、青岛啤酒0168、百胜中国9987、海底捞6862、蒙牛乳业2319
 - ❖ 推荐关注二线弹性标的：九毛九9922、H&H国际1112、达势股份1405
- ❖ 主线二：周期底部布局龙头
 - ❖ 生猪养殖已在周期底部，行业产能开始加速下行，未来将支撑猪价上行
 - ❖ 推荐标的：中粮家佳康1610
 - ❖ 出生人口降幅明显收窄，奶粉行业压力缓解
 - ❖ 推荐标的：中国飞鹤6186、澳优1717

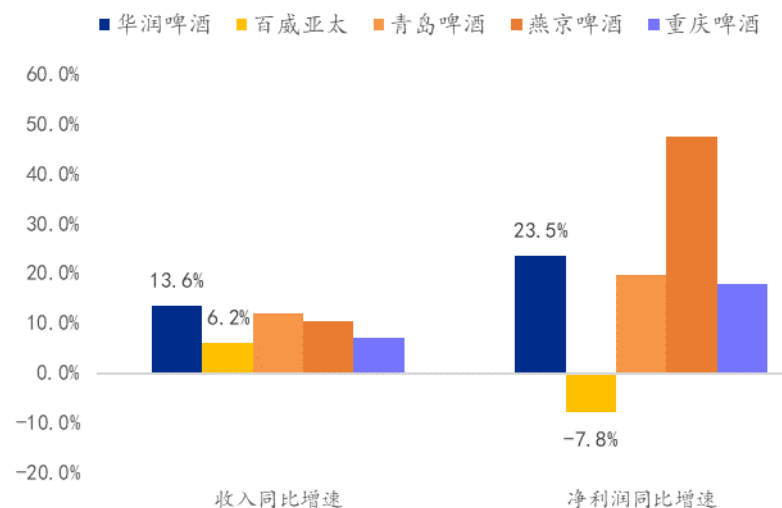
主线一：低估值龙头企业兼具成长和价值

3.1 啤酒：高端化仍有巨大空间

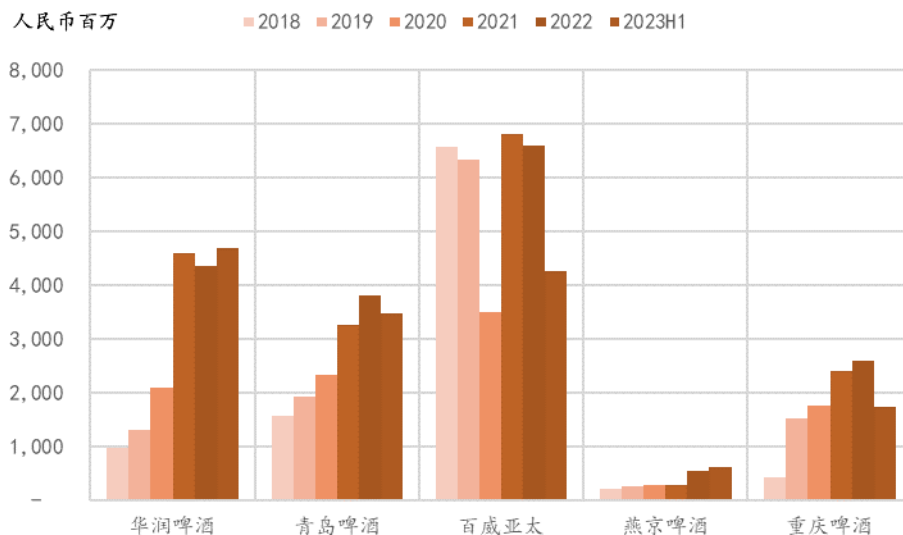
3.1 啤酒处于景气向上阶段

- ❖ **啤酒：景气度仍在。**虽然有疫情的扰动，啤酒行业高端化升级的趋势并未改变。疫情以来大部分啤酒企业都获得了收入利润双增长的表现，在大众消费品中独树一帜。**23年上半年**啤酒企业的平均收入增速为10%，平均净利润增速为20%。
- ❖ **高端化带动行业利润大幅提升。**与19年相比，2022年华润啤酒的净利润增长超过232%，青啤、燕京均有翻倍增长，重啤增速70%，仅有百威基本持平。

图表18 啤酒企业2023年收入和净利润增速



图表19 啤酒企业18-23H1净利润



3.1 啤酒产品矩阵高端化

❖ 下图展示了各大啤酒企业的产品系列，其中次高端及以上产品逐渐成为厂家重点投入资源的产品系列，而主流产品的占比在逐渐下降。

图表20 各品牌产品矩阵

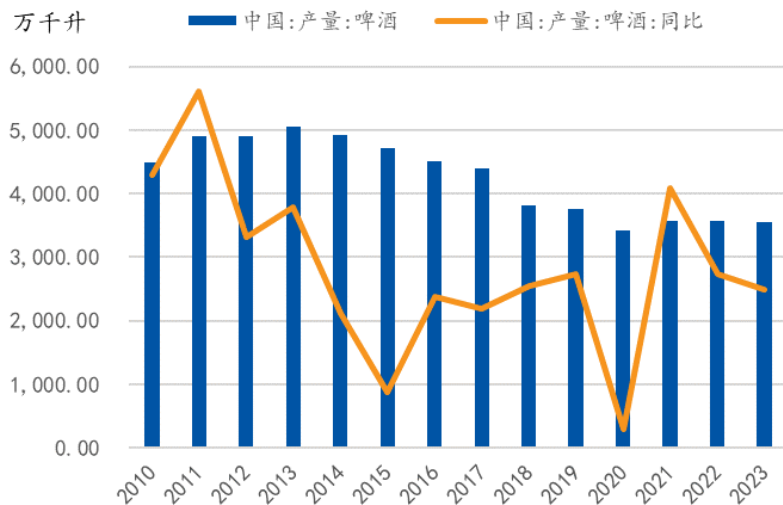
规格	华润啤酒	青岛啤酒	百威亚太	燕京啤酒	重庆啤酒
主流 (6元以下)	 <p>雪花冰酷、雪花清爽、勇闯天涯</p>	 <p>崂山啤酒、山水啤酒、青岛经典</p>	 <p>小麦王、哈啤冰纯、雪津啤酒</p>	 <p>雪鹿啤酒、燕京啤酒、燕京鲜啤</p>	 <p>山城冰爽、老山城、重庆33</p>
↓					
次高端 (6-10元)	 <p>雪花纯生、勇闯天涯supers</p>	 <p>青岛纯生、小棕金</p>	 <p>百威啤酒、范佳乐白啤、福佳白啤</p>	 <p>燕京U8、漓泉1998、尚选红啤</p>	 <p>重庆国宾、重庆纯生</p>
↓					
高端&超高端 (10元以上)	 <p>黑狮白啤、拉维邦黑啤、脸谱、匠心营造</p>	 <p>皮尔森、IPA、鸿运当头</p>	 <p>科罗娜、时代、鹅岛</p>	 <p>燕京八景、燕京白啤</p>	 <p>凯旋1664、格林堡啤酒、布鲁克林</p>

资料来源：公司资料，安信国际证券研究

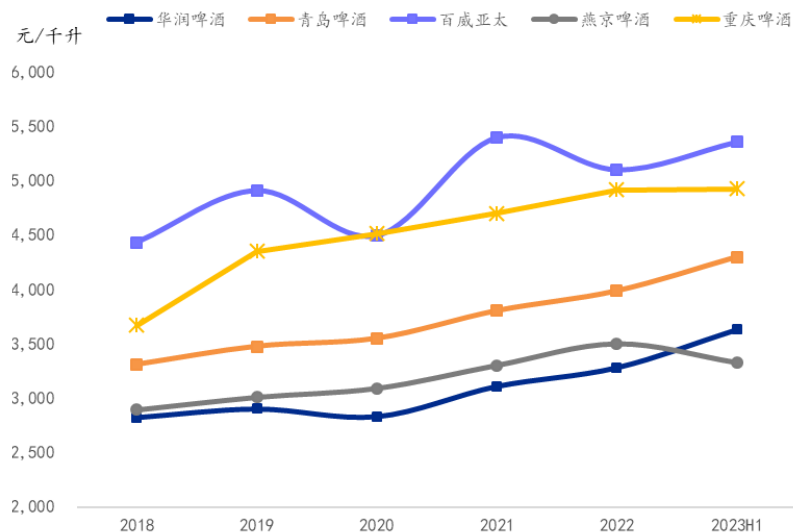
3.1 预期吨价上升趋势不变

- ❖ **单价提升拉动利润。**头部啤酒企业的销量在过去几年大体上呈现缓慢下降的态势（重啤19年资产注入因此销量有一次性的抬升），净利润的抬升主要是由单吨售价拉动的。可以看到吨价在过去几年有非常明显的抬升，百威亚太的吨价从18年的4435元上升至23年的5356元，售价最低的润啤从18年的2824元上升至23年的3633元。行业普涨是集中度提升以后的自然规律，但我们也看到涨幅是稍有不同的。重啤由于嘉士伯的资产注入带来吨价涨幅达到34%（18至23年6月），其次是青岛啤酒和华润啤酒，涨幅分别为29%和28%。
- ❖ **从行业的产量来看，**自19年行业开启高端化之后，产量进入一个平台期。2023年全年产量3555万吨，同比增长0.3%，上半年增速较高，进入下半年，受到前一年高基数的影响，以及餐饮、夜场复苏的回落，产量同比出现下降。
- ❖ **未来我们认为销售单价提升的速度可能不会如前两年这么快，但是上升的趋势不会改变。**

图表21 啤酒行业产量（万千升）及增速



图表22 啤酒企业2018-2023H1单吨售价（元/千升）



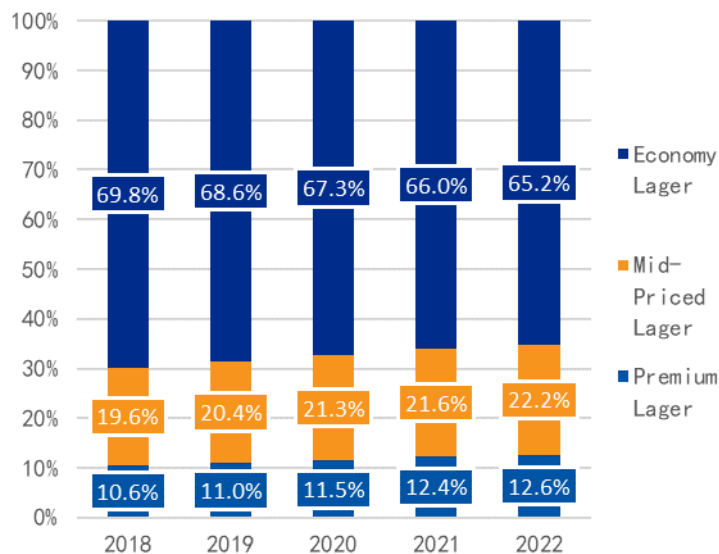
资料来源：国家统计局，安信国际证券研究

资料来源：公司财报，安信国际证券研究

3.1 啤酒高端化仍有发展空间

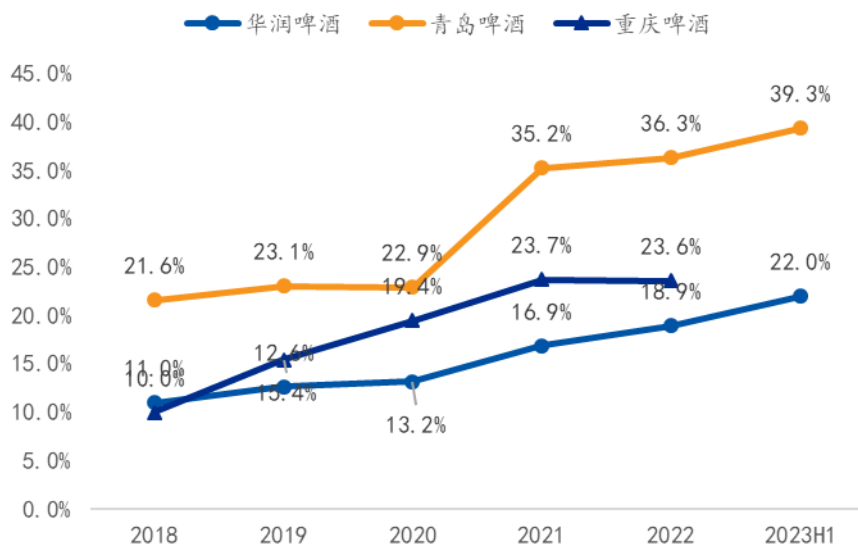
❖ 啤酒行业的高端化于2020年加速，进入22年行业内中高端产品的销量占比达到整体的约1/3，仍有2/3的产品属于4元以下的低端档位。从头部企业披露的数据来看，各个企业中高档位的产品销量约占20-36%。2022年受到疫情的影响，各啤酒企业中高档位产品销量的增长速度有所放缓，华润的增速保持相对更好一些。结合目前中高档产品的占比，我们认为高端化仍有较长的路走。

图表23 啤酒行业不同档位产品销量占比



资料来源: Euromonitor, 安信国际证券研究

图表24 啤酒企业17-22年中高端产品销量占比

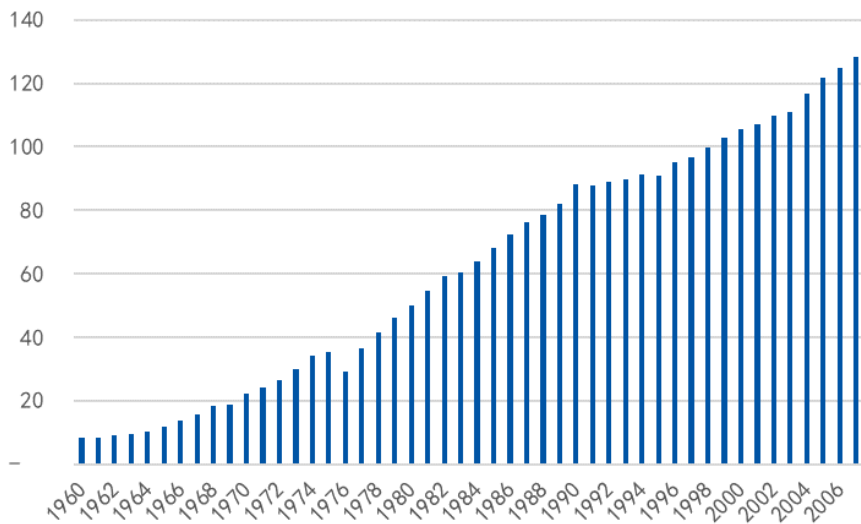


资料来源: 公司财报, 安信国际证券研究

3.1 参考百威，啤酒赛道坡长雪厚

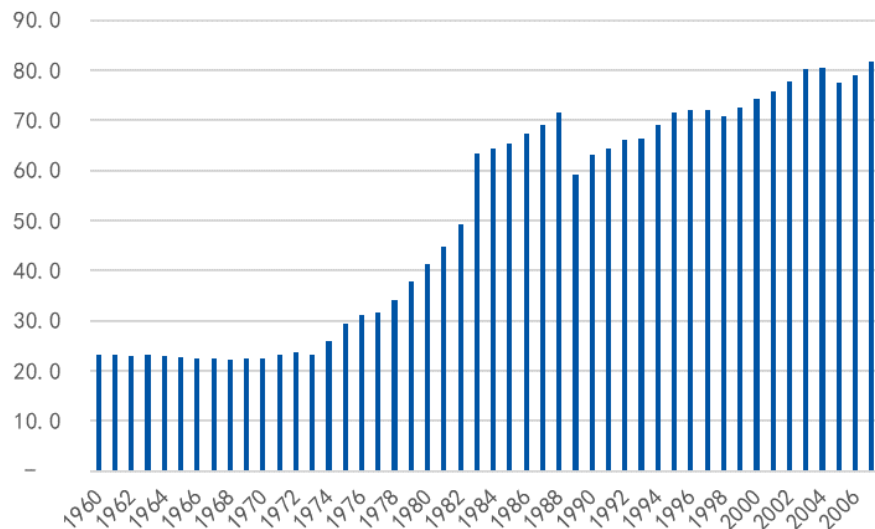
- ❖ 参考百威的发展历程，随着行业集中度的提高，高端化的趋势越发明显。从1974年左右开始，百威的销售单价开始有明显提升。1974-1980年的短短六年间，销售单价提升了58%，年化增速7.9%。从1980-1995年的15年间，销售单价提升了73%，年化增速3.7%。之后，销售单价进入了一段时间的平台期，又重新向上。
- ❖ 在长达二十多年里，百威的销售单价保持着连续增长，证明啤酒的提价周期可以非常漫长。
- ❖ 对中国来说，高端化才刚刚开始。

图表25 1960-2007年AB啤酒销量（百万桶）



资料来源：公司财报，安信国际证券研究

图表26 1960-2007年AB销售单价（美元/百公升）

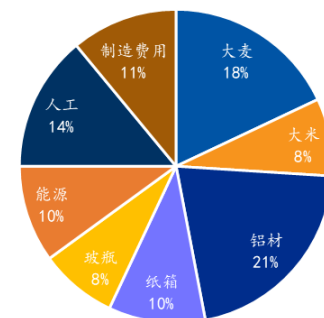


资料来源：公司财报，安信国际证券研究

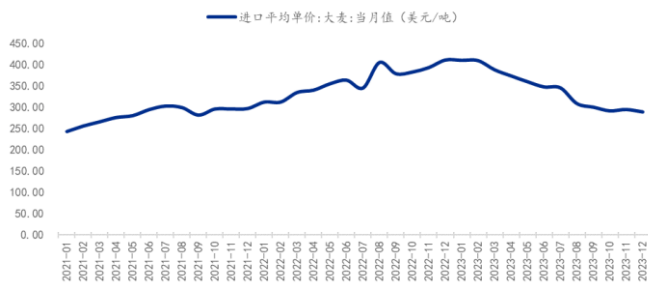
3.1 啤酒今年成本压力缓解

- ❖ 23年以来，主要原材料价格上涨压力都有所缓解。进口大麦的价格从22年底最高的410美元/吨逐步跌破290美元/吨，降幅接近30%。铝锭价格较为稳定。瓦楞纸价格从年初持续回调，三季度出现小幅反弹并维持至今，全年下跌约10%。玻璃价格有所抬升，较年初上涨了24%。大米的价格相对比较平稳。
- ❖ 因此整体来看，我们测算1-12月份原材料对公司整体成本的影响约为-5.6%，成本压力较为缓和。

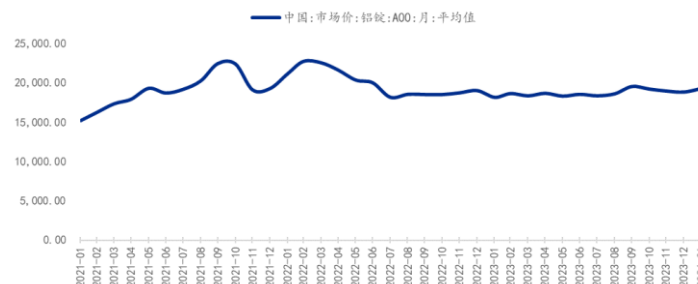
图表27 成本构成



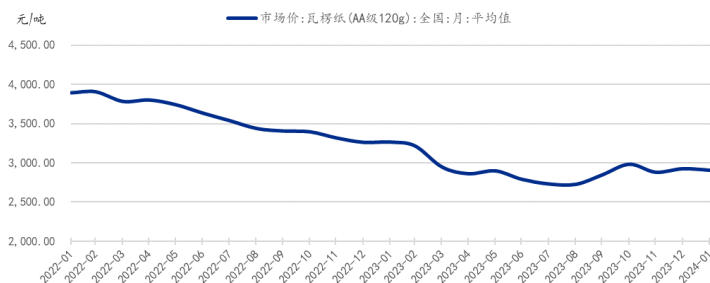
图表28 进口大麦价格（21-01至23-12）



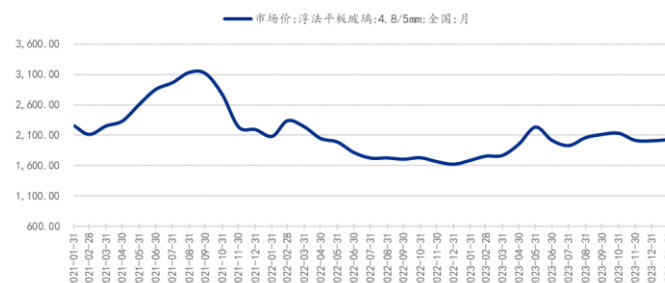
图表29 铝锭价格（21-01至24-01）



图表30 瓦楞纸价格（22-01至24-01）



图表31 玻璃价格（21-01至24-01）



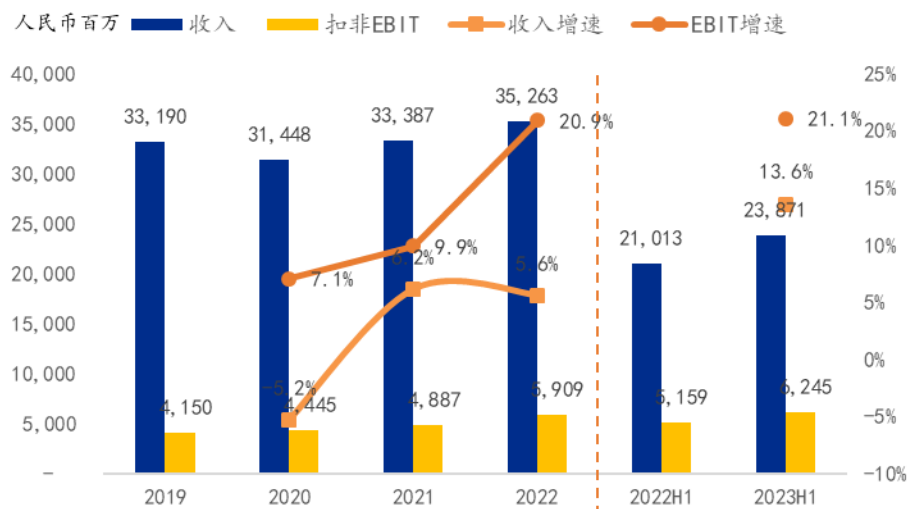
资料来源：wind，安信国际证券研究

资料来源：wind，安信国际证券研究

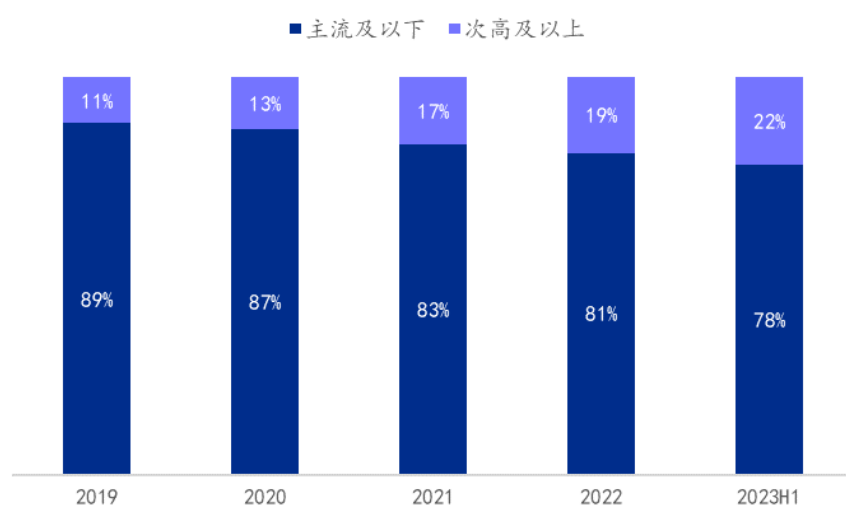
3.1 华润啤酒：啤白双轮驱动

- ❖ 华润啤酒（0291.HK）23年上半年收入238.7亿人民币，同比增长13.6%，净利润46.9亿，同比增长23.5%。毛利率46%，同比提升3.8pct，净利率19.7%，同比提升1.6pct。
- ❖ 啤酒高端化推动利润创新高。23上半年年次高及以上产品销量为144万吨，同比增长26.4%，次高及以上产品的销量占比达到22%，较20年高端化刚启动时的约13%已经有了显著的提升。喜力上半年增速超过60%，表现非常强劲，纯生实现两位数增长，老雪花增长迅猛，super X表现稍弱。
- ❖ 控制成本，提升效率。受益于原材料价格的下降，以及产品结构的改善，上半年毛利率有显著改善，为46%，同比提升3.8pct。销售费用率16.4%，同比增加1.1pct，随着疫情的结束而在营销投入上有所增加。管理费用率6.6%，同比略增0.2pct。上半年关闭一间工厂，同时新开一间智能化工厂，未来将会加大对于工厂智能化的投入，提升生产效率。

图表32 华润啤酒收入及扣非EBIT增速



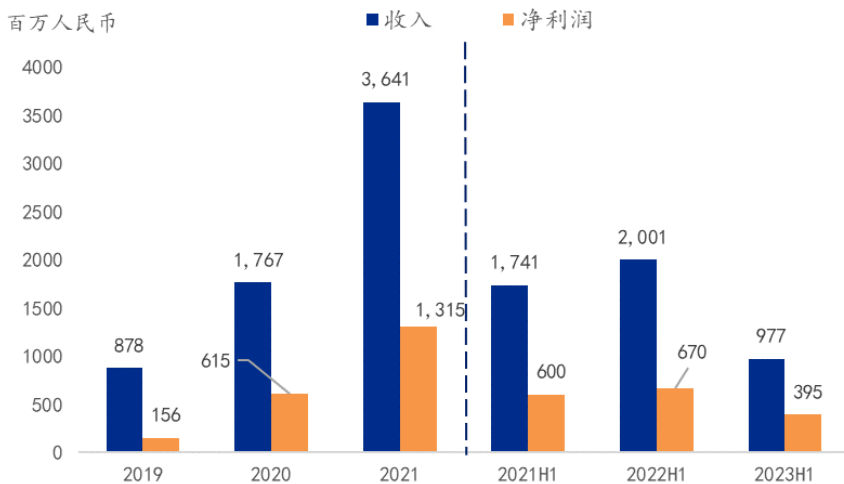
图表33 不同档位产品销量占比



3.1 华润啤酒：啤白双轮驱动

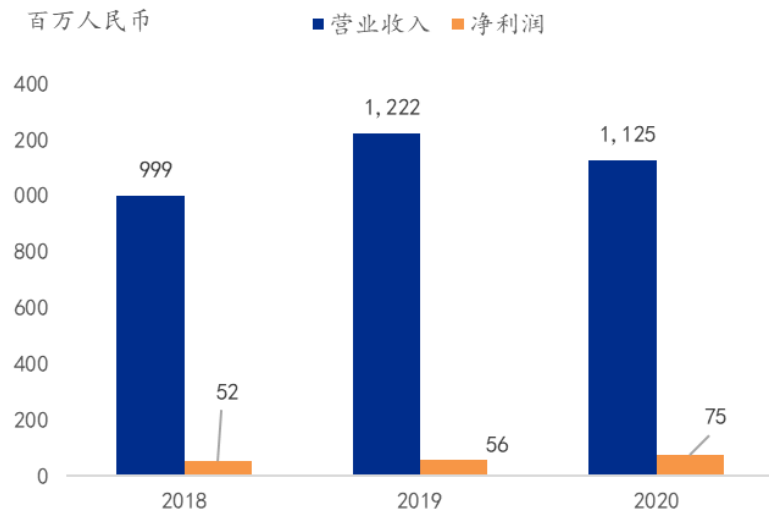
- ❖ **啤白双赋能，白白共成长。**21年公司收购景芝白酒40%的股份，23年公司收购金沙酒业55.2%的股份，正式进入白酒领域（两家酒企情况见正文）。经过两年的探索经营，23年上半年白酒业务实现9.77亿收入，加回摊销后的EBIT为3.95亿，利润率40%，在整顿渠道库存的同时仍然保持了非常强劲的盈利能力。未来公司将加大对白酒企业的管理赋能，共享渠道资源，目标三年白酒销售做到100亿，净利润20-30亿，年产能约2万吨。
- ❖ **金沙酒：**旗下包括两大品牌，摘要和金沙回沙。其中摘要定位千元价格带，2021年推出升级版产品二代珍品摘要，零售价1399元。金沙回沙酒定位次高端，主打产品线包括金沙回沙·真实年份酒系列、金沙回沙·纪念酒系列，另有部分百元价格带产品。
- ❖ **景芝酒：**全国最大的芝麻香型白酒企业，它的核心战略产品为一品景芝系列，定位次高端，代表产品芝香20零售价1088元。主流产品系列为景阳春，定位百元价格带，20年推出升级产品景阳春8年，零售价238元。景芝酒作为山东本地企业，在当地享有较高知名度。
- ❖ **公司当前24年预测PE仅13x，处于极度低估状态。我们认为啤酒赛道坡长雪厚，当前极具布局价值。**

图表34 金沙酒收入和净利润



资料来源：公司财报，安信国际证券研

图表35 景芝酒收入和净利润

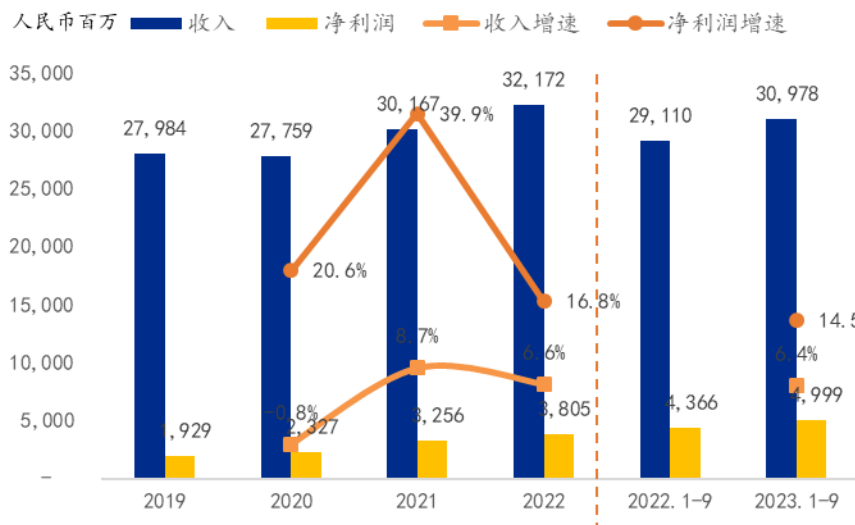


资料来源：公司财报，安信国际证券研究

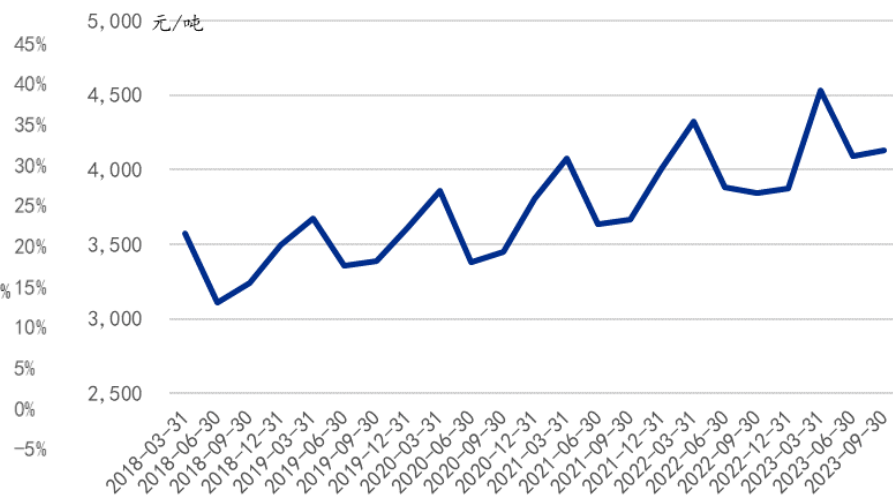
3.1 青島啤酒：高端化進程持續

- ❖ 青島啤酒2023年前三季度收入309.8億元，+6.4%，歸母淨利潤49.9億元，+14.5%。其中第三季度收入93.8億元，-4.5%；淨利潤15.2億元，+4%。前三季度啤酒銷量729.4萬千升，+0.2%，其中中高端產品銷量290萬千升，+11%。第三季度銷量227萬千升，-11.3%，平均噸價4133元/千升，+7.5%。
- ❖ 去年基數較高，是三季度增長放緩的主要原因。同時今年夏季雨水較多，也影響了啤酒消費。
- ❖ 高端產品的銷量表現好於整體，三季度的噸價同比持續提升，高端化的進程並未收到阻礙。

圖表36 青島啤酒收入及扣非EBIT增速



圖表37 噸價走勢

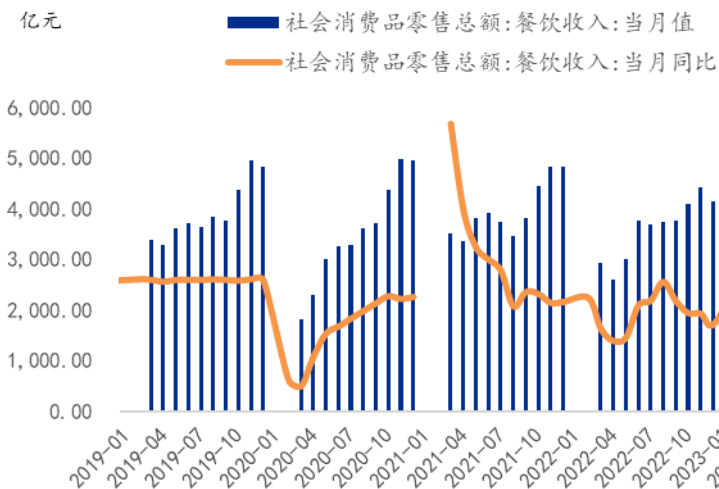


3.2 餐饮：行业分化，看好龙头

3.2 消费宏观：服务消费回暖

- ❖ 餐饮行业全年零售额5.28万亿，同比增长20.4%，较19年全年CAGR为3.1%。一季度餐饮行业迎来一波报复性消费，之后因为季节性因素，以及宏观因素有所回落，在四季度重新迎来高速增长，一改21、22年四季度较为疲软的状态，恢复至19年同期约112%的水平。
- ❖ 当前餐饮行业的恢复水平较为平稳，头部连锁企业持续开店扩张，行业集中度有一定程度提高。

图表40 餐饮行业收入23年全年增长20.4%



图表41 餐饮行业恢复至19年同期约112%



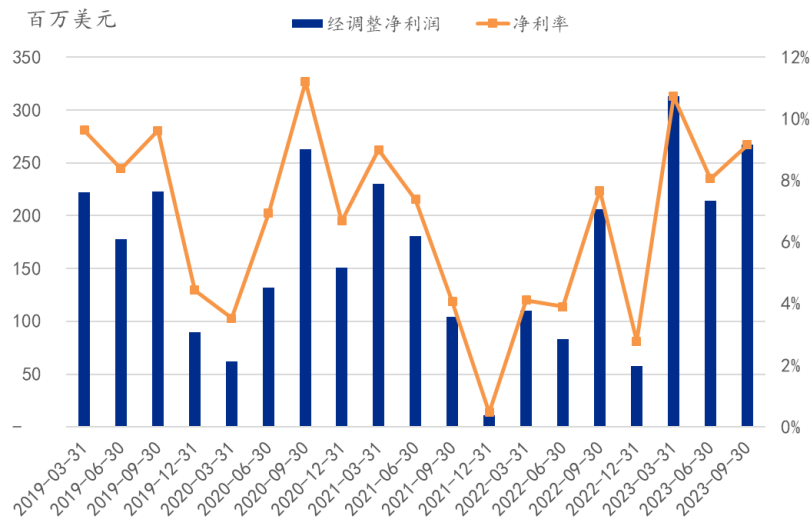
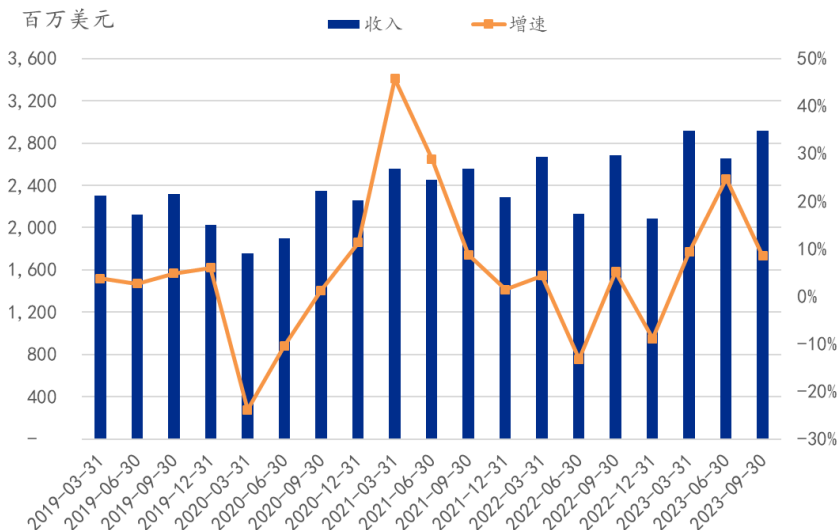
资料来源：wind，安信国际证券研究
注：数据截止2023年12月

3.2 百胜中国 9987.HK：稳扎稳打，再创新高

- ❖ 百胜今年1-3季度收入84.8亿美元，同比增长13%，净利润7.3亿美元，同比增长88%。其中第三季度收入29.1亿美元，同比增长9%，净利润2.4亿美元，同比增长18%。前三季度总利润创历史新高，公司保持了良好的业绩表现。总门店数量为1.4万家，较年初增加了1155家门店。公司计划到2026年实现2万家门店规模，年化增速在9%。
- ❖ 在疫情期间，百胜积极发展外卖业务，采用灵活用工降低成本，在疫情三年期间依然保持了正向盈利。23年前三季度的经营利润率达到12.4%，创历史新高。
- ❖ 我们看到百胜还在业务上有积极的改变：产品不断推陈出新，“疯狂星期四”活动持续吸引着年轻消费群体，在下沉市场上持续进行开拓。
- ❖ 我们认为公司在所处的快餐赛道竞争优势明显，品牌活力依旧，增长的确定性较高。未来将的业绩增长将主要来自门店的扩张。在整体消费环境较为疲软的当下，百胜具有更好的业绩稳定性。
- ❖ **24年百胜的预测PE约为15x，估值水平极低，长期投资性价比极高。**

图表42 百胜季度收入及增速

图表43 百胜季度经调整净利润及净利率



资料来源：公司财报，安信国际证券研究

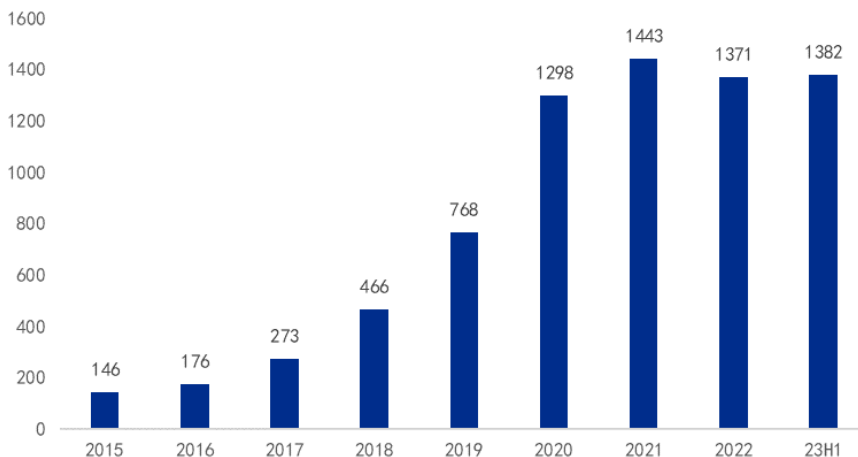
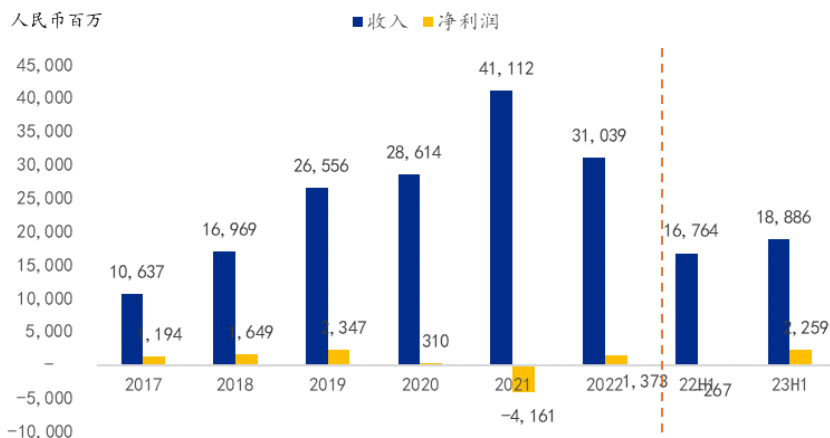
资料来源：公司财报，安信国际证券研究
注：20Q3和21Q4扣除了投资收益的影响

3.2 海底捞 6862.HK: 降本增效, 利润反弹

- ❖ 海底捞23年上半年收入188亿/+12%，净利润22.6亿，同比大幅扭亏。上半年平均翻台率为3.3次/天，翻台反弹明显。门店数量达到1382家，较22年底增加11家。
- ❖ 啄木鸟计划见成效。21年下半年，公司启动啄木鸟计划，关闭及暂停营业近300家门店，调整区域化管理结构，优化客户满意度和员工努力度。同时，公司大力进行降本增效，优化员工薪酬结构，带来人工成本的大幅节约。从22年下半年开始，公司扭亏为盈。23年上半年，公司净利润已经接近历史最好水平。
- ❖ 根据公司的披露，海底捞在四季度翻台率逐步接近19年同期水平，24年新年夜翻台率达到8次，超过18、19年同日水平。此外公司频上热搜，“科目三”的火爆再度带动客流。我们认为在生意火爆、成本略有降低的情况下，预期公司将重启扩张，以每年10%左右的增速继续开店。
- ❖ 我们认为海底捞仍然是火锅赛道中最具价值的品牌之一。虽然短期还未重启扩张，但降本增效后，新店盈亏平衡点较之前有较大幅度降低，而开店空间距离2000家门店还有较大的空间，我们对公司的发展空间仍然非常有信心。
- ❖ 24年海底捞的预测PE约为11.5x，估值水平极低，长期投资性价比极高。

图表44 公司收入及净利润

图表45 海底捞门店数量



3.3 乳製品：格局穩定，空間仍在

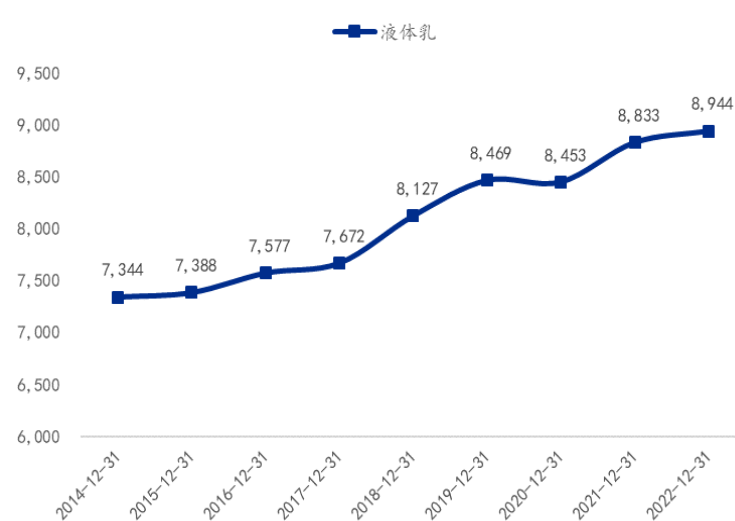
3.3 蒙牛乳业：基本盘稳定，量价都有空间

- ❖ 从量上看，2013年之后增速放缓，2018年重拾增长。中国人均消费量较低，渗透率上升潜力大。
- ❖ 从价格来看，价格带打开上升通道：**1) 乳企从价格战走向良性发展**：市场双寡头格局竞争趋缓，伊利与蒙牛从价格战到当前开始注重利润水平，二者逐步追求自身的高质量发展。**2) 消费升级，产品高端化带动价格增长**：自2017年以来，随着居民可收入水平的提升、健康意识的兴起，消费者对乳制品的需求明显增加，而且也在向健康化、多元化转变。

图表46 乳制品消费量（吨）



图表47 伊利液态奶销售单价（元/吨）



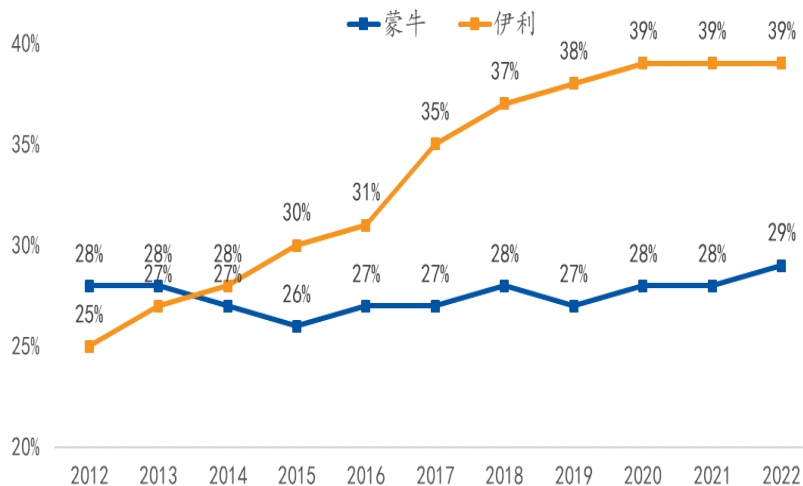
资料来源：wind，安信国际证券研究

资料来源：公司财报，安信国际证券研究

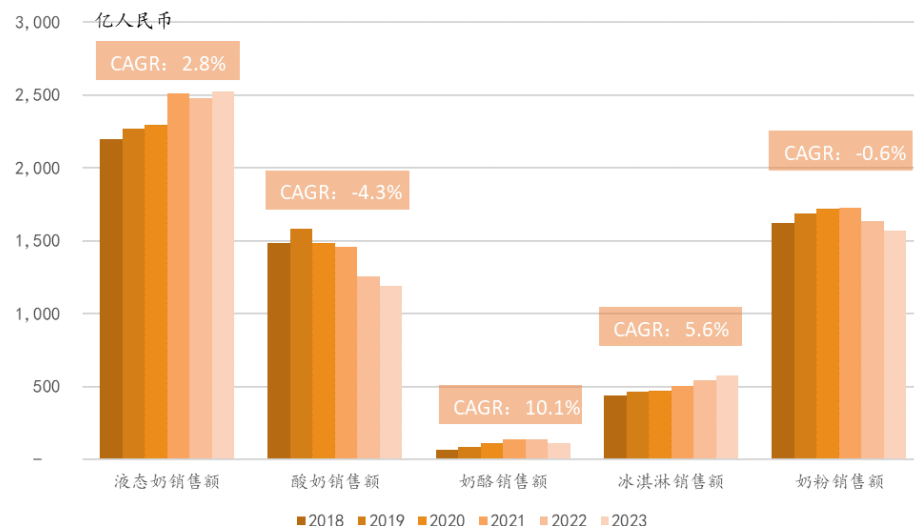
3.3 蒙牛乳业：基本盘稳定，量价都有空间

- ❖ 液体奶中常温白奶的市场将占据主导地位，产品结构升级将成为该市场的主要旋律，且市场集中度高，伊利（第一）、蒙牛（第二）垄断地位稳固；
- ❖ 低温鲜奶市场将保持较快增长速度，市场较分散，区域龙头如光明等具备优势，但蒙牛已经有所突破；酸奶及乳酸菌饮料市场增速有所放缓，但细分赛道表现各有千秋；
- ❖ 奶粉市场由于出生率降低，市场规模呈现下滑趋势，但受益于新国标政策因素，市场集中度不断提高，中国品牌具有优势；
- ❖ 奶酪市场景气度高，渗透率空间广阔，龙头妙可蓝多迅速崛起。
- ❖ 冰淇淋市场则拥有千亿市场空间，且各品牌百花齐放，伊利、蒙牛在线下销售中仍占据主要市场。

图表48 蒙牛及伊利在液态奶中的份额



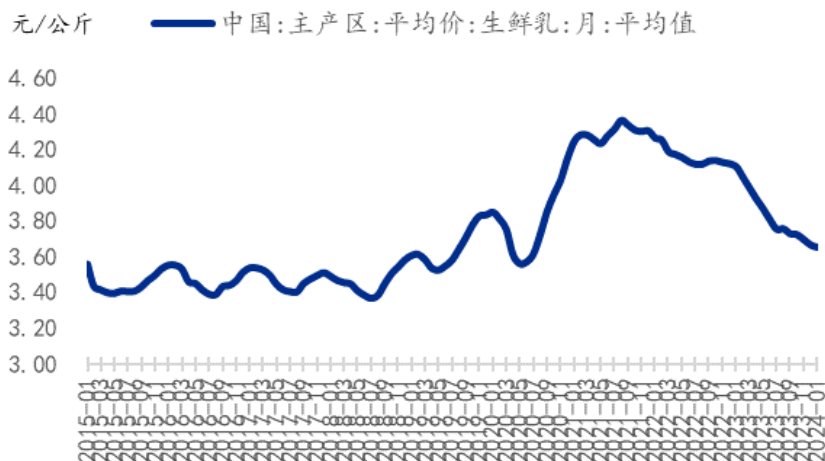
图表49 乳制品细分赛道规模及增速



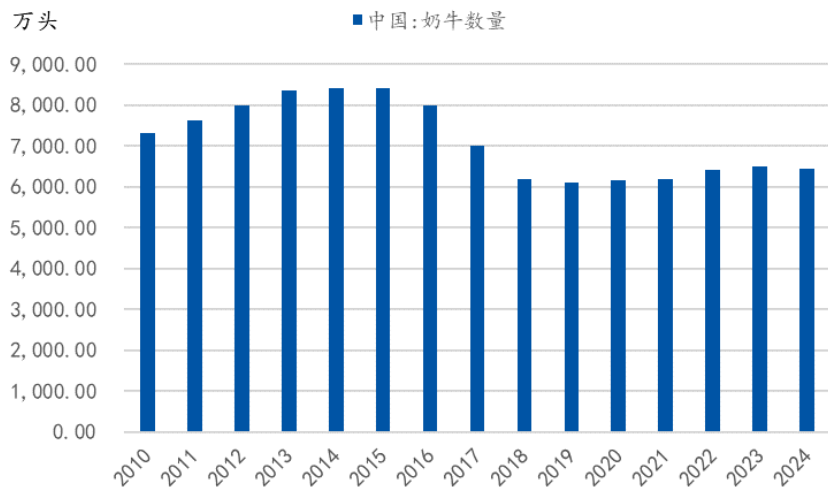
3.3 蒙牛乳业：23年乳制品需求较为疲软

- ❖ 由于22年以来奶牛存栏有比较明显的扩张，以及23年乳制品的需求相对疲软，奶价下跌较多。自23年下半年，奶价的下跌幅度相对放缓。
- ❖ 我们认为虽然23年乳制品面临一定压力，但是并不会影响其未来的量价空间。

图表50 生鲜乳价格



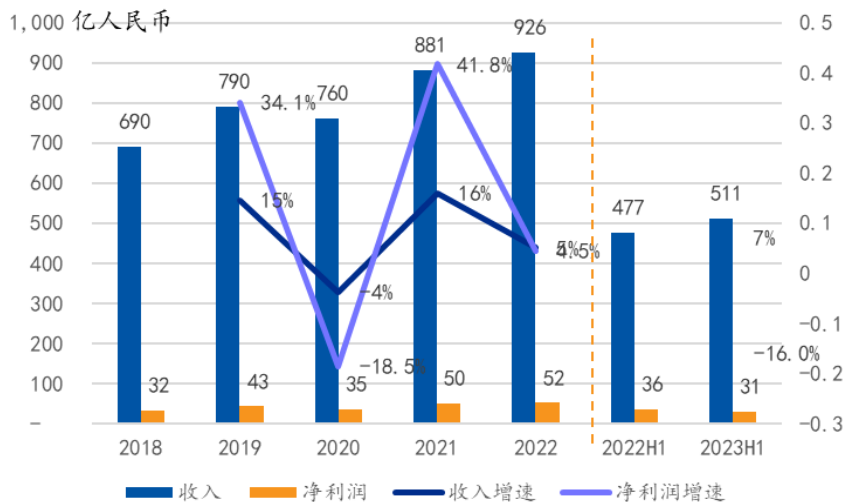
图表51 中国奶牛数量



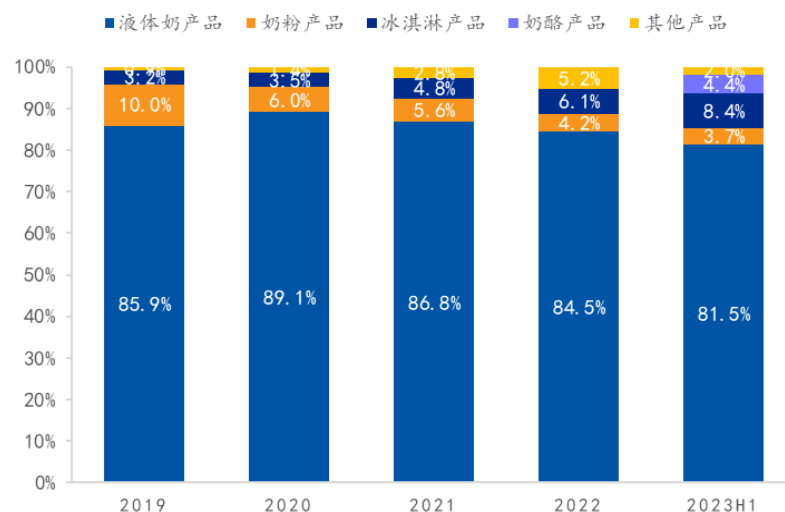
3.3 蒙牛乳业：估值已极具安全边际

- ❖ 常温液态奶构成了蒙牛的基本盘，冰淇淋、奶酪、低温白奶等其它业务处于快速放量通道。从营收拆分上看，液体奶（包括常温液态奶和低温液态奶）位居首位，占据公司大部分营收，且液态奶的利润率最高，常年在5-7%之间，随着原材料成本和促销政策而有所波动。2022年液态奶业务收入783亿，同比增长2.3%，23年上半年收入416亿，同比增长5%。
- ❖ 未来蒙牛将在乳制品的各个细分赛道继续深耕，实现“再创一个新蒙牛”的目标。冰淇淋业务发展迅速，超越奶粉和奶酪，23H1成为公司营收的第二大贡献者，占比为8.4%。23H1随着妙可蓝多的并表，奶酪业务收入占比提升至4.4%。冰淇淋和奶酪业务都已经实现盈利。此外，液态奶中的低温白奶也是蒙牛近几年发力的重点，目前已经实现业务层面盈利，未来也将成为增长的重要来源。
- ❖ 24年蒙牛预测PE仅为8.8x，处于历史极低水平。蒙牛的龙头地位稳固，增长确定性高，极具投资价值。

图表52 蒙牛收入及净利润表现



图表53 蒙牛业务构成



主线一：低估值龙头企业

- ❖ 主线一：低估值龙头企业，兼具成长和价值
 - ❖ 目前成长赛道中的龙头公司估值已跌到历史极低水平，从长期看，当下已是绝佳布局时点
 - ❖ 首推标的：华润啤酒0291、青岛啤酒0168、百胜中国9987、海底捞6862、蒙牛乳业2319
 - ❖ 推荐关注二线弹性标的：九毛九9922、H&H国际1112、达势股份1405
- ❖ 二线标的：
 - ❖ 九毛九：公司经营稳健，太二的恢复稳扎稳打，怂火锅略低于预期。公司24年的开店计划基本符合预期。我们认为九毛九，尤其是怂火锅品牌具备业绩弹性。24年预测PE 7.3x，极具性价比。
 - ❖ H&H国际：公司的奶粉业务占比逐步下降，主营转向营养品业务。Swisse品牌在中国发展较好，是在奶粉业务受挫背景下支撑公司整体增长的重要引擎。23年出生人口大幅高于市场预期，我们认为行业最坏时间即将过去，且H&H转型营养品，估值有向上切换的潜力。24年预测PE 6.1x，估值极低。
 - ❖ 达势股份：公司未来门店扩张速度较快，本土管理层经验丰富，效率提升和成本节约上仍有空间。达美乐披萨在一些自媒体上有网红属性，公司向上的增长动能充足，处于快速成长阶段。

主线二：周期底部布局龙头企业

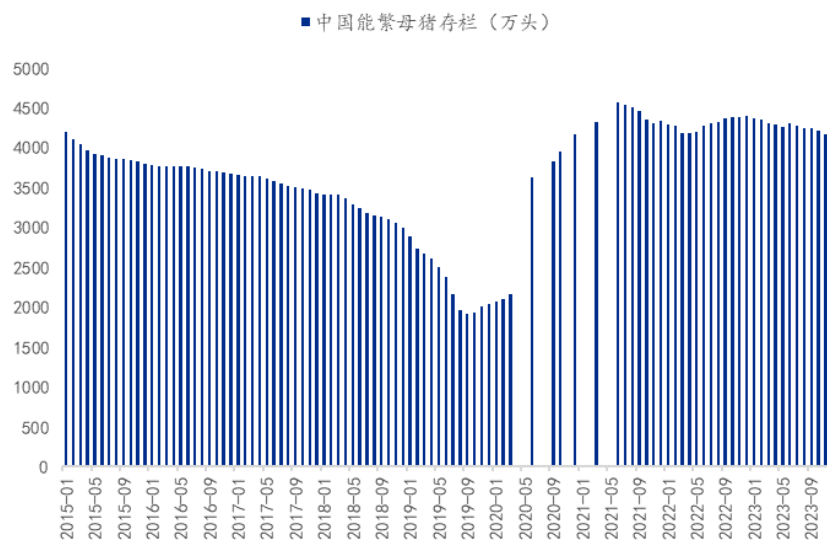
4.1 生猪养殖：行业处于周期底部

- ❖ **猪价持续磨底。**猪价在23年上半年持续回落，至8月又出现一波小的反弹，最近一个月又再次回落。反弹的主要原因，还是在于夏季需求增加，叠加前期养殖户超卖，出现的短期供需失衡。但是过去三年在超级猪周期刺激下，行业大规模扩产，带来生猪供应仍然较为充足，对猪价的支撑有限。目前猪价仍处于磨底阶段。
- ❖ **产能去化加速。**从市场情绪来看，市场关注的比较多的还是能繁母猪存栏数据。从农业部披露的数据来看，11月份能繁母猪存栏加速下降，环比10月减少1.2%，10月的环比降幅为0.7%。综合Mysteel、和讯和涌益的数据，12月能繁母猪存栏环比下降1-2%，较11月降幅继续扩大，猪价持续低迷导致产能去化加速。

图表54 23年以来猪价表现



图表55 能繁母猪存栏（截止23年11月）



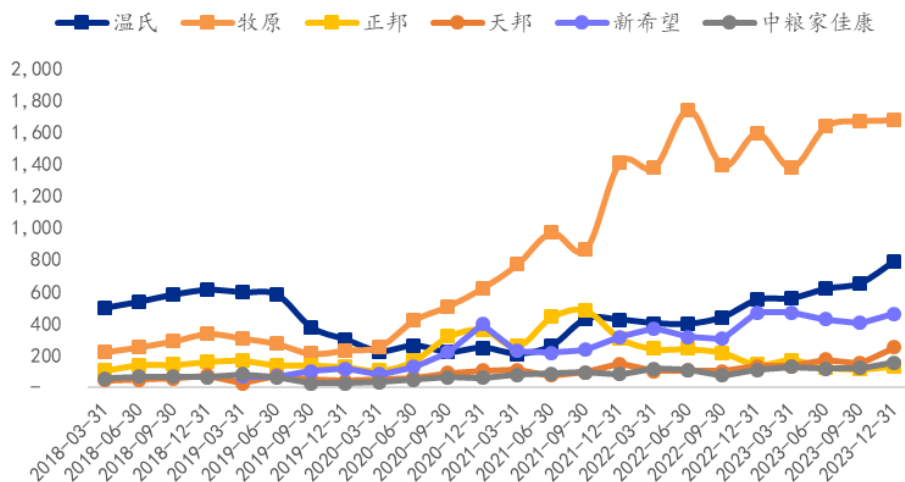
资料来源：wind，安信国际证券研究

资料来源：wind，安信国际证券研究

4.1 生猪养殖：行业处于周期底部

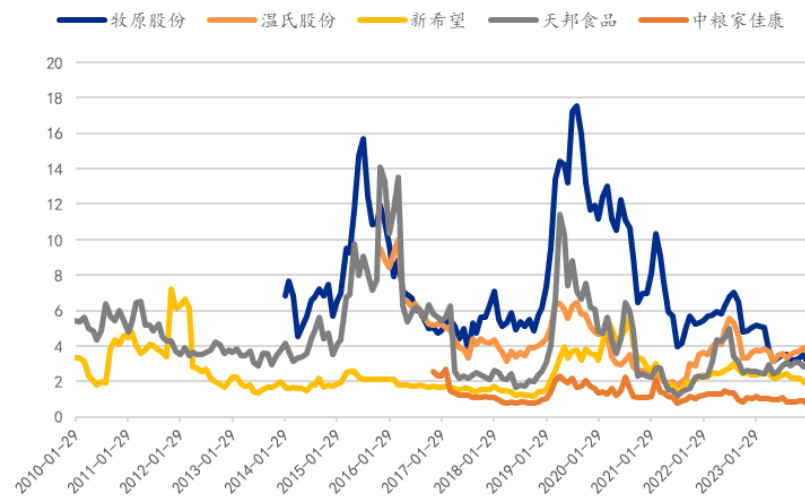
- ❖ **上市公司扩张出现分化。**在19年开始的超级猪周期刺激下，行业进行了一轮大规模的扩产，头部上市公司都进行了扩张。但是随着猪价的下落，部分杠杆较高的企业，如正邦，减少了产能。而龙头企业，如牧原、温氏仍在持续扩张，市场份额有明显提升。
- ❖ **估值处于历史低位。**受到猪价下跌的影响，年初以来生猪养殖股的表现较差，板块估值处于历史低位，头部企业牧原和温氏PB为3-3.6x，中粮家佳康PB仅为0.74x，已经破净。板块已经进入了估值有吸引力的区间。
- ❖ **短期催化剂看产能去化节奏，**我们将继续跟踪观察。鉴于行业已经进入深度亏损，我们认为去化加速是必然事件。

图表56 上市公司季度出栏量（万头）



资料来源：wind，安信国际证券研究

图表57 上市公司PB



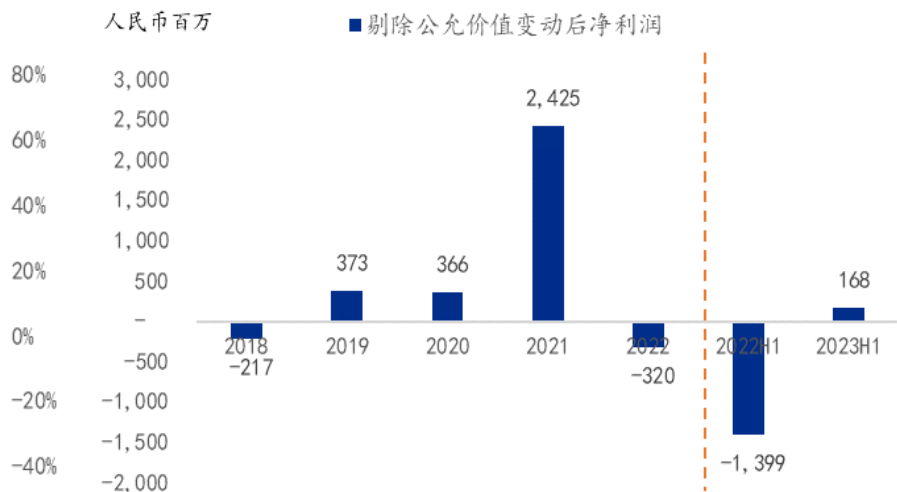
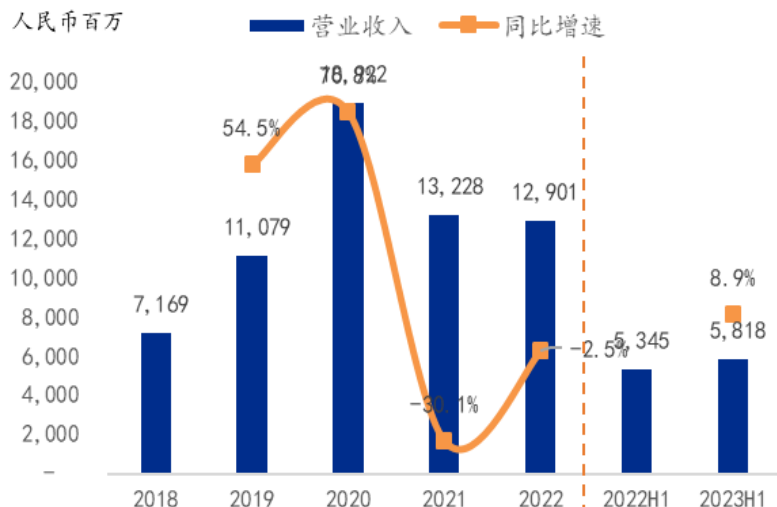
资料来源：wind，安信国际证券研究

4.1 生猪养殖：中粮家佳康

- ❖ 中粮家佳康为中粮集团旗下肉类业务平台，于2016年11月1日在港交所上市。公司业务分为四个板块：生猪养殖业务、生鲜猪肉业务、肉制品业务、以及进口肉类分销业务。公司作为国内领先的全产业链企业，在国内多个地区进行了产能和渠道布局，并拥有“家佳康”、“万威客”两个品牌，覆盖国内主要一线城市。
- ❖ 2023年公司出栏数量达到520万头，能繁母猪存栏20多万头。同时公司将继续对养殖产能进行扩张，预期扩张规模在50-100万头。
- ❖ 背靠中粮集团，财务较为稳健。公司目前现金水平较低，流动比率低于1.0的安全线。但是考虑到公司背靠央企中粮集团，23年初向中粮集团进行了定向增发，融资15.6亿，我们认为其财务状况还是相对风险较低的。公司近几年也在努力降低杠杆，资产负债率已经下降至45%。

图表58 中粮家佳康收入及增速

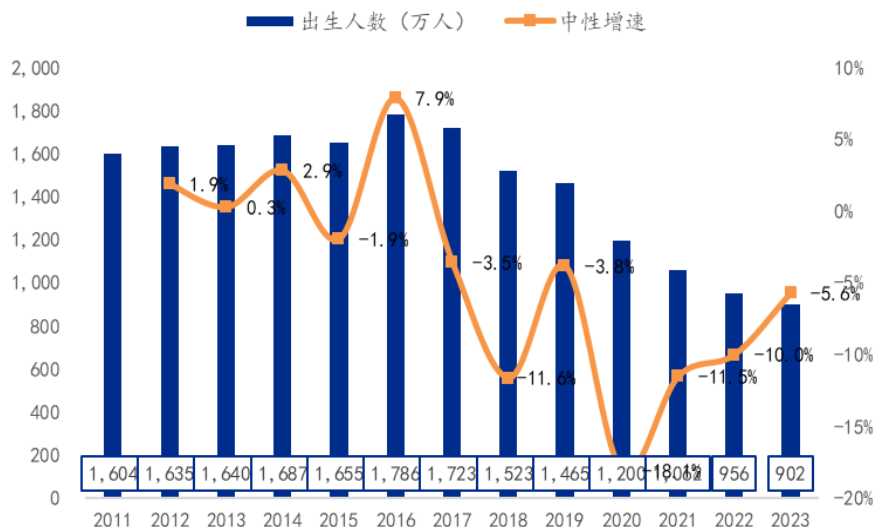
图表59 中粮家佳康净利润



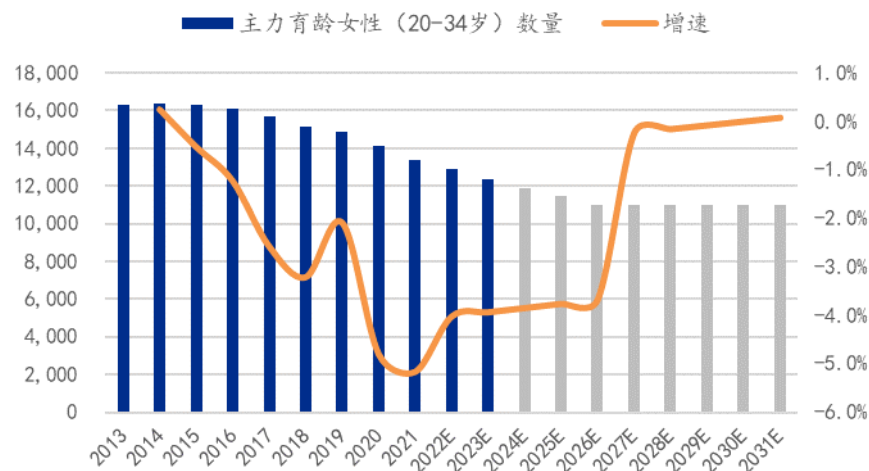
4.2 奶粉：最坏时间即将过去

- ❖ **23年出生人口902万，降幅明显收窄。**23年出生人口较22年同比下降5.6%，此前出生人口数量已连续三年双位数快速下跌。我们认为一方面疫情造成的恐慌情绪，以及宏观经济带来的压力降低了人们的生育意愿，另一方面过去几年恰逢20-34岁主力育龄妇女数量下降较快的时期，因此出生人口下降较快。
- ❖ 后续来看，由于育龄妇女数量仍处于向下的周期，我们预期未来三年出生人口仍将保持低单位数的下滑。**2026年之后，育龄妇女数量企稳，出生人口数量有望保持稳定。**
- ❖ 对于奶粉行业来说，我们认为最坏时间即将过去，行业竞争烈度将大幅缓和。经过这一轮周期底部的洗牌，行业集中度进一步提高，利好龙头企业的发展。

图表60 出生人口数量（万人）



图表61 主力育龄妇女数量（万人）



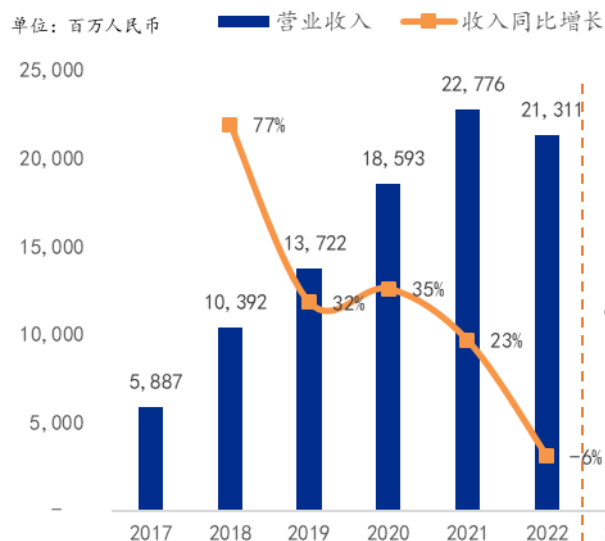
资料来源：wind，安信国际证券研究

资料来源：wind，安信国际证券研究

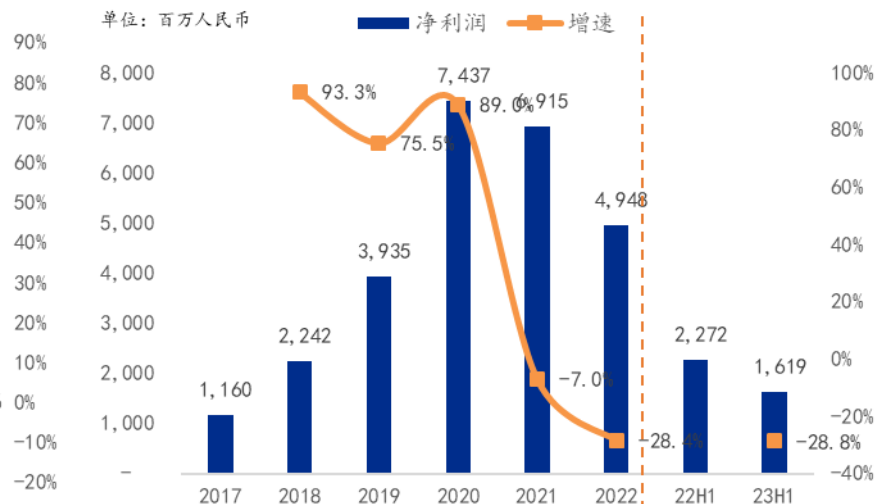
4.2 奶粉：中国飞鹤，引领行业

- ❖ **23年对公司而言仍然会是比较艰难的一年。**23年上半年收入为97.4亿，同比增加0.6%，净利润为16.2亿，同比下降28.8%，主因行业竞争加剧，业绩承压，23H1公司毛利率65.3%，同比下降2.3pct，净利率16.6%，同比下降6.9pct，主因产品结构变动、费用率上升以及生物资产减值计提。
- ❖ 伴随着行业的进一步洗牌，公司线上线下渠道的市占率均呈现同比增加。
- ❖ **24年预测PE 仅为6x，公司派息率约为50%，目前股价对应股息率约为7%。**我们认为当前估值不仅从股息回报来看已经比较划算，且未来行业竞争烈度下降，公司市占率上升，有望重拾增长。当前的安全边际已经很厚。

图表62 中国飞鹤收入



图表63 中国飞鹤净利润



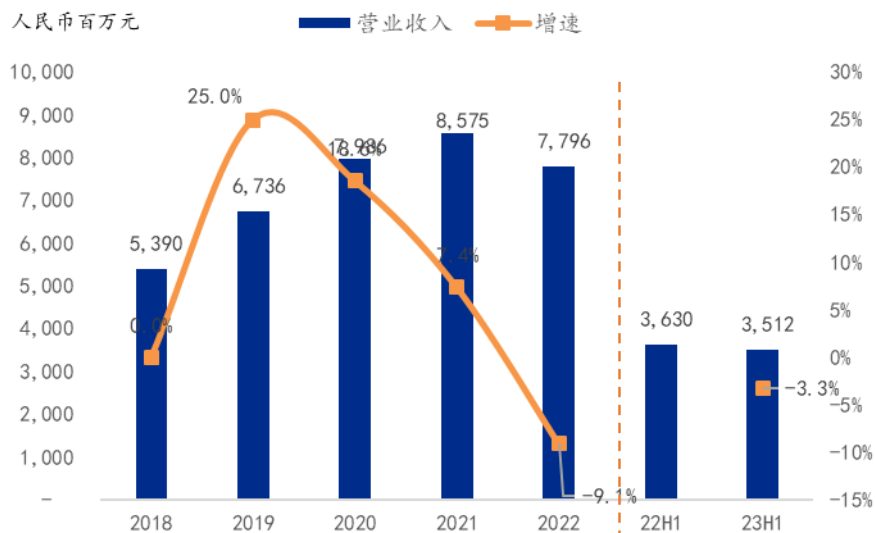
资料来源：公司财报，安信国际证券研究

资料来源：公司财报，安信国际证券研究

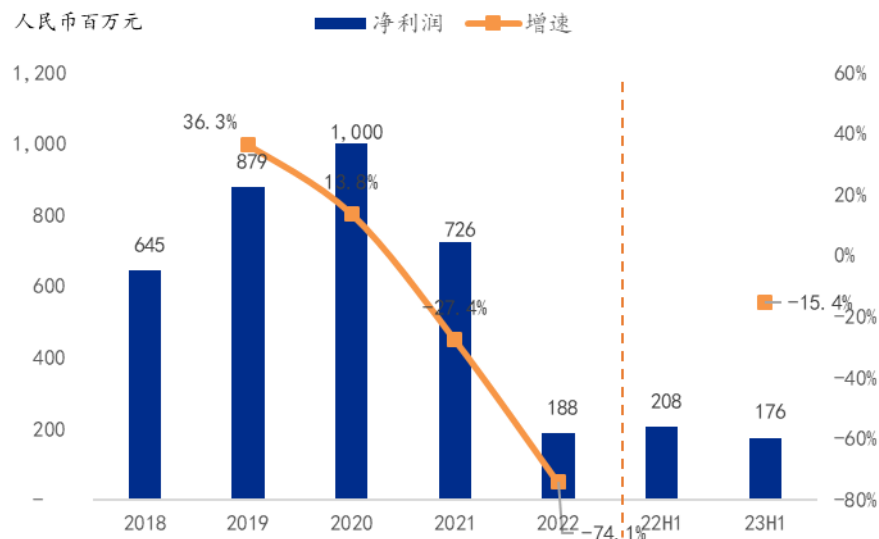
4.2 奶粉：澳优，期待伊利入驻激发活力

- ❖ 伊利入驻澳优，进行管理改革。自22年中伊利接管澳优之后，公司进行了一些列内部管理改革，包括奶粉生产、供应链、销售团队重组等。我们认为伊利在奶粉业务上的成功经验，以及其本身的竞争优势可以为澳优注入活力，至少在降本增效上有改善的空间，此外，供应链及销售渠道都有较大协同空间。
- ❖ 24年预测PE 仅为8x，公司本身有困境反转的潜力，股价具备弹性。

图表64 澳优收入



图表65 澳优净利润



资料来源：公司财报，安信国际证券研究

资料来源：公司财报，安信国际证券研究

投资策略

- ❖ 主线一：低估值龙头企业，兼具成长和价值
 - ❖ 目前成长赛道中的龙头公司估值已跌到历史极低水平，从长期看，当下已是绝佳布局时点
 - ❖ 首推标的：华润啤酒0291、青岛啤酒0168、百胜中国9987、海底捞6862、蒙牛乳业2319
 - ❖ 推荐关注二线弹性标的：九毛九9922、H&H国际1112、达势股份1405
- ❖ 主线二：周期底部布局龙头
 - ❖ 生猪养殖已在周期底部，行业产能开始加速下行，未来将支撑猪价上行
 - ❖ 推荐标的：中粮家佳康1610
 - ❖ 出生人口降幅明显收窄，奶粉行业压力缓解
 - ❖ 推荐标的：中国飞鹤6186、澳优1717

天上下金子，要用盆来接



风险提示

- 经济复苏不及预期，消费意愿弱
- 通胀影响盈利能力
- 行业竞争加剧
- 发生严重的食品安全问题
- 出生人口数量不及预期



免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为 -5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为 -5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为 -15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼 电话: +852-2213 1000 传真: +852-2213 1010

客户服务热线 香港: 2213 1888 国内: 40086 95517