

## 随风潜入夜，润物细无声

## ——2024 年中期食品饮料行业投资策略报告

强于大市(维持)

2024 年 06 月 24 日

## 行业核心观点:

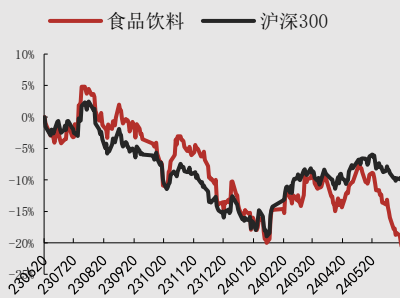
从需求端来看，2024 年消费温和修复，但居民边际消费倾向仍有待恢复，居民消费支出态度趋向理性和保守，吃类消费占比提升，且更注重商品性价比。从政策面来看，上半年经济刺激政策相较于去年持续加码，消费、金融、地产领域政策频出，多项政策组合拳下，下半年的经济增长预计回升，有望提振顺周期的食品饮料行业消费需求。从资金面来看，经过近三年的股价持续调整，食品饮料板块估值跌至历史底部区间，2024 年上半年，外资流入有所增加，且偏好食品饮料板块，预计未来半年到 1 年，美联储有较大概率进入降息通道，有望加速外资流入，从而推动以食品饮料板块为代表的消费蓝筹估值修复。虽然以上积极因素不能立刻显效，但我们认为食品饮料的消费预期和估值均有逐步改善的趋势，建议关注食品饮料行业的投资机会，从顺周期、卷性价比、降成本三个角度进行推荐。

## 投资要点:

**顺周期之白酒行业：**地产暖风有望拉动需求修复，现金流优秀奠定分红能力。从消费场景来看，以高端和次高端白酒消费为主的商务需求仍有改善空间。从现金流来看，白酒上市公司实际分红能力较强，政策引导下分红率有提升空间。2024 年以来地产利好政策频出，白酒消费和地产行业具有较明显的正相关性，地产行业如果回暖有望带动白酒消费尤其是商务场景白酒消费的回升，进而利好高端、次高端白酒，此外美联储如果进入降息通道将有利于高端白酒金融属性释放所带来的需求提升。近期供需扰动导致茅台批价下行，我们认为上市公司调节量价工具箱足够丰富，有望与经销商合力稳价止住下跌趋势。建议重点关注业绩表现较好的高端、次高端，以及地产热门酒的投资机会。

**卷性价比之零食行业：**量贩模式推高行业景气度，有效提升零食企业竞争力。近年来崛起的零食量贩模式，采用工厂直供方式实现了“总仓对总仓”的高效物流配送，通过压缩采购环节降低成本以实现更低售价，以高性价比席卷零食行业，迎合了年轻人的理性消费观，近 4 年销售规模 CAGR 高达 40%，成为当下低迷消费市场的一抹亮色。量贩零食店的成功吸引多家零食企业包括盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、三只松鼠等与其进行合作，并倒逼零食企业进行改革，包括强化供应链、品类聚焦、提升管理效率等方式降低成本，从而提升了企业竞争力和盈利能力。预计量贩零食将继续推高零食行业景气度，并有效提升零食企业自身的竞争力，积极拥抱变革的零食企业将具备更加长远的发展前景。建

## 行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

## 相关研究

多数名酒价格变动，5 月中旬全国白酒环比价格总指数有所下跌

白酒小幅下跌，食品饮料企业逐步推进 2024 目标计划

整体稳健增长，零食、白酒、软饮料业绩较为出色

分析师:

陈雯

执业证书编号:

S0270519060001

电话:

02032255207

邮箱:

chenwen@wlzq.com.cn

议重点关注在此轮渠道变革中表现优秀的零食企业。

**降成本之啤酒、乳制品、调味品行业：**①**啤酒：**原料价格下降提升盈利能力，高端化趋势延续。2024 年纸箱、玻璃价格回落，同时大麦进口价格下跌，叠加澳麦“双反”政策取消，啤酒企业 2024 年的生产成本有望下降。中长期来看，啤酒行业处于存量竞争时代，中国啤酒行业正处于高端化进程中，建议关注高端化布局具备成长空间的啤酒龙头。②**乳制品：**原奶下行利好中游乳企，人均消费有提升空间。原奶价格自 2021 年下半年以来持续下降，产业链中游的乳企毛利率有所提升，但部分与上游牧场深度绑定的乳企受牧场亏损拖累，抵消成本下降红利。长期人均消费量有提升空间，结构升级仍是大趋势。建议关注业绩表现较好、分红较优的乳制品龙头。③**调味品：**盈利有望改善，“健康”需求方兴未艾。2024 年大豆价格持续下降，其他主要原材料价格也波动下降，预计多数调味品企业 2024 年毛利率将有所提升。随着经济水平的提升和健康饮食意识的增强，消费者对复合调味品和健康调味品的需求逐渐增加。建议关注受益于成本压力缓解、在复合调味品和健康食品领域合理布局的调味品企业。

**风险因素：**经济增长不及预期风险，政策风险，食品安全风险。

## 正文目录

|                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| <b>1 2024 年上半年回顾</b>                | <b>6</b>  |
| 1.1 业绩情况：业绩稳健增长，盈利能力提升              | 6         |
| 1.2 食品饮料基金持仓：重仓比例环比提升，但仍低于 5 年均值水平  | 8         |
| 1.3 股价走势：年初至今小幅下跌，涨幅位居申万一级行业中游      | 10        |
| <b>2 2024 年下半年展望</b>                | <b>11</b> |
| 2.1 消费支出态度趋向理性和保守，吃类社零消费占比提升        | 11        |
| 2.2 经济刺激政策持续加码，顺周期的食品饮料行业景气度有望提升    | 14        |
| 2.3 食品饮料板块估值处于低位，静待市场风格切换后的估值修复     | 15        |
| <b>3 精选赛道</b>                       | <b>18</b> |
| 3.1 顺周期之白酒：地产暖风有望拉动需求修复，现金流优秀奠定分红能力 | 18        |
| 3.1.1 业绩稳增长，K 型消费结构明显               | 18        |
| 3.1.2 地产政策密集出台，商务需求有望修复             | 20        |
| 3.1.3 供需扰动导致茅台批价下行，仍有积极因素亟待显现       | 21        |
| 3.1.4 白酒企业现金流较优，分红有望逐步提升            | 22        |
| 3.1.5 中长期存量竞争态势持续演进，集中度不断提升         | 23        |
| 3.2 卷性价比之零食：量贩模式推高行业景气度，有效提升零食企业竞争力 | 25        |
| 3.2.1 休闲零食市场规模稳步扩大                  | 25        |
| 3.2.2 零食量贩模式兴起，高性价比赢得青睐             | 26        |
| 3.2.3 消费者对健康零食的需求提升                 | 31        |
| 3.3 降成本之啤酒、乳制品、调味品                  | 33        |
| 3.3.1 啤酒：原料价格下降提升盈利能力，高端化趋势延续       | 33        |
| 3.3.2 乳制品：原奶下行利好中游乳企，人均消费有提升空间      | 38        |
| 3.3.3 调味品：盈利有望改善，“健康”需求方兴未艾         | 44        |
| <b>4 投资建议</b>                       | <b>48</b> |
| <b>5 风险提示</b>                       | <b>49</b> |

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图表 1：申万一级行业 2024Q1 营收增速(%)         | 6  |
| 图表 2：申万一级行业 2024Q1 归母净利润增速(%)      | 6  |
| 图表 3：2018-2024Q1 食品饮料板块营收及同比       | 6  |
| 图表 4：2018-2024Q1 食品饮料板块归母净利润及同比    | 6  |
| 图表 5：2018-2024Q1 食品饮料板块 ROE (%)    | 7  |
| 图表 6：2018-2024Q1 食品饮料板块毛利率&净利率     | 7  |
| 图表 7：2018-2024Q1 食品饮料板块费用率         | 7  |
| 图表 8：2024Q1 食品饮料申万三级行业营收与归母净利润增速   | 8  |
| 图表 9：23Q1-24Q1 各申万一级行业基金重仓比例 (%)   | 8  |
| 图表 10：食品饮料行业 2018Q1-2024Q1 重仓比例及均值 | 9  |
| 图表 11：食品饮料子板块 2018Q1-2024Q1 重仓比例占比 | 10 |
| 图表 12：申万一级子行业年初至今股价涨跌幅(%)          | 10 |
| 图表 13：食品饮料子板块年初至今股价涨跌幅(%)          | 11 |
| 图表 14：近年来我国社会消费品零售数据               | 11 |
| 图表 15：2024 年 1-4 月社会消费品零售总额主要数据    | 12 |
| 图表 16：居民人均可支配收入及同比增速               | 12 |
| 图表 17：居民人均消费支出及同比增速                | 12 |

|        |                                 |    |
|--------|---------------------------------|----|
| 图表 18: | 居民边际消费倾向 (%)                    | 13 |
| 图表 19: | %的消费者表示更频繁使用的购物方式               | 13 |
| 图表 20: | 2024 年政府主要刺激政策                  | 14 |
| 图表 21: | 食饮与地产周期的相关性                     | 15 |
| 图表 22: | 申万一级行业五年历史估值区间                  | 15 |
| 图表 23: | 申万食品饮料行业五年历史估值区间 (按估值百分位排序)     | 16 |
| 图表 24: | 食饮申万三级行业估值百分位最低五位 (按估值百分位排序)    | 16 |
| 图表 25: | 外资持有 A 股数量变化情况                  | 16 |
| 图表 26: | 申万一级行业外资持股市值前五位 (单位: 亿元)        | 16 |
| 图表 27: | 截至 2024 年 6 月 14 日外资持股市值百亿元以上公司 | 17 |
| 图表 28: | 美元人民币 (CFETS) 汇率                | 18 |
| 图表 29: | 2018-2024Q1 白酒板块营收及同比           | 18 |
| 图表 30: | 2018-2024Q1 白酒板块归母净利润及同比        | 18 |
| 图表 31: | 2023 年和 2024Q1 各档次白酒业绩情况 (%)    | 19 |
| 图表 32: | 主要上市酒企业绩与估值对比 (按估值变化率从高到低排序)    | 20 |
| 图表 33: | 固定资产投资与白酒产量关联度                  | 21 |
| 图表 34: | 飞天茅台批价跟踪 (元)                    | 22 |
| 图表 35: | 拼多多飞天茅台团购价_2024-6-14 (元)        | 22 |
| 图表 36: | 白酒企业具备现金分红的财务基础                 | 23 |
| 图表 37: | 近年来白酒产量下滑 (万千升)                 | 24 |
| 图表 38: | 主流酒企吨价持续提升 (万元/吨)               | 24 |
| 图表 39: | 规模以上白酒企业数量持续下降 (家)              | 24 |
| 图表 40: | 我国白酒市场集中度进一步提高                  | 24 |
| 图表 41: | 我国休闲零食行业市场规模                    | 25 |
| 图表 42: | 休闲食品消费者性别分布                     | 26 |
| 图表 43: | 休闲食品消费者年龄分布                     | 26 |
| 图表 44: | 休闲食品消费者线级城市分布                   | 26 |
| 图表 45: | 休闲食品消费者月薪分布                     | 26 |
| 图表 46: | 我国量贩零食店行业市场规模                   | 27 |
| 图表 47: | 2023 年中国零食集合店品牌门店数量排行榜 TOP10    | 27 |
| 图表 48: | 2023 年中国消费者单次购买休闲食品金额           | 28 |
| 图表 49: | 2023 年中国消费者选择去零食集合店购物的原因        | 28 |
| 图表 50: | 零食供应路径                          | 29 |
| 图表 51: | 量贩零食店 SKU 情况                    | 29 |
| 图表 52: | 零食店与商超零售价格对比                    | 29 |
| 图表 53: | 零食企业与量贩零食店合作情况                  | 30 |
| 图表 54: | 零食企业 2021-2024Q1 营收和增速情况        | 30 |
| 图表 55: | 零食企业 2021-2024Q1 归母净利润和增速情况     | 31 |
| 图表 56: | 2022 年休闲零食主要关注点                 | 31 |
| 图表 57: | 2021 年对于成分表/配料表的关注指标            | 31 |
| 图表 58: | 休闲零食健康成分和健康创新趋势                 | 32 |
| 图表 59: | 消费者对坚果零食的主要关注点                  | 33 |
| 图表 60: | 消费者判别坚果品质的主要维度                  | 33 |
| 图表 61: | 消费者对传统果干蜜饯升级方向偏好                | 33 |
| 图表 62: | 消费者对果干蜜饯技术升级关注点                 | 33 |
| 图表 63: | 啤酒生产成本构成                        | 34 |
| 图表 64: | 瓦楞纸出厂价 (元/吨)                    | 34 |

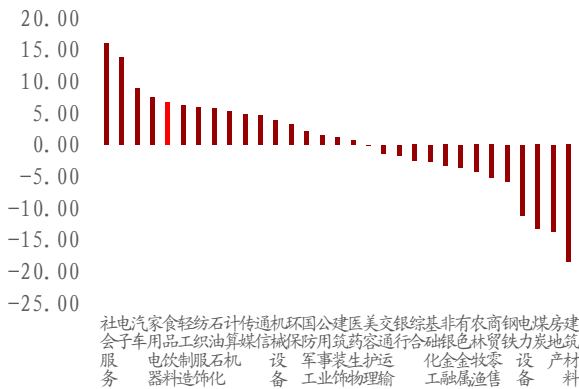
|         |                               |    |
|---------|-------------------------------|----|
| 图表 65:  | 中国平板玻璃市场价(元/吨)                | 34 |
| 图表 66:  | 打包易拉罐平均价(元/吨, 不含税)            | 35 |
| 图表 67:  | 铝价(元/吨)                       | 35 |
| 图表 68:  | 中国大麦进口平均单价(美元/吨)              | 35 |
| 图表 69:  | 澳麦价格更具优势(美元/千克)               | 36 |
| 图表 70:  | 2021 年实施“双反”政策后中国大麦主要进口国来源地占比 | 36 |
| 图表 71:  | 2017-2021 年中国啤酒行业 CR5 集中度     | 37 |
| 图表 72:  | 2021 年中国啤酒行业市场份额分布            | 37 |
| 图表 73:  | 中国高端啤酒消费量(亿升)                 | 37 |
| 图表 74:  | 近年来啤酒企业不断提价                   | 38 |
| 图表 75:  | 中国啤酒行业尚处于中成熟度市场               | 38 |
| 图表 76:  | 奶牛存栏量和单产变化                    | 39 |
| 图表 77:  | 国内原奶产量变化                      | 39 |
| 图表 78:  | 原奶价格变化(元/公斤)                  | 39 |
| 图表 79:  | 乳品板块毛利率                       | 39 |
| 图表 80:  | 乳制品市场零售规模(亿元)                 | 40 |
| 图表 81:  | 2017-2021 常温奶和低温奶市场规模增速对比     | 40 |
| 图表 82:  | 冷库容量和冷藏车保有量变化情况               | 40 |
| 图表 83:  | 中国居民平衡膳食宝塔新旧版对比               | 41 |
| 图表 84:  | 我国居民人均奶类消费量与增速                | 41 |
| 图表 85:  | 中美日人均乳制品消费量(千克/年)             | 41 |
| 图表 86:  | 乳企龙头蒙牛和伊利高端产品布局               | 42 |
| 图表 87:  | 乳制品行业竞争梯队                     | 43 |
| 图表 88:  | 2022 年乳制品行业竞争格局               | 43 |
| 图表 89:  | 乳制品细分赛道竞争格局                   | 44 |
| 图表 90:  | 黄豆价格变化(元/吨)                   | 45 |
| 图表 91:  | 辣椒价格变化(元/公斤)                  | 45 |
| 图表 92:  | 花椒价格变化(元/斤)                   | 45 |
| 图表 93:  | 白砂糖价格变化(元/吨)                  | 45 |
| 图表 94:  | 2018-2024Q1 调味料板块毛利率          | 45 |
| 图表 95:  | 我国复合调味品市场增速高于行业整体增速           | 46 |
| 图表 96:  | 复合调味品市场细分品类(亿元)               | 46 |
| 图表 97:  | 2020 年中外复合调味品渗透率对比            | 47 |
| 图表 98:  | 复合调味品切中 B/C 端多种痛点             | 47 |
| 图表 99:  | 2023 年中国消费者对调味品健康化态度          | 47 |
| 图表 100: | 2023 年中国消费者对健康型调味品需求          | 47 |
| 图表 101: | 中国典型调味品企业健康化产品布局情况            | 48 |

## 1 2024 年上半年回顾

### 1.1 业绩情况：业绩稳健增长，盈利能力提升

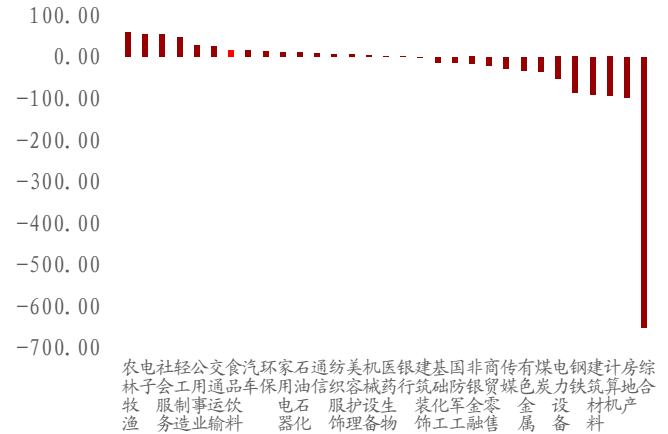
食品饮料板块稳健增长，归母净利润增速表现亮眼。元旦和春节两大消费节点的到来，推动食品饮料板块维持稳健增长。2024年一季度食品饮料板块营业收入达3123.39亿元，同比增长6.70%，在申万一级行业中排名第5；归母净利润达812.21亿元，同比增长15.96%，较去年同期排名上升4位至第7。

图表1：申万一级行业2024Q1营收增速(%)



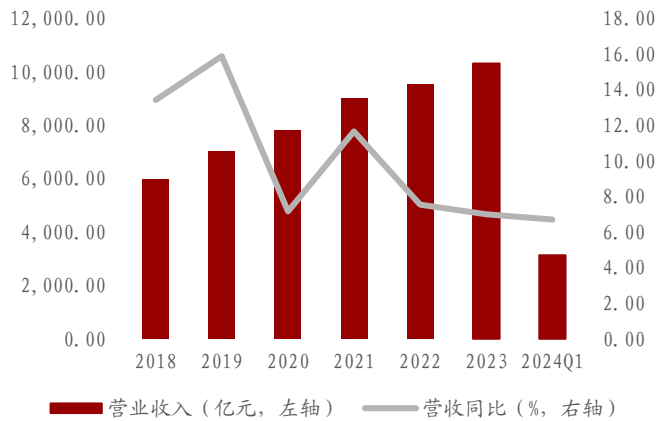
资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表2：申万一级行业2024Q1归母净利润增速(%)



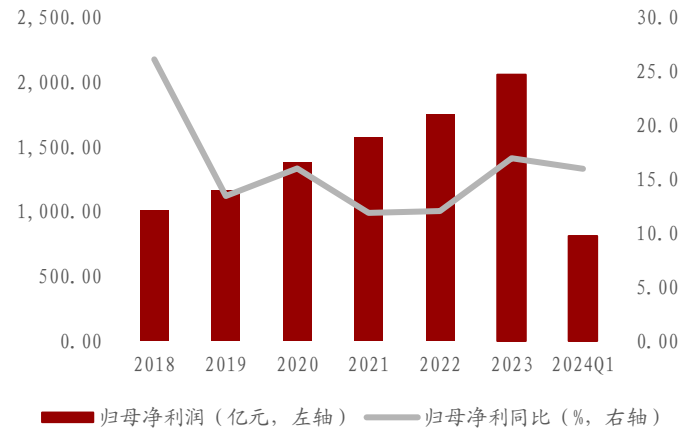
资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表3：2018-2024Q1食品饮料板块营收及同比



资料来源：同花顺，万联证券研究所

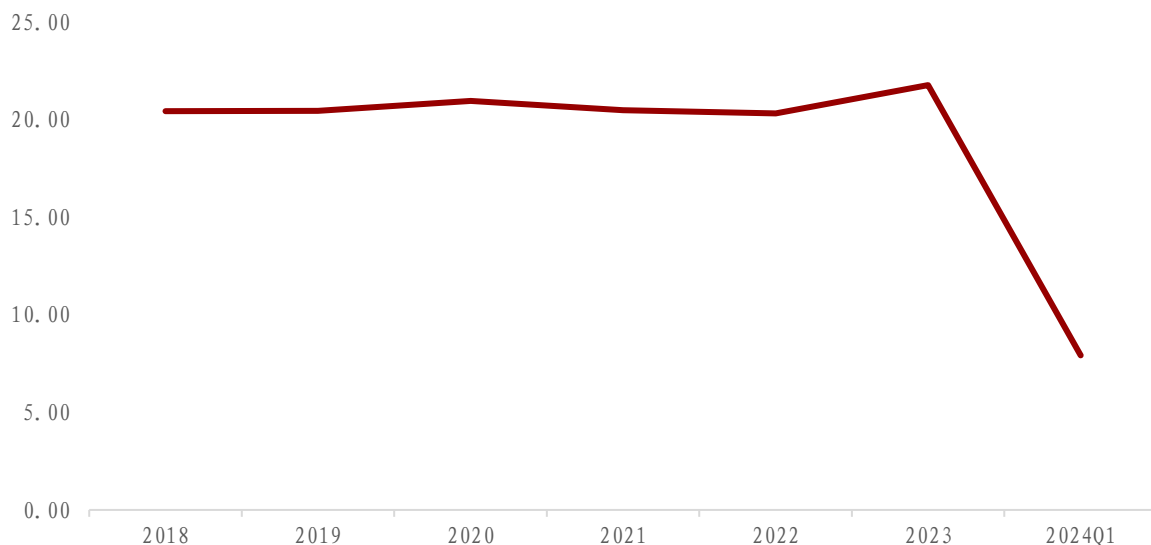
图表4：2018-2024Q1食品饮料板块归母净利润及同比



资料来源：同花顺，万联证券研究所

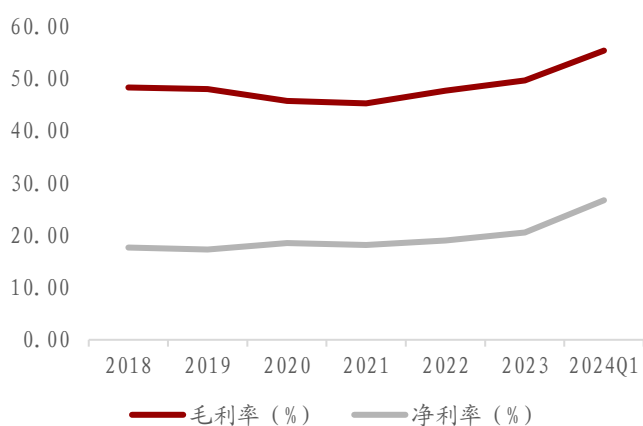
食品饮料板块盈利能力有所提升，费用率相对稳健。2024年一季度食品饮料板块毛利率、净利率延续上升态势，除销售费用率略有回升外，其他费用率均小幅下行。24年一季度食品饮料板块ROE为7.92%，同比上升0.41pcts；毛利率、净利率分别为55.36%、26.71%。同比+2.34pcts、+1.92pcts；销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为10.29%(YoY+0.15pcts)、3.99%(YoY-0.18pcts)、-0.70%(YoY-0.09pcts)、0.53%(YoY-0.04pcts)。

图表5: 2018-2024Q1食品饮料板块ROE (%)



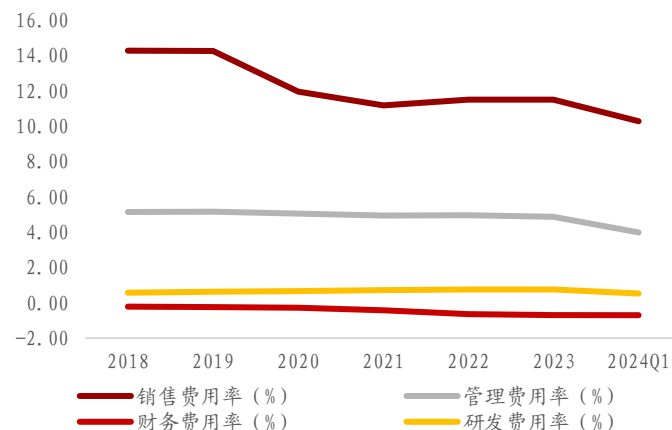
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表6: 2018-2024Q1食品饮料板块毛利率&净利率



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表7: 2018-2024Q1食品饮料板块费用率



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

细分行业中, 2024Q1零食、白酒与软饮料营收增速可观, 乳品、软饮料、零食利润增速亮眼。2024年一季度食品饮料行业中万三级子板块中, 零食、白酒与软饮料营收增速位居前列, 营收增速分别为27.87%、14.67%、14.40%; 乳品、软饮料、零食归母净利润增速排名前三, 归母净利润增速分别为54.33%、26.93%和22.01%。

图表8: 2024Q1食品饮料申万三级行业营收与归母净利润增速

| 2024Q1 营收增速 |        |       | 2024Q1 归母净利润增速 |        |        |
|-------------|--------|-------|----------------|--------|--------|
| 序号          | 行业     | 增速(%) | 序号             | 行业     | 增速(%)  |
| 1           | 零食     | 27.87 | 1              | 乳品     | 54.33  |
| 2           | 白酒Ⅲ    | 14.67 | 2              | 软饮料    | 26.93  |
| 3           | 软饮料    | 14.40 | 3              | 零食     | 22.01  |
| 4           | 调味发酵品Ⅲ | 7.31  | 4              | 啤酒     | 16.27  |
| 5           | 烘焙食品   | 6.78  | 5              | 白酒Ⅲ    | 15.75  |
| 6           | 预加工食品  | 2.44  | 6              | 熟食     | 15.20  |
| 7           | 啤酒     | -0.78 | 7              | 烘焙食品   | 11.51  |
| 8           | 其他酒类   | -2.41 | 8              | 调味发酵品Ⅲ | 10.90  |
| 9           | 乳品     | -4.33 | 9              | 预加工食品  | 2.24   |
| 10          | 保健品    | -5.84 | 10             | 肉制品    | -22.40 |
| 11          | 熟食     | -7.86 | 11             | 保健品    | -25.65 |
| 12          | 肉制品    | -8.56 | 12             | 其他酒类   | -30.04 |

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 剔除暂无数据的熟食、其他食品板块。

## 1.2 食品饮料基金持仓: 重仓比例环比提升, 但仍低于5年均值水平

**食品饮料行业重仓比例环比提升。**根据2024Q1基金重仓持股数据(本文剔除港股标的), 食品饮料行业重仓基金达5392家, 环比增加64家; 重仓持股总市值为1935.37亿元, 环比下降695.03亿元; 重仓比例为6.46%, 环比上升0.11pcts。在31个申万一级行业中, 食品饮料重仓比例排名保持首位。相较于历史水平, 食品饮料行业当前重仓比例低于5年均值(7.60%), 仍有较大的上升空间。

图表9: 23Q1-24Q1 各申万一级行业基金重仓比例(%)

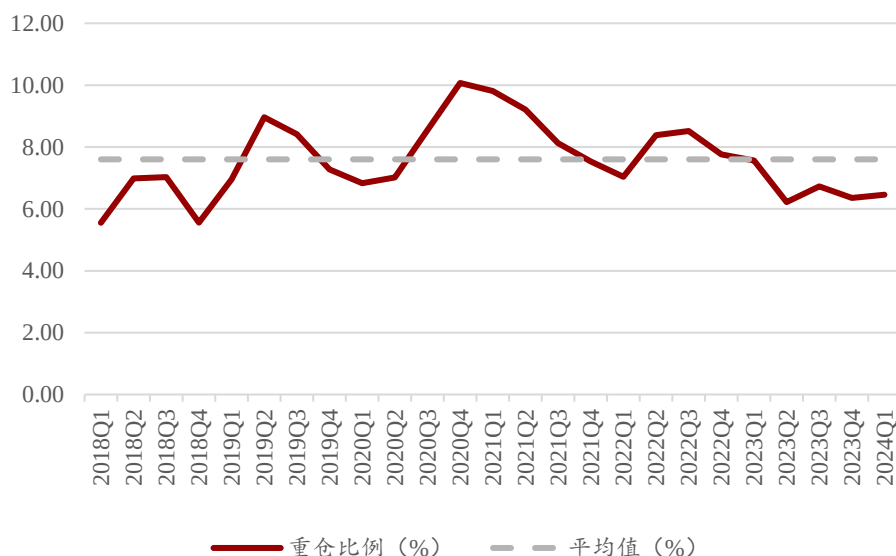
| 2023Q1 |      | 2023Q2 |      | 2023Q3 |      | 2023Q4 |      | 2024Q1 |      |
|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|
| 行业名称   | 重仓比例 | 行业名称   | 重仓比例 | 行业名称   | 重仓比例 | 行业名称   | 重仓比例 | 行业名称   | 重仓比例 |
| 食品饮料   | 7.57 | 电力设备   | 6.41 | 食品饮料   | 6.73 | 食品饮料   | 6.35 | 食品饮料   | 6.46 |
| 电力设备   | 6.52 | 食品饮料   | 6.22 | 医药生物   | 5.51 | 电子     | 6.13 | 电子     | 5.20 |
| 医药生物   | 5.14 | 医药生物   | 5.21 | 电子     | 5.29 | 医药生物   | 6.00 | 医药生物   | 4.79 |
| 电子     | 4.31 | 电子     | 5.01 | 电力设备   | 4.92 | 电力设备   | 4.33 | 电力设备   | 4.59 |
| 计算机    | 3.40 | 计算机    | 3.10 | 计算机    | 2.41 | 计算机    | 2.23 | 有色金属   | 2.33 |
| 有色金属   | 1.79 | 汽车     | 1.73 | 非银金融   | 2.07 | 非银金融   | 1.84 | 银行     | 1.84 |
| 非银金融   | 1.70 | 非银金融   | 1.67 | 汽车     | 1.83 | 有色金属   | 1.71 | 非银金融   | 1.74 |
| 国防军工   | 1.50 | 国防军工   | 1.64 | 银行     | 1.65 | 汽车     | 1.69 | 汽车     | 1.69 |
| 汽车     | 1.43 | 有色金属   | 1.58 | 有色金属   | 1.59 | 机械设备   | 1.54 | 家用电器   | 1.65 |
| 银行     | 1.37 | 通信     | 1.52 | 国防军工   | 1.47 | 银行     | 1.43 | 计算机    | 1.59 |
| 基础化工   | 1.33 | 机械设备   | 1.47 | 机械设备   | 1.44 | 国防军工   | 1.40 | 机械设备   | 1.37 |
| 机械设备   | 1.26 | 银行     | 1.44 | 家用电器   | 1.25 | 家用电器   | 1.26 | 通信     | 1.35 |
| 交通运输   | 1.07 | 家用电器   | 1.25 | 通信     | 1.22 | 基础化工   | 1.10 | 国防军工   | 1.08 |
| 家用电器   | 0.96 | 基础化工   | 1.07 | 基础化工   | 1.18 | 通信     | 0.97 | 公用事业   | 1.07 |
| 通信     | 0.74 | 交通运输   | 0.79 | 交通运输   | 0.82 | 农林牧渔   | 0.84 | 基础化工   | 0.99 |
| 农林牧渔   | 0.71 | 传媒     | 0.75 | 农林牧渔   | 0.62 | 公用事业   | 0.76 | 交通运输   | 0.87 |
| 房地产    | 0.65 | 公用事业   | 0.67 | 公用事业   | 0.62 | 交通运输   | 0.72 | 农林牧渔   | 0.77 |
| 传媒     | 0.52 | 农林牧渔   | 0.66 | 房地产    | 0.58 | 煤炭     | 0.58 | 煤炭     | 0.61 |

|      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 公用事业 | 0.49 | 房地产  | 0.59 | 传媒   | 0.54 | 房地产  | 0.45 | 石油石化 | 0.49 |
| 建筑装饰 | 0.45 | 建筑装饰 | 0.48 | 石油石化 | 0.49 | 传媒   | 0.41 | 传媒   | 0.44 |
| 煤炭   | 0.44 | 石油石化 | 0.36 | 煤炭   | 0.45 | 石油石化 | 0.35 | 房地产  | 0.36 |
| 商贸零售 | 0.41 | 煤炭   | 0.35 | 建筑装饰 | 0.43 | 轻工制造 | 0.28 | 轻工制造 | 0.34 |
| 石油石化 | 0.37 | 建筑材料 | 0.27 | 建筑材料 | 0.31 | 建筑装饰 | 0.27 | 建筑装饰 | 0.24 |
| 社会服务 | 0.36 | 社会服务 | 0.27 | 轻工制造 | 0.28 | 社会服务 | 0.22 | 纺织服饰 | 0.21 |
| 建筑材料 | 0.35 | 轻工制造 | 0.27 | 社会服务 | 0.27 | 钢铁   | 0.19 | 商贸零售 | 0.20 |
| 美容护理 | 0.31 | 美容护理 | 0.23 | 商贸零售 | 0.26 | 纺织服饰 | 0.19 | 钢铁   | 0.18 |
| 轻工制造 | 0.27 | 商贸零售 | 0.23 | 钢铁   | 0.19 | 建筑材料 | 0.19 | 社会服务 | 0.16 |
| 钢铁   | 0.13 | 纺织服饰 | 0.17 | 纺织服饰 | 0.18 | 商贸零售 | 0.18 | 建筑材料 | 0.16 |
| 纺织服饰 | 0.12 | 钢铁   | 0.15 | 美容护理 | 0.18 | 美容护理 | 0.12 | 美容护理 | 0.14 |
| 环保   | 0.12 | 环保   | 0.13 | 环保   | 0.13 | 环保   | 0.11 | 环保   | 0.13 |
| 综合   | 0.00 | 综合   | 0.00 | 综合   | 0.02 | 综合   | 0.02 | 综合   | 0.03 |

资料来源: wind, 万联证券研究所

注: 行业(板块)基金重仓比例=行业(板块)个股持股市值占基金股票投资市值比之和, 下同

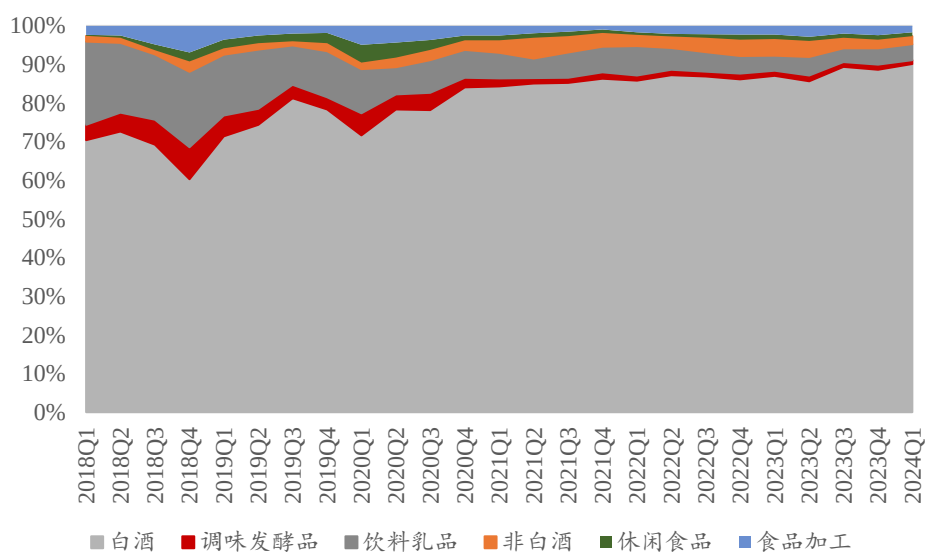
图表10: 食品饮料行业2018Q1-2024Q1重仓比例及均值



资料来源: wind, 万联证券研究所

从食品饮料各子板块占比来看,白酒持仓地位稳固,非白酒发展良好。白酒板块重仓比例在食品饮料行业中占比不断上升,2024Q1占比达90.13%;大众品板块中,非白酒板块在2021年以来占比提升,但近一年来占比有所下滑,2024Q1占比为2.07%;调味发酵品、饮料乳品、休闲食品及食品加工板块重仓比例均有明显下降趋势,调味发酵品及休闲食品板块占比持续垫底。

图表11: 食品饮料子板块2018Q1-2024Q1重仓比例占比

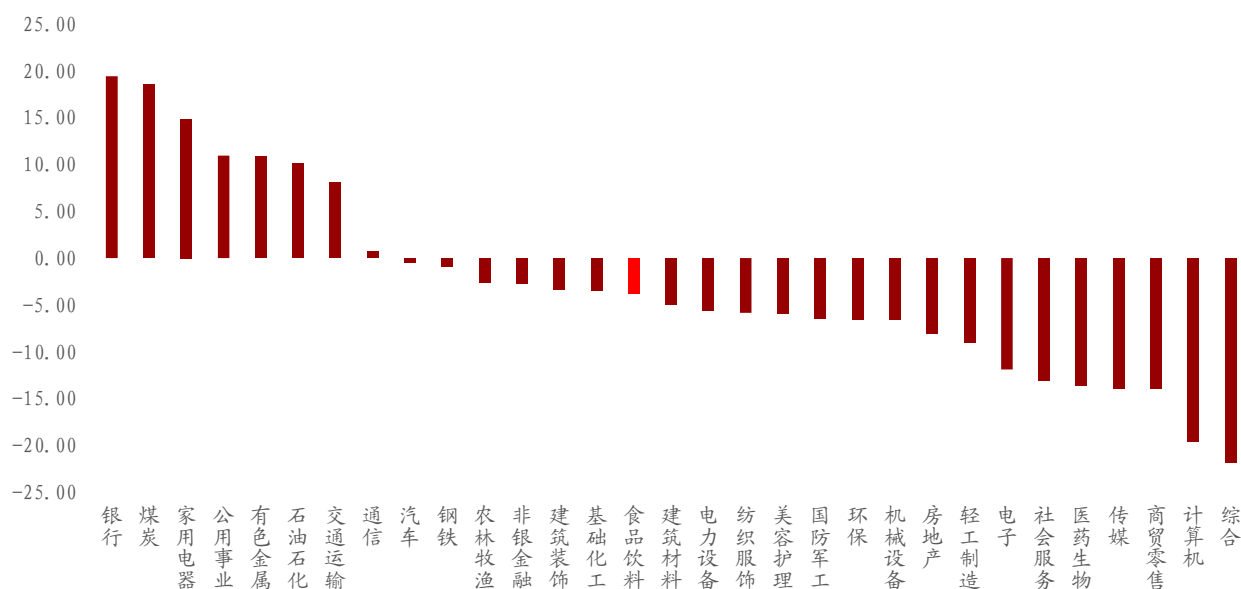


资料来源: wind, 同花顺, 万联证券研究所

### 1.3 股价走势: 年初至今小幅下跌, 涨幅位居申万一级行业中游

从年初至2024年5月31日, 食品饮料小幅下跌3.77%, 涨幅位居申万31个一级行业第15位, 多数消费板块如农林牧渔、纺织服饰、美容护理、轻工制造、社会服务、商贸零售等均下跌。从食品饮料子板块来看, 软饮料、啤酒、乳品有所上涨, 烘焙食品 (-17.96%)、预加工食品 (-16.60%)、保健品 (-14.36%) 跌幅居前三。

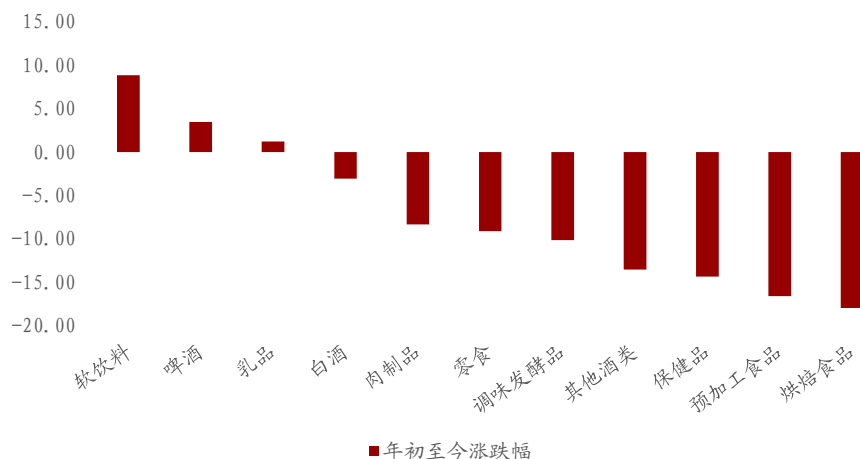
图表12: 申万一级子行业年初至今股价涨跌幅(%)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

注: 时间区间选取为2024年1月1日-2024年5月31日, 下同。

图表13: 食品饮料子板块年初至今股价涨跌幅(%)



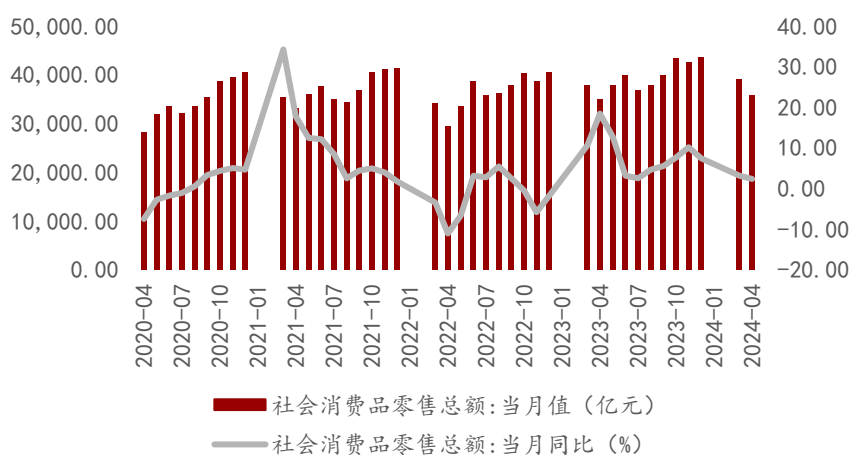
资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

## 2 2024 年下半年展望

### 2.1 消费支出态度趋向理性和保守，吃类社零消费占比提升

社会零售总额温和修复，吃类消费占比提升。2024年1-4月社会消费品零售总额达156,026亿元，同比增长4.1%，但较2023年1-4月增速下降4.4pcts，居民的消费需求呈弱复苏态势。其中，包括限额以上单位粮油、食品类、饮料类、烟酒类的吃类商品零售额1-4月同比增长11.2%，4月份同比增长9.5%。作为刚需消费，2024年1-4月限额以上吃类商品零售额合计占比为18.5%，比去年同期占比增长1.0pcts。

图表14: 近年来我国社会消费品零售数据



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

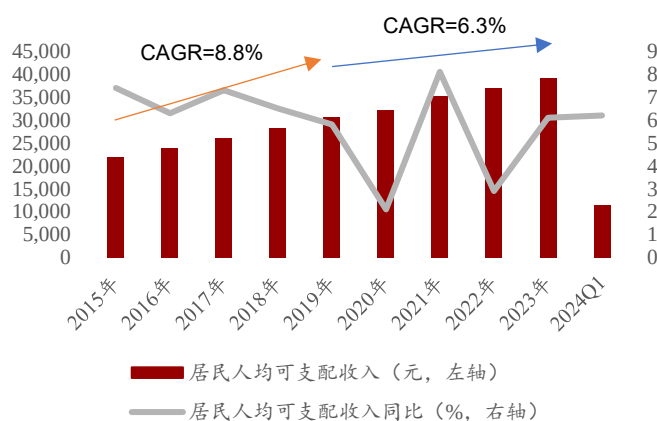
图表15: 2024年1-4月社会消费品零售总额主要数据

| 指标               | 2024年4月 |         | 2024年1-4月 |         |
|------------------|---------|---------|-----------|---------|
|                  | 数额(亿元)  | 同比增长(%) | 数额(亿元)    | 同比增长(%) |
| 社会消费品零售总额        | 35699   | 2.3     | 156026    | 4.1     |
| 其中: 除汽车以外的消费品零售额 | 32196   | 3.2     | 141396    | 4.3     |
| 其中: 限额以上单位消费品零售额 | 13641   | 0.9     | 58874     | 4.2     |
| 其中: 实物商品网上零售额    | -       | -       | 37356     | 11.1    |
| 按经营地分            |         |         |           |         |
| 城镇               | 31026   | 2.1     | 135307    | 4       |
| 乡村               | 4673    | 3.5     | 20719     | 4.8     |
| 按消费类型分           |         |         |           |         |
| 餐饮收入             | 3915    | 4.4     | 17360     | 9.3     |
| 其中: 限额以上单位餐饮收入   | 1100    | 0       | 4638      | 6.9     |
| 商品零售             | 31784   | 2       | 138666    | 3.5     |
| 其中: 限额以上单位商品零售   | 12541   | 0.9     | 54236     | 4       |
| 粮油、食品类           | 1521    | 8.5     | 6883      | 9.3     |
| 饮料类              | 230     | 6.4     | 1004      | 6.5     |
| 烟酒类              | 407     | 8.4     | 2130      | 11.7    |
| 吃类商品合计           | 2158    | 9.5     | 10017     | 11.2    |
| 吃类商品占比(%)        | 17.2    | 1.1     | 18.5      | 1.0     |

资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

居民收入重回稳增长轨道, 消费信心和消费意愿仍有待恢复。疫情期间至今, 国内居民财富虽然名义值仍在增长, 但同比增速经历了一段大幅下滑再逐渐恢复的过程, 疫情至今居民人均可支配收入年复合增速(2019-2023年CAGR=6.3%)低于疫情前水平(2015-2019年CAGR=8.8%)。居民的消费支出在疫情期间也经历了罕见的下滑和“报复性消费”回升的过程, 但受居民收入增速下降, 以及边际消费倾向下降影响, 疫情至今居民人均消费支出年复合增速(2019-2023年CAGR=5.6%)也同样低于疫情前水平(2015-2019年CAGR=8.2%)。总体来看, 居民人均可支配收入在疫情结束后重回稳增长轨道, 但由于疫情对居民财富的消耗, 以及疫情结束后经济弱复苏的宏观环境, 居民的消费信心和消费意愿均有待恢复。

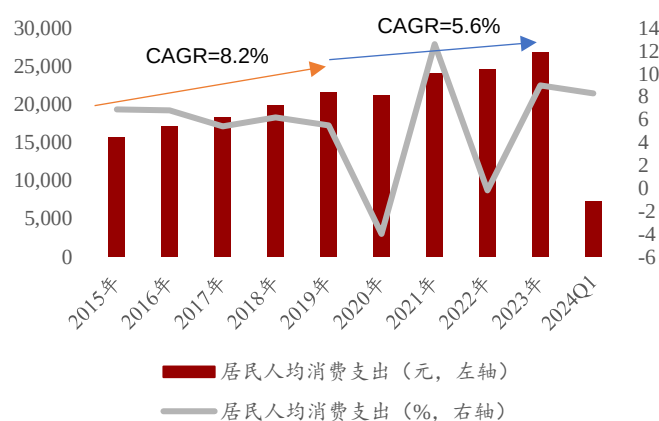
图表16: 居民人均可支配收入及同比增速



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

备注: CAGR按照名义人均可支配收入计算

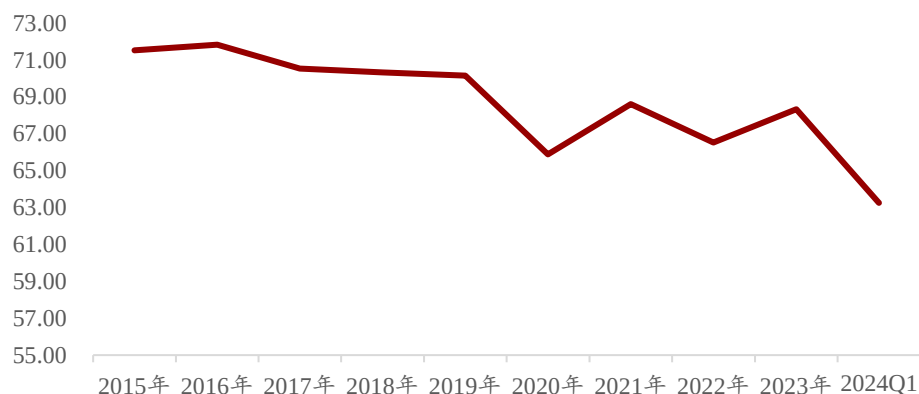
图表17: 居民人均消费支出及同比增速



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

备注: CAGR按照名义人均消费支出计算

图表18: 居民边际消费倾向 (%)

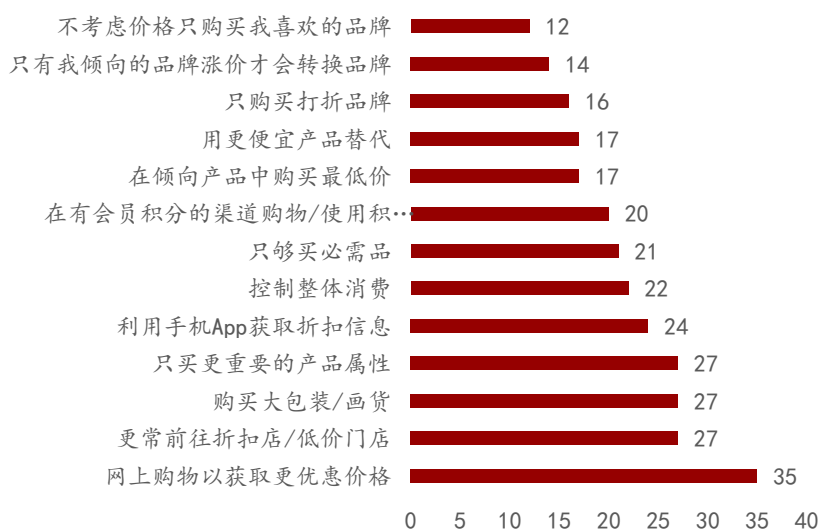


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 居民边际消费倾向=居民人均消费支出/居民人均可支配收入

**理性消费观念下, 消费者更注重商品性价比。**一方面, 疫情之后消费者消费意愿强烈, 在收入不稳定性有所缓解后更加关注个人健康与生活品质; 另一方面, 为应对生活成本上涨及其他不确定性因素, 消费者倾向于根据自己的经济处境管理整体花费、调整购物行为, 寻找最优解。根据尼尔森《2023中国消费者洞察暨2024年展望》调查显示, 面临经济下行、食品价格上涨等问题, 43%的中国受访者表示将严格把控整体花费金额, 37%表示将改变消费方式寻求最优价格和更低价产品, 26%将减少非理性消费。在互联网及新型电商平台等支持下, 消费者“精打细算”的方式也更加多元, 调查显示平均每个中国消费者会使用3-4个省钱策略以使购物选择最优化。

图表19: %的消费者表示更频繁使用的购物方式



资料来源: 尼尔森IQ《2023中国消费者洞察与展望报告》, 万联证券研究所

备注: 尼尔森IQ《2023中国消费者洞察与展望报告》年中版问卷问题: 最常使用的省钱策略(多选题), 受访人数1120人

## 2.2 经济刺激政策持续加码，顺周期的食品饮料行业景气度有望提升

多方面政策密集出台有望恢复需求，提振市场信心及消费意愿。今年以来，需求端政策持续加码，消费、金融、地产等政策纷纷发力。**消费领域**，在全国范围内开展汽车、家电以旧换新和家装厨卫“焕新”，通过智能化、节能化为方向的升级换代满足消费者对更高品质的需求、刺激消费，同时衔接产能，推动耐用消费品产销跃升，促进行业性结构升级。据商务部数据，截至2023年底，我国汽车保有量达3.36亿辆，冰箱、洗衣机、空调等主要品类家电保有量超30亿台，汽车、家电更新换代有望创造万亿元规模的市场空间。**金融领域**，结合7000亿元中央预算内投资及3.9万亿元地方政府专项债券，万亿超长期特别国债发行，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。作为长期资产，超长期特别国债能够弥补单一逆周期调节的短期效应，从中长期跨度进行调控，同时能够根据具体情况灵活调整，满足短期内的实际市场需求；从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，向市场发出积极信号，政策的持续性有利于稳定预期、刺激经济，提振市场信心。**地产领域**，下调房贷首付款比例和个人住房公积金贷款利率，明确取消全国层面房贷利率政策下限，调整力度较大，有望减轻居民住房消费负担，提高居民住房消费意愿；设立3000亿元保障性住房再贷款，预计带动银行贷款5000亿元，支持地方国有企业参与存量房去库存，推进保交房工作，有望加速房地产市场回暖。多方政策力度加大刺激需求，扩展消费增长空间。

图表20：2024年政府主要刺激政策

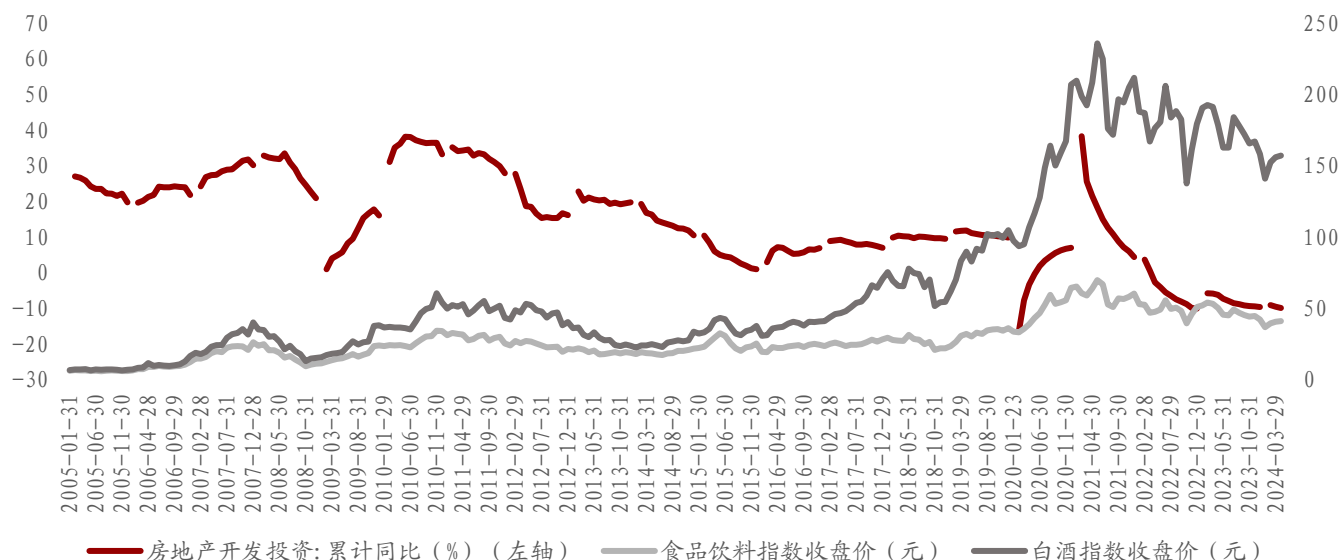
| 政策领域 | 政策核心      | 主要内容                                                                                                                                                                                                                                 |
|------|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 消费   | 消费品以旧换新   | 1、开展汽车以旧换新：突出汽车领域标准牵引，完善报废车回收拆解体系，促进二手车放心便利交易，培育壮大二手车经营主体，推动汽车流通消费创新发展；2、推动家电以旧换新：推动家电换“智”，以便利城乡居民换新为重点，健全废旧家电回收体系，打通废旧家电回收“静脉循环”堵点，畅通家电更新消费循环；3、推动家装厨卫“焕新”：以扩大存量房装修改造为切入点，推动家装厨卫消费品换新，促进智能家居消费，持续释放家居消费潜力。                          |
| 金融   | 万亿超长期特别国债 | 政府工作报告提出，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，今年先发行1万亿元。今年拟发行的超长期特别国债期限分别为20年、30年和50年，发行期数分别为7期、12期、3期，总共22期，付息方式均为按半年付息。发行时间将从5月中旬持续至11月中旬。其中，30年超长期特别国债最先在5月17日发行，20年超长期特别国债最先在5月24日发行，50年超长期特别国债最先在6月14日发行。                                        |
| 地产   | 房地产新政     | 1、首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%；2、取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限；3、个人住房公积金贷款利率下调25BP。5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%。4、设立3000亿元保障性住房再贷款。 |

资料来源：中国政府网，国家发展改革委，万联证券研究所

**地产政策持续发力，有望提振顺周期的食品饮料板块消费。**由于地产行业的产业和财富拉动效应显著，地产回暖能带动食品饮料消费的回暖，因此历史数据显示地产投资与食品饮料

价指数关联度较高。近期房地产刺激政策密集出台，在经济相对平稳、地产回暖及消费逐步恢复的预期下，餐饮行业消费预期有望回升。其中，白酒板块的商务需求有望随着地产回暖迎来提升，板块顺周期属性有望强化，推动板块估值修复。

图表21： 餐饮与地产周期的相关性

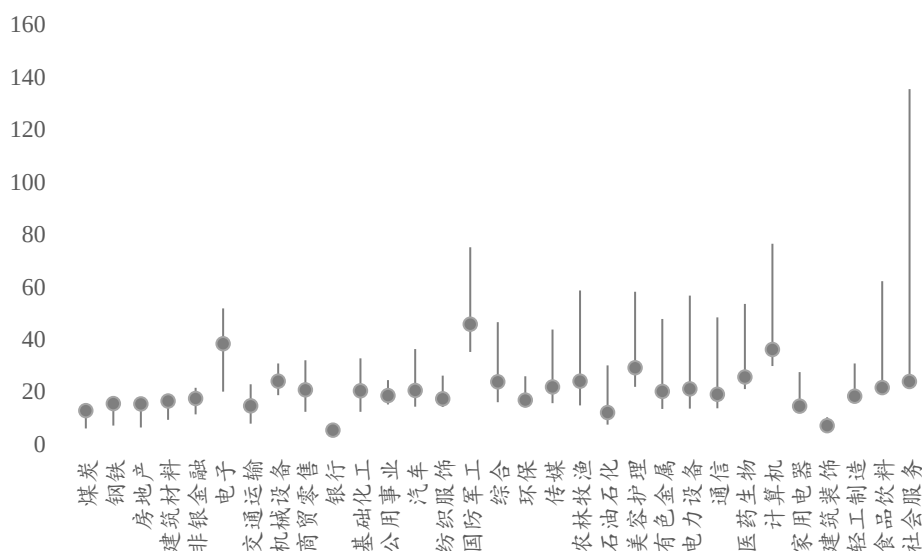


资料来源：同花顺，万联证券研究所

## 2.3 食品饮料板块估值处于低位，静待市场风格切换后的估值修复

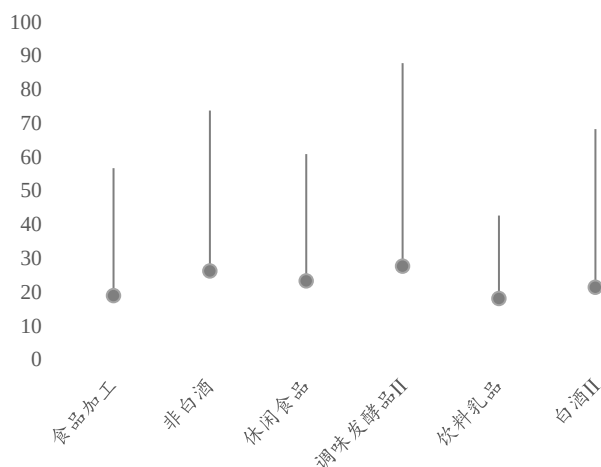
**食品饮料估值跌至历史底部区间。**当前，食品饮料指数在五年历史估值区间中的估值百分位低于5%，在31个申万一级行业中排名倒数前二，跌至历史底部区间。细分赛道来看，食品饮料申万二级行业估值百分位均低于5%，其中白酒、饮料乳品及调味发酵品指数估值百分位低于1%。申万三级行业中，除软饮料、肉制品外的其余行业估值均低于10%，其中白酒、调味发酵品、其他酒类及乳品估值百分位低于1%。

图表22： 申万一级行业五年历史估值区间



资料来源：同花顺，万联证券研究所

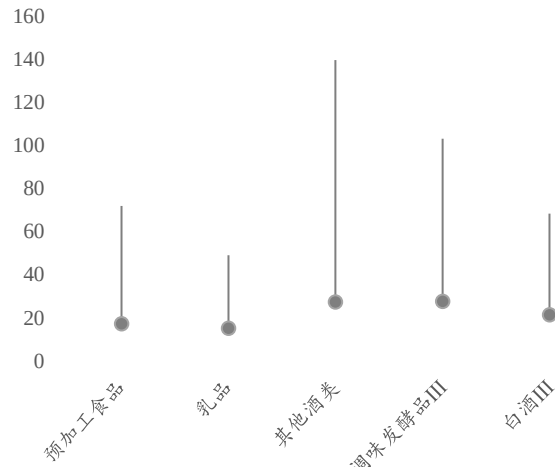
图表23: 申万食品饮料行业五年历史估值区间（按估值百分位排序）



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 时间范围为2019年6月14日至2024年6月14日。

图表24: 食饮申万三级行业估值百分位最低五位（按估值百分位排序）

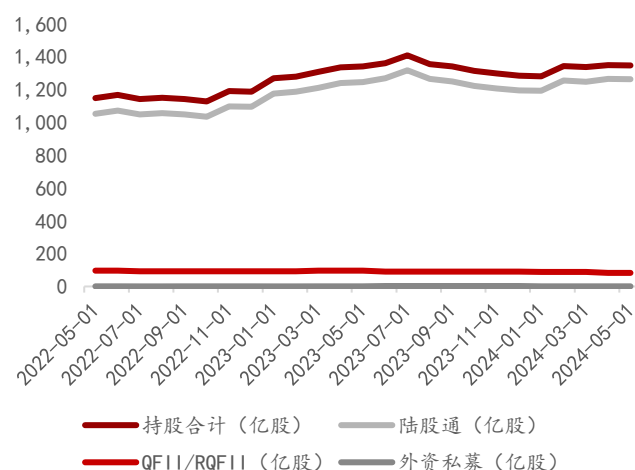


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 时间范围为2019年6月14日至2024年6月14日。

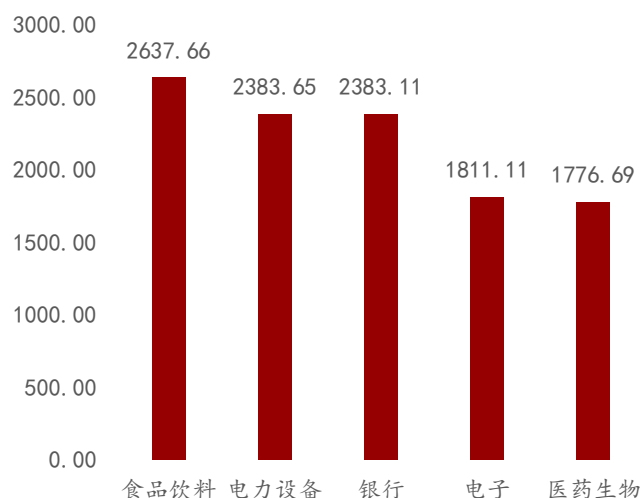
今年以来外资流入有所增加, 食饮板块外资持股市值居行业榜首。去年下半年外资持续流出, 今年以来外资开始流入。截至2024年5月31日, A股上市公司被外资持有的股票数量合计为1345.67亿股, 与年初相比增长4.77%。外资持有A股市值达2.29万亿元, 占A股总市值比例为3.31%。外资青睐食饮板块, 从外资的持股市值来看, 食品饮料板块达2637.66亿元, 位居申万一级行业第一。截至2024年6月14日, 34家外资持股市值超百亿元公司中, 食品饮料行业占据3席, 白酒仍具优势, 外资持股市值最高的公司为贵州茅台, 达1355.40亿元。

图表25: 外资持有 A 股数量变化情况



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表26: 申万一级行业外资持股市值前五位（单位: 亿元）



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表27: 截至2024年6月14日外资持股市值百亿元以上公司

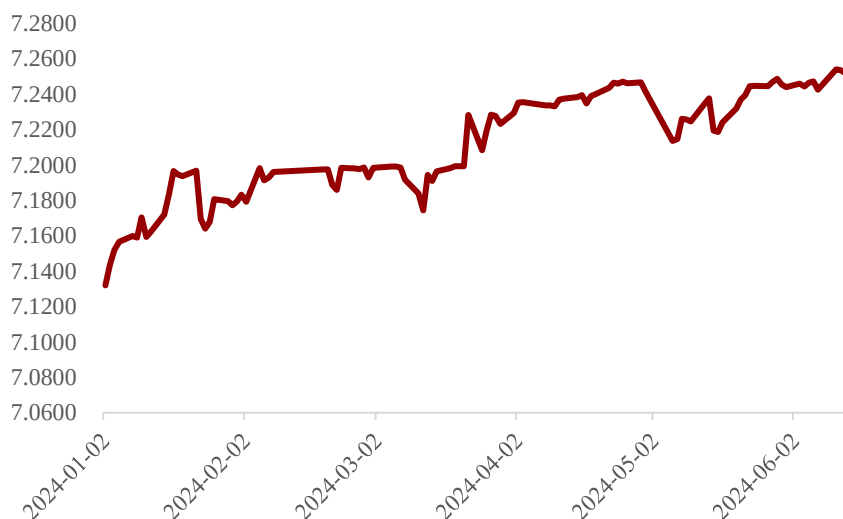
| 序号 | 证券代码      | 证券简称 | 所属申万行业 | 持股数量<br>(股) | 持股市值<br>(亿元) | 占A股总市值<br>比例(%) |
|----|-----------|------|--------|-------------|--------------|-----------------|
| 1  | 600519.SH | 贵州茅台 | 食品饮料   | 87163742    | 1355.40      | 6.94            |
| 2  | 300750.SZ | 宁德时代 | 电力设备   | 484590377   | 895.96       | 11.00           |
| 3  | 000333.SZ | 美的集团 | 家用电器   | 1320272620  | 866.23       | 19.41           |
| 4  | 600900.SH | 长江电力 | 公用事业   | 1963445672  | 547.80       | 7.80            |
| 5  | 300760.SZ | 迈瑞医疗 | 医药生物   | 144928629   | 433.48       | 12.07           |
| 6  | 600036.SH | 招商银行 | 银行     | 1252480291  | 423.46       | 6.25            |
| 7  | 601899.SH | 紫金矿业 | 有色金属   | 1926744016  | 328.50       | 9.49            |
| 8  | 300124.SZ | 汇川技术 | 机械设备   | 573622245   | 316.98       | 21.82           |
| 9  | 600406.SH | 国电南瑞 | 电力设备   | 1155913192  | 276.26       | 14.57           |
| 10 | 600309.SH | 万华化学 | 基础化工   | 315257876   | 271.79       | 10.09           |
| 11 | 000858.SZ | 五粮液  | 食品饮料   | 196426846   | 266.51       | 5.10            |
| 12 | 000651.SZ | 格力电器 | 家用电器   | 614989541   | 251.72       | 11.11           |
| 13 | 601318.SH | 中国平安 | 非银金融   | 598892672   | 250.76       | 5.64            |
| 14 | 002594.SZ | 比亚迪  | 汽车     | 89845741    | 227.35       | 4.96            |
| 15 | 600660.SH | 福耀玻璃 | 汽车     | 463665283   | 216.53       | 23.03           |
| 16 | 603501.SH | 韦尔股份 | 电子     | 204007284   | 208.09       | 16.73           |
| 17 | 600690.SH | 海尔智家 | 家用电器   | 662823001   | 203.16       | 10.76           |
| 18 | 600887.SH | 伊利股份 | 食品饮料   | 732796040   | 199.10       | 11.64           |
| 19 | 601138.SH | 工业富联 | 电子     | 685230727   | 186.59       | 3.63            |
| 20 | 002475.SZ | 立讯精密 | 电子     | 518958847   | 178.26       | 7.47            |
| 21 | 601009.SH | 南京银行 | 银行     | 1898919261  | 171.52       | 17.57           |
| 22 | 600276.SH | 恒瑞医药 | 医药生物   | 384361677   | 161.05       | 6.00            |
| 23 | 601166.SH | 兴业银行 | 银行     | 902539449   | 157.58       | 4.42            |
| 24 | 300308.SZ | 中际旭创 | 通信     | 110455825   | 152.76       | 11.01           |
| 25 | 601398.SH | 工商银行 | 银行     | 2706509976  | 148.86       | 1.02            |
| 26 | 688036.SH | 传音控股 | 电子     | 119827979   | 146.88       | 18.80           |
| 27 | 300274.SZ | 阳光电源 | 电力设备   | 213908400   | 142.44       | 9.98            |
| 28 | 601012.SH | 隆基绿能 | 电力设备   | 759176982   | 137.47       | 10.99           |
| 29 | 000725.SZ | 京东方A | 电子     | 3351965777  | 136.39       | 9.18            |
| 30 | 601288.SH | 农业银行 | 银行     | 3038715669  | 129.15       | 0.96            |
| 31 | 002371.SZ | 北方华创 | 电子     | 39172174    | 126.45       | 7.26            |
| 32 | 002050.SZ | 三花智控 | 家用电器   | 483660175   | 111.10       | 12.13           |
| 33 | 601668.SH | 中国建筑 | 建筑装饰   | 1973636631  | 109.73       | 4.82            |
| 34 | 601857.SH | 中国石油 | 石油石化   | 1084531162  | 106.61       | 0.66            |

资料来源: 同花顺、万联证券研究所

美联储降息预期可能带来流动性充裕, 推动以食品饮料为代表的消费蓝筹估值修复。今年以来, 美元人民币汇率持续走高, 人民币贬值导致资本流出, 国内股市流动性不足。虽然短期内美联储降息靴子落地时间尚未确定, 但中期来看, 伴随着美联储降息预期兑现, 人民币贬值压力放缓, 资本外流缓解有望为A股带来流动性充裕。从外资持股数据来看, 外资较为青睐以食品饮料为代表的消费蓝筹, 如果美联储降息, 外资流入有望

推动资本市场风格切换，从而带来以食品饮料为代表的消费蓝筹估值修复。

图表28: 美元人民币 (CFETS) 汇率



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

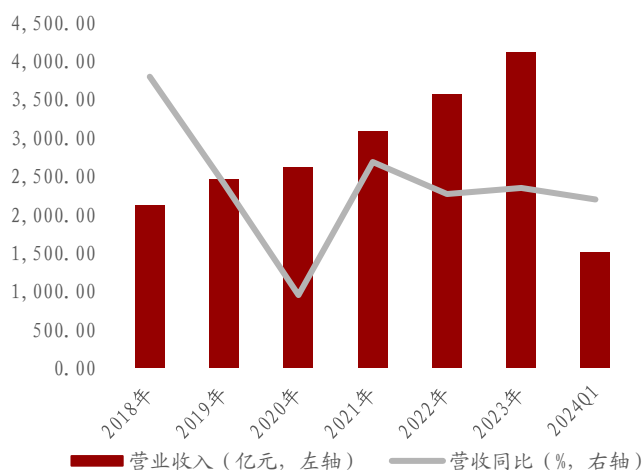
### 3 精选赛道

#### 3.1 顺周期之白酒: 地产暖风有望拉动需求修复, 现金流优秀奠定分红能力

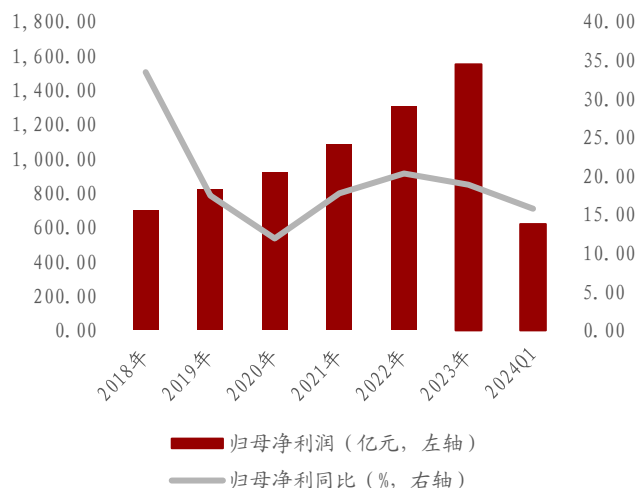
##### 3.1.1 业绩稳增长, K型消费结构明显

白酒营收增速略有上升, 利润维持稳增势头但增速较2022年小幅下降。2023年白酒板块营收同比增速较2022年略有上升, 但归母净利润增速较2022年小幅下降, 其中白酒板块营业总收入合计4121.12亿元, 同比增长15.65%; 归母净利润合计1551.46亿元, 同比增长18.88%。2024Q1白酒板块营收为1508.66亿元, 同比增长14.67%; 归母净利润为619.87亿元, 同比增长15.75%。

图表29: 2018-2024Q1白酒板块营收及同比



图表30: 2018-2024Q1白酒板块归母净利润及同比



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

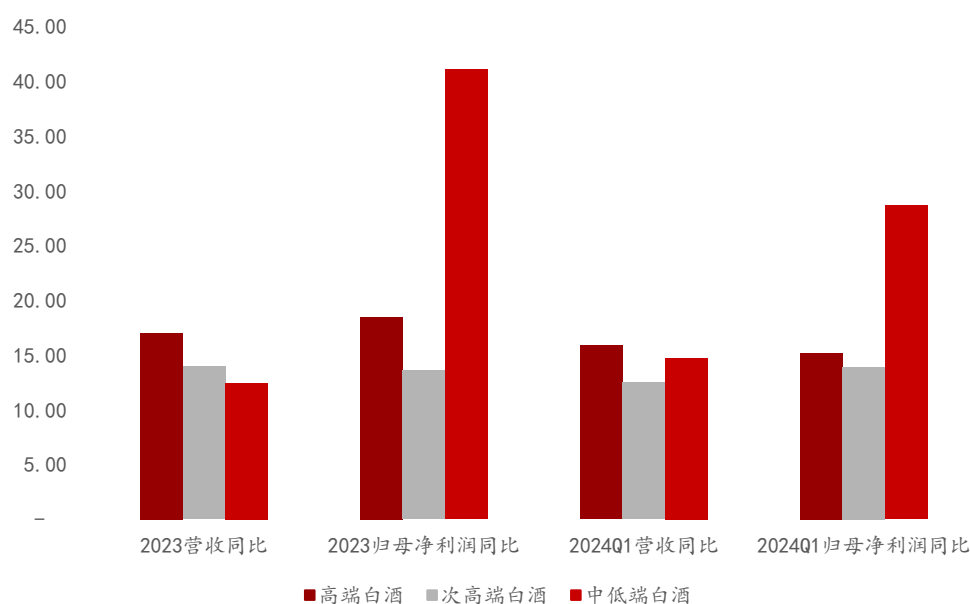
K型消费结构明显，高端白酒与中端/大众白酒龙头整体业绩增速更高，但价格带越往下业绩分化越大。从2023年和2024Q1的业绩情况来看：高端白酒最具韧性，市场占有率稳居高位，营收利润维持稳健增长；次高端白酒企业板块营收、归母净利润也实现两位数增长，但有部分白酒企业业绩出现下滑；中端/大众白酒延续增长势头，且业绩弹性大，板块归母净利润增速高于高端和次高端白酒，但酒企业绩分化也更加明显。

①以茅台为代表的高端白酒，其社交和金融属性显著，主要吸引了中产及以上人群的关注，这部分消费群体相对稳定，且因其在礼赠和高端商务宴请中的特殊地位，需求表现相对稳健。

②在商务需求的弱复苏影响下，次高端白酒的恢复步伐显得较为缓慢，部分消费者在选择上出现了降级现象，这也导致了白酒市场的业绩表现出现分化，品牌力强、渠道优势明显的酒企表现更为出色，这一趋势表明，在当前的市场环境下，消费者对白酒的选择更加理性和务实。

③与此同时，中端和大众白酒市场展现出了更强的复苏弹性，在当前经济环境下，消费者更加注重产品的性价比，这使得中端和大众白酒在大众宴席、社交聚饮等场合的需求得到了有效回补。这些白酒品牌在满足消费者基本需求的同时，也通过不断创新和提升品质，赢得了消费者的青睐。

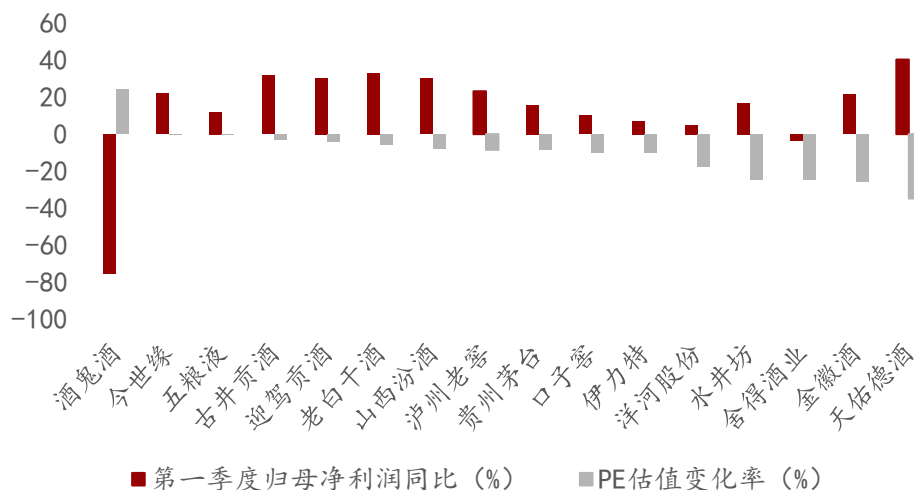
图表31：2023年和2024Q1各档次白酒业绩情况（%）



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

酒企业绩稳健增长，但估值持续下降，有待信心恢复后的估值修复。主要上市酒企2024年第一季度业绩保持稳健增长，20家酒企全部实现盈利，而且仅4家（包括次高端的酒鬼酒、舍得酒业，以及中端/大众的岩石股份、皇台酒业）归母净利润同比下滑。但受主力资金外流、投资者信心不足等负面因素冲击，大部分酒企延续了过去两年杀估值的情况。高端白酒龙头贵州茅台、五粮液、泸州老窖第一季度归母净利润同比分别增长15.73%/13.28%/25.50%，五粮液年初至今估值（PE-TTM）下跌0.40%，贵州茅台和泸州老窖年初至今估值（PE-TTM）均下跌8.50%。随着投资者逐渐恢复信心，遭遇估值杀跌但基本面依然良好的白酒企业有望迎来估值修复。

图表32: 主要上市酒企业绩与估值对比 (按估值变化率从高到低排序)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

注: 剔除PE-TTM估值为负的酒企, 包括顺鑫农业、岩石股份、皇台酒业、金种子酒; 估值变化率为2024年5月31日PE-TTM相较于2024年1月1日PE-TTM的变化率。

### 3.1.2 地产政策密集出台, 商务需求有望修复

近期地产利好政策频出, 2024年以来, 陆续有重点城市松绑或者全面取消限购政策。其中, 北京、上海、广州、深圳、天津、海口“小步快跑”式松绑限购; 杭州、成都、长沙、苏州、西安、珠海则全面取消了限购。

**个人住房贷款利率下调, 首付比例下调。**5月17日, 中国人民银行(以下简称“央行”)连发三则重要通知。(1)取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限;(2)自2024年5月18日起, 下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点, 5年以下(含5年)和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%, 5年以下(含5年)和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%;(3)对于贷款购买商品住房的居民家庭, 首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%, 二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。

**白酒消费和地产行业具有较明显的正相关性, 地产行业如果回暖有望带动白酒消费提升。**一方面, 房地产的利好带来的经济增长信心恢复一定程度上能刺激消费预期; 另一方面, 房地产产业链较长, 如果房地产企稳复苏, 相关行业也会有相应的复苏, 此过程能够促进商务宴请需求回暖, 因而将对白酒消费有刺激作用。随着地产刺激政策显效, 在地产链带动下, 顺周期的白酒消费需求有望提升。

**从消费场景来看, 商务需求有改善空间, 有望带来高端/次高端白酒需求回升。**白酒消费场景主要分为宴席场景及商务场景, 宴席场景是中端/大众白酒的主要消费场景, 2023年作为疫情管控放开的元年, 受益于疫后线下消费的恢复, 白酒的宴席回补需求释放, 消费明显回温; 而商务场景是次高端及高端白酒的主要消费场景, 对外部宏观经济环境的依赖性较强, 受外部宏观环境弱复苏的影响, 白酒商务需求表现相对平淡。2024年宴席场景需求在完成回补后可能会趋于平淡, 商务场景需求在地产回暖后有改善空间。

图表33: 固定资产投资与白酒产量关联度



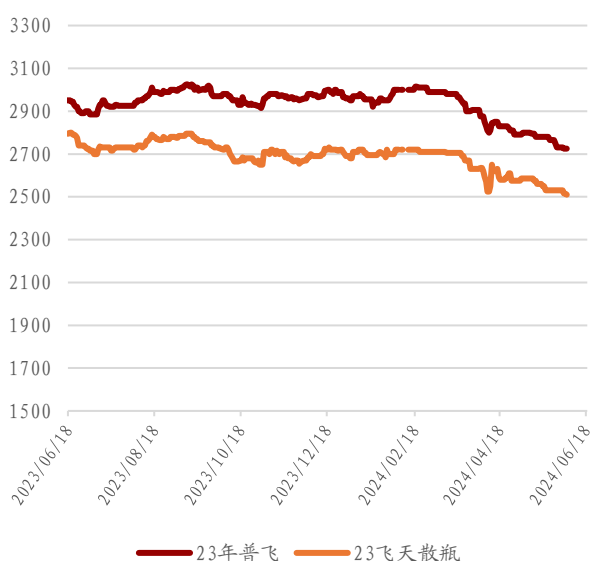
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

### 3.1.3 供需扰动导致茅台批价下行，仍有积极因素亟待显效

供需扰动导致茅台批价下行，经销商去库存加剧价格下跌。飞天茅台批价从3月下旬开始下跌，据今日酒价数据，6月18日23年散瓶飞天批价跌到2300元以下，我们认为价格下跌的主要原因有以下几个方面：①经济弱复苏背景下需求端偏弱；②供给端为了抢占市场增加投放，其中飞天茅台1季度投放进度加快，3月淡季出货量增加，并且清明节后巽风平台375ml产品开启提货，总投放20万瓶，品质接近飞天茅台，且价格具备吸引力，可能分流了部分飞天茅台的需求，导致库存增加；③经销商资金压力较去年同期大，加快了库存产品周转。在多种因素共同影响下，供需平衡打破，放大市场担忧情绪，加剧批价下行压力。近期电商平台“618”降价促销进一步加剧价格下跌，如拼多多6月14日百亿补贴53度500ml飞天茅台散瓶最新的销售价格低至2277元，已经低于某些经销商盈利的预期价位，且平台一度延迟发货导致经销商无法利用补贴从平台获利，引发经销商恐慌情绪蔓延。由于茅台具备较强金融属性，经销商囤货量较大，如果茅台价格继续下跌引发经销商大量去库存，可能会形成去库存和价格下跌的恶性循环。

虽然茅台批价存在下行压力，但我们认为有以下几个因素可能支撑茅台批价：①从上市公司角度，调节量价的工具箱足够丰富，可以及时采取针对性的稳价措施，如通过放慢飞天发货节奏，适度放宽回款进度减轻经销商压力，以及组织经销商合力稳价等措施；②从消费者角度，市场比较担忧巽风375ml对飞天茅台需求的分流和价格的压力，我们认为巽风与飞天茅台的消费客群存在一定差异，前者的兑换模式更吸引年轻消费者，而且投放量占比很低，对飞天茅台价格实际影响较小；③从宏观经济的角度，茅台金融属性的释放有赖于通胀经济环境，今年有望看到美联储降息，整个市场通缩预期会有所改善，有利于茅台金融属性的释放从而带来需求提升；④从供需角度，拉长长时间来看，茅台仍处于供需紧平衡状态，短期供需扰动影响有限。

图表34: 飞天茅台批价跟踪 (元)



资料来源: 今日酒价, 万联证券研究所

图表35: 拼多多飞天茅台团购价\_2024-6-14 (元)



资料来源: 拼多多, 万联证券研究所

### 3.1.4 白酒企业现金流较优, 分红有望逐步提升

新“国九条”强化上市公司现金分红监管, 股息率高的公司受二级市场青睐。2024年4月12日, 资本市场新“国九条”出台, 提出重视股东回报, 强化上市公司现金分红监管, 重视上市公司高质量发展。在政策引导下, 市场更加重视上市公司的现金分红表现, 股息率高的公司逐步受到二级市场青睐。

白酒企业现金流质量较高, 多数企业销售收现大于营业收入。企业分红提升的前提是具有充足的现金流和稳定的利润增长, 2023年高端酒中贵州茅台/五粮液/泸州老窖销售收现/营业收入分别达110.84%/126.51%/104.49%, 次高端酒中今世缘/水井坊/洋河股份/舍得酒业销售收现/营业收入分别达119.41%/113.78%/105.22%/103.95%, 大部分中端/大众白酒的销售收现/营业收入超过100%。此外白酒企业具有高ROE的优势, 2023年高端白酒企业ROE均超过20%。相较于其他行业板块, 白酒行业在现金流管理和分红能力方面拥有明显的优势。

白酒上市公司实际分红能力较强, 分红率仍有提升空间。从近3年分红情况来看, 20家白酒上市公司中有13家近3年累计分红/年均净利润的比例在140%以上, 部分次高端和中端/大众白酒公司分红率仍有提升空间。白酒企业具有强议价能力、充沛的现金流以及稳定的业绩增长, 实际分红能力高于其他板块, 我们认为白酒企业的分红率有望进一步提高, 从而带来资本市场吸引力的提升。

图表36: 白酒企业具备现金分红的财务基础

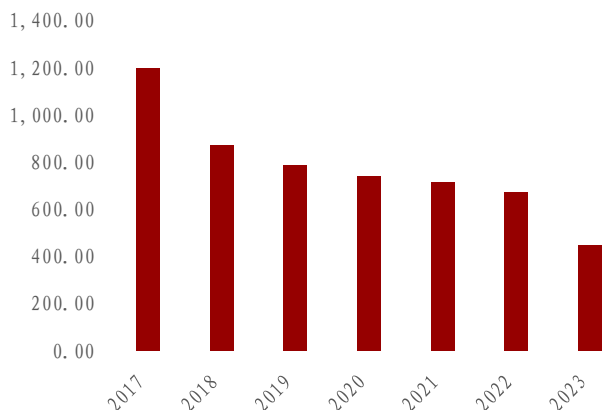
| 档次      | 公司简称   | 近3年累计分红/<br>年均利润 (%) | 营业收入<br>(亿元) | 销售收现<br>(亿元) | 销售收现/<br>营业收入<br>(%) | ROE (%) |
|---------|--------|----------------------|--------------|--------------|----------------------|---------|
| 高端白酒    | 贵州茅台   | 237.09               | 1505.60      | 1637.00      | 110.84%              | 36.18   |
|         | 五粮液    | 166.45               | 832.72       | 1053.50      | 126.51%              | 24.81   |
|         | 泸州老窖   | 180.01               | 302.33       | 315.89       | 104.49%              | 35.04   |
| 次高端白酒   | 洋河股份   | 191.52               | 331.26       | 348.54       | 105.22%              | 20.15   |
|         | 山西汾酒   | 145.65               | 319.28       | 301.31       | 94.37%               | 42.47   |
|         | 今世缘    | 113.17               | 101.00       | 120.61       | 119.41%              | 25.76   |
|         | 舍得酒业   | 94.24                | 70.81        | 73.60        | 103.95%              | 26.12   |
|         | 水井坊    | 95.75                | 49.53        | 56.36        | 113.78%              | 32.31   |
|         | 酒鬼酒    | 140.93               | 28.30        | 25.13        | 88.81%               | 13.00   |
|         | 顺鑫农业   | 18.13                | 105.93       | 105.73       | 99.81%               | -4.27   |
| 中端/大众白酒 | 古井贡酒   | 153.36               | 202.54       | 207.97       | 102.68%              | 22.92   |
|         | 口子窖    | 161.71               | 59.62        | 57.91        | 97.13%               | 18.45   |
|         | 迎驾贡酒   | 147.35               | 67.20        | 76.27        | 113.49%              | 29.97   |
|         | 老白干酒   | 140.11               | 52.57        | 58.14        | 110.59%              | 14.55   |
|         | 伊力特    | 209.43               | 22.31        | 23.06        | 103.35%              | 9.08    |
|         | 金徽酒    | 148.06               | 25.48        | 29.36        | 115.25%              | 10.16   |
|         | 金种子酒   | 0.00                 | 14.69        | 13.03        | 88.64%               | -0.87   |
|         | 天佑德酒   | 150.80               | 12.10        | 13.87        | 114.60%              | 3.21    |
|         | *ST 皇台 | 0.00                 | 1.54         | 1.72         | 111.55%              | -11.78  |

资料来源: 同花顺iFinD, Wind, 万联证券研究所

### 3.1.5 中长期存量竞争态势持续演进, 集中度不断提升

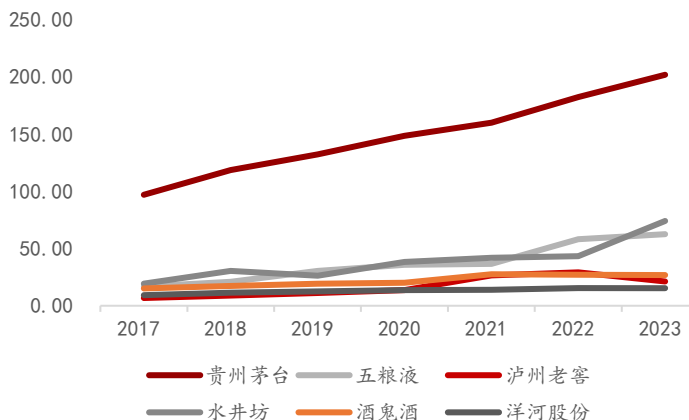
**中长期视角: 白酒行业量减价增、结构升级趋势明显。**近年来国内白酒产量呈明显的下降趋势, 2023年白酒产量为449.20万千升, 较2017年的1198.1万千升下降了62.51%。产量下降的同时, 行业进入品质提升和优胜劣汰的发展阶段, 白酒高端化趋势明显, 白酒消费趋势发生“由量到质”的转变。在此期间, 贵州茅台/五粮液/泸州老窖通过提价和产品结构的优化调整, 2018-2023年的吨价年复合增速分别达到11.24%/24.49%/18.85%。目前, 我国的白酒消费结构处于存量市场竞争阶段, 行业集中度不断提升, 品牌化、品质化发展趋势愈加明显。消费者对于酒类品质的要求越来越高, “少喝酒、喝好酒”的理念深入人心, 贵州茅台、五粮液等头部酒企不断扩产年份酒、老酒等优质产能, 而没有品牌特色、品质特色的酒企产能严重过剩, 产量逐年下降。

图表37: 近年来白酒产量下滑 (万千升)



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

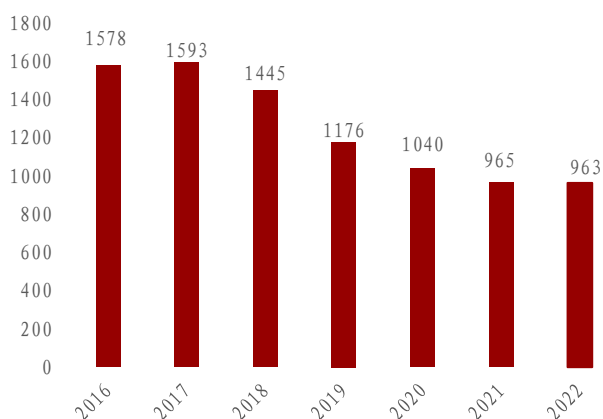
图表38: 主流酒企吨价持续提升 (万元/吨)



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

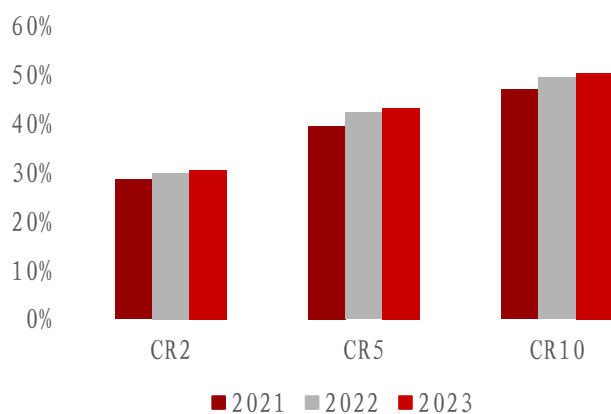
**展望未来: 高端白酒寡头垄断格局稳固, 次高端和中端/大众白酒分化加剧, 行业集中度有望进一步提升。** 优质白酒品牌不仅代表酿造高品质, 更是消费者对品牌历史、地位及价格定位的认同感体现。消费升级与品牌意识提升使知名酒企品牌价值凸显, 消费者愿为品质保证的品牌支付更高溢价。优质品牌酒企通过提升营销与管理能力主导价格升级, 加剧行业分化, 头部白酒企业市场份额攀升, 中小企业受挤压, 白酒企业数量减少。根据国家统计局数据, 规模以上白酒企业从2017年的1593家降至2022年的963家, 降幅达39%。以销售收入数据看, 茅台、五粮液近三年营收持续上升, 占上市白酒板块营收比例持续扩大, 从2021年的28.58%提升到2023年的30.54%, 白酒行业集中度进一步提升。我们认为, 高端白酒护城河较深, 其他品牌跻身高端酒之列的难度很大, 行业寡头垄断格局较为稳固, 高端白酒具备奢侈品属性, 供需格局偏紧, 具备向上提价能力; 次高端、中端/大众白酒竞争相对更加激烈, 分化也会加剧, 竞争格局变化的不确定性更强, 具备优势的企业有望抢占更多市场份额。

图表39: 规模以上白酒企业数量持续下降 (家)



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图表40: 我国白酒市场集中度进一步提高



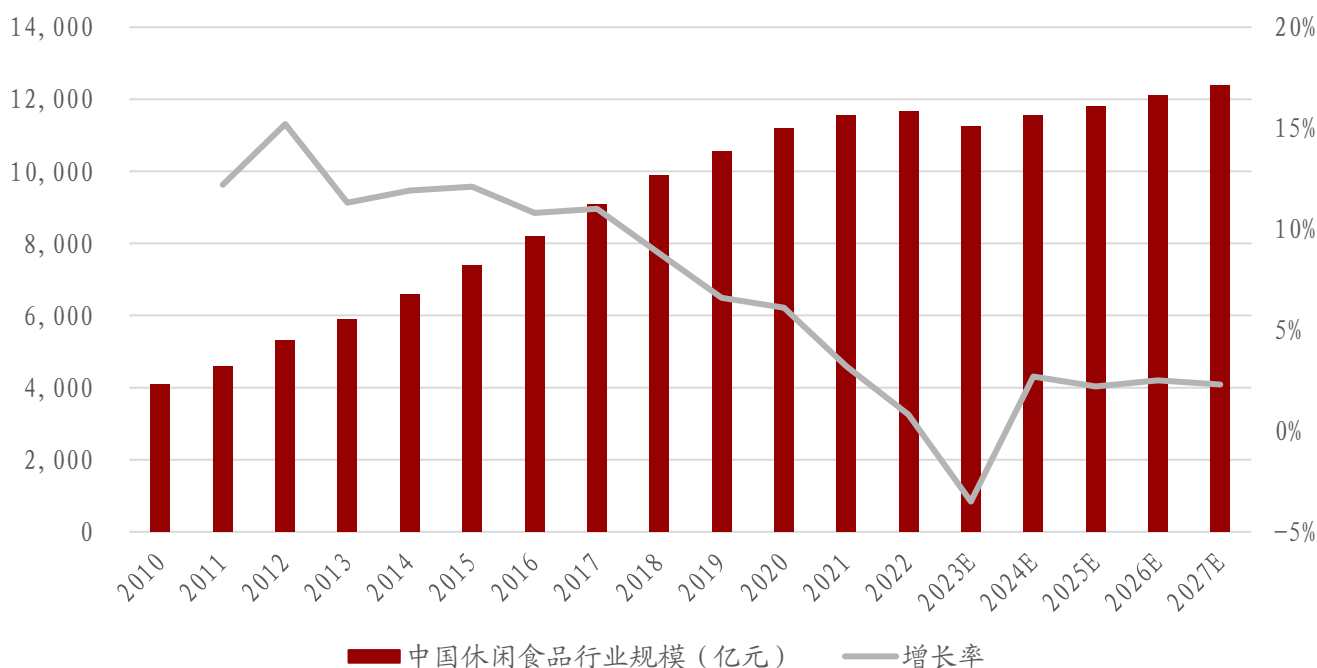
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

## 3.2 卷性价比之零食：量贩模式推高行业景气度，有效提升零食企业竞争力

### 3.2.1 休闲零食市场规模稳步扩大

我国休闲零食行业市场广阔，市场规模已突破万亿元。随着居民消费水平的提升，我国居民休闲娱乐支出占比逐步提升，人们对休闲零食的需求逐年增加。休闲零食具有覆盖人群广泛、消费场景多样、用户生命周期长久、客单价相对较低以及消费频次较高等优势，其具备的这些优势助推休闲食品行业的稳步发展。根据艾媒咨询数据显示，我国休闲零食的市场规模由2010年的4100亿元增长至2022年的11,654亿元，年复合增长率为9.10%。根据艾媒咨询的预测，我国休闲零食行业市场规模有望在2027年达到12,378亿元。

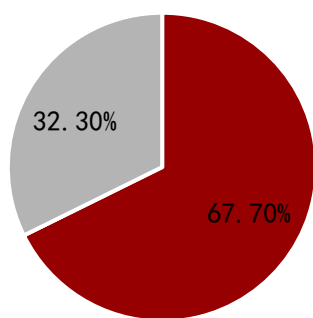
图表41：我国休闲零食行业市场规模



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

**休闲零食消费者更受女性和青年群体的青睐。**随着社会的快速发展和人们生活节奏的加快，休闲零食以其方便、快捷、美味的特点，成为了年轻人日常生活中不可或缺的一部分。休闲零食作为典型的悦己消费，消费群体呈现出明显的特点。根据艾媒咨询调研数据显示，2023年我国休闲零食的消费者中，女性消费者占比高达67.7%，是男性消费者的两倍；休闲零食的消费者年龄集中在22-40岁，占比高达85.30%，青年群体是休闲零食消费的主力军；休闲食品消费者所在线城市分布较均匀，一线/二线/三线/四线休闲零食消费者占比分别为24.7%/26.8%/21.9%/26.6%；休闲零食消费者月收入集中在5,000-15,000元，占比超70%。随着消费力的逐步修复，未来休闲零食的消费需求有望进一步释放。同时，随着消费者对于健康和营养的关注度不断提升，休闲零食市场也将迎来更多的创新和变革。

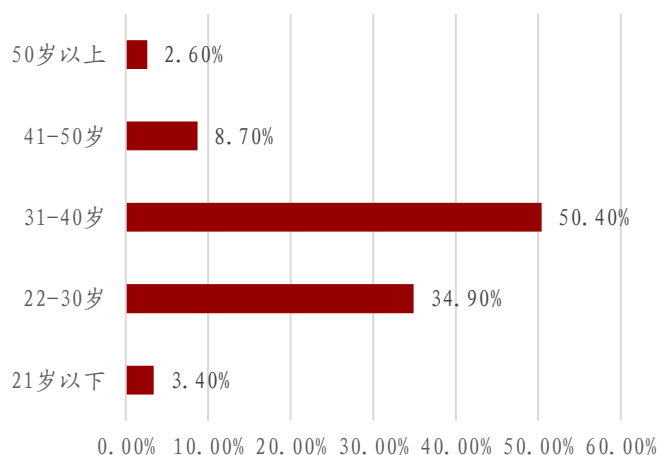
图表42: 休闲食品消费者性别分布



■ 女性 ■ 男性

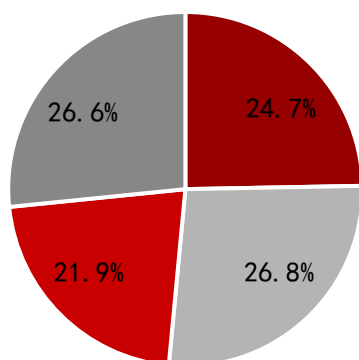
资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

图表43: 休闲食品消费者年龄分布



资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

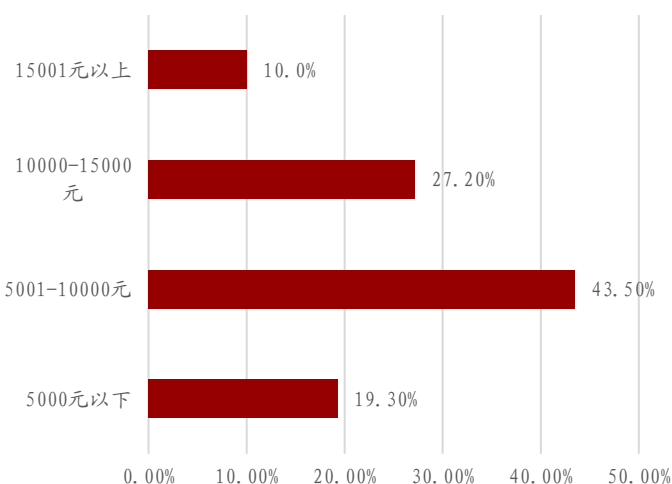
图表44: 休闲食品消费者线级城市分布



■ 一线城市 ■ 二线城市 ■ 三线城市 ■ 四线城市

资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

图表45: 休闲食品消费者月薪分布

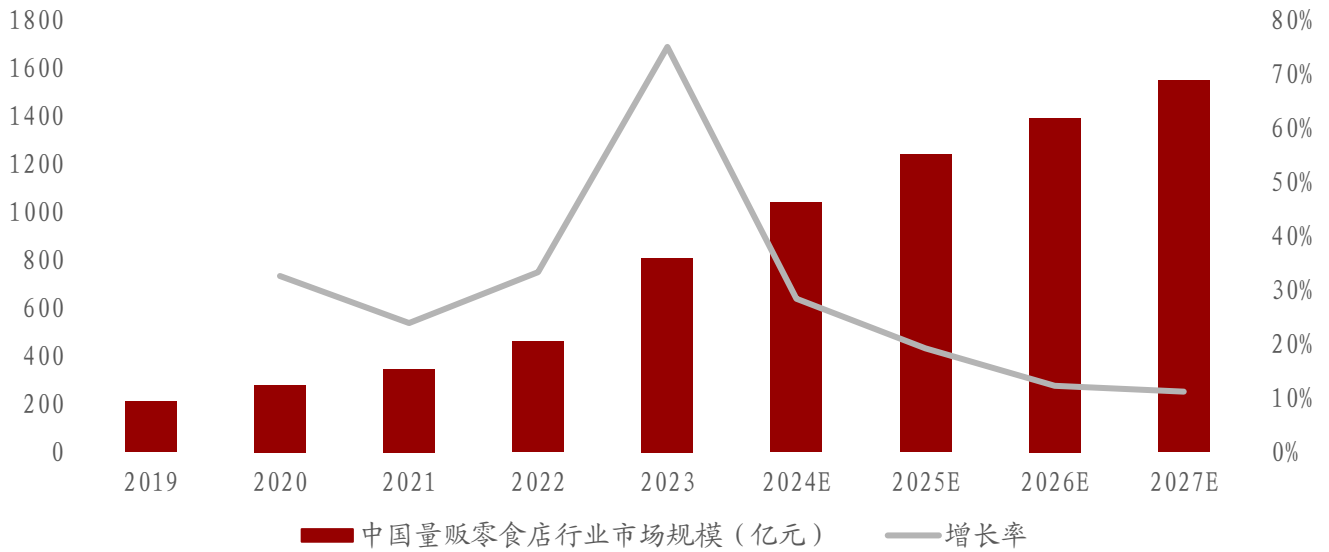


资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

### 3.2.2 零食量贩模式兴起, 高性价比赢得青睐

**量贩零食店兴起, 扩店速度迅猛。**量贩零食是一种以散称为主的零售业态, 通过加盟扩张形成规模优势后, 在上游压缩采购环节降低成本, 以在下游实现更低售价, 其增长速度在当下消费市场的低迷态势中显得突出。根据艾媒咨询的数据显示, 我国量贩零食店行业市场规模由2019年的211亿元增长至2023年809亿元, 年均复合增长率高达39.93%。预计在2027年量贩零食店的市场规模达到1547亿元。据艾媒咨询数据显示, 2023年我国量贩零食店数量突破2万家, 其中零食很忙、好想来门店数突破4000家。

图表46: 我国量贩零食店行业市场规模



资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

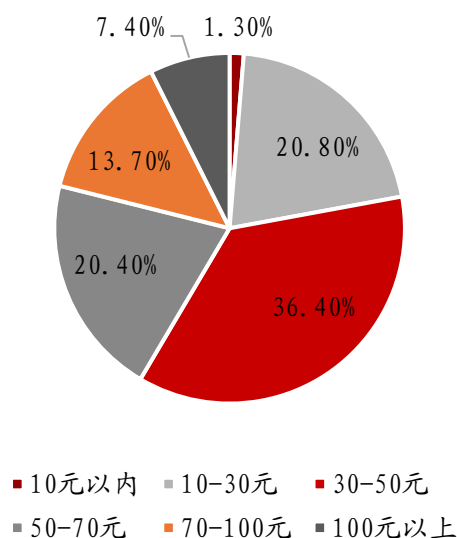
图表47: 2023年中国零食集合店品牌门店数量排行榜TOP10

| 序号 | 品牌名称  | 所属企业             | 门店数量  |
|----|-------|------------------|-------|
| 1  | 零食很忙  | 湖南零食很忙商业连锁有限公司   | 4000+ |
| 2  | 好想来   | 福建万辰生物科技集团股份有限公司 | 4000+ |
| 3  | 赵一鸣零食 | 宜春市赵一鸣商贸有限公司     | 2500+ |
| 4  | 零食有鸣  | 成都零食有鸣商业管理有限公司   | 2000+ |
| 5  | 爱零食   | 湖南爱零食科技有限公司      | 1400+ |
| 6  | 糖巢    | 厦门坤旺达商贸有限公司      | 1400+ |
| 7  | 零食优选  | 长沙臻优选食品经营有限公司    | 1300+ |
| 8  | 戴永红   | 湖南省戴永红商业连锁有限公司   | 1000+ |
| 9  | 老婆大人  | 南京万权商业管理有限公司     | 1000+ |
| 10 | 零食舱   | 广东蜜食日记食品科技有限公司   | 600+  |

资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

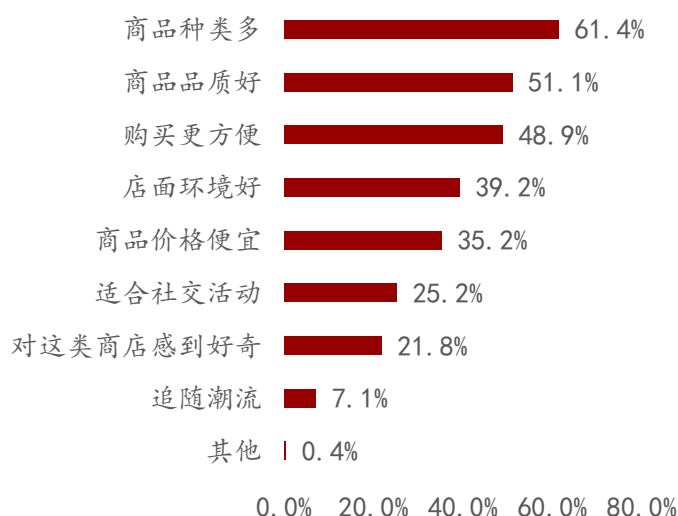
量贩零食店具备“多快好省”的优势, 成功“出圈”。根据艾媒咨询的数据显示, 消费者单次购买休闲零食的金额主要集中在10-70元, 占比达77.60%。表明消费者在购买零食时更倾向于多次购买、少量囤积以满足日常的零食需求。“商品种类多”、“商品品质好”、“购物更方便”是消费者去量贩零食店购买零食的主要原因。量贩零食店能够基本满足休闲零食消费者的基本需求, 量贩零食店以其“多快好省”的优势吸引更多的消费者。

图表48: 2023年中国消费者单次购买休闲食品金额



资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

图表49: 2023年中国消费者选择去零食集合店购物的原因



资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

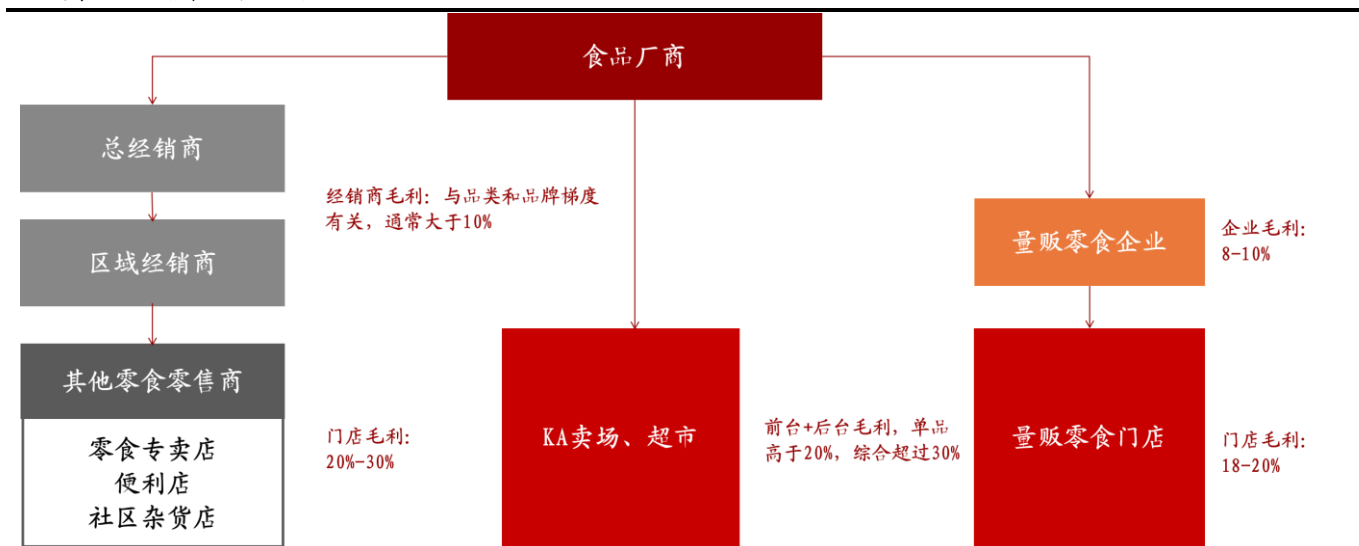
量贩零食具备“多”、“快”、“省”三个方面的优势。在传统的经销模式下，零食产品从厂商到终端消费者的传递过程中，需经过总经销商、区域经销商、零售商等多个层级，每经过一个层级，价格便会有所增加，进而推高了零售价格。此外，在以往零食产品集中销售的商超中，品牌方还需要支付进场费、通道费和促销费等费用，进一步提高商品的销售价格。而量贩零食模式则采用了工厂直供的方式，实现了“总仓对总仓”的高效物流配送，有效减少了中间环节，降低了成本。同时，通过大规模铺设终端门店，增强了与上游供应商的议价能力，从而实现了零售行业所追求的“多”、“快”、“省”三个方面的优势。

①量贩零食店“多”的优势体现在门店产品品类的丰富性上，根据欧睿数据显示，零食很忙和赵一鸣零食的SKU超过2000个，并且每月会进行商品的更新和调整。其他量贩零食店的SKU也超过1500个，相比传统的小型便利店，更能满足消费者多样化的需求。

②“快”则体现在门店选址上，量贩零食店大多位于社区附近，便于满足周边居民的零食消费需求，提升购物便利性；

③“省”则体现在价格上，量贩零食渠道主打极致性价比，量贩零食店通常以低价水、饮料和包装零食作为引流产品，这些引流产品的价格通常较普通商超的产品价格低20-50%，极致的性价比吸引更多的消费者。

图表50: 零食供应路径



资料来源：欧睿，万联证券研究所

图表51: 量贩零食店SKU情况

|          | SKU 占比 | 选品上新                                  |
|----------|--------|---------------------------------------|
| 万辰旗下零食品牌 | ~1,600 | 月度更新 100-150 个 SKU                    |
| 零食很忙     | ~2,000 | 与各品类商品的领先厂商合作，每月 3-5 次上新/商品调整         |
| 零食有鸣     | 1,500+ | 无公开信息披露                               |
| 赵一鸣      | ~2,000 | 与百大厂企合作，每月更新 100+新品                   |
| 零食优选     | ~1,500 | 与优质食品厂商合作推新                           |
| 邻食魔法     | ~1,500 | 每月上新 100-150 个 SKU，涵盖进口零食、网红爆品和地方特色零食 |

资料来源：艾媒咨询，万联证券研究所

图表52: 零食店与商超零售价格对比

| 细分品类 | 产品名称        | 规格    | 商超参考价格 (元) | 量贩零食店参考价 (元) | 下降幅度 |
|------|-------------|-------|------------|--------------|------|
| 水或饮料 | 农夫山泉        | 550ml | 2.00       | 1.20         | -40% |
|      | 怡宝          | 555ml | 2          | 1.20         | -40% |
|      | 今麦郎纯净水      | 550ml | 2          | 0.8          | -60% |
|      | 经典可口可乐 (瓶装) | 500ml | 3          | 2.4          | -20% |
| 零食   | 炫迈无糖口香糖     | 56g   | 12.8       | 8.9          | -30% |
|      | 旺旺小小酥       | 60g   | 4.5        | 3.5          | -22% |
|      | 好丽友好有趣      | 83g   | 7.5        | 4.9          | -35% |
|      | 奥利奥夹心饼干     | 97g   | 8.5        | 4.8          | -44% |

资料来源：量贩零食网店，万联证券研究所

量贩零食店的成功吸引零食企业与其进行合作，且有效提升了零食企业业绩。盐津铺子在2021年开始与量贩零食店合作，并在2023年12月，出资3.5亿元入股了零食很忙，持有其3.32%股权，2022年后甘源食品、劲仔食品、洽洽食品等零食企业积极开拓量

贩渠道，与量贩零食店进行合作。量贩零食店的兴起，倒逼对流量敏感的零食企业进行改革，包括强化供应链、品类聚焦、提升管理效率等方式降低成本，从而提升了企业竞争力和盈利能力。分析上市零食企业的业绩情况，大多数与量贩零食店合作并积极变革的企业业绩表现亮眼。2022-2023年盐津铺子营收增速与归母净利润增速均超过20%，其中2022年盐津铺子归母净利润增速由负转正。好想你、甘源食品和劲仔食品的业绩表现同样亮眼。

**预计短期量贩零食将继续推高零食行业景气度，长期此轮渠道变革将有效提升零食企业自身的竞争力。**当前量贩零食店仍处于快速扩张中，预计未来三年量贩零食销售规模仍有翻倍空间，将继续推高零食行业景气度，提升零食企业的经营业绩。长期来看，此轮由量贩零食店引发的零食渠道变革，成为零食企业重新洗牌的机会，将倒逼零食企业积极变革供应链和产品、品牌、营销策略，在采购、生产、物流、管理等各个环节进行优化升级，将有效提升零食企业自身的竞争力，在此轮变革中表现优秀的零食企业将具备更加长远的发展前景。

图表53: 零食企业与量贩零食店合作情况

| 公司   | 合作情况                                                                           |
|------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 盐津铺子 | 2021年开始与量贩零食店合作，2023年12月，盐津铺子出资3.5亿元入股了零食很忙，持有其3.32%股权，并与零食很忙集团达成战略合作。         |
| 甘源食品 | 2022年起布局量贩渠道，与头部品牌合作SKU数10+个。                                                  |
| 劲仔食品 | 2022年起布局，在符合双方利益基础上稳健推进合作目前覆盖超100家量贩系统的2万+门店。                                  |
| 洽洽食品 | 2023年，洽洽食品加快推进量贩零食店的拓展，目前其在该渠道合作的有零食很忙、赵一鸣、零食有鸣、好想来等，合作产品包括葵花籽品类、坚果品类和休闲食品品类。  |
| 好想你  | 2023年5月起开放合作，12月出资7亿战略入股零食很忙。                                                  |
| 卫龙   | 2023年7月起在维护好全渠道价盘基础上快速导入，7月-10月合计销售149万箱，目前已与大量量贩建立合作关系。                       |
| 三只松鼠 | 2024年1月，三只松鼠的四款坚果产品上架零食很忙、赵一鸣零食等店铺，并表示与量贩零食的合作后期将逐步扩大品类并延伸至其他零售量贩店，甚至也可能会渠道专供。 |

资料来源：投资者关系记录，万联证券研究所

图表54: 零食企业2021-2024Q1营收和增速情况

| 股票代码      | 公司简称 | 2021年        |         | 2022年        |         | 2023年        |         | 2024Q1       |         |
|-----------|------|--------------|---------|--------------|---------|--------------|---------|--------------|---------|
|           |      | 营业收入<br>(亿元) | yoy (%) | 营业收入<br>(亿元) | yoy (%) | 营业收入<br>(亿元) | yoy (%) | 营业收入<br>(亿元) | yoy (%) |
| 002557.SZ | 洽洽食品 | 59.85        | 13.15   | 68.83        | 15.01   | 68.06        | (1.13)  | 18.22        | 36.39   |
| 002582.SZ | 好想你  | 12.81        | (57.32) | 14.00        | 9.32    | 17.28        | 23.40   | 4.94         | 19.05   |
| 002847.SZ | 盐津铺子 | 22.82        | 16.47   | 28.94        | 26.83   | 41.15        | 42.22   | 12.23        | 37.00   |
| 002991.SZ | 甘源食品 | 12.94        | 10.38   | 14.51        | 12.11   | 18.48        | 27.36   | 5.86         | 49.75   |
| 003000.SZ | 劲仔食品 | 11.11        | 22.21   | 14.62        | 31.59   | 20.65        | 41.26   | 5.40         | 23.58   |
| 300783.SZ | 三只松鼠 | 97.70        | (0.24)  | 72.93        | (25.35) | 71.15        | (2.45)  | 36.46        | 91.83   |
| 603697.SH | 有友食品 | 12.20        | 11.62   | 10.24        | (16.01) | 9.66         | (5.68)  | 2.75         | 17.96   |
| 603719.SH | 良品铺子 | 93.24        | 18.11   | 94.40        | 1.24    | 80.46        | (14.76) | 24.51        | 2.79    |
| 603777.SH | 来伊份  | 41.72        | 3.63    | 43.82        | 5.03    | 39.77        | (9.25)  | 10.61        | (12.47) |

|           |     |       |      |       |         |       |         |      |         |
|-----------|-----|-------|------|-------|---------|-------|---------|------|---------|
| 000716.SZ | 黑芝麻 | 40.25 | 4.79 | 30.16 | (25.07) | 26.77 | (11.25) | 4.59 | (25.70) |
|-----------|-----|-------|------|-------|---------|-------|---------|------|---------|

资料来源：同花顺 iFind，万联证券研究所

图表55：零食企业2021-2024Q1归母净利润和增速情况

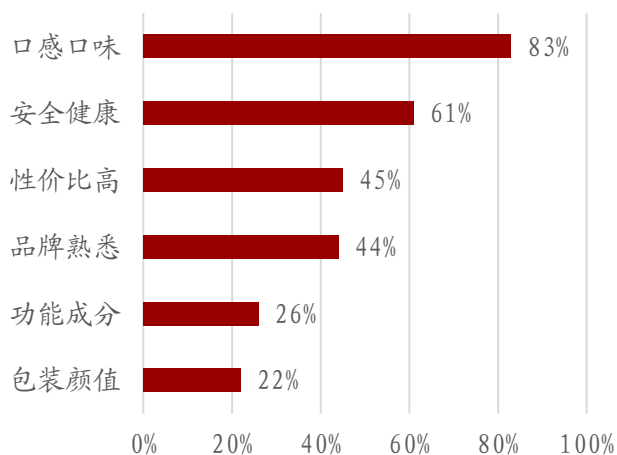
| 股票代码      | 公司简称 | 2021 年            |           | 2022 年            |          | 2023 年            |         | 2024Q1            |         |
|-----------|------|-------------------|-----------|-------------------|----------|-------------------|---------|-------------------|---------|
|           |      | 归母净<br>利润<br>(亿元) | yoy (%)   | 归母净<br>利润<br>(亿元) | yoy (%)  | 归母净<br>利润<br>(亿元) | yoy (%) | 归母净<br>利润<br>(亿元) | yoy (%) |
| 002557.SZ | 洽洽食品 | 9.29              | 15.95     | 9.76              | 6.07     | 8.03              | (16.25) | 2.40              | 55.80   |
| 002582.SZ | 好想你  | 0.62              | 78.70     | -1.90             | (734.92) | -0.52             | 72.07   | 0.13              | 258.63  |
| 002847.SZ | 盐津铺子 | 1.51              | (51.73)   | 3.01              | 201.47   | 5.06              | 72.84   | 1.60              | 40.08   |
| 002991.SZ | 甘源食品 | 1.54              | (14.90)   | 1.58              | 16.16    | 3.29              | 96.76   | 0.91              | 68.54   |
| 003000.SZ | 劲仔食品 | 0.85              | 0.97      | 1.25              | 50.54    | 2.10              | 64.49   | 0.74              | 77.45   |
| 300783.SZ | 三只松鼠 | 4.11              | 30.69     | 1.29              | (87.33)  | 2.20              | 148.72  | 3.08              | 92.84   |
| 603697.SH | 有友食品 | 2.20              | (9.08)    | 1.54              | (18.44)  | 1.16              | (36.84) | 0.43              | (10.42) |
| 603719.SH | 良品铺子 | 2.82              | (25.15)   | 3.35              | 1.46     | 1.80              | (68.82) | 0.62              | (48.69) |
| 603777.SH | 来伊份  | 0.31              | 37.37     | 1.02              | 191.27   | 0.57              | (80.43) | 0.61              | (24.91) |
| 000716.SZ | 黑芝麻  | -1.09             | (1509.96) | -1.40             | (46.14)  | 0.43              | 122.16  | 0.03              | (60.07) |

资料来源：同花顺 iFind，万联证券研究所

### 3.2.3 消费者对健康零食的需求提升

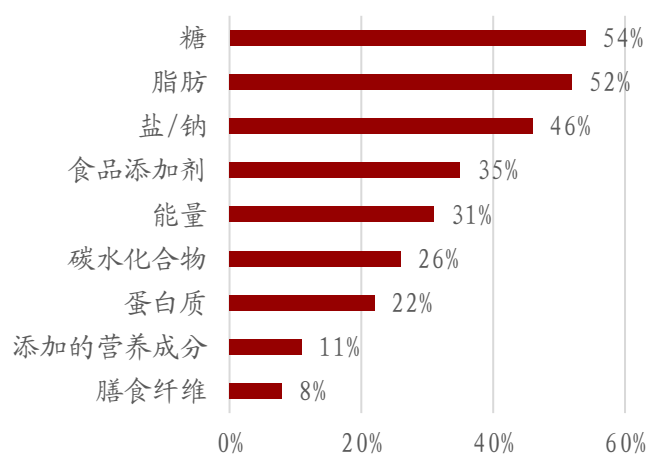
休闲零食市场面临健康化趋势。随着居民消费水平的提高，消费者对于健康和营养的关注度也在不断提升，根据第一财经商业数据中心（CBNData）的调研数据显示，消费者在购买零食时除关注零食的口感口味外，还注重休闲零食是否安全健康。根据丁香医生的调研报告显示，关注休闲零食成分表的消费者中超过50%的消费者会主要关注休闲零食的含糖量和含脂肪量。

图表56：2022年休闲零食主要关注点



资料来源：CBNData，万联证券研究所

图表57：2021年对于成分表/配料表的关注指标



资料来源：丁香医生，万联证券研究所

豆制品、坚果炒货与果脯果干自带健康属性受消费者青睐。根据专家们的评估，休闲零食品类中，豆制品类、坚果炒货和果脯果干因其自身具备的健康属性，能够更好地满足消费者对健康饮食的需求。在如今健康意识日益提升的社会背景下，这些零食正逐渐受到广大消费者的青睐。除了以上三类健康属性较强的休闲零食外，膨化食品、烘焙糕点、糖果巧克力和熟卤制品等也可通过改进工艺和配方，向健康方向进行创新。随着消费者对健康饮食的需求不断提高，休闲零食商家可以往研发健康零食方向不断创新，推出更多健康的休闲零食，满足消费者的多样化需求。

图表58：休闲零食健康成分和健康创新趋势

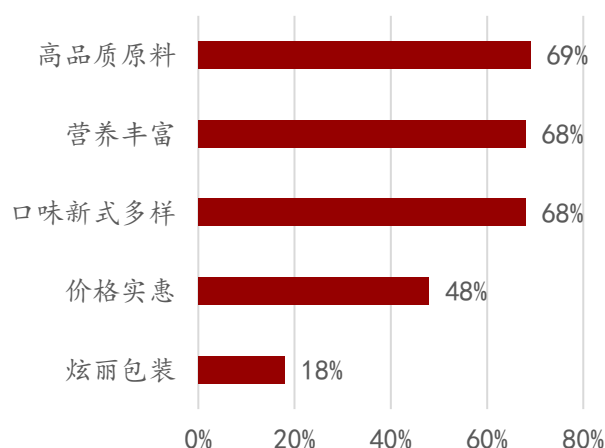
|       | 健康成分               | 健康创新趋势                                                                                    |
|-------|--------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|
| 豆制品类  | 豆类为膳食宝塔推荐、天然具备健康属性 | <ul style="list-style-type: none"> <li>人造肉</li> <li>大豆牛奶双蛋白产品</li> <li>蛋白肽类</li> </ul>    |
| 坚果炒货  | 蛋白质、油脂、矿物质、维生素     | <ul style="list-style-type: none"> <li>有机</li> <li>保留原生完整食材、原有营养</li> </ul>               |
| 果脯果干  | 蔬菜水果的天然营养          | <ul style="list-style-type: none"> <li>低温干燥工艺</li> <li>低糖、低钠</li> </ul>                   |
| 膨化食品  | /                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>原料向杂粮转化、增加杂粮适口度</li> <li>采用微膨化工艺，减少营养损失</li> </ul> |
| 烘焙糕点  | /                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>应用全麦粉和杂粮粉</li> <li>应用天然甜味剂，降低白砂糖使用量</li> </ul>     |
| 糖果巧克力 | /                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>推广可可含量70%以上黑巧克力</li> <li>推广果冻、替代糖果</li> </ul>      |
| 熟卤制品类 | 高蛋白                | <ul style="list-style-type: none"> <li>n-3脂肪酸肉制品，如蛋类、亚麻籽为饲料的动物肉</li> </ul>                |

资料来源：丁香医生，万联证券研究所

**健康与安全成为消费者对坚果零食和果干蜜饯的首要关注点。**基于消费者对健康零食的诉求，坚果零食被越来越多的消费者的青睐。根据CBNData的调研数据显示，消费者购买坚果时，超过60%的消费者关注坚果零食是否采用高品质原料、营养是否丰富以及口味是否新式多样，表明消费者主要关注坚果零食是否安全与健康。此外，消费者主要通过观察坚果是否零添加或少添加、坚果的外观是否具有纯正的色泽以及坚果的原产地是否来自自然资源更具优势的地区来判断坚果的品质。因此，零食企业应当注重产品的品质和安全，以满足消费者的需求；同时还需要关注市场趋势和消费者需求的变化，不断创新口味和营养配方，为消费者提供更加多样化、个性化的产品选择。

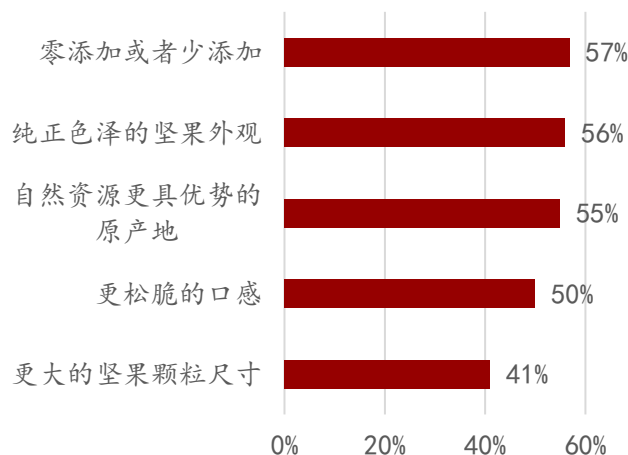
**果干蜜饯具有天然的蔬果营养的优势同样受到消费者的青睐。**根据CBNData的调研数据显示，消费者对传统果干蜜饯在营养价值和口感方面的升级，消费者对果干蜜饯技术升级的关注还聚焦于无化学成分添加及原料品质的提升。随着消费者对食品安全与健康意识的提升，食品中是否添加了化学成分以及这些成分对人体健康的影响也受到更多的关注。因此，零食厂商可以通过改进果干蜜饯的制作工艺，选用优质原料生产果干蜜饯产品以吸引消费者的关注。随着技术的不断进步与消费者需求的持续变化以及生产厂商的技术工艺的改进，未来果干蜜饯市场有望进一步开拓。

图表59: 消费者对坚果零食的主要关注点



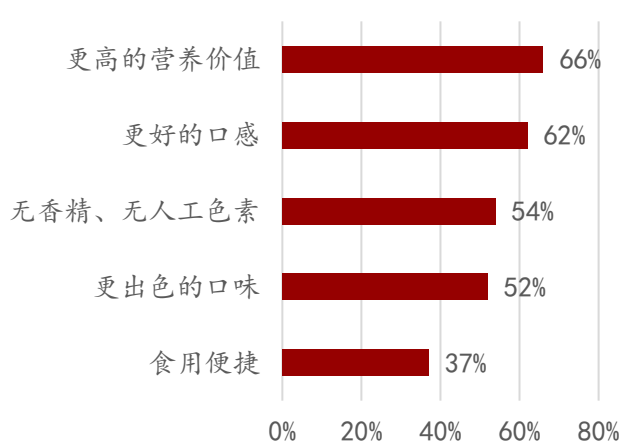
资料来源: CBNDdata, 万联证券研究所

图表60: 消费者判别坚果品质的主要维度



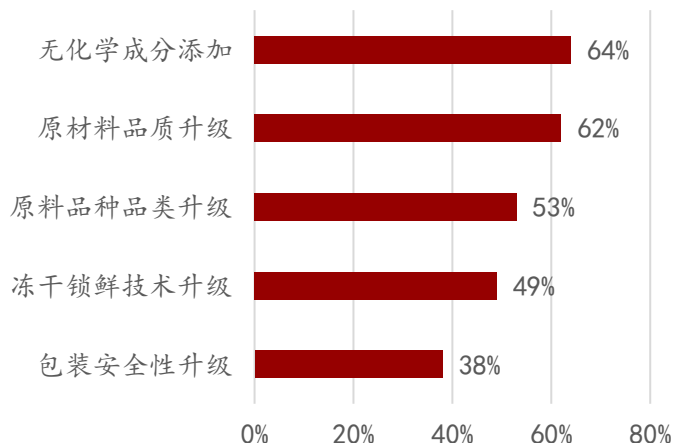
资料来源: CBNDdata, 万联证券研究所

图表61: 消费者对传统果干蜜饯升级方向偏好



资料来源: CBNDdata, 万联证券研究所

图表62: 消费者对果干蜜饯技术升级关注点



资料来源: CBNDdata, 万联证券研究所

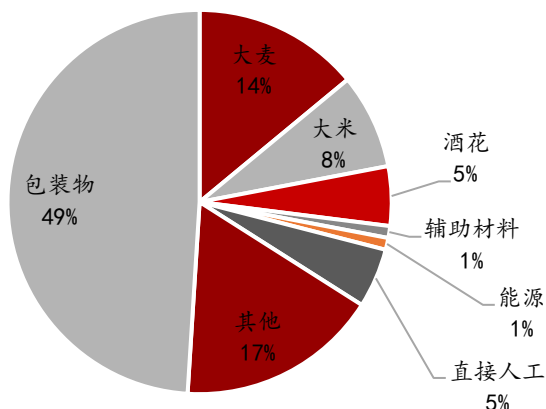
### 3.3 降成本之啤酒、乳制品、调味品

#### 3.3.1 啤酒: 原料价格下降提升盈利能力, 高端化趋势延续

##### 3.3.1.1 原材料叠加包材价格下降, 成本压力有望缓解

啤酒企业包装材料及原材料成本在总成本中的占比超过75%。根据智研咨询统计的数据, 包装物/原材料/其他材料在啤酒生产成本中分别占据49%/27%/24%, 包装材料及原材料是啤酒最主要的生产成本。我国啤酒企业多从国内采购生产所需的包装材料, 成本变动主要受国内玻璃瓶、易拉罐及瓦楞纸等价格的影响。啤酒企业整体向上议价能力较弱, 对主要包装材料的价格波动较为敏感, 包装材料价格的频繁波动会给啤酒企业带来成本压力。

图表63: 啤酒生产成本构成

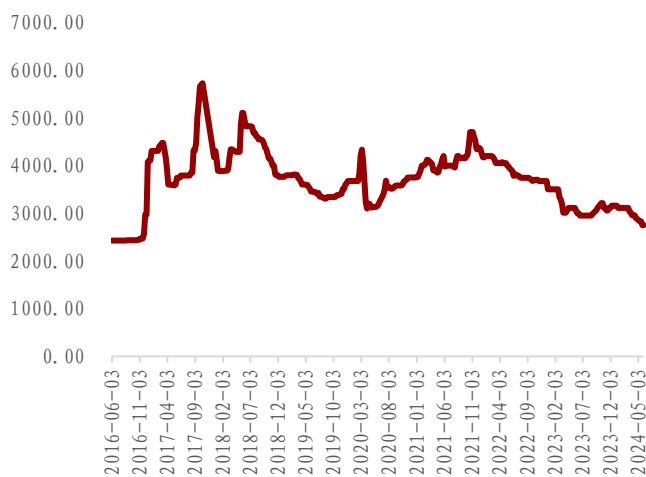


资料来源: 智研咨询, 万联证券研究所

### 包装材料

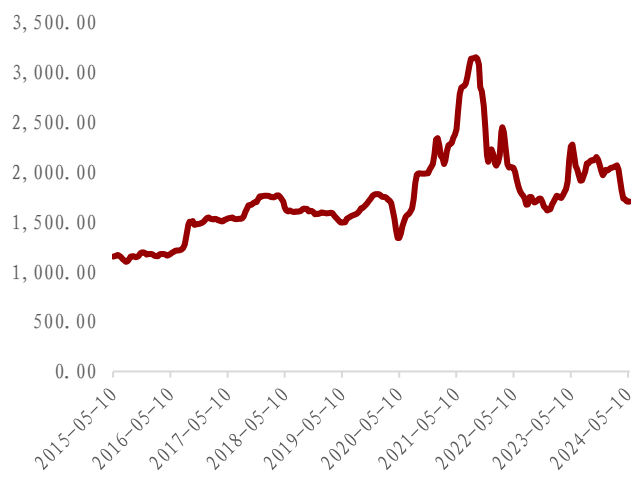
2024年纸箱、玻璃价格回落, 啤酒企业包材成本压力有望缓解。啤酒企业一般采取季度、半年或一年滚动的方式和上游企业签订协议锁定成本。2023年以来我国瓦楞纸价格延续下降趋势, 截止2024年5月31日出厂价约2750元/吨, 同比下降8.33%; 自2024年以来, 玻璃价格震荡下行; 2023年以来, 易拉罐价格和铝价保持稳定。

图表64: 瓦楞纸出厂价 (元/吨)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

图表65: 中国平板玻璃市场价 (元/吨)



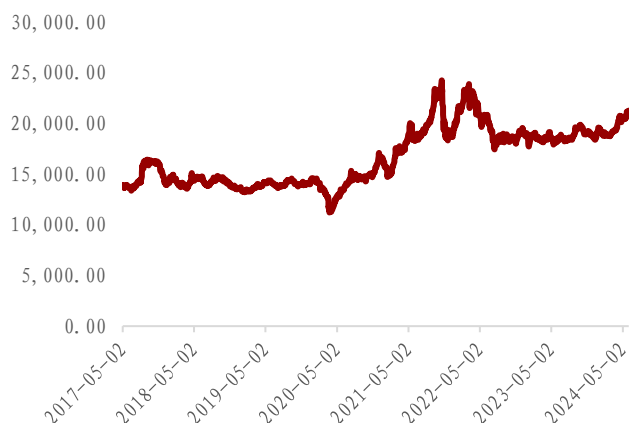
资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

图表66: 打包易拉罐平均价(元/吨, 不含税)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

图表67: 铝价 (元/吨)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

### ➤ 原材料

大麦进口价格自2020年下半年持续走高, 2023年自高点连续回落。近年来大麦价格受外部因素影响明显, 全球大麦价格持续上涨推动中国大麦进口价格随之增长, 2022年在俄乌冲突、法国大旱等原因的影响下, 全球大麦价格涨至历史高位, 进口均价从2020年下半年的220美元左右/吨提升至2022年底的410美元/吨, 达到阶段性高点, 啤酒企业成本压力较大。2023年国内大麦进口价格自高点连续回落, 2024年4月进口均价为272.52美元/吨, 当月同比下降26.78%。

图表68: 中国大麦进口平均单价 (美元/吨)

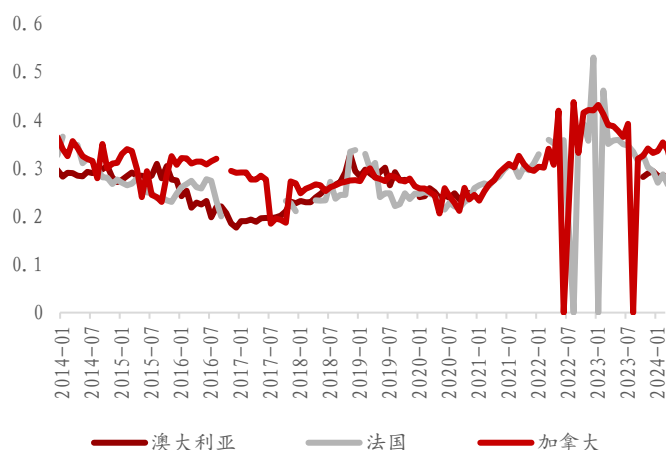


资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

2023年8月起澳麦“双反”政策取消, 啤酒企业原料成本有望进一步降低。2023年8月4日, 商务部发布《关于原产于澳大利亚的进口大麦所适用反倾销措施和反补贴措施复审裁定的公告》显示, 鉴于中国大麦市场情况发生变化, 对原产于澳大利亚的进口大麦继续征收反倾销税和反补贴税已无必要, 自2023年8月5日起, 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。对比历史大麦进口价格, 澳大利亚大麦整体价格水平较其他国家更低, 而短期内乌克兰大麦受战争因素影响价格或仍处于高

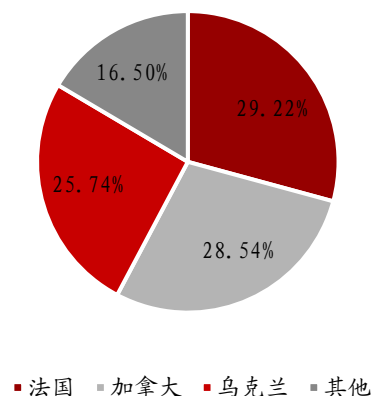
位。此外，从澳大利亚到中国的路途时间较欧洲、南美国家更短，运输成本方面具有优势。从啤酒厂商的原材料采购模式看，中国啤酒企业一般于年底签订协议锁定次年的大麦价格，因此此次终止对澳大利亚大麦的“双反”税收政策，2024年啤酒企业的原料成本有望进一步下降。

图表69: 澳麦价格更具优势（美元/千克）



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表70: 2021年实施“双反”政策后中国大麦主要进口国来源地占比



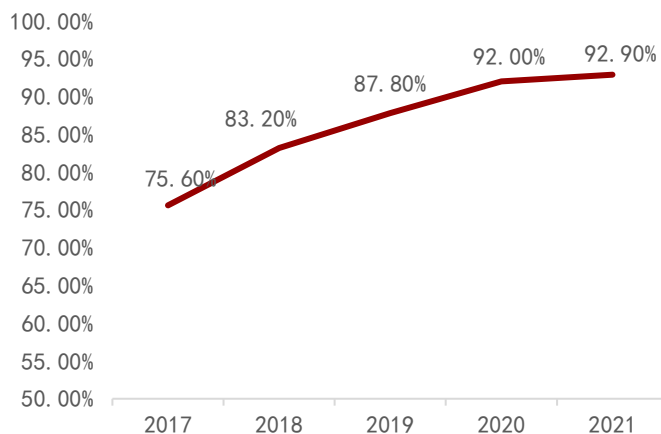
资料来源: 海关总署, 万联证券研究所

### 3.3.1.2 市占率提升空间不大，产品结构升级是发展趋势

啤酒产量呈下降趋势，行业进入存量竞争。2013年以前，啤酒行业处于增量时代，我国啤酒产销量稳健增长。自1978年改革开放政策实施以来，中国啤酒行业开始快速发展，经过40余年的快速扩张期后，国内啤酒产量在2013年达到顶峰4982.79万千升，此后持续回落，消费量也在2013年前后达到顶峰后逐年下滑。2013年之后，啤酒行业进入存量发展期，从“量增”到“质升”换轨明显，整体产量开始缓慢下滑，2022年我国啤酒产量3568.7万千升，较2013年减少28.38%。

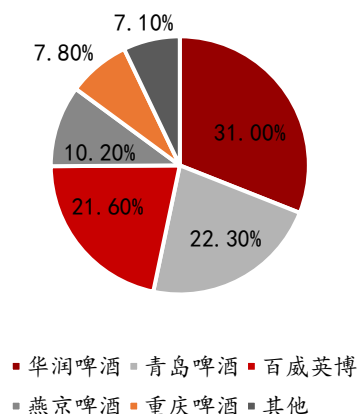
啤酒行业行业集中度持续提高，五大龙头格局保持稳定。近年来，我国啤酒行业集中度稳步提升，2017年我国啤酒行业CR5仅为75.6%，至2021年CR5升至92.9%，五大啤酒龙头的市场份额已占据九成以上，其中华润啤酒/青岛啤酒/百威英博/燕京啤酒/重庆啤酒市占率分别为31.0%/22.3%/21.6%/10.2%/7.8%。整体来看，我国啤酒行业格局稳定，啤酒龙头凭借其长期积累下的品牌、产品、规模、渠道、技术等优势，逐步挤压中小酒企的生存空间，中小酒企产能或将进一步出清，啤酒行业集中度预计将会进一步提升，但提升幅度可能放缓。

图表71: 2017-2021年中国啤酒行业CR5集中度



资料来源: 头豹研究院, 万联证券研究所

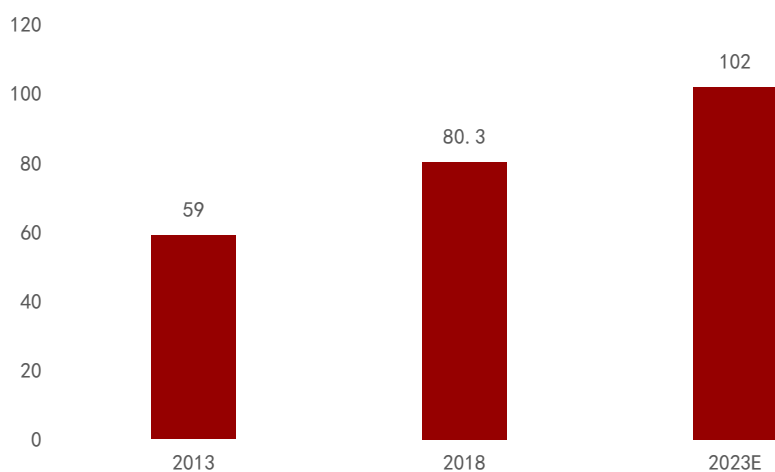
图表72: 2021年中国啤酒行业市场份额分布



资料来源: 头豹研究院, 万联证券研究所

在存量竞争背景下, 高端啤酒消费量稳步增长。自2013年以来, 我国高端啤酒消费量逐年递增。根据Global Data统计的数据, 2013年我国高端啤酒消费量为59亿升, 2018年增加至80.3亿升, 预计2023年将增加至102亿升, 2013-2023年CAGR为5.63%。啤酒总销量下滑主要是中低端啤酒消费量减少导致, 高端啤酒消费量依旧保持增长趋势, 行业高端化趋势凸显。

图表73: 中国高端啤酒消费量 (亿升)



资料来源: Global Data, 万联证券研究所

近年来啤酒龙头企业为向高端化转型和应对成本上行的压力不断提价。在进入存量竞争时代后, 酒企为向高端化转型和应对成本上行压力已多次实施提价措施, 消费者接受度较高, 酒企向下游议价能力较强。近十五年来, 啤酒行业大约进行了4轮大规模的提价活动。第一轮为2007年-2008年由于进口澳麦价格上涨以及玻璃瓶、纸箱价格上涨导致的成本压力驱动提价; 第二轮为2011年-2012年澳麦价格大幅上涨导致的提价; 第三轮是2017-2018年进口大麦、玻璃瓶、瓦楞纸等原材料价格上涨推动了提价; 第四轮是2021年由于进口澳麦加税导致价格上涨以及包材价格持续提升驱动龙头提价。

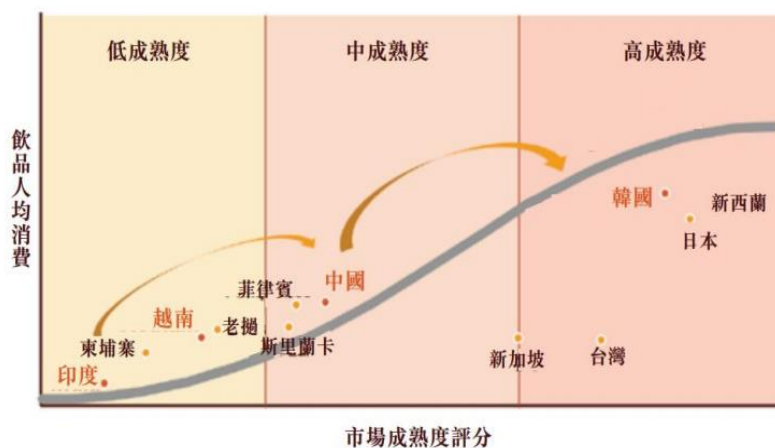
图表74: 近年来啤酒企业不断提价

| 企业   | 提价时间                | 涉及产品/地区         | 提价措施                   |
|------|---------------------|-----------------|------------------------|
| 华润啤酒 | 2021年9月-<br>2022年3月 | 勇闯天涯            | 出厂价提高5毛左右, 终端顺价至7元     |
|      | 2022年1月             | 清爽、超爽、精致、冰酷、原麦汁 | 每箱提价2元                 |
|      | 2022年6月             | 红区市场中档产品(除勇闯天涯) | 每箱提价6元左右, 老雪新品迭代       |
| 青岛啤酒 | 2022年5月下旬           | 新装纯生            | 从66元/箱提升至70元/箱         |
|      |                     | 提装经典款           | 从23.5元/箱提升至24元/箱       |
|      |                     | 崂山啤酒            | 零售价从3-4元提升至5-6元        |
| 重庆啤酒 | 2022年2-5月           | 乌苏啤酒            | 上调620ml红乌苏产品价格, 提价5%左右 |
|      | 2022年6月             | 乐堡啤酒、重庆啤酒       | 提价3%-8%                |
|      | 2022年12月            | 乌苏啤酒            | 提价3%-8%                |
| 百威亚太 | 2022年3-4月           | 全国范围内           | 产品售价调升, 增幅达中单位数        |

资料来源: 智研咨询, 万联证券研究所

中国啤酒行业正处于中成熟度转向高成熟度发展的过程。从人均消费和市场成熟度评分来看, 中国啤酒行业尚处于中成熟度市场, 而同为亚洲国家的韩国、日本与新西兰已处于高成熟度市场。对标海外市场, 国内啤酒消费结构整体偏低端, 我国啤酒行业高端化空间仍很大。目前, 中国啤酒行业正逐步转向高成熟度市场, 啤酒龙头开始寻求摆脱产品单一的同质化, 向高端化、多元化转型。

图表75: 中国啤酒行业尚处于中成熟度市场



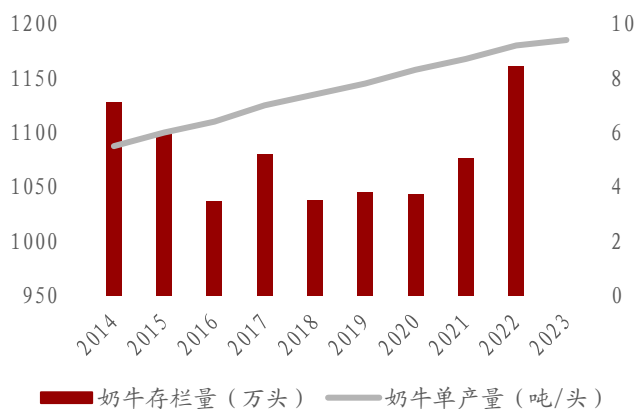
资料来源: 百威亚太招股说明书, 万联证券研究所

### 3.3.2 乳制品: 原奶下行利好中游乳企, 人均消费有提升空间

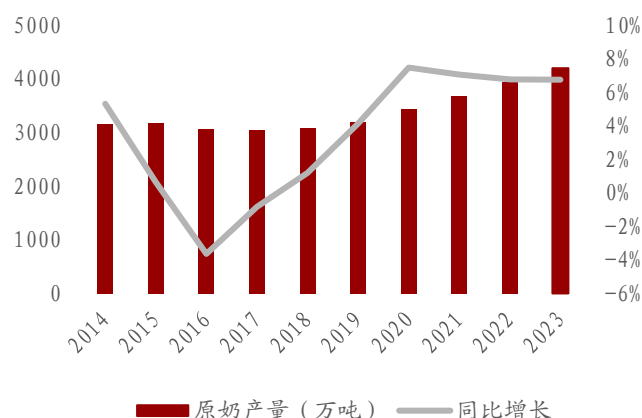
#### 3.3.2.1 原奶价格持续下降, 乳企毛利率提升

奶牛存栏量逐渐回升叠加奶牛单产提升, 原奶供应充足。近年来, 随着规模化牧场的增加, 奶牛品种更为优良以及奶牛养殖环境和技术的改善, 奶牛存栏量保持稳步提升。2022年全国奶牛存栏量为7160.8万头, 同比增长7.87%。同时随着牧场规模化、专业化以及机械化水平提升, 奶牛单产逐年提升, 2023年奶牛单产9.4吨, 规模牧场奶牛单产超过欧盟平均水平。2023年中国原奶产量达4197万吨, 同比增长6.75%, 原奶供应较为充足。

图表76: 奶牛存栏量和单产变化



图表77: 国内原奶产量变化

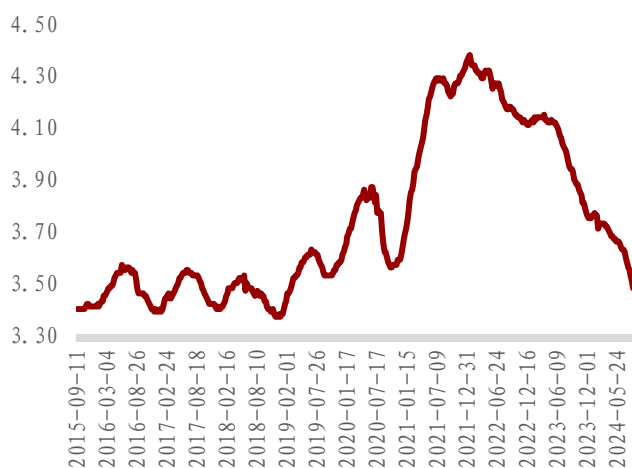


资料来源: wind, 中国奶业协会, 中商产业研究院, 万联证券研究所

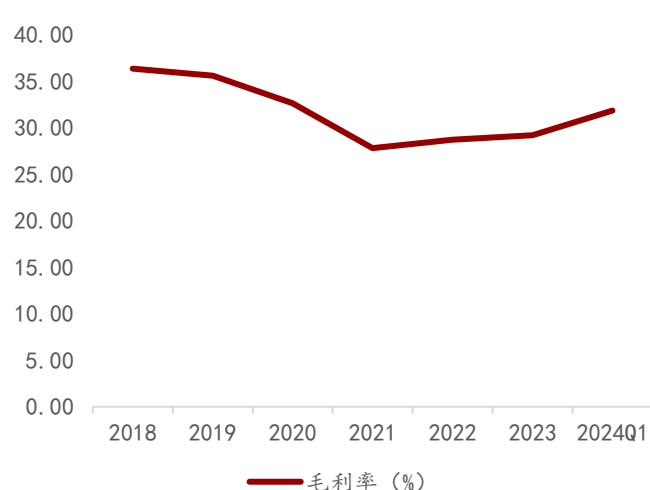
资料来源: wind, 万联证券研究所

**原奶价格持续下降, 成本压力有望进一步缓解。**原奶价格自2021年8月至今持续下降, 截止24年5月24日累计降幅达23.06%。原奶价格下行一方面是需求因素, 近两年来中国乳制品消费需求放缓, 酸奶、含乳饮料等部分品类销售甚至出现下降; 另一方面是供给因素, 由于近两年国内奶牛养殖市场迅速扩张, 原奶产能出现阶段性过剩, 此外进口奶源对国内原奶也存在挤占效应。原奶价格呈现震荡下行的趋势。而对于产业链中游乳制品加工企业而言, 原奶价格下行总体是利好消息, 使乳企毛利率有所提升。得益于原材料价格下降, 2024Q1乳品板块毛利率为31.82%, 较去年同期增加1.74个pcts。但对于部分乳企而言, 其奶源多来自于自身上游收购牧场, 原奶收购量超过需求量, 喷粉保存导致损失较大, 从而原材料价格下行红利有所抵消。因此我们看到这部分乳企毛利率出现下降。

图表78: 原奶价格变化 (元/公斤)



图表79: 乳品板块毛利率



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

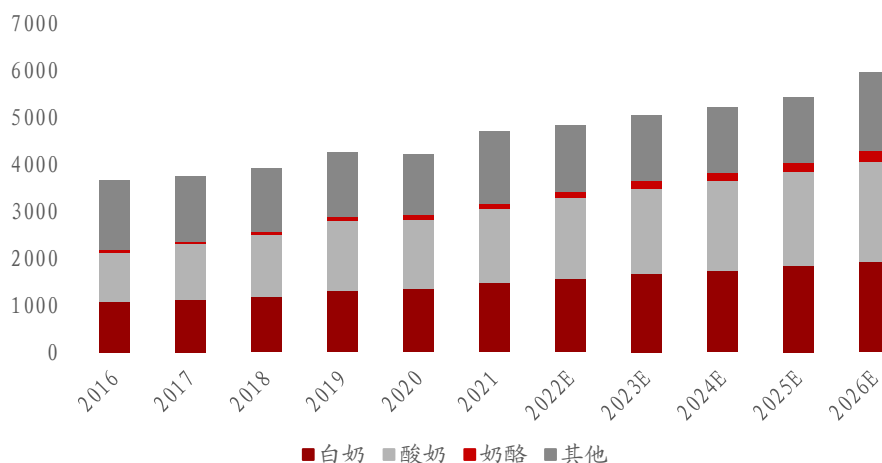
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

### 3.3.2.2 长期人均消费量有提升空间, 结构升级仍是大趋势

我国乳制品行业的市场规模稳步扩大, 消费升级推动行业增长。乳制品作为营养丰富、健康便捷的食品, 受到越来越多消费者的青睐。随着国内居民生活水平的提高和健康意识的增强, 乳制品市场呈现出快速增长的态势。根据灼识咨询的数据显示,

2021年，我国乳制品行业的市场规模已经达到4714亿元，预计在2026年乳制品市场规模将达到5967亿元。从细分市场看，白奶和酸奶仍占据着中国乳制品市场的主导地位，2016-2021年，奶酪市场规模的平均复合增长率高达22.56%，远高于行业整体增速。

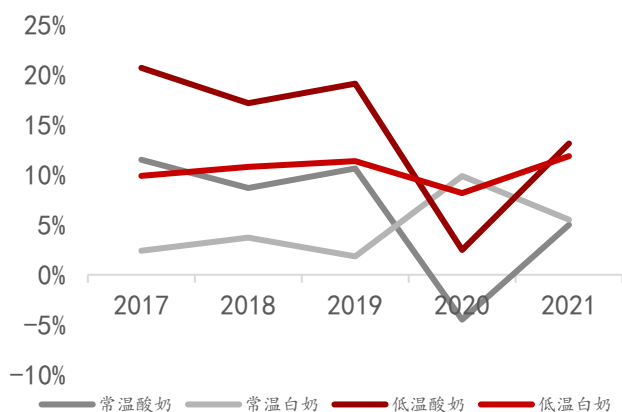
图表80：乳制品市场零售规模（亿元）



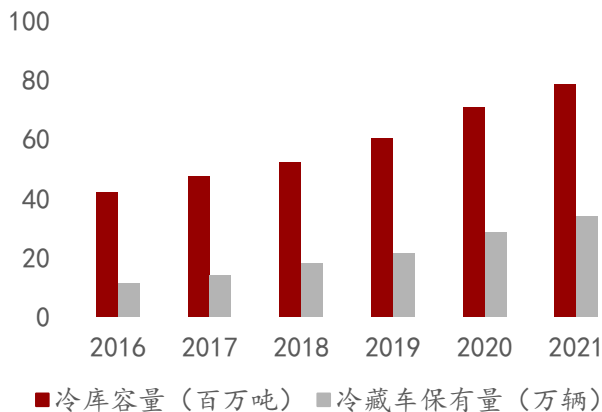
资料来源：灼识咨询，万联证券研究所

液态奶中，受益于冷链基础设施不断完善，低温奶销售半径扩大，增速远超常温奶，区域奶企发展有望提速。低温奶受保质时间限制，运输半径有限，从而销售半径也有限，因此低温奶领域区域乳企占优势。随着冷藏车以及冷库容量等冷链运输基础设施的增加，促进低温奶的发展。2016-2021年中国冷藏车保有量从11.5万辆增长至34.1万辆，冷库容量从42.0百万吨增长至78.6百万吨，CAGR分别为24.3%、13.4%，使得低温奶销售半径迅速扩张，市场零售额快速增长。2016-2021年低温白奶和低温酸奶市场规模CAGR分别为10.4%、14.3%，远高于常温奶增速。

图表81：2017-2021常温奶和低温奶市场规模增速对比



图表82：冷库容量和冷藏车保有量变化情况



资料来源：欧睿咨询，灼识咨询，中商产业研究院，万联证券研究所

资料来源：wind，中物流冷链委，万联证券研究所

对标国外，我国乳制品人均消费量仍有提升空间。从行业空间看，我国乳制品人均消费量距离发达国家仍有一定距离，长期行业前景广阔。2022年4月26日，中国营养学会发布《中国居民膳食指南（2022）》。相较《中国居民膳食指南（2016）》，新版指南将奶及奶制品的推荐摄入量从每人每天不少于300克，更加明确为每人每天300—500

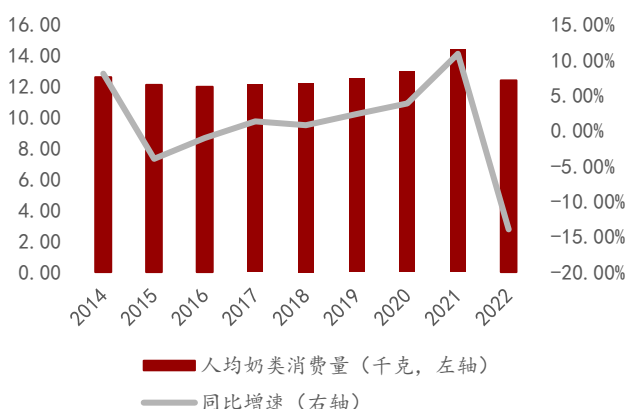
克，建议人们多食用奶及奶制品。尽管近年来，我国居民乳制品消费潜力有所提升，但在全球范围内，中国人的饮奶量仍然偏低。2020年，我国人均乳制品年消费量不足25kg，远低于美国的91kg，与饮食结构相似的日本人均年消费量36kg相比也有着一定的差距。随着国民健康意识的不断提升，城乡居民对于乳制品的消费需求将进一步提升，乳制品作为营养与健康膳食的重要组成部分受到消费者更多的关注。

图表83：中国居民平衡膳食宝塔新旧版对比



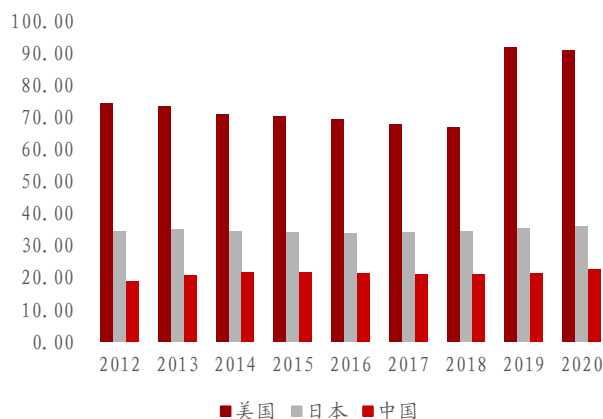
资料来源：中国营养协会，万联证券研究所

图表84：我国居民人均奶类消费量与增速



资料来源：《2022中国奶商指数报告》，万联证券研究所

图表85：中美日人均乳制品消费量 (千克/年)



资料来源：《2022中国奶商指数报告》，万联证券研究所

随着人民生活水平的提高和健康消费理念持续提升，消费者需求从“温饱型”向“品质型”过渡，“品质消费”成为热点，乳制品市场向高端化发展。《食品安全国家标准灭菌乳》规定，纯牛奶中的蛋白质含量要 $\geq 2.9\text{g}/100\text{g}$ ，而目前市场高端奶蛋白质含量远超国家标准。2005年，蒙牛最早推出高端常温白奶品牌——特仑苏；特仑苏问世后第二年伊利也推出其高端常温白奶品牌——金典。经过多年的产品升级，特

仑苏“M-PLUS高蛋白”系列和金典“超滤”系列都能实现6.0g/100g，其单价分别为3.96元/100ml和4.16元/100ml，再创新高。千禧年开始，酸奶市场品牌和产品逐渐多元化，常温酸奶逐渐占领市场。近几年，传统乳企通过口味、功能等创新布局30-80元/L的高端酸奶，并通过加速布局冷链物流拉开了低温酸奶的帷幕。

图表86: 乳企龙头蒙牛和伊利高端产品布局

### 蒙牛——特仑苏

| 系列            | 纯牛奶系列  |      | 有机系列     |      | 高钙奶系列   |            |              | 脱脂奶系列        | 低脂牛奶系列   |      |
|---------------|--------|------|----------|------|---------|------------|--------------|--------------|----------|------|
| 名称            | 特仑苏纯牛奶 |      | 特仑苏有机纯牛奶 |      | 沙漠有机纯牛奶 | CPB 高端高钙牛奶 | M-PLUS 高蛋白牛奶 | 嗨 milk 脱脂纯牛奶 | 特仑苏低脂纯牛奶 |      |
| 包装            | 利乐钻    | 梦幻盖  | 梦幻盖      | 苗条装  | 梦幻盖     | 梦幻盖        | 梦幻盖          | 梦幻盖          | 利乐钻      | 苗条装  |
| 样式            |        |      |          |      |         |            |              |              |          |      |
| 单价<br>元/100ml | 1.37   | 2.80 | 3.12     | 2.53 | 3.96    | 3.00       | 3.96         | 2.20         | 1.37     | 2.27 |
| 蛋白质<br>g/100g | 3.6    | 3.8  | 3.8      | 3.6  | 4.0     | 3.6        | 6.0          | 3.6          | 3.6      | 3.6  |

### 伊利——金典

| 系列             | 纯牛奶系列 |      |      | 有机系列  |      |      | 高端礼赠系列  |       |              |             |      |
|----------------|-------|------|------|-------|------|------|---------|-------|--------------|-------------|------|
| 名称             | 金典纯牛奶 |      |      | 有机纯牛奶 |      |      | 娟姗有机纯牛奶 | 娟姗纯牛奶 | A2β-酪蛋白有机纯牛奶 | 活性乳铁蛋白有机纯牛奶 | 超滤牛奶 |
| 包装             | 苗条装   | 利乐钻  | 梦幻盖  | 苗条装   | 梦幻盖  | 梦幻盖  | 梦幻盖     | 梦幻盖   | 梦幻盖          | 梦幻盖         | 瓶装   |
| 样式             |       |      |      |       |      |      |         |       |              |             |      |
| 单价<br>元/100g   | 1.58  | 2.09 | 2.23 | 2.08  | 2.45 | 3.03 | 2.89    | 2.88  | 3.92         | 4.16        |      |
| 蛋白质<br>g/100ml | 3.6   | 3.6  | 3.8  | 3.6   | 3.8  | 4.0  | 3.8     | 3.8   | 3.8          | 6.0         |      |

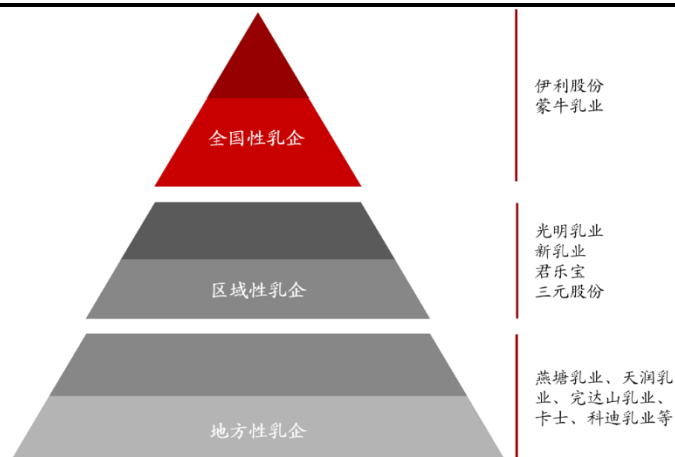
资料来源: 天猫旗舰店, 万联证券研究所

#### 3.3.2.3 双寡头格局稳定, 区域奶企错位竞争

伊利股份和蒙牛乳业占据乳制品行业的半壁江山。根据乳制品企业的经营范围、渠道

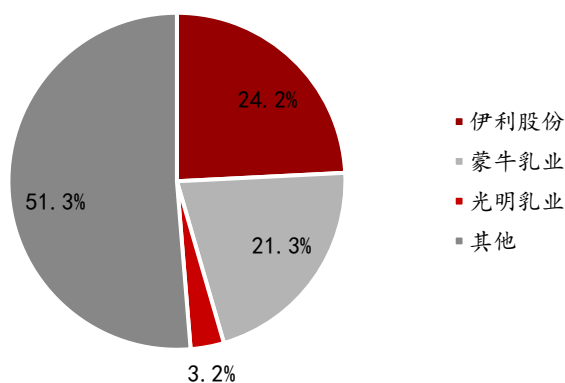
覆盖程度及规模，我国乳企可分为全国性乳企、区域性乳企、地方性乳企三大梯队。我国乳制品行业集中度高，根据中商产业研究院数据显示，2022年伊利股份、蒙牛乳业和光明乳业分列市占率前三，CR3高达48.7%。其中伊利和蒙牛这两大全国性乳企行业领先地位稳固，在市场中形成一定品牌壁垒，二者市占率均在20%以上，行业市占率CR2为45.5%；区域性乳企和地方性乳企市占率均为个位数，主要经营低温乳制品以差异化竞争。

图表87：乳制品行业竞争梯队



资料来源：wind，中国奶业协会，中商产业研究院，万联证券研究所

图表88：2022年乳制品行业竞争格局



资料来源：中商产业研究院，万联证券研究所

**常温奶：**伊利股份与蒙牛乳业为常温奶领域两大龙头，市占率接近80%。根据华经产业研究院数据显示，2021年常温奶领域蒙牛市占率为41.6%，位居第一；伊利稍次之位居第二，市占率为35.9%，二者合计占比为77.5%，双雄格局稳固。伊利和蒙牛争夺行业第一地位的背后是两家公司在产品、渠道和品牌策略上的差异。伊利和蒙牛的产品定位相似度较高，但二者渠道建设的方向和步伐不同，品牌营销的侧重点也有所差异，导致两家公司业绩释放的周期不同，当前常温奶领域蒙牛占比略高于伊利。

**低温奶：**低温奶市场拓展依奶源地遵循“圆心-半径”理论，市场竞争呈区域割据局面。低温奶因为保质期较短，运输半径有限，所以市场拓展范围必须以奶源地为圆心，冷链运输为半径，导致低温奶行业市场竞争呈区域割据的局面。如我国西北地区 and 西南地区呈现新希望和蒙牛并驱争先的格局；华中和华东地区呈现光明、伊利和蒙牛三足鼎立的局面；而华南地区主要是卡士、燕塘和晨光三方竞争。受运输半径限制，低温奶行业暂未形成大型龙头企业，仍以中小企业为主。

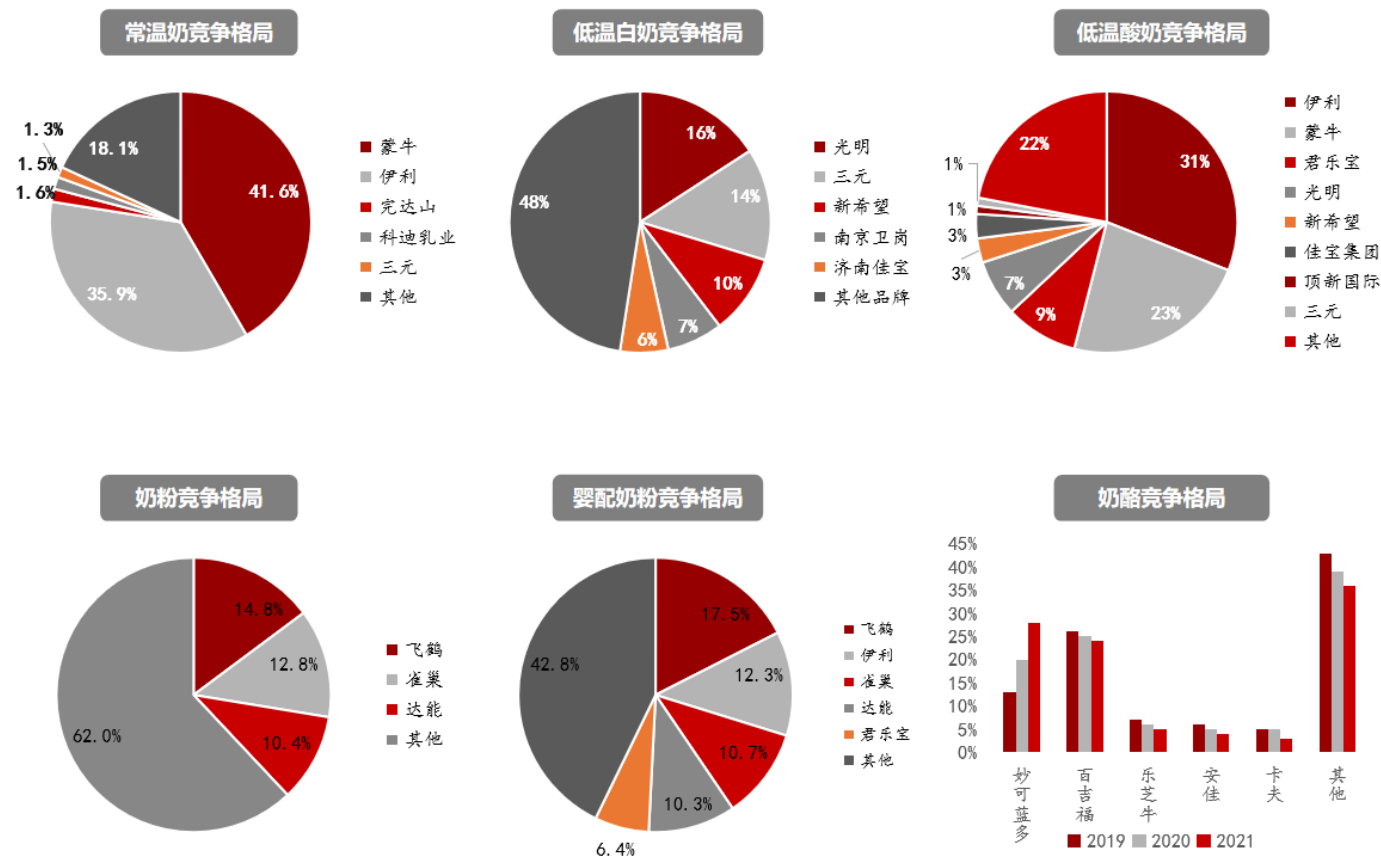
- **低温白奶领域**以光明、三元等区域性乳企为主，且市场集中度不断提升。根据头豹研究院数据显示，2020年低温白奶市场前三分别为光明、三元和新乳业，市占率分别为16%、14%和10%。且随着渠道精耕与扩张以及乳企并购整合，低温白奶市场集中度逐渐提升，CR5由2019年的36%提升至2020年的52%。
- **低温酸奶领域**伊利、蒙牛为两巨头占据主导地位，两者市占率超50%。根据头豹研究院数据显示，2020年伊利、蒙牛市占率分别为31%、23%；区域乳企也具有一定市场基础，2020年君乐宝、光明以及新希望市占率分别为9%、7%和3%，分别位居第三至第五。

**奶粉：**进口奶粉增速放缓，飞鹤等国产品牌强势崛起。睿咨询发布的数据显示，2020年，国产奶粉市场份额达到53%，首次超过外资品牌。其中以飞鹤奶粉表现最为突出，2020年其市占率提升至14.8%，位居第一。从婴配奶粉竞争格局来看，市场集

中度较高，国产品牌市占率不断提升。根据智研咨询数据显示，2022年婴配奶粉市场市占率CR5为57.2%，市场集中度较高；且2022年婴配奶粉市场销售额前五的品牌分别为飞鹤、伊利、雀巢、达能和君乐宝，市占率分别为17.5%、12.3%、10.7%、10.3%、6.4%，其中国产品牌占据三席。

**奶酪：国产品牌妙可蓝多逐渐崛起，行业集中度逐渐提升。**根据中商产业研究院数据显示，2021年妙可蓝多市场份额首超百吉福，两者市占率分别为28%、24%。同时行业集中度不断提升，CR5由2019年的57%上升至2021年的64%。但前五奶酪品牌中，国内本土品牌仅妙可蓝多一家，国内奶酪品牌仍存在较大的增长空间。

图表89：乳制品细分赛道竞争格局



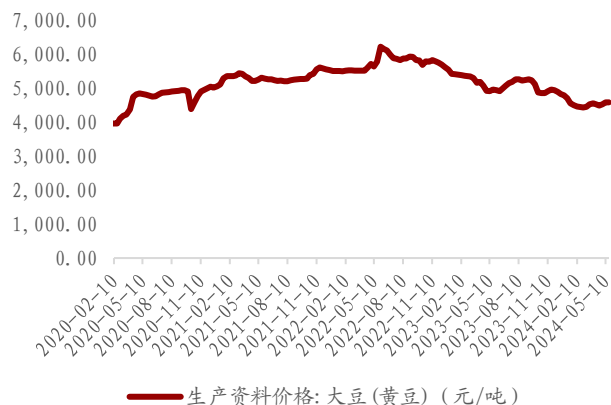
资料来源：华经产业研究院，头豹研究院，中商产业研究院，欧睿咨询，前瞻产业研究院，智研咨询，万联证券研究所

### 3.3.3 调味品：盈利有望改善，“健康”需求方兴未艾

#### 3.3.3.1 调味品原材料价格下降，毛利率上升

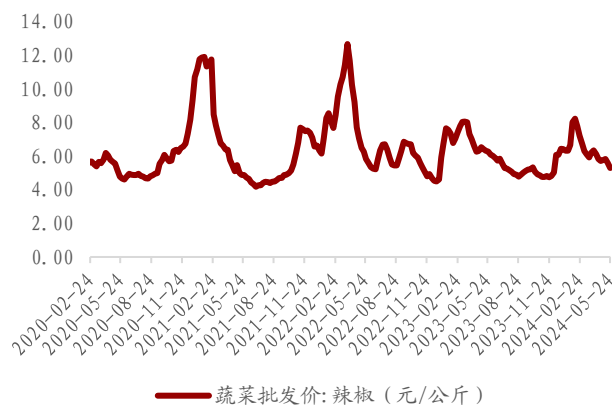
多数原材料价格持续下跌，为行业兑现更多利润空间。近期，调味品原料如黄豆、辣椒、花椒、白砂糖等均出现不同程度的下跌。黄豆价格自2022年5月至今震荡下跌，截至2024年5月20日累计降幅达26.29%。黄豆价格下跌的主因是终端豆制品需求持续低迷，且巴西丰产预期逐渐兑现，大量上市后全球大豆供应转向宽松。辣椒、花椒及白砂糖的价格较峰值价格跌幅均超10%，呈现持续下跌的趋势。得益于原材料价格下降，调味品板块毛利率由2021年的34.41%提升至2024年1-4季度的34.76%，较去年同期增加0.72个pcts，预计下半年毛利率将继续保持提升态势。

图表90: 黄豆价格变化 (元/吨)



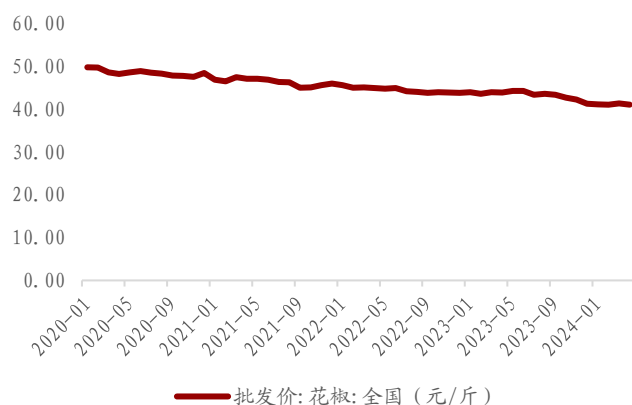
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图表91: 辣椒价格变化 (元/公斤)



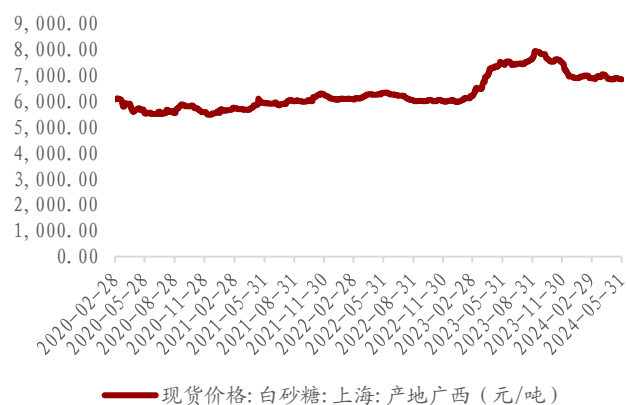
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图表92: 花椒价格变化 (元/斤)



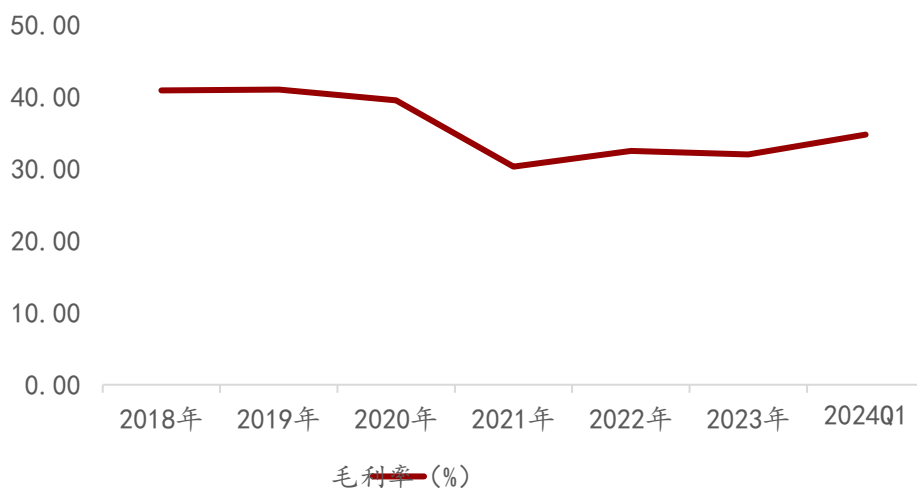
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图表93: 白砂糖价格变化 (元/吨)



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图表94: 2018-2024Q1调味料板块毛利率

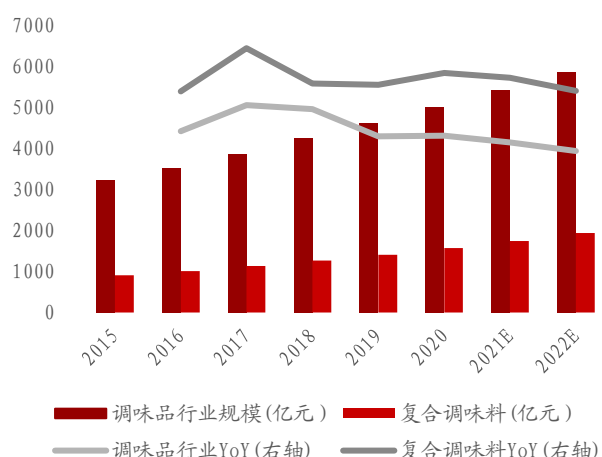


资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

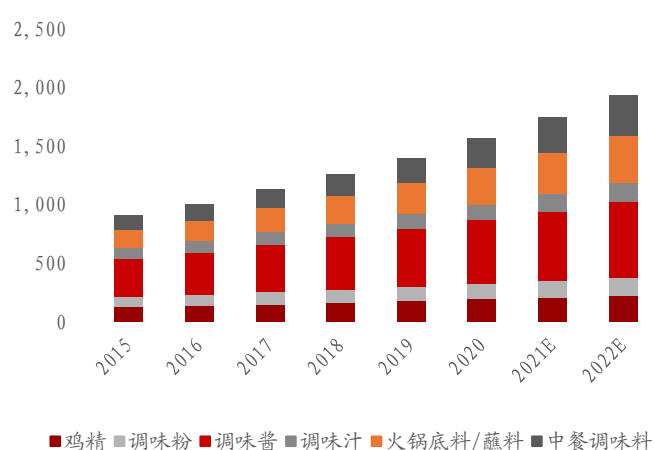
### 3.3.3.2 复合调味品景气度较高，健康调味品成热门赛道

复调市场增速高于行业增速，企业积极抢占份额。复合调味品具有便捷化、口味稳定等特点，近年来随着国内的消费升级，复合调味品发展速度快于整体市场。当前复合调味品的行业增速在10%以上，高于行业整体增速，仍有较大成长空间，市场发展前景广阔。就市场格局来看，通过全行业持续共同教育、不断扩大市场需求，头部企业有望凭借品牌和渠道优势收割市场，龙头优势更为明显。但在品类细化发展的过程中，复合调味品的种类相较于传统调味品更加多元化、需求差异大，爆款菜核心调料初步形成一定规模，拉动需求增长，如小龙虾、黄焖鸡米饭、新奥尔良烤翅等爆品带动相应调味品市场激增，部分企业或可通过大单品策略实现突围。

图表95：我国复合调味品市场增速高于行业整体增速



图表96：复合调味品市场细分品类（亿元）



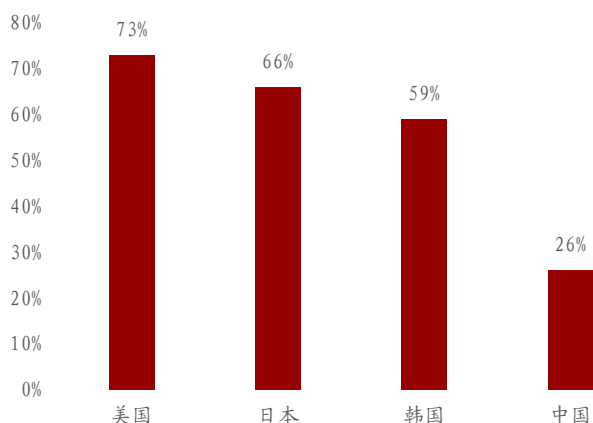
资料来源：Frost & Sullivan，万联证券研究所

资料来源：Frost & Sullivan，万联证券研究所

**复合调味品切中B/C端多种痛点，调味品复合化是行业发展重要趋势。**我国复合调味品仍处于成长期，除了老牌复合调味品企业颐海、天味等之外，如海天、恒顺等传统单一调味品龙头也纷纷入局，未来有望共同发力将市场做大，B端餐饮扩容以及向C端渗透的进程都将加快。**B端：**互联网的普及带动外卖行业的发展，外卖的便捷性和配送时间的重要性要求餐厅加快制作菜品的速度，复合调味品的使用大大节约了烹饪的时间，提高了烹饪效率；同时餐饮行业连锁化趋势对于口味和用料内部标准化以及用料安全性的要求进一步提高，进而驱动复合调味品的需求增长。**C端：**80/90后逐渐成为厨房的主力军，相比上一代，较快的工作节奏、较大的工作压力导致80/90后烹饪时对简易性和便捷性的要求较高，“一菜一料”的便捷化需求逐渐凸显，此外，越来越多90后、00后作为“烹饪小白”对复合调味品的需求较大。复合调味品可有效简化烹饪过程，缩短做饭时间，消费者也愿意为了便捷性支付溢价。

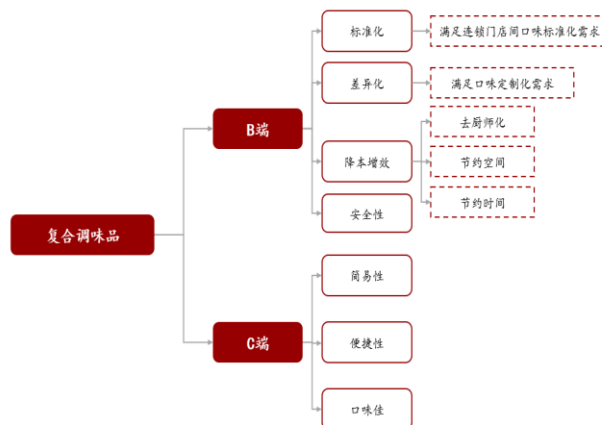
**对标海外，国内复调渗透率有待持续提升。**海外发达国家如美国、日本、韩国等早于我国经历过餐饮连锁化和家庭便捷化的需求觉醒，在此带动下的复合调味品渗透率均高于50%。据艾媒咨询数据，2020年我国复合调料的渗透率仅为26%，仍具有较大提升空间，复合调味品赛道有望率先引领调味品行业基本面复苏。

图表97: 2020年中外复合调味品渗透率对比



资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

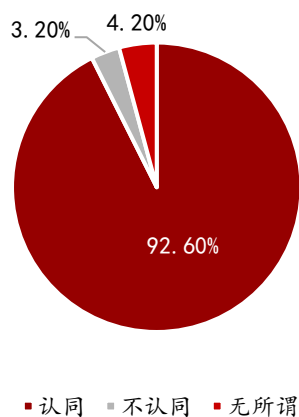
图表98: 复合调味品切中B/C端多种痛点



资料来源: 万联证券研究所

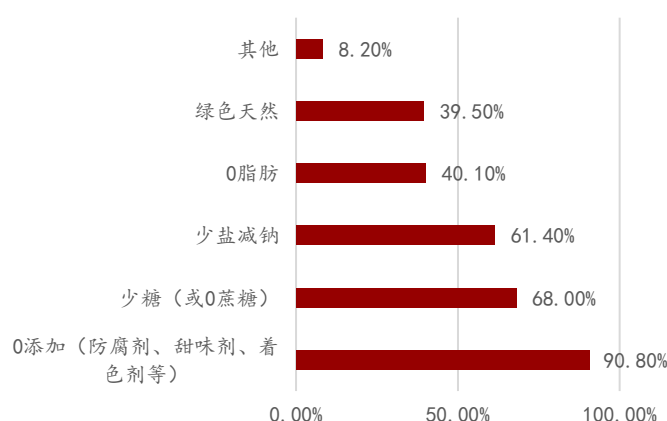
随着经济水平的提升和健康饮食意识的增强,消费者对健康调味品的需求逐渐增强。根据艾媒咨询数据,92.6%的消费者持认同调味品健康化趋势。在健康调味品的期待方面,“0添加(防腐剂、甜味剂、着色剂等)”“少糖(或0蔗糖)”“少盐减钠”的健康需求均超6成以上,健康饮食已成为消费者全新的生活态度。随着年轻一代消费意识的转变,消费者在饮食方面相较于性价比更加关注调味品的产品安全、健康程度等因素,饮食需求向着低盐、低油、低糖、低脂的健康方向发展。未来国内对调味品的健康需求将不断增强,主打健康和安全的健康调味品市场渗透率将会进一步提升,发展前景可期。

图表99: 2023年中国消费者对调味品健康化态度



资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

图表100: 2023年中国消费者对健康型调味品需求



资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

调味品企业加速布局健康调味品赛道,挖掘新增长点。随着消费者对饮食的需求更加注重安全与健康,调味品企业调整产品研发的主要方向以抢占市场,市场上出现众多相较常规产品更为健康的“减钠、有机、0添加”产品。调味品龙头企业海天味业推出有机系列、零添加头道酱油产品;李锦记推出薄盐纯味鲜系列产品;恒顺醋业推出有机糯米醋。随着调味品企业纷纷布局健康化赛道,产品同质化趋势也越发明显,在健康调味品赛道形成差异化竞争优势将成为企业制胜点。

图表101: 中国典型调味品企业健康化产品布局情况

| 企业   | 健康方向    | 产品           |
|------|---------|--------------|
| 海天味业 | 有机、0 添加 | 有机系列、零添加头道酱油 |
| 恒顺醋业 | 有机、0 添加 | 有机糯米醋        |
| 松鲜鲜  | 减钠、0 添加 | 松茸调味系列       |
| 千禾味业 | 0 添加    | 头道原香         |
| 鲁花   | 0 添加    | 黑豆酱油         |
| 加加食品 | 0 添加    | 面条鲜酱油        |
| 中炬高新 | 0 添加    | 厨邦零添加        |
| 李锦记  | 减钠      | 薄盐纯味鲜        |
| 欣和食品 | 减钠      | 六月鲜轻盐系列      |
| 太太乐  | 减钠      | 原味鲜减盐酱油系列    |

资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

## 4 投资建议

**从需求端来看**, 2024国内经济在弱复苏背景下平稳增长, 消费温和修复, 但居民边际消费倾向仍有待恢复, 居民消费支出态度趋向理性和保守, 吃类消费占比提升, 且更注重商品性价比。**从政策面来看**, 上半年经济刺激政策相较于去年持续加码, 消费领域全国范围开展汽车、家电、家装厨卫以旧换新, 金融领域发行超长期特别国债, 地产领域各地放松限购、央行下调房贷利率和房贷首付比例, 多项政策组合拳下, 下半年的经济增长预计回升, 有望提振顺周期的餐饮行业消费需求。**从资金面来看**, 经过近三年的股价持续调整, 餐饮板块估值跌至历史底部区间, 2024年上半年, 外资流入有所增加, 且偏好餐饮板块, 持有餐饮市值位居申万行业榜首, 预计未来半年到一年, 美联储有较大概率进入降息通道, 有望加速外资流入, 从而推动以餐饮板块为代表的消费蓝筹估值修复。虽然以上积极因素不能立刻显效, 但我们认为餐饮的消费预期和估值均有逐步改善的趋势, 我们建议关注餐饮行业的投资机会, 从顺周期、卷性价比、降成本三个角度进行推荐。

- **顺周期之白酒行业: 地产暖风有望拉动需求修复, 现金流优秀奠定分红能力。**白酒疫后K型消费结构明显, 高端白酒与中端/大众白酒整体业绩增速优于次高端白酒, 但价格带越往下业绩分化越大。从消费场景来看, 以高端和次高端白酒消费为主的商务需求仍有改善空间。从现金流来看, 白酒上市公司实际分红能力较强, 政策引导下分红率有提升空间。2024年以来地产利好政策频出, 白酒消费和地产行业具有较明显的正相关性, 地产行业如果回暖有望带动白酒消费尤其是商务场景白酒消费的回升, 进而利好高端、次高端白酒, 此外美联储如果进入降息通道将有利于高端白酒金融属性释放所带来的需求提升。近期供需扰动导致茅台批价下行, 但我们认为上市公司调节量价工具箱足够丰富, 有望与经销商合力稳价止住下跌趋势。**建议重点关注业绩表现较好的高端、次高端, 以及地产热门酒的投资机会。**
- **卷性价比之零食行业: 量贩模式推高行业景气度, 有效提升零食企业竞争力。**近年来崛起的零食量贩模式, 采用工厂直供方式实现了“总仓对总仓”的高效物流配送, 通过压缩采购环节降低成本以实现更低售价, 以高性价比席卷零食行业,

迎合了年轻人的理性消费观，近4年销售规模CAGR高达40%，成为当下低迷消费市场的一抹亮色。量贩零食店的成功吸引多家零食企业包括盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、三只松鼠等与其进行合作，并倒逼零食企业进行改革，包括强化供应链、品类聚焦、提升管理效率等方式降低成本，从而提升了企业竞争力和盈利能力。预计量贩零食将继续推高零食行业景气度，并有效提升零食企业自身的竞争力，积极拥抱变革的零食企业将具备更加长远的发展前景。**建议重点关注在此轮渠道变革中表现优秀的零食企业。**

- **降成本之啤酒、乳制品、调味品行业：**①**啤酒：原料价格下降提升盈利能力，高端化趋势延续。**2024年纸箱、玻璃价格回落，同时大麦进口价格下跌，叠加澳麦“双反”政策取消，啤酒企业2024年的生产成本有望下降。中长期来看，啤酒行业处于存量竞争时代，中国啤酒行业正处于高端化进程中，建议关注高端化布局具备成长空间的啤酒龙头。②**乳制品：原奶下行利好中游乳企，人均消费有提升空间。**原奶价格自2021年下半年以来持续下降，产业链中游的乳企毛利率有所提升，但部分与上游牧场深度绑定的乳企受牧场亏损拖累，抵消成本下降红利。长期人均消费量有提升空间，结构升级仍是大趋势。建议关注业绩表现较好、分红较优的乳制品龙头。③**调味品：盈利有望改善，“健康”需求方兴未艾。**2024年大豆价格持续下降，其他主要原材料价格也波动下行，预计多数调味品企业2024年毛利率将有所提升。随着经济水平的提升和健康饮食意识的增强，消费者对复合调味品和健康调味品的需求逐渐增加。建议关注受益于成本压力缓解、在复合调味品和健康食品领域合理布局的调味品企业。

## 5 风险提示

1. 经济增长不及预期风险：食品饮料需求与宏观经济增长正相关，如果经济增速不及预期或下行，食品饮料需求增长可能不及预期或出现下行风险。
2. 政策风险：食品饮料中的诸多板块，如白酒等，与政策关联度较大，限制或管控相应产品于某些消费场景的消费将会带来较大的行业调整。
3. 食品安全风险：食品安全是消费者关注的重中之重，消费者对出现食品安全问题的产品及公司甚至行业的信任度及消费意愿将大幅下降。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场