

布局确定性，坚守长期价值

---食品饮料行业 2024 年度策略报告

报告摘要：

白酒：2024 年预计行业延续分化，存量竞争下，份额继续向强势品种集中，弱需求环境下建议站在确定性思路择股，同时建议关注具备区域β逻辑的品牌。在资金面及情绪面的双重影响下，板块整体估值已消化至合理区间，风险释放相对充分，向上弹性在于来年经济恢复的动能。在政策刺激下我们认为对来年白酒基本面无需过度悲观，且优秀白酒企业的商业模式具备穿越周期的能力。投资建议上，关注两条主线：1) 品牌势能强且企业自身管理实力优秀，2024 年仍能延续当前增长态势的强势品种：山西汾酒、泸州老窖、贵州茅台；2) 享受区域β逻辑，且卡位价格带相对有利的区域酒：今世缘、迎驾贡酒、金徽酒、古井贡酒。

啤酒&软饮料：高端化战略延续，结构升级带来的间接提价仍是酒企业绩增长的核心驱动力。2023 年下半年啤酒行业整体销量基数不高，明年有望在 Q3 销售旺季迎来同比高增长。澳麦“双反”政策取消，大麦价格回落，明年酒企麦芽成本有望同比下降 10-15%，原材料压力进一步缓解。饮料总体需求具备韧性，关注处于迭代放量周期的新品和 PET 价格回落带来的成本端弹性。

调味品&速冻品：餐饮行业逐渐回暖，调味品市场规模扩大，多元化需求催生新机遇。原材料成本下降，技术和渠道创新成为发展关键。疫情后宅经济快速发展，速冻食品因方便、快捷等特点备受青睐。在宅经济常态化的背景下，生鲜电商交易规模稳健增长，维持宅经济高位，助力速冻食品需求。B 端逐渐恢复，企业迎来曙光。建议关注千禾味业凭借零添加红利实现高增长，具备差异化优势；天味食品在两大品牌差异化布局下，通过大单品培育制度实现产品全国化，预计业绩有望持续增长；安井食品布局预制菜肴领域，实现主业稳健增长。

乳制品：关注明年液奶需求改善，成本下行周期利润弹性有望释放。2023 年原奶价格持续走低，展望明年，我们预计供需关系或将延续类似于今年的趋势，原奶价格预计延续低位徘徊或稳中略升的态势，在供需关系相对平衡之下，乳企成本压力总体可控，成本项不是制约企业盈利的关键要素，随着头部乳企企业战略差异化，诉求更多导向利润，我们认为乳业板块利润释放逻辑相对确定，需求端预计延续相对稳健的个位数增长态势，板块估值具备性价比，建议关注伊利股份。

风险提示：消费力恢复不及预期、原物料价格大幅上涨、行业竞争加剧

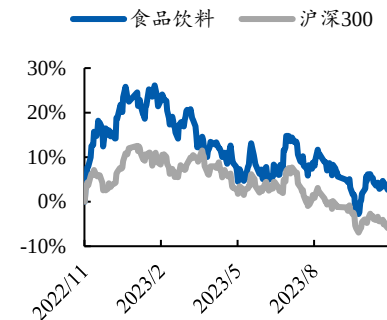
重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
贵州茅台	1,763.00	49.93	59.22	70.63	35	30	25	买入
泸州老窖	206.50	7.06	9.01	11.24	29	23	18	买入
山西汾酒	237.20	6.65	8.41	10.21	36	28	23	买入
今世缘	53.80	2.01	2.48	3.02	27	22	18	买入
青岛啤酒	75.56	2.74	3.27	3.86	28	23	20	买入

优于大势

上次评级:优于大势

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	1%	-5%	3%
相对收益	2%	1%	10%

行业数据

成分股数量 (只)	121
总市值 (亿)	54585
流通市值 (亿)	22797
市盈率 (倍)	31.42
市净率 (倍)	5.40
成分股总营收 (亿)	9511
成分股总净利润 (亿)	1753
成分股资产负债率 (%)	34.57

相关报告

《食品饮料行业深度：日本 1990 年代消费复盘及启示》

--20231114

《食品饮料行业：复苏在途，板块盈利能力整体上行》

--20231112

证券分析师：李强

执业证书编号：S0550515060001

021-61002252 liqiang@nesc.cn

证券分析师：王铎

执业证书编号：S0550522030004

13585842297 wangshuo2@nesc.cn

目 录

1.	2023 年度市场回顾	7
2.	白酒：板块内部延续分化态势，头部企业经营韧性仍足	8
2.1.	2023 年白酒整体回顾	9
2.1.1.	基本面：2023 年行业韧性仍在，品牌分化加剧	9
2.1.2.	估值：估值回落十年均值以下，风险相对释放充分	11
2.1.3.	合同负债：经销商信心十足，白酒企业高景气	14
2.1.4.	批价：高端批价走势趋于收敛，渠道更加理性	15
2.2.	2024 年白酒板块展望	16
2.3.	白酒相关政策和中长期发展逻辑	18
2.3.1.	政策刺激下，经济修复有望带动白酒景气回暖	18
2.3.2.	中长期看，集中度提升及价格带升级的行业主旋律不变	19
2.3.3.	区域酒：徽酒需求旺盛韧性充足，2024 年展望积极	20
2.4.	核心标的分析	22
2.4.1.	贵州茅台：普飞出厂价上调，明年增长确定性强化	22
2.4.2.	五粮液：Q3 业绩超出预期，品牌营销取得良好成效	24
2.4.3.	泸州老窖：国窖稳健成长，四川地区表现优异	25
2.4.4.	山西汾酒：Q3 利润高增，保持高质量发展	26
2.4.5.	古井贡酒：业绩亮眼彰显龙头定力，全年 200 亿营收目标完成在望	27
2.4.6.	迎驾贡酒：洞藏引领结构升级，业绩增长超预期	28
2.4.7.	洋河股份：竞争加剧下省内有所承压，估值性价比凸显，期待改善	29
2.4.8.	酒鬼酒：动销边际改善，看好长期良性发展	30
2.4.9.	舍得酒业：省外营收下滑拉低整体增速，员工持股计划落地	31
3.	啤酒：行业高端化趋势不改，预期餐饮渠道持续回暖	32
3.1.	行业高端占比持续提升，龙头公司利润增长摆脱销量限制	32
3.2.	疫后餐饮渠道回暖，啤酒消费场景和需求预期恢复	33
3.3.	澳麦“双反”措施取消，预期明年成本红利显现	35
4.	软饮料&预调酒：需求韧性足，持续关注消费场景复苏	37
4.1.	软饮料：能量饮料赛道东鹏市占率提升，成本回落将提振盈利水平	37
4.2.	软饮料：香飘飘冲泡业务逐步恢复，即饮业务加速成长	38
4.3.	预调酒：强爽打造“第二增长曲线”，重点关注百润股份	38
5.	调味品：餐饮消费市场逐渐回暖，B 端恢复稳步进行，C 端消费有所承压， 期待行业加速恢复	40
5.1.	餐饮消费环境回暖向好，多样化需求创造发展机会	40
5.2.	原材料成本有所下降，消费升级推动技术和渠道创新	41
5.3.	核心标的分析：海天业绩仍待修复，千禾有望延续高增	43
6.	速冻品：顺应趋势，关注 BC 端共同发力	46
6.1.	千亿级市场稳步增长，餐饮连锁化趋势带动行业发展	46
6.2.	宅经济发展和工作节奏加快推动速冻食品需求增长	48
6.3.	速冻品行业 B 端逐渐恢复，农贸端承压企业迎来曙光	49
7.	乳制品：关注明年液奶需求改善，成本下行周期利润弹性有望释放	51
7.1.	原奶价格低位震荡，成本趋缓下关注龙头释放利润动力	51
7.2.	龙头伊利液奶稳步向好，利润弹性大幅释放	52
8.	食品综合：自下而上，把握渠道或成本红利类公司	54
8.1.	卤味行业：后疫情时代卤味行业有望集中，龙头需求强劲恢复	54

8.1.1.	绝味食品：后疫情时代有望迎来强劲恢复，新股权激励目标积极.....	57
8.1.2.	紫燕食品：佐餐卤味龙头疫情下需求稳健， 展望万店以上空间.....	57
8.2.	烘焙行业：需求回暖成本下行有望迎来修复.....	58
8.2.1.	安琪酵母：酵母需求环比改善，明年糖蜜价格有望下行.....	61
8.2.2.	立高食品：经营逐步改善，利润弹性释放.....	62
8.3.	休闲零食：整体规模稳健增长，关注高成长子赛道.....	63
8.3.1.	行业规模温和增长，风味零食成长性突出.....	63
8.3.2.	内部分化明显，渠道&新品是主要驱动力.....	64
8.3.3.	重点标的推荐.....	65
8.4.	咖啡行业：优质赛道，发展潜力巨大，头部品牌加快跑马圈地.....	65
8.4.1.	行业快速扩张，人均咖啡消费量仍低，低线城市提升空间大.....	65
8.4.2.	相较其他软饮，咖啡市场增速快，盈利能力较强.....	66
8.4.3.	市场逐渐下沉，头部品牌加快跑马圈地.....	68
9.	投资建议.....	70
10.	风险提示.....	71

图表目录

图 1: 食品饮料行业走势图	7
图 2: A 股所有行业年初至今涨幅 (%)	7
图 3: 食品饮料板块历史估值水平	7
图 4: 现阶段所有行业估值水平	7
图 5: 年初至今食品饮料子版块涨幅 (%)	8
图 6: 食品饮料子版块走势图	8
图 7: 白酒板块选股逻辑	9
图 8: 2023Q1-Q3 高端酒营收增速	10
图 9: 2023Q1-Q3 高端酒利润增速	10
图 10: 2023Q1-Q3 重点次高端酒企营收增速	10
图 11: 2023Q1-Q3 重点次高端酒企利润增速	10
图 12: 次高端酒企招商稳步扩张	10
图 13: 次高端营收同比增速	10
图 14: 2023 年白酒分价格带表现	11
图 15: 2018 年至今核心酒企估值情况	12
图 16: 核心白酒历史 3 年及 5 年估值分位数	12
图 17: 贵州茅台股价及北上资金持股	13
图 18: 五粮液股价及北上资金持股	13
图 19: 泸州老窖股价及北上资金持股	13
图 20: 2021-2023 年核心酒企各季度合同负债合计 (亿元) 及同比 (右轴)	15
图 21: 贵州茅台股价及批价走势 (元)	15
图 22: 五粮液股价及批价走势 (元)	16
图 23: 泸州老窖股价及批价走势 (元)	16
图 24: 300-500 元价格带竞争格局	19
图 25: 500-800 元价格带竞争格局	20
图 26: 2023 年前三季度各地产酒省内外营收增速	20
图 27: 2023 年前三季度地产酒各档次产品营收增速	20
图 28: 安徽白酒市场规模	21
图 29: 徽酒竞争格局	21
图 30: 2023 前三季度各徽酒品牌收入增速	22
图 31: 2023 前三季度各徽酒品牌净利润增速	22
图 32: 贵州茅台分季度营收及利润 (亿元)	24
图 33: 飞天整箱及散瓶批价 (元)	24
图 34: 五粮液分季度营收及利润 (亿元)	25
图 35: 2023 年八代普五批价走势 (元)	25
图 36: 泸州老窖分季度营收及利润 (亿元)	26
图 37: 国窖 1573 产品批价 (元)	26
图 38: 山西汾酒分季度营收及利润 (亿元)	27
图 39: 2023 年青花 30 (复兴) 价格走势 (元)	27
图 40: 2020-2023 古井分季度营收及利润 (亿元)	28
图 41: 古井主要产品批价 (元)	28
图 42: 2020-2023 迎驾分季度营收及利润 (亿元)	29
图 43: 2016-2023 年迎驾各档次产品营收占比	29
图 44: 洋河股份分季度营收及利润 (亿元)	30
图 45: 蓝色经典系列产品批价 (元)	30
图 46: 酒鬼酒分季度营收及利润 (亿元)	31
图 47: 2023 年酒鬼内参价格走势 (元)	31
图 48: 2020-2023 舍得分季度营收及利润 (亿元)	31

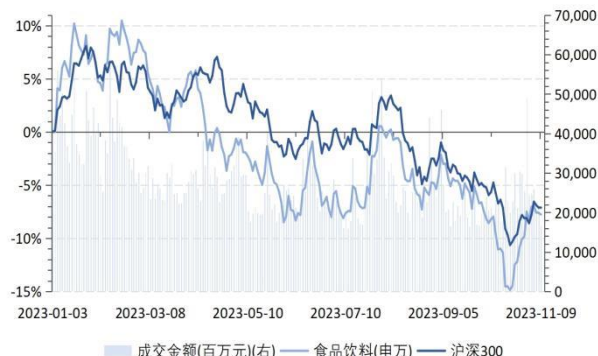
图 49: 品味和智慧舍得批价 (元)	31
图 50: 2016-2023E 年中国各档次拉格啤酒销量占比	32
图 51: 国内啤酒价格带将逐步上移	32
图 52: 2014-2022 年主要啤酒企业销量和利润变动	33
图 53: 2016-2022 年啤酒企业吨价 (元) 和净利率	33
图 54: 2018-2023 年餐饮收入当月值与同比	34
图 55: 2023 年各月份啤酒产量与同比增速	34
图 56: 2013-2022 年即饮与非即饮渠道平均终端零售价格 (元/500ml)	34
图 57: 2016-2022 年非即饮渠道零售总额及占比	35
图 58: 2017-2022 年我国啤酒行业罐化率	35
图 59: 啤酒企业主要原材料价格走势	36
图 60: 中国软饮料市场各品类零售额与增长率	37
图 61: 2018-2023E 中国能量饮料各品牌销量占比	37
图 62: 2021-2023 年东鹏饮料区域市场营收同比增速	37
图 63: 2019-2023 年原材料价格和东鹏盈利变动	37
图 64: 2020-2023 年香飘飘冲泡和即饮业务营收	38
图 65: 2020-2022 年香飘飘冲泡和即饮业务毛利率	38
图 66: 2017-2023 年中国 RTD 酒精饮料市场规模	39
图 67: 2018-2023 年各地区预调酒人均消费量 (L)	39
图 68: 2017-2023 年百润股份营收与市占率	39
图 69: 2017-2023 年百润股份毛利率和净利率	39
图 70: 我国调味品行业营业收入 (亿元, %)	40
图 71: 我国调味品产量 (万吨)	40
图 72: 2023 年各调味品企业营业收入 (亿元)	41
图 73: 2023 年我国调味品市场细分品类占比	41
图 74: 部分调味品行业企业原材料构成	41
图 75: 2022-2023 年大豆季价走势 (元/吨)	41
图 76: 2022-2023 年瓦楞纸季价走势 (元/吨)	42
图 77: 2022-2023 年塑料 (PE) 季价走势 (元/吨)	42
图 78: 2022-2023 年白糖季价走势 (元/吨)	42
图 79: 2022-2023 年玻璃季价走势 (元/平方米)	42
图 80: 2020-2023 年各调味品企业销售费用率 (%)	43
图 81: 海天味业营业总收入和同比增速 (亿元, %)	44
图 82: 海天味业毛利率与净利率 (%)	44
图 83: 中炬高新营业总收入和同比增速 (亿元, %)	44
图 84: 中炬高新销售毛利率与净利率 (%)	44
图 85: 千禾味业营业总收入和同比增速 (亿元, %)	45
图 86: 千禾味业销售毛利率与净利率 (%)	45
图 87: 恒顺醋业营业总收入和同比增速 (亿元, %)	46
图 88: 恒顺醋业销售毛利率与净利率 (%)	46
图 89: 天味食品营业总收入和同比增速 (亿元, %)	46
图 90: 天味食品售毛利率与净利率 (%)	46
图 91: 速冻食品行业市场规模与增速 (亿元, %)	47
图 92: 我国速冻面米行业市场竞争格局 (%)	47
图 93: 我国速冻火锅料制品市场竞争格局 (%)	47
图 94: 我国速冻食品渠道结构 (%)	48
图 95: 2018-2022 年我国城市餐饮连锁化率 (%)	48
图 96: 生鲜电商行业交易规模及增长率 (亿元, %)	48
图 97: 我国居民早餐场所情况 (%)	49
图 98: 我国居民不吃早餐原因	49
图 99: 三全食品营业总收入和同比增速 (亿元, %)	50
图 100: 三全食品销售毛利率与净利率 (%)	50

图 101: 安井食品营业总收入和同比增速 (亿元, %)	50
图 102: 安井食品销售毛利率与净利率 (%)	50
图 103: 千味央厨营业总收入和同比增速 (亿元, %)	51
图 104: 千味央厨销售毛利率与净利率 (%)	51
图 105: 生鲜乳价格(元/KG)	52
图 106: 伊利单季度分业务增速表现	53
图 107: 伊利分季度营收增速表现	54
图 108: 2018-2023 年卤制品市场规模 (亿元)	55
图 109: 2018-2023 年休闲卤制品市场规模 (亿元)	55
图 110: 休闲卤制品品牌化率快速提升	55
图 111: 2020 年佐餐卤制品 CR4 情况	55
图 112: 2020 年休闲卤制品各企业的市占率	56
图 113: 前五大佐餐卤味品牌门店数	56
图 114: 前五大佐餐卤味品牌门店数分区域布局	56
图 115: 2018-2025E 年中国烘焙行业市场规模	59
图 116: 2015-2021 年中国人均烘焙食品消费量	59
图 117: 我国烘焙行业市场规模及增速	59
图 118: 行业增速的量价拆分	59
图 119: 各国人均烘焙食品消费量 (kg/人/年)	60
图 120: 各国人均烘焙食品消费金额 (美元/人/年)	60
图 121: 烘焙行业前三季度收入利润增速 (%)	61
图 122: 棕榈油现货价格 (元/吨)	61
图 123: 广西南宁糖蜜现货价格 (元/吨) 走势	62
图 124: 我国休闲零食行业市场规模及增速	63
图 125: 休闲零食子行业增速对比	63
图 126: 我国风味零食市场规模及增速	64
图 127: 风味零食 CR10 品牌及各自占比 (%)	64
图 128: 休闲零食主要企业 23 年前三季度营收	65
图 129: 休闲零食主要企业 23 年前三季度归母净利润同比增速	65
图 130: 我国咖啡行业市场规模	66
图 131: 2020 年全球主要国家人均咖啡消费量	66
图 132: 2021 年我国现制茶行业各品牌占比	67
图 133: 咖啡与其他软饮 2022 年盈利指标对比	68
图 134: 2021 年美国外卖不同线级城市咖啡订单量增速	69
图 135: 2023 年上半年国内连锁咖啡品牌门店数排行	70
图 136: 瑞幸咖啡门店数	70
表 1: 食品饮料上市公司年初至今涨跌幅前十	8
表 2: 2023 前三季度部分核心酒企业绩基本面及股价表现	13
表 3: 2023 前三季度部分核心酒企市盈率	14
表 4: 核心白酒 Wind 一致预期下估值对比	14
表 5: 2021-2023 前三季度核心酒企合同负债整体及同比	14
表 6: Wind 一致预期下白酒上市公司今明两年增速预期	17
表 7: 白酒各消费场景收入占比测算	17
表 8: 不同场景下白酒行业 24 年增速敏感性测算	18
表 9: 近一年国家出台相关经济刺激政策梳理	18
表 10: 8-10 元价格带各大单品	32
表 11: 2023 年部分啤酒企业提价措施及提价预期	36
表 12: 伊利分季度财务数据	53
表 13: 咖啡市场与其他软饮增速对比	67
表 14: 咖啡与其他软饮特性对比	68

1. 2023 年度市场回顾

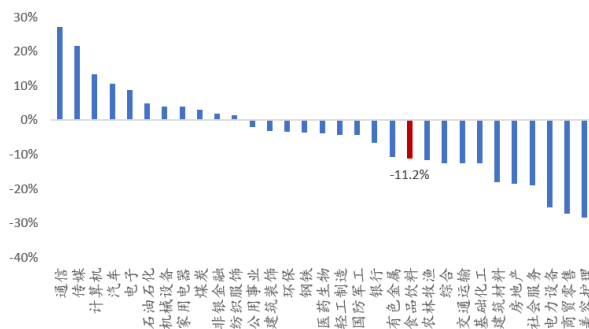
回顾 2023 年，食品饮料板块在大盘多轮振荡中表现出一定韧性。截止 2023 年 11 月 27 日，申万食品饮料指数全年累计涨幅为-11.2%，同期沪深 300 指数累计涨幅为-9.3%。在申万 31 个行业板块中，食品饮料板块涨幅排名第 21。

图 1：食品饮料行业走势图



数据来源：Wind，东北证券

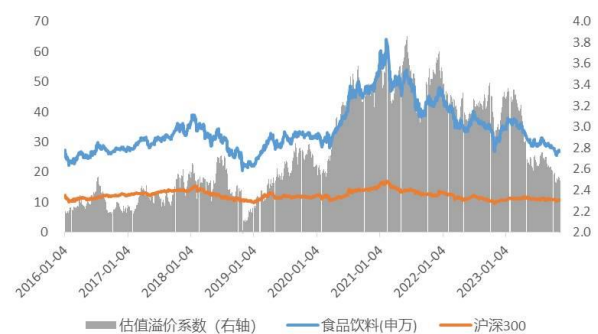
图 2：A 股所有行业年初至今涨幅（%）



数据来源：Wind，东北证券（截止 2023 年 11 月 27 日）

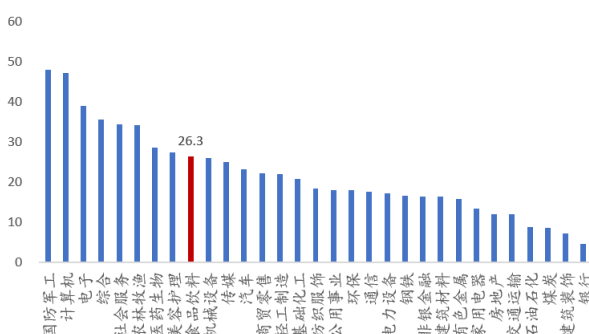
食品饮料板块估值持续消化，估值溢价呈现收敛。截止 2023 年 11 月 27 日，SW 食品饮料板块 PE(TTM)为 26.3x，在申万 31 个行业板块中，估值位列第 9 名，历史 3 年、5 年估值分位数分别为 1%、9%，受资金面、情绪面、基本面三重影响，自 2021 年 2 月板块达估值高点以来，连续 10 个季度内估值持续回落，相对大盘的板块估值溢价也呈收敛趋势。

图 3：食品饮料板块历史估值水平



数据来源：Wind，东北证券

图 4：现阶段所有行业估值水平



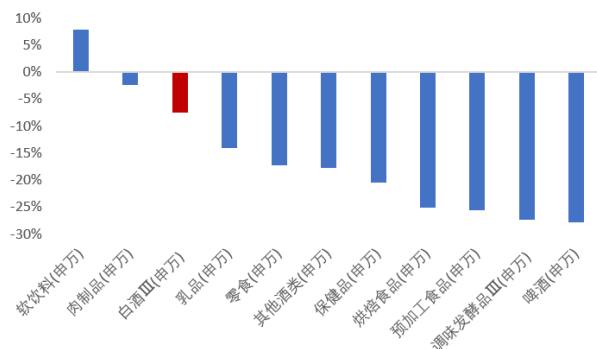
数据来源：Wind，东北证券（截止 2023 年 11 月 27 日）

食品饮料大部分子板块下跌。截止 2023 年 11 月 27 日，食品饮料二级子行业中，仅软饮料板块仍能跑出正收益，涨幅 8%，其余板块均为负收益，肉制品/白酒/乳品/零食/其他酒类/保健品/预加工食品/调味发酵品/啤酒涨幅分别为-2%/-8%/-14%/-17%/-18%/-20%/-25%/-26%/-27%/-28%。

个股涨跌幅方面，涨幅排名前五的个股为莲花健康、*ST 西发、泉阳泉、康比特、

骑士乳业，涨幅分别为 131%、81%、74%、59%、51%；跌幅前五名的公司为绝味食品、酒鬼酒、良品铺子、妙可蓝多、立高食品，跌幅分别为 48%、47%、46%、46%、43%。

图 5：年初至今食品饮料子版块涨幅（%）



数据来源：Wind，东北证券（截止 2023 年 11 月 27 日）

图 6：食品饮料子版块走势图



数据来源：Wind，东北证券

表 1：食品饮料上市公司年初至今涨跌幅前十

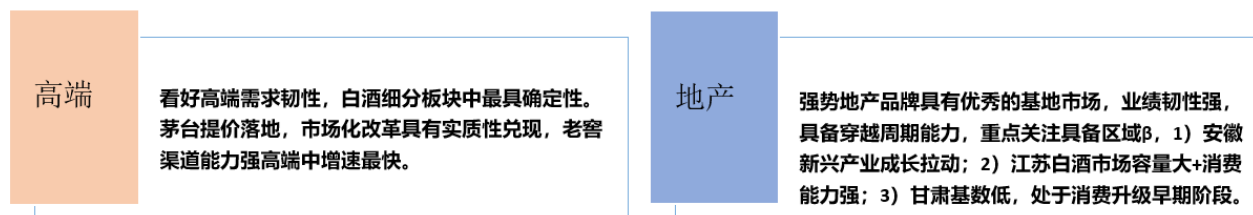
股票名称	涨跌幅(%)	股票名称	涨跌幅(%)
莲花健康	131%	绝味食品	-48%
*ST 西发	81%	酒鬼酒	-47%
泉阳泉	74%	良品铺子	-46%
康比特	59%	妙可蓝多	-46%
骑士乳业	51%	立高食品	-43%
威龙股份	48%	海天味业	-43%
盖世食品	42%	重庆啤酒	-42%
惠发食品	30%	ST 交昂	-34%
迎驾贡酒	22%	海南椰岛	-33%
朱老六	21%	麦趣尔	-30%

数据来源：Wind，东北证券（截止 2023 年 11 月 27 日）

2. 白酒：板块内部延续分化态势，头部企业经营韧性仍足

白酒板块总体观点：2024 年预计行业延续分化，存量竞争下，份额继续向强势品种集中，弱需求环境下建议站在确定性思路择股，同时建议关注具备区域β逻辑的品牌。在资金面及情绪面的双重影响下，板块整体估值已消化至合理区间，风险释放相对充分，向上弹性在于来年经济恢复的动能。在政策刺激下我们认为对来年白酒基本面无需过度悲观，且优秀白酒企业的商业模式具备穿越周期的能力。投资建议上，关注两条主线：1) 品牌势能强且企业自身管理实力优秀，2024 年仍能延续当前增长态势的强势品种：山西汾酒、泸州老窖、贵州茅台；2) 享受区域β逻辑，且卡位价格带相对有利的区域酒：今世缘、迎驾贡酒、金徽酒、古井贡酒。

图 7：白酒板块选股逻辑



数据来源：东北证券

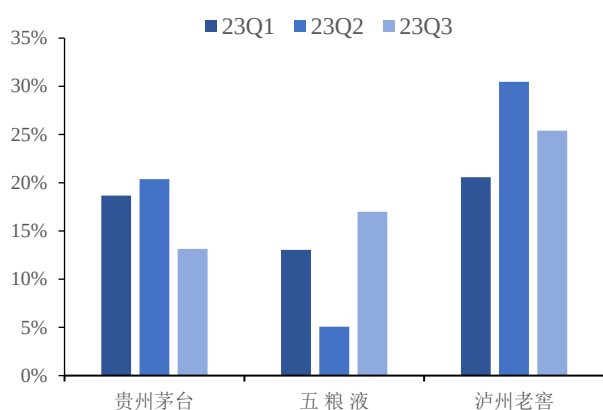
2.1. 2023 年白酒整体回顾

2.1.1. 基本面：2023 年行业韧性仍在，品牌分化加剧

2023 年白酒板块韧性较强，Q1-3 板块整体营收同比增长 16.11%。受益于开门红回款普遍达成率较高及需求端的持续复苏，2023 年白酒板块呈现出良好增长态势。具体来看，2023 年第一、二、三季度白酒板块营业收入分别为 1302 亿、824 亿、943 亿，同比增速分别为 15.8%、17.6%、15.3%；归母净利润分别为 534 亿、301 亿、352 亿，同比增速分别为 19.2%、19.6%、17.7%。

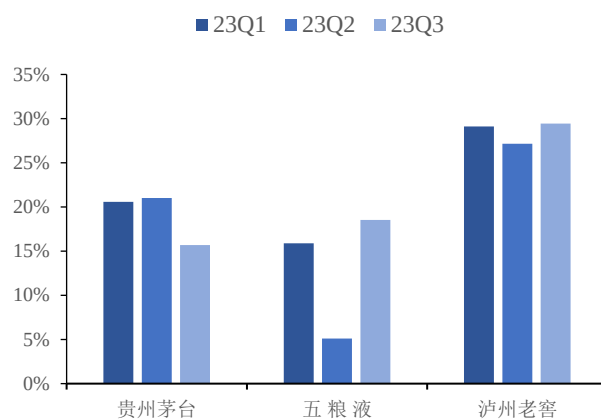
高端白酒依旧稳健，次高端承压，板块内部分化明显。高端酒：前三季度茅台/五粮液/泸州老窖收入端同比分别增长 17.30% /12.11% /25.21%；利润端同比分别增长 19.09% /14.23% /28.58%。直营渠道贡献茅台酒主要增量，系列酒在茅台 1935 延续放量下继续实现快于公司整体的增长。五粮液在商务弱复苏下依然保持双位数增长，Q3 利润略超出预期，主要系三季度需求稳定，动销加速恢复，同时费效比提升，利润率提高。泸州老窖在高端龙头中表现最优，其中，国窖 1573 增速超过公司的营收增速，高度 1573 略快于低度 1573，系列酒方面，特曲 60 三季度增速超 20%，带动中腰部产品结构提升。次高端方面，今年分化进一步加剧，受商务需求复苏不及预期，次高端动销普遍承压，但汾酒受益于品牌势能及渠道管理优异，Q2 提价顺利，青花 20 及青花 25 动销良性，酒鬼酒今年调整较大，水井坊及舍得酒业同样有所承压。

图 8：2023Q1-Q3 高端酒营收增速



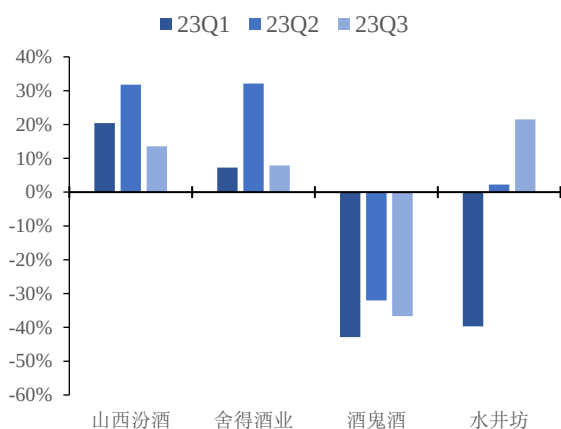
数据来源：Wind，东北证券

图 9：2023Q1-Q3 高端酒利润增速



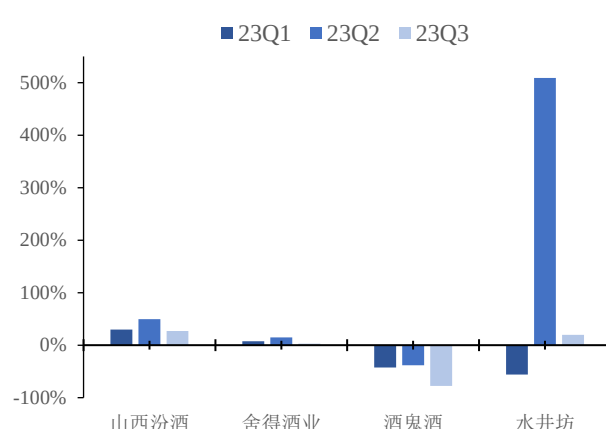
数据来源：Wind，东北证券

图 10：2023Q1-Q3 重点次高端酒企营收增速



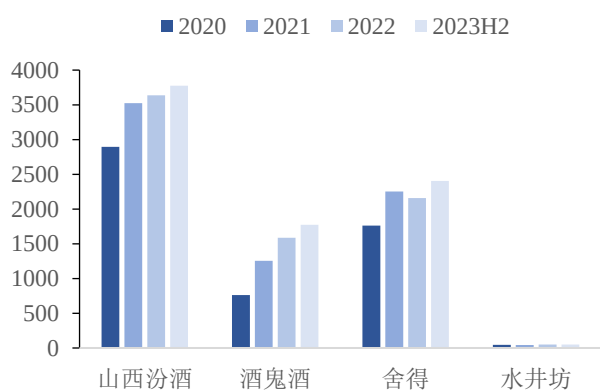
数据来源：Wind，东北证券

图 11：2023Q1-Q3 重点次高端酒企利润增速



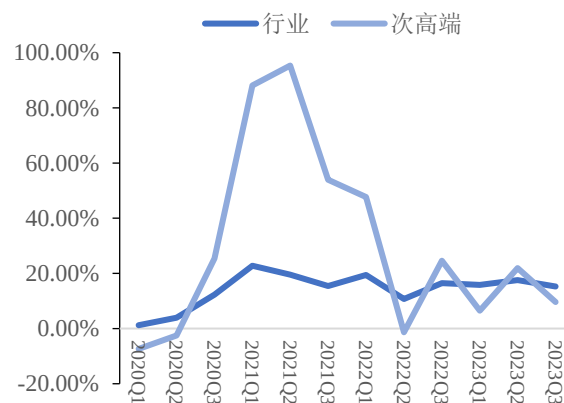
数据来源：Wind，东北证券

图 12：次高端酒企招商稳步扩张



数据来源：公司公告，东北证券

图 13：次高端营收同比增速



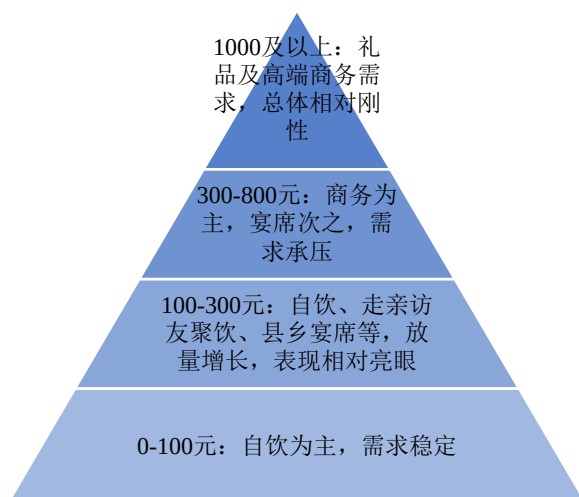
数据来源：公司公告，东北证券

回顾 2023，总体来看，动销层面，尽管需求复苏动能相对较弱，但在场景放开下，行业实际终端动销层面预计实现正增长，社会库存有所去化；报表层面，行业内分化加剧，头部酒企在行业弱复苏背景下，通过强渠道能力加速扩张份额，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，而更加回归渠道细作及消费者动销拉动，积极去化渠道历史包袱，表现为报表层面的弱增长或负增长。

分场景看，高端礼品需求相对刚性，受经济高端方面，周期影响较小；**宴席场景**在回补性需求拉动下，今年需求相对旺盛；**商务需求**复苏较弱，较同期仍有缺口。**分价格带看**，千元价格带及以上预计需求仍维持个位数增长；**100-300 元大众价格带**今年表现最为旺盛，主因走亲访友等聚饮场景恢复、且消费降级下大众价格带呈现受益；**传统次高端价格带**分化最为突出，品牌力&渠道力强的品牌在宴席复苏/区域经济等拉动下，增长同样不慢，如青 20、水晶剑、四开、古 16、珍 15 等，但商务需求占比相对高且基地市场不强的浓香品牌，今年增长相对承压；**高线次高端价格带**在弱复苏+消费升级降速背景下，需求端同样承压明显。

图 14：2023 年白酒分价格带表现



数据来源：东北证券

2.1.2. 估值：估值回落十年均值以下，风险相对释放充分

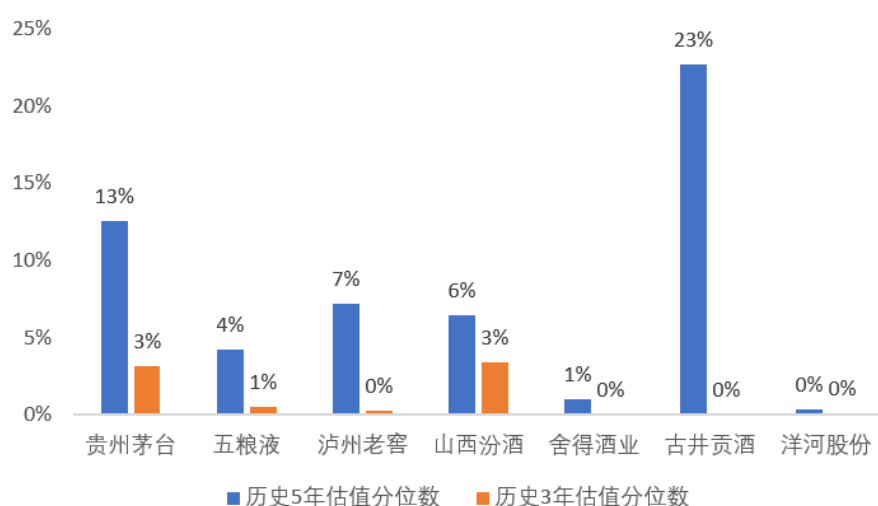
估值方面，截止 2023 年 11 月 27 日，白酒板块估值 PE-ttm 为 26.6 倍，以 10 年长周期维度看处于 PE 均值（10 年均值为 29.0X）以下，板块估值于 2021 年 2 月见顶后持续回落，市场预期及外资流出等多重因素导致板块估值中枢下行。当前多数核心白酒公司已步入合理估值区间，考虑年底估值切换，按 Wind 一致预期下盈利预测，高端茅台/五粮液/老窖 2024 年 PE 分别为 25X/17X/19X，基本面强势的汾酒/古井分别为 22X/24X，舍得/洋河分别为 16X/14X，板块估值风险已充分释放。

图 15：2018 年至今核心酒企估值情况



数据来源：Wind，东北证券

图 16：核心白酒历史 3 年及 5 年估值分位数



数据来源：Wind，东北证券

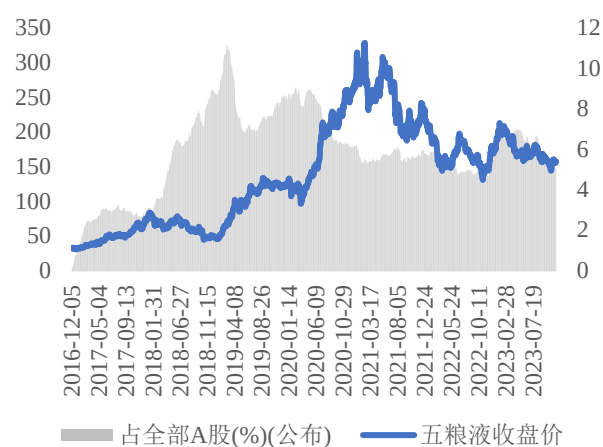
资金面，北上资金对白酒板块的持股持续走低。外资方面，受汇率走势、中美关系及外资对中国经济悲观预期等多重因素的影响，北向资金对白酒核心标的的持股数持续降低，截至 23/11/27，白酒板块的北上资金持有占流通市值比为 5.22%，贵州茅台/五粮液/泸州老窖的北上资金占流通 A 股(%)比例分别为 6.81%/5.01%/3.54%，分别较持股最高值减少 2.80pct/6.12pct/0.60pct。宏观环境、中美预期、汇率等变量仍为影响板块估值锚的重要外部变量之一。

图 17：贵州茅台股价及北上资金持股



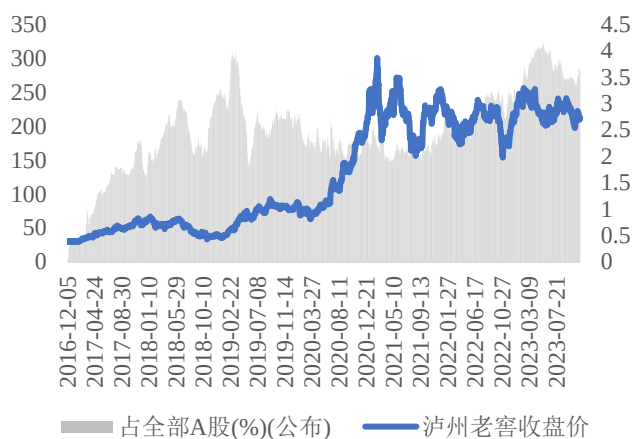
数据来源：Wind，东北证券

图 18：五粮液股价及北上资金持股



数据来源：Wind，东北证券

图 19：泸州老窖股价及北上资金持股



数据来源：Wind，东北证券

表 2：2023 前三季度部分核心酒企业绩基本面及股价表现

	Q1			Q2			Q3		
	营收增速	利润增速	股价增速	营收增速	利润增速	股价增速	营收增速	利润增速	股价增速
贵州茅台	18.66%	20.59%	5.20 %	20.38%	21.01%	-15.80%	13.14%	15.68%	-4.35%
五粮液	13.03%	15.89%	25.52%	5.07%	5.11%	-14.81%	16.99%	18.52%	-7.36%
泸州老窖	20.57%	29.11%	35.51%	30.46%	27.16%	-11.16%	25.41%	29.43%	-6.21%
山西汾酒	20.44%	29.89%	6.99%	31.75%	49.57%	-41.42%	13.55%	27.12%	-21.29%
古井贡酒	24.83%	42.87%	71.10%	26.78%	47.52%	3.77%	23.39%	46.78%	-1.15%
水井坊	-39.69%	-56.02%	-9.47%	2.22%	508.87%	-30.35%	21.48%	19.61%	-4.96%
酒鬼酒	-42.87%	-42.38%	-14.55%	-32.02%	-38.19%	-48.52%	-36.66%	-77.65%	-31.04%

数据来源：公司公告，东北证券

表 3：2023 前三季度部分核心酒企市盈率

代码	Q1	Q2	Q3
贵州茅台	36.45	32.06	32.79
五粮液	29.37	22.35	21.16
泸州老窖	37.89	27.54	26.75
山西汾酒	44.06	24.53	29.66
古井贡酒	53.01	36.18	35.88
水井坊	29.34	28.45	28.09
酒鬼酒	36.69	35.38	38.07

数据来源：Wind，东北证券

表 4：核心白酒 Wind 一致预期下估值对比

	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	舍得酒业	古井贡酒	洋河股份
2023 年 PE	30	19	23	28	19	30	16
2024 年 PE	25	17	19	22	16	24	14

数据来源：Wind，东北证券（截止 2023 年 11 月 27 日）

2.1.3. 合同负债：经销商信心十足，白酒企业高景气

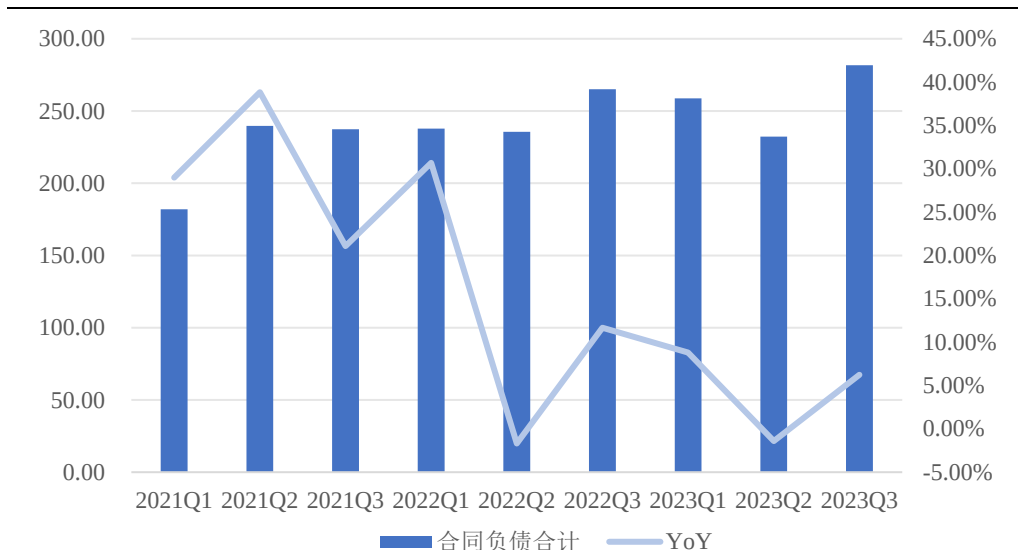
从截止 2023Q3 各核心酒企合同负债情况看来，一线品牌回款指标更优，行业分化加剧。受需求弱复苏及场景间与价格带间的分化影响，经销商对不同品牌的打款积极性逐步呈现分化，一线品牌率先积极完成回款任务，三四线品牌回款积极性有所弱化，从上市酒企看，五粮液、泸州老窖、山西汾酒等公司三季度末合同负债仍同比提升，公司蓄水池依然充足；茅台受直营渠道占比逐步提升影响，合同负债同比小幅下行；而古井贡酒、酒鬼酒三季度末的合同负债有所释放。

表 5：2021-2023 前三季度核心酒企合同负债整体及同比

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2023Q1	2023Q2	2023Q3
贵州茅台	-22.70%	-2.32%	-2.91%	55.83%	4.59%	29.55%	0.10%	-24.14%	-3.73%
五粮液	4.54%	74.86%	6.97%	-27.66%	-70.35%	-36.83%	53.48%	94.46%	33.26%
泸州老窖	5.02%	-34.34%	-29.08%	4.18%	65.44%	-0.26%	-2.11%	-17.00%	55.83%
山西汾酒	0%	348.01%	351.08%	32.44%	48.66%	23.67%	7.51%	18.77%	9.46%
古井贡酒	210.29%	276.28%	126.83%	141.44%	54.85%	34.75%	1.12%	-11.74%	-11.91%
水井坊	2278.08%	26.69%	22.12%	15.99%	34.14%	12.01%	18.91%	26.73%	14.91%
酒鬼酒	258.55%	307.48%	56.94%	16.27%	-36.29%	-33.81%	-45.67%	-19.47%	-27.20%
合计（亿元）	181.96	239.64	237.39	237.79	235.59	265.09	258.74	232.29	281.65

数据来源：公司公告，东北证券

图 20：2021-2023 年核心酒企各季度合同负债合计（亿元）及同比（右轴）

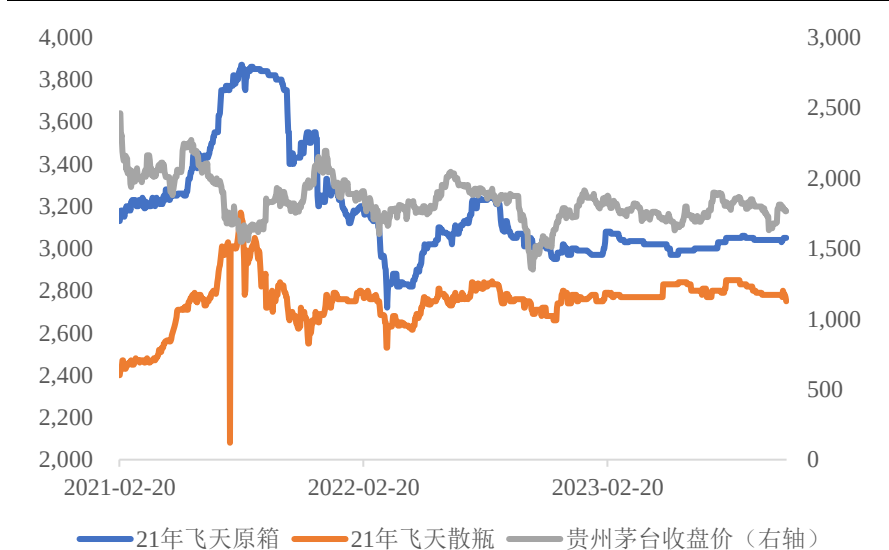


数据来源：Wind，东北证券

2.1.4. 批价：高端批价走势趋于收敛，渠道更加理性

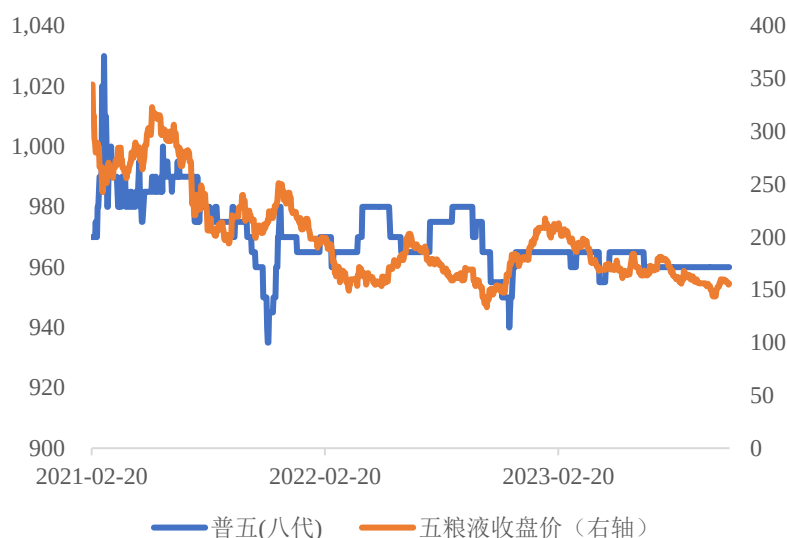
过往经验看，市场通常将高端酒批价走势作为反映需求景气度的高频指标，批价的涨跌一定程度会传导到股价层面，**2023 年整体看，高端酒批价走势愈发收敛，在窄区间范围内进行波动，批价对需求景气度的反映有所偏移，但拉长周期仍具有参考意义。**年初至今，整箱飞天/散瓶飞天/普五/高度国窖批价区间分别为 2970-3080 元/2750-2850 元/955-965 元/880-905 元。我们认为，茅台批价的收敛基于公司主动为之，通过发货节奏、线上投放等手段，维持批价在合理区间内波动；千元价格带的普五及高度 1573 批价仍能反映需求景气度，但同时也和企业在弱周期背景下的战略选择有关，五粮液通过以价换量，叠加渠道间及渠道与公司间的博弈，导致批价难以突破，同时一定程度压制其他千元价格带的批价空间。

图 21：贵州茅台股价及批价走势（元）



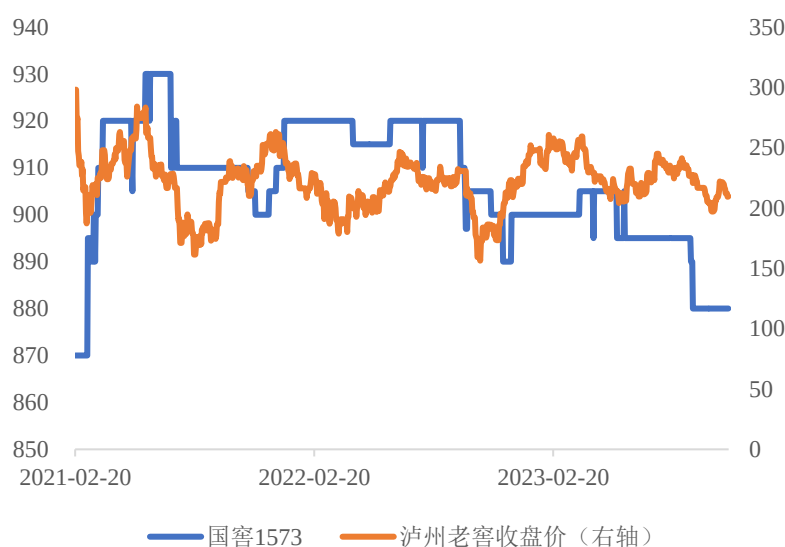
数据来源：Wind，今日酒价，东北证券

图 22：五粮液股价及批价走势（元）



数据来源：Wind，今日酒价，东北证券

图 23：泸州老窖股价及批价走势（元）



数据来源：Wind，今日酒价，东北证券

2.2. 2024 年白酒板块展望

展望 2024 年节奏，短期一两个季度看，由于主要头部企业今年仍在需求压力下完成全年增长任务，Q3 末渠道库存仍有一定累积，预计绝对库存同比有所提升，库存率预计和 2022 年持平，但高于 2021 年水平，Q4 各家酒企主要工作为库存去化，以迎接来年开门红的达成，我们预计行业整体库存在合理中枢略偏高的水位，叠加考虑 2023Q1 返乡及回补性聚会的高基数，2024Q1 春节开门红预计将回归常态化需求，动销较 2023 年持平至略增即是正常表现，超预期概率偏低，我们总体仍保持谨慎乐观态度，但建议以理性预期看待。预计 2024 年节奏上将呈现“前低后高”，春节平稳过渡，随着商务有序复苏，预计来年中秋表现明显好于今年。

表 6：Wind 一致预期下白酒上市公司今明两年增速预期

类别	公司名称	2023E		2024E	
		收入增速	利润增速	收入增速	利润增速
高端	贵州茅台	17%	19%	16%	17%
	五粮液	12%	13%	13%	14%
	泸州老窖	23%	27%	20%	23%
次高端	山西汾酒	24%	30%	22%	25%
	舍得酒业	26%	20%	27%	29%
	酒鬼酒	-5%	-6%	23%	28%
	水井坊	5%	5%	18%	21%
区域酒	古井贡酒	23%	38%	20%	27%
	迎驾贡酒	23%	29%	20%	25%
	口子窖	20%	20%	16%	18%
	洋河股份	17%	18%	16%	19%
	今世缘	28%	26%	24%	25%
	老白干酒	16%	-4%	18%	34%
	金徽酒	25%	43%	21%	31%
	伊力特	47%	130%	25%	34%

数据来源：Wind，东北证券（以上盈利预测来自 Wind 一致预期）

分场景展望，宴席端，2023 年回补性宴席导致高基数，预计 2024 年宴席消费持平或略降；高端礼品需求预计仍维持稳中有升，商务需求方面，在地产基建等政策刺激下，预计 2024 年有望实现中高位数增长。**总体看**，若宏观动能恢复较好，白酒整体需求仍有望稳健增长。

表 7：白酒各消费场景收入占比测算

白酒消费场景	收入占比	24 年增长假设
送礼及收藏	10%	3%
宴席	30%	见下表
商务接待	40%	见下表
个人聚饮等	20%	5%

数据来源：东北证券

表 8：不同场景下白酒行业 24 年增速敏感性测算

假设 24 年 商务需求增 速	假设 24 年宴席需求增速					
		-5%	-3%	-1%	1%	3%
	4%	1.4%	2.0%	2.6%	3.2%	3.8%
	6%	2.2%	2.8%	3.4%	4.0%	4.6%
	8%	3.0%	3.6%	4.2%	4.8%	5.4%
	10%	3.8%	4.4%	5.0%	5.6%	6.2%
	12%	4.6%	5.2%	5.8%	6.4%	7.0%

数据来源：东北证券

2.3. 白酒相关政策和中长期发展逻辑

2.3.1. 政策刺激下，经济修复有望带动白酒景气回暖

白酒动销复苏和经济修复斜率强相关，政策刺激若持续加码及传导，白酒需求有望进入复苏周期。

表 9：近一年国家出台相关经济刺激政策梳理

时间	政策或相关文件名称	政策主要内容
2022 年 11 月	《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展的通知》	保持房地产融资平稳有序，积极做好“保交楼”金融服务，阶段性调整部分金融管理政策
2022 年 11 月	《关于接收民营企业债券融资支持工具房企增信业务材料的通知》	中债增进公司增信支持民营房企发债融资工作
2022 年 11 月	《证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问》	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；积极发挥私募股权投资基金作用
2022 年 12 月	《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》	疫情防控措施放松
2023 年 3 月	《工业和信息化部等十一部门关于培育传统优势食品产区和地方特色食品产业的指导意见》	鼓励建设特色农产品原料基地，如贵州仁怀糯红高粱种植基地等；推动建设重点地方特色产业集群
2023 年 7 月	《关于恢复和扩大消费的措施》《关于促进民营经济发展壮大的意见》	稳定大宗消费、扩大服务消费、促进农村消费、拓展新型消费、完善消费设施、优化消费环境
2023 年 8 月	《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》	首套、二套房房贷利率和首付比例下降

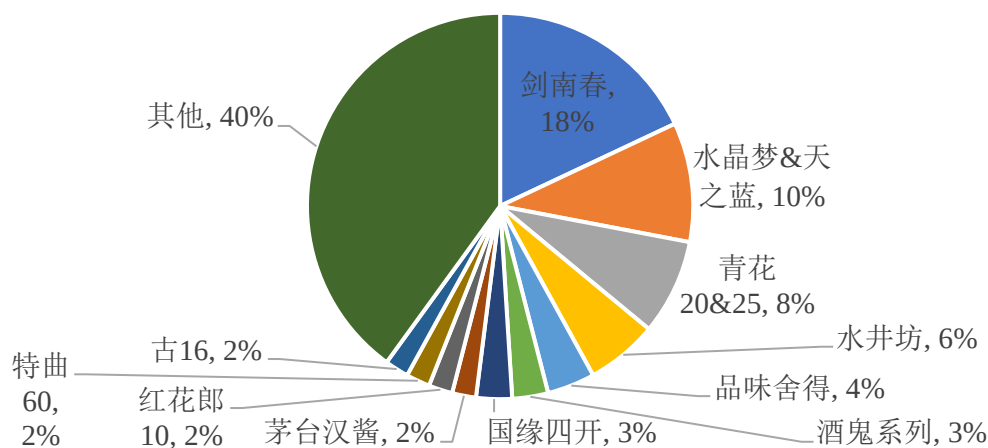
2023 年 10 月	《国务院关于提请审议增发 2023 年国债支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力以及调整 2023 年中央预算的议案》	增发一万亿国债，转移支付给地方
----------------	---	-----------------

数据来源：Wind，东北证券

2.3.2. 中长期看，集中度提升及价格带升级的行业主旋律不变

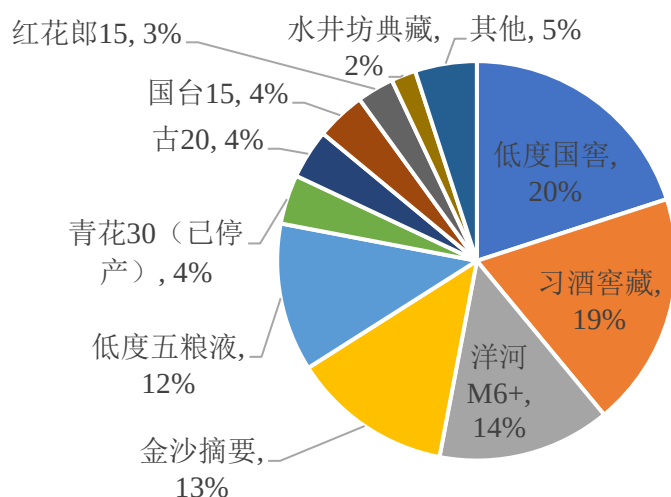
长周期看，白酒仍然是商业模式优越，品牌护城河极强的优质资产。展望未来 3-5 年，名优酒企仍能实现年化双位数以上，甚至 15-20% 的业绩增长，且商业模式决定了企业具备很强的调节能力与穿越周期的能力，我们认为对行业发展的内生动能无需担忧。从量与价两个维度看，1) 量：白酒行业总体产量负增长，其背后逻辑在于消费行为转变理性，“少喝酒、喝好酒”成为共识，总量下降但集中度提升机会依然巨大，测算 22 年白酒 Top6 收入/销量占比分别约为 43%/11%，从 Top6 销量角度占比看依然不高，提升空间依然巨大；2) 价：行业升级速度取决于消费力与经济环境，尽管当前宏观经济偏弱，但白酒具备社交属性及“面子消费”特点，升级不会发生根本扭转，行业价格空间我们认为更多取决于普五成交价（而非茅台），普五价格是重要观测指标，若价格上行将打开千元价格带及次高端价格空间。且头部酒企做高端化及结构升级的长期战略不会改变，我们仍然看好行业结构升级的中长期趋势。

图 24：300-500 元价格带竞争格局



数据来源：公司公告，东北证券

图 25：500-800 元价格带竞争格局

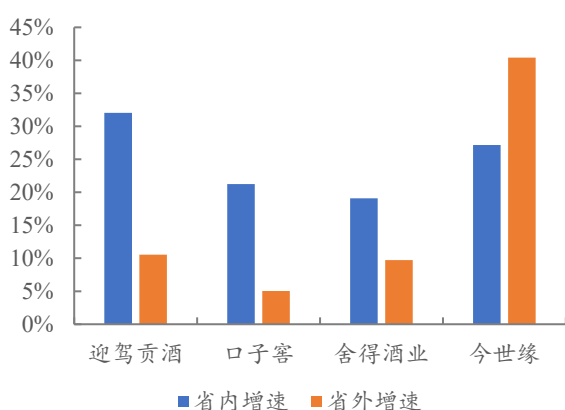


数据来源：公司公告，东北证券

2.3.3. 区域酒：徽酒需求旺盛韧性充足，2024 年展望积极

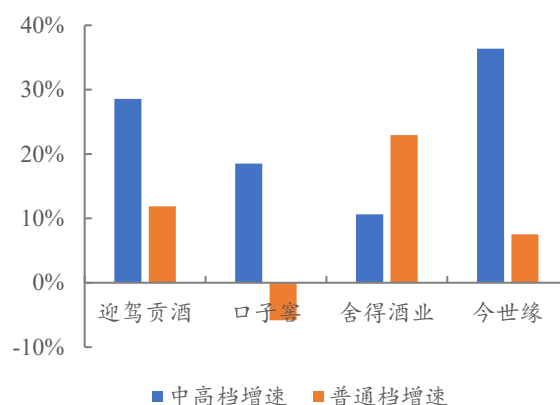
总体而言今年地产酒强省内而弱省外，宏观环境冲击下各品牌出现分化。对徽酒、川酒和苏酒中的泛全国化或区域品牌进行比较，2023 年这些地产酒品牌的省内营收增速大多快于省外营收增速（今世缘主要因为省外基数较小，省外增速较高），主要系宏观经济影响下，商务需求等出现一定下滑，泛全国化的次高端品牌在全国化布局的过程中难以在各区域市场深耕流通渠道，故在省外受冲击较大，而省内市场的宴席需求等较为旺盛。此外，这种省内外增速的分化带来的是产品结构的变化：徽酒及苏酒常年专注省内市场，在省内话语权较强、营收占比较高，从而省内市场的高增对其是利好，省内消费升级可以完美承托公司产品结构的升级；对于舍得等以省外市场为重点的品牌，省外次高端产品受到冲击，而省内销售的产品档次相对较低，拉低了公司整体的产品结构。

图 26：2023 年前三季度各地产酒省内外营收增速



数据来源：Wind，东北证券*部分酒企不披露省内外营收

图 27：2023 年前三季度地产酒各档次产品营收增速



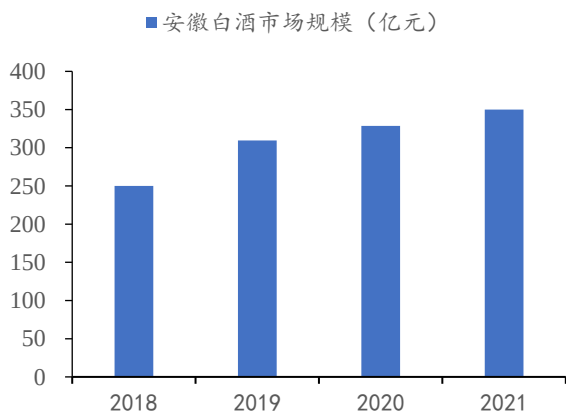
数据来源：Wind，东北证券

安徽省内消费升级延续，徽酒一超两强格局稳定。安徽白酒容量从 2017 年的 250 亿增长至 2021 年的 350 亿，CAGR 为 8.78%，目前合肥市场规模约 80-90 亿元。2017

年徽酒主流价格带从 100 元跃升至 200 元左右，价格升级成为规模增长主要动力，2021 年下半年此轮消费升级延续，合肥地区主流价格带从 200 元进一步跃迁至 300 元。安徽 100 元以下低端酒市场规模约 120 亿元，以本土品牌为主。安徽目前主流价格带分布在 100-300 元，规模约 140 亿，是徽酒品牌重点布局和竞争的价格带，以古 5、古 8、口子窖 6 年、10 年以及洞 6、洞 9 为主。300-800 元次高端价格带规模约 50 亿，该价格段竞争较为激烈，古 16、古 20、口子窖 20 年、兼香 518、洞 16、洞 20 等地方性品牌和梦 6+、剑南春、特曲等全国性名酒以及习酒窖藏 1988、摘要等酱酒品牌共同竞争。800 元以上价格带白酒规模约 40 亿元，以飞天茅台、八代五粮液、国窖 1573、青花郎、君品习酒等全国性名酒为主。竞争格局来看，徽酒四大品牌占比约 66%，呈现一超两强局面，茅台、五粮液、剑南春、老窖、洋河、汾酒等全国性名酒占比 22%，其他品牌仅占 14%。

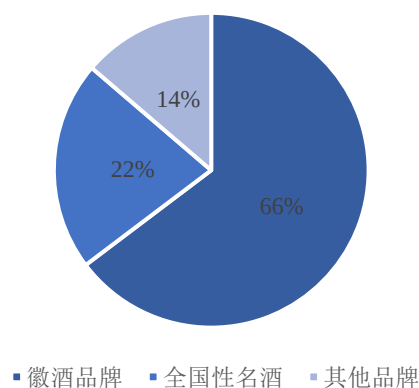
省内白酒需求韧性充足，龙头展现较强定力。2023 年前三季度古井、迎驾与口子窖合计实现营收 252.02 亿，同比增长 18.69%；实现归母净利润 67.8 亿，同比增长 38.63%。受益于安徽新能源产业和经济蓬勃发展，徽酒消费需求旺盛。春节返乡人群增加带动大众宴席表现火热，大众 100 元价格带如古 5、献礼、口子窖 5 年、口子窖 6 年呈现恢复性增长，同时消费升级延续带动价格带跃迁，合肥地区宴席 300 元价格带表现较好，古井/迎驾 2023Q1 收入增速分别为 24.8%/21.1%。随后二季度安徽省内消费升级，白酒产品结构持续优化，徽酒盈利能力表现良好。三季度古 16、古 20 在省内次高端价格带增速亮眼，迎驾充分享受省内白酒消费价格带升级红利，Q3 徽酒整体营收实现增长，古井/迎驾/口子窖收入分别实现 23.39%/21.89%/4.67% 增长。

图 28：安徽白酒市场规模



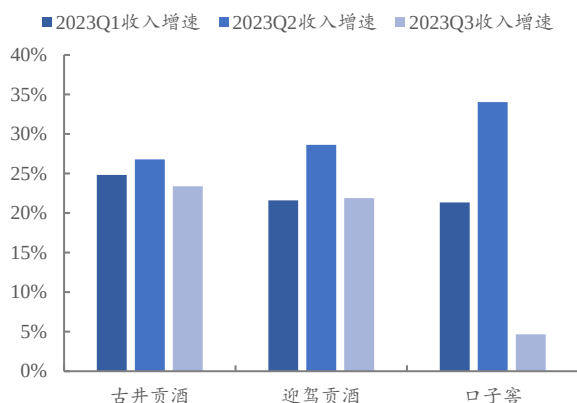
数据来源：酒说，东北证券

图 29：徽酒竞争格局



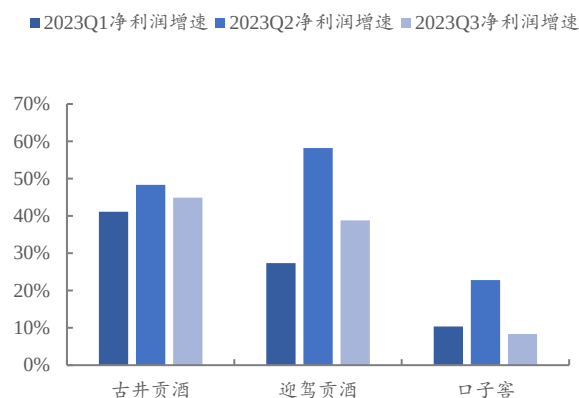
数据来源：酒说，东北证券

图 30：2023 前三季度各徽酒品牌收入增速



数据来源：wind，东北证券

图 31：2023 前三季度各徽酒品牌净利润增速



数据来源：wind，东北证券

安徽经济和新能源汽车产业蓬勃发展有利于白酒消费的稳定扩容。2022 年安徽省 GDP 为 45045 亿元，同比增长 3.5%，两年平均增长 5.5%，从 3 万亿迈入 4 万亿仅历经 2 年时间，目前安徽 GDP 位居全国大陆 31 个省级行政区中第 10 位。2023 年前三季度安徽省 GDP 达 35653 亿元，同比增长 5.8%。2022 年安徽常住人口容量达 6127 万，居民人均可支配收入为 32745 元，同比增长 6%。2022 年安徽规模以上工业中高技术制造业增加值同比增长 27.4%，占规模以上工业增加值比重为 13.6%；装备制造业增加值同比增长 15.5%，占规模以上工业增加值比重为 33.8%。战略性新兴产业中，新一代信息技术产业、新能源汽车产业产值分别增长 31.2%和 31%。2022 年安徽省汽车产量为 174.69 万辆，同比增长 17.32%，新能源产业、高新技术和制造业快速发展，带动省内经济高速增长，合肥作为省会人口持续流入和新兴产业聚集，经济发展和消费向好。2022 年合肥 GDP 为 12013.1 亿元，同比增长 5.26%。

2024 年徽酒展望积极，省内竞争或将加剧。古井贡酒公司产品结构持续向上，作为徽酒龙头充分享受省内消费升级红利，省外市场积极拓展，净利率有走高趋势。宴席持续火热拉动古 16 高增，商务需求拉动古 20 增长，省内表现优于省外。目前回款基本完成，全年完成 200 亿营收目标确定性强。迎驾贡酒积极拓展省内外市场；聚焦核心渠道、终端，不断提升网点数量与质量；梳理产品线、提升产品形象的效果显著，产品结构大幅优化。洞 6、洞 9 在当前省内 100-300 元主流价格带持续放量，积极向上培育洞 16、洞 20 抢占 300 元以上价格带，随着安徽省内白酒消费价格带上移，将有力支撑公司业绩增长。口子窖 23 年加大渠道改革力度，渠道扁平化落地，兼系列由平台公司运作，厂方主导市场工作。分销商利润大幅提升，积极性得到较大鼓舞。产品迭代持续推进，高档酒占比有所上升，产品优化带来毛利率提升。金种子在华润入主后，销售团队和经销商队伍大幅调整，产品体系全面梳理。馥合香系列及头号种子通过科技创新、数智化制造满足消费者不断提升的品质需求。2024 年古井迎驾继续稳步前行，口子窖和金种子产品和渠道均有所变革，省内竞争或将加剧。

2.4. 核心标的分析

2.4.1. 贵州茅台：普飞出厂价上调，明年增长确定性强化

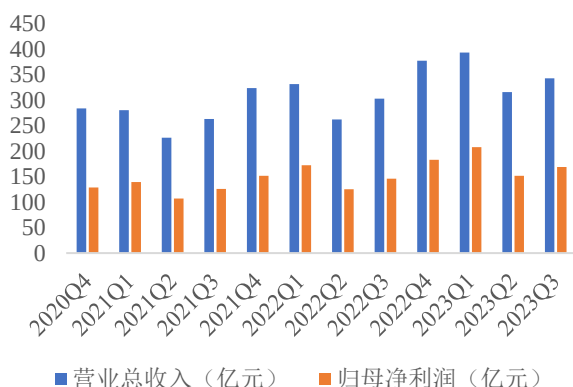
前三季度收入稳健增长，全年任务目标按节奏执行。分产品看，Q1-Q3 茅台酒/系列

酒收入分别为 872.7/155.9 亿元，同比+17.2%/+24.4%，茅台酒增长节奏稳中有进，预计今年通过直营渠道结构提升及非标产品放量，实现量价齐升；系列酒增长仍延续了比公司整体端更快的表现，从节奏来看，上半年茅台 1935 投放量相对较大，Q3 部分市场批价略有回落，公司为有序控制价盘把控放量节奏，增速逐季回落，但我们预计 1935 全年仍按百亿目标推进，茅台品牌背书下，新品孵化能力彰显。分渠道看，Q1-Q3 直销/批发收入分别为 462.1/566.6 亿元，同比+44.9%/+2.9%，其中 i 茅台 Q3 实现不含税收入 148.7 亿元，批发渠道相对稳定，公司延续增量投放至直营渠道，渠道结构持续优化，直营占比延续提升至 45%。公司年初制定全年营收增长目标约 15%，我们认为茅台仍按节奏有序推进任务进度，全年目标达成确定性高，公司根据市场环境主动把控季度间的经营节奏，兼顾增长质量及速度，业绩增长依然十分稳健，且现金流及增长质量优异，经营韧性仍足。

提价靴子落地，时点超市场预期，提振信心。公司发布重大事项公告，自 2023 年 11 月 1 日起上调公司 53%vol 贵州茅台酒（飞天、五星）出厂价格，平均上调幅度约为 20%。此次调整不涉及本公司产品的市场指导价格。公司自 2017 底公告对飞天出厂价上调 18%后，时隔 6 年再次提价，此次提价不涉及市场指导价位的调整，对于理顺渠道价值分配链条意义显著，且彰显了丁雄军董事长带领下的新任管理班子对茅台市场化改革工作推动的重要成果。从提价对公司收入及业绩增厚来看，考虑本次提价仅涉及对经销商拿货价 969 元配额部分进行上调，暂不对直营部分 1499 元指导价销售部分进行调整，测算提价对公司收入增厚为 60-70 亿元，扣除税金及所得税后预计对利润增厚为 40-50 亿，预计对 2024 年收入及利润增厚幅度分别为 4-5%、6-7%。我们认为公司提价落地后，对于集团层面十四五任务目标达成的确定性进一步提高。

提价对公司高质量经营及深化市场化改革意义重大。本次提价除了对公司业绩端的增厚外，同时支撑公司后续高质量发展及更加从容的运用增长工具箱。受经济环境等因素影响，公司近几年在未能提升普飞出厂价的背景下，更多通过非标茅台酒的放量及茅台 1935 等系列酒的增长作为增长抓手，此次普飞提价后预计后续非标酒及茅台 1935 的增长压力相对减轻，公司有能力更加从容的调节量价关系及价格体系。此外，市场此前持续质疑公司的市场化运作能力，一定程度对公司中长期估值中枢产生压制，提价落地后同时证明公司在新任领导班子的带领下，对市场化改革动作的进一步推进，利好公司中长期估值中枢的合理回归。

图 32：贵州茅台分季度营收及利润（亿元）



数据来源：Wind，东北证券

图 33：飞天整箱及散瓶批价（元）



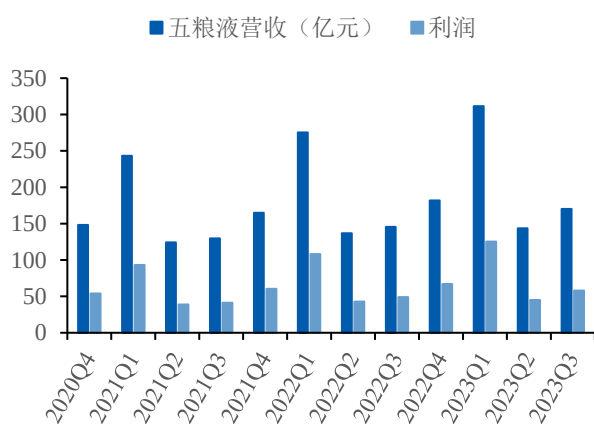
数据来源：今日酒价，东北证券

2.4.2. 五粮液：Q3 业绩超出预期，品牌营销取得良好成效

顺利完成半年度目标，强化直销渠道，现金流大幅增加。2023Q3 营收/利润同比增长 16.99%/18.57%，超出此前市场 10%/12%预期，主要系 Q3 动销加速主力产品快速放量所致。盈利质量方面，2023Q3 毛利率为 73.41%，同比提升 0.12pct；净利率为 35.48%，同比提升 0.38pct。期间费用方面，2023Q3 销售/管理/财务费用率分别为 11.20%/3.79%/-3.30%，同比-0.25pct/-0.32pct/+0.09pct，整体变化幅度较小，期间费用率保持稳定。从现金流来看，2023Q1-Q3 经营活动产生的现金流量净额 223.89 亿元，同比增长 107.58%，主要系本报告期内消费市场复苏，公司现金回款比例提高，银行承兑汇票到期收现额度较高以及上年同期公司为应对市场变化降低现金回款比例而基数较低等综合影响所致。

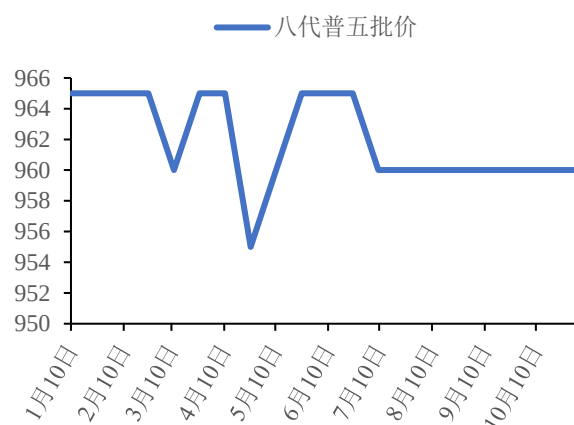
持续加强品牌营销，加大文化酒和陈年酒布局，全年目标稳步推进。三季度，公司以宴席市场为抓手，围绕中秋国庆开展了持续两个月的品牌营销活动。其一，公司借助央视中秋晚会落地宜宾，积极成为晚会“和美好礼”互动合作伙伴，围绕“和美五粮液，幸福中国年”主题开展了一系列广泛深入的整合营销活动；其二，公司在海口、青岛、厦门等地，以不同的地域文和民俗风情为主题，举办了多场凸显家国团圆的营销活动，提升了品牌曝光度、美誉度。在产品方面，公司继续坚持以八代普五和经典为核心大单品，系列酒集中力量打造五粮春、五粮醇、五粮特头曲和尖庄四大单品，持续优化产品结构，提高公司增长质量。此外，公司加大布局文化酒和陈年酒，目前已完成 12 个文化酒系列的封样及定价工作，“家有老酒”陈年五粮液全国巡展活动在成都、广州取得良好成效。营销方面，公司在元春、春糖等时段多次开展以“和美”为主题的营销活动，品牌曝光度高达 20 亿人次。动销层面，公司持续加大低度五粮液、1618 宴席开瓶奖励力度，同时围绕多个系列酒品牌开展终端促销活动，极大增强了消费者购买积极性。目前，公司全年回款任务进度超过 90%，全年营收双位数增长目标有序推进。

图 34：五粮液分季度营收及利润（亿元）



数据来源：Wind，东北证券

图 35：2023 年八代普五批价走势（元）



数据来源：今日酒价，东北证券

2.4.3. 泸州老窖：国窖稳健成长，四川地区表现优异

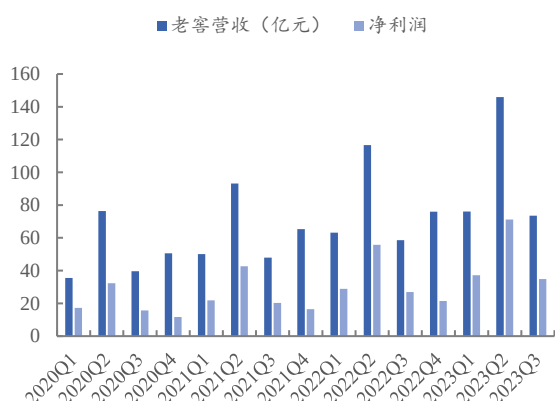
国窖势头向上，Q2&Q3 业绩持续超预期。2023Q1-Q3 公司实现营收 219.43 亿元，同比+25.21%；实现归母净利润 105.66 亿元，同比+28.58%。2023 年前三季度公司国窖势头向上，高低度放量同时国窖专营公司结算价格提高，国窖系列增长快于公司整体收入增长。窖龄和特曲在渠道体系理顺后进入放量成长阶段，公司腰部产品力量日益坚实。二季度动销回款积极，合同负债表现靓丽。2023Q3 营业收入+合同负债为 83.78 亿元，收入表现佳，合同负债蓄水池充足。三季度末合同负债 29.6 亿元，在充足合同负债蓄水池下，结合动销回款良性，公司销售回款和现金流表现较好。产品上，国窖 1573 增速超过公司的营收增速，高度 1573 略快于低度 1573。特曲 60 三季度增速超 20%作为主打，中档产品特曲、窖龄还在做一些调整以恢复以往增长态势。地区上，西南、华北地区大概占公司收入的 70%以上，四川地区在市场深耕的助力下表现的特别优异，华东地区是增速第一的大区。公司春节后就开展春雷行动，双节期间主要做产品动销，整体表现良好，春雷行动成效明显。公司明年继续致力于市场深耕，加强品牌塑造，注重消费者培育来获得更为稳健的增长。

提价推动毛利率改善，费用率逐步优化。2023Q1-Q3 公司毛利率为 88.45%，同比+1.67pcts；净利率 48.31%，同比+1.12pcts；期间费用率 14.26%，同比-2.34pcts，其中销售/管理费用率分别为 10.97%/3.84%，分别同比-0.51/-1.69pcts。2023Q3 公司毛利率 88.65%，同比+0.16pct，主要系提价政策的执行和产品结构持续优化；净利率 47.29%，同比+1.47pcts；期间费用率 16.16%，同比-2.05pcts，其中销售/管理费用率分别为 12.83%/4.12%，同比-0.78/-0.80pct，销售费用率下降主要因为费用投放更加精细化，各种营销促销活动安排更为合理。

四川地区表现优异，华东市场逐步起势。公司在基地市场积极推进渠道深耕，坚决推进“双 124 工程”，有效掌控核心网点，进一步提升服务核心终端、服务核心消费者的有效性和质量，不断深挖县级以下市场，在四川地区，公司进行了全面的摸排与充分的市场调研，制定了三年计划，树立了较高的增长目标，2023 年四川地区表现优异，展望明年有望延续这一态势。华东市场尤其是环太湖区域，公司集中资源，凭借低度国窖和低度特曲 60 逐渐打开局面，预计 2023 年华东市场营收占比在 15%以上。华中市场河南经过几年的调整，也有较大的起色，湖南市场除国窖 1573 外的其他产品也有一定的放量突破。2024 年预计各基地市场与机会市场将延续良好表现，

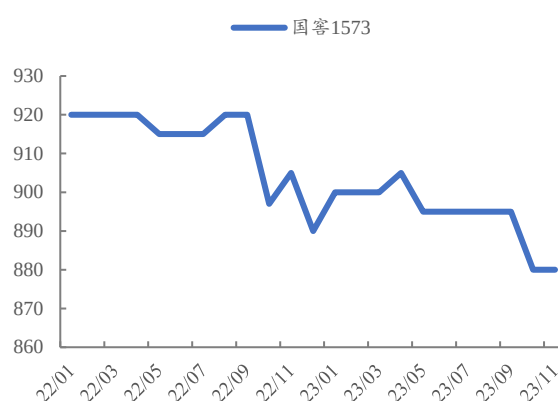
销售规模稳定扩张。

图 36：泸州老窖分季度营收及利润（亿元）



数据来源：Wind，东北证券

图 37：国窖 1573 产品批价（元）



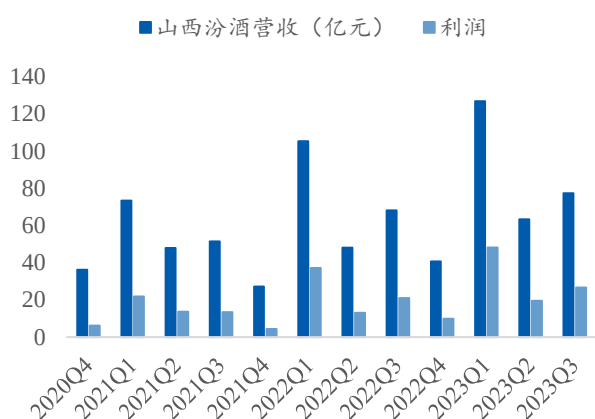
数据来源：今日酒价，东北证券

2.4.4. 山西汾酒：Q3 利润高增，保持高质量发展

2023Q3 利润维持高增，省外表现更优。2023Q3 公司营收/利润同比增速达到 13.55%/27.12%，营收增速略微放缓，利润保持高增，主要系去年营收基数较高而期间费用收缩幅度较大所致。分产品看，2023Q1-Q3 以青花系列为代表的中高价酒实现营收 197.92 亿元，占总营收 74.40%；以玻汾、竹叶青和杏花村为代表的其他酒类贡献营收 68.08 亿元，占总营收 25.60%。青花系列 2023Q3 高增势头不减，青花 20 和青花 25 贡献主力营收，青花 30 增速略慢，但环比提速。分地区看，2023Q1-Q3 公司省内/省外实现营收 106.64/159.36 亿元，同比增长 25.43%/17.98%，省内市场增速更快，单 2023Q3 来看，省内/省外营收为 31.27/45.85 亿元，同比增长 9.06%/17.10%，省外表现更优。分渠道看，2023Q1-Q3 公司代理/电商平台/直销（含团购）渠道分别实现营收 249.50/13.06/3.44 亿元，同比+20.70%/+32.12%/-1.85%，传统代理渠道占比最高，电商平台增速最快。经销商方面，公司稳步实施招商计划，报告期末公司经销商数量为 3768 户，相比年初增加 131 户。盈利质量方面，2023Q3 毛利率/净利率分别为 75.04%/34.40%，同比变化-2.87/3.60pcts。合同负债方面，2023 三季度末公司合同负债为 51.72 亿元，同比增长 9.46%。

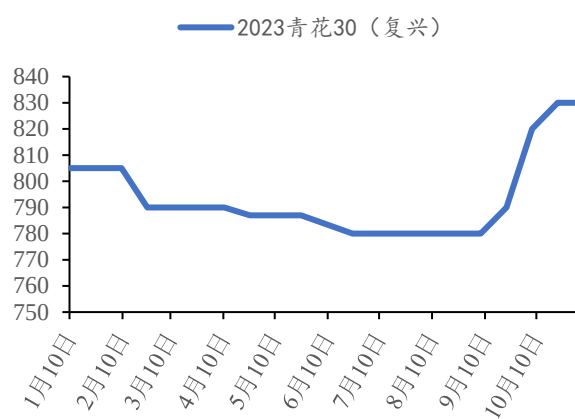
优化市场布局，品牌势能持续提升，高质量发展路径清晰。公司继续精耕大基地、华东、华南“三大市场”，在长江以北等传统强势市场逆势实现惯性高动销，长江以南核心市场加大其市场选商、优商、扶商工作力度，加大消费者互动，提高终端覆盖率，市场结构进一步优化。品牌方面，公司树立“一体两翼”品牌发展战略，继续推动汾酒、竹叶青酒、杏花村酒三大品牌的协同发展，推进青花系列品牌发展。产品方面，一是以青 20 为发展基准线，向上提升青 30、40 产品的档次和规模，推动青花系列产品市占率快速突破；二是以玻汾为发展基准线，培育清香型白酒消费氛围，扩大清香消费群体规模，以此拉动老白汾等腰部产品全面发展。

图 38：山西汾酒分季度营收及利润（亿元）



数据来源：Wind，东北证券

图 39：2023 年青花 30（复兴）价格走势（元）



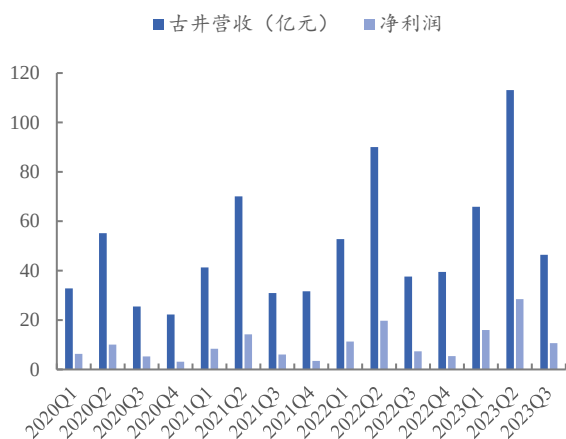
数据来源：今日酒价，东北证券

2.4.5. 古井贡酒：业绩亮眼彰显龙头定力，全年 200 亿营收目标完成在望

省内产品结构持续升级，营收利润高增，全年 200 亿目标完成确定性强。2023 年前三季度公司收入增长 24.98%，净利润增长 45.37%。古 20 受商务需求不振影响，增速放缓；古 16 受益于省内宴席市场恢复，增速最快；古 8 增速预计与公司整体一致，古 5 和献礼增速略低于古 8，公司的产品结构持续优化，因而 2023 年前三季度公司毛利率同比提升 2.64pcts 至 79.04%。23Q3 末公司合同负债 33.15 亿，同比减少 11.91%，环比增加 2.90 亿。目前全年回款基本完成，全年完成 200 亿营收目标确定性强。

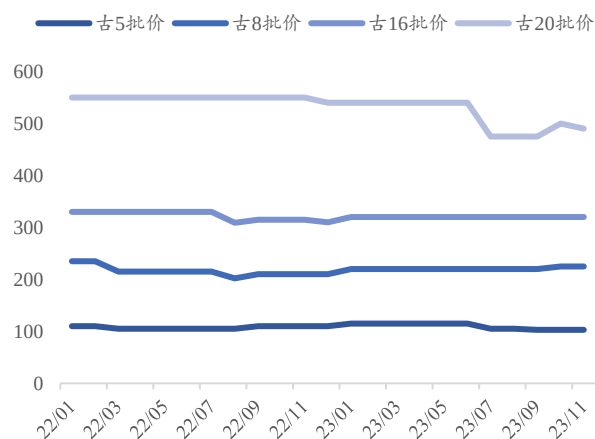
省内享受次高端价格带扩容红利，期待省外市场恢复。分区域看，2023 年前三季度省内市场增速快于省外，并超额完成任务目标；省外市场浙江、河南、河北等增速预计与公司整体增速一致，江苏市场增速回落。展望明年，古 16、古 20 在省内次高端价格带增速有望延续，持续享受安徽白酒消费升级红利，为公司省内的规模增长提供坚实支撑。省外市场以古 20 为核心，2023 年受宏观环境影响动销较差，因此出现了窜货等问题，批价也产生了一定波动。预期 2024 年经济回暖后商务需求复苏、窜货问题改善后，恢复增长势能，助力公司实现全国化扩张。

图 40：2020-2023 古井分季度营收及利润（亿元）



数据来源：Wind，东北证券

图 41：古井主要产品批价（元）



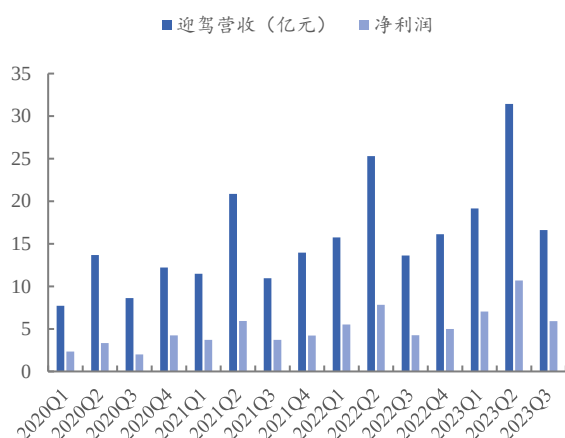
数据来源：今日酒价，东北证券

2.4.6. 迎驾贡酒：洞藏引领结构升级，业绩增长超预期

省内销售收入同比高增，产品结构大幅优化。分区域来看，2023 年前三季度公司省内/省外白酒销售收入为 31.50/14.11 亿，同比+32.05%/+10.54%；分价位看，中高档/普通白酒收入 35.79/9.82 亿，同比+28.55%/+11.87%。省内市场营收大幅增长，主要来源于中高档及以上产品及洞藏系列在省内的销量高增，预计 2023 年洞藏系列营收占比在 40%以上。产品结构的优化拉动 2023 前三季度公司毛利率显著提升 3.08pcts 至 71.64%。截至三季度末，公司合同负债 5.06 亿元，环比 Q2 基本持平。

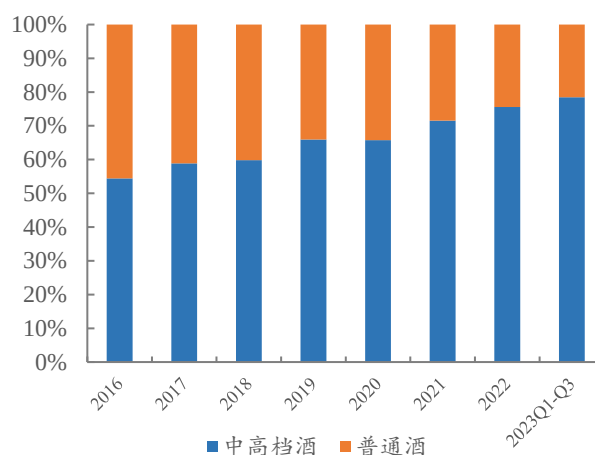
洞藏系列持续快速放量，积极扩张省内市场并导入苏沪市场。公司聚焦洞藏系列，洞 6、洞 9 分别对应 100-200、200-300 两个细分价格带，分别对标省内畅销单品古 5、古 8；抓住古井战略重心向古 16、古 20 等次高端产品转移的机会，通过高渠道利润率和消费者返利等增强洞藏系列产品的渠道推力和终端动销拉力，针对性发力的效果显著；在渠道建设方面学习古井的深度分销模式，快速抢占终端，改革薪酬激励体制以调动一线业务人员积极性，同时重塑公司销售架构，积极推动洞藏系列的业务和人员独立。公司已打造六安、合肥两大样板市场，正分阶段向皖南、皖北扩张，目前省内已有多个洞藏销售过亿的地级市场。省外以苏沪市场为主，加速导入洞藏系列。

图 42：2020-2023 迎驾分季度营收及利润（亿元）



数据来源：Wind，东北证券

图 43：2016-2023 年迎驾各档次产品营收占比



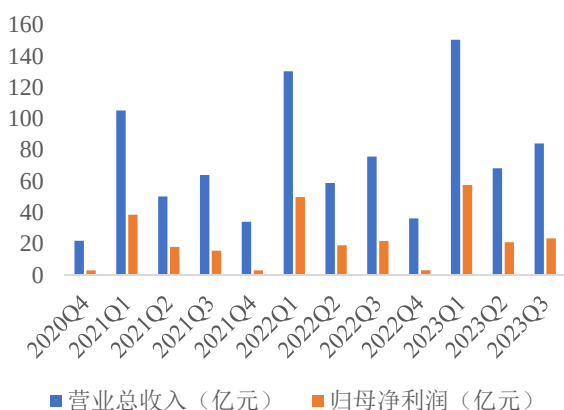
数据来源：Wind，东北证券

2.4.7. 洋河股份：竞争加剧下省内有所承压，估值性价比凸显，期待改善

前三季度白酒收入增长相对稳健，预计省外表现好于省内。Q3 收入端增长较 H1 有所降速，判断主因宏观环境及商务需求弱复苏，公司适度放缓单季度回款节奏。公司全年收入增长目标为 15%，前三季度任务完成尚有小幅缺口，但 Q4 占比相对较小，判断公司仍有余力冲刺目标。结合渠道反馈，省内今年竞争环境加剧，预计水晶梦受益于宴席的回补性需求的恢复及爆发，增速相对突出，省内梦 6+ 预计逐季复苏，苏南等高消费力地区宴席场景表现良好，但预计商务需求端仍有缺口，大众价格带海天产品预计平稳增长。省内今年部分地区竞争压力较大，省外方面，预计山东、河南、湖南、湖北、江西完成度相对较高，弥补一定省内缺口。判断整体渠道库存 2-3 个月左右，相对良性可控。

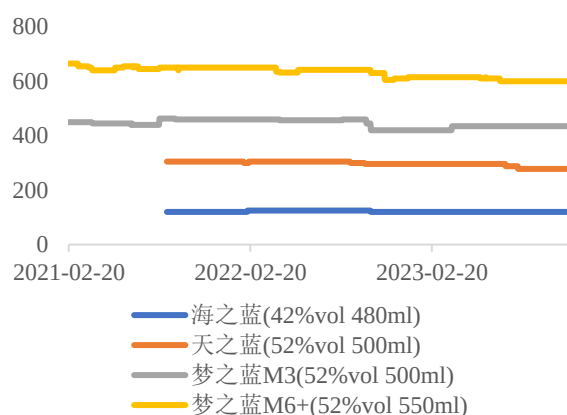
中长期看，我们依然看好海之蓝作为百元价格带全国化产品的牢固基本盘，以及梦 6+ 未来引领高线次高端的升级潜力。公司未来增长势能方面，从产品维度看，海之蓝自 2022 年升级后反馈相对积极，作为百元价格带全国化单品中产品力及品牌力最强的产品之一，在渠道推力显著改善及消费者评价不断提升的背景之下，我们认为未来 2-3 年海仍有望维持双位数以上的复合增速。水晶梦在渠道推力略强的背景下，正逐步追赶省内竞品份额，梦 6+ 站稳 600 元+ 价格带，且省内同价格带中，竞争力远远领先，我们预计水晶梦、梦 6+ 两款腰部价格带产品随着省内外消费升级及次高端价格带扩容趋势，仍有望带动梦系列实现 20% 左右复合增长。区域维度上，我们测算洋河目前省内市占率约 23%，洋河巅峰时期市占率在 30% 以上，我们预计未来洋河在省内升级区域引领及市场理顺下，省内份额有望逐步回升。省外方面，公司江西、两湖、浙江等地区呈现良好发展势头，在海之蓝恢复增长及梦系列全国化进程下，省外有望保持快于省内的恢复态势，并在公司全价格带产品布局下，承接白酒逐级向上的消费升级需求。

图 44：洋河股份分季度营收及利润（亿元）



数据来源：Wind，东北证券

图 45：蓝色经典系列产品批价（元）



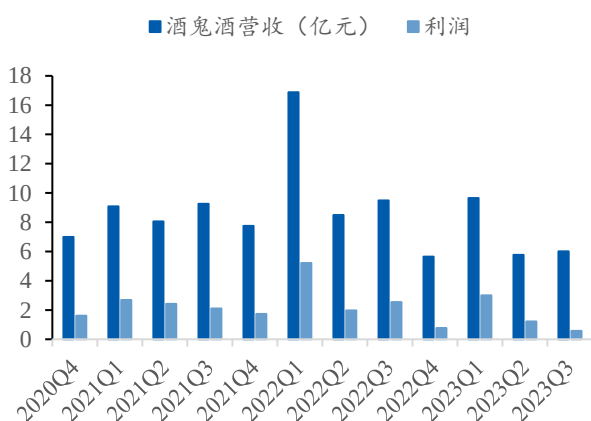
数据来源：今日酒价，东北证券

2.4.8. 酒鬼酒：动销边际改善，看好长期良性发展

费用改革叠加库存高企业绩承压，动销边际改善。2023Q3 公司营收/利润同比下滑 36.66%/77.65%，主要系次高端需求复苏不及预期公司产品销量受限叠加公司坚持费用改革经销商利润压缩因而打款积极性差所致。盈利质量方面，公司毛利率为 75.69%，同比-6.04%，净利率 9.45%，同比-17.32%。期间费用方面，销售/管理/财务费用率分别为 36.09%/5.35%/-1.25%，同比+9.61pcts/0.32pct/0.71%，管理费用率和财务费用率较为稳定，销售费用率大幅增加，主要系公司费用改革将 B 端费用改为 C 端投放，加大开瓶扫码红包奖励以及盒盖换酒等活动力度所致。现金流方面，2023Q1-Q3 公司经营性净现金流为 0.57 亿元，同比下滑 89.72%，主要系销售商品收到的现金减少。

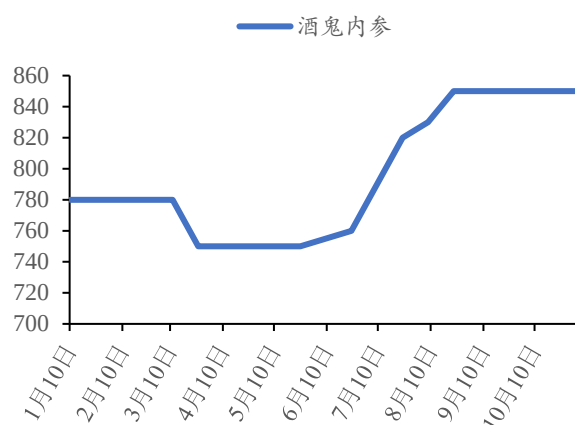
稳步推进费用改革，坚持大单品策略，看好公司长期良性发展。近几年公司依托招商铺货和渠道扩张带动营收利润快速增长，但也因此使得终端库存高企，受疫情以及经济复苏不及预期的影响，下游需求不足导致公司产品销量承压。2022 下半年，公司开始费用改革进程，大幅减少渠道端费用投放，转而投入消费者培育，开展了一系列如扫码红包、盒盖换酒、名酒进民企等活动。公司多种措施并举，终端动销边际改善明显，库存水平下降明显，目前维持在全年任务的 20%-30%左右。产品方面，公司坚持大单品策略，费用向内参和红坛倾斜，力图将两者培育成高端及次高端主要单品，以此拉动公司业绩增长。市场方面，公司将省内湖南市场提升为根据地市场战略，专门设立湖南事业部，加速渠道下沉，提升营收和市占率。其次，省外以河南、河北、山东、广东为基地市场，公司计划 2024 年继续对这四个主要基地市场精耕细作，精细化管理费用，以此打造样本市场推动进一步的全国化布局。目前，公司费用改革推进顺利，动销边际改善明显，看好公司长期良性发展。

图 46：酒鬼酒分季度营收及利润（亿元）



数据来源：Wind，东北证券

图 47：2023 年酒鬼内参价格走势（元）

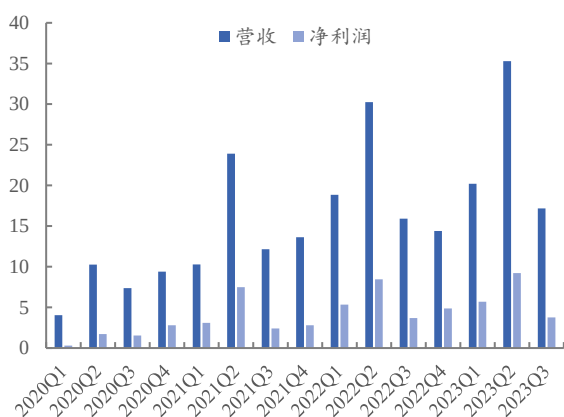


数据来源：今日酒价，东北证券

2.4.9. 舍得酒业：省外营收下滑拉低整体增速，员工持股计划落地

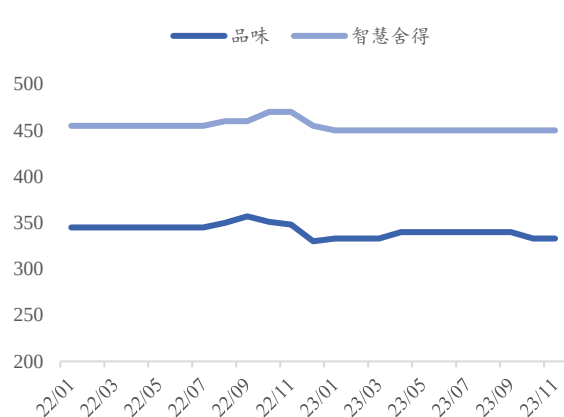
Q3 省外市场营收下滑拉低整体增速，普通白酒增速快于中高档。2023Q1-Q3 公司实现收入 52.45 亿元，同比+13.62%；归母净利润 12.95 亿元，同比+7.93%；扣非后归母净利润 12.56 亿元，同比+8.42%。单 Q3 实现收入 17.17 亿，同比+7.86%；归母净利润 3.75 亿，同比+3.01%。省外市场营收下滑拉低整体增速，普通白酒增速快于中高档白酒。分品类，2023 Q1-Q3 中高档酒/低档酒收入分别为 41.50/6.93 亿元，同比+10.62%/+22.94%；2023Q3 中高档酒/低档酒收入分别为 13.92 亿元/1.80 亿元，同比+3.49%/+20.66%。舍之道宴席场景表现良好。普通白酒营收增速显著快于中高档酒，产品结构有所下降。分区域，2022Q1-Q3 省内/省外收入分别为 13.75/34.68 亿元，同比+19.09%/+9.73%。2023Q3 省内/省外分别实现收入 4.42/11.30 亿元，同比+43.37%/-5.38%，省外市场营收占比达 71.89%，其增速放缓拉低了公司白酒业务整体的增速。

图 48：2020-2023 舍得分季度营收及利润（亿元）



数据来源：Wind，东北证券

图 49：品味和智慧舍得批价（元）



数据来源：今日酒价，东北证券

员工持股计划落地，积极开拓省会城市。2023 年 9 月公司临时股东大会审议通过了

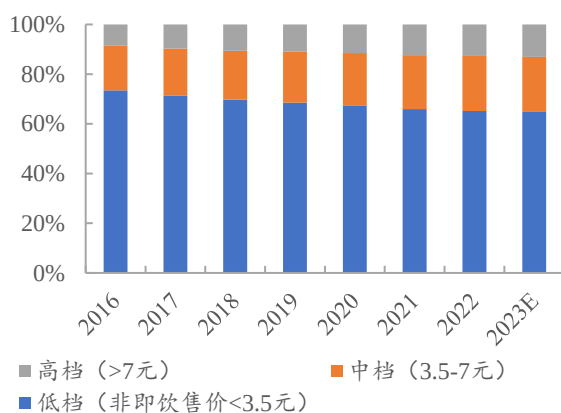
员工持股计划，参加计划的对象包含董事（不含独立董事）、监事、高管以及公司及子公司核心中高层管理人员及核心业务（技术）骨干等，此举将有效激发员工积极性，积蓄长期增长动能。公司今年在上海、南京、武汉、郑州等重点城市推进市场开拓，营销团队深入招商、地推广告，同时配套灵活性的营销政策、品鉴会、老酒盛宴等，有利于未来品味舍得等次高端及以上产品的全国化扩张。展望明年，公司计划在“首府战役”方面加大费用投入，加强终端品鉴，进一步提升舍得的牌力，在省会市场拓展阶段逐步导入品味舍得，从省会向四五线城市、农村地区辐射时导入舍之道。夜郎古在经历了经销商切换、人事变动后，经营状况正逐步好转。

3. 啤酒：行业高端化趋势不改，预期餐饮渠道持续回暖

3.1. 行业高端占比持续提升，龙头公司利润增长摆脱销量限制

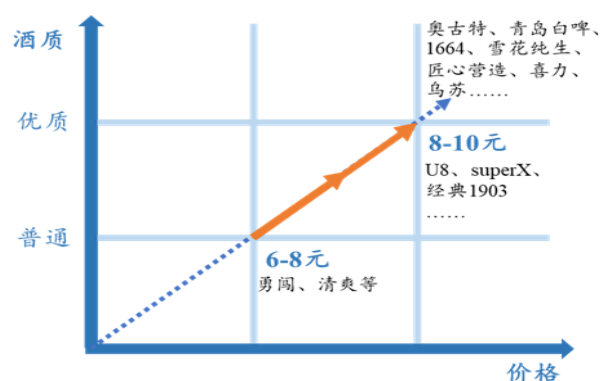
中高档啤酒占比逐年提升，8-10 元价格带将成市场主流。我国中高档拉格啤酒销量合计占比由 2016 年的 26.5% 升至 2022 年的 34.8%，高档拉格销量的 CAGR 为 5.8%，增长态势强劲。2022 年中高档拉格销售额占比合计达 64.9%，未来还将进一步提升。国内龙头企业积极布局即饮渠道价格在 8 元以上的大单品，8-10 元价格带产品增长迅速，渐成市场主流。

图 50：2016-2023E 年中国各档次拉格啤酒销量占比



数据来源：Euromonitor，东北证券

图 51：国内啤酒价格带将逐步上移



数据来源：东北证券研究所整理

表 10：8-10 元价格带各大单品

产品名称	U8	经典 1903	SuperX	乌苏
所属企业	燕京啤酒	青岛啤酒	华润啤酒	重庆啤酒
价格带	8 元	8-10 元	8 元	10-12 元 (620ml)

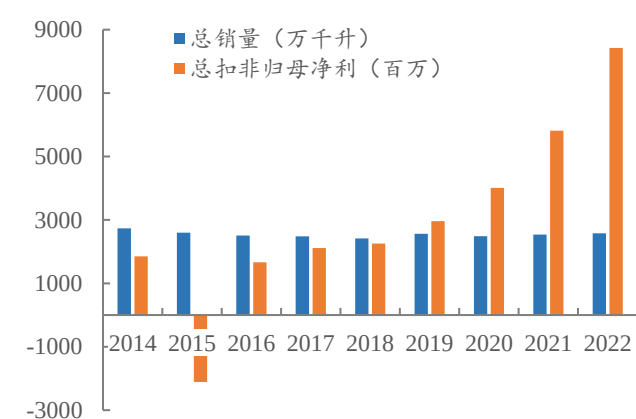
数据来源：公司公告，东北证券

2018 年以来 A 股啤酒龙头企业利润迅速提升，销量增长对利润的贡献度下降。青啤、华润、燕京、重啤销量总和从 2018 年开始一直维持在 2500 万千升左右，而扣非归母净利润实现了快速突破，利润增长更多来源于结构优化即中高档产品销售占比提升。各啤酒企业吨价逐年上升，在 2020-2022 年原材料成本上涨的背景下，净

利率仍保持上升趋势。

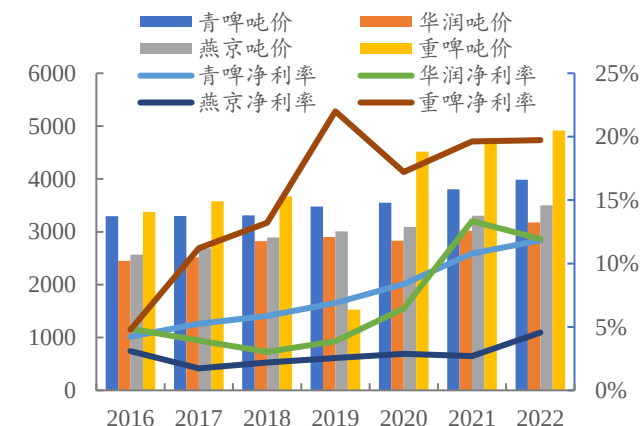
2023 年旺季啤酒行业整体承压，头部企业产品结构优化趋势不改。2023Q1-Q3/Q3 规模以上啤酒企业产量同比+2.1%/-5.5%。燕京啤酒今年 Q3 核心单品 U8 同比增速达 30%左右，受天气因素以及去年同期高基数影响，增速环比有下滑，但相比行业依然显示出强劲增长态势。U8 持续放量拉动公司产品结构优化，Q3 吨均收入同比提升 4.14%至 4201 元/千升，同时改革成效逐步显现，管理费用率下行显著，拉动净利润超预期增长。青岛啤酒高端化进程带动产品吨价提升，Q3 中高端销量同比提升 10.62%至 92.7 万吨，中高端产品占比由 2022Q3 的 33%上升至 41%，在 Q3 需求疲软、销量同比下降的情况下，仍实现利润增长。华润啤酒今年上半年次高端及以上产品销量增长显著，同比增长 26.4%，占比达 22.0%，其中喜力取得接近 60%增长，雪花纯生和 SuperX 等产品均保持快速增长。重庆啤酒受外部消费环境影响，主力高端大单品销量受负面冲击，以及前三季度仍存在大麦等原材料成本压力导致毛利率下降，2023 年前三季度毛利率为 49.19%，同比-0.51pcts，若明年消费环境回暖，产品结构升级速度有望加快。

图 52：2014-2022 年主要啤酒企业销量和利润变动



数据来源：Wind，东北证券 *选取青啤、华润、燕京、重啤

图 53：2016-2022 年啤酒企业吨价（元）和净利率

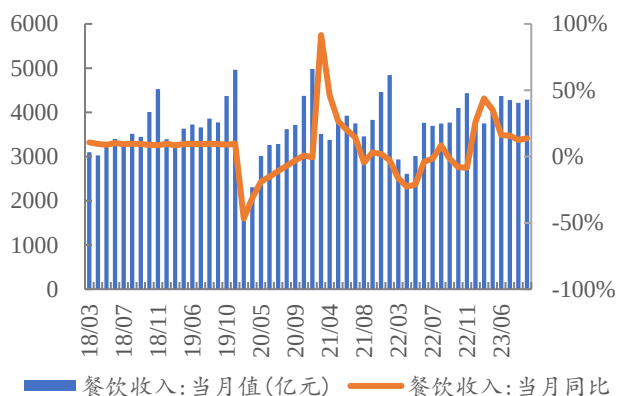


数据来源：Wind，东北证券

3.2. 疫后餐饮渠道回暖，啤酒消费场景和需求预期恢复

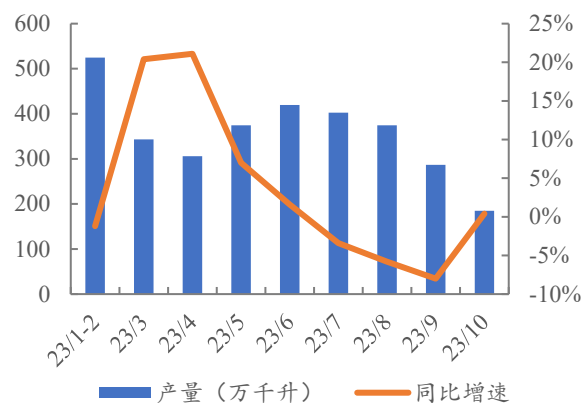
宏观经济预期回暖，啤酒销量有望实现恢复性增长。2023 年以来，随着疫情限制取消，餐饮渠道逐步修复，餐饮收入同比增速回到疫情前水平。而今年啤酒销量由于受消费环境和雨水天气较多的影响波动较大，Q3 销量呈现出旺季不旺的特征，并且产品结构升级速度有所放缓。2024 年宏观经济预期回暖，餐饮消费增加将拉动啤酒销量在今年低基数的基础上实现较好的恢复性增长，头部啤酒企业同比将有好的表现。

图 54：2018-2023 年餐饮收入当月值与同比



数据来源：Wind，东北证券

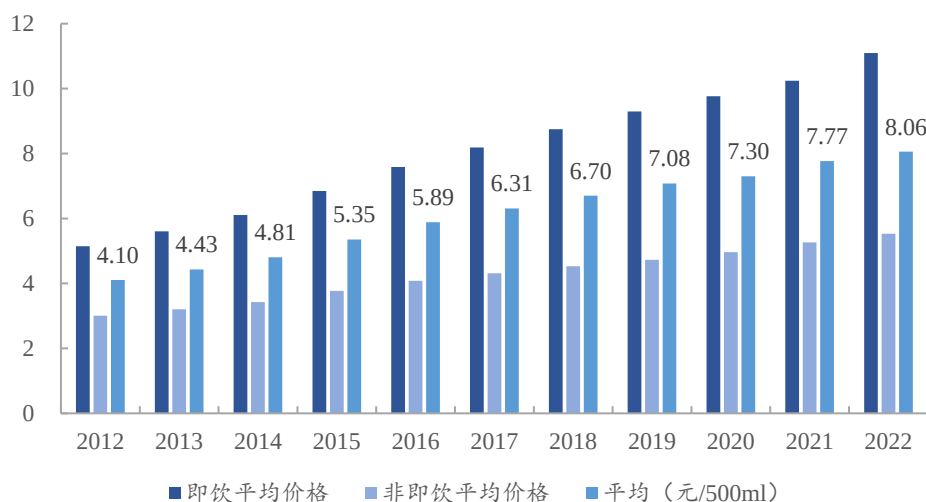
图 55：2023 年各月份啤酒产量与同比增速



数据来源：Euromonitor，东北证券

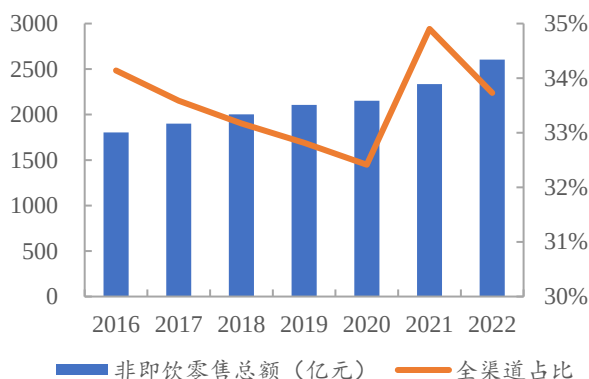
即饮渠道为啤酒消费的战略高地，餐饮渠道恢复将推动啤酒高端化顺利进行。我国啤酒即饮与非即饮渠道平均零售价格均在持续增长，而即饮渠道价格带提升明显快于非即饮渠道。2012-2022 年，非即饮/即饮渠道平均零售价格由 3.01/5.15 元增长至 5.53/11.10 元，2022 年即饮零售价已显著高于非即饮约 100.72%；啤酒整体平均零售价增至 8.06 元，CAGR 为 6.98%，8-10 元价格带将逐步成为市场主流。该价格带目前处于增量阶段，国内啤酒厂商近两年纷纷布局，U8、乌苏、superX、经典 1903 等增速较快，产品定位均为百万吨重点单品。

图 56：2013-2022 年即饮与非即饮渠道平均终端零售价格（元/500ml）



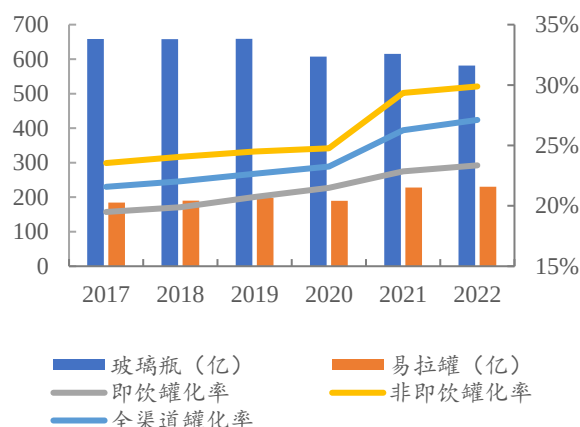
数据来源：Euromonitor，东北证券

图 57：2016-2022 年非即饮渠道零售总额及占比



数据来源：Wind，东北证券

图 58：2017-2022 年我国啤酒行业罐化率



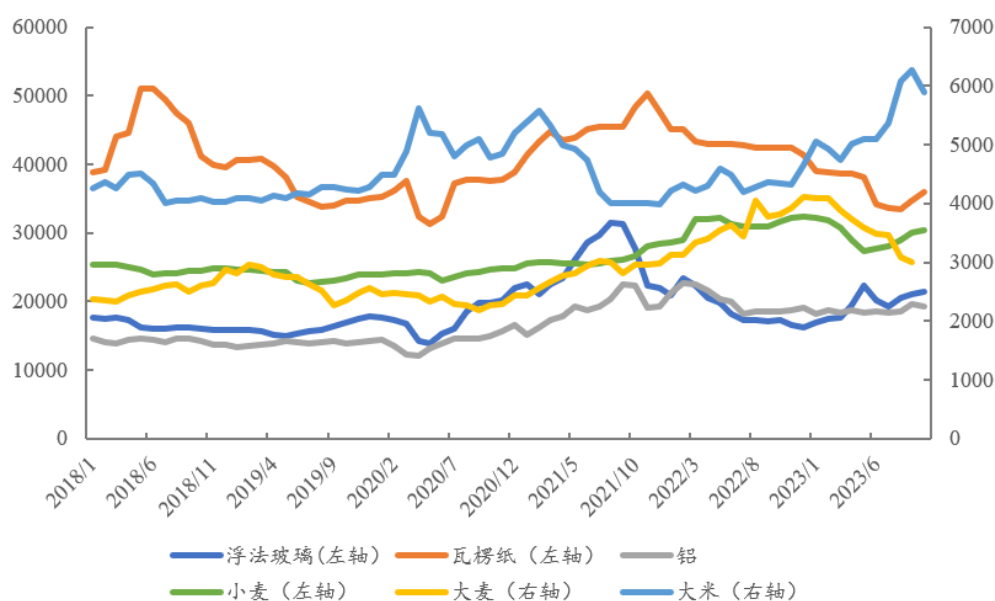
数据来源：Euromonitor，东北证券

非即饮渠道拓展，有望提升啤酒罐化率，有利于生产、运输成本的降低。我国啤酒消费场景已经由聚会社交、观赛、佐餐、酒席宴会的常规场景，向宅家欢聚、户外运动、追剧追星等个性化、多元化场景延展，刺激更多消费需求释放。2017-2022 年我国啤酒罐化率从 21.6% 提升至 27.1%，疫情导致非现饮渠道销售占比提升，年轻人消费习惯的演变也将推动啤酒罐化率的提高。青岛白啤、奥古特等中高端产品近些年罐装发展速度高于瓶装。易拉罐装在生产成本和运输成本方面占有优势，罐化率的提升也将对啤酒企业的利润增长有推动作用。

3.3. 澳麦“双反”措施取消，预期明年成本红利显现

进口大麦价格下降超 20%，成本红利预计将在 2024 年体现在报表端。今年啤酒主要包装材料价格相对稳定或小幅回落，2023Q2 开始，玻璃、瓦楞纸等包材价格持续下行且低位运行，成本压力不断缓解。2023 年 8 月，澳麦“双反”措施取消，自 2023 年 8 月 5 日起，我国终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税，中国大麦进口平均单价从 2023 年 1 月的 409.73 美元/吨，降至 2023 年 9 月的 300.48 美元/吨，降幅达 26.66%，该措施有利于缓解啤酒厂商原材料成本压力。中国啤酒企业一般与供应商签订协议锁定下一年度的大麦价格，因此预计大麦价格下行带来的成本红利将在 2024 年的报表端有所体现。提价方面，各企业大范围提价可能性低，以个别产品和局部市场的价格管理为主。

图 59：啤酒企业主要原材料价格走势图



数据来源：东北证券，Wind

表 11：2023 年部分啤酒企业提价措施及提价预期

	重庆啤酒	华润啤酒	青岛啤酒
提价措施（含预期）	2 月 1 号对乐堡产品和重庆产品在 一些区域做了提价，下半年均价提升幅度预计和上半年差不多，提价的范围和品类都没有很多变化。	考虑 SuperX 提价到 9-10 元，23 年价格调整会有空间，不同产品都可以有提价动作。	明年是否会大范围提价还不确定，但价格管理还会进行。

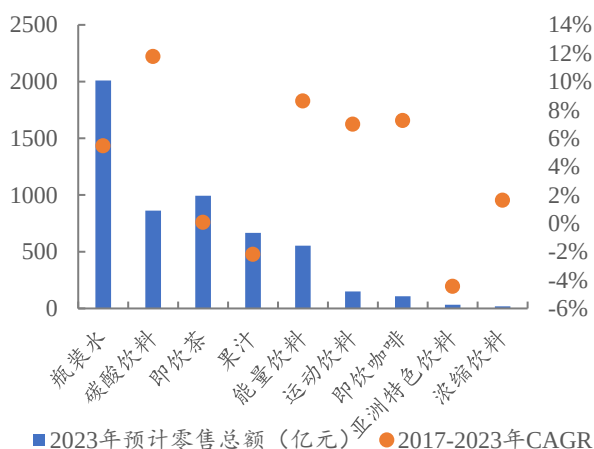
数据来源：公司调研，东北证券

4. 软饮料&预调酒：需求韧性足，持续关注消费场景复苏

4.1. 软饮料：能量饮料赛道东鹏市占率提升，成本回落将提振盈利水平

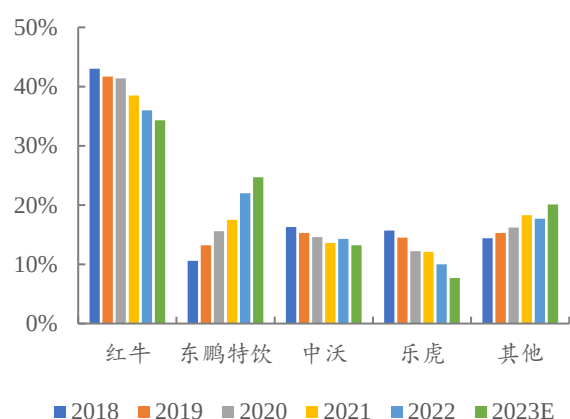
能量饮料需求具备较强韧性，东鹏饮料市场占有率不断提升。预计 2017-2023 年我国软饮料细分赛道中，能量饮料零售总额的 CAGR 为 8.6%。目前我国能量饮料人均消费量远低于美国、日本等国家，市场规模增长空间大。东鹏饮料在我国能量饮料市场的销量占比预计将从 2018 年的 11.0% 提升至 2023 年的 24.7%。

图 60：中国软饮料市场各品类零售额与增长率



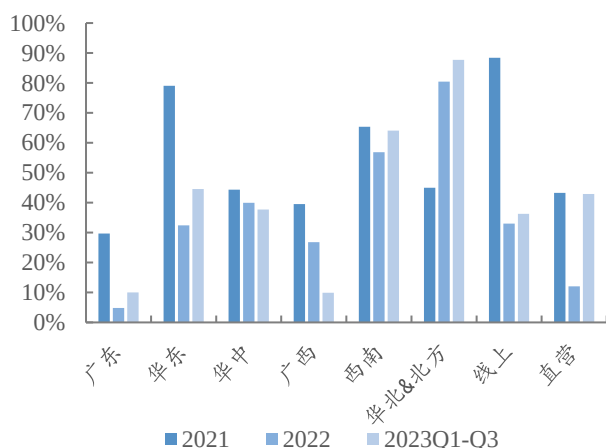
数据来源：Euromonitor，东北证券

图 61：2018-2023E 中国能量饮料各品牌销量占比



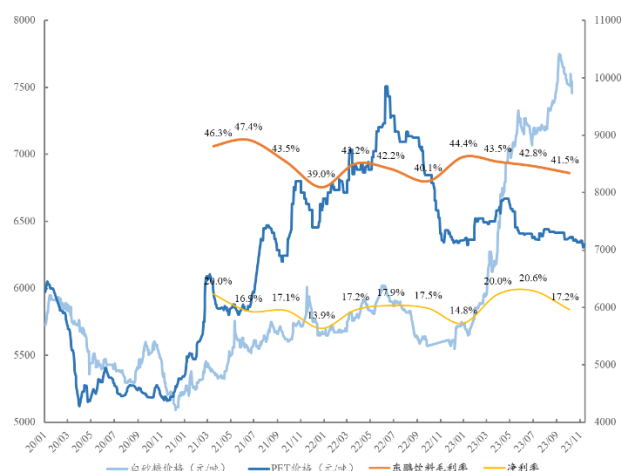
数据来源：Euromonitor，东北证券

图 62：2021-2023 年东鹏饮料区域市场营收同比增速



数据来源：Wind，东北证券

图 63：2019-2023 年原材料价格和东鹏盈利变动



数据来源：Wind，东北证券

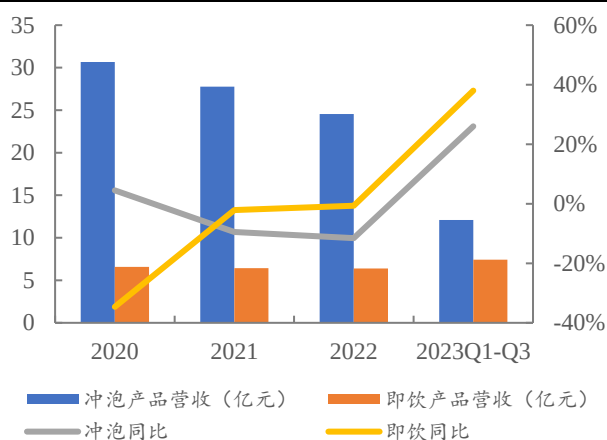
东鹏饮料全国扩张持续推进，渠道覆盖率进一步提升，第二增长曲线培育成效初显，成本压力缓解致利润率提升。公司不断扩张全国销售网络，在空白市场采取大流通模式，在成熟市场采取全渠道精耕模式，截至上半年，公司已有 2796 家经销商，较年初增加 23 家，实现地级市 100% 覆盖，并对经销商队伍进行了部分优化；销售终

端网点数量由 22Q2 末的 250 万家增长 23Q2 末的至 330 万家，增长比例达 32%。分区域来看，2023 前三季度公司在广东/华东/华中/广西/西南/华北区域增速分别达到 10.00%/37.71%/44.55%/9.91%/64.05%/87.71%，直营本部营收增加 41.79%，公司全国化进程推进迅速，省外各大区市场高增。2023Q3 公司毛利率同比提升 1.46pcts 至 41.51%，主要系成本压力得到缓解，白砂糖采购价同比上升，但聚酯切片等其他原材料价格同比大幅下降。预计 2024 年终端网点数量进一步增加，原材料成本压力缓解将有利于明年毛利率修复和盈利弹性释放。

4.2. 软饮料：香飘飘冲泡业务逐步恢复，即饮业务加速成长

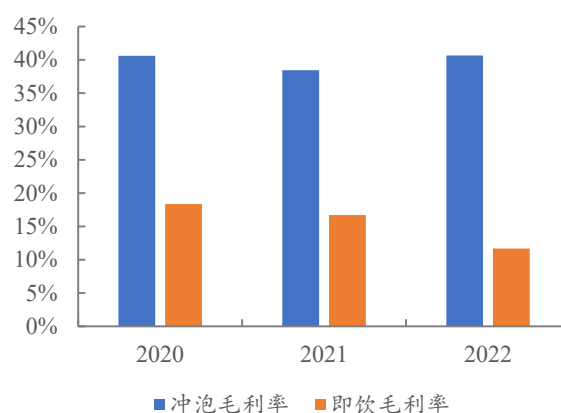
坚定“冲泡+即饮”双轮驱动战略，冲泡业务持续恢复，即饮业务有望延续高增。香飘飘 23Q3 冲泡/即饮业务实现营收 5.83/2.16 亿元，同比+14.50%/+42.30%，即饮业务增速环比提升 5.32pcts，Meco 果汁茶维持稳步增长，兰芳园冻柠茶动销优于预期且复购率较高，产品力逐渐得到市场验证。毛利率持续改善，净利水平短期承压系销售费用投入加大。公司 Q3 毛利率提升 4.50pcts 至 38.53%，主要系原材料价格如 PET、纸张等维持相对低位。公司推出的新品试销均有积极反馈，即饮业务营收增速加快，冲泡业务进入旺季有望持续修复。预期 2024 年冲泡业务延续恢复态势，即饮业务保持较快增长。毛利率方面，即饮业务毛利率水平较低，随着即饮业务的营收增长，规模效应将逐步体现，毛利率将逐步上升至行业平均水平。

图 64：2020-2023 年香飘飘冲泡和即饮业务营收



数据来源：Wind，东北证券

图 65：2020-2022 年香飘飘冲泡和即饮业务毛利率

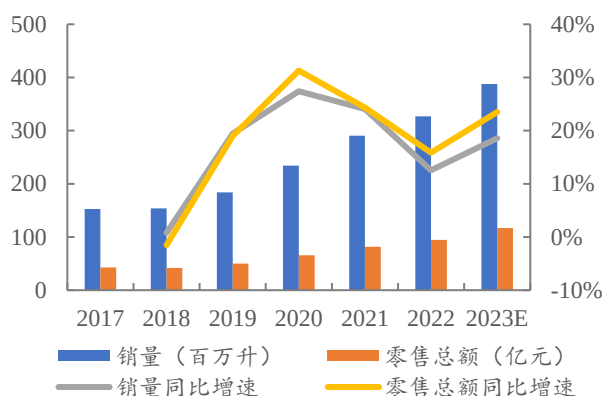


数据来源：Wind，东北证券

4.3. 预调酒：强爽打造“第二增长曲线”，重点关注百润股份

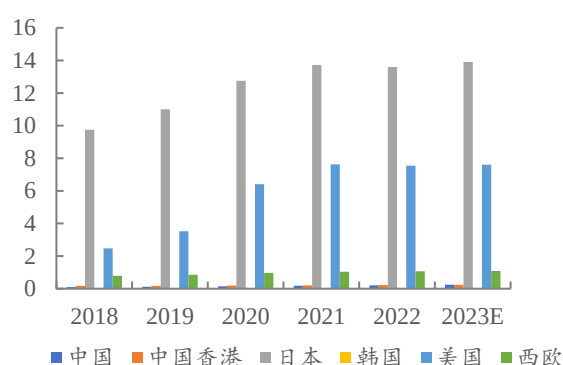
我国预调酒行业增速加快，百润股份具备绝对竞争优势。当前我国预调酒适龄人群人均消费 0.2 升/年，相比于日本、美国等预调酒成熟消费市场，我国预调酒市场增长空间可观。百润股份在国内预调酒市场占据绝对龙头地位，市场占有率逐年提升至 2022 年的 90% 左右，因此行业规模的增长很大程度上取决于公司产品的畅销程度。2022H2-2023 年强爽的快速起量帮助公司营收实现大幅增长，行业规模也有较大的增幅。综合来看，我国预调酒行业尚处于消费者培育的阶段，行业竞争压力较小，百润股份有充足的时间和空间来实现自身的发展。

图 66：2017-2023 年中国 RTD 酒精饮料市场规模



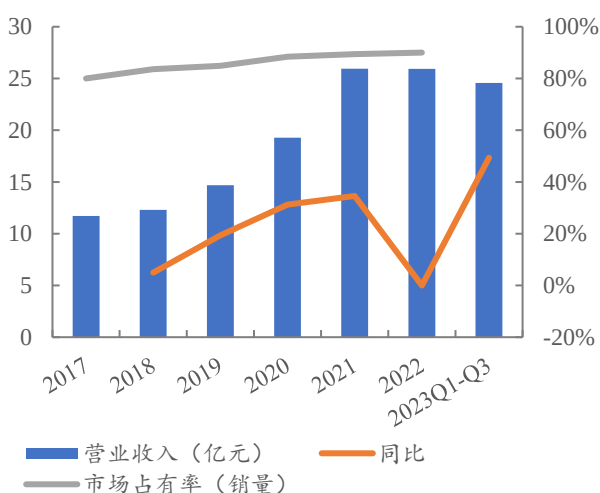
数据来源：Euromonitor，东北证券

图 67：2018-2023 年各地区预调酒人均消费量 (L)



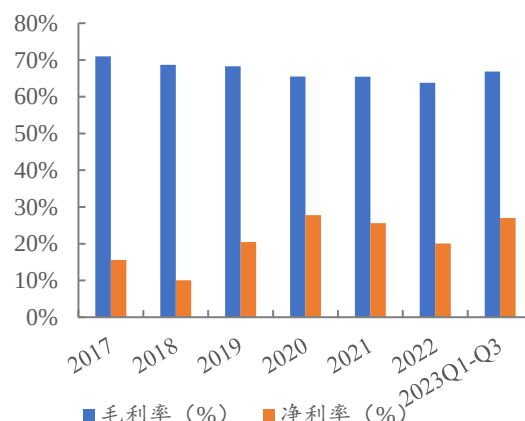
数据来源：Wind，东北证券

图 68：2017-2023 年百润股份营收与市占率



数据来源：Euromonitor，东北证券

图 69：2017-2023 年百润股份毛利率和净利率



数据来源：Wind，东北证券

借势强爽拓展线下餐饮渠道，产品结构升级带动盈利改善。疫情放开餐饮回温，强爽“社交酒”特性易与餐饮结合发力，公司有意控制线上价格、借强爽之势拓展线下餐饮市场，实现渠道扩容。产品结构优化和成本回落，2023 年前三季度公司毛利率同比提升 4.92pcts 至 66.86%。得益于强爽高增拉动营业收入同比大幅增加，各项费用率显著下降，销售/管理费用率同比下降 4.67/2.09pcts 至 20.15%/5.12%，公司整体净利率同比增加 8.55pcts 至 27.01%，盈利改善明显。

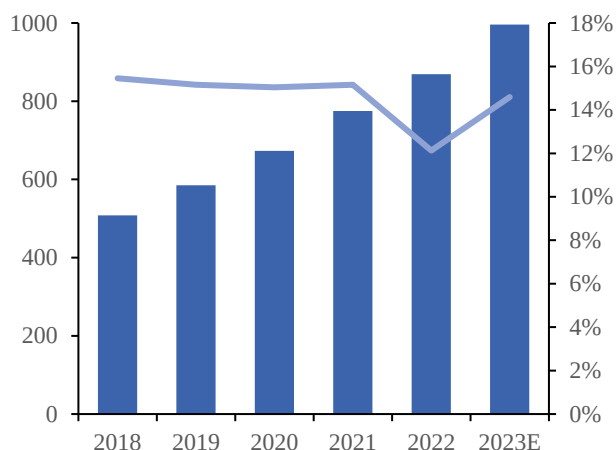
微醺有望扭转颓势，威士忌增长曲线蓄力待发。公司总结强爽出圈经验，微醺包装更新、发布近期热播古装剧《长相思》贴片广告，消费者反馈积极，有望扭转颓势。威士忌产能储备充足，将成为未来 highball 系列的基酒储备，威士忌也将培育独立品牌，定位大众消费者。

5. 调味品：餐饮消费市场逐渐回暖，B 端恢复稳步进行，C 端消费有所承压，期待行业加速恢复

5.1. 餐饮消费环境回暖向好，多样化需求创造发展机会

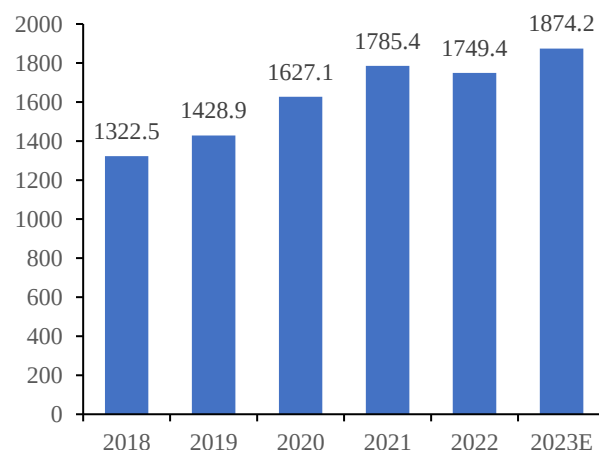
调味品行业市场规模逐年扩大，疫情放开后餐饮消费市场逐渐回暖，有望再一轮向上突破。需求端来看，随着经济及生活质量的提升，人们对餐饮口味的需求逐渐多样化，同时餐饮业的发展也带动了定制调味品市场的需求，扩大了调味品产品的销售渠道，调味品行业有望迎来新一轮的发展。供给端来看，调味品的产量也在逐年增加，我国调味品产量由 2018 年的 1322.5 万吨增加至 2022 年的 1749.4 万吨，年均复合增长率为 7.24%。

图 70：我国调味品行业营业收入（亿元，%）



数据来源：wind，东北证券

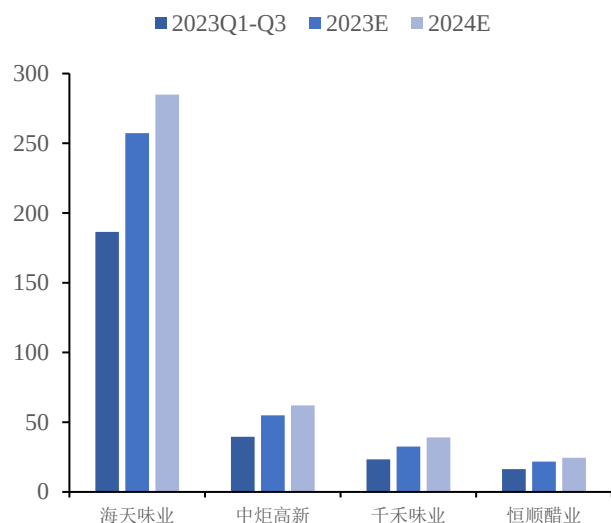
图 71：我国调味品产量（万吨）



数据来源：wind，东北证券

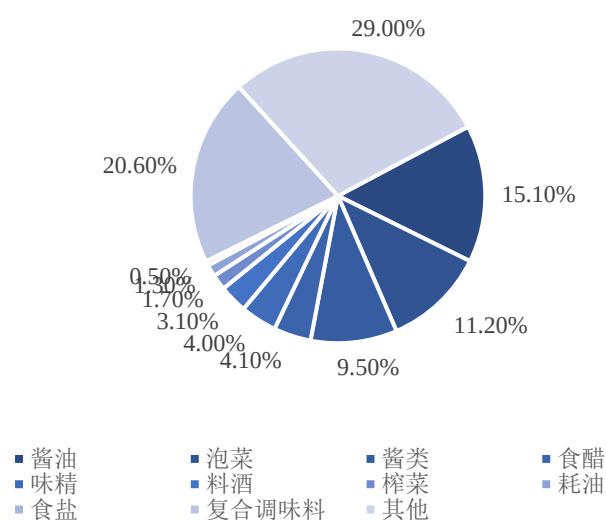
企业主要产品的营业收入增速逐渐放缓，亟需通过成功的品类创新创造新的增长点。在产品进入成熟期的形势下，其所带来的价值增加红利逐渐减弱，细分行业空间近乎饱和，这将促使企业在未来进行多元化的扩张来拓展市场空间，创新产品品类，孵化大众接受度高的调味料单品，必须为企业的盈利寻找新的业绩增长点。

图 72：2023 年各调味品企业营业收入（亿元）



数据来源：公司公告，东北证券

图 73：2023 年我国调味品市场细分品类占比

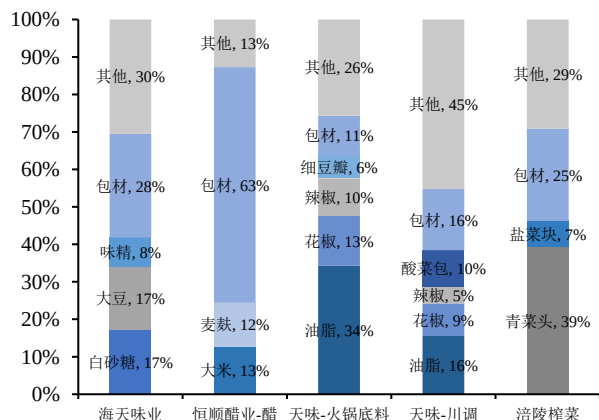


数据来源：wind，东北证券

5.2. 原材料成本有所下降，消费升级推动技术和渠道创新

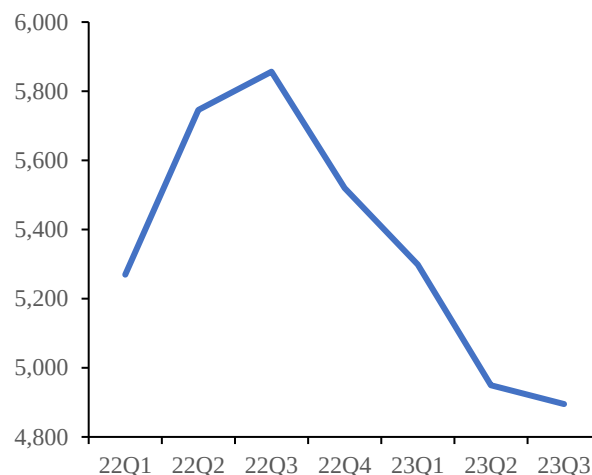
原材料价格下降使企业成本压力减轻，产品毛利率有望持续提振。受宏观因素的影响，2023 年度调味品原材料价格持续下行，行业毛利率有所上升。其中农产品是调味品企业生产产品的主要原材料，而其价格主要受市场供求等因素的影响。

图 74：部分调味品行业企业原材料构成



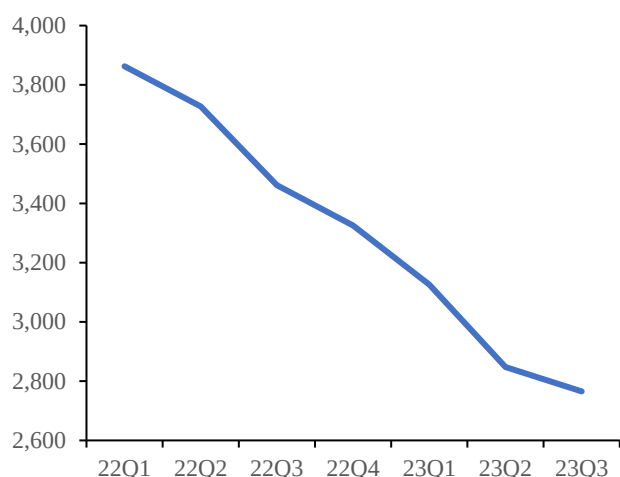
数据来源：招股说明书，公司公告，东北证券

图 75：2022-2023 年大豆季价走势（元/吨）



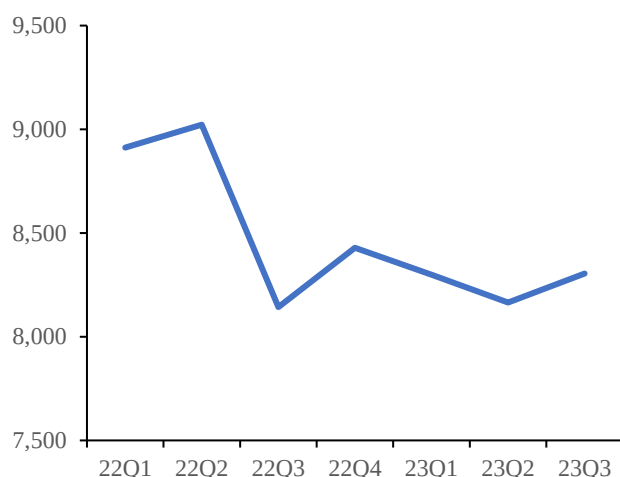
数据来源：wind，东北证券

图 76：2022-2023 年瓦楞纸季价走势（元/吨）



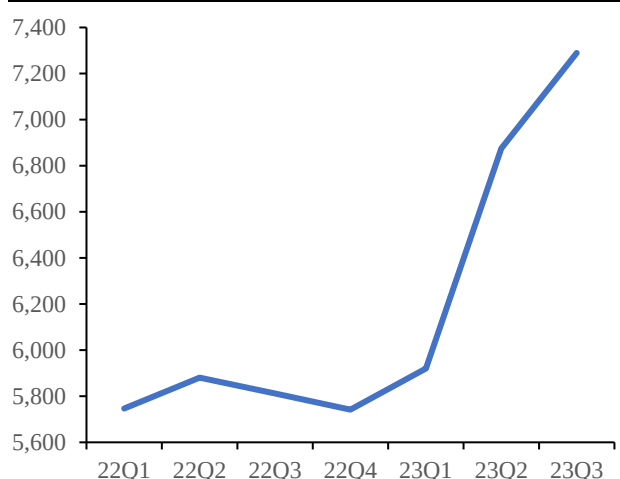
数据来源：wind，东北证券

图 77：2022-2023 年塑料（PE）季价走势（元/吨）



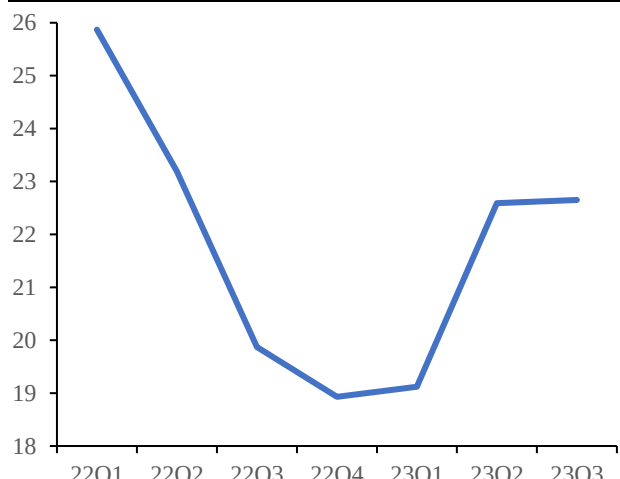
数据来源：wind，东北证券

图 78：2022-2023 年白糖季价走势（元/吨）



数据来源：wind，东北证券

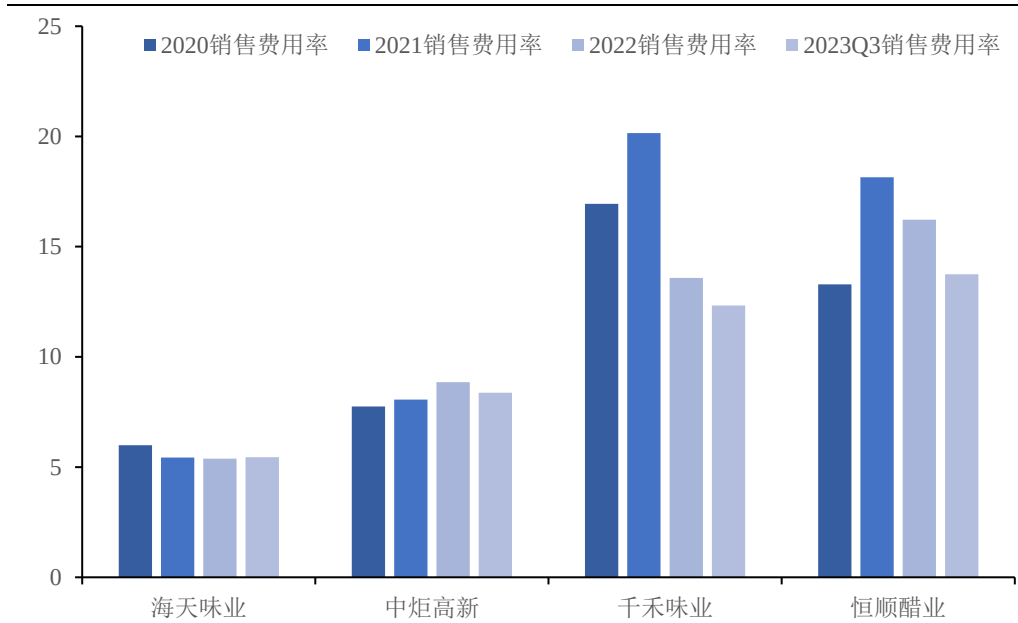
图 79：2022-2023 年玻璃季价走势（元/平方米）



数据来源：wind，东北证券

销售费用控制优化，助力释放利润空间。企业近两年的销售费用率呈下降趋势，这反映出相关企业注重费用控制和优化投入产出比。公司通过提高运营效率、采用更为精准的市场定位策略，以及优化广告和推广支出，实现费用的优化。这种策略不仅保证了市场推广活动的高回报，也确保了企业资源的合理分配和利用，为企业的可持续增长奠定了基础。此外，投资于研发和技术创新将有助于提高效率，降低成本，进一步支撑销售费用率的降低，并推动公司向自动化和智能制造转型，最终转化为企业利润和市场份额的增长。

图 80：2020-2023 年各调味品企业销售费用率（%）



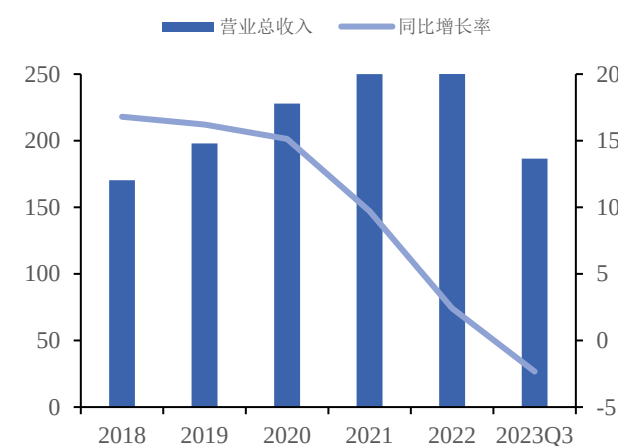
数据来源：公司公告，东北证券

销售渠道多元化，线上电商或将成为企业渠道的重要部分。在传统渠道占比上，海天酱油为 70%B 端+30%C 端，中炬高新为 30%B 端+70%C 端。但近年来社会生活和消费方式发生了较大的变化，调味品行业的销售渠道也发生了变革，企业不仅仅依赖于经销商这一单一销售渠道，在新零售趋势下，调味品消费场景转移促使企业扩展多元化销售渠道（如电商平台，线上直播等），通过多种新媒体形式与消费者实现密切互动或者与社区生鲜超市合作以满足消费者即时性、特定性的消费需求。

5.3. 核心标的分析：海天业绩仍待修复，千禾有望延续高增

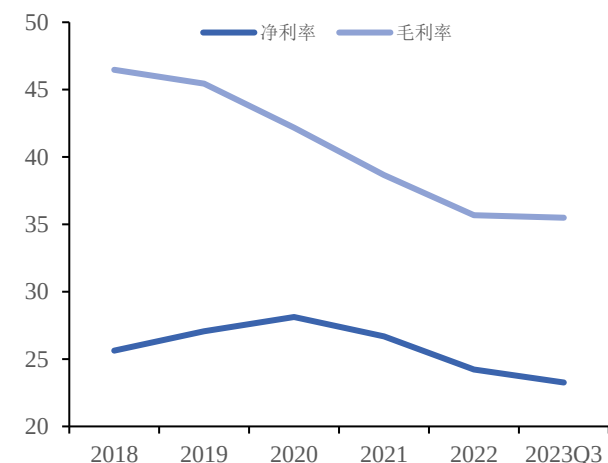
海天味业：核心品类修复较慢，盈利能力阶段承压。海天味业 2023 前三季度三大核心品类酱油、调味酱、蚝油收入增速分别为-7.5%/-5.7%/+0.3%。核心品类收入承压，主要系餐饮消费环境恢复速度偏慢以及公司调节经销商库存水平所致。但其他产品收入在前三季度同比增长 19.8%，Q3 单季度增长+38.6%，公司零添加系列新品及醋、料酒逐步融入存量渠道，并持续放量。产品格局持续改善，渠道助推加速发展。大众持续加速对于优质产品的认知，海天味业作为调味品龙头韧性较高，将受益于行业格局改善和产品结构升级，加速市占率提升。费用率略增加，盈利能力下滑。2023 前三季度公司毛利率为 34.54%，同比下降 0.75pp，下滑主要系原材料价格高位和产品结构变化所致。2023 前三季度公司净利率为 21.73%，同比下降 1.24pp，下滑主因毛利率承压，净利率仍待修复。

图 81：海天味业营业总收入和同比增速（亿元，%）



数据来源：wind，东北证券

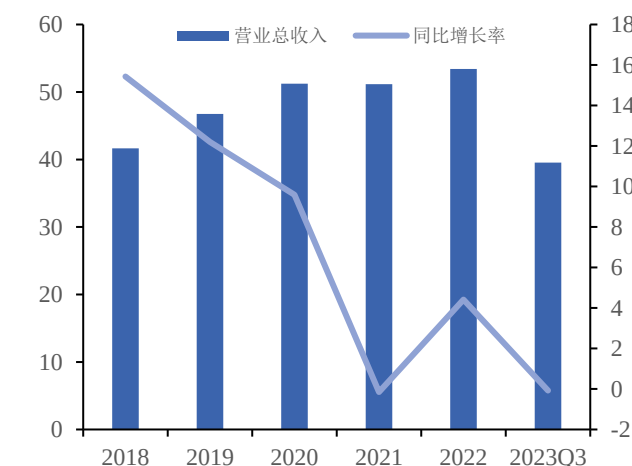
图 82：海天味业毛利率与净利率（%）



数据来源：wind，东北证券

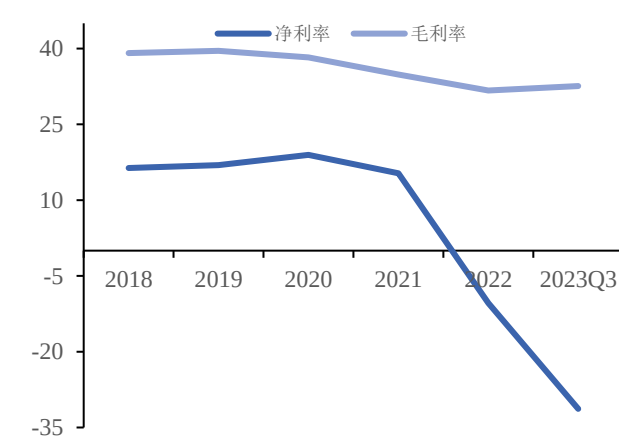
中炬高新：上半年诉讼计提影响利润，公司管理层换新期待发展。2023 年前三季度公司实现营业总收入 39.5 亿元，同比-0.08%；实现归母净利润-12.72 亿元，同比-403.89%，主要系未决诉讼计提预计负债 17.47 亿元所致。火炬集团成为第一大股东，公司治理逐步改善，新团队到任后将助力公司在多点位同时发力，人员激励也有望更加市场化，经营有望加速改善。成本下行毛利上升，控费效果较为显著。2023 前三季度公司毛利率为 32.34%，同增 1.79pp，主要系核心原材料黄豆、添加剂以及包材采购单价下降所致；2023 前三季度公司销售费用率为 8.37%，同减 0.11pp，主要系电商渠道费用减少影响；管理费用率 6.20%，同减 0.11pp，主要系管理人员薪酬福利减少所致。

图 83：中炬高新营业总收入和同比增速（亿元，%）



数据来源：wind，东北证券

图 84：中炬高新销售毛利率与净利率（%）

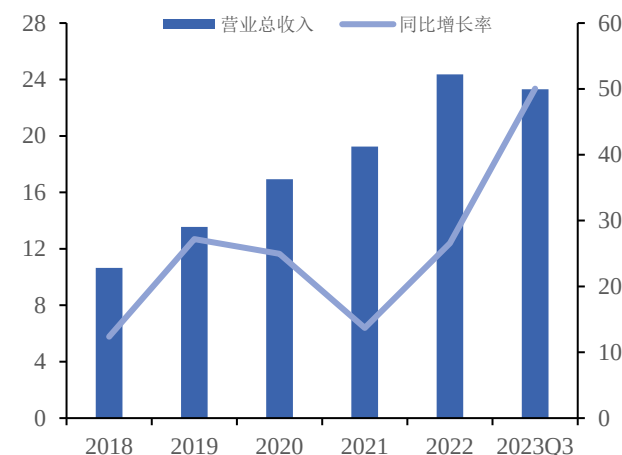


数据来源：wind，东北证券

千禾味业：受益零添加红利，加速流通渠道空白网点建设，原材料成本下行叠加规模效应释放，增长势能有望延续。2023 前三季度收入/归母净利/扣非归母净利 23.31/3.87/3.86 亿，同比+50.04%/+106.61%/+111.82%；2023Q3 单季度实现收入/归母净利/扣非归母净利 8/1.31/1.3 亿，同比+48.45%/+90.43%/+93.03%。公司坚持精细化的内部管理与市场运营，提升省外 KA 及 BC 门店覆盖度，实现收入端的持续增

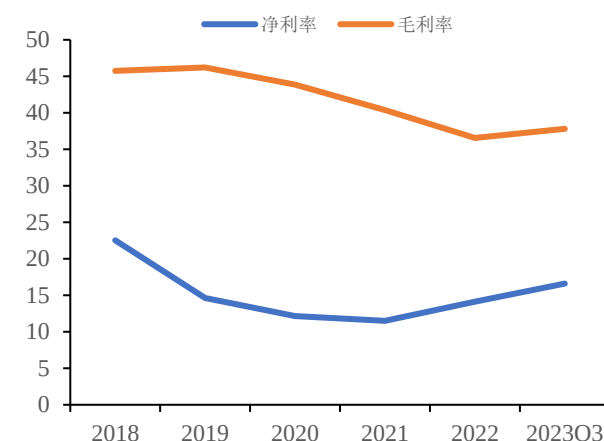
长。公司持续实现业绩高增，既验证了消费者对于零添加产品的需求，也证明了千禾市场开拓和盈利能力提升的潜力。零添加概念能够缓解消费者食品安全焦虑，且定价接受度高、无明显竞品，随着居民健康意识和消费水平提升，有望承接高鲜酱油向上升级趋势。长期来看，千禾具备差异化优势，看好伴随行业回暖，经营持续改善，业绩规模和利润率持续提升。

图 85：千禾味业营业总收入和同比增速（亿元，%）



数据来源：wind，东北证券

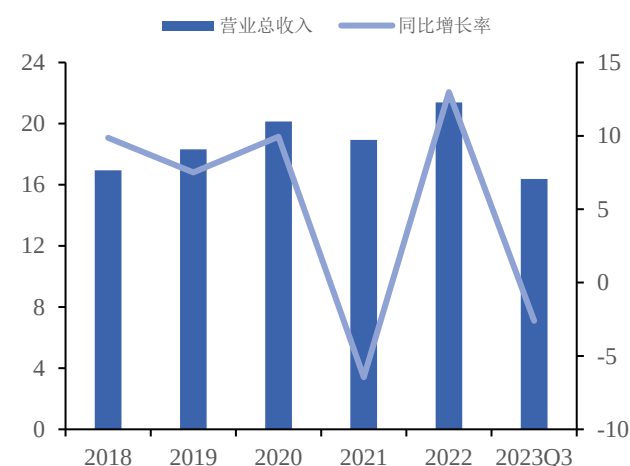
图 86：千禾味业销售毛利率与净利率（%）



数据来源：wind，东北证券

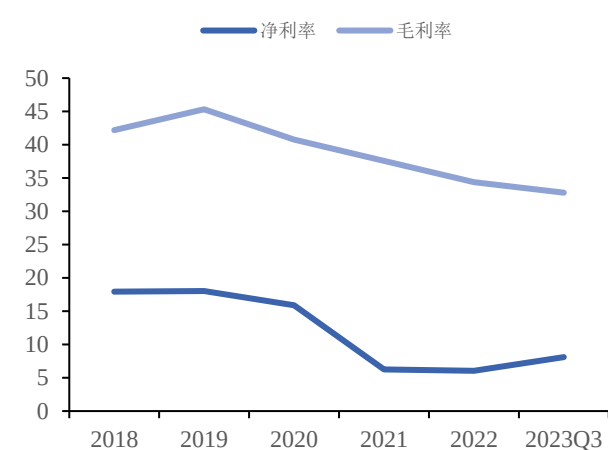
恒顺醋业：深化改革有序推进，业绩短期有所承压。2023 年前三季度收入 16.38 亿元，同比-2.60%。渠道方面，23Q3 末公司经销商数量为 2038 家，环比+5.27%，其中华东/华南/华中/西部/华北分别增加 2/42/14/32/34 家。公司将持续聚焦核心单品策略，不断挖潜自身品牌优势，加强调味品技术改造、产能及配套设施建设，全面拉动销售高增长。毛利率下降导致利润承压，费用结构持续优化。前三季度实现归母净利润 1.38 亿元，同比-10.50%，折合 23Q3 为 0.15 亿元，同比-44.61%。公司治理层面改善，8 月份新总经理到任。公司正处于改革创新、转型发展的关键时期，股权激励尚未落地，市场化改革、现代企业治理结构正加快推进，经营业绩有望改善。

图 87：恒顺醋业营业总收入和同比增速（亿元，%）



数据来源：wind，东北证券

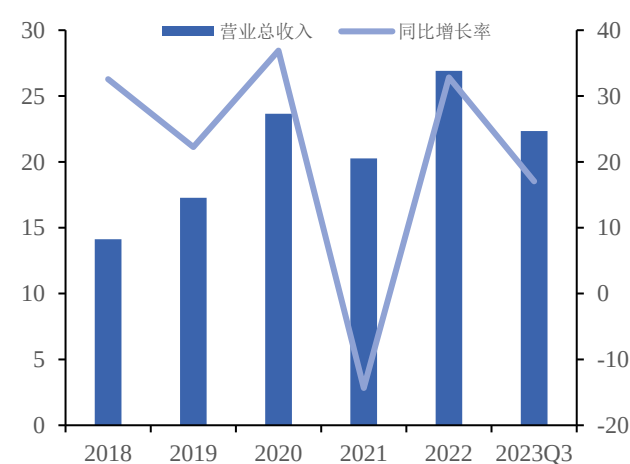
图 88：恒顺醋业销售毛利率与净利率（%）



数据来源：wind，东北证券

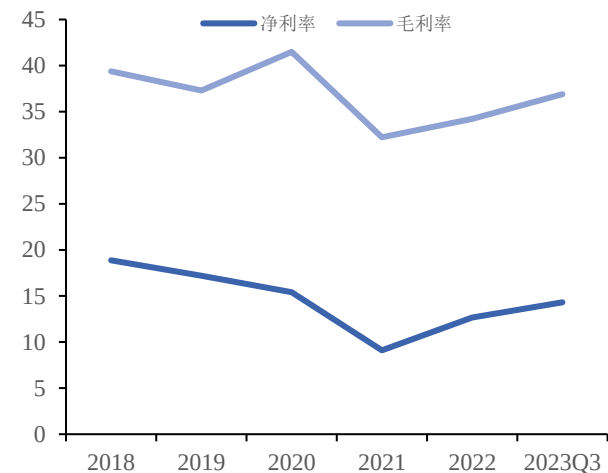
天味食品：2023 年营收加速恢复，实现良好发展，冬调产品提前备货，渠道库存良性。“好人家”、“大红袍”双品牌实现差异化布局：好人家品类丰富，价格较高，定位中高端市场，专注于火锅调料、中式菜品调料、佐餐即食类产品；大红袍定位为火锅调料大众市场和餐饮小 B 端市场，专注于火锅调料、餐饮类产品。大单品培育制度完善：公司依托三道流程即通过前置大单品、培育大单品及战略大单品三个流程，培育大单品，并对其进行倾斜资源。2023 年持续巩固大单品优势以及培育区域性特色产品，同时产品全国化基因明显，有望在培育制度下继续贡献收入。

图 89：天味食品营业总收入和同比增速（亿元，%）



数据来源：wind，东北证券

图 90：天味食品售毛利率与净利率（%）



数据来源：wind，东北证券

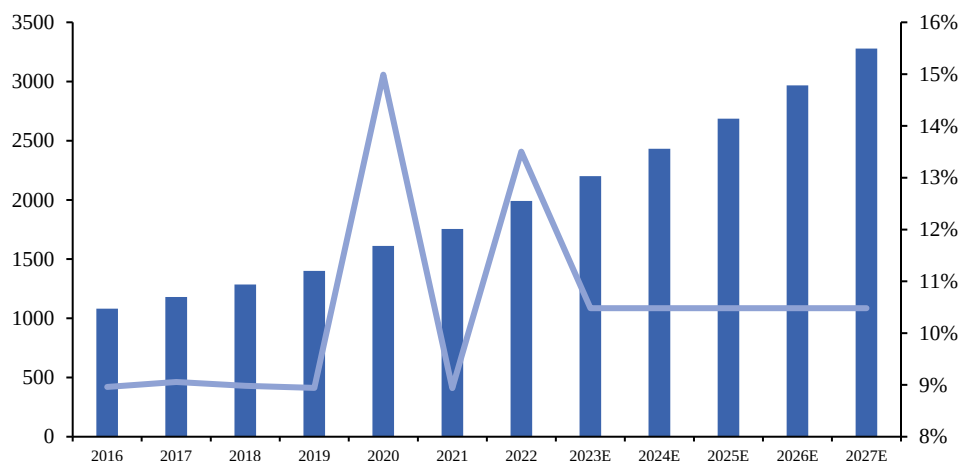
6. 速冻品：顺应趋势，关注 BC 端共同发力

6.1. 千亿级市场稳步增长，餐饮连锁化趋势带动行业发展

我国速冻食品行业是千亿级市场，随着消费习惯、人口结构、冷链运输技术水平提高等因素影响，我国速冻食品行业市场规模近几年稳步增长，餐饮消费市场恢复进

进一步扩大市场规模，多种因素将提供市场规模增长动力。已从 2013 年的 649.8 亿元增加至 2022 年的 1992 亿元，年均复合增速为 13.25%。2020 年疫情发生后，消费者对速冻食品的认可度与接受度进一步提高，带动行业需求整体提升。预计未来几年我国速冻食品市场将延续增长态势，而推动我国速冻食品市场规模增长的因素主要包括品类多元化、消费升级、需求增加、冷链技术提高等。

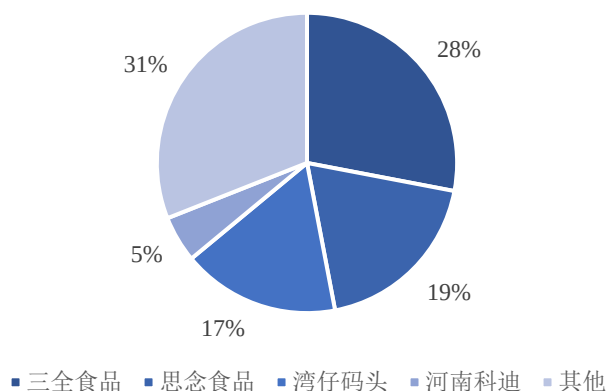
图 91：速冻食品行业市场规模与增速（亿元，%）



数据来源：wind，东北证券

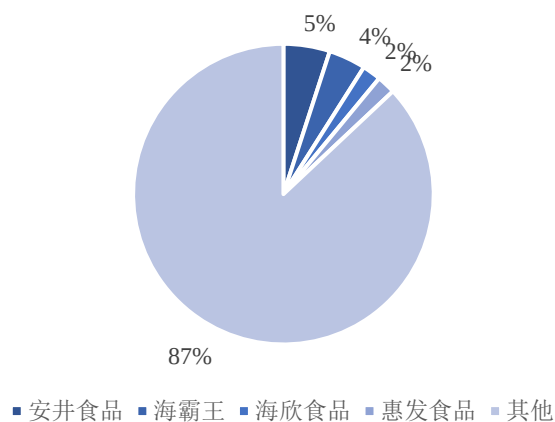
我国速冻食品细分行业集中度存在差异，集中度较低的细分行业充分竞争，未来可能会出现细分龙头。其中我国速冻面米行业发展日趋成熟，市场集中度较高。在速冻食品行业中，我国速冻面米制品的市场发展时间较早，从 20 世纪 90 年代初开始起步。通过几十年的稳步发展，速冻面米行业目前已处于相对成熟阶段，市场集中度较高，头部竞争优势相对明显。而我国速冻火锅料制品的市场份额相对分散。速冻火锅料制品的进入壁垒相对较低，众多企业在行业发展过程中纷纷加入，目前市场中存在产品同质化的问题，整体竞争较为激烈，竞争格局相对分散。

图 92：我国速冻面米行业市场竞争格局（%）



数据来源：华经产业研究院，东北证券

图 93：我国速冻火锅料制品市场竞争格局（%）

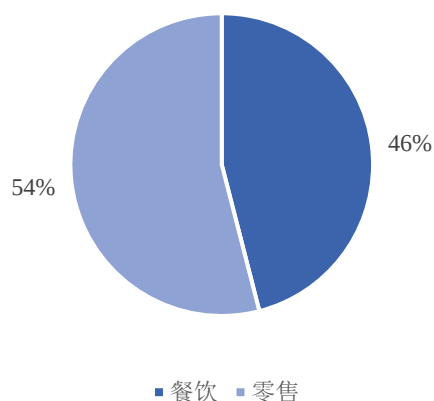


数据来源：华经产业研究院，东北证券

目前，在我国速冻食品行业的销售渠道中，零售渠道占比约为 54%，餐饮渠道占比

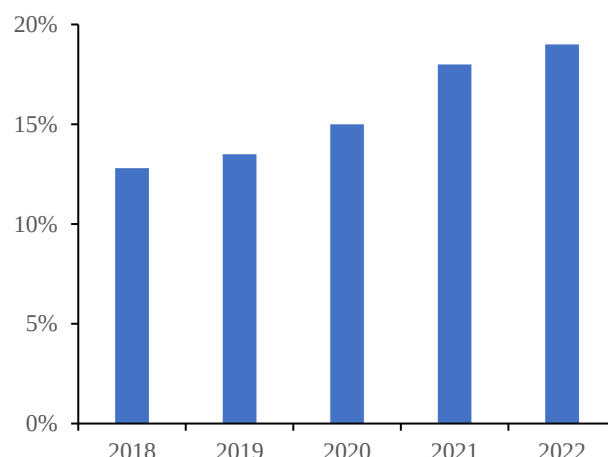
约为 46%。近几年我国各级城市的餐饮连锁化均有所提高，餐饮连锁化趋势将带动速冻食品需求提升。

图 94：我国速冻食品渠道结构（%）



数据来源：中商产业研究院，东北证券

图 95：2018-2022 年我国城市餐饮连锁化率（%）

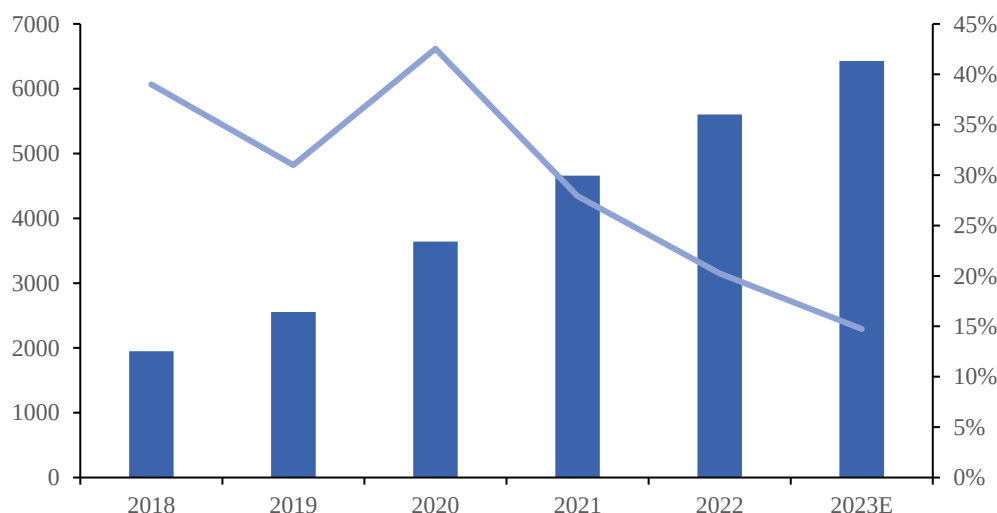


数据来源：红餐大数据，东北证券

6.2. 宅经济发展和工作节奏加快推动速冻食品需求增长

宅经济发展加速，速冻食品成为消费者新选择，疫情放开长期来看宅经济增长放缓，但消费习惯仍可能延续。疫情发生后，餐饮消费场景受到较大冲击，消费者回归家庭，推动宅经济加速发展。考虑到速冻食品具有方便、快捷、品类多样等特点，愈发受到消费群体的认可。在疫情逐步趋于常态化的背景下，生鲜电商行业交易规模维持稳健增长，宅经济有望维持高位，进而维持冻食品需求的增长。

图 96：生鲜电商行业交易规模及增长率（亿元，%）

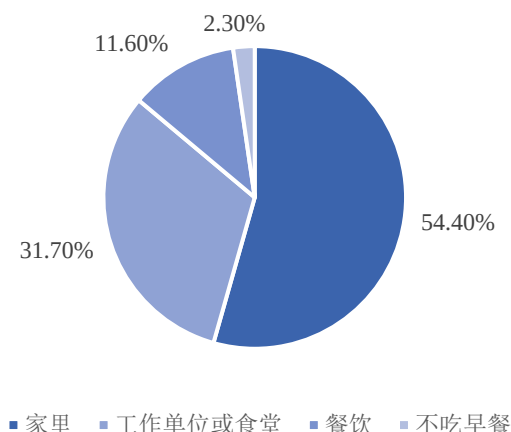


数据来源：网经社电子商务研究中心，东北证券

生活工作节奏加快将促使消费者对速冻食品需求有所增加。随着经济社会的发展，我国居民整体的生活与工作节奏加快，工作阶层人士对时间效率愈发看重。根据《中

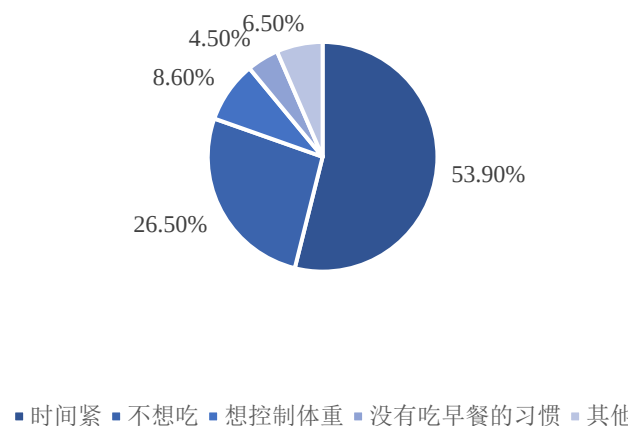
《国居民早餐饮食状况调查报告》显示，42%的居民早餐用时在 0-10 分钟，占比最高；用时 10-15 分钟的居民占比 39%，位居第二。而在居民不吃早餐的原因中，时间紧占比最高，达到了 53.9%。与传统的早餐烹饪相比，速冻食品方便、快捷，可以有效节省时间，满足了工作阶层人士对时间效率的要求，进而拉动了速冻食品需求增加。

图 97：我国居民早餐场所情况（%）



数据来源：中国营养学会，东北证券

图 98：我国居民不吃早餐原因



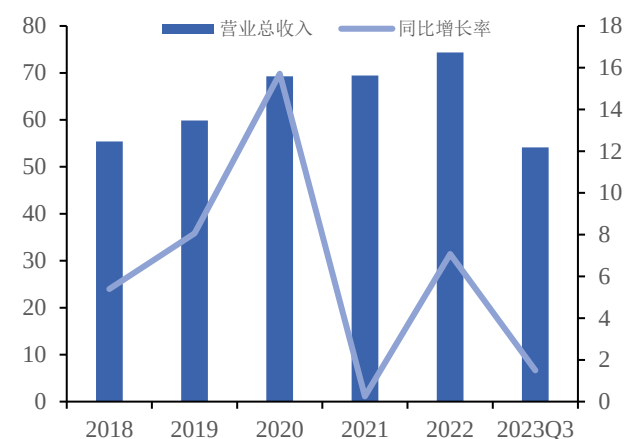
数据来源：中国营养学会，东北证券

6.3. 速冻品行业 B 端逐渐恢复，农贸端承压企业迎来曙光

三全食品：营收维持稳健增速，水饺与面点略微下降，渠道优化和产品创新持续。

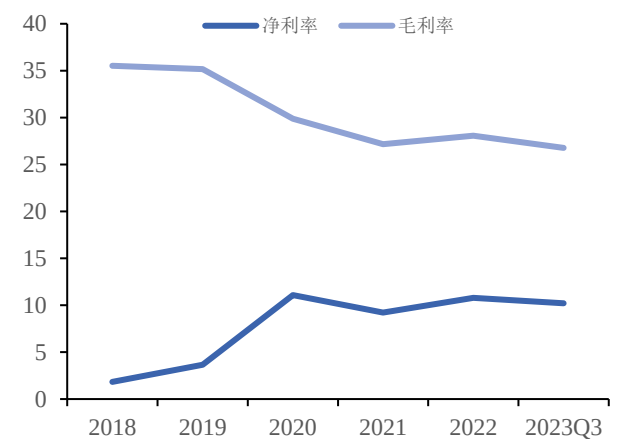
2023 前三季度实现营收 54.15 亿元，同比增长 1.50%。分产品看，水饺营收预计下降 10%，主要系减少广告投放，从而销量减少所致；奶黄包、手撕馒头等面点类产品表现欠佳，营收预计有所下降。公司作为速冻米面行业龙头，整体营收预期维持稳健发展。渠道端，公司持续推进渠道改革，大 B 端仍有较大增长空间；电商渠道发展态势强劲，预期下季度营收增长达 50%。成本端，主要原材料单价下行，成本优化助力利润增长；公司将加大汤圆等单品的费用投放，以期扩大增长空间。伴随餐饮消费市场恢复，以微波系列和焦炸丸子等创新单品步入预制菜赛道，收入端有望提速。

图 99：三全食品营业总收入和同比增速（亿元，%）



数据来源：wind，东北证券

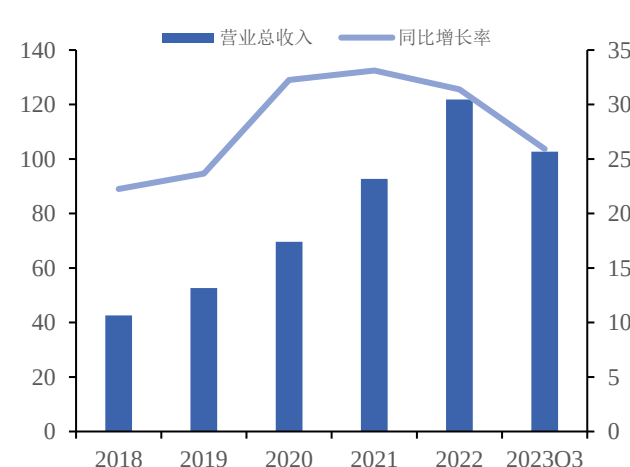
图 100：三全食品销售毛利率与净利率（%）



数据来源：wind，东北证券

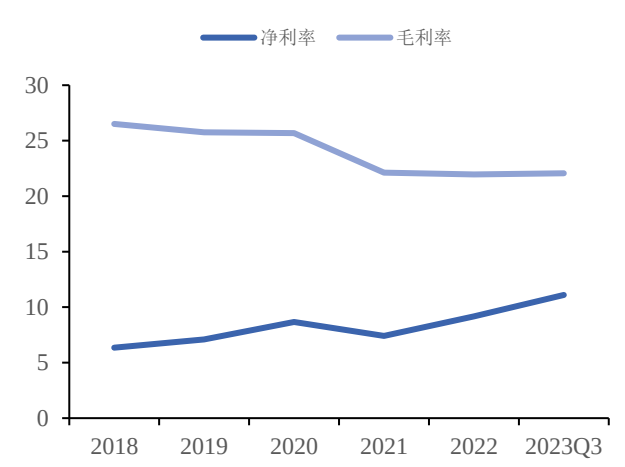
安井食品：主业营收稳健，持续优化渠道结构。公司 2023 年前三季度营业收入为 102.71 亿元，同比增长 25.93%；归母净利润为 11.22 亿元，同比增长 62.69%。其中，2023Q3 单季度营业收入为 33.77 亿元，同比增长 17.21%；归母净利润为 3.86 亿元，同比增长 63.75%。渠道上，公司建立了适合自身发展的以“贴身支持”为核心的经销管理体系，构建公司极强的渠道壁垒。经销商、特通直营、电商渠道营收增速较高，主要系公司加大渠道开发及新柳伍并表因素影响所致；商超及新零售营收下滑，主要系商超客流减少，消费习惯变化及消费渠道分化所致。产品上，公司聚焦战略大单品，产品策略为“主食发力、主菜上市”，在火锅料和面米制品业务稳健增长基础上，布局预制菜肴领域。成本上，公司产能规模行业领先，优势显著，品牌力突出。

图 101：安井食品营业总收入和同比增速（亿元，%）



数据来源：wind，东北证券

图 102：安井食品销售毛利率与净利率（%）

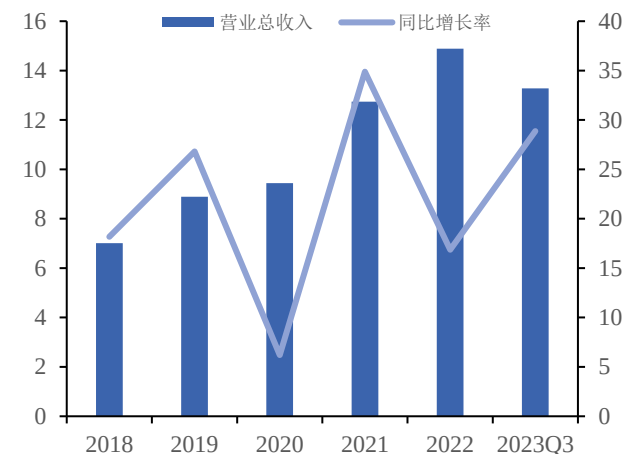


数据来源：wind，东北证券

千味央厨：大B 恢复拉动公司整体业绩增长，2023 年前三季度实现收入 13.28 亿元，同比+28.88%；归母净利润 0.94 亿元，同比+35.29%。2023Q3 单季度公司实现收入 4.77 亿元，同比+25.04%；归母净利润 0.38 亿元，同比+60.35%，业绩基本符合此前预期。成本改善与产品结构调整拉升毛利率，盈利水平保持稳定。公司 2023 前三季度毛利率为 22.94%，同比提升 0.23pp。核心业务精耕细作，积极探索新的发力点。

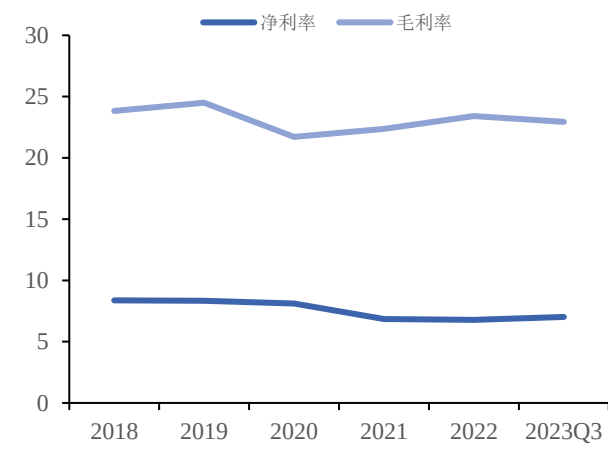
大 B 端收入增速预计近 40%，主要系百胜、华莱士等核心大客户带动与直营渠道建设所致。

图 103: 千味央厨营业总收入和同比增速(亿元, %)



数据来源: wind, 东北证券

图 104: 千味央厨销售毛利率与净利率 (%)



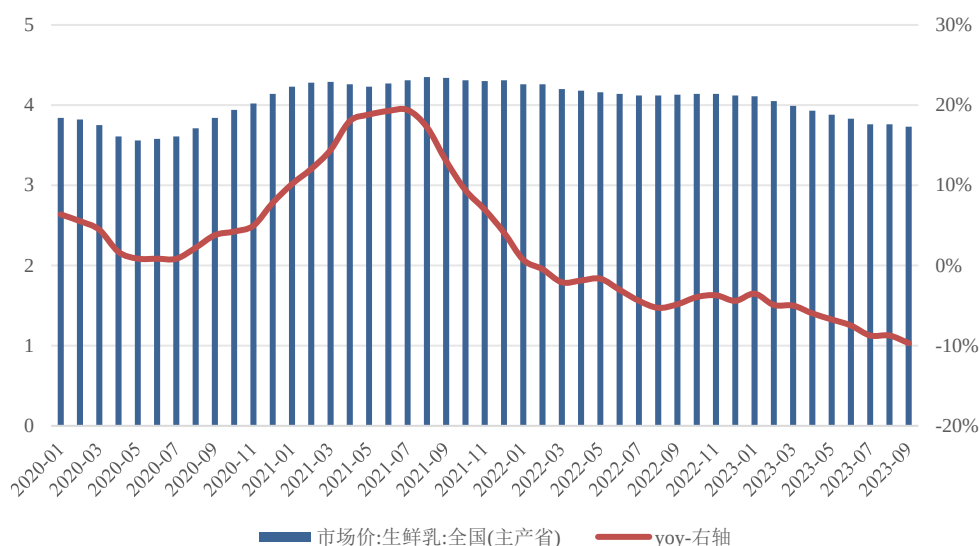
数据来源: wind, 东北证券

7. 乳制品：关注明年液奶需求改善，成本下行周期利润弹性有望释放

7.1. 原奶价格低位震荡，成本趋缓下关注龙头释放利润动力

2023 年原奶价格持续走低，2024 年预计有所回升，波动率有望弱化。本轮原奶价格走势主要受上游养殖成本、奶牛存栏、生鲜乳需求三方面影响。供给端来看，养殖成本方面，海外通货膨胀风险尚未解除，饲料成本高位下有所回落，玉米、豆粕、苜蓿等价格均同比略有下降，牧场养殖高成本态势稍有缓解。另一方面，随着奶牛存栏量的逐步释放，原奶供应逐步上升，需求侧来看，自 2020 年起我国液态奶消费量持续提高，2023 年达 1670 万吨，在当前行业弱复苏的背景下，液奶需求及消费场景进一步打开，景气度回升。在需求侧弱复苏叠加供给侧释放的供需关系之下，原奶价格由今年年初约 4 元/公斤降至 11 月初 3.72 元/公斤。展望明年，我们预计供需关系或将延续类似于今年的趋势，原奶价格预计延续低位徘徊或稳中略升的态势，在供需关系相对平衡之下，乳企成本压力总体可控，成本项不是制约企业盈利的关键要素，利润释放可期，但实际利润释放的弹性，我们认为更多来自企业诉求、战略选择及总体市场环境与竞争格局。

图 105：生鲜乳价格(元/KG)

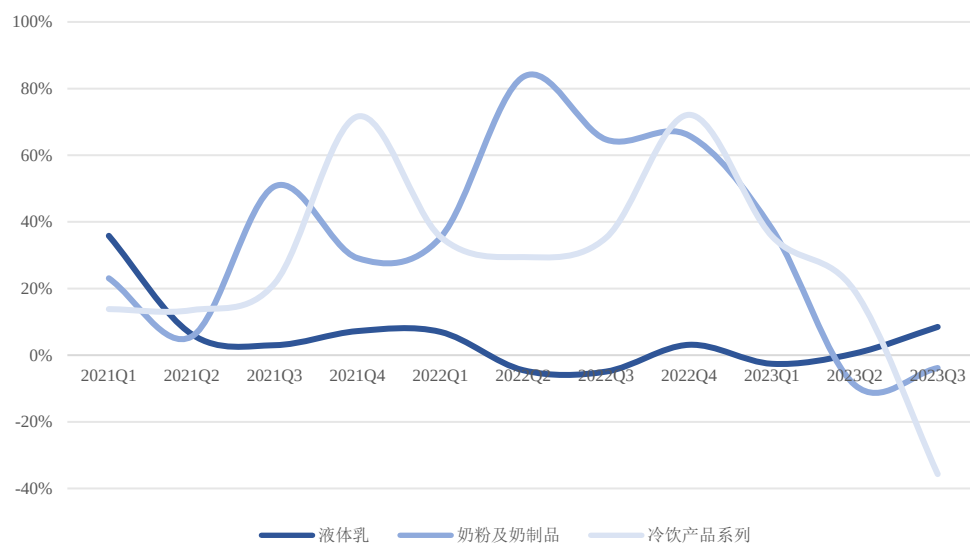


数据来源：同花顺，东北证券

7.2. 龙头伊利液奶稳步向好，利润弹性大幅释放

消费复苏下液奶需求有所好转，未来各品类预计恢复性增长。回顾伊利年初至今表现，Q3 液奶恢复明显，奶粉及冷饮业务表现拖累。分产品看，2023Q3 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品分别实现收入 230.1 亿/64.0 亿/12.3 亿，同增+8.5%/-3.9%/-35.7%。Q3 液奶业务环比加速增长，主因需求持续复苏，中秋国庆旺季整体出货表现较好，预计常温白奶实现双位数增长，金典增速 20+%，低温奶延续 Q2 趋势实现增长，金典鲜牛奶翻倍增长；奶粉业务短期受人口出生率下行及配方奶粉二次注册制，婴配粉业务整体有所下滑，但 Q3 降幅收窄，Q3 随着小品牌出清基本结束，叠加公司推出新配方产品，奶粉呈环比改善，收入逐月趋好，10 月婴儿奶粉预计实现正增长。成人粉增长势头总体较好；冷饮业务受淡季叠加气温较低导致出货下降，但全年预计仍维持双位数以上正增长，动销情况健康；奶酪业务 C 端延续上 H1 趋势，行业依然承压，但 B 端表现稳健增长。展望四季度及明年，我们认为 1) 春节备货节奏前移，渠道及市场拓展动作仍然积极，公司单 Q4 有望实现双位数左右的内生收入增长；2) 明年在外部环境有序恢复之下，购买场景有望进一步修复，并且在出行及社交需求拉动下，常温酸及乳饮料等需求有望实现恢复性增长。

图 106：伊利单季度分业务增速表现



数据来源：同花顺，东北证券

盈利端今年利润超市场预期，公司中期指引维持不变，期待净利率持续提升。盈利端来看，尽管受宏观经济及居民消费力压，消费行业整体仍处于弱复苏，但公司战略定力依然坚定，但受高毛利液奶产品增速慢于基础白等低毛利产品的影响，一二季度公司毛利率均低于去年同期，Q3起毛利率上行叠加费用效率优化，盈利能力大幅提升，同增 1.56pct。2023 年公司积极控费，毛销差同比去年持续优化。展望后续季度，预计随着原奶成本下行，备货礼赠恢复下产品结构升级叠加规模效应凸显，盈利能力将进一步上升。全年维度，在 Q4 持续恢复之下，预计全年净利率能同比提升。中期来看，在成本稳定，费用投放合理控制的情况下，我们认为公司仍有望做到净利率稳步提升，至 2025 年左右净利率恢复至 9-10%。

表 12：伊利分季度财务数据

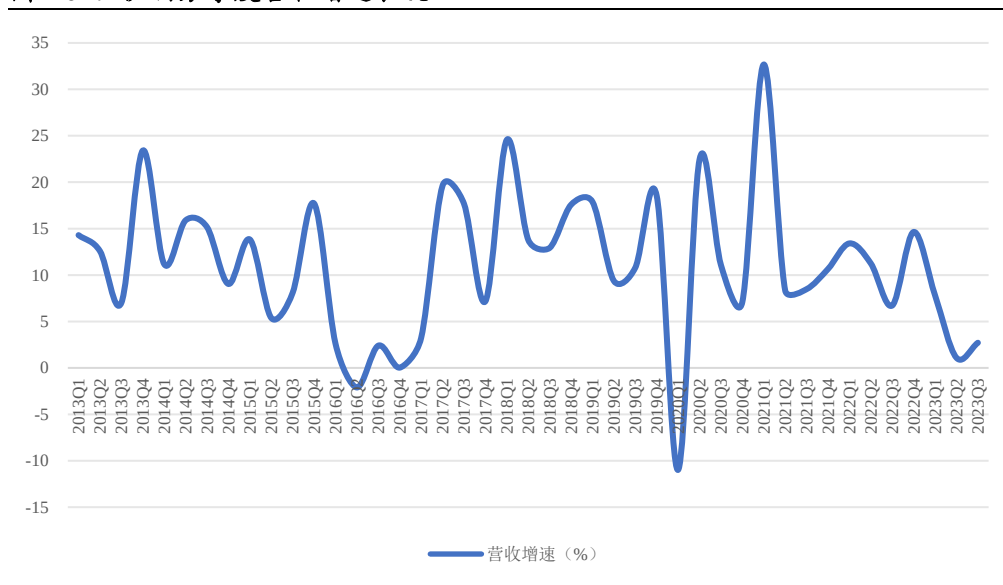
伊利股份	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3
收入增速 (%)	13.41	11.25	6.72	14.64	11.40	7.81	1.09	2.71
利润增速 (%)	24.32	4.91	-26.46	80.10	6.71	2.73	2.93	59.44
毛利率同比变动 (pct)	-3.23	-4.55	-4.88	20.95	1.62	-0.72	-0.07	1.56
销售费用率同比变动 (pct)	-3.41	-3.87	-1.21	14.30	1.14	-1.07	-0.49	-0.87
毛销差同比变动 (pct)	0.18	-0.68	-3.67	6.65	0.48	0.35	0.42	2.43
净利率同比变动 (pct)	0.97	-0.43	-2.99	1.33	-0.33	-0.49	0.12	3.49

数据来源：同花顺，东北证券

需求改善、格局变化、企业战略重心及诉求三重因素共振，乳业有望步入良性发展时代。一方面，从需求和格局来看，需求端，受益于疫情带动消费者对健康诉求提升，目前乳业的需求仍具韧性，与 2016 年前后低迷的需求环境不同，因此企业现阶段对结构升级的布局更为重要，而非以低价抢夺存量份额。格局端，目前液奶格局与上一轮也显著不同，2013 年，伊利、蒙牛液奶份额分别为 26.8%、28.1%，CR2 为 55%；2022 年，伊利、蒙牛液奶份额分别为 33.4%、30.8%，CR2 为 64%，份额差距已显著拉大，伊利在液奶领域，常温方面的竞争优势已遥遥领先。另一方面，企业诉求发生了变化，上一轮，伊利蒙牛均更侧重于收入导向，竞争焦灼一直延续。

而本轮至今，两家战略重心错位，并均提出明确的利润改善目标。多重因素共振下，预判本轮传导更加顺畅，且在成本下行期，为企业带来更大的利润弹性。

图 107：伊利分季度营收增速表现



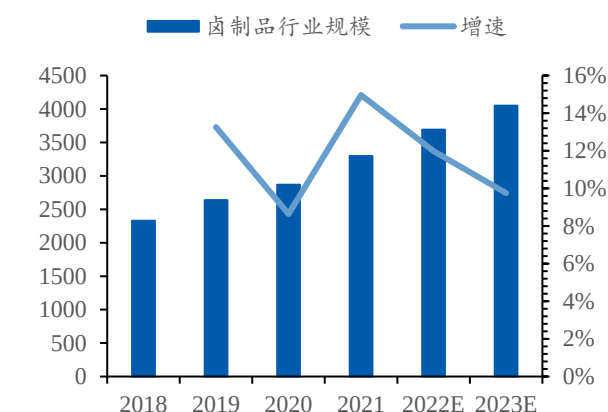
数据来源：同花顺，东北证券

8. 食品综合：自下而上，把握渠道或成本红利类公司

8.1. 卤味行业：后疫情时代卤味行业有望集中，龙头需求强劲恢复

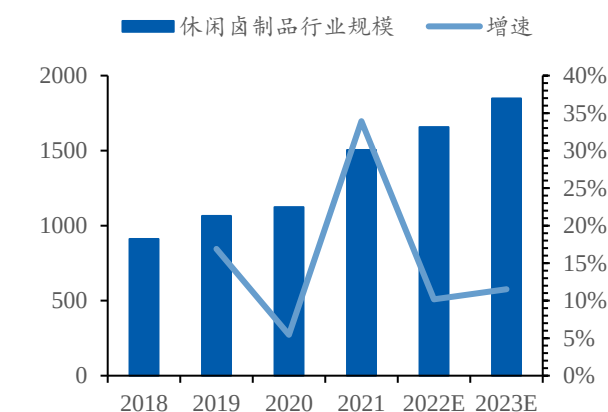
休闲卤制品定位大众消费，千亿级市场容量受众根基广阔，品牌化趋势带动行业集中。由于休闲卤制品具有重口味成瘾性与享乐性的消费属性，受众根基广阔且产品口味多样，使得行业面对广阔的大众群体消费市场，且消费者通常表现为冲动型购买、对单价敏感度偏低。根据绝味食品年报，2022 年休闲卤制品规模预计达 1657 亿元，2018-2022 年 CAGR 达 16.1%，经济增长推动消费升级、城镇化率持续提升、消费理念转变以及新零售业态迭代，将催化行业景气度持续提升，预计 2025 年规模将达 2275 亿元。

图 108：2018-2023 年卤制品市场规模（亿元）



数据来源：绝味食品年报，东北证券

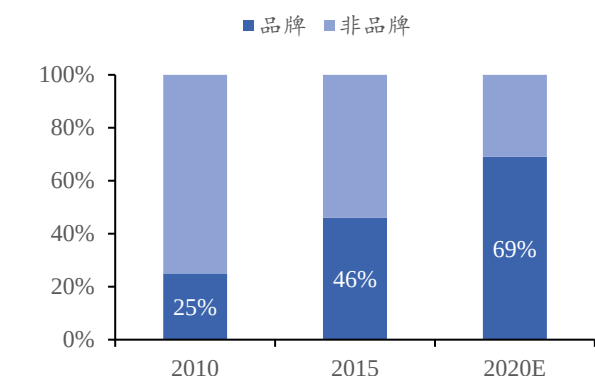
图 109：2018-2023 年休闲卤制品市场规模（亿元）



数据来源：绝味食品年报，东北证券

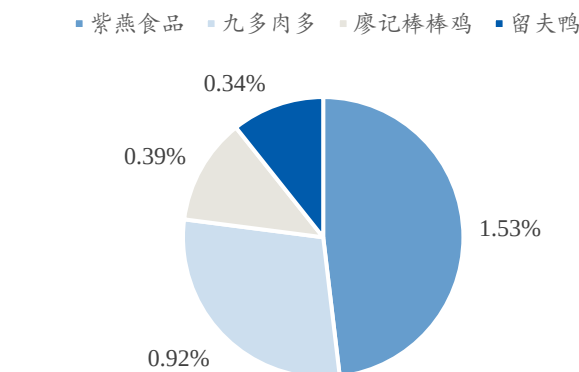
卤味竞争格局分散，品牌化有望催生龙头格局集中。休闲卤制品市场格局分散，2020 年 CR3 约为 10%，绝味、周黑鸭和煌上煌份额分别为 5.39%、2.07%和 2.11%，头部品牌的竞争相对佐餐卤制品更加激烈。佐餐卤制品行业竞争格局高度分散，2020 年佐餐卤味 CR4 仅为 3.18%，远低于休闲卤制品 CR3 的 10%。其中紫燕市占率第 1，达 1.53%，行业 2-4 名依次是九多肉多、廖记棒棒鸡、留夫鸭。根据休闲卤制品发展轨迹，品牌化率由 2010 年的 25%提升至 2020 年的 69%，佐餐卤制品预计也将进入一轮品牌化进程，伴随行业龙头的格局集中。

图 110：休闲卤制品品牌化率快速提升



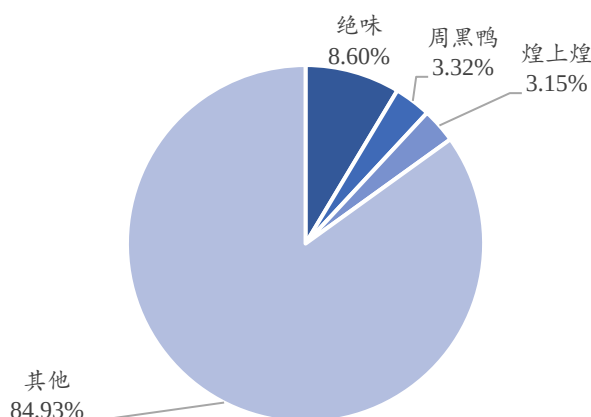
数据来源：Frost&Sullivan、东北证券

图 111：2020 年佐餐卤制品 CR4 情况



数据来源：前瞻产业研究院、东北证券

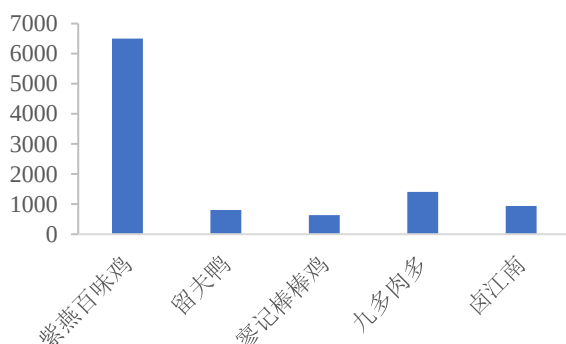
图 112：2020 年休闲卤制品各企业的市占率



数据来源：wind，东北证券

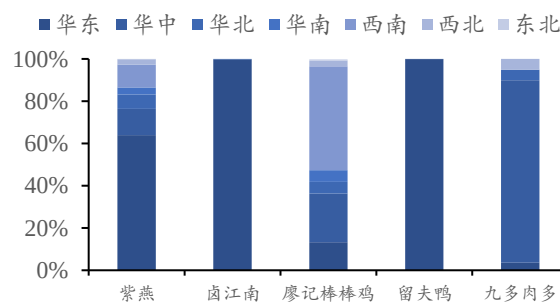
佐餐卤味中紫燕门店数、营收遥遥领先，全国化先发优势明显。根据窄门餐眼数据，紫燕门店数 6500 家（截止至 2023 三季度末），行业第 2-5 名分别为留夫鸭、窑鸡王、廖记棒棒鸡和九多肉多，其中留夫鸭门店数也为 805 家，不足紫燕门店的 1/8。从营收规模看，2023 年紫燕营收预计 36 亿+，廖记棒棒鸡营收约为 4-5 亿元。从全国化程度看，留夫鸭和卤江南主要集中在华东地区，九多肉多主要集中在华中地区，紫燕百味鸡和廖记棒棒鸡全国化程度领先，紫燕虽然 69.92% 的营收来自华东地区，但除宁夏外已完成全国所有区域（不含港澳台）布局，华中、西南分布是第二、三大市场，营业额占比分别达 11.29% 和 9.06%，全国化先发优势明显。

图 113：前五大佐餐卤味品牌门店数



数据来源：窄门餐眼、东北证券

图 114：前五大佐餐卤味品牌门店数分区域布局



数据来源：窄门餐眼、东北证券

龙头中期开店目标积极，开店由下沉市场回归至一二线成熟。绝味食品计划 2021-2023 年保持每年新增 1200-1500 家门店，开店节奏提速。绝味积极打造美食生态圈，目前打造餐桌卤味门店模型，廖记 2.0 样本门店试点中，后续跑通后有望快速复制。周黑鸭计划 2023 年实现 4000-5000 家门店目标，近期首次提出“万家门店”布局计划。煌上煌计划 2021-2025 年每年平均开店 1500 家左右，近期表示未来 3-5 年目标达到万家以上门店。

展望：预计 2024 年门店拓张稳步推进，单店逐步恢复。2023H1 绝味门店数量达到 16162 家，净增 1086 家，开店数量符合预期，预计全年有望实现净增 1400-1500 家。

从同店恢复看，高势能门店表现最佳，下沉市场稍微弱一点，但整体呈现边际改善。从展店空间看，我们认为龙头企业展店空间依然巨大，从绝味食品来看，公司 2022 年初推出股权激励，解锁目标为 2023/2024/2025 年收入较 2021 年增长率不低于 19%/39%/67%，2023-2025 年保持每年新增 1200-1500 家门店，股权激励目标将主要依托主业完成。目前休闲卤味行业门店数量达 12 万家，公司目前市占率仅 13%，展望未来主业门店天花板仍有翻倍以上空间。成本端来看，预计明年鸭副类成本确定性下行，盈利能力预期改善。卤制品公司主要原材料鸭脖成本变化幅度较大，2022 年平均 12-13 元/kg，今年鸭脖涨价，一度飙升至 28 元/kg，后续下降至 10 元以下/kg，公司现有库存成本约为 14-15 元/kg，随着原材料的进一步采购，成本还有进一步下降趋势，公司计划价格低点建立库存。相较今年，明年公司成本确定性下行，盈利能力预期改善。协同方面，绝味深度布局餐桌卤味，廖记若后续并表有望增厚营收利润。公司在餐卤布局上，采取与合作基金控股廖记，参股卤江南，与知名品牌成立江苏合资公司。热卤方面已参股盛香亭，鸡爪方面已布局无爪品牌，餐饮供应链方面先前布局千味供应链，未来 3-5 年会围绕卤味核心战略进行布局。廖记整体好于预期，在根据地市场，武汉和川渝取得良好表现。开店方面，廖记明年争取上半年门店达到 1000 家。廖记的协同及后续并表可能将进一步显著增厚公司营收及利润。

8.1.1. 绝味食品：后疫情时代有望迎来强劲恢复，新股权激励目标积极

主业短期承压，成本如期改善。2023Q1-Q3 公司实现营收 56.31 亿元，同比增长 9.99%，归母净利润 3.90 亿元，同比上升 77.57%。收入增速相比上半年增速略有放缓，系三季度同店收入下降、关电率较以往略有提升所致。分行业看，2023Q1-3 卤制食品销售/加盟商管理/其他行业分别实现收入 46.59/0.63/7.88 亿元，同比 +6.93%/+1.48%/+39.38%，单 Q3 分别实现收入 15.58/0.19/3.08 亿元，同比 +4.67%/+1.06%/+33.19%。分产品看，2023Q1-3 禽类/畜类/蔬菜类/其他产品/包装产品分别实现收入 34.44/0.21/5.28/4.69/1.98 亿元，同比 +5.16%/-18.56%/+7.22%/+3.25%/+79.11%。单店收入有望持续修复：1) 开店上：上半年为主要的拓店区间，我们估计 Q3 公司按照正常节奏开店，且在抖音等活动激励下，后续开店值得期待。而针对加盟商预期管理，尽管疫情后门店投资回收期有所拉长，但绝味门店仍然是较为优质的类型，公司也在一定程度上放开招商，积极吸纳加盟连锁业态中的优质加盟商，为长期开店积蓄动能；2) 同店收入：公司积极输出对策改善单店，完善会员体系与加盟商帮扶，促进线上业务增长，线上业务核销率和连带销售率均有不错表现。此外，上半年抢占的优势点位有望进一步抬升公司单店收入中枢，巩固龙头优势地位。

原材料价格上涨致毛利率承压，经销商补贴降低销售费率环比下降。2023Q3 公司毛利率 25.77%，同比提升 2.19pct，环比提升 3.44pct。2023Q3 净利率 7.64%，同比上升 0.87pct，环比增加 2.06pct。随着前期购买的高价库存的消耗，Q4 毛利率有望进一步提升。期间费用率 14.87%，同比上升 0.84pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.39%/6.73%/0.51%/0.24%，同比变动 +0.85/+0.28/-0.16/-0.12pct。非经常性损益为 0.08 亿元，去年同期为 0.05 亿元。销售费用率同比提升推测系公司促销投入有所加大，但整体费率可控。

8.1.2. 紫燕食品：佐餐卤味龙头疫情下需求稳健，展望万店以上空间

紫燕是全国佐餐卤味龙头，单店模型盈利优，每年开店目标净增千家。2016 年公司直接将加盟模式调整为“公司-经销商-终端加盟门店”的两级销售网络，原有部分业务管理人员转型成为经销商，2021 年 10 家前员工经销商收入占比达 77.6%，共有 111 家经销商，平均带店率 46.5 家，远高于绝味等竞品。2016 年渠道模式调整后，2016-2021 年门店增速达 21.7%，远超 2008-2016 年的 8.6%。近几年公司重点发展西南、东北等新兴市场，并提出 2025 年底万店目标。2021 年平均单店营收在 90.3 万元，渠道毛利率 37%，新市场前三年给予 10%/8%/5%折扣，因此新市场毛利率空间更大最高达 45%，全国经销商毛利率 37-45%。紫燕新老市场单店销售额差别较大，南京/济南/上海预估日均销售额在 5600/4500/4000 元左右，新市场如华南平均营业额 2500-2800 元。加盟商初始投资额 15-20 万元，核心市场和新市场投资回报周期 1-1.5 年和 1.5-2 年。紫燕经销商净利率 12-15%左右，属于行业平均水平。整体来看紫燕单店回收期短，较成熟市场的单店销售额高于同业如绝味等，对于加盟商具备较强吸引力。2019 年开业的门店每年单店可以保持 5% 的增长，成熟市场 2022 年单店提升 2-3%，老市场的城市门店同店能实现小个位数增长。

公司有望在今年低基数背景下实现修复。收入增速显著慢于门店扩张速度，主要由于今年以来受宏观的影响，居民消费意愿恢复较慢，叠加公司佐餐卤味产品偏餐的属性，去年同店表现受益于居家场景的增加导致基数较高，且今年餐饮恢复与公司产品直接形成竞争，使得公司同店承压。假设公司前三季度净开店 500 余家，预计单三季度公司同店同比有接近双位数的缺口。开店方面，预计公司今年的闭店率仍较高，考虑到三四季度并非卤味连锁开店的旺季，全年预计净开门店 600-700 家。展望后续，随着宏观及消费的逐步回暖，我们预计公司依然维持 1000 家的新开店增速，净开店随着闭店率的走低有所回升，收入增长中枢有望回到 15% 左右的水平。

长期展望万家门店空间。紫燕优势体现在强产品力（依靠口碑和大单品）、单店回收期偏短和盈利能力较优对经销商具备一定吸引力，同时前员工为主的大商模式有助于初期的快速拓店。佐餐卤味行业容量 10.5 万家，行业发展阶段和竞争格局类似于十多年前的休闲卤味，CR5 仅 4.1%，未来伴随品牌化率复制休闲卤味行业不断提升，行业有望向龙头集中。紫燕在全国化和下沉仍有较大空间，华东以外市场仅有湖北、四川门店数量超过 400 家，华中、西南和华北均占比较低，全国化扩张仍有较大空间。紫燕三线以下城市占比 24%，蜜雪和正新鸡排三线以下门店占比超过 50%，对标绝味低线市场 6000 家门店左右，紫燕低线门店数量预估至少有 2 倍以上增长空间。若按照全国 4 万个农贸市场和 10 万个社区进行测算，我们估算紫燕门店空间有望达到 1-1.5 万家，公司提出 2025 年万店目标，对应 2022-2025 年门店增速 18%。

8.2. 烘焙行业：需求回暖成本下行有望迎来修复

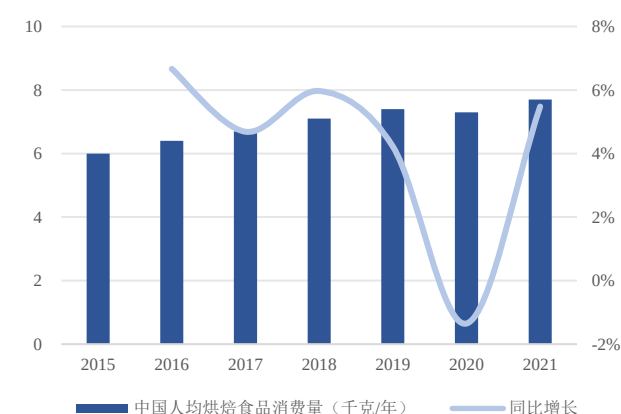
烘焙行业容量突破 2800 亿，规模稳步增长。中国烘焙行业市场规模从 2018 年的 1956.1 亿元增长至 2022 年的 2853.0 亿元，CAGR 达 9.89%，预计 2023 年市场规模将达到 3069.9 亿元。中国人均烘焙食品消费量从 2015 年的 6 千克增长至 2021 年的 7.7 千克，CAGR 达 4.25%。

图 115：2018-2025E 年中国烘焙行业市场规模



数据来源：艾媒咨询，东北证券

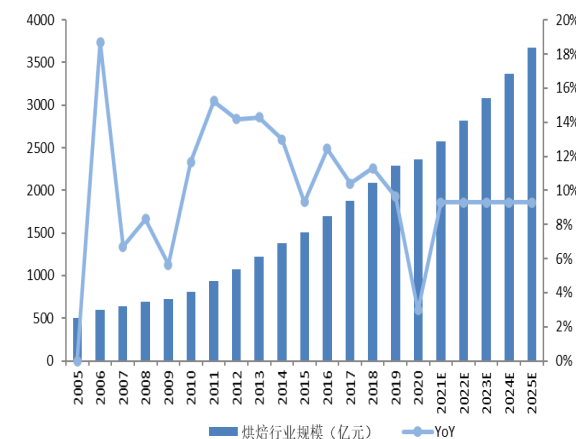
图 116：2015-2021 年中国人均烘焙食品消费量



数据来源：艾媒咨询，东北证券

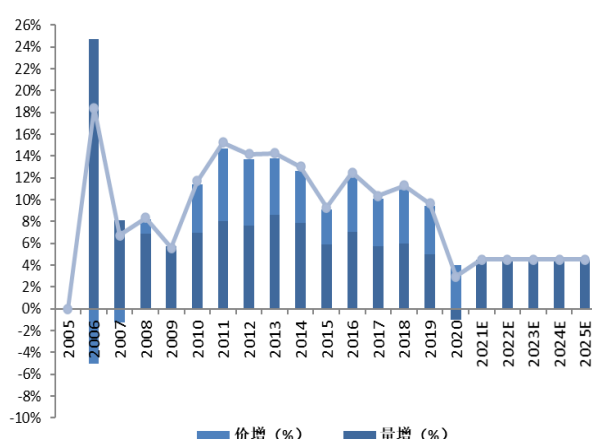
量价齐升，空间广阔。我国烘焙行业起步较晚，但由于人口基数庞大，目前中国烘焙行业规模仅次于美国，是全球第二大市场，2022 年行业规模达 2853 亿元，同比增速 9.70%。从行业增长的量价拆分来看，2022 年我国烘焙行业消费量约为 1956.7 万吨，同比增长 6.1%，零售均价为 32.13 元/kg，较 2015 年增加 4.57 元/千克。1) 量：我国烘焙食品的人均消费量仅 7.7kg。人均消费量及消费频次远落后于欧美等西方国家、以及新加坡、日本等亚洲国家。随着饮食结构的多元化以及城镇化率的推进，我国烘焙食品正从一、二线城市逐渐向三、四线城市及农村市场渗透，烘焙食品的消费群体逐渐扩大至更为广泛的群体。预计未来行业渗透率及消费量稳步提高。2) 价：随着消费升级及产品结构的优化升级，自 2010 年以来，行业单价逐年稳步提升约 4%-6%。预计未来 5 年中，行业增长持续量价齐升，价增幅度预计略大于量增。

图 117：我国烘焙行业市场规模及增速



数据来源：Euromonitor，东北证券

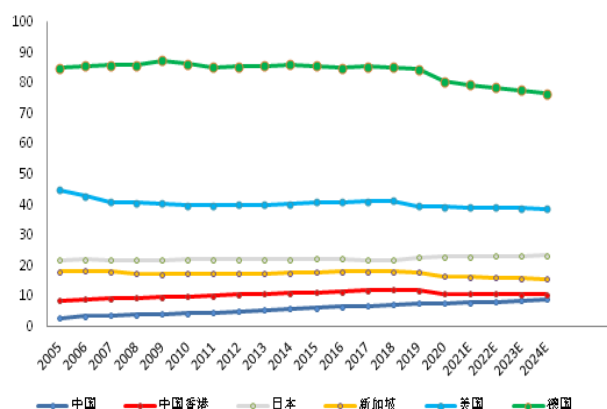
图 118：行业增速的量价拆分



数据来源：Euromonitor，东北证券

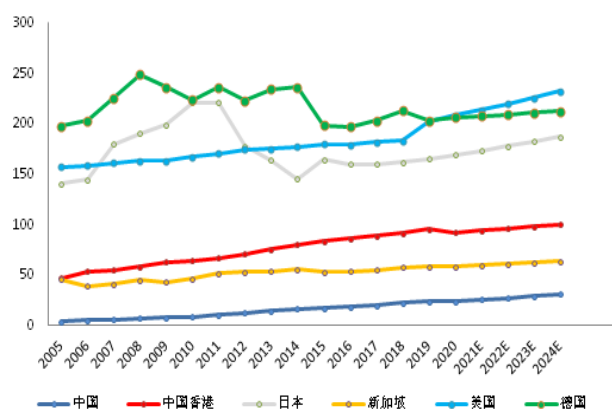
对标其他国家，我国烘焙类食品人均消费量落后世界平均水平。根据 Euromonitor 数据统计，2021 年，法国、美国、日本、新加坡、中国香港的人均消费量分别为我国内地地的 8.2 倍、3.9 倍、2.4 倍、1.2 倍及 1.1 倍。由于战后日本主食习惯的演变，导致日本人均消费量高于其他亚洲国家，若对标饮食习惯较为相似的香港和新加坡，我国烘焙人均消费量至少还有 20% 以上的增长空间。

图 119：各国人均烘焙食品消费量（kg/人/年）



数据来源：Euromonitor，东北证券

图 120：各国人均烘焙食品消费金额（美元/人/年）

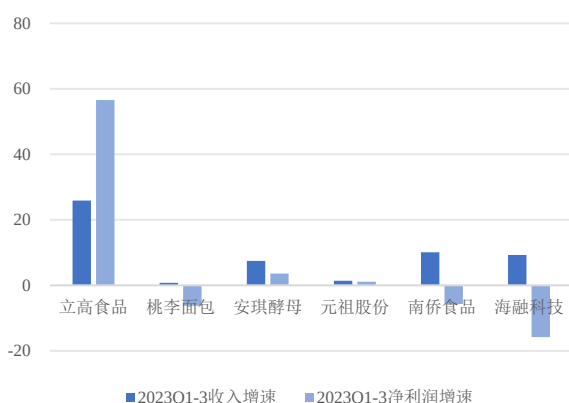


数据来源：Euromonitor，东北证券

竞争格局分散，龙头市占率提升空间大。对标其他国家，我国烘焙行业仍处于竞争的早期阶段，竞争格局十分分散，龙头企业市占率提升空间大。行业主要竞争者可以分为三类业态，分别包括以达利、盼盼、好丽友为代表的长保企业，以桃李、宾堡、义利为代表的短保企业，及手工类烘焙门店。手工类烘焙门店目前占据极大市场份额，为 72.8%。工业化生产企业占据余下约 27% 的市场份额。从产品属性来看，短保类更加聚焦于早餐市场，中长保类更加聚焦于休闲食品市场。我们认为在烘焙行业中，短保包装面包所处赛道最为优异。1) 消费升级及健康化的趋势下，短保替代长保趋势显著；2) 工业化生产+异地复制与全国化扩张路径最为清晰，我们对比成熟市场竞争格局来看，我国手工类烘焙企业份额远高于其他国家。随着新一代消费主力更加回归理性化及关注性价比的消费趋势，短保包装面包在未来有望同时向上挤压烘焙门店模式市场份额。

需求承压后续有望回暖，成本下行利润端弹性充足。2023 年前三季度烘焙行业整体需求承压，无论是烘焙连锁业态、中短保烘焙以及烘焙原料品牌板块均面临较大压力，主要由于疫情影响烘焙门店表现和商超门店客流以及烘焙产品相对可选消费力疲软下需求下降明显，2023 年前三季度立高/桃李/安琪/元祖/南侨/海融收入同比增长 25.90%/0.77%/7.46%/1.41%/10.10%/9.25%，除立高、南侨收入双位数增长外，其余公司收入端增速明显放缓。利润端 2023 年前三季度烘焙公司呈分化态势，立高食品受益于新品推广带动净利润同比增长 56.56%，安琪/元祖同比增长 3.59%/1.10%，桃李/南侨/海融受面粉、白糖等原材料压力影响净利润同比下降 6.24%/5.68%/15.83%。未来随着行业需求回暖，棕榈油等原材料价格平稳，预计明年利润弹性将逐步释放。

图 121：烘焙行业前三季度收入利润增速（%）



数据来源：同花顺，东北证券

图 122：棕榈油现货价格（元/吨）



数据来源：同花顺，东北证券

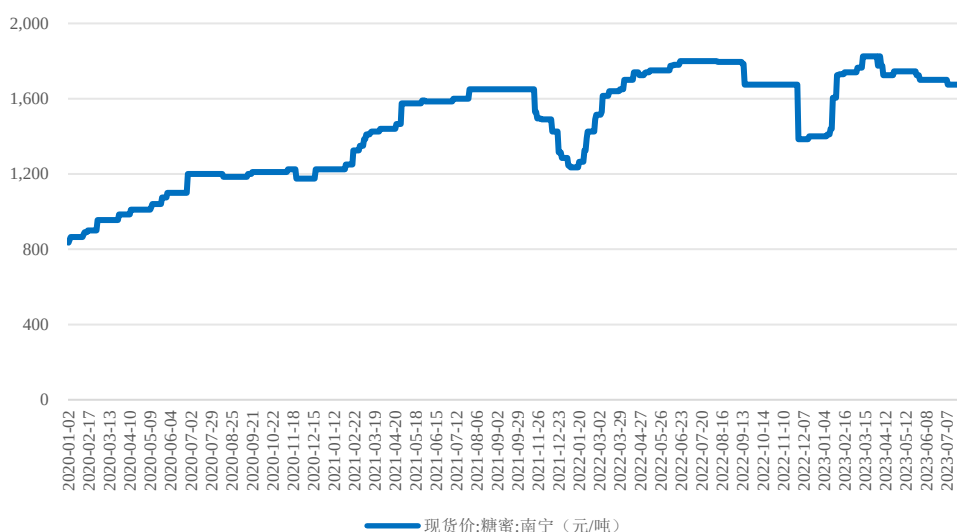
8.2.1. 安琪酵母：酵母需求环比改善，明年糖蜜价格有望下行

酵母需求环比改善，海外业务表现亮眼。2023 年前三季度公司实现收入 96.5 亿元，同比+7.5%；归母净利润 9.1 亿元，同比+1.6%。2023 年前三季度酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品分别收入为 69.0/10.9/3.2 亿元，分别同比增长 8.4%/10.6%/-10.9%，2023Q3 酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品分别实现收入 22.0/2.9/1.0 亿元，同比+11.1%/-26.8%/-16.3%。Q3 酵母主业环比增速改善主因国内需求逐步复苏。从地区来看，2023 年前三季度国内/国外实现收入 61.6/35.0 亿元，同比增长 2.6%/20.1%。2023Q3 国内/国外实现收入 18.8/11.0 亿元，同比增长-0.7%/10.5%。2023 年前三季度线上/线下渠道实现收入为 32.6/63.9 亿元，分别同比增长 5.4%/9.9%。三季度海外业务增速亮眼主因供应链管理高效，国际冲突推动竞品能源成本大幅上升，导致部分客户向安琪进行转移。2023Q3 线上/线下渠道实现收入为 9.9/19.9 亿元，分别同比增长-1.0%/5.4%。

能源和原材料价格回落致毛利率上升，十四五 200 亿目标稳步推进。2023Q3 公司毛利率为 24.97%，同比上升 3.03 pct。毛利率上升主因酵母业务占比提升，糖蜜和能源成本较去年高点有所回落，此外，水解糖产线顺利投入使用有效控制成本。2023Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.69%/3.93%/4.93%/0.67%，分别同比增加-0.25/0.07/1.21/1.70pct，其中财务费用率上升主因汇兑损失及有息债务利息支出增加。公司十四五规划中收入目标计划实现 200 亿，产能将扩建至 40 万吨以上，酵母主业将维持稳健增长，YE 等衍生品业务扩建产能占比过半，后续衍生品业务有望增长超过 20%。

四季度需求逐步复苏，展望明年糖蜜价格有望下行。Q3 需求环比改善，营收增速同比+1.62%主要来自国外业务较快增长，公司两个海外子公司目前都在进行产能扩建，预计今年年底到明年陆续建成投产。目前国内糖蜜价格对比同期有所下降，同时，公司大力开展自制水解糖工艺攻关，成功实现 3 条自制水解糖产线满产，单糖成本下降。新榨季糖蜜价格将会随着水解糖的部分替代和甘蔗种植面积的提升而有所回落。除此之外公司采取从海外进口原糖方法，多种途径获取原材料来减少对国内糖蜜需求依赖。

图 123：广西南宁糖蜜现货价格（元/吨）走势



数据来源：同花顺，东北证券

8.2.2.立高食品：经营逐步改善，利润弹性释放

烘焙行业需求复苏，餐饮、茶饮及新零售渠道持续增长。公司第三季度实现收入 9.5 亿元，同比增长 30.1%；实现归母净利润 0.5 亿元，同比增长 66.9%，稀奶油新品贡献增长。分产品看，2023 年前三季度冷冻烘焙食品收入占比约 64%，同比增长约 30%；烘焙食品原料（奶油、酱料及其他烘焙原材料）收入占比约 36%，同比增长约 18%，主要贡献因素依次为稀奶油新品和核心餐饮客户的稳健增长。分渠道看，流通渠道收入占比接近 50%，同比中个位数增长，得益于奶油新品上市及更为灵活的经销商政策，三季度呈现环比改善的趋势；商超渠道收入占比接近 35%，同比增长超过 60%，增速因为基数效应有所放缓，环比仍保持增长趋势；餐饮、茶饮及新零售等创新渠道收入占比超过 15%，合计同比增速超过 60%。

内生改革驱动市场下沉，延续良好增长态势可期。短期看，餐饮渠道目前基数相对较低，长期渗透率空间较大，预计明年大 B 端及小 B 端将维持快速增长。核心商超方面，随着新品渗透推广以及公司核心商超客户全国范围内持续扩店，明年增速将回归良性状态。流通渠道公司四季度逐渐向头部大单品倾斜更多精力，奶油新品上市促进明年流通饼房业务同比提高。中长期来看，公司内部改革持续优化，经营思路清晰。公司集中资源向头部产品倾斜，稳步推进长尾产品停产、退市和去库存工作，三季度 SKU 数目环比上半年下降约 15%。公司开展营销/供应链/研发等内生变革，营销方面以地域为单元，将销售费用比例与销售完成率挂钩从而细致管控销售费用。仓储物流方面，基于权责一致原则梳理供应链板块与营销板块在冷链物流、仓储管理等方面的职能边界和协调机制。公司一系列内生改革剑指产品/运营/营销核心环节，伴随相关改革稳步推进，公司低线城市覆盖率水平有望提升，实现多渠道协同发力。

毛利率同比小幅下滑，伴随成本回落环比有望持续改善。2023 Q3 公司毛利率为 31.9%，同比-0.2pct，主因公司一方面加大折扣促销力度，另一方面提高新品稀奶油朴实推广，以性价比策略提高翻单留存率。费用方面，2023Q3 公司销售/管理/研发

/财务费用率分别为 12.7%/7.9%/4.3%/0.2%，同比变动+0.7/-0.5/-0.8/+0.1pct，三季度公司销售费用率相比去年同期有所上升，主要为应对市场需求情况加大业务推广所致；随着公司销售规模上升，规模效应提升，管理、研发费用率同比有所下降，三费整体比率保持稳中有降的趋势。此外，公司全资子公司新增参股持有 19.22%股权的“河南盛亚”生牛乳牧场，保证稀奶油产品关键原料生鲜乳的品质和成本管控，进一步提高公司在核心牛奶原料方面的控制能力。基于此，稀奶油新品以高性价比优势和强产品力在 300 元价格带替代 400-500 元价格带的纯动物脂奶油需求，同时引导 200 元价格带客户实现产品升级。

8.3. 休闲零食：整体规模稳健增长，关注高成长子赛道

8.3.1. 行业规模温和增长，风味零食成长性突出

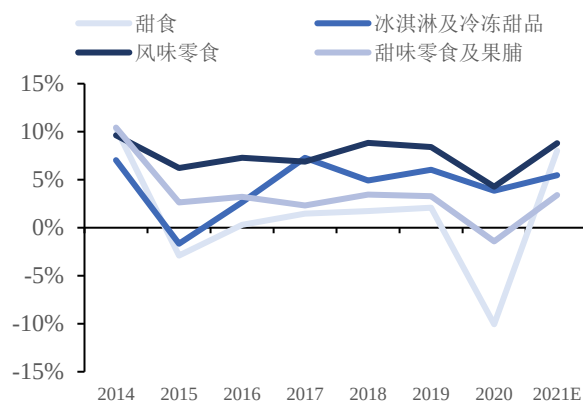
行业规模温和扩张，风味零食引领增长。根据欧睿国际，2008-2022 年间我国休闲零食市场规模由 2111.33 亿元增长至 4822.98 亿元，年复合增长率约为 6.08%。自 2011 年后行业整体增速逐步放缓，进入温和扩张状态。凭借丰富品类和多渠道适应能力，休闲零食消费在面对疫情影响时显示出较强韧性，并在疫情可控后实现快速反弹。预计 2022 年我国休闲零食行业市场规模达到 4822.98 亿元，同比增长 4.90%。欧睿国际统计口径下，休闲零食由甜食、冰淇淋及冷冻甜品、风味零食、甜味零食及果脯四大类产品构成。2014 年至今，风味零食规模增速整体上领先其余品类。预计 2022 年风味零食市场规模达到 2759.04 亿元，同比增长 6.88%，规模约占休闲零食市场的 57.21%，市场份额同比提高 1.06pct，风味零食成为行业增长的引领者。

图 124：我国休闲零食行业市场规模及增速



数据来源：Euromonitor，东北证券

图 125：休闲零食子行业增速对比

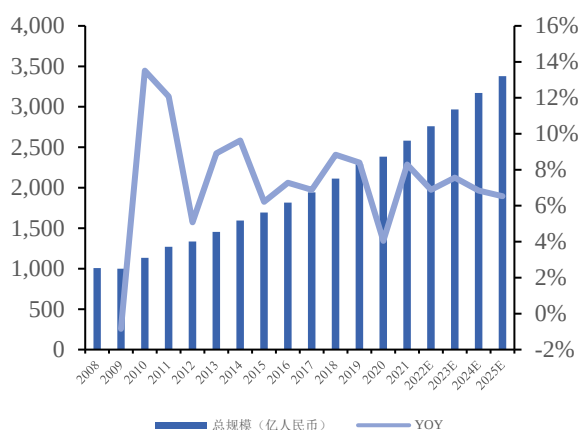


数据来源：Euromonitor，东北证券

风味零食行业集中度仍处于较低水平，赛道成长性高。欧睿口径下，风味零食由坚果炒货、薯片、膨化食品、米制品、饼干、爆米花、其他等品类构成。丰富的赛道选择为参与企业提供了错位发展空间，因此行业竞争格局相对松散，2022 年市场占有率在 0.50% 以上的品牌共有 17 个，CR10 仅为 21.60%。充分竞争下，风味零食行业始终保持增长活力，根据欧睿国际，2008-2022 年，我国风味零食市场规模由 1007.52 亿元增长至 2759.04 亿元，复合增长率约为 7.46%，高于行业整体水平。高成长性为企业的业绩增长提供支撑，2022 年卫龙、良品铺子、洽洽、来伊份在疫情压制终端需求的情况下实现市场份额提高。同时，消费升级趋势下，龙头企业在下

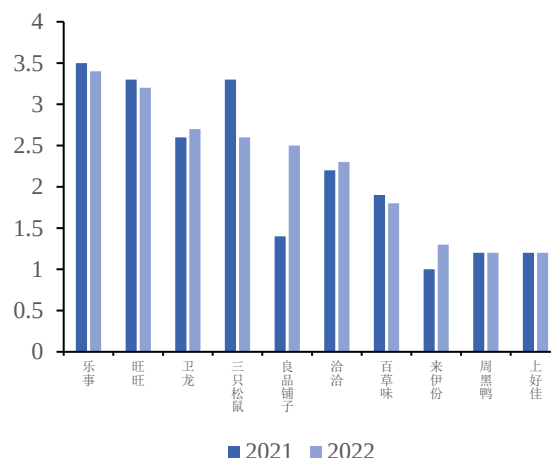
沉市场的推进更为顺畅，有望加速尾部品牌出清，释放更多市场空间。

图 126：我国风味零食市场规模及增速



数据来源：Euromonitor，东北证券

图 127：风味零食 CR10 品牌及各自占比 (%)



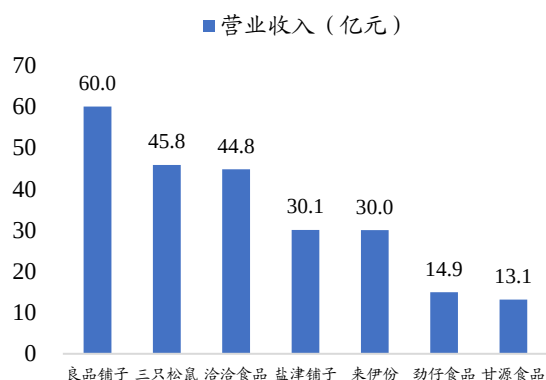
数据来源：Euromonitor，东北证券

8.3.2. 内部分化明显，渠道&新品是主要驱动力

2023 年，需求弱复苏下“性价比”需求旺盛，休闲零食行业内部分化明显，注重高性价比产品和渠道的公司表现较好。以往主打高端的传统企业业绩表现承压，营收均出现不同程度下滑，例如良品铺子，2023 年前三季度实现营收 59.99 亿元，同比-14.33%；实现归母净利润 1.91 亿元，同比-33.43%。另一方面，主打下沉市场的零食量贩店快速扩张，让积极适应渠道变化、快速布局零食量贩渠道的传统制造型零食企业，例如盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等迎来了业绩高速增长，表现最佳、成长性最好。2023 年前三季度，盐津铺子实现营业收入 30.05 亿元，同比+52.54%；归母净利润 3.96 亿元，同比+81.07%；甘源食品实现营业收入 13.14 亿元，同比+35.56%；归母净利润 2.14 亿元，同比+139.21%；劲仔食品实现营收 14.93 亿元，同比+47.9%；归母净利 1.33 亿元，同比+47.5%。虽然行业变化使得传统渠道规模较大的公司业绩短期承压，但面临行业变化和自身困境，几家企业积极调整转型，目前转型初见成效，正逐步走出经营困境。

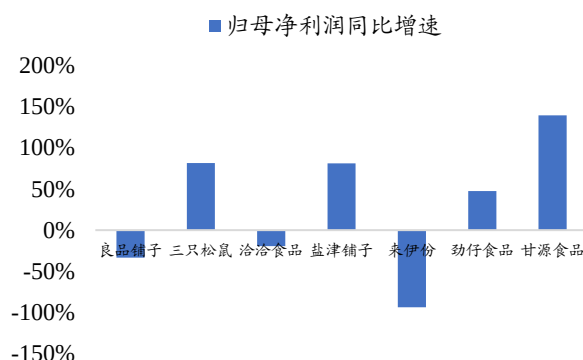
展望 2024 年，渠道红利和新品增量仍是带动高增的主要驱动力。市场担心零食量贩渠道竞争愈发激烈，渠道红利减弱。我们认为当前行业仍处在渠道变革的红利期，行业景气度持续上行，而且目前表现最佳、成长性最好的新零食企业，后续核心逻辑不是单纯依靠渠道红利，各家都有自己的新品逻辑，这在报表中已经逐步得到验证。成本端，油脂、包材、禽肉类等原材料价格回落，板块内公司成本可控。前期休闲零食板块经历一轮调整，目前不少公司估值目前调整到位，积极把握渠道变革、新品放量的小零食企业具有高成长性，推荐盐津铺子、甘源食品、劲仔食品。

图 128：休闲零食主要企业 23 年前三季度营收



数据来源：Wind，东北证券

图 129：休闲零食主要企业 23 年前三季度归母净利润同比增速



数据来源：Wind，东北证券

8.3.3. 重点标的推荐

劲仔食品：散称大包装高增，鹌鹑蛋快速放量，盈利能力有望持续提升。前三季度实现营收 14.9 亿元，同比+47.9%；归母净利润 1.3 亿元，同比+47.5%。

大包装散称销量高起，业绩高速增长。公司持续开发空白区域和渠道，大包装和散称保持高增长趋势，提升了终端陈列形象，带动了品牌势能提升，同时也促进了小包装的动销。前三季度实现营收 14.9 亿元，同比+47.9%，其中大包装营收约 4.62 亿元，同比增长 50%；散称营收 2.87 亿元，同比增长 237%；小包装得益于公司整体品牌势能的提升，营收 7.25 亿元，同比增长 20%左右。

鹌鹑蛋快速放量，有望推动营收持续高增。前三季度鱼制品营收保持 30%左右的高速增长，豆制品营收同比增长约 30%，肉干营收同比增长 43%左右。随着产能的持续爬坡，第二大单品鹌鹑蛋 Q3 销售收入突破 1 亿元，9 月份单月销售达到 4400 万元；目前公司在积极布局新的鹌鹑蛋生产基地，为鹌鹑蛋朝“十亿级”单品迈进做好准备，预计产能会继续增加，月销售额会持续提升。

毛利率逐季改善，盈利能力有望持续提升。公司毛利率逐季度改善，从 23Q1 的 26.0% 提升至 23Q3 的 26.8%。1) 在今年的小鱼采购旺季，汇率相对改善叠加疫情影响大幅减弱减少中间费用，小鱼整体采购单价有所回落，成本压力较去年有所下降。2) 近期公司对鹌鹑蛋调价，叠加销售收入提升带来规模效益，成本环比下降，鹌鹑蛋毛利率从个位数提升至两位数，对利润端的贡献显著增加，后续公司将在确保盈利的基础上，努力打造品牌，做到差异化，预计毛利率将持续提升。

8.4. 咖啡行业：优质赛道，发展潜力巨大，头部品牌加快跑马圈地

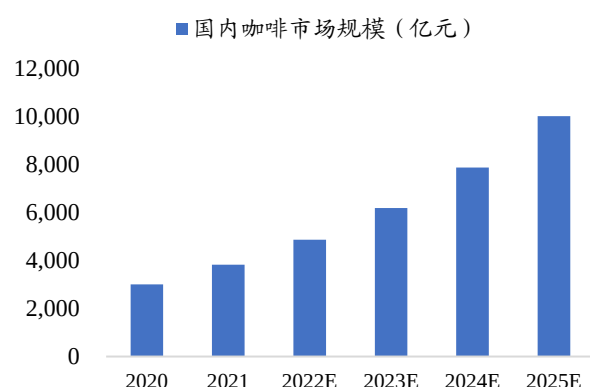
8.4.1. 行业快速扩张，人均咖啡消费量仍低，低线城市提升空间大

我国咖啡行业市场规模快速扩张。随着国内咖啡消费理念的快速传播以及消费习惯的逐步养成，近年来中国咖啡市场已处于高速增长阶段。根据艾媒咨询数据，2022

年中国咖啡行业市场规模达 4856 亿元，预计将保持 27.2% 的复合增速增长，预计到 2025 年市场规模将达万亿元。

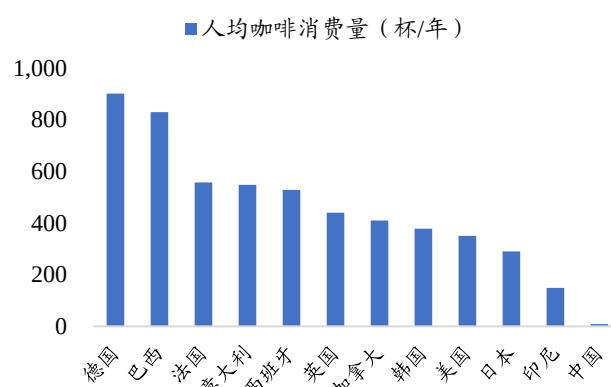
国内咖啡文化仍在普及中，人均咖啡消费量较低，对标海外成熟市场差距较大。咖啡文化在中国市场起步较晚，总消费量与人均消费量远低于欧美、日韩等成熟市场，增长潜力极大。相关数据显示，2020 年美国、德国、巴西、法国等全球主要成熟咖啡市场人均咖啡消费量为 449 杯/年，中国仅为 9 杯/年，相差较大。由此可见，虽然我国咖啡消费已取得较快增长，但国内咖啡消费量仍相对较低。随着城镇化进程加快、国民收入水平的提高，以及咖啡从满足基本的提神醒脑需求到满足社交需求的演变，咖啡消费理念有望得以持续培育，市场空间广阔。

图 130：我国咖啡行业市场规模



数据来源：艾媒咨询，东北证券

图 131：2020 年全球主要国家人均咖啡消费量



数据来源：魔镜市场情报，德勤，东北证券

一二线城市接近成熟咖啡市场消费水平，低线城市提升空间大。在中国一二线城市中，有咖啡饮用习惯的消费者的咖啡消费量已达到 300 杯/年，逐渐接近成熟咖啡市场水平，而低线城市的人均咖啡消费量相比之下仍有广阔的提升空间。

8.4.2. 相较其他软饮，咖啡市场增速快，盈利能力较强

咖啡市场发展迅速，预计增速领先于其他软饮品类。根据灼识咨询、国际货币基金组织数据，预计 2020-2025 年我国咖啡市场年均复合增速为 17.2%，在软饮赛道中最高，领先于其他软饮赛道。

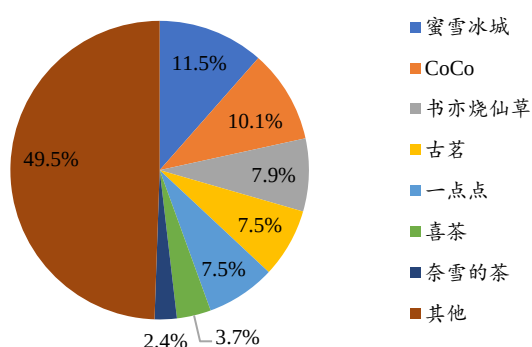
表 13：咖啡市场与其他软饮增速对比

软饮品类	预计 2020-2025 年 CAGR
咖啡	17.2%
茶	14.6%
能量运动饮料	9.8%
瓶装水	7.3%
果汁	6.9%
蛋白饮料	4.3%
碳酸饮料	2.8%
其他	1.0%
总计	9.6%

数据来源：灼识咨询，国际货币基金组织，东北证券

咖啡行业作为软饮料行业的分支，在具备饮料行业高盈利特征的同时，与其他软饮相比，市场集中度高。相比之下，现制茶饮行业竞争情况激烈，行业集中度低，2021 年 CR3 仅为 29.5%。

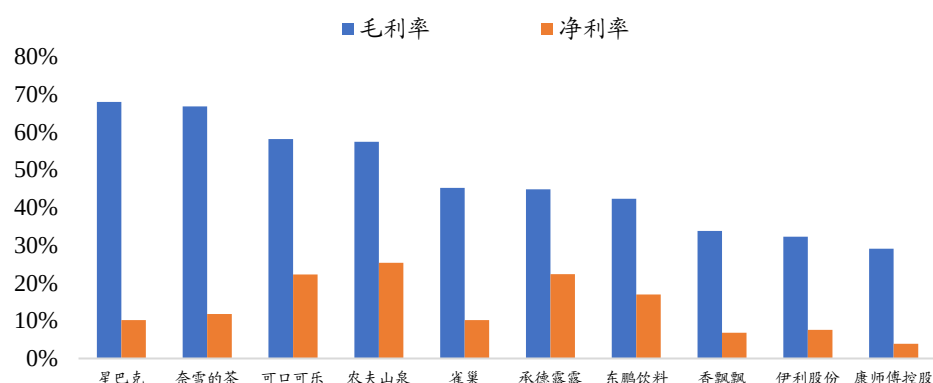
图 132：2021 年我国现制茶行业各品牌占比



数据来源：观研天下，东北证券

咖啡行业大多数品牌集中在下游，为咖啡直接售卖渠道，盈利能力较强。以星巴克为代表，2022 年毛利率为 68.0%，在软饮行业中处于最高那档，净利率也达到行业中位，为 10.2%，原因在于咖啡品牌溢价能力较强，可叠加品牌附加值，同时咖啡品牌不断深度参与整条产业链，打造一体化供应链，实现高盈利模式。

图 133：咖啡与其他软饮 2022 年盈利指标对比



数据来源：公司公告，东北证券

注：奈雪的茶净利率取经营利润率

咖啡具有高社交属性、成瘾性、功能性以及开发性，决定了其高需求粘性。咖啡常被视为一种社交饮品，它可以在社交场合中起到促进交流和互动的作用，如与朋友或同事一起品尝咖啡，可以成为一种社交活动，帮助人们建立联系和加强人际关系，它通过刺激多巴胺的释放，增强了社交互动的积极性和愉悦感，成为了社交场合中的一种共享体验。同时咖啡因还可以作为中枢神经兴奋剂暂时的驱走睡意并恢复精力，临床上用于治疗神经衰弱和昏迷复苏。此外，咖啡的众多口味和调制方式的广泛选择，使得它成为富有创造力和开发性的饮品，从浓郁的意式浓缩咖啡到柔和的拿铁咖啡，咖啡可以通过改变咖啡豆的品种、烘焙程度和配料等来满足不同人的口味偏好。但咖啡又有较高的成瘾性，咖啡中的咖啡因是一种生物碱化合物，它可以刺激中枢神经系统，暂时提升警觉性和注意力，长期、频繁地摄入咖啡因可以导致身体对其产生适应性，并产生一定的成瘾性。

表 14：咖啡与其他软饮特性对比

品类	成分	成瘾性	咖啡因含量	功能性	额外属性
咖啡	咖啡因	普遍咖啡因高，成瘾性极高，易出现戒断反应	约 160mg	提神、减脂、抑制食欲	传统咖啡馆提供“第三空间”
茶	咖啡因、茶多酚	因产品而异，奶茶，纯茶成瘾性较高	约 80mg	提神、清热降火	茶馆为老一代社交场所作为礼品
能量饮料	咖啡因、牛磺酸、B 组维生素	成瘾性低	约 60mg	提神、运动能力提升	不具有额外属性
碳酸饮料	糖、咖啡因	成瘾性较高，因糖量高	约 35mg	多巴胺	不具有额外属性

资料来源：公开资料，东北证券

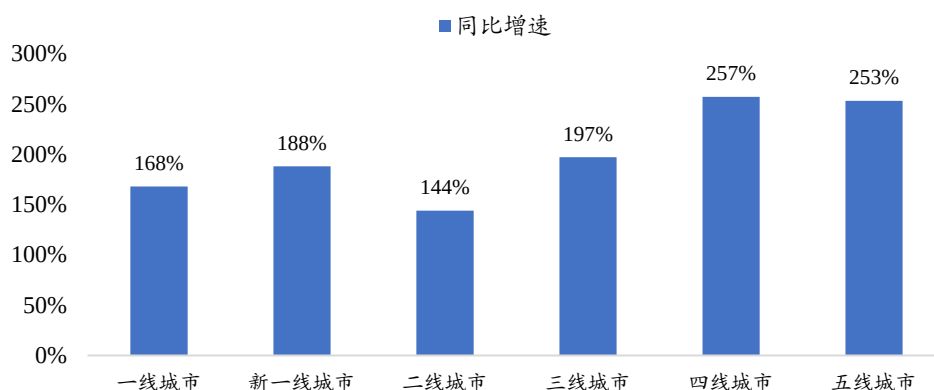
8.4.3. 市场逐渐下沉，头部品牌加快跑马圈地

目前一二线城市仍为各大咖啡品牌主要抢夺目标，随着一二线城市咖啡市场逐渐饱和，下沉市场成为必然。目前主流现磨咖啡品牌星巴克、瑞幸、幸运咖已经布局下沉市场。

咖啡市场逐渐下沉。1) 根据数字 100 研究院定义，三至六线城市分布对应市到乡村，这些城市覆盖 300 多个地级市共计 10 亿人口，约占总人口的 71.4%，在人群及地域覆盖上具有绝对的重量级。2) 从一二线城市竞争格局来看，以瑞幸为代表的主打“快咖啡”的高性价比咖啡品牌和以星巴克为代表的“慢咖啡”的精品咖啡品牌，正在抢占三四线市场份额。3) 下沉市场的新用户增长比例高于一二线城市。根据 CBNDATA 调研数据显示，新用户中来自三线及以下城市的用户占比要高于一二线城市。

三四线城市咖啡消费量增速明显高于一二线城市。美团外卖数据显示，2021 年三线城市咖啡订单同比增长接近两倍，四五线城市的咖啡订单同比增长高达 250% 以上，明显高于一二线城市，三四线城市逐渐成为咖啡消费的潜力股，中国咖啡消费市场增长潜力巨大。

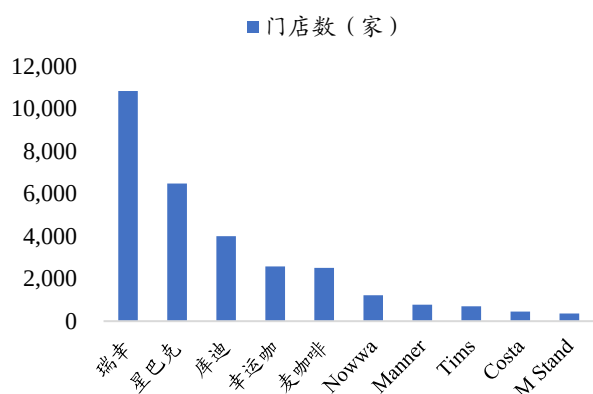
图 134：2021 年美团外卖不同线级城市咖啡订单量增速



数据来源：公司公告，东北证券

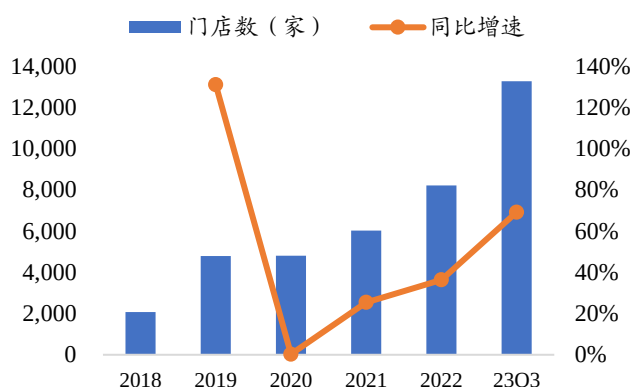
咖啡门店数快速增长，头部品牌加快跑马圈地。1) 伴随着消费者对咖啡接受程度的不断提升和饮用习惯的养成，咖啡正在成为新一代“国民饮料”。主要连锁咖啡品牌快速拓店，连锁咖啡馆数量及行业连锁化率持续上升。进入 2023 年，头部品牌纷纷加快“跑马圈地”的步伐，其中以瑞幸咖啡和库迪咖啡最为突出。2) 截至 2023 年 9 月末，瑞幸咖啡门店数已超过 1.3 万家，同比增长 69.2%，是中国市场上第一家门店数量破万的连锁咖啡品牌，预计今年年底门店数将突破 1.5 万家。自 2022 年 10 月开出首家门店以来，库迪咖啡目前门店数已超过 6000 家，门店数爆发式增长。

图 135: 2023 年上半年国内连锁咖啡品牌门店数排行



数据来源：窄门餐眼，东北证券

图 136: 瑞幸咖啡门店数



数据来源：公司公告，东北证券

9. 投资建议

白酒：2024 年预计行业延续分化，存量竞争下，份额继续向强势品种集中，弱需求环境下建议站在确定性思路择股，同时建议关注具备区域 β 逻辑的品牌。在资金面及情绪面的双重影响下，板块整体估值已消化至合理区间，风险释放相对充分，向上弹性在于来年经济恢复的动能。在政策刺激下我们认为对来年白酒基本面无需过度悲观，且优秀白酒企业的商业模式具备穿越周期的能力。投资建议上，关注两条主线：1) 品牌势能强且企业自身管理实力优秀，2024 年仍能延续当前增长态势的强势品种：山西汾酒、泸州老窖、贵州茅台；2) 享受区域 β 逻辑，且卡位价格带相对有利的区域酒：今世缘、迎驾贡酒、金徽酒、古井贡酒。

啤酒：高端化战略延续，结构升级带来的间接提价仍是酒企业绩增长的核心驱动力。2023 年下半年啤酒行业整体销量基数不高，预期 2024 年随着餐饮的逐步恢复，啤酒销量实现恢复性增长，同时拉动头部企业产品结构升级速度加快。2023 年 8 月，澳麦“双反”措施取消，进口大麦的价格相较年初下降幅度超 20%，原材料价格下降的红利将体现在明年报表端。提价方面，各企业大范围提价可能性低，以个别产品和局部市场的价格管理为主。明年需关注原材料价格变动、成本红利是否如期释放，高端化方面关注各啤酒企业的中高端及以上核心产品的增速，燕京啤酒还需关注改革带来的管理费用优化情况。

软饮料：总体需求具备韧性，关注处于迭代放量周期的新品和 PET 价格回落带来的成本端弹性。东鹏饮料重点关注全国化推广进程即各大区市场营收增速、终端网点数量，毛利率提升方面关注相关原材料尤其是白砂糖的价格变化。香飘飘关注近期冲泡业务旺季动销及明年即饮产品的铺货情况。百润股份重点关注强爽的线下场景拓展和动销，以及威士忌产品的孵化进度。

调味品：餐饮行业逐渐回暖，调味品市场规模扩大，多元化需求催生新机遇。原材料成本下降，技术和渠道创新成为发展关键。企业应通过品类创新拓展增长点，同时控制销售费用，优化运营效率。多元化销售渠道崛起，电商或成为重要一环。海天味业核心品类面临压力，费用率略增，盈利能力下滑；中炬高新上半年因诉讼计提影响利润，但成本下行带动毛利上升，管理层换届有望改善经营；千禾味业凭借

零添加红利实现高增长，具备差异化优势；恒顺醋业深化改革，业绩短期承压，但毛利率下降导致利润压力，正处于改革创新关键时期；天味食品在两大品牌差异化布局下，通过大单品培育制度实现产品全国化，预计业绩有望持续增长。

速冻食品：市场蓬勃，餐饮连锁化带动增长。我国市场规模持续增长，2020 年疫情后消费者对速冻食品认可提升，市场规模由 2013 年的 649.8 亿元增至 2022 年的 1992 亿元，年均复合增速 13.25%。未来，多元化品类、消费升级、冷链技术等因素将推动市场增长。宅经济兴起，速冻食品成新宠。疫情后，宅经济快速发展，速冻食品因方便、快捷等特点备受青睐。在宅经济常态化的背景下，生鲜电商交易规模稳健增长，维持宅经济高位，助力速冻食品需求。B 端逐渐恢复，企业迎来曙光。三全食品通过渠道优化和产品创新保持稳健增长，安井食品布局预制菜肴领域，实现主业稳健增长。千味央厨在 B 端恢复的带动下，整体业绩增长，积极探索新发展方向。

乳制品：关注明年液奶需求改善，成本下行周期利润弹性有望释放。2023 年原奶价格持续走低，展望明年，我们预计供需关系或将延续类似于今年的趋势，原奶价格预计延续低位徘徊或稳中略升的态势，在供需关系相对平衡之下，乳企成本压力总体可控，成本项不是制约企业盈利的关键要素，随着头部乳企企业战略差异化，诉求更多导向利润，我们认为乳业板块利润释放逻辑相对确定，需求端预计延续相对稳健的个位数增长态势，板块估值具备性价比，建议关注伊利股份。

10. 风险提示

宏观环境疲弱、居民消费力恢复不及预期、行业竞争加剧

研究团队简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士, 电子科技大学金融学本科, 现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员, 南京证券股份有限公司研究员。具有 10 年证券研究从业经历, 荣获 2019 年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队第 1 名, 2019 年 Wind 资讯金牌分析师第 5 名, 2018 年每市食品饮料行业年度组合收益第 4 名, 2018 年投研社最受机构欢迎分析师, 2018 年进门财经百佳分析师, 2018 年食品饮料研究 Wind 平台影响力排行榜第 7 名, 2018 年度知丘杯金测奖最佳分析师第 3 名, 2017 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第 2 名, “2016 年 Wind 资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第 1 名。

王铄: 伦敦政治经济学院金融与经济学硕士, 人民大学经济学本科, 现任东北证券食品饮料组分析师, 曾就职于申万宏源证券, 4 年食品饮料研究经验。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

