

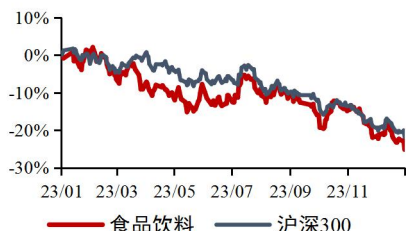
食品饮料

食品饮料行业 24 年年度投资策略 领先大市-A(维持)
立足确定，优选龙头

2024 年 1 月 18 日

行业研究/行业年度策略

食品饮料板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票		评级
600519.SH	贵州茅台	买入-A
000858.SZ	五粮液	买入-A
600809.SH	山西汾酒	买入-A
603369.SH	今世缘	买入-A
600600.SH	青岛啤酒	买入-A
600132.SH	重庆啤酒	买入-B
600887.SH	伊利股份	买入-A
603517.SH	绝味食品	增持-A

相关报告：

【山证食品饮料】需求弱复苏下，板块分化延续-食品饮料行业 23 年中报总结及策略展望 2023.9.19

【山证食品饮料】坚守确定性，关注复苏机会-食品饮料行业 23 年中期投资策略 2023.7.28

分析师：

周蓉

执业登记编码：S0760522080001

邮箱：zhourong1@sxzq.com

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

投资要点：

➢ **23 年食品饮料行业回顾。**23 年以来疫后线下消费场景逐渐恢复，但整体呈现弱复苏态势。食品饮料行业中，需求相对刚性的日常消费已基本恢复，但商务活动等消费需求仍待修复。在此背景下，2023 年 SW 食品饮料板块下跌 14.94%，沪深 300 下跌 11.38%，跑输沪深 300 指数 3.56 个百分点。收入端来看，2023 年整体经济基本面有所承压，消费需求呈弱复苏态势；利润端来看，2022 年下半年以来部分原材料价格均持续走低，成本下降逐渐传导至企业报表端，部分企业盈利能力有所提升，带动板块整体毛利率触底回升；估值端来看，2023 年初至 12 月 31 日，食品饮料行业估值水平从 34X 下降至 27X。总体而言，2023 年板块基本面整体偏弱、估值处于持续消化的过程之中。

➢ **24 年食品饮料行业展望及投资策略：**在此前三年新冠疫情影响下，居民消费信心及意愿较低，同时受宏观经济疲软影响，增加了居民未来收入的不确定性，消费者的消费意愿持续下行。中长期来看，消费力及消费信心的修复与居民收入相关，传导过程较长。24 年宏观经济的复苏程度，是决定消费力及消费意愿修复力度的核心指标。我们预计随着居民收入和信心的恢复，消费复苏或将呈现前低后高的节奏。1) **投资主线一：立足确定性。**尽管 23 年整体消费需求较为疲软，高端消费虽短期承压，但从中长期看趋势相对确定，产品结构升级趋势不改。同时经过 23 年市场的持续调整和消化，食品饮料各子版块估值均已回到近年较低水平，从而板块中长期左侧布局的确定性机会也逐步凸显。2) **投资主线二：优选龙头股。**在宏观经济弱复苏、整体消费需求偏弱背景下，行业龙头会凭借其强大的品牌优势及完善的渠道优势逆势抢夺市场份额，整体供给端格局会持续优化，其短期下行的风险有限；同时在经历 23 年板块估值持续的下修之后，若中长期需求改善逐步兑现，龙头股或将率先迎来估值及业绩双击的机会。综合之下，优选行业龙头股，其“进可攻，退可守”的优势亦逐步显现。

➢ **投资建议：**我们建议在立足确定性的前提下，优选子板块的龙头股标的：1) **立足业绩确定性，**优选龙头股，包括白酒板块，优先推荐高端白酒及有基地市场备书的地产龙头，包括贵州茅台、五粮液、今世缘，建议关注古井贡酒；同时左侧布局已具备估值优势且业绩确定性高的山西汾酒。2) **立足行业趋势确定性，**优选龙头股：首先啤酒板块，高端化逻辑依旧，加之 23 年低基背景下销量有望实现较好增长，助力其业绩稳健增长，优先推荐青岛啤酒、重庆啤酒；其次休闲零食板块，行业仍处于发展期，龙头可通过产品





邮箱: chenzhenzhi@sxzq.com

和芳芳

执业登记编码: S0760519110004

邮箱: hefangfang@sxzq.com

或渠道变革, 实现市占率提升, 从而实现业绩增长, 优先推荐**绝味食品**, 建议关注**盐津铺子**、**甘源食品**。(3) **立足竞争格局的确定性**, 优选具备确定收益的高股息率龙头, 包括**乳制品板块**, 优先推荐**伊利股份**。

风险提示: 经济增速不及预期; 行业竞争加剧; 原材料价格上升超预期; 食品安全问题; 消费税政策出台及企业改革不及预期等。

目录

1. 食品饮料行业 23 年回顾和 24 年展望	8
1.1 23 年回顾：消费乏力下业绩承压，板块估值持续回落	8
1.1.1 市场表现回顾：需求弱复苏，板块表现落后	8
1.1.2 基本面回顾：经济基本面承压，估值持续回落	8
1.2 24 年展望：立足确定性，优选龙头股	11
1.2.1 基本面展望：消费意愿及消费力修复，取决于经济复苏程度	11
1.2.2 投资主线展望：立足确定性，优选龙头股	11
1.2.3 24 年投资策略	12
2. 白酒板块：坚守长期价值，关注边际变化	12
2.1 23 年白酒板块整体表现：板块受外因影响回调，长期价值凸显	12
2.1.1 外部因素扰动，板块回调至价值区间	12
2.1.2 23 年需求弱复苏，酒企业绩分化	13
2.2 24 年白酒板块展望：H1 维持平稳增长，H2 关注边际变化	14
2.2.1 长期视角下，周期底部或逐步显现	14
2.2.2 短期平稳增长，行业韧性凸显	16
2.2.3 分价格带展望	16
3. 啤酒板块：高端化进程持续，成本下行助力利润增长	21
3.1 23 年啤酒板块整体表现：销量前高后低，结构升级保障利润	21
3.1.1 消费需求波动&库存周期，销量增速整体前高后低	21
3.1.2 结构升级&费用控制，盈利能力持续强化	22
3.2 24 年啤酒板块展望：需求有望进一步恢复，成本下行助力利润增厚	23
3.2.1 消费需求有望恢复，高端化进程持续	23
3.2.2 成本红利进一步释放，企业利润增厚可期	24
4. 乳制品板块：经营稳步改善，龙头确定性收益可期	25
4.1 23 年乳制品板块整体表现：需求弱复苏，品类需求分化	25

4.1.1 乳制品需求增速放缓，品类需求分化.....	25
4.1.2 原奶价格逐步回落，需求疲软下毛利率改善分化.....	26
4.2 24 年乳制品板块展望：场景+消费力逐步恢复，盈利有望回升.....	27
4.2.1 龙头布局新业务/区域乳企持续深耕，培育新的盈利增长点.....	27
4.2.2 需求恢复+成本压力持续减轻，盈利逐步回升.....	28
4.2.3 板块估值低位，龙头确定性收益可期.....	28
5. 调味品板块：行业景气度可期，密切跟踪业绩观点.....	29
5.1 23 年调味品板块整体表现：需求/成本双承压，板块整体疲软.....	29
5.1.1 需求弱复苏，企业业绩分化.....	29
5.1.2 原材料价格陆续回落，盈利能力逐步改善.....	29
5.2 24 年调味品板块展望：需求平稳复苏，成本压力缓解下盈利持续修复.....	30
5.2.1 需求逐步复苏，行业景气度可期.....	30
5.2.2 产品结构升级&企业改革，助力走出底部.....	31
5.2.3 原材料价格回落，盈利能力有望持续修复.....	31
6. 休闲食品板块：零食量贩红利有望延续，卤制品有望释放利润弹性.....	33
6.1 23 年休闲食品板块整体表现：零食量贩渠道放量，卤制品单店仍承压.....	33
6.1.1 休闲零食子板块：零售量贩渠道放量，助力其业绩增长.....	33
6.1.2 卤制品子板块：消费疲软下，单店收入短期仍承压.....	34
6.2 24 年休闲食品板块展望：量贩零食红利延续，成本下行释放利润弹性.....	35
6.2.1 休闲零食子板块：渠道扩张&供应链优势助力下，业绩稳健增长.....	35
6.2.2 卤制品子板块：长期看卤制品行业高景气度，龙头有望逐步复苏.....	36
7. 风险提示.....	37



图表目录

图 1: 食品饮料板块 23 年累计下跌 14.94%.....	8
图 2: 食品饮料子板块 23 年区间涨跌幅 (%)	8
图 3: 2013-2023 中国 GDP 同比增速 (%)	9
图 4: 中国社零及餐饮收入同比增速 (%)	9
图 5: 2023 年住户存款同比增速 (%)	9
图 6: 2016-2023 年中国消费者信心指数.....	9
图 7: 22Q1-23Q3 年食品饮料行业毛(净)利率 (%)	10
图 8: 食品饮料主要原材料价格跟踪 (元/吨)	10
图 9: 食品饮料行业市盈率 (TTM)	10
图 10: 2018.01-2023.12 食品子板块估值走势.....	10
图 11: 城镇居民人均可支配收入 (万元) 及增速 (%)	11
图 12: 城镇新增就业人数 (万人) 及同比增速 (%)	11
图 13: 2023 年 CS 白酒指数及估值复盘.....	13
图 14: 规模以上白酒企业产量 (万吨) 及同比 (%)	13
图 15: 20Q3-23Q3 白酒营业收入 (亿元) 及增速 (%)	13
图 16: 22Q1-23Q3 分价格带酒企营收增速 (%)	13
图 17: 中国白酒行业发展阶段梳理.....	15
图 18: 白酒行业本轮调整的节奏与茅台批价紧密相关.....	16
图 19: 飞天茅台批价走势 (元/瓶)	17
图 20: 五粮液、泸州老窖批价走势 (元/瓶)	17
图 21: 主要次高端酒企产量 (万吨) 及增速 (%)	19

图 22: 2015-2022 年安徽白酒产量 (万吨)	20
图 23: 2017-2024E 年安徽白酒收入规模 (亿元)	20
图 24: 中国啤酒当月产量 (万千升) 及增速 (%)	21
图 25: 啤酒板块收入 (亿元) 及同比增速 (%)	21
图 26: 啤酒板块净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	22
图 27: 主要啤酒企业吨价水平 (元/吨)	22
图 28: 铝锭价格走势跟踪 (元/吨)	22
图 29: 瓦楞纸价格走势跟踪 (元/吨)	22
图 30: 啤酒板块毛/净利率变动情况 (20Q3-23Q3)	23
图 31: 啤酒板块费用率变动情况 (20Q3-23Q3)	23
图 32: 中国高端及以上啤酒消费量占比 (%)	24
图 33: 近五年青岛啤酒中高端啤酒销量 (万千升)	24
图 34: 大麦价格走势跟踪 (美元/吨)	24
图 35: 乳制品板块收入 (亿元) 及同比增速 (%)	26
图 36: 伊利奶粉业务收入 (百万元) 及增速 (%)	26
图 37: 主要乳企今年毛利率变动情况 (%)	26
图 38: 中国主产区生鲜乳价格走势(元/公斤).....	26
图 39: 近年低温奶市场规模 (亿元) 及增速 (%)	27
图 40: 伊利婴配粉业务市占率持续提升 (%)	27
图 41: 2019-23 年中国餐饮开/关店率 (%)	29
图 42: 调味品板块收入 (亿元) 及增速 (%)	29
图 43: 调味品板块毛/净利率变动情况 (20Q3-23Q3)	30
图 44: 调味品板块归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	30

图 45: 中国调味品市场规模 (亿元) 及同比增速 (%)	30
图 46: 餐饮收入&酱油产量同比增速 (%)	30
图 47: 大豆价格走势跟踪 (元/吨)	31
图 48: 玻璃价格走势跟踪 (元/吨)	31
图 49: PET 价格走势跟踪 (元/吨)	32
图 50: 白糖价格走势跟踪 (元/吨)	32
图 51: 零食很忙近年门店数量不断增长 (家)	33
图 52: 零食很忙门店展示.....	33
图 53: 2018-2023E 年绝味食品门店数量 (家)	34
图 54: 2018-2023E 年绝味食品单店收入 (万元/年)	34
图 55: 休闲卤制品市场规模 (亿元) 及同比增速 (%)	36
图 56: 近期鸭脖均价跟踪 (元/kg)	36
表 1: 23Q1-3 白酒板块业绩概览 (亿元)	14

1. 食品饮料行业 23 年回顾和 24 年展望

1.1 23 年回顾：消费乏力下业绩承压，板块估值持续回落

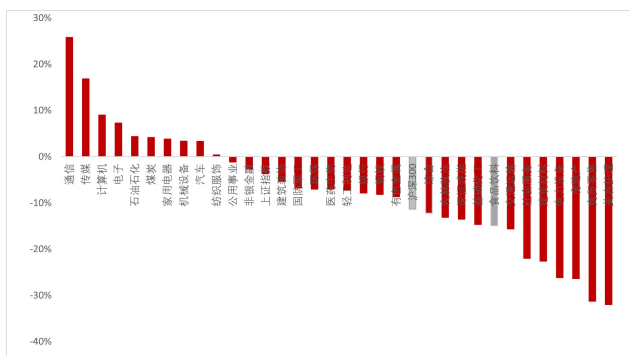
1.1.1 市场表现回顾：需求弱复苏，板块表现落后

2023 年市场行情表现整体偏弱，疫后线下消费场景逐渐恢复，但整体呈现弱复苏态势，食品饮料行业中，需求相对刚性的日常消费已基本恢复，但商务活动等消费需求仍待修复。在此背景下，23 年 SW 食品饮料板块下跌 14.94%，沪深 300 下跌 11.38%，跑输沪深 300 指数 3.56 个百分点。总体而言 23 年板块基本面整体偏弱、估值处于持续消化的过程之中。

纵向分阶段来看，23Q1 伴随 22 年底疫情封控解除，同时叠加 23 年春节旺季背景，消费场景逐步复苏，在市场预期向好背景下，板块表现较好；进入 23Q2 疫后补偿性因素逐步减弱，消费复苏略显乏力，同时市场资金分流，板块进入回调期；7-8 月政治局会议强调扩大内需，积极发挥消费拉动经济增长的基础性作用，市场信心短期有所提振，板块阶段性反弹；进入 23Q3-4，出于对未来消费较为悲观的预期，加之中报及三季报有所催化，板块再次进入调整期。

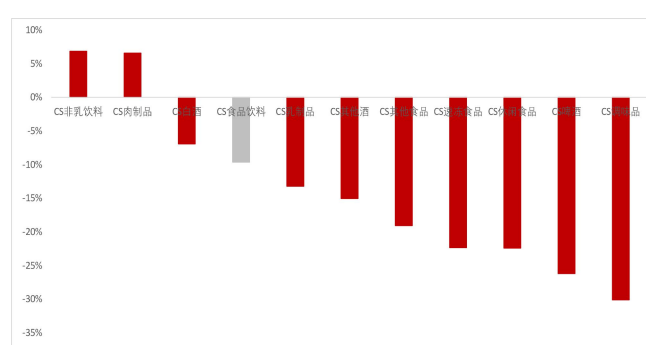
横向分板块来看，非乳饮料/肉制品/白酒在净利润增长&低基背景支撑下，股价全年小幅上涨或下跌幅度相对较小，分别+6.86%/+6.58%/-6.91%，均跑赢板块；休闲食品/啤酒/调味品主要受高基数、估值回落以及业绩增长不及预期等影响，这三个子板块股价回落较为严重，分别-22.41%/-26.21%/-30.11%，均跑输板块。

图 1：食品饮料板块 23 年累计下跌 14.94%



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：食品饮料子板块 23 年区间涨跌幅 (%)



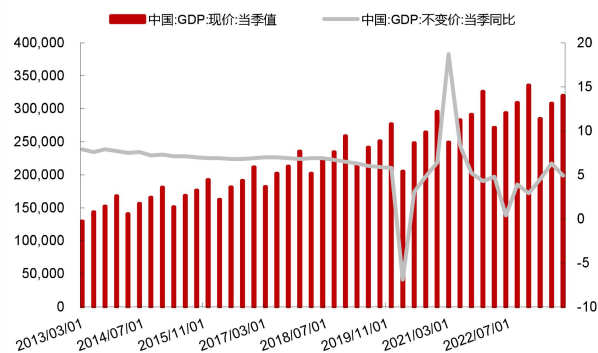
资料来源：Wind，山西证券研究所

1.1.2 基本面回顾：经济基本面承压，估值持续回落

1) 经济基本面承压，需求复苏不及预期

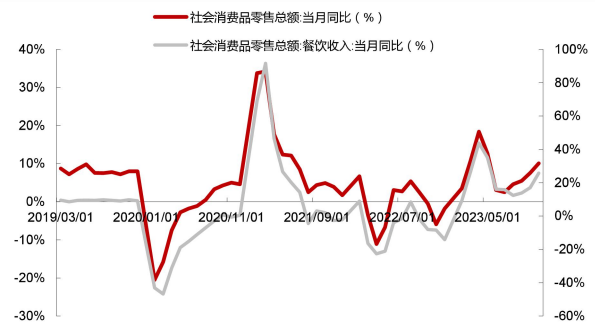
2023 年前三季度我国 GDP 同比增长 4.5%/6.3%/4.9%，尚未恢复至疫情前水平，社会零售品总额及餐饮收入自 23Q1 后增速开始回落，CPI 自 1 月后整体呈下降趋势，其中食品烟酒类降幅略高于其他板块。从居民端消费来看，23 年 Q1-Q3 人均可支配收入同比增速中枢在 4%左右；但同期的存款增速创 2016 年来新高，收入端温和恢复，同时与“防御性”高储蓄率并存，一定程度上压缩了消费空间。我们可以看到，23 年的消费者信心指数也处于历史低位，整体来看，2023 年经济基本面有所承压，消费需求呈弱复苏态势。2023Q1-3 食品饮料（中信）行业整体收入增速有所回落，实现营业总收入 8106.33 亿元，同比增长 8.81%。

图 3：2013-2023 中国 GDP 同比增速（%）



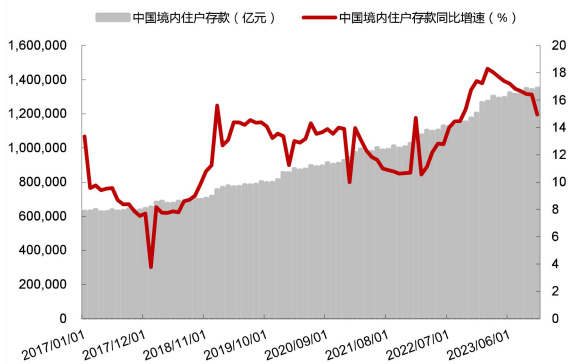
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：中国社零及餐饮收入同比增速（%）



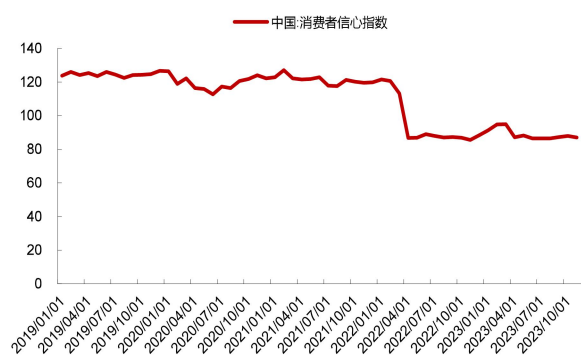
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：2023 年住户存款同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：2016-2023 年中国消费者信心指数

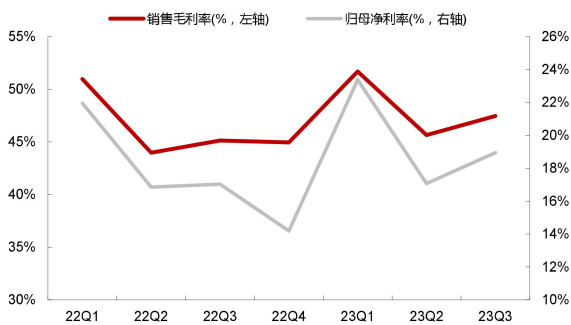


资料来源：Wind，山西证券研究所

利润端来看，2020 年开始食品饮料行业主要原材料价格进入上行周期，在报表端的直接反应即毛利率持续承压。2022 年下半年以来主要原材料如瓦楞纸、大麦、大豆及原奶价格均持续走低，成本下降逐渐传导至企业报表端，部分企业盈利能力有所提升，从而带动板块整体毛利率触底回升。此外，由于部分产品

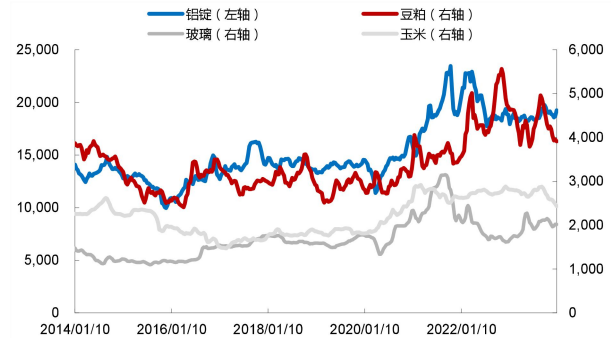
生产周期较长或者采购方式较为特殊，现在仍使用成本较高的存货生产，原材料价格下降的影响还未体现在报表端，未来 1-2 年内食品饮料板块毛利率或将持续受益于原材料价格的下降。

图 7：22Q1-23Q3 年食品饮料行业毛(净)利率(%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：食品饮料主要原材料价格跟踪（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2) 估值方面，全年持续回落

过去五年食品饮料行业滚动估值最高位出现在 2021 年 2 月，此后估值逐渐回调。2023 年初至 12 月 31 日，食品饮料行业估值水平从 37X 下降至 27X，目前较 A 股溢价率仅为 9%左右，同时食品饮料行业过去 13 年估值的均值约为 31 倍，当前估值处于近五年 20%分位点，行业估值处于相对底部，具备性价比。

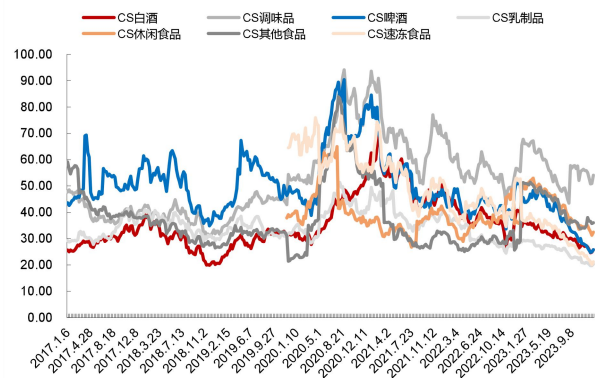
同时分板块来看，截至 12 月 31 日，其中除白酒、肉制品、休闲食品估值处于近五年来 20%分位点之上；其他板块市盈率均处于近五年来 20%分位点之下。

图 9：食品饮料行业市盈率（TTM）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：2018.01-2023.12 食品子板块估值走势



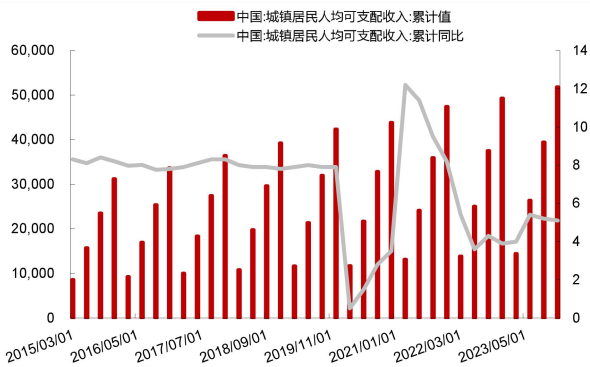
资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2 24 年展望：立足确定性，优选龙头股

1.2.1 基本面展望：消费意愿及消费力修复，取决于经济复苏程度

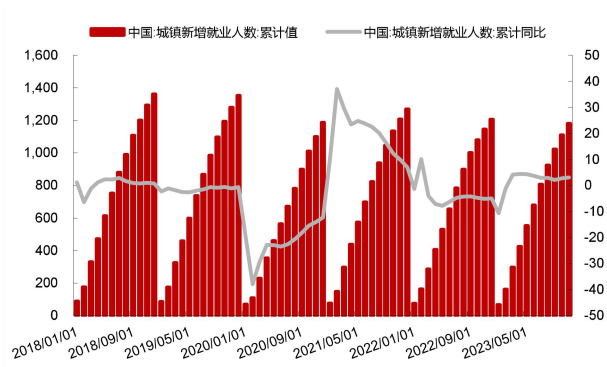
在此前三年新冠疫情影响下，居民消费信心及意愿较低，同时受宏观经济疲软影响，增加了居民未来收入的不确定性，消费者的消费意愿持续下行。中长期来看，消费力及消费信心的修复与居民收入相关，传导过程较长。24 年宏观经济的复苏程度，是决定消费力及消费意愿修复力度的核心指标。我们预计随着居民收入和信心的恢复，消费复苏或将呈现前低后高的节奏。

图 11：城镇居民人均可支配收入(万元)及增速(%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：城镇新增就业人数(万人)及同比增速(%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2.2 投资主线展望：立足确定性，优选龙头股

1) 投资主线一：立足确定性

尽管 23 年整体消费需求较为疲软，高端消费虽短期承压，但从中长期看趋势相对确定，产品结构升级趋势不改。例如白酒板块，高端产品稳健增长，随着估值回落至历史偏低水平，其布局价值已经显现。同时啤酒行业高端化是相对确定的行业趋势。在啤酒行业进入存量时代的大背景下，啤酒厂商的经营策略已由“增量为王”转向“利润为王”，利润诉求强化之下价格战趋缓、结构升级持续推进，产品高端化成为其业绩增长的主要推动力。在消费整体偏弱背景下，中低端产品由于其价格敏感性较弱，或许中低端产品的结构升级会成为啤酒企业短期实现整体产品体系高端化的主力军。

同时如上文所述，经过 23 年市场的持续调整和消化，食品饮料各子版块估值均已回到近年较低水平，从而板块中长期左侧布局的确定性机会也逐步凸显。

2) 投资主线二：优选龙头股

在宏观经济弱复苏、整体消费需求偏弱背景下，行业龙头会凭借其强大的品牌优势及完善的渠道优势逆势抢夺市场份额，整体供给端格局会持续优化，其短期下行的风险有限；同时在经历 23 年板块估值持续的下修之后，若中长期需求改善逐步兑现，龙头股或将率先迎来估值及业绩双击的机会。综合之下，优选行业龙头股，其“进可攻，退可守”的优势亦逐步显现。

1.2.3 24 年投资策略

基于以上投资主线，我们建议在立足确定性的前提下，优选子板块的龙头股标的：**(1) 立足业绩确定性**，优选龙头股，包括**白酒板块**，优先推荐高端白酒及有基地市场备书的地产龙头，包括**贵州茅台、五粮液、今世缘**，建议关注**古井贡酒**；同时左侧布局已具备估值优势且业绩确定性高的**山西汾酒**。**(2) 立足行业趋势确定性**，优选龙头股：首先**啤酒板块**，高端化逻辑依旧，加之 23 年低基背景下销量有望实现较好增长，助力其业绩稳健增长，优先推荐**青岛啤酒、重庆啤酒**；其次**休闲零食板块**，行业仍处于发展期，龙头可通过产品或渠道变革，实现市占率提升，从而实现业绩增长，优先推荐**绝味食品**，建议关注**盐津铺子、甘源食品**。**(3) 立足竞争格局的确定性**，优选具备确定收益的高股息率龙头，包括**乳制品板块**，优先推荐**伊利股份**。

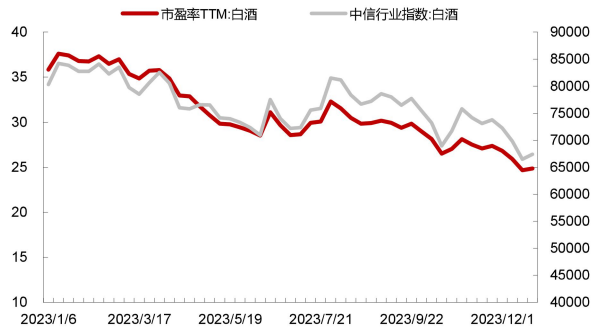
2. 白酒板块：坚守长期价值，关注边际变化

2.1 23 年白酒板块整体表现：板块受外因影响回调，长期价值凸显

2.1.1 外部因素扰动，板块回调至价值区间

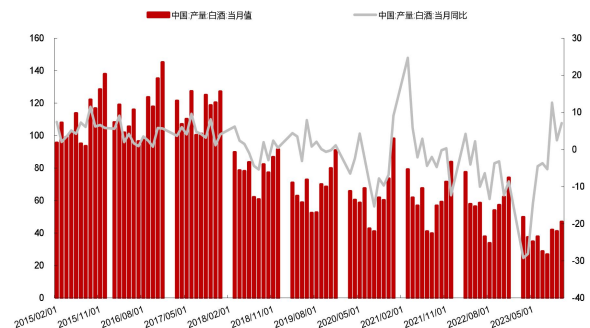
23 年主要受宏观经济压力、需求恢复疲软等诸多因素影响，市场情绪受挫，年初至今白酒板块总体回调，估值由年初的 PE-ttm36X 下跌至 12 月底的 26X。22 年 12 月伴随疫情防控政策优化不断出台，在预期回暖下板块估值有所修复；二季度开始 4-6 月消费数据表现疲软，行业整体承压；7 月中央经济工作会议释放积极信号，板块底部反弹；伴随秋糖反馈平淡以及对后续需求复苏的担忧，板块持续调整。持续回调下，目前贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等龙头企业的估值水平已处于历史偏低水平。从基本面来看，高端及部分地产酒受益于宴席等，业绩增长表现良好，一定程度上体现出板块的需求韧性和业绩确定性，结合当前估值水平，板块的长期配置价值逐步凸显。

图 13：2023 年 CS 白酒指数及估值复盘



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 14：规模以上白酒企业产量（万吨）及同比（%）

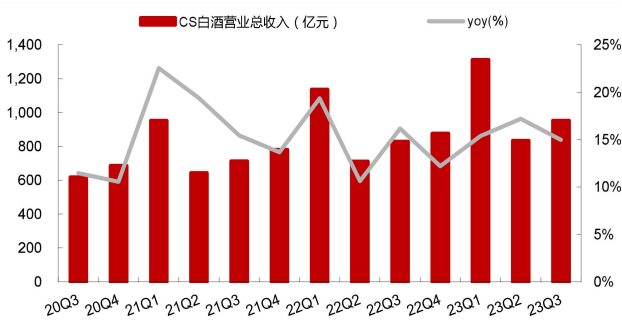


资料来源：Wind，山西证券研究所

2.1.2 23 年需求弱复苏，酒企业绩分化

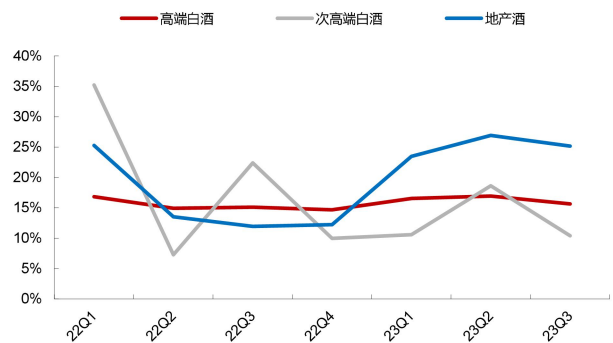
2023 年在整体弱复苏背景下，白酒板块整体体现出较强的需求韧性，23Q1-3 板块整体营收同比增长 16.11%。其中 23Q1/Q2/Q3 白酒板块营业收入分别为 1312/834/952 亿，同比增速分别为 15.4%/17.2%/15.0%；归母净利润分别为 535/301/352 亿，同比增速分别为 19.1%/19.7%/17.7%。

图 15：20Q3-23Q3 白酒营业收入(亿元)及增速(%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 16：22Q1-23Q3 分价格带酒企营收增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

高端白酒依旧稳健，次高端承压，酒企间业绩分化明显。头部酒企在行业弱复苏背景下，通过强大的渠道能力加速扩张，而二三线品牌回归理性，不再通过招商铺货模式维系高增长，而是更加回归渠道细作及消费者动销拉动，积极去化渠道库存，从而报表端短期承压。1) 分场景看，高端礼品需求相对刚性，受经济周期影响较小；而商务宴请需求复苏较弱；大众宴席场景在回补性需求拉动下，需求相对旺盛；2) 分价格带看，千元价格带及以上需求相对稳定，维持小个位数增长；100-300 元价格带 23 年表现最为旺盛，

消费降级下大众价格带性价比凸显，表现相对优异；次高端价格带分化最为突出，基地市场备书下的头部酒企表现优异，但商务需求占比相对高且基地市场不强的酒企增长相对承压。

表 1：23Q1-3 白酒板块业绩概览（亿元）

		收入				利润			
		23Q1-3	yoy(%)	23Q3	yoy(%)	23Q1-3	yoy(%)	23Q3	yoy(%)
000568.SZ	泸州老窖	219.43	25.21%	73.50	25.41%	105.66	28.58%	34.76	29.43%
000596.SZ	古井贡酒	159.53	24.98%	46.43	23.39%	38.13	45.37%	10.33	46.78%
000799.SZ	酒鬼酒	21.42	-38.54%	6.01	-36.66%	4.79	-50.75%	0.57	-77.65%
000858.SZ	五粮液	625.36	12.11%	170.30	16.99%	228.33	14.23%	57.96	18.52%
000860.SZ	顺鑫农业	88.07	-3.28%	25.96	0.33%	-2.92	-1159.20%	(2.11)	1606.51%
000995.SZ	ST皇台	1.13	8.55%	0.38	14.99%	0.04	-4.68%	0.00	-33.69%
002304.SZ	洋河股份	302.83	14.35%	84.10	11.03%	102.03	12.47%	23.41	7.46%
002646.SZ	天佑德酒	9.41	19.06%	2.80	43.81%	1.06	6.19%	0.09	2693.13%
600197.SH	伊力特	16.43	25.77%	4.23	143.89%	2.29	63.88%	0.53	363.75%
600199.SH	金种子酒	10.73	31.73%	3.05	43.28%	-0.35	-74.30%	0.03	-103.67%
600519.SH	贵州茅台	1,053.16	17.30%	343.29	13.14%	528.76	19.09%	168.96	15.68%
600559.SH	老白干酒	38.46	11.30%	16.14	12.87%	4.18	-21.60%	2.01	17.87%
600702.SH	舍得酒业	52.45	13.62%	17.17	7.86%	12.95	7.93%	3.75	3.01%
600779.SH	水井坊	35.88	-4.84%	20.62	21.48%	10.22	-3.08%	8.20	19.61%
600809.SH	山西汾酒	267.44	20.78%	77.33	13.55%	94.31	32.68%	26.64	27.12%
603198.SH	迎驾贡酒	48.04	23.42%	16.61	21.89%	16.55	37.57%	5.91	39.48%
603369.SH	今世缘	83.65	28.34%	23.95	28.04%	26.36	26.63%	5.86	26.38%
603589.SH	口子窖	44.46	18.18%	15.33	4.67%	13.48	12.22%	5.01	8.36%
603919.SH	金徽酒	20.19	29.32%	4.96	47.84%	2.73	27.55%	0.18	884.79%

资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2 24 年白酒板块展望：H1 维持平稳增长，H2 关注边际变化

2.2.1 长期视角下，周期底部或逐步显现

1) 此轮调整周期中，23 年供需矛盾有所加强

本轮白酒板块的调整自 21 年初开始，震荡调整时间跨度为 3 年，我们把 23 年板块的表现放在白酒周期中去看，或许更为清晰。结合白酒行业量价数据，2009 年以来行业经历几个周期阶段。总体来看，可以分为两个阶段：分别是 2016 年之前的量价齐升阶段和 2016 年之后至今的量减价增阶段。2016 年白酒产销量触顶，白酒上市公司的业绩增长驱动从量价齐升切换到行业集中度提升，以及消费升级驱动价增的逻辑。

图 17：中国白酒行业发展阶段梳理



资料来源：Wind，山西证券研究所

聚焦到此次周期为期3年的调整，在量增相对平缓的背景下，是主要围绕“价格”的调整。本轮周期的波动更为突出的一个特征是，在全球新冠疫情和货币因素影响下，经历了一轮价格泡沫的产生和破裂过程，具体的体现就是，茅台批价的上行和回落，带动白酒行业的阶段性繁荣和低迷。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也陆续从2022年下半年开始回落。

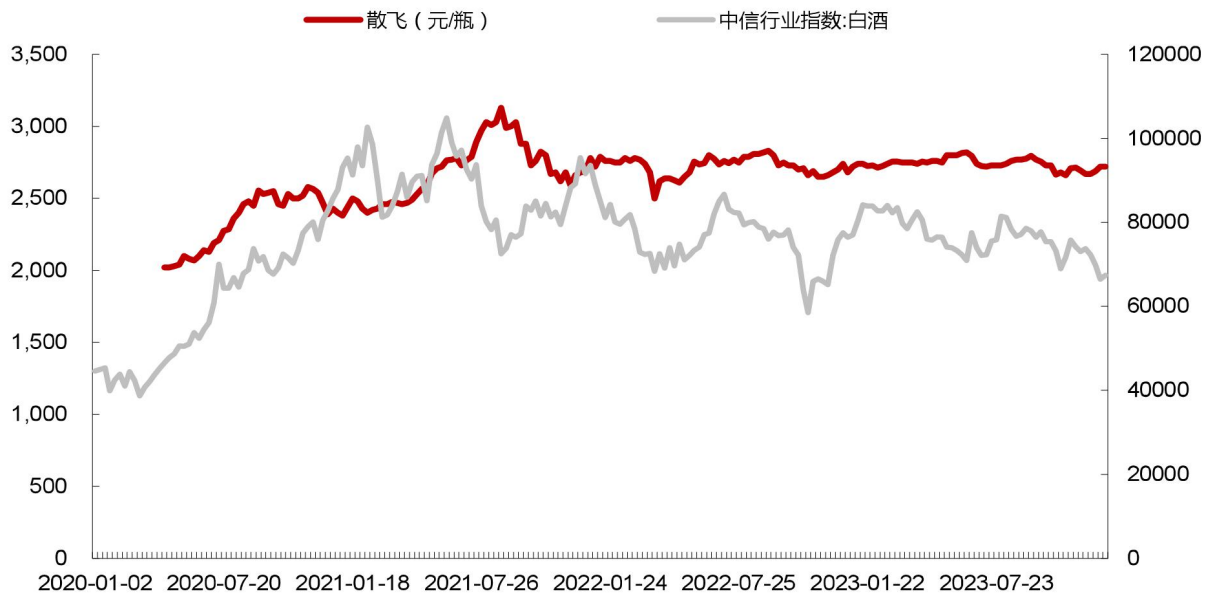
具体到供求关系来看，23年在整体宏观经济疲软背景下，白酒需求尤其是商务宴请需求复苏乏力；同时上市酒企在年初制定业绩增长目标时对消费复苏展望较为乐观，从而业绩目标制定得仍较为积极。总体在供给端乐观而需求端较为疲弱的共振之下，2023全年供需矛盾有所加剧。

2) 24年供需矛盾缓解可期，周期底部或显现

展望24年，我们认为白酒行业供需矛盾或将逐步缓解，从而本周调整的周期底部或现，主要基于以下几个因素：A)白酒行业景气度与宏观经济状况紧密相关，23H2以来国家陆续出台各种政策，旨在刺激经济逐步回暖，基于此我们判断24年白酒行业景气度有望逐步向好，整体需求将好于23年；B)上文提到，16年之后白酒行业增长更多依赖于价增，23年11月初贵州茅台提高了飞天茅台的出厂价，若24年茅台批价逐步上行，其他酒企的出厂价天花板或将逐步打开，从而短期内缓解其量增的压力；同时有利于渠道经销商信息的恢复以及市场预期的好转；C)23年酒企在经历需求恢复较为缓慢之后，根据我们近期渠道反馈，24年各酒企业绩目标的制定更为理性；同时伴随渠道库存逐步回归至合理水平，供给端压力有望减轻。需

求逐步复苏&供给压力趋缓，24年或将是白酒行业供需矛盾明显缓解的一年。

图 18：白酒行业本轮调整的节奏与茅台批价紧密相关



资料来源：Wind，今日酒价，山西证券研究所

2.2.2 短期平稳增长，行业韧性凸显

24年在国内各种宏观经济刺激政策出台下，若行业需求改善节奏较为平缓，则我们判断行业分化趋势或将持续，建议优选业绩确定性高的高端酒、部分次高端酒企及龙头地产酒企；若后期需求明显改善，居民消费支出意愿和经济活跃度明显提升，行业分化程度或将趋于收敛，前期承压的泛全国化次高端或将呈现出更大的业绩弹性。总体而言，我们预计白酒行业上半年维持 23 年的分化局面，建议优选高端酒、部分优质次高端及地产酒，泛全国化次高端酒企密切跟踪其需求端明显回暖的拐点。

2.2.3 分价格带展望

23年白酒行业终端动销反馈相对平淡，主要的核心因素在于整体消费力疲软，从而压制了白酒的消费需求。而不同酒企之间由于产品、基地市场、应对策略不同，基本面有所分化。

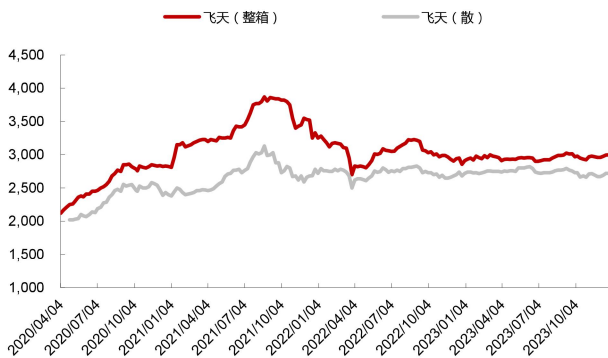
1) 高端白酒需求相对韧性，业绩确定性强

高端白酒批价对于白酒行业尤其重要，直接反映了行业的景气度和供需状况。23年在宏观经济较为疲

软背景下，前三季度高端酒批价仅小幅松动：飞天茅台一批价历来是行业的风向标，23年散瓶飞天批价维持在2650-2800元之间小幅波动；非标酒生肖、精品等由于投放量加大批价有所下滑，但仍处在合理范围之内；五粮液理性务实，在维持批价窄幅波动的前提下积极走量，当前普五批价稳定在925-935元左右；国窖量价策略跟随五粮液，当前高度国窖批价880-900元之间，批价整体稳定。

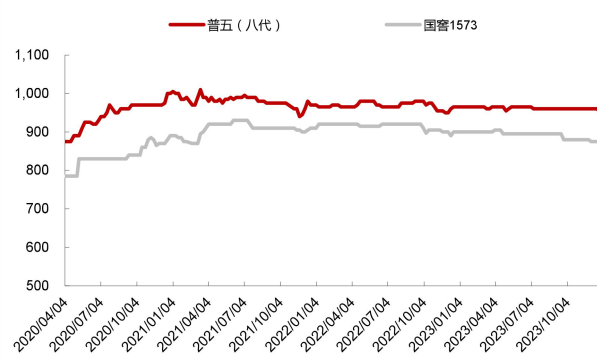
展望24年，在需求整体承压下，三大高端酒坚持以价为先，通过配额制、数字化扫码等措施保持供需平衡，保障批价维持在合理区间，从而稳定渠道价格体系和市场预期。头部酒企具有更加成熟的运营能力和抗风险能力，能够通过及时高效的运营策略调整，将短期波动对企业的冲击降到最低。高端酒企品牌力、产品力和渠道力全面领先，为企业在不确定的市场环境下提供增长的确定性。

图 19：飞天茅台批价走势（元/瓶）



资料来源：Wind，今日酒价，山西证券研究所

图 20：五粮液、泸州老窖批价走势（元/瓶）



资料来源：Wind，今日酒价，山西证券研究所

同时从行业运行规律上来看，每次的行业复苏多是高端酒企率先复苏，打开价格天花板。对于基本面相对健康，批价运行相对稳定、库存良性的一线酒企而言，在外部需求好转后可以轻装上阵，率先实现基本面的企稳复苏。

贵州茅台：公司23Q1-3实现营业总收入1053.16亿元，同比增长17.30%，归母净利润528.76亿元，同比增长19.09%。分产品来看，茅台酒实现收入同比增长17.30%；系列酒实现收入同比增长24.35%。分渠道来看，直销实现收入占比为44.92%，直销收入占比同比提升8.25pcts，其中i茅台实现不含税收入148.71亿元，运营保持稳健。23Q1-3公司毛利率和净利率分别-0.24/+0.76pcts至91.87%/50.21%，净利率水平稳中有升。23年以来公司坚持“美时代”和“五合营销法”总体战略，不断变革提升，精准营销，积极维护产品价格稳定。根据渠道反馈，当前散飞批价2680元左右，其体外利润依旧丰厚，公司改革步伐坚定，回收体外利润仍是长期方向。我们看好公司的长期投资价值。预计2023-2025年EPS分别为59.07/68.56/79.25元，维持“买入-A”投资评级。风险提示：宏观经济回暖节奏放缓业绩增长不及预期；改革推进不及预期；

行业竞争加剧等。

五粮液：公司 23Q1-3 实现营业收入 625.36 亿元，同比增长 12.11%，实现归母净利润 228.33 亿元，同比增长 14.24%。分产品看，普五价格三季度有所承压，但中秋国庆双节期间价格相对坚挺，我们预计同比实现高个位数增长；另双节期间公司增投 1618 和低度五粮液的宴席费用和扫码红包投入，低基数下增长弹性较好。分地区看，华东区域宴席市场景气度较高，动销表现较好；同时公司在青岛、厦门、昆明等多地陆续开展和美盛宴。23Q1-3 公司净利率为 36.5%，同比+0.7pct。23Q3 末公司合同负债为 39.5 亿元，同比环比均明显改善。中长期看，公司未来普五单品在千元价格带地位相对稳固，同时品牌产品思路更清晰，更为重视市场及渠道反馈，“高质量发展”可期，持续看好公司长期发展。目前公司估值水平处于历史偏低水平，静待价值与价格双回归。我们预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 7.76/8.73/9.81 元，维持“买入-A”投资评级。风险提示：经济基本面影响白酒消费；价格走势不及预期；食品安全问题等。

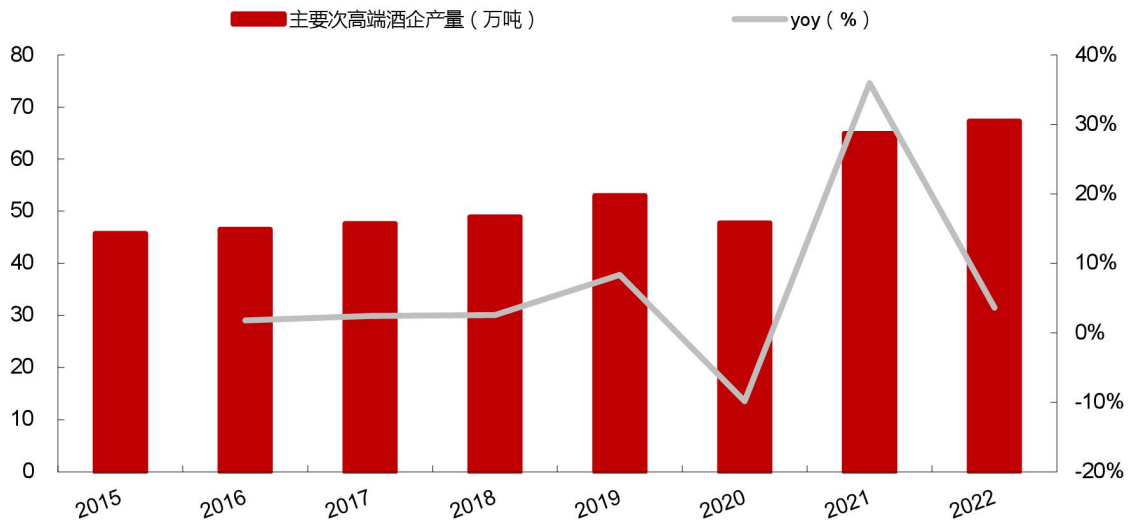
泸州老窖：公司 23Q1-3 实现营业收入 19.4 亿元，同比增长 5.2%，归母净利润 105.7 亿元，同比增长 28.6%。23 年以来公司积极性进攻策略，品牌力及渠道力共振，二季度春雷行动增加终端网点，三季度消费者建设消化库存，双节回款表现亮眼，报表质量优异。同时渠道价值链的理顺及渠道管理的规范化将有助于公司深耕基地市场，布局全国市场。23Q3 公司净利率同比提升 1.5pct，仍维持历史较高水平。在行业环境疲软背景下，公司充分彰显管理禀赋，2023 年定调抢抓市场，积极进攻。我们认为随着公司品牌势能的不断提升，全国化扩张效果将逐渐显现。风险提示：普茅、普五价格波动；渠道库存超预期；经济恢复不及预期等。

2) 次高端白酒若经济复苏，业绩弹性大

22 年各地疫情反复，消费场景缺失；加之 23 年以来整体消费疲软，商务宴请复苏较为缓慢，次高端白酒需求受到较大的影响，板块整体受到冲击，业绩表现也有所分化。短期来看，次高端酒企集中于逐步消化渠道库存，重在企业良性发展；中长期来看，在消费升级趋势的推动下，我们判断未来次高端白酒依然是扩容最为确定的价格带。

展望 24 年，若市场需求逐渐恢复，一旦消费场景恢复，次高端白酒的弹性会高于其他白酒。其中基本面健康、宴席占比高的酒企复苏弹性及确定性更强。同时次高端价格带整体竞争激烈，但清香型白酒具备较强的口感差异化，其竞争格局或相对独特。山西汾酒作为清香型白酒的龙头，有望充分受益次高端、高端价格带的清香扩容，其业绩增长的确定性也更高。

图 21：主要次高端酒企产量（万吨）及增速（%）



资料来源：Wind，公司年报，山西证券研究所

山西汾酒：公司 23Q1-3 实现营业收入 267.44 亿元，同比增长 20.78%；归母净利润 94.31 亿元，同比增长 32.68%。分产品来看，前三季度预计青花系列同比增长 25%-30%，腰部产品巴拿马和老白汾合计增长 20%+，玻汾预计增长 20%+。分市场来看，单三季度省外增速较快，预计四季度省外市场继续发力。23 年前三季度省内/省外分别实现营收 106.6/159.4 亿，同比+25.4%/+18.0%。公司 23Q1-3 净利率为 35.34%，同比+3.04pct。23Q3 末公司合同负债为 51.72 亿元，同比增长 4.47 亿元/环比减少 5.81 亿元，经销商打款节奏稳健。中长期看公司产品高端化+渠道全国化的目标明确，业绩确定性强。未来随着产品结构升级、规模效应凸显以及管理运营水平优化，利润增速高于收入增速，净利率有望不断提高。预计 2023-2025 公司 EPS 分别 8.60/11.23/14.43 元，维持“买入-A”评级。风险提示：商务需求恢复不及预期；省外扩张不达预期；宏观经济风险。

舍得酒业：公司 23Q1-3 实现营业收入 52.5 亿元，同比增长 13.6%；实现归母净利润 13.0 亿元，同比增长 7.9%。分产品来看，中高档酒 23Q1-3 实现营收 41.5 亿元，同比增长 10.6%；普通酒 23Q1-3 实现营收 6.9 亿元，同比增长 22.9%。三季度舍之道、T68 等大众价格带产品仍是增长主力。分区域方面，省内 23Q1-3 实现营收 13.7 亿元，同比增长 19.1%；省外 23Q1-3 实现营收 34.7 亿元，同比增长 9.7%。公司三季度省外略有下滑，一方面 22 年同期基数较高，另一方面受行业整体扰动影响。公司 23Q1-3 净利率为 24.69%，同比小幅下滑 1.30pct。23 年以来，次高端白酒面临较大行业压力，公司坚持积极努力营销投放与回款行动，维持了价盘稳定与渠道的相对有序，体现了复星赋能下强大的管理决心与能力。中长期看，次高端价格带成长空间仍在，公司盈利持续向好可期。风险提示：宏观经济不确定性风险；全国化、高端化进程不及预

期；复星赋能不及预期。

3) 受益于大众需求扩容，龙头酒企业绩更有保障

23 年白酒行业消费需求出现明显分化，其中表现最为亮眼的是 300 元以下大众消费价格带，800 元以上高端白酒需求稳定，而中间 500-800 元价格带因为商务需求疲软而持续承压。

展望 24 年，我们认为行业整体仍处于弱复苏态势，消费者短期仍将更加注重“性价比”，分化的趋势将延续。从渠道跟踪来看，22 以来大众宴席市场已经出现了消费升级的初步趋势，虽然大众消费价格带面临 23 年需求高基的影响，但我们认为该价格带仍有其他消费场景有待充分打开（比如年会/一般商务宴请）等，地产酒有望持续升级至 300 元+价格带，延续增长势头。

图 22：2015-2022 年安徽白酒产量（万吨）

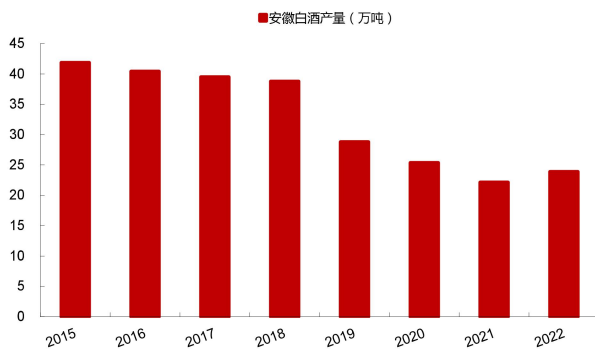
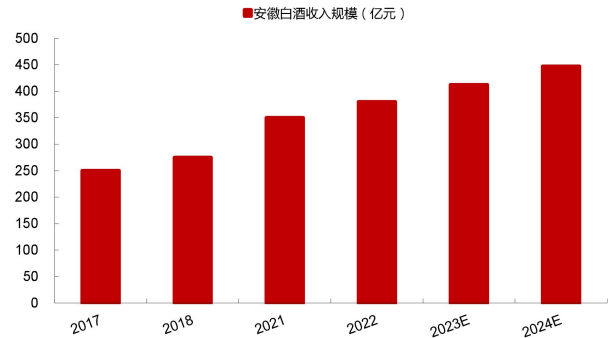


图 23：2017-2024E 年安徽白酒收入规模（亿元）



资料来源：华经产业研究院，安徽酒协，山西证券研究所

资料来源：华经产业研究院，智研咨询，山西证券研究所

古井贡酒：公司 23Q1-3 实现营业收入 159.53 亿元，同比增长 24.98%；归母净利润 38.13 亿元，同比增长 45.37%。分地区看，公司省外加速扩张，全国化稳中有进。分产品看，各产品均表现优异，古 5/古 8 得益于百元价格带扩容，古 16 得益于宴席回补及公司重点推广，古 20 未来仍是公司全国化布局+带动产品结构升级的核心单品。23Q3 公司营收和净利润同比增速较第二季度略有下降，我们认为可能主要与古井窖龄原浆系列的市场拓展顺利有关，公司品牌势能逐步释放，以安徽为大本营全国化拓展稳步推进。公司 23Q1-3 净利率 24.51%，同比+3.29pct。预计公司净利率水平将在四季度在前三季度基础上小幅回调。公司作为老八大名酒，品牌势能充足，我们推测全年实现高质量增长可期。风险提示：经济复苏不及预期；行业政策风险；市场竞争加剧；食品安全问题等。

今世缘：公司 23Q1-3 实现营业收入 83.65 亿元，同比增长 28.3%，归母净利润 26.36 亿元，同比增长 26.63%。分产品看，23Q1-3 特 A+类/特 A 类/A 类营收分别同比+25.2%/+37.6%/+28.0%，特 A 类以上产品

收入占比+0.27pct至93.13%；分地区看，23Q1-3 淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海区/省外分别实现营收同比+26.4%/+21.3%/+29.7%/+39.7%/+26.5%/+26.0%/+40.4%，苏中及淮海地区表现较好。23Q3 末公司合同负债为13.1 亿元，环比 Q2 末+1.8 亿元，合同负债保持充足。其中 V3 伴随渠道梳理逐步到位，叠加低基数背景，保持较快地增长；四开、对开受益于省内宴席回补，实现增长稳健，此外淡雅作为大众价格带凭借高渠道利润抢占竞品份额，也实现较高增长。23 年前三季度公司净利率为 31.51%，同比-0.43pct。中长期看，公司产品结构稳步升级，盈利能力稳步提升。公司内生动力充分，营销战略明晰，公司具备业绩释放潜力和动力，全年百亿目标有望顺利完成。中长期看，公司省内“产品结构升级+市占率提升”的逻辑有望持续兑现，同时省外扩张仍有增长空间。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 2.49/3.19/3.96 元，维持“买入-A”投资评级。风险提示：消费疲软下业绩增长不及预期；产品升级不及预期；行业竞争加剧等。

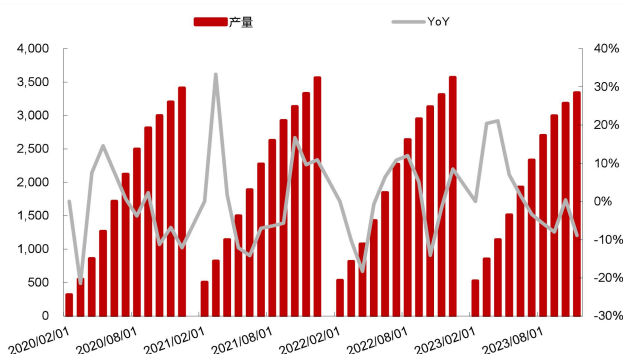
3. 啤酒板块：高端化进程持续，成本下行助力利润增长

3.1 23 年啤酒板块整体表现：销量前高后低，结构升级保障利润

3.1.1 消费需求波动&库存周期，销量增速整体前高后低

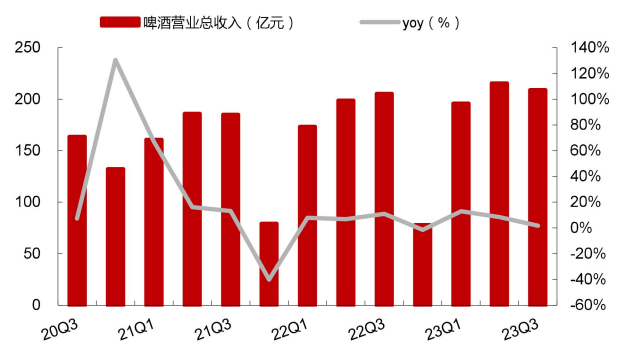
23Q1 伴随多地封控解除，餐饮等消费场景阶段性修复，助力啤酒行业在 22 年底基数背景下销量实现高增；23Q3 受到消费需求偏弱、同期高基数以及台风雨季等多因素影响，多数啤酒企业销量增速放缓，23Q4 消费淡季需求延续弱势，表现平淡，渠道以消化库存为主。综合影响之下，2023 年全年啤酒板块销量增长呈现出前高后低态势，23 年 1-10 月国内啤酒累计产量同比增长 2.2%，预计全年啤酒销量基本实现正增长。23Q1-3 上市啤酒企业实现总营业收入 620.09 亿元，同比增长 7.45%。

图 24：中国啤酒当月产量（万千升）及增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 25：啤酒板块收入（亿元）及同比增速（%）



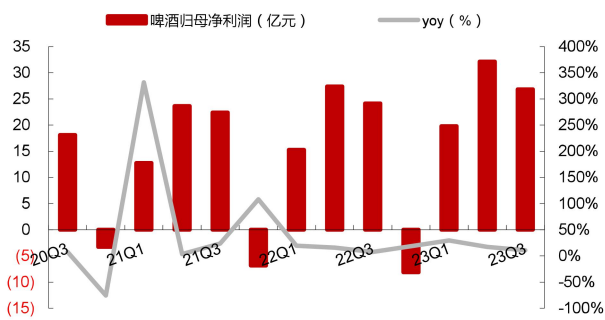
资料来源：Wind，山西证券研究所

对比食品饮料行业其余子板块，啤酒板块 23 年表现较弱，我们认为主要由于：1) 二季度以来在高基数、需求较弱等因素下销量表现欠佳，从而业绩增长不及预期；2) 市场对短期啤酒消费需求较为悲观，从而导致啤酒板块估值大幅降价。

3.1.2 结构升级&费用控制，盈利能力持续强化

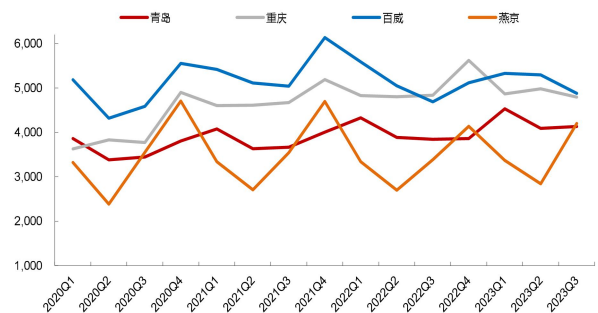
从吨价水平来看，虽然销量增速在下半年回落，啤酒龙头公司整体提升趋势依旧，主要是受产品结构升级带动。23Q3 青岛/重庆/燕京啤酒吨价累计增速分别为+6.2%/+1.9%/+3.8%。分价格带看，10 元及以上的高端啤酒增速相对有所放缓，与之对应的 8-10 元次高价格带各酒企均表现出色。啤酒行业高端化进程仍在推进，各上市啤酒公司的吨价以及净利率水平都在稳步提高。

图 26：啤酒板块净利润（亿元）及同比增速（%）



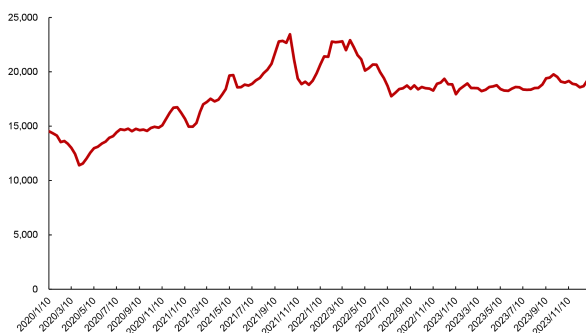
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 27：主要啤酒企业吨价水平（元/吨）



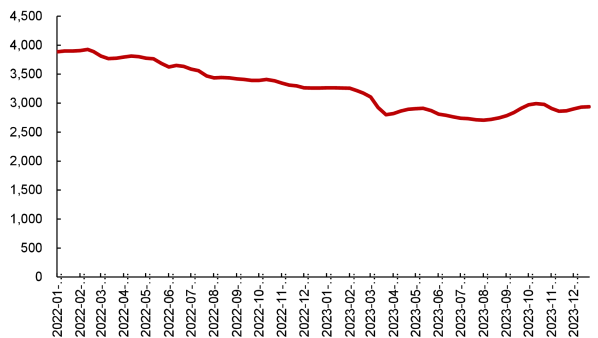
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 28：铝锭价格走势跟踪（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

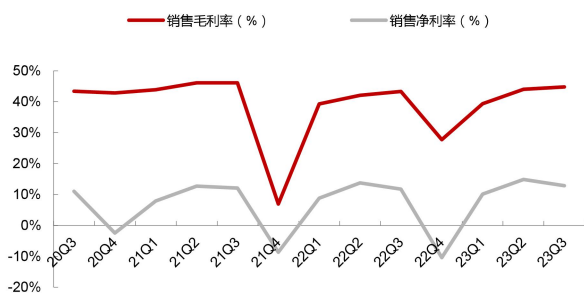
图 29：瓦楞纸价格走势跟踪（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

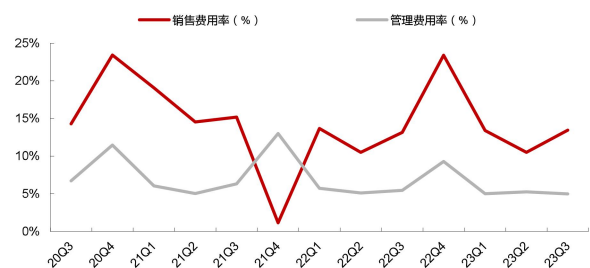
从成本端看，1) 大麦、大米和啤酒花等原材料约占啤酒成本的 20%，包装成本约占总成本的 50%。从 22 年下半年开始至 23 年，部分原材料成本上升压力有所趋缓，其中主要包材铝材、瓦楞纸价格均回落至近两年低位水平，玻璃价格虽有小幅回升但在总成本占比较小；但主要原材料大麦的采购价格于 22 年末锁定在高位，大麦成本价格高位逐步回落&包材价格总体压力趋缓，23 年啤酒板块毛利率略有提升。2) 同时各啤酒企业积极采取控费增效措施，助力板块净利率水平稳定提升，盈利能力持续强化。

图 30：啤酒板块毛/净利率变动情况（20Q3-23Q3）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 31：啤酒板块费用率变动情况（20Q3-23Q3）



资料来源：Wind，山西证券研究所

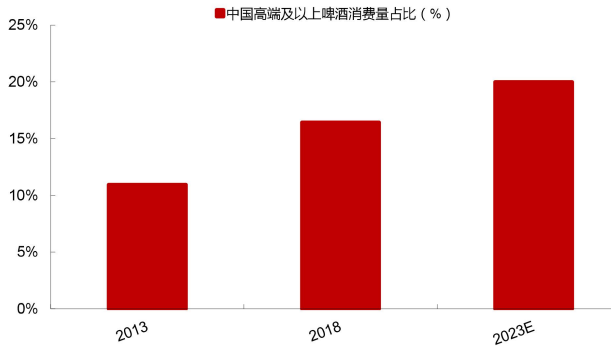
3.2 24 年啤酒板块展望：需求有望进一步恢复，成本下行助力利润增厚

3.2.1 消费需求有望恢复，高端化进程持续

2023 年下半年啤酒行业面临的外部环境压力较大，夜场、高端餐饮等渠道是高端啤酒的主要消费场景，该类渠道在 23 年消费力稍显疲软的影响下，短期有所承压。23 年下半年以来宏观政策加码有助于提振经济，我们预计 24 年啤酒行业消费需求有望进一步恢复。总体来看，24 年上半年总销量的增长基数偏高，三季度之后基数回落且进入啤酒消费旺季，啤酒行业有望在下半年迎来销量增速较为明显的回升。同时消费场景及消费力逐步恢复，夜场、高端餐饮等渠道的恢复将推动高档啤酒需求走向，从而有望加速行业的结构升级过程。

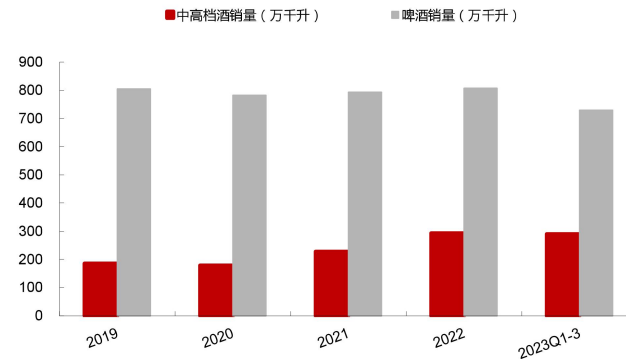
中长期看，我们预计中国啤酒的主流价格区间将从 4-8 元升级到 10 元左右，主要几家啤酒企业的高端产品销量将继续保持快速增长，企业产品结构将不断优化。我们判断在当前阶段，能率先完成中端产品升级放量的公司，将具有良好的业绩增速和先发优势。

图 32：中国高端及以上啤酒消费量占比（%）



资料来源：智研咨询，山西证券研究所

图 33：近五年青岛啤酒中高端啤酒销量（万千升）



资料来源：Wind，公司年报，2023 年三季度报，山西证券研究所

3.2.2 成本红利进一步释放，企业利润增厚可期

受俄乌战争冲突影响，大麦价格自 21 年起持续走高，直至 23Q1 后才逐步下落，但啤酒企业在大麦采购上大多在年末锁价 9 个月至一年，故 23 年实际大麦成本仍在较高位置。23 年下半年澳麦双反政策取消，同时叠加法麦丰收增加供给，预计 24 年大麦成本同比将有 10% 的降幅。从而 24 年啤酒行业成本红利有望进一步释放，盈利能力稳定向好，释放利润可期。

图 34：大麦价格走势跟踪（美元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

青岛啤酒：公司 2023Q1-3 实现营业收入 309.78 亿元，同比增长 6.42%，归母净利润 49.08 亿元，同比增长 15.02%。拆分量价，公司 23Q1-3 完成啤酒销量 729 万千升，同比+0.21%；吨酒价 4247 元/千升，同比+6.20%。其中主品牌青岛啤酒实现产品销量 409 万千升，同比+3.47%。23Q3 由于 22 年同期基数较高及恶劣天气影响啤酒消费，销量短期有所承压。三季度中高档以上产品实现销量 92.7 万千升，同比+10.6%，预计经典、纯生等单品仍有较好表现，主品牌收入占比持续提升，整体结构升级趋势不改。23Q1-3 公司净利率为 15.84%，同比+1.18pct，展望四季度及明年，公司主要原材料价格将进入下降通道，成本回落红利将充分释放，公司盈利能力有望稳定向好。中长期看，公司继续进行产品结升级，同时不断完善终端布局。未来将继续凭借优质渠道，不断扩大中高端市场份额，助力其收入稳定增长。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 3.24/3.84/4.44 元，维持“买入-A”投资评级。风险提示：产品升级不及预期；行业竞争加剧；原材料波动超预期，食品安全问题等。

重庆啤酒：公司 2023Q1-3 实现营业收入 130.29 亿元，同比增长 6.94%，归母净利润 13.44 亿元，同比增长 13.67%。23Q1-3 公司实现啤酒销量 265.2 万千升，同比+5.0%，吨价为 4913 元/千升，同比+1.9%。分产品来看，23Q1-3 高档/主流/经济产品分别收入同比+0.8%/+12.4%/+3.2%，高档产品营收占比同比-2.08pct 至 34.05%。受消费力及渠道调整等因素影响，三季度疆外乌苏及 1664 等高端产品表现相对承压，乐堡、重庆等品牌延续较好地增长趋势，综合之下，结构升级节奏略有承压。公司 23Q1-3 净利率为 10.32%，同比+0.61pct。在部分包材、大麦价格下降背景下，加之乌苏及 1664 销量回升，产品结构升级逐步恢复，公司来年有望释放利润弹性，盈利能力稳步提升。公司坚定推进扬帆 27 计划，其渠道执行力及深耕程度均有望逐步加强。在高端产品带动及各品牌内部不断升级双重驱动下，重庆啤酒高端化有望稳步推进。中长期我们看好公司在啤酒行业转型期的发展。我们预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 2.98/3.56/4.13 元，维持公司“买入-B”投资评级。风险提示：产品升级不及预期；行业竞争加剧；原材料价格上涨超预期等。

4. 乳制品板块：经营稳步改善，龙头确定性收益可期

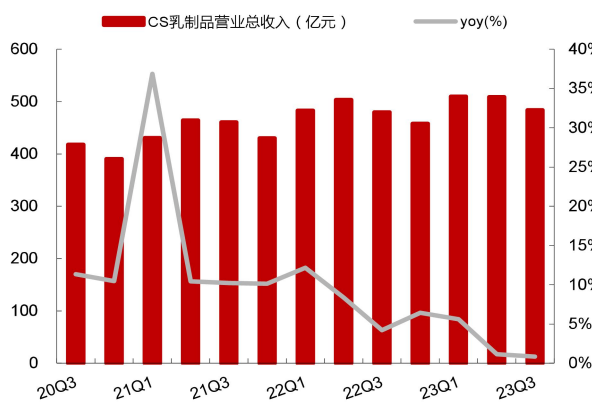
4.1 23 年乳制品板块整体表现：需求弱复苏，品类需求分化

4.1.1 乳制品需求增速放缓，品类需求分化

23 年以来乳制品行业需求整体呈逐季缓慢复苏态势，且一定程度表现出节假日旺盛、淡季转平淡的特征，整体液奶呈逐季改善态势。分产品品类看，1) 液态乳方面，偏刚需属性的白奶增速优于酸奶增速，高

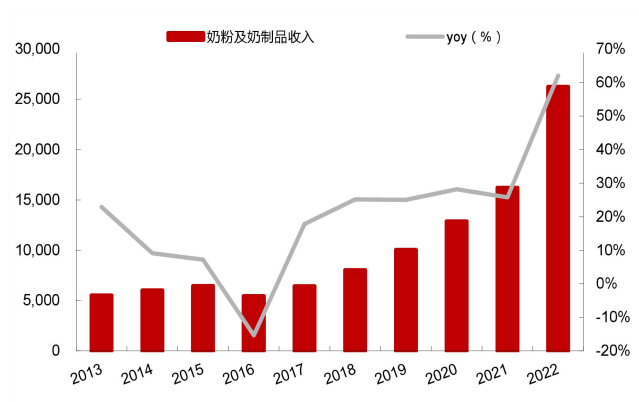
端品类在龙头聚焦下增长提速；2) 奶粉方面，受近年出生人口持续下滑影响，23 年婴配粉行业终端零售额同比有所下降，但婴配粉新国标已于 23 年 2 月起正式实施，中小企业进一步出清，头部企业市占率稳中有升；3) 冰淇淋方面，在夏日天气炎热和新品开发节奏加快助力下，23 年行业增速表现优异，头部企业冰淇淋业务收入增速均达双位数。分企业看，龙头企业着眼全年，更为关注渠道良性发展，力争实现平稳过渡及增长；区域乳企受景气新品类带动及渠道拓展等表现更优。23Q1-3 乳制品板块实现收入 1502.97 亿元，同比+2.52%。

图 35：乳制品板块收入（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 36：伊利奶粉业务收入（百万元）及增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

4.1.2 原奶价格逐步回落，需求疲软下毛利率改善分化

成本端，23 年原奶价格持续下行。截止 12 月 31 日，中国主产区生鲜乳价格为 3.66 元/公斤，从年初至今回落 11.17%。

图 37：主要乳企今年毛利率变动情况（%）

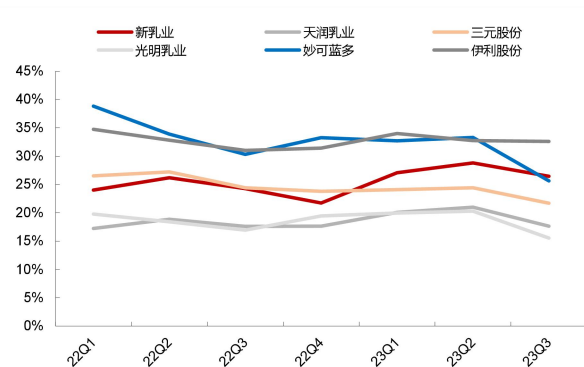
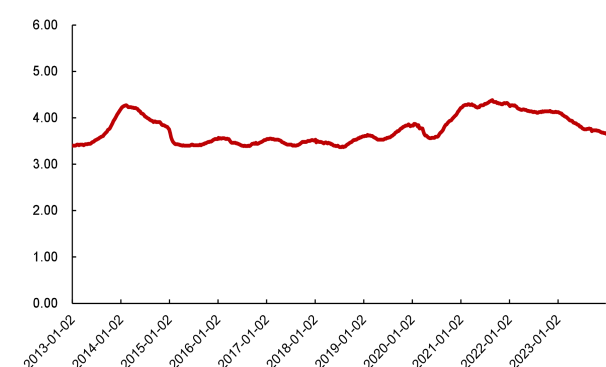


图 38：中国主产区生鲜乳价格走势(元/公斤)



资料来源：Wind，山西证券研究所

费用端，在收入增速下降背景下规模效应收缩，同时广告费用按照预期收入投放，加之买赠促销加大，销售费用率同比有所提升。一方面，原奶成本回落使得成本压力减轻，尤其是低自给率的小乳企充分受益；另一方面，为消化过剩奶源，行业买赠促销增加，龙头企业为维护价盘进行喷粉带来减值损失，加之产品结构变化等因素拖累毛利率回升节奏，各企业之间毛利率改善有所分化。

资料来源：Wind，山西证券研究所

4.2 24 年乳制品板块展望：场景+消费力逐步恢复，盈利有望回升

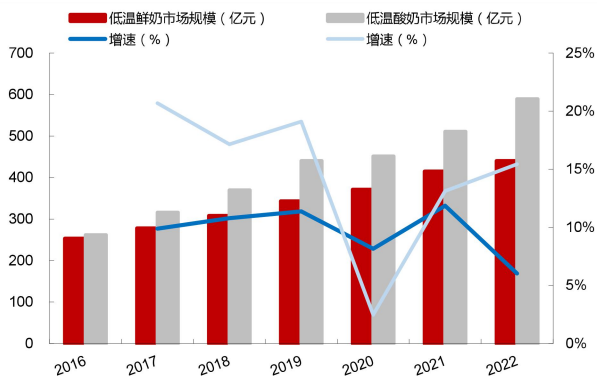
4.2.1 龙头布局新业务/区域乳企持续深耕，培育新的盈利增长点

总体而言，疫情后行业需求整体承压之下，龙头企业积极布局新业务，培育奶粉、奶酪等潜在盈利增长点。其中伊利将奶粉业务作为第二大战略重点板块，在国产奶粉市占率不断提升背景下，其自身奶粉业务市占率快速提升，同时并表澳优以来寻求协同发展。

同时 2016-2022 年低温白奶零售规模从 244.6 亿元增长至 440.0 亿元，CAGR 为 8.2%，显著高于常温白奶增速；低温酸奶零售规模由 261.5 亿元增长至 589.2 亿元，CAGR 为 12.3%，亦远高于常温酸奶增速。未来伴随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。在此背景下，区域乳企如新乳业积极以奶源优势为半径，深耕低温奶市场，不断丰富产品布局，寻求差异化盈利增长点。

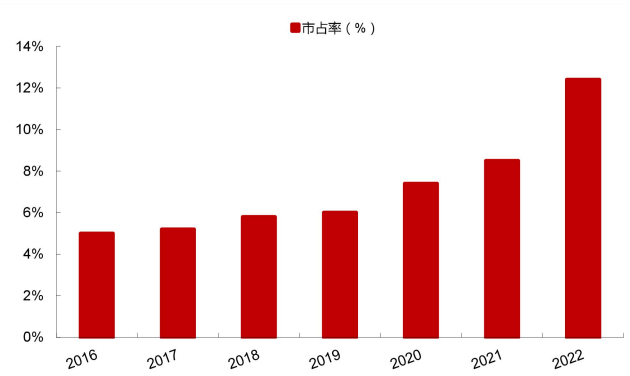
展望 24 年全年，乳制品行业龙头企业及区域乳企均将继续在潜在盈利增长点积极布局及发力，助力其业绩增长。

图 39：近年低温奶市场规模（亿元）及增速（%）



资料来源：观研天下，中商产业研究院，山西证券研究所

图 40：伊利婴配粉业务市占率持续提升（%）



资料来源：伊利公司官网，山西证券研究所

4.2.2 需求恢复+成本压力持续减轻，盈利逐步回升

我们预计 24 年行业需求整体温和复苏。分品类看，1) 液奶方面，消费者对于食品健康营养的需求依旧，我们预计白奶将进一步恢复增长，酸奶有望表现平稳；2) 奶粉方面，受疫情影响进一步减弱，叠加龙年更强的生育意愿，我们预计 24 年出生人口数量降幅有望缩窄，婴配粉业务收入降幅有望随之缩窄；3) 冰淇淋方面，我们预计其收入仍将维持中高个位数增长。

展望 24 年，原奶价格预计稳中有降，企业原材料成本压力持续减轻；加之乳企费用投放在总体理性前提下，保持正常节奏，盈利能力有望延续向好。同时若行业需求回暖，消费场景及消费力逐步恢复，高端白奶、酸奶等产品需求回升，产品结构有望逐步修复。在原奶价格稳中有降背景之下，板块龙头企业毛利率有望重回上升通道。

4.2.3 板块估值低位，龙头确定性收益可期

23 年在消费不及预期影响下，乳制品板块持续回调，当下板块整体估值处于低位，板块中长期配置机会逐步凸显。同时当前乳制品行业竞争格局稳定，行业龙头伊利/蒙牛明确提出未来 3-5 年盈利增长目标，均有望实现双位数以上增长。经历前期持续回调后，伊利股份 23 年 PE 仅为 16 倍左右，测算其股息率可达 4% 左右，能够提供较好的确定性受益的同时，其中长期配置价值亦逐步凸显。

伊利股份：公司 23Q1-3 实现营业总收入 974.04 亿元，同比增长 3.77%；归母净利润 93.80 亿元，同比增长 16.36%。分产品看，23Q1-3 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品营收分别同比+2.1%/+6.4%/+12.9%。23Q3 常温奶需求逐步改善，预计增速接近双位数水平；婴配粉业务方面，澳优在低基数背景下表现稳健，同时成人粉延续较好增长，助力三季度整体奶粉业务降幅环比收窄；冷饮业务因旺季天气多雨水，从而动销不及预期，短期表现承压。公司 23Q1-3 净利率为 9.63%，同比+1.04pct。全年来看，公司会通过精细化运营等方式管控成本，盈利能力整体表现稳定。伴随四季度旺季来临，白奶需求有望延续回升，同时常温酸奶伴随消费场景进一步打开，有望实现较好增速。公司作为行业龙头，在行业弱复苏背景下，通过全面创新、多品类的平衡布局以及充分发挥其品牌和渠道优势，力争实现稳健增长。结合当前所处估值区间，公司中长期配置价值凸显。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 1.70/1.88/2.16 元，维持“买入-A”投资评级。风险提示：行业竞争加剧风险；成本超预期上升；行业需求超预期下滑；海外业务进展不及预期；食品安全问题。

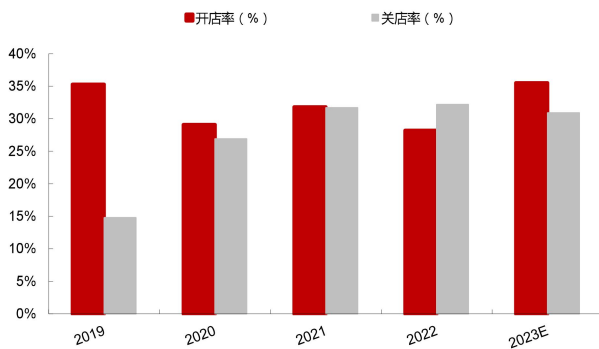
5. 调味品板块：行业景气度可期，密切跟踪业绩观点

5.1 23 年调味品板块整体表现：需求/成本双承压，板块整体疲软

5.1.1 需求弱复苏，企业业绩分化

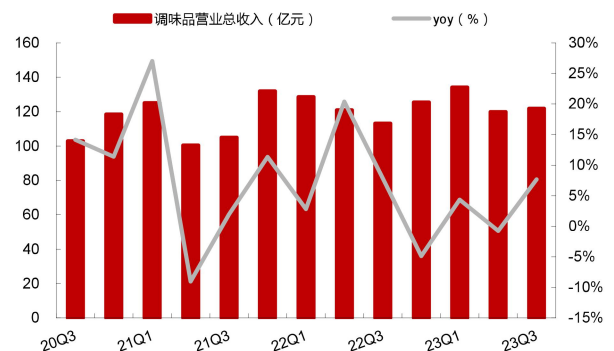
疫情优化后从 23Q1 开始餐饮端需求逐步改善，主动进行渠道拓展及产品品类丰富的企业，营收表现较好。但 23 年调味品行业处于库存消化阶段，叠加消费复苏由强转弱、社零环比增速下降和 CPI 增速减缓等宏观经济因素，整体动销情况表现一般，整体板块业绩表现均有所承压。23Q1-3 调味品板块分别实现收入 375.88 亿元，同比+3.68%。具体来看，1) 23 年以来餐饮行业大、小 B 端恢复态势呈现明显分化，大 B 端连锁餐饮渠道受益于疫情期间快速展店策略，不断提升市场占有率，疫后恢复速度显著优于小 B 端社会餐饮渠道。2) 22 年疫情居家消费明显提升，致使 C 端 22 年高基数影响，23 年 C 端调味品消费需求未见明显恢复，行业整体仍处于消化库存阶段。此外零添加事件后，23 年消费者认知及消费习惯逐步被潜移默化地影响，从而推动了整体调味品行业的产品结构升级。综合作用下，调味品板块企业间业绩有所分化。

图 41：2019-23 年中国餐饮开/关店率（%）



资料来源：辰智大数据《2023 上半年中国餐饮大数据基本盘》，山西证券研究所

图 42：调味品板块收入（亿元）及增速（%）



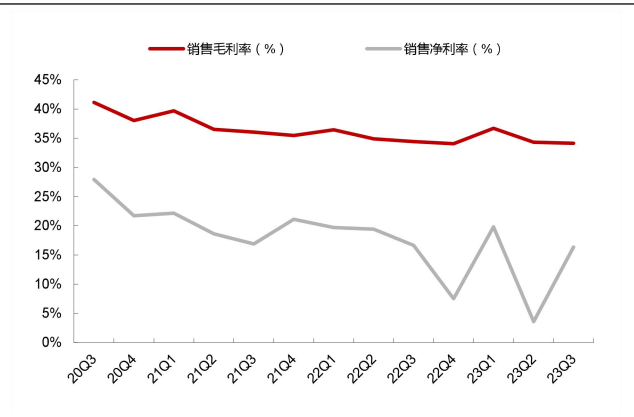
资料来源：Wind，山西证券研究所

5.1.2 原材料价格陆续回落，盈利能力逐步改善

年初以来，调味品行业原材料方面，大豆、小麦价格均从高位有所下跌；包材方面，玻璃年内价格回落程度较小，纸箱、PET 和运输价格亦有所下跌，包材和运费的成本压力得到释放，从而板块内多数企业盈利端有所修复。但由于调味品的酿造周期较长，比如酱油的酿造周期为半年，成本端的下行红利陆续在 23H2 反应到报表端。同时由于主要原材料与包材价格处于历史相对高的位置，盈利修复弹性并未充分体现。

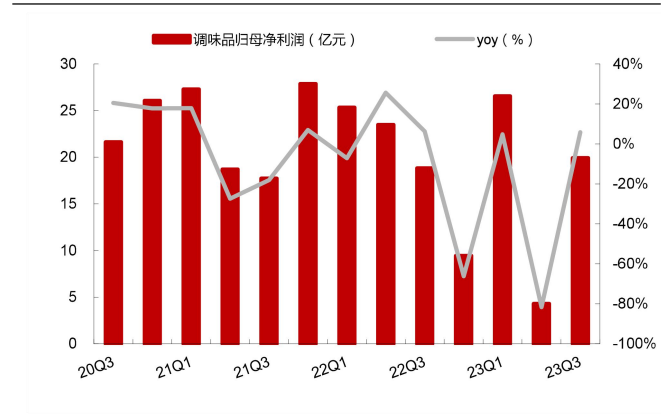
在成本压力下各调味品企业积极控费增效，尽量保证净利率水平稳定。

图 43: 调味品板块毛 / 净利率变动情况
(20Q3-23Q3)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 44: 调味品板块归母净利润(亿元)及增速(%)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

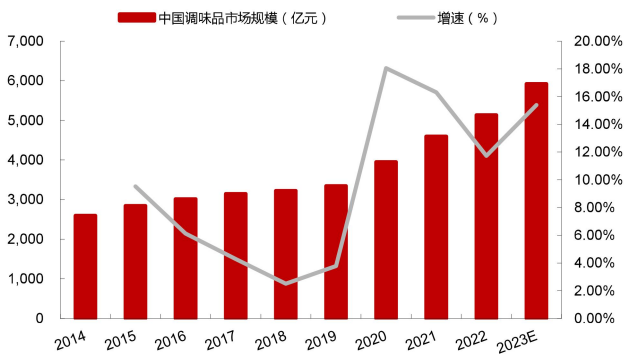
5.2 24 年调味品板块展望: 需求平稳复苏, 成本压力缓解下盈利持续修复

5.2.1 需求逐步复苏, 行业景气度可期

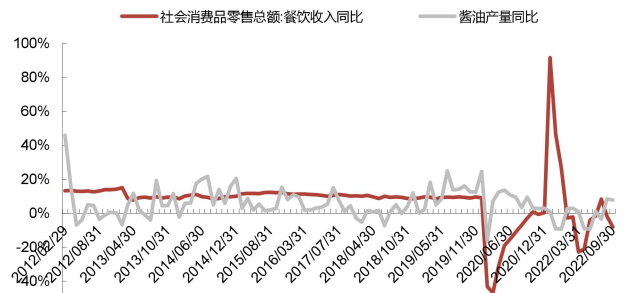
长期来看, 消费观念升级以及家庭烹饪转向餐饮, 共同推动调味品价、量两方面提升, 我们预计未来行业增速有望长期维持在 10%左右。同时拆分调味品行业需求, 餐饮/家庭/食品加工占比分别为 60%/30%/10%。餐饮景气度和底层消费力分别决定了调味品行业的餐饮端和家庭端需求。同时结合本轮疫情前后的整体调味品需求表现, 可以发现: 餐饮是调味品行业需求的同步指标。展望 2024 年, 调味品行业的需求也一定程度上依赖于宏观经济的复苏程度。伴随餐饮的整体逐步复苏, 将有效改善调味品企业的外部经营环境, 行业整体景气度回升可期。

图 45: 中国调味品市场规模(亿元)及同比增速(%)

图 46: 餐饮收入&酱油产量同比增速 (%)



资料来源：艾媒咨询，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

5.2.2 产品结构升级&企业改革，助力走出底部

零添加在 22Q3 因舆情事件后出现波段式增长，同时也从侧面印证了消费者对于健康以及高品质产品的需求强劲；以零添加、轻盐等健康系列产品为代表，2024 年及之后调味品行业整体结构升级仍存在广袤空间。

同时在调味品行业整体处于低谷期，各大龙头企业均纷纷开启内部管理改革措施，开启内部蓄力调整：例如海天味业、恒顺醋业积极调整经销商结构，中炬高新持续优化股权结构等。随着行业竞争格局的持续改善，改革成效显现叠加消费需求复苏，有望助力调味品板块实现困境反转，走出底部。

5.2.3 原材料价格回落，盈利能力有望持续修复

基础调味品方面，23 年年末原材料如大豆、包材等价格仍处于下降通道，我们预计 24 年大豆价格有望从高位持续回落；同时复合调味品方面，考虑到原材料的多样性以及企业对生产成本的合理管控；总体而言，调味品板块成本端仍存在一定的优化空间，其盈利能力有望持续修复。

图 47：大豆价格走势跟踪（元/吨）

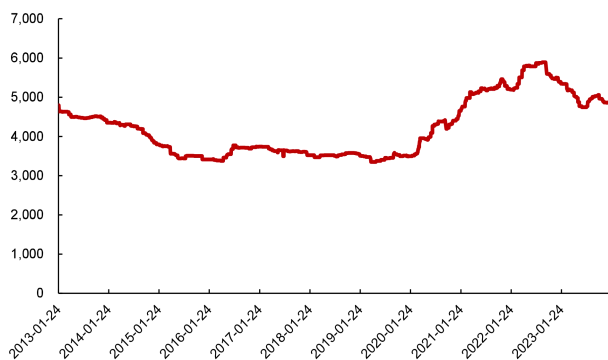
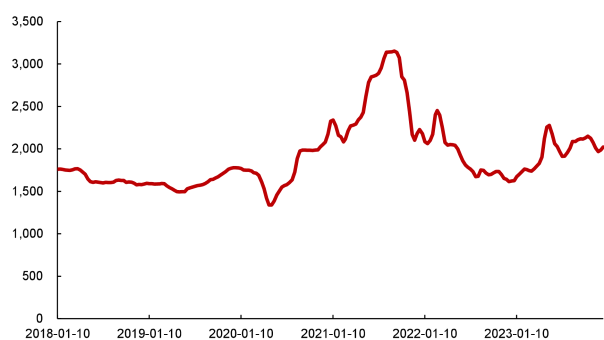


图 48：玻璃价格走势跟踪（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

图 49：PET 价格走势跟踪（元/吨）

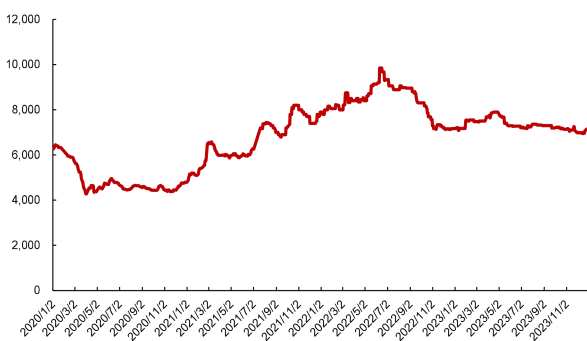
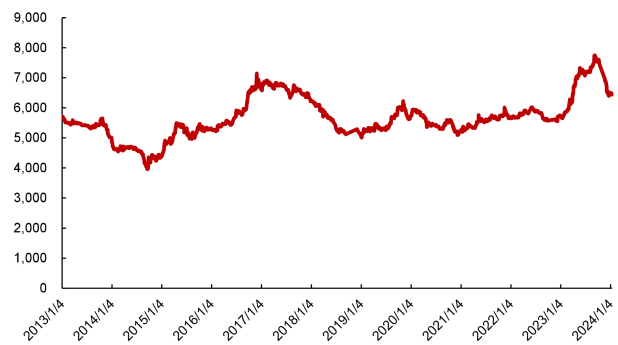


图 50：白糖价格走势跟踪（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

千禾味业：公司 23Q1-3 实现营业收入 23.3 亿元，同比增长 50.0%；归母净利润 3.9 亿元，同比增长 106.6%。分产品看，23Q3 酱油/食醋品类实现收入 5.0 亿/1.0 亿，分别同比+56.2%/+13.0%。受益于行业零添加酱油发展趋势，公司酱油产品表现非常亮眼。分地区看，23Q3 公司继续加快传统渠道招商与铺货，其中东/南/中/北部收入分别同比+21.7%/+21.6%/+94.0%/+41.5%。公司 23Q3 归母净利率 16.3%，同比+3.6pct。23 年以来，公司在渠道拓展方面的费用投放持续，我们预计未来在规模效应下公司销售费用率有望持续下行，费效比将不断优化。长期来看，在消费健康化趋势之下，公司零添加品类有望持续强化，同时在渠道扩张&品类结构不断丰富之下，公司业绩向好趋势可期。风险提示：下游需求不及预期；行业竞争加剧；产品结构升级不及预期；食品安全问题等。

天味食品：公司 2023Q1-3 实现营业收入 22.34 亿元，同比增长 17.0%；归母净利润 3.20 亿元，同比增长 31.16%。分产品看，2023Q1-3 火锅底料/中式菜品调料/香肠腊肉调料/鸡精/香辣酱营收分别同比+6.0%/+26.2%/+31.1%/-4.5%/-6.8%。分渠道来看，23Q1-3 公司经销商/定制餐调/电商渠道营收分别同比+9.8%/+23.3%/+102.8%。上半发货节奏加快影响，三季度渠道发货速度有所放缓，8 月底之后逐步进入旺季

后，销量呈逐月改善态势。伴随 Q4 进入冬调和火锅底料销售旺季，需求有望稳中向好，从而助力全年业绩增长。23Q1-3 公司净利率为 14.3%，同比+1.5pct，公司盈利能力仍处于不断改善通道。中长期来看，我们看好公司在复调行业扩大市场份额，同时公司也在积极布局团餐及预制菜业务，发展第二增长曲线，其营收稳定增长的中长期发展潜力可期。风险提示：消费需求不及预期；行业竞争加剧；原材料波动超预期；食品安全问题等。

海天味业：公司 23Q1-3 实现营收 186.50 亿元，同比下滑 33%；实现归母净利润 43.29 亿元，同比下滑 -7.25%。分产品看，公司 23Q3 酱油/调味酱/蚝油/其他产品收入分别同比-2.81%/-4.94%/+2.28%/+38.57%，23Q3 蚝油实现增长，酱油降幅环比收窄，其他产品较快增长。分地区看，23Q1-3 东/南/中/北/西部区域收入同比分别-5.33%/-2.87%/-0.59%/-4.58%/+3.75%，西部区域实现正增长。23Q3 公司净利率为 21.73%，同比-1.24pct。公司公告股份回购方案，拟以 5-8 亿元回购公司股份，回购数量占公司总股本的 0.16%-0.25%。长期看，公司拥有强竞争力，龙头地位稳固，在外部环境压力较大下，公司利用其渠道及品牌优势，不断扩大市场份额，实现稳健增长。风险提示：行业竞争加剧；原材料成本快速上升；新品推广不及预期；食品安全问题等。

6. 休闲食品板块：零食量贩红利有望延续，卤制品有望释放利润弹性

6.1 23 年休闲食品板块整体表现：零食量贩渠道放量，卤制品单店仍承压

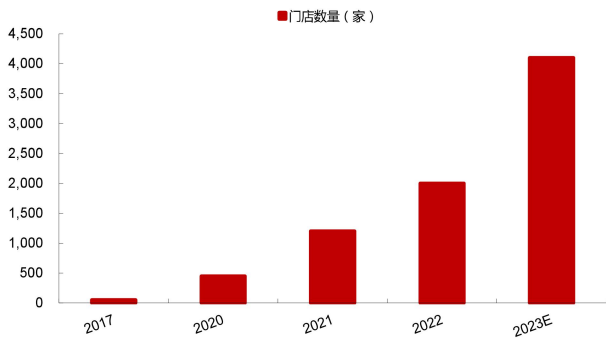
23 年休闲食品板块整体呈现收入端需求改善，利润端盈利弹性释放。23Q1-3 休闲食品板块实现收入/归母净利润 590.64/44.50 亿元，分别同比+4.11%/+20.15%。收入端在新品放量、渠道红利等因素推动下实现较好增长，利润端得益于部分原材料如棕榈油等成本回落而释放弹性。

6.1.1 休闲零食子板块：零售量贩渠道放量，助力其业绩增长

22 年疫后整体消费稍显疲软，零食领域在收入预期向下、同时消费者忠诚度不高的背景下，消费者向更具性价比的零食品牌转向。专打性价比的零食贩卖店，比如零食很忙、好特卖及赵一鸣等品牌发展迅猛，其特点为零售、贩卖及性价比。

图 51：零食很忙近年门店数量不断增长（家）

图 52：零食很忙门店展示



资料来源：Foodtalks，山西证券研究所



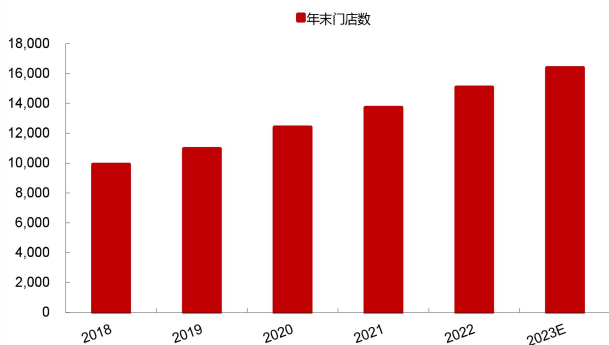
资料来源：零食很忙公司官网，Foodtalks，山西证券研究所

23 年伴随零食贩卖店渠道进一步下沉，其营收规模保持良好增长。其中率先在该渠道布局的休闲食品品牌在该渠道下沉放量期间，不断提升市占率从中受益，比如盐津铺子、甘源食品、劲仔食品业绩均实现较好增长。

6.1.2 卤制品子板块：消费疲软下，单店收入短期仍承压

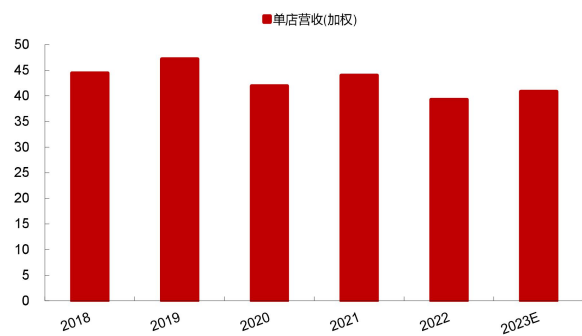
23 年卤制品行业单店收入受整体消费疲软、格局恶化因素影响而回落，24 年在低基数背景下可期待回升。23 年线下客流量虽然同比有所恢复，但主要连锁企业单店收入反而下降，全年单店缺口预计在中高个位数，我们预计主要受以下因素影响：1) 外部整体消费环境依旧疲软，偏可选属性的卤制品消费需求恢复不明显；2) 22 年底以来，在资本助力下各类轻餐饮涌现，尤其是低价零食量贩、创业小商贩等等，导致产品定价相对偏高的卤制品行业，短期面临的竞争压力有所加大。

图 53：2018-2023E 年绝味食品门店数量（家）



资料来源：Wind，公司年报，山西证券研究所

图 54：2018-2023E 年绝味食品单店收入（万元/年）



资料来源：Wind，公司年报，山西证券研究所

6.2 24 年休闲食品板块展望：量贩零食红利延续，成本下行释放利润弹性

6.2.1 休闲零食子板块：渠道扩张&供应链优势助力下，业绩稳健增长

展望 24 年，高性价比消费属性仍将受益，量贩渠道红利行至半程，供应链优势仍将在企业竞争中凸显。一是零食量贩下游整合加速，包括 23 年 9 月好想来零食集团组建，以及 11 月零食很忙与赵一鸣宣布战略合作，零食折扣店总全面竞争阶段步入行业整合阶段，行业竞争格局逐渐清晰，商业模式的可持续性增强。一是在整体消费弱复苏背景下，零食消费仍处于平价消费时代，供应链和制造优势会被放大，高性价比的平替消费渐成趋势，企业在供应链和制造端优势的重要性会被凸显出来。从而在新渠道端率先布局和积极拓展的企业，以及在生产供应链优势明显的企业将会有优先发展的优势，助力其 24 年业绩增长的确性。比如盐津铺子、甘源食品等。行业利润端，在油脂及包材等成本下行背景下，预计整体成本稳中有降，盈利有望保持稳健恢复。

甘源食品：公司 23Q1-3 实现营业收入 13.1 亿元，同比增长 35.6%；归母净利润 2.1 亿元，同比增长 139.2%。分产品看，老三样经典产品稳健增长，调味坚果、薯片、花生、豆果等产品逐渐形成规模；分渠道看，23Q3 公司在零食量贩及电商渠道增长较快。受益于零食量贩系统快速拓店、公司导入 SKU 增加，月销售额持续爬坡。公司 23Q1-3 净利率为 16.3%，同比+7.1pct。成本弹性叠加产能爬坡，23Q3 盈利能力创新高。近期公司发布回购计划，拟在 12 个月内以不超过 102 元/股的价格回购 0.6-1.2 亿元股份，后续将用于实施员工持股计划或股权激励计划，将进一步完善长期激励制度。公司在渠道和产品双重发力下，助力业绩实现快速增长。风险提示：行业竞争加剧风险；新品推广或不及预期；食品安全风险。

盐津铺子：公司预计 23 年全年实现营业收入 41-42 亿元，同比增长 41.70%-45.15%，归母净利润 5-5.1 亿元，同比增长 65.84%-69.16%。2023 年公司将产品与渠道双轮驱动战略进一步升级至“渠道为王、产品领先、体系护航”，推出两期股权激励计划，锚定 2022-2025 年营业收入/净利润复合增长率分别为 25%/36%。零食连锁、新兴电商等渠道蓬勃发展的背景下公司率先合作、积极转型，带动季度销售环比快速增长，三季度实现同比高基数上的高质量高增。从成本端看，原材料方面白糖价格上涨；大豆油、棕榈油、黄豆等原辅料价格有所回落，整体原料成本有所下降。费用端受 24 年销售费用提前释放的影响，23Q4 净利率有所压制。但公司供应链优化进程稳步推进，规模效应叠加下盈利能力提升逻辑未变。短期看，公司零食专营系统与电商渠道有望持续贡献新增量；中长期看，公司布局新品类全渠道，品类聚焦+品牌营销有望推动定量流通渠道发展超预期，我们看好公司中长期发展。风险提示：渠道扩张不及预期；成本波动；行业竞争加剧；食品安全风险等。

6.2.2 卤制品子板块：长期看卤制品行业高景气度，龙头有望逐步复苏

根据艾媒咨询显示,2022年我国休闲零食行业市场规模突破 12391 亿元,近十年复合增长率约为 9.9%,行业整体景气度高。其中休闲卤制品行业市场规模预计在 2025 年将达到 2799 亿元左右。休闲卤味行业目前集中度相对较低,长期看行业景气度相对高。头部企业有望通过在产品、品牌、供应链端等的优势,享受行业高增速的同时收割小型企业的市场份额,有望强者愈强。我国休闲卤制品行业竞争格局较为分散,2020 年 CR3 仅为 9.57%,小作坊、夫妻店仍占行业约 80%左右市场份额,龙头企业仍具有很大市场占有率提升空间。

图 55: 休闲卤制品市场规模(亿元)及同比增速(%)

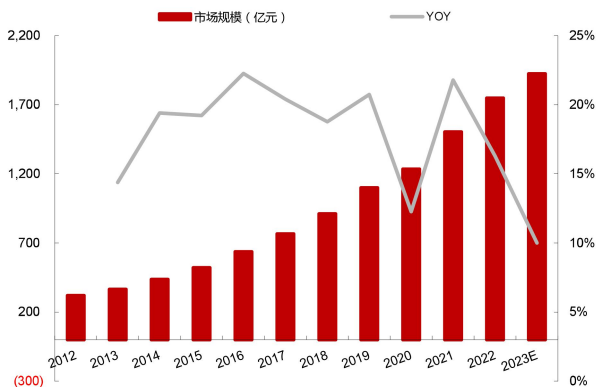


图 56: 近期鸭脖均价跟踪 (元/kg)



资料来源：智研咨询、观知海内，迪赛智慧数，山西证券研究所

资料来源：水禽行情网，山西证券研究所

23 年疫后整体卤制品行业景气度平稳恢复,休闲卤制品龙头 23Q1-3 同店恢复至 19 年的 95%左右。展望 24 年,在需求弱复苏下,行业将洗牌继续出清,以绝味食品为代表的拥有较强运营能力和供应链基础的龙头企业,不排除有进一步渠道整合的可能,市占率将逐步提升,继续拉开与竞争对手的差距,享受复苏红利。

同时成本端,原材料鸭副价格回落趋势明显,根据水禽行情网数据,2023 年 12 月 31 日鸭脖为 10.5 元/kg,从年初价格回落 32.7%,卤制品子版块盈利改善有望在 24 年进一步体现,盈利弹性可期。

绝味食品:公司 23Q1-3 实现营业收入 56.31 亿元,同比增长 9.99%,归母净利润 3.90 亿元,同比增长 77.57%。分产品看,23Q3 禽类/畜类/蔬菜/其他产品营收分别 11.63/0.08/1.74/1.50 亿元,同比+5.6%/+14.1%/

+0.5%/-5.2%；分区域看，西南/西北/华中/华南/华东/华北营收分别同比+1.1%/+52.3%/+12.9%/-1.9%/+13.2%/+24.8%。我们预计公司全年净开店 1500 家左右。三季度终端门店需求恢复稍显缓慢，同店方面同比 22 年同期仍略有缺口。23Q1-3 公司净利率为 6.92%，同比+2.63pct。三季度鸭副价格压力进一步缓解，公司原料成本延续下降态势，毛利率水平环比进一步提升。伴随高势能门店加密及新门店收入逐步爬坡，公司单店收入有望平稳恢复，同时鸭副原材料价格延续下降趋势，助力其释放利润弹性。同时过去几年公司积极布局卤味第二增长曲线，轻餐生态联动优势明显，看好其未来品牌市占率的提升以及投资产业项目的长期发展空间。预计 2023-2025 年 EPS 0.93/1.53/1.77 元，维持“增持-A”投资评级。风险提示：行业竞争加剧；渠道拓展不及预期；食品安全问题等。

7. 风险提示

- 1、经济增速不及预期：**经济增速回暖不及预期，或将影响消费修复不及预期，导致消费品增速不及预期；
- 2、行业竞争加剧：**白酒、啤酒、乳制品等子板块存在行业竞争加剧环境下行业增速不及预期；
- 3、原材料价格上升超预期：**食品饮料行业上游原材料及相关包材价格波动会影响生产成本，若原材料及包材价格大幅上涨超预期，各子板块结构升级与产品提价存在不顺畅风险，从而导致业绩不及预期；
- 4、食品安全问题：**若产品出现品质问题将影响产品品牌、公司形象及业务经营；
- 5、企业改革不及预期等。**

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

