

食品饮料行业2024年年度策略报告

需求筑底等风起，供给优化正在途

强于大市（维持）

行情走势图



证券分析师

张晋溢	投资咨询资格编号 S1060521030001 ZHANGJINYI112@pingan.com.cn
王萌	投资咨询资格编号 S1060522030001 WANGMENG917@pingan.com.cn
王星云	投资咨询资格编号 S1060523100001 wangxingyun937@pingan.com.cn



平安观点：

- 展望明年，我们认为政策刺激下企业利润将有所增长，居民收入持续提升，带动消费信心恢复；经过近年持续调整，行业内中小企业加速出清，竞争格局有所优化，建议关注需求修复+竞争格局优化两条主线，维持食品饮料“强于大市”评级。
- 白酒：渐进式回暖，延续分化趋势。在经历过 2023 年部分消费场景的回补后，2024 年板块表现核心取决于经济复苏的斜率。目前居民消费能力与信心仍处弱复苏通道，场景方面，预计宴席正常化、商务回暖。展望 2024 年，我们认为消费者将更加注重“性价比”，分化的趋势或延续，高端白酒有望保持稳定增速，而地产酒有望持续升级至 300 元+价格带，维持增长势头。此外，在经历过多轮周期调整后，白酒供给持续出清，马太效应明显，头部酒厂将更加注重品牌建设，前置费用投放，精细化管理价盘。目前白酒板块预期磨底，估值处于阶段低位，推荐贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、金徽酒。
- 预制食品：长期受益于餐饮连锁化，看好 B 端龙头企业。预制食品能够有效提高出餐效率，改善成本结构，长期受益于下游餐饮企业的连锁化率的提升。同时下游餐饮行业景气度正在逐渐改善，大 B 复苏斜率先于小 B。此时具有规模优势的龙头企业有望快速抢占市场份额，通过产品结构优化和精细化费用管理改善盈利能力。推荐安井食品、千味央厨；建议关注三全食品、巴比食品。
- 乳制品：看好全国性乳企的估值修复，及区域乳企的弹性释放。随着原奶价格持续回落，成本压力将持续释放；随着行业竞争趋缓，企业费用投放有望继续趋于理性，支撑行业盈利能力持续提升。我们看好全国性乳企的估值修复，及区域乳企的盈利能力提升。推荐伊利股份，建议关注新乳业。
- 调味品：经营底部确立，内部管理改善。今年以来虽餐饮持续复苏，但进程相对缓慢，加上渠道库存偏高，导致调味品行业复苏较慢，我们判断当前板块处于经营底部和估值低位。随着后续需求改善和成本下行、零添加产品和复合调味料产品带来的结构改善，以及头部公司的内部管理改善，板块利润弹性有望释放，迎来戴维斯双击。推荐海天味业、宝立食品，建议关注千禾味业。
- 啤酒：成本红利贡献利润弹性，长期高端化逻辑不变。澳麦“双反”取消，包材价格持续环缓解，随着成本红利传导，2024 年行业盈利能力有望持续改善。当前随着产品结构升级，啤酒企业吨价持续提升，中长期啤酒高端化趋势仍将延续，看好板块性机会，推荐燕京啤酒、重庆啤酒，建议关注青岛啤酒。

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

股票代码	股票名称	股票价格		EPS		P/E			评级
		2023/12/15	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600519.SH	贵州茅台	1645.00	49.93	58.81	69.67	32.9	28.0	23.6	推荐
000858.SZ	五粮液	133.70	6.88	7.77	8.71	19.4	17.2	15.4	推荐
600809.SH	山西汾酒	217.50	6.64	8.63	10.71	32.8	25.2	20.3	推荐
000568.SZ	泸州老窖	172.05	7.04	8.98	10.96	24.4	19.2	15.7	推荐
002304.SZ	洋河股份	107.35	6.23	7.10	8.00	17.2	15.1	13.4	推荐
000596.SZ	古井贡酒	225.91	5.95	8.40	10.79	38.0	26.9	20.9	推荐
603369.SH	今世缘	46.94	2.00	2.53	3.13	23.5	18.6	15.0	推荐
600702.SH	舍得酒业	89.24	5.06	5.40	6.49	17.6	16.5	13.8	推荐
603919.SH	金徽酒	23.95	0.55	0.72	0.97	43.4	33.5	24.7	推荐
603345.SH	安井食品	101.20	3.75	5.18	6.26	27.0	19.6	16.2	推荐
001215.SZ	千味央厨	52.79	1.18	1.54	2.04	44.8	34.4	25.8	推荐
002216.SZ	三全食品	13.66	0.91	0.97	1.07	15.0	14.1	12.8	/
605338.SH	巴比食品	21.79	0.89	0.89	1.07	24.5	24.6	20.3	/
603288.SH	海天味业	34.69	1.11	1.08	1.23	31.1	32.2	28.3	推荐
603170.SH	宝立食品	16.75	0.54	0.69	0.87	31.2	24.4	19.3	推荐
603027.SH	千禾味业	15.76	0.33	0.52	0.65	47.1	30.5	24.2	/
000729.SZ	燕京啤酒	9.14	0.12	0.23	0.32	73.2	39.5	28.2	推荐
600132.SH	重庆啤酒	62.41	2.61	2.96	3.49	23.9	21.1	17.9	推荐
600600.SH	青岛啤酒	69.81	2.72	3.25	3.88	25.7	21.5	18.0	/
600887.SH	伊利股份	25.51	1.48	1.71	1.96	17.2	14.9	13.0	推荐
002946.SZ	新乳业	11.37	0.42	0.55	0.73	27.2	20.6	15.5	/
600882.SH	妙可蓝多	15.85	0.26	0.20	0.36	60.3	79.8	43.5	推荐

资料来源：Wind、平安证券研究所（未覆盖公司采用Wind一致预期）

正文目录

一、 市场回顾：弱复苏下震荡下行，估值回调已具备性价比	7
1.1 需求修复偏弱，预期波动下行业跑输大盘	7
1.2 基金持仓：各板块持仓有所分化，茅台稳居持仓榜首	9
1.3 陆股通持仓：8-10月外资持续流出，11月环比改善	10
二、 白酒：渐进式回暖，延续分化趋势	12
2.1 业绩表现：白酒业绩整体稳健，挤压式增长趋势延续	12
2.2 趋势展望：延续弱复苏，商务有望回暖	16
2.3 相关标的	19
三、 预制食品：长期受益于餐饮连锁化，看好B端龙头企业	20
3.1 速冻食品行业千亿空间，人均消费量提升空间大	20
3.2 预制菜万亿级空间市场，行业集中度仍低	21
3.3 餐饮连锁化进程加快，为预制食品提供土壤	24
3.4 生活模式变化及疫情催化，推动消费者需求	27
3.5 餐饮复苏叠加成本下行，盈利能力逐季改善	28
3.6 相关标的	29
四、 乳制品：看好全国性乳企的估值修复，及区域乳企的弹性释放	30
4.1 需求端规模大，供给端稳步增长	30
4.2 常温奶进入成熟期，低温奶迎来高速增长	30
4.3 行业竞争趋缓，高端化趋势延续	31
4.4 原奶产量稳步提升，均价进入下行区间	32
4.5 低温奶表现突出，奶酪持续承压	33
4.6 相关标的	33
五、 调味品：经营底部确立，内部管理改善	34
5.1 行业处于调整期，餐饮复苏有望带动回暖	34
5.2 原材料依存度高，价格回落有望兑现利润	35
5.3 复调高速增长赛道，渗透率加速提升	36
5.4 板块或迎来业绩拐点，企业表现逐季改善	38
5.5 相关标的	39
六、 啤酒：成本红利贡献利润弹性，长期高端化逻辑不变	39
6.1 产销承压，行业迈入存量竞争时代	39
6.2 成本压力较22年缓解，释放利润弹性	41
6.3 企业吨价持续提升，啤酒行业高端化逻辑不变	41
6.4 啤酒企业收入回升，盈利能力有所回升	43
6.5 相关标的	44
七、 投资建议：建议关注需求修复+竞争格局优化两条主线	44
八、 风险提示	46

图表目录

图表 1	食品饮料年初以来板块下跌 14.7%，排名靠后（截至 12.12）	7
图表 2	食品饮料及沪深 300 指数 1-11 月当月涨跌幅	7
图表 3	食品饮料子板块年初至今涨跌幅	8
图表 4	食品饮料上市公司年初至今涨跌幅	8
图表 5	2023 年以来申万食品饮料指数 PE（TTM）情况（截至 2023 年 12 月 12 日）	8
图表 6	申万行业指数 PE（TTM）变动情况	9
图表 7	2021 年以来食品饮料基金持仓情况	9
图表 8	基金重仓板块前十标的占基金股票市值比例	10
图表 9	食品饮料 TOP 15 基金持仓个股情况	10
图表 10	食品饮料板块沪（深）股通持股情况（截至 2023 年 12 月 12 日）	11
图表 11	食品饮料板块沪（深）港通持股金额 Top15 公司情况（截至 2023 年 12 月 12 日）	12
图表 12	2014-23 年白酒产量同比增速	12
图表 13	白酒上市公司营业收入与同比增速	13
图表 14	白酒上市公司归母净利润与同比增速	13
图表 15	白酒上市公司收入同比增速	14
图表 16	白酒毛利率	14
图表 17	白酒毛利率同比变动情况（pct）	14
图表 18	白酒销售费用率	15
图表 19	白酒销售费用率同比变动情况（pct）	15
图表 20	白酒归母净利率	15
图表 21	白酒归母净利率同比变化情况（pct）	15
图表 22	高端酒收入增速与 GDP 增速关系	16
图表 23	泛全国化次高端收入增速与 GDP 增速关系	16
图表 24	地产名酒收入增速与 GDP 增速关系	16
图表 25	大众酒收入增速与 GDP 增速关系	16
图表 26	中国居民人均可支配收入（累计实际同比）	17
图表 27	中国居民储蓄意愿仍然维持在高位	17
图表 28	中国消费者信心指数	17
图表 29	中国社零同比增速	17
图表 30	经销商认为目前市场上较畅销的白酒产品价位	18
图表 31	白酒上市公司吨价变化情况（万元）	18
图表 32	高端白酒批价月环比变化情况（元）	18
图表 33	茅五泸出厂价变动情况（元）	18
图表 34	我国速冻食品市场规模及增速	20
图表 35	2020 年我国速冻食品市场结构	20

图表 36	我国人均速冻食品消费量与发达国家对比	20
图表 37	我国速冻火锅料市场规模及增速	21
图表 38	2021 年我国速冻火锅料市场竞争格局	21
图表 39	我国速冻面米市场规模及增速	21
图表 40	2021 年我国速冻面米市场竞争格局	21
图表 41	我国预制菜市场规模（亿元）及增速	22
图表 42	不同国家预制菜人均消费量对比（千克）	22
图表 43	2020 年中国预制菜行业格局（不含速冻面米）	23
图表 44	各地区预制菜企业	23
图表 45	预制食品主要原材料价格（元/公斤）	23
图表 46	中国餐饮业规模	24
图表 47	中国餐饮连锁化率	24
图表 48	2021 年头部连锁餐饮企业中预制食品占比	24
图表 49	2019 年餐饮行业成本增速	25
图表 50	传统模式-各指标占营业收入比重	25
图表 51	预制菜模式-各指标占营业收入比重	25
图表 52	中国在线餐饮外卖市场规模	26
图表 53	中国团餐市场规模	26
图表 54	中国预制菜消费者画像（艾媒咨询调研于 2023 年 7 月）	27
图表 55	预制菜口碑变化（左图：2022 年 3 月至 2023 年 2 月；右图：2023 年 1 月至 2 月）	27
图表 56	我国家庭规模（人/户）	28
图表 57	中国就业人员平均工作时间（小时/周）	28
图表 58	京东超市 2022 年预制菜销售情况	28
图表 59	预制食品板块主要企业分季度营收同比增速	29
图表 60	预制食品板块主要企业分季度归母净利润同比增速	29
图表 61	预制食品板块主要企业分季度毛利率	29
图表 62	预制食品板块主要企业分季度净利率	29
图表 63	中国乳制品市场零售规模（2016-2026E）	30
图表 64	中国生牛乳产量	30
图表 65	常温奶处于产业生命周期的成熟期	31
图表 66	中国白奶市场零售规模	31
图表 67	中国酸奶市场零售规模	31
图表 68	近年乳制品行业集中度整体呈提升态势	32
图表 69	高端品牌占比持续提升	32
图表 70	奶牛存栏量（万头）	32
图表 71	原奶产量（万吨）	32
图表 72	原奶平均价（元/公斤）	32
图表 73	乳制品板块主要企业分季度营收同比增速	33
图表 74	乳制品板块主要企业分季度归母净利润同比增速	33

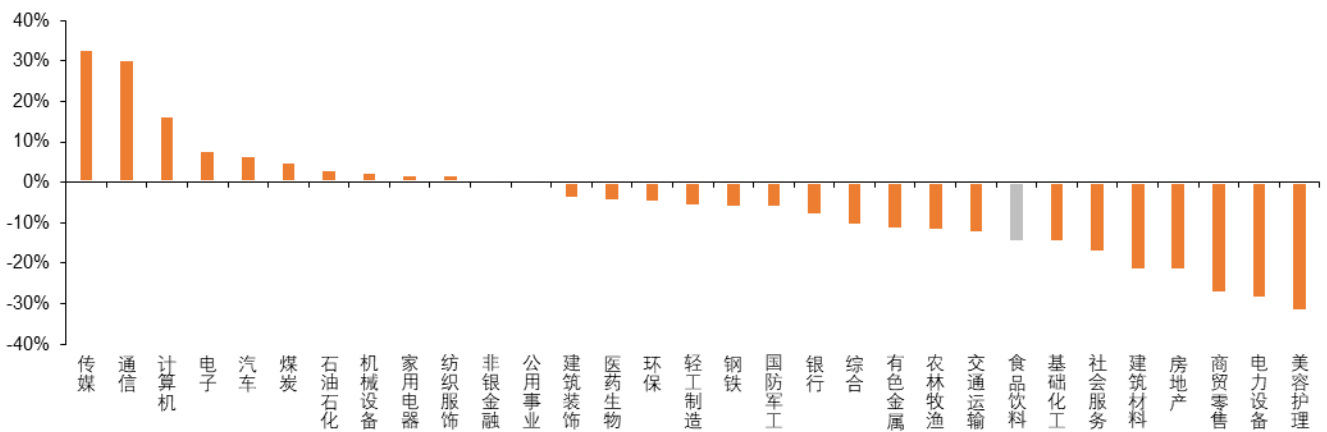
图表 75	乳制品板块主要企业分季度毛利率	33
图表 76	乳制品板块主要企业分季度净利率	33
图表 77	我国社会消费品零售总额餐饮收入（亿元）	34
图表 78	2021 年我国调味品行业竞争格局（%）	35
图表 79	2014-2027 中国调味品行业市场规模及增长率	35
图表 80	海天味业酱油成本构成	35
图表 81	2013-2023 年酱油原材料现货价格（截至 23 年 11 月 10 日）	36
图表 82	2020-2023 年包装材料现货价格（截至 23 年 11 月 10 日）	36
图表 83	我国复合调味料长期保持双位数增长趋势	36
图表 84	复调渗透率相较发达国家仍有距离	37
图表 85	2021 年复合调味料细分品类市场规模占比	37
图表 86	2021 年复合调味品各细分行业情况	37
图表 87	2016-2025E 连锁餐饮市场规模及增速	37
图表 88	调味品板块主要企业分季度营收同比增速	38
图表 89	调味品板块主要企业分季度归母净利润同比增速	38
图表 90	调味品板块主要企业分季度毛利率	38
图表 91	调味品板块主要企业分季度净利率	38
图表 92	全国规模以上啤酒企业单月产量及增速	39
图表 93	中国啤酒销量和增速	40
图表 94	中国啤酒市场规模	40
图表 95	2021 年我国啤酒行业市场份额（按销量计）	40
图表 96	啤酒的成本构成	41
图表 97	2019 至 2023 年大麦进口单价（美元/吨）	41
图表 98	主要包材价格（元/吨）	41
图表 99	我国啤酒市场高端啤酒销量占比	42
图表 100	头部企业的高端化产品矩阵	42
图表 101	啤酒重点公司分季度量价拆分	43
图表 102	啤酒板块主要企业分季度营收同比增速	43
图表 103	啤酒板块主要企业分季度归母净利润同比增速	43
图表 104	啤酒板块主要企业分季度毛利率	44
图表 105	啤酒板块主要企业分季度净利率	44
图表 106	重点公司盈利预测	45

一、市场回顾：弱复苏下震荡下行，估值回调已具备性价比

1.1 需求修复偏弱，预期波动下行业跑输大盘

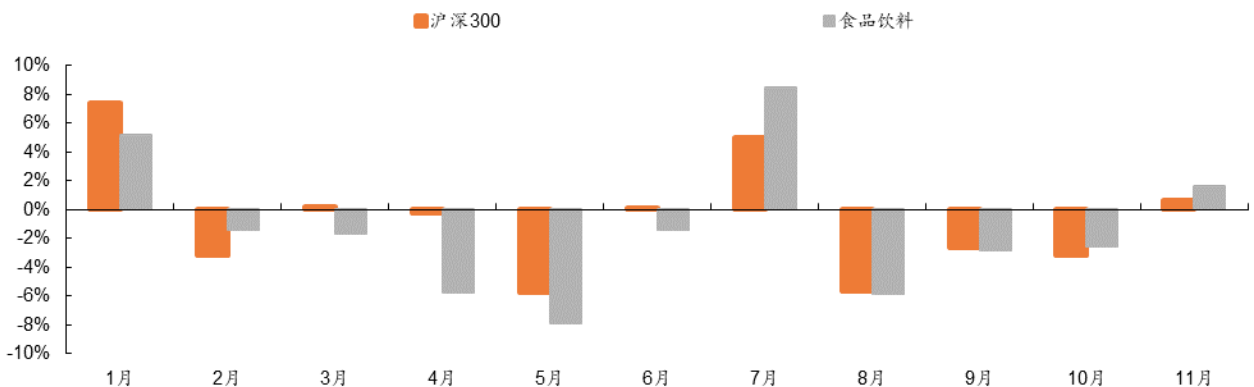
需求修复偏弱，预期波动下行业跑输大盘。自年初以来（截止至 12 月 12 日），食品饮料板块下跌 14.7%，跑输沪深 300 指数 3.2pct，在申万一级子行业中排名第 24 名。一季度，疫情开放后积压需求回补，高端酒礼赠稳健、大众酒返乡消费表现亮眼，春节旺季迎来上涨行情，申万食品饮料指数 Q1 上涨 4.4%，跑输沪深 300 指数 0.2pct。二季度，消费复苏势能转头向下，动销环比转弱，市场预期持续调整，申万食品饮料指数 Q2 下跌 12.7%，跑输沪深 300 指数 7.9pct。三季度，中央政治局会议定调积极，存量房贷调整等政策接力，顺周期板块触底反弹，但受到外资流出等因素影响，8 月消费行业情绪转弱，申万食品饮料指数 Q3 下跌 0.2%，跑赢沪深 300 指数 3.3pct。10 月，双节旺季平稳过渡，酒厂回款发货有序，动销环比改善，除部分次高端主动控货挺价外，3 季报整体稳健增长，申万食品饮料指数下跌 2.5%，跑赢沪深 300 指数 0.6pct。11 月白酒步入淡季后批价稳定，茅台提价夯实行业信心，宏观方面，中美关系缓和、美债利率回落，外部因素持续向好，而从社零、社融、CPI 等月度数据来看，国内经济仍处弱复苏通道，11 月申万食品饮料指数上涨 1.60%，跑赢沪深 300 指数 0.9pct。

图表1 食品饮料年初以来板块下跌 14.7%，排名靠后（截至 12.12）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表2 食品饮料及沪深 300 指数 1-11 月当月涨跌幅

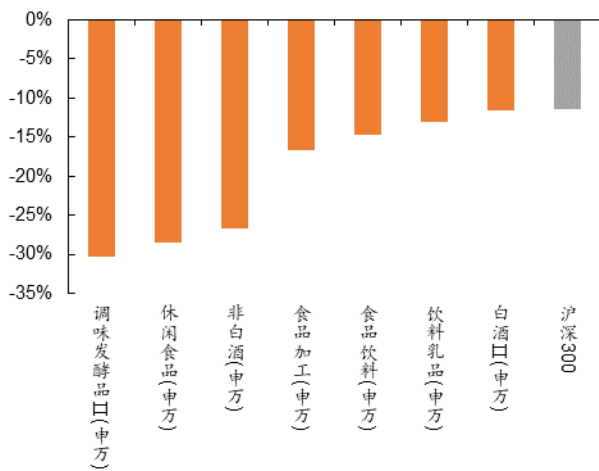


资料来源：Wind，平安证券研究所

食品饮料年初至今有所回调，各子行业均出现回撤。年初以来（截止至 12 月 12 日），SW 食品饮料指数下跌 14.7%，跑输沪深 300 指数 3.2pct，各子行业都有一定程度的回撤，其中 SW 白酒板块下跌 11.7%、SW 饮料乳品板块下跌 13.0%、SW

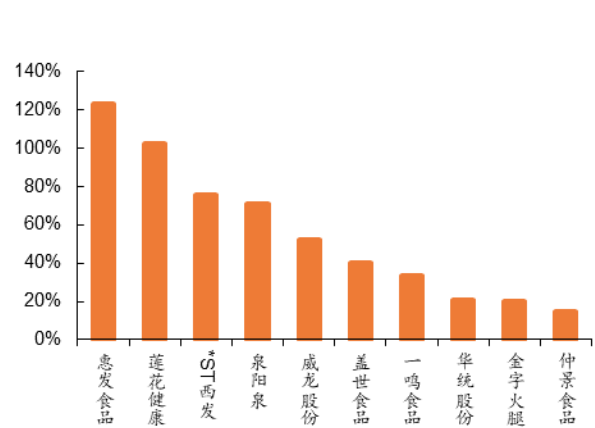
食品加工板块下跌 16.8%、SW 非白酒板块下跌 26.8%、SW 调味发酵品板块下跌 30.2%、SW 休闲食品板块下跌 28.5%。食品饮料个股中，惠发食品 (+122%)、莲花健康 (+102%)、*ST 西发 (+76%) 涨幅较大。

图3 食品饮料子板块年初至今涨跌幅



资料来源: Wind, 平安证券研究所

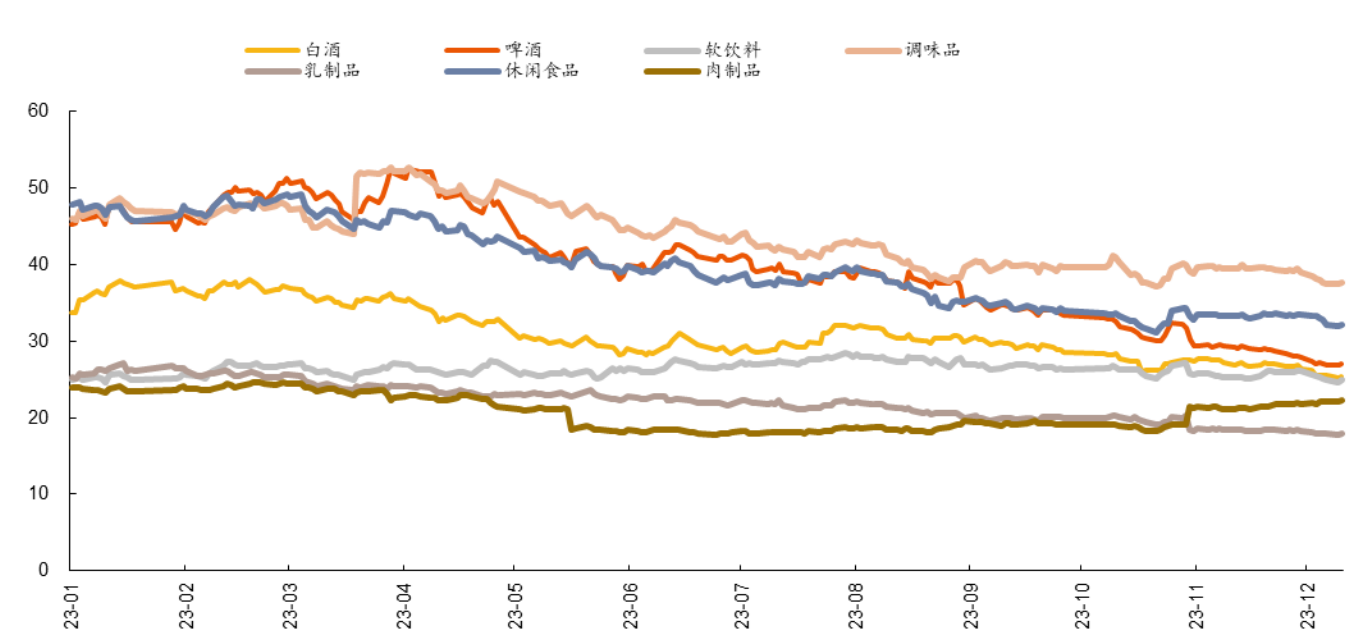
图4 食品饮料上市公司年初至今涨跌幅



资料来源: Wind, 平安证券研究所

食品饮料估值历经回调后已具备性价比。食品饮料行业作为必选消费品，需求偏刚性、抗风险能力较强，据Wind一致预期，食品饮料板块（申万）23年预测归母净利润增速为 19.7%，未来三年预测的复合增速为 19.6%。而在经历近年回调后，截至 2023 年 12 月 12 日，食品饮料板块（申万）PE（TTM）为 25X，在 31 个行业中排名 15 位，已经具备估值性价比。分板块看，截至 12 月 12 日，白酒/啤酒/软饮料/调味品/乳制品/休闲食品/肉制品的 PE（TTM）分别为 25.4/27.1/24.9/37.6/18.0/32.0/22.2X，较年初分别-8.2/-18.2/-0.1/-8.5/-7.3/-15.8/-1.7X，子板块估值均出现明显回调。

图5 2023 年以来申万食品饮料指数 PE (TTM) 情况 (截至 2023 年 12 月 12 日)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图6 申万行业指数 PE (TTM) 变动情况

行业	PE(TTM)					PE(变动)				
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
计算机	58	71	53	48	66	21	13	-17	-5	18
社会服务	34	165	89	120	51	8	130	-76	31	-69
农林牧渔	32	16	51	98	51	6	-16	35	47	-47
综合	33	36	61	47	50	7	4	25	-14	3
国防军工	58	75	72	51	50	4	17	-3	-21	-1
电子	43	50	36	29	47	20	7	-14	-7	18
传媒	42	36	31	32	42	20	-5	-5	0	11
通信	38	37	38	24	30	3	-0	1	-14	6
美容护理	28	45	55	44	30	-1	17	10	-11	-14
商贸零售	15	27	33	39	30	-0	12	5	7	-9
医药生物	36	45	35	23	29	12	9	-10	-12	6
轻工制造	24	26	23	30	29	9	1	-3	7	-2
机械设备	27	30	27	30	28	3	3	-3	3	-2
汽车	20	32	31	31	26	6	12	-0	-1	-5
食品饮料	33	54	44	34	25	10	21	-9	-10	-9
纺织服装	25	37	20	23	23	6	12	-17	3	1
钢铁	10	15	9	16	22	4	5	-5	7	6
基础化工	22	31	20	14	22	8	9	-11	-6	8
环保	23	21	22	22	21	3	-2	1	-1	-1
公用事业	19	19	29	24	19	-0	-0	10	-4	-5
建筑材料	13	15	15	14	18	3	1	0	-1	4
电力设备	32	48	55	27	17	10	15	8	-28	-10
有色金属	38	49	29	14	15	15	10	-19	-15	1
非银金融	16	19	14	15	15	1	3	-4	0	0
石油石化	15	19	13	11	15	3	3	-5	-3	4
交通运输	18	25	15	12	15	1	7	-10	-3	3
房地产	10	9	8	13	14	1	-1	-0	5	1
家用电器	17	28	18	13	12	6	11	-10	-5	-1
煤炭	9	10	9	6	9	1	2	-1	-3	3
建筑装饰	10	9	10	9	8	-1	-1	1	-1	-1
银行	7	7	6	5	4	1	0	-1	-1	-1

资料来源: Wind, 平安证券研究所 (注: 2023 年市盈率数据截至 2023 年 12 月 12 日)

1.2 基金持仓: 各板块持仓有所分化, 茅台稳居持仓榜首

基金 3Q23 加仓白酒, 大众品资金流出。据 Wind, 3Q23 食品饮料行业基金持仓总市值达 4,068 亿元 (不包含 QDII), 环比提升 5%, 持仓占比达 13.7%, 环比+1.14pct。分板块看, 得益于行业动销的改善以及国家稳增长刺激政策出台, 3Q23 白酒持仓市值 3,636 亿元, 环比提升 10%, 持仓占比达 12.3%, 环比+1.49pct, 资金回流明显; 非白酒大众品持仓市值为 432 亿元, 环比下滑 22%, 持仓占比 1.46%, 环比-0.35pct, 其中乳品、啤酒、预加工食品、调味发酵品等主要板块持仓市值分别为 118/80/53/50/亿元, 环比分别-28%/-30%/-28%/-12%, 持仓占比分别为 0.40%/0.27%/0.18%/0.17%, 环比分别-0.13/-0.10/-0.06/-0.02pct。

图7 2021 年以来食品饮料基金持仓情况

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	3Q23环比
持仓市值(亿元)												
白酒Ⅲ	4,521	4,929	4,401	4,569	3,632	4,808	4,308	4,142	4,230	3,308	3,636	10%
乳品	358	286	330	338	311	295	240	201	170	163	118	-28%
啤酒	74	161	114	138	97	129	149	144	156	115	80	-30%
预加工食品	69	79	60	25	32	76	76	80	74	73	53	-28%
调味发酵品Ⅲ	110	82	71	88	56	78	61	73	62	57	50	-12%
其他酒类	98	148	104	53	28	37	33	33	58	56	43	-27%
软饮料	2	8	9	12	9	14	13	20	21	24	28	19%
零食	7	3	5	13	15	11	13	24	31	27	21	-22%
肉制品	52	15	9	16	28	24	20	10	17	16	16	2%
保健品	13	16	7	9	11	12	11	16	18	18	13	-30%
熟食	52	55	46	25	6	18	24	31	11	8	12	46%
烘焙食品	6	12	10	7	5	9	9	10	12	8	8	-1%
食品饮料	5,362	5,793	5,164	5,293	4,231	5,511	4,956	4,809	4,857	3,862	4,068	5%
基金整体	31,509	36,109	35,326	36,956	32,310	35,323	30,952	31,518	32,055	30,719	29,664	-3%
持仓比例												
白酒Ⅲ	14.35%	13.65%	12.46%	12.36%	11.24%	13.61%	13.92%	13.14%	13.20%	10.77%	12.26%	1.49
乳品	1.14%	0.79%	0.93%	0.92%	0.96%	0.84%	0.78%	0.64%	0.53%	0.53%	0.40%	-0.13
啤酒	0.24%	0.44%	0.32%	0.37%	0.30%	0.37%	0.48%	0.46%	0.49%	0.37%	0.27%	-0.10
预加工食品	0.22%	0.22%	0.17%	0.07%	0.10%	0.22%	0.25%	0.25%	0.23%	0.24%	0.18%	-0.06
调味发酵品Ⅲ	0.35%	0.23%	0.20%	0.24%	0.17%	0.22%	0.20%	0.23%	0.19%	0.19%	0.17%	-0.02
其他酒类	0.31%	0.41%	0.29%	0.14%	0.09%	0.10%	0.11%	0.18%	0.18%	0.14%	0.11%	-0.03
软饮料	0.01%	0.02%	0.02%	0.03%	0.03%	0.04%	0.04%	0.06%	0.06%	0.08%	0.10%	0.02
零食	0.02%	0.01%	0.01%	0.04%	0.05%	0.03%	0.04%	0.08%	0.10%	0.09%	0.07%	-0.02
肉制品	0.17%	0.04%	0.03%	0.04%	0.09%	0.07%	0.06%	0.03%	0.05%	0.05%	0.05%	0.00
保健品	0.04%	0.04%	0.02%	0.02%	0.03%	0.03%	0.04%	0.05%	0.05%	0.06%	0.04%	-0.02
熟食	0.17%	0.15%	0.13%	0.07%	0.02%	0.05%	0.08%	0.10%	0.03%	0.03%	0.04%	0.01
烘焙食品	0.02%	0.03%	0.03%	0.02%	0.01%	0.03%	0.03%	0.03%	0.04%	0.03%	0.03%	0.00
食品饮料	17.02%	16.04%	14.62%	14.32%	13.09%	15.60%	16.01%	15.26%	15.15%	12.57%	13.71%	1.14

资料来源: Wind, 平安证券研究所 (注: 统计申万食品饮料三级行业)

四家白酒公司居基金持仓前十，大众品龙头普遍遭基金减持。分公司看，白酒品类中，3Q23 贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、口子窖获基金环比增持，其中贵州茅台/山西汾酒/泸州老窖/古井贡酒增持幅度较大，持仓比例环比分别+0.67/+0.44/+0.19/+0.18pct，而五粮液、舍得酒业受基金减持，持仓比例环比分别-0.07/-0.02pct。大众品中，伊利股份/青岛啤酒/安井食品/百润股份持股比例环比分别-0.13/-0.07/-0.06/-0.03pct，东鹏饮料持股环比+0.02pct。3Q23 前十大基金重仓股中包括贵州茅台、泸州老窖、五粮液与山西汾酒，其中贵州茅台稳居第一，持仓比例达 5.0%，山西汾酒为新增。

图表8 基金重仓板块前十标的占基金股票市值比例

	2Q23	3Q23	环比 (pct)
1	贵州茅台 4.3%	贵州茅台 5.0%	0.67
2	宁德时代 3.8%	宁德时代 3.5%	-0.35
3	五粮液 2.0%	泸州老窖 2.1%	0.07
4	泸州老窖 1.9%	五粮液 1.9%	0.05
5	腾讯控股 1.7%	药明康德 1.7%	-0.08
6	迈瑞医疗 1.3%	腾讯控股 1.5%	0.23
7	恒瑞医药 1.2%	迈瑞医疗 1.2%	0.04
8	阳光电源 1.1%	恒瑞医药 1.2%	0.09
9	金山办公 1.0%	招商银行 1.1%	0.06
10	中兴通讯 1.0%	山西汾酒 1.0%	0.09

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 食品饮料 TOP15 基金持仓个股情况

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
持仓比例							
贵州茅台	4.99%	5.47%	5.71%	5.00%	4.70%	4.31%	4.99%
泸州老窖	1.61%	1.99%	2.19%	2.10%	2.29%	1.89%	2.07%
五粮液	1.68%	2.38%	2.16%	2.33%	2.42%	2.01%	1.94%
山西汾酒	1.19%	1.55%	1.61%	1.37%	1.17%	0.60%	1.04%
古井贡酒	0.26%	0.44%	0.73%	0.68%	0.71%	0.61%	0.79%
洋河股份	0.78%	0.96%	0.93%	0.88%	0.81%	0.63%	0.63%
伊利股份	0.96%	0.82%	0.75%	0.62%	0.51%	0.51%	0.38%
今世缘	0.15%	0.16%	0.18%	0.20%	0.24%	0.21%	0.30%
青岛啤酒	0.19%	0.21%	0.34%	0.30%	0.36%	0.29%	0.21%
安井食品	0.10%	0.21%	0.24%	0.24%	0.22%	0.23%	0.17%
舍得酒业	0.14%	0.18%	0.10%	0.23%	0.34%	0.18%	0.16%
迎驾贡酒	0.05%	0.03%	0.07%	0.04%	0.05%	0.08%	0.14%
百润股份	0.08%	0.10%	0.11%	0.18%	0.18%	0.14%	0.11%
口子窖	0.06%	0.06%	0.05%	0.06%	0.06%	0.02%	0.07%
东鹏饮料	0.03%	0.04%	0.04%	0.05%	0.04%	0.04%	0.06%
持仓比例环比 (pct)							
贵州茅台	0.11	0.48	0.24	-0.72	-0.29	-0.39	0.67
泸州老窖	-0.31	0.38	0.20	-0.08	0.18	-0.40	0.19
五粮液	-0.62	0.70	-0.22	0.17	0.09	-0.41	-0.07
山西汾酒	-0.05	0.36	0.06	-0.24	-0.19	-0.58	0.44
古井贡酒	-0.17	0.18	0.28	-0.05	0.04	-0.11	0.18
洋河股份	0.00	0.18	-0.03	-0.05	-0.08	-0.18	0.00
伊利股份	0.06	-0.14	-0.07	-0.14	-0.11	0.00	-0.13
今世缘	0.02	0.01	0.02	0.02	0.04	-0.03	0.09
青岛啤酒	-0.01	0.02	0.12	-0.03	0.06	-0.07	-0.07
安井食品	0.04	0.12	0.03	0.00	-0.03	0.01	-0.06
舍得酒业	0.01	0.04	-0.08	0.13	0.11	-0.15	-0.02
迎驾贡酒	0.02	-0.02	0.03	-0.03	0.01	0.03	0.06
百润股份	-0.06	0.02	0.00	0.08	-0.01	-0.03	-0.03
口子窖	-0.01	-0.01	-0.01	0.01	0.00	-0.04	0.04
东鹏饮料	-0.00	0.01	0.00	0.01	-0.00	0.00	0.02

资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 陆股通持仓: 8-10 月外资持续流出, 11 月环比改善

8-10 月外资持续流出, 11 月环比改善。截至 2023 年 12 月 12 日, 食品饮料板块沪(深)港通持仓总金额为 2,545 亿元, 占到板块流通市值的 11.0%。从趋势上看, 年初外资加仓食品饮料, 8-10 月呈净流出态势, 11 月环比改善, 年初至今外资持仓比例-0.6pct。分板块看, 软饮料、预加工食品外资净流入, 年初至今外资持仓占比分别+5.4/+1.9pct; 调味发酵品、零食、乳品、啤酒板块遭外资卖出, 年初至今外资持仓占比分别-6.5/-3.9/-3.1/-2.8pct; 白酒板块 8-10 月虽然受外资净流出, 但 11 月环比改善, 年初至今外资持仓占比+0.1pct。

图表10 食品饮料板块沪(深)股通持股情况(截至2023年12月12日)

	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/1/31	2023/2/28	2023/3/31	2023/4/28	2023/5/31	2023/6/30	2023/7/31	2023/8/31	2023/9/28	2023/10/31	2023/11/30	2023/12/12	YTD
沪(深)港通持仓市值(亿元)																	
白酒	1,808	3,008	2,670	2,212	2,557	2,558	2,597	2,411	2,166	2,236	2,588	2,314	2,196	2,028	2,119	1,983	
乳品	207	339	398	330	363	333	298	297	291	290	296	241	234	234	237	221	
啤酒	18	65	90	90	84	100	102	84	69	66	64	66	61	61	53	48	
预加工食品	0	19	26	34	31	32	33	38	33	37	44	41	40	40	36	34	
调味品/酵母	161	362	327	290	290	290	274	261	241	212	181	136	129	125	126	118	
保健品	5	27	35	25	24	26	23	28	24	22	18	15	16	15	14	14	
烘焙食品	2	9	16	13	14	21	21	22	21	20	17	14	12	11	11	10	
零食	13	36	59	58	50	49	46	49	47	48	49	38	36	40	39	36	
其他酒类	3	12	7	10	10	13	15	13	10	11	10	11	11	8	7	7	
肉制品	21	28	31	29	28	31	31	30	28	29	31	33	32	33	34	33	
软饮料	3	2	10	8	11	16	18	19	17	19	21	26	27	31	37	36	
熟食	5	14	16	11	9	10	10	8	6	4	7	7	6	5	4	4	
食品饮料	2,246	3,920	3,686	3,110	3,470	3,480	3,467	3,258	2,952	2,993	3,326	2,941	2,800	2,629	2,718	2,545	
沪(深)港通持仓市值/自由流通市值																	
白酒	16.7%	13.5%	12.1%	11.7%	12.6%	12.6%	12.9%	12.9%	12.6%	12.9%	13.2%	12.4%	12.4%	12.1%	11.6%	12.0%	11.9%
乳品	10.9%	11.7%	14.5%	14.8%	15.7%	15.1%	14.2%	14.1%	14.2%	14.4%	14.4%	12.8%	12.3%	12.1%	12.3%	11.7%	
啤酒	5.0%	9.4%	12.0%	12.0%	11.6%	12.3%	12.3%	11.0%	10.7%	9.5%	9.6%	10.3%	9.9%	10.3%	9.8%	9.2%	
预加工食品	0.1%	4.7%	6.7%	6.2%	6.0%	5.7%	5.9%	6.7%	6.4%	7.3%	8.2%	8.7%	8.7%	8.7%	8.1%	8.1%	
调味品/酵母	11.5%	12.2%	14.7%	15.2%	15.4%	14.9%	14.8%	14.7%	15.0%	13.7%	11.6%	9.8%	9.2%	8.8%	8.8%	8.7%	
保健品	2.5%	8.1%	9.4%	6.9%	6.7%	7.0%	6.5%	7.7%	7.0%	6.3%	5.6%	5.1%	5.3%	5.0%	4.8%	4.7%	
烘焙食品	1.0%	3.8%	5.8%	4.6%	5.0%	7.1%	7.2%	8.0%	8.0%	8.1%	6.8%	6.1%	5.4%	5.3%	5.1%	4.8%	
零食	6.9%	9.5%	14.9%	14.4%	12.7%	11.9%	11.2%	12.1%	12.5%	12.6%	12.3%	11.1%	10.8%	11.5%	10.9%	10.5%	
其他酒类	1.4%	2.4%	1.5%	2.2%	2.3%	2.7%	3.0%	2.7%	2.5%	2.5%	2.3%	2.6%	2.8%	2.1%	1.9%	1.9%	
肉制品	5.1%	4.5%	5.9%	5.9%	5.7%	6.1%	6.2%	6.3%	6.2%	6.3%	6.6%	6.9%	6.9%	7.0%	7.0%	6.7%	
软饮料	1.5%	0.7%	2.5%	2.4%	3.1%	4.3%	4.9%	4.9%	3.8%	4.0%	4.3%	5.2%	5.5%	6.3%	7.6%	7.8%	
熟食	3.5%	5.0%	6.4%	4.5%	4.6%	4.9%	5.6%	4.8%	3.9%	2.7%	4.4%	4.6%	3.9%	3.0%	2.8%	2.9%	
食品饮料	13.9%	12.3%	11.9%	11.6%	12.3%	12.2%	12.3%	12.3%	12.1%	12.2%	12.3%	11.6%	11.3%	10.9%	11.2%	11.0%	
月环比(pct)																	
白酒				0.9	-0.0	0.3	0.0	-0.3	0.3	0.4	-0.8	-0.3	-0.5	0.4	-0.1	0.1	
乳品				0.9	-0.6	-0.9	-0.1	0.2	0.2	-0.0	-1.5	-0.5	-0.2	0.1	-0.6	-3.1	
啤酒				-0.4	0.6	0.1	-1.3	-0.4	-1.1	0.0	0.7	-0.4	0.4	-0.5	-0.6	-2.8	
预加工食品				-0.3	-0.3	0.2	0.8	-0.3	0.9	0.9	0.5	0.0	-0.1	-0.5	-0.0	1.9	
调味品/酵母				0.2	-0.5	-0.1	-0.0	0.3	-1.3	-2.2	-1.8	-0.6	-0.4	0.0	-0.1	-6.5	
保健品				-0.2	0.3	-0.5	1.2	-0.7	-0.8	-0.7	-0.5	0.2	-0.3	-0.1	-2.1	-2.1	
烘焙食品				0.5	2.0	0.1	0.8	-0.0	0.1	-1.3	-0.7	-0.7	-0.1	-0.2	-0.3	0.3	
零食				-1.7	-0.8	-0.7	0.9	0.4	0.1	-0.3	-1.2	-0.3	0.7	-0.6	-0.5	-3.9	
其他酒类				0.0	0.4	0.3	-0.3	-0.2	-0.0	-0.2	0.3	0.2	-0.7	-0.2	-0.0	-0.4	
肉制品				-0.3	0.5	0.0	0.1	-0.1	0.1	0.3	0.3	0.0	0.1	-0.1	-0.3	0.8	
软饮料				0.7	1.2	0.6	-0.0	-1.1	0.2	0.3	0.9	0.3	0.8	1.3	0.2	5.4	
熟食				0.1	0.3	0.8	-0.9	-0.9	-1.2	1.7	0.3	-0.7	-0.9	-0.2	0.1	-1.6	
食品饮料				0.7	-0.1	0.2	-0.0	-0.2	0.1	0.2	-0.8	-0.3	-0.4	0.3	-0.2	-0.6	

资料来源: Wind, 平安证券研究所

个股分化, 贵州茅台外资持股较稳定。截至2023年12月12日, 沪(深)港通持股金额前5的公司为贵州茅台、五粮液、伊利股份、泸州老窖和海天味业, 持仓金额分别为1,472/243/216/93/78亿元。白酒板块中, 贵州茅台、泸州老窖获外资加仓, 年初至今沪(深)港通持股市值/自由流通市值比例分别+0.3/+0.6pct, 五粮液、山西汾酒、古井贡酒、今世缘外资持股比例分别-3.0/-2.7/-0.4/-0.2pct; 食品板块中, 外资增持东鹏饮料、安井食品较明显, 海天味业、洽洽食品、重庆啤酒、伊利股份则净卖出。

图表11 食品饮料板块沪(深)港通持股金额 Top15 公司情况 (截至 2023 年 12 月 12 日)

	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/1/31	2023/2/28	2023/3/31	2023/4/28	2023/5/31	2023/6/30	2023/7/31	2023/8/31	2023/9/28	2023/10/31	2023/11/30	2023/12/12	YTD
北向持仓市值 (亿元)																	
贵州茅台	1,141	1,987	1,789	1,442	1,832	1,619	1,635	1,551	1,410	1,487	1,738	1,843	1,564	1,421	1,541	1,472	
五粮液	420	667	483	402	525	507	507	446	395	397	465	340	319	305	283	243	
伊利股份	205	337	393	325	359	329	294	293	287	285	290	235	229	230	233	216	
泸州老窖	33	71	87	100	106	125	146	132	117	114	132	118	112	106	108	93	
海天味业	79	235	219	202	210	223	210	192	182	155	127	90	84	81	83	78	
山西汾酒	15	64	121	92	101	114	104	93	76	75	83	70	62	57	56	53	
洋河股份	120	102	53	58	74	72	75	66	57	52	61	47	47	43	44	42	
安井食品	-	13	24	30	28	29	29	34	31	34	41	39	38	38	34	33	
双汇发展	20	26	30	28	26	30	29	28	27	27	30	32	31	32	32	31	
洽洽食品	13	33	58	56	47	47	42	44	42	43	42	31	29	31	32	30	
东鹏饮料	-	-	0	6	8	12	11	11	11	13	14	19	20	23	28	26	
重庆啤酒	5	39	60	51	47	57	55	41	31	29	27	30	28	27	23	20	
今世缘	13	17	22	19	18	19	25	28	25	25	26	25	24	23	21	19	
青岛啤酒	10	16	15	28	26	27	30	28	25	24	24	23	21	20	18	17	
古井贡酒	11	17	19	19	24	24	25	21	24	24	23	19	19	18	17	16	
持股市值/自由流通市值																	
贵州茅台	20.5%	19.0%	16.3%	15.4%	16.3%	16.5%	16.6%	16.3%	16.0%	16.0%	16.8%	16.2%	15.8%	15.4%	15.7%	15.7%	
五粮液	20.1%	14.4%	12.8%	13.0%	14.7%	14.5%	15.0%	15.4%	14.3%	13.9%	14.7%	12.4%	11.7%	11.2%	10.6%	10.0%	
伊利股份	13.7%	15.3%	18.6%	18.6%	19.8%	19.4%	18.1%	17.8%	18.0%	17.6%	17.6%	15.8%	15.0%	14.5%	14.8%	14.2%	
泸州老窖	5.7%	4.6%	4.9%	6.4%	6.3%	7.1%	8.1%	8.3%	8.1%	7.7%	7.7%	7.1%	7.2%	6.9%	7.2%	7.0%	
海天味业	23.0%	24.4%	26.0%	26.0%	27.0%	27.7%	28.0%	27.8%	25.6%	23.2%	19.3%	16.2%	15.5%	15.0%	15.2%	15.0%	
山西汾酒	9.6%	8.9%	10.3%	8.6%	9.3%	10.8%	10.2%	10.0%	9.7%	10.6%	9.1%	7.6%	6.7%	6.0%	6.1%	5.9%	
洋河股份	23.0%	8.5%	5.8%	6.5%	7.6%	7.6%	8.1%	7.8%	7.6%	6.9%	7.2%	6.1%	6.2%	6.1%	6.5%	6.4%	
安井食品	0.0%	5.7%	12.6%	9.1%	8.8%	8.5%	8.5%	9.5%	9.3%	10.7%	12.1%	13.7%	13.9%	13.5%	13.7%	14.1%	
双汇发展	9.7%	7.5%	10.5%	11.1%	10.8%	11.7%	11.5%	11.1%	10.9%	11.1%	11.8%	11.8%	11.4%	11.7%	11.9%	11.7%	
洽洽食品	16.4%	22.1%	33.2%	39.3%	36.2%	35.5%	34.6%	35.4%	35.0%	35.3%	34.9%	31.9%	30.8%	29.0%	28.7%	28.2%	
东鹏饮料	0.0%	0.0%	0.5%	7.9%	11.2%	13.9%	15.0%	15.0%	8.3%	7.6%	7.6%	9.3%	10.8%	12.2%	14.9%	14.6%	
重庆啤酒	5.2%	17.5%	21.4%	21.4%	20.9%	22.0%	23.5%	20.8%	18.4%	16.3%	15.4%	17.2%	16.7%	17.6%	16.7%	15.4%	
今世缘	6.7%	4.4%	6.0%	5.5%	4.5%	4.3%	5.5%	6.7%	6.5%	6.9%	6.2%	6.0%	5.8%	5.7%	5.7%	5.3%	
青岛啤酒	7.4%	5.8%	5.5%	9.0%	8.9%	8.4%	8.5%	8.2%	8.9%	7.9%	8.3%	8.3%	8.1%	8.0%	8.3%	8.0%	
古井贡酒	7.7%	5.7%	7.1%	5.2%	6.4%	6.5%	6.2%	5.7%	6.9%	7.2%	6.0%	4.6%	4.9%	4.7%	4.9%	4.8%	
月环比 (ppt)																	
贵州茅台					0.9	0.2	0.1	-0.3	-0.3	0.0	0.8	-0.6	-0.4	-0.5	0.3	0.0	0.3
五粮液					1.7	-0.2	0.5	0.4	-1.1	-0.4	0.8	-2.2	-0.8	-0.5	-0.3	-0.9	-3.0
伊利股份					1.0	-0.4	-1.2	-0.3	0.2	-0.4	0.1	-1.9	-0.7	-0.5	0.3	-0.6	-4.6
泸州老窖					-0.0	0.8	1.0	0.2	-0.1	-0.4	0.0	-0.7	0.1	-0.3	0.4	-0.3	0.6
海天味业					1.1	0.6	0.3	-0.2	-2.1	-2.4	-3.9	-3.1	-0.7	-0.5	0.2	-0.2	-11.0
山西汾酒					0.6	1.5	-0.5	-0.2	-0.4	0.9	-1.5	-1.5	-0.9	-0.8	0.1	-0.1	-2.7
洋河股份					1.1	0.0	0.5	-0.3	-0.2	-0.7	0.3	-1.1	0.1	-0.0	0.4	-0.1	-0.1
安井食品					-0.3	-0.3	0.1	1.0	-0.2	1.3	1.5	1.6	0.2	-0.4	0.2	0.4	5.0
双汇发展					-0.3	0.9	-0.2	-0.4	-0.2	0.2	0.6	0.0	-0.4	0.3	0.2	-0.2	0.6
洽洽食品					-3.1	-0.7	-0.9	0.8	-0.4	0.3	-0.4	-3.0	-1.3	-1.6	-0.3	-0.5	-11.1
东鹏饮料					3.3	2.7	1.1	0.0	-6.7	-0.8	0.0	1.7	1.2	1.6	2.7	-0.3	6.7
重庆啤酒					-0.5	1.1	1.5	-2.7	-2.4	-2.0	-0.9	1.8	-0.5	0.9	-0.8	-1.3	-6.0
今世缘					-1.0	-0.2	1.2	1.2	-0.2	0.4	-0.7	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	-0.4	-0.2
青岛啤酒					-0.0	-0.5	0.0	-0.3	0.7	-1.0	0.4	0.1	-0.2	-0.1	0.3	-0.3	-1.0
古井贡酒					1.2	0.1	-0.4	-0.4	1.2	0.3	-1.2	-1.4	0.3	-0.2	0.2	-0.1	-0.4

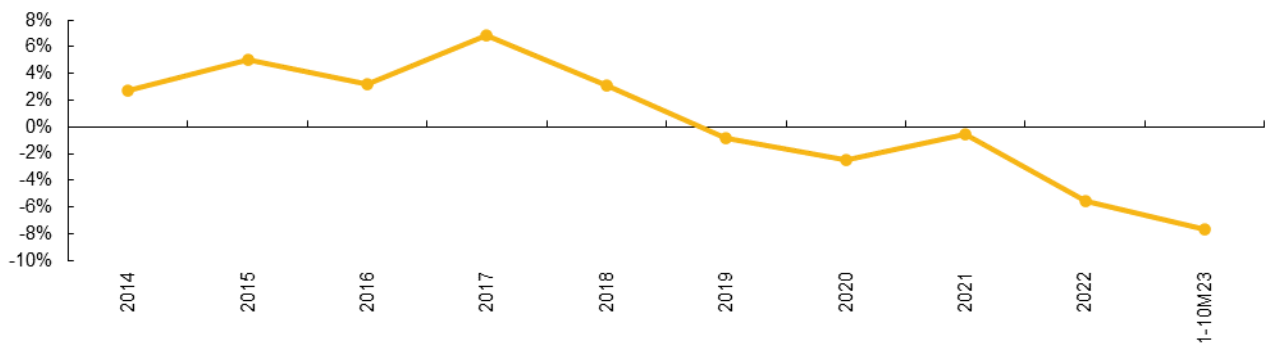
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、白酒：渐进式回暖，延续分化趋势

2.1 业绩表现：白酒业绩整体稳健，挤压式增长趋势延续

白酒行业挤压式增长，低端产能持续出清。据中国酒业协会数据，2021/2022/1-10M23 中国白酒产量分别同比 -0.6%/-5.6%/-7.7%，“少喝酒，喝好酒”的观点深入人心，低端产能持续出清，行业仍呈现出挤压式增长的态势。

图表12 2014-23 年白酒产量同比增速

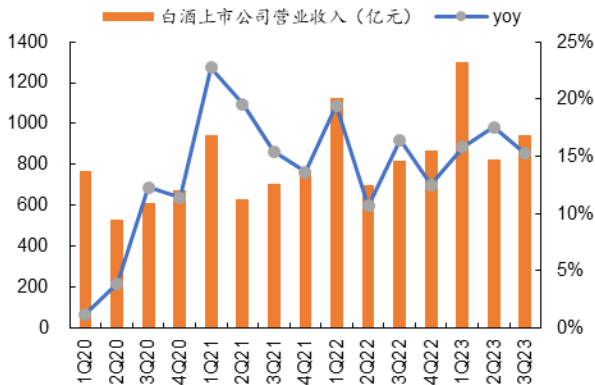


资料来源: 中国酒业协会, 平安证券研究所

宏观下行压力下，白酒上市公司依然保持增长。据各公司财报，1-3Q23 白酒 A 股上市公司（统计剔除岩石股份、天佑德酒和皇台酒业后加总）实现营业收入 3,067 亿元，同比提升 16%，归母净利润 999 亿元，同比提升 21%，利润增速快于收入

增速，实现高质量增长；分季度看，1Q/2Q/3Q23 分别实现营收 1,301/823/943 亿元，分别同比提升 16%/18%/15%，分别实现归母净利润 448/252/299 亿元，分别同比增长 26%/13%/21%。

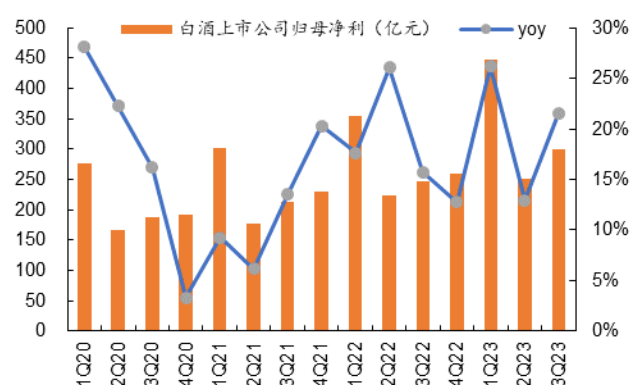
图表 13 白酒上市公司营业收入与同比增速



注：统计剔除岩石股份、天佑德酒和皇台酒业

资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 14 白酒上市公司归母净利润与同比增速



注：统计剔除岩石股份、天佑德酒和皇台酒业

资料来源：Wind，平安证券研究所

高端酒收入稳定增长。1-3Q23 高端酒实现营收 1,877 亿元，同比增长 17.0%，其中 3Q23 实现营收 581 亿元，同比增长 16.2%，尽管整体消费承压，高端酒收入依然维持稳定增长。分公司看，贵州茅台在手工具充足，非标茅台、系列产品放量有望助力收入增长，直营渠道占比持续提升，对于价格以及盈利的掌控能力不断增强，1-3Q23 实现营收 1,033 亿元，同比增长 18.5%；五粮液作为千元价格带龙头，自点率和开瓶率维持在较高水平，下游动销良性，1-3Q23 实现营收 625 亿元，同比增加 12.1%；泸州老窖秋收计划顺利推进，国窖品牌基础深厚，腰部品牌持续发力，全价格带增长动能强劲，1-3Q23 实现营收 219 亿元，同比提升 25.2%。

泛全国化次高端分化。1-3Q23 泛全国化次高端实现营收 377 亿元，同比增长 10.9%，其中 3Q23 实现营收 121 亿元，同比增长 9.6%，环比 2Q23 降速。分公司看，山西汾酒主动控货挺价，实际内生动力充足，1-3Q23 实现营收 267 亿元，同比提升 20.8%；水井坊新财年开门红进展顺利，1-3Q23 实现营收 36 亿元，同比下滑 4.8%，其中 3Q23 营收 21 亿元，同比增长 21.5%；舍得酒业聚焦长期发展，3Q23 以降库存、促动销为主，1-3Q23 实现营收 52 亿元，同比增长 13.6%；酒鬼酒持续推进费用改革，业绩短期承压。

地产酒增长势能维持。得益于省内经济的快速发展，以及产品结构提升，1-3Q23 地产酒实现营收 659 亿元，同比提升 19.8%，其中 3Q23 营业收入达 191 亿元，同比增长 16.9%，依然维持较快增速。分公司看，洋河股份天之蓝、水晶梦较快放量，1-3Q23 收入同比提升 14.4%，实现稳健增长；口子窖积极推进改革，“兼系列”新品仍处培育期，业绩短期承压，1-3Q23 收入同比增长 18.2%，3Q23 增速环比回落至 4.7%；今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒、金徽酒得益于省内消费升级，业绩环比维持韧性，1-3Q23 分别实现营业收入 84/160/48/20 亿元，分别同比提升 28.3%/25.0%/23.4%/29.3%。

中端及大众酒收入波动较大。1-3Q23 中端及大众酒实现营收 154 亿元，同比提升 4.7%，其中 3Q23 实现营收 49 亿元，同比增长 12.1%。分公司看，顺鑫农业持续聚焦主业，短期业绩仍有压力，1-3Q23 收入 88 亿元，同比下滑 3.3%；老白干积极调整节奏，坚持库存区化，1-3Q23 收入 38 亿元，同比增长 11.3%，整体稳健；伊力特、金种子酒低基数下明显反弹，1-3Q23 收入分别为 16/11 亿元，同比分别增长 25.8%/31.7%。

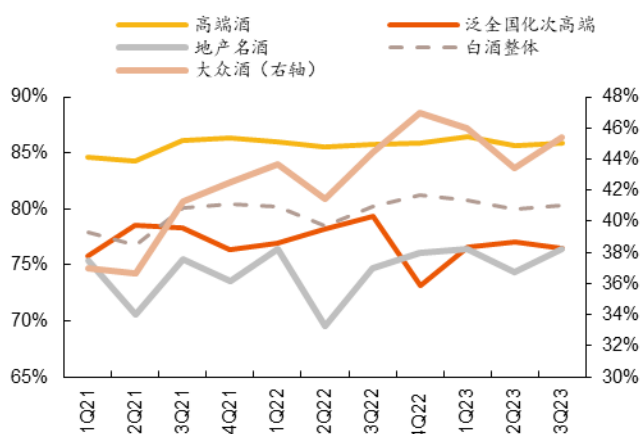
图表15 白酒上市公司收入同比增速

分类	公司名称	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
高端酒	贵州茅台	24%	12%	14%	14%	13%	10%	8%	13%	12%	12%	10%	14%	18%	16%	16%	17%	20%	22%	14%
	五粮液	27%	27%	27%	21%	15%	10%	18%	14%	20%	18%	11%	11%	13%	10%	12%	10%	13%	5%	17%
	泸州老窖	24%	26%	22%	14%	-15%	6%	14%	16%	41%	6%	21%	29%	26%	24%	22%	16%	21%	30%	25%
泛全国化次高端	山西汾酒	25%	29%	47%	12%	2%	19%	26%	31%	77%	73%	48%	-25%	44%	0%	33%	50%	20%	32%	14%
	舍得酒业	34%	5%	9%	29%	-42%	19%	18%	17%	154%	119%	65%	45%	83%	-16%	31%	6%	7%	32%	8%
	酒鬼酒	30%	40%	9%	27%	-10%	13%	56%	28%	190%	97%	129%	11%	86%	5%	2%	-27%	-43%	-32%	-37%
地产酒	水井坊	24%	29%	20%	31%	-22%	0%	19%	19%	70%	0%	39%	14%	14%	10%	7%	-25%	-40%	2%	21%
	洋河股份	14%	2%	-21%	-36%	-15%	-19%	8%	8%	14%	21%	17%	56%	24%	17%	18%	6%	16%	16%	11%
	今世缘	31%	27%	32%	31%	-9%	4%	21%	22%	35%	27%	16%	16%	25%	14%	26%	28%	27%	31%	28%
中端及大众酒	古井贡酒	43%	4%	12%	15%	-11%	-4%	15%	0%	26%	29%	21%	43%	28%	30%	22%	25%	25%	27%	23%
	口子窖	9%	16%	0%	14%	-43%	-25%	7%	10%	51%	35%	24%	6%	12%	-8%	6%	-2%	21%	34%	5%
	迎驾贡酒	3%	20%	9%	7%	-34%	-17%	12%	8%	49%	57%	27%	14%	37%	2%	24%	16%	22%	29%	22%
白酒整体	金徽酒	5%	-2%	70%	6%	-33%	23%	14%	30%	48%	26%	11%	-35%	39%	12%	-9%	1%	27%	21%	48%
	顺鑫农业	20%	12%	34%	34%	16%	9%	10%	-19%	-1%	-7%	-17%	5%	-29%	-30%	7%	-21%	5%	-19%	0%
	老白干酒	56%	12%	-11%	5%	-34%	-9%	16%	-9%	0%	22%	11%	14%	20%	25%	28%	-5%	10%	10%	13%
白酒整体	伊力特	0%	-12%	14%	26%	-70%	52%	-36%	-19%	255%	-24%	19%	-26%	15%	5%	-60%	-33%	19%	-6%	144%
	金种子酒	-6%	-10%	-25%	-57%	-33%	-1%	36%	70%	52%	16%	3%	8%	17%	3%	-19%	-8%	25%	31%	43%
	白酒整体	23%	15%	13%	13%	1%	4%	12%	11%	23%	20%	15%	14%	19%	11%	16%	13%	16%	18%	15%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

高端酒稳定,次高端酒结构向下,地产及大众酒结构向上。3Q23 高端酒毛利率为 85.8%,同比+0.1pct,整体稳健,波动较小;3Q23 泛全国化次高端毛利率 76.5%,同比-2.9pct,出现明显的下滑,其中山西汾酒/舍得酒业/酒鬼酒/水井坊毛利率同比分别-2.9/-4.0/-6.0/-0.7pct,主因宏观经济压力下,白酒消费呈现两级分化,100-300 元大众价格带与 800 元以上价格带增长较好,500-800 元次高端消费承压,泛全国化次高端腰部产品增速快于整体,导致毛利率短期回落;3Q23 地产酒毛利率 76.5%,同比+1.7pct,得益于省内经济的快速发展与卡位放量价格带,升级趋势明显,除洋河因为腰部产品放量导致毛利率有所回落外,其余地产酒毛利率同比均实现明显回升;3Q23 中端及大众酒毛利率 41.0%,同比-1.3pct,绝对水平与其他品类仍有差距。

图表16 白酒毛利率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表17 白酒毛利率同比变动情况 (pct)

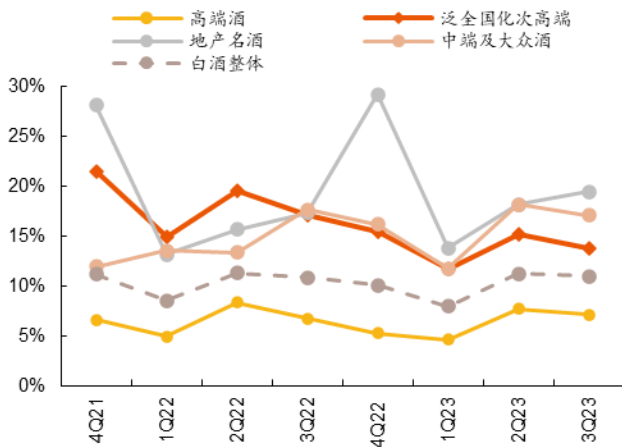
分类	公司名称	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
高端酒	贵州茅台	0.0	-0.2	-0.2	0.8	0.7	0.8	0.6	-0.5	0.2	-1.0	0.1
	五粮液	-0.1	1.4	1.6	2.5	2.0	1.9	-2.8	-1.9	-0.0	-0.6	0.1
	泸州老窖	-0.8	7.8	0.6	2.6	0.4	0.1	1.0	1.7	1.7	3.3	0.2
泛全国化次高端	山西汾酒	1.3	6.3	3.1	-0.0	1.2	1.2	1.7	-3.1	0.8	-0.6	-2.9
	舍得酒业	5.2	3.0	-1.9	2.4	3.2	-5.9	1.9	-1.3	-2.5	-1.9	-4.0
	酒鬼酒	-6.0	5.2	2.0	1.6	0.4	-3.4	2.5	-1.7	1.8	0.0	-6.0
地产酒	水井坊	1.5	12.4	1.5	-2.6	-0.1	1.1	-1.3	1.0	-1.7	-3.0	-0.7
	洋河股份	2.4	-1.2	3.0	13.7	1.1	-4.3	-0.1	-2.8	-0.7	8.6	-1.2
	今世缘	0.1	2.6	1.7	15.2	1.0	3.0	1.1	2.7	1.1	3.7	1.1
中端及大众酒	古井贡酒	-0.3	1.0	-0.3	-0.4	0.9	1.4	-1.5	7.5	1.8	0.8	5.7
	口子窖	-0.9	-2.3	-2.4	-0.4	1.5	-0.7	-1.5	1.3	-1.4	-1.5	5.0
	迎驾贡酒	-2.4	1.1	10.5	-5.0	1.7	1.9	-4.3	1.3	-0.2	7.4	3.9
白酒整体	金徽酒	5.0	3.8	1.8	-5.8	0.8	-7.1	-6.9	7.0	-1.4	3.3	2.1
	顺鑫农业	0.5	-5.0	1.0	1.5	3.9	2.8	5.9	3.3	4.9	-6.7	-7.7
	老白干酒	0.2	7.5	1.2	2.2	2.5	-1.0	-0.8	3.7	-4.8	2.0	-1.0
白酒整体	伊力特	11.5	1.8	-4.2	-0.1	-10.0	-11.9	-2.5	11.4	0.4	1.7	9.6
	金种子酒	-10.8	3.4	3.7	5.1	10.2	4.3	-9.1	-13.8	-7.4	2.4	30.2
	白酒整体	-0.3	1.0	0.4	1.6	1.4	1.2	-0.3	-0.5	0.5	0.2	0.1
泛全国化次高端	1.4	6.2	2.0	1.0	1.2	-0.4	1.0	-3.3	-0.3	-1.1	-2.9	
地产酒	1.1	-0.1	2.1	4.7	1.1	-1.1	-0.8	2.6	0.0	4.8	1.7	
中端及大众酒	1.7	-1.4	3.0	1.9	5.5	4.3	4.1	3.6	2.3	-0.5	-1.3	
白酒整体	0.5	1.6	1.4	2.2	2.3	1.8	0.2	0.8	0.5	1.4	0.0	

资料来源: Wind, 平安证券研究所

高端酒稳定,除山西汾酒外,主流次高端、地产酒均加大投入。3Q23 高端酒销售费用率为 7.1%,同比+0.4pct,历年来波动幅度相对较小;3Q23 泛全国化次高端销售费用率 13.7%,同比-3.4pct,其中山西汾酒精细化费用考核,3Q23 销售费用率同比-5.8pct,而舍得酒业、酒鬼酒持续推进费用改革、加大 C 端投入,叠加收入增速环比回落,销售费用率同比提升;3Q23 地产酒销售费用率 19.4%,同比+2.1pct,主流酒业仍然持续加大渠道投入,通过扫码红包、品鉴会等方式加强消费者培育,除迎驾贡酒同比小幅回落外,其余地产酒销售费用率同比均正增长;3Q23 中端及大众酒销售费用率 17.0%,同比-0.5pct,

不同酒企分化，3Q23 顺鑫农业、老白干酒、伊力特销售费用率同比分别+0.3/-1.6/+0.8pct，而得益于收入的快速增长，金种子酒的销售费用率同比较快回落。

图表18 白酒销售费用率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

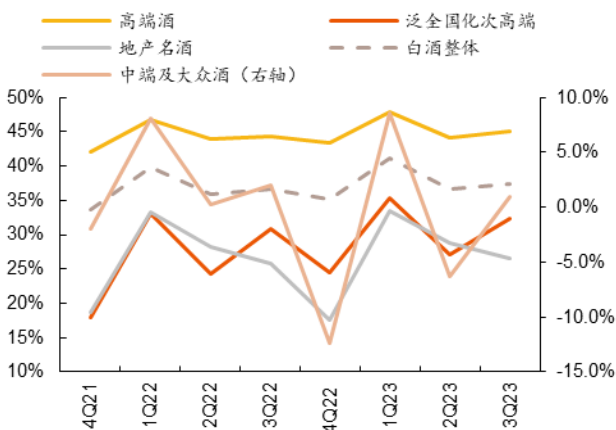
图表19 白酒销售费用率同比变动情况 (pct)

分类	公司名称	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	
高端酒	贵州茅台	-0.6	0.7	-0.2	-0.2	-0.4	0.5	0.6	-0.2	0.3	-0.5	0.7	
	五粮液	-1.5	0.9	-0.2	1.9	0.3	1.2	-2.8	-1.4	-0.6	-0.6	-0.3	
	泸州老窖	-0.2	-3.5	-1.3	-0.4	-2.8	-1.7	-2.1	-6.5	-1.6	1.0	-0.8	
	山西汾酒	-3.4	-3.3	-2.0	5.3	-6.8	1.0	1.7	-5.3	-3.2	-4.9	-5.8	
	舍得酒业	-10.7	-6.7	2.0	2.7	3.9	1.1	-2.8	-6.2	0.8	-0.4	2.8	
泛全国化次高端	酒鬼酒	-1.7	-3.4	5.1	6.5	-0.4	5.5	-2.5	3.0	4.2	2.7	9.6	
	水井坊	-2.0		-4.6	3.6	7.3	-9.4	0.3	3.5	2.9	-2.2	-0.8	
	地产酒	洋河股份	-0.4	0.1	-4.5	19.4	0.3	-2.8	0.5	5.8	0.8	6.1	1.5
	今世缘	-0.6	4.8	-6.3	-5.1	1.2	2.5	1.6	5.5	2.9	3.0	4.5	
	古井贡酒	-0.6	0.0	-1.1	1.0	0.6	-1.2	-0.9	-8.4	-1.3	-2.6	1.0	
中端及大众酒	口子窖	-4.4	1.5	-0.2	-1.4	2.8	-2.3	-0.2	2.8	-2.3	0.0	3.3	
	迎驾贡酒	-4.7	-8.2	-3.1	2.2	-0.5	1.1	-2.0	-0.1	-1.4	0.1	-0.5	
	金徽酒	-0.8	8.4	3.9	-2.1	4.1	-4.8	0.9	23.9	2.1	4.7	3.9	
	顺鑫农业	-2.2	-2.2	-1.6	6.6	4.3	-0.5	1.3	4.7	-0.2	6.2	0.3	
	老白干酒	0.3	5.2	3.8	0.5	4.2	-2.9	-4.1	1.9	-10.9	4.4	-1.6	
伊力特	-2.9	4.2	-0.6	2.5	1.9	-0.0	2.5	16.2	-0.5	2.6	0.8		
金种子酒	-6.8	-4.8	-1.4	-2.1	-2.1	2.8	9.2	-11.2	-1.0	-19.9	-8.1		
白酒整体	-0.7	0.4	-0.2	0.7	-0.3	0.4	-0.7	-1.3	-0.3	-0.6	0.4		

资料来源: Wind, 平安证券研究所

高端酒净利率稳中有升,次高端分化,陇酒、徽酒同比明显改善,苏酒略回落。3Q23 高端酒归母净利率 45.1%,同比+0.7pct,盈利能力稳中有升;3Q23 泛全国化次高端归母净利率 32.3%,同比+1.6pct,其中山西汾酒得益于费用的精细化管理,3Q23 归母净利率同比+3.7pct,舍得酒业、酒鬼酒、水井坊受结构降级、费用投入加大等因素影响,归母净利率分别同比-1.0/-17.3/-0.6pct;3Q23 地产酒归母净利率 26.5%,同比+0.6pct,其中苏酒因渠道、扫码红包投入加大,盈利能力同比略回落,而徽酒、陇酒得益于消费结构升级,盈利能力同比明显提升。3Q23 中端及大众酒归母净利率 0.9%,同比-1.1pct,受上年基数影响整体波动幅度较大。

图表20 白酒归母净利率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表21 白酒归母净利率同比变化情况 (pct)

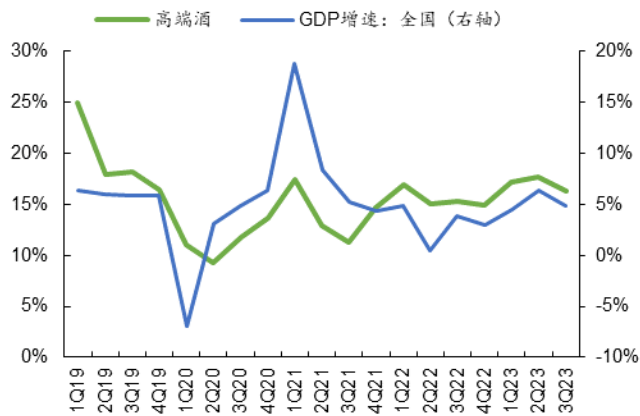
分类	公司名称	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	
高端酒	贵州茅台	-2.5	0.4	1.1	1.7	2.2	0.5	0.1	1.4	0.3	-0.3	0.7	
	五粮液	0.3	1.3	0.4	0.2	1.0	0.1	1.8	0.2	1.0	0.0	0.4	
	泸州老窖	-4.8	10.7	2.5	2.2	2.3	1.9	3.1	2.6	3.2	-1.3	1.5	
	山西汾酒	0.2	14.7	1.3	-1.1	5.5	-1.3	4.8	8.2	2.8	3.7	3.7	
	舍得酒业	22.8	9.7	-0.6	-8.5	-1.2	-5.1	3.6	13.5	0.0	-3.5	-1.0	
泛全国化次高端	酒鬼酒	-1.2	8.5	-13.5	-0.6	1.3	-6.9	4.1	-8.8	0.3	-2.1	-17.3	
	水井坊	7.6		4.4	-5.2	-3.2	8.1	1.1	1.4	-6.9	5.4	-0.6	
	地产酒	洋河股份	-6.5	2.2	-8.3	-4.9	1.6	-3.4	4.5	-0.2	0.1	-1.7	-0.9
	今世缘	0.8	-2.0	1.6	3.4	-0.1	0.7	0.2	-0.0	-0.5	-0.4	-0.3	
	古井贡酒	0.3	2.3	-1.0	-3.9	1.1	2.4	-0.4	2.8	3.0	3.6	3.5	
中端及大众酒	口子窖	4.5	-5.7	-0.4	10.1	1.2	0.8	-1.8	-15.8	-3.3	-2.2	1.1	
	迎驾贡酒	1.9	7.0	10.8	-4.4	2.8	0.3	-2.7	1.1	1.6	5.7	4.5	
	金徽酒	5.8	-1.3	3.5	-6.9	0.7	-6.5	-14.5	-3.5	-3.0	2.5	3.1	
	顺鑫农业	0.4	-2.1	-0.3	-7.8	-4.1	-5.2	3.8	-19.0	5.4	-16.8	-7.7	
	老白干酒	-1.2	0.6	-0.3	3.9	21.8	1.0	0.8	3.4	-19.1	0.7	0.5	
伊力特	18.7	-4.9	-2.9	-11.9	-6.8	-12.6	-6.0	-1.6	2.7	1.9	5.9		
金种子酒	-3.0	-6.6	2.2	-52.1	12.9	3.0	-20.0	-8.4	-5.9	17.6	38.8		
白酒整体	-1.7	1.7	1.0	1.1	1.8	0.8	1.0	1.3	1.0	0.3	0.7		

资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 趋势展望：延续弱复苏，商务有望回暖

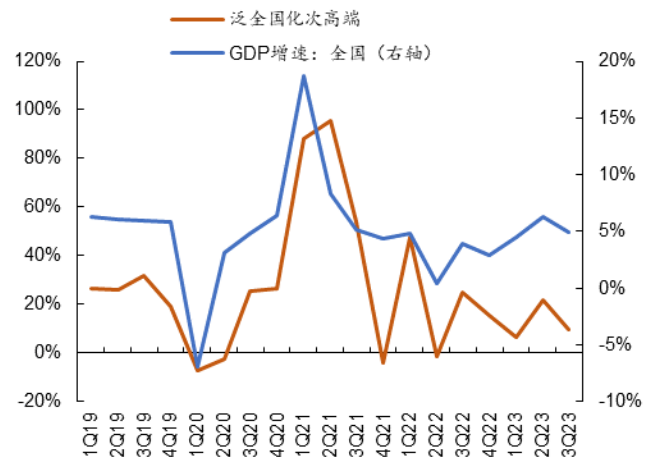
白酒未来的表现取决于经济复苏的斜率。白酒作为顺周期行业，业绩增长与经济强相关，经历过 2023 年消费场景的回补后，2024 年白酒表现核心取决于经济复苏的斜率。分品类看，高端礼赠、宴请偏刚性，因此高端白酒抗风险能力较强，尽管经济下行压力较大，依然维持稳健增长；泛全国化次高端产品价格粘性偏弱，且商务消费占比较大，因此收入表现与宏观经济具有强相关性；苏皖陇地区经济复苏较全国更优，并且地产酒本身结构偏低，得益于 100-300 元价格带的放量，升级趋势明显，或将走出独立的 α 行情；大众酒波动较大。

图表 22 高端酒收入增速与 GDP 增速关系



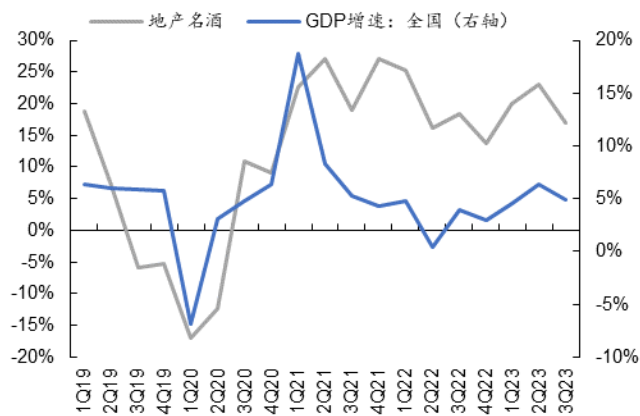
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 23 泛全国化次高端收入增速与 GDP 增速关系



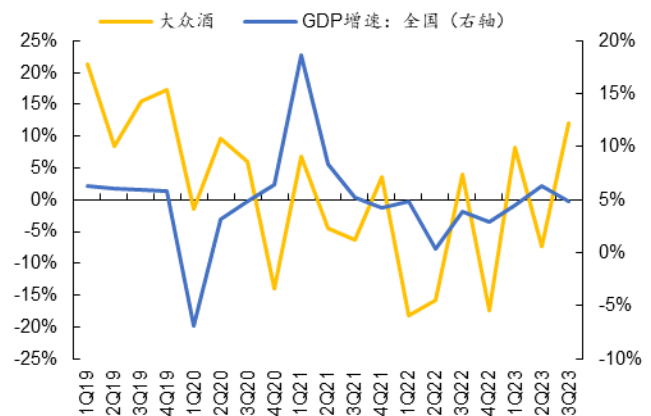
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 24 地产名酒收入增速与 GDP 增速关系



资料来源：Wind，平安证券研究所

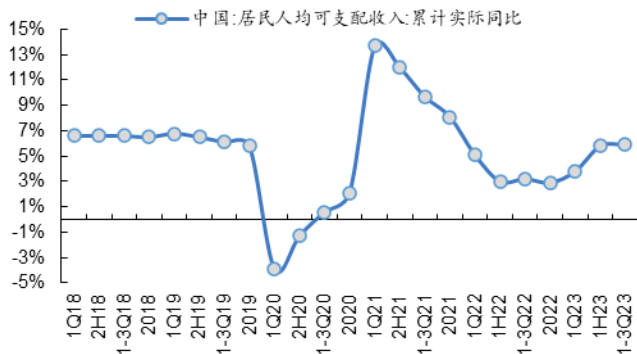
图表 25 大众酒收入增速与 GDP 增速关系



资料来源：Wind，平安证券研究所

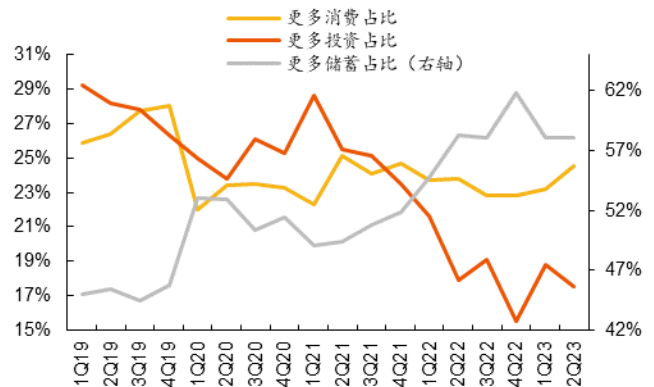
消费能力与信心环比弱复苏，24 年或延续，预计宴席正常化、商务回暖。2023 年疫情后疤痕效应仍然明显，据国家统计局，1Q23/1H23/1-3Q23 中国人均可支配收入累计实际同比分别为+3.8%/+5.8%/+5.9%，环比回暖，但较 2018-2019 年的增长中枢（+6.4%）有所下滑，居民的消费能力承压。面对收入的不确定性，居民风险偏好与消费意愿明显降低，据人民银行统计，2Q23 约 58.0%的居民倾向于储蓄，仍然维持高位，倾向于更多消费的居民占比为 24.5%，较 4Q22/1Q23 的 23.8%/23.2%呈环比回暖态势，但较 2Q19 年回落 1.9pct；据国家统计局，2023 年 10 月中国消费者信心指数为 87.9，而 6-9 月分别为 86.4/86.4/86.5/87.2，环比略回暖，但较 2019-21 年明显回落。从实际消费层面看，2023 年 6-9 月社零同比增速分别为 3.1%/2.5%/4.6%/5.5%，10 月社零低基数下同比增速为 7.6%，整体处于弱复苏的通道。展望 2024 年，我们认为白酒消费或将延续弱复苏的态势，分场景看，经历 2023 年集中回补后，2024 年宴席将逐渐常态化，而商务需求在低基数下有望回暖。

图表26 中国居民人均可支配收入（累计实际同比）



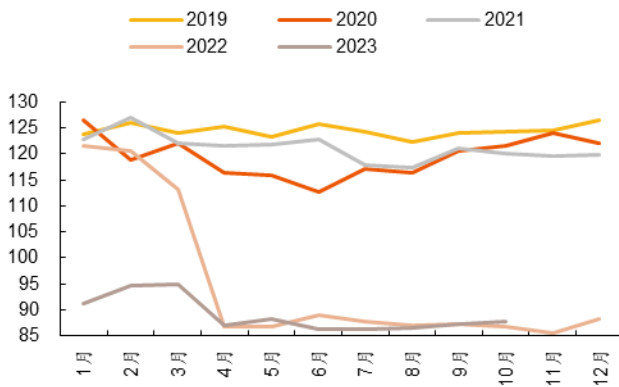
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表27 中国居民储蓄意愿仍然维持在高位



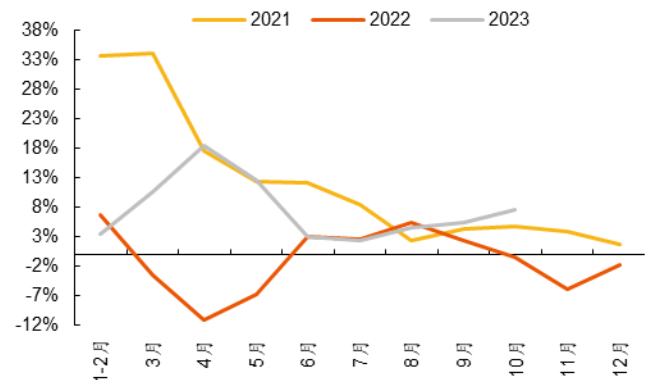
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表28 中国消费者信心指数



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表29 中国社零同比增速

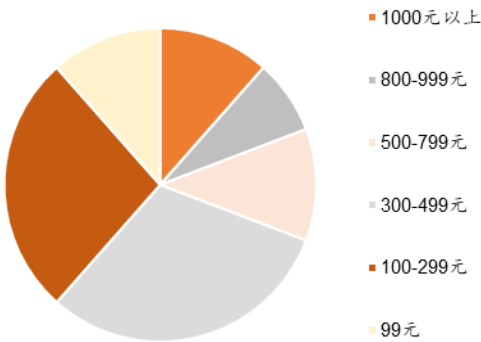


资料来源：Wind，平安证券研究所

白酒分化趋势或延续，高端酒稳定、地产酒较快增长。据中国酒业协会发布的《2023 中国白酒市场中期研究报告》，受制于经济环境和消费复苏疲软，在经销商和终端零售渠道，2023 年白酒出现明显的分化，其中 300 元以下的价位表现较好，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 2024 年，我们认为行业整体在弱复苏的同时，消费者将更加注重“性价比”，分化的趋势同样将延续，高端白酒有望保持稳定增速，而地产酒有望持续升级至 300 元+价格带，延续增长势头。

泛全国化次高端短期调整，长期升级趋势不改。泛全国化次高端产品与高端白酒和地产酒相比，客户粘性尚在培育中，消费者认可度相对不足，部分酒企缺乏稳定的基地市场，在消费弱复苏的背景下，终端动销承压。而在经历几年的招商铺货后，经销商和终端层面的压力逐渐传导至上市公司报表。但长期来看，伴随疫情后的疤痕效应消退，消费能力与信心复苏，白酒升级趋势不改，泛全国化次高端向上弹性充足。

图表30 经销商认为目前市场上较畅销的白酒产品价格



资料来源：中国酒业协会，平安证券研究所

图表31 白酒上市公司吨价变化情况（万元）

	证券简称	2020	2020同比	2021	2021同比	2022	2022同比	1H23	1H23同比
高端	贵州茅台	148.2	12%	159.8	8%	162.03	14%		
	五粮液	35.7	13%	36.4	2%	58.17	60%	49.1	-14%
	泸州老窖	13.8	2%	26.5	93%	29.15	10%	33.6	13%
	平均值	48.9	2%	59.2	21%	79.28	34%		
泛全国化次高端	山西汾酒	11.5	2%	13.2	15%	14.81	12%		
	舍得酒业	17.2	-8%	12.7	-26%	14.63	15%		
	酒鬼酒	20.0	4%	27.5	37%	27.16	-1%	28.3	9%
	水井坊	38.2	4%	42.0	10%	43.36	3%	37.3	-14%
平均值	13.9	1%	15.4	11%	16.80	9%			
地产酒	洋河股份	13.5	8%	13.8	2%	15.41	12%	18.9	6%
	今世缘	16.1	4%	20.0	24%	20.24	1%		
	古井贡酒	11.8	3%	13.1	11%	14.57	11%	17.3	13%
	口子窖	13.4	4%	14.4	7%	15.16	5%		
平均值	8.4	6%	9.0	6%	10.18	14%			
中端及大众酒	金徽酒	11.4	1%	13.0	14%	14.33	11%		
	平均值	12.7	7%	13.5	7%	14.94	10%		
	顺鑫农业	1.5	4%	1.6	6%	1.64	5%	2.2	0%
	老白干	10.9	1%	13.6	25%	15.88	17%		
平均值	10.1	3%	13.6	35%	11.62	-14%			
伊力特	9.2	1%	10.2	11%	8.94	-12%			
平均值	2.2	0%	2.4	11%	2.81	15%			

资料来源：Wind，平安证券研究所

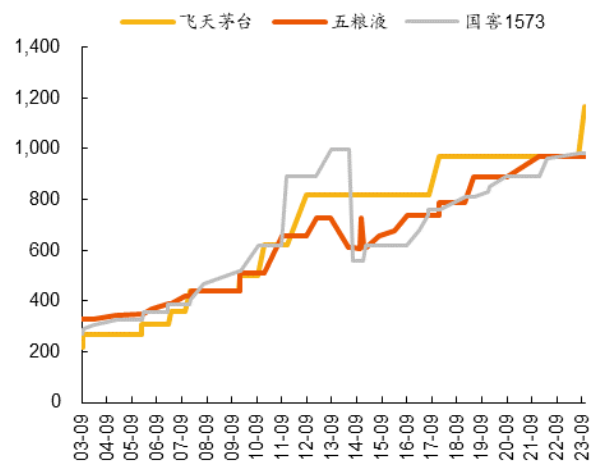
强化品牌建设，费用投放前置，精细化管理价盘。过去白酒费用投放过度偏向渠道，从而导致了价格体系混乱、窜货、倒挂等一系列的问题，而从2023年开始，厂商的费用逐渐向C端转移，通过扫码红包、演唱会、旅游、品鉴会等形式增加产品C端曝光，结合数字化的手段掌控C端实际销售并合理分配利润，2024年我们认为该趋势将延续，白酒的竞争从渠道转为品牌的趋势长期不变。此外，在经历过多轮白酒周期后，厂商更加追求长期健康增长，通过一系列的措施加强动销、维护价盘，保证经销商利润，2023年以来，茅五泸等高端白酒批价波动幅度明显降低。

图表32 高端白酒批价月环比变化情况（元）

	贵州茅台			五粮液			泸州老窖		
	飞天整箱	飞天散装	汉酱	普五	1618	五粮液	国窖1573	特曲60	特曲
Jan-21	410	75	20	-15	-	-	5	-	-
Feb-21	-	-	2	-15	-	-	-5	-	-
Mar-21	20	35	58	20	-	5	40	-	3
Apr-21	80	95	-	25	-	-	10	-	7
May-21	-10	150	-	125	5	10	-	-	-8
Jun-21	170	40	5	-30	5	-	10	-10	-
Jul-21	160	50	-5	20	-15	-15	-20	-	-
Aug-21	260	180	-7	-10	-	-	-	-10	-
Sep-21	-30	-230	-8	-	-5	-5	10	-	-
Oct-21	-280	-80	-	-20	-5	-10	-	-	20
Nov-21	-	-100	-10	-20	-25	-20	-5	-	-
Dec-21	-170	190	-3	-20	20	35	13	-10	-10
Jan-22	-260	-10	3	380	20	-10	-	35	-20
Feb-22	30	5	5	50	-10	15	2	-10	-
Mar-22	-330	-155	-	-270	-5	5	-	-	13
Apr-22	-15	10	-	30	15	5	-23	-5	-
May-22	195	130	-	-	-5	-10	-	-	-
Jun-22	30	-20	-5	-	-10	-10	-	5	-
Jul-22	170	100	-	-55	-	-	-	-	5
Aug-22	40	10	-5	-55	10	5	-	-5	-5
Sep-22	-210	-100	-6	-100	5	15	13	-10	-5
Oct-22	-90	-100	-4	-	-15	-20	-3	-5	-
Nov-22	-55	20	-10	-	-15	-10	-	-5	-15
Dec-22	25	70	-8	-70	15	10	-	-	-
Jan-23	50	20	-7	-30	-	-	-	-	-
Feb-23	30	5	5	60	-	-	-	-	5
Mar-23	-80	5	10	-60	-	-	5	-	10
Apr-23	25	10	10	70	-10	-5	-10	-	-
May-23	30	60	-	-120	10	-	-	-	-
Jun-23	-65	-95	-13	-20	-	-	-	-	-
Jul-23	25	5	-7	-10	-	-	-	-	-
Aug-23	75	50	10	100	-	-	-	-5	-10
Sep-23	-30	-50	-	1	-	5	-	-15	-
Oct-23	-	-20	-	-11	-	-	-	-	-

资料来源：今日酒价，Wind，平安证券研究所（11月批价数据截至11月17日）

图表33 茅五泸出厂价变动情况（元）



资料来源：Wind，酒说，平安证券研究所

2.3 相关标的

贵州茅台：尽管消费整体承压，但高端需求稳定，茅台酒动销与库存良性，回款与发货稳健，1-3Q23 公司收入与利润稳健增长，彰显龙头风范。分渠道看，公司直销渠道收入持续提升，i 茅台销售表现亮眼。展望未来，公司在手工具充足，非标茅台、系列产品放量有望助力收入增长，直营渠道占比持续提升，对于价格以及盈利的掌控能力不断增强。此外，公司积极推进技改项目，产能释放为长期成长奠定坚实基础。维持“推荐”评级。

五粮液：2023 年白酒消费分化，高端需求稳健，普五作为千元价格带龙头，自点率和开瓶率维持在较高的水平，终端动销良性，下游库存维持在较低水平，1-3Q23 业绩稳健增长。据今日酒价，10 月 27 日普五批价 960 元，双节旺季后依然平稳，并未出现回落，需求具备韧性。展望未来，公司坚持 1+3 产品体系，在普五的基础上，501 打造浓香价值标杆，经典五粮液聚焦品牌推广与消费者培育，文化酒限量生产与投放，持续优化结构。维持“推荐”评级。

泸州老窖：3Q23 公司开展秋收行动，强化渠道管控、增加可见利润，经销商打款意愿较充足，受益于双节带动，3Q23 公司动销环比明显改善，库存仍处可控范围，业绩方面也延续上半年较快增长的态势。展望未来，国窖品牌基础深厚，腰部品牌持续发力，全价格带增长动能强劲。此外，公司管理层经验丰富，在手工具充足，市场化操作团队执行能力强。分市场看，公司在四川、华北等地区优势明显，持续推进“东进南图中崛起”战略，全国化成长空间可期。维持“推荐”评级。

山西汾酒：1-3Q23 公司业绩较快增长，其中 3Q23 公司以控货挺价、促动销、降库存为主。截至 10 月 26 日青花 20 批价 370 元，较 6 月底提升 20 元。同时，在双倍积分等返利政策支持下，3Q23 公司动销环比回暖，下游库存持续去化，未来内生动力实际充足。展望未来，公司坚定青花汾酒战略，产品结构上移，同时公司基地市场稳固，积极拓展华东、华南市场，推动渠道改革，终端掌控能力持续增强。维持“推荐”评级。

舍得酒业：3Q23 公司更加注重高质量发展，节奏上以控货挺价、消化库存为主，增速较 1H23 相对回落。展望未来，公司坚定“多品牌矩阵战略”，聚焦打造智慧舍得、品味舍得等战略单品，同时推进沱牌复兴计划，价格带清晰。同时公司还持续加强 C 端投放，稳价格、控库存、强动销，聚焦川冀鲁豫及东北，突破华东华南，提升西北市场，逐步推进全国化，成长空间可期。维持“推荐”评级。

古井贡酒：受益于安徽省经济的发展与宴席的回补，公司 1-3Q23 业绩较快增长，全年 200 亿目标无虞。从结构上看，古 5 与古 8 基本盘稳固，古 16 较快放量；古 20 则相对维稳，加强价格与窜货管理，目前批价已企稳回升。展望未来，公司深化省内渠道布局，300 元+次高端价格带产品持续放量，已经与省内主流地产酒形成错位竞争，基地市场基本盘扎实。同时公司也加快省外的拓展力度，在江苏、河北、山东、河南等市场已具备较大体量，成长空间可期。维持“推荐”评级。

今世缘：得益于江苏省经济的较快发展，1-3Q23 公司对开、四开稳定增长，V3 快速放量，产品结构持续上移，内生动力充足，全年百亿目标可期。市场方面，公司加大消费者培育，苏中、苏南占率持续拓展，省外仍有空间。维持“推荐”评级。

洋河股份：1-3Q23 公司整体经营稳健，其中 3Q23 公司合理控制回款与发货节奏，同时加大费用投放，通过扫码红包等方式增厚渠道利润，提升渠道推力，虽然消费整体承压，但公司业绩体现出较强的韧性。M6+ 在高线次高端中品牌优势明显，3Q23 动销环比改善，水晶梦与天之蓝则受益于宴席的回补，同样实现较快的增长。公司内部激励充分，产品与渠道梳理完成，长期有望实现价值回归。维持“推荐”评级。

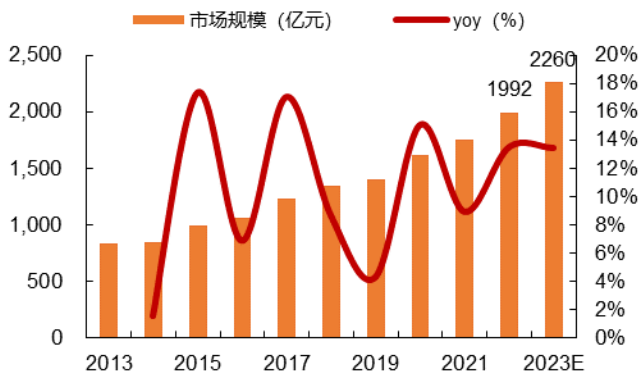
金徽酒：公司作为陇酒龙头，品牌引领+渠道动销相结合，立足西北布局全国化，积极拓展华东等机会市场，成长空间可期。伴随着甘肃经济的发展与前期培育兑现，公司产品结构持续上探优化。此外，公司通过股权绑定高管、核心骨干和经销商，亚特重新控股后公司整体积极性较高。维持“推荐”评级。

三、 预制食品：长期受益于餐饮连锁化，看好 B 端龙头企业

3.1 速冻食品行业千亿空间，人均消费量提升空间大

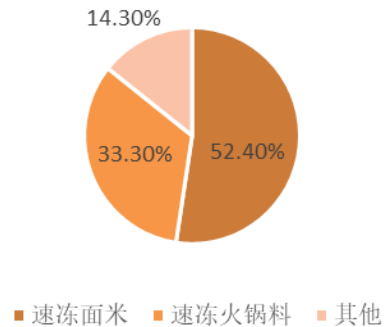
速冻食品市场持续扩容，速冻面米为第一大品类。我国速冻食品行业受益冷链运输能力的改善与消费结构升级转型，市场规模高速扩张。据艾媒咨询数据，2022 年我国速冻食品市场规模达到 1992 亿元，2013-2022 年市场规模 CAGR 为 10.25%。根据中商产业研究院预测，至 2025 年国内速冻食品市场规模将达到 3300 亿元。从市场结构占比情况来看，2020 年速冻食品第一大类为速冻面米制品（占比 52.4%），速冻火锅料其次（占比 33.3%），其他速冻食品占比正逐步扩大。

图表34 我国速冻食品市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

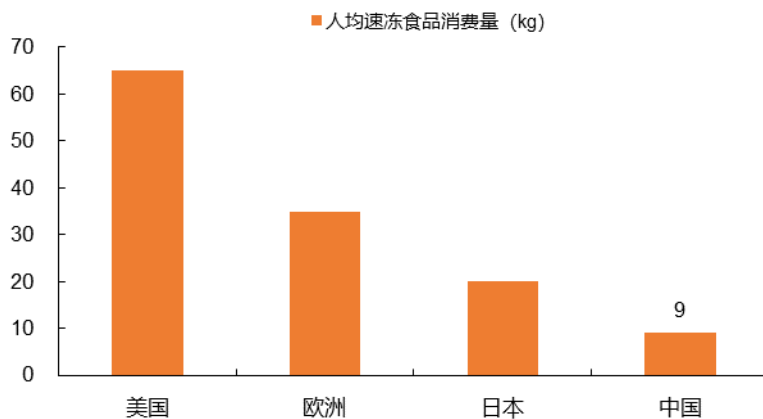
图表35 2020 年我国速冻食品市场结构



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

对比成熟市场，我国速冻食品人均消费量提升空间大。根据艾媒咨询，2019 年我国人均速冻食品消费量为 9kg，远低于美国 65kg、欧洲 35kg、日本 20kg 的人均水平。相比发达国家，我国速冻食品行业起步较晚，人均消费量提升空间较大。随着我国人均可支配收入不断提高、城镇化进程不断推进、物流企业大力布局冷链物流，国内速冻食品的产品结构将不断优化，以适应各地区饮食习惯与发展情况，人均消费量将不断提升，向发达地区的消费结构收敛。

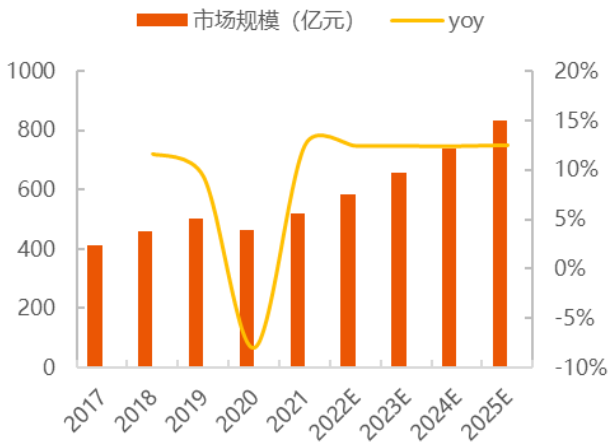
图表36 我国人均速冻食品消费量与发达国家对比



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

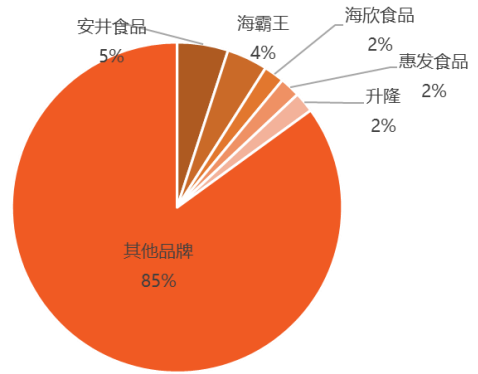
速冻火锅料行业稳定增长，龙头集中度有望提升。根据 Frost& Sullivan 数据，2021 年我国速冻火锅料市场规模约 520 亿元。中国火锅餐饮市场规模 2021-2025 年 CAGR 为 13.0%，速冻火锅料作为餐饮市场原料，其渗透率有望进一步提升，2021-2025 年增速为 10%-15%，预计速冻火锅料市场 2025 年规模或达到 744 亿元-929 亿元。另外，火锅料制品进入门槛较低，大量竞争者涌入导致竞争激烈。火锅料行业素有“南福建，北山东”的格局，市场主要品牌有安井、海欣、惠发、海霸王等。当前市场集中度仍较低，行业 CR5 为 15%，市场空间亟待进一步整合，龙头企业市占率有望提高。

图表37 我国速冻火锅料市场规模及增速



资料来源: Frost & Sullivan, 平安证券研究所

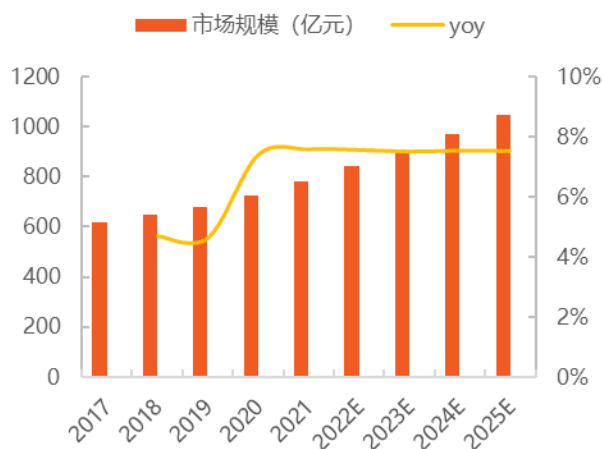
图表38 2021年我国速冻火锅料市场竞争格局



资料来源: Frost & Sullivan, 平安证券研究所

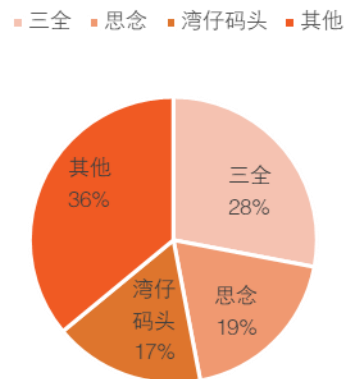
速冻面米制品行业发展成熟，市场集中度较高。速冻面米市场在中国发展时间较长，当前已处于行业成熟阶段。2021年我国速冻面米市场规模已稳步增长到782亿元，预计到2025年市场规模将突破千亿。从竞争格局角度看，速冻面米市场集中度较高，已形成三全食品、思念、湾仔码头“三足鼎立”的局面，行业CR3达到64%。C端市场壁垒较高，龙头消费者认知已建立且商超渠道进入门槛高，小企业难进入；B端需通过渠道开拓打开市场，依靠产品的差异化开拓新的增长点。

图表39 我国速冻面米市场规模及增速



资料来源: 智研咨询, 华经产业研究院, 平安证券研究所

图表40 2021年我国速冻面米市场竞争格局

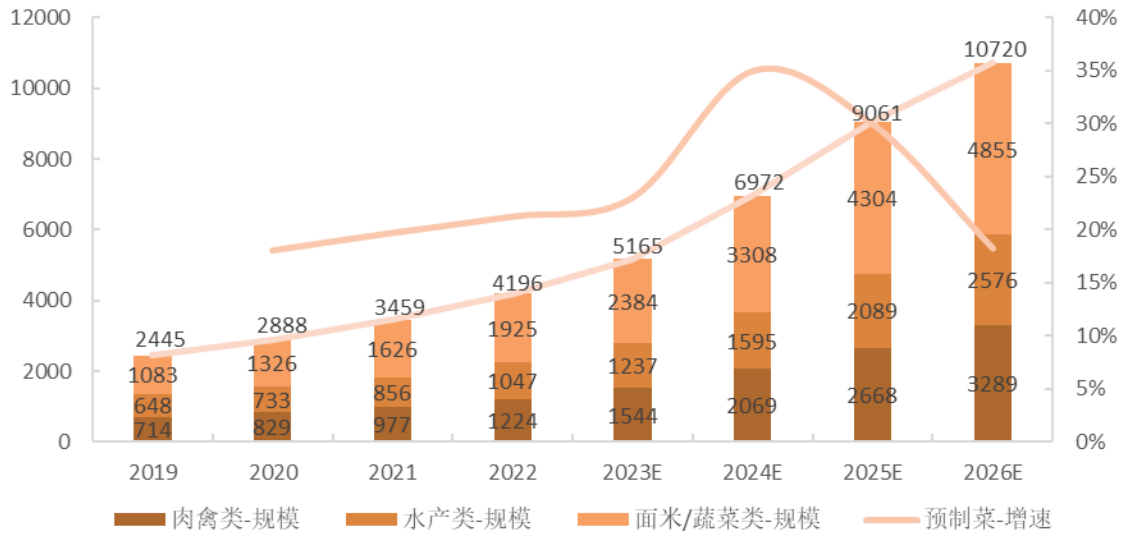


资料来源: 千味央厨招股说明书, 平安证券研究所

3.2 预制菜万亿级空间市场，行业集中度仍低

行业发展万亿级空间，人均消费量亟待提升。根据艾媒咨询数据，2022年中国预制菜市场规模为4196亿元，同比增长21.31%，预计未来中国预制菜市场将保持较高的增长速度，2026年预制菜市场规模将达10720亿。从人均消费量角度，2022年我国人均预制菜消费量仅为9.1KG，远低于预制菜产业成熟的国家的人均消费量，同年美、英、日的人均预制菜消费量分别为16.1KG、16.8KG、23.2KG；但我国人均消费量提升速度较快，提升空间大。

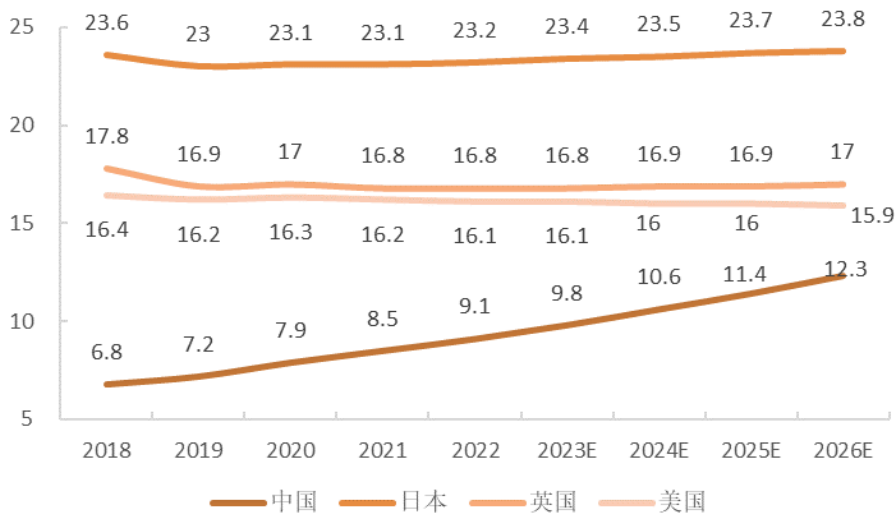
图表41 我国预制菜市场规模（亿元）及增速



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

面米/蔬菜类占半壁江山，肉禽类和水产类潜力大。根据艾媒咨询数据，分产品来看，2022 年肉禽类：水产类：面米/蔬菜类占我国预制菜市场规模的比重约为 3: 2.5: 4.5，面米/蔬菜类占据了近五成份额，但由于速冻面米制品已处于行业成熟阶段，预计未来增速相对较低；同时由于居民生活条件不断改善、饮食水平提升，肉禽类和水产类需求量增速将快于面米/蔬菜类。

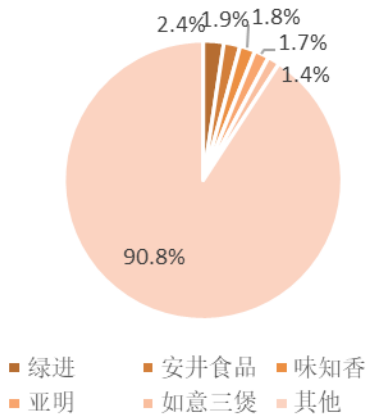
图表42 不同国家预制菜人均消费量对比（千克）



资料来源：Statista Market Insights，平安证券研究所

预制菜行业集中度低，区域特征明显：我国预制菜行业集中度较低，2020 年行业 CR5 仅为 9.2%，份额排名第一的绿进仅占 2.4% 市场份额，集中度有待进一步提升。同时，预制菜口味区域特征明显，各地预制菜主要品类及菜系有较大差异，且受到口味差异及运输半径限制，预制菜企业在各地发展出龙大美食、味知香、千味央厨、安井食品等等企业，且中小企业较多，暂未形成行业龙头。

图表43 2020年中国预制菜行业格局（不含速冻面米）



资料来源：华经产业研究院，平安证券研究所

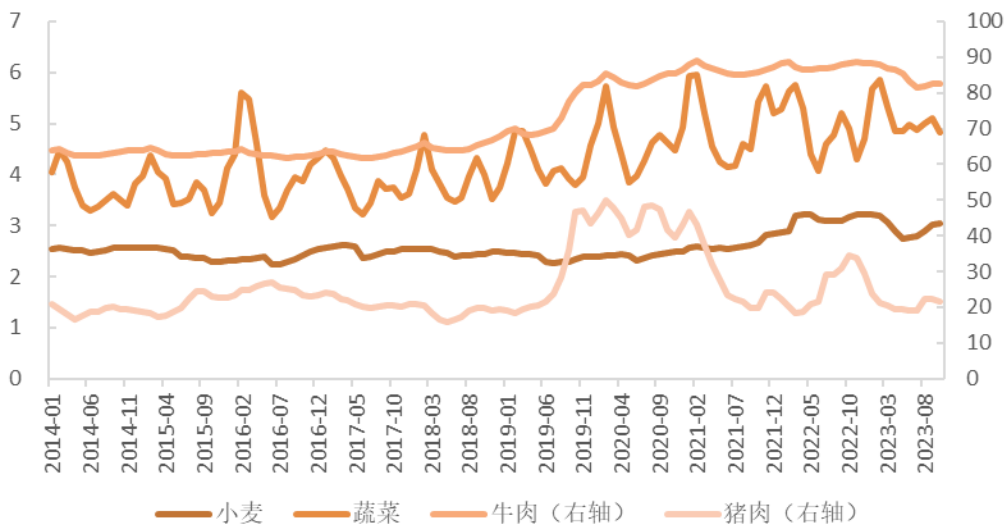
图表44 各地区预制菜企业

地区	预制菜企业
山东	龙大美食、惠发食品
江苏	味知香、好得睐
河南	三全食品、千味央厨
福建	安井食品、绿进食品
湖南	聪厨、彭记坊
广东	国联水产、蒸绘煮

资料来源：华经产业研究院，平安证券研究所

原材料成本占比预制菜成本极高，受原材料影响较大：预制菜产品直接材料成本（包括主材、辅材及调味品等）占产品总成本极高，据味知香招股说明书，肉禽及水产类直接材料占比甚至达90%以上，原材料周期价格波动对预制菜成本影响较大，最终影响其行业利润水平。当前预制食品主要原材料价格处于高位后的下滑阶段，小麦/蔬菜/牛肉/猪肉 2023年10月价格分别为3.04/4.83/82.69/21.51元/公斤，有一定利好。

图表45 预制食品主要原材料价格（元/公斤）

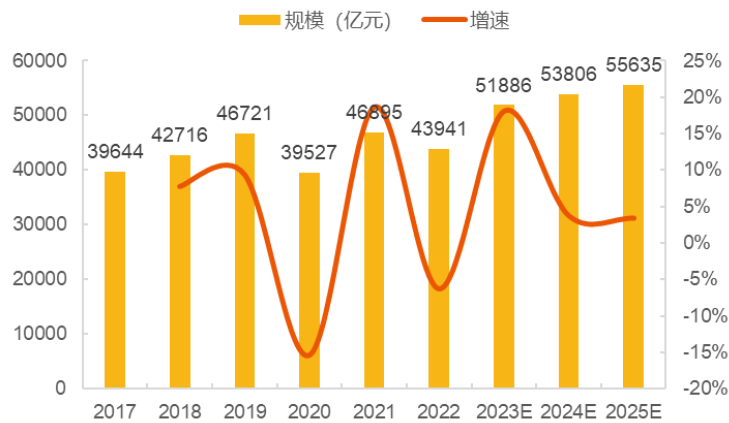


资料来源：ifind，平安证券研究所

3.3 餐饮连锁化进程加快，为预制食品提供土壤

中国连锁化进程加快。据国家统计局，我国餐饮业市场规模由 2017 年的 3.96 万亿元提升至 2022 年的 4.39 万亿元，CAGR 为 2.1%，随着疫情的影响逐渐消退，预计 2023 年餐饮市场规模将显著回升。据美团数据，我国餐饮市场连锁化率为由 2018 年 12% 提升至 2022 年 19%，始终保持增长态势，且对比美国 54% 的餐饮连锁化率，还有较大增长空间，预计我国连锁餐饮市场规模将持续提升。

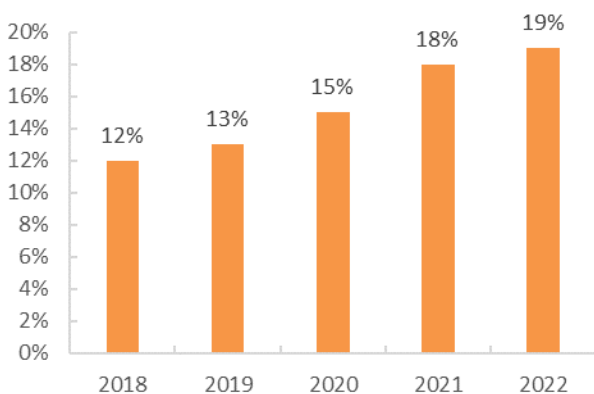
图表46 中国餐饮业规模



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

预制食品满足连锁餐饮以下需求：1) 提高出菜速度：翻台率与出菜速度成正比，采用预制食品可以缩短菜品加工时间、提升收入；2) 稳定餐品品质：连锁餐饮通常跨地域经营、规模较大，预制食品有助于标准化出餐，降低品控难度、保持餐品稳定性；3) 降低成本：预制食品对人力、能源等成本的节省高于原材料成本的提升，能够有效降低企业总成本。据中国连锁经营协会联合华兴资本发布《2021 年中国连锁餐饮行业报告》，真功夫、吉野家等头部连锁餐饮企业预制食品占比达 85% 以上。

图表47 中国餐饮连锁化率



资料来源：美团，平安证券研究所

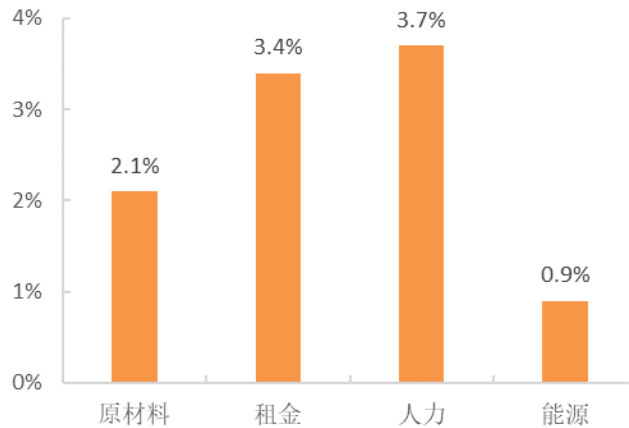
图表48 2021 年头部连锁餐饮企业中预制食品占比



资料来源：中国连锁经营协会，华兴资本，平安证券研究所

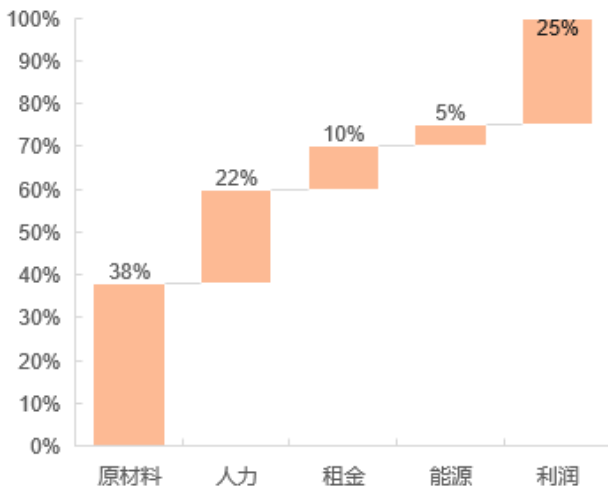
预制菜能够有效提高出餐效率，改善成本结构。从收入端来看，预制菜能够通过机械化、自动化实现高效出餐，提升企业生产力及餐厅翻台率，推动公司营收增长。从成本端看，餐饮业成本可大致分为原材料成本、租金成本、人力成本和能源成本，预制菜虽然提高了原材料成本，但能够有效降低人力成本和能源成本。一方面，据中国连锁经营协会联合华兴资本发布的《2021年中国连锁餐饮行业报告》，2019年人力成本增速为3.7%，原材料成本增速仅2.1%，人力成本在餐饮业所有成本中增速最高，故采用预制菜有助于企业在长期发展中节省成本；另一方面，据前瞻产业研究院，企业采用预制菜后，人力成本与能源成本的节省幅度高于原材料成本的提升幅度，若传统模式下利润为25%，预制菜模式下利润则为32%，综合来看采用预制菜能够有效降低企业总成本、提升利润水平。

图表49 2019年餐饮行业成本增速



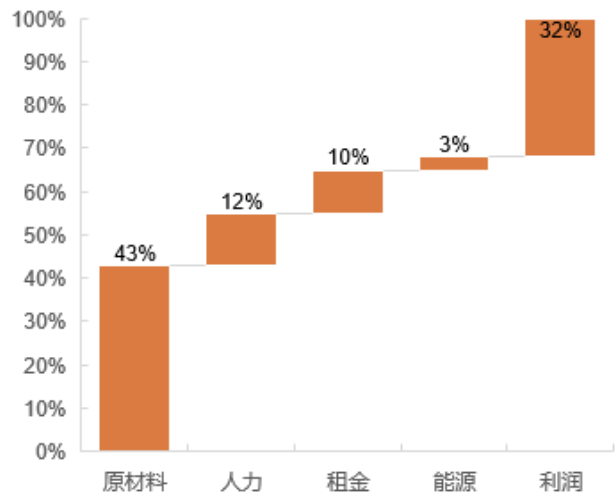
资料来源：中国连锁经营协会，平安证券研究所

图表50 传统模式-各指标占营业收入比重



资料来源：前瞻产业研究院，平安证券研究所

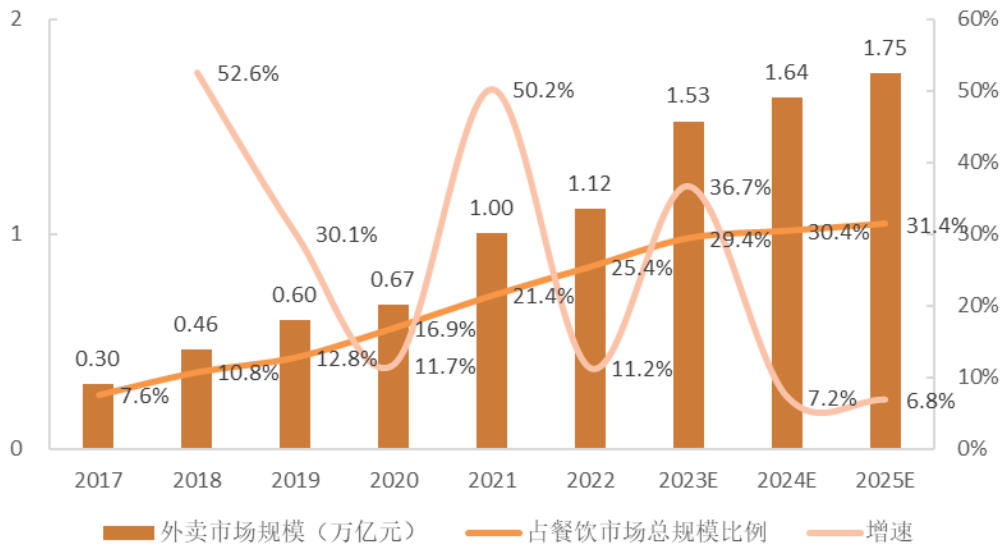
图表51 预制菜模式-各指标占营业收入比重



资料来源：前瞻产业研究院，平安证券研究所

外卖行业迅速崛起，在餐饮业规模占比逐年提升。据艾媒咨询，我国在线外卖行业市场规模由2017年0.30万亿元增至2022年1.12万亿元，CAGR为29.94%；在线外卖市场占餐饮市场总规模比例逐年上升，由2017年7.6%上升至2022年25.4%，外卖在人们的生活中占据着越来越重要的地位，预计未来外卖行业将继续保持增长趋势。

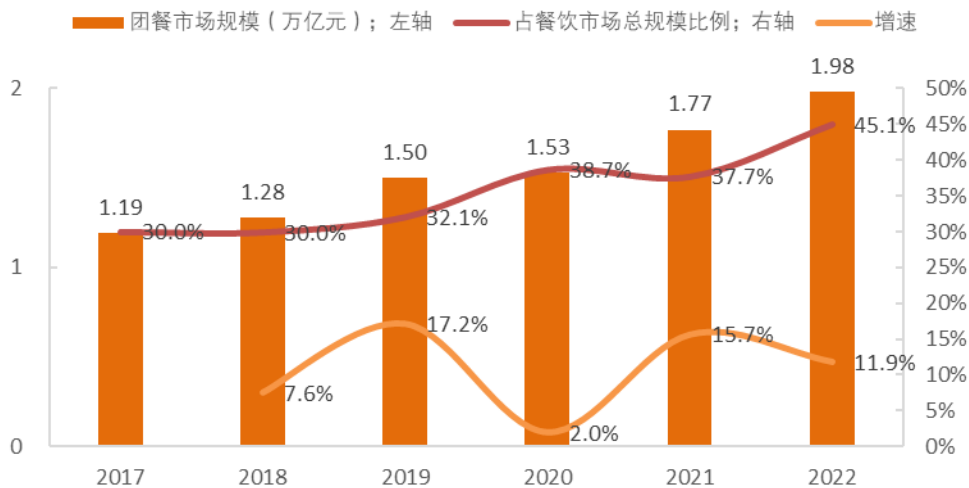
图表52 中国在线餐饮外卖市场规模



资料来源：艾媒咨询，国家统计局，平安证券研究所

团餐客群庞大稳定，业内连锁化品牌开始出现。团餐以承包食堂的形式服务于学校食堂、企业食堂、政府食堂等，具备稳定的客户群体，2020年在校人数和城镇就业人数总计约7.5亿人。2022年中国团餐市场规模为1.98万亿元，随着团餐多样化发展和行业服务、技术的升级，预估团餐市场规模将保持10%左右的增速。市场格局方面，根据中国烹饪协会数据，2020年我国团餐行业CR100仅6.7%，而根据中国饭店协会统计的数据，2020年美国和日本团餐CR10分别为80%和60%，我国团餐行业集中度有待提升。目前已经有部分企业开始打造连锁化品牌，如麦金地、美餐等。

图表53 中国团餐市场规模

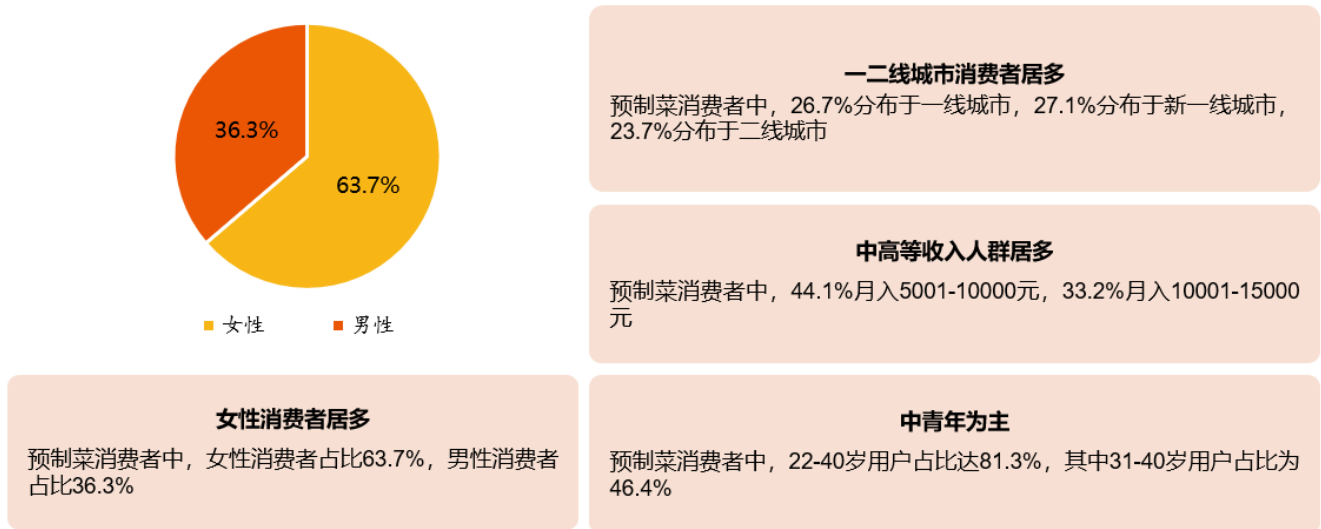


资料来源：国家统计局，餐饮老板内参，平安证券研究所

3.4 生活方式变化及疫情催化，推动消费者需求

C端预制菜消费者主要特征为：女性、一二线城市、中高等收入、中青年人群。据艾媒咨询于2023年7月调研数据显示，63.7%的C端预制菜消费者为女性，77.5%消费者分布于一二线城市，77.3%消费者月收入为5001-15000元，81.3%消费者年龄为22-40岁。

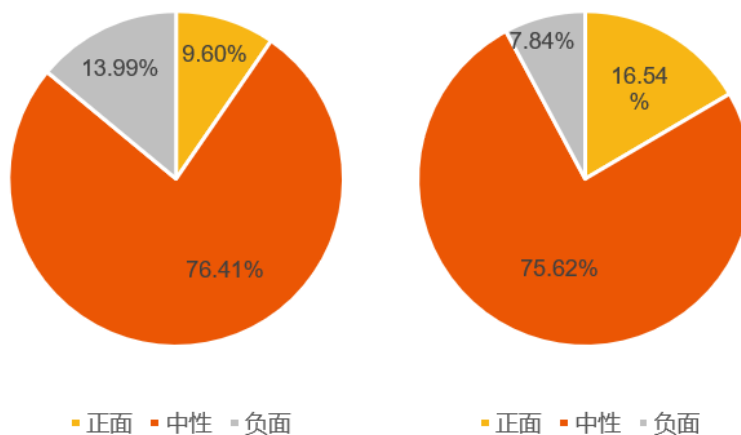
图表54 中国预制菜消费者画像（艾媒咨询调研于2023年7月）



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

消费者教育进行中，预制菜口碑向好。据艾媒咨询数据，消费者对预制菜的负面情绪主要来源于认为预制菜口味一般、性价比低、担忧食品安全、售后不到位等问题。据人民众云数据，2023年1-2月预制菜口碑以中性为主，占比为75.62%，正面评价占比16.54%。相较于2022年3月至2023年2月，预制菜口碑提升明显，正面口碑占比增加6.94pct，负面口碑下降6.15pct，其在消费者中的声誉在逐渐好转。

图表55 预制菜口碑变化（左图：2022年3月至2023年2月；右图：2023年1月至2月）

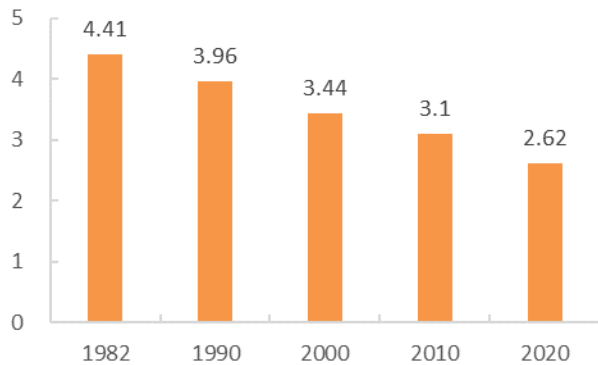


资料来源：人民众云，平安证券研究所

生活方式变化驱动C端市场快速扩容。1) 家庭小型化：1982年我国家庭规模为4.41人/户，至2020年下降至2.62人/户，一家三口的结构被打破，而“一人食”正是预制菜的重要应用场景；2) 生活节奏加快，追求便捷：2018至2023年，

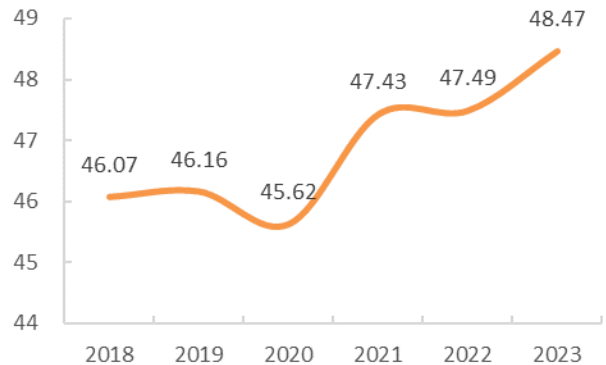
中国就业人员平均工作时间由 46.07 小时/周上涨至 48.47 小时/周，生活节奏越来越快，人们没有足够的时间精力准备复杂的食材和烹饪。预制菜或成为小型化家庭消费者寻求简单化、便捷化一日三餐的绝佳解决方案。

图表56 我国家庭规模（人/户）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表57 中国就业人员平均工作时间（小时/周）



资料来源：Wind，平安证券研究所

疫情催化 C 端市场加速扩容。疫情期间 C 端预制菜销量增速显著，美团、叮咚买菜、京东等电商纷纷布局。据京东超市联合蓝鲨研究院发布数据，2022 年京东预制菜成交额增速达 160%，超 400 家品牌提供超 2000 类产品，西贝莜面村、正大食品、安井、珍珠小梅园品牌销额增速分别达 163%、251%、1000%、300%。疫情结束后，C 端预制菜需求仍在增长，根据蓝鲨研究院，2023 年 618 期间，京东超市预制菜品类成交额同比增长超 100% 的品牌仍超 20 个。

图表58 京东超市 2022 年预制菜销售情况

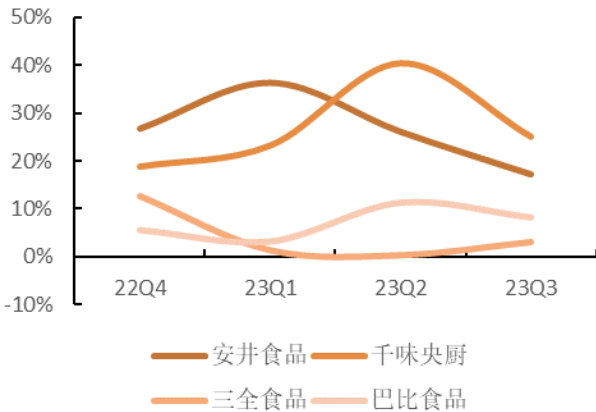


资料来源：京东超市，蓝鲨研究院，平安证券研究所

3.5 餐饮复苏叠加成本下行，盈利能力逐季改善

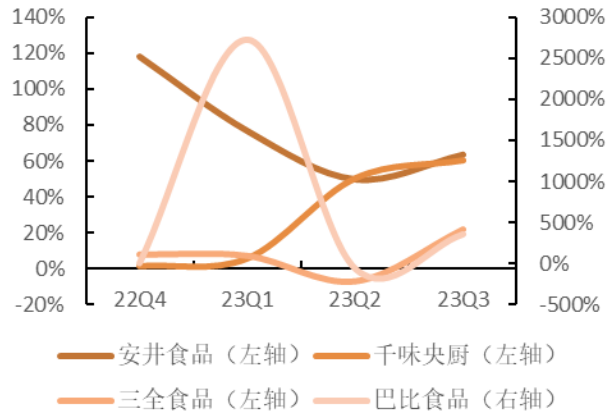
餐饮复苏叠加成本下行，板块表现亮眼。申万预加工食品板块 23Q1-Q3 实现营收 300.59 亿元，同比增长 31.78%；归母净利润实现 23.04 亿元，同比增长 25.28%。23Q3 安井食品/千味央厨/三全食品/巴比食品营收同比增长 17.21%/25.04%/3.03%/8.13%；归母净利润同比增长 63.75%/ 60.35%/22.05%/354.55%，2023Q1-Q3 盈利能力逐季改善，主要受益于原材料价格下行和餐饮行业复苏。

图表59 预制食品板块主要企业分季度营收同比增速



资料来源: ifind, 平安证券研究所

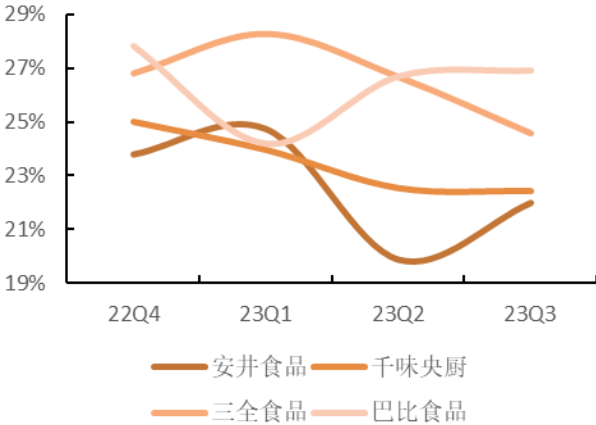
图表60 预制食品板块主要企业分季度归母净利润同比增速



资料来源: ifind, 平安证券研究所

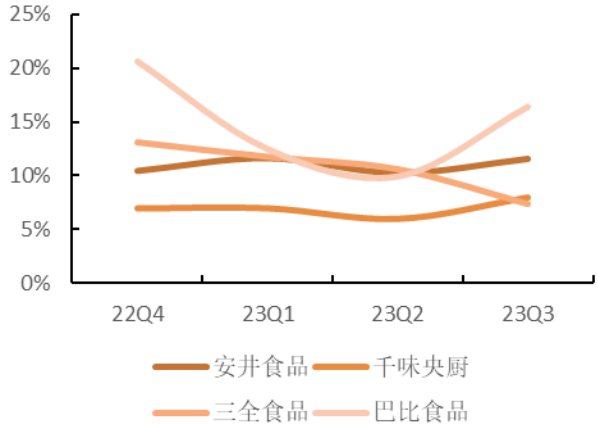
成本费用控制力提升，盈利能力明显改善。受益于原材料价格下行，预制食品板块企业毛利率正在改善。23Q3 安井食品/千味央厨/三全食品/巴比食品毛利率为 21.97%/22.41%/24.56%/26.93%，整体表现优秀，其中三全食品表现有所下滑是受到高毛利产品水饺营收增速放缓的影响。当前外部环境压力仍存，各企业的费用控制优化已取得一定成效。23Q3 安井食品/千味央厨/三全食品/巴比食品净利率分别为 11.55%/7.98%/7.40%/16.43%，多数企业净利率表现亮眼，主要是受益于渠道费用控制、广告精准投放。

图表61 预制食品板块主要企业分季度毛利率



资料来源: ifind, 平安证券研究所

图表62 预制食品板块主要企业分季度净利率



资料来源: ifind, 平安证券研究所

3.6 相关标的

安井食品：公司传统业务速冻面米已进入成熟阶段，业绩增长稳定，预计随原材料成本回落盈利水平将进一步提高；公司速冻火锅料制品龙头地位依旧稳固，23 年 Q1-Q3 消费场景逐渐修复，餐饮端需求提升叠加家庭火锅消费需求，速冻火锅料业务有望保持高增；公司预制菜板块正处于高速成长的放量阶段，公司抓住市场机遇，发力布局预制菜市场取得较大成效。总体来看公司渠道 BC 兼顾，生产布局完善，预制菜行业未来发展空间广阔，看好公司 2024 年延续亮眼表现。维持“推荐”评级。

千味央厨：伴随消费复苏场景恢复，大小 B 餐饮客户需求回暖，千味央厨 B 端收入 2023 年 Q1-Q3 增速较快。大 B 端，百胜中国今年以来表现强劲，华莱士维持稳定增长；小 B 端，社会餐饮渠道稳步复苏，乡厨及团餐需求旺盛，且与公司产品匹配性强。主要原材料价格已经有所回落叠加公司费用率不断改善，2024 年整体盈利能力将进一步提升。此外，公司拟定增用于建设新工厂解决产能瓶颈，并收购味宝食品切入茶饮供应链，同时千味央厨还积极进军预制菜赛道，进一步扩大 B 端客户优势，业绩弹性可期。维持“推荐”评级。

三全食品：受益于餐饮需求回暖，公司 2023 年 Q1-Q3 整体表现有所回暖。分市场来看，餐饮市场强势恢复，零售市场受同期高基数及消费力恢复缓慢有所下滑；分产品来看，同质化传统米面产品销量欠佳，创新米面如小笼包、蒸煎饺表现优秀，预制食品呈高增势态。整体来看，公司传统米面稳健经营，不断优化渠道布局，积极创新推动品类扩张，持续发力培育大单品，并坚持进行改革，优化成本结构控制费用支出。公司作为速冻米制品龙头，有望在后续实现高质量发展，建议关注。

巴比食品：2023 年 Q1-Q3 巴比食品持续推进门店数量扩张，单店收入与特许加盟收入均稳步增长，整体表现优秀。细分来看，公司团餐业务受政策放开等影响，正快速恢复，同时公司持续发力拓展便利连锁、餐饮连锁和零售平台客户，并逐步以香菇菜包等产品打开海外市场，实现多业务、多渠道、多区域发展。此外，公司正不断进行产品研发，希望不断丰富产品矩阵，满足多样化消费场景需求，建议关注。

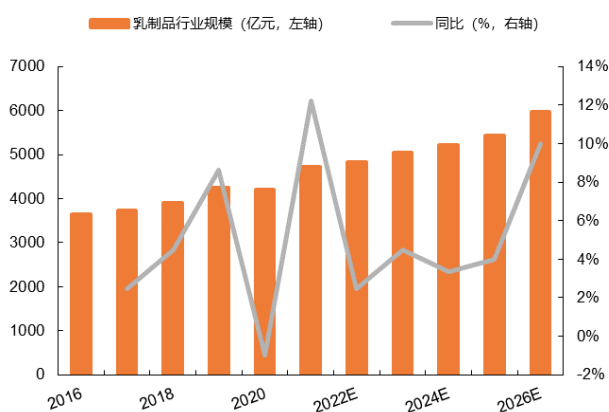
四、乳制品：看好全国性乳企的估值修复，及区域乳企的弹性释放

4.1 需求端规模大，供给端稳步增长

乳制品行业市场规模大，消费结构不断升级。2020 年受疫情影响，中国乳制品市场规模略有下滑，但由于乳制品的健康属性，行业需求依旧坚挺。根据灼识咨询数据，2016 年至 2021 年中国乳制品市场零售规模的 CAGR 为 5.3%，于 2021 年规模达到约 4714.2 亿元，预计将于未来五年保持约 4.8% 的增速，于 2026 年达到 5966.6 亿元。细分品类来看，白奶市场规模在 2021 年的占比约 31.4%；中国居民乳制品消费结构的不断升级，酸奶消费规模未来预计将有更快的增长；奶酪作为新兴市场，预计未来会成为增长最快的子市场。

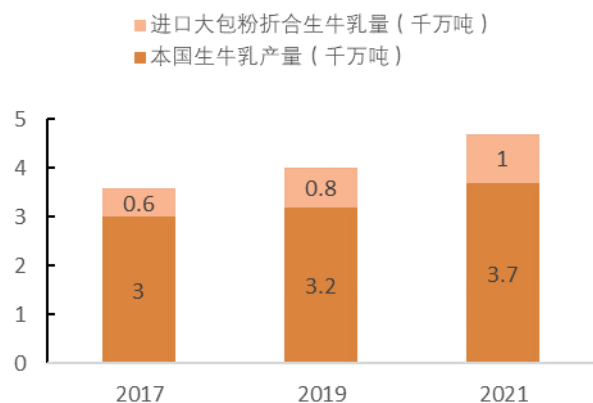
本土供应量稳步增长，供需关系缓和。供给端来看，我国上游奶牛养殖行业正逐步专业化、集中化，2021 年本国供应生牛乳产增长至 3.7 千万吨，且随奶牛单产与奶牛存栏量提升，未来供需关系有望进一步缓和。

图表63 中国乳制品市场零售规模（2016-2026E）



资料来源：灼识咨询，平安证券研究所

图表64 中国生牛乳产量

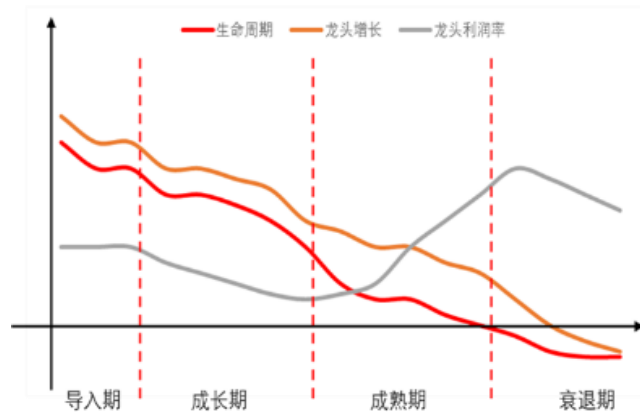


资料来源：灼识咨询，平安证券研究所

4.2 常温奶进入成熟期，低温奶迎来高速增长

常温奶进入成熟期，龙头优势稳固。常温奶当前处于产业发展的成熟期：行业增速降至低速，存量竞争特点更明显，有竞争力的企业通过抢占更多份额延续较快增长，且竞争格局优化使得利润率逐步提升。展望未来，我们认为成本压力下具有规模优势的乳企有望充分受益，挤压小企份额，实现市占率的进一步提升。

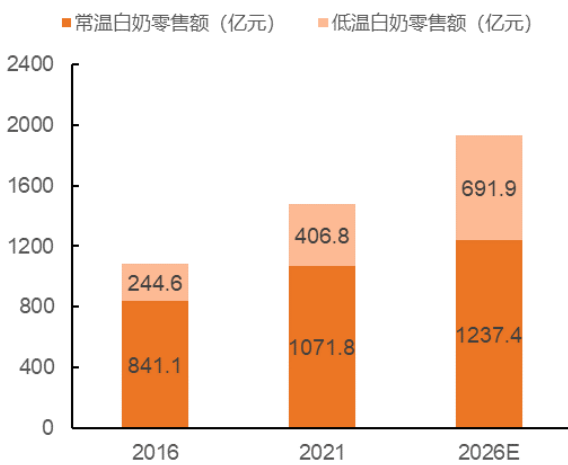
图表65 常温奶处于产业生命周期的成熟期



资料来源：灼识咨询，平安证券研究所

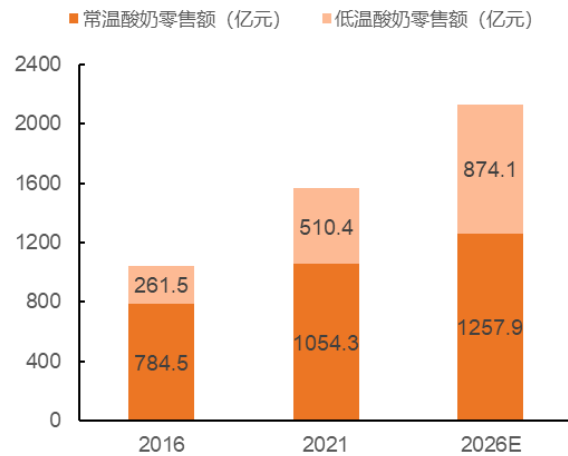
随着冷链运输的完善,低温奶增速将加快。2016-2021年低温白奶零售规模从244.6亿元增长至406.8亿元,CAGR为10.7%,显著高于常温白奶5.0%的增速;低温酸奶零售规模由261.5亿元增长至510.4亿元,CAGR为14.3%,远高于常温酸奶6.1%的增速。低温奶的拓展依奶源地遵循“圆心-半径”理论,以奶源地为圆心,冷链运输为半径,随着冷链基础设施的不断完善,低温奶的销售半径将被不断扩大,市场规模增速将远超常温奶。

图表66 中国白奶市场零售规模



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

图表67 中国酸奶市场零售规模



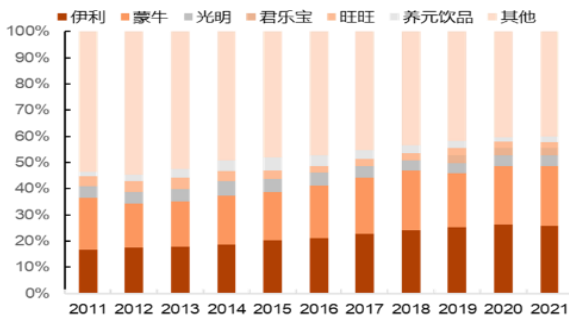
资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

4.3 行业竞争趋缓，高端化趋势延续

行业集中度提高,竞争趋势有所放缓。2011-2021年间,伊利和蒙牛的市场份额占比分别提升9.0/3.1pct,达到25.8%/22.8%,其他小品牌市场份额由53.5%降到40%,受到技术、成本、品牌力等影响,市场份额逐渐被头部企业占领。

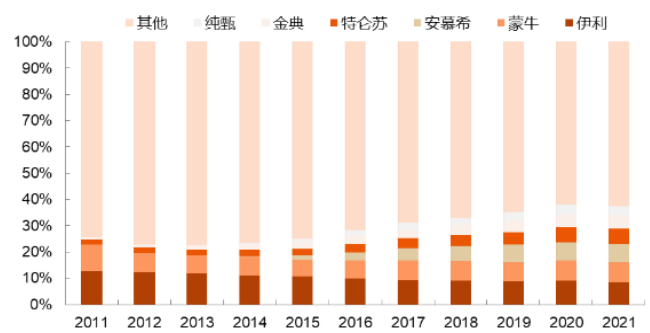
乳品高端化趋势明显,高端品牌占比持续提升。受益于人均收入水平提升,人们对健康化、高端化产品愈发青睐。各大乳品品牌通过产品创新和品牌升级,给消费者带来高端奶、有机奶等产品,匹配有机生活理念,使得高端品牌占比持续提升,2011年至2021年,安慕希/特仑苏/经典/纯甄占比分别提升6.8/3.7/4.5/3.4pct。

图表68 近年乳制品行业集中度整体呈提升态势



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表69 高端品牌占比持续提升

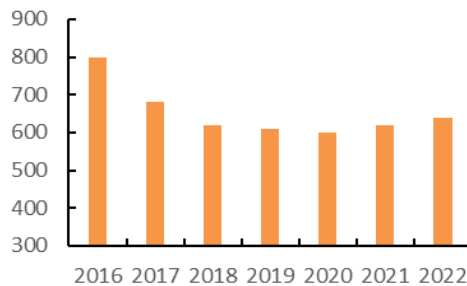


资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

4.4 原奶产量稳步提升，均价进入下行区间

奶牛存栏量有所回升。早期我国奶牛养殖主要以小规模散户养殖为主，2016年以来我国对奶牛养殖行业监管力度不断加强，部分养殖牧场被关停，使得奶牛存栏量有所下滑。近年受到牧场规模化、专业化进一步提升，在下游需求的推动下，奶牛存栏量有所回升，2022年恢复到约640万头，同比增长3.2%。

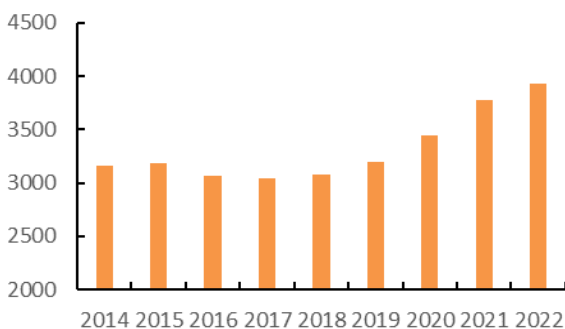
图表70 奶牛存栏量(万头)



资料来源: 智研咨询, 国家统计局, 平安证券研究所

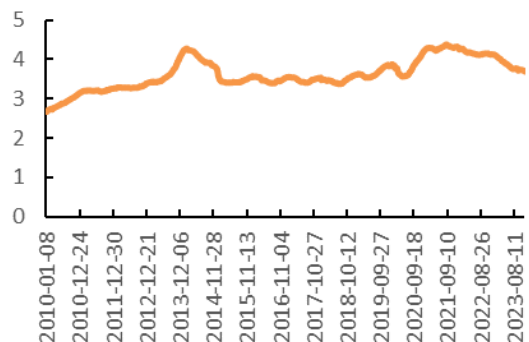
原奶产量稳步提升，均价进入下行区间。受益于养殖技术提升，我国牧场奶牛单产已超欧盟平均水平，原奶产量稳步提升，2022年已达3932万吨。受此影响，原奶均价也自2021年8月起持续下行，2023年11月已降至约3.69元/公斤，累积降幅15.75%，并呈现持续下滑趋势，对中游乳制品加工企业持续利好。

图表71 原奶产量(万吨)



资料来源: 国家统计局, ifind, 平安证券研究所

图表72 原奶平均价(元/公斤)

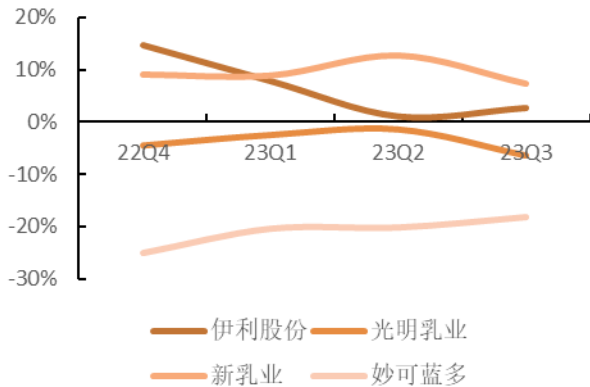


资料来源: 国家统计局, ifind, 平安证券研究所

4.5 低温奶表现突出，奶酪持续承压

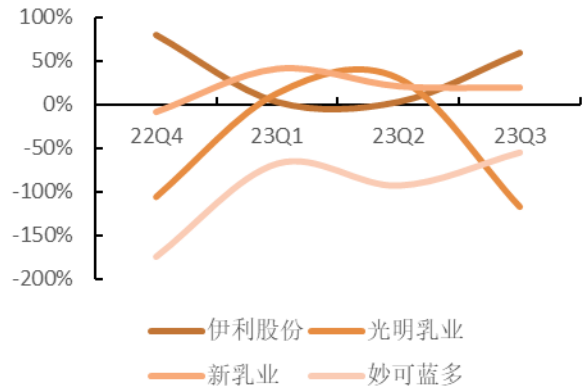
板块整体回暖，细分赛道间有所分化。申万乳制品板块 23Q1-Q3 实现营收 1534.46 亿元，同比增长 2.56%；归母净利润实现 112.52 亿元，同比增长 20.17%，板块表现有所回暖。2023Q3 伊利股份/光明乳业/新乳业/妙可蓝多营收分别同比变动 2.71%/-6.44%/7.25%/-18.30%，归母净利润分别同比变动 59.44%/-117.36%/19.08%/-54.39%。其中伊利及新乳业归母净利润增速较高，而光明乳业和妙可蓝多表现欠佳，光明乳业主要受到牧业产品的影响，而妙可蓝多则是受到奶酪行业需求不振的冲击。

图表 73 乳制品板块主要企业分季度营收同比增速



资料来源: ifind, 平安证券研究所

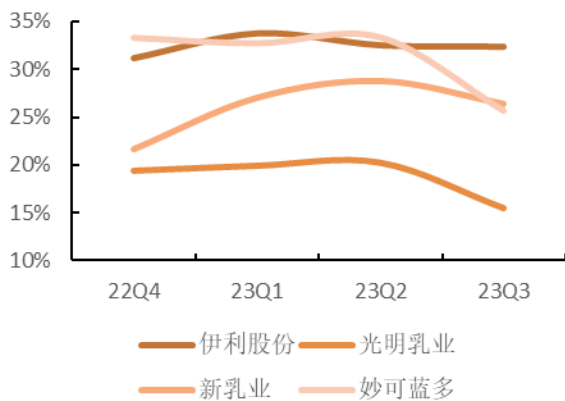
图表 74 乳制品板块主要企业分季度归母净利润同比增速



资料来源: ifind, 平安证券研究所

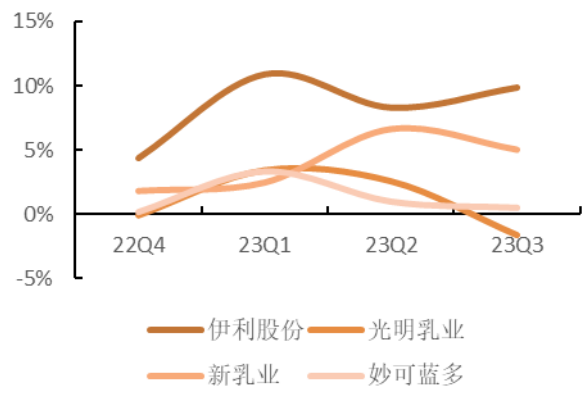
成本压力改善，细分赛道压力仍存。受原奶价格下行利好，乳制品板块企业毛利率表现有所改善。23Q3 伊利股份/光明乳业/新乳业/妙可蓝多毛利率为 32.37%/15.52%/26.43%/25.64%，其中光明乳业毛利率表现低于其他公司主要是受到高毛利产品销量下滑的影响。23Q3 伊利股份/光明乳业/新乳业/妙可蓝多净利率分别为 9.82%/-1.64%/5.02%/0.53%，光明乳业和妙可蓝多盈利能力相对行业仍有提升空间。

图表 75 乳制品板块主要企业分季度毛利率



资料来源: ifind, 平安证券研究所

图表 76 乳制品板块主要企业分季度净利率



资料来源: ifind, 平安证券研究所

4.6 相关标的

伊利股份: 2023 年 Q1-Q3 公司业绩表现有所复苏，其中液态奶业务实现恢复性增长，主要受到原奶价格下滑以及送礼需求恢复的利好；常温酸奶仍有所承压，但公司通过联名等手段不断激活产品活力，有望保障安慕希收入稳中有升；奶粉及奶酪等产品则继续进行渠道下沉抢占市场，以期实现长期增长。整体来看，公司依然保持龙头优势地位，收入端有望随消费复苏进一步改善，成本端原奶价格持续回落将带来利润空间，未来盈利能力有望持续提升，维持“推荐”评级。

新乳业：公司 2023 年 Q1-Q3 业绩表现优秀，收入端实现稳健增长。分产品来看，受益于公司坚持“鲜”战略及匹配产品特点的营销，低温鲜奶、低温酸奶等产品实现稳步增长；分渠道来看，公司不断强化 DTC 业务能力，积极布局电商渠道，实现了高速增长。此外，公司还不断优化产品结构并控制费用率，提高自身盈利水平。整体来看，公司战略清晰，持续锚定低温奶优势产品，并受益于原奶价格下落，2024 年公司盈利能力有望持续提升，建议关注。

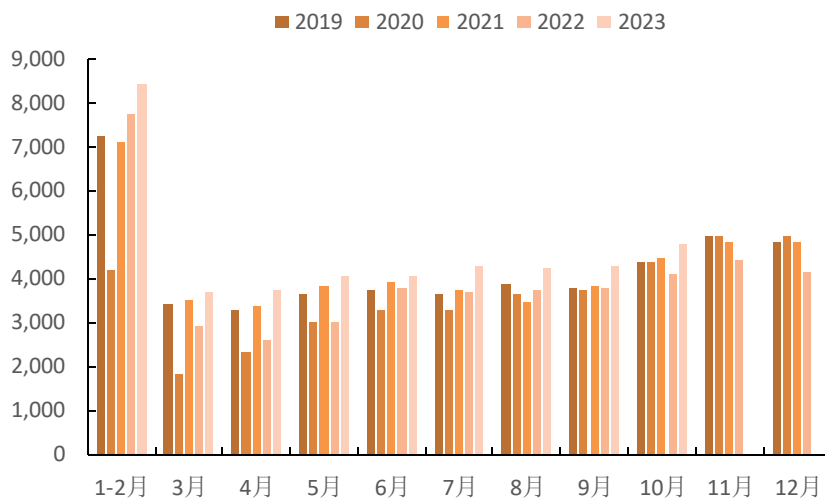
妙可蓝多：公司 2023 年 Q1-Q3 受产品结构影响，业绩表现整体承压。从收入端看，整体消费需求疲软，公司主营产品奶酪受到高单价、可选属性强等因素影响销量受到较大影响。但从费用端来看，公司积极控费提效，不断优化经销商质量提升广告投放效率，精简员工薪酬支出，实现销售管理双费递减，效果显著。此外，公司还持续提升渠道运营能力，并发布了新品有机奶酪棒和慕思奶酪杯刺激消费者购买需求，形成休闲+餐饮，2B+2C 双轮驱动的营销模式，努力探索新的奶酪大单品发展路径，促进业绩增长，长期来看，我们看好公司 2024 年业绩的触底反弹。维持“推荐”评级。

五、调味品：经营底部确立，内部管理改善

5.1 行业处于调整期，餐饮复苏有望带动回暖

行业调整期，期待餐饮复苏带动回暖。目前调味品行业仍处于库存消化阶段，叠加消费复苏由强转弱的影响，整体动销情况表现一般。但从上市公司披露的 2023 年三季报情况来看，调味品行业企业经营节奏持续向好，多数企业仍保持增长，基本面表现稳定；当前社零餐饮收入正环比提升，餐饮正在持续复苏，推动调味品库存消化，后续餐饮需求复苏提速下，调味品行业有望回暖。

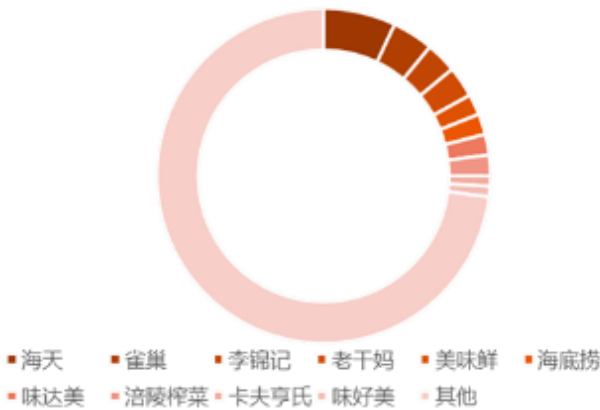
图表 77 我国社会消费品零售总额餐饮收入（亿元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

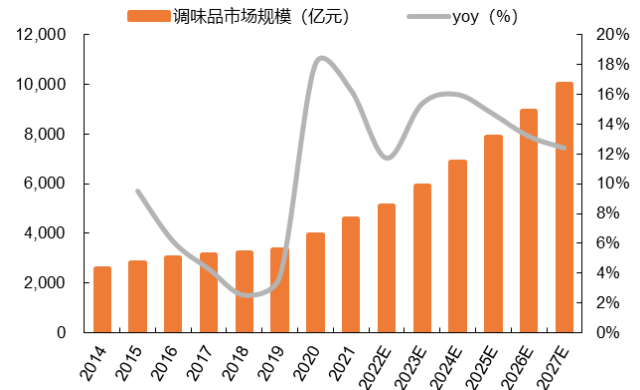
竞争格局分散，市场空间仍具想象力。调味品市场竞争格局较为分散，尚未出现垄断性龙头企业，根据 Euromonitor，我国调味品行业市场集中度不断提升，CR10 从 2010 年的 25% 上升至 2020 年的 28%。行业集中度仍有较大提升空间，龙头企业有望因此受益。同时调味品行业市场空间仍具潜力，根据艾媒咨询，我国调味品行业市场规模自 2014 年的 2595 亿元增长至 2021 年的 4594 亿元，预计到 2027 年可增长至 10028 亿元，2014-2027 年 CAGR 为 10.96%，调味品行业发展空间仍大。

图表78 2021年我国调味品行业竞争格局(%)



资料来源：前瞻产业研究院，Euromonitor，平安证券研究所

图表79 2014-2027年中国调味品行业市场规模及增长率

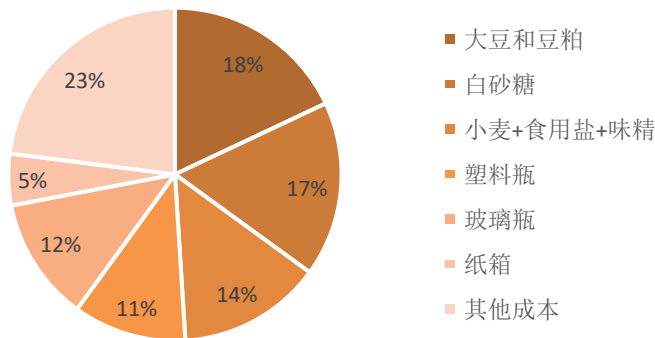


资料来源：前瞻产业研究院，Euromonitor，平安证券研究所

5.2 原材料依存度高，价格回落有望兑现利润

原材料依存度高，价格影响较大。对于调味品而言，其直接材料约占总成本的80%，因此原材料价格是对成本影响最大的因素。以海天味业的酱油为例，其中大豆和豆粕占总成本的18%，白砂糖占总成本的17%，小麦、食用盐、味精共占14%，塑料包装、玻璃包装两类包材成本分别约占总成本的11%和12%，而制造费用、人工费用、运输费用总共仅占总成本的24%。整体而言，调味品厂商对原材料依存度较高，原材料价格波动会对调味品厂商产生较大影响。

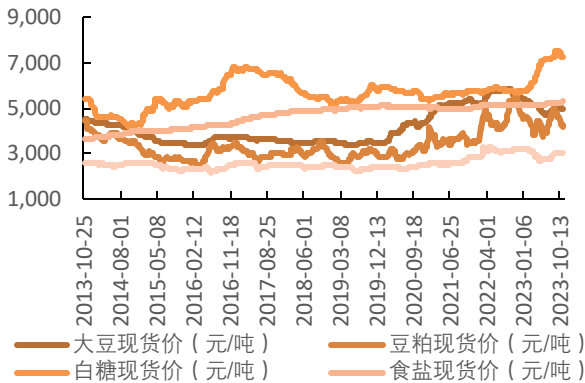
图表80 海天味业酱油成本构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

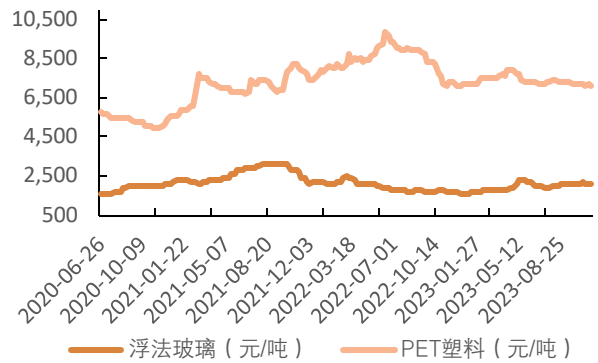
原材料价格回落，利润弹性有望兑现。同样以海天味业的酱油为例，其主要原材料大豆的价格由2022年约5500元/吨的高位，到2023年10月回落至约5000元/吨，价格有所回落且趋于稳定，其他原材料也呈现同样趋势。而主要包材方面，浮法玻璃价格由2021年9月3130元/吨的高位，至今降至约2100元/吨；PET塑料也同样由2022年6月9680元/吨高位下滑至7230元/吨的相对低位。整体而言调味品原材料价格有所回落且趋于稳定，调味品厂商利润弹性有望兑现。

图表81 2013-2023年酱油原材料现货价格(截至23年11月10日)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表82 2020-2023年包装材料现货价格(截至23年11月10日)

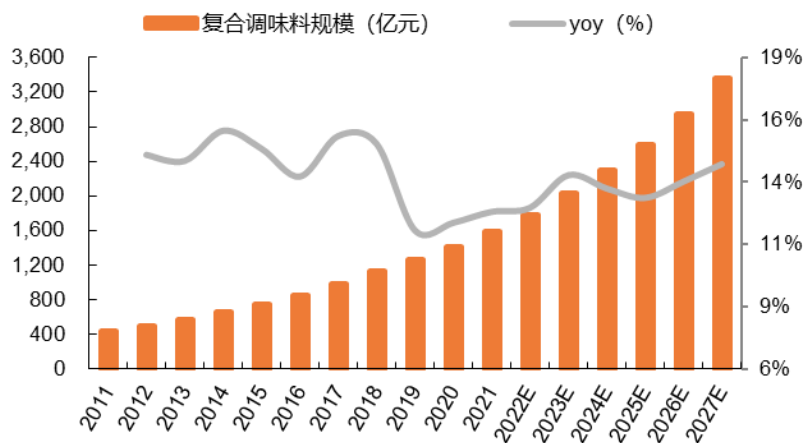


资料来源: Wind, 平安证券研究所

5.3 复调高速增长赛道，渗透率加速提升

复调高增赛道，市场空间潜力大。调味品行业正在向“基础调味品-复合调味品”演变。在外食餐饮场景下，复调顺应了终端餐饮连锁化、外卖化趋势，降本增效保持口味一致性，提升烹饪效率实现外卖强时效性。在家庭餐饮场景下，以其便捷性，适应懒人经济，满足家庭消费诉求。根据艾媒咨询统计数据，我国复合调味品行业市场规模从2011年的432亿元增长至2021年的1588亿元，预计2027年达到3367亿元，2011-2027年CAGR为13.69%，明显高于同期调味品行业市场规模增速，复调行业市场空间广阔。

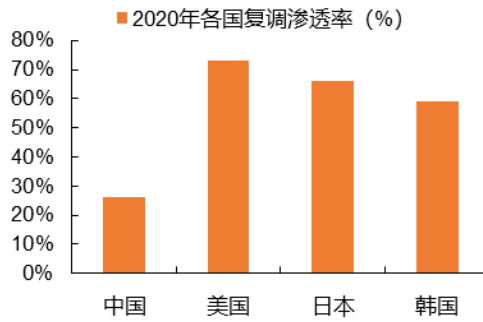
图表83 我国复合调味料长期保持双位数增长趋势



资料来源: 前瞻经济学人, 平安证券研究所

行业导入期，渗透率加速提升。目前复合调味品行业还处于导入期，根据艾媒咨询，整体渗透率约20%左右，正处于渗透率高速增长的临界点。可预见的是未来伴随着复合调味品的产业演变、消费者认知改变和市场接受度的提高，复合调味品渗透率将在20%提高到40%的阶段中加速渗透，走进寻常百姓家。横向来看，我国复合调味品渗透率相较于日韩美等国家仍有较大差距，其中2020年美国复合调味料渗透率高达73%，我国复调渗透率仍有提升空间。

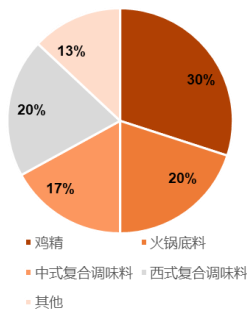
图表84 复调渗透率相较发达国家仍有距离



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

行业集中度低，细分品类赛道多。目前复合调味料中规模相对较大的细分品类主要有鸡精、火锅调味料、中式复合调味料、西式复合调味料等。其中鸡精品类发展较为成熟，CR5 达到 85%；火锅调味料 CR3 达到 35%，集中度相对高；中式复合调味料 CR3 达到 8%；西式复合调味料竞争分散，难以计算集中度。整体来看，复调行业竞争格局仍较为分散。虽各细分赛道皆有一定规模企业，但不同品类产品相差较大，不同赛道企业间并不产生直接竞争。定制西式复调品类竞争分散，行业正处于快速成长时期，未来集中度提升将成为行业内龙头公司成长的新动能。

图表85 2021年复合调味料细分品类市场规模占比



资料来源：前瞻经济学人，平安证券研究所

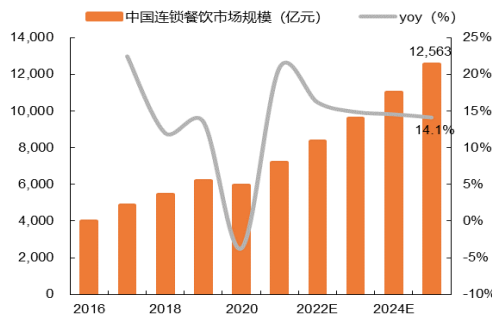
图表86 2021年复合调味品各细分行业情况

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

资料来源：华经情报网，华经产业研究院，平安证券研究所

餐饮连锁趋势化延续，推动复调需求端持续扩容。复调下游直面终端餐饮，但由于我国中餐细分菜系种类较多，制作过程复杂且较为依赖厨师的烹饪手艺，产品标准化存在一定难度，因此我国餐饮行业连锁率较低，但随着人工、原料、租金等成本端的上升，打造餐饮连锁化实现降本增效愈发有必要。疫情之后餐饮连锁化进程加速，终端餐饮竞争激烈，推动复调需求端持续扩容。

图表87 2016-2025E 连锁餐饮市场规模及增速

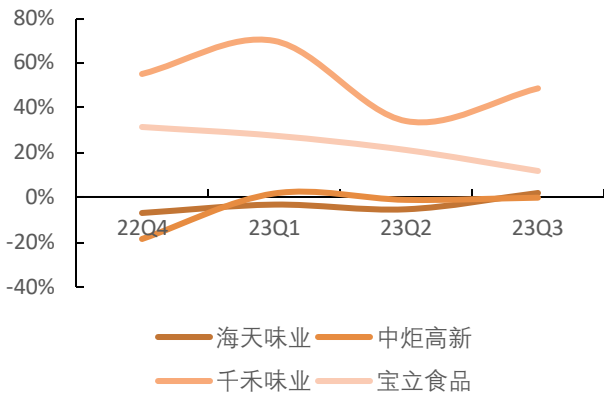


资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

5.4 板块或迎来业绩拐点，企业表现逐季改善

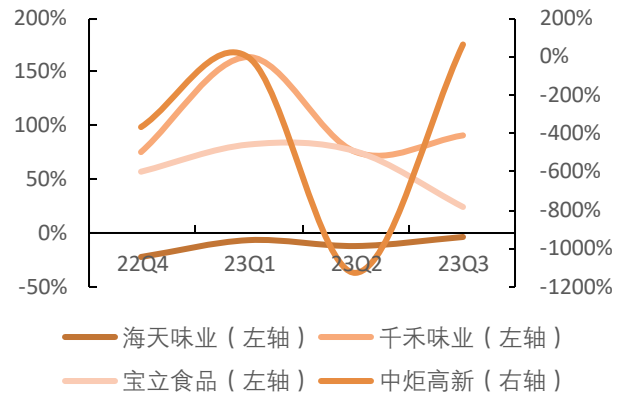
需求逐步恢复，板块或迎来业绩拐点。申万调味发酵品板块 23Q1-Q3 实现营收 381.64 亿元，同比增长 4.95%；归母净利润实现 59.91 亿元，同比下降 21.82%，主要是受到板块成分股变动影响，但单三季度归母净利润同比变动已转正，板块活力正在复苏。23 年零添加品类千禾味业表现优秀，西式复调宝立食品表现亦不俗，23Q3 营收同比增长 48.45%/11.80%；归母净利润同比增长 90.43%/23.68%。海天味业/中炬高新等基础调味品企业则持续承压，23Q3 营收同比变动 2.20%/-0.38%；归母净利润同比变动-3.24%/61.35%。

图表 88 调味品板块主要企业分季度营收同比增速



资料来源: ifind, 平安证券研究所

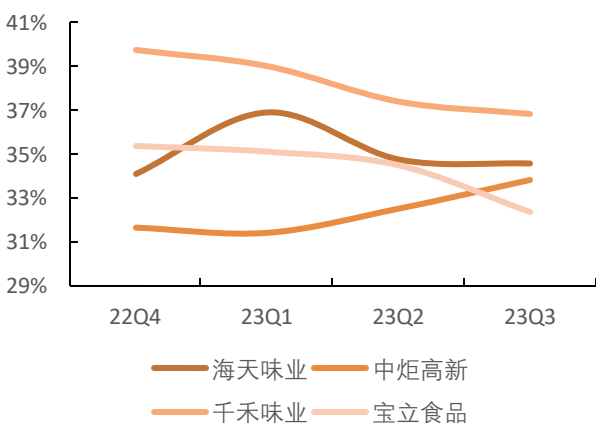
图表 89 调味品板块主要企业分季度归母净利润同比增速



资料来源: ifind, 平安证券研究所

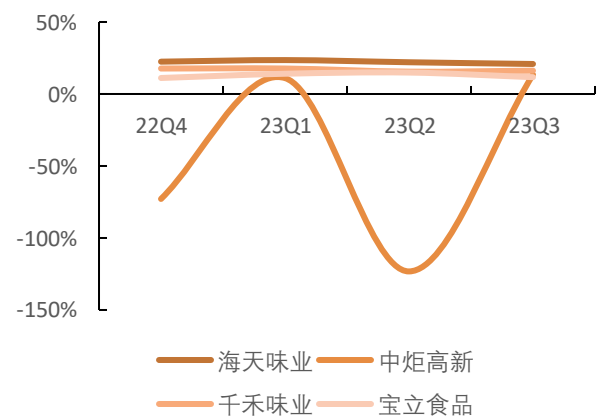
成本费用结构持续优化，盈利能力有所改善。受益于原材料、包材价格下行，调味品板块企业毛利率正在改善。23Q3 海天味业/中炬高新/千禾味业/宝立食品毛利率为 34.54%/33.86%/36.87%/32.34%，其中海天味业与宝立食品毛利率环比表现下滑均是受到销售结构影响，分别是由于高毛利酱油品类与轻烹业务占比有所下降。在外部环境仍欠佳的大背景下，各公司费用均有所缩紧，降低广告费用投放并精准营销方向，同时聚焦费效比更高的渠道。23Q3 海天味业/中炬高新/千禾味业/宝立食品净利率分别为 21.73%/14.04%/16.30%/12.03%，多数企业净利率持续修复，海天味业则主要受到 B 端恢复缓慢影响，净利率仍在持续承压。

图表 90 调味品板块主要企业分季度毛利率



资料来源: ifind, 平安证券研究所

图表 91 调味品板块主要企业分季度净利率



资料来源: ifind, 平安证券研究所

5.5 相关标的

海天味业：2023年Q1-Q3公司业绩持续承压，但Q3收入增速已转正，改革结果初步显现。公司从产品、渠道、供应链等多维度持续改革，以维持巩固行业龙头地位。产品方面，公司持续加强产品创新，打造多元产品矩阵满足多元化市场需求，在维持酱油、蚝油及酱类三大核心业务基础上，持续发力食醋、料酒等新品类，借助调味品平台及渠道优势提升市占率。渠道方面，公司一方面增加餐饮渠道费用与SKU投放，不断拓展渠道深度；另一方面推动线上线下多渠道发展，加速零添加产品布局，持续优化产品结构，并精简供应商数量。供应链方面，公司利用数字化、智能化技术赋能产销一体化，力争降本增效。长期来看，公司作为调味品龙头，在品牌/产品/渠道方面竞争优势突出，市场份额加速提升，我们看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

宝立食品：公司2023年Q1-Q3业绩表现逐步回暖，大B端业务保持稳健增长，不断开发新品类满足客户要求，并逐步拓展中小B客户；同时公司发力发展C端业务，在维持线上高增的同时，加快线下渠道建设，成立线下团队，推动空刻意面进入零售商超货架，扩宽产品触达面。此外，公司还着手布局烘焙赛道，积极优化成本费用，以期长期高质量发展。总体而言，公司依靠稳固的B端客户及意面龙头地位，有望在消费复苏确定性加强的背景下，进入上升通道，业绩增长可期。维持“推荐”评级。

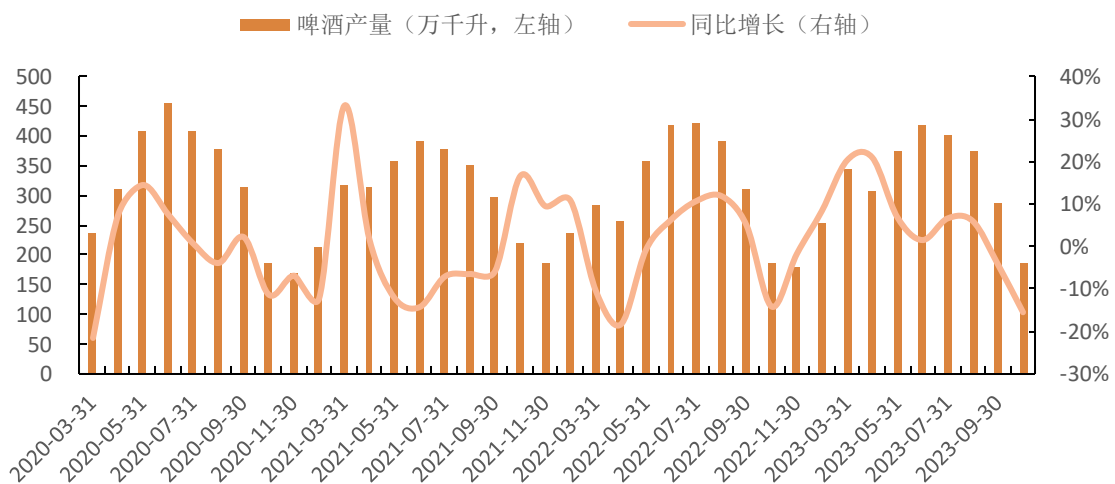
千禾味业：公司积极把握零添加市场红利，持续强化健康的品牌标签，零添加龙头地位逐渐凸显，2023年Q1-Q3收入表现亮眼。一方面，公司零添加产品矩阵持续扩容，流通渠道进一步打开；另一方面，2023年成本压力改善，原材料、包材、运输费率降低为公司利润率提升提供助力。整体来看，在内部，公司愈发精准的费用投放与严格把控的费效比为企业优秀盈利能力打好基础；在外部，公司加快传统渠道招商铺货，在西部大本营市场实现德定增速的同时积极拓展其他区域，并持续建设优化电商渠道，实现多渠道前面铺设。我们看好公司不断提升运营效率和渠道竞争力，丰富产品矩阵，因地制宜提升公司核心竞争力。建议关注。

六、啤酒：成本红利贡献利润弹性，长期高端化逻辑不变

6.1 产销承压，行业迈入存量竞争时代

随着消费场景恢复，啤酒旺季产量回升。从2023年单月产量来看，3/4/5/6/7/8月产量分别同比提升20.4%/21.1%/7.0%/1.6%/6.7%/6.1%，9/10月产量则分别同比下滑4.1%/15.4%。随着外部环境好转，现饮场景逐渐复苏，叠加今年各地高温天气频发，啤酒旺季景气度维持高位，但月度差异较为明显。

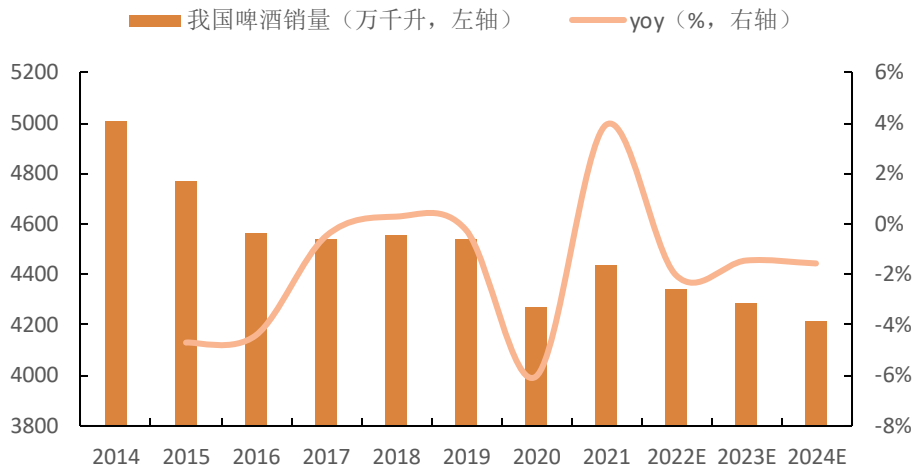
图表92 全国规模以上啤酒企业单月产量及增速



资料来源：ifind，国家统计局，平安证券研究所

销量方面持续承压，呈下滑趋势。2018年销量小幅企稳回升后继续下行，2020年疫情影响下同比下滑6.03%，2021年销量同比回升3.91%至4436万千升。根据Euromonitor预测，预计2024年我国啤酒销量预计下降至4216万千升，同比下滑1.56%。

图表93 中国啤酒销量和增速

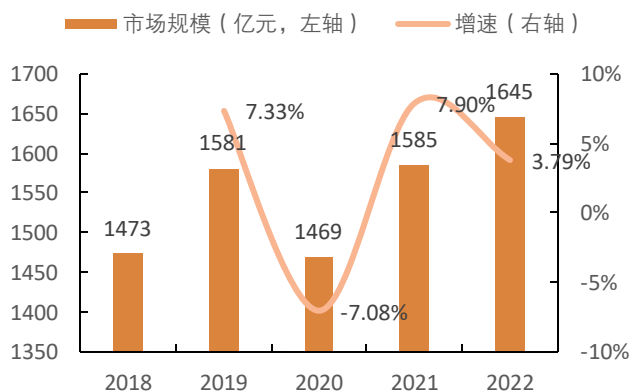


资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

啤酒市场规模增速放缓，提价弥补销量下降。2020年受疫情影响市场规模下滑至1469亿元，2021年销量虽不及疫情前，但市场规模实现1585亿元，恢复至疫情前水平，行业性提价一定程度上弥补了销量的持续性下滑。2022年啤酒市场规模小幅增长至1645亿元，增速放缓至3.79%。

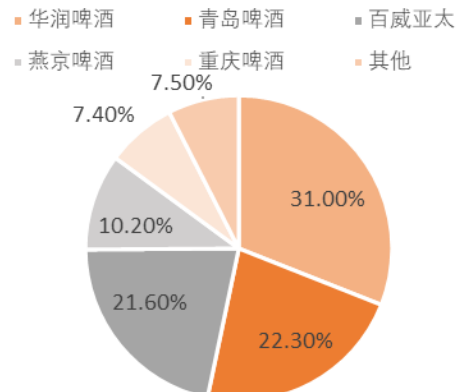
五强确立，竞争格局稳定。现阶段我国啤酒行业为寡头垄断式竞争，已形成稳定的“五王争霸”的竞争格局。龙头企业们纷纷从生产效率、管理能力、盈利能力等方面发力，以占据优势地位。按销量计，2021年我国啤酒行业CR5为92.5%，其中华润啤酒份额最高，占比31.0%，青岛啤酒为22.3%，百威亚太为21.6%，燕京啤酒为10.2%，重庆啤酒为7.4%，其他小企业共占7.5%，主要是以珠江、金星、兰州黄河等为代表的本土啤酒厂，和三得利、蓝带、喜力为代表的国际啤酒巨头。

图表94 中国啤酒市场规模



资料来源: 艾媒咨询, 中国酒业协会, 平安证券研究所

图表95 2021年我国啤酒行业市场份额 (按销量计)

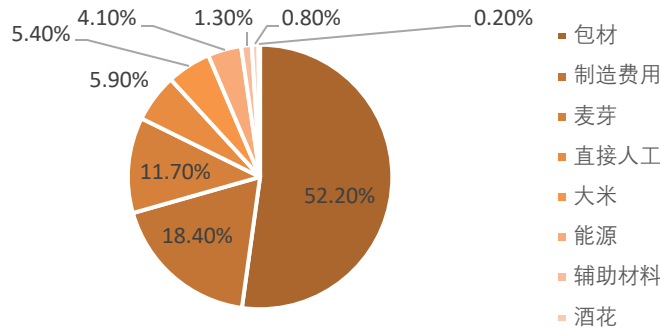


资料来源: 中国酒业协会, 头豹研究院, 平安证券研究所

6.2 成本压力较 22 年缓解，释放利润弹性

啤酒生产成本中包材占比较大，通过提价传导。从成本构成看，啤酒成本结构中占比最大的为包材成本，占 52.2%；其次为制造费用 18.4%；再者为原料麦芽，占 11.7%，原材料及包材价格有较大影响，且常通过提价传导。

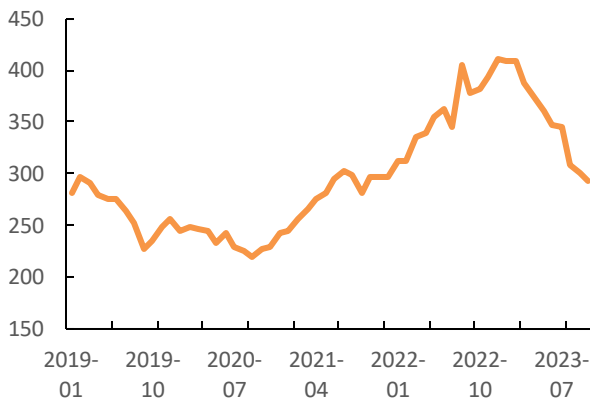
图表96 啤酒的成本构成



资料来源：观研天下，平安证券研究所

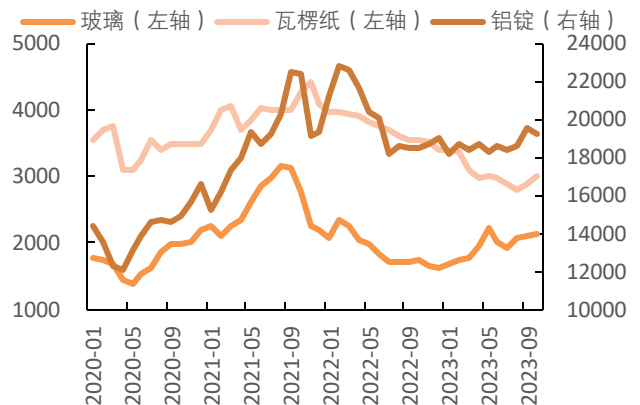
大麦价格开始下行，包材价格较 22 年缓解。23 年以来啤酒成本端总体价格较 22 年有所下降，2022 年 12 月大麦进口单价到达阶段性高点 410.42 美元/吨，23 年 1 月出现拐点，下滑至 409.73 美元/吨，2023 年 8 月商务部终止对澳大利亚进口大麦征收反倾销税和反补贴税，政策松绑进一步推动啤酒产业的成本下行，大麦价格在 10 月下滑至 291.90 美元/吨。啤酒包材方面（浮法玻璃、瓦楞纸、铝锭等）价格较 22 年缓解较多，价格高点集中在 21 年 Q4，后续随着上游供需缺口缩小，包材价格均进入下行期，2023 年 10 月浮法玻璃/瓦楞纸/铝锭价格分别为 2134.67/2998.68/19215.37 元/吨。

图表97 2019 至 2023 年大麦进口单价（美元/吨）



资料来源：ifind，平安证券研究所

图表98 主要包材价格（元/吨）

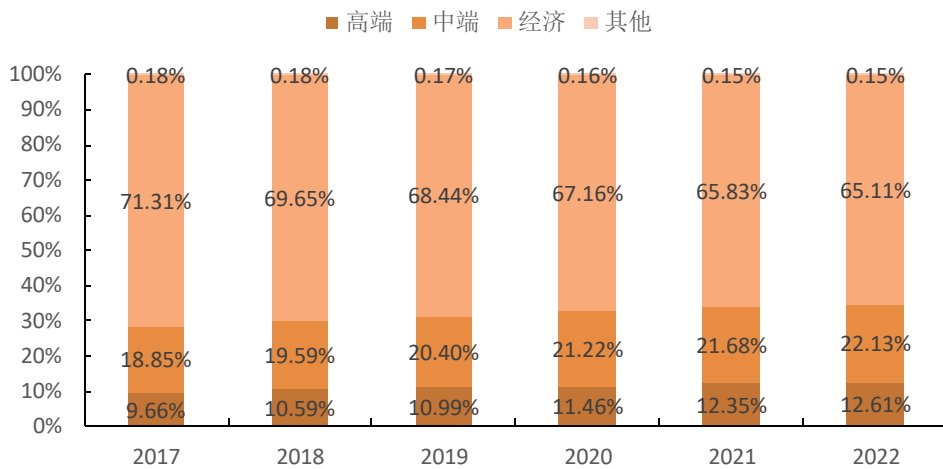


资料来源：ifind，平安证券研究所

6.3 企业吨价持续提升，啤酒行业高端化逻辑不变

我国啤酒高端化不断推进，带动整体盈利水平提升。产品端，青岛啤酒的限量产品“一世传奇”等，以高端概念拔高品牌调性，极力打造高端啤酒市场。根据 Euromonitor，2017 年至 2022 年，我国啤酒市场高端产品销量占比由 9.66% 提升至 12.61%，增长 2.95pct；啤酒走向高端化有效地提升了啤酒企业的毛利率，改善整体盈利水平。

图表99 我国啤酒市场高端啤酒销量占比



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

头部企业纷纷搭建高端核心矩阵, 抢占高地。头部酒企相继优化产品结构以推进高端化, 不断推出有特色的新产品并注重发展中高档大单品。高端核心产品可对外焕新产品形象, 对内促进团队思维转变、资源聚焦、盈利提升。重庆啤酒组成“6+6”品牌矩阵并淘汰“山城”品牌; 青岛啤酒坚定实行“1+1”品牌策略, 并推出百年之旅、一世传奇、琥珀拉格等高端产品拉升啤酒单品天花板; 燕京啤酒采取“1+3”品牌发展战略, 以“燕京啤酒”为主品牌, 同时培育漓泉、惠泉、雪鹿三个地方性优势品牌。

图表100 头部企业的高端化产品矩阵



资料来源: 各公司官网, 平安证券研究所

销量有所回升, 旺季表现景气。受上年低基数的影响, 2023 年前三季度销量较去年有所回升, 且在二、三季度的旺季表现相对景气。2023Q3 青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒销量分别为 227.10/114.09/92.49/46.15 万吨, 同比变动 -11.25%/4.25%/5.33%/1.43%, 青岛啤酒 Q3 销量同比有所下滑, 主要是受到去年高基数的影响。整体来看, 啤酒行业高速增长红利已逐步褪去, 未来各企业仍需进一步优化产品和渠道以取得良好的发展。

产品结构升级, 吨价持续提升。2023 年以来, 吨价呈现持续提升势态, Q3 青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒吨价分别同比提升 7.52%/4.11%/1.12%/4.45%。中酒协啤酒分会报告显示, 2022 年, 我国中高端啤酒产销量约为 1500 万-1800 万千升, 占行业总销量的 35%-40%, 其中高端及超高端产品约占 15%-20%。中高端市场份额比 2021 年提高 10%以上增幅, 未来仍有较大提价空间。同时, 啤酒行业高端化趋势不改, 产品结构升级红利仍在持续, 叠加前期提价逐步兑现, 行业吨价在未来有望持续提升。

图表101 啤酒重点公司分季度量价拆分

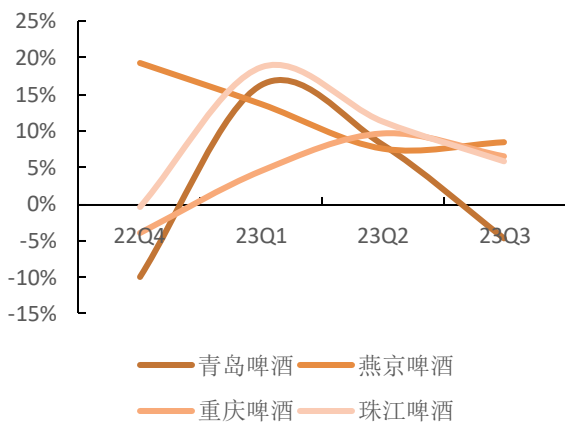
2023Q1	销量 (万吨)	yoy	吨价 (元/吨)	yoy	吨成本 (元/吨)	yoy
青岛啤酒	236.30	10.99%	4530.76	4.76%	2794.74	3.96%
燕京啤酒	96.31	12.80%	3661.28	0.83%	2314.65	-2.61%
重庆啤酒	82.36	3.70%	4863.78	0.79%	2667.49	5.65%
珠江啤酒	26.18	11.50%	3954.60	6.51%	2341.61	5.80%
2023Q2	销量 (万吨)	yoy	吨价 (元/吨)	yoy	吨成本 (元/吨)	yoy
青岛啤酒	266.00	2.66%	4092.33	5.35%	2452.03	2.35%
燕京啤酒	132.69	2.23%	3088.79	5.30%	1678.34	2.64%
重庆啤酒	90.32	5.74%	4981.17	3.70%	2418.42	-0.10%
珠江啤酒	42.70	5.17%	4069.10	5.88%	2106.27	-0.87%
2023Q3	销量 (万吨)	yoy	吨价 (元/吨)	yoy	吨成本 (元/吨)	yoy
青岛啤酒	227.10	-11.25%	4133.09	7.52%	2441.60	2.45%
燕京啤酒	114.09	4.25%	4199.32	4.11%	2185.44	3.67%
重庆啤酒	92.49	5.33%	4891.21	1.12%	2419.81	3.40%
珠江啤酒	46.15	1.43%	3853.63	4.45%	2091.14	2.93%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

6.4 啤酒企业收入回升，盈利能力有所回升

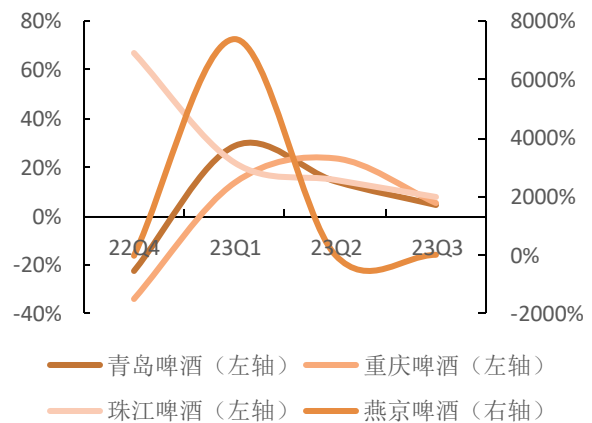
消费需求回暖，板块表现亮眼。申万啤酒板块 23Q1-Q3 实现营收 620.09 亿元，同比增长 7.45%；归母净利润实现 78.73 亿元，同比增长 17.88%，板块表现亮眼。2023Q1-Q2 板块业绩明显提速，Q3 进入淡季板块业绩有所回落但仍表现良好，青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒营收同比变动-4.58%/8.53%/6.51%/5.94%，其中青岛啤酒营收下滑主要是受到高基数压力影响；归母净利润同比增加 4.75%/37.37%/5.36%/8.03%，其中燕京啤酒净利润涨幅较高主要是受益 U8 等中高档产品增长下实现扭亏为盈。

图表102 啤酒板块主要企业分季度营收同比增速



资料来源：ifind，平安证券研究所

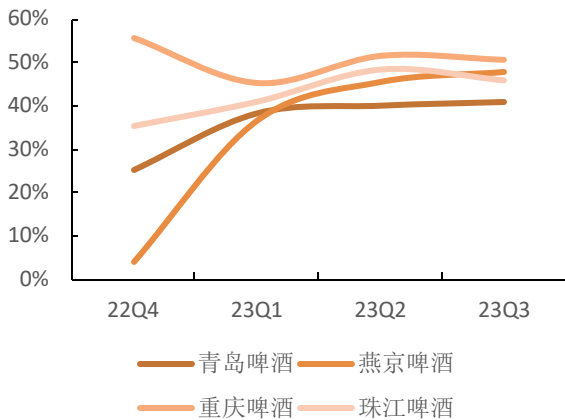
图表103 啤酒板块主要企业分季度归母净利润同比增速



资料来源：ifind，平安证券研究所

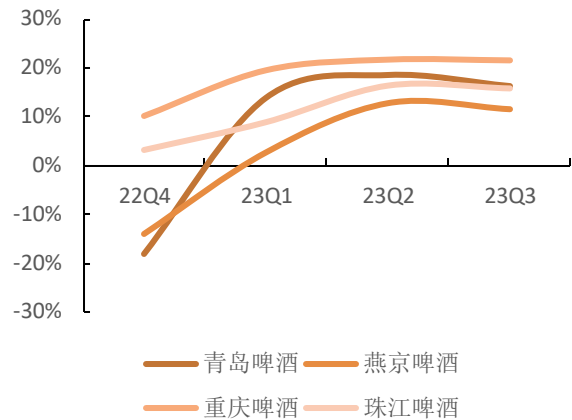
成本压力逐季改善，盈利能力有所回升。受大麦进口政策放开与包材价格下行利好影响，啤酒板块企业毛利率表现优秀。23Q3 青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒毛利率为 40.93%/47.96%/50.53%/45.74%，均保持在较高水平。同时各企业都在进行费用率控制，同时餐饮渠道啤酒消费也持续复苏，使得多数企业盈利能力表现优秀，23Q3 青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒净利率为 16.17%/11.42%/21.36%/15.90%。

图表104 啤酒板块主要企业分季度毛利率



资料来源: ifind, 平安证券研究所

图表105 啤酒板块主要企业分季度净利率



资料来源: ifind, 平安证券研究所

6.5 相关标的

燕京啤酒: 2023Q1-Q3 燕京啤酒抓住市场恢复机遇, 在餐饮流通等渠道持续发力, 盈利能力表现亮眼超越行业平均水平。公司作为历史悠久的大型民族啤酒企业, 具有产品、品牌和渠道等方面的竞争优势。收入端来看, 公司以燕京 U8 大单品为核心, 加速构建以中高端啤酒产品为主的产品矩阵, 推动高端化转型, 销售增长动能强劲。成本端看, 公司不断推进降本增效战略, 精简员工数量和关停冗余工厂, 在成本下行的大背景下, 费用率及利润率水平有望持续优化。整体来看, 公司改革红利持续释放, 盈利子公司持续改善, 弱势子公司有望持续减亏, 看好全年利润率弹性。维持“推荐”评级。

重庆啤酒: 2023Q1-Q3 重庆啤酒整体表现回暖, 本地品牌受益于旅游恢复, 取得良好的增长势头; 国际品牌借助“6+6”品牌组合策略, 利用本地品牌强势地位, 进入更多渠道和售点, 销量也正逐步提升。此外, 直销方面, 公司在 B2C 方面加速扩张抖音和社区团购业务, O2O 方面继续推动百货到家和餐饮到家, 同时针对零售终端开发的“嘉销宝”已拓展超过一万家售点。经销方面, 公司向精细化管理方向迈进, 搭建差异化的经销商管理体系, 提升经销商的市场经营管理能力。整体而言, 公司长期有望保持高端化+全国化良好势头。维持“推荐”评级。

青岛啤酒: 2023Q1-Q3 公司业绩延续向好势头, 量价齐升, 产品结构进一步改善, 白啤、纯生、1903 等产品市场表现良好, 维持高增态势。公司产品结构和盈利能力持续提升, 吨价的提升抵消销量下滑的影响。2024 年公司将持续巩固原有渠道并大力建设区域网络, 积极开拓新兴市场, 持续推动多系列产品覆盖, 满足多消费场景需求。整体来看, 受益于原材料及包材价格下行与产品结构升级, 公司作为行业龙头, 未来利润弹性有望持续释放。建议关注。

七、投资建议：建议关注需求修复+竞争格局优化两条主线

展望明年, 我们认为政策刺激下企业利润将有所增长, 居民收入持续提升, 带动消费信心恢复; 经过三年持续调整, 行业内中小企业加速出清, 竞争格局有所优化, 建议关注需求修复+竞争格局优化两条主线, 维持食品饮料“强于大市”评级。

1) 白酒: 渐进式回暖, 延续分化趋势。目前居民消费能力与信心仍处弱复苏通道, 场景方面, 预计宴席正常化、商务回暖。展望 2024 年, 我们认为消费者将更加注重“性价比”, 分化的趋势或延续, 高端白酒有望保持稳定增速, 而地产酒有望持续升级至 300 元+价格带, 维持增长势头。此外, 在经历过多轮周期调整后, 白酒供给持续出清, 马太效应明显, 头部酒厂将更加注重品牌建设, 前置费用投放, 精细化管理价盘。推荐贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、金徽酒。

2) 预制食品: 长期受益于餐饮连锁化, 看好 B 端龙头企业。预制食品能够有效提高出餐效率, 改善成本结构, 长期受益于下游餐饮企业的连锁化率的提升。同时下游餐饮行业景气度正在逐渐改善, 大 B 复苏斜率先于小 B。此时具有规模优势的龙头企业有望快速抢占市场份额, 通过产品结构优化和精细化费用管理改善盈利能力。推荐安井食品、千味央厨; 建议关注三全食品、巴比食品。

3) 乳制品: 看好全国性乳企的估值修复, 及区域乳企的弹性释放。随着原奶价格持续回落, 成本压力将持续释放; 随着行业竞争趋缓, 企业费用投放有望继续趋于理性, 支撑行业盈利能力持续提升。我们看好全国性乳企的估值修复, 及区域乳企的盈利能力提升。推荐伊利股份, 建议关注新乳业。

4) 调味品: 经营底部确立, 内部管理改善。今年以来虽餐饮持续复苏, 但进程相对缓慢, 加上渠道库存偏高, 导致调味品行业复苏较慢, 我们判断当前板块处于经营底部和估值低位。随着后续需求改善和成本下行、零添加产品和复合调味料产品带来的结构改善, 以及头部公司的内部管理改善, 板块利润弹性有望释放, 迎来戴维斯双击。推荐海天味业、宝立食品, 建议关注千禾味业。

5) 啤酒: 成本红利贡献利润弹性, 长期高端化逻辑不变。澳麦“双反”取消, 包材价格持续缓解, 随着成本红利传导, 2024年行业盈利能力有望持续改善。当前随着产品结构升级, 啤酒企业吨价持续提升, 中长期啤酒高端化趋势仍将延续, 看好板块性机会, 推荐燕京啤酒、重庆啤酒, 建议关注青岛啤酒。

图表106 重点公司盈利预测

股票代码	股票名称	股票价格		EPS		P/E		评级	
		2023/12/15	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E		2024E
600519.SH	贵州茅台	1645.00	49.93	58.81	69.67	32.9	28.0	23.6	推荐
000858.SZ	五粮液	133.70	6.88	7.77	8.71	19.4	17.2	15.4	推荐
600809.SH	山西汾酒	217.50	6.64	8.63	10.71	32.8	25.2	20.3	推荐
000568.SZ	泸州老窖	172.05	7.04	8.98	10.96	24.4	19.2	15.7	推荐
002304.SZ	洋河股份	107.35	6.23	7.10	8.00	17.2	15.1	13.4	推荐
000596.SZ	古井贡酒	225.91	5.95	8.40	10.79	38.0	26.9	20.9	推荐
603369.SH	今世缘	46.94	2.00	2.53	3.13	23.5	18.6	15.0	推荐
600702.SH	舍得酒业	89.24	5.06	5.40	6.49	17.6	16.5	13.8	推荐
603919.SH	金徽酒	23.95	0.55	0.72	0.97	43.4	33.5	24.7	推荐
603345.SH	安井食品	101.20	3.75	5.18	6.26	27.0	19.6	16.2	推荐
001215.SZ	千味央厨	52.79	1.18	1.54	2.04	44.8	34.4	25.8	推荐
002216.SZ	三全食品	13.66	0.91	0.97	1.07	15.0	14.1	12.8	/
605338.SH	巴比食品	21.79	0.89	0.89	1.07	24.5	24.6	20.3	/
603288.SH	海天味业	34.69	1.11	1.08	1.23	31.1	32.2	28.3	推荐
603170.SH	宝立食品	16.75	0.54	0.69	0.87	31.2	24.4	19.3	推荐
603027.SH	千禾味业	15.76	0.33	0.52	0.65	47.1	30.5	24.2	/
000729.SZ	燕京啤酒	9.14	0.12	0.23	0.32	73.2	39.5	28.2	推荐
600132.SH	重庆啤酒	62.41	2.61	2.96	3.49	23.9	21.1	17.9	推荐
600600.SH	青岛啤酒	69.81	2.72	3.25	3.88	25.7	21.5	18.0	/
600887.SH	伊利股份	25.51	1.48	1.71	1.96	17.2	14.9	13.0	推荐
002946.SZ	新乳业	11.37	0.42	0.55	0.73	27.2	20.6	15.5	/
600882.SH	妙可蓝多	15.85	0.26	0.20	0.36	60.3	79.8	43.5	推荐

资料来源: Wind、平安证券研究所 (未覆盖公司采用Wind一致预期)

八、风险提示

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

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

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

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

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

免责条款：

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

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

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

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

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层