

冬已至，春未远

食品饮料年度策略

证券分析师：姚星辰 执业证书编号：S0630523010001

联系人：陈宜权 联系方式：chenyq@longone.com.cn 联系人：陈涛 联系方式：cht@longone.com.cn

2023年12月15日



投资观点

- **白酒**：回顾2023年，宏观经济结构性修复，宴席需求回暖带动大众价格带景气回升，商务和团购场景恢复弱于预期，但高端茅台表现依旧平稳，各酒企分化加剧。展望2024年，我们认为板块有以下看点：（1）明年宏观经济温和复苏趋势延续，四季度增发1万亿国债，各一线城市出台楼市优化政策，政策端边际向好，有利于各类白酒消费场景修复，提振渠道信心，进一步加强白酒行业基本面的韧性。（2）贵州茅台宣布提价，并实施特别分红，加上近期五粮液和泸州老窖均发布增持计划，彰显了对未来发展的信心，白酒板块已进入价值区间。（3）板块估值处于近5年较低水平，当前白酒板块的估值已经充分反应市场对风险的担忧，配置价值凸显。建议关注需求稳健的高端酒和景气度较强的区域龙头，个股建议关注**贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘**等。
- **大众品**：回顾2023年，大众品成本压力逐步缓解。消费复苏缓慢，传统大众品需求承压，预制菜、零食等受益于渠道扩张以及产品的创新，业绩表现较佳。中长期来看，大众品需求和成本双重改善的逻辑清晰，部分细分板块呈现差异化发展。建议优先关注成长性较强的零食和预制菜，以及产品升级逻辑顺畅的乳制品。（1）**零食**：零食量贩行业发展仍处在红利期，行业内卷加剧，规模效应逐渐显现，上游品牌入场标准进一步提高。产品成长逻辑强、品牌及规模效应显著、渠道扩展增速较快的头部企业将优先受益，建议关注**盐津铺子、甘源食品**和**劲仔食品**。（2）**速冻食品**：预制菜行业餐饮需求刚性，B端需求旺盛，正处于发展快车道且竞争格局相对分散，优先关注单品打造能力较强的龙头企业。建议关注产能、渠道优势明显的**安井食品**和产品品类持续丰富的**千味央厨**。（3）**乳制品**：受益于原奶价格回落，乳企业绩弹性较高。随着消费者需求健康化和多元化，低温乳制品接受度提高，产品高端化趋势加速，建议关注产品结构不断升级以及DTC渠道渗透率持续提升的**新乳业**。

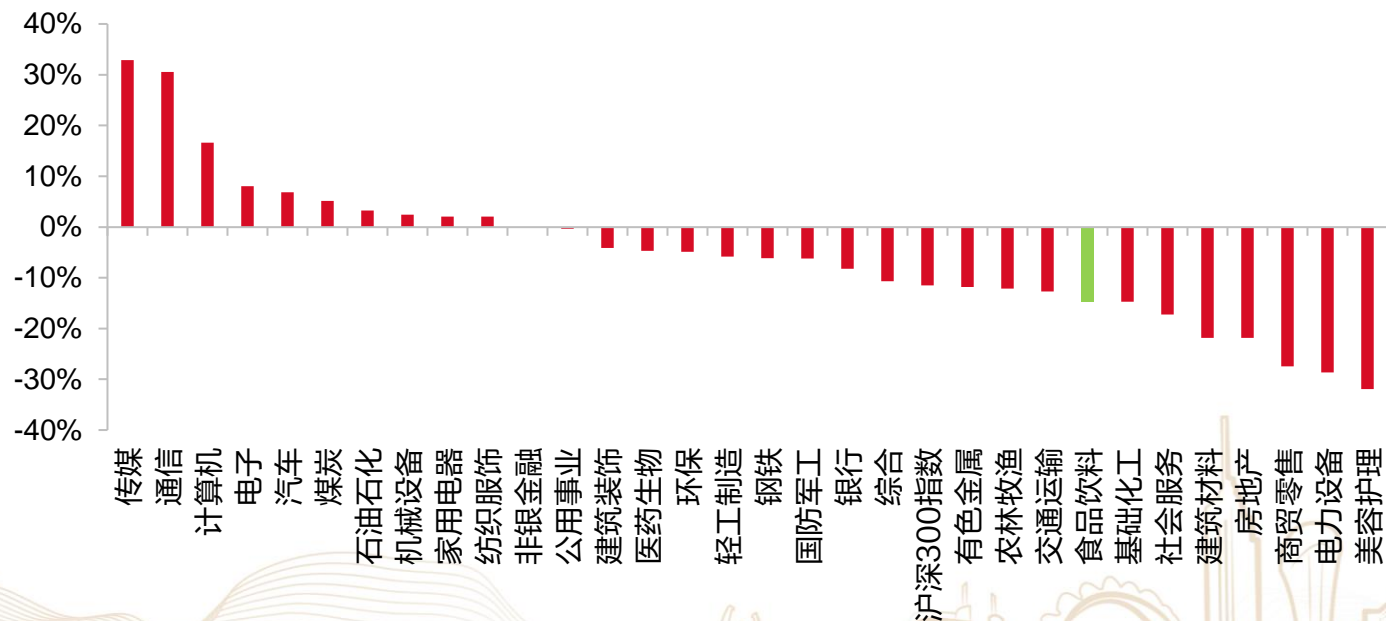
目 录

- 一、**二级市场回顾**
- 二、**白酒：头部酒企多举措提振信心，行业配置价值凸显**
- 三、**大众品：渠道变革创新促发展，需求延续复苏有新“机”**
- 四、**风险提示**

年初至今食品饮料细分板块多数下跌，软饮料表现较突出

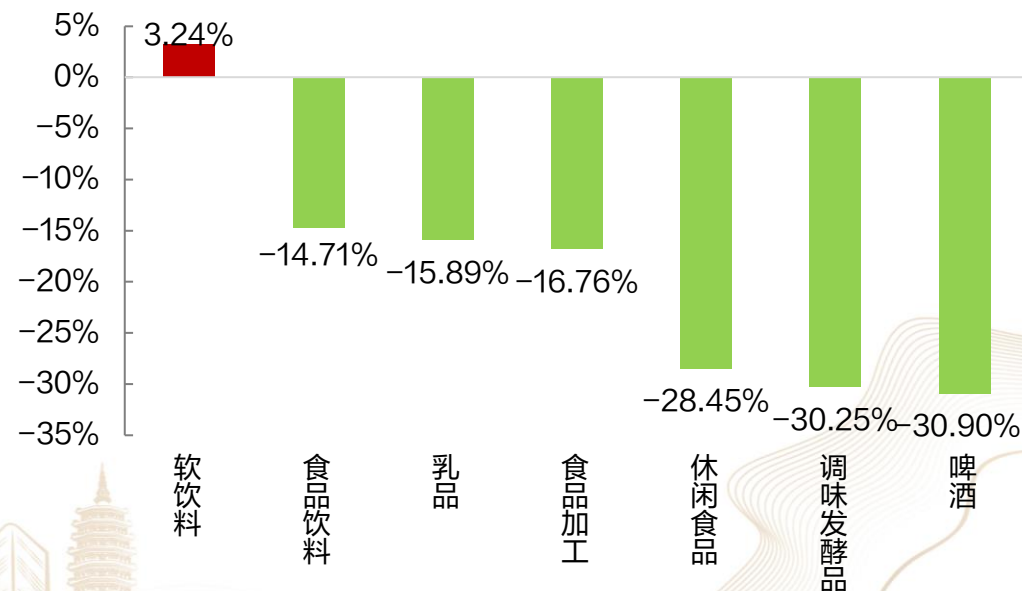
- 年初至今食品饮料细分板块多数下跌，软饮料表现较突出。从整体看，食品饮料板块年初至今（截至2023年12月12日）下跌14.71%，沪深300指数下跌11.49%，食品饮料板块跑输沪深300指数3.22pct。食品饮料板块在所有子行业中排名第24位，在子行业中表现较弱，主要为今年消费需求端不及预期，整体表现为弱复苏态势。从细分板块看，细分板块多数下跌，软饮料表现较突出（+3.24%）其中泉阳泉、一鸣食品以及欢乐家涨幅居前，啤酒（-30.90%）、调味发酵品（-30.25%）以及休闲食品（-28.45%）跌幅居前。我们认为2024年若消费进一步复苏、居民收入端有所提振，食品饮料板块有望迎来布局机会。

各板块涨跌幅



资料来源：Wind，东海证券研究所

食饮子板块涨跌幅



资料来源：Wind，东海证券研究所

细分板块PE均下降，中长期仍具备配置价值

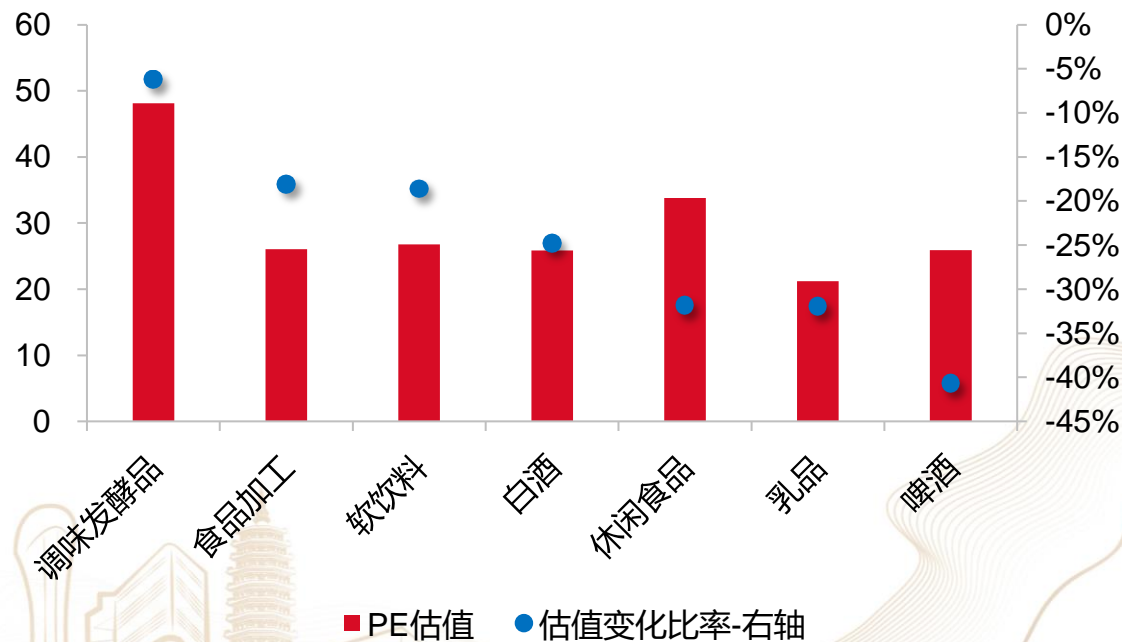
- 食品饮料板块估值处于低位，截至12月12日，食品饮料板块PE为25.25倍，处于近10年的16%分位，整体估值处于低位。从细分板块看，细分板块今年以来PE均下降，其中啤酒、休闲食品以及乳品PE下降居前。结合食品饮料板块低估值以及今年Q3来政策端发力，市场信心逐步回升，我们认为后续消费增长潜力仍会进一步回升，食品饮料板块仍具备中长期配置价值。

PE估值



资料来源：Wind，东海证券研究所

食饮子板块PE估值



资料来源：Wind，东海证券研究所

目 录

- 一、二级市场回顾
- 二、白酒：头部酒企多举措提振信心，行业配置价值凸显
- 三、大众品：渠道变革创新促发展，需求延续复苏有新“机”
- 四、风险提示

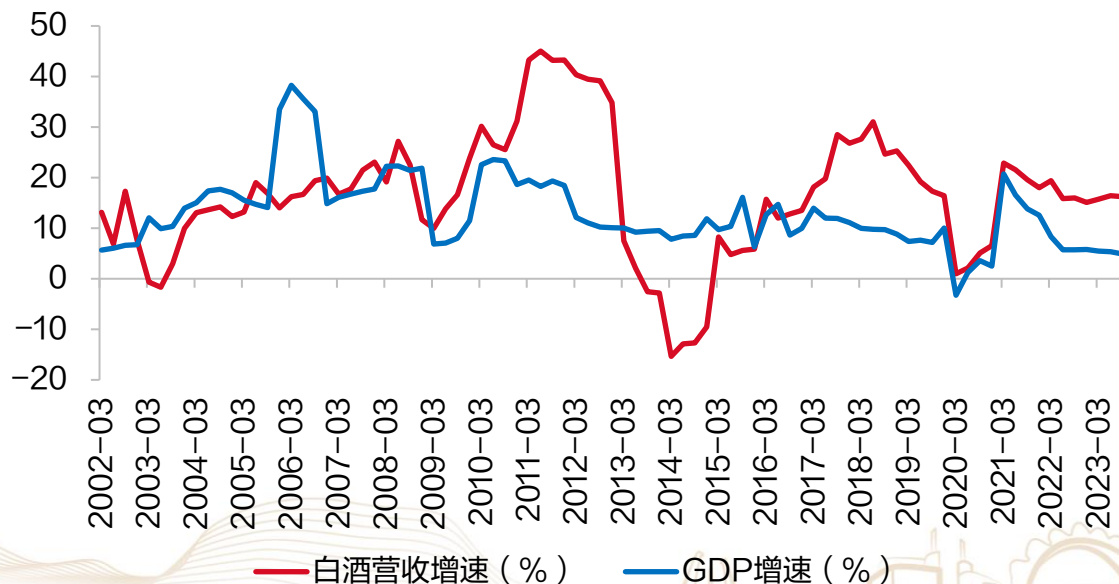
头部酒企多举措提振信心，行业配置价值凸显

- 白酒方面建议关注两条投资主线，一是需求稳健的高端酒，品牌效应强且业绩稳定性高。茅台提价后批价中枢有所提升，五粮液批价稳定。经销商库存在逐步去化中，预计2024年春节前后库存将有所回落，批价有望进一步抬升。头部酒企保持韧性，有望超越行业贝塔。二是基地市场弹性较大的区域龙头，例如徽酒，渠道优势明显，省内经济增速相对较好，2024年有望延续增长，业绩确定性强。
- 回顾2023年，宏观经济结构性修复，宴席需求回暖带动大众价格带景气回升，商务和团购场景恢复弱于预期，但高端茅台表现依旧平稳，各酒企分化加剧。展望2024年，我们认为板块有以下看点：（1）明年宏观经济温和复苏趋势延续，四季度增发1万亿国债，各一线城市出台楼市优化政策，政策端边际向好，有利于各类白酒消费场景修复，提振渠道信心，进一步加强白酒行业基本面的韧性。（2）贵州茅台宣布提价，并实施特别分红，加上近期五粮液和泸州老窖均发布增持计划，彰显了对未来发展的信心，白酒板块已进入价值区间。（3）板块估值处于近5年较低水平，当前白酒板块的估值已经充分反应市场对风险的担忧，配置价值凸显。建议关注需求稳健的高端酒和景气度较强的区域龙头，个股建议关注贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘等。

宏观经济弱复苏，白酒需求分化

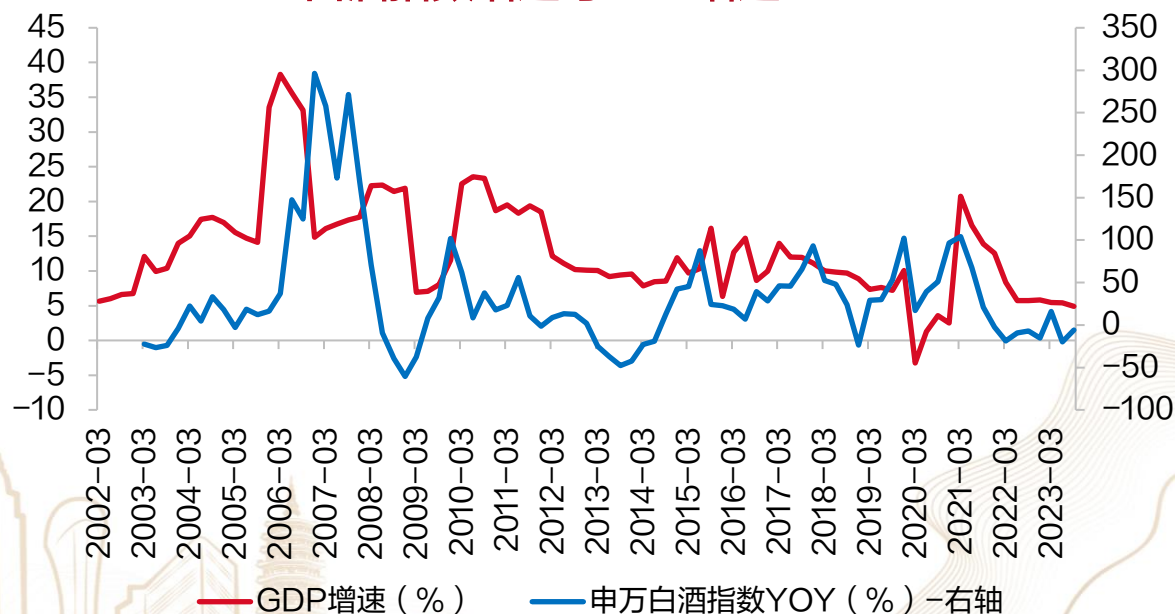
- 白酒消费与宏观经济密切相关。回顾2023年，宏观经济结构性修复，白酒消费动力不强，各酒企表现分化加剧。从不同场景来看，宴席场景持续恢复，商务需求整体偏弱。从不同品牌来看，头部酒企需求稳定，地产酒延续景气，次高端有所分化。
- 展望2024年，预计宏观经济温和复苏，四季度增发1万亿国债，各一线城市出台楼市优化政策，政策端边际向好。在今年宴席消费恢复较好的背景下，预计明年白酒消费整体将保持一定韧性，建议关注结构性机会。

白酒板块营收增速和GDP增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

白酒指数增速与GDP增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

短期：渠道库存合理偏高，静待需求修复

- 从渠道反馈来看，四季度白酒库存合理偏高。2023年春节消费回补较强，去库存成效明显，批价有所抬升。但春节后白酒消费疲软，动销呈现弱复苏，当前行业库存处于合理范围，但较去年同期略高。渠道及酒企库存积压给单品价格带来压力，预计行业修复持续推进，去库存仍是明年的重要任务。

白酒库存情况

		2013Q4	2015Q4	2018Q4	2019Q3	2021春节	2022春节	2022Q4	2023Q2	2023Q4
高端	贵州茅台	3M	1M	缺货	1M	0.5M	0.5M	0.5M	0.5M	0.5M
	五粮液	6M	3M	2.5M	2M	1M	1.5M	2M	2M	2M
	泸州老窖	8M	4M	2M	2.5M	1.5M	1.5M	2.5M	2M	2-2.5M
	山西汾酒	6M	4M	2M	2M	1.5M	1M	1.5M	1.5M	1.5-2M
次高端	水井坊	6M	3M	2M	2M	2.5M	1.5M	2M	2M	3M
	酒鬼酒	12M	3M	3M	2M	2M	2M	2.5M	2.5M	3M
	古井贡酒	4M	3M	4M	2.5M	2.5M	2M	2-2.5M	2.5M	2.5M
地产酒	迎驾贡酒							2M	1.5M	1.5M
	洋河股份	5M	3M	2M	1.5M	1M	1.5M	2.5M	2.5M	2.5M
	今世缘							2M	2-3M	2-3M
	口子窖	3M	1M	1.5M	2.5M	1.5M	1.5M	1.5M	1.5M	2M

资料来源：今日酒价，渠道调研，东海证券研究所

短期：现金流改善，经营韧性凸显

- 白酒企业三季报表现平稳，现金回款表现优异。三季报业绩维持增长，其中高端酒业绩稳健，区域龙头表现亮眼，部分次高端受商务需求影响有所承压。Q3现金回款加速，主要是受到去年消费场景受损带来的低基数影响。三季报合同负债同比大部分回落，但环比开始转优，整体处于合理水平。酒企经营质量有望持续改善，预计全年业绩目标达成确定性较强。

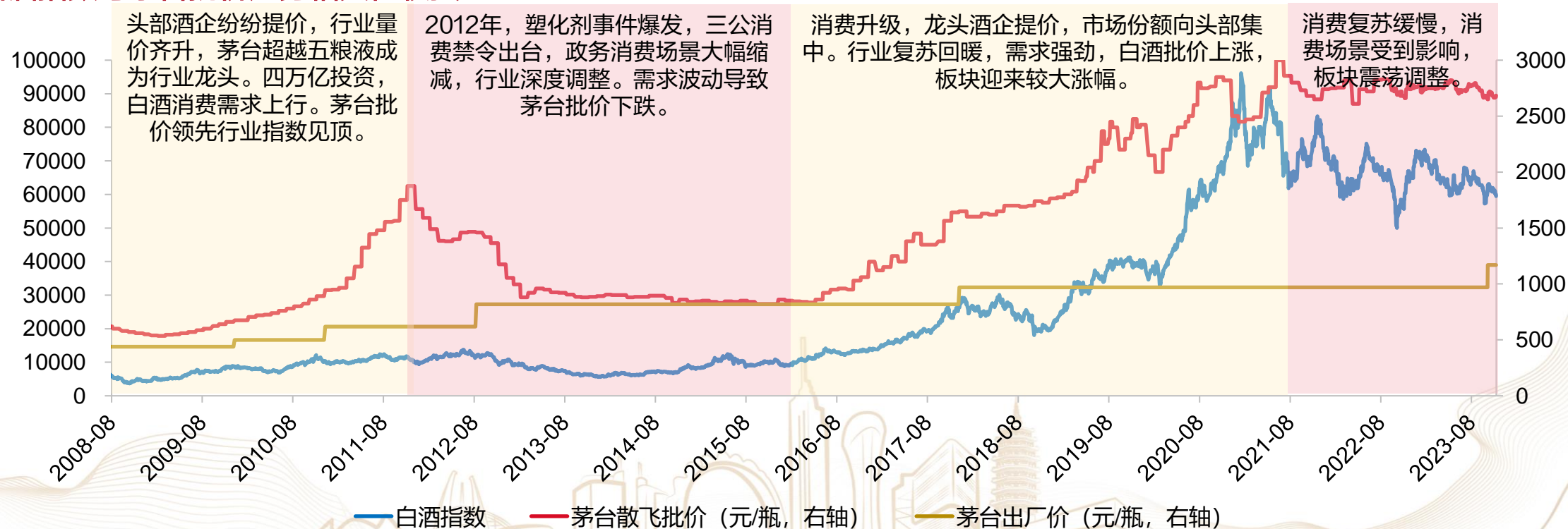
酒企三季报情况

	2023Q1-Q3营收增速	2023Q1-Q3归母净利润增速	2023Q3合同负债同比	2023Q1-Q3现金回款同比
贵州茅台	18%	19%	-4%	16%
五粮液	12%	14%	33%	36%
泸州老窖	25%	29%	56%	36%
山西汾酒	21%	33%	9%	8%
水井坊	-5%	-3%	15%	-3%
酒鬼酒	-39%	-51%	-27%	-31%
古井贡酒	25%	45%	-12%	24%
迎驾贡酒	23%	38%	21%	25%
洋河股份	14%	12%	-33%	19%
今世缘	28%	27%	-4%	21%
口子窖	18%	12%	-1%	24%
金徽酒	29%	28%	57%	34%
舍得酒业	14%	8%	-10%	12%
金种子酒	32%	74%	4%	29%

中长期：价格为茅，行业进入价值区间

- **头部酒企提价提振信心。**11月贵州茅台、泸州老窖先后对旗下品牌进行提价，近期五粮液提价预期也较强。高端酒提价一方面有利于缓解公司量价矛盾，改善业绩；另一方面有利于提高行业价格天花板，提振市场信心。
- **茅台和五粮液的价格是行业周期判断的重要指标。**历史来看，茅台提价后半年内可顺利传导至终端批价。考虑到本次提价的环境，消费疲软叠加库存增加，预计明年茅台批价将维持稳定，公司业绩将得到提升，行业进入价值区间。

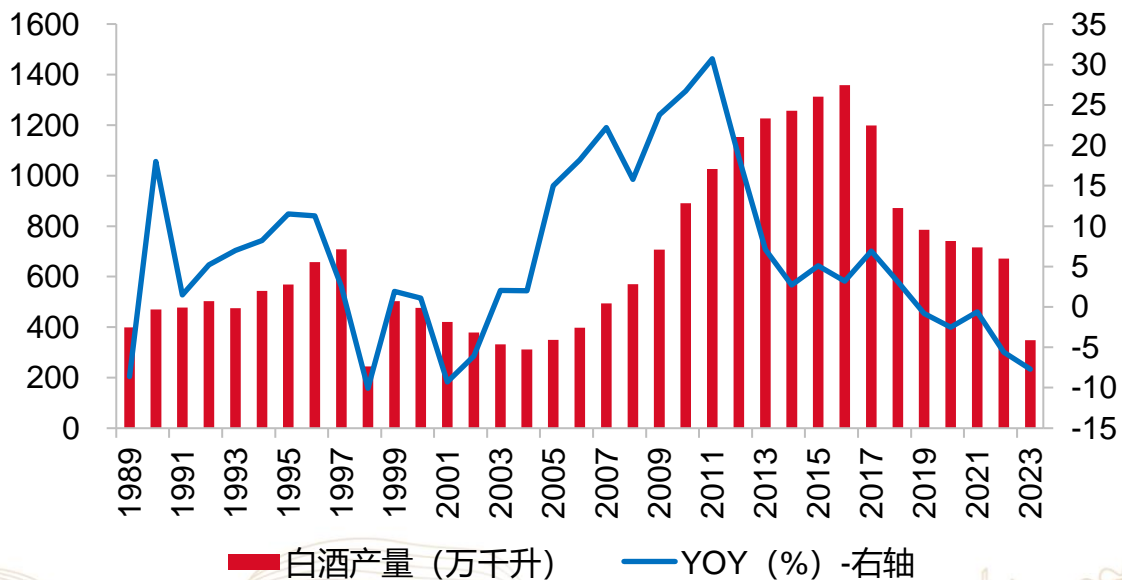
白酒指数与茅台批价走势相关性较强



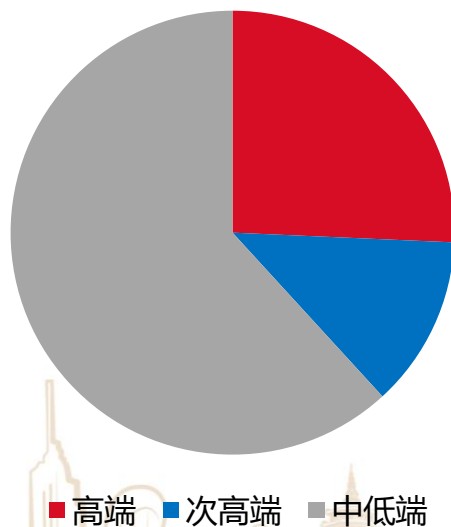
中长期：行业增速放缓，消费升级趋势不改

- 白酒产量2019年开始负增长，行业进入结构性成长阶段。从白酒的消费结构来看，自饮为最大消费场景，婚宴和商务场景承接了最大的消费量和消费频次。其中高端酒以商务以及收藏为主，次高端主要为商务婚宴，中低端主要为自饮需求。
- 在饮酒频次减少、高端化提升的背景下，我们认为（1）高端酒：提价带动品牌力，预计未来增量有限，但整体较为稳健；（2）次高端：婚宴及商务宴请消费升级带动行业扩容，短期波动不影响长期向上趋势。（3）中低端：自饮需求伴随消费者收入水平和消费习惯改变。

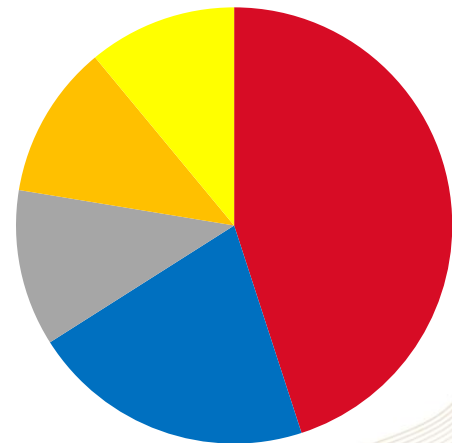
白酒产量及增速



白酒市场份额



白酒消费场景



白酒估值处于低位，安全边际较高

- 估值处于历史低位。截至2023年12月12日，申万白酒指数PEttm估值回落至25倍左右，处于近10年中位数以下，近5年6%分位数以下，近3年1%分位数以下。目前估值水平位于近5年底部，板块安全边际较高，行业配置价值凸显。

白酒板块PE走势



资料来源：Wind，东海证券研究所

白酒板块PE估值分位数（截至20231212）

白酒板块估值分位数	
最新估值	25.44
近1年分位数	0.41%
近3年分位数	0.14%
近5年分位数	5.28%
近10年分位数	36.76%

资料来源：Wind，东海证券研究所

贵州茅台：直销提升，产能扩张，业绩稳健

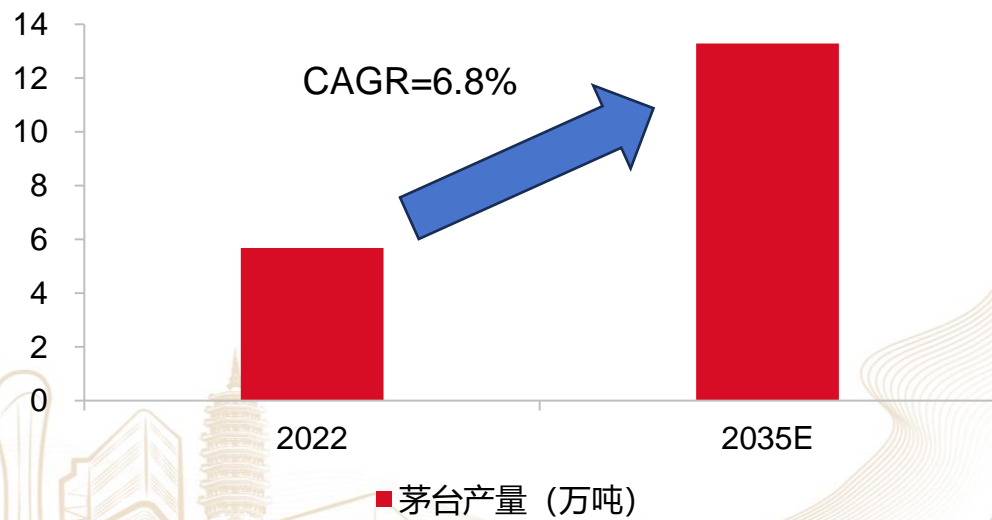
- **茅台酒**：根据贵州茅台十四五规划，到2035年，形成茅台酒产能达10万吨。若维持132%的产能利用率，预计2022-2035年产量CAGR达6.8%，远期产能有望进一步提升。**系列酒**：2022年系列酒产量达3.5万吨，预计3万吨酱香产能投产后将继续扩增。
- **渠道改革成效显著，直销占比不断提升**。2023年Q1-Q3直销营收462.07亿元(同比+44.93%)，占比达44.74%（同比+8.17pct），其中“i茅台”实现收入148.71亿元（同比+75.74%），占比达14.40%，同比+4.69pct。
- **投资观点**：在行业模式优、公司龙头地位明确，主业（茅台酒）优势强，第二曲线（系列酒）增长快的背景下，随着直营占比持续提升，渠道掌控能力提升，我们看好公司中长期价值。

贵州茅台酒类按产品和渠道收入（亿元）、同比增速

大类	小类	项目	2021	2022	2023Q1-Q3
按产品	茅台酒	收入	935	1078	873
		yoy	10.18%	15.37%	17.30%
	系列酒	收入	126	159	156
		yoy	26.06%	26.55%	24.35%
按渠道	直销	收入	240	494	462
		yoy	81.49%	105.49%	44.93%
	批发代理	收入	820	744	567
		yoy	0.55%	-9.31%	2.90%
合计	收入	1062	1241	1033	
	yoy	11.88%	16.87%	18.48%	

资料来源：公司公告，东海证券研究所

茅台产能预测



资料来源：公司公告，东海证券研究所

目 录

- 一、二级市场回顾
- 二、白酒：头部酒企多举措提振信心，行业配置价值凸显
- 三、大众品：渠道变革创新促发展，需求延续复苏有新“机”
- 四、风险提示

大众品：渠道变革创新促发展，需求延续复苏有新“机”

- 回顾2023年，大众品成本压力逐步缓解。2023年消费复苏缓慢，传统大众品需求承压，预制菜、零食等受益于渠道扩张以及产品的创新，业绩表现较佳。中长期来看，大众品需求和成本双重改善的逻辑清晰，部分细分板块呈现差异化发展。建议优先关注成长性较强的零食和预制菜，以及产品升级逻辑顺畅的乳制品。
- **零食**：零食量贩行业发展仍处在红利期，且行业集中度提升的逻辑清晰。11月两大零食量贩品牌战略合并，零食巨头宣布降价，行业内卷加剧，规模效应逐渐显现，上游品牌入场标准进一步提高，行业集中度向头部零食企业靠拢的逻辑得以验证。随着零食市场规模不断扩大及头部企业集中度提升，产品成长逻辑强、品牌及规模效应显著、渠道扩展增速较快的头部企业将优先受益，建议关注盐津铺子、甘源食品和劲仔食品。
- **速冻食品**：预制菜行业餐饮需求刚性，B端需求旺盛，正处于发展快车道且竞争格局相对分散，优先关注单品打造能力较强的龙头企业。预制菜凭借口味标准化，制作简易的特征，有效解决餐饮业的人力成本高企、出餐速度较慢的痛点，因此餐饮连锁化率提升、团餐增长与外卖发展共同驱动预制菜行业成长。建议关注产能、渠道优势明显的安井食品和产品品类持续丰富的千味央厨。
- **乳制品**：受益于原奶价格回落，乳企业绩弹性较高。随着消费者需求健康化和多元化，低温乳制品接受度提高，产品高端化趋势加速，建议关注产品结构不断升级以及DTC渠道渗透率持续提升的新乳业。

大众品：成本压力减弱，盈利能力改善

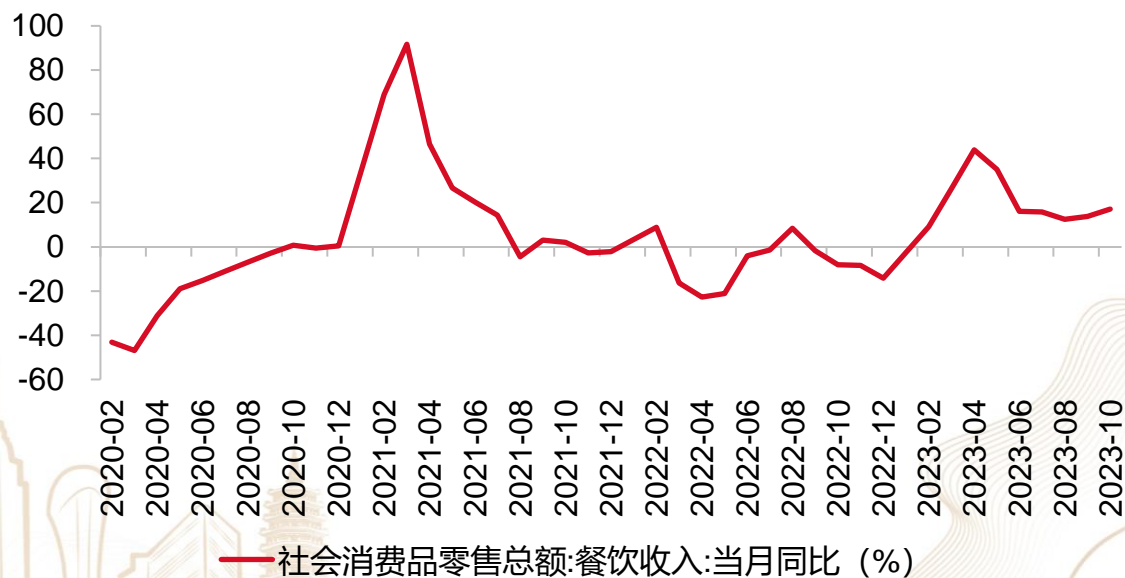
- **成本压力减弱。**在经历了过去两年的成本上行期后，2023年以来上游原材料和包材价格出现不同程度下跌。预计2024年受益于成本端的继续改善，部分大众品企业的盈利能力将得到提升。重视经营改善以及行业景气回升下优质企业的配置机会。
- **餐饮需求复苏。**2023年年初以来，随着消费场景的恢复，餐饮消费复苏强劲，需求持续旺盛。10月餐饮零售额当月值上升至4800亿元，处于历史较高水平，当月同比上涨17.1%。预计餐饮供应链相关板块有望受益。

主要原材料价格变化

	2022年涨跌幅	2023年初至今
生猪	13%	-20%
白羽鸡	-1%	-5%
生鲜乳	-4%	-11%
棕榈油	-16%	-15%
小麦	13%	-8%
豆粕	33%	-15%
PET	-6%	-3%
瓦楞纸	-14%	-9%

资料来源：Wind，东海证券研究所

社零餐饮收入增速

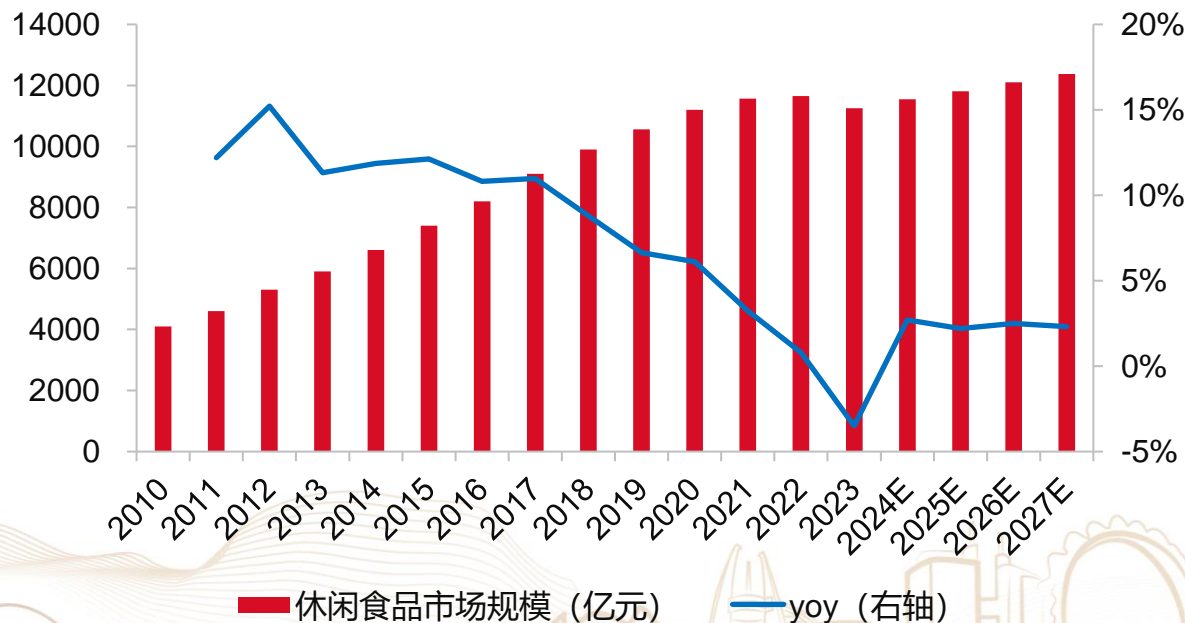


资料来源：Wind，东海证券研究所

零食：行业规模稳定增长，量贩渠道表现亮眼

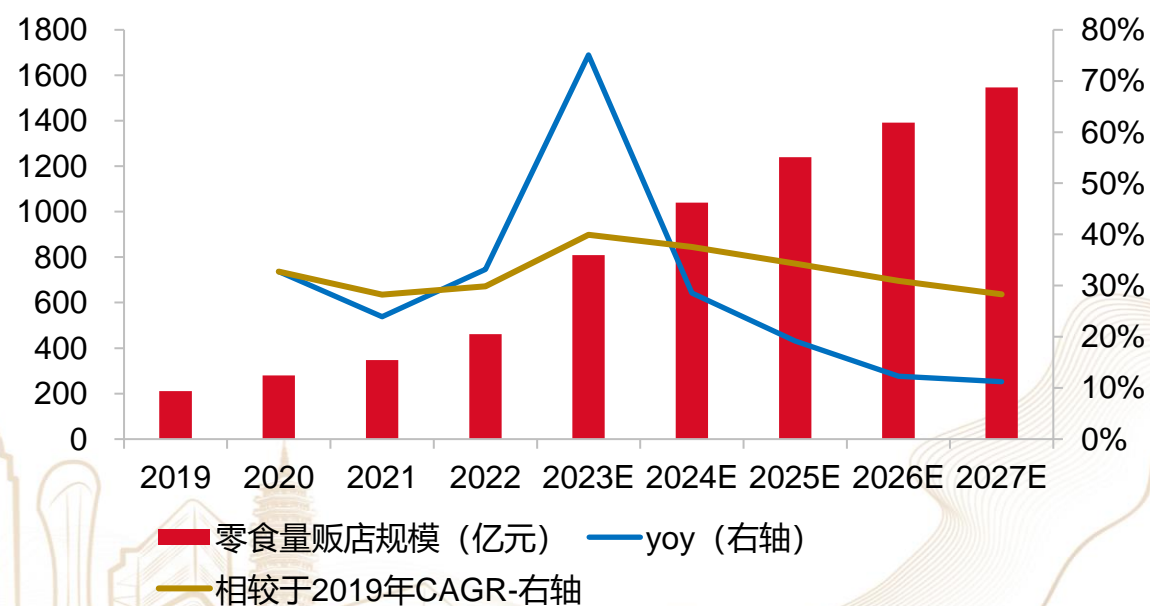
- 零食行业进入稳增长阶段，量贩店加速扩张。零食行业规模预计2025年达到1.18万亿元，同比增2.2%，行业进入稳增长阶段。其中，量贩零食店表现亮眼，2023年量贩市场规模同比增75.1%，保持较快增速。预计到2025年零食量贩店市场规模达1239亿，同比增11.2%。预计明年开始量贩店扩张速度将放缓，但门店下沉以及效率为王的趋势不变，将对零食品牌提出更高的要求。
- 零食量贩店顺应行业渠道的变革，兼具性价比和品类丰富度的需求，长期趋势稳定。其优势主要为：品种丰富且数量大；产品定价策略独特、门店运营能力以及供应链能力强，产品售卖效率高；渠道优势显著，以量换价，产品性价比高。未来零食企业的核心竞争力主要体现在一是产品品质以及差异化创新，二是供应链反应力及渠道建设能力。

休闲零食市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

零食量贩店市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

零食：渠道红利持续，行业整合加速

- **零食量贩跑马圈地，行业整合加速。**截至2023年10月，我国零食量贩店数量已经突破2.2万家，门店快速扩张。“零食很忙”与“赵一鸣零食”战略合并，合并后门店数超6500家，与万辰系占据头部两大品牌。头部品牌的合并扩张将有利于减少行业的竞争与内耗，提升采购的议价能力和运营效率。对于上游企业，行业整合加速后，品牌渗透率和规模效应也有望进一步提升。
- **行业内卷加剧，开启性价比竞争。**良品铺子宣布将实施成立十七年以来首次最大规模降价，主要集中在成本优化但不影响品质以及复购率高的300款零食上。这也是公司面对当前市场形势下做出的坚决果断的改革。近年来新型渠道的崛起对零食企业的成本控制和供应链效益提出了更高的要求，零食企业需要更加关注成本下行周期下的定价策略以及产品的差异化竞争力。

零食连锁店前10

品牌名称	门店数量	创立时间	主要地区
零食很忙	4000+	2017年	湖南、湖北、江西
好想来	4000+	2011年	江苏、安徽
赵一鸣零食	2500+	2015年	广东、江西、安徽
零食有鸣	2000+	2019年	四川、重庆、广东、河南
爱零食	1400+	2020年	湖南、湖北
糖巢	1400+	2011年	福建、广东
零食优选	1300+	2019年	湖南、湖北
戴永红	1000+	1996年	湖南
老婆大人	1000+	2010年	浙江
零食舱	600+	2021年	珠三角

零食：全渠道布局，发力量贩渠道

- 生产型公司有望获得先机。零食渠道型公司不直接进行生产，通过贸易获得增长。零食生产型公司对成本以及产品品质具有更强的把控能力，对于渠道的反应能力更强。盐津铺子、甘源食品、劲仔食品较早布局零食量贩渠道，获得了较快增速。零食行业进入追求高性价比阶段，具有高经营效率、高产品品质的企业有望优先获得行业发展红利。

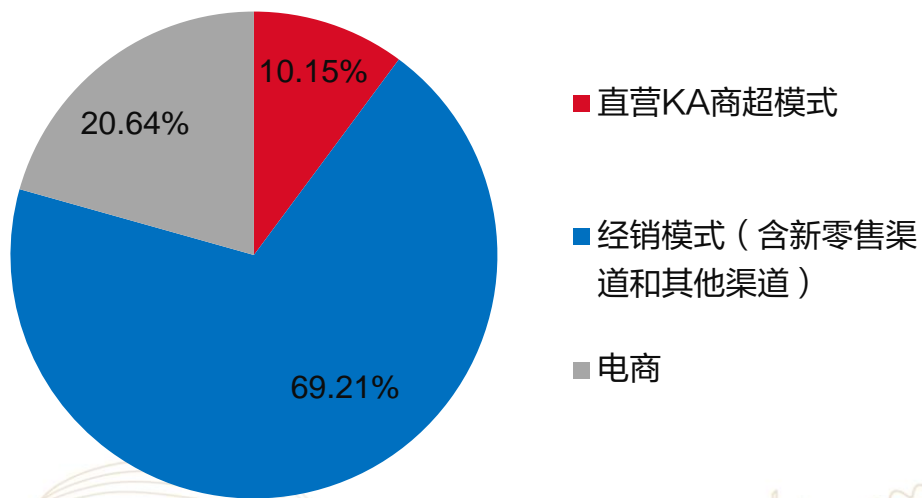
国内各类型代表零食企业情况

类型	公司名称	SKU	主要生产模式	渠道结构	2023年前三季度营业收入（亿元）	同比增速	2023年前三季度归母净利润（亿元）	同比增速
渠道型公司	三只松鼠	超过1000	OEM	全渠道，线下以连锁门店为主	45.82	-14%	1.70	81%
	良品铺子	超过1000	OEM	全渠道，线下以连锁门店为主	59.99	-1433%	1.91	-33%
	来伊份	超过1000	OEM	全渠道，线下以连锁门店为主	30.02	-761%	0.05	-94%
生产型公司	卫龙	聚焦	自产	线下以经销为主	23.69	295%	4.47	271%
	劲仔食品	聚焦	自产	线下经销为主，积极布局量贩渠道	14.93	4780%	1.33	47%
	洽洽食品	聚焦	自产	线下经销为主	44.78	225%	5.06	-19%
	盐津铺子	聚焦	自产	经销为主，积极布局量贩渠道	30.05	5288%	3.96	81%
	甘源食品	聚焦	自产	经销为主，直营为辅，积极布局量贩渠道	13.14	3581%	2.14	139%

盐津铺子：产品和渠道共同驱动，势能延续向上

- 聚焦七大品类，打造核心竞争力。公司聚焦辣卤零食、深海零食、休闲烘焙、薯类零食、蛋类零食、蒟蒻果冻、果干坚果等七大品类，以高性价比、高品质的产品满足消费者的需求，其中类魔芋丝、鱼豆腐、薯片等保持较高增速。
- 与零食量贩深度合作，深耕下沉市场。公司是最早拥抱零食连锁渠道的企业，其多品类战略与零食连锁渠道的多品类需求深度契合。公司对渠道的反应能力较强。目前零食很忙是盐津铺子的第一大客户，零食很忙部分品牌定制产品由盐津铺子完工。因此，基于整体供应链实力以及制造端的能力，公司有望充分有益于零食量贩渠道的崛起。

公司各渠道营收占比（截至20230630）



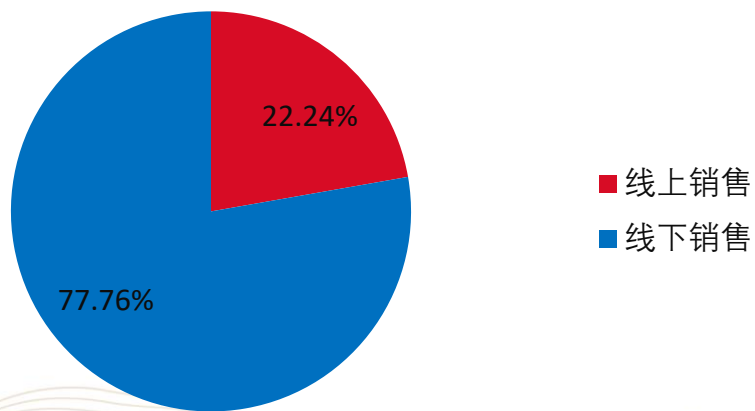
盐津铺子七大品类矩阵



劲仔食品：大包装升级战略，渠道改革顺利

- 公司2021年进行产品改革推出大包装，坚持大包装+散称的产品策略，借助改革顺利进入高势能渠道，最大化接触潜在消费人群。在产品方面，目前有“小鱼、鹌鹑蛋、豆干、肉干、魔芋、素肉”六大产品系列，以“超十亿级”单品小鱼为核心，“潜力十亿级”单品鹌鹑蛋为第二曲线。公司不断研发、推出新品类零食满足消费者的各种口味需求。同时公司具备较强的自产能力，通过强大的供应链能力公司可以有效控制成本以及保证产品质量，随着规模增长公司净利率水平有望进一步提升。
- 在渠道方面，公司与头部零食量贩系统进行合作，同时切入高端会员店渠道。在目前零食专营店全国范围内崛起背景下，零食专营店红利仍将持续，公司顺应零食渠道变革，长期发展值得期待。

劲仔食品各渠道营收占比（20230630）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

劲仔食品品牌矩阵

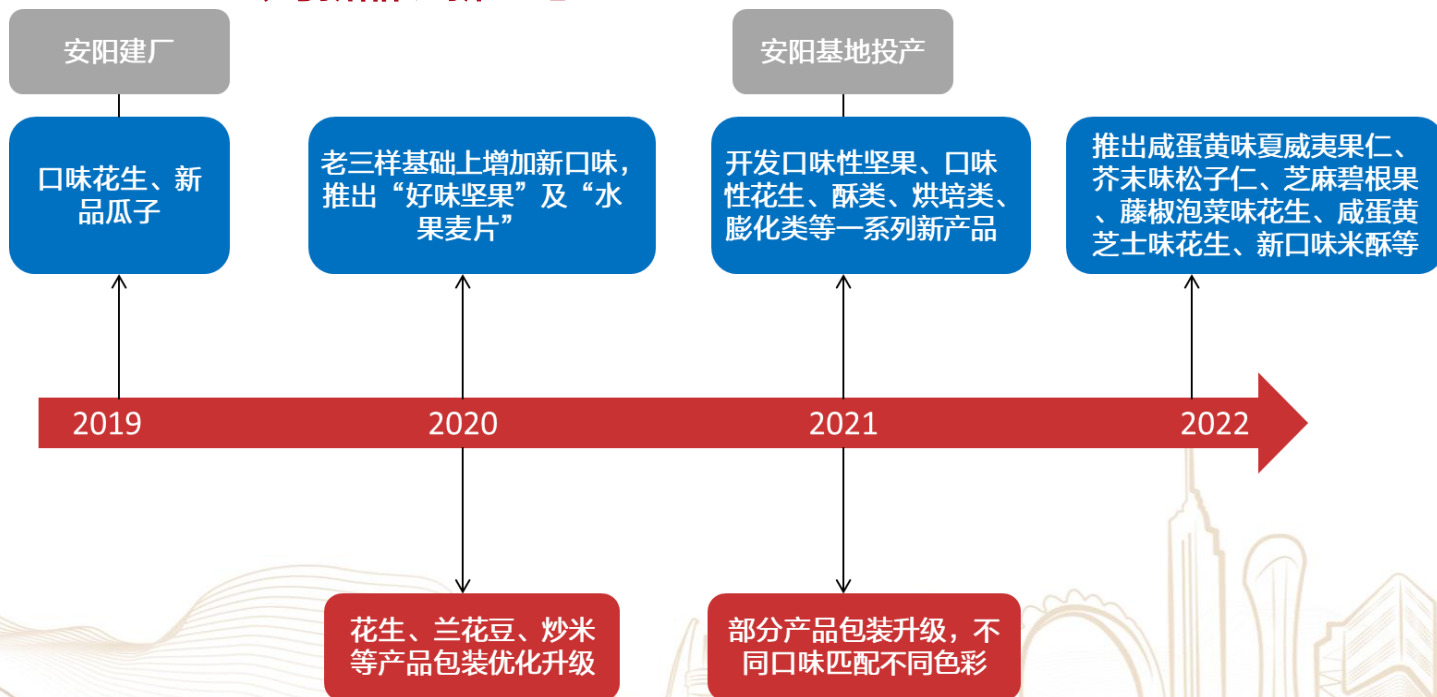


资料来源：公司官网，东海证券研究所

甘源食品：把握“老三样”，开拓第二增长曲线

- 公司早期通过率先推出蟹黄口味瓜子仁和蚕豆迅速抢占籽类坚果市场，确立了籽类在休闲食品市场的领导地位。公司老三样即瓜子仁、蚕豆、青豆，目前贡献主要利润。公司综合果仁及豆果业务增长迅速，公司芥末味夏威夷果更是成为山姆“爆款”产品，多种口味树坚果已经成为公司利润的第二增长曲线。公司通过线上线下全渠道销售以及推出新品类完善产品矩阵不断提升品牌影响力。公司在口味型树坚果抢占先发优势，拥有产品、渠道、生产壁垒，有望借助“空窗期”不断提升市场占有率。

公司新品、新基地



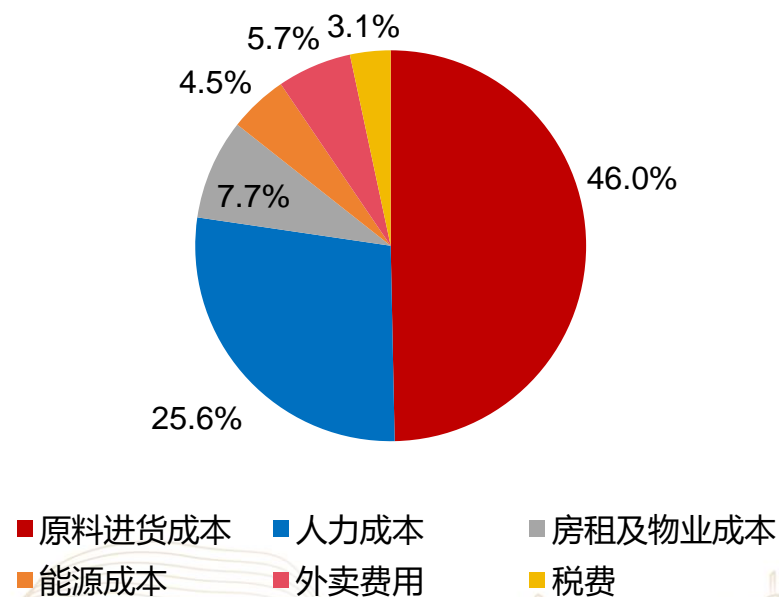
公司定量专柜展示



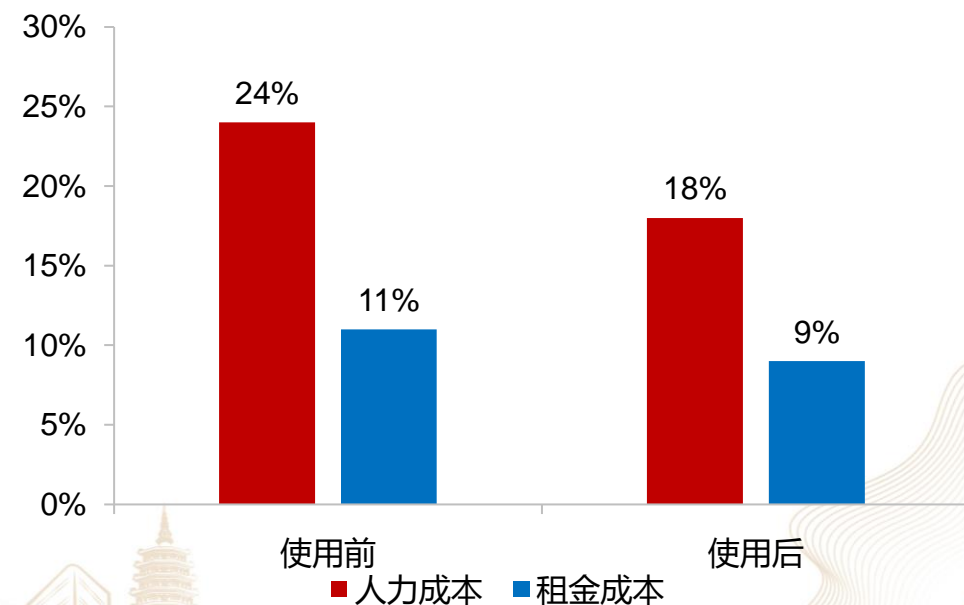
速冻品：预制菜解决成本痛点，助力餐饮业降本增效

- 预制菜有效降低人力和租金成本，助力连锁餐饮发展。当前人力和房租成本占比较高且增长幅度大，随着经济发展及通货膨胀，未来房租和人工成本或将持续增加，倒逼餐饮企业优化餐饮供应链。2022年餐饮人力和房租成本共占营收的33.3%，人力和房租成本分别同比增长4.8%和3.6%。餐饮企业通过使用预制菜能减少对于大厨的依赖和缩减后厨面积，达到降本增效的目的，引入预制菜的餐厅成本可以节约达8个点，其中人力成本节约6个点。

2022年餐饮成本占营收比例



餐饮行业使用预制菜可有效降低人力、租金成本



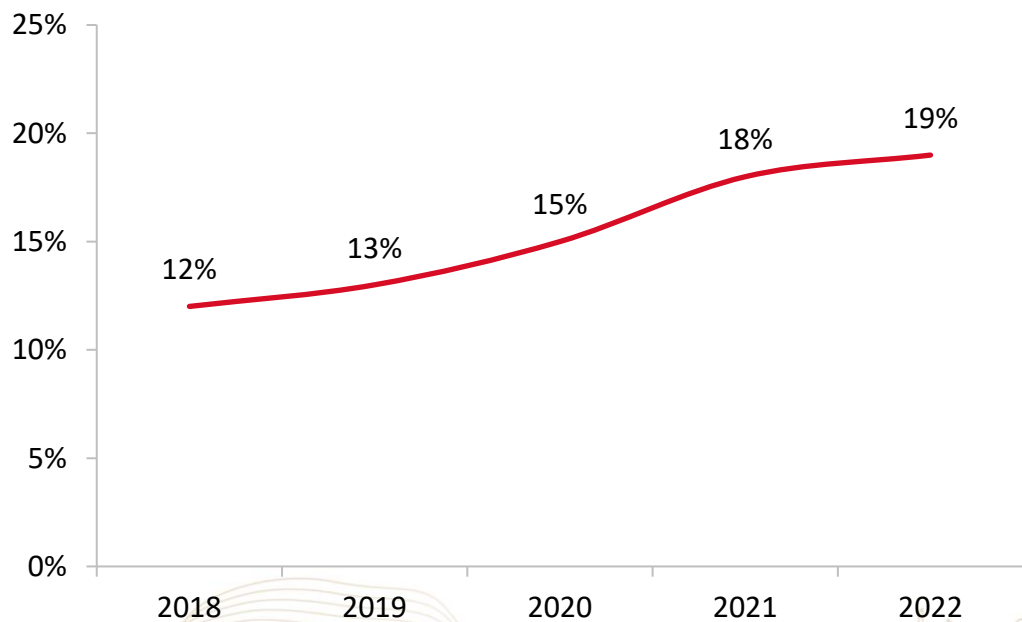
资料来源：《2023中国餐饮业年度报告》，东海证券研究所

资料来源：《2022年中国连锁餐饮报告》，东海证券研究所

餐饮工业化大势所趋，中游制造企业充分受益

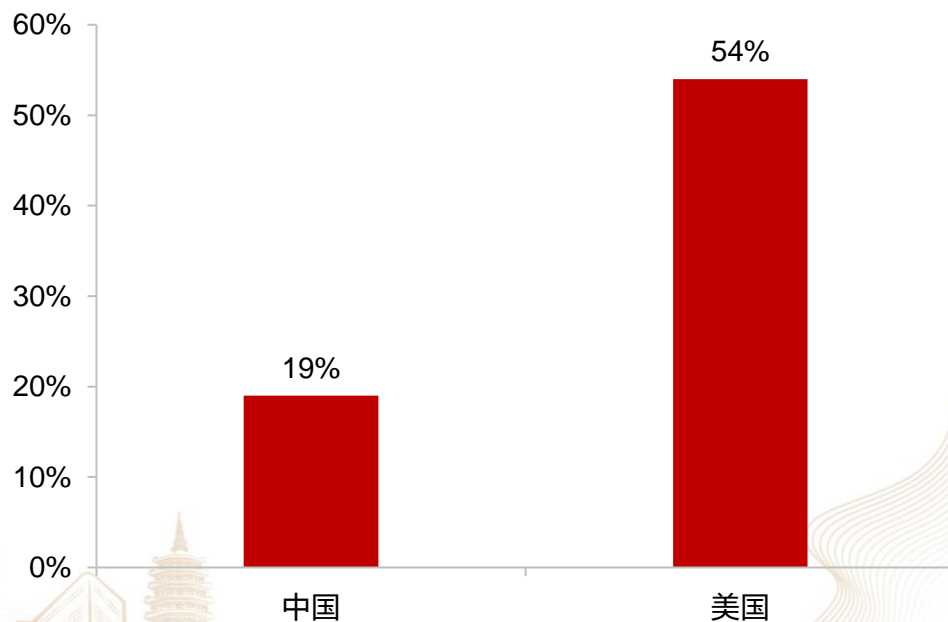
- 连锁化率提升为核心需求驱动，预制菜未来发展空间巨大。连锁餐饮企业在快速拓店的过程中，要保证餐品品质一致以及注重出餐速度，预制菜的特征能够完美适配。连锁化经营是餐饮品牌发展的必经之路，2022年我国餐饮市场连锁化率相比2018年提升7pct至19%，但当前中国餐饮连锁化率仍远低于美国餐饮连锁化率的54%，预制菜未来发展空间巨大。

2018-2022年中国餐饮连锁化率逐步提升



资料来源：美团，东海证券研究所

2022年中国、美国餐饮连锁化率对比

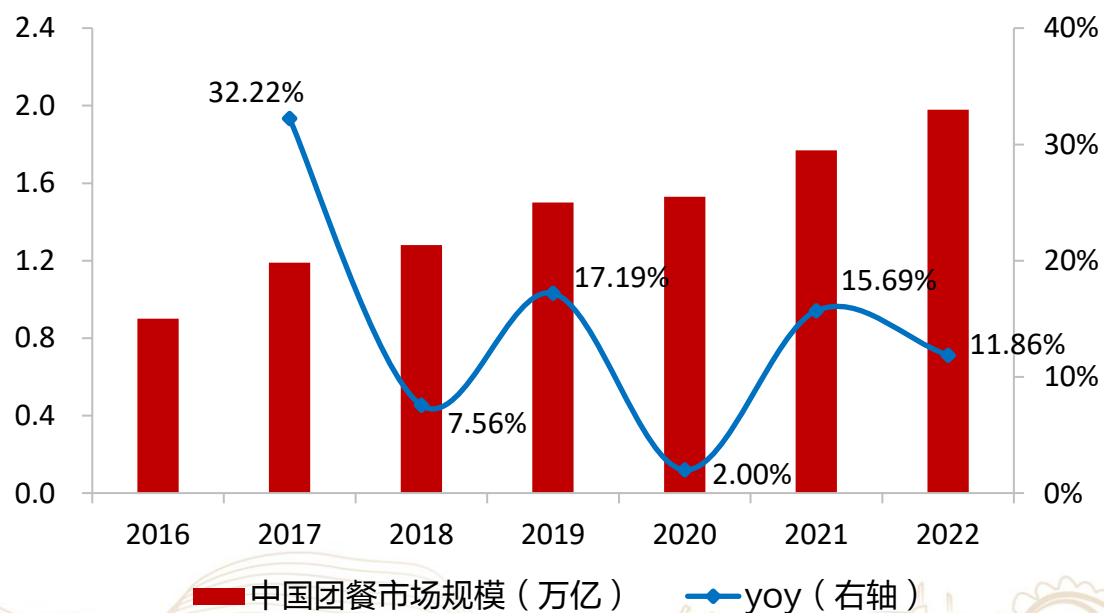


资料来源：《2023中国餐饮加盟行业白皮书》，东海证券研究所

餐饮工业化大势所趋，中游制造企业充分受益

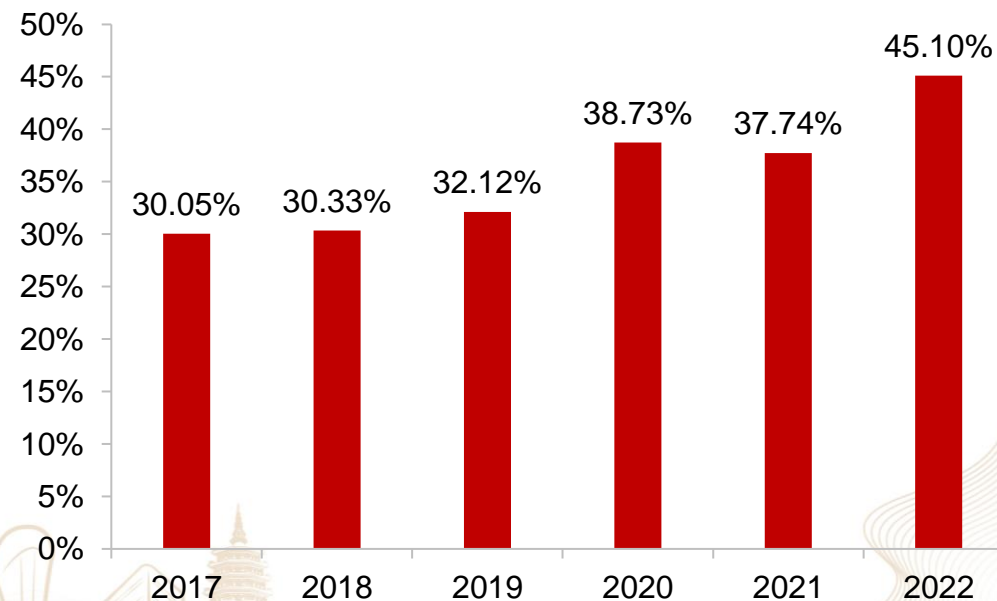
- **团餐稳步增长，推动预制菜成长。**团餐主要服务于校园、机关、企事业单位等大型团体，具有采购计划性强，采购量大，供餐时段集中的特点，因此对预制菜中的即烹食品需求较大。近些年团餐市场稳步增长，在餐饮业中占比不断提升，助推预制菜行业发展，2017-2022年团餐行业规模CAGR为10.72%，2022年团餐占餐饮业比例较2017年提升15.05pct至45.10%。

2016-2022年中国团餐市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

2017-2022年团餐占餐饮业比重

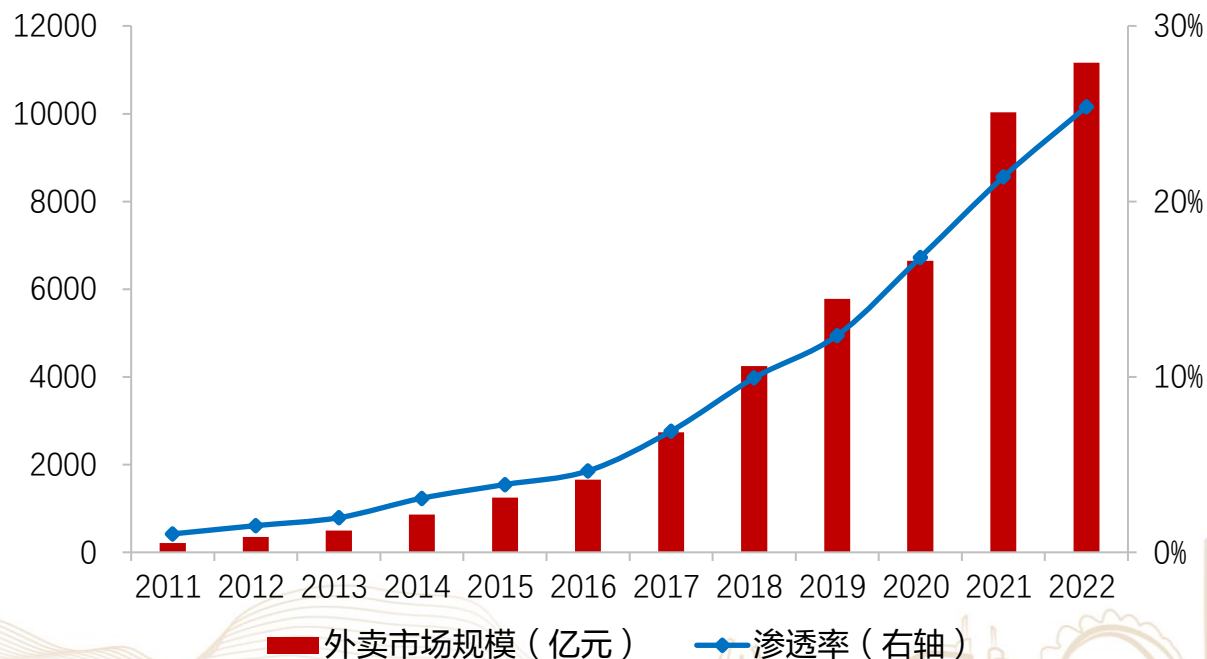


资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

餐饮工业化大势所趋，中游制造企业充分受益

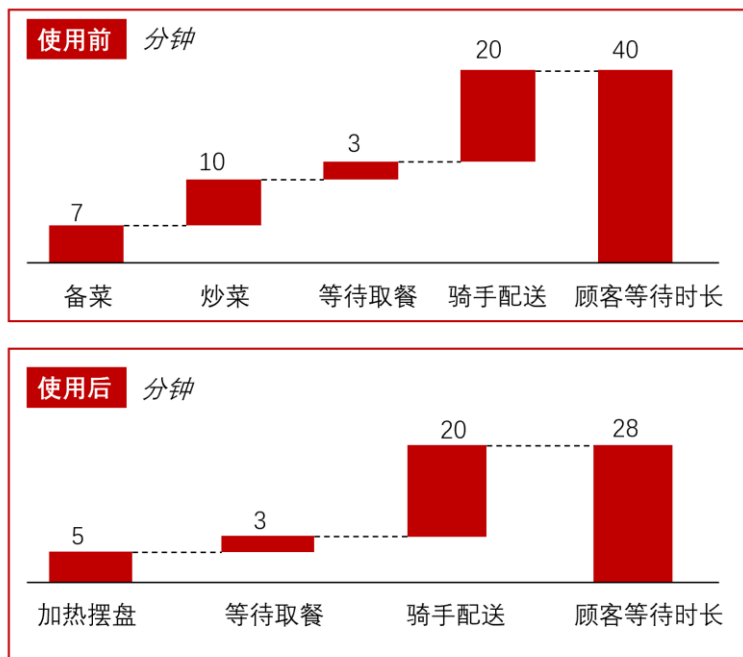
- **外卖渗透率持续提升，推动预制菜发展。** 外卖场景侧重于出餐速度和操作简便度两方面，因此催生出即热食品的料理包。使用料理包后，餐品制作时长可缩短12分钟，顾客等待时长减少至28分钟。根据艾媒咨询的数据，2022年在线餐饮外卖市场规模达1.1万亿，渗透率达25.4%。疫情催化下，外卖渗透率提升开始加速，且外卖企业新增注册量明显增加，进一步推动预制菜发展。

中国外卖市场和渗透率走势



资料来源：中国饭店协会，艾媒咨询，东海证券研究所
注：渗透率为外卖市场规模/餐饮市场规模

使用预制菜显著提升外卖出餐效率

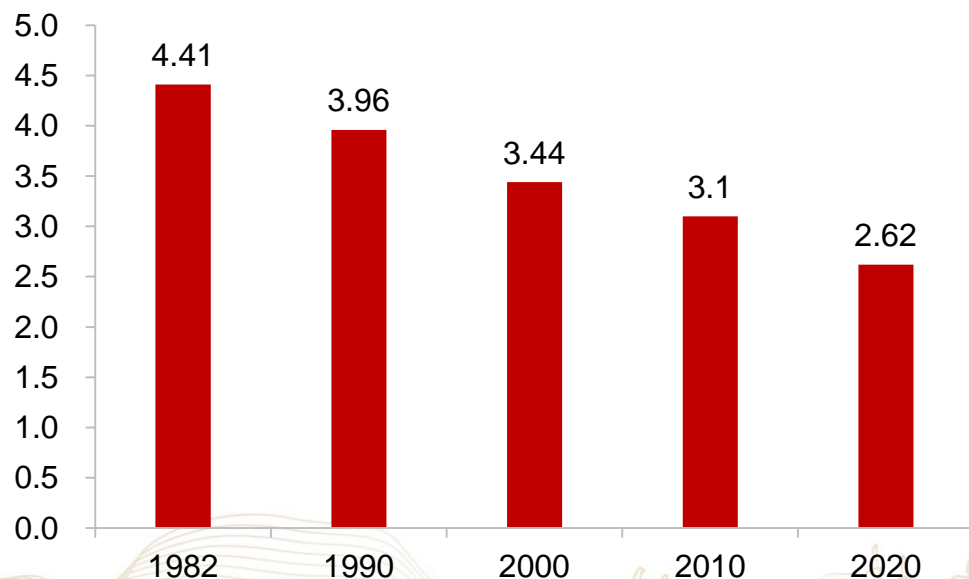


资料来源：《2022年中国连锁餐饮报告》，东海证券研究所

餐饮工业化大势所趋，中游制造企业充分受益

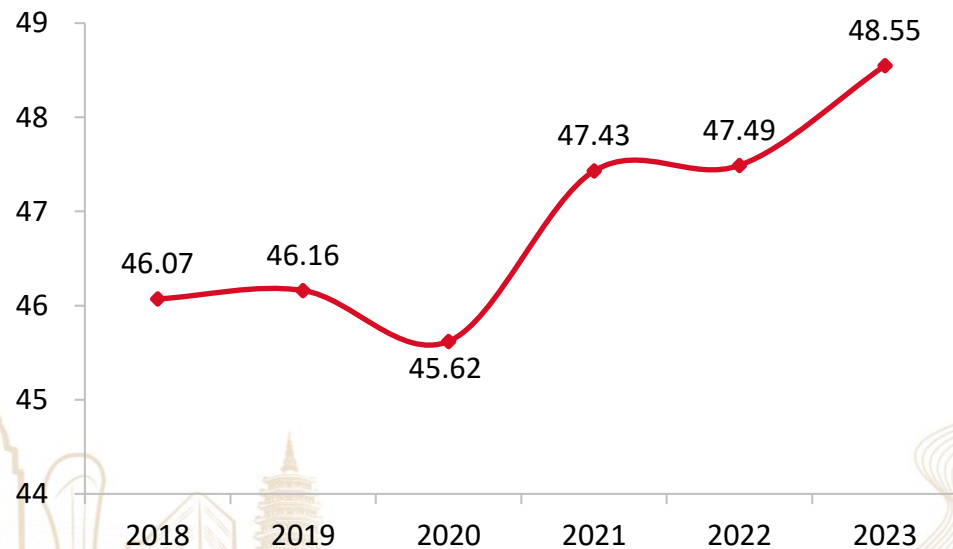
- 家庭结构及生活节奏改变增加对于预制菜的需求。我国当前阶段类似于日本1980年后的双职工家庭增多和家庭小型化的趋势，2010-2020年我国户均人数从3.10人下降至2.62人。同时，因生活压力持续提升，人均每周工作时长不断增加，2022年较2018年大约上升2.5个小时至48.55小时，对烹饪时间在5-10分钟内，且比外卖的料理包（低端预制菜）更健康的预制菜需求较大。

我国家庭户均人数（人）



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

我国就业人员每周平均工作时间（小时）

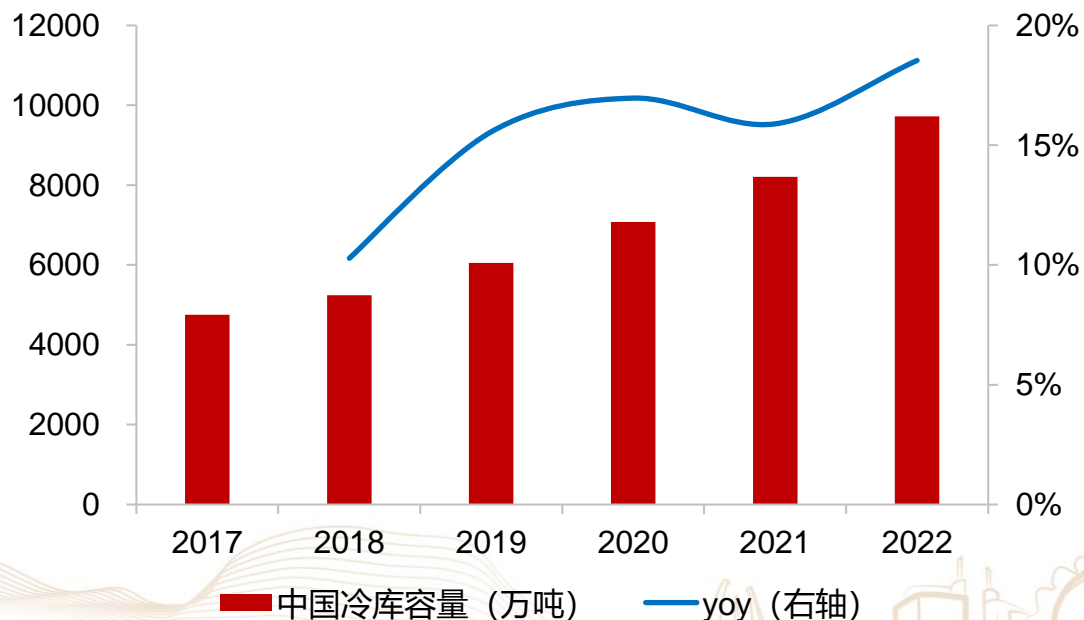


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

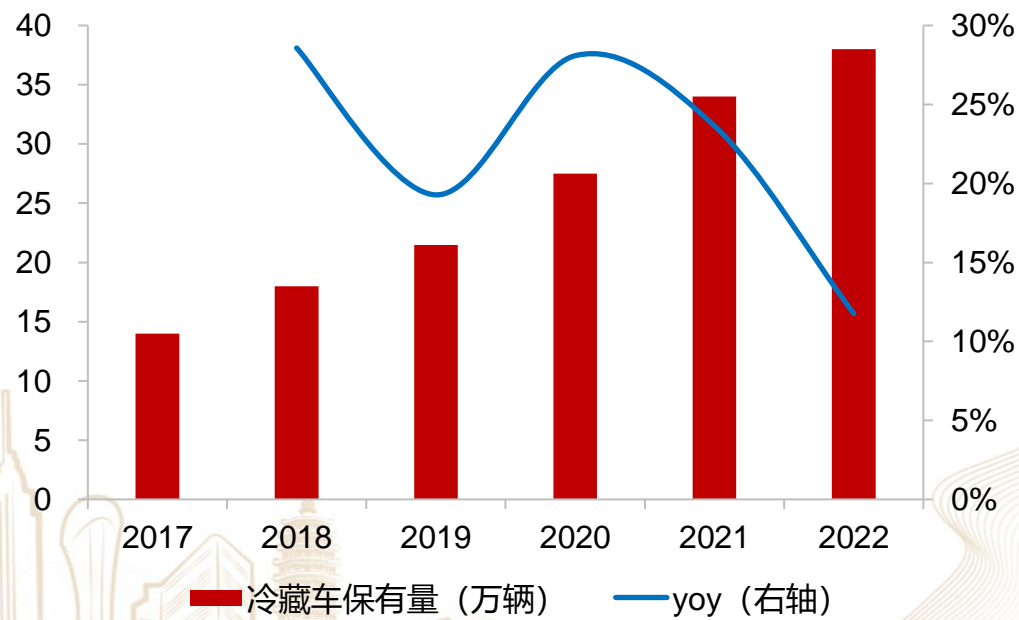
餐饮工业化大势所趋，中游制造企业充分受益

- **冷链物流快速发展，助力预制菜销售半径扩大。**预制菜主要依赖低温保持新鲜度，早期受限于冷冻技术及冷链运输的高成本，因此销售半径较小。随着速冻技术的发展，预制菜储存时间大幅延长以及冷链物流维持较快发展，大幅降低了企业物流配送成本，预制菜的辐射范围有所扩大，2017-2022年，冷库容量、冷库车保有量CAGR分别为15.41%、22.10%。2021年12月，国务院办公厅印发《“十四五”冷链物流发展规划的通知》，提出2025年初步形成衔接产地销地、覆盖城市乡村及联通国内国际的冷链物流网络，将进一步扩大预制菜的销售半径。

2017-2022年我国冷库容量CAGR为15.41%



2017-2022年我国冷藏车保有量CAGR为22.10%



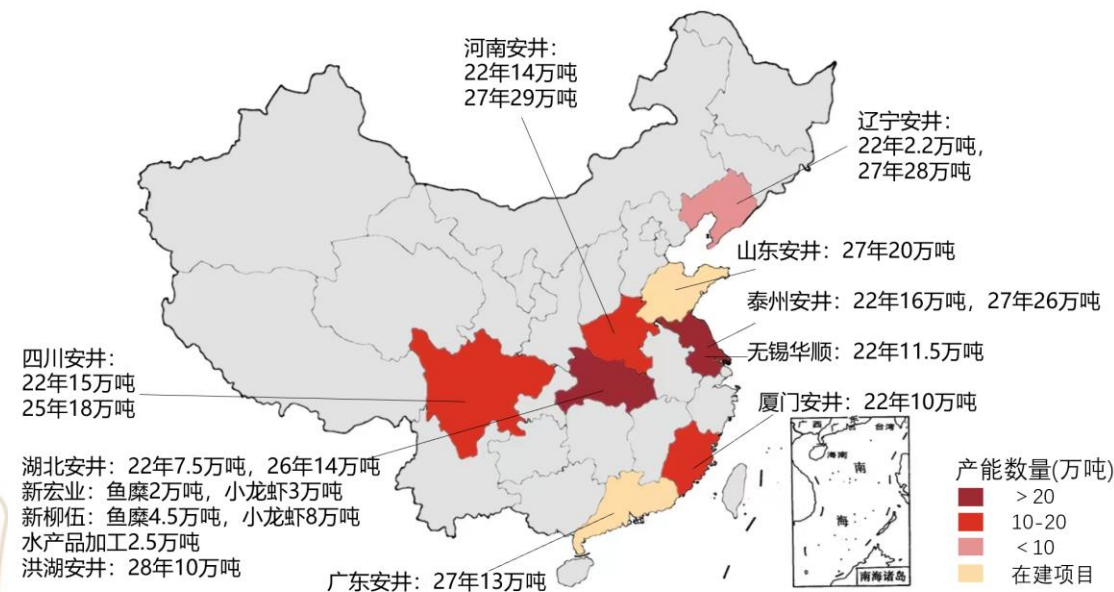
安井食品：供应链优势明显，助力预制菜快速放量

- **核心优势：**（1）市场敏锐度为公司核心竞争力，助力公司快速挖掘出大单品。公司研发能力强，拥有国家级企业技术中心，同时拥有敏锐的市场嗅觉，因此当察觉到市场表现优异的产品，可采取及时跟进、适度创新策略，快速形成大单品。（2）贴身支持赋能经销商，经销商人均销售额高且黏性强。公司经销体系完善，通过“贴身支持”（每3个销售人员服务1个经销商，为经销商打通销售渠道，增加渠道粘度等）赋能经销商，因此公司单经销商销售额高于友商且经销商黏性强。随着预制菜产品的丰富，我们认为后续对于菜肴类渠道的建设速度相比竞对更快。（3）产能布局降低运输成本，规模效应优势凸显。公司在全国8个省份已布局12个生产基地，随着明年山东、广东及洪湖投产，运输费用将进一步降低，规模效应优势进一步凸显。

公司产品矩阵及2022年核心大单品规模



安井工厂布局及产量情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

资料来源：公司公告，东海证券研究所

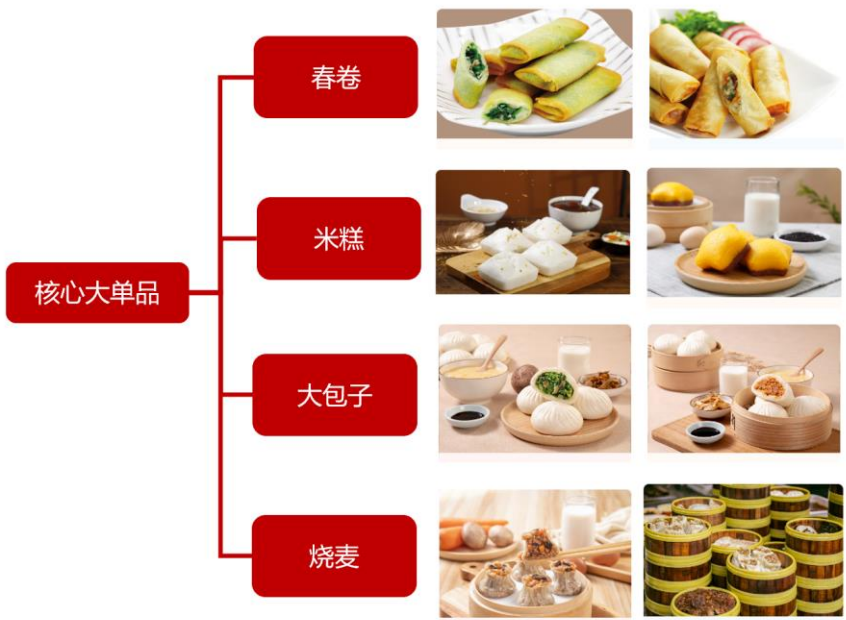
千味央厨：产品渠道齐发力，抢占餐饮工业化蓝海

- **核心优势：（1）响应速度快，定制能力强。**公司预制菜业务拥有能够对接大B定制需求的能力和资源，基于长期和大客户合作，能够精准把握客户的运营情况和需求，有利于推出契合客户需求的定制化预制菜。
- **（2）产品持续推新能力。**一方面，公司大单品研发意识强，已打造出油条、蒸煎饺两个大单品，另一方面，公司产品研发为平台化思维，有助于公司实现场景的拓展并突破B端场景中品类规模的限制，通过结合流行元素可实现产品创新，因此中长期具备持续推新的能力。

千味央厨核心客户



千味潜在核心大单品



乳制品：技术革新和冷链发展，带来低温奶阶段性高增

- 乳制品消费趋势向好，低温奶引领成长：消费端稳健增长是我国经济高质量发展的重要保障，在未来“双循环”与“共同富裕”的背景下，其地位将会得到进一步巩固。低温奶发展趋势明确，市场潜力巨大，根据中国奶业协会和国家奶牛产业技术体系产业经济研究室等行业权威机构的分析研究表明，即我国乳制品消费具备一定的增长空间，各子品类出现显著分化，牛奶消费市场将长期以常温白奶为主，以鲜为代表的低温奶受益于技术革新（超级巴氏奶）和冷链发展等因素，将迎来阶段性高成长。

常温奶与低温奶优势对比

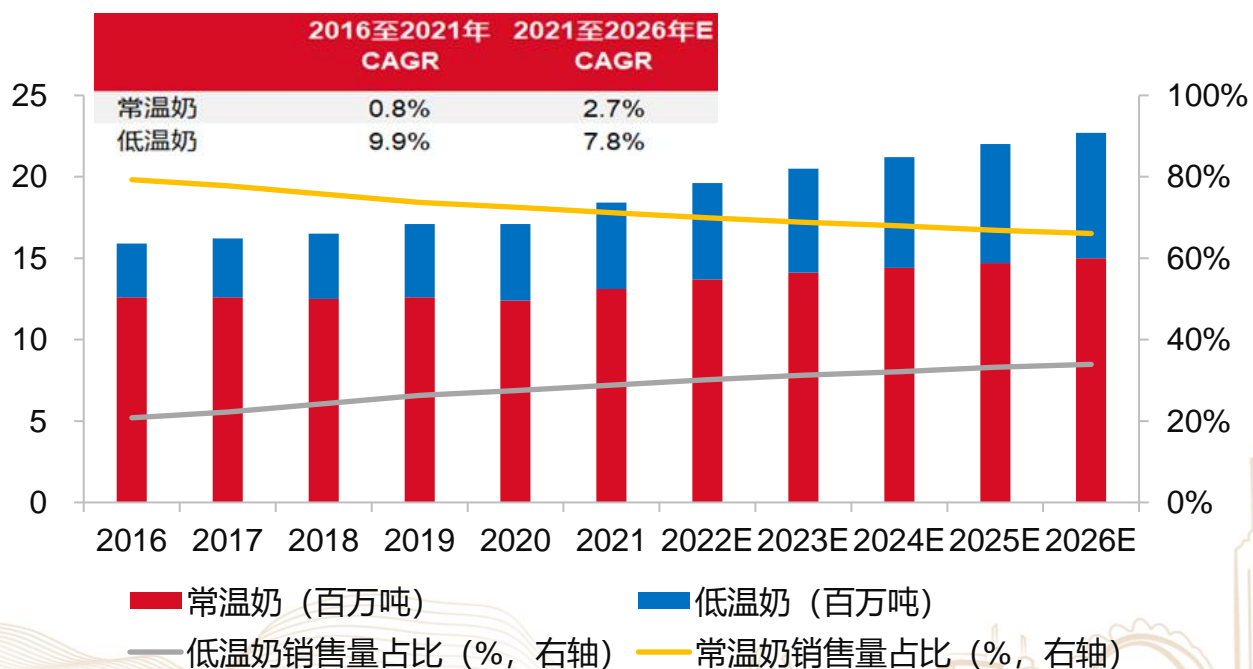
常温奶和巴氏鲜奶对比情况						
牛奶种类	灭菌方式	温度	消毒时间	保质期	储存方式	销售半径
常温奶（超高温灭菌奶）	超高温瞬时灭菌技术（UHT）	135-145°C	加热4秒左右	1-6个月	利乐包装的成箱奶	全国性
低温奶（巴氏奶）	巴氏消毒法	72-85°C	加热10-15秒	1-7天	全程冷链运输保藏	区域性



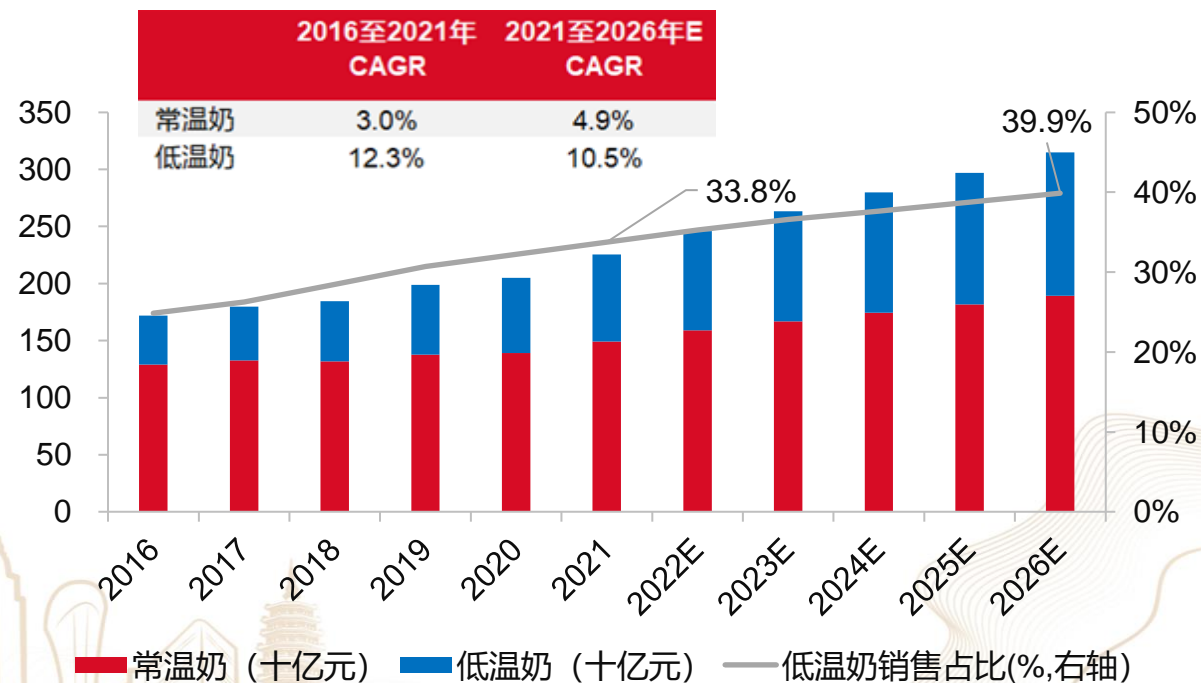
乳制品：技术革新和冷链发展，带来低温奶阶段性高增

- 近年来，消费者对乳制品的营养价值、口味口感、以及新鲜度的要求不断提高，国民对低温奶的需求明显提升，促使低温奶市场规模快速增长。2022年，中国低温奶零售总额预计达867亿元，2016-2021年CAGR为12.3%，远超同期常温奶的CAGR 3.0%；预计至2026年，中国低温奶零售总额有望增长至1255亿元，2021-2026年CAGR达10.5%，亦远高于常温奶的CAGR 4.9%，可以说，中国低温奶快速发展的趋势明确，市场仍处在黄金发展期。

2016-2026年E液态奶零售总量（百万吨）及结构



2016-2026年E液态奶零售额（十亿）及销售结构

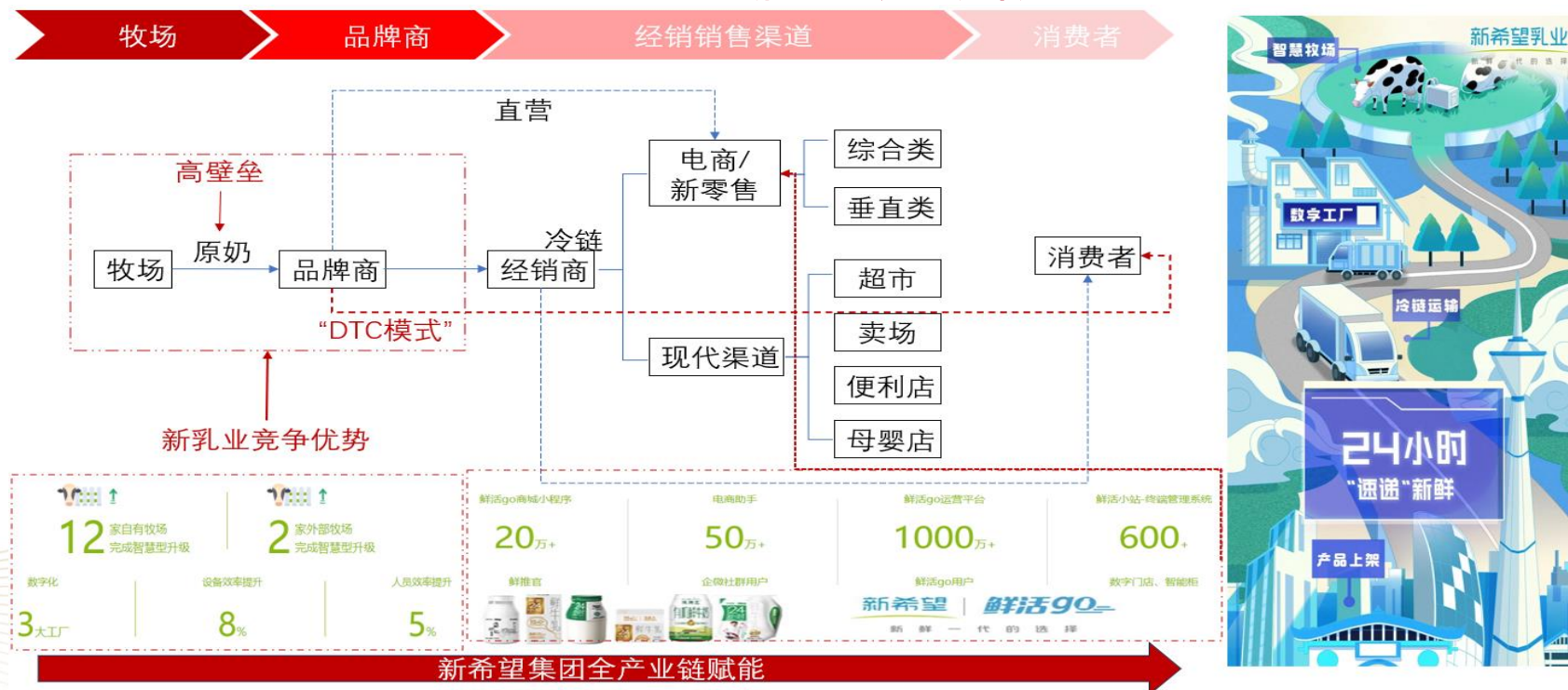


资料来源：澳亚集团招股说明书、中国奶业协会、弗洛斯特沙利文、东海证券研究所
注：常温奶是指超高温灭菌奶，低温奶是指巴氏杀菌奶

乳制品：新乳业践行落实“鲜战略”，专注低温乳制品赛道，成长可期

- 内生为主，并购为辅，提质增效奠定发展基础：**新乳业成立于2006年，前身为新希望集团乳业事业部，2011年完成股份改革从新希望集团剥离，成立现在的新乳业公司，主要从事乳制品、饮料和冷冻食品的研发和经营，依托新希望集团在西南地区深耕多年所积攒的品牌口碑、农牧业资源以及资本资源，在立足于西南地区的同时，通过2002年初创期、2015年和2019年起始的三轮并购整合快速实现跨区域布局，现已完成对华东、华中、华北、西北的全产业链深度布局，在重点经营城市周边，建立了完善的冷链配送体系和成熟的市场营销网络，凭借优质稳定的奶源和新鲜安全的产品品质，形成了绝佳的行业口碑品牌形象，是目前我国最具有活力与创新力的乳业企业之一。

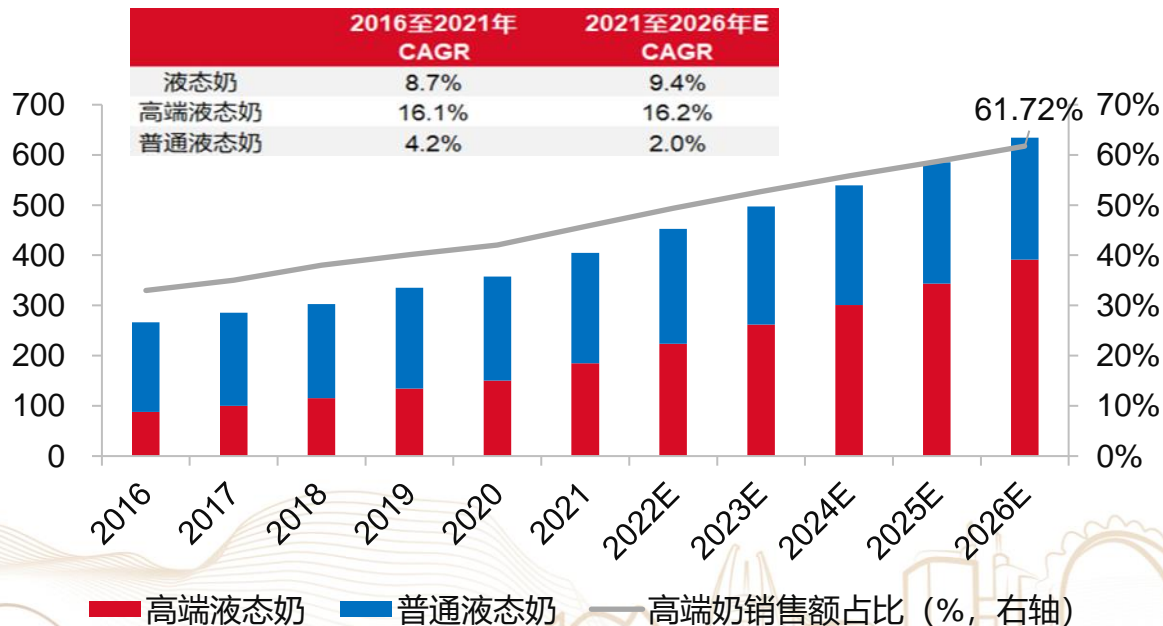
新乳业全产业链布局



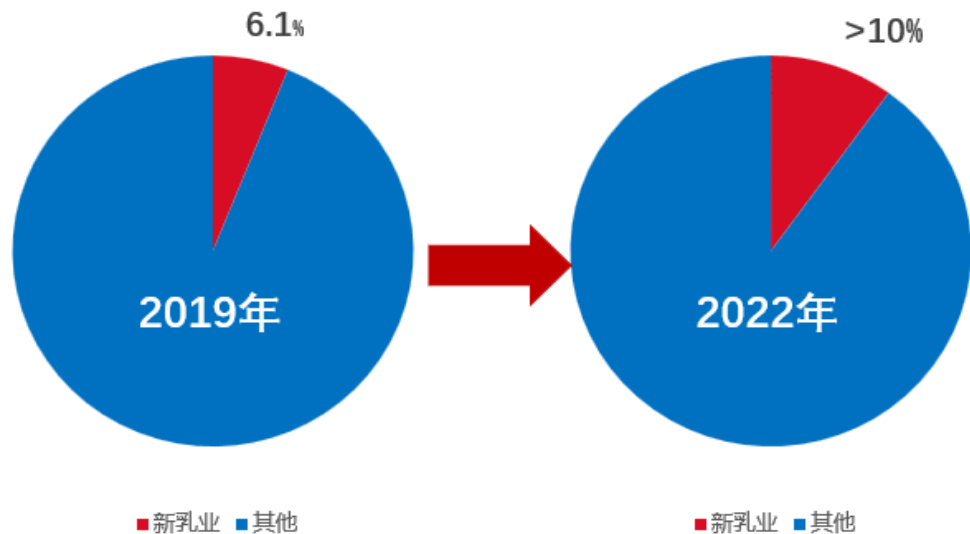
新乳业：践行落实“鲜战略”，专注低温乳制品赛道，成长可期

- 新乳业以高品质、高营养及高溢价的低温奶高值产品为发展核心，理由之一是低温奶全产业链进入门槛高，限定了一般行业进入者。理由之二是客户粘性强，稳定性好（消费者对产品品牌及服务认可和信任的条件下）；理由之三是过去几年市场规模和增速表现优异（例如高端液态奶是产品价格不低于20元/升，市场份额增速由2016年的32.98%提升至2021年的45.71%；市场规模增速由2016-2021CAGR达16.1%，远超普通液态奶的4.2%），2021年市场规模已达1849亿元；理由之四是潜在市场空间广阔（未来几年2021-2026年E），高端液态奶市场规模将持续2位数增长（预计CAGR16.2%，远高于普通液态奶的2.0%），并预计2026年有望占领超60%中国液态奶市场份额。截止2023年H1，公司以低温高端乳制品为主的唯品乳业整体营业收入同比增长超30%，增速远超行业平均水平，公司借势“鲜战略”提升产品的鲜能力，专攻低温高值乳制品赛道，强势抢占低温高值产品市场，成长可期。

2016-2026年E液态奶零售额、增速及结构



新乳业2019年与2022年低温奶市占率变化



部分公司盈利预测

证券简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			归母净利润增速(%)			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
贵州茅台	21,481	742.45	882.25	1,025.49	18.38	18.83	16.24	28.93	24.35	20.95
五粮液	5,407	302.63	343.91	390.87	13.38	13.64	13.65	17.87	15.72	13.83
泸州老窖	2,715	132.13	162.71	197.47	27.47	23.15	21.36	20.55	16.69	13.75
山西汾酒	2,812	104.96	130.64	160.15	29.65	24.47	22.59	26.79	21.52	17.56
酒鬼酒	225	7.23	9.39	11.88	-31.07	29.86	26.59	31.12	23.96	18.93
舍得酒业	310	18.30	22.41	27.72	8.60	22.45	23.70	16.94	13.83	11.18
古井贡酒	1,127	44.41	57.12	71.47	41.29	28.61	25.13	29.03	22.57	18.03
迎驾贡酒	559	22.56	28.21	34.71	32.33	25.03	23.01	24.79	19.83	16.12
洋河股份	1,708	107.25	124.81	144.53	14.37	16.37	15.80	15.92	13.68	11.82
今世缘	641	31.53	39.21	48.15	25.98	24.36	22.79	20.32	16.34	13.31
口子窖	276	18.00	21.19	24.66	16.12	17.70	16.41	15.35	13.04	11.20
金种子酒	132	0.16	2.00	4.43	108.48	1,157.98	122.01	835.27	66.35	29.89
盐津铺子	143	5.17	6.78	8.60	71.52	31.15	26.78	27.75	21.16	16.69
劲仔食品	55	1.81	2.41	3.07	45.34	33.23	26.98	30.32	22.76	17.92
甘源食品	71	2.91	3.73	4.67	83.79	28.28	25.12	24.32	18.96	15.15
伊利股份	1,684	106.68	121.56	138.81	13.12	13.94	14.19	15.78	13.85	12.13
光明乳业	125	6.13	7.21	8.43	70.09	17.45	17.00	20.38	17.35	14.83
新乳业	103	4.77	6.34	7.96	32.06	32.78	25.58	21.63	16.29	12.97
东鹏饮料	744	20.00	25.69	31.90	38.87	28.42	24.16	37.22	28.98	23.34
千味央厨	47	1.47	1.95	2.49	44.66	32.30	27.69	31.82	24.04	18.84
安井食品	309	15.68	18.92	23.14	42.39	20.69	22.30	19.71	16.33	13.36

目 录

- 一、二级市场回顾
- 二、白酒：头部酒企多举措提振信心，行业配置价值凸显
- 三、大众品：渠道变革创新促发展，需求延续复苏有新“机”
- 四、风险提示

风险提示

- （1）宏观经济的影响：消费受宏观经济发展水平影响较大，经济增速不及预期可能会导致消费力减弱。
- （2）成本波动的影响：如果发生严重的自然灾害，则会对上游农产品价格产生影响，同时包材等原材料价格的波动也会造成企业成本的大幅变化，进而影响企业的盈利能力。
- （3）食品安全的影响：餐饮行业安全对公司甚至行业影响较大，如果部分公司餐饮安全出现问题，影响消费者的消费心理，可能对估值及长期基本面带来影响。
- （4）竞争加剧的影响：消费行业市场竞争激烈，新品牌入局可能对市场产生影响。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

二、分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8621）20333275

手机：18221959689

传真：（8621）50585608

邮编：200215

东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8610）59707105

手机：18221959689

传真：（8610）59707100

邮编：100089

Thanks
For Watching

感谢聆听

务实 创新
规范 协同



东海证券



东海研究