

# 强于大市

## 食品饮料行业 2024 年度策略

### 白酒进入换挡期，关注黄酒变革，大众品结构性亮点多

2023 年食品饮料板块跌幅较大，子板块估值普遍回落。白酒正进入换挡期，把握优质个股投资机会，我们预计 23 年 4 季度和 24 年春节将延续惯性增长。其他酒龙头积极寻求突围，重点关注黄酒变化。大众品需求有望持续复苏，看好啤酒、速冻食品、低温白奶的成长空间，关注低估值改善型品种。

#### 支撑评级的要点

- 2023 年食品饮料板块跌幅较大，子板块估值普遍回落。**（1）2023 年食品饮料板块表现较弱，板块下跌 14.9%，在 31 个一级行业中排名第 24，跑输沪深 300。（2）由于消费复苏速度偏慢，虽然多数食品饮料子板块业绩延续增长态势，但估值普遍回落。
- 白酒正进入换挡期，把握优质个股投资机会。**（1）报表端来看，2023 年白酒上市公司报表端实现较快增长，盈利能力继续提升。为了应对行业环境及消费趋势的变化，上市酒企纷纷加大渠道和消费者返利的力度，提升主销产品性价比，但主力产品终端价普遍承压。分品种来看，1-3Q23 一线酒稳健增长，全国型次高端酒增速放缓，地产酒受益宴席需求维持稳健增长。（2）需求端来看，现阶段终端需求处于弱复苏态势，随着地产及相关行业增速放缓，经济增长驱动因素发生变化，赚快钱时代进入赚慢钱时代，同时龙头市占率达到较高水平，行业增速与上市公司增速将逐步趋同，我们判断白酒行业正进入换挡期。白酒消费者需求将从面子消费转向高性价比。酒企的战略及增长模式也将随着行业的变化进行调整。但是长远来看，我们认为大众消费将延续升级趋势，次高端的需求有望持续增加。（3）我们预计 4 季度和 24 年春节将延续惯性增长。现阶段白酒需求弱复苏，行业处于弱平衡状态，主力产品价格稳定，库存处于正常区间，酒企制定了积极的增长目标，因此我们判断预计 23 年 4 季度和 24 年春节将延续 10% 以上的惯性增长。
- 其他酒龙头积极寻求突围，重点关注黄酒变化。**（1）葡萄酒行业整体承压，行业数据未出现明显好转。龙头张裕推出限制性股权激励，在机制改革上迈出一大步，静待行业环境转暖。（2）古越龙山积极推进产品高端化和年轻化。2023 年 6 月，公司公告董监高增持公司股票，增持金额明显高于 2022 年薪酬，其中董事长增持金额为 2022 年薪酬的 3 倍左右，体现了管理层对公司的信心。我们判断，2024-2025 年改革效果将逐步体现，业绩或将持续提速，长期成长潜力较大。
- 大众品需求有望持续复苏，看好啤酒、速冻食品、低温白奶的成长空间，关注低估值改善型品种。**大众品 3 季度需求复苏力度偏弱，不过现阶段的消费趋势，并不能简单归类于降级与升级，而是两者并存，未来随着居民收入预期的稳定，有望重拾升级态势。长远来看，地产对居民消费的挤出效应减弱，反而会带动大众品需求持续增长。（1）啤酒结构升级趋势确定，随着 95 后、00 后成为核心消费人群，个性化和高端化产品占比提升，价格中枢将持续上升。受益澳麦双反取消带来的成本改善，2024 年啤酒企业业绩持续向上确定性较强。（2）中国食品的速冻化率仍然偏低，速冻食品还有较大的成长空间，当前龙头企业市占率较低，公司积极拓展经营半径，产品及渠道布局扎实，综合竞争实力显著。（3）2023 年餐饮行业虽然有明显复苏，但是调味品渠道压力犹存。中炬高新大股东股权纷争结束，此前的土地诉讼也达成和解，具有华润背景的核心高管有望助力公司提升餐饮渠道占比，2024 年有望困境反转、营收提速。（4）关注低估值改善型品种承德露露，现阶段 PE 处于低位，公司在华北的消费者基本盘稳固，随着内部激励机制的逐步完善，以及产品、区域、渠道布局思路的成熟，从而带动业绩和估值双升，向上弹性较大。

#### 相关研究报告

《食品饮料行业周报》20240102  
 《食品饮料行业周报》20231225  
 《食品饮料行业周报》20231217

中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

#### 食品饮料

证券分析师：汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

#### 推荐组合

- （1）白酒：**山西汾酒、泸州老窖、今世缘、贵州茅台；**（2）大众品：**承德露露、安井食品、青岛啤酒、绝味食品。

#### 评级面临的主要风险

宏观经济波动，渠道库存偏高，原料价格波动。

## 目录

市场回顾：食品饮料板块跌幅较大，子板块估值普遍回落 .....	5
酒类：白酒进入换挡期，啤酒持续升级，重视黄酒变革 .....	8
白酒：2023 年弱复苏，2024 年换挡期.....	8
啤酒：结构升级趋势确定，成本持续改善，估值回落后迎来布局良机 .....	13
其它酒：龙头企业积极寻求突围，重点关注黄酒的变化 .....	16
食品：需求有望持续复苏，结构性亮点较多.....	19
速冻食品：龙头综合优势明显，长期看好安井食品 .....	19
乳制品：短期需求偏弱，关注高股息率龙头和差异化品种 .....	20
调味品：2023 年需求端压力犹存，基调龙头内部调整，复调景气度延续 .....	23
休闲零食：零食量贩渠道加速扩张，关注供应链端具备优势的制造类企业 .....	25
卤制品：消费环境发生变化，单店压力延续，成本压力减轻 .....	26
投资思路-白酒把握优质个股，重视黄酒，看好大众品长期空间 .....	29
风险提示 .....	31

## 图表目录

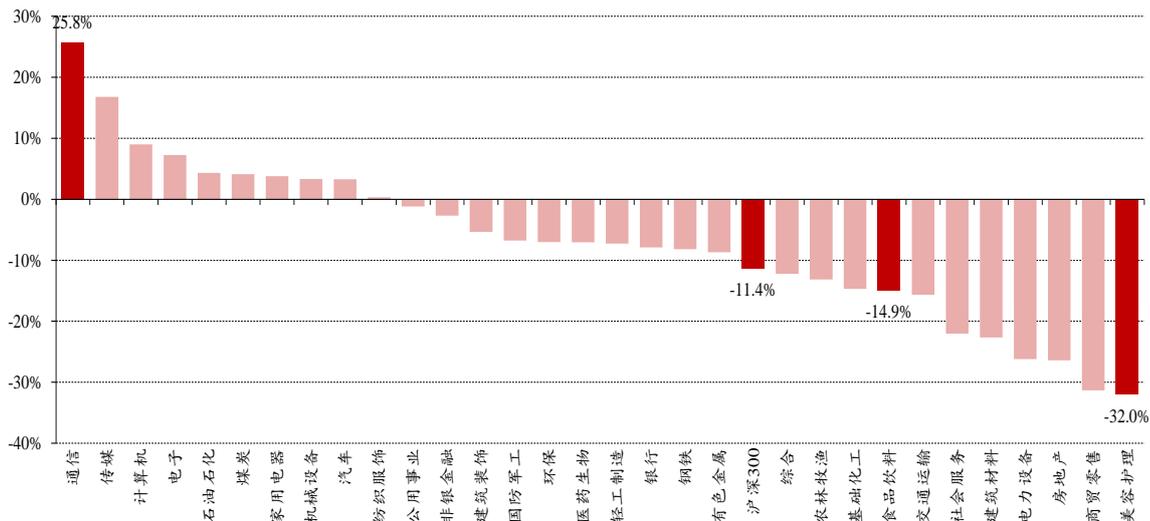
图表 1. 2023 年申万一级行业涨跌对比.....	5
图表 2. 2023 年食品饮料子行业涨跌对比.....	5
图表 3. 2022 年-2023 年食品饮料子行业分季度绝对涨跌幅情况 .....	6
图表 4. 2023 年食品饮料子行业估值与归母净利变动情况.....	6
图表 5. 2023 年食品饮料个股涨跌排名.....	7
图表 6. 白酒行业与上市公司营收增速对比.....	8
图表 7. 白酒行业与上市公司利润增速对比.....	8
图表 8. 白酒上市公司 2023 年经营计划.....	9
图表 9. 规上白酒企业数量持续减少 .....	9
图表 10. 1Q23 上市白酒集中度提升至 68.3%.....	9
图表 11. 食品饮料类社零数据当月同比增速.....	9
图表 12. 食品饮料类社零数据累计同比增速（13-23.11） .....	9
图表 13. 茅台整箱及散瓶批价 .....	10
图表 14. 普五及国窖 1573（高度）批价 .....	10
图表 15. 2021 至今，300-600 元次高端主流产品批价 .....	10
图表 16. 白酒上市公司 1-3Q23 毛利率同比增 0.6pct，3Q23 毛利率同比增 0.1pct.....	11
图表 17. 不同类白酒 1-3Q23 与 3Q23 收入、归母净利增速情况 .....	12
图表 18. 地产行业占 GDP 比重变化 .....	13
图表 19. 地产相关行业（建筑+地产）占 GDP 比重变化.....	13
图表 20. 啤酒行业产量累计值、累计同比.....	14
图表 21. 主要啤酒企业 1-3Q23 吨价、同比增速 .....	14
图表 22. CPI 显示 3Q23 需求较弱、消费升级动力不强.....	14
图表 23. 3Q23 消费意愿指数、预期指数持续低迷.....	14
图表 24. 3Q23 啤酒企业吨价逆势延续上涨趋势.....	15
图表 25. 铝锭、玻璃价格变动（截至 2023 年 12 月 10 日） .....	15
图表 26. 瓦楞纸价格变动（截至 2023 年 12 月 10 日） .....	16
图表 27. 进口大麦价格变动（截至 2023 年 9 月） .....	16
图表 28. 中国葡萄酒行业收入和增速数据.....	17
图表 29. 2023 年 1-10 月，国内葡萄酒产量同比降 30.2% .....	17
图表 30. 2023 年 1-10 月瓶装葡萄酒进口量同比降 28.1% .....	17
图表 31. 2023 年 1-10 月进口葡萄酒消费量占比 .....	17
图表 32. 中国进口葡萄酒主要来源国的进口额及增速.....	17
图表 33. 葡萄酒上市企业营收及利润.....	17
图表 34. 黄酒行业及上市酒企营收增速.....	18
图表 35. 黄酒行业利润及上市酒企营收增速.....	18

图表 36. 黄酒上市企业营收及利润.....	18
图表 37. 古越龙山“只此青绿只此青玉”联名款产品.....	18
图表 38.速冻板块营收及同比增速.....	19
图表 39.速冻板块归母净利润及同比增速.....	19
图表 40. 速冻食品公司业绩概览.....	19
图表 41. 棕榈油价格高位回落.....	20
图表 42. 白砂糖价格有所回升.....	20
图表 43. 面粉价格同比处于高位.....	20
图表 44. 猪肉价格持续走低.....	20
图表 45. 中国乳制品产量及同比增速.....	21
图表 46. 牛奶、酸奶零售价变化.....	21
图表 47. 1-3Q23 乳制品板块费用率、利润率同比变化情况.....	21
图表 48. 生鲜乳价格变动（截至 2023 年 12 月 6 日）.....	22
图表 49. 进口奶粉、液态奶价格（截至 2023 年 10 月）.....	22
图表 50. 中国婴幼儿奶粉市场规模、同比增速（2019-2023）.....	22
图表 51.奶粉行业主要企业 1H23 营收、同比增速.....	22
图表 52. 奶粉行业主要企业 1H23 归母净利润、同比增速.....	22
图表 53. 2018 至 2023 年前三季度调味品板块营收及同比增速.....	23
图表 54. 2018 至 2023 年前三季度调味品板块归母净利及同比增速.....	23
图表 55. 2023 年餐饮收入实现较快恢复.....	24
图表 56. 1-3Q23 调味品企业毛利率同比变化.....	24
图表 57. 1-3Q23 调味品企业销售费用率同比变动.....	24
图表 58. 零食板块内部出现分化现象.....	25
图表 59. 零食板块营收、归母净利润变化.....	25
图表 60. 主要休闲零食企业 1-3Q23 营收及同比增速.....	25
图表 61. 主要休闲零食企业 1-3Q23 销售净利率及同比变动.....	25
图表 62. 卤制品主要上市公司业绩情况.....	26
图表 63. 卤制品龙头企业每年新增门店数量.....	26
图表 64. 卤制品龙头企业门店总数.....	26
图表 65. 鸭副产品价格持续回落.....	26
图表 66. 1-3Q23 卤制品龙头销售费用率普遍下降.....	27
图表 67. 1-3Q23 卤制品龙头销售毛利率.....	27
图表 68. 卤制产品品类多元化发展.....	27
图表 69. 2020 年至 2023 年休闲卤制品门店数量变化.....	28
图表 70. 2015 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM).....	30

## 市场回顾：食品饮料板块跌幅较大，子板块估值普遍回落

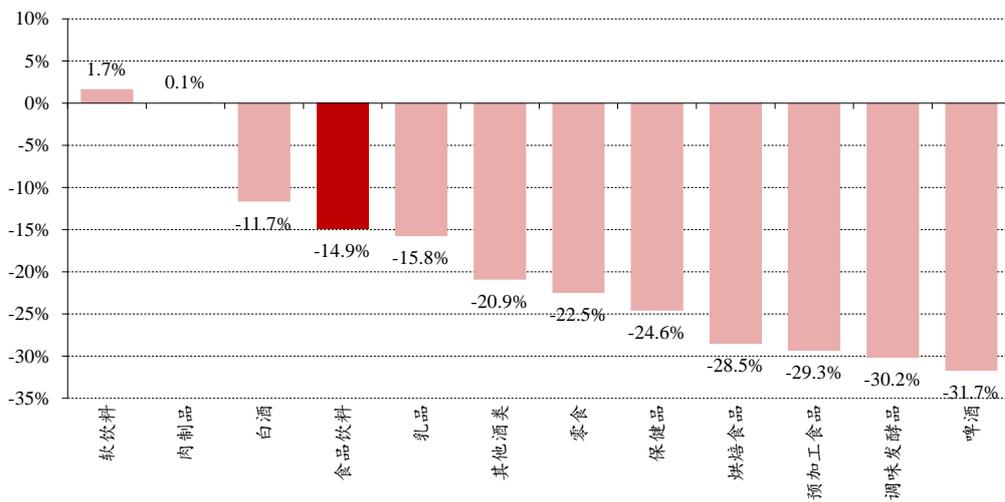
2023 年食品饮料板块表现较弱，板块下跌 14.9%，在 31 个一级行业中排名第 24，跑输沪深 300。食品饮料子行业中，除软饮料、肉制品板块为正增长外，其他板块股价普遍有所回落；白酒下跌 11.7%，在子行业中排名靠前；预加工食品、调味发酵品、啤酒的跌幅较大，股价变化幅度分别为-29.3%、-30.2%和-31.7%。

图表 1. 2023 年申万一级行业涨跌对比



资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 2023 年食品饮料子行业涨跌对比



资料来源：Wind，中银证券

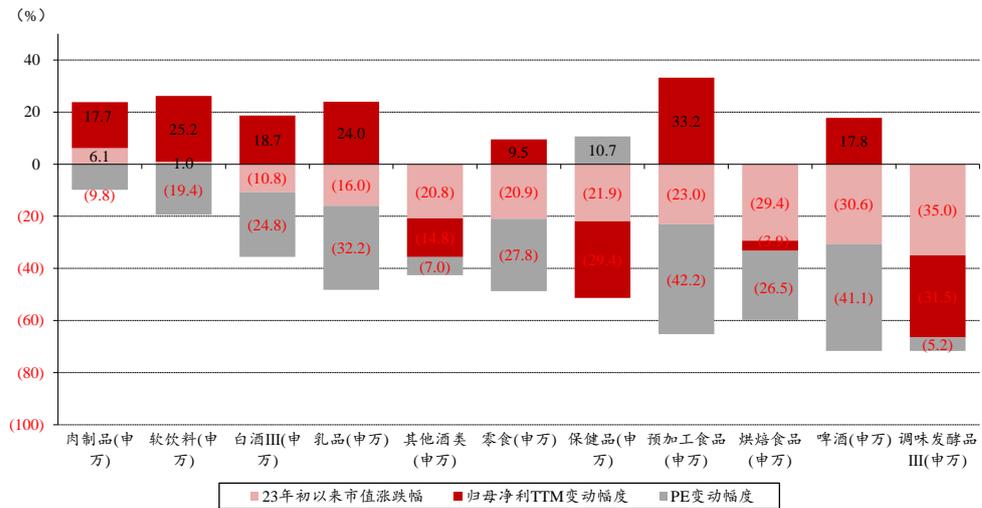
图表 3. 2022 年-2023 年食品饮料子行业分季度绝对涨跌幅情况

行业分类	1Q22 (%)	2Q22 (%)	3Q22 (%)	4Q22 (%)	1Q23 (%)	2Q23 (%)	3Q23 (%)	4Q23 (%)	2023 (%)
软饮料	(20.1)	6.2	(17.1)	17.1	3.4	(0.0)	1.7	(1.6)	1.7
沪深 300	(14.5)	6.2	(15.2)	1.8	4.6	(5.1)	(4.0)	(10.7)	(11.4)
乳品	(12.5)	6.4	(15.9)	(2.5)	(6.2)	(3.9)	(6.0)	(6.6)	(15.8)
肉制品	(6.3)	2.0	(13.2)	5.1	(0.1)	(7.2)	3.1	8.0	0.1
预加工食品	(30.1)	36.3	(11.1)	10.2	0.2	(11.6)	(11.8)	(20.2)	(29.3)
白酒	(21.6)	24.1	(11.3)	(1.8)	7.2	(14.2)	4.2	(4.0)	(11.7)
其他酒类	(26.6)	15.2	(12.0)	26.5	3.7	(6.3)	(11.9)	(18.6)	(20.9)
保健品	(9.9)	-7.0	(18.8)	25.1	(4.4)	(0.3)	(14.8)	(20.9)	(24.6)
食品饮料	(20.4)	20.2	(11.8)	0.6	4.4	(12.9)	0.5	(6.4)	(14.9)
烘焙食品	(23.2)	12.7	(15.8)	18.6	3.5	(16.2)	(11.8)	(17.7)	(28.5)
零食	(19.3)	8.2	(11.9)	23.1	(2.8)	(9.5)	(12.8)	(11.9)	(22.5)
啤酒	(22.4)	31.1	(8.9)	7.5	10.1	(16.5)	(11.2)	(25.7)	(31.7)
调味发酵品	(18.3)	15.6	(9.7)	2.9	(2.8)	(17.1)	(10.2)	(13.4)	(30.2)

资料来源: Wind, 中银证券

由于消费复苏速度偏慢, 虽然多数食品饮料子板块业绩延续增长态势, 但估值普遍回落。2023 年除烘焙食品、其他酒类、保健品、调味发酵品外, 其他食品饮料子板块的归母净利润 (TTM) 均有不同幅度的提升, 其中预加工食品、软饮料提升幅度较大, 白酒板块归母净利润 (TTM) 提升了 18.7%。但由于消费复苏速度偏慢, 除保健品外, 其他食品饮料子板块的 PE (TTM) 均出现了不同幅度的下降。乳品、啤酒、预加工食品下降幅度较大, 均超过了 30%。白酒 PE (TTM) 下降了 24.8% 至 25 倍左右。

图表 4. 2023 年食品饮料子行业估值与归母净利润变动情况



资料来源: Wind, 中银证券

估值回调下, 食品饮料板块个股普遍呈下跌态势。2023 年以来, 食品饮料板块 123 只个股中, 22 只个股上涨, 占比 18%, 101 只个股下跌, 占比 82%。其中, 涨幅前五的个股分别是莲花健康、惠发食品、\*ST 西发、威龙股份和泉阳泉。跌幅前五的个股分别是绝味食品、妙可蓝多、立高食品、酒鬼酒、重庆啤酒。

图表 5. 2023 年食品饮料个股涨跌排名

年涨幅前十名公司	年涨幅 (%)	年涨幅后十名公司	年涨幅 (%)
莲花健康	123	绝味食品	(56)
惠发食品	95	妙可蓝多	(50)
*ST 西发	74	立高食品	(49)
威龙股份	66	酒鬼酒	(46)
泉阳泉	54	重庆啤酒	(46)
华统股份	23	嘉必优	(44)
金字火腿	18	海天味业	(42)
青岛食品	18	良品铺子	(41)
一鸣食品	16	舍得酒业	(39)
香飘飘	15	桃李面包	(39)

资料来源: Wind, 中银证券

## 酒类：白酒进入换挡期，啤酒持续升级，重视黄酒变革

### 白酒：2023 年弱复苏，2024 年换挡期

**2023 年报表端实现较快增长，终端需求呈现弱复苏态势。**（1）1-3Q23 白酒收入、归母净利润同比增 16.3%、18.9%，报表端实现了较快增长，终端需求呈现了弱复苏的态势。2023 年春节和节后需求出现明显改善，主要由于 22 年 4 季度受压制的白酒需求延后兑现。2Q23 收入、归母净利润分别同比增 17.8%、19.7%，环比 1 季度提速，一方面需求逐步复苏，另一方面上年同期基数较低。3Q23 同比增 15.5%、17.9%，环比 2Q23 小幅降速，整体延续了较好的增长惯性，虽然经济复苏进程不确定，但名酒对主力产品价格的态度更加务实，保持价格稳定的前提之下，主动出击，双节营销动作较多，加大红包返利等手段促进动销，尽量加快出货。（2）1-3Q23 现金流改善较为明显，白酒上市公司经营活动产生的现金流净额同比+137%，上年同期在疫情背景下，多家上市公司加大了对渠道的支持力度，放松了打款要求，因此 2023 年现金流恢复正常。（3）2023 年 1-11 月社零数据的餐饮收入同比+19.4%，烟酒类零售额同比+10.9%，低基数上实现较快增长。

**现阶段白酒处于弱平衡状态。**2023 年白酒的市场情绪走了一轮过山车。1-2 月受益于疫后需求的集中释放，产业界和投资者对后市的需求较为乐观，从 2023 年上市公司年初制定的经营计划目标来看，酒厂对 2023 年展现出了较强的信心，贵州茅台、泸州老窖同比增 15%左右，五粮液双位数增长，山西汾酒、古井贡酒、今世缘 20%+，伊力特由于基数较低，目标增速较高。但 3 月份之后需求集中释放的效果减弱，淡季需消化前期的渠道库存，终端价格出现回落，导致市场情绪从乐观变为悲观。进入下半年之后，白酒未出现强周期的调整，渠道库存处于可控位置，经销商接受了需求偏弱的现实，行业处于弱平衡的状态。

**2023 年行业集中度继续提升。**2021 年白酒上市公司营收占行业比重为 44.2%，2022 年比重提升到 53.3%，1Q23 上升至 68.3%（1Q22 为 59.9%）。1-3Q22 白酒上市公司收入增速（16.3%）高于行业增速（1-7 月，+7.7%）。2022 年规上白酒数量为 963 家，相比 2017 年高点的 1593 家减少 630 家。

图表 6. 白酒行业与上市公司营收增速对比



资料来源：iFinD、国家统计局、中国酒业协会、中银证券  
注：行业数据截至 2023 年 1-7 月

图表 7. 白酒行业与上市公司利润增速对比



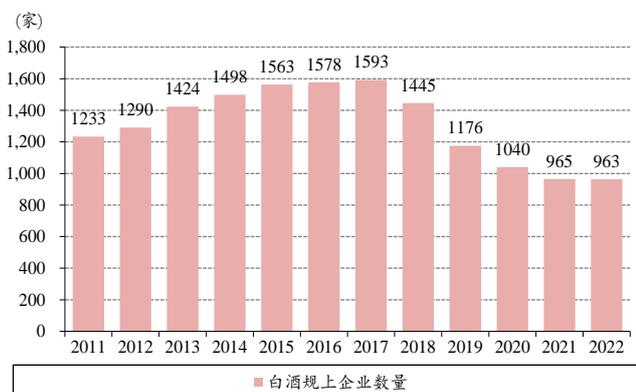
资料来源：iFinD、国家统计局、中国酒业协会、中银证券  
注：行业数据截至 2023 年 1-7 月

图表 8. 白酒上市公司 2023 年经营计划



资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 规上白酒企业数量持续减少



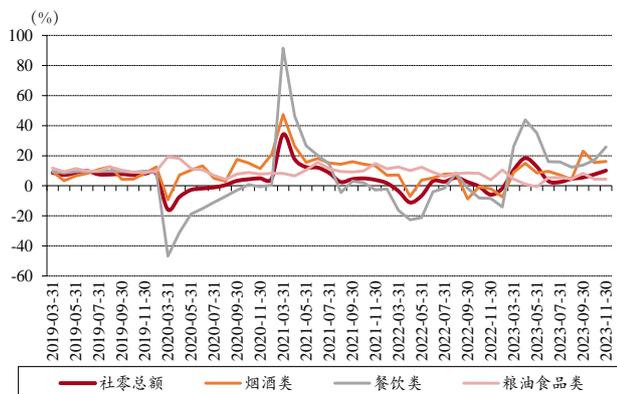
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 10. 1Q23 上市白酒集中度提升至 68.3%



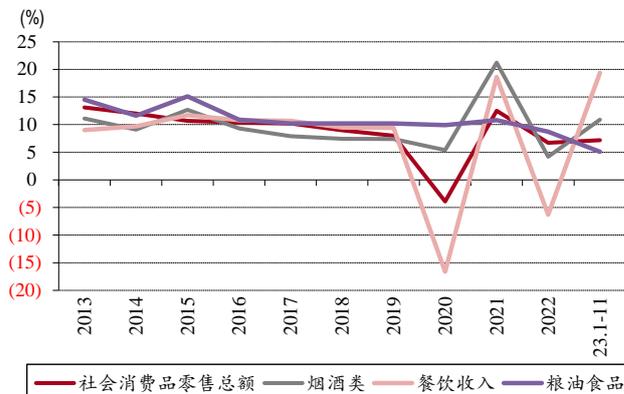
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 11. 食品饮料类社零数据当月同比增速



资料来源：国家统计局，中银证券

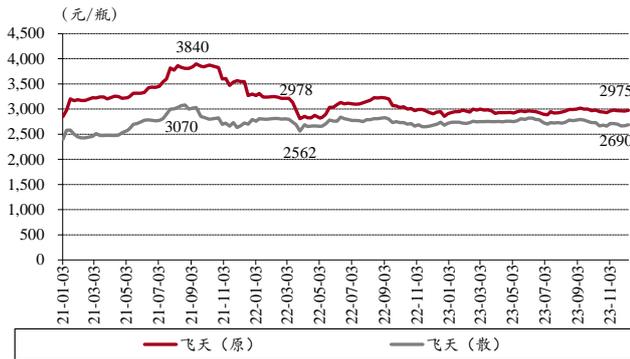
图表 12. 食品饮料类社零数据累计同比增速 (13-23.11)



资料来源：国家统计局，中银证券

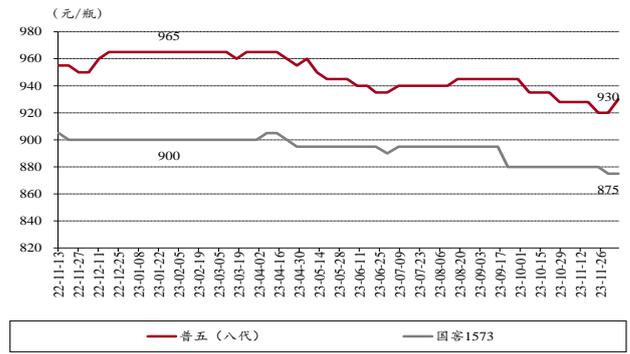
1-3Q23 产品结构小幅上行, 其中 3Q23 变化不大, 名酒提升产品性价比, 主力产品终端价承压。(1) 白酒板块 1-3Q23 毛利率同比增 0.6pct, 产品结构维持了小幅上行趋势, 其中 3Q23 毛利率同比增 0.1pct, 销售费用率 1-3Q23 同比降 0.2pct, 其中 3Q23 同比增 0.2pct。3 季度毛利率上行速度放缓, 销售费用率小幅提升, 各个酒企加大了渠道和消费者返利的力度, 提升主销产品的性价比, 同时加大了大众价位产品的推广力度, 以应对行业环境和消费趋势的变化。白酒上市公司盈利能力继续提升, 1-3Q23 和 3Q23 归母净利率均有小幅上升。(2) 根据今日酒价数据, 2023 年散茅均价 2740 元, 同比 2022 年基本持平, 其中 4Q23 均价 2700 元, 环比 3Q23 降 60 元左右。根据今日酒价数据, 2023 年五粮液均价 945-950 元, 同比 2022 年增降 20 元左右, 其中 4Q23 均价 930 元, 环比 3Q23 降 10-15 元, 同比 4Q22 降 30-40 元。

图表 13. 茅台整箱及散瓶批价



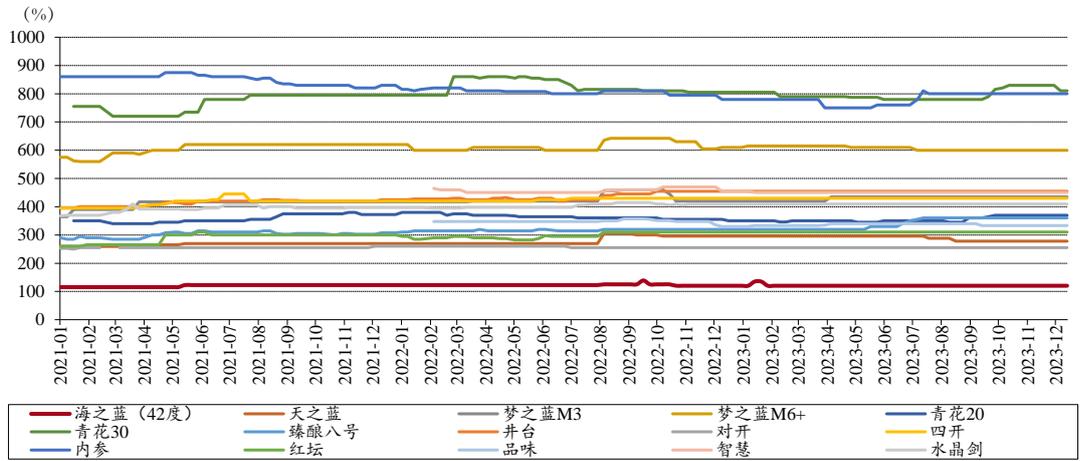
资料来源: 今日酒价, 中银证券

图表 14. 普五及国窖 1573 (高度) 批价



资料来源: 今日酒价, 中银证券

图表 15. 2021 至今, 300-600 元次高端主流产品批价



资料来源: 今日酒价, 中银证券

注: 白酒批价更新至 2023 年 12 月 15 日

图表 16. 白酒上市公司 1-3Q23 毛利率同比增 0.6pct, 3Q23 毛利率同比增 0.1pct



资料来源：万得，中银证券

### 分品种看，1-3Q23 一线酒稳健增长，全国型次高端放缓，地产酒受益于宴席需求。

(1) 一线酒高端酒（贵州茅台+五粮液+泸州老窖）维持了稳健增长势头，1-3Q23 收入、归母净利润同比增 17.0%、18.8%，3Q23 同比分别增 16.2%、18.0%。其中贵州茅台降速，五粮液提速，泸州老窖延续高增。贵州茅台 3Q23 普茅和 1935 控制发货节奏，业绩增速略有放缓，营收同比增 14.0%，归母净利润同比增 15.7%。五粮液 3Q23 营收同比增 17%，环比提速，一方面去年 3 季度基数较低，另一方面提升产品性价比，终端动销情况较好。泸州老窖实施积极性进攻策略，高端酒维持较快增速，报表质量优异。

(2) 由于白酒商务需求恢复进度较慢，全国型次高端酒（山西汾酒+洋河股份+水井坊+舍得酒业+酒鬼酒）受影响较大，1-3Q23 收入、归母净利润同比增 12.4%、17.0%，3Q23 同比分别增 10.2%、11.7%。山西汾酒、洋河股份、舍得酒业 3 季度营收同比分别增 13.6%、11.0%、7.9%，均慢于上半年，酒鬼酒营收延续了较大的下滑态势，水井坊上半年渠道控货较为坚决，3 季度营收提速至 21.5%。

(3) 地产酒（古井贡酒+口子窖+迎驾贡酒+今世缘+伊力特+金徽酒+老白干酒+天佑德酒+金种子酒），1-3Q23 收入、归母净利润同比增 23.6%、31.2%，3Q23 同比分别增 23.5%、38.9%，受益于宴席消费的恢复和业绩低基数，3 季度整体表现较好。今世缘、古井贡酒和迎驾贡酒营收延续了 20% 以上的增速，产品结构升级推动了古井贡酒利润率大幅提升。口子窖可能受新老产品更替的影响，仅增长 5%。西北白酒龙头伊力特、金徽酒、天佑德酒，营收和利润在低基数上均实现了较快的反弹。老白干酒收入同比增长 13%，维持稳健增长。

图表 17. 不同类白酒 1-3Q23 与 3Q23 收入、归母净利增速情况

分类	公司名称	营业收入及同比增速				归母净利及同比增速			
		1-3Q23 (亿元)	YOY (%)	3Q23 (亿元)	YOY(%)	1-3Q23 (亿元)	YOY (%)	3Q23 (亿元)	YOY (%)
高端酒	贵州茅台	1877	17.0	581	16.2	863	18.8	262	18.0
	五粮液								
全国扩张的次高端	泸州老窖	680	12.4	205	10.2	224	17.0	63	11.7
	山西汾酒								
	洋河股份								
	水井坊								
地产酒	舍得酒业	431	23.6	133	23.5	104	31.2	30	38.9
	酒鬼酒								
	古井贡酒								
	口子窖								
	迎驾贡酒								
	今世缘								
	伊力特								
	金徽酒								
老白干酒									
天佑德酒									
金种子酒									

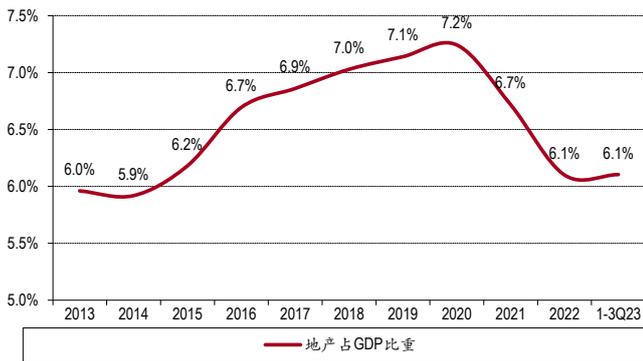
资料来源: iFinD, 中银证券

**预计 4 季度和 24 年春节将延续惯性增长。**现阶段白酒需求弱复苏, 行业处于弱平衡状态, 主力产品价格盘稳定, 库存处于正常区间, 酒企制定了积极的增长目标, 因此我们判断预计 4 季度和 24 年春节将延续 10% 以上的惯性增长。

**复盘历史, 两个重要因素驱动了 2016-2021 年白酒行业繁荣。**(1) 地产及相关行业的快速扩张, 推升了高端白酒的需求, 这也是茅台酒价格从 800 元涨到 3000 元以上的原因之一, 并带动了各个价格带的升级。茅台酒和五粮液终端价 2021 年开始回落, 与地产行业调整的时点相关。由于经济增长驱动因素发生变化, 预计未来几年高端酒核心单品价格直接上行的难度较大。(2) 行业集中度快速提升, 上市公司制定激进的销售目标, 并倒逼公司内部释放制度红利, 维持了大幅超越行业的收入增速, 上市公司收入占行业比重从 2015 年 20% 左右上升 2022 年的 53%, 如果剔除统计口径的影响, 我们判断实际占比可能明显高于 53%, 达到 70% 以上。考虑白酒需求特点, 与大众品不同, 我们判断未来行业将形成分香型、分区域、分价格的细分领域寡头竞争格局, 上市公司集中度难以形成类似于啤酒 CR5 超过 90% 高市占率, 集中度继续快速上行的难度加大, 未来两年行业增速与上市公司增速可能逐步趋同。

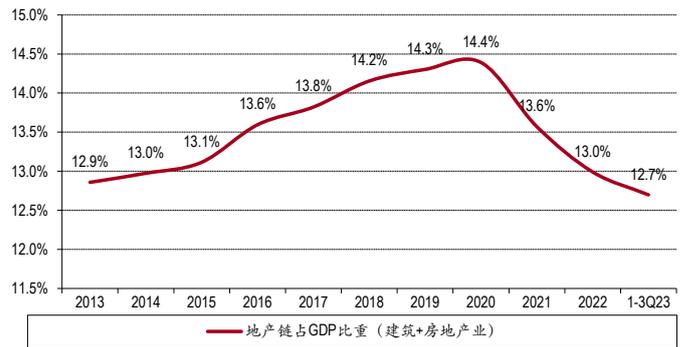
**白酒正进入换挡期。**随着地产及相关行业增速放缓, 经济增长驱动因素发生变化, 赚快钱时代进入赚慢钱时代, 同时龙头市占率达到较高水平, 行业增速与上市公司增速将逐步趋同, 我们判断白酒行业正进入换挡期。白酒消费者需求将从面子消费转向高性价比。酒企的产品战略, 将从打磨大单品、树立价格标杆, 满足同质化的需求, 演变为构建产品矩阵, 满足多样化和个性化需求, 能更精细地挖掘消费者需求的酒企有望胜出。酒企增长模式, 从粗放式的渠道扩张, 转为更精细地挖掘消费者需求。长远来看, 我们认为大众消费将延续升级趋势, 次高端的需求有望持续增加。

图表 18. 地产行业占 GDP 比重变化



资料来源: iFind, 中银证券

图表 19. 地产相关行业 (建筑+地产) 占 GDP 比重变化



资料来源: iFind, 中银证券

**重视大清香的机会。**(1) 香型口感并非一成不变, 随着山西汾酒的崛起, 清香型成为新风口, 香型类似的老白干酒等有望受益。(2) 大清香 2023 年有抱团作战的动作, 力争三分天下有其一, 随着消费者口感的培育, 清香热有望延续。(3) 中国酒业协会发布的《中国酒业“十四五”发展指导意见》提出, “十四五”期间, 清香型白酒的市场规模将突破 200 万千升、1300 亿元, 行业占比由 15% 提升至 20% 以上。

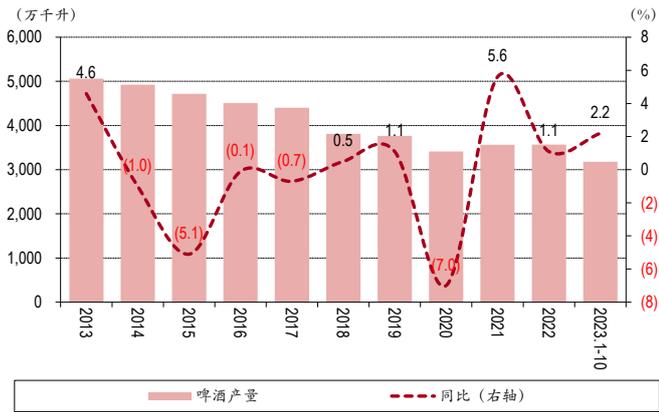
**白酒优选抗风险能力强的龙头酒企, 重视次高端、大清香, 关注核心消费群体的偏好变化。**中长期来看, 我们认为在存量竞争的行业背景下, 优选抗风险能力及渠道控盘能力较强的龙头酒企, 以及可环大本营扩张的省级龙头。关注核心消费群体的偏好变化, 有望孕育出新的成长点。推荐山西汾酒、泸州老窖、今世缘、贵州茅台。

**现阶段首推山西汾酒, 公司向上势能不减, 预计未来两年将维持较快的业绩增速。**(1) 12 月 6 日 2023 汾酒全球经销商大会在山西太原召开。本次经销商大会时点早于往年 20 天左右, 显示公司提早为 2024 年谋划布局, 团队积极进取。(2) 虽然 2023 年全国型次高端酒受商务需求疲软的影响, 向上升级乏力, 但长远来看, 这个价格带仍有较大的成长空间。分产品看, 汾酒多价格带同时发力, 特别是未来次高端以上价格带将成为主要增长点, 青 30 未来有望接棒青 20。分区域看, 环山西市场精耕细作, 全国化深度推进, 增长的确性强。现阶段汾酒向上势能不减, 改革红利仍在释放, 渠道体系健康, 随着人事调整完成, 营销活动有序推进, 预计 2024 年营收有望小幅提速。未来两年业绩增速持续领先行业。

### 啤酒: 结构升级趋势确定, 成本持续改善, 估值回落后迎来布局良机

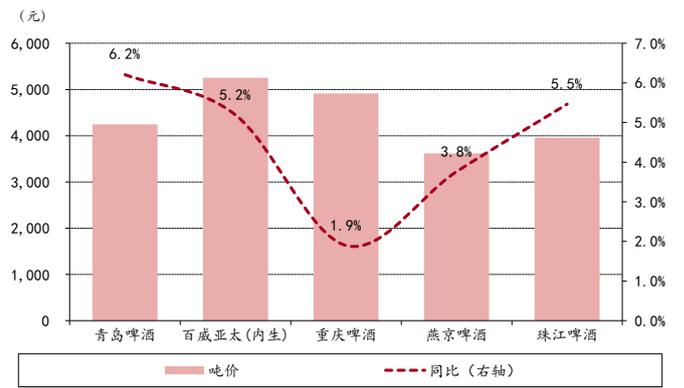
**1-3Q23 啤酒企业吨价延续上行趋势, 3 季度需求较弱。**整体来看, 2023 年啤酒企业延续了结构性升级趋势, 主要啤酒企业 1-3Q23 吨价同比+5.1%。其中青岛啤酒/百威亚太(内生)/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒 1-3Q23 吨价分别同比+6.2%/+5.2%/+1.9%/+3.8%/+5.5%。需求端, 受益于疫情后即饮场景的恢复, 2023 年啤酒需求有所反弹, 1-10 月啤酒产量 3180.4 万千升, 同比+2.2%。但从节奏上来看, 3Q23 作为啤酒消费旺季, 需求整体偏弱, 7、8、9 月啤酒单月产量分别同比-3.4%、-5.8%、-8.0%。

图表 20. 啤酒行业产量累计值、累计同比



资料来源: iFind, 中银证券

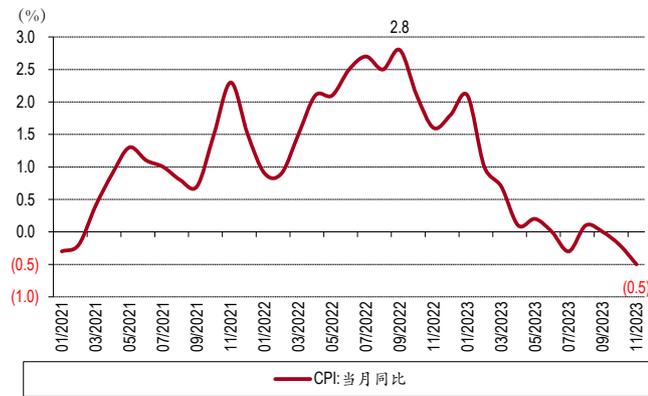
图表 21. 主要啤酒企业 1-3Q23 吨价、同比增速



资料来源: iFind, 中银证券

我们认为, 3Q23 在消费升级动能不足的背景下, 啤酒企业吨价依然延续了较快的上涨趋势, 印证啤酒行业结构升级的趋势。复盘历史, 产能出清、竞争格局改善、消费升级是驱动啤酒企业结构快速升级、吨价快速上行的三大核心要素。2023 年 7、8、9 月份 CPI 分别同比-0.3%、+0.1%、+0.0%, 延续了二季度的低迷趋势, 显著低于一季度与 2022 年。与此同时, 三季度消费者消费意愿、预期指数持续低迷, 连续 3 个月处于 80-90 区间, 表明消费者信心不足。整体来看, 3Q23 大众品消费升级的动能不强, 但啤酒行业依然延续了结构升级趋势, 吨价持续提升。披露三季报的五家核心企业(百威亚太(中国)、青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒) 3Q23 平均吨价同比+4.4%, 且各企业吨价同比均实现正增长。

图表 22. CPI 显示 3Q23 需求较弱、消费升级动力不强



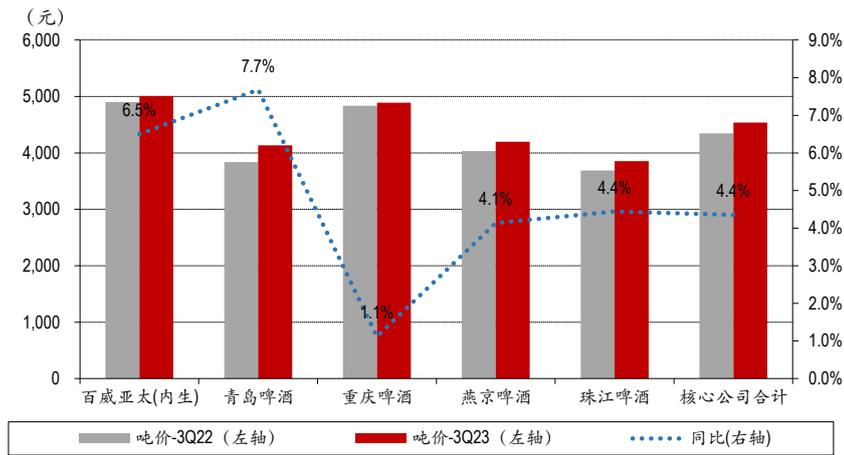
资料来源: iFind, 中银证券

图表 23. 3Q23 消费意愿指数、预期指数持续低迷



资料来源: iFind, 中银证券

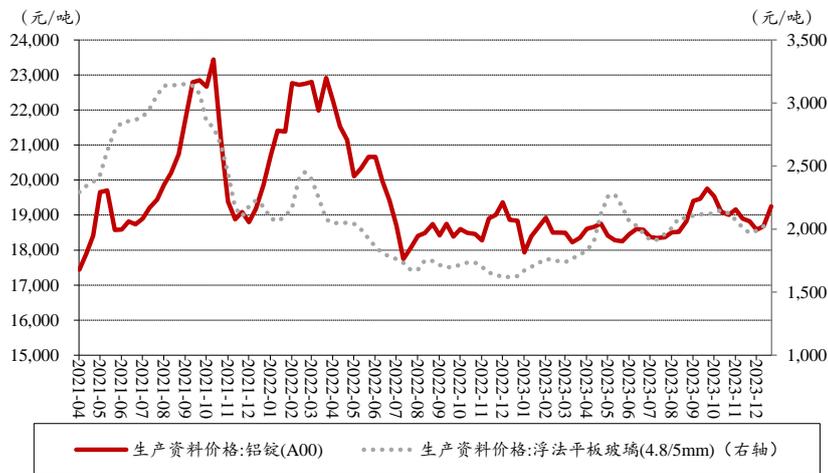
图表 24. 3Q23 啤酒企业吨价逆势延续上涨趋势



资料来源: 各公司财务报告, 中银证券

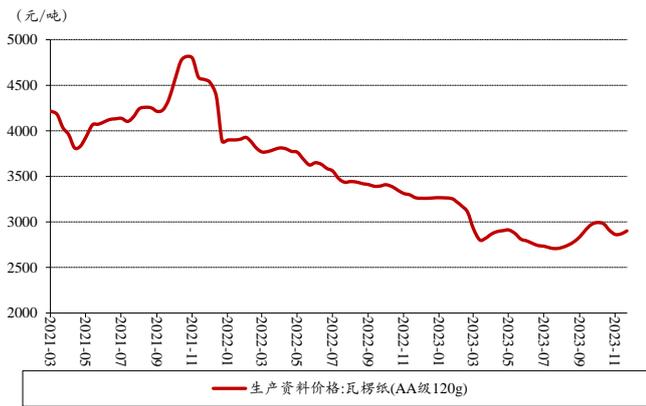
澳麦双反取消后, 2024 年啤酒企业吨成本增幅有望收窄, 提高啤酒企业业绩增长的确定性。根据商务部的公告, 自 2023 年 8 月 5 日起, 我国将终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税。在不考虑双反税的情况下, 澳麦成本显著低于当前啤酒企业使用的法麦、加麦。考虑到采购节奏、锁价、需求激增可能导致的供给不足问题后, 我们预计澳麦双反取消的影响将大部分体现在 2024 年报表端, 同时还会有部分影响陆续体现在后续报表中。综合考虑铝材、玻璃近期的价格波动、采购模式, 罐化率加大等因素的影响后, 预计对 2024 年啤酒企业吨成本增速应在低单位数 (0.5%-2.5%), 增幅较 2023 年有望显著放缓。

图表 25. 铝锭、玻璃价格变动 (截至 2023 年 12 月 10 日)



资料来源: iFind, 中银证券

图表 26. 瓦楞纸价格变动（截至 2023 年 12 月 10 日）



资料来源: iFind, 中银证券

图表 27. 进口大麦价格变动（截至 2023 年 9 月）



资料来源: iFind, 中银证券

**展望未来，成本改善、估值回落后啤酒板块迎来布局良机，建议关注前期超跌标的。**我们认为，啤酒企业结构升级进程具有韧性，在竞争格局改善、产能出清两大因素的推动下，中期来看啤酒企业仍将延续结构性升级进程。如果消费力能够复苏，在高端化进程的推动下，啤酒企业吨价依然具备广阔的提升空间。与此同时，受益于澳麦双反取消带来的成本改善，2024 年啤酒企业业绩持续向上的确定性较强。推荐青岛啤酒，建议关注积极推进改革的燕京啤酒。

### 其它酒：龙头企业积极寻求突围，重点关注黄酒的变化

**葡萄酒行业整体承压，行业数据未出现明显好转。**受到白酒和进口酒的冲击，国内葡萄酒行业收入规模断崖式下滑，从 2016 年的 484.5 亿元滑落至 2022 年的 91.9 亿元。进口葡萄酒消费量占比也从 2016 年的 29.8% 提升至 53.7%。虽然 2020 年 8 月商务部公告中国将对澳洲实施反倾销，但是从我们追踪的数据发现，虽然近两年澳洲酒受到政策限制，但是因为消费者对红酒“舶来品”的属性短期较难改变，所以 2021 年法国酒、智利酒进口量提升较为明显，并未明显改变国产酒产量下滑的趋势，行业收入及产量均处于历史底部位置。回顾葡萄酒行业历年发展，2003 年至 2012 年，是葡萄酒行业发展的“黄金十年”，量价齐升，龙头张裕营收 2003 至 2012 年营收 CAGR 为 20%。我们认为，2013 年至今行业规模出现断崖式下滑，除了受白酒及进口酒双重冲击以外，与此前国内龙头酒企对消费者的培育工作不够扎实有关。

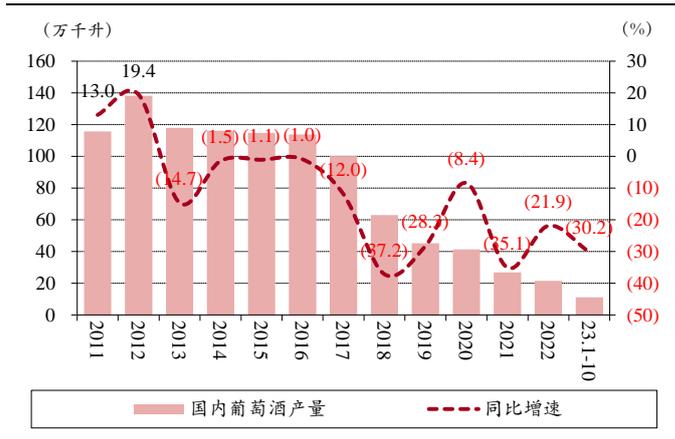
**龙头张裕推出限制性股权激励，积极改革。**从上市葡萄酒企业表现来看，龙头张裕面对行业困境仍积极改革。2023 年 4 月，公司公告限制性股票激励计划（草案），公司拟向激励对象授予限制性股票 685 万股，占公司股本总额的 1%，授予价格 15.69 元/股，授予对象总人数共计 211 人，其中高管 10 人，占授予股票总数的比例为 21.8%。根据公司设定的业绩考核目标，2023 年至 2025 年公司营收规模分别不低于 43.3、47.2、51.2 亿元，净利规模分别不低于 5.1、5.3、5.6 亿元，22 至 25 年 CAGR 分别为 9.3%、9.4%。从公司前三季度业绩表现来看，完成业绩考核的难度较大，不过我们认为，此次在股份公司层面推出股权激励表明公司在机制改革上迈出了一大步，近两年公司内部持续在组织架构、产品结构及渠道布局上积极改革，整体趋势向好，静待行业环境转暖，公司改革成效显现。

图表 28. 中国葡萄酒行业收入和增速数据



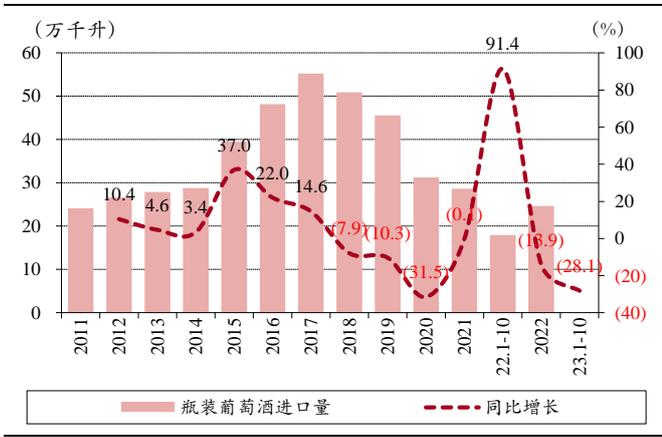
资料来源: Wind, 中银证券

图表 29. 2023 年 1-10 月, 国内葡萄酒产量同比降 30.2%



资料来源: Wind, 中银证券

图表 30. 2023 年 1-10 月瓶装葡萄酒进口量同比降 28.1%



资料来源: Wind, 中银证券

图表 31. 2023 年 1-10 月进口葡萄酒消费量占比



资料来源: Wind, 中银证券

图表 32. 中国进口葡萄酒主要来源国的进口额及增速

年份	法国		澳大利亚		智利		西班牙		意大利	
	进口额 (万美元)	增速 (%)								
2016	97,177	11.8	56,795	26.5	26,683	14.6	15,279	24.3	11,598	39.7
2017	106,167	9.3	72,342	27.4	32,746	22.7	18,718	22.5	14,108	21.6
2018	102,104	(3.8)	77,802	7.5	37,590	14.8	16,421	(12.3)	14,805	4.9
2019	64,479	(36.8)	86,026	10.6	34,577	(8.0)	13,971	(14.9)	13,539	(8.6)
2020	46,649	(27.7)	70,909	(17.6)	22,051	(36.2)	9316	(33.3)	9984	(26.3)
2021	66,996	43.6	5,409	(92.4)	33,166	50.4	14012	50.4	14499	45.2
2022	59,942	(10.5)	523	(90.3)	32,649	(1.6)	9742	(30.5)	11902	(17.9)

资料来源: Wind, 国家统计局, 中银证券

图表 33. 葡萄酒上市企业营收及利润

	市值 2023/12/29	2022 年营收 (亿元)	同比增速 (%)	1-3Q23 营收 (亿元)	同比增速 (%)	2022 年归母净利 (亿元)	同比增速 (%)	1-3Q23 归母净利 (亿元)	同比增速 (%)
张裕 A	129.4	39.2	(0.9)	28.0	(0.3)	4.3	(14.3)	4.2	(2.3)
中信尼雅	88.3	1.5	(32.6)	1.6	21.8	(8.8)	(5310.7)	0.1	221.7
威龙股份	36.5	5.0	5.2	2.7	(18.7)	0.1	102.8	(0.0)	(171.9)
*ST 莫高	19.4	1.1	(22.9)	1.4	85.7	(1.1)	(12.8)	(0.2)	49.4
ST 通葡	15.9	8.2	21.0	5.8	17.4	(0.5)	(1478.6)	(0.7)	(195.8)

资料来源: iFinD, 中银证券

随着消费群体的变化，黄酒有望迎来新的发展机遇。黄酒是中国的传统酒种，有较好的历史文化基础，黄酒的消费群体与白酒重合度较高，但又有独特的产品诉求点，古越龙山和会稽山都在积极改革寻求突围，包括产品创新、营销模式和激励机制。只要龙头企业愿意投入足够的资源去培养，酒类的口感偏好有可能发生改变。

重点关注古越龙山，激励机制得到完善，基础工作有序推进，长期成长潜力大。近两年，古越龙山不断调整产品结构，意在改变黄酒此前在消费者心中低端的产品形象，推出国酿 1959 等高端产品，同时与国内舞蹈诗剧《只此青绿》联手，推出“只此青绿只此青玉”联名款。2023 年古越龙山激励机制不断完善，6 月 14 日发布了董事、监事、高级管理人员增持公司股份的公告，其中董事长、总经理分别增持 192 万元左右，其他董监高分别增持 100 万元左右。各位董监高增持金额均明显高于 2022 年薪酬，其中董事长增持金额为 2022 年薪酬的 3 倍左右。2023 年公司加大了产品推广力度，寻求突围，积极参加各种行业展会，组织多个大型营销活动，推进产品高端化和年轻化。预计 2024-2025 年改革效果将逐步显现，业绩持续提速。

图表 34. 黄酒行业及上市酒企营收增速



资料来源: iFinD, 国家统计局, 古越龙山公告, 中银证券

图表 35. 黄酒行业利润及上市酒企营收增速



资料来源: iFinD, 国家统计局, 古越龙山公告, 中银证券

图表 36. 黄酒上市企业营收及利润

	市值 2023/12/29	2022 年营收 (亿元)	同比增速 (%)	1-3Q23 营收 (亿元)	同比增速 (%)	2022 年归母 净利 (亿 元)	同比增速 (%)	1-3Q23 归母 净利 (亿 元)	同比增速 (%)
古越龙山	84.8	16.2	2.7	11.6	3.4	2.0	0.7	1.3	2.1
会稽山	51.5	12.3	(1.9)	9.4	14.7	1.4	(49.0)	1.0	3.9
金枫酒业	41.9	6.6	1.9	3.6	(13.4)	0.1	140.3	1.2	794.9

资料来源: iFinD, 中银证券

图表 37. 古越龙山“只此青绿只此青玉”联名款产品



资料来源: 公司官网, 中银证券

## 食品：需求有望持续复苏，结构性亮点较多

### 速冻食品：龙头综合优势明显，长期看好安井食品

速冻食品板块业绩实现较快增长，龙头综合优势明显。1-3Q23 速冻板块营收及归母净利增速分别为 16.2%、28.9%，分具体公司来看，龙头表现彰显经营韧性，规模优势下，盈利能力提升显著。2023 年受外部宏观环境影响，消费分级趋势明显，且 C 端略有承压。分不同企业来看，（1）1-3Q23 安井食品营收及归母净利增速分别为 25.9%、62.7%，综合优势明显。拆分具体业务来看，新宏业短期承压，冻品先生受预制菜舆论影响收入增速放缓，但整体表现较为稳健。我们认为安井食品产品矩阵布局完善，锁鲜装及丸之尊定位中高端产品，传统的散装丸子受益品牌力及产品高性价比，基本盘不断被夯实，可有效抵挡消费分级带来的不确定影响。（2）1-3Q23 千味央厨营收及归母净利增速分别为 28.9%、35.3%，受益餐饮行业复苏及低基数，公司大 B 业务表现亮眼。（3）1-3Q23 三全食品营收及归母净利增速分别为 1.5%、5.0%，公司传统米面制品已逐渐步入成熟期，商超渠道承压，因此公司积极求变，对产品及渠道进行改革，期待公司改革效果逐渐显现。

图表 38.速冻板块营收及同比增速



资料来源：iFinD，中银证券

图表 39.速冻板块归母净利润及同比增速



资料来源：iFinD，中银证券

图表 40. 速冻食品公司业绩概览

企业名称	2022 年营收 (亿元)	同比增速 (%)	1-3Q23 营收 (亿元)	同比增速 (%)	2022 年归母净利 (亿元)	同比增速 (%)	1-3Q23 归母净利 (亿元)	同比增速 (%)
安井食品	121.8	31.4	102.7	25.9	11.0	61.4	11.2	62.7
千味央厨	14.9	16.9	13.3	28.9	1.0	15.2	0.9	35.3
三全食品	74.3	7.1	54.1	1.5	8.0	25.0	5.5	5.0

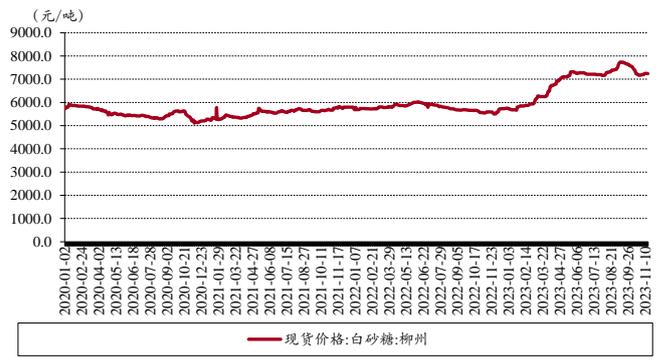
资料来源：iFinD，中银证券

原材料价格下降，费用率持续优化，盈利能力持续提升。（1）从成本端来看，2023 年以来部分原材料价格比如油脂、糖料价格高位回落，鱼糜价格稳中有降，成本压力趋缓。但是白砂糖价格下半年有所回升。随着规模效应显现，龙头企业对上游原材料把控能力较强，以安井为例，上游鱼糜供应得到巩固，全方位竞争优势持续凸显。（2）从企业自身来看，为了应对消费分级趋势，产品结构分别向上及向下延伸、优化，费用持续缩减，企业净利率提升明显。1-3Q23 安井、千味、三全销售净利率同比分别提升 2.6pct、0.3pct、0.3pct。

图表 41. 棕榈油价格高位回落



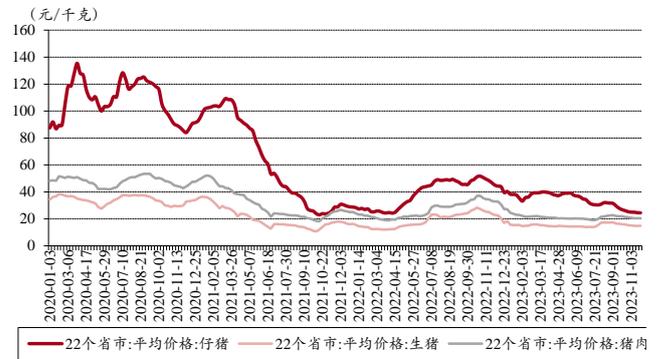
图表 42. 白砂糖价格有所回升



图表 43. 面粉价格同比处于高位



图表 44. 猪肉价格持续走低

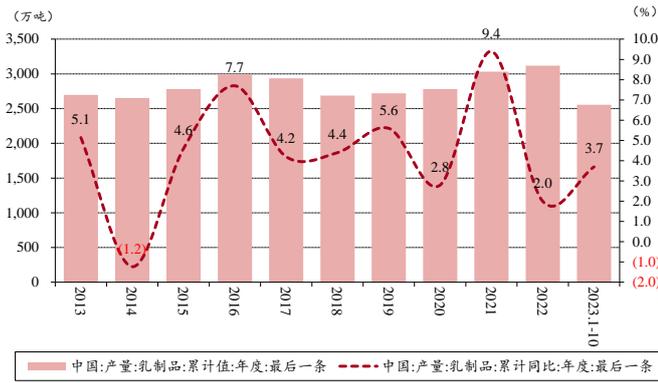


**看好安井食品，好赛道中的好公司。**速冻食品仍有较大的成长空间，龙头市占率较低，安井食品在速冻火锅料、速冻面米制品和速冻菜肴都取得了成功，综合优势明显强于竞争对手。虽然公司短期经营承压，但是公司在渠道资源、产品布局等方面基础扎实，此外公司积极发展团餐及烧烤业务，拓展经营半径，未来业绩有望维持较快增速。

### 乳制品：短期需求偏弱，关注高股息率龙头和差异化品种

**2023 年乳制品需求复苏力度较弱，终端单价小幅回落，乳企营收实现稳健增长。**乳制品行业 A 股主要上市公司 1-3Q23 合计实现营收 1455 亿元，同比增长+3.0%。1) **量上**，疫情后乳制品消费需求复苏力度较弱，延续了此前温和向上的趋势，1-10 月累计产量 2555.1 万吨，同比+3.7%。2) **价上**，受消费力不足和原奶价格回落下竞争加剧的影响，乳制品零售单价小幅回落，1-12 月牛奶、酸奶终端平均零售价格分别同比-1.7%、-3.5%。

图表 45. 中国乳制品产量及同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

图表 46. 牛奶、酸奶零售价变化



资料来源: 商务部, Wind, 中银证券

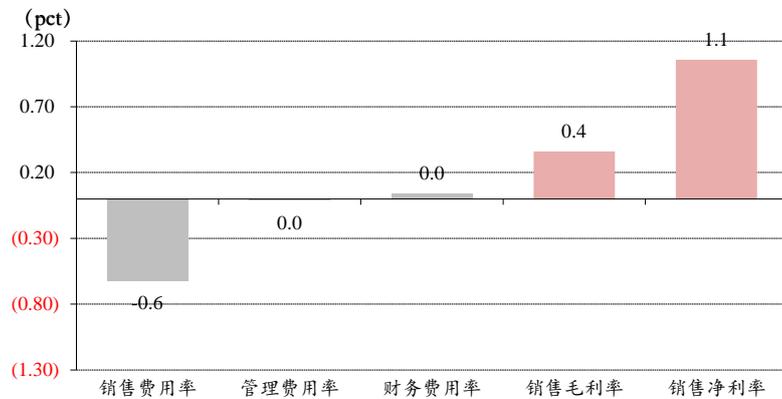
**1-3Q23 原奶成本持续向下, 乳企销售费用率收窄, 盈利水平同比提升。**

**1) 成本端:** 2023 年以来乳企的原材料综合成本持续向下。其中原奶 1-11 月平均价格同比-7.4%, 进口大包粉 1-10 月平均价格同比-14.4%, 瓦楞纸 1-11 月平均价格同比-20.0%。进口液态奶 1-10 月平均价格同比+19.3%, 但进口数量同比-17.6%。

**2) 费用端:** 1-3Q23 乳制品企业销售/管理/财务费用率分别同比-0.6/-0.0/+0.0pct, 经过上一轮原奶上行周期对利润的挤压后, 乳企 1-3Q23 在费用的投放上较为克制, 销售费用率同比下降, 管理费用、财务费用率基本保持稳定。

**3) 盈利水平端:** 原奶下行周期下, 虽然乳制品终端售价有所下行, 但受益于原奶、包材的成本红利, 乳企 1-3Q23 销售毛利率同比依然有所提升(同比+0.4pct 至 29.3%)。与此同时, 在更少的销售费用投入下, 乳企 1-3Q23 销售净利率同比提升 1.1pct 至 7.3%。

图表 47. 1-3Q23 乳制品板块费用率、利润率同比变化情况



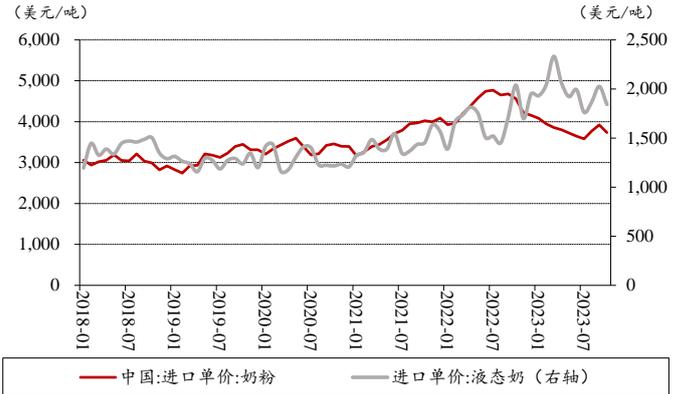
资料来源: Wind, 中银证券

图表 48. 生鲜乳价格变动 (截至 2023 年 12 月 6 日)



资料来源: Wind, 中银证券

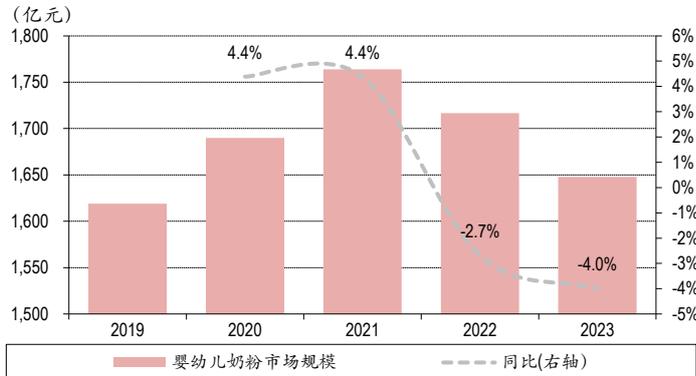
图表 49. 进口奶粉、液态奶价格 (截至 2023 年 10 月)



资料来源: Wind, 中银证券

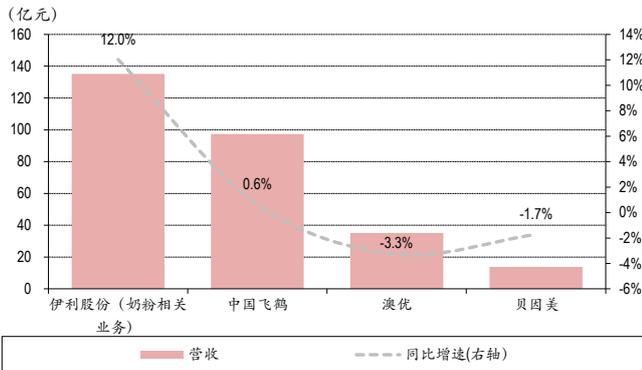
**奶粉行业持续承压，静待需求拐点。**受新生儿人口数量持续下滑的影响，2023 年奶粉行业需求则持续承压。1H23 飞鹤/澳优/贝因美营收分别同比+0.6%/-3.3%/-1.7%，归母净利润分别同比-24.8%/-16.8%/+3.0%。在需求承压的行业环境和更严格的新国标要求下，奶粉企业的应对策略开始出现分化。头部玩家以价盘管控为先，渠道库存去化速度或快于中小企业，虽然牺牲了一定的短期增速，但长期来看有益于品牌高端化形象的建设。与此同时，在原奶的下行周期内，中国飞鹤等自产率较高的企业未能充分受益，导致利润端承压。展望未来，我们认为 2024 年随着龙宝宝的出生，婴配粉消费人口基数或将开始回暖，行业龙头有望持续受益，建议关注中国飞鹤。

图表 50. 中国婴幼儿奶粉市场规模、同比增速 (2019-2023)



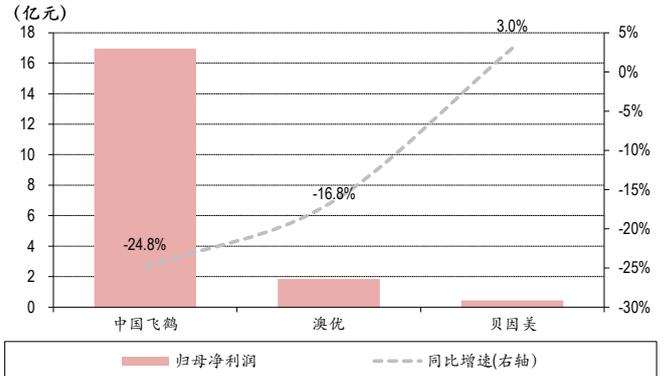
资料来源: 华经产业研究院, 2023 年数据为预测值, 中银证券整理

图表 51. 奶粉行业主要企业 1H23 营收、同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

图表 52. 奶粉行业主要企业 1H23 归母净利润、同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

**重点关注伊利股份和新乳业。**伊利股份作为乳制品龙头企业，供应链、渠道优势显著，品牌认知度高，品类均衡发展，有望维持稳健增长，股息收益率已达到4%左右（截至2024年1月5日）。低温白奶成长空间较大，新乳业聚焦低温鲜战略，有望维持持续超越行业的业绩增速。

## 调味品：2023年需求端压力犹存，基调龙头内部调整，复调景气度延续

**基础调味品库存压力犹存，龙头企业主动调整。**1-3Q23 调味品板块营收及归母净利增速分别为+4.3%、-21.8%，其中龙头海天营收及归母净利增速分别为-2.3%、-7.3%，分具体产品来看，核心品类需求端压力仍存，1-3Q23 公司酱油、蚝油、调味酱营收分别为 96.3、32.2、18.7 亿元，同比分别增-7.5%、+0.3%、-5.7%。2023 年餐饮行业虽然有明显复苏，但是受基数影响，渠道库存压力犹存，龙头海天主动调整，对内梳理经营问题，对外持续主动降低库存压力。

**复合调味品景气度延续，复调龙头对渠道精细化布局，B 端、C 端双轮驱动。**相比基础调味品，复调景气度延续，1-3Q23 天味、宝立、日辰营收增速均取得两位数增长，分别为 17.0%、19.2%、14.0%，归母利润增速分别为 31.2%、57.0%、0.3%。近两年，随着复调行业稳定发展，上游基础调味品企业利用自身渠道和工艺优势也纷纷入局复合调味品赛道，面对行业竞争加剧，中式复调龙头颐海及天味对渠道进行精细化改革。（1）2023 年，颐海专门成立小 B 端的销售部门招聘经销商，小 B 端主要做流通性标品，向非连锁品牌门店提供标准化口味的调料汁。我们判断，公司供应链及规模化生产方面优势显著，可有效降低物流成本和产品成本，有助于小 B 端招商。目前小 B 端招商工作进展顺利，主要集中在公司优势区域。（2）2023 年，天味食品通过增资入股的方式收购食萃食品，意在补齐公司中小 B 客户的线上渠道。此外，公司内部整合大红袍和好人人家团队，优化 B 端服务能力，继续发展细分领域大 B 客户。我们认为，从渠道结构来看，复合调味品 B 端热门菜品的流行自然而然会带动 C 端，龙头企业对渠道的精细化布局有望带来更多增量空间。

图表 53. 2018 至 2023 年前三季度调味品板块营收及同比增速



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 54. 2018 至 2023 年前三季度调味品板块归母净利及同比增速



资料来源: iFinD, 中银证券

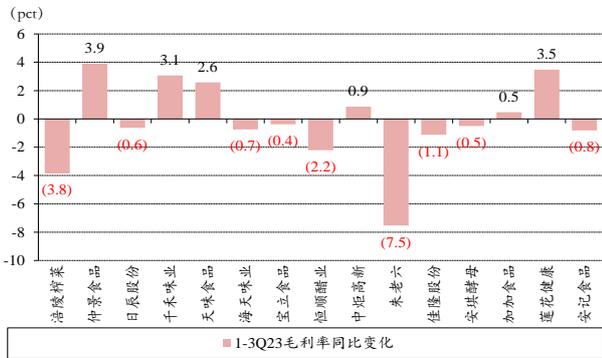
图表 55. 2023 年餐饮收入实现较快恢复



资料来源: iFinD, 中银证券

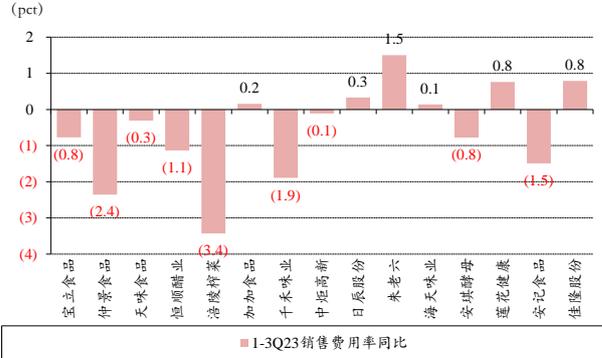
**成本红利释放, 企业盈利能力有望改善。**2023 年, 大豆、包材等原材料价格同比下降明显, 但是因企业库存情况及产品结构不一, 板块整体毛利率并未有明显提升, 1-3Q23 调味品板块毛利率同比下降了 0.4pct。分具体公司来看, 海天、中炬、千禾 1-3Q23 毛利率分别为 35.5%、32.6%、37.8%, 同比变化分别为 -0.7pct、+0.9pct、+3.1pct。前三季度, 调味品板块费用率整体下行, 1-3Q23 板块销售费用率为 7.7%, 同比降 0.3pct。我们认为, 随着原材料成本平稳下行, 成本红利释放且产品结构不断优化, 企业盈利能力将出现明显改善。

图表 56. 1-3Q23 调味品企业毛利率同比变化



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 57. 1-3Q23 调味品企业销售费用率同比变动



资料来源: iFinD, 中银证券

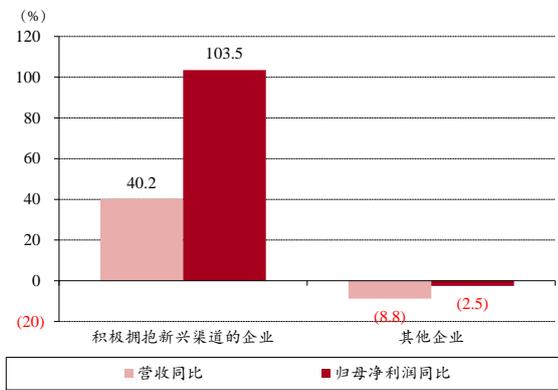
**调味品龙头积极调整, 建议关注后续变化。**(1) 2023 年 11 月, 海天味业发布回购公告, 公司以自有资金通过集中竞价的方式回购公司股份, 回购总额不低于 5 亿元, 不超过 8 亿元, 彰显公司对未来发展的信心。2022 至 2023 年, 公司业绩持续承压, 一方面与外部需求疲软, 渠道库存承压有关, 另一方面, 公司内部积极改革, 采取柔性供货, 精益管理, 同时拓展定制餐调渠道匹配复调及预制菜的市场需求。我们认为, 公司虽然面临短期经营压力, 但是考虑到公司长期以来构建的渠道网络及成本优势, 预计未来两年可重拾增长。(2) 2023 年 5 月, 中炬高新实控人变更为中山火炬集团及其一致行动人, 中炬与宝能的股权之争结束。公司董事会换届后, 公司通过市场化方式引进核心高管, 根据公司公告, 核心高管均具有华润背景。新管理层上任后对内部问题有序梳理, 分工明确, 我们认为, 内部管理改善有望提振公司业绩, 新的战略规划目标有望高于公司过往目标。此外, 美味鲜产品经过多年积累, 在消费者心中美誉度较高, 在品牌力的基础上, 公司积极布局餐饮渠道及薄弱区域, 市占率有望进一步提升, 未来业绩弹性空间较大。

## 休闲零食：零食量贩渠道加速扩张，关注供应链端具备优势的制造类企业

性价比需求下零食量贩渠道快速扩张，头部玩家开始进入整合期。从官网披露的信息来看，在性价比需求下，零食很忙、零食有鸣、赵一鸣等主要零食量贩渠道均在 2023 年加速扩张，新建门店覆盖了全国各个主要区域。与此同时，零食量贩的龙头玩家开始进入整合期，2023 年 11 月零食很忙与零食有鸣宣布合并，两家公司在人员架构保持不变、保留各自的品牌和业务独立运营的基础上共享各自在供应链端的优势，避免恶性竞争。万辰集团先后收购好想来、来优品、吡滴吡滴、陆小馋、老婆大人等零食量贩品牌，未来将统一品牌形象，以“好想来”品牌进行运营，2023 年 10 月份万辰集团旗下零食量贩门店数量突破 4100 家。

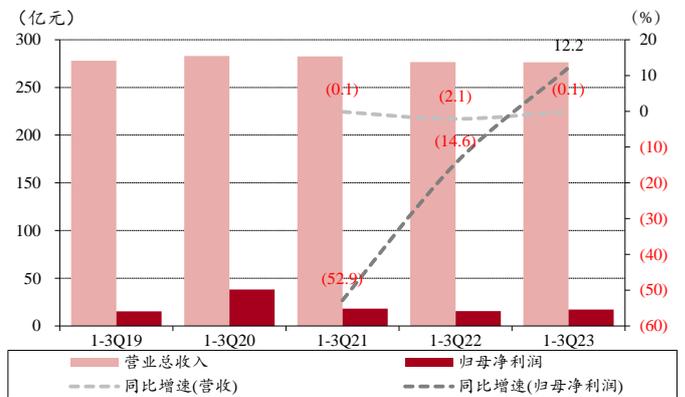
**零食板块内部表现分化。**整体来看，零食板块十家上市公司 1-3Q23 合计实现营收 276.5 亿元，同比 -0.1%，销售费用率显著改善，同比 -1.5pct，归母净利润同比 +12.2%。与此同时，在新兴线下零食渠道对传统渠道、线上渠道的冲击下，零食板块内部出现了较强的分化现象。部分积极拥抱零食专营渠道的企业受益于渠道效率的改善，销售费用率大幅下降，营收、盈利水平快速提升，带动了行业整体利润的提升，其他企业（特别是渠道类企业）则受到新兴渠道的冲击，营收、盈利水平出现了下滑。

图表 58. 零食板块内部出现分化现象



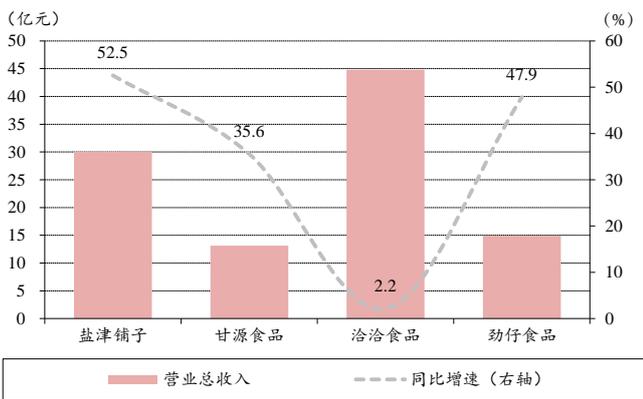
资料来源: Wind, 中银证券

图表 59. 零食板块营收、归母净利润变化



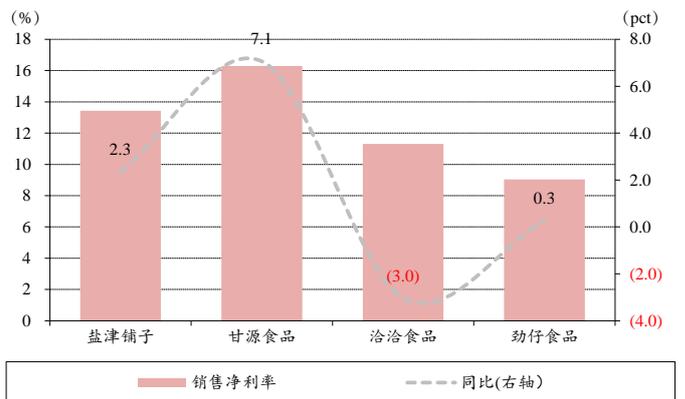
资料来源: Wind, 中银证券

图表 60. 主要休闲零食企业 1-3Q23 营收及同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

图表 61. 主要休闲零食企业 1-3Q23 销售净利率及同比变动



资料来源: Wind, 中银证券

后续建议关注在供应链端具备优势、能够持续受益于零食专营渠道扩张的零食制造类企业。我们认为，虽然零食量贩的头部玩家开始整合选择规避短期的恶性竞争，但在零食量贩行业竞争终局确定前，随着零食专营店数量的不断扩张，区域性零食量贩品牌与头部零食量贩玩家间的竞争仍可能加剧。届时在供应链端具备优势的企业将能够为渠道提供高性价比、多样化、高复购率产品，能够在与零食量贩渠道的博弈中获得较高的议价权。建议重点关注供应链端管理能力突出的盐津铺子，新采购周期内成本有望修复的洽洽食品。

## 卤制品：消费环境发生变化，单店压力延续，成本压力减轻

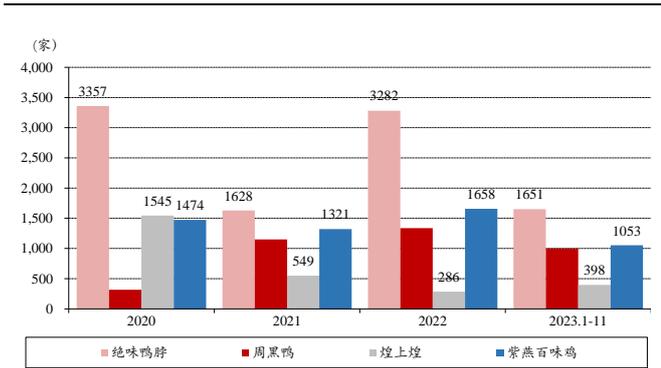
2023年成本端压力释放，基本面得到修复，但单店营收仍然承压。2023年，受益消费场景放开，机场、高铁站等高势能门店相比其他类型门店客流量率先恢复，社区门店受需求端影响，我们预计平均销售额增速仍为个位数增长，业绩短期承压。根据窄门餐眼数据，截至2023年11月，上市卤制品企业绝味、周黑鸭、煌上煌、紫燕等门店数量合计分别为14340家、3840家、2171家、6635家，其中新增门店数量分别为1651家、997家、398家、1053家。在行业环境疲软的背景下，卤制品龙头依然保持门店数量每年净增，我们判断，一方面得益于企业具备应对外部环境冲击的能力，另一方面，作坊式门店受疫情影响较大，使得行业集中度不断提升。受益鸭副产品价格持续下行，卤制品上市企业毛利率提升，叠加企业停止对经销商补贴，费用投放恢复正常，利润端实现较大反弹，基本面逐渐修复。

图表 62. 卤制品主要上市公司业绩情况

	2022 年营 收 (亿元)	同比增速 (%)	1-3Q23 营 收 (亿元)	同比增速 (%)	2022 年归 母净利 (亿 元)	同比增速 (%)	1-3Q23 归母净利 (亿元)	同比增速 (%)
绝味食品	66.2	1.1	56.3	10.0	2.3	(76.3)	3.9	77.6
紫燕食品	36.0	16.5	28.2	2.7	2.2	(32.3)	3.4	50.0
煌上煌	19.5	(16.5)	15.8	(2.3)	0.3	(78.7)	1.0	19.4
周黑鸭	23.4	(18.3)	-	-	0.3	(92.6)	-	-

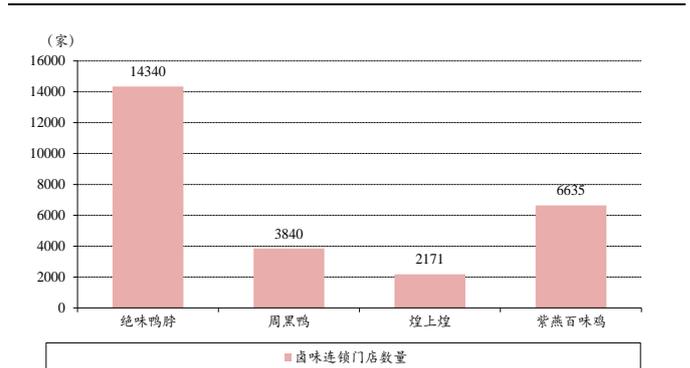
资料来源：Wind，中银证券

图表 63. 卤制品龙头企业每年新增门店数量



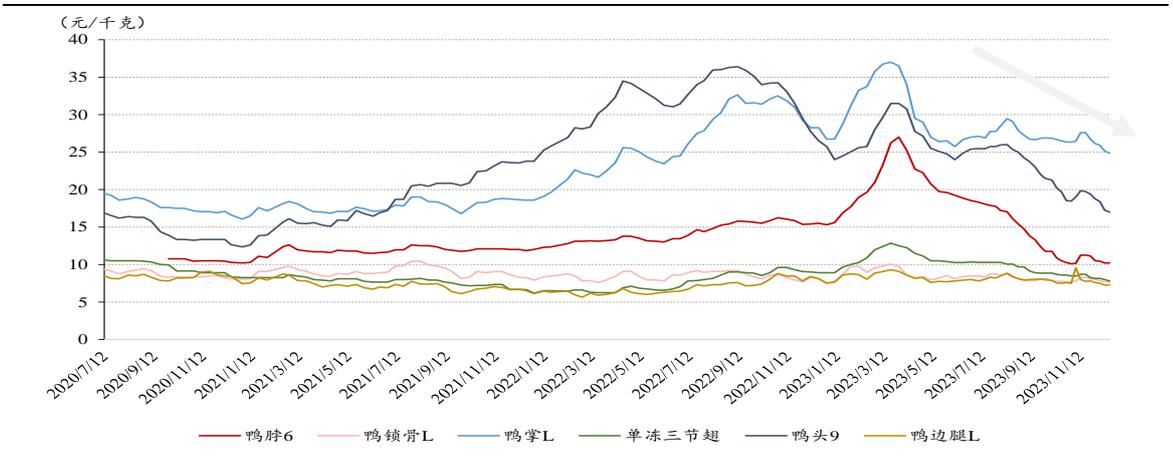
资料来源：iFinD，公司公告，中银证券

图表 64. 卤制品龙头企业门店总数



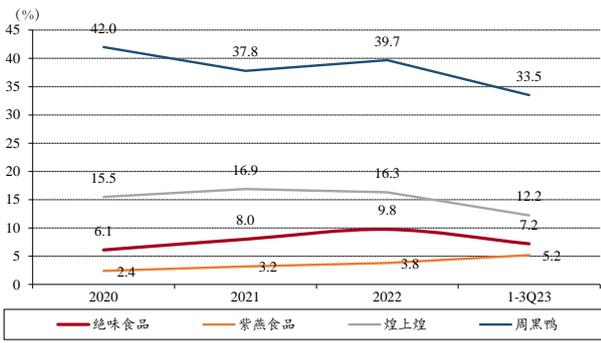
资料来源：iFinD，公司公告，中银证券

图表 65. 鸭副产品价格持续回落



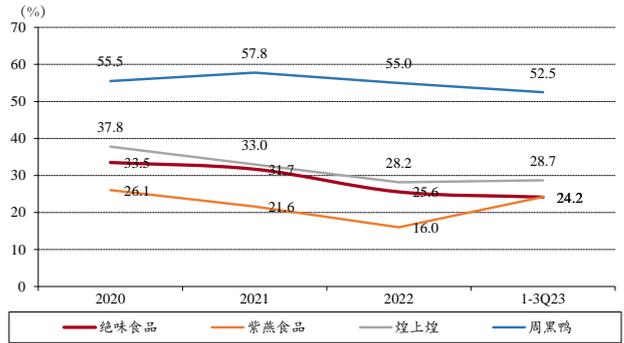
资料来源：水禽行情网，公司公告

图表 66. 1-3Q23 卤制品龙头销售费用率普遍下降



资料来源: iFinD, 中银证券  
注: 周黑鸭销售费用率为 1H23 数据

图表 67. 1-3Q23 卤制品龙头销售毛利率



资料来源: iFinD, 中银证券  
注: 周黑鸭毛利率为 1H23 数据

消费趋势发生变化, 卤制品行业消费场景更加多元化, 产品向多品类发展。(1) 从消费场景来看, 卤制品属性从此前单一的休闲零食向佐餐、快餐消费场景发展。消费场景由单一的外带、外卖发展为堂食, 例如近两年流行度较高的盛香亭热卤, 门店数量已发展至 330 家, 覆盖 12 个省份。紫燕食品、留夫鸭等更是受益餐桌卤味的热度, 门店数量快速扩张。(2) 从产品品类来看, 近两年受疫情影响, 龙头企业为转移成本压力对部分单品进行提价, 同时在营销上向成本及单价较低的产品倾斜, 例如鸡爪、小龙虾、口水鸡、素菜等。从消费反馈来看, 虽然鸭货是卤味热门单品且流行度长达十几年, 但是消费者对新品的诉求也比较强烈。

图表 68. 卤制产品品类多元化发展



资料来源: 盛香亭官网, 绝味食品官网, 紫燕百味鸡官网, 中银证券

我们依然看好龙头企业的发展, 随着龙头企业产能和效率的不断提升, 未来有望延展为“超级供应链”的发展模式。餐饮连锁门店通过打磨一个可以不断被复制的单店模型, 从而达到快速拓店的目的。当企业规模效应显现且拓店空间遇到瓶颈时, 龙头企业则需要思考企业战略从纵向发展向横向发展的转变。以绝味为例, 公司通过网聚对外布局了盛香亭热卤、廖记棒棒鸡等, 公司实现了对合作品牌的采购、仓储、配送及产能输出。此外, 绝配供应链自 2018 年成立以来发展迅速, 通过与第三方物流合作, 完成“原材料-仓库”及“成品-门店”的全程冷链运输, 现在已经服务超过 24 个餐饮品牌。我们认为, 头部企业产能及效率的不断提升, 在自身拓店的同时, 通过对产业链的不断整合实现横向扩张, 行业集中度仍可不断提升。虽然短期经营遇到压力, 但随着原材料价格回归正常, 产品品类及消费场景向多元化发展, 看好龙头企业中长期发展。

图表 69. 2020 年至 2023 年休闲卤制品门店数量变化

序号	品牌名称	20 年 4 月店铺数	22 年 4 月店铺数	23 年 4 月店铺数
1	精武鸭脖	1,264	673	542
2	辣小鸭	1,174	704	625
3	曹氏鸭脖	961	626	1,041
4	降龙爪爪	843	292	142
5	卤人甲	767	505	370
6	洪濑鸡爪	687	429	404
7	超浔黑鸭	682	389	286
8	哈哈镜	661	401	347
9	爱鸭黑鸭王	546	332	285
10	你好鸭	509	148	104
11	茉莉香鸭颈王	453	540	582
12	汉味黑鸭	442	195	167
13	辣怪鸭	421	316	287
14	王氏现捞鸭脖	409	1,434	282
15	武汉九九鸭	335	159	128
16	卤西西	317	173	104
17	久吉绝味鸭脖	236	74	52
18	YATOO!鸭途	219	571	387
19	幸福元	206	200	230
20	魔味鸭	203	344	379
21	九霄云外鸭脖王	193	96	97
22	廖排骨	180	89	65
23	吉庆嫂	167	165	156
合计		11,875	8,855	7,062

资料来源：窄门餐眼，中银证券

卤制品作为可选消费，短期受消费力不足的影响较大，行业仍然承压，但是中长期来看，复苏趋势**确定性**强。经历多轮行业周期的洗礼，我们认为头部企业具备应对外部环境冲击的能力，在行业趋势不断变化的背景下，企业积极完善全国化门店网络，加强符合消费需求的新品研发，同时可通过数字化管理赋能渠道，全面提升消费者触达。此外，产品规模化、组织体系化、管理高效化也将助推市场份额不断向头部企业集中。

当下时点，建议关注底部位置明确的绝味食品。2023 年公司通过精益管理、营运强基、数字化赋能及品牌年轻化等方面全面提升销量。在围绕核心赛道的同时，补充品牌矩阵，积极发展泛餐桌卤味。未来，随着鸭副成本进入下行区间，费用率逐渐恢复至正常水平，企业有望释放较高业绩弹性。

## 投资思路-白酒把握优质个股，重视黄酒，看好大众品长期空间

### 1. 白酒正进入换挡期，把握优质个股的机会，首推山西汾酒

白酒处于弱平衡状态，把握优质个股的机会。(1) 2023年白酒的市场情绪走了一轮过山车，1-2月受益于疫后需求的集中释放，产业界和投资者对后市的需求较为乐观，但3月份之后需求集中释放的效果减弱，淡季需消化前期的渠道库存，终端价格出现回落，导致市场情绪从乐观变为悲观。进入下半年之后，白酒未出现强周期的调整，渠道库存处于可控位置，经销商接受了需求偏弱的现实，行业处于弱平衡的状态。(2) 随着地产及相关行业增速放缓，经济增长驱动因素发生变化，赚快钱时代进入赚慢钱时代，同时龙头市占率达到较高水平，行业增速与上市公司增速将逐步趋同，我们判断白酒行业正进入换挡期。白酒消费者需求将从面子消费转向高性价比。酒企的产品战略，将从打磨大单品、树立价格标杆，满足同质化的需求，演变为构建产品矩阵，满足多样化和个性化需求，能更精细地挖掘消费者需求的酒企有望胜出。酒企增长模式，从粗放式的渠道扩张，转为更精细地挖掘消费者需求。长远来看，我们认为大众消费将延续升级趋势，次高端的需求有望持续增加。(3) 白酒优选抗风险能力强的龙头酒企，重视次高端、大清香，关注核心消费群体的偏好变化。中长期来看，我们认为在存量竞争的行业背景下，优选抗风险能力及渠道控盘能力较强的龙头酒企，以及可环大本营扩张的省级龙头。关注核心消费群体的偏好变化，有望孕育出新的成长点。推荐山西汾酒、泸州老窖、今世缘、贵州茅台。

**首推山西汾酒，公司向上势能不减，预计未来两年将维持较快的业绩增速。**虽然2023年全国型次高端酒受商务需求疲软的影响，向上升级乏力，但长远来看，这个价格带仍有较大的成长空间。分产品看，汾酒多价格带同时发力，特别是未来次高端以上价格带将成为主要增长点，青30未来有望接棒青20。分区域看，环山西市场精耕细作，全国化深度推进，增长确定性强。现阶段汾酒向上势能不减，改革红利仍在释放，渠道体系健康，随着人事调整完成，营销活动有序推进，预计2024年营收有望小幅提速。未来两年业绩增速持续领先行业。

### 2. 重视黄酒行业的机会，龙头企业积极进取，重点关注古越龙山

黄酒有望迎来新的发展机遇。(1) 随着消费群体结构的变化，包括黄酒在内的其他酒种有望迎来新的发展机遇。(2) 黄酒是中国的传统酒种，有较好的历史文化基础，黄酒的消费群体与白酒重合度较高，但又有独特的产品诉求点，古越龙山和会稽山都在积极改革寻求突围，包括产品创新、营销模式和激励机制。只要龙头企业愿意投入足够的资源去培养，酒类的口感偏好可以改变。

**重点关注古越龙山，长期成长潜力大。**2023年公司积极推动改革，加大了高端酒推广力度，积极参加各种展会，组织多个大型营销活动，推进产品高端化和年轻化。预计2024-2025年将逐步体现改革的效果。

### 3. 大众品需求有望持续复苏，看好啤酒、速冻食品、低温白奶的成长空间，关注低估值改善型品种

大众品需求有望持续复苏。大众品3季度需求复苏力度偏弱，不过现阶段的消费趋势，并不能简单归类于降级与升级，而是两者并存，未来随着居民收入预期的稳定，有望重拾升级态势。从瑞幸咖啡财报、旅游出行人数等数据来看，消费观念发生了较大的变化，消费者愿意用更多的闲暇去体验美好的生活，并没有进入低欲望时代，也并不排斥高价，而是更注重高性价比、物有所值的消费体验。长远来看，地产对居民消费的挤出效应减弱，反而会带动大众品需求持续增长。

啤酒、速冻食品、低温白奶是大众品中成长确定性高的三个子行业。(1) 啤酒，结构升级趋势确定，原料成本下行带来高弹性，未来两年业绩值得期待。随着95后、00后成为核心消费人群，个性化和高端化产品占比提升，价格中枢将持续上升，长期看好青岛啤酒的成长空间。(2) 中国食品的速冻化率仍然偏低，速冻食品还有较大的成长空间，当前龙头企业市占率较低，长期看好安井食品，好赛道中的好公司。(3) 随着冷链的完善和消费习惯的变化，低温白奶市场规模有望持续扩展，重点关注新乳业。

**关注低估值的改善型品种，重点推荐承德露露。**公司现阶段2023年PE仅为13倍，当前估值隐含的假设是未来业绩没有增长。我们认为承德露露在华北的消费者基本盘稳固，随着内部激励机制的逐步完善，和产品、区域、渠道布局思路的成熟，预计2024年收入有望提速，从而带动业绩和估值双升，向上弹性较大。

**推荐组合：**(1) 白酒：山西汾酒、泸州老窖、今世缘、贵州茅台；(2) 大众品：承德露露、安井食品、青岛啤酒、绝味食品。

图表 70. 2015 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM)

	沪深 300	食品饮料	白酒	啤酒	其他酒类	休闲食品	肉制品	调味发酵品	乳品
最大值	18.8	63.0	63.3	93.1	186.7	81.4	42.6	85.1	47.8
最小值	0.0	22.3	14.1	24.3	34.7	17.5	14.8	0.0	18.4
现值	11.0	25.3	25.5	25.3	35.6	29.2	17.0	33.3	19.0

资料来源: iFinD, 中银证券

## 风险提示

1) 经济修复不及预期

宏观波动影响居民消费能力，可能导致消费升级乏力。

2) 库存压力干扰业绩

白酒和调味品渠道库存偏高，可能干扰对业绩的判断。

3) 原材料涨价风险

乳业、肉制品、啤酒等大众品受原料波动影响较大，原材料成本上行或将压缩公司利润空间。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371