

复苏伊始，稳中求胜

——食品饮料行业 2024 年度投资策略

核心观点

- 白酒：头部酒企强者恒强，茅台提价或加速行业拐点到来。**板块整体来看，多家酒企三季报业绩可观，部分酒企基金持仓边际提升，显示市场对于板块的投资信心回升；各酒企估值仍处于低点，凸显投资价值。我们重点推荐关注具备强品牌力的头部酒企。一方面，贵州茅台公告提价，在增厚自身利润的同时，打开千元价格带白酒提价空间，有助于推动高端酒高质量发展，或加速板块拐点提前到来。另一方面，茅五泸均呈现亮眼的三季报成绩，显示头部酒企强品牌力支撑下核心产品具备刚需属性，凸显产品需求韧性；头部酒企茅五泸份也积极扩充产品矩阵，例如贵州茅台力推 1935、将推出新版汉酱，五粮液加大 1618、普五低度的投入等，有望促进份额向头部集中，进一步强化优势。
- 啤酒：大麦成本下行+结构升级+控费，酒企有望释放盈利弹性。**销量端，预计 24 年在经济逐步复苏的背景下，餐饮、夜场等消费场景修复的确定性较强，同时天气存在改善的可能性，销量增速向好。盈利端，因澳麦取消双反，预计明年啤酒主要原材料大麦采购价格走低；若消费疲软，预计瓦楞纸价格将于中低分位震荡，24 年啤酒成本压力将明显减轻。叠加产品结构持续升级、关厂增效、竞争趋缓费用收紧，啤酒板块盈利增长确定性高。
- 软饮料：细分赛道亮点频现，龙头积极打造多元化增长曲线。**细分来看，包装水行业长坡厚雪，天然水、天然矿泉水等细分品类增速较高；茶饮料中无糖茶饮渗透率快速提升；功能饮料中能量饮料受益于快节奏生活趋势，行业增速较高，电解质水等运动饮料增速亮眼；预调酒行业在国内仍处于发展的早期阶段，未来空间巨大。此外，企业积极推新，例如东鹏饮料“补水啦”、百润股份强爽、香飘飘冻柠茶等销售表现较好，受到市场关注。成本端，明年糖价预计维持高位，PET 价格可能有所回升，预计今年成本同比改善较大的公司明年利润弹性会有所减弱。
- 乳制品：液奶需求受益场景恢复，低估值高分红凸显配置价值。**展望 24 年，液奶需求主要看经济和需求场景的修复，明年有望在低基数下有一定弱复苏。奶粉小品牌出清带来头部品牌集中度提升。奶酪 C 端需求承压，明年奶酪企业或受益于干酪价格下滑，盈利水平提升。盈利端，预计 24 年原奶价格同比小幅下滑，乳企盈利弹性较今年降低；仍需关注企业费用投放节奏。整体来看，板块多个标的具备低估值+高分红特征，存在配置价值。

投资建议与投资标的

白酒标的推荐：建议关注头部酒企，包括动销良好、核心产品偏向刚性需求的 贵州茅台(600519, 买入)、五粮液(000858, 买入)、泸州老窖(000568, 买入)；优质次高端酒企 山西汾酒(600809, 买入)、水井坊(600779, 买入)。

啤酒标的推荐：高端规划积极，品牌营销渠道兼修，提价控费的华润啤酒(00291, 买入)、青岛啤酒(600600, 买入)。

软饮料标的推荐：包装水龙头公司农夫山泉(09633, 买入)、即饮板块加速发力的香飘飘(603711, 买入)、积极推新拓宽渠道的李子园(605337, 买入)、第二增长曲线出现的东鹏饮料(605499, 买入)、饮料增速向好且将开发 B 端业务的欢乐家(300997, 增持)。

乳制品建议关注：多品类发展势头较好、低估值高分红的龙头企业 伊利股份(600887, 未评级)和蒙牛乳业(02319, 买入)，战略转型、受益鲜奶消费升级趋势的区域乳企新乳业(002946, 未评级)。

风险提示：消费升级不及预期、成本上涨、食品安全事件风险。

行业评级

看好（维持）

国家/地区

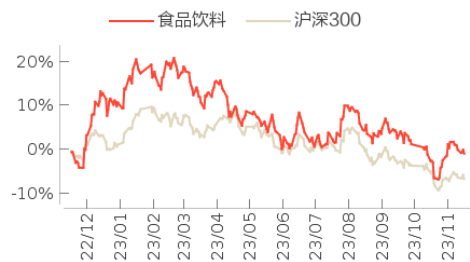
中国

行业

食品饮料行业

报告发布日期

2023 年 11 月 21 日



证券分析师

叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517090002

蔡琪

021-63325888*6079

caiqi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519080001

刘洋

021-63325888*6084

liuyang3@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520010002

香港证监会牌照：BTB487

联系人

姚晔

yaoye@orientsec.com.cn

相关报告

双节旺季将至，名酒回款良好	2023-09-24
流动性进一步充裕，消费复苏迹象显现	2023-09-17
楼市利好政策频发，食品饮料有望受益	2023-09-10

目录

一、经济利好政策频出，关注消费复苏进展	7
二、白酒：头部酒企强者恒强，茅台提价或加速行业拐点到来	9
2.1 白酒板块业绩可观，市场信心边际回升	9
2.2 高端白酒彰显需求韧性，茅台提价意义重大	16
2.2.1 头部酒企强者恒强，茅台提价有望加速行业向上拐点到来	16
2.2.2 宏观经济处于弱复苏阶段，高端白酒彰显需求韧性	19
2.3 白酒标的推荐	22
三、啤酒：大麦成本下行+结构升级+控费，酒企有望释放盈利弹性	22
3.1 啤酒总量趋于稳定，吨价上行贡献增量	22
3.2 明年大麦成本压力减轻，啤酒企业有望释放盈利弹性	25
3.3 青啤结构升级顺畅估值低位，喜力快速增长助力华润量价齐升	27
3.4 啤酒标的推荐及建议关注	28
四、软饮料：细分赛道亮点频现，龙头积极打造多元增长曲线	29
4.1 软饮新消费需求崛起，白糖价高对盈利有所制约	29
4.2 饮料龙头新品迭出，打造多元增长曲线	32
4.2.1 包装水茶饮无糖化发展，积极关注龙头表现	32
4.2.2 运动饮料赛道增速亮眼，东鹏“补水啦”打造第二成长曲线	35
4.3 软饮料标的推荐	36
五、乳品：液奶需求受益场景恢复，低估值高分红凸显配置价值	37
5.1 乳品标的低估值高分红，具备较高配置价值	37
5.2 液奶有望受益需求场景修复，奶粉份额向头部集中	39
5.3 奶价下行、结构优化叠加费控，头部乳企盈利有望增长	41
5.4 乳制品板块建议关注	43
六、风险提示	44

图表目录

图 1：国内 GDP 单季同比	7
图 2：20 年下半年来社零总额及餐饮收入月度增速	7
图 3：GDP 增加值构成占比	7
图 4：国内农村、城镇居民人均可支配收入（元/年）	7
图 5：规模以上白酒企业利润总额及增速	10
图 6：规模以上白酒企业利润总额占营业收入比重	10
图 7：白酒当月产量及增速	10
图 8：上市白酒板块单季度营收及增速	10
图 9：上市白酒板块单季度扣非归母净利润及增速	10
图 10：2004 年以来白酒历史行情复盘	11
图 11：2015 年至今中证白酒与沪深 300 涨跌幅以及超额收益	12
图 12：白酒板块总市值与 PE 估值	13
图 13：白酒板块市值增长的盈利与 PE 拆分	13
图 14：行业板块 PE（TTM）横向对比	14
图 15：历次白酒板块回调中的最大回撤幅度	15
图 16：白酒行业基金持仓情况	15
图 17：高端酒企持股市值占基金股票投资市值比	15
图 18：全国化次高端酒企持股市值占基金股票投资市值比	15
图 19：区域酒企持股市值占基金股票投资市值比	15
图 20：飞天茅台出厂价（元/瓶）	16
图 21：贵州茅台累计营收及同比增速	17
图 22：贵州茅台合同负债（亿元）	17
图 23：五粮液单季营收及同比增速	17
图 24：五粮液合同负债及环比增速	17
图 25：泸州老窖单季营收及同比增速	17
图 26：泸州老窖合同负债及环比增速	17
图 27：贵州茅台核心产品矩阵（批价：元/瓶）	18
图 28：茅台 1935 批发价	18
图 29：五粮液核心产品矩阵（批价：元/瓶）	18
图 30：22 年五粮液各产品收入占比测算	18
图 31：泸州老窖核心产品矩阵（批价：元/瓶）	19
图 32：泸州老窖特曲收入及同比增速	19
图 33：山西汾酒核心产品矩阵（批价：元/瓶）	19
图 34：青花 20、青花 30（复兴版）批价（元/瓶）	19

图 35：我国 M2 当月同比增速（%）	20
图 36：我国存款准备金率和 LPR（%）	20
图 37：社融存量同比（%）	20
图 38：信贷存量同比（%）	20
图 39：制造业、非制造业 PMI 月度环比增减变化（%）	20
图 40：固定资产投资额月度累计同比（%）	20
图 41：我国工业增加值月度累计同比（%）	21
图 42：全社会用电量月度累计同比（%）	21
图 43：居民人均可支配收入当季同比	21
图 44：社会消费品零售总额当月同比（%）	21
图 45：规模以上啤酒企业产量及增速	23
图 46：规模以上啤酒企业月度产量及增速	23
图 47：规模以上啤酒企业收入增速的量价拆分	23
图 48：不同阶段啤酒行业产量和吨价复合增速	23
图 49：主要啤酒公司 17-22 年销量和吨价 CAGR	24
图 50：部分啤酒公司 23 年前三季度销量和吨价增速	24
图 51：啤酒行业指数与市盈率情况	24
图 52：啤酒行业指数盈利增长和估值提升拆分	24
图 53：大麦进口均价走势	25
图 54：玻璃价格走势	25
图 55：铝价格走势	25
图 56：瓦楞纸价格走势	25
图 57：啤酒板块毛销差	26
图 58：啤酒上市公司毛销差	26
图 59：23 年前三季度啤酒上市公司销售费用率同比增减	27
图 60：23 年前三季度啤酒上市公司毛利率同比增减	27
图 61：青岛啤酒产品吨价和销量增速	27
图 62：青岛啤酒不同区域半年度销售净利率同比增减	27
图 63：华润啤酒分半年度销量、吨价增速	28
图 64：华润啤酒分半年度次高档及以上销量及占总销量比重	28
图 65：金沙酒业收入和同比增速	28
图 66：金沙酒业净利润和同比增速	28
图 67：中国软饮料市场规模及增速	29
图 68：软饮料行业指数及市盈率情况	30
图 69：软饮料板块市值增长的盈利和 PE 拆分	30
图 70：无糖饮料市场规模及同比增速	31
图 71：赤藓糖醇产量及同比增速	31
图 72：2023 年无糖饮料消费者各年龄段占比分布情况	31

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 73：2023 年无糖饮料消费者选择偏好情况	31
图 74：国内 PET（水瓶级）价格及同比增速	32
图 75：南宁白砂糖现货价及同比增速	32
图 76：2021 年包装饮用水市场竞争格局	33
图 77：我国无糖茶饮线上销售额	33
图 78：农夫山泉分板块半年度营业收入	34
图 79：农夫山泉分板块半年度营收同比增速	34
图 80：香飘飘营业收入及同比增速	34
图 81：香飘飘冲泡类、即饮类单季度收入增速	34
图 82：全球全脂奶粉价格	35
图 83：李子园单季度毛利率	35
图 84：能量饮料零售市场规模（百万美元）	35
图 85：2022 年国内主要能量饮料品牌销售额市场份额	35
图 86：东鹏饮料中其他饮料单季度收入及增速	36
图 87：东鹏饮料中其他饮料占比逐季攀升	36
图 88：国内规模以上乳制品企业营业收入及增速	37
图 89：国内规模以上乳制品企业营业收入的量价拆分	37
图 90：乳制品行业指数（中信）收盘价和 PE（TTM）	37
图 91：乳制品标的股息率对比（%）	38
图 92：伊利股份单季度液体乳收入及增速	39
图 93：区域性乳企单季度收入及增速	39
图 94：新乳业鲜奶业务收入同比增速	39
图 95：唯品乳业收入、净利润	39
图 96：国内奶酪零售市场规模及增速	40
图 97：妙可蓝多奶酪业务收入及增速	40
图 98：妙可蓝多毛利率	40
图 99：干酪平均中标价（美元/吨）	40
图 100：伊利奶粉及奶制品收入及增速	41
图 101：中国飞鹤营业收入及增速	41
图 102：国内生鲜乳价格走势复盘	42
图 103：中国奶牛数量及增速	42
图 104：我国活牛进口月度累计数量及增速	42
图 105：2023 年前三季度部分乳制品企业毛利率同比增减	43
图 106：2023 年前三季度部分乳品企业销售费用率同比增减	43
图 107：2023 年前三季度部分乳品企业毛销差同比增减	43
 表 1：7 月底以来我国发布一系列宏观经济利好政策	 7

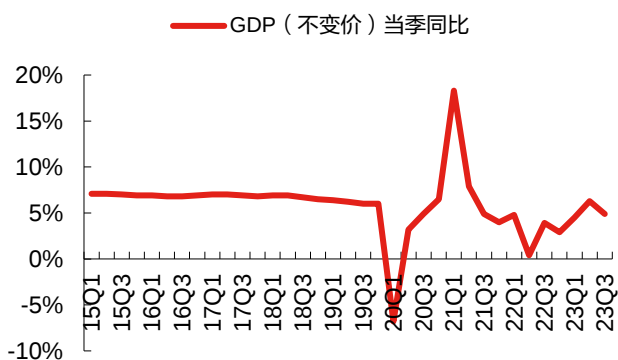
表 2：2024 年白酒行业重要事件及时间点	12
表 3：高端酒和次高端酒动态估值水平	13
表 4：区域名酒和大众酒动态估值水平	14
表 5：啤酒上市公司动态估值水平	24
表 6：软饮料公司动态估值水平	30
表 7：国内饮料高景气度赛道梳理	31
表 8：乳制品公司动态估值水平	38

一、经济利好政策频出，关注消费复苏进展

● 社零总额增幅边际扩大，宏观经济温和复苏

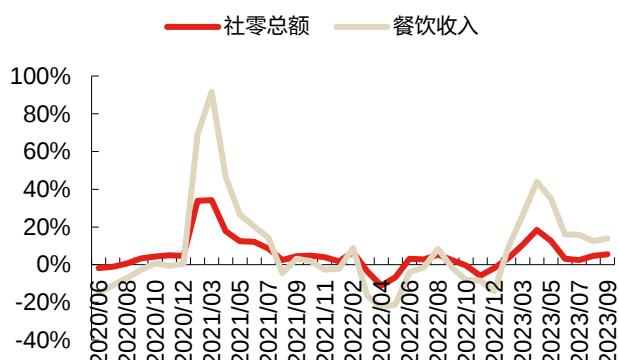
2023Q3，我国 GDP 同比增长 4.9%，增速环比 2023Q2 有所回落。我国社会消费品零售当月总额在 2023 年 7 月、8 月、9 月同比增速分别为 2.5%、4.6%、5.5%，其中餐饮收入增速分别为 15.8%、12.4%、13.8%，9 月当月同比增速边际扩大。整体来看，我国宏观经济处于温和复苏过程中。

图 1：国内 GDP 单季同比



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

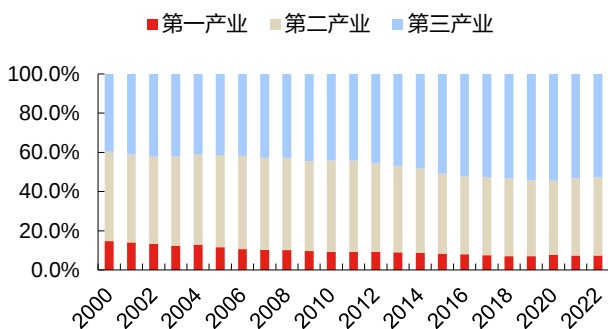
图 2：20 年下半年来社零总额及餐饮收入月度增速



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

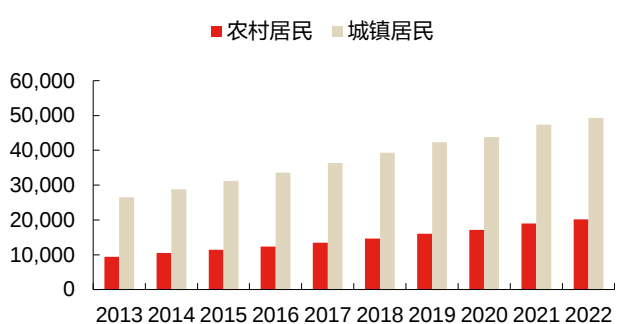
2022 年，我国 GDP 增加值构成中第三产业占比为 52.8%，较为稳定。2022 年，我国农村、城镇居民人均可支配收入分别为 2.0 万元、4.9 万元，14-22 年 CAGR 分别为 8.5%、6.9%，受疫情冲击的年份仍保持增长。居民收入和生活水平的提升仍将在长周期内支撑消费升级，是消费品行业的核心逻辑。

图 3：GDP 增加值构成占比



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

图 4：国内农村、城镇居民人均可支配收入（元/年）



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

● 政策利好密集出台，有望加速经济复苏

23 年 7 月底以来，我国发布一系列宏观经济利好政策，其中具有代表性的包括首套房贷款“认房不认贷”、证券交易印花税实施减半征收、增发万亿国债等，代表“政策底”或已到来。系列利好政策有望加速经济复苏，从而提振居民消费力，促进食品饮料需求恢复。

表 1：7 月底以来我国发布一系列宏观经济利好政策

类型	时间	政策发布机构/会议	具体内容
个税优惠	8 月 28 日	财政部、国家税务总局	年终奖个税优惠政策延续实施至 2027 年底。满足相关条件的居民可免于办理个人所得税综合所得汇算清缴。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

住房新政	8月30日	国家税务总局	提高3岁以下婴幼儿照护、子女教育、赡养老人等三项个人所得税专项附加扣除标准。
	7月24日	中央政治局	中共中央政治局会议指出，要适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策。
	7月27日	住建部	住建部表示，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施。
	8月1日	中国人民银行、国家外汇管理局	提出落实好“金融16条”，延长保交楼贷款支持计划实施期限。继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行，指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。
	8月25日	住建部、央行、金融监管局	推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施，将其纳入“一城一策”工具箱。
	8月31日	央行、金融监管总局	降低存量首套房贷利率，首套和二套最低首付比政策下限统一为不低于20%和30%，这意味着热点限购城市二套房首付比下调10%-40%；二套住房贷款利率政策下限由不低于LPR加60BP调整为不低于LPR加20BP，大幅下调40BP。
民营经济、小微企业、个体工商户利好	8月2日	财政部、税务总局	个体工商户个人所得税优惠，小规模纳税人、小型微利企业和个体工商户减征“六税两费”，重点群体创业就业税收优惠，自主就业退役士兵创业就业税收优惠等4项阶段性政策在优化完善并加大支持力度的基础上，统一延续实施至2027年底。
	8月2日	财政部、税务总局	小规模纳税人减免增值税，金融机构小额贷款利息收入税收优惠，为小微企业等群体提供融资担保的税收优惠，金融机构与小微企业签订借款合同的税收优惠，小型微利企业所得税优惠，创业投资企业和天使投资个人税收优惠等6项阶段性政策延续执行至2027年底。
利好投资	8月22日	财政部、国家税务总局	多项税费优惠政策出台，支持资本市场健康发展。包括，对个人投资者转让或持有创新企业存托凭证，给予个人所得税优惠；对境外个人投资者投资经国务院批准对外开放的中国境内原油等货物期货品种取得的所得，暂免征收个人所得税；对内地个人投资者通过沪港通、深港通投资香港联交所上市股票取得的转让差价所得和通过基金互认买卖香港基金份额取得的转让差价所得，继续暂免征收个人所得税等。
	8月23日	国务院	国务院发布《关于进一步优化外商投资环境加大吸引外商投资力度的意见》。
	8月27日	财政部、国家税务总局	证券交易印花税实施减半征收。
	8月27日	证监会	IPO收紧、规范减持和降低两融保证金比例。
	10月31日	中央金融工作会议	坚定不移走中国特色金融发展之路，推动我国金融高质量发展。
拉动经济	10月24日	国务院	中央财政将于四季度增发2023年国债10000亿元。

数据来源：南方日报、中国税务网、天天基金、国家税务总局、环球网、中国上市公司网、央广网、央视网、每日经济新闻、长江日报、东方证券研究所

● 消费复苏为主线，各板块演绎分化行情

当前宏观经济利好政策频出，经济回暖、消费复苏为推动食品饮料板块行情的主线。经济疲软影响下，居民的消费力受到一定影响，消费呈现高、低两极分化，偏刚性需求的高端酒相对受益。建议明年仍需密切关注消费复苏进展。

白酒：波动幅度会收敛，上下皆有边界。 目前厂端动作已经较多，核心大单品提价加上企事业单位团购来填补利润，同时部分酒企采取结构性下探的动作来贴补收入端完成此前规划，这样一来明年EPS有望向上收敛，不过需求端的担忧未能充分出清。不止是渠道库存和社会库存，主要担忧点在于人口结构和消费升级趋势的反转可能还要持续一段时间，此外地产链的低迷导致固定资产投资相关的政商务需求走低，还需要密切关注宏观政策的可能性影响。当前白酒指数已在底部震荡，看反弹扩大而较难反转，反转还需等待需求端起势。

头部酒企强者恒强，茅台提价或加速行业拐点到来。 板块整体来看，多家酒企三季报业绩可观，部分酒企基金持仓边际提升，显示市场对于白酒板块的投资信心回升；各酒企估值仍处于低点，凸显投资价值。我们重点推荐关注具备强品牌力的头部酒企。一方面，贵州茅台公告提价，在增

厚自身利润的同时，打开千元价格带白酒提价空间，有助于推动高端酒高质量发展，或加速板块拐点提前到来。另一方面，茅五泸均呈现亮眼的三季报成绩，显示头部酒企强品牌力支撑下核心产品具备刚需属性，凸显产品需求韧性；头部酒企茅五泸汾也积极扩充产品矩阵，例如贵州茅台力推 1935、将推出新版汉酱，五粮液加大 1618、普五低度的消费者培育力度等，有望提升产品体系抗风险能力，并促进份额向头部集中，进一步强化优势。

啤酒：大麦成本下行+结构升级+控费，酒企有望释放盈利弹性。销量端，预计 24 年在经济逐步复苏的背景下，餐饮、夜场等消费场景修复的确定性较强，同时天气存在改善的可能性，销量增速向好。盈利端，因澳麦取消双反，预计明年啤酒主要原材料大麦采购价格走低；若消费疲软，预计瓦楞纸价格将于中低分位震荡，24 年啤酒成本压力将明显减轻。叠加产品结构持续升级、关厂增效、竞争趋缓费用收紧，啤酒板块盈利增长确定性高。

软饮料：细分赛道亮点频现，龙头积极打造多元化增长曲线。细分来看，包装水行业长坡厚雪，天然水、天然矿泉水等细分品类增速较高；茶饮料中无糖茶饮渗透率快速提升；功能饮料中能量饮料受益于快节奏生活趋势，行业增速较高，电解质水等运动饮料增速亮眼；预调酒行业在国内仍处于发展的早期阶段，未来空间巨大。此外，企业积极推新，例如东鹏饮料“补水啦”、百润股份强爽、香飘飘冻柠茶等销售表现较好，受到市场关注。成本端，明年糖价预计维持高位，PET 价格可能有所回升，预计今年成本同比改善较大的公司明年利润弹性会有所减弱。

乳制品：液奶需求受益场景恢复，低估值高分红凸显配置价值。展望 24 年，液奶需求主要看经济和需求场景的修复，明年有望在低基数下有一定弱复苏。奶粉小品牌出清带来头部品牌集中度提升。奶酪 C 端需求承压，明年奶酪企业或受益于干酪价格下滑，盈利水平提升。盈利端，预计 24 年原奶价格同比小幅下滑，乳企盈利弹性较今年降低；仍需关注企业费用投放节奏。整体来看，板块多个标的具备低估值+高分红特征，存在配置价值。

综合考虑业绩增长、估值水平、行业趋势等，板块推荐的优先级为白酒>啤酒>软饮料>乳制品。

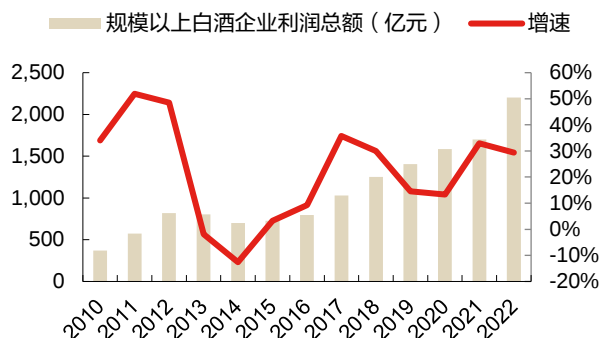
二、白酒：头部酒企强者恒强，茅台提价或加速行业拐点到来

2.1 白酒板块业绩可观，市场信心边际回升

- 白酒行业稳定增长，盈利能力持续提升

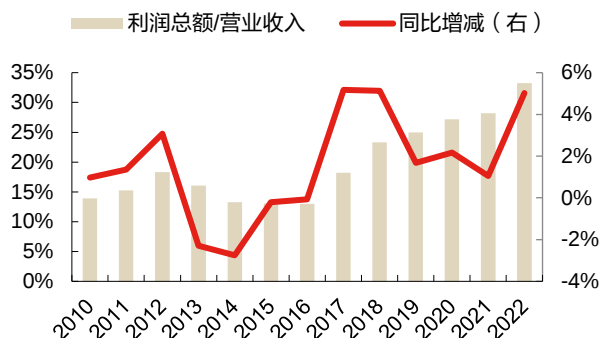
白酒行业盈利能力继续增强。规模以上白酒企业利润总额维持较高增速，2022 年达到 2202 亿元（yoy+29%），2017 年至 2022 年年均增长 16%，高于收入增速；利润总额占营收比重从 2017 年的 18.2%提升至 2022 年的 33.2%，年均提升 3.0pct。

图 5：规模以上白酒企业利润总额及增速



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

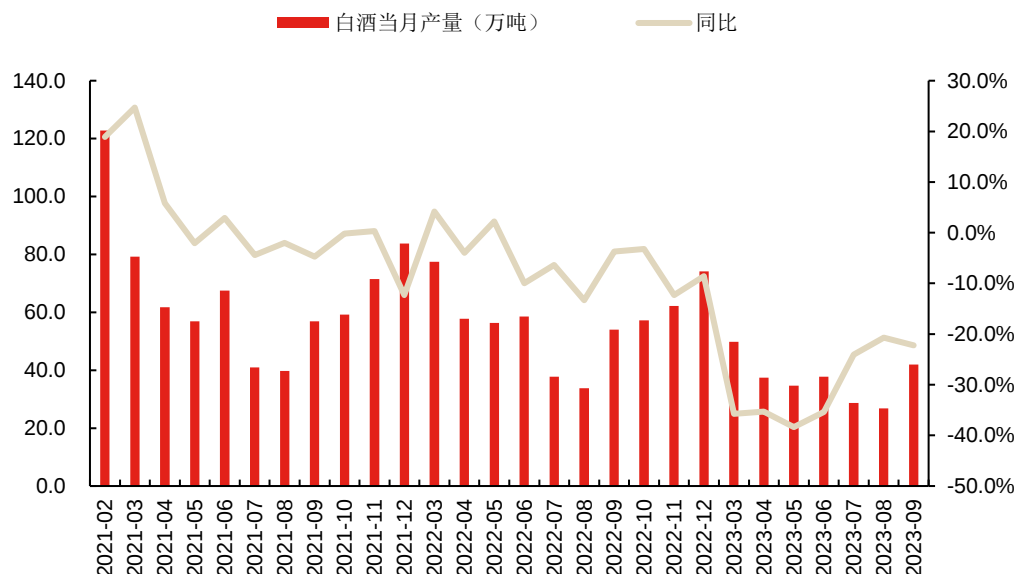
图 6：规模以上白酒企业利润总额占营业收入比重



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

边际上，23 年 3-6 月，白酒当月产量同比下滑超过 35%，主要因经济复苏不及预期；7-9 月，受益于宏观经济有所回暖，白酒当月产量同比下滑幅度收窄至 20%左右。

图 7：白酒当月产量及增速

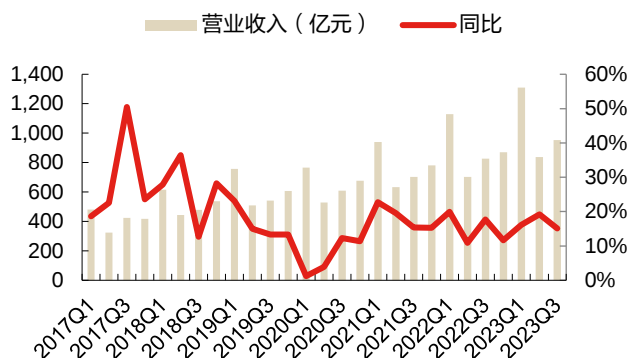


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

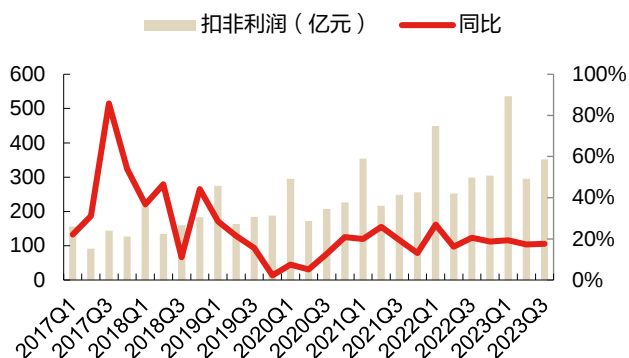
从业绩增速来看，白酒板块在 23 年三季度营收同比增速为 15.1%，扣非归母净利润同比增速为 17.7%，在消费疲软的大环境下板块整体表现较为亮眼。

图 8：上市白酒板块单季度营收及增速

图 9：上市白酒板块单季度扣非归母净利润及增速



数据来源：Wind、东方证券研究所



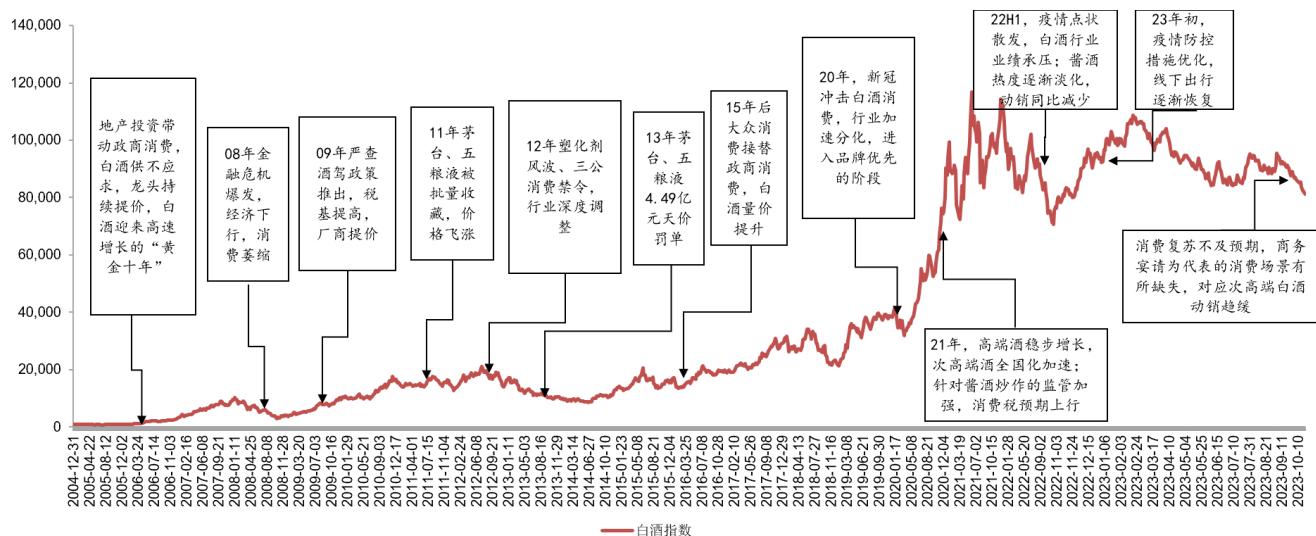
数据来源：Wind、东方证券研究所

● 白酒历史行情复盘，周期性减弱确定性提升

回顾历史，国内白酒产业经历过几轮大周期。第一轮 89 年至 02 年的周期源于国家放开白酒定价权，厂商逐步走向市场化，国内白酒产量稳步提升。第二轮 03 年至 14 年白酒周期源于宽松的货币政策推动基建建设，催生政商务白酒消费需求。第三轮从 15 年开始至今的白酒周期由大众消费接替政商消费主导，周期波动开始缩小，白酒行业的价值和稳定成长属性凸显。

2020 年来看，疫情冲击白酒消费，行业加速分化，进入品牌优先的阶段。2021 年，行业延续这个趋势，高端酒稳步增长，次高端酒的全国化加速；另一方面，酱酒炒作引发监管关注，市场对于白酒消费税的预期也有所提升。2022 年上半年，疫情点状散发，导致白酒主要的餐饮、堂食等消费场景减少或消失，白酒行业整体业绩承压。22 年 12 月，伴随新冠疫情“新十条”优化措施发布，疫情管控全面放开。23 年初，线下出行人数逐渐恢复，白酒指数迎来一轮回升；2 月以来，消费弱复苏背景下，白酒行业结构性分化愈发明显，尤其是商务宴请为代表的消费场景有所缺失，次高端白酒动销趋缓，白酒行业消费升级趋势放缓，对白酒指数形成拖累。

图 10：2004 年以来白酒历史行情复盘



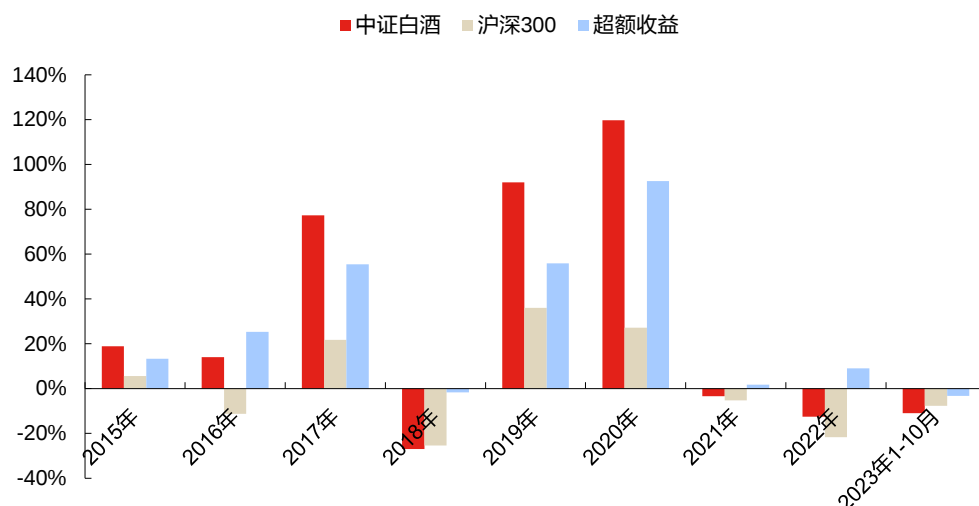
数据来源：Wind、东方证券研究所

白酒作为顺周期板块，在宏观经济景气度较好的年份易实现较高超额收益。近两年受疫情及宏观经济弱复苏影响，白酒板块跑输沪深 300。1）在 15 至 17 年，白酒行业从复苏到强劲增长，白酒

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

板块相对沪深 300 先后实现 13%、25%和 56%的超额收益；2）18 年受国内外经贸摩擦因素影响，白酒行业在 18Q3 经历短暂调整后快速恢复，全年超额收益为-1.6%；3）19 年行业增速虽然放缓，但龙头增长稳健、酒企分化复苏，全年白酒板块仍实现 56%的超额收益；4）20 年新冠疫情对 20H1 白酒消费造成重大冲击，20H2 业绩恢复超预期，流通性充裕背景下，白酒估值上行，全年实现 93%的超额收益。5）21 年，宏观经济继续恢复，白酒基本面稳步，高端酒稳步增长，次高端酒快速扩容，但受流动性收紧、白酒监管预期加强等因素影响，白酒板块估值小幅下跌，全年相对沪深 300 实现 2%的超额收益。6）22 年,疫情对白酒消费场景造成冲击，白酒板块估值下滑，全年相对沪深 300 仍实现 9%的超额收益。7）23 年 1-10 月，消费复苏进度不及预期，白酒板块承压下相对沪深 300 的超额收益为-3%。

图 11：2015 年至今中证白酒与沪深 300 涨跌幅以及超额收益



资料来源：Wind、东方证券研究所（注：收盘价时间为 2023 年 10 月 31 日）

从指数的角度来看，驱动上涨的因素主要包括酒企长期规划、产品提价、估值低位、糖酒会超预期、股权激励、宏观经济向好等；导致行业下跌的主要因素包括估值高位、消费税传闻、禁酒令传闻、行业监管、业绩低于预期、糖酒会低于预期、宏观经济复苏不及预期等。建议关注 2024 年白酒行业相关事件、重要宏观经济事件及会议，以及巴以冲突进展。

表 2：2024 年白酒行业重要事件及时间点

时间点	重要事件
1 月中至 2 月初	春节前回款，企业开门红
2 月初至 2 月底	春节动销及假期间政策动向
3 月底	成都春糖召开，关注白酒热度以及渠道一季度反馈
3 月底至 4 月底	白酒公司 23 年年报及 24 年一季报披露
5 月下旬至 6 月初	关注端午节动销和节前备货
8 月下半旬	白酒二季报披露
9 月初至 10 月初	关注中秋、国庆动销和节前备货
10 月初	秋糖召开，关注白酒热度和渠道反馈
10 月底	白酒三季报披露
11 月	关注 25 年白酒策略投资方向

资料来源：上海兴壹文化传播公司官网、东方证券研究所

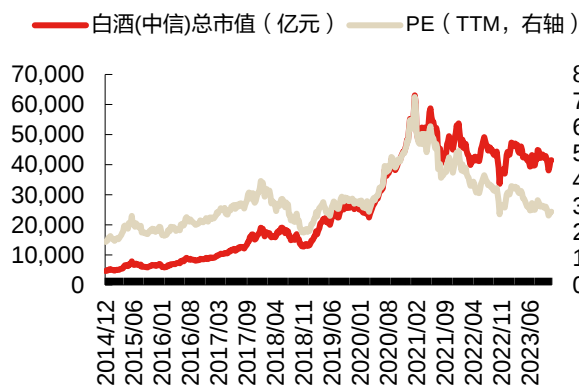
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

● 白酒板块估值持续下探，板块 PE 位于近年来极低位，配置价值凸显

回顾 15 年来白酒板块估值的变化情况：1) 15 年至 17 年间，白酒板块市盈率稳定上行，主要因为行业景气度恢复；2) 18 年受行业调整影响，PE 下滑明显；3) 19 年行业恢复稳定增长，估值回升；4) 20 年 PE 快速上行，主要因为受疫情导致 20Q1/Q2 盈利基数降低，Q3 恢复超预期带来估值溢价提升。5) 21 年 PE 呈现震荡下行趋势，主要因为白酒盈利恢复后估值消化，消费税等不利因素打压等。6) 22 年 PE 下探，主要因疫情封控导致消费场景减少，消费税、禁酒令等利空传闻等。7) 23 年以来 PE 持续下滑，主要因宏观经济复苏不及预期，致使次高端价位带为代表的白酒消费承压。**15 年至 23 年 11 月 9 日，白酒板块 PE(TTM)的最小值为 16.7，最大值 71.4，平均值 32.6，中间值 30.6，23 年 11 月 9 日估值处于 2015 年来 20%分位，配置价值进一步显现。**

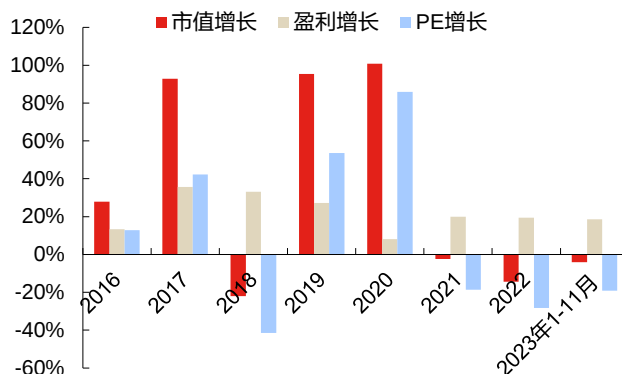
拆分白酒板块市值增长的驱动力：1) 15 年至 18 年，盈利增长是主驱动力，此阶段市值增长 159%，其中盈利增长 127%，PE 增长 15%；2) 19 年至 20 年，PE 增长超过盈利增长，此阶段市值增长 292%，其中盈利增长 37%，PE 增长 185%。3) 21 年，盈利增长消化估值，白酒板块市值增长-2%，其中盈利增长 20%，PE 增长-19%。4) 22 年，白酒估值继续下行，板块市值下滑 14%，其中盈利增长 19%，PE 下滑 28%。**5) 23 年 1-11 月（截至 11 月 9 日），白酒板块市值下滑 4%，其中盈利增长 19%，PE 下滑 19%。根据 Wind 一致预期，以 11 月 14 日为估值节点，24 年和 25 年白酒板块预期估值为 22 倍和 19 倍。**

图 12：白酒板块总市值与 PE 估值



数据来源：Wind、东方证券研究所（估值时间为 23 年 11 月 9 日）

图 13：白酒板块市值增长的盈利与 PE 拆分



数据来源：Wind、东方证券研究所（23 年数据截至 23 年 11 月 9 日）

高端酒估值偏低，次高端酒达到估值洼地。从目前估值的水平来看，高端酒预期估值均处于 2019 年以来的 20%分位以内，五粮液估值较低，PE(未来 12 个月)为 18 倍；次高端酒中，当前山西汾酒、舍得酒业、水井坊、洋河股份的估值在 2019 年至今的百分位均下降到 10%以内，达到估值洼地。

表 3：高端酒和次高端酒动态估值水平

未来 12 个月预期估值		高端酒			次高端酒				
		贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	舍得酒业	水井坊	酒鬼酒	洋河股份
当前估值		26	18	19	23	17	19	26	15
最大值		59	54	63	103	78	57	98	42
2019 年	最小值	19	12	13	15	13	16	14	14
至今	中间值	31	22	27	35	25	24	29	21
	百分位	18%	14%	12%	9%	6%	7%	14%	3%
2014 年	最大值	59	54	63	103	170	91	98	42
至今	最小值	8	5	6	8	12	16	14	7

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

	中间值	29	21	25	33	27	25	29	20
	百分位	35%	26%	24%	16%	3%	4%	15%	22%
2009 年 至今	最大值	59	54	63	103	170	91	98	42
	最小值	8	5	6	8	11	12	10	6
	中间值	27	21	23	31	27	24	30	20
	百分位	35%	26%	24%	16%	4%	10%	18%	23%

资料来源：Wind、东方证券研究所（注：估值时间为 2023 年 11 月 14 日）

区域名酒和大众酒的估值在 2019 年至今的百分位均下降至 40%以内（除伊力特）；从 PE 的绝对值来看，今世缘、口子窖估值水平较低，在 20 倍以内。

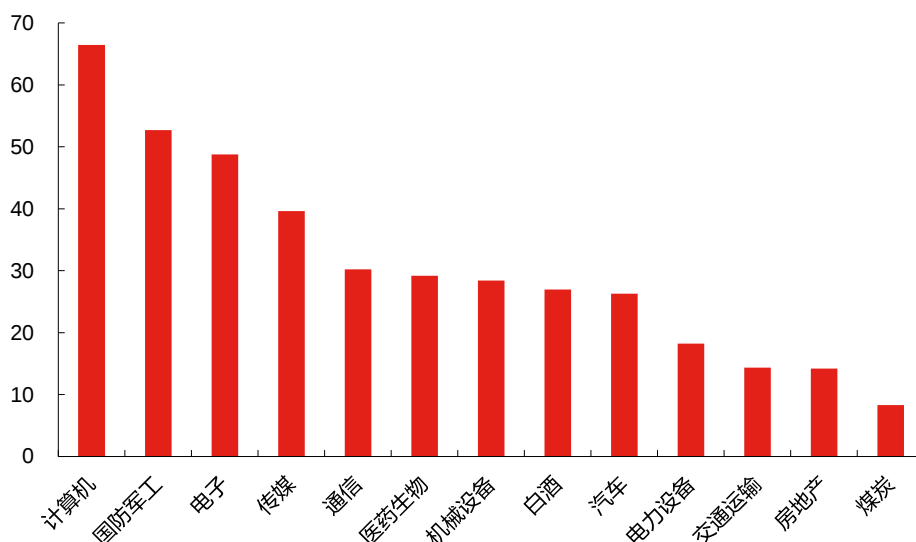
表 4：区域名酒和大众酒动态估值水平

未来 12 个月预期估值	区域名酒				大众酒			
	古井贡酒	今世缘	口子窖	迎驾贡酒	顺鑫农业	伊力特	老白干酒	金徽酒
当前估值	25	18	14	21	24	24	26	28
2019 年 至今	最大值	52	40	25	36	54	40	71
	最小值	13	12	11	12	16	10	13
	中间值	35	21	16	22	33	24	31
	百分位	31%	21%	22%	34%	22%	47%	23%
	百分位	26%	21%	7%	14%	30%	43%	20%
2014 年 至今	最大值	52	40	58	70	54	40	71
	最小值	11	12	11	12	12	9	12
	中间值	31	21	17	22	29	23	32
	百分位	34%	21%	7%	14%	29%	49%	23%
	百分位	26%	21%	7%	14%	30%	43%	20%
2009 年 至今	最大值	69	40	58	70	54	44	82
	最小值	10	12	11	12	11	9	12
	中间值	30	21	17	22	26	23	32
	百分位	26%	21%	7%	14%	30%	43%	20%
	百分位	26%	21%	7%	14%	30%	43%	20%

资料来源：Wind、东方证券研究所（注：估值时间为 2023 年 11 月 14 日）

横向对比，白酒板块在所有行业板块中的估值水平处于偏低位置，在热门板块中处于较低位置。

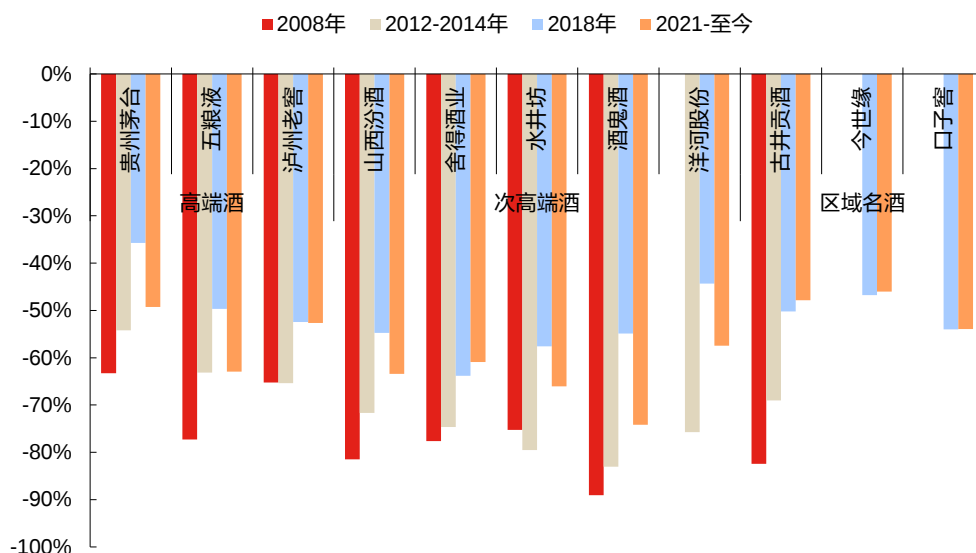
图 14：行业板块 PE（TTM）横向对比



资料来源：Wind、东方证券研究所（截止 2023 年 11 月 15 日）

2021 年以来，多个白酒企业股票价格大幅回撤，大部分上市酒企股价回撤幅度超过 2018 年，配置价值进一步提升。

图 15：历次白酒板块回调中的最大回撤幅度

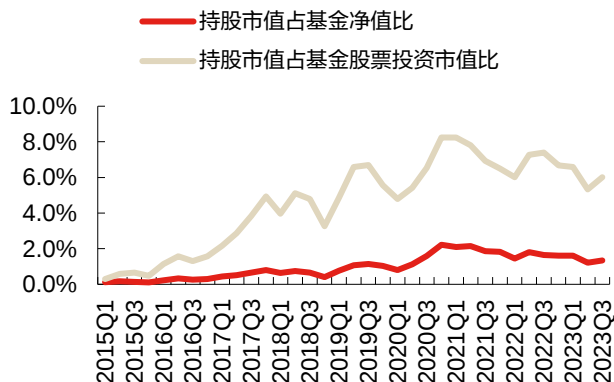


资料来源：Wind、东方证券研究所（截止 2023 年 11 月 15 日）

● 23Q3 白酒板块基金持仓边际回升，显示市场对板块投资信心提升

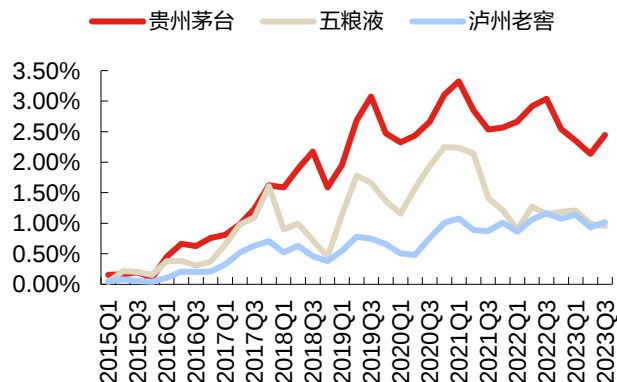
2022 年 Q2 以来，白酒行业持股市值占基金净值比、持股市值占基金股票投资市值比持续下探；2023Q3，重仓持股口径下白酒板块持股市值占基金净值比、持股市值占基金股票投资市值比分别为 1.3%、6.0%，相较 23Q2 末分别回升 0.1%、0.7%。

图 16：白酒行业基金持仓情况



数据来源：Wind、东方证券研究所（注：数据为重仓持股统计口径）

图 17：高端酒企持股市值占基金股票投资市值比



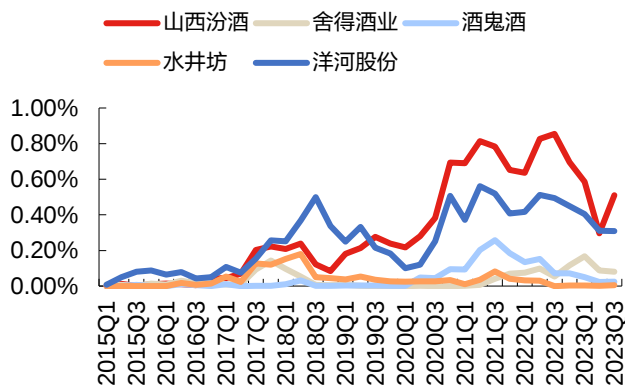
数据来源：Wind、东方证券研究所（注：数据为重仓持股统计口径）

从 Q3 基金重仓持股数据来看，贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、水井坊等多家酒企持股市值占基金净值比、持股市值占基金股票投资市值比边际上扬，显示市场对于白酒板块的投资信心正在回升。

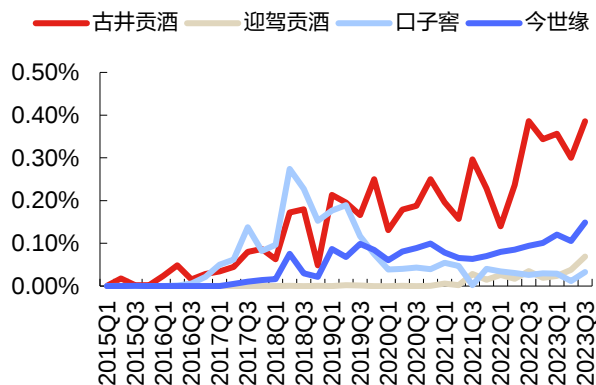
图 18：全国化次高端酒企持股市值占基金股票投资市值比

图 19：区域酒企持股市值占基金股票投资市值比

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



数据来源：Wind、东方证券研究所（注：数据为重仓持股统计口径）



数据来源：Wind、东方证券研究所（注：数据为重仓持股统计口径）

2.2 高端白酒彰显需求韧性，茅台提价意义重大

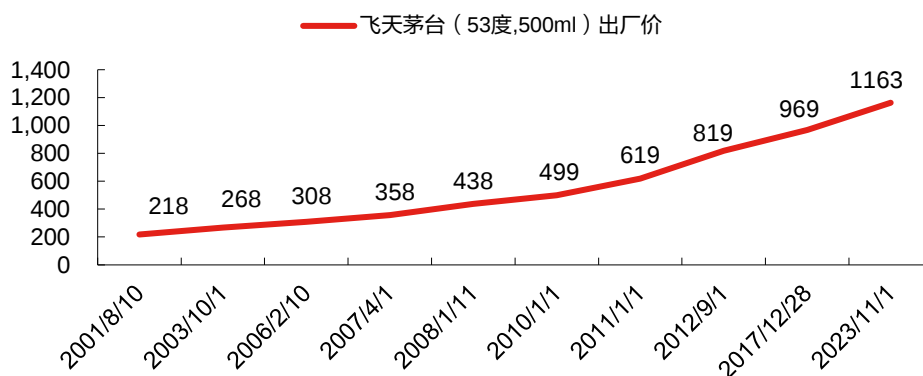
2.2.1 头部酒企强者恒强，茅台提价有望加速行业向上拐点到来

● 茅台发布涨价函，有望加速行业向上拐点到来

23 年 11 月 1 日，贵州茅台公告普飞、五星出厂价平均上涨 20%，为 2018 年以来首度提升出厂价。业绩端来看，出厂价提升有助于回收部分渠道利润，增厚公司盈利。此外，普飞、五星的涨价函意味着茅台涨价机制重回市场化轨道，这意味着伴随公司直营占比持续提升，公司对于市场、渠道掌控能力更进一步，话语权更强。此外，预计公司将提高飞天投放量，茅台 1935 投放量可能将相应减少，有利于 1935 市场、价格维护。对于行业来看，普飞、五星出厂价提升推升高端酒定价空间，千元价格带的普五、国窖、茅台 1935 也有进一步涨价空间。

总体来看，贵州茅台发布涨价函有望提振投资者对于白酒行业的发展信心，白酒行业可能提前迎来向上拐点。

图 20：飞天茅台出厂价（元/瓶）

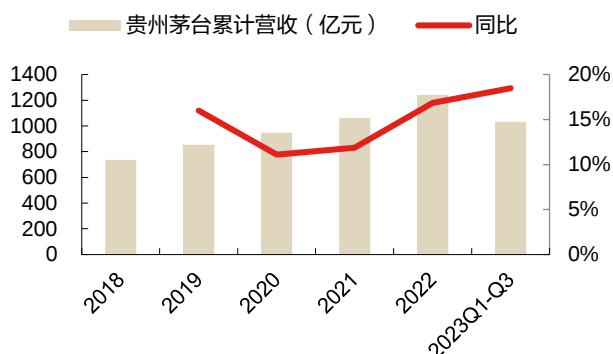


数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

● 强品牌力酒企强者恒强

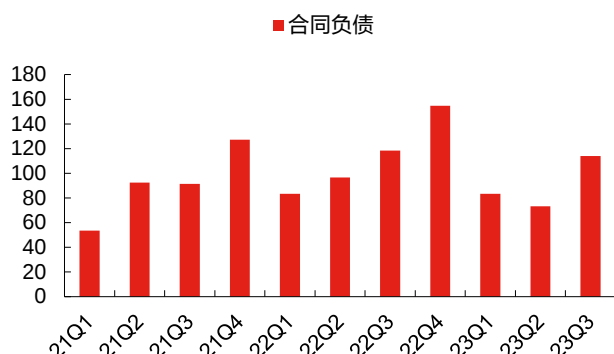
贵州茅台核心单品飞天茅台处于 3000 元左右超高端价位带，拥有强品牌力壁垒，具备较强的送礼、商务宴饮属性，可替代性低，产品需求偏向刚性。从业绩端来看，2023 年前三季度，贵州茅台实现收入 1032.68 亿元，同比增长 18.5%，为历史上首次前三季度收入破千亿。23Q3 末，公司合同负债为 114.0 亿元，较 23H1 末增长 55.4%，体现公司订单充足。

图 21：贵州茅台累计营收及同比增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 22：贵州茅台合同负债（亿元）

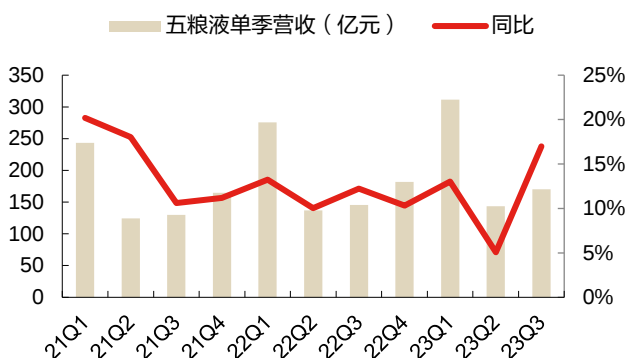


数据来源：Wind、东方证券研究所

千元价格带主要产品包括普通五粮液（八代）、国窖 1573，拥有较强的品牌壁垒。

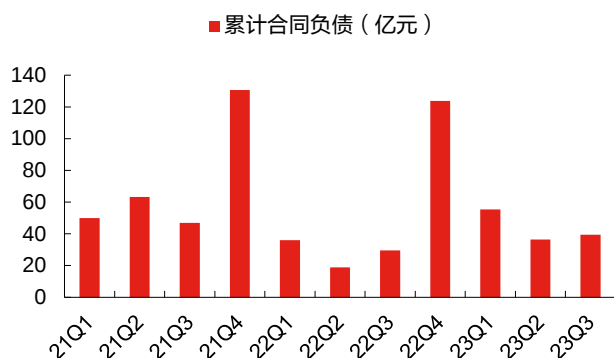
23 年前三季度，五粮液实现收入 625.36 亿元，同比增长 12.1%。23Q3 实现营收 170.30 亿元，同比增长 17.0%，Q3 收入增长环比 Q2 大幅提速，印证双节期间在送礼、商宴等需求支撑下，普五动销良好。23Q3 末，五粮液合同负债为 39.49 亿元，环比 H1 末增长 8.2%。

图 23：五粮液单季营收及同比增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

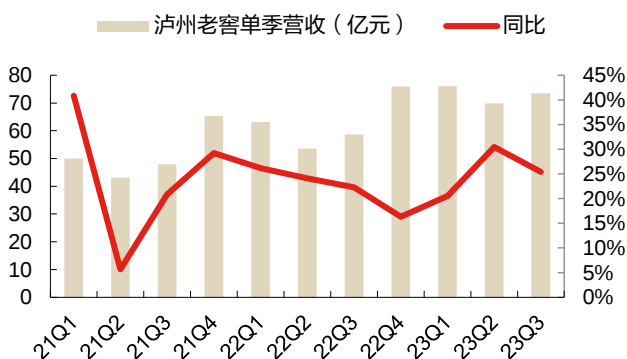
图 24：五粮液合同负债及环比增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

23 年前三季度，泸州老窖实现收入 219.43 亿元，同比增长 25.2%；23Q3 实现营收 73.5 亿元，同比增长 25.4%，业绩保持高增，预计国窖 1573、特曲等动销情况比较好。23Q3 末，泸州老窖合同负债为 29.6 亿元，环比 H1 末增长 53.2%，手握充足订单。

图 25：泸州老窖单季营收及同比增速



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：Wind、东方证券研究所

综合来看，在消费偏疲软的大背景下，贵州茅台、五粮液、泸州老窖三家高端酒企在强品牌力支撑下，仍取得较亮眼的业绩成绩，充分印证了高端白酒的需求韧性。

● 头部酒企丰富产品矩阵，积极打造新增长极

近年来，头部酒企纷纷扩充产品矩阵，打造多增长曲线。

贵州茅台在大单品飞天茅台以外，积极布局茅台酒、系列酒新品。茅台酒端，公司持续打造精品茅台、生肖茅台用于承接飞天茅台消费升级、送礼、收藏等需求。系列酒端，公司重点推广千元价格带的茅台 1935、千元以下的新版汉酱。

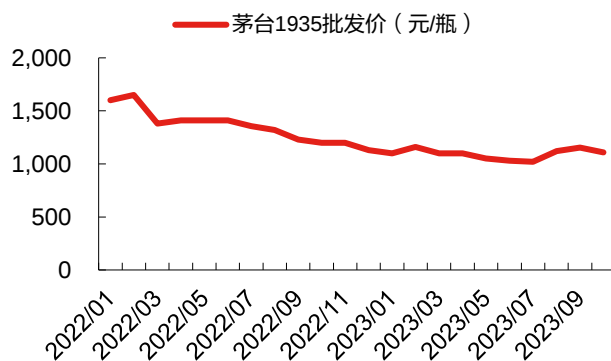
以 1935 为例，22 年该产品销售收入达到 52 亿，23 年收入目标为 100 亿，为公司贡献规模收入增量。因公司投放量较大、茅台 1935 市场需求仍处于起步阶段，产品自上市以来批价处于下滑趋势；近期，公司对茅台 1935 有所控量，23Q3 以来产品批价出现一定回升，稳价有所成效，有利于巩固产品市场基础，挖掘长期发展潜力。23 年 9 月，公司正式推出新版汉酱，定位在 500-800 元价格带，有望打造成千元以下价格带的核心产品。

图 27：贵州茅台核心产品矩阵（批价：元/瓶）

茅台酒	茅台十五年	5800	收藏为主
	珍品茅台	4290	承接飞天消费升级
	精品、生肖	3330	送礼、宴请为主
	飞天（散）	2710	
系列酒	茅台 1935	1110	系列酒核心产品，商宴为主
	新版汉酱	预计 600+	
	茅台王子酒	247	主要用于宴席
	茅台迎宾酒	155	
	产品	批价	定位

数据来源：今日酒价、东方证券研究所（批价截至 23 年 11 月 15 日）

图 28：茅台 1935 批发价



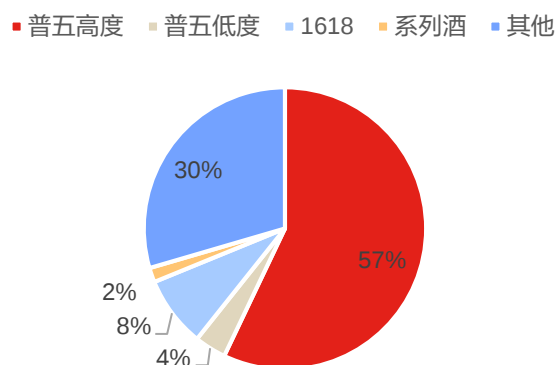
数据来源：今日酒价、Wind、东方证券研究所

五粮液多年以来以普五高度为核心大单品，今年加大 1618、普五低度费用投入用于消费者培育，例如公司推出开瓶扫码活动，二产品中奖率高达 99.99%，最大红包达到 2000 元，有望加速二产品动销，强化消费者粘性。若 1618、普五低度增势良好，将有效分担普五高度增量压力，完善产品体系。

图 29：五粮液核心产品矩阵（批价：元/瓶）

五粮液	经典五粮液	2900 (终端价)	送礼、商宴为主
	普五（八代）	960	送礼、商宴为主
	普五（低度）	710	商宴为主
	五粮液 1618	955	商宴、正式场合为主
系列酒	五粮春	207	中低端宴席场合为主
	五粮醇	50	
	尖庄	30	光瓶酒、自饮为主
	产品	批价	定位

图 30：22 年五粮液各产品收入占比测算



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

数据来源：今日酒价、京东、东方证券研究所（批价截至 23 年 11 月 15 日）

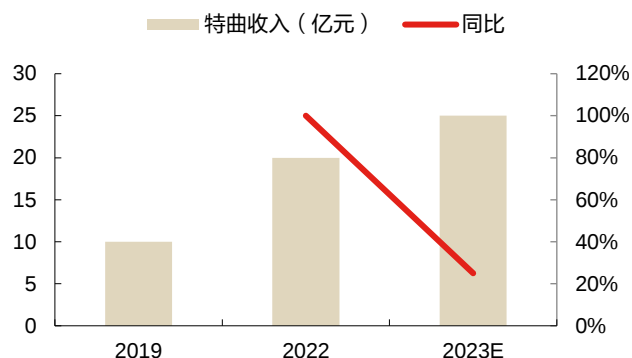
数据来源：公司公告、东方证券研究所测算

泸州老窖已建立起较为完善的产品体系，包括千元价格带高度国窖、次高端的低度国窖、特曲、窖龄，面向多个价位带，且多个产品均发展良好。例如国窖品牌中，低度国窖在华北、华东等地区快速增长，低度国窖在国窖中营收占比在 21 年即达到 40%，近两年持续提升。此外，近几年特曲也处于高速增长通道。低度国窖、特曲的崛起为公司贡献规模收入增量，为业绩保驾护航。

图 31：泸州老窖核心产品矩阵（批价：元/瓶）

国窖	高度国窖	880	送礼、商宴为主
	低度国窖	660	商宴为主
泸州老窖	特曲60版	420	老窖系列核心产品，宴席为主
	特曲老字号	260	
	窖龄	190-395	商务精英酒
	黑盖	78	高线光瓶酒
	产品	批价	定位

图 32：泸州老窖特曲收入及同比增速



数据来源：今日酒价、东方证券研究所（批价截至 23 年 11 月 15 日）

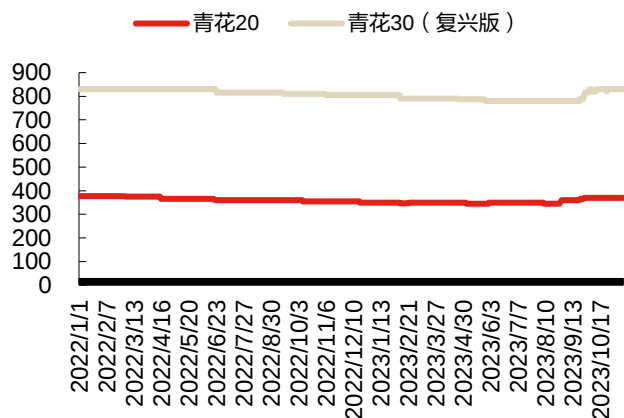
数据来源：酒业家、东方证券研究所

山西汾酒产品体系中，中低端的玻汾贡献主要销量，高端青花 30 复兴版主要提升品牌占位。公司加强对腰部产品青花 20 的培育，预计青花 20 在 2023 年销售额快速增长。此外，双节期间，青花 20 批价逆势增长，进一步体现产品终端动销旺盛、市场秩序稳定。

图 33：山西汾酒核心产品矩阵（批价：元/瓶）

高端	青花40	3500（终端价）	拓展高端团购渠道
	青花30	830	
次高端	青花20	370	主推中高端商务宴席
	巴拿马20	290	城镇宴席品牌
	老白汾15	160	县城主流宴席品牌
	老白汾10	118	
中低端	献礼版	100	承接光瓶酒消费升级
	玻汾	41	受众广，光瓶酒龙头
	产品	批价	定位

图 34：青花 20、青花 30（复兴版）批价（元/瓶）



数据来源：今日酒价、京东、东方证券研究所（批价截至 23 年 11 月 15 日）

数据来源：今日酒价、Wind、东方证券研究所

综合，实力较强的头部酒企均在积极培育原核心单品以外的产品，致力于打造多元增长曲线。我们认为该战略有望强化产品体系的抗风险能力；此外，头部酒企拥有强大的品牌、渠道、现金流等资源，具备强大的综合实力，有望加速多元产品培育，并逐渐收割各价位带份额，从而进一步强化头部优势。

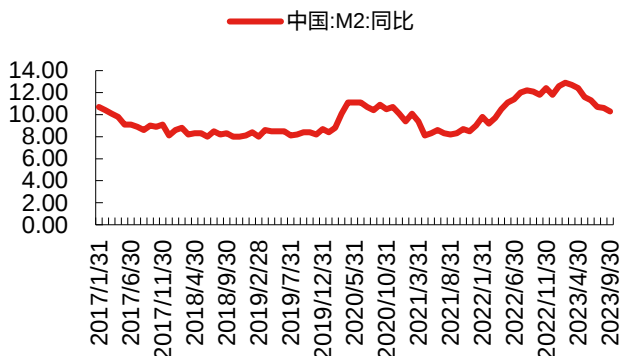
2.2.2 宏观经济处于弱复苏阶段，高端白酒彰显需求韧性

- 货币政策稳健，宏观流动性较充裕

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

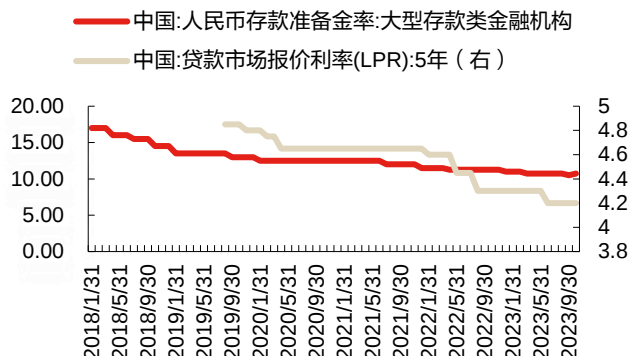
存款准备金率、LPR 持续下行，宏观流动性较充裕。2023 年以来，我国 M2 当月同比维持在 10% 以上，显示较充裕的资金流动性。为支持实体经济复苏、释放资金流动性，我国存款准备金率分别在 23 年 3 月、9 月迎来下调；当前我国 5 年 LPR 为 4.2%，为三年以来的低位。2023 年 10 月中共金融工作会议提出“始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱。”**稳健的货币政策支撑经济的增长，对于白酒行业而言是一个有利的前置信号。**

图 35：我国 M2 当月同比增速（%）



数据来源：Wind、东方证券研究所

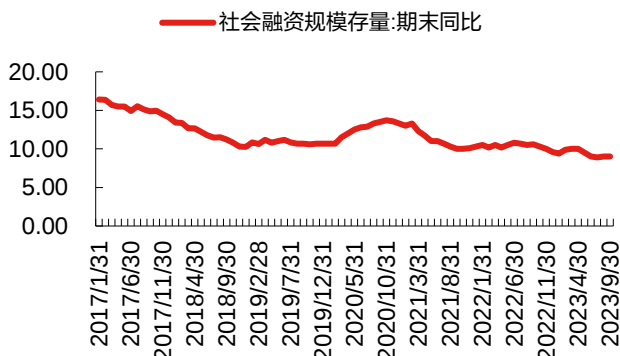
图 36：我国存款准备金率和 LPR（%）



数据来源：Wind、东方证券研究所

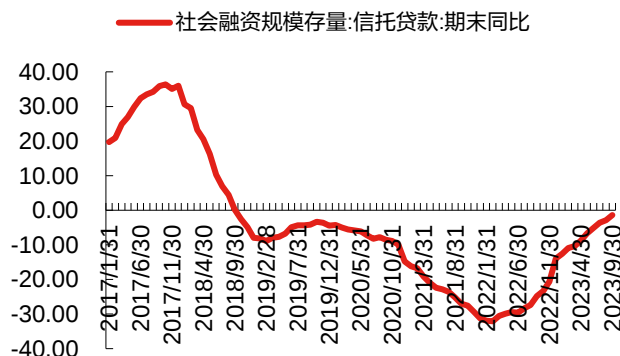
我国社融存量同比增速仍处于较低水平，23 年 9 月为 9%；但信贷存量同比增速的跌幅已出现明显收窄趋势，显示我国社会面资金流动性向好。

图 37：社融存量同比（%）



数据来源：同花顺 iFind、东方证券研究所

图 38：信贷存量同比（%）



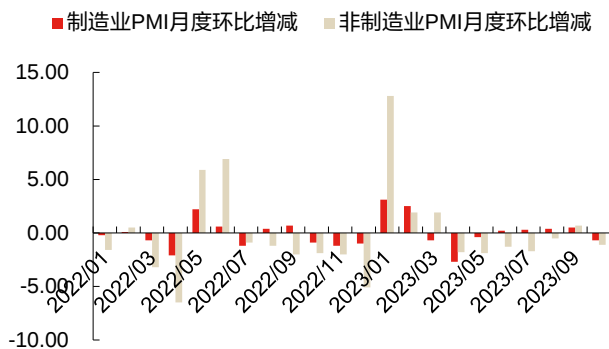
数据来源：同花顺 iFind、东方证券研究所

● 基建投资仍处较低景气区间，企业开工率边际有所上升

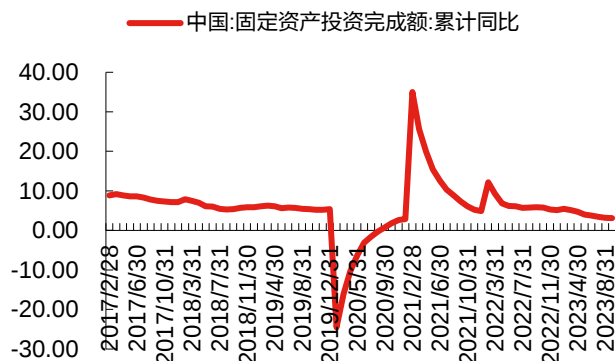
固定资产投资仍处较低景气区间，Q4 起将受益万亿国债增发。23 年 10 月公布的制造业、非制造业 PMI 分别为 49.5%、50.6%，环比 9 月分别回落 0.7%、1.1%。制造业 PMI 重返收缩区间，说明需求恢复基础仍需巩固。2023 年以来，我国固定资产投资额月度累计同比增速逐渐回落，固定资产投资仍处于低景气区间；但预计 Q4 起万亿国债增发将促进基建投资提速。

图 39：制造业、非制造业 PMI 月度环比增减变化（%）

图 40：固定资产投资额月度累计同比（%）



数据来源：Wind、东方证券研究所

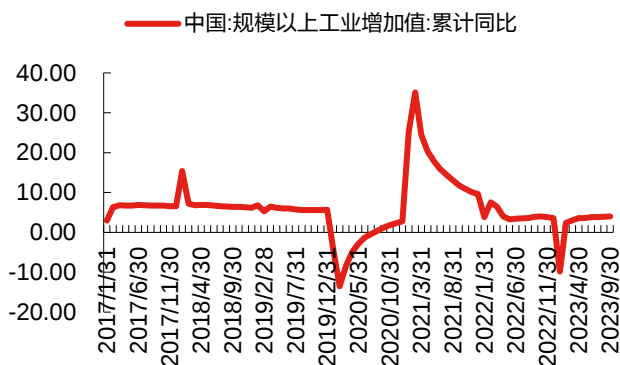


数据来源：Wind、东方证券研究所

工业增加值、全社会用电量增速边际上扬，企业开工率正在回升。23年以来，我国工业增加值、全社会用电量月度累计同比增速均处于较低水平，但出现边际上升的趋势。23年7-9月，我国工业增加值累计同比增速分别为3.8%、3.9%、4.0%；我国全社会用电量累计同比增速分别为5.2%、5.0%、5.6%，显示企业开工率正在边际回升。

图 41: 我国工业增加值月度累计同比 (%)

图 42: 全社会用电量月度累计同比 (%)



数据来源：Wind、东方证券研究所



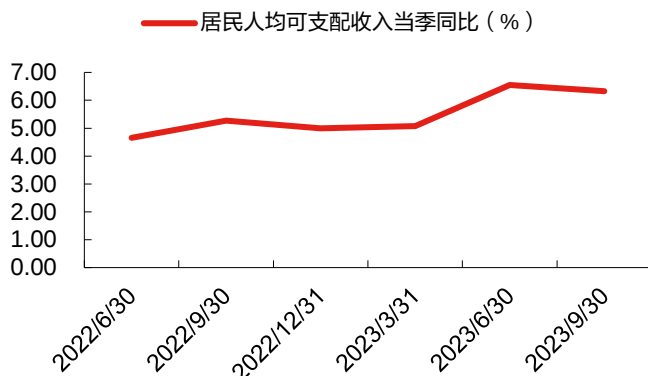
数据来源：Wind、东方证券研究所

● 居民收入、消费出现弱复苏迹象

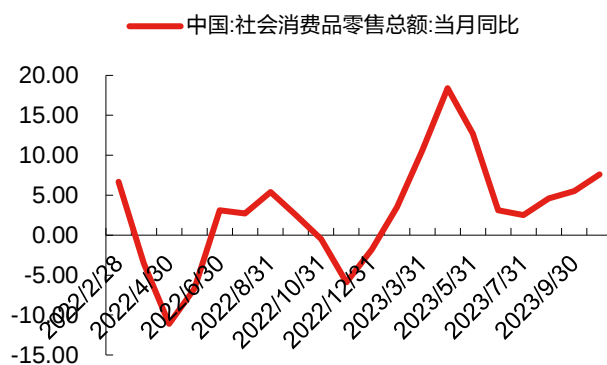
收入端来看，23Q2、Q3，我国居民人均可支配收入当季同比增速维持在6%以上，居民可支配收入出现改善迹象。消费端来看，我国社零当月增速在23年7月以来逐渐回升，23年10月同比增长7.6%，涨幅环比9月扩大2.1pct，居民消费水平有所改善，但经济基础仍需巩固。

图 43: 居民人均可支配收入当季同比

图 44: 社会消费品零售总额当月同比 (%)



数据来源：Wind、东方证券研究所



数据来源：Wind、东方证券研究所

综合，当前经济仍处于复苏的重要阶段，在政策支撑下可能将加速迎来向上拐点。但目前来看，基建开工率等指标仍在较低水平，可能对商务活动开展存在一定抑制作用；社融、信贷存量也处于较低水平，社会面资金流动性待复苏；居民可支配收入和消费力处于逐渐回升的阶段。我们认为在当前经济、消费弱复苏的节点下，高端白酒凭借刚需属性更显需求韧性，建议优先关注。

2.3 白酒标的推荐

- **贵州茅台**：公司作为白酒龙头，品牌力强大，高端酒（尤其普飞）受益于送礼、商宴等场景，产品难以被替代。11 月，公司公告对普飞、五星出厂价提价，体现高端酒价格重新回归市场化，公司对市场掌控力加强、对渠道话语权提升，同时有助于公司回收部分渠道利润。根据公司规划，23 年茅台酱香酒公司销售目标为 200 亿，茅台 1935 销售额目标为 100 亿，同比翻番，有望进一步打造多元化大单品矩阵。
- **五粮液**：公司品牌力强大，普五需求偏刚性，受益于商宴、送礼等消费场景逐渐恢复。此外，公司加大低度五粮液、1618 运营推广，有望贡献增量。渠道端，公司合理调整经销商配额，有望减轻渠道压力，保障渠道健康运作。
- **泸州老窖**：公司双节期间动销情况总体较好，库存良性，价盘稳定。公司低度国窖在华北地区、华东部分地区凭借优异品质、品牌口碑、高渠道推力持续发力，成为国窖第二增长曲线。泸州老窖系列，特曲发力腰部，逐渐形成多元化大单品矩阵。
- **山西汾酒**：公司加强对腰部产品青花 20 的培育，预测青花 20 在 2023 年收入增速有望达到 30% 及以上。此外，双节期间，青花 20 批价逆势增长，进一步体现产品终端动销旺盛、市场秩序稳定。
- **水井坊**：臻酿八号宴席消费基础扎实且近期动销加速，带动库存减少，产品步入良性发展通道。

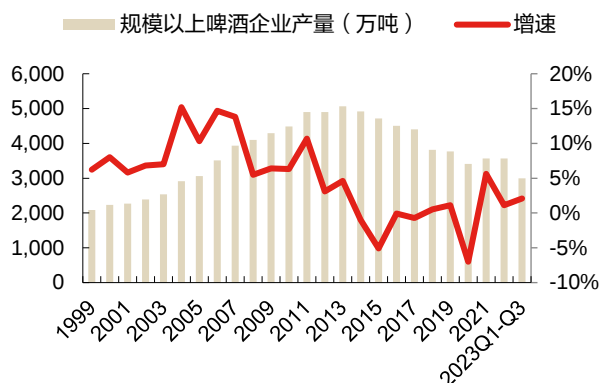
三、啤酒：大麦成本下行+结构升级+控费，酒企有望释放盈利弹性

3.1 啤酒总量趋于稳定，吨价上行贡献增量

- **长期销量趋于稳定，23Q3 极端天气影响产销量**

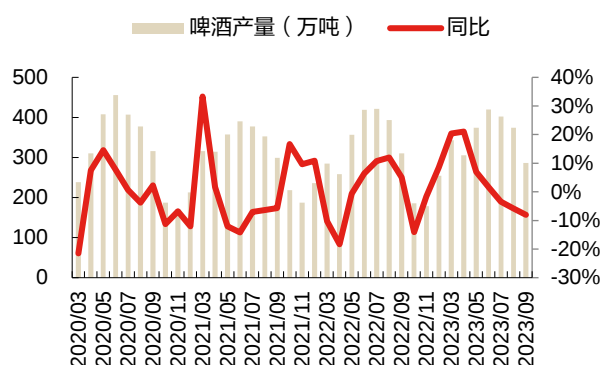
国内啤酒产量自 2013 年达到高点之后开始下滑，近年来逐步企稳。2020 年，受疫情冲击，啤酒产量 3,411 万吨，同比下滑 7.0%；21 年产量恢复至 3,562 万吨，同比提升 5.6%；22 年，啤酒产量提升 1.1%至 3569 万吨。23 年前三季度，啤酒规上产量同比增长 2.1%；其中 7-9 月因去年同期基数较高、夏季极端天气影响，产量分别同比下滑 3.4%、5.8%、8.0%。展望 24 年，预计在经济逐步复苏的背景下，餐饮、夜场等消费场景有望逐步修复，带动 24 年销量增速向好。

图 45：规模以上啤酒企业产量及增速



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

图 46：规模以上啤酒企业月度产量及增速

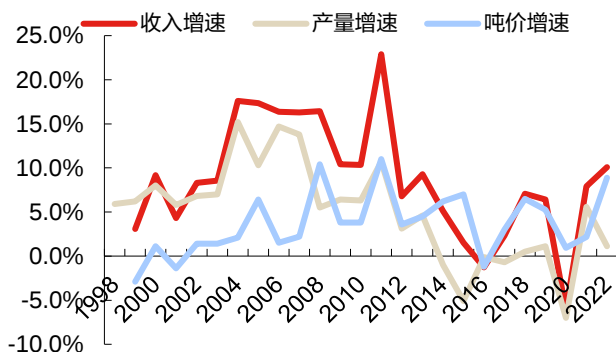


数据来源：国家统计局、东方证券研究所

● 行业价升趋势明显，头部企业引领升级

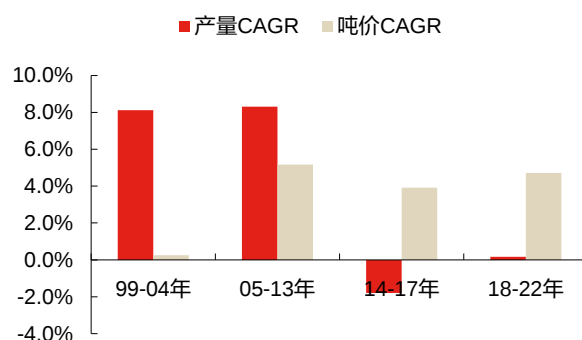
回顾历史，国内啤酒发展按量价拆分，大致可以分为以下几个阶段：1）99 年至 04 年，国内啤酒以量增为主，以华润雪花为代表的啤酒厂商在全国收购兼并地方酒厂，扩大经营规模，此阶段规模以上企业的产量和吨价 CAGR 分别为 8.1%和 0.3%。2）05 年至 13 年，国内啤酒公司以提升销量和市占率为主要策略，同时伴随一定的产品提价和结构升级，量价齐升，产量增速高于吨价增速，CAGR 分别为 8.3%和 5.2%。3）14-17 年，随着国内啤酒产销量达到顶峰，行业增长的驱动力发生切换，价格提升的趋势明显；此阶段销量下滑，吨价提升，CAGR 分别为-1.8%和 3.9%。4）18 年至今，产销量趋于稳定，提价趋势进一步明确，行业集体性提价进一步带动营收及利润改善，啤酒行业迎来基本面拐点。国内啤酒产量和吨价延续 2018 年以来的量稳价升趋势，2022 年产量和吨价分别上升 1.1%和 8.9%；2018 年至 2022 年产量年复合增长 0.2%，吨价年复合增长 4.7%。

图 47：规模以上啤酒企业收入增速的量价拆分



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

图 48：不同阶段啤酒行业产量和吨价复合增速

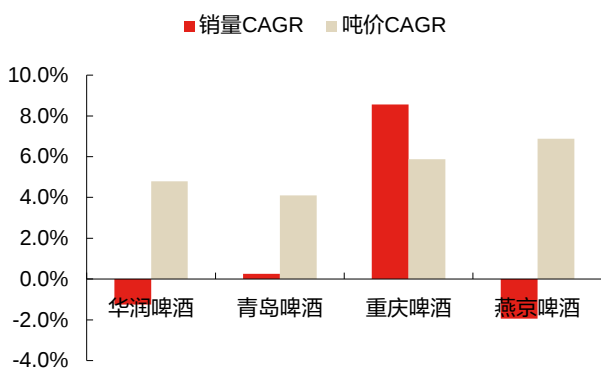


数据来源：国家统计局、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

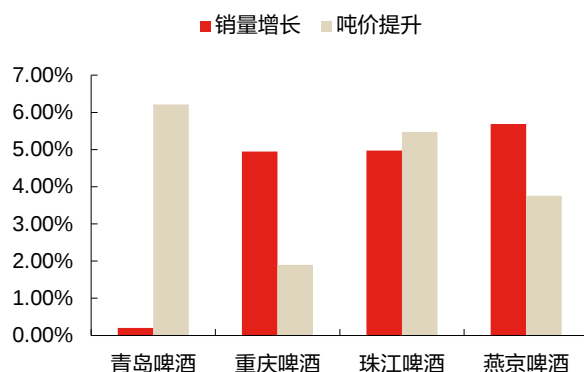
啤酒主要玩家呈现与行业基本相同的发展趋势，2017 年至 2022 年，华润啤酒、青岛啤酒和燕京啤酒的销量 CAGR 分别为-1.3%、0.3%和-1.9%，吨价 CAGR 分别为 4.8%、4.1%和 6.9%，销量趋于平稳，吨价稳步提升。2023 年，啤酒公司延续价升趋势，以青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒和燕京啤酒为例，23 年前三季度吨价分别同比提升 6.2%、1.9%、5.5%和 3.8%。

图 49：主要啤酒公司 17-22 年销量和吨价 CAGR



数据来源：公司公告、东方证券研究所（重啤为 20-22 年）

图 50：部分啤酒公司 23 年前三季度销量和吨价增速

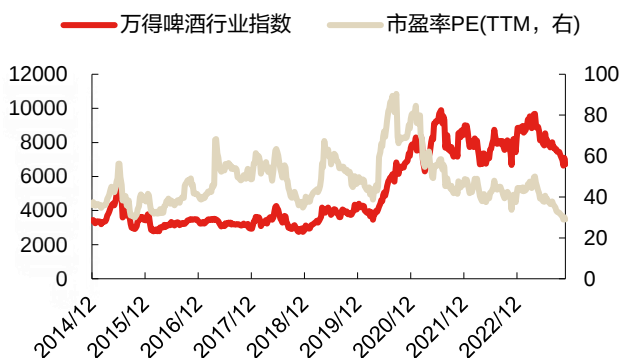


数据来源：公司公告、东方证券研究所

● 啤酒板块估值分析

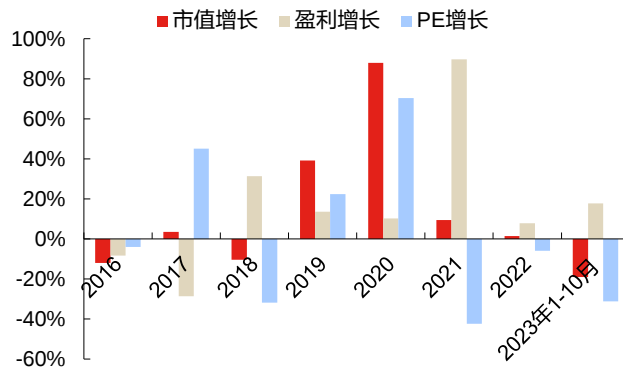
2022 年，啤酒板块市值增长 1%，其中盈利增长 8%，PE 下滑 6%。23 年 1-10 月，啤酒板块市值下滑 19%，其中盈利增长 18%，PE 下滑 31%。23 年 11 月 2 日，万得啤酒行业指数 PE 为 29 倍，在历史上处于较低水平。根据 Wind 一致预期，以 11 月 2 日为估值节点，2023、2024 年 PE 预计为 28、23 倍。

图 51：啤酒行业指数与市盈率情况



数据来源：Wind、东方证券研究所（估值时间为 11 月 2 日）

图 52：啤酒行业指数盈利增长和估值提升拆分



数据来源：Wind、东方证券研究所

从啤酒个股来看，燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒、青岛啤酒、惠泉啤酒当前的预期估值均为 2019 年以来的 10% 百分位及以内，估值水平处于低位。

表 5：啤酒上市公司动态估值水平

未来 12 个月预期估值		燕京啤酒	珠江啤酒	重庆啤酒	青岛啤酒	惠泉啤酒
当前估值		34	23	21	21	38
2019 年至今	最大值	95	49	100	56	81
	最小值	32	20	21	21	37
	中间值	58	25	36	34	47
	百分位	4%	9%	0%	2%	4%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2014 年至今	最大值	95	230	100	56	81
	最小值	20	20	21	19	37
	中间值	54	26	35	33	48
	百分位	19%	1%	0%	5%	4%
2009 年至今	最大值	95	230	199	56	81
	最小值	13	20	21	18	17
	中间值	51	26	36	31	46
	百分位	26%	1%	0%	8%	33%

资料来源：Wind、东方证券研究所（注：估值时间为 2023 年 11 月 2 日）

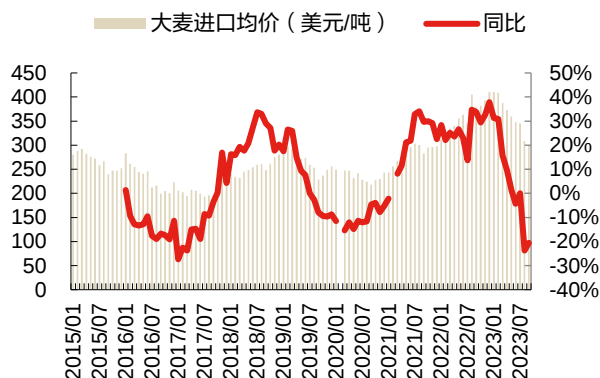
3.2 明年大麦成本压力减轻，啤酒企业有望释放盈利弹性

● 预计啤酒成本在 2024 年出现明显改善

进口大麦：23 年以来，进口大麦价格持续下滑，9 月末进口均价较年初下滑 27%。8 月 4 日，商务部取消对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税，有望明显降低啤酒企业采购进口大麦的成本。一般啤酒厂商在年底开启对下一年进口大麦的询价、锁价，预计 24 年进口大麦端成本下降将带来盈利提升。我们预计大麦成本占啤酒生产成本比重约 12-15%，据此计算大麦价格每降低 5%，将提振净利率 0.6-0.75%。

玻璃：23 年以来，玻璃价格呈现先涨后跌的趋势，10 月末玻璃期货结算价较年初增长 18%，对啤酒企业成本端造成一定压力。玻璃上游端，纯碱价格自 9 月末以来持续下滑，10 月末跌幅进一步扩大，预计玻璃价格也将随之回落。24 年，预计上游纯碱价格有望逐步回落，玻璃成本压力相应下降，预计玻璃价格将回落。

图 53：大麦进口均价走势



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 54：玻璃价格走势



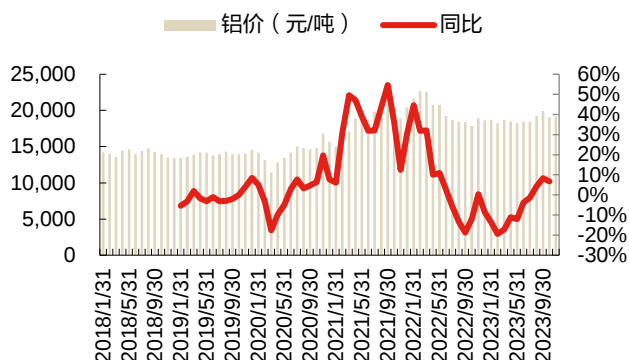
数据来源：Wind、东方证券研究所

铝锭：一方面，欧洲能源价格较高，拖累海外电解铝复产节奏；此外，主产地之一云南枯水季跨度时间长，限制水力发电，预计 11 月初起电解铝减产。综合，2023 年 1-10 月铝价格增幅在 2%，处于相对供需紧平衡状态；考虑到云南电解铝从 11 月起有所减产，来年夏季雨季到来产能将继续爬坡，预计 2024 年铝锭价格先涨后跌，但变化幅度不大。

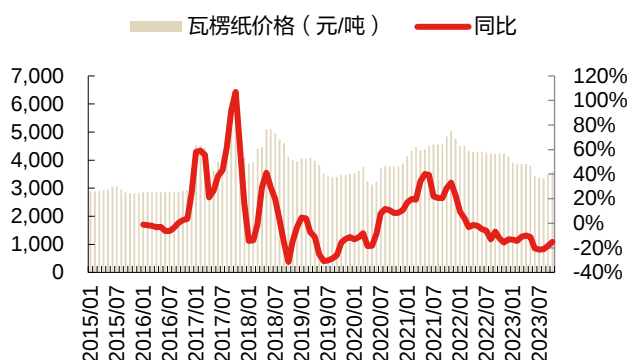
瓦楞纸：23 年，瓦楞纸产能持续释放，而消费仍处于筑底阶段，23 年 1-10 月瓦楞纸价格下降 13%；若消费疲软，预计 24 年瓦楞纸价格将于中低分位震荡。

图 55：铝价格走势

图 56：瓦楞纸价格走势



数据来源：Wind、东方证券研究所



数据来源：Wind、东方证券研究所

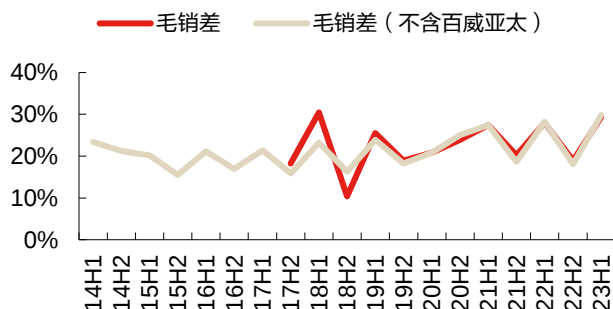
综合而言，预计2024年进口大麦、玻璃价格将回落，铝锭价格呈现前高后低的走势，瓦楞纸价格中低位震荡。考虑到进口大麦成本占比较高，预计啤酒行业成本压力将在2024年明显减轻，从而提振盈利水平。

● 产品结构升级叠加提效控费，啤酒厂商盈利能力稳步提升

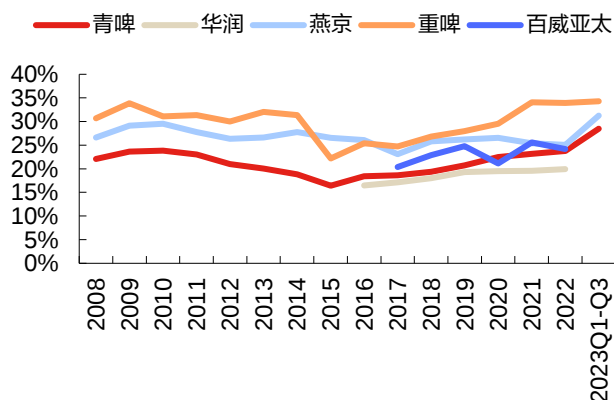
在成本压力的催化下，关厂去产、停止价格战、提效控费逐渐成为行业共识，2015年开始啤酒板块毛销差整体呈现上升趋势。23H1，啤酒板块毛销差为29.4%，同比提升1.4pct。

图 57: 啤酒板块毛销差

图 58: 啤酒上市公司毛销差



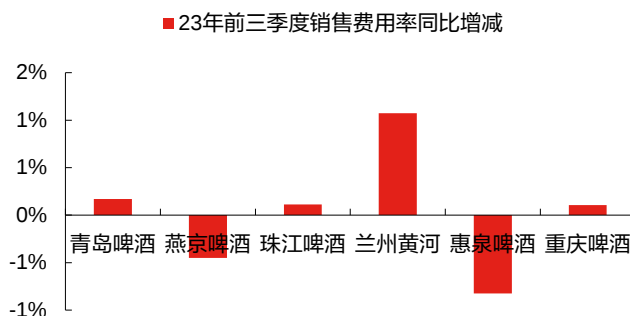
数据来源：Wind、东方证券研究所



数据来源：Wind、东方证券研究所

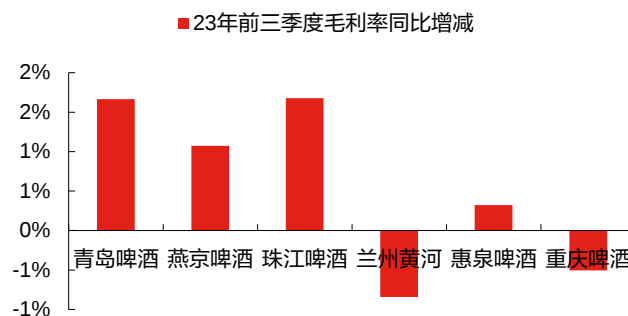
我们预计头部啤酒企业未来盈利仍有提升空间，主要因为：1）24年进口大麦、玻璃价格有望回落，带动啤酒原材料成本压力减轻，头部啤酒企业毛利率有望进一步提升；2）市场格局区域稳定，费用投放收窄，多家啤酒企业提出提效控费；3）行业销量趋缓的背景下，厂商通过产品结构升级和提价推动盈利增长。

图 59：23 年前三季度啤酒上市公司销售费用率同比增减



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 60：23 年前三季度啤酒上市公司毛利率同比增减



资料来源：Wind、东方证券研究所

3.3 青啤结构升级顺畅估值低位，喜力快速增长助力华润量价齐升

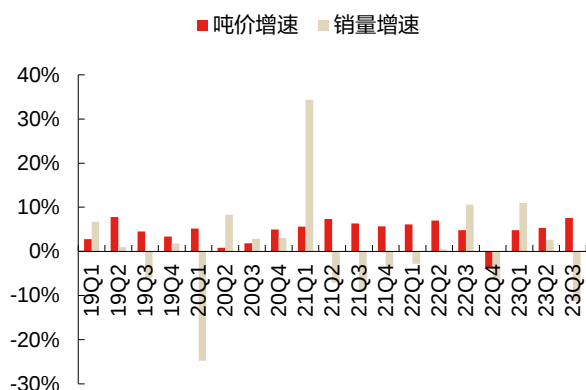
● 青岛啤酒：产品结构升级顺畅，23Q3 销量暂时承压，看好 24 年结构升级成本下降

在结构升级和产品提价的驱动下，青岛啤酒自 2019 年以来每个季度（除 2022Q4）的吨价都保持稳定的同比提升，平均提升幅度在 5% 左右。23Q3，在青啤销量承压时刻，吨价仍逆势提升 7.5%，预计主要受益于结构升级顺畅，经典、纯生、白啤等中高端价位带产品保持较好的增长势能。

拆分青啤各区域情况，可以发现核心市场山东净利率稳步上行，2023H1 华北、华南、华东、东南地区净利率同比分别 -0.35pct、+1.96pct、+5.08pct、+0.62pct，华北净利率跌幅环比收窄，华南、东南净利率稳步增长，华东净利率快速增长。

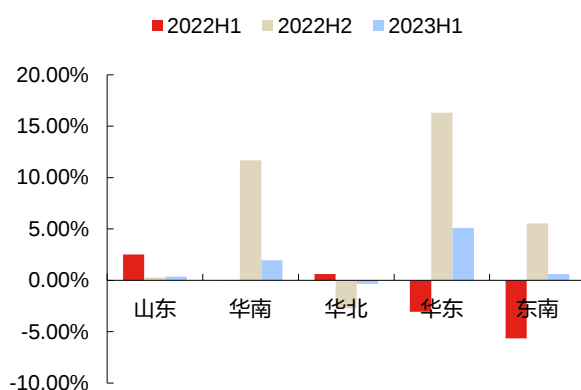
销量端来看，23 年 Q1-Q3 销量增速分别为 11.0%、2.7%、-11.3%，Q3 销量负增长主要因夏季极端天气（北方暴雨洪水）、去年同期高基数。此外，“工人原料仓内小便”事件预计对 10 月销量产生一定负面影响，但我们判断该事件存在偶然性，对长期销量影响有限。

图 61：青岛啤酒产品吨价和销量增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 62：青岛啤酒不同区域半年度销售净利率同比增减



数据来源：公司公告、东方证券研究所

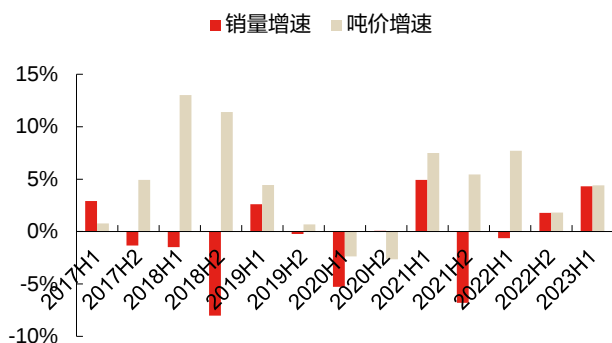
● 华润啤酒：啤酒龙头加速高端化，金沙业绩暂时承压，期待白酒贡献业绩增量

作为国内啤酒销量龙头，华润啤酒的吨价在头部啤酒公司中处于较低水平，但公司近年来加速推进高端化战略，吨价提升速度较快。近几年中，除了 2020 年因疫情导致公司吨价同比有所下滑外，其余年份均保持提升趋势，2021 年来半年度吨价平均同比增速达到约 5.4%。2023H1，公司

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

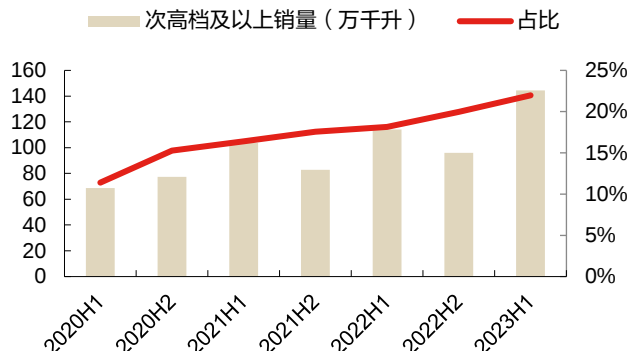
次高档及以上产品销量为 144 万千升，同比增长 26.4%，占销量比重达到 22.0%（yoy+3.8pct）；其中高档啤酒喜力在 23H1 销量增速接近 60%，预计 23Q3 维持较快增长趋势。结构升级和产品提价战略推动公司盈利能力向上。

图 63：华润啤酒分半年度销量、吨价增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 64：华润啤酒分半年度次高档及以上销量及占总销量比重

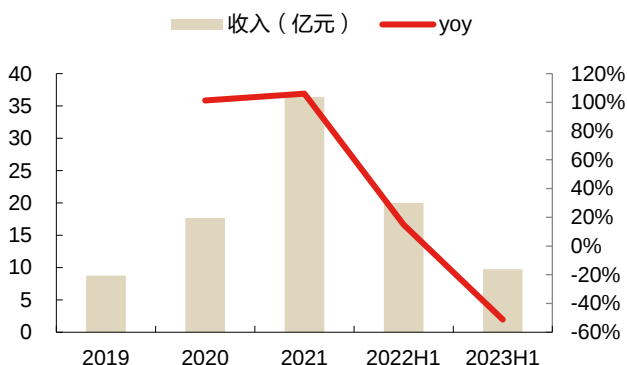


数据来源：公司公告、东方证券研究所

公司收购的金沙酒业业绩有所回落，23H1 实现收入 9.8 亿元（yoy-51.2%），剔除收购产生的无形资产摊销后的未计利息及税项前盈利为 4.0 亿元，相较 22H1 净利润下滑 41%。我们认为金沙酒业业绩回落主要因：1）21 年酱酒热期间，包括金沙在内的酱酒企业发展过快导致库存积压、价格紊乱等问题；当前随着酱酒热潮褪去，行业发展重归理性，金沙酒业也面临着市场秩序整顿、库存去化的需求，导致业绩增速暂时承压。2）经济大环境较疲软，白酒消费需求减少，金沙大单品摘要位于次高端价位带，需求端受到一定冲击。

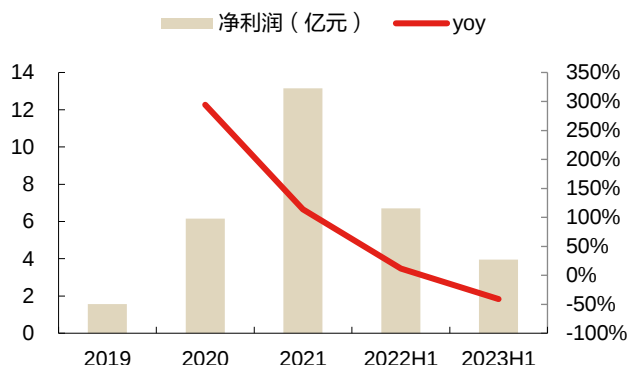
华润入驻后，对于金沙酒业进行一系列改革，上半年积极清库存、理顺渠道，上半年渠道库存下降了 1/3 以上。产品端，金沙在 10 月新推出光瓶酒金沙小酱，预计将借势华润啤酒的既有渠道快速铺货，实现啤白赋能；此外，华润对于金沙大单品摘要重新定位在 650 元/瓶价格带，有助于理顺渠道价格，重拾渠道信心。展望 2024 年，伴随经济底部复苏，次高端白酒需求有望回暖，预计将推动金沙摘要动销向好，为华润啤酒贡献业绩增量。

图 65：金沙酒业收入和同比增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 66：金沙酒业净利润和同比增速



数据来源：大公报、新京报、东方证券研究所（注：23H1 数据为剔除收购金沙酒业的无形资产摊销影响后的未计利息及税项前盈利）

3.4 啤酒标的推荐及建议关注

● 推荐：

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

● 青岛啤酒(600600，增持)

公司历史悠久、品牌力强，市占率领先、渠道优势突出；从中长期看，公司现有产品结构未达稳态，中高档产品占比有望持续提升。公司产品结构升级顺畅，中高端产品包括经典、纯生、白啤增势较好，推动吨价持续攀升。ASP 提升、费用管控强化叠加 24 年大麦原料价格下行，公司净利率仍有较大提升空间。公司市盈率处于历史偏低水平，11 月 2 日的预期估值仅为 2019 年以来的 2%百分位。

● 华润啤酒(00291，买入)

公司目前在国内啤酒板块市占率排名第一，品牌和渠道优势明显。公司加强“4+4”品牌矩阵布局，国内品牌 superX、雪花纯生和玛尔斯绿，国际品牌喜力快速增长，推动吨价和毛利率水平上行。公司旗下白酒品牌金沙酒业 23 年处于去库存、理渠道、理产品的调整期，业绩有所承压，但长期来看增长潜力较大。

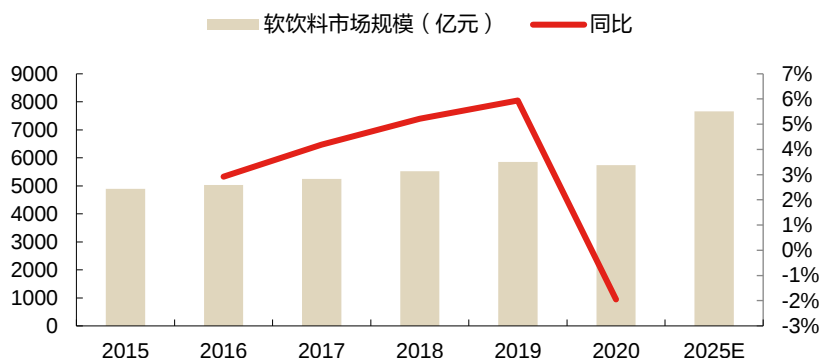
四、软饮料：细分赛道亮点频现，龙头积极打造多元增长曲线

4.1 软饮新消费需求崛起，白糖价高对盈利有所制约

● 软饮行业长期稳步增长

回溯历史，国内软饮料行业经历了以下历程：1) 90 年代至 03 生产工艺逐步成熟，果汁饮料、茶饮料、包装水迅速壮大。2) 03 年至 08 年，经济高增带动行业扩容，消费者健康意识增强，细分品类齐头并进加速发展，功能性饮料渗透率逐步提升，碳酸饮料占比下降。3) 08 年至 15 年，行业波折见底，细分赛道竞争激烈，包装水及泛功能饮品崭露头角。4) 2015 年至今，成熟品类总量见顶，健康化、无糖化市场蓬勃发展。2020 年，软饮料市场规模达到 5735 亿元，15-20CAGR 为 3.2%，规模稳定增长。

图 67：中国软饮料市场规模及增速

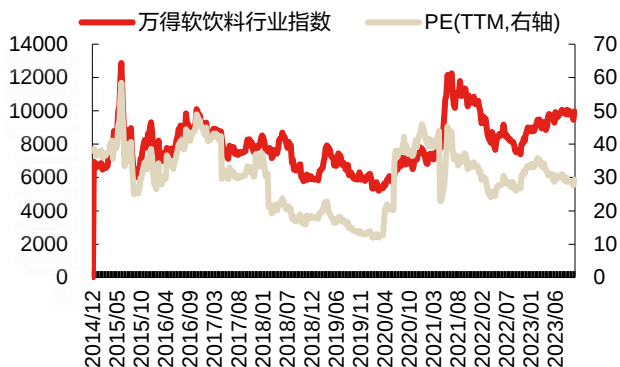


数据来源：天地壹号招股说明书(申报稿)、欧睿国际、东方证券研究所

● 板块估值情况

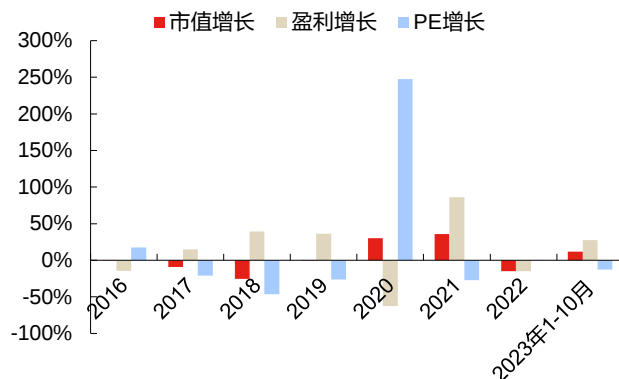
2023 年 1-10 月（截至 10 月 27 日），软饮料板块市值增长 12%，其中盈利增长 28%，PE 下降 13%。2023 年 11 月 6 日，板块 PE 约为 28 倍，相对合理；根据 Wind 一致预期，以 11 月 6 日为估值节点，2023、2024 年 PE 相应为 27、23 倍。

图 68：软饮料行业指数及市盈率情况



数据来源：Wind、东方证券研究所（估值时间为 2023 年 11 月 3 日）

图 69：软饮料板块市值增长的盈利和 PE 拆分



数据来源：Wind、东方证券研究所（采用万得软饮料行业指数 886044.WI）
（2023 年 1-10 月数据截至 10 月 27 日）

从软饮料公司动态估值水平来看，当前农夫山泉、东鹏饮料、李子园、承德露露、百润股份的预期 PE 处于 2019 年以来的 15% 百分位以下，处于低估区间。当前农夫山泉、东鹏饮料、李子园、承德露露、百润股份的预期 PE 处于 2014 年以来的 15% 百分位以下。香飘飘的预期 PE 合理偏低。

表 6：软饮料公司动态估值水平

未来 12 个月预期估值		农夫山泉	东鹏饮料	李子园	承德露露	养元饮品	香飘飘	百润股份
当前估值		39	30	20	12	16	19	24
2019 年至 今	最大值	99	82	50	22	18	35	110
	最小值	35	23	15	11	9	11	16
	中间值	46	35	21	13	14	20	37
	百分位	5%	11%	13%	11%	77%	34%	9%
2014 年至 今	最大值	99	82	50	35	21	49	110
	最小值	35	23	15	11	9	11	15
	中间值	42	33	19	13	13	19	37
	百分位	5%	11%	13%	5%	54%	22%	9%
2009 年至 今	最大值	99	82	50	45	21	49	110
	最小值	35	23	15	11	9	11	15
	中间值	40	31	18	15	12	16	34
	百分位	5%	11%	13%	4%	54%	22%	9%

资料来源：Wind、东方证券研究所（注：估值时间为 2023 年 11 月 6 日）

● 无糖、低糖化和功能化等新消费需求崛起，细分赛道快速成长

在饮料整体增速放缓的背景下，受益于新的消费需求兴起，部分细分赛道正加速崛起，健康化、无糖化趋势明显。我们认为在消费升级的大趋势下，包括健康化、无糖化、品质升级、自然环保、功能性需求以及女性消费等因素是新赛道快速扩张的重要驱动力。由此，包装水、植物蛋白饮料、NFC 纯果汁、无糖茶饮、无糖气泡水、能量饮料、即饮咖啡、预调鸡尾酒等成为当下国内饮料赛道里的重要高景气赛道。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

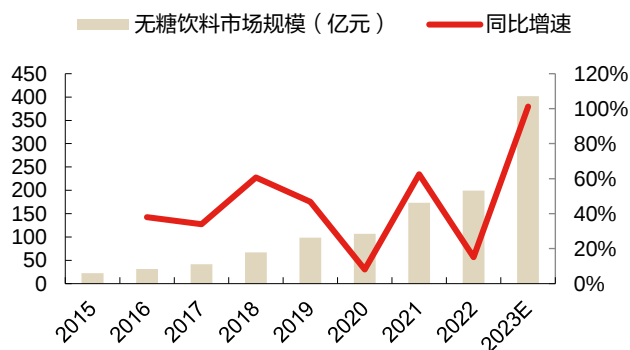
表 7：国内饮料高景气度赛道梳理

细分赛道	包装水	植物蛋白饮料	NFC 纯果汁	无糖茶饮	无糖气泡水	能量饮料	即饮咖啡	预调鸡尾酒
大类赛道	包装水	蛋白饮料	果汁饮料	茶饮料	碳酸饮料	功能饮料	咖啡饮料	酒精饮料
重要驱动力								
健康化	●	●	●	●	●			●
无糖化	●			●	●			
品质升级	●		●					
自然环保	●	●						
功能性需求						●	●	
女性消费					●			●
代表品牌	农夫山泉、华润怡宝、百岁山、景田、康师傅等	六个核桃、承德露露、维他奶等	农夫山泉 NFC、零度果坊等	东方树叶、三得利、伊藤园等	元气森林、农夫山泉是苏打水、喜小瓶等	红牛、东鹏特饮、乐虎等	雀巢、贝纳颂、星巴克等	RIO、冰锐、和乐怡、红动等

资料来源：东方证券研究所整理

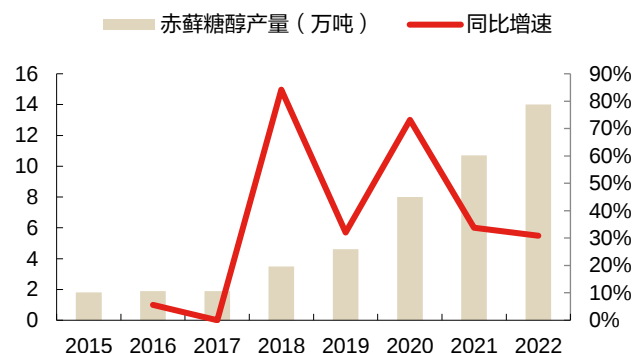
国内消费者愈发重视健康，无糖、低糖化为饮料发展重要方向。随着收入水平上升，居民更加关注健康等高阶需求。健康化的需求衍生出无糖化、品质升级等多维度需求，是推动包装水、植物蛋白饮料、纯果汁、无糖茶饮等饮品的重要驱动力。2022 年，我国无糖饮料市场规模达到 199.6 亿元，15-22 年 CAGR 达到 37%，呈现快速增长趋势。低糖化也成为消费者的选择方向之一，例如代糖赤藓糖醇产量快速增长，从 2015 年 1.8 万吨增至 2022 年约 14 万吨。

图 70：无糖饮料市场规模及同比增速



数据来源：艾媒数据中心、封面新闻、东方证券研究所

图 71：赤藓糖醇产量及同比增速



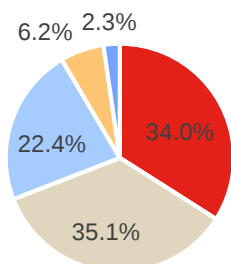
数据来源：观研天下、艾格农业、前瞻经济学人、东方证券研究所

无糖饮料消费者趋于年轻化，口感口味为重要选择因素。根据智研咨询，无糖饮料的消费者年龄主要分布在 18-30 岁，意味着年轻消费群体对于健康化、无糖化存在可观的需求。此外，消费者在选择无糖饮料时，对于口感口味、健康配方的关注度较高，口味成为构筑产品差异化的重要因素。

图 72：2023 年无糖饮料消费者各年龄段占比分布情况

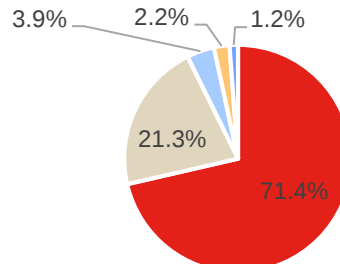
图 73：2023 年无糖饮料消费者选择偏好情况

■ 18-23岁 ■ 24-30岁 ■ 31-40岁 ■ 41-50岁 ■ 51岁以上



数据来源：智研咨询、东方证券研究所

■ 口感口味 ■ 健康配方 ■ 明星代言 ■ 包装 ■ 其他



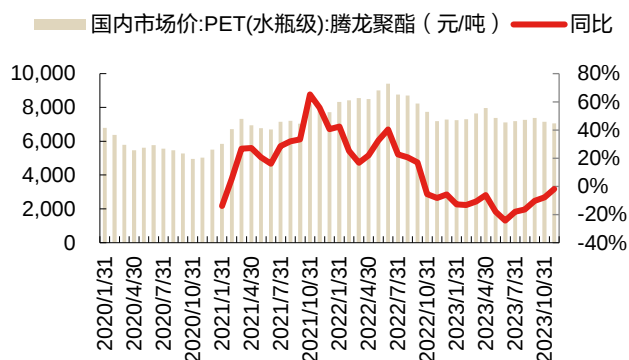
数据来源：智研咨询、东方证券研究所

● 白糖价格维持高位，预计今年成本同比改善的企业明年利润弹性有所减弱

成本端，水瓶级 PET 价格自 23 年 4 月小高点以来逐渐回落，23 年 11 月市场价近 7000 元/吨，相较 4 月均价下滑 11%；23 年以来白糖价格持续攀升，10 月南宁白砂糖均价相较年初增长 32%。综合，PET 价格下滑对冲白糖价格上涨，致 23 年饮料企业盈利水平弹性较小。展望明年，预计全球宏观经济处于逐步复苏的阶段，上游的国际原油价格可能逐渐得到支撑，从而支撑 PET 价格略走强；糖业咨询公司 Covrig Analytics、Czarnikow 集团预估 2023/24 榨季全球食糖仍存在供应缺口，预计 2024 年食糖价格维持较高位置。

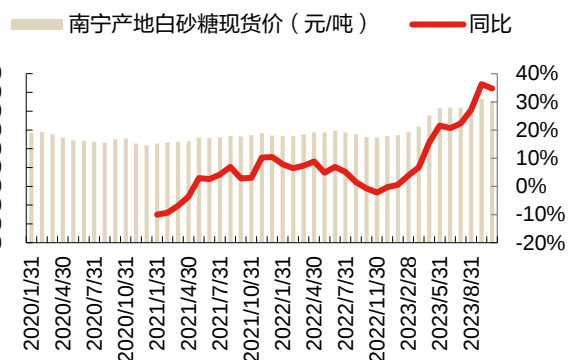
从企业端来看，预计多家饮料企业在低点对 PET 进行锁价；考虑到明年白糖价格大概率维持高位，预计今年成本同比改善较大的公司明年利润弹性会有所减弱。

图 74：国内 PET（水瓶级）价格及同比增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 75：南宁白砂糖现货价及同比增速



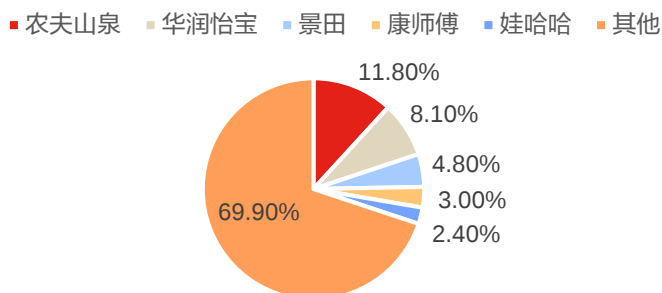
数据来源：Wind、东方证券研究所

4.2 饮料龙头新品迭出，打造多元增长曲线

4.2.1 包装水茶饮无糖化发展，积极关注龙头表现

包装水赛道稳增长，竞争格局稳定。据前瞻产业研究院，2011 年到 2021 年，中国包装饮用水市场规模不断扩大，2021 年零售市场规模为 2164 亿元。农夫山泉稳居包装水龙头地位，21 年市场份额为 11.8%，华润怡宝、景田、康师傅、娃哈哈市占率分别为 8.1%、4.8%、3.0%、2.4%。

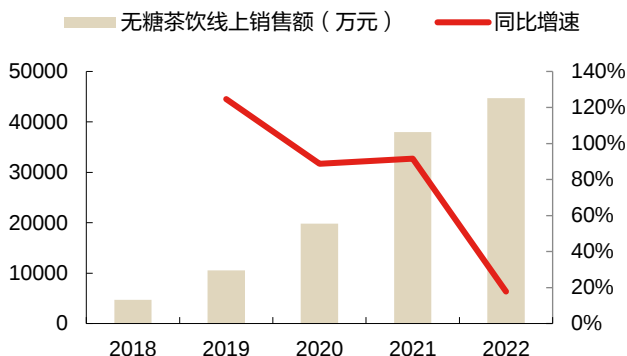
图 76：2021 年包装饮用水市场竞争格局



数据来源：前瞻产业研究院、欧睿国际、东方证券研究所

茶饮行业渐入成熟期，无糖化趋势明显。继 2020 年新冠影响后，2021、2022 年中国茶饮料行业市场规模持续恢复，2022 年为 1139 亿元，同比增长 5.0%。茶饮行业无糖化趋势明显，据亿欧智库发布的《2023 中国无糖茶饮行业白皮书》，我国无糖茶饮行业快速增长，线上销售额由 2018 年 0.5 亿元增至 2022 年 4.5 亿元。

图 77：我国无糖茶饮线上销售额



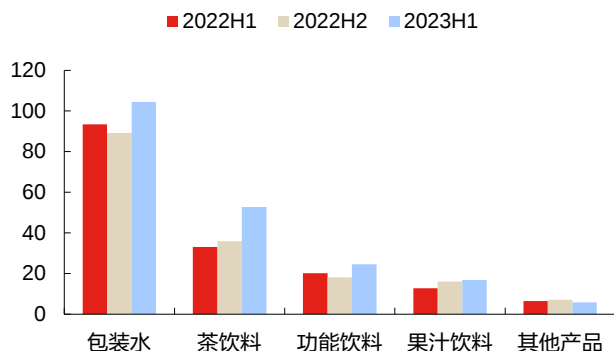
数据来源：亿欧智库、潮汐商业评论、东方证券研究所

● 农夫山泉稳定成长，茶饮料、果汁饮料亮点十足

包装水业务稳步增长，茶饮料、果汁饮料快速成长。2022 年，公司实现营业收入 332.4 亿元（yoy+11.9%），2023H1 实现营业收入 204.6 亿元（yoy+23.3%）。分业务，包装水在高基数基础上保持稳定增长，23H1 收入增速为 11.7%，预计小包装增速较高；茶饮料表现亮眼，持续高增，21H2 以来半年度收入增速维持在 50%以上，一方面东方树叶产品持续创新、完善品类布局，另一方面茶π逐步打开年轻消费者市场；果汁饮料在 23H1 营收增速达到 32.2%，预计水溶 C100、农夫果园需求向好，NFC 果汁做好高端差异化定位，有望接棒增长。

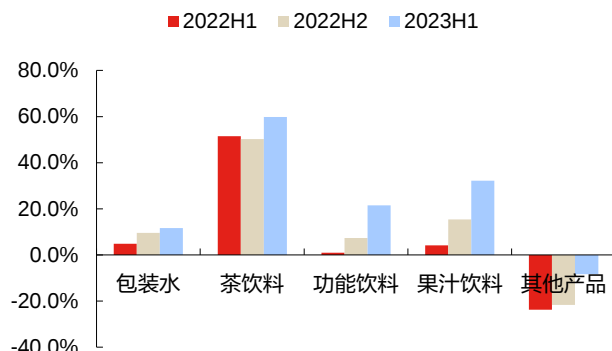
公司持续通过推出新品的方式拓展增长点，上半年推出新品大柠檬饮料，东方树叶系列推出黑乌龙口味及大规格包装。公司推新的优势在于强大的品牌力、完善的渠道布局、优秀的营销体系及成熟的新品运营能力，新品推出后有望贡献业绩增量。

图 78：农夫山泉分板块半年度营业收入



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 79：农夫山泉分板块半年度营收同比增速



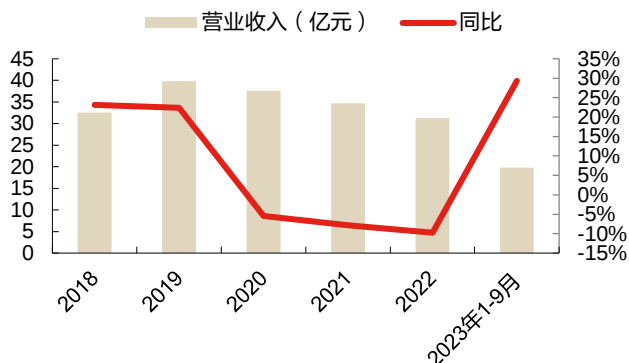
数据来源：公司公告、东方证券研究所

● 香飘飘冻柠茶表现不俗，即饮板块收入高增

冲泡稳定增长，即饮展现高增。香飘飘在稳固冲泡板块基本盘的基础上，即饮板块持续发力。2023Q1、Q2、Q3，即饮板块单季度收入分别增长 34.3%、37.0%、42.3%，收入增速环比提升，主要受益于新品冻柠茶贡献业绩增量及大单品 Meco 果汁茶恢复性增长。

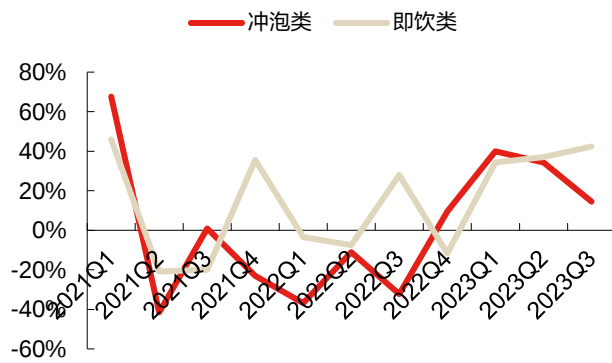
冲泡即饮双轮驱动，渠道分拆加强经营专注度。冲泡产品主要受益于消费场景恢复、公司加大 C 端重视度、渠道下沉带来增量。即饮类产品推陈出新，品类仍处于发展初期，新品冻柠茶、瓶装牛乳茶存在较大增长空间。渠道端，公司今年将冲泡和即饮业务的销售团队分拆，有望提升两个品类的经营专注度。公司对即饮品类加大渠道端投入，包括增加冰冻化资源投入，有望增加产品曝光度，加速新品成长。

图 80：香飘飘营业收入及同比增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 81：香飘飘冲泡类、即饮类单季度收入增速



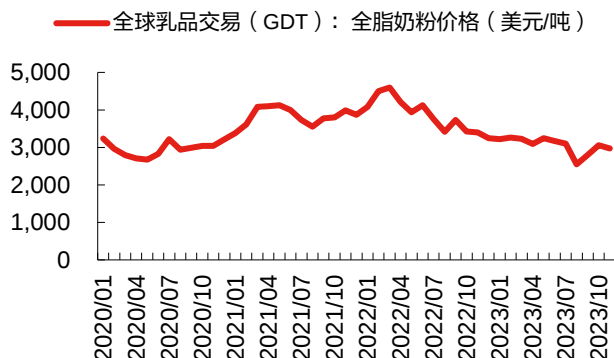
数据来源：公司公告、东方证券研究所

● 李子园：有望通过推新攻克早餐、小餐饮渠道，拓宽产品消费场景

受益于大包粉价格下滑、国产部分替代进口大包粉、提价等因素，23 年来李子园毛利率同比提升，23Q1-Q3 单季度毛利率分别同比增加 5.3pct、5.7pct、3.7pct。展望明年，大包粉价格仍有小幅下跌空间，公司成本压力预计较低。

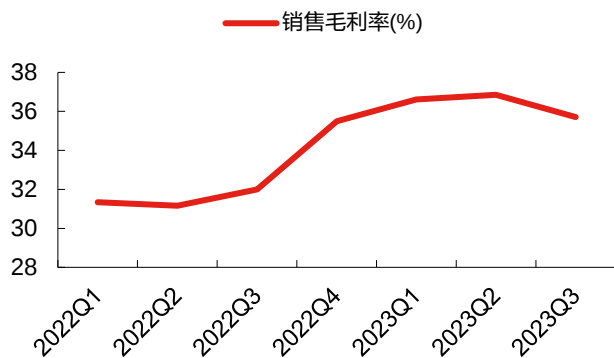
此外，公司近期推出新品以满足不同渠道受众的差异化需求。公司推出 260g 托盘甜牛奶供应早餐渠道、1L 钻石包系列供应小餐饮渠道；早餐、小餐饮渠道的开拓将拓宽产品消费场景，增加品牌受众。

图 82：全球全脂奶粉价格



数据来源：同花顺 iFind、东方证券研究所

图 83：李子园单季度毛利率



数据来源：Wind、东方证券研究所

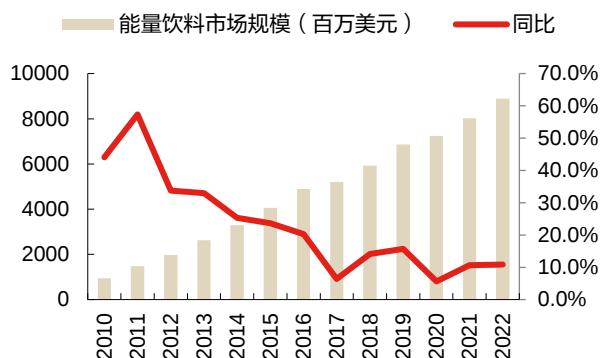
4.2.2 运动饮料赛道增速亮眼，东鹏“补水啦”打造第二成长曲线

● 能量饮料竞争格局松动，运动饮料展现增长潜力

近年来能量饮料的市场规模稳步增长，快节奏的生活习惯下，消费者的提神需求上行。2022 年，国内能量饮料市场规模达到约 8885 百万美元（17-22CAGR+11.3%）。对比海外市场，2022 年中国能量饮料人均销量约为美国的 1/5、日本的 1/2，国内能量饮料仍有很大提升空间。

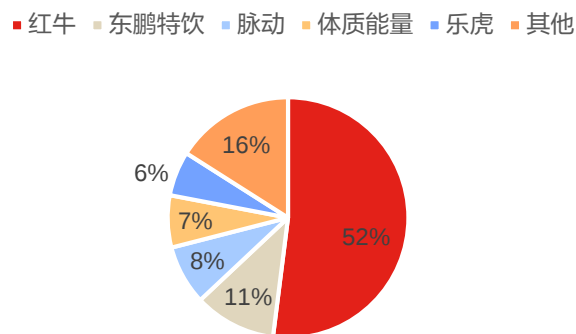
从竞争格局来看，能量饮料市场中红牛仍占据第一的位置，但华彬集团和泰国天丝之间的商标纠纷为国内能量品牌提供了良好的抢占市场份额的机会。目前国内品牌东鹏特饮保持行业第二的领先地位，体量和知名度逐步接近红牛，未来有望通过持续的营销宣传、渠道建设以及品类推广等，实现快速成长。

图 84：能量饮料零售市场规模（百万美元）



数据来源：Datayes、欧睿国际、东方证券研究所

图 85：2022 年国内主要能量饮料品牌销售额市场份额



数据来源：华经产业研究院、东方证券研究所

功能饮料中的运动饮料展现增长潜力。我国运动饮料销售规模在功能饮料中占比仍较低，但线下零售监测网络“马上赢”显示，2023H1，以电解质水为代表的运动饮料类目的市场份额增速达到 35.76%，在所有饮料类目中排名第二。

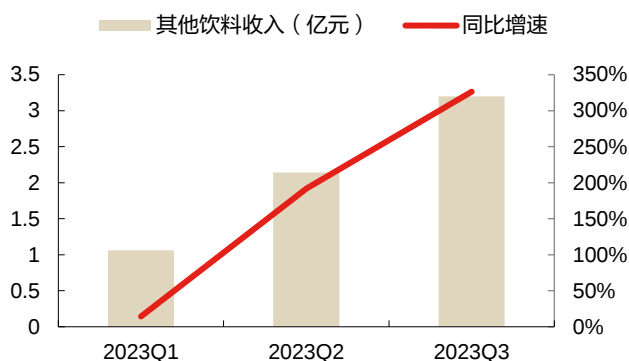
● 东鹏饮料大单品受益全国化网点拓展，“补水啦”打造第二增长曲线

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

东鹏特饮大单品稳增长，受益全国化网点拓展。2023 年前三季度，东鹏特饮实现收入 79.9 亿元，同比增长 15.3%，其中华北、西南地区收入高增。23 年 11 月，公司公告与天津精武政府签订协议，将在精武镇投资建设东鹏饮料集团华北区域总部暨天津生产基地；该项目有望补充华北地区产能布局，加速北方市场拓展。

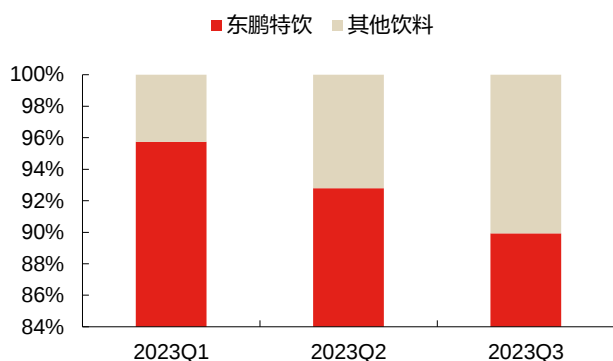
“补水啦”增速亮眼，第二增长曲线渐成。东鹏“补水啦”电解质水于 23 年 1 月在广东先行上市、4 月全国上市，取得良好市场反响，带动其他饮料品类收入快速增长。2023Q1-Q3，其他饮料品类单季度收入增速分别为 14.3%、192.0%、326.4%，增长迅猛；Q1-Q3，收入占比逐季攀升，从 4.3%增至 10.1%，“补水啦”打造第二增长曲线。此外，“东鹏大咖”前三季度预计增势良好，Q4 起有望挖掘冬季热饮场景。公司也积极推新，23Q3 推出东鹏大咖“生椰拿铁”、“补水啦”青柠口味、无糖茶“乌龙上茶”等，有望打造新增长点。

图 86：东鹏饮料中其他饮料单季度收入及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 87：东鹏饮料中其他饮料占比逐季攀升



数据来源：公司公告、东方证券研究所

4.3 软饮料标的推荐

● 农夫山泉(09633，买入)

公司是国内包装水行业龙头，同时在茶、果汁等细分赛道位于前列。我国包装水行业维持增长，预计农夫山泉品牌量、价均存在提升空间。软饮料赛道较为广阔，公司在茶饮料领域顺应健康化、无糖化趋势，发力东方树叶、茶π等品牌，近年来取得高速增长，成功打造第二增长曲线；以 NFC 系列为代表的果汁饮料增势向上。公司不断研发差异化新品、完善渠道体系，竞争力持续提升。

● 香飘飘(603711，买入)

公司基本盘冲泡板块增速较稳定。近年来加速发力即饮板块，打造第二增长曲线，板块发展态势较好，占收入比重持续提升。公司积极推出多元化新品，重点发力的新品冻柠茶市场反馈较好，新品瓶装牛乳茶也有望打造收入增长支点。年内，公司逐步对冲泡、即饮板块销售团队进行拆分，有望提升二板块的经营专注度。公司对即饮品类加大渠道端投入，有望加速新品成长。

● 李子园(605337，买入)

受益大包粉价格下滑、国产替代及提价，公司毛利率明显提升，明年成本压力预计维持较低水平。公司通过推新满足不同渠道受众需求；推出 260g 托盘甜牛奶供应早餐渠道、1L 钻石包系列供应小餐饮渠道，有望拓宽消费场景，增加品牌受众。

● 东鹏饮料(605499, 买入)

公司收入及份额在能量饮料行业中排名第二，“东鹏特饮”品牌为广大消费者熟知。公司生产基地建立在全国多个主要地区，销售网络覆盖全国超过 300 万家终端门店，销售范围辐射全国。行业龙头中国红牛与泰国红牛商标权之争仍未结束，公司有望实现弯道超车。公司新品“补水啦”表现亮眼，打造第二增长曲线；“东鹏大咖”静待成长，产品体系多元化发展，抗风险能力增强。

● 欢乐家(300997, 增持)

公司水果罐头中的黄桃、橘子罐头仍维持较高销售增速，同时饮料板块增速可观，两条业务线均表现亮眼。公司计划开发厚椰乳 ToB 业务，预计将贡献规模收入、利润。

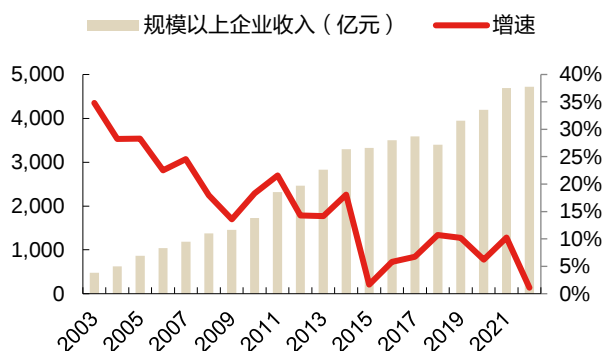
五、乳品：液奶需求受益场景恢复，低估值高分红凸显配置价值

5.1 乳品标的低估值高分红，具备较高配置价值

● 乳制品消费有望逐步改善，关注 24 年春节礼赠场景恢复情况

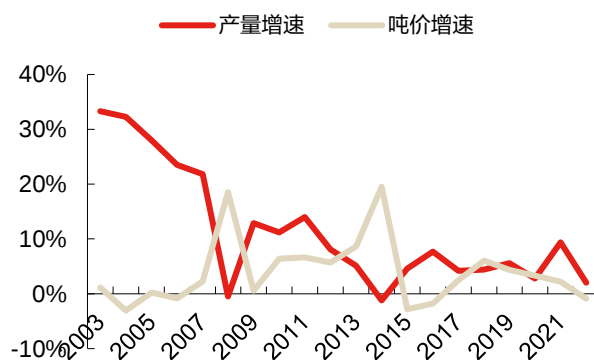
2022 年，我国规模以上乳制品企业营收为 4717 亿元，同比增长 1.1%；拆分量价，产量增长 2.0%，吨价下滑 0.9%。2023 年以来，宏观经济呈弱复苏趋势，居民购买力有所下降，预计乳制品需求增速有所放缓；伴随宏观经济利好政策频出，经济环境有望加速复苏，乳制品消费预计逐步改善，建议关注 2024 年春节礼赠场景恢复情况。中长期来看，我们预期规模以上乳制品企业营收仍将保持个位数增长趋势。

图 88：国内规模以上乳制品企业营业收入及增速



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图 89：国内规模以上乳制品企业营业收入的量价拆分

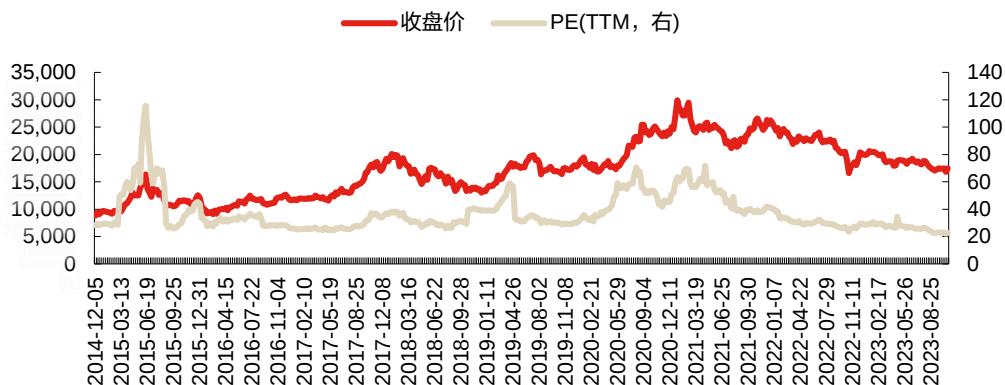


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

● 板块估值水平分析

2023 年 1-10 月，乳制品行业指数（中信）相比年初下滑 12%。

图 90：乳制品行业指数（中信）收盘价和 PE（TTM）



数据来源：Wind、东方证券研究所（注：指数代码为 CI005331.WI）

分公司，乳品个股（除妙可蓝多）当前估值预期都处于 2019 年以来的 30% 百分位以内，整体估值水平较低；其中伊利股份、蒙牛乳业、新乳业当前估值预期处于 2019 年以来的 5% 百分位以内，低估值凸显投资性价比。

表 8：乳制品公司动态估值水平

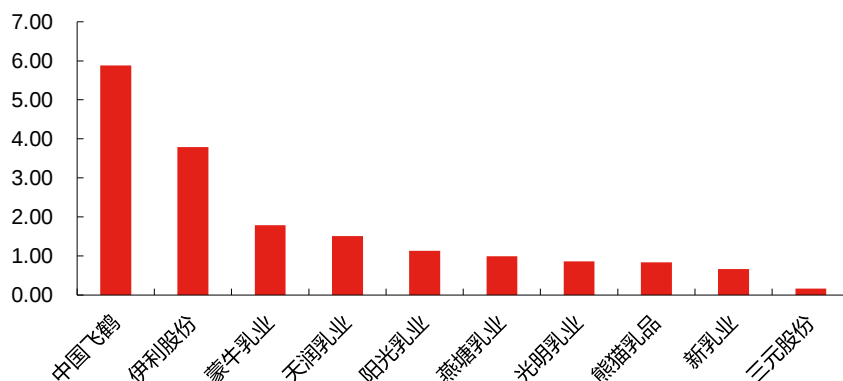
未来 12 个月预期估值		伊利股份	蒙牛乳业	光明乳业	新乳业	天润乳业	熊猫乳品	妙可蓝多	贝因美
当前估值		15	14	18	18	16	25	46	27
2019 年至今	最大值	35	34	43	60	31	68	88	79
	最小值	14	13	15	17	14	19	23	11
	中间值	19	19	22	23	20	29	33	25
	百分位	4%	4%	9%	2%	16%	12%	36%	24%
2014 年至今	最大值	35	34	43	60	57	68	88	318
	最小值	14	13	15	17	14	19	23	11
	中间值	18	19	22	23	21	29	34	26
	百分位	5%	5%	12%	2%	6%	12%	36%	5%
2009 年至今	最大值	35	34	59	60	57	68	88	318
	最小值	14	13	15	17	14	19	6	11
	中间值	19	19	23	23	21	29	33	25
	百分位	6%	5%	7%	2%	6%	12%	49%	5%

资料来源：Wind、东方证券研究所（注：估值时间为 2023 年 11 月 8 日）

● 伊利股份股息率较高，可作为防御标的进行配置

乳制品板块中，多个标的具备较高分红率。以 2022 年度分红、2023 年 11 月 13 日收盘价计算，中国飞鹤、伊利股份股息率分别为 5.9%、3.8%，处于较高水平，可作为防御标的进行配置。

图 91：乳制品标的股息率对比（%）



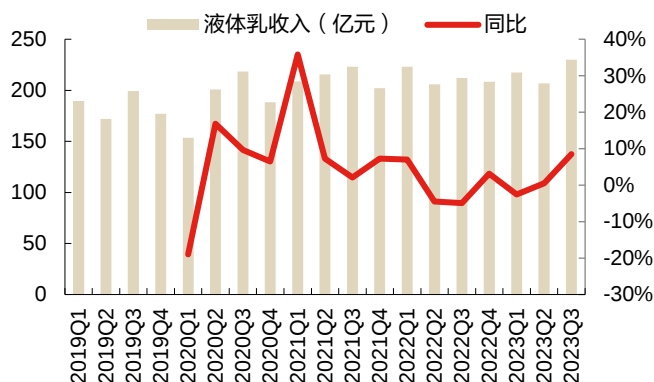
数据来源：Wind、东方证券研究所（2022 年度报告期，取 2023 年 11 月 13 日收盘价计算）

5.2 液奶有望受益需求场景修复，奶粉份额向头部集中

● 液奶需求有所复苏，有望受益需求场景修复

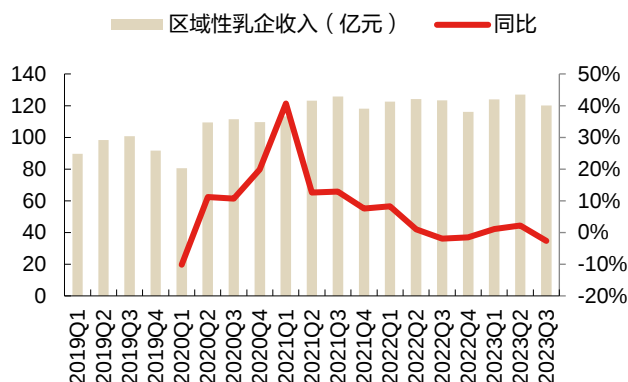
2023 年 Q1-Q3，伊利股份液体乳单季收入同比增速分别为-2.6%、+0.5%、+8.5%，Q3 双节期间液奶终端动销趋势向好，经销商备货意愿提升；送礼场景的修复助推金典增速达到 20%以上。而以光明乳业、三元股份、新乳业和天润乳业为代表的区域市场收入占比较高的乳业，23Q3 单季度合计收入增速为-2.6%。伊利股份作为具备强品牌力的全国化乳企，预计率先受益于消费场景修复、消费者需求复苏，体现液奶需求向好。展望明年，液奶消费需求主要看经济和需求场景的修复情况，明年有望在低基数下呈现弱复苏态势。

图 92：伊利股份单季度液体乳收入及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 93：区域性乳企单季度收入及增速



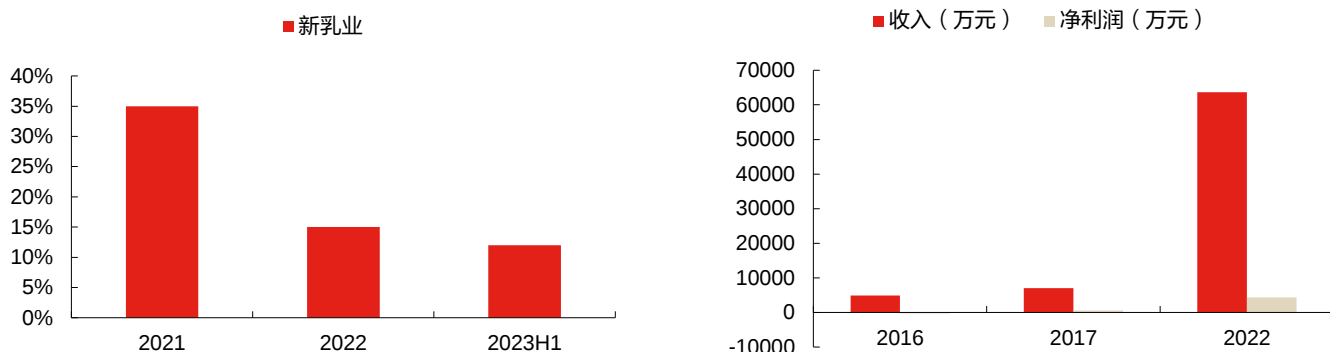
数据来源：公司公告、东方证券研究所（区域乳企包含光明乳业、三元股份、新乳业、天润乳业）

● 低温鲜奶：鲜奶增长受益于消费升级需求，高端品牌形象、优良产品品质受到青睐

一方面，随着居民健康意识增强及消费水平提升，消费趋势逐渐从常温白奶向低温鲜奶升级。头部企业中，蒙牛、伊利、光明等加速布局，区域乳企新乳业凭借“鲜立方”战略异军突起。以新乳业为例，23 年上半年鲜奶业务收入增速超过 10%，在经济疲软的大环境下增速较为亮眼；旗下以低温高端乳制品为主的子品牌唯品乳业营收同比增长超过 30%，毛利率同比增加超过 3pct，说明在鲜奶赛道中，高端品牌形象、优良产品品质受到消费者青睐。

图 94：新乳业鲜奶业务收入同比增速

图 95：唯品乳业收入、净利润



数据来源：公司公告、东方证券研究所

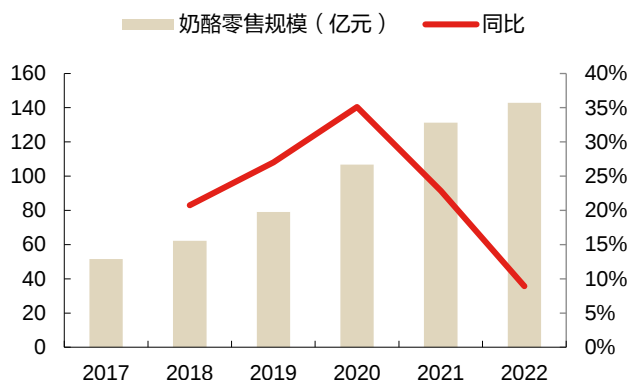
数据来源：公司公告、东方证券研究所

● 奶酪：C 端需求承压，原料价格回落将推动盈利提升

奶酪在国内仍处于产业发展的早期阶段，人均消费量低，未来增长空间大。据妙可蓝多年报、欧睿数据显示，2022 年我国奶酪零售端市场规模为 142.9 亿元，同比增长 8.9%。预计 2023 年因居民购买力下滑，奶酪作为相对非刚需的产品，C 端需求有所承压。中期来看，根据中国奶业协会《奶酪创新发展助力奶业竞争力提升三年行动方案》，到 2025 年全国奶酪产量达到 50 万吨，奶酪零售市场规模突破 300 亿元。

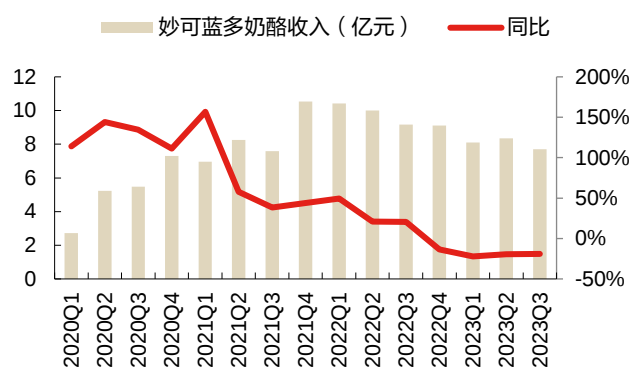
从市场格局来看，根据凯度消费者指数家庭样本组，2022 年妙可蓝多奶酪市场占有率超过 35%，奶酪棒市场占有率超过 40%，稳居行业第一并持续扩大领先优势。

图 96：国内奶酪零售市场规模及增速



数据来源：妙可蓝多年报、欧睿国际、东方证券研究所

图 97：妙可蓝多奶酪业务收入及增速

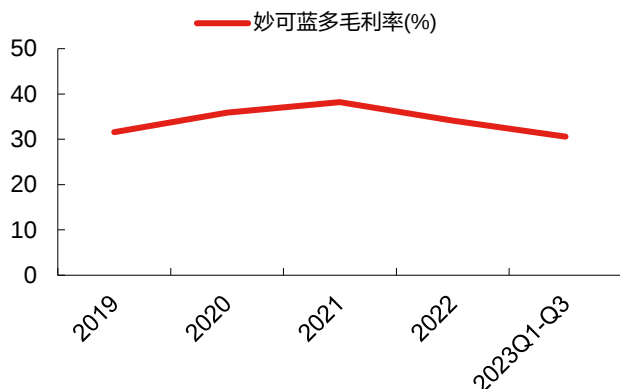


数据来源：公司公告、东方证券研究所

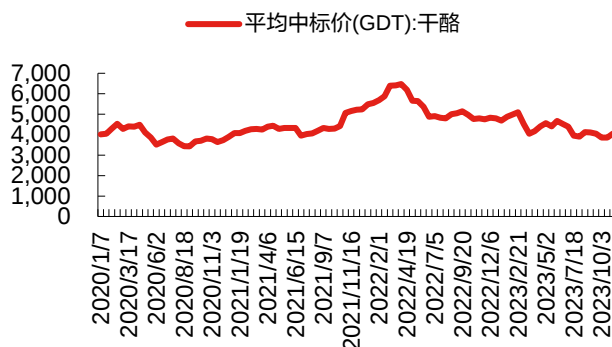
2023 年前三季度，妙可蓝多毛利率为 30.6%，同比下滑 3.8pct，主要因餐饮马苏等品类消化高成本原材料库存。2022 年 4 月以来，干酪价格回落，23 年 11 月 7 日较 22 年 4 月高点下滑 38%；以妙可蓝多为代表的奶酪企业有望受益。预计 24 年妙可蓝多毛利率有望明显回升。

图 98：妙可蓝多毛利率

图 99：干酪平均中标价（美元/吨）



数据来源：公司公告、东方证券研究所



数据来源：Wind、东方证券研究所

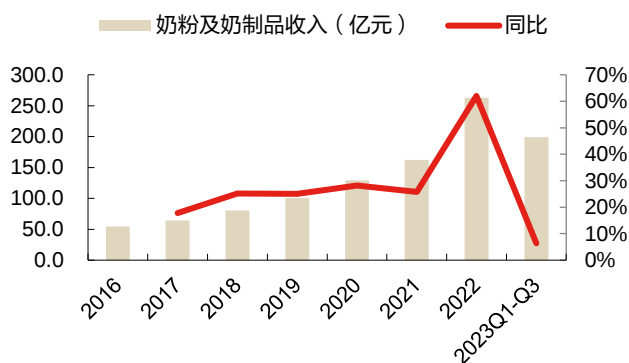
● 奶粉：小品牌出清，份额加速向头部集中

近年来，我国年新生儿人口数量持续下滑，2022年为956万人，同比下滑10.0%，导致奶粉行业消费规模受限。从竞争格局来看，2023年2月，我国奶粉新国标正式出台，未通过注册制的小品牌配方陆续出清，市场份额向具备技术优势和产品优势的头部企业集中，伊利股份、中国飞鹤等龙头企业从中受益。

23年前三季度，婴幼儿奶粉行业下滑较为明显，主要因出生人口下降导致消费量减少。23年前三季度，伊利奶粉及奶制品收入199.2亿，同比增长6%；中国飞鹤在2023H1实现收入97.4亿，同比增长0.7%；伊利、飞鹤等头部企业仍保持奶粉业务收入正增长。Q4以来，未通过注册制的小品牌配方的库存出清陆续接近尾声，行业出现向好迹象。

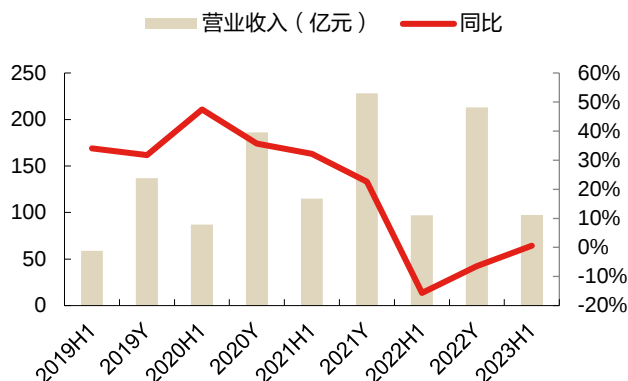
此外，龙头企业纷纷推广上市新配方和新产品，例如中国飞鹤新品卓睿渠道推力较强，表现较为亮眼；伊利将金领冠珍护的奶源全线升级为A2生牛乳，并丰富了珍护产品群。受益于头部企业的品牌力和积极推新动作，奶粉份额将进一步向头部集中。

图 100：伊利奶粉及奶制品收入及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 101：中国飞鹤营业收入及增速



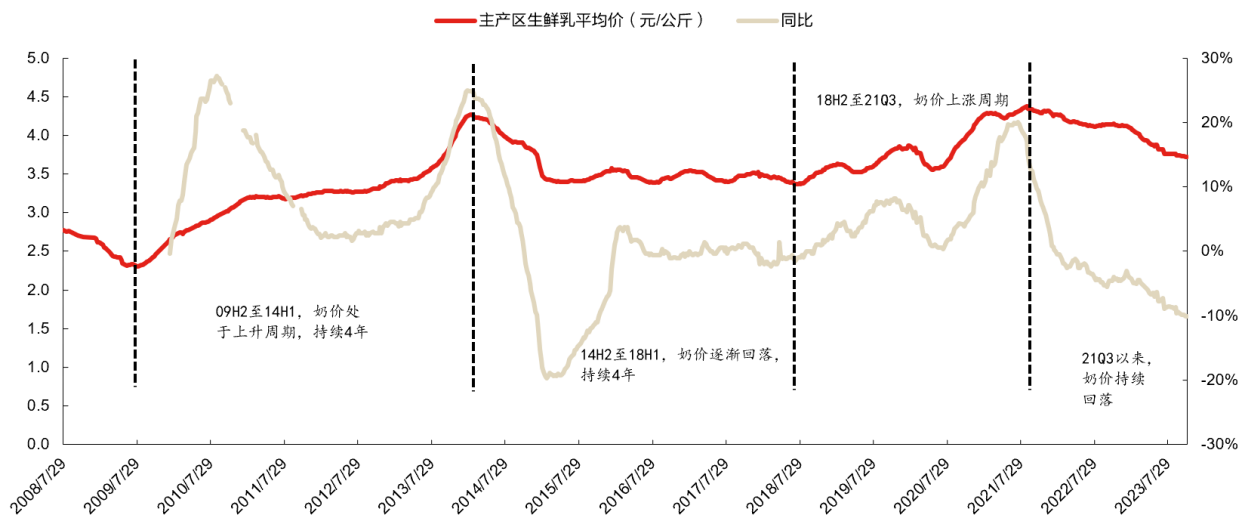
数据来源：公司公告、东方证券研究所

5.3 奶价下行、结构优化叠加费控，头部乳企盈利有望增长

● 原奶供给逐步改善，奶价持续回落，后期奶价降幅可能收窄

2021Q3起，我国原奶价格步入下行区间；2023年11月1日，我国原奶均价为3.72元/公斤，同比下滑10.1%；23年11月1日原奶价格相较2021年8月高点下降15.1%，乳企成本压力不大。

图 102：国内生鲜乳价格走势复盘

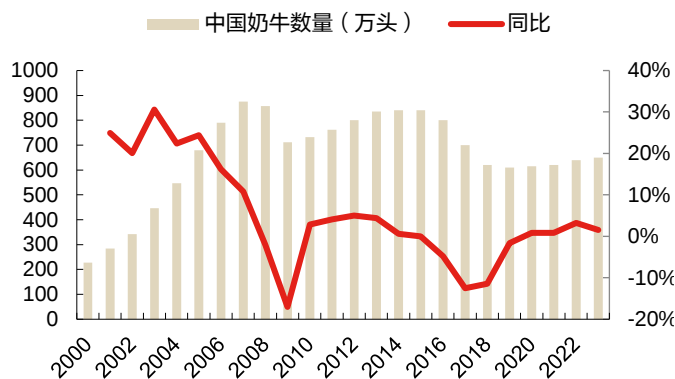


数据来源：Wind、农村农业部、东方证券研究所

从供给角度来看，奶价下滑主要受益于上游牧场产能扩张。2022 年，我国奶牛数量达到 640 万头，同比增长 3.2%，预计 2023 年我国奶牛数量达到 650 万头。奶牛数量增加主要因奶价上涨周期中乳企联合上游牧场积极扩充原奶产能。

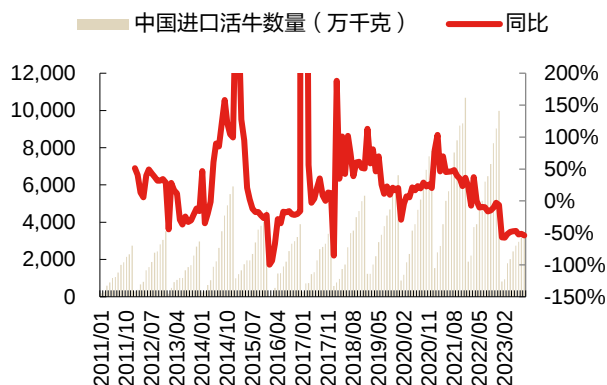
从进口端来看，2023 年 1-10 月我国累计进口活牛数量为 3298 万千克，同比下滑 54%，预计将对原奶价格形成一定支撑，24 年奶价或将企稳。

图 103：中国奶牛数量及增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 104：我国活牛进口月度累计数量及增速

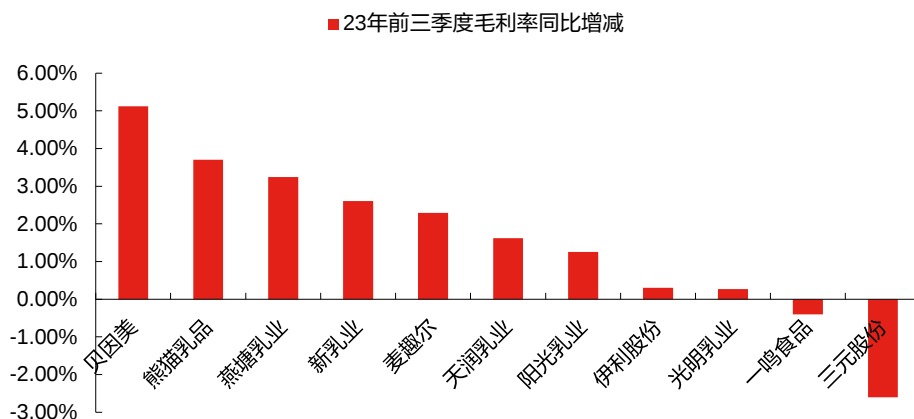


数据来源：Wind、东方证券研究所

● 奶价下行、结构优化叠加费用控制，看好后期盈利增长

原奶价格下行阶段，乳企毛利率受益。2023 年前三季度，多数乳制品上市企业毛利率同比有所提升，体现成本压力减小。

图 105：2023 年前三季度部分乳制品企业毛利率同比增减

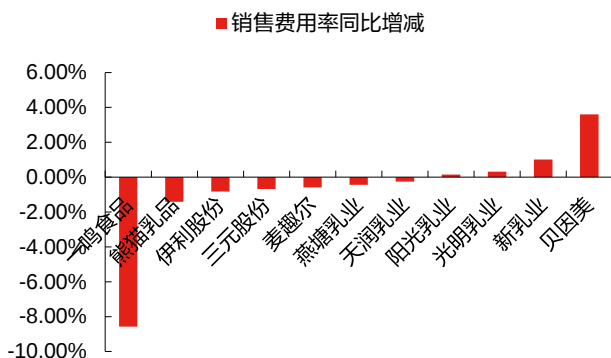


数据来源：Wind、东方证券研究所

在消费疲软的背景下，多数企业主动控费，2023 年前三季度销售费用率同比有所下降。综合来看，23 年前三季度多家乳品企业毛销差同比增加，主要得益于成本下降、费效提升。

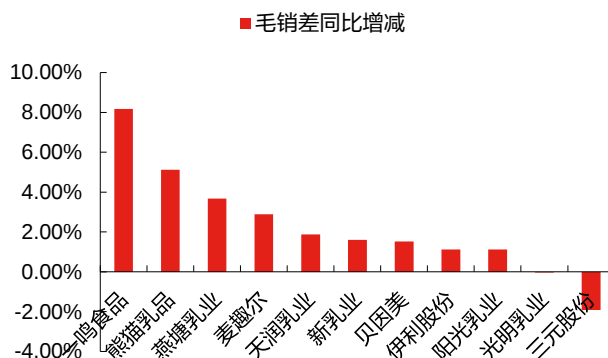
展望 2024 年，我们预计原奶价格或小幅下跌，乳制品企业预计仍将维持较高的毛利率水平；此外，仍需关注各家乳品企业费用投放节奏。

图 106：2023 年前三季度部分乳品企业销售费用率同比增减



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 107：2023 年前三季度部分乳品企业毛销差同比增减



数据来源：Wind、东方证券研究所

5.4 乳制品板块建议关注

● 伊利股份(600887，未评级)

公司是国内乳制品龙头企业，产品、品牌和渠道能力市场领先。公司主要产品中，高端白奶金典受益于消费者对营养需求的崛起和消费升级，23 年前三季度金典收入实现同比双位数增长；安慕希通过口味更新、包装升级等方式推动结构升级；奶粉和冷饮等细分品类增速较快，结构优化下引领公司盈利提升。伴随宏观经济逐渐回暖，白奶消费需求逐步复苏；伊利作为龙头企业，有望率先受益。

● 蒙牛乳业(02319，买入)

公司收入及份额在行业居前，股东和战略合作方资源丰富，液奶市占率位列行业第二。从业务条线看，蒙牛液奶端发力高端白奶特仑苏和纯甄两大战略单品，低温鲜奶发展行业领先；奶酪业务

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

通过收购妙可蓝多加速发展。在原奶价格下降和竞争趋缓的趋势下，公司盈利能力有望进一步上行。

- 新乳业(002946, 未评级)

公司为领先的区域乳企，专注于“鲜立方”战略。公司核心发展战略从外延并购转向内生增长，将专注核心区域和核心市场，推动母子品牌双向赋能成长。公司主推“24 小时”系列等低温大单品，双品牌策略+营销投入助力打造大单品，“24 小时”系列取得较快增长。公司提升对送奶入户、形象店等 DTC 渠道重视度，加强客户粘性，致力于推动 2027 年 D2C 业务规模占比达到 30%。

六、风险提示

- **消费升级不及预期风险。**由产品结构升级驱动的价格提升已成为酒饮料和乳制品行业增长的重要动力，若消费升级速度放缓，可能会影响企业收入增速及盈利表现。
- **成本上涨风险。**如果 24 年酿酒原材料、原奶、玻璃瓶等成本大幅上涨，企业提价和产品结构升级无法完全覆盖成本涨幅，可能对公司毛利率带来负面影响。
- **食品安全事件风险。**如果发生食品安全黑天鹅事件可能会影响上市公司收入业绩。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。