

推荐 (维持)

## 重点公司

统一企业中国	无评级
达利食品	增持
卫龙	增持
康师傅控股	增持
华润啤酒	增持
青岛啤酒股份	无评级
蒙牛乳业	买入
中粮家佳康	买入
阜丰集团	增持

来源：兴业证券经济与金融研究院

## 相关报告

《2023 年海外食品饮料行业投资策略：基本面触底反弹，稳增长才是硬道理》20221114

《2022 年中期海外食品饮料行业投资策略：寻找消费复苏的力量》海外行业深度研究报 20220627

## 海外研究

## 分析师：

张博

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SFC:BMM189

SAC: S0190519060002

张悦

zhangyue20@xyzq.com.cn

SAC: S0190522080006

请注意：张悦并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

海外食品饮料行业 2023 年中期策略：

## 产品结构升级，下半年成本压力有望边际改善

2023 年 6 月 25 日

## 投资要点

## ● 海外食品饮料行业 2023 年中期策略：

- **共同富裕和乡村振兴战略机遇，利好精耕低线渠道公司：**乡镇居民消费力提升，和高线城市相比，低线及乡镇人口基数大、出生率高，高线城市人口净流出趋势初现，给低线城市及乡镇带来广阔消费市场。部分公司提前布局，长期精耕低线和乡镇渠道，终端掌控力强，为消费下沉催生消费新空间。
  - **产品结构升级，大众消费品价格带上移，带动公司盈利质量提升：**食品饮料公司持续丰富产品矩阵，逐渐推出价格定位更高的高端新品，伴随新产品起量，预计未来将抬高公司整体价格带，推动盈利质量改善。以啤酒行业为例，华润、青啤等啤企通过推出高端新品及提价带动吨价上移，2022 年华润啤酒吨价较 2021 年上升 5.2%，毛利率同比提升 3.7 pcts；2023Q1，青啤吨价同比提升 4.8%，归母净利率同比提升 1.3 pcts。近期啤企纷纷推出大容量装原浆啤酒，较传统啤酒定价更高。
  - **主要原材料及包材价格环比下行，2023H2 成本压力较 2022H2 有望边际改善：**2023 年 1-5 月，大豆/小麦/玉米/棕榈油/铝/箱板纸价格回落；PET 价格 4 月达到阶段性高点，5 月环比-4.1%；糖、玻璃价格持续提升。我们判断，2023H2 各版块成本压力边际改善程度由高到低：啤酒、乳制品、食品、软饮。预计包材在成本中占比较高的企业总成本压力率先有所缓解，重点推荐啤酒子板块。原奶成本下降利好乳制品加工企业，2023 年 6 月 7 日原奶价格收于 3.84 元/kg，同比-7.2%，环比-0.3%。箱板纸及面粉价格下降有助降低食品公司成本；PET 和糖价上涨使软饮成本短期承压，积极布局无糖茶或可部分抵消糖价上涨对康师傅控股、统一企业中国成本压力的负面影响。
  - **投资建议：**据兴证全球策略团队，无论是地缘政治、港股资金面或是基本面的预期，只要出现边际改善，港股“底部拉锯战”都有望迎来 short cover 驱动的反弹。从布局节奏上，我们认为，随着港股反弹，可以适时布局短期有旺季行情+成本改善催化的啤酒板块，首推华润啤酒（00291.HK）。中长期，乡村振兴、共同富裕主线中，深耕下沉渠道的公司包括达利食品（03799.HK）、康师傅控股（00322.HK）、统一企业中国（00220.HK）、华润啤酒（00291.HK）、青岛啤酒股份（00168.HK）、农夫山泉（09633.HK）。猪周期方面，能繁母猪去化仍需要时间验证，建议关注成本控制能力较强、生鲜猪肉业务发展迅猛的中粮家佳康（01610.HK），猪后周期的阜丰集团（00546.HK）亦有配置机会。绝对收益投资者可以关注高股息标的：统一企业中国（00220.HK）、康师傅控股（00322.HK）。
- **啤酒：**下半年线下餐饮消费复苏，旺季销售强势，成本边际改善。1）销量：新品频出，高端化持续进行。2）成本及费用端：高端趋势影响销售费用，产品单价或工厂产能利用率提升或可摊薄费用率，有助利润释放。长期看啤酒行业量稳价升，强社交属性促进营销优异表现，高端化进一步扩大利润空间，首推具备较大高端化空间和强大产品矩阵的华润啤酒（00291.HK）和青岛啤酒股份（00168.HK）。
  - **乳制品：**规模方面，原奶产能提升+乳制品需求走高+政策支持+新品发力，预计 2023 年行业维持较高景气度。利润率方面，预计 2023H2 乳制品加工龙头毛销差有望修复。推荐持续开拓增长新空间的蒙牛乳业（02319.HK）。
  - **软饮及休闲食品：**消费复苏带动软饮和休闲食品销量增长。1）收入端：头部企业将加快产品迭代，提升产品附加值，持续发力高端化。2）成本端：原材料产品价格下半年回落趋势初现，如原材料价格持续下降，结合企业费用管控，有望带动 2023 年软饮及食品企业的原材料成本压力边际改善，盈利能力有所修复。推荐康师傅控股（00322.HK）、统一企业中国（00220.HK）、达利食品（03799.HK）、卫龙（09985.HK）。
  - **肉制品：**1 月去化取得较好效果，年内或有小周期。建议关注行业内成本管控能力强、生鲜猪肉业务发展迅猛的中粮家佳康（01610.HK）。
  - **风险提示：**1）产品安全问题；2）超预期激烈的市场竞争；3）新品市场推广不达预期；4）原材料成本的显著超预期波动。（完整风险提示见报告正文）

# Overweight

(Maintain)

## Food & Beverage

### Analysts

#### Bo Zhang

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SAC: S0190519060002

SFC: BMM189

#### Yue Zhang

zhangyue20@xyzq.com.cn

SAC: S0190522080006

Notice: Yue Zhang is not a license holder registered at the Securities and Futures Commission (SFC), and is not allowed to engage in regulated activities in Hong Kong

Semiannual Strategy of Investment in Food &amp; Beverage Industry in 2023:

## Product structures have upgraded, and the cost pressure in 2023H2 is expected to decline

June.25, 2023

### Investment Strategy:

#### ● Semiannual Investment Strategy on Overseas Food and Beverage Investment in 2023:

- **Common prosperity and rural revitalization strategic opportunities are beneficial to companies in the low-tier channel:** the consumption of rural residents has increased. Compared with high-tier cities, the low-tier and rural population base is larger and the birth rate is higher. The net outflow trend of high-tier cities is emerging, bringing a broad consumer market to lower-tier cities and towns. Some companies have laid out in advance, intensively cultivated low-line and township channels for a long time, and have strong terminal control, giving birth to new space for consumption to sink.
- **The upgrading of product structure and the upward mass consumer goods price band drive the improvement of the companies' profit quality:** Food and beverage companies continue to enrich the product matrix, gradually launch high-end new products with higher price positioning. With the launch of new products, it is expected to raise the company's overall price band in the future, promoting the improvement of profit quality. Taking the beer industry as an example, beer companies such as China Resources Beer Co., Ltd and Tsingtao Brewery Co., Ltd have driven the ton price up by launching high-end new products and raising prices. The ton price of China Resources Beer in 2022 increased by 5.2% year-on-year, and the gross profit margin increased by 3.7 pcts year-on-year. In 2023Q1, the ton price of Tsingtao Brewery increased by 4.8% year-on-year, and the net profit attributable to shareholders of parent company increased by 1.3 pcts year-on-year. Recently, beer companies have launched large-capacity pure beer, which is more expensive than traditional beer.
- **The prices of major raw materials and packaging materials fell, and the cost pressure in 2023H2 is expected to decline marginally compared with 2022H2:** From January to May 2023, the prices of soybean/wheat/corn/palm oil/aluminum/containerboard declined. PET prices reached a stage high in April, -4.1% month-on-month in May. The price of sugar and glass continued rising. We judge that the marginal alleviation of cost pressure in each sector in 2023H2 is from high to low: beer, dairy products, food, soft drinks. It is expected that the total cost pressure of enterprises with a high proportion of packaging materials in the cost will be eased first, and the beer sub-sector is recommended. The decline in raw milk costs is good for dairy processing enterprises, and the price of raw milk closed at 3.84 yuan/kg on June 7, 2023, -7.2% month-on-month and -0.3% day-on-day. Lower containerboard and flour prices help reduce costs for food companies. The rise of PET and sugar prices has put short-term pressure on the cost of soft drinks, and the active deployment of sugar-free tea may partially offset the negative impact of rising sugar prices on the cost of Master Kong Holdings and Uni-President China.
- **Recommended stocks: According to the global strategy team of Industrial Securities, as long as there is marginal improvement, whether it is geopolitics, Hong Kong stock capital or fundamental expectations, the "bottom tug of war" of Hong Kong stocks is expected to usher in a rebound driven by short cover. From the layout rhythm, we believe that with the rebound of Hong Kong stocks, we can timely layout the beer sector catalyzed by short-term seasonal peak and alleviation of cost pressure, CR snow Beer (00291. HK) recommended. In the medium and long term, in the main line of rural revitalization and common prosperity, companies deeply cultivating the sinking channel include Dali Food (03799. HK), Master Kong Holdings (00322. HK), Uni-President China (00220. HK), CR Snow Beer (00291. HK), Tsingtao Brewery (00168. HK), Nongfu Spring (09633. HK). In terms of pig cycle, it still takes time to verify the deification of breeding sows. It is recommended to pay attention to COFCO Jiakang (01610. HK), and Fufeng Group (00546. HK) also has allocation opportunities. Absolute return investors can focus on the high dividend targets: Unified Enterprise China (00220. HK), Master Kong Holdings (00322. HK).**
- **Beer:** Offline catering consumption is expected to recover in 2023H2, with strong sales during peak season and marginal cost improvement. 1) Sales: New products are emerging frequently, and the high-end products continue to be carried out. 2) Cost and expense: The high-end trend affects sales expenses, and the increasing of product unit price or factory capacity utilization rate may dilute expense ratio, which helps profit release. In the long run, the sales volume of beer industry is stable and prices are rising. Strong social attributes promote excellent performance in sales, and high-end further expand profit margins. It is recommended to pay attention to CR Snow Beer (00291. HK) and Tsingtao Brewery (00168. HK) with a large high-end space and a strong product matrix.
- **Dairy products:** In terms of scale, the increase of raw milk production capacity, higher demand for dairy products, policy support and new product development are expected to maintain a high industry prosperity in 2023. In terms of profit margin, it is expected that the gross sales margin of dairy processing leaders in 2023H2 is expected to recover. Mengniu Dairy (02319. HK) keeping exploring new space for growth is recommended.
- **Soft drinks and snack foods:** Sales of soft drinks and snack foods increased due to the recovery of consumption. 1) Revenue: Leading enterprises will accelerate product iteration, enhance product added value, and continue to make efforts to the high-end market. 2) Cost side: In 2023H2, the price of raw materials began to show a downward trend. The continuous decline in raw material prices, combined with enterprise expense control, is expected to drive the marginal alleviation of raw material cost pressure of soft drink and food enterprises in 2023, and the profitability will be repaired. It is recommended to pay attention to Master Kong Holdings (00322. HK), Uni-President China (00220. HK), Dali Foods (03799. HK) and Weilong (09985. HK).
- **Meat products:** The de-capacity effect is good in January, and there may be a small cycle within the year. It is recommended to pay attention to COFCO Jiakang (01610. HK).
- **Risk warning:** 1) product safety issues; 2) fierce market competition beyond expectations; 3) the market promotion of new products does not meet expectations; 4) Significantly fluctuations in raw material costs. (See the full risk warning in the body of the report)

## 目 录

1、2023 年中期港股食品饮料行业投资策略.....	6 -
1.1、行情回顾 .....	6 -
1.2、荐股逻辑 .....	7 -
2、2023H2 重点关注的基本面变化.....	8 -
2.1、共同富裕和乡村振兴战略机遇，利好精耕低线市场渠道公司 .....	8 -
2.2、产品结构升级，带动公司盈利质量提升.....	10 -
2.3、主要原材料及包材价格下行，2023H2 成本压力较 2022H2 有望边际改善 -	17 -
3、港股食饮各板块 2022 年业绩复盘.....	21 -
3.1、啤酒：2022 超旺季行情带动全年销量，2023H2 关注成本+吨价 .....	21 -
3.2、乳制品：料 2023H2 成本改善，毛销差修复.....	23 -
3.3、软饮食品：量价齐升或重现，成本压力边际改善.....	25 -
3.4、肉制品：1 月去化取得较好效果，年内或有小周期.....	27 -
4、行业关键数据跟踪 .....	30 -
4.1、宏观 .....	31 -
4.2、包材价格 .....	32 -
4.3、原材料成本 .....	33 -
4.4、成品 .....	34 -
5、投资建议 .....	35 -
6、风险提示 .....	38 -

## 图表目录

图 1、恒生指数及恒生消费品制造及服务业指数走势.....	- 6 -
图 2、2023 年初至今必需消费品细分板块涨跌幅.....	- 6 -
图 3、恒生必需消费品指数成分股涨跌幅 .....	- 6 -
图 4、2023 年 1 月 3 日-2023 年 6 月 15 日恒生指数 R 及恒生必需消费 R 累计涨跌幅 .....	- 7 -
图 5、2023 年 1 月 3 日-2023 年 6 月 15 日恒生必需消费 R 与恒生指数 R 环比涨跌幅差值 .....	- 7 -
图 6、农村居民历年人均可支配收入与消费支出.....	- 8 -
图 7、不同城市等级人口占比 .....	- 8 -
图 9、卫龙覆盖县域数量及零售终端数量变化 .....	- 10 -
图 10、蒙牛“镇村通”项目直控的镇村网点数量 .....	- 10 -
图 11、华润雪花纯生、雪花全麦纯生单位价格对比.....	- 13 -
图 12、各公司吨价变化 .....	- 13 -
图 13、原浆啤酒相对工业啤酒价格更高 .....	- 14 -
图 14、卫龙 2022 年调味面制品、蔬菜制品、豆制品及其他制品单位价格对比 ...	- 15 -
图 15、达利食品和其正凉茶茶饮料、和其正薏元茶单位价格对比.....	- 15 -
图 16、2021 年 3 月 22 日-2023 年 6 月 15 日大豆、小麦、玉米国际现货价....	- 17 -
图 17、中国大麦进口平均单价 .....	- 18 -
图 18、棕榈油价格走势 .....	- 18 -
图 19、中国面粉平均批发价 .....	- 18 -
图 20、白砂糖现货价 .....	- 18 -
图 21、2022 年青岛啤酒制造成本构成.....	- 19 -
图 22、啤酒企业 2023Q1 盈利能力较 2022Q1 有所提升 .....	- 19 -
图 23、卫龙包装材料、原材料成本及占比 .....	- 20 -
图 24、头部啤酒公司营业收入 .....	- 22 -
图 25、头部啤酒公司啤酒销量 .....	- 22 -
图 26、头部啤酒公司啤酒单价 .....	- 22 -
图 27、头部啤酒公司高端或中高端产品销量占比提升.....	- 22 -
图 28、头部啤酒公司归母净利润 .....	- 23 -
图 29、头部啤酒公司归母净利润率 .....	- 23 -
图 30、乳企收入及同比增速 .....	- 24 -
图 31、乳企毛利率 .....	- 24 -
图 32、乳企销售费用率 .....	- 25 -
图 33、乳企毛销差 .....	- 25 -
图 34、乳企归母净利润及同比增速 .....	- 25 -
图 35、乳企归母净利率 .....	- 25 -
图 36、康师傅 2017-2022 年收入及增速：分业务 .....	- 26 -
图 37、统一 2017-2022 年收入及增速：分业务 .....	- 26 -
图 38、农夫山泉 2017-2022 年收入及增速：分业务 .....	- 27 -
图 39、农夫山泉各产品业务收入结构占比 .....	- 27 -
图 40、达利食品 2019-2022 年收入及增速：分业务 .....	- 27 -
图 41、卫龙 2019-2022 年收入及增速：分业务 .....	- 27 -
图 42、2021-2022 年农夫山泉、康师傅、统一毛利润 .....	- 27 -
图 43、2021-2022 年农夫山泉、康师傅、统一归母净利润 .....	- 27 -
图 44、中国能繁母猪存栏量 .....	- 28 -
图 45、中国猪肉消费量 .....	- 28 -
图 46、2007 年 1 月 5 日-2023 年 6 月 9 日生猪均价走势 .....	- 28 -



图 47、2021 年 6 月起我国能繁母猪存栏量 .....	- 29 -
图 48、我国能繁母猪存栏量同比及环比走势 .....	- 29 -
图 49、我国生猪出栏量及同比 .....	- 29 -
图 50、我国生猪平均重量：广东 .....	- 29 -
图 51、我国生猪定点屠宰企业屠宰量 .....	- 29 -
图 52、我国猪肉进口量及同比增速 .....	- 29 -
图 53、2023 年 5 月 CPI 指数同比+0.2% .....	- 31 -
图 54、2023 年 5 月 CPI 食品同比+1.0%，非食品同比持平 .....	- 31 -
图 55、2023 年 5 月官方制造业 PMI 指数为 48.8% .....	- 31 -
图 56、2023 年 5 月财新中国 PMI 指数为 50.9% .....	- 31 -
图 57、2023 年 3 月消费者信心指数为 94.9 .....	- 31 -
图 58、2023 年 5 月社零增速为 12.7% .....	- 31 -
图 59、2023 年 5 月限额以上零售增速为 11.1% .....	- 32 -
图 60、2023 年 6 月 15 日美元/港元汇率收于 7.16/ 0.92 .....	- 32 -
图 61、2023 年 6 月 15 日箱板纸价格为 4800 元/吨 .....	- 32 -
图 62、2023 年 6 月 15 日打包易拉罐价格为 13000 元/吨 .....	- 32 -
图 63、2023 年 6 月 10 日玻璃价格 2061.3 元/吨 .....	- 32 -
图 64、2023 年 6 月 15 日原油期货结算价 70.62 美元/桶 .....	- 32 -
图 65、2023 年 6 月 7 日原奶价格收于 3.84 元/公斤 .....	- 33 -
图 66、2023 年 6 月 15 日棕榈油价格收于 7293.3 元/吨 .....	- 33 -
图 67、2023 年 6 月 9 日面粉价格收于 4.48 元/公斤 .....	- 33 -
图 68、2023 年 5 月大麦进口平均单价 359.76 美元/吨 .....	- 33 -
图 69、2023 年 6 月 15 日大豆价格收于 4774 元/吨 .....	- 33 -
图 70、2023 年 6 月 9 日白砂糖价格收于 11.4 元/公斤 .....	- 33 -
图 71、2023 年 6 月 15 日豆油价格收于 7734 元/吨 .....	- 34 -
图 72、2023 年 6 月 15 日玉米价格收于 2775 元/吨 .....	- 34 -
图 73、2023 年 6 月 15 日生猪价格收于 7.30 元/斤 .....	- 34 -
图 74、2023 年 4 月啤酒累计产量同比+8.8% .....	- 34 -
图 75、2023 年 4 月软饮料累计产量同比+5.0% .....	- 34 -
图 76、2023 年 4 月乳制品累计产量同比+5.3% .....	- 34 -
表 1、雪花主要中高档啤酒品牌 .....	- 11 -
表 2、喜力主要高档啤酒品牌 .....	- 11 -
表 3、青岛啤酒主要中高档啤酒品牌 .....	- 12 -
表 4、青岛啤酒及华润啤酒产品矩阵 .....	- 13 -
表 5、蒙牛乳业产品矩阵 .....	- 15 -
表 6、农夫山泉、康师傅控股、统一企业中国瓶装水产品线 .....	- 16 -
表 7、康师傅控股、统一企业中国软饮料（除瓶装水）及休闲食品产品线 .....	- 16 -
表 8、2023 年 3 月华东地区即饮茶畅销产品 TOP10 .....	- 20 -
表 9、啤酒公司毛利率、销售费用率、管理费用率 .....	- 23 -
表 10、重点个股涨跌及估值跟踪（港股） .....	- 35 -
表 11、港股重点公司盈利预测与估值表（6 月 15 日） .....	- 37 -

## 1、2023 年中期港股食品饮料行业投资策略

### 1.1、行情回顾

2023 年 1 月 1 日至 6 月 15 日，恒生必需消费品指数跑输恒指 10.0 pcts。2023 年 1 月 1 日至 2023 年 6 月 15 日恒指累计跌幅为 1.9%；恒生消费指数累计跌幅为 11.9%，恒生必需消费品指数累计跌幅为 11.9%，跑输恒指 10.0 个百分点，恒生非必需消费品指数累计跌幅为 3.5%，跑输恒指 1.6 个百分点。其中，下跌幅度较大的包括包装食品类别的周黑鸭，个人护理类别的 H&H 国际控股，食品添加剂类别的颐海国际和乳制品类别的中国飞鹤。

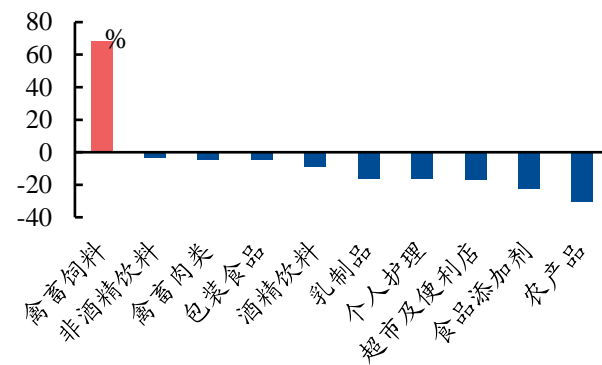
图 1、恒生指数及恒生消费品制造及服务指数走势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：更新至 2023 年 6 月 5 日

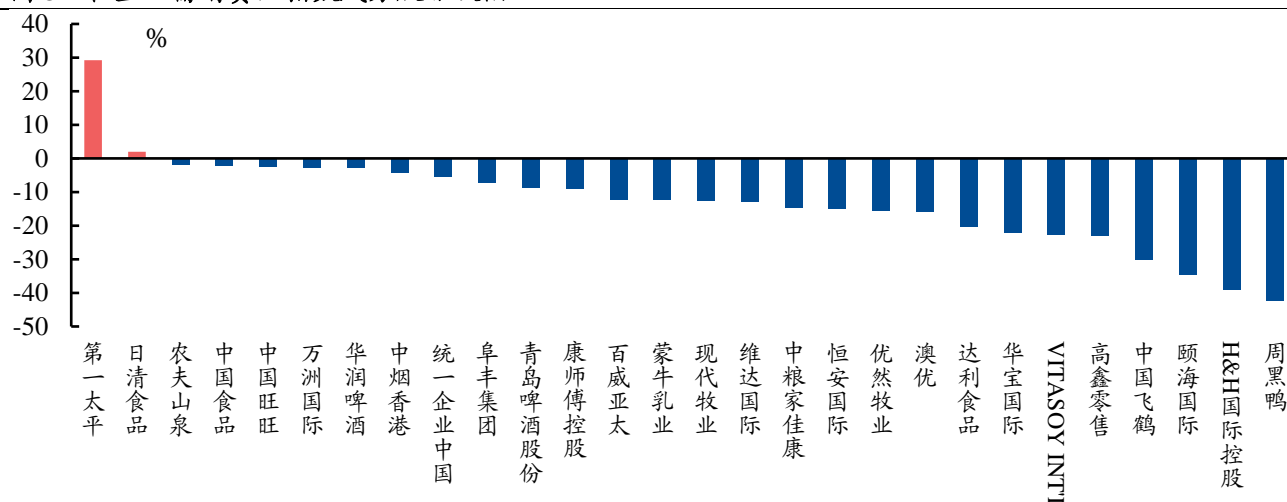
图 2、2023 年初至今必需消费品细分板块涨跌幅



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：以 2022.12.31 收盘价为基准，更新至 2023 年 6 月 15 日收盘价；行业分类参照“港交所行业类”

图 3、恒生必需消费品指数成分股涨跌幅

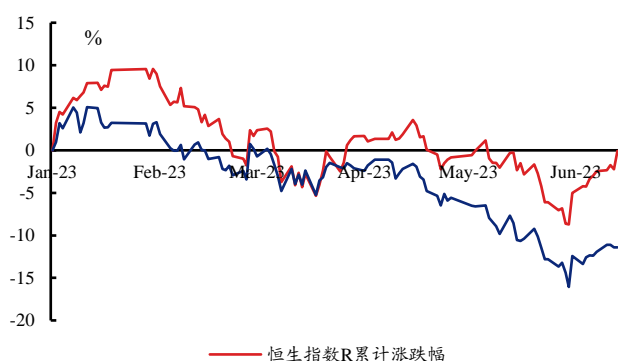


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：以 2022 年最后一个交易日（2022.12.31）收盘价为基准，更新至 2023 年 6 月 15 日收盘价

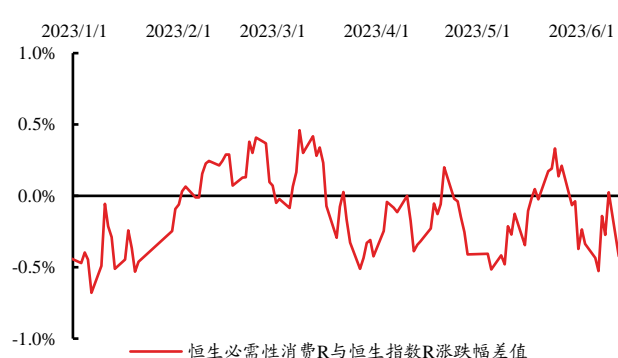
比较恒生必需消费全收益指数（恒生必需消费 R）与恒生全收益指数（恒生指数 R），2023 年初以来，由于恒生科技等其他指数大幅上涨，必需消费 R 累计涨跌幅基本低于恒生指数 R；但从日环比涨跌幅角度看，2 月中旬至 3 月中旬及 5 月下旬，必需消费 R 日环比涨幅明显超过恒生指数 R。

图 4、2023 年 1 月 3 日-2023 年 6 月 15 日恒生指数 R 及恒生必需消费 R 累计涨跌幅



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2023 年 1 月 3 日-2023 年 6 月 15 日恒生必需消费 R 与恒生指数 R 日环比涨跌幅差值



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：7 项移动平均

## 1.2、荐股逻辑

2023 年下半年，港股食品饮料板块行情或遵循三条主线演绎：

1) 营收端：产品结构升级带动盈利质量提升。推荐标的包括：华润啤酒、青岛啤酒股份、达利食品、卫龙。

2) 利润端：原材料及包材价格下行带动的成本压力边际改善。

而由于成本结构的差异，各类包材、原材料价格的变化对不同板块企业成本的作用各异：我们判断，2023H2 各板块成本压力边际改善程度由高到低：啤酒、乳制品、食品、软饮。推荐标的包括：华润啤酒、青岛啤酒股份、蒙牛乳业。

3) 消费结构：共同富裕及乡村振兴背景下，精耕低线市场渠道的公司。推荐标的包括：达利食品、康师傅控股、统一企业中国、华润啤酒、青岛啤酒股份、农夫山泉。

据兴证全球策略团队，无论是地缘政治、港股资金面或是基本面的预期，只要出现边际改善，港股“底部拉锯战”都有望迎来 short cover 驱动的反弹。从布局节奏上，我们认为，随着港股反弹，可以适时布局短期有旺季行情+成本改善催化的啤酒板块，首推华润啤酒（00291.HK）。中长期，乡村振兴、共同富裕主线中，深耕下沉渠道的公司包括达利食品（03799.HK）、康师傅控股（00322.HK）、统一企业中国（00220.HK）、华润啤酒（00291.HK）、青岛啤酒股份（00168.HK）、农夫山泉（09633.HK）。猪周期方面，能繁母猪去化仍

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

需要时间验证，建议关注成本控制能力较强、生鲜猪肉业务发展迅猛的中粮家佳康（01610.HK），猪后周期的阜丰集团（00546.HK）亦有配置机会。绝对收益投资者可以关注高股息标的：统一企业中国（00220.HK）、康师傅控股（00322.HK）。

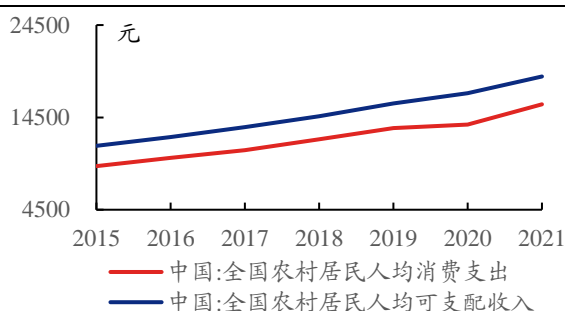
## 2、2023H2 重点关注的基本面变化

### 2.1、共同富裕和乡村振兴战略机遇，利好精耕低线市场渠道公司

乡镇居民消费力不断提升，低线市场拥有较大发展空间。随着经济水平的发展和提高，三四线城市的居民收入在一定程度上有所提高。国家统计局数据显示，2017年-2022年，乡村居民人均可支配收入CAGR为8.4%，人均消费支出CAGR为8.7%，乡村居民消费能力相较以往显著提升。2023Q1，全国城镇居民人均可支配收入增长4.0%，农村居民人均可支配收入增长6.1%；城镇居民人均消费支出增长4.8%。农村居民人均消费支出5.5%，农村居民人均可支配收入和人均消费增长的幅度均超过城镇居民。收入提升带动低线城市消费潜力提升，同时，低线城市生活节奏较慢，消费者闲暇时间更多，休闲零食的需求相对更旺盛。据摩根士丹利，预计到2030年下沉消费市场规模将达9.7万亿美元，低线城市的饮食市场具有较大的发展空间。

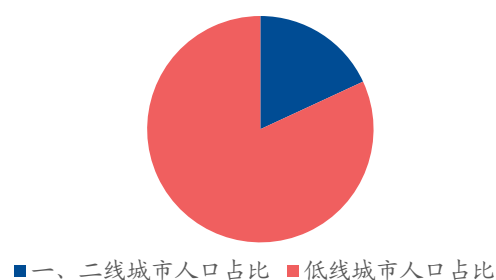
低线城市和乡镇人口基数大，出生率比高线城市更高，加之高线城市人口向中低线城市迁移趋势初现，给低线城市和乡镇带来广阔消费市场。据第七次人口普查，中国一、二线城市人口大约占总人口的18.1%，三线及以下城市人口占比超过八成，规模接近11亿人，低线城市和乡镇人口基数大。第六次人口普查中农村生育率为1.44，城镇生育率为1.15；2015年全国、城镇、乡村未经修正的总和生育率分别为1.05、0.91、1.27。乡镇地区生育率显著高于城镇地区。据各层级部分代表城市2022年人口增量情况看，一线城市出现人口净流出，而大量二线城市及部分三线城市人口则出现不同程度的增长。高人口基数、高人口出生率及高线城市人口向中低线城市迁移趋势从长期体现出下沉消费市场的广阔发展空间。

图 6、农村居民历年人均可支配收入与消费支出



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

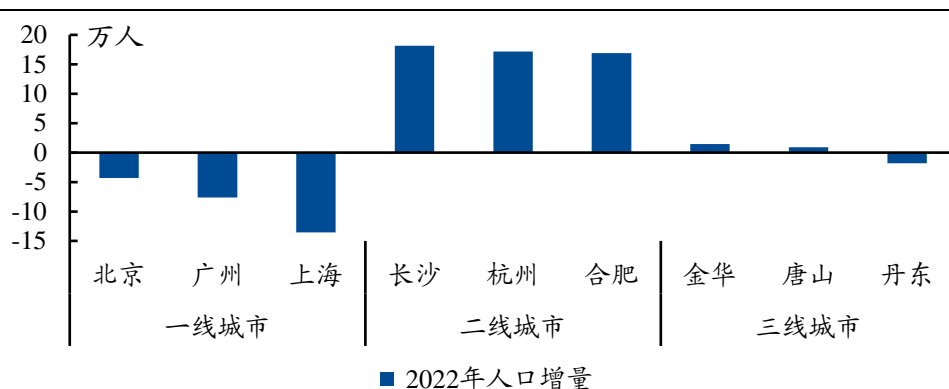
图 7、不同城市等级人口占比



资料来源：第七次人口普查，兴业证券经济与金融研究院整理



图 8、2022 年一、二、三线代表城市人口增量



资料来源：2022 年各城市国民经济和社会发展统计公报，兴业证券经济与金融研究院整理

部分公司精耕低线城市和乡镇渠道，加强终端掌控力，为消费下沉催生消费新空间。

#### 1) 软饮及食品：

统一企业中国费用管控力度加大，大包赚策略成效明显。统一自 2019 年开始实行“大包赚”制度，以“分区划片搞承包、自主经营做老板”的经营理念扩大承销商规模，同时严控费用。2022 年，统一销售及推广费用率、行政费用率分别为 20.8%、3.7%，同比-1.1 pcts、-0.5 pcts。

康师傅深化核心城市直营二阶改革，推进乡镇市场下沉，并保障二阶客户的利润空间，加强终端控制力。

农夫山泉以品牌影响力推进线下新零售渠道发展。农夫山泉 2016 年开展经销商渠道改革，采取扁平化管理模式，发挥数字化系统优势，保持强把控力度与高粘性。此外，新消费模式下，农夫山泉拓展自动贩卖机、芝麻店等直营渠道辅助营销。

达利集团在全国范围内建立多个食品饮料基地，快速触达终端。达利与超过六千个经销商建立起长期稳定的商业关系，实现终端网点规模化扩张，覆盖数百万销售终端，结合全国三十六个食品饮料基地，使得新品能高效触达大众消费群体，且渠道协同效应显著，为更好地释放多品牌多品类的潜力打下坚实基础。

卫龙持续改进优化销售渠道，积极拓展线上渠道，坚定推进渠道下沉，辅销与助销模式逐步强化终端控制力。截至 2021 年底，卫龙经销商所覆盖县域数量达到 623 个，渗透率达 34%（以县级市、县、自治县计）。

#### 2) 啤酒：

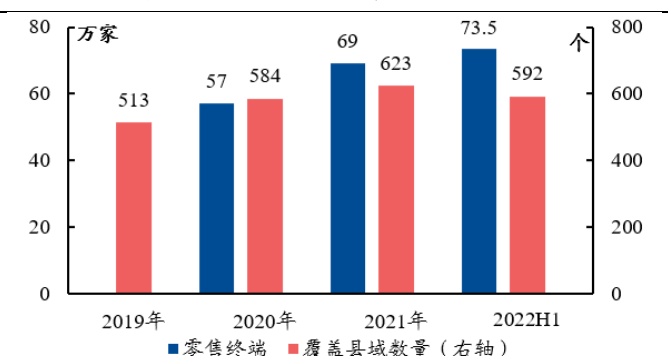
华润啤酒持续推进“决战高端”战略落地，通过主题推广和渠道营销重点培养高端品牌，拥有较强的品牌力。青岛啤酒重点推进中低线城市业务，在二线及以下

市场拥有领先地位，公司拥有“青啤主品牌+崂山啤酒”双品牌组合，青岛啤酒主品牌形成了一体两翼的“纯生+经典+超高端+新特”品牌组合，青岛啤酒品牌定位中高端以上，崂山啤酒定位为全国性大众啤酒，差异化定位鲜明。

### 3) 乳制品:

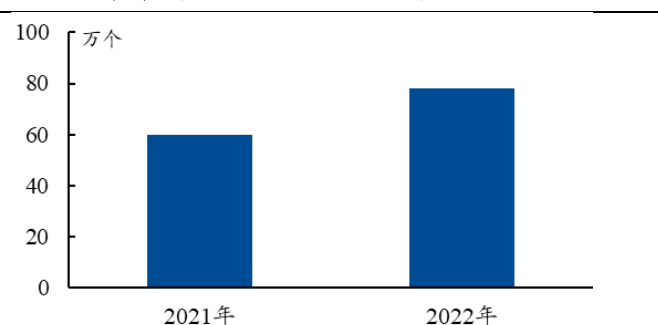
高端白奶、常温酸奶企业持续受益于下沉市场渗透率提升。蒙牛自 2019 年开始扁平化和精细化渠道管理改革。2021 年，蒙牛常温奶产品结构升级，同时推进通路精耕与市场下沉，2022 年末，蒙牛“镇村通”项目直控的镇村网点超 78 万家。

图 9、卫龙覆盖县域数量及零售终端数量变化



资料来源：卫龙招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、蒙牛“镇村通”项目直控的镇村网点数量



资料来源：蒙牛年报，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、产品结构升级，带动公司盈利质量提升

食品饮料持续丰富产品矩阵，逐渐推出价格定位更高的高端新品，伴随新产品起量，预计未来将抬高公司整体价格带、提升毛利率、带动盈利质量改善。

### 1) 啤酒企业:

华润、青啤等啤企通过推出高端新品及提价带动吨价上移，进而带动盈利水平提升。2022 年华润啤酒吨价较 2021 年上升 5.2%，毛利率同比提升 3.7 pcts；2023Q1，青啤吨价同比提升 4.8%，归母净利率同比提升 1.3 pcts。

华润集团布局“4+4”多元品牌矩阵，针对不同价格带及消费群体均有优势产品布局，产品结构持续升级。华润自 2017 年提出“3+3+3”高端转型计划，产品矩阵的扩张显著提速。现已形成以 SuperX、马尔斯绿、匠心营造、脸谱组成的 4 款国内品牌以及喜力、苏尔、红爵、虎牌组成的 4 款国际品牌结合的产品矩阵，“4+4”产品价格带覆盖宽广，从次高（8-10 元）到超高（18 元以上）不等，各价格带均有优势产品布局。同时，华润持续推出高端与超高端新品，包括高端酒“黑狮果啤”、“雪花全麦纯生”、超高端烈性啤酒“酿醴”，迎合现代年轻人聚会与健康双重需求。2022 年整体啤酒销量较 2021 年上升 0.4%，其中次高档及以上啤酒销量较 2021 年增长约 12.6%，高端产品的占比从 17% 提升至 19%。就单品而言，2022 年，高端产品喜力销量继续保持两位数的增长。产品结构升级

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

加之公司对部分产品的价格进行了适度调整，公司产品平均售价整体较 2021 年上升 5.2%，带动公司毛利水平较去年增长 3.7%。

表 1、雪花主要中高档啤酒品牌

产品	勇闯天涯	SuperX	纯生	黑狮	马尔斯绿	匠心营造	脸谱
级别	中档	中高档	高档	高档	高档	高档	高档
ASP (RMB/500 ml)	7	9-10 主	10-12	10-12	12-15	15-18	18-20
酒精度≥	2.5 度	3.3 度	2.5 度	白啤 4.1 度/ 果啤 4.5 度	2.5 度	3.3 度	男 4.1/ 女 2.5 度
原麦汁浓度	8°p	9°p	8°p	11.8°p	8°p	10°p	男 11.5/女 8°p
保质期	180 天	180 天	180 天	白啤 360 天/ 果啤 270 天	180 天	270 天	270 天
口感工艺	口感柔和， 二段浸出法 糖化工艺	清爽，柑橘 香，二段浸 出法糖化工 艺	口味纯净	苦味适中， 自然清新	清爽，香 柠风味	纯净饱满， 低温缓慢发 酵工艺	口感浓郁清 纯，煮出法 糖化工艺
麦芽	部分进口澳 麦、加麦	部分进口澳 麦、加麦	100%澳 麦、加麦	低溶解度小 麦芽	100%进口 全麦芽	100%加 麦、澳麦和 慕尼黑麦	100%澳 麦、加麦
酒花	萨兹香花+ 马格努门苦 花	萨兹香花+ 马格努门苦 花	萨兹香花+ 马格努门苦 花	/	100%进口 酒花	赫斯布鲁克 香花+马格 努门苦花	捷克萨兹香 花，德国酵 母
上市时间	2005	2018	2009	2019/2022	2019	2018	2020
图片示例							

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理 注：现饮价格 10 元/500ml 以上为高档

表 2、喜力主要高档啤酒品牌

产品	喜力 Heineken	喜力星银 Heineken	喜力 0.0 Heineken	虎牌晶纯 Tiger	虎牌原味 Tiger	红爵 Amstel	苏尔 Sol	亡命之徒 Desperado s
级别	高档	高档	高档	高档	高档	高档	高档	高档
ASP (RMB/500 ml)	15-18	15-18	15-18	12-15	12-15	15-18	18-20	20-22
酒精度≥	5 度	4 度	0 度	4 度	4.5 度	3.3 度	4.5 度	5.9 度
原麦汁 浓度	11.4°p	9.5°p	5.3°p	10°p	11.5°p	8.5°p	11.9°p	15.2°p
保质期	365 天	365 天	365 天	365 天	365 天	360 天	365 天	365 天
口感工艺	起源 荷 兰，浓郁 醇香，淡 淡果香， 28 天卧罐 慢酿	起源 荷 兰，顺滑 爽口，口 感均衡全 麦酿造， 卧罐发酵	起源 荷 兰，清爽 柔和，真 空蒸馏温 和去除酒 精	起源新加 坡，甘醇 清爽，独 特冷过滤 技术	起源新加 坡，口感 独特，带 热带拉 格酿造工 艺	起源 欧 洲，全 麦，清 爽，新 爽口	起源 墨 西哥， 清爽， 耐光， 啤酒花 酿造	荷兰进 口，龙舌 兰风味， 甘甜、柠 檬香
上市时间	/	2020	2023	2004	/	2021	2020	2020

图片示例



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理 注：现饮价格 10 元/500ml 以上为高档

**青岛啤酒完善产品结构体系，高端化与提价结合带动总体销量与收入的提升。**

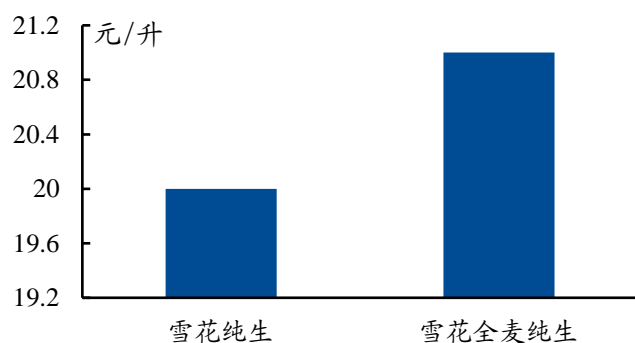
青啤采取“1+1”品牌策略，将面对中高端啤酒消费市场的“青岛品牌”主品牌与主推大众消费市场的“其他品牌”相结合，共同构成了覆盖全国市场的完善的品牌和产品结构体系。在主品牌市场，青啤 2020 年开创百年系列超高档产品引领了国内啤酒市场的提质升级潮流，公司随后推出原浆生啤、青岛白啤等新特产品以巩固和提升公司在中高端市场的竞争优势。2022 年，青岛啤酒中高端以上产品实现销量 293 万千升，同比增长 4.99%，高于全品类销量增速 2.6%。在其他品牌市场，青啤提升了中端产品价格。如 2022 年崂山啤酒零售价从 3-4 元提升至 5-6 元。销量增加加之青啤吨酒价的提升，将带动公司总体收入的增长。

表 3、青岛啤酒主要中高档啤酒品牌

产品	青岛纯生	白啤	黑啤	奥古特	皮尔森	IPA	琥珀拉格	鸿运当头
级别	中档	高档	高档	高档	高档	高档	超高档	超高档
ASP (RMB/500 ml)	9-10	12-15	12-15	12-15	15-18	18-20	25-30	30-33
酒精度≥	3.3 度	4.0 度	4.1 度	4.7 度	4.0 度	5.2 度	5.5 度	4.3 度
原麦汁浓度	10°p	11°p	12°p	12°p	10.5°p	14°p	13.8°p	11°p
保质期	360 天	365 天	365 天	365 天	240 天	365 天	365 天	365 天
口感工艺	口感新鲜清爽、纯净柔和	口感丰满，顺滑细腻	口感醇厚，焦香浓郁	起源德国，口感厚重、丰富而均匀	起源捷克，泡沫丰富，香味浓郁且持久	口感醇厚，拥有水果酯香，入口回甘	具有麦香与焦糖香，酒体顺滑，口感柔和	酒体醇厚柔和、香醇爽口、泡沫洁白细腻
上市年份	/	2015	/	2012	2016	2018	2020	2014
图片示例								

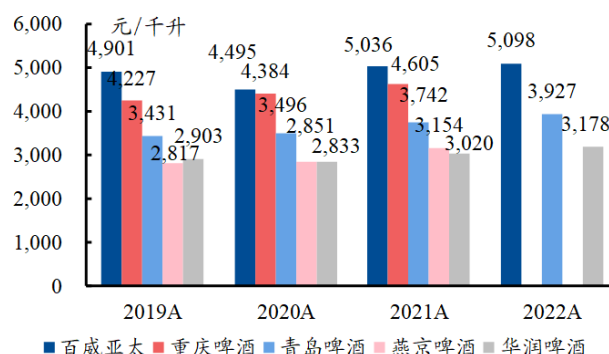
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理 注：现饮价格 10 元/500ml 以上为高档

图 11、华润雪花纯生、雪花全麦纯生单位价格对比



资料来源：天猫，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、各公司吨价变化



资料来源：青岛啤酒年报，兴业证券经济与金融研究院整理

伴随中高档产品不断推出，华润啤酒及青岛啤酒的产品日益多样，价格带持续上移。2022 年，华啤与青啤营收分别增长 5.6%、6.7%，主要由销售单价驱动，青啤、华润销售单价分别+4.9%、+5.2%，而销量分别+1.8%、+0.4%。以中高端市场为主的青岛啤酒主品牌成营收增长核心驱动力，2020-2022 年，青岛啤酒主品牌在青啤营收中占比分别为 63.1%、66.7%、67.6%；2022 年，青啤收入增量中约 80.1%来自青岛啤酒主品牌收入增长。

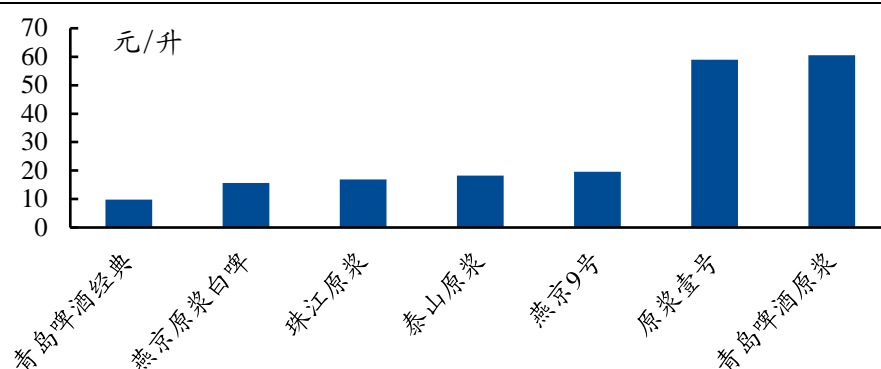
表 4、青岛啤酒及华润啤酒产品矩阵

产品	青岛啤酒	华润啤酒
战略占位（百元以上）	一世传奇（2022 年推出） 百年之旅（2020 年推出） 琥珀拉格（2020 年推出） 全麦白啤（2019 年升级）	醴（2021 年推出）
超高档（12 元以上）	IPA（2018 年推出） 皮尔森/鸿运当头/青岛啤酒原浆/黑啤/奥古特/逸品纯生	脸谱（2020 年推出） 苏尔（2020 年引进） 亡命之徒（2020 年引进） 匠心营造（2018 年推出）
高档（10-12 元）	青岛纯生	喜力 0.0（2023 年推出） 红爵（2021 年引进） 喜力星银（2020 年推出） 喜力经典（2019 年收购） 马尔斯绿（2019 年推出） 雪花纯生
次高档（8-10 元）	经典 1903（2020 年推广）	SuperX（2018 年推出）
主流（6-8 元）	青岛经典	勇闯天涯
低档（5 元及以下）	崂山啤酒/汉斯等	雪花清爽/金威等

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理



图 13、原浆啤酒相对工业啤酒价格更高



资料来源：天猫，兴业证券经济与金融研究院整理

以大容量装原浆啤酒为例，其凭借“新鲜+浓度+口感”满足消费者个性化需求，和工业啤酒相比，原浆啤酒价格往往更高，拉升整体价格带，提高利润率。

2013 年-2015 年，以泰山原浆、雪花原浆壹号、青岛原浆、燕京原浆白啤为代表的原浆啤酒相继推出，近年来，各啤企为改变原浆类啤酒保质期较短对物流配送及销售的限制，陆续推出多项举措。2022 年 5 月重庆啤酒推出“湘浆壹号”智能桶装原浆啤酒，使用了有温控、GPS 定位等功能的智能啤酒桶，以确保酒液在最适宜条件下储存售卖及物流配送；燕啤、青啤分别在全国开设燕京酒号社区小酒馆、TSINGTAO1903 青岛啤酒吧以推进其原浆门店业态的布局与销量的增长。珠江啤酒 2023 年 5 月推出珠江原浆、珠江识叹、雪堡精酿以及南越虎尊等高端啤酒，珠江原浆、珠江识叹、雪堡精酿售价在 10 元-20 元/罐，南越虎尊为 398 元/瓶。

## 2) 乳制品:

在保持液态奶产品创新的同时，蒙牛在冰淇淋业务上产品升级。目前，蒙牛的产品线覆盖五大类、400 多个品种。其中，UHT 奶主要包括特仑苏、蒙牛品牌纯牛奶两大系列，分别定位高端、大众市场。两大系列产品升级均伴随着价格带上移。特仑苏以基础款的实际售价为例（不考虑满减折扣等），2005 年推出的利乐钻包装“特仑苏纯牛奶”，售价低于 5 元/250ml；2019 年推出“特仑苏纯牛奶利乐钻+梦幻盖”，售价 7.8 元/250ml。2022 年，特仑苏推出 4.0g 沙漠有机纯牛奶，售价 9.9 元/250ml。特仑苏在 2022 年高端市场份额创历史新高，与第二梯队差距显著拉大，夯实全球乳业领先地位。2022 年京东到家发布的乳制品品类半程战报中，11 月 1 日-11 月 6 日期间，特仑苏纯牛奶、特仑苏有机纯牛奶和蒙牛纯牛奶均上榜平台王牌单品 TOP3 榜单。蒙牛品牌纯牛奶包括蒙牛纯牛奶、高钙牛奶、低脂高钙牛奶和脱脂纯牛奶等产品。2022 年，蒙牛宣布公司在推出甄浓白奶、高钙型白奶等新品以实现结构化提升的基础上，还计划提升基础白奶的价格以应对毛利率的压力。在冰淇淋业务中，2022 年蒙牛与茅台合作，推出了“茅台冰淇淋”商品，市场价 59 元，远高于市面其他冰淇淋产品价格。2023 年 5 月 29 日，茅台集团老总丁雄军在茅台冰淇淋发售一周年活动上公布：“目前

为止，茅台冰淇淋累计销量近 1000 万杯，早已发展成为茅台酒产业生态系统中具有代表性的最前沿商品。” 高端冰淇淋产品也给蒙牛业绩带来显著提升。2022 年，蒙牛增速最快的板块是冰淇淋，收入同比增长 33.3%。2023 年 2 月 20 日，蒙牛宣布将在四川省眉山市投资 15 亿元建造高端冰淇淋生产线，计划持续进行冰淇淋产品升级。

表 5、蒙牛乳业产品矩阵

蒙牛乳业	
高端白奶	特仑苏/每日鲜语/精选牧场/奶特/未来星
经典白奶	蒙牛/蒙牛早餐奶/新养道
低温产品	纯甄
乳酸饮料等	真果粒/酸酸乳

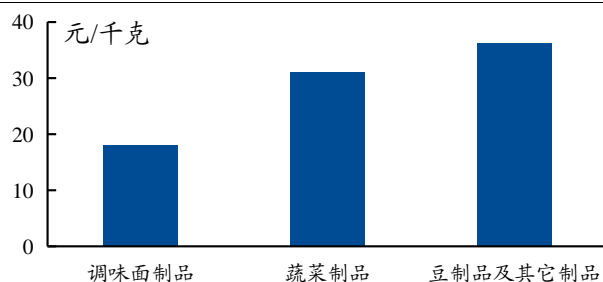
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3) 软饮及食品：

**达利食品从健康角度吸引消费者，推出高端新品。**达利食品持续发力豆奶系列，推出植物有机豆奶系列产品，满足高端家庭需求。2022 年，豆本豆销售收入上升 0.9%至人民币 22.66 亿元，与美焙臣共同带动家庭消费板块成为达利食品 2022 年收入正增长板块。此外，和其正打出低糖口号，在经典凉茶茶饮的基础上推出更高价位的新派凉茶“茄茶”。

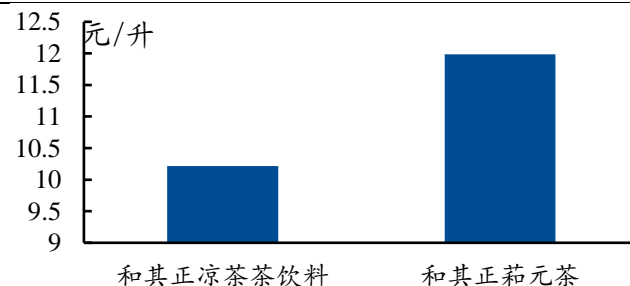
**卫龙通过推出高价新品类，拓展消费人群。**随着健康饮食的消费趋势发展，卫龙大力推广以“魔芋爽”、“风吃海带”、“78° 卤蛋”为代表的蔬菜制品与豆制品，以满足消费者对健康的升级需求，拓展消费人群。相比调味面制品，蔬菜制品与豆制品的单位价格更高。2022 年，调味面制品、蔬菜制品、豆制品及其他制品的单位价格分别为 18.10 元/千克、31.1 元/千克、36.2 元/千克。随着蔬菜制品成为卫龙第二增长曲线，高价、高毛利的蔬菜制品带来公司整体毛利率水平上升，叠加 2022 年上半年战略性提价，其毛利率增长 5.0 pct。

图 14、卫龙 2022 年调味面制品、蔬菜制品、豆制品及其他制品单位价格对比



资料来源：卫龙年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、达利食品和其正凉茶茶饮料、和其正茄元茶单位价格对比



资料来源：天猫，兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、农夫山泉、康师傅控股、统一企业中国瓶装水产品线

公司	细分产品	上市年份	目标人群	零售定价 (元)	单位价格 (元/500ml)	水的种类
农夫山泉	红瓶水	1997 年	全年龄	380ml 瓶装水: 1.5	1.97	天然水
				500ml 瓶装水: 2	2.00	
				1.5L 瓶装水: 4.15	1.38	
				4L 瓶装水: 9.98	1.42	
	婴幼儿水	2015 年	婴儿	5L 桶装水: 14.22	2.48	天然水
				桶装水 1L:9	4.5	
	运动盖装水	2015 年	学生	400ml 瓶装水:3	3.75	天然矿泉水
				535ml 瓶装水:3	2.80	
	玻璃瓶水	2015 年	高端会议人群	350ml 玻璃瓶:30	42.86	天然矿泉水
				750ml 玻璃瓶:45	30.00	
康师傅	苏打水	2019 年	年轻人	410ml 瓶装水:5	6.10	天然矿泉水
	含锂水	2019 年	中老年	535ml 瓶装水:5-7	4.67-6.54	天然矿泉水
	长白雪	2021 年	全年龄	535ml 瓶装水:3	2.80	天然矿泉水
	泡茶水	2021 年	全年龄	4L 桶装水:15	1.875	天然矿泉水
	康师傅包装饮用水	2004 年	全年龄	550ml 瓶装水:2	1.81	纯净水
	康师傅矿物质水	2009 年	全年龄	550ml 瓶装水:3	2.72	天然水
统一	喝开水	2020 年	全年龄	550ml 瓶装水:2	1.81	天然水
	喝矿泉	2023 年	全年龄	550ml 瓶装水:2	1.81	天然矿泉水
统一	ALKAQUA 爱夸	2008 年	中高端定位	570ml 瓶装水:3	2.63	天然矿泉水

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、康师傅控股、统一企业中国软饮料 (除瓶装水) 及休闲食品产品线

公司	种类		产品	上市年份	目标人群	零售定价（元）	
康师傅	方便面		康师傅方便面	1992 年	中高端	108g/袋 3 元	
			劲爽拉面	2008 年	中低端	95g/袋 2.3 元	
			汤大师	2015 年	高端	84g/杯 5-7 元	
			Express 速达面馆	2018 年	中产阶级（超高端）	246g/碗 23.6 元	
			干面荟	2021 年	高端	124g/碗 9.4 元	
			御品盛宴	2022 年	高端	147g/碗 13.9 元	
			超级福满多	/	中端	114g/袋 1.7 元	
			香爆脆	/	年轻人	40g/袋 1.5 元	
	即饮茶	冰红茶	冰红茶	1996 年	年轻人	500ml 3 元	
			无糖冰红茶	2021 年		1L 5 元	
		茉莉系列	绿茶	1998 年	学生/年轻上班族	500ml 3 元	
			茉莉清茶	2005 年		500ml 3 元	
			茉莉蜜茶	2005 年	年轻人	500ml 3 元	
			茉莉果茶	2016 年	500ml 3 元		
			乌龙茶	低糖乌龙	2020 年	年轻人	500ml 3 元
				蜜桃乌龙	2021 年		500ml 3 元
		高端无糖茶	冷泡绿茶	2020 年	年轻人	500ml 4.8 元	
			茉莉花茶	2020 年		500ml 4.8 元	
	碳酸饮料		百事可乐	2012 年	年轻人	500ml 3.5 元	
			美年达	2012 年	年轻人	500ml 3.5 元	
			7 喜	2012 年	年轻人	500ml 3.5 元	
统一	方便食品		统一 100	1996 年	全年龄	120g/袋 3 元	
		方便面	巧面馆	1998 年	中高端	580g/袋 11.9 元	
			藤娇	2017 年	中高端	102g/袋 2.5 元	

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

生活面	茄皇	2019 年	中高端	126g/袋 3.8 元
	满汉大餐	1996 年	高端	180g/碗 19.9 元
	汤达人	2009 年	中高端	90g/杯 6.5 元
	都会小馆	2016 年	中高端	84g/杯 4.5 元
	开小灶	2018 年	高端	251g/盒 29.8 元
	Q 小鲜	2019 年	高端	155g/袋 8.3 元
茶饮	冰红茶	1995 年		500ml 3 元
	绿茶	1999 年		500ml 3 元
	茶里王	2004 年	年轻人	420ml 5-8 元
	小茗同学	2015 年		480ml 5-6 元
	茶瞬鲜	2018 年		400ml 12 元
	青梅绿茶	2021 年		500ml 3 元
果汁	鲜橙多	2001 年		450ml 4.8 元
	冰糖雪梨	2012 年	年轻人	500ml 3 元
	元气觉醒	2018 年		300ml 8 元
奶茶	阿萨姆奶茶	2009 年		500ml 4.5 元
	阿萨姆小奶茶	2015 年	年轻人	360ml 7.9 元

资料来源：各公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

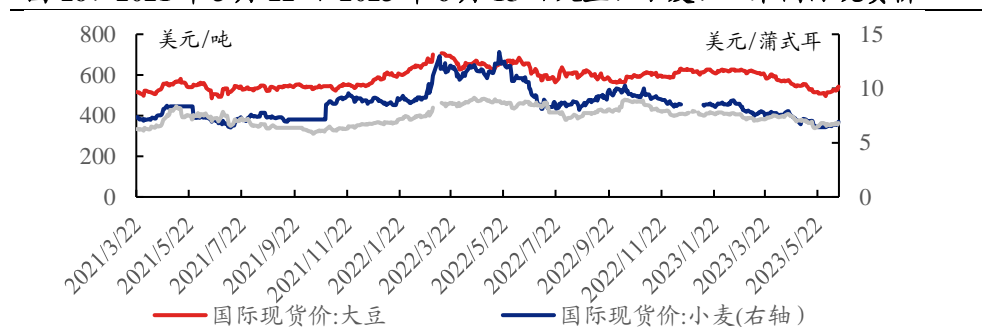
### 2.3、主要原材料及包材价格下行，2023H2 成本压力较 2022H2 有望边际改善

成本方面，大部分原材料和包材成本近期环比持续下降，预计 2023H2 成本较 2022H2 边际改善。

原材料价格：

2023 年度粮食供需逐渐趋于宽松，粮食价格有望回落。2023 年 2 月 1 日至 6 月 15 日，大豆现货价格下降 12.3%，小麦现货价格下降 19.2%，玉米现货价格下降 11.2%。大麦进口当月均价从 2022 年 12 月的 410.42 美元/吨降至 2023 年 5 月的 359.76 美元/吨，降幅为 12.3%。棕榈油从 2022 年 6 月 8 日的 16371.67 元/吨下降至 2023 年 6 月 15 日的 7293.33 元/吨，降幅为 55.5%。面粉从 2023 年 1 月 6 日的 4.54 元/公斤下降至 2023 年 6 月 9 日的 4.48 元/公斤，降幅为 1.3%。2022 年 12 月 9 日糖价格开始上行，至 2023 年 6 月 15 日期间价格累计涨幅 30.4%。

图 16、2021 年 3 月 22 日-2023 年 6 月 15 日大豆、小麦、玉米国际现货价



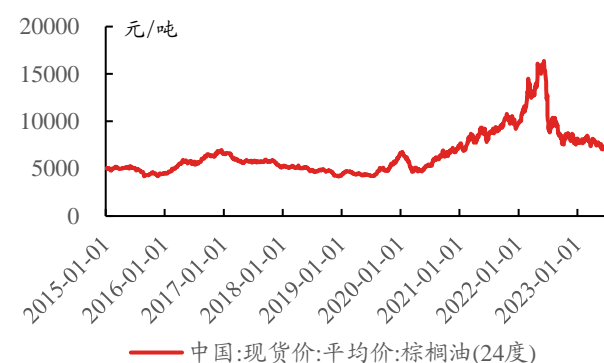
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、中国大麦进口平均单价



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、棕榈油价格走势



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、中国面粉平均批发价



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、白砂糖现货价



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

**包材成本:**

2023 年 1-5 月, 大部分包材成本价格环比下降, 预计包材成本占比高的企业总成本压力有所缓解。2023 年初以来, 铝、箱板纸成本环比持续下降; 玻璃价格持续提升; PET 价格在 4 月达到阶段性高点后开始下行, 5 月环比-4.1%。

**不同板块食品饮料企业成本变化趋势:**

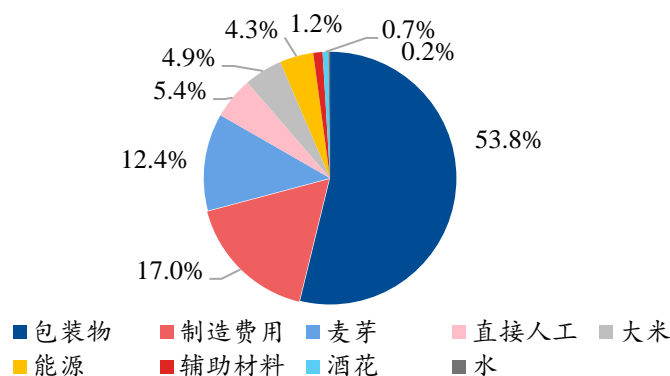
由于成本结构的差异, 各类包材、原材料价格的变化对不同板块企业成本的作用各异。我们判断, 2023H2 各版块成本压力边际改善程度由高到低: 啤酒、乳制品、食品、软饮。

**1) 啤酒企业:**

包材和大麦是啤酒企业主要成本来源。啤企以青啤为例, 2022 年生产成本中, 包装材料和酿酒原材料合计占 73.2%, 其中包材为 53.8% (占比从高到低依次为玻璃瓶、铝罐、箱板纸), 原材料为 19.4% (麦芽 12.4%、大米 4.9%、酒花 0.7%、水 0.2%、辅材 1.2%); 此外, 能源、人工成本、制造费用各占 4.3%、5.4%、17.0%, 合计 26.7%。若 Q3、Q4 大部分包材成本及大麦价格持续下行, 啤企 2023 年总成本压力将得以缓解。



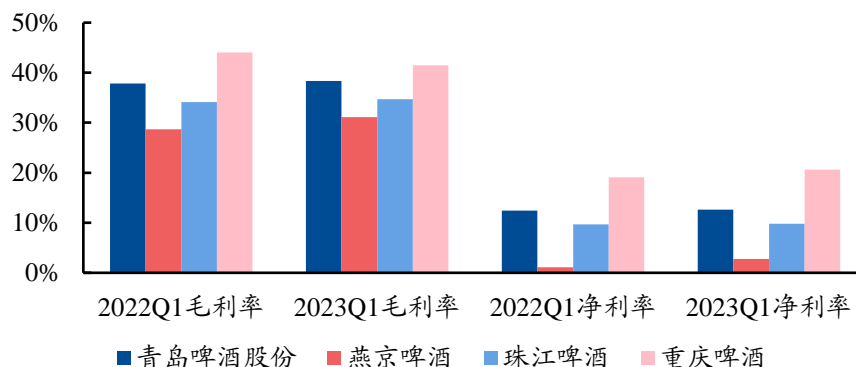
图 21、2022 年青岛啤酒制造成本构成



资料来源：青岛啤酒股份年报，兴业证券经济与金融研究院整理

包材成本压力边际改善对啤酒企业成本下降作用显著。从 2023Q1 情况看，啤企盈利能力均有改善，青岛啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/重庆啤酒 2023Q1 相比 2022Q1 毛利率分别+0.5/+2.5/+0.5/-2.6 pcts，净利率分别+0.2/+1.7/+0.1/+1.5 pcts。尽管玻璃价格上行预计将部分抵消大麦、箱板纸及 PET 价格下行对啤酒企业边际成本下降的作用，但考虑到玻璃瓶回收，新采购量有限，预计 2023H2 啤企成本压力改善程度较大。

图 22、啤酒企业 2023Q1 盈利能力较 2022Q1 有所提升



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2) 软饮及食品:

PET 制品和白糖是软饮企业主要成本来源，原材料成本上涨使软饮企业成本短期承压。软饮企业以康师傅为例，软饮板块中占比最大的成本是 PET 制品与糖，占比分别在 20% 以上，其他包装成本占比不足 20%，剩余其他单项成本占比均在 10% 以下。糖价格自 2022 年 12 月 9 日开始上行，至 2023 年 6 月 15 日期间价格累计涨幅 30.4%；PET 价格自 2022 年 12 月 9 日震荡上行，至 2023 年 6 月 9 日期间价格累计涨幅 7.8%，软饮企业成本短期内承压。

无糖茶或可部分抵消糖类价格上升的负面影响，康师傅控股、统一企业中国积

**极布局无糖茶。**无糖茶饮料的出现，既迎合了无糖、健康的消费趋势，又能够在一定程度上缓解糖类价格上升对成本的负向影响。根据市场研究机构 AC 尼尔森的数据显示，无糖茶市场是 2022 年唯一实现正增长的即饮茶细分市场。东方树叶作为无糖茶品类市场占有率第一产品，助力农夫山泉茶饮板块 2022 年增长率达 50%。康师傅、统一、达利也在积极布局无糖市场，陆续推出多款无糖饮品。据 FoodTalks 联合马上赢发布的 2023 年 3 月华东地区即饮茶畅销榜单，康师傅冰红茶柠檬味作为无糖饮品位于榜单第一。

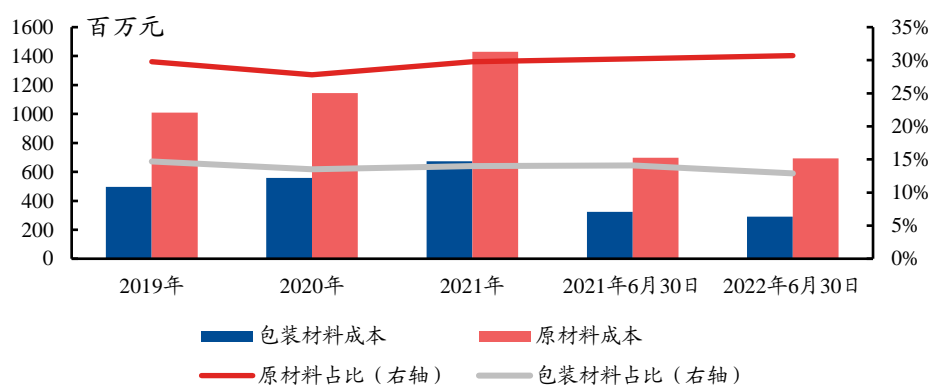
表 8、2023 年 3 月华东地区即饮茶畅销产品 TOP10

排名	产品名称	品牌	售价中位数 (元/瓶)
1	康师傅冰红茶-柠檬味 1L	康师傅	4
2	三得利乌龙茶-无糖 500ml	三得利中国	5
3	农夫山泉茶 II-蜜桃乌龙茶 500ml	农夫山泉	5
4	康师傅冰红茶-柠檬味 500ml	康师傅	3
5	农夫山泉东方树叶-茉莉花茶原味 500ml	农夫山泉	5
6	统一绿茶-低糖茉莉味 500ml	统一	3
7	农夫山泉茶 II-西柚茉莉花茶 500ml	农夫山泉	5
8	统一绿茶-低糖茉莉 1L	统一	4
9	统一冰红茶-柠檬味 1L	统一	4
10	康师傅茉莉蜜茶-500ml	康师傅	3

资料来源：FoodTalks，兴业证券经济与金融研究院整理

**箱板纸为主的包材及面粉等成本下降或将缓解食品公司成本压力。**休闲食品以卫龙为例，卫龙 2019 年-2022 年包装材料及原材料成本水平逐年上升，原材料成本在总成本中的占比也在提升。2022H1 生产成本中，包装材料和原材料合计占 43.6%，其中包材为 12.9%（包括纸箱和包装袋），原材料为 30.7%（包括大豆油、面粉及魔芋）；若 2023H2 箱板纸、PET、小麦价格下行，2023 年公司总成本压力将得以缓解；但由于成本结构差异，与啤酒企业相比，食品企业成本压力边际改善程度可能相对较弱。

图 23、卫龙包装材料、原材料成本及占比



资料来源：卫龙招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3) 乳制品企业:

原奶是液态奶业务最重要的成本构成，原奶成本下降利好乳制品加工企业，但整体盈利能力改善程度略弱于啤企。乳制品企业以伊利为例，2022 年，以原奶为主的直接材料占液体乳及乳制品制造成本 79.34%，原奶成本是液态奶业务最重要的成本之一。2023 年 6 月 7 日原奶价格收于 3.84 元/kg，同比-7.2%，环比-0.3%。原奶成本下降利好乳制品加工企业，预计板块成本压力弱于软饮，但盈利能力改善程度弱于啤企。

寡头竞争格局稳定，降本增效效果显现。国内乳制品行业寡头竞争格局稳固，行业呈良性竞争，预计未来一段时间价格水平趋于持续稳定，头部企业专注自身渠道与产品结构优化，近两年积极降本增效，2022 年蒙牛销售费用率下降 2.5 pcts 至 24.1%。

尽管由于成本结构的差异，不同类别食品饮料企业成本压力边际改善程度有所不同，但总体上，我们预期 2023H2 食品饮料企业成本压力较 2022H2 有望边际改善，利润率有所回升，产品结构升级带动公司盈利质量改善。

## 3、港股食饮各板块 2022 年业绩复盘

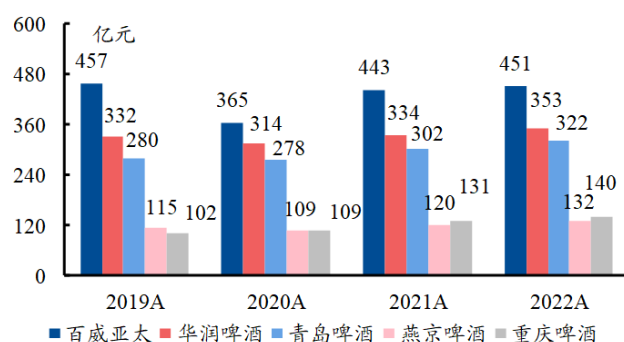
### 3.1、啤酒：2022 超旺季行情带动全年销量，2023H2 关注成本+吨价

2023H2 啤酒板块展望：线下餐饮消费复苏，旺季销售强势，成本边际改善。2023 年初以来，国内餐饮消费快速恢复，伴随啤酒动销旺季到来，催化旺季行情。成本端，由于大多数包材近期价格回落，预计成本压力持续边际改善，带动利润持续释放。

#### 复盘:

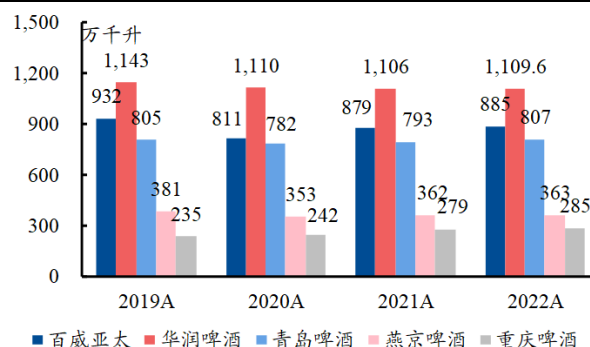
收入及销量：1) 按营收计，百威亚太仍位居港股上市啤企第一，2022 年收入为 451.2 亿元（64.8 亿美元，按 2022 年 12 月 31 日汇率计），同期，华润、青啤、重啤、燕京啤酒分别为 352.6、321.7、140.4 及 132.0 亿元。2) 按销量计，华润继续稳居港股上市啤企第一，近三年每年销量均稳定在 1,100 万千升以上。2022 年，各啤企销量增速为重啤（2.4%）>青啤（1.8%）>百威（0.7%）>华润（0.4%）>燕啤（0.3%）。

图 24、头部啤酒公司营业收入



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理  
 \*注：百威亚太原始数据为美元，按年末汇率折算为人民币数值；重庆啤酒2019A数据为2020年财报提供的重置数据，下同

图 25、头部啤酒公司啤酒销量



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

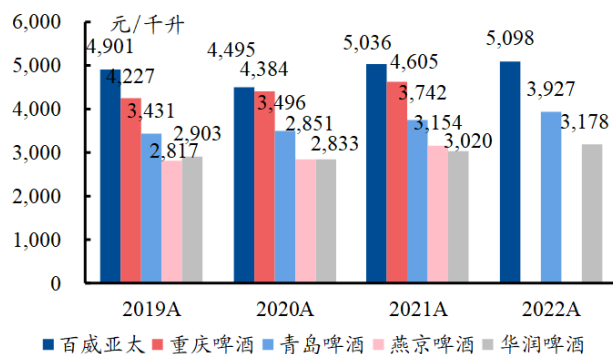
**产品结构：**百威高端产品占比高，青啤其次，华润目前相对较低，由此导致啤酒销售单价、单位生产成本和毛利率的差距。

**1) 销售单价：**2022 年啤酒产品结构升级趋势持续，2022 年百威、青啤与华润依次为 5,098、3,927、3,178 元/千升，华润、青啤的销售单价增长较快，分别同比+5.2%、+4.9%，百威+1.2%。

**2) 单位生产成本：**由包材、原材料、制造成本、人工成本决定，受产品结构和生产效率影响。由于高端啤酒的原材料和包材成本更高，因此啤酒的单位生产成本与啤酒单价正相关；百威、青啤单位生产成本较高，2021 年依次为 2,323、2,407 元/千升，同期华润啤酒单位成本为 1,837 元/千升；因上游成本上涨，2022 年百威、青啤、华润的单位生产成本分别同比+9.7%、+4.6%、+6.5%，达到 2,548、2,517、1,956 元/千升。

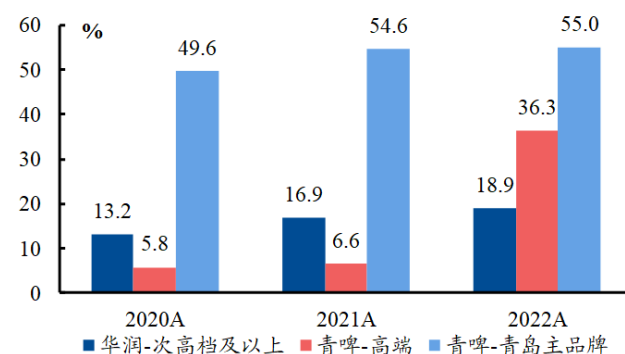
**3) 毛利率：**受产品结构和原材料成本共同影响。高端产品的毛利率更高，销售单价的提升部分抵消了成本上涨的影响。2021 年（新口径）毛利率为：百威（53.9%）>华润（39.2%）>青啤（36.7%）。2022 年主要啤企受成本上涨影响，百威、华润毛利率均有不同程度下滑，毛利率分别为 50.0%/38.5%，同比-3.9 pcts/-0.7 pcts，青啤毛利保持韧性，同比+0.1 pcts 至 36.8%。

图 26、头部啤酒公司啤酒单价



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理  
 \*注：啤酒单价=啤酒销售收入（而非总营收）/啤酒销量

图 27、头部啤酒公司高端或中高端产品销量占比提升



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理  
 \*注：青岛啤酒 2021 年度以前数据为“高档以上”，2022 年数据为“中高端以上”

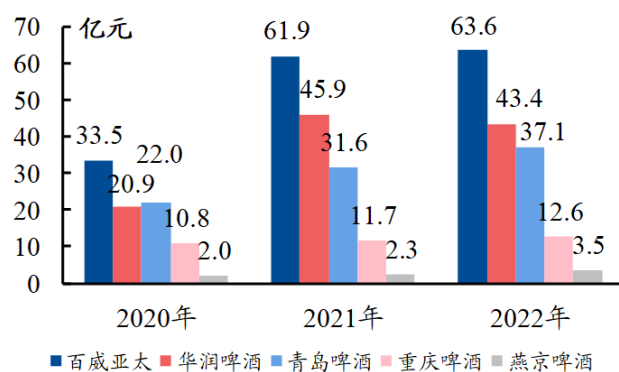
表 9、啤酒公司毛利率、销售费用率、管理费用率

		百威亚太	青岛啤酒		华润啤酒
			(旧口径)	(新口径)	
毛利率	2021A (%)	53.9	42.3	36.7	39.2
	2022A (%)	50.0	41.3	36.8	38.5
	YoY (pcts)	-3.9	-1.0	0.1	-0.7
销售费用率	2021A (%)	28.4	19.2	13.6	20.2
	2022A (%)	25.9	17.5	13.1	19.1
	YoY (pcts)	-2.5	1.2	-0.5	-1.1
管理费用率	2021A (%)	6.6	5.6		10.8
	2022A (%)	6.8	4.6		9.4
	YoY (pcts)	0.2	-1.0		-1.4
毛销差	2021A (%)	25.5	23.1		19.0
	2022A (%)	24.1	23.8		19.4
	YoY (pcts)	-1.3	0.7		0.4
毛利率-销管费用	2021A (%)	18.9	17.5		8.1
	2022A (%)	17.3	19.2		10.0
	YoY (pcts)	-1.6	1.7		1.9

数据来源: 各公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

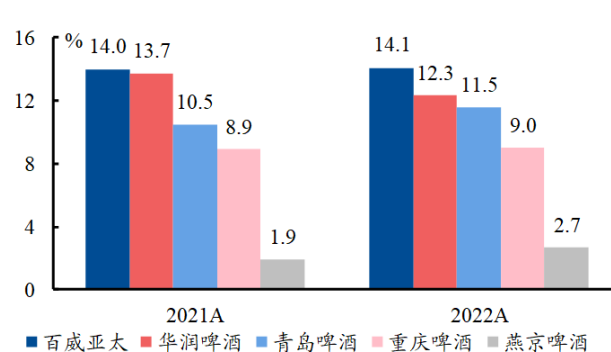
\*注: 青岛啤酒、重庆啤酒 2021 年财报把在商品控制权转移给客户之前、为履行销售合同而发生的运输成本, 从销售费用重分类至营业成本; 由此导致新旧口径下毛利率及销售费用率差异, 但毛销差不受影响

图 28、头部啤酒公司归母净利润



资料来源: 各公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、头部啤酒公司归母净利率



资料来源: 各公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.2、乳制品: 料 2023H2 成本改善, 毛销差修复

**展望: 乳制品加工龙头毛销差有望修复。**1) 规模方面, 原奶产能提升+乳制品需求持续走高+政策支持+新品发力, 预计 2023 年行业维持较高景气度。其中, 高端白奶、常温酸奶继续受益于下沉市场渗透率提升; 低温鲜奶、奶酪尽享高成长赛道红利, 头部公司市占率进一步提升。2) 利润率方面, 牧场产能释放有望

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



带动原奶价格下降+高端产品占比提升+收入增长摊薄费用率，2023 年下半年乳制品加工龙头毛销差有望修复，归母净利润及利润率有望提升。

**复盘：2022 年饲料成本上涨及原奶价格下行导致上游牧场公司毛利率承压，下游企业面对封控带来的线下消费场景受限挑战，乳制品企业提升管理效率，加强费用管控，寻求破局之道。**

**1) 乳业推进结构升级，低温酸奶受影响整体疲弱。**顺应年轻化、健康化趋势，2022 年乳业公司积极拓展冰品、奶酪等业务，完善产品矩阵。消费者对高端白奶、鲜奶持续增长的需求推动乳业产品结构持续升级，而低温酸奶受影响较大。蒙牛乳业 2022 年营收同比+5.1%至 925.9 亿元。单产及原奶产销量稳步提升，头部牧场公司优然牧业、现代牧业 2022 营收分别同比+17.6%、+73.7%。

**2) 原辅料涨价叠加消费场景受限，乳企毛利率承压。**2022 年，受饲料成本及原奶价格波动影响，牧场公司原料奶业务毛利率承压。原辅料价格波动叠加消费场景受限，对下游乳制品公司毛利率产生一定影响，公司通过发力高端乳制品对冲负面影响。2022 年，蒙牛乳业、优然牧业、现代牧业毛利率分别同比-1.4、-7.2、-9.4 pcts。

**3) 加大销售费用管控力度。**期内乳企推行降本增效，严格管控销售费用。蒙牛乳业、优然牧业、现代牧业销售费用率同比分别-2.5、-0.4、+0.4 pcts，毛销差同比分别+1.1、-6.8、-9.9 pcts，归母净利率分别同比+0.0、-7.9、-9.8 pcts。

图 30、乳企收入及同比增速

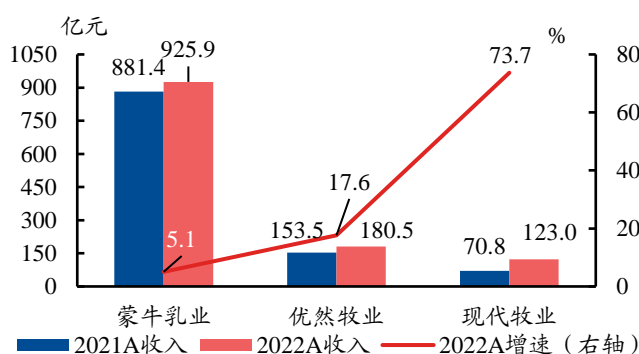
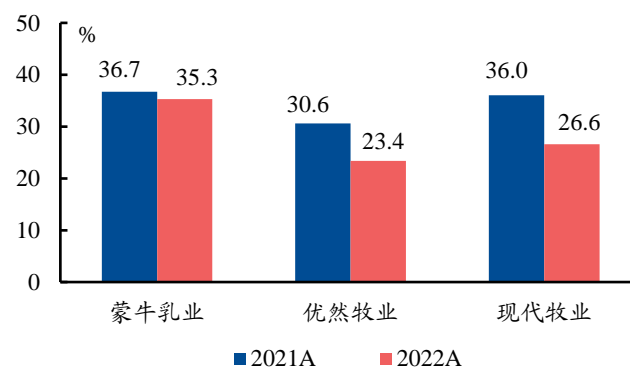


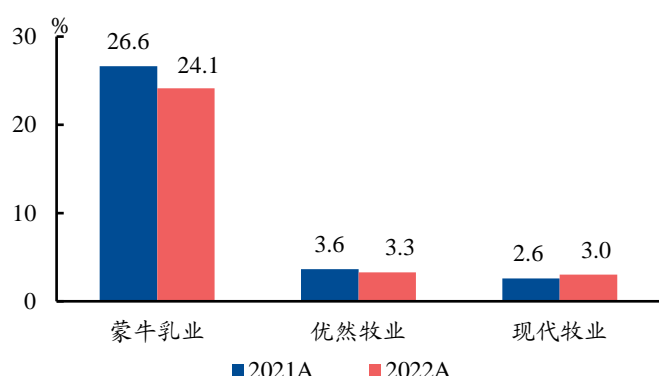
图 31、乳企毛利率



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

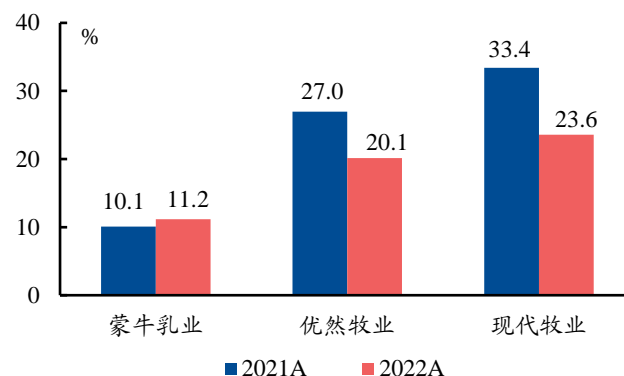
资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、乳企销售费用率



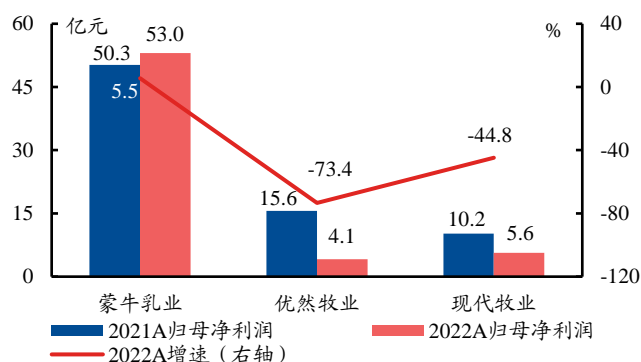
资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、乳企毛销差



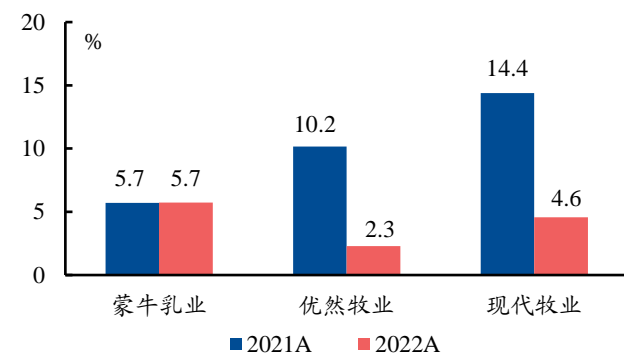
资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、乳企归母净利润及同比增速



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、乳企归母净利率



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.3、软饮食品：量价齐升或重现，成本压力边际改善

**展望：**消费复苏带动软饮和休闲食品销量增长。预计头部企业将加快产品迭代，提升产品附加价值，持续发力高端化。原材料产品价格下半年回落趋势初现，如原材料价格持续下降，有望带动 2023 年软饮及食品企业的原材料成本压力边际改善，盈利能力有所修复。

**复盘：**2022 年居家用户对方便面等快消食品的消费频率上升，拉动方便面业务增长。线下消费场景受压制，但饮料表现持续亮眼。休闲食品营收整体略有下滑。

2022 年，康师傅控股与统一方便面业务营收分别为 296.34 亿元、106.2 亿元，分别同比+4.2%、+17.9%。2022 年，农夫山泉、康师傅控股与统一饮品业务营收分别为 149.8 亿元、483.4 亿元、164.1 亿元，分别同比+18.5%、+7.9%、+11.3%；饮料各细分品类中，茶饮料表现亮眼。农夫山泉、康师傅、统一茶饮料营收分别

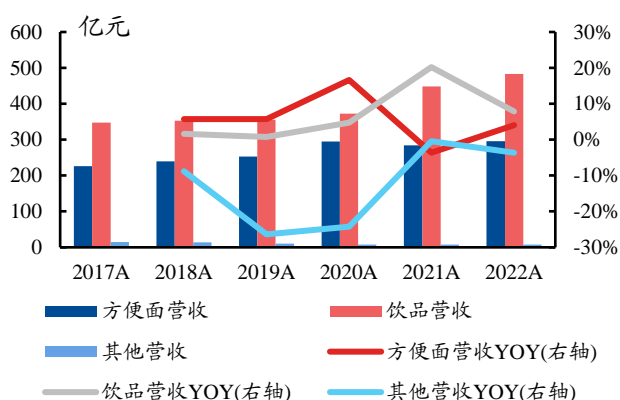
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

为 69.1、190.3、69.6 亿元，分别同比+50.8%、+5.8%、+10.9%。

休闲食品营收整体略有下滑。达利食品 2022 年总收入为 199.6 亿元，同比下降 10.5%，其中，休闲食品分部收入同比下降 9.2%至 90.3 亿元，家庭消费分部同比上升 1.9%至 37.1 亿元。2022H1 公司战略性调价对销量带来一定影响，卫龙总收入为 46.3 亿元，同比下降 3.5%，其中，调味面制品分部营收同比下降 6.8%至 27.2 亿元，蔬菜分部、豆制品及其他产品分部收入分别增长 1.8%、1.0%至 16.9 亿元、2.2 亿元。

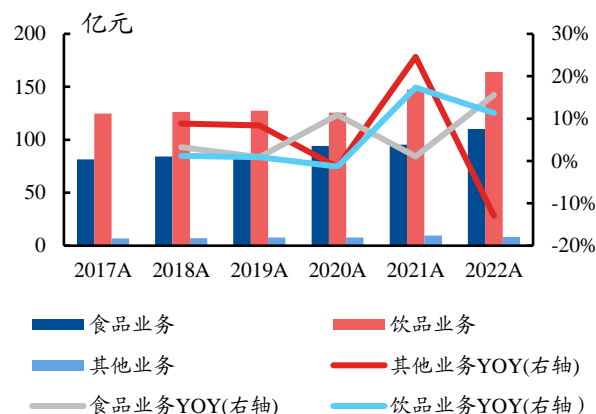
2022 年主要原材料价格持续走高，对毛利率影响较大。2022 年，PET、面粉、棕榈油、白砂糖等价格持续走高，对软饮与食品行业企业毛利率影响较大。PET、面粉、棕榈油、白砂糖价格在 2022 年内最高价格分别偏离 2022 年 1 月 1 日价格 +29.2%、+41.2%、+67.1%、+6.4%。尽管 2022H2 主要原材料价格略有下滑，但 2022 年 12 月 31 日 PET、面粉、棕榈油、白砂糖价格水平与 2021 年 1 月 1 日相比仍上涨 24.9%、37.6%、10.3%、10.0%。

图 36、康师傅 2017-2022 年收入及增速：分业务



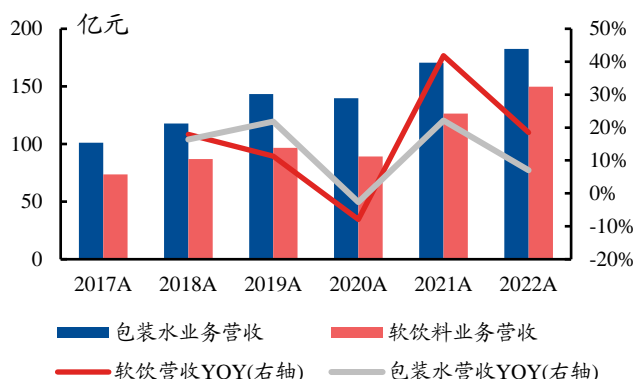
资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、统一 2017-2022 年收入及增速：分业务



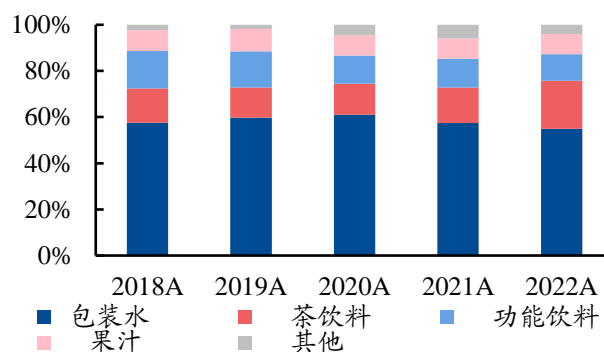
资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、农夫山泉 2017-2022 年收入及增速：分业务



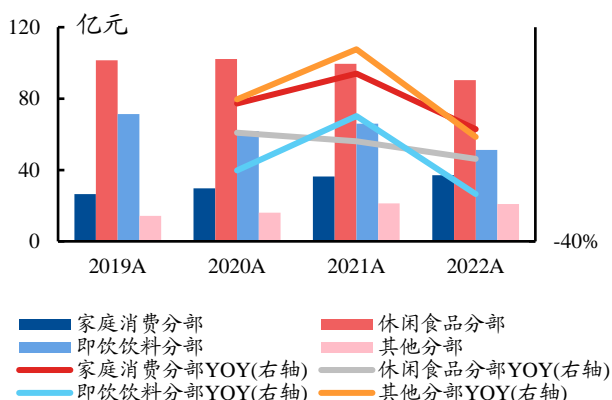
资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、农夫山泉各产品业务收入结构占比



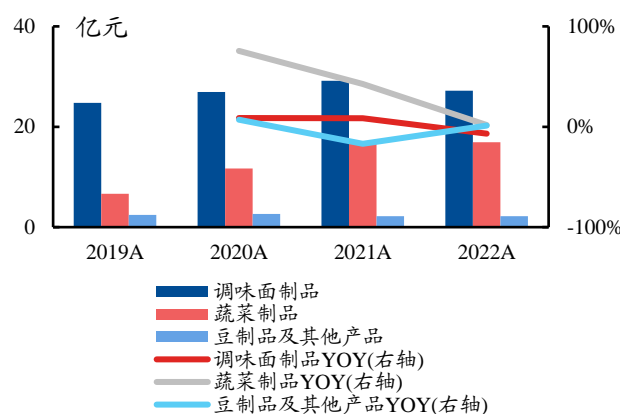
资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、达利食品 2019-2022 年收入及增速：分业务



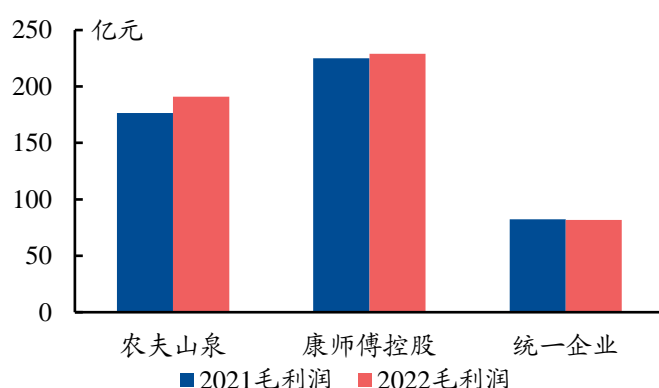
资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、卫龙 2019-2022 年收入及增速：分业务



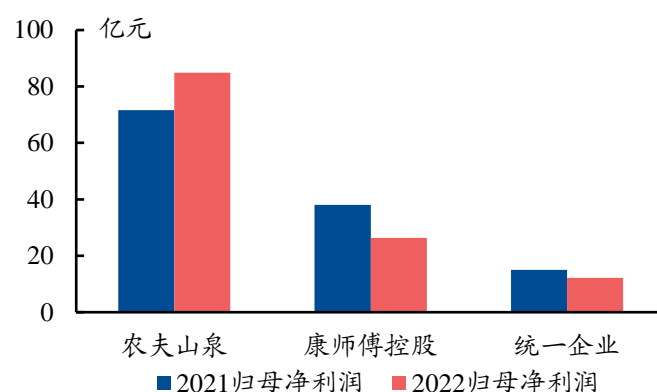
资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、2021-2022 年农夫山泉、康师傅、统一毛利润



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 43、2021-2022 年农夫山泉、康师傅、统一归母净利润



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

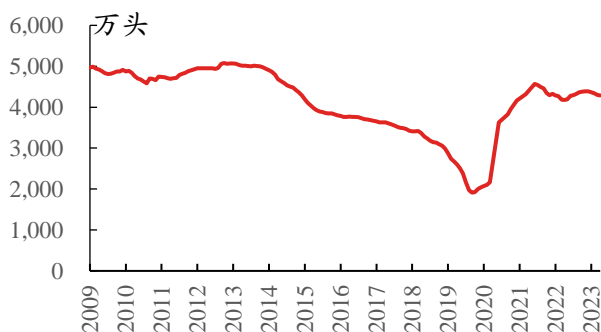
### 3.4、肉制品：1 月去化取得较好效果，年内或有小周期

1 月去化取得较好效果，年内或有小周期。2023 年 4 月，中国能繁母猪存栏量为

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

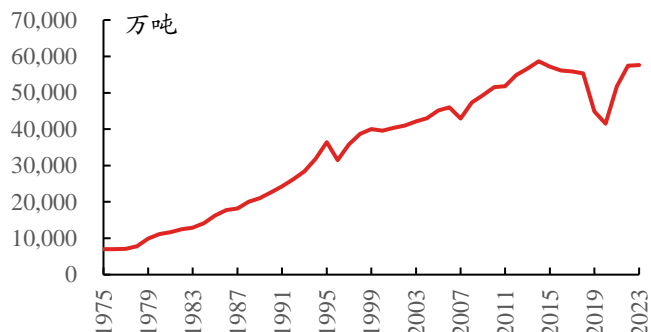
4,284 万头，与农业农村部《生猪产能调控实施方案（暂行）》设定调控目标相比，现有存量较正常保有量（4,100 万头）高出 4.5%。1 月以来，去化取得较好效果，下半年若去化速度加快叠加下半年消费旺季，不排除季节性小周期出现的可能性，但高点难现。建议关注成本控制能力较强、生鲜猪肉业务发展迅猛的中粮家佳康（01610.HK）以及猪后周期标的阜丰集团（00546.HK）。

图 44、中国能繁母猪存栏量



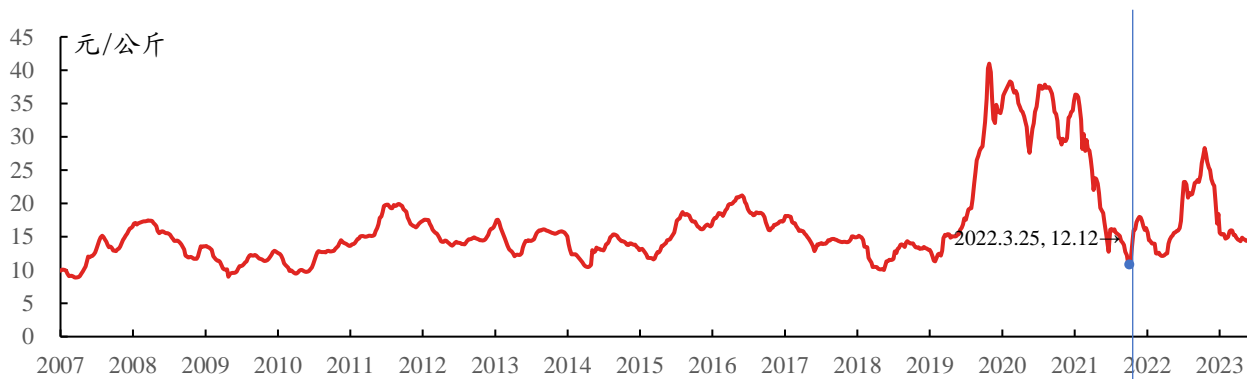
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理  
 \*注：截至 2023 年 5 月

图 45、中国猪肉消费量



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理  
 \*注：截至 2023 年

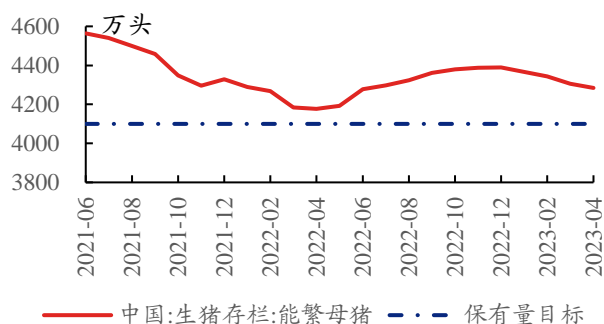
图 46、2007 年 1 月 5 日-2023 年 6 月 9 日生猪均价走势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理



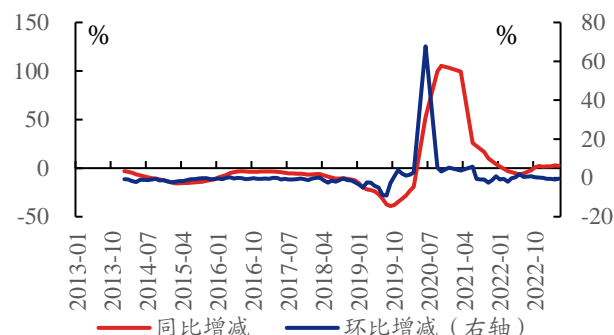
图 47、2021 年 6 月起我国能繁母猪存栏量



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：2022 年中央一号文件：《稳定生猪生产长效性支持政策，稳定基础产能，防止生产大起大落》，基础产能的两大核心数据为能繁母猪和规模养殖场（户）数。2021 年 9 月 23 日，农业农村部印发《生猪产能调控实施方案（暂行）》，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在 4100 万头左右，最低保有量不低于 3700 万头；更新至 2023 年 4 月

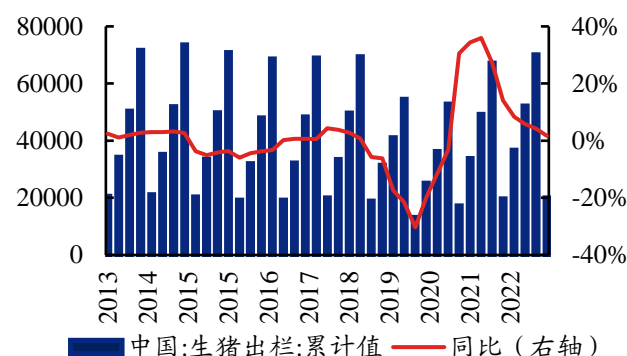
图 48、我国能繁母猪存栏量同比及环比走势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：按月，更新至 2023 年 4 月，期间部分月数据缺失取直线连接

图 49、我国生猪出栏量及同比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：按季度，更新至 2023 年 3 月

图 50、我国生猪平均重量：广东



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：按月，更新至 2023 年 4 月

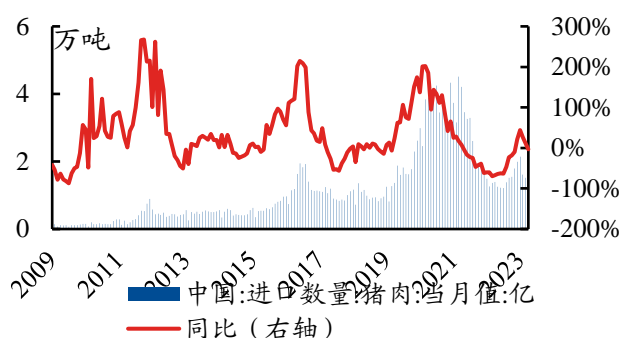
图 51、我国生猪定点屠宰企业屠宰量



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：按日，更新至 2023 年 4 月

图 52、我国猪肉进口量及同比增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：按月，更新至 2023 年 4 月

#### 4、行业关键数据跟踪

● **宏观：**从 CPI 来看，2023 年 5 月 CPI 指数同比+0.2%，其中食品 5 月同比+1.0%，非食品同比持平；从 PMI 指数来看，5 月官方制造业 PMI 为 48.8%，在 50%以下；3 月消费者信心指数 94.9，环比上升；5 月社零增速为 12.7%，限额以上零售增速为 11.1%。2023 年 6 月 15 日，美元兑人民币汇率收于 7.16，港币兑人民币汇率收于 0.92。

● **包材价格：**2023 年 6 月 15 日，箱板纸价格同比-14.3%，环比持平；打包易拉罐价格同比-2.6%，环比持平；2023 年 6 月 10 日，玻璃同比+10.9%，环比-5.2%。2023 年 6 月 15 日，原油价格同比-38.8%，环比+3.4%。

● **原材料成本：**2023 年 5 月，中国大麦进口平均单价同比+1.3%，环比-3.6%；2023 年 6 月 15 日，棕榈油价格同比-52.3%，环比+0.5%；大豆价格同比-17.5%，环比持平；豆油价格同比-38.3%，环比+0.4%；玉米价格同比-3.8%，环比持平；2023 年 6 月 9 日，面粉价格收于 4.48 元/kg，同比+4.7%，环比+1.1%；2023 年 6 月 7 日原奶价格收于 3.84 元/kg，同比-7.2%，环比-0.3%。2023 年 6 月 9 日白砂糖价格同比-0.7%，环比+0.1%。

● **成品：**2023 年 6 月 15 日生猪价格同比-10.3%，2023 年 4 月啤酒累计产量同比+8.8%，4 月软饮料累计产量同比+5.0%，4 月乳制品累计产量同比+5.3%。

#### 总结：

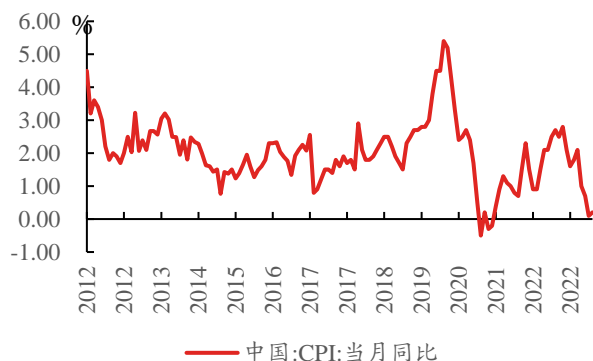
**1) 啤酒：累计产量明显提升。**从产量来看，今年 1-4 月啤酒累计产量同比变化扭负为正，2023 年 1-4 月较 2022 年同期+8.8%。

**2) 乳制品：产量持续增长。**从累计产量来看，今年 1-4 月乳制品累计产量同比+5.3%，1-4 月各月累计产量均略高于 2022 年；价格方面，2023 年初以来，原奶价格整体呈下跌趋势，从最高点 4.12 元/kg 跌至 6 月 7 日的 3.84 元/kg。

**3) 肉制品：中国生猪价格同比下降。**2023 年 6 月 15 日中国生猪价格同比-10.3%，月环比+0.6%。

## 4.1、宏观

图 53、2023 年 5 月 CPI 指数同比+0.2%



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：更新至 2023 年 5 月

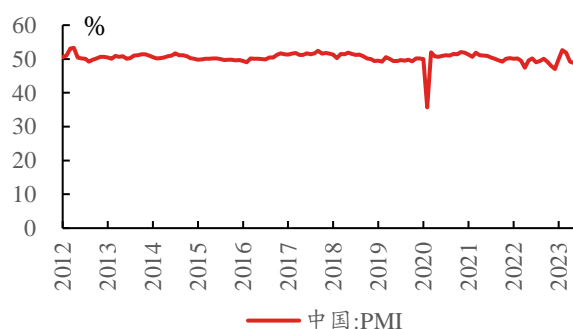
图 54、2023 年 5 月 CPI 食品同比+1.0%，非食品同比持平



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：更新至 2023 年 5 月

图 55、2023 年 5 月官方制造业 PMI 指数为 48.8%



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：更新至 2023 年 5 月

图 56、2023 年 5 月财新中国 PMI 指数为 50.9%



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：更新至 2023 年 5 月

图 57、2023 年 3 月消费者信心指数为 94.9



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：更新至 2023 年 3 月

图 58、2023 年 5 月社零增速为 12.7%



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

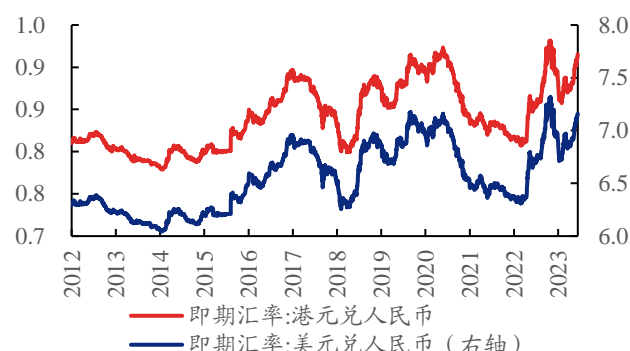
\*注：更新至 2023 年 5 月

图 59、2023 年 5 月限额以上零售增速为 11.1%



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
\*注: 更新至 2023 年 5 月

图 60、2023 年 6 月 15 日美元/港元汇率收于 7.16/0.92



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
\*注: 更新至 2023 年 6 月 14 日

## 4.2、包材价格

图 61、2023 年 6 月 15 日箱板纸价格为 4800 元/吨



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
\*注: 更新至 2023 年 6 月 15 日

图 62、2023 年 6 月 15 日打包易拉罐价格为 13000 元/吨



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
\*注: 更新至 2023 年 6 月 15 日

图 63、2023 年 6 月 10 日玻璃价格 2061.3 元/吨



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
\*注: 更新至 2023 年 6 月 10 日

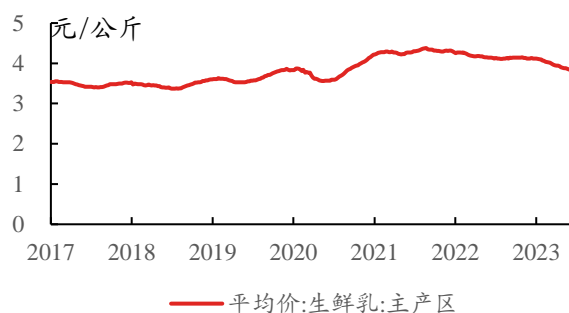
图 64、2023 年 6 月 15 日原油期货结算价 70.62 美元/桶



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
\*注: 更新至 2023 年 6 月 15 日

## 4.3、原材料成本

图 65、2023 年 6 月 7 日原奶价格收于 3.84 元/公斤



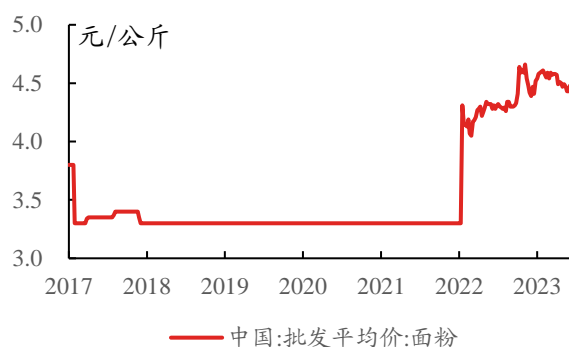
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理  
\*注：更新至 2023 年 6 月 7 日

图 66、2023 年 6 月 15 日棕榈油价格收于 7293.3 元/吨



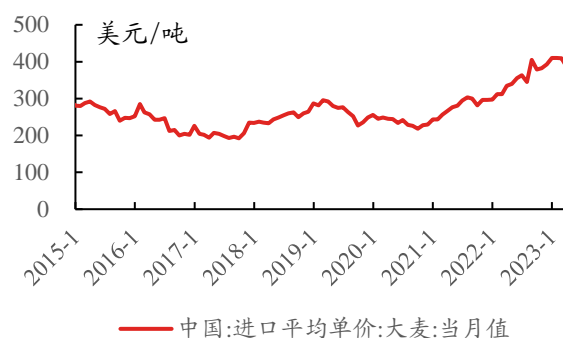
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理  
\*注：更新至 2023 年 6 月 15 日

图 67、2023 年 6 月 9 日面粉价格收于 4.48 元/公斤



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理  
\*注：更新至 2023 年 6 月 9 日

图 68、2023 年 5 月大麦进口平均单价 359.76 美元/吨



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理  
\*注：更新至 2023 年 5 月

图 69、2023 年 6 月 15 日大豆价格收于 4774 元/吨



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理  
\*注：更新至 2023 年 6 月 15 日

图 70、2023 年 6 月 9 日白砂糖价格收于 11.4 元/公斤



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理  
\*注：更新至 2023 年 6 月 9 日



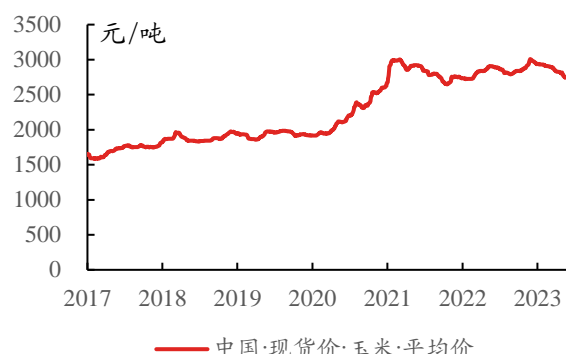
图 71、2023 年 6 月 15 日豆油价格收于 7734 元/吨



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

\*注: 更新至 2023 年 6 月 15 日

图 72、2023 年 6 月 15 日玉米价格收于 2775 元/吨



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

\*注: 更新至 2023 年 6 月 15 日

#### 4.4、成品

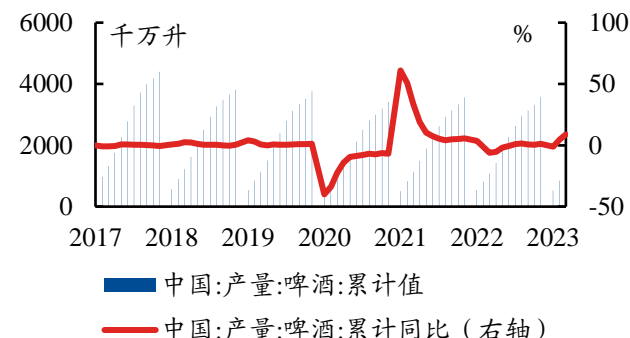
图 73、2023 年 6 月 15 日生猪价格收于 7.30 元/斤



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

\*注: 更新至 2023 年 6 月 15 日

图 74、2023 年 4 月啤酒累计产量同比+8.8%



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

\*注: 更新至 2023 年 4 月

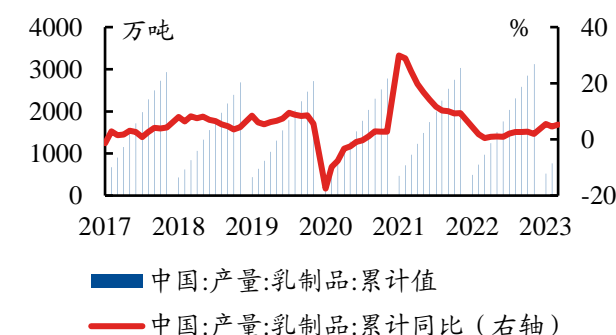
图 75、2023 年 4 月软饮料累计产量同比+5.0%



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

\*注: 更新至 2023 年 4 月

图 76、2023 年 4 月乳制品累计产量同比+5.3%



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

\*注: 更新至 2023 年 4 月

## 5、港股投资建议

据兴证全球策略团队，无论是地缘政治、港股资金面或是基本面的预期，只要出现边际改善，港股“底部拉锯战”都有望迎来 short cover 驱动的反弹。从布局节奏上，我们认为，随着港股反弹，可以适时布局短期有旺季行情+成本改善催化的啤酒板块，首推华润啤酒（00291.HK）。中长期，乡村振兴、共同富裕主线中，深耕下沉渠道的公司包括达利食品（03799.HK）、康师傅控股（00322.HK）、统一企业中国（00220.HK）、华润啤酒（00291.HK）、青岛啤酒股份（00168.HK）、农夫山泉（09633.HK）。猪周期方面，能繁母猪去化仍需要时间验证，建议关注成本控制能力较强、生鲜猪肉业务发展迅猛的中粮家佳康（01610.HK），猪后周期的阜丰集团（00546.HK）亦有配置机会。绝对收益投资者可以关注高股息标的：统一企业中国（00220.HK）、康师傅控股（00322.HK）。

截至 2023 年 6 月 15 日收盘，啤酒、软饮料、乳制品、包装食品、禽畜肉类、食品添加剂与烟草的平均 PE 估值分别为 33.67x、26.51x、14.93x、66.55x、13.55x、16.42x。

表 10、重点个股涨跌及估值跟踪（港股）

公司名称	代码	股价 港元	周涨跌幅 %	港股市值 亿港元	EPS(港元)		股息率 %	PE(TTM) 倍
					22A	23E		
<b>啤酒板块</b>								
百威亚太	01876.HK	21.80	5.46	2,887	0.54	0.68	1.36	40.51
华润啤酒	00291.HK	54.35	2.74	1,763	1.50	1.83	1.77	36.26
青岛啤酒股份	00168.HK	73.65	6.42	1,298	3.06	3.47	1.75	24.25
平均								<b>33.67</b>
<b>软饮料板块</b>								
农夫山泉	09633.HK	43.00	1.29	4,836	0.85	0.95	1.79	50.85
康师傅控股	00322.HK	11.96	1.52	674	0.52	0.68	8.65	22.87
统一企业中国	00220.HK	7.09	2.02	306	0.32	0.45	5.30	22.38
VITASOY INT'L	00345.HK	12.98	3.96	139	-0.15	0.00	0.10	N/A
中国食品	00506.HK	2.62	9.44	73	0.26	0.29	5.08	9.92
平均								<b>26.51</b>
<b>乳制品板块</b>								
中国飞鹤	06186.HK	4.67	9.22	423	0.62	0.69	9.83	7.65
蒙牛乳业	02319.HK	31.45	6.16	1,242	1.50	1.72	1.41	20.93
澳优	01717.HK	3.43	3.53	62	0.14	0.38	1.75	25.47
现代牧业	01117.HK	0.86	0.00	68	0.08	0.13	1.82	10.81
H&H 国际控股	01112.HK	10.40	5.19	67	1.07	1.33	6.06	9.80
雅士利国际	01230.HK	1.19	0.00	56	-0.05	0.00	0.00	N/A
平均								<b>14.93</b>
<b>包装食品板块</b>								
中国旺旺	00151.HK	5.13	-0.20	609	0.43	0.00	9.46	14.86
达利食品	03799.HK	2.76	5.75	378	0.25	0.26	6.41	11.29
周黑鸭	01458.HK	3.30	8.06	79	0.01	0.10	0.00	277.85
日清食品	01475.HK	6.73	0.65	70	0.30	0.00	2.25	20.86
五谷磨房	01837.HK	0.47	7.78	10	0.06	0.00	0.00	7.89
平均								<b>66.55</b>
<b>禽畜肉类板块</b>								

万洲国际	00288.HK	4.22	5.12	541	0.83	0.80	7.11	5.07
中粮家佳康	01610.HK	1.92	5.88	88	0.10	0.34	0.00	22.03
<b>平均</b>								<b>13.55</b>
<b>食品添加剂及烟草</b>								
颐海国际	01579.HK	19.14	6.37	198	0.85	0.95	1.07	23.89
思摩尔国际	06969.HK	8.49	13.07	516	0.47	0.46	2.12	18.37
中烟香港	06055.HK	11.34	-0.53	78	0.54	0.93	3.26	20.92
阜丰集团	00546.HK	4.26	3.45	108	1.71	1.51	16.36	2.50
华宝国际	00336.HK	3.09	1.63	100	-0.37	0.00	2.74	N/A
<b>平均</b>								<b>16.42</b>

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：2023 年 EPS 来自 Wind 一致预期；数据截至 2023.6.15 收盘

**统一企业中国：**统一企业中国持续打磨产品矩阵，优化产品结构，2022 年营收取得双位数增长。我们预计 2023/2024/2025 年 EPS 分别为 0.41/0.45/0.55 元，2023 年 6 月 15 日股价对应 PE 为 16/14/12 倍。

**达利食品：**七大知名品牌优势明显，持续推出新品扩容产品矩阵。我们预计 2023/2024/2025 年 EPS 分别为 0.24/0.27/0.30 元，2023 年 6 月 15 日股价对应 PE 为 11/9/8 倍，维持“增持”评级。

**卫龙：**卫龙为中国领先辣味休闲食品企业，龙头地位稳固；战略提价叠加产品结构优化，吨价存在提升空间；全渠道铺设经销网络，消费触点行业领先。我们预计 2023/2024/2025 年 EPS 分别为 0.44/0.56/0.71 元，2023 年 6 月 15 日股价对应 PE 为 18/14/11 倍，予以“增持”评级。

**康师傅控股：**康师傅控股是国内软饮及方便面巨头，消费场景恢复，公司业绩长期向好。我们预计 2023/2024/2025 年 EPS 分别为 0.54/0.64/0.73 元，2023 年 6 月 15 日股价对应 PE 为 20/17/15 倍，维持“增持”评级。

**华润啤酒：**华润啤酒将加大产品覆盖和品牌投入，持续推进多元化品牌建设，布局小酒馆、元宇宙品牌新营销渠道，持续提升品牌影响力。我们预计 2023/2024/2025 年 EPS 分别为 1.63/1.90/2.12 元，2023 年 6 月 15 日股价对应 PE 为 30/26/23 倍，维持“增持”评级。

**青岛啤酒股份：**多样化营销强化品牌影响力，把握行业消费提质升级机遇，品牌整合优化战略持续推进。我们预计 2023/2024/2025 年 EPS 分别为 3.17/3.76/4.51 元，2023 年 6 月 15 日股价对应 PE 为 21/18/15 倍。

**蒙牛乳业：**蒙牛乳业持续发力线上渠道，积极推进全渠道建设，拓展品牌矩阵，强化乳制品细分品类布局，资本运作助力蒙牛乳业快速打开新市场，发挥自身奶源和渠道优势。我们预计 2023/2024/2025 年 EPS 分别为 1.58/1.92/2.32 元，2023 年 6 月 15 日股价对应 PE 为 18/15/12 倍，维持“买入”评级。

**中粮家佳康：**中粮家佳康是全国及全产业链肉类业务布局的央企，在高端冷鲜猪肉领域处于行业领先地位。我们预计 2023/2024/2025 年 EPS 分别为 0.23/0.26/0.30

元，2023年6月15日股价对应PE为8/7/6倍，维持“买入”评级。

**阜丰集团：**阜丰集团为全球第一大味精生产商和全球第一大黄原胶生产商，具备领先的生物发酵技术和资源整合能力。我们预计2023/2024/2025年EPS分别为1.45/1.39/1.45元，2023年6月15日股价对应PE为3/3/3倍，维持“增持”评级。

表 11、港股重点公司盈利预测与估值表（6月15日）

代码	公司	评级	市值 (亿元)	EPS (元)				PE				PB
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
00220.HK	统一企业中国	无评级	280	0.28	0.41	0.45	0.55	23	16	14	12	2.1
03799.HK	达利食品	增持	345	0.22	0.24	0.27	0.30	11	11	9	8	1.8
09985.HK	卫龙	增持	188	0.07	0.44	0.56	0.71	114	18	14	11	3.3
00322.HK	康师傅控股	增持	615	0.47	0.54	0.64	0.73	23	20	17	15	4.5
00291.HK	华润啤酒	增持	1,610	1.34	1.63	1.90	2.12	37	30	26	23	5.8
00168.HK	青岛啤酒股份	无评级	1,185	2.73	3.17	3.76	4.51	25	21	18	15	3.5
02319.HK	蒙牛乳业	买入	1,135	1.34	1.58	1.92	2.32	21	18	15	12	2.8
01610.HK	中粮家佳康	买入	80	0.09	0.23	0.26	0.30	19	8	7	6	1.0
00546.HK	阜丰集团	增持	99	1.52	1.45	1.39	1.45	3	3	3	3	0.6

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

\*注：青岛啤酒股份、统一企业中国盈利预测为Wind一致预期；按2023.6.15港元兑人民币汇率换算，1港元=0.9131元人民币

## 6、风险提示

食品饮料公司发展面临以下风险：

### 1) 产品安全问题：

若发生食品安全问题，将损害品牌形象，从而影响所涉及公司未来产品销售。

### 2) 超预期激烈的市场竞争：

若有超预期激烈的市场竞争，将影响所涉及公司利润表现。

### 3) 新品市场推广不达预期：

各公司高端化布局下，新产品推出可以通过优化产品结构从而进行提价，若销售不及预期，将影响所涉及公司业绩表现。

### 4) 原材料成本的显著超预期波动：

影响公司成本价格，从而拉低毛利率水平，进而影响所涉及公司净利润表现。

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、成都经开资产管理有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、Chouzhou International Investment Ltd、桐庐新城发展投资有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、安庆盛唐投资控股集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、如皋市经济贸易开发有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd、成都银行股份有限公司、成都新津城市产业发展集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、滁州经济技术开发区总公司、珠海华发集团有限公司、华发投控 2022 年第一期有限公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、泰州医药城控股集团有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、高邮市建设投资发展集团有限公司、Gaoyou Construction Investment Development (BVI) Co.,Ltd.、南洋商业银行有限公司、平安国际融资租赁有限公司、上海银行杭州分行、湖州南浔振浔污水处理有限公司、杭州银行绍兴分行、新昌县交通投资集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、北京银行股份有限公司杭州分行、台州市黄岩经济开发集团有限公司、湖州吴兴交通旅游投资发展集团有限公司、江苏银行扬州分行、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、温州名城建设投资集团有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、民生银行、南京银行南通分行、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、交银金融租赁有限责任公司、交银租赁管理香港有限公司、平度市城市开发集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、泰兴市中兴国有资产经营投资有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、东台市国有资产经营集团有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股(香港)投资有限公司、澳门国际银行股份有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、中国国际金融股份有限公司、中国国际金融(国际)有限公司、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、嵊州市交通投资发展集团有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、Zhejiang Kunpeng (BVI) Company Limited、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、多想云控股有限公司、长沙先导投资控股集团有限公司、XL (BVI) INTERNATIONAL DEVELOPMENT LIMITED、龙口市城乡建设投资发展有限公司、集友银行有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团(国际)有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、郑州地产集团有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、香港象屿投资有限公司、厦门象屿集团有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、连云港港口集团、山海(香港)国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、天津滨海新区建设投资集团有限公司、兆海投资(BVI)有限公司、镇江交通产业集团有限公司、晋城市国有资本投资运营有限公司、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、邵东市城市发展集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、



恒源国际发展有限公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、Shandong Wonderland Holding Limited、蓬莱阁（烟台市蓬莱区）旅游有限责任公司、广州开发区投资集团有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、建发国际集团、重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限公司、香港国际（青岛）有限公司、青岛城市建设投资（集团）有限责任公司、成都经开产业投资集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、临沂城市发展集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、Coastal Emerald Limited、山东高速集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、建发物业发展集团有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司有投资银行业务关系。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

#### 上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层  
邮编：200135  
邮箱：research@xyzq.com.cn

#### 深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼  
邮编：518035  
邮箱：research@xyzq.com.cn

#### 北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元  
邮编：100020  
邮箱：research@xyzq.com.cn

#### 香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层  
传真：（852）35095929  
邮箱：ir@xyzq.com.hk