

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@zts.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

Email: xiongxw@zts.com.cn

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email: hect@zts.com.cn

分析师：晏诗雨

执业证书编号：S0740523070003

Email: yansy@zts.com.cn

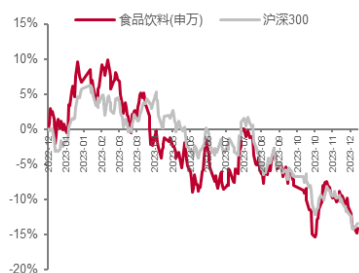
研究助理：赵襄彭

E-mail: zhaoxp@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	122
行业总市值(亿元)	50146.7
行业流通市值(亿元)	22179.9

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E		
贵州茅台	1645.0	49.9	58.21	68.28	78.37	32.9	28.26	24.09	20.99	1.74	买入
五粮液	133.70	6.88	7.75	8.89	10.07	19.4	17.25	15.04	13.28	1.27	买入
燕京啤酒	9.14	0.12	0.21	0.33	0.43	76.1	43.52	27.70	21.26	0.82	买入
山西汾酒	217.50	6.65	8.42	10.35	12.31	32.7	25.83	21.01	17.67	1.13	买入
安井食品	101.20	3.75	5.1	6.91	8.73	26.9	19.84	14.65	11.59	0.61	买入

备注 股价为 2023 年 12 月 15 日收盘价。

投资要点

- 2023 年的消费市场无疑是分化进一步凸显的。既有大量的消费降级的担忧者，又有不少明星演唱会、核心景区一票难求的现象；白酒中既有像茅台这样的价稳量增、持续高增的势头，又有部分酱酒量价双杀的情况；啤酒中不乏燕京 U8 的高歌猛进、青岛及百威啤酒吨价提升的加速，又有重庆啤酒乌苏、1664 增速掉头的现状；饮料中既有农夫山泉茶饮料（东方树叶、茶π）、东鹏等高速发展，又有不少饮料产品的沉沦；板块性的同涨共跌的现状鲜有存在，更多的是分化成长。我们认为，随着行业性的大β暂时告一段落，α 凸显，企业家价值有望被放大。消费的机会由一、二线城市为主导的消费升级市场走向大众化的高品质消费，优选优质供应以及企业家红利持续释放的公司。
- 不一样的思考：（1）中国消费市场足够大，分级是主要的特性，在供应链以及供应系统强大技术的支持下，消费逐步走向三至六线城市的大众消费市场。（2）2023 年前三季度来看，食品饮料行业盈利走在行业前列，负债率最低，与股票的表现有些背离；（3）消费力仍在提升但是消费信心不够，估值处于中位数之下。消费信心的回升也将有望带动消费股重新引领市场。（4）从日本近 30 年的经验来看，食品、餐饮等刚需产品价格依旧占据优势，长期跑赢 CPI。
- 各个行业梳理：（1）白酒：分化成长是主旋律，酱香也呈现明显分化的现象，反向红包成为一种阶段性的趋势。一方面我们重点推荐高档酒、山西汾酒这样的优质供应；另一方面我们也大力推荐企业家红利持续释放的泸州老窖、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒等；（2）啤酒：我们预计 2023 年啤酒行业销量小幅增长，2024 年向疫情前平稳恢复；2023 年均价强劲增长，2024 年高端化趋势稳健；成本有望持续回落。持续看好青岛啤酒、华润啤酒、燕京啤酒等；（3）调味品：疫后复调加速渗透，基础调需求期待改善。重点推荐高增的天味、宝立、千禾等，关注海天味业、中炬、恒顺、涪陵榨菜等公司内部改革的机会。（4）餐饮产业链：随着渠道下沉以及供应链效率的提升，餐饮产业链依旧有望取得较好的增长，重点推荐安井、巴比、千味、立高等；（5）休闲零食：量贩红利仍在，渠道下沉正酣中，重点推荐劲仔、洽洽、燕京等，关注良品公司的改革。（6）饮料及宠物食品：看好优质供应带来的持续高增，重点推荐东鹏、农夫等公司；宠物食品重点关注乖宝、佩蒂等；
- 2024 年投资思路：我们建议从四个角度筛选标的（1）优质供应。大众下沉市场有望取得较好的成长，如：高档酒、山西汾酒、啤酒及饮料龙头、餐饮链及复合调味品龙头企业、宠物食品、饮料咖啡龙头等；（2）周期反转带来的盈利提升：油脂、安琪、洽洽、啤酒、巴比等；（3）估值便宜的个股：调味品、乳制品、肉制品、添加剂等龙头企业；（4）有望通过整合并购带来持续的高增的个股：安井、绝味、千味央厨等；
- 风险提示：消费升级进程不及预期；高端酒和次高端酒竞争加剧风险；食品安全事件风

险；政策风险；数据使用、测算、分析等偏差风险。

内容目录

写在前面：客观看待数据	- 7 -
1.1 消费降级之辩	- 7 -
1.2 消费的核心问题在于消费者信心不足	- 8 -
1.3 消费潜在的机会	- 9 -
1.4 2024 年食品饮料投资展望	- 10 -
白酒：锚定确定性，底部价值凸显	- 11 -
2.1 市场回顾：股价估值表现、持仓	- 11 -
2.2 产业端回顾：品牌和价格带分化中的名酒基本面优势凸显	- 13 -
2.3 报表端回顾：整体表现稳健，地产酒确定性更强	- 15 -
2.4 2024 展望：紧握高端、汾酒以及地产龙头	- 18 -
啤酒：关注低估值龙头，把握 2024 年利润确定性	- 22 -
调味品：疫后复调加速渗透，基础调需求期待改善	- 27 -
餐饮产业链：下游需求修复，成长空间广阔	- 34 -
休闲食品：渠道变革引领增长，成本回落利润可期	- 40 -
卤制品：同店修复仍需观察，成本进入回落周期	- 43 -
软饮料行业：头部表现出色，紧抓头部渠道放量+性价比逻辑	- 45 -
个股情况：	- 46 -
宠物食品：看好龙头品牌	- 48 -
风险提示	- 50 -

图表目录

图表 1：高档酒的成长情况	- 7 -
图表 2：30 万以上的汽车增速显著高于 10 万以内	- 7 -
图表 3：食品饮料行业 2023 年前三季度利润增速排第十二	- 7 -
图表 4：食品饮料负债率第二低	- 7 -
图表 5：居民可支配收入稳定增长	- 8 -
图表 6：中国新增人民币存款额趋势向上（亿元）	- 8 -
图表 7：消费者信心指数处于近年低位	- 8 -
图表 8：我国最终消费率低于美英日韩等发达国家	- 8 -
图表 9：食品饮料子行业 PE-TTM（剔除负值）	- 9 -
图表 10：大消费代表行业 PE-TTM（剔除负值）	- 9 -
图表 11：2022 年日本主要消费品价格指数较 2003 年涨幅（%）	- 9 -
图表 12：中国中产及以上人口将继续扩容	- 9 -
图表 13：今年以来白酒板块涨跌幅接近沪深 300	- 11 -

图表 14: 白酒板块 PE-TTM 走势.....	- 11 -
图表 15: 白酒板块基金重仓持股比例 (%)	- 12 -
图表 16: 白酒各家公司 2024 年预测数据 (收入、净利润单位: 亿元, EPS 单位: 元)	- 13 -
图表 17: 白酒板块年底股价对应次年估值.....	- 13 -
图表 18: 中国烈酒销售额 CR10 近年有所提升.....	- 14 -
图表 19: 2022 年中国烈酒 CR10 集中度较发达区域还有提升空间.....	- 14 -
图表 20: 浓香型产量占比较巅峰时期明显下滑.....	- 14 -
图表 21: 2018 年起酱香收入占比快速上行, 清香占比也持续提升.....	- 14 -
图表 22: 2023 年酱酒行业各家酒企产能情况及规划.....	- 15 -
图表 23: 利润持续释放, 收入增速略有放缓.....	- 16 -
图表 24: 2023Q1-Q3 白酒板块分价格带收入及利润 (单位: 亿元)	- 16 -
图表 25: 2023 年 Q1-3 白酒板块盈利能力稳中有升.....	- 17 -
图表 26: 2023 年 Q1-3 白酒板块费用率保持平稳.....	- 17 -
图表 27: 白酒板块各家酒企销售费用率情况 (单位: %)	- 18 -
图表 28: 茅五泸各年前三季度收入增速.....	- 19 -
图表 29: 高端酒前三季度销售净利率.....	- 19 -
图表 30: 铁盖茅台和地方国营茅台的价格变化.....	- 19 -
图表 31: 老酒需求结构变化.....	- 19 -
图表 32: 全国化次高端近年前三季度收入增速.....	- 20 -
图表 33: 全国化次高端近年前三季度销售净利率.....	- 20 -
图表 34: 地产酒近几年前三季度收入增速 (%)	- 21 -
图表 35: 地产酒近几年前三季度销售净利率 (%)	- 21 -
图表 36: 2023 年 1-10 月啤酒行业产量表现.....	- 22 -
图表 37: 2023Q1-3 啤酒公司销量表现.....	- 22 -
图表 38: 啤酒行业月度产量变化.....	- 22 -
图表 39: 2023 年啤酒上市公司季度销量变化.....	- 22 -
图表 40: 啤酒公司 ASP 增速.....	- 23 -
图表 41: 2023 年啤酒公司产品结构表现.....	- 23 -
图表 42: 啤酒公司季度 ASP 增速.....	- 24 -
图表 43: 2023 年青岛啤酒季度结构表现.....	- 24 -
图表 44: 铝材价格走势.....	- 24 -
图表 45: 纸箱价格走势.....	- 24 -
图表 46: 进口大麦价格走势.....	- 25 -
图表 47: 青岛啤酒季度吨成本增速.....	- 25 -
图表 48: 百胜中国毛利率.....	- 27 -

图表 49: 餐饮上市公司归母净利率.....	- 27 -
图表 50: 餐饮公司客单价表现 (单位: 元).....	- 28 -
图表 51: 餐饮公司同店表现.....	- 28 -
图表 52: 限额以上餐饮增长快于整体.....	- 28 -
图表 53: 2023 年餐饮公司开店情况 (家).....	- 28 -
图表 54: 中国在家吃饭餐食产品市场规模.....	- 29 -
图表 55: 在家吃饭餐食产品市场占比上升.....	- 29 -
图表 56: 中国在家吃饭餐食产品市场规模.....	- 30 -
图表 57: 在家吃饭餐食产品市场占比上升.....	- 30 -
图表 58: 日本人均 GDP 及增速.....	- 30 -
图表 59: 日本家庭端复调替代基础调.....	- 30 -
图表 60: 调味品上市公司收入增速.....	- 31 -
图表 61: 大豆价格走势.....	- 31 -
图表 62: 棕榈油价格走势 (元/吨).....	- 31 -
图表 63: 社会消费品零售总额与餐饮规模.....	- 34 -
图表 64: 餐饮市场规模与整体占比.....	- 34 -
图表 65: 餐饮成本构成 (2023).....	- 34 -
图表 66: 供应商选择看中因素.....	- 34 -
图表 67: 餐饮供应链行业的竞争逻辑.....	- 35 -
图表 68: 预制菜行业市场规模和增速.....	- 35 -
图表 69: 2022 年速冻行业格局.....	- 36 -
图表 70: 人均消费速冻食品量 (kg).....	- 36 -
图表 71: 餐饮供应链行业部分上市公司 2023Q1-Q3 收入&利润.....	- 36 -
图表 72: 餐饮供应链行业部分上市公司 2023Q1-Q3 毛利率&销售费用率 (%).....	- 37 -
图表 73: 我国烘焙行业市场规模.....	- 38 -
图表 74: 22 年及 25 年冷冻烘焙市场规模测算.....	- 38 -
图表 75: 棕榈油现货价 (元/吨).....	- 39 -
图表 76: 立高食品原材料采购金额占比 (2019 年).....	- 39 -
图表 77: 中国休闲零食市场规模 (亿元).....	- 40 -
图表 78: 休闲食品行业部分上市公司 2023Q1-Q3 收入及利润表现 (亿元).....	- 40 -
图表 79: 休闲食品行业部分上市公司 2023Q1-Q3 毛利率&销售费用率变化 (%).....	- 41 -
图表 80: 卤制品企业 2023Q1-3 收入与净利润表现.....	- 43 -
图表 81: 卤制品公司净开店数量 (家).....	- 43 -
图表 82: 绝味食品平均门店收入增速.....	- 43 -
图表 83: 毛鸭价格走势.....	- 44 -

图表 84: 进口牛肉价格走势.....	- 44 -
图表 85: 饮料板块 2023 年前三季度收入增速.....	- 45 -
图表 86: 软饮料板块 2023 年前三季度毛利率表现.....	- 45 -
图表 87: 软饮料板块 2023 年前三季度销售费用率表现.....	- 45 -
图表 88: 软饮料板块 2023 年前三季度管理费用率表现.....	- 46 -
图表 89: 软饮料板块 2023 年前三季度净利率表现.....	- 46 -
图表 90: 中国宠物(犬猫)行业规模(亿元).....	- 48 -
图表 91: 2013-2022 年中、美、日、韩品牌 CR10 市占率(%).....	- 48 -
图表 92: 近三年双十一品牌销售榜.....	- 48 -

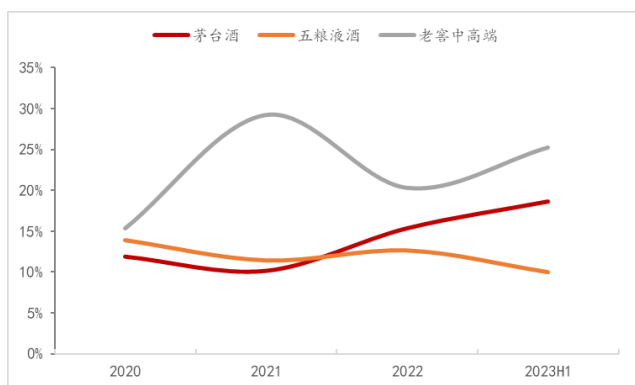
写在前面：客观看待数据

11月29日当晚，拼多多美股市值短暂超越了阿里巴巴，一度成为美股中市值最高的中概股。而仅仅三年前拼多多的市值只有阿里的八分之一。拼多多创始人黄铮说过，消费升级不是让上海人去过巴黎人的生活，而是让安徽安庆的人也有厨房纸用、有好水果吃。很快竞争对手们就意识到拼多多呼喊的是下沉市场和大众消费。

1.1 消费降级之辩

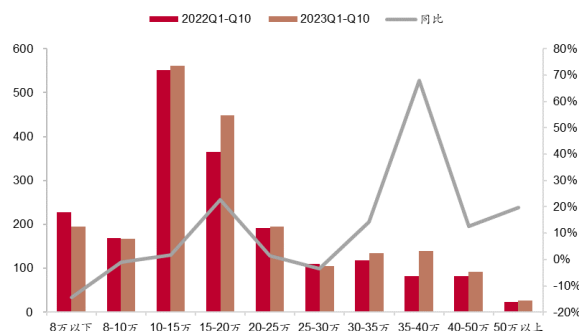
- 消费降级之辩：**近期消费降级的声音越来越多，悲观情绪蔓延，面临经济结构的转型，难免阵痛。然而，我们也在思考，淄博烧烤以及瑞幸咖啡是消费降级吗？如若真的是全民资产负债表的收缩，为何高档酒销售很不错，为何明星的演唱会一票难求，为何20万以上的汽车增长形势喜人。我们的结论是：中国消费市场足够大，消费升级与降级同时存在，分级是主要的特性。在供应链以及供应系统强大技术的支持下，消费升级已经从一、二线城市为主导，逐步走向三至六线城市的大众消费市场。

图表 1：高档酒的成长情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 2：30 万以上的汽车增速显著高于 10 万以内

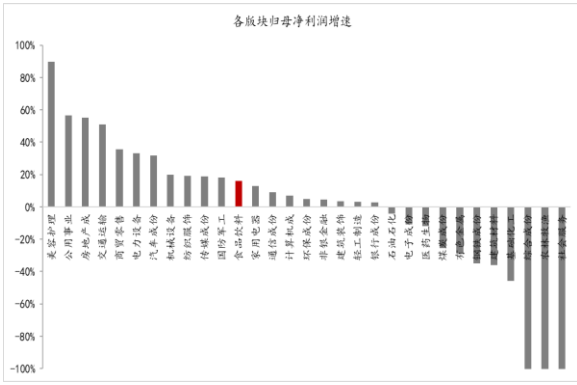


来源：中汽协、中泰证券研究所

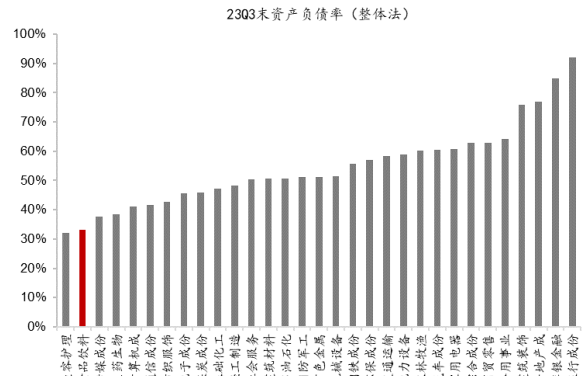
- 食品饮料行业盈利走在行业前列，负债率最低：**经济增速放缓的大背景下，食品饮料的绝对增速或放缓，从相对增速来看，前三季度食品饮料的利润增速在申万 31 个一级行业中排名第 12，如扣掉基数效应原因带来的行业高增，食品饮料排名或更靠前。与此同时，我们也观察到了食品饮料上市公司的资产负债率基本上是最底的，仅高于美容护理，反映出食品饮料板块的增长质量比较高。

图表 3：食品饮料行业 2023 年前三季度利润增速排第十二

图表 4：食品饮料负债率第二低



来源: wind、中泰证券研究所

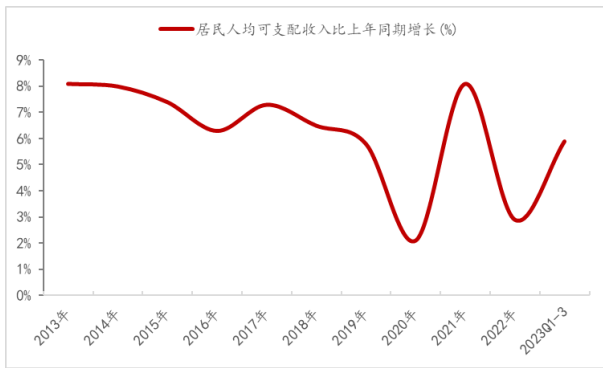


来源: wind、中泰证券研究所

1.2 消费的核心问题在于消费者信心不足

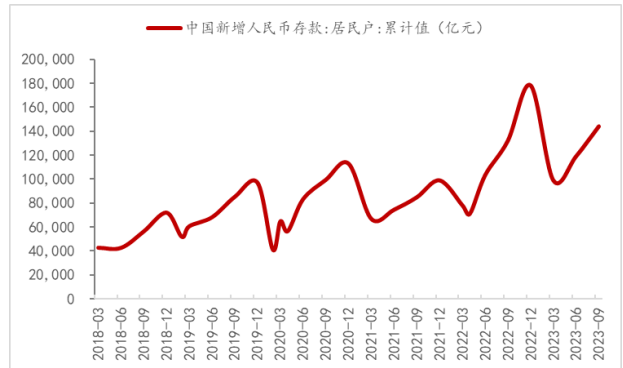
- **消费力仍在提升:** 10月18日上午国家统计局公布全国居民人均可支配收入29398元,扣除价格因素,比上年同期实际增长5.9%;其中城镇居民人均可支配收入为39428元,同比增长4.7%;农村为15705元,同比增长7.3%。10月13日,央行官网发布的《2023年前三季度金融统计数据报告》显示,9月末人民币存款余额281万亿元,同比增长10.2%。前三季度住户人民币存款增加14.42万亿元,反映出居民潜在的消费能力仍在持续提升。

图表 5: 居民可支配收入稳定增长



来源: 国家统计局、中泰证券研究所

图表 6: 中国新增人民币存款额趋势向上 (亿元)

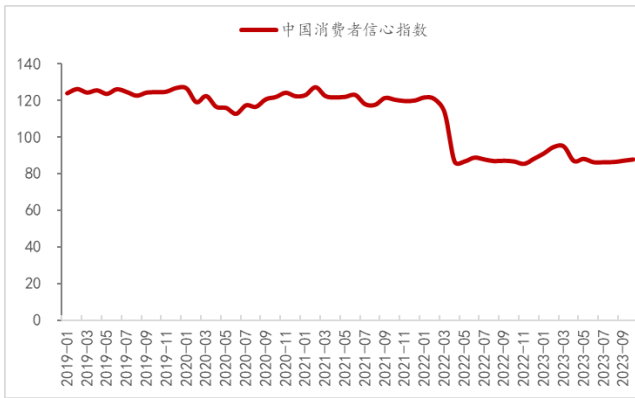


来源: wind、中泰证券研究所

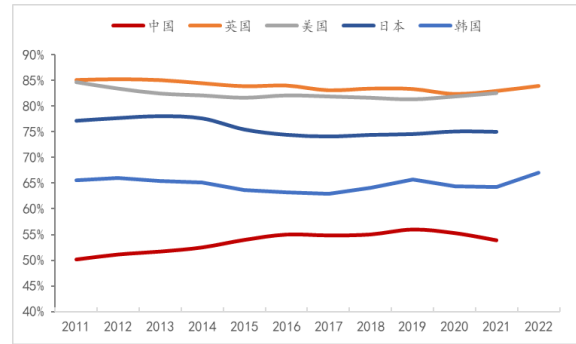
- **消费预期不高:** 考虑到外界以及未来的一些不确定性,消费者信心处于相对低位,但是我们认为随着时间的推移,消费者信心有望回归常态,通过与部分国际发达国家消费水平对比,我们的消费率仍有不小提升空间,对比美国、英国有近20个点的提升空间。

图表 7: 消费者信心指数处于近年低位

图表 8: 我国最终消费率低于美英日韩等发达国家



来源: wind、中泰证券研究所

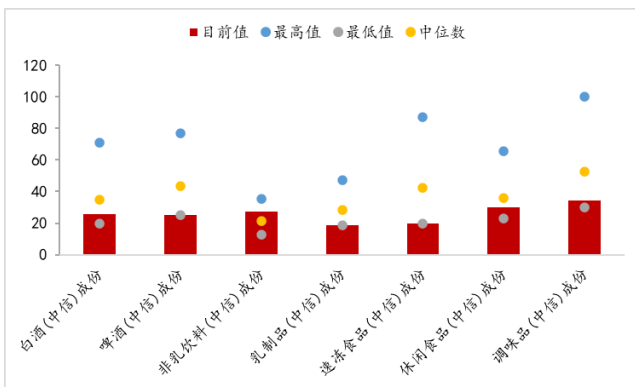


来源: 世界银行、中泰证券研究所

1.3 消费潜在的机会

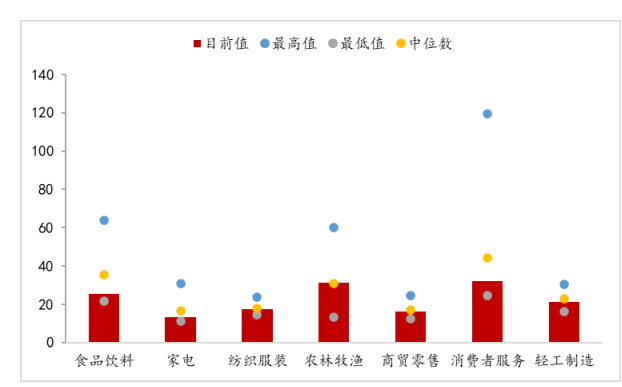
- **估值处于中位数之下:** 自 2018 年 12 月 10 日至今, 各个子行业来看, 食品饮料大多子行业的估值处于中位数以下。整个食品饮料板块的估值也接近近五年 (2018 年 12 月 10 日至今) 的低位。

图表 9: 食品饮料子行业 PE-TTM (剔除负值)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 10: 大消费代表行业 PE-TTM (剔除负值)

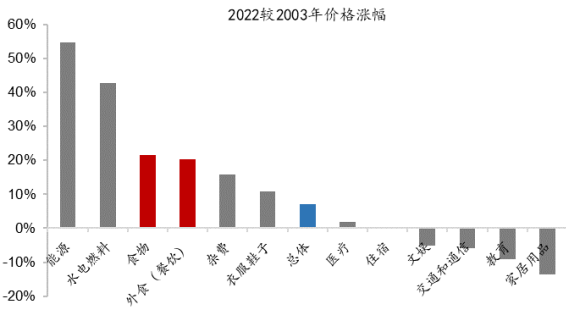


来源: wind、中泰证券研究所

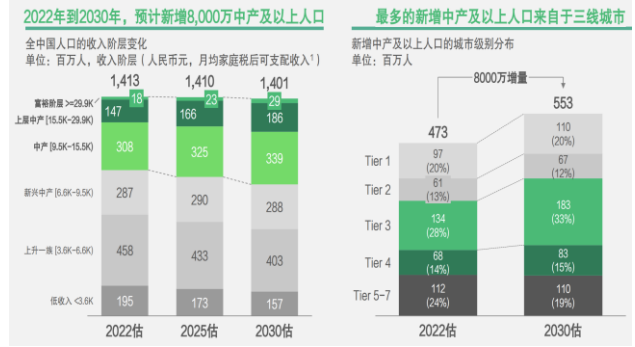
- **日本近 20 年的经验来看, 食品等刚需产品价格依旧占据优势:** 我们对比分析了日本具备代表性的一级消费品 2003-2022 年的价格涨幅情况。其中除能源和水电燃料外, 价格涨幅最高的一级消费品类是食品, 价格跌幅最多的是家居用品。品类价格整体涨幅超过核心 CPI 增速的包括能源、食品等生活刚需产品, 品类价格涨幅不及核心 CPI 涨幅的品类包括文化娱乐、交通及通讯、家居用品等。

图表 11: 2022 年日本主要消费品价格指数较 2003 年涨幅 (%)

图表 12: 中国中产及以上人口将继续扩容



来源：日本统计局、中泰证券研究所



来源：波士顿咨询、中泰证券研究所

1.4 2024 年食品饮料投资展望

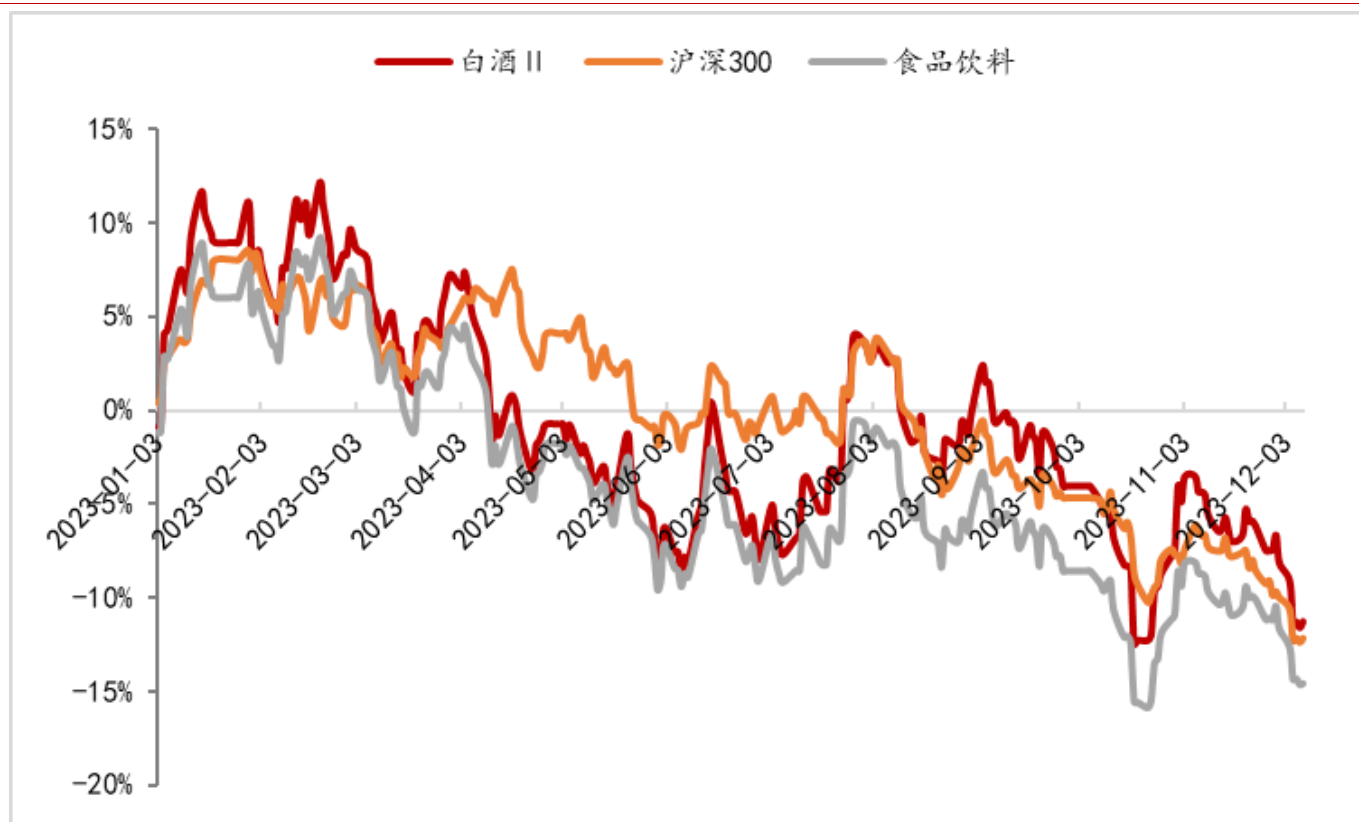
- **竞争维度在提升：**2020 年 12 月 18 日发布的 2021 年年度策略报告《消费分级加速下的投资展望》中，我们首次提到消费的竞争维度在提升。对消费品企业而言，单点突破越来越困难，企业家红利持续释放，系统竞争力强的企业有望持续受益。
- **阶段性或有价格战乃至洗牌：**消费预期不高的当下，企业为了去库存以及完成年度目标，阶段性可能会有促销或者价格战。近期看到的白酒的反向红包以及部分公司的率先降价，均是价格战的前兆，2024 年对于行业而言，或有阶段性的价格战。但是参考历史，价格战一般是短暂的，之后会带来集中度以及盈利能力的提升。
- **看好的几个方向：**
- **优质供应。大众下沉市场有望取得较好的成长，如：**高档酒、山西汾酒、啤酒及饮料龙头、餐饮链及复合调味品龙头企业、宠物食品、饮料咖啡龙头等；
- **周期反转带来的盈利提升：**油脂、安琪、洽洽、啤酒、巴比等；
- **估值便宜的个股：**调味品、乳制品、肉制品、添加剂等龙头企业；
- **有望通过整合并购带来持续的高增的个股：**安井、绝味、千味央厨等；

白酒：锚定确定性，底部价值凸显

2.1 市场回顾：股价估值表现、持仓

- 申万白酒指数年初至今涨跌幅为-11.29%(12月8日收盘)，与沪深300涨跌幅接近；我们认为主要原因是：年初至今伴随着消费场景打开，经济总体处于复苏态势，白酒行业处于行业弱复苏的态势，白酒消费在区域、价格、品牌等方面分化较为明显；资金面方面来看，北上资金对于白酒板块的持股持续走低。

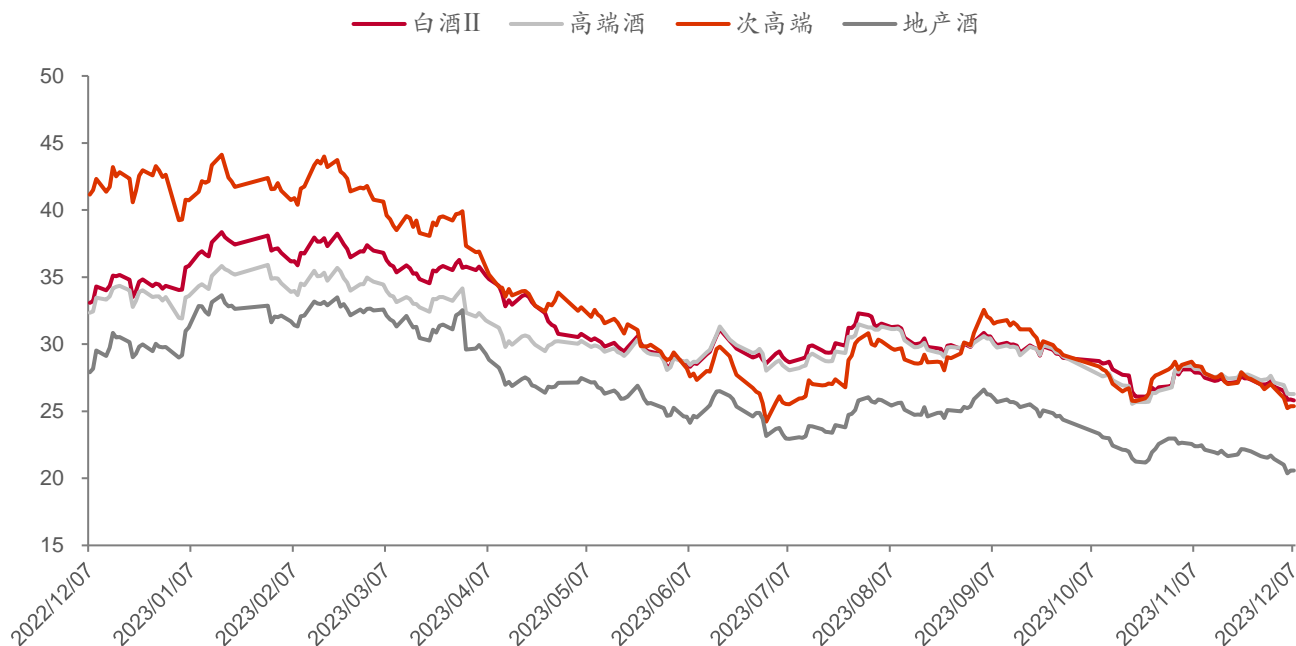
图表 13：今年以来白酒板块涨跌幅接近沪深300



来源：Wind、中泰证券研究所。注：股价数据截至2023年12月8日。

- 估值处于相对低位。当前白酒板块PE-TTM约为25.55倍(2023年12月8日)，今年以来在市场预期以及外资流出等因素下造成白酒板块中枢下行，目前来看白酒板块动态市盈率位于近几年来低位。

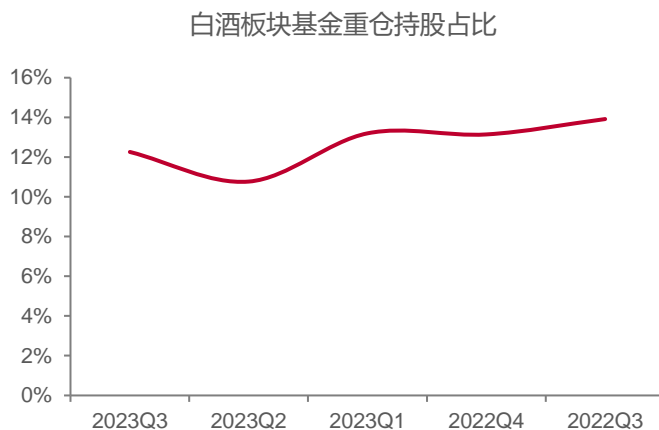
图表 14：白酒板块PE-TTM走势



来源：Wind、中泰证券研究所

- **基金依旧偏好白酒。**白酒板块 2023Q3 基金重仓持股占比环比提升 1.49pcts 至 12.26%，全市场口径持仓占比环比提升 0.67pcts 至 6.01%，其中高端酒品牌茅台、五粮液、泸州老窖基金持仓环比持续提升。

图表 15: 白酒板块基金重仓持股比例 (%)



来源：Wind、中泰证券研究所

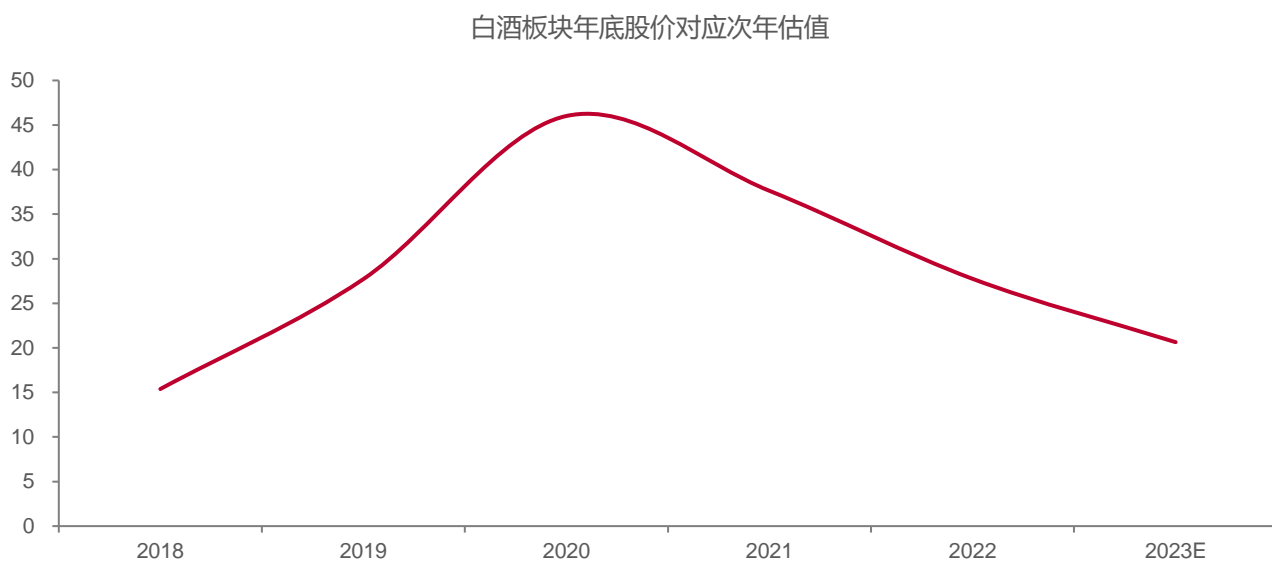
- **核心公司对应 2024 年估值更低。**分价格带来看，高端酒在今年高端商务消费场景相对较为刚性，整体表现较为良好，全国化次高端品牌全年表现分化明显，汾酒在通过香型差异化竞争整体表现较好，其他次高端品牌表现承压，地产酒品牌今年在宴席市场回补催化下，整体呈现较强的抗风险能力。对比往年年底股价对应次年估值来看，当前白酒板块对应明年底估值为 20.64 倍，处于近年的相对低位，我们认为当前白酒板块估值性价比较高。

图表 16: 白酒各家公司 2024 年预测数据 (收入、净利润单位: 亿元, EPS 单位: 元)

	2024年预测数据			
	营业收入 (2024E)	净利润 (2024E)	EPS (2024E)	当前股价/EPS (2024E)
贵州茅台	1683.13	857.79	68.28	24.97
五粮液	927.12	345.16	8.89	16.08
泸州老窖	372.84	151.83	10.31	18.43
山西汾酒	378.48	126.31	10.35	22.37
舍得酒业	81.28	20.91	6.28	15.03
洋河股份	402.88	134.68	8.94	12.49
今世缘	124.17	39.91	3.18	16.04
古井贡酒	249.11	55.03	9.94	24.25
迎驾贡酒	82.54	27.68	3.46	19.90
口子窖	68.98	23.25	3.88	11.78

来源: Wind、中泰证券研究所。注: 股价数据截至 2023 年 12 月 8 日, 预测数据来自最新已外发报告。

图表 17: 白酒板块年底股价对应次年估值



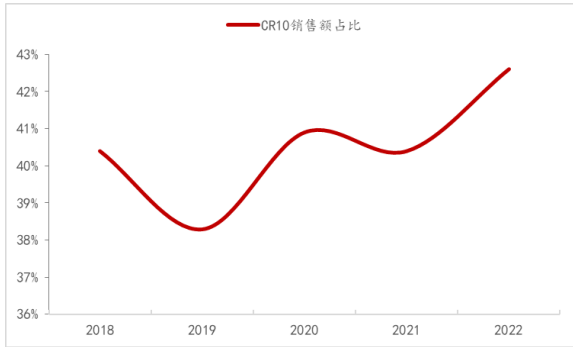
来源: Wind、中泰证券研究所。注: 2023-2024 年板块利润来源于 Wind 一致预测

2.2 产业端回顾: 品牌和价格带分化中的名酒基本面优势凸显

2.2.1 集中度方面, 对比国外仍有空间

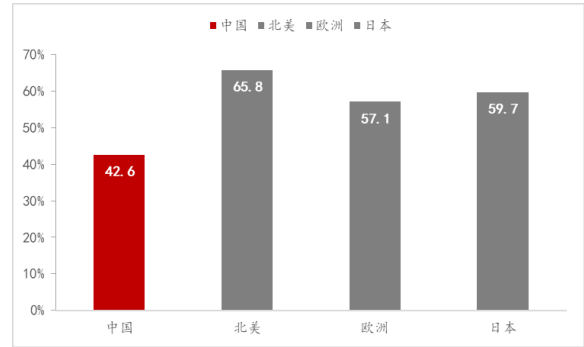
- 中国烈酒行业集中度疫情后有所提升。根据欧睿口径, 2019 年中国烈酒销售额 CR10 约 38.3%, 2022 年达到 42.6%, 在 2020 年、2022 年消费场景受冲击明显的年份提升速度更快。考虑到消费者自主品牌选择意识持续增强, 以及二三线酱酒的走弱, 我们预计 2023 年头部品牌的集中度将进一步提升。
- 相比于发达国家, 烈酒集中度仍有不小提升空间。根据欧睿口径, 目前北美/欧洲/日本烈酒 CR10 分别为 65.8%/57.1%/59.7%, 中国目前仅 42.6%。总体看, 白酒行业集中度还有不小提升空间。

图表 18: 中国烈酒销售额 CR10 近年有所提升



来源: 欧睿、中泰证券研究所

图表 19: 2022 年中国烈酒 CR10 集中度较发达区域还有提升空间



来源: 欧睿、中泰证券研究所

2.2.2 香型热度逐渐淡化、分化

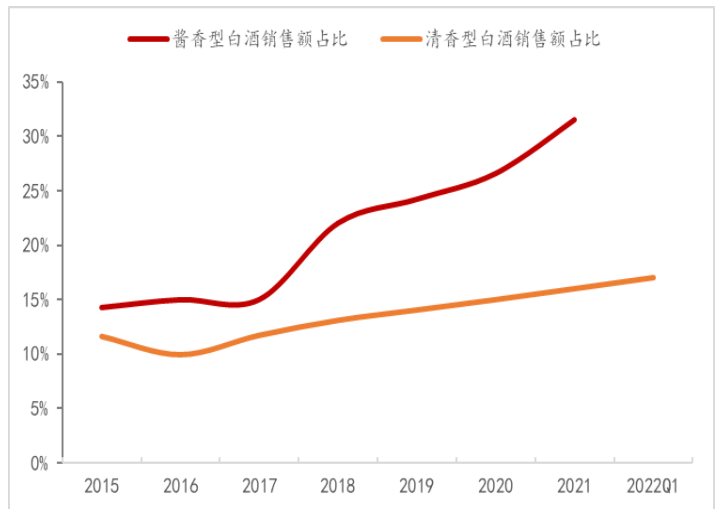
- **香型热度逐渐淡化。**香型上,浓香产量占比仍最高,酱香清香占比持续提升,酱香高端次高端渠道先行,目前还处于渠道消化、价格震荡过程中,性价比成为今年酱香型黑马逻辑;浓香持续集中度提升,名酒和地产酒在区域上的不断深耕和竞争最为明显;清香型高端化空间较大、宴席和团购市场不断发力。

图表 20: 浓香型产量占比较巅峰时期明显下滑

年份	总白酒产量 (万吨)	清香型占比	浓香型占比	酱香型占比
1952	10.8			
1979	95			
1980	215	70.0%		
1984	350		55.0%	
1994	650			
2000	600		70.0%	0.4%
2010		8.0%	77.0%	3.0%
2015				
2020	740		60.0%	8.0%
2021	716	12.9%		8.4%

来源: 权图、国家统计局、前瞻产业研究院、中泰证券研究所

图表 21: 2018 年起酱香收入占比快速上行,清香占比也持续提升



来源: 权图、前瞻产业研究院、中国酒业协会、中泰证券研究所

■ 结构: 酱香加速集中、分化

- (1) **竞争格局愈加明晰。**2021 年中秋至今,酱香型白酒已历经两年的去库存周期,加速向茅台、习酒、郎酒、国台、珍酒五大头部公司集中。
- (2) **酱酒库存呈现结构性去化,分化明显。**茅台 1935 主动占据经销商库存和资金,核心大单品产品库存低位运行。除习酒库存仍相对较高外,郎酒、国台国标、珍 15 等二线酱酒大单品库存顺利去化至 2-3 个月,二线的开发品和三线酱酒去化较慢。
- (3) **酱酒价格分化较大。**2023 年酱酒下降趋势延续,较去年同期酱酒

大单品价格均在下行，且千元价格带酱酒价格下降幅度大于浓香型大单品。酱酒价格下行一方面反映了库存压力仍在出清中，另一方面对消费者来说产品性价比也在提升。浓香龙头的市场基础和控盘能力相对较强，高周转、价格稳、合理利润的优势更加明显。

- **(4)从长期维度，酱酒产品品质有望持续提升。**头部酱酒扩产规划积极，未来酱酒的基酒酒龄提升或将是军备竞赛的核心发力点，同时会将优质基酒向腰部、大众价格带输出。从成本角度看，酱酒公司在酒质提升过程中主要付出的是储藏时间成本，因此长期维度看酒质提升成本相对可控，也因此能够在做腰部价格带的同时维持相对较好的毛利水平。

图表 22：2023 年酱酒行业各家酒企产能情况及规划

企业	2022-2023 投产 (万吨)	长期规划 (万吨)
茅台股份	6+5	10+10
郎酒	6	10
习酒	5	10
珍酒	3.5	10
安酒	2.7	5
金沙窖酒	2.5	5
川酒集团	2	5
劲酒	2	3
仙潭酒厂	2	3
国台	1.7	5.6
贵州醇系	1.7	3
仁怀酱香酒	1.7	3
丹泉	1.5	3
夜郎古	1	3
酣客	1	2
金沙古酒	1	2

来源：权图 2023 年酱酒产业报告、酒业家、中泰证券研究所。

■ 2.2.3 企业加大渠道投入力度

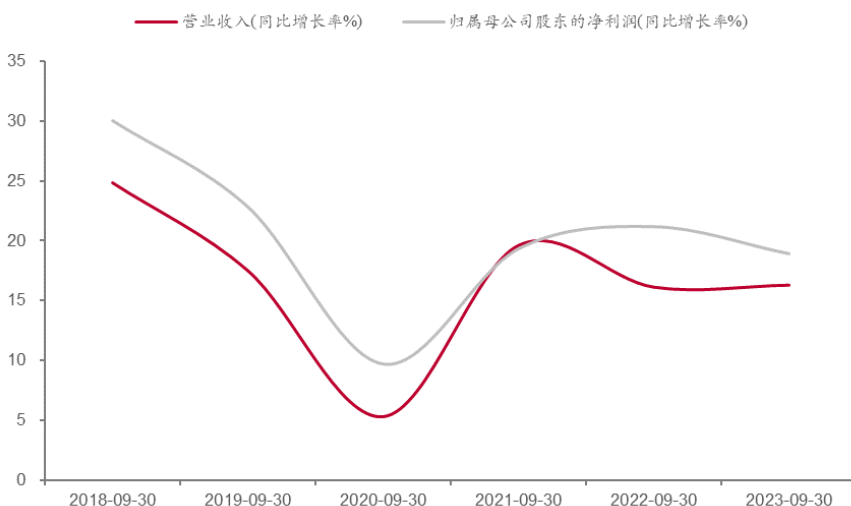
- **企业加大渠道投入。**在宏观和需求增速环比放缓大背景下，企业一方面加强对于优质经销商资源的抢占、不断贴近大商和优质团购商使其贡献增量，一方面担心经销商在需求不足情况下向不规范渠道出货，通过季返年返、配额等手段加强经销商和渠道管理。在渠道穿透管理大趋势下，除了控盘分利等常规操作外，反向红包同时配置的扫码数字化系统也对经销商的出货途径进行管理和监控。
- **抢占需求和消费者成为今年主旋律。**在空中品牌投入的同时，地面的品鉴会、红包、旅游、演唱会等消费者投入不断加大；同时数字化的开瓶率、扫码率越来越作为酒企的销售考核和经销商补贴发放标准、在不断抢占需求的同时讲求健康动销以及对于价盘渠道的维护；从成果看，国窖 1573 五码合一红包后，渠道反馈对开瓶和扫码率有较好促进效果；年中的 1618 经销商大会上五粮液也表示异地扫码率也在逐渐呈现减弱态势，渠道管理得到进一步改善。

■ 2.2.4 价格：价格总体偏弱运行

- **价格总体偏弱运行。**行业供给需求关系偏弱反馈在批价和终端价方面，尤其是淡旺季转换期间打款需求和库存累积的矛盾较为突出；茅台价格相对坚挺，五粮液、郎酒、习酒等价格偏弱运行。

2.3 报表端回顾：整体表现稳健，地产酒确定性更强

- 板块整体：整体报表端表现稳健，利润增速韧性更强。**2023年Q1-Q3白酒上市公司实现收入3091.12亿元，同比增长16.28%，实现归母净利润1189.80亿元，同比增长18.92%。利润增速韧性强于收入增速，我们认为一方面部分是品牌产品今年以来提价带来营收提升，另一方面产品结构升级的逻辑不变，在白酒集中度提升的大趋势下，酒企费用率大多有明显优化。

图表 23：利润持续释放，收入增速略有放缓


来源：wind、中泰证券研究所

- 分价格带来看：白酒头部化趋势明显，高端酒稳健，次高端白酒分化明显，地产酒品牌增速受影响较小。**2023Q1-Q3 高端白酒品牌实现营业收入1877.47亿元，同比增长17.00%，归母净利润实现862.75亿元，同比增长18.83%；次高端白酒品牌实现营业收入377.21亿元，同比增长10.89%，归母净利润实现122.28亿元，同比增长18.31%，其中山西汾酒在全国化进程较为顺利，贡献次高端白酒价格带绝对增速，其他次高端白酒品牌出现一定程度的分化；地产酒白酒品牌实现营业收入669.41亿元，同比增长19.98%，归母净利润实现198.93亿元，同比增长22.35%，整体来看地产酒在宴席消费的带动下，前三季度业绩兑现度较高，全年来看预计业绩仍将保持较强的确定性。

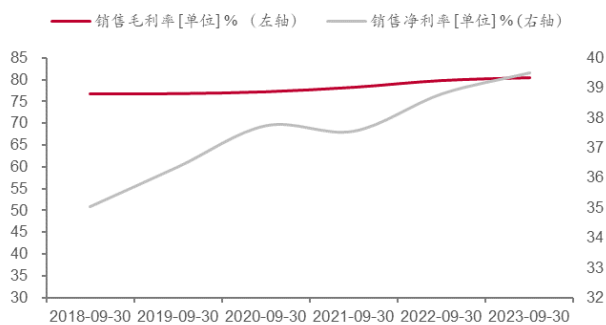
图表 24：2023Q1-Q3 白酒板块分价格带收入及利润（单位：亿元）

	2023Q1-3营业收入	YOY	2023Q1-3归母净利润	YOY	
高端酒	贵州茅台	1032.68	18.48%	528.76	19.09%
	五粮液	625.36	12.11%	228.33	14.23%
	泸州老窖	219.43	25.21%	105.66	28.58%
	合计	1877.47	17.00%	862.75	18.83%
次高端酒	山西汾酒	267.44	20.78%	94.31	32.68%
	舍得酒业	52.45	13.62%	12.95	7.93%
	酒鬼酒	21.42	-38.54%	4.79	-50.75%
	水井坊	35.88	-4.84%	10.22	-3.08%
	合计	377.21	10.89%	122.28	18.31%
地产酒	洋河股份	302.83	14.35%	102.03	12.47%
	今世缘	83.63	28.35%	26.36	26.63%
	古井贡酒	159.53	24.98%	38.13	45.37%
	迎驾贡酒	48.04	23.42%	16.55	37.57%
	口子窖	44.46	18.18%	13.48	12.22%
	金种子酒	10.73	31.73%	-0.35	-74.30%
	金徽酒	20.19	29.32%	2.73	27.55%
	合计	669.41	19.98%	198.93	22.35%
其他	老白干酒	38.46	11.30%	4.18	-21.60%
	伊力特	16.43	25.77%	2.29	63.88%
	天佑德酒	9.41	19.06%	1.06	6.19%
	顺鑫农业	88.07	-3.28%	-2.92	-1159.20%
	皇台酒业	1.13	8.55%	0.04	-4.68%
	岩石股份	13.54	72.11%	1.20	153.63%
	合计	167.04	7.43%	5.84	-31.37%
白酒板块	3091.12	16.28%	1189.80	18.92%	

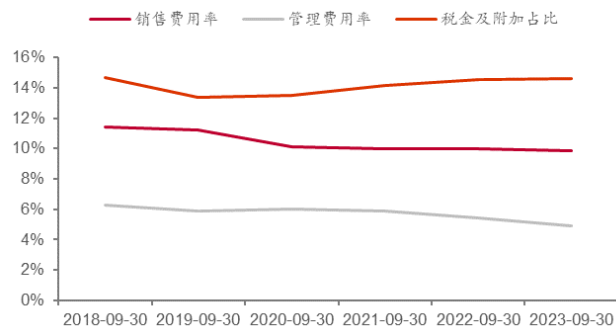
来源: wind、中泰证券研究所

- 盈利能力: 毛利率小幅上升, 费用率继续下行, 缴税回归正常下净利率稳定。**从财务指标来看, 2023年Q1-Q3白酒板块毛利率为80.39%, 同比提升0.62pct, 主要系直接间接提价、产品结构持续提升; 费用率方面, 2023年前三季度白酒板块销售费用率同比下降0.15pct至9.85%, 管理费用率同比下降0.50pct至4.92%; 税金及附加占比基本稳定。净利率为39.51%, 同比提升0.70pct。

图表 25: 2023 年 Q1-3 白酒板块盈利能力稳中有升



图表 26: 2023 年 Q1-3 白酒板块费用率保持平稳

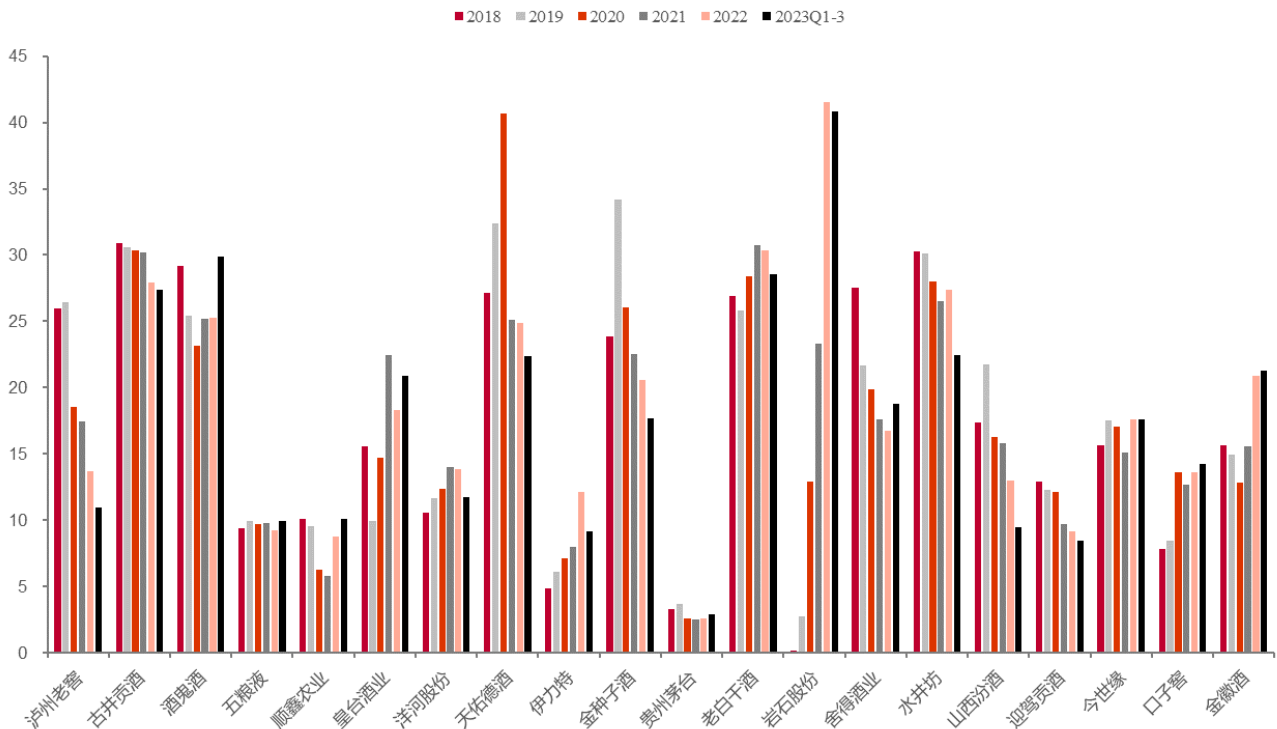


来源: wind、中泰证券研究所

来源: wind、中泰证券研究所

- **强势公司销售费用疫情下依然保持持续优化趋势，销售费用率趋势反映了品牌力、竞争格局和渠道健康程度。**核心白酒上市公司中，仅有泸州老窖、古井贡酒、洋河股份、天佑德酒、金种子酒、老白干酒、山西汾酒、迎驾贡酒实现了销售费用率近三年连续下降或基本稳定，汾酒和古井贡酒在各自板块或强势市场有着较强的影响力，迎驾贡酒快速起势。

图表 27: 白酒板块各家酒企销售费用率情况 (单位: %)

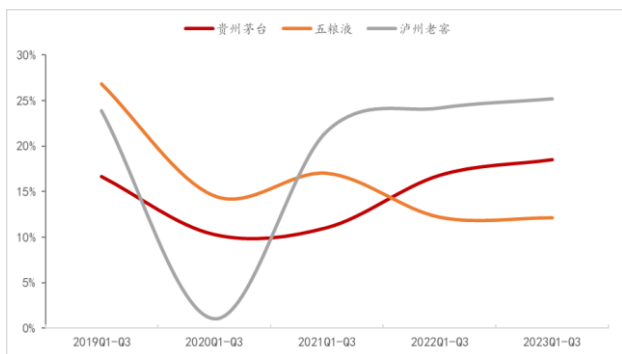


来源: wind、中泰证券研究所

2.4 2024 展望：紧握高端、汾酒以及地产龙头

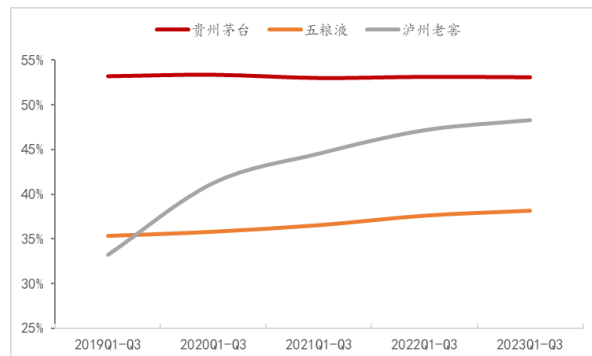
- **高端酒：高档消费有支撑，报表增速确定性强。**
- **23Q3 高端酒增速好于预期，增长手段丰富。**高端酒板块整体 2023Q3 实现营业收入 587.08 亿，同增 15.66%，保持稳定增长；实现净利润 270.16 亿，同增 17.4%。其中，茅台好于此前悲观预期，五粮液、老窖增速均超预期，反映高端酒渠道蓄水池相对丰厚、增长手段丰富，能够在商务需求较弱的环境依然维持稳健增长。从前三个季度整体来看，茅台/五粮液/老窖营业收入同增 18.48%/12.11%/25.21%，增速较 2022 年略有提升。
- **报表留有余粮。**结合合同负债来看，2023Q3 末高端酒合同负债环比 2023Q2 末增加 54 亿，同比 2022Q3 末增加 16 亿。2023Q3 板块收入+Δ 合同负债同增 19.6%，反映整体高档酒报表留有余粮。
- **销售净利率稳中有升。**观察疫情以来的销售净利率，茅台销售净利率稳定在 53% 以上，五粮液/老窖较 2019 年同期提升 2.73/15.06pct。反映高端酒大单品品牌认知清晰，自然动销顺畅，同时享有更强的价盘控制力。

图表 28: 茅五泸各年前三季度收入增速



来源: wind、中泰证券研究所

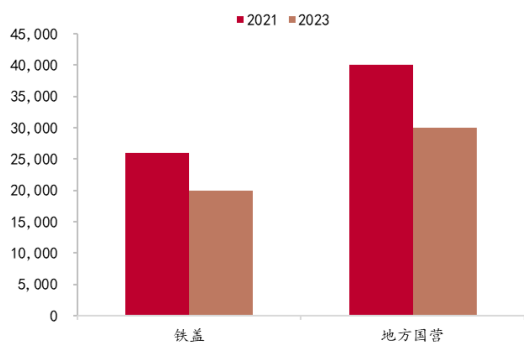
图表 29: 高端酒前三季度销售净利率



来源: wind、中泰证券研究所

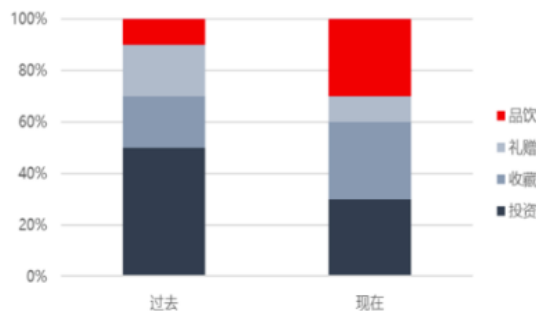
- **今年茅台的实际开瓶消费量或在增加。**从老酒市场看，老酒价格近一年继续下跌，例如根据老酒之家，铁盖茅台（1996 年产）去年同期批价为 22000 元，2007 年产飞天批价约 5300 元；而目前铁盖茅台（1996 年产）批价为 20500 元，较去年同期下跌 7%，2007 年产飞天批价约 4650 元，较去年同期下跌 12%。根据艾利艾数据，2023 年铁盖茅台（1985-1996 年产）的收购平均价格在 20000 元，较高点的 26000 元下跌 23%。老酒价格下跌意味着茅台储藏价值和储存需求走弱，而开瓶的性价比在提升。根据艾利艾研究，老酒需求中的投资和礼赠需求在往品饮转化，意味着老酒开瓶率的提升，另外渠道反馈团购客户在消化库存老酒、减少了新酒的购买，能够交叉验证。对于今年产新飞天，考虑到老酒价格走弱、新酒价格渠道预期平稳，事实上对新酒的投资需求也在走弱。考虑到当下渠道库存并不高，我们认为虽然原有茅台消费者的购买频次/购买量或有下降，但也有新消费者填充进来，同时考虑到老酒投资减少、品饮增加，以及新酒的投资需求走弱，我们认为茅台今年实际的开瓶量或在提升，有助于社会库存的出清。

图表 30: 铁盖茅台和地方国营茅台的价格变化



来源: 艾利艾、中泰证券研究所。注: 铁盖和地方国营为茅台老酒品类

图表 31: 老酒需求结构变化

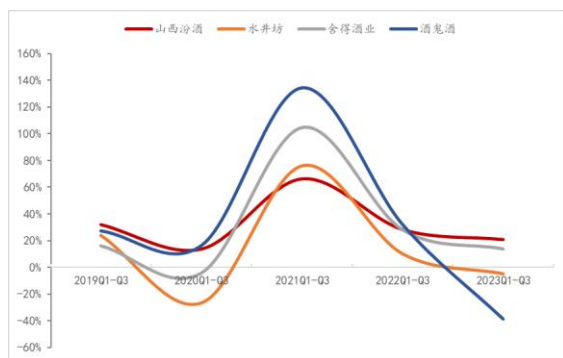


来源: 艾利艾、中泰证券研究所

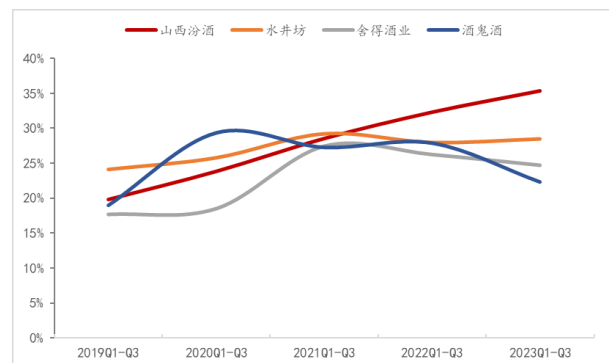
- **高档酒门票稀缺，茅五泸具备品牌优势，享受集中度提升。**渠道反馈消费者对高端白酒选择更加理性，品牌意识增强，根基不强的高端酒新品在退潮。而茅五泸消费者培育历史较长，价格相对稳定，品牌地位稳固，将继续享受行业集中度的提升。市场对高端酒目前增长的预期处于相对

低位，金融属性逐步剥离，预计储藏投资需求在向大众商务、品饮需求转化，也意味着增长更加健康、可持续。

- **全国化次高端：库存逐步调整到位，汾酒有望持续收益**
- **受益宴席修复，库存调整到位。**今年宴席消费有所修复。对于市场运作的方式也从全国化大力招商转为优势市场深耕和高地市场的点状培育，同时梳理产品结构，大单品定力更强。增长目标理性，今年任务量力而行稳定渠道，预计明年规划也将以稳健发展和渠道秩序作为前提。
- **次高端价格带竞争更加激烈，考验优势市场渠道深耕。**龙头酱酒对次高端价格带的重视程度提升，通过分事业部运作、推新、加大费用投入等方式提升消费群体基数；全国化名酒中五粮液、老窖也在通过低度产品、腰部产品参与竞争。在竞争烈度提升的环境下，更考验全国化次高端白酒基地市场渠道深耕和大单品的放量能力。
- **清香汾酒竞争格局独特，有望受益。**次高端价格带整体竞争激烈，但清香型白酒具备较强的口感差异化，其竞争格局或相对独特。汾酒作为清香型白酒的龙头和品牌制高点，有望充分受益次高端、高端价格带的清香扩容。今年汾酒报表端的收入增速/销售净利率也与其他全国化次高端白酒形成了较明显的分化。

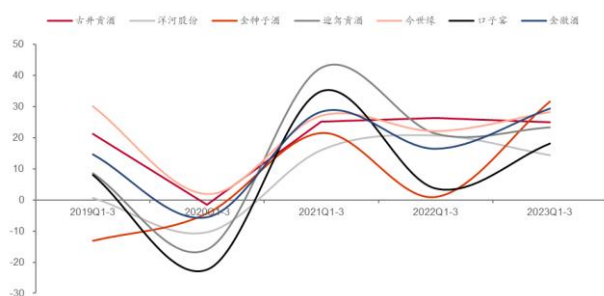
图表 32：全国化次高端近年前三季度收入增速


来源：wind、中泰证券研究所

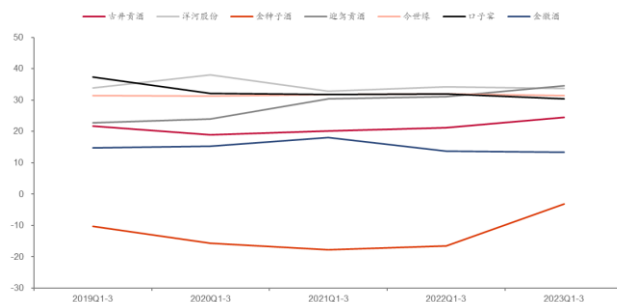
图表 33：全国化次高端近年前三季度销售净利率


来源：wind、中泰证券研究所

- **地产酒：把握区域龙头，明年增长仍有看点。**
- **23Q3 地产酒营收稳定增长。**地产酒整体 23Q3 实现收入 194.42 亿同增 17.24%，今年以来在宴席消费回补带动下，地产酒板块整体表现较优，其中龙头如古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、金徽酒等依然保持了较高的增速；实现净利润 50.73 亿，同增 22.15%，整体来看地产酒板块前三季度实现营业收入 669.41 亿元，同比增长 19.98%，实现归母净利润 198.53 亿元，同比增长 22.35%；整体来看今年地产酒品牌在宴席消费回补的带动下，整体业绩确定性较强，我们预计地产酒品牌全年仍将延续前三季度的增长态势。
- **全年打款节奏提前，全年任务完成确定性更强。**结合合同负债来看，2023Q3 末地产酒板块合同负债环比 2023Q2 末增加 3.20 亿，同比 2022Q3 末减少 29.21 亿元。整体来看我们认为地产酒品牌全年动销表现较好，经销商在上半年对下半年任务提前打款，三季度前经销商提前备货导致环比增速放缓，整体来看地产酒板块全年任务完成确定性更强。

图表 34：地产酒近几年前三季度收入增速 (%)


来源：wind、中泰证券研究所

图表 35：地产酒近几年前三季度销售净利率 (%)


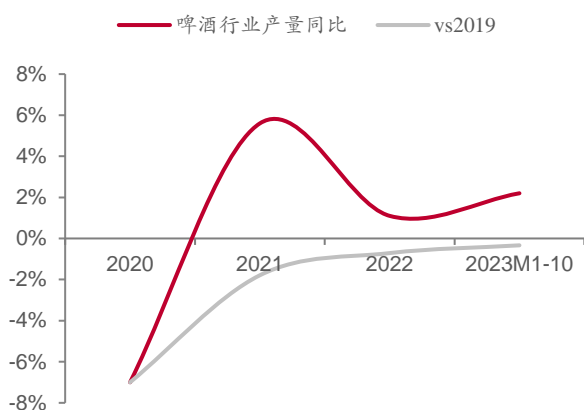
来源：wind、中泰证券研究所

- **洋河股份**：作为苏酒龙头品牌，近期公司上任四位副总裁，我们认为本次调整属于正常补位，同时年轻化趋势较为明显；展望明年来看，我们认为后续仍值得期待：（1）新领导上任后对于省内市场打法的可行性规划以及落地跟踪；（2）省内市场高端化趋势目标不变，明年政商务消费场景有望回补预期下，省内次高端产品有望带动产品结构持续上行；总体来看，我们预计明年任务目标或将延续今年增速规划，我们预计明年公司仍将维持双位数增长目标。
- **今世缘**：从公司的角度来看，在苏酒市场不断扩容下，公司营销效率不断提升，国缘与V系事业部将加强合作，在坚持控盘分利的背景下，我们认为省内市场的抗风险能力有望持续加强；分区域来看，我们认为公司省内苏中、苏南各个地级市体量较竞品仍有较大差异，未来仍有较大发展空间。
- **古井贡酒**：我们预计 24 年省内结构上行+省外占比提升为主要发展方向，（1）省内结构提升：23 年以来在古 16 高增带动下，公司产品结构持续提升，次高端价格带占比上行，我们认为明年来看省内宴席市场消费仍有升级趋势，古井将充分受益；（2）省外占比提升：今年来看省内在宴席消费带动下增速较快，省外仍有提升空间，我们认为公司在市场方面将会终点提升省外市场的市占率以及品牌力，预计明年在省外核心市场将实现稳定增长，江苏以及长三角市场体量有望在前期培育下贡献更多增量。
- **迎驾贡酒**：我们预计公司仍将维持较高增速，明年将以区域扩张+渠道深耕作为主要发展方向：（1）区域扩张：目前省内核心市场主要集中在合肥、六安、淮北等地，未来有望进一步辐射铜陵、安庆、芜湖等周边市场；（2）渠道深耕：目前来看公司在省内终点市场网点覆盖率仍有较大提升空间，同时近几年来省内经销商数量呈现持续上行阶段，我们认为 24 年有望在加强渠道深耕，经销商体系布局更加完善，带动收入体量持续上行。
- **口子窖**：今年前三季度来看，在老品提前回款的带动下，前三季度业绩维持较为稳定增速，新品兼系列整体动销氛围持续培育，目前在合肥市场初见效果；展望 24 年来看，我们认为全年应重点期待新品兼系列的放量。

啤酒：关注低估值龙头，把握 2024 年利润确定性

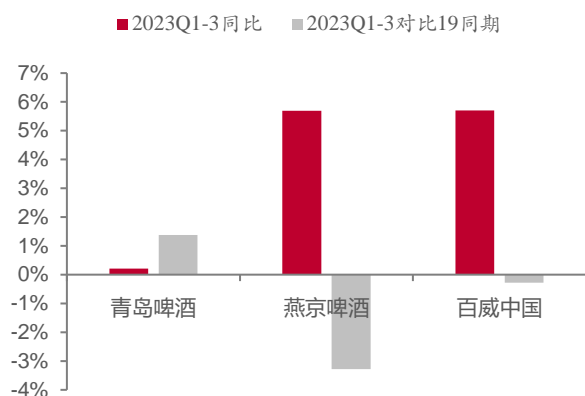
- 2023 年小幅增长，2024 年向疫情前平稳恢复。**2023 年啤酒行业产销量仍未修复至疫情前 2019 年的水平。从行业产量看，2023M1-10 月产量同比增长 2.2%，同比进一步修复，但对比 2019 年 1-10 月微降 0.3%。考虑到 2022 年 11-12 月行业产量基数较高，对比 2019 年 11-12 月分别增长 0.4%和 5.8%。从上市公司来看，燕京啤酒、百威中国尽管前三季度销量同比恢复明显，但对比 2019 年同期仍有缺口；青岛啤酒前三季度对比 2019Q1-3 虽然增长 1.4%，但 10-11 月需求疲软，全年预计持平或微降。展望 2024 年，我们认为随着消费意愿的回升，啤酒行业总量有望实现平稳修复，进一步向疫情前的水平靠拢。

图表 36：2023 年 1-10 月啤酒行业产量表现



来源：wind、国家统计局、中泰证券研究所

图表 37：2023Q1-3 啤酒公司销量表现

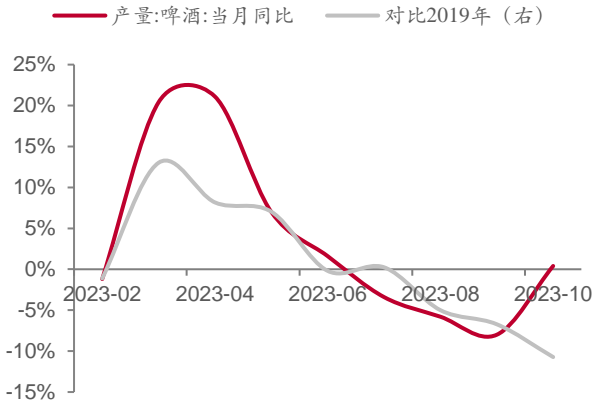


来源：wind、各公司公告、中泰证券研究所

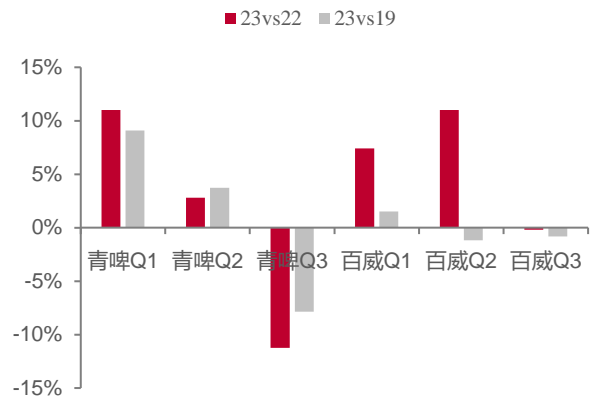
- 2024Q1 面临高基数，Q3 旺季有望实现强反弹。**从啤酒行业产量看，由于 2023Q1 疫情放开后的报复性消费，导致了 2024Q1 产量面临高基数，该压力一直延续到 4-5 月，进入 6 月后基数压力得以缓解。此后旺季 7 月开始，一直到 10 月，行业产量基数都较低，2024 年有望实现恢复性增长。从上市公司季度销量看，青啤和百威 2023Q1 销量均增长明显，2023Q2 增长收窄，2023Q3 销量则出现下滑。因此从 2024 年的节奏来看，Q1 乃至 4-5 月面临总量的高基数压力，各公司在 2023 年底尽量降低库存，力求实现 2024 年的平稳开门；而 Q3 总量基数较低，2024 年啤酒旺季有望实现产销量强劲增长。

图表 38：啤酒行业月度产量变化

图表 39：2023 年啤酒上市公司季度销量变化



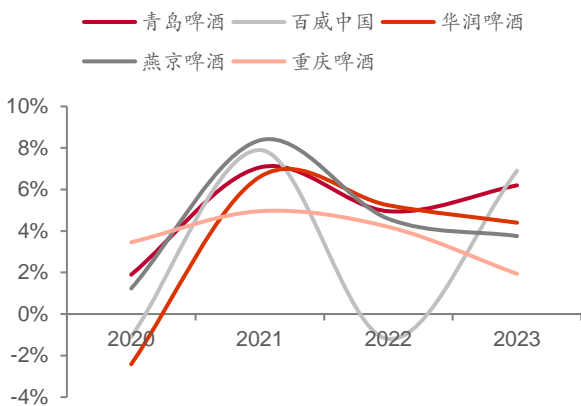
来源: wind、国家统计局、中泰证券研究所



来源: 公司公告、中泰证券研究所

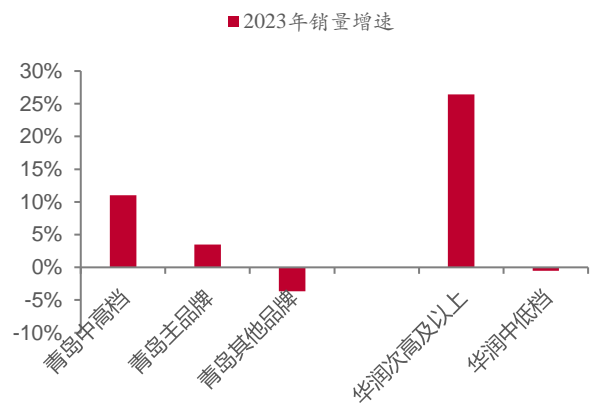
- 2023 年均价强劲增长，2024 年高端化趋势稳健。**2023 年啤酒公司均价普遍实现了强劲增长，一方面来自于持续的高端化，另一方面受益于现饮渠道修复带来的结构改善。2023 年前三季度青岛啤酒、百威中国均价增长 6.2%和 6.9%，比 2022 年加速；华润啤酒（半年度）、燕京啤酒均价增长 4.4%、3.8%，比 2022 年略有放缓；仅重庆啤酒由于乌苏、1664 等高端酒表现乏力，均价增长放缓明显。从产品结构看，青岛啤酒、华润啤酒两大个全国性公司高端化趋势明显，青岛啤酒销量增速中高端>主品牌>其他，华润啤酒次高及以上>中低档。我们认为 2024 年啤酒行业仍将延续高端化趋势，大量的低档酒持续向腰部升级，同时现饮渠道若继续修复有望促进结构的进一步提升。

图表 40: 啤酒公司 ASP 增速



来源: wind、各公司公告、中泰证券研究所（2023 年数据，华润为半年度，其他均为前三季度）

图表 41: 2023 年啤酒公司产品结构表现

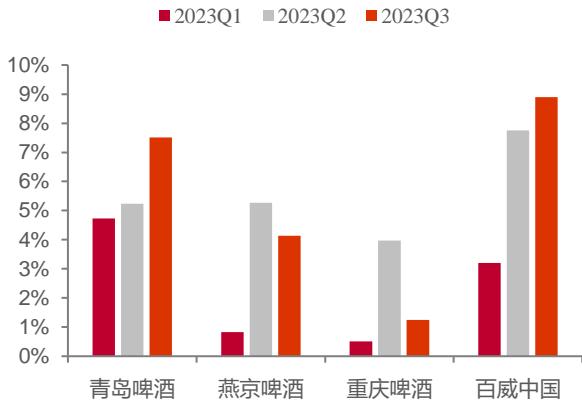


来源: 各公司公告、中泰证券研究所（2023 年数据，华润为半年度，其他均为前三季度）

- 现饮修复推动均价回暖，2024Q1 结构有望反弹。**从 2023 年啤酒公司分季度均价增速来看，一季度普遍最低，主要系疫情管控放开，春节旺季返乡潮，带动下线城市的中低档酒需求旺盛；二季度开始，在 2022Q2 华东封城的低基数下，现饮渠道开始修复，均价增长提速；三季度由于在 2022Q3 全国疫情散发现饮明显承压的低基数下，现饮进一步修复带来青岛啤酒、百威中国的均价增速进一步走强。从青岛啤酒分季度的产

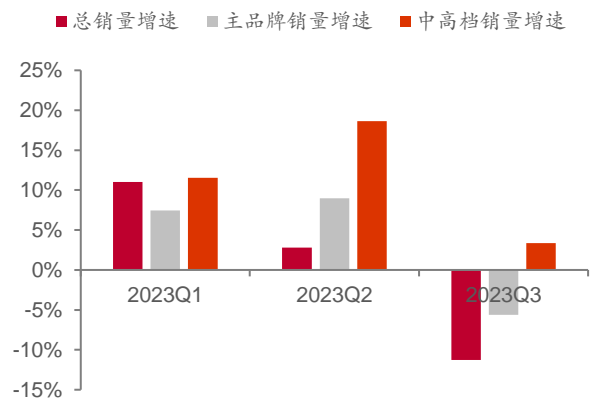
品结构也可以看到，2023Q1 结构提升较弱，返乡潮带来中低档酒需求较好，Q2-Q3 结构呈现明显升级态势。2024 年，我们认为若现饮渠道进一步修复，将推动均价提升。同时从节奏来看，由于 2023Q1 返乡潮导致的结构低基数，2024Q1 结构提升和均价表现有望加强。

图表 42: 啤酒公司季度 ASP 增速



来源: wind、各公司公告、中泰证券研究所

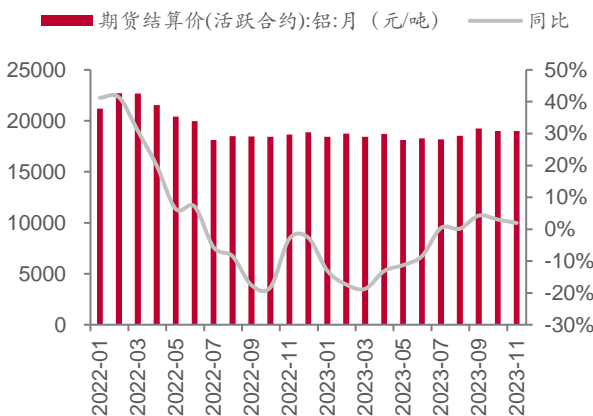
图表 43: 2023 年青岛啤酒季度结构表现



来源: wind、公司公告、中泰证券研究所

- 预计 2024 年铝材价格低位震荡，瓦楞纸价格有望继续走弱。从 2022H2 开始，包材价格开始逐步走弱。铝材价格从 2022H2 开始进入回落周期，2023 年开始在报表端逐步体现，目前持续处于相对低位。我们预计 2024 年铝材价格继续处于相对低位，但不排除小幅反弹的可能。纸箱价格目前也处于持续的回落通道，同比仍有 10% 以上降幅，环比处于低位震荡。考虑到报表端滞后周期，2024 年上市公司成本仍有望受益于纸箱价格回落。

图表 44: 铝材价格走势



来源: wind、中泰证券研究所

图表 45: 纸箱价格走势

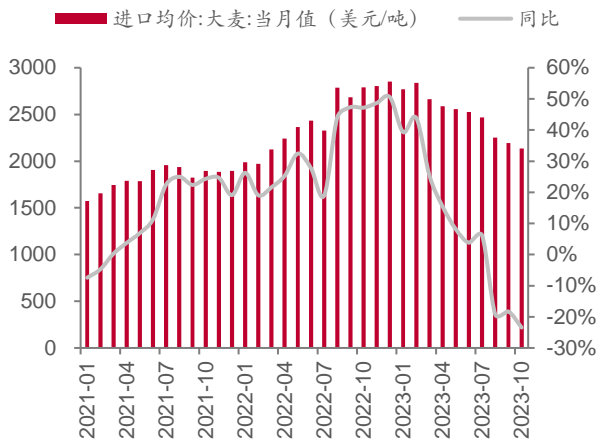


来源: wind、中泰证券研究所

- 2024 年大麦下行红利兑现，吨酒成本即将迎向下拐点。大麦价格经过连续 2 年上涨后，进入回落周期，叠加澳麦恢复进口，2024 年推动成本回落。目前进口大麦价格高位回落，环比持续下降，同比也出现明显下滑，叠加 2024 年澳麦恢复进口，大麦释放的成本红利有望超预期。年底进

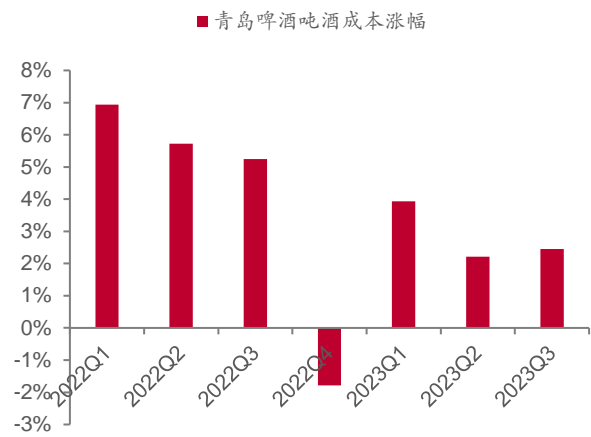
入大麦锁价周期，持续关注价格走势。从季度吨酒成本涨幅看，青岛啤酒季度吨酒成本涨幅自 2022Q1 开始逐季收窄（剔除 2022Q4 淡季），即将进入同比下降阶段，2023Q3 小幅反弹主要系季度销量大幅下滑导致固定成本摊薄减弱，与原材料价格相关的可变成本部分走势向下。我们预计 2024 年初，啤酒公司吨酒成本普遍迎来同比下降拐点。

图表 46: 进口大麦价格走势



来源: wind、中泰证券研究所

图表 47: 青岛啤酒季度吨成本增速



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 关注低估值龙头，把握 2024 年利润确定性。**目前啤酒核心公司股价持续回落，多家公司对应 2024 年 PE 跌破 20 倍，当前啤酒股价具备较高的性价比，建议底部布局。2024 年啤酒的利润释放具备强确定性：（1）一方面在 2023 年旺季需求低迷+现饮并未完全恢复的环境下，2024 年销量有望进一步回升。（2）高端化方面，目前市场担忧 2024 年啤酒受消费降级影响，ASP 表现低于预期。我们认为 2022-2023Q3，消费整体出现分化的背景下，啤酒高端化依旧表现强劲。同时啤酒单价偏低，价格敏感度较低，甚至受益追求性价比后部分白酒、红酒的消费转移。长期看，我国啤酒均价和结构跟海外成熟市场仍有较大差距，升级空间大。2024 年，我们认为大量的低档酒向中档酒的升级依旧具备较强的确定性，该部分升级具备较强的性价比；而高档超高档酒的增长预计受到宏观环境对夜场、高端餐饮等场景的影响。啤酒公司的高端化或出现分化，看好喜力、燕京 U8、青岛白啤等差异化单品的增长。（3）最后成本端回落趋势已定，年底大麦锁价有望超预期。重点推荐华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒。
- 华润啤酒:**公司加速推进高端化战略，目前喜力持续进行高地市场覆盖，并积极扩展餐饮、流通等渠道及场景。雪花纯生依托喜力的扩张形成产品组合进店，保持了良性的增长趋势，新推出的全麦纯生打开了差异化空间。超级勇闯表现低于预期，公司积极进行产品和包装的调整，期待重新打磨上市后迎来二次增长。目前公司在高档酒领域增长迅速，市场份额加速提升，中期目标清晰，打造喜力+雪花纯生两个百万千升级别大单品，有望成为中高高端啤酒市场的龙一。
- 青岛啤酒:**公司大力推动低档酒向主流及高档的升级，主品牌占比稳步提升。目前腰部产品经典表现突出，2023 年逆势增长，持续替代类经典

产品和其他中低档产品，在提升产品结构的同时，持续扩大大单品经典的规模效应。高档酒中白啤表现依旧亮眼，凭借产品自身的差异化实现了快速增长。青岛纯生受夜场、高端餐饮等需求影响波动较大，期待后续渠道和品牌力的进一步提升。

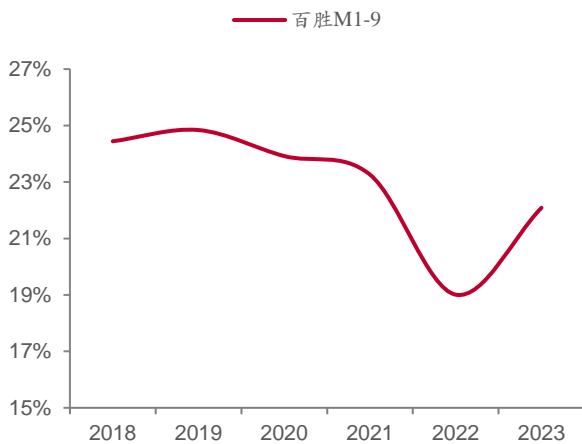
- **燕京啤酒：**燕京 U8 经历短期天气、库存等因素影响出现增速放缓，后续重新恢复高增，今年外部环境不佳的情况下仍增长出色，逐步成长为 8-10 元次高端价格带领先产品。公司持续强化总部职能，在产销分离、数字化管理、供应链转型、人才储备发展等多维度发力，保持经营业绩量的稳步增长和质的有效提升。公司突出市场化方向，建立向贡献者倾斜的薪酬体系，搭建燕京市场化薪酬体系、绩效管理辦法。通过推进分子公司负责人及经理层成员任期制和契约化管理，强化当期和任期意识；通过深化企业分类考核评价机制，设定超额分享机制，有效激发经营动力；通过改革员工薪酬与考核体系，明确员工成长路径。公司将持续探讨、建立并完善中长期的激励机制。

调味品：疫后复调加速渗透，基础调需求期待改善

■ (1) 餐饮需求分析

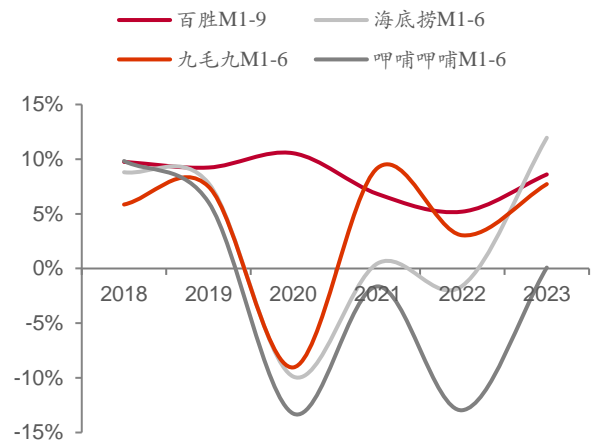
- **疫情三年餐饮盈利承压，2023 年对比疫情前仍有待恢复。**2020-2022 年三年疫情期间，餐饮公司盈利能力承压。百胜中国 2020-2022 年 Q1-3 的毛利率持续走弱，从疫情前的 24%+下降至 19%左右；各家公司的归母净利率也在疫情三年不同程度下滑，甚至出现年度亏损的情况。2023 年受益于疫情管控放开，外出就餐人流恢复，餐饮公司盈利能力有所回暖，但整体对比疫情前仍有差距。2023Q1-3 百胜中国毛利率恢复至 22.09%，但对比 2018 和 2019 年仍有 2pct+的缺口；百胜中国、九毛九、呷哺呷哺在 2023 年的归母净利率对比历史高位仍有差距，仅海底捞由于积极的降本控费使得净利率创新高。经历了疫情三年的盈利承压甚至亏损后，各家餐饮企业都亟待回血，而 2023 年需求弱修复下盈利能力仍未恢复到疫情前的正常水平，餐饮企业将积极寻求降本增效。

图表 48：百胜中国毛利率



来源：wind、公司公告、中泰证券研究所

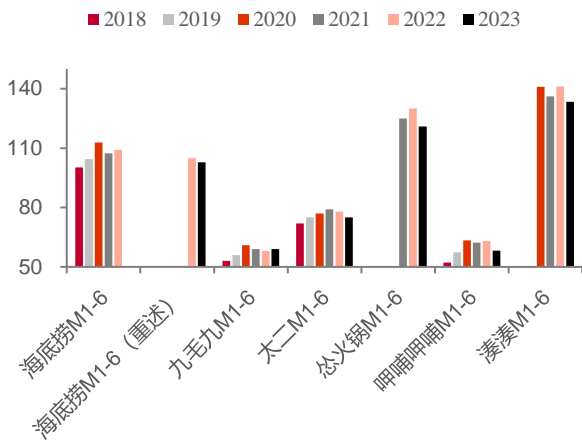
图表 49：餐饮上市公司归母净利率



来源：wind、各公司公告、中泰证券研究所

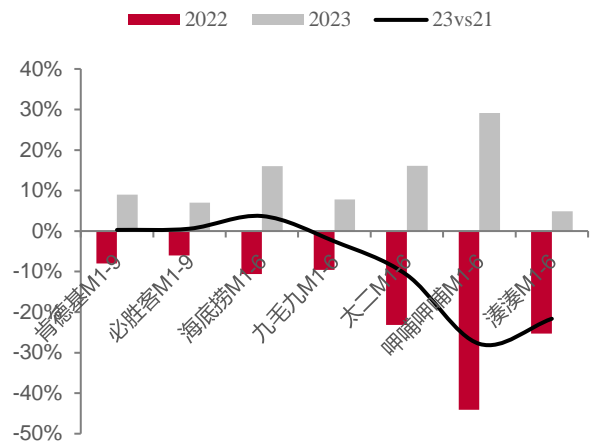
- **2023 年餐饮客单价下降，同店普遍承压。**2023 年尽管疫情管控放开，人流恢复，但由于经济弱复苏，餐饮公司的客单价大部分出现下滑，同时反映出餐饮企业加大促销折扣力度。2023H1 海底捞、太二、怂火锅、呷哺呷哺、湊湊的客单价对比 2022 年分别下降 2.0%、3.8%、6.9%、7.8%、5.5%，客单价的下降对公司盈利能力形成压力。另一方面，2023 年餐饮公司同店普遍未恢复到疫情前水平。2022 年疫情强反复导致餐饮同店下滑明显，2023 年管控放开后同店回升。但 2023 年仅海底捞同店超过 2021 年，肯德基和必胜客同店基本恢复到 2021 年，而九毛九、太二、呷哺呷哺、湊湊的同店距离 2021 年仍有缺口。而 2021 年虽然疫情影响较弱，但对比疫情前的正常水平仍有缺口，因此大部分餐饮公司的同店仍有待向疫情前水平恢复，同店缺口导致盈利能力承压。

图表 50: 餐饮公司客单价表现 (单位: 元)



来源: wind、各公司公告、中泰证券研究所。注: 海底捞 2022 年底将海外业务剥离成特海国际单独上市, 重述的数据为仅含国内部分。

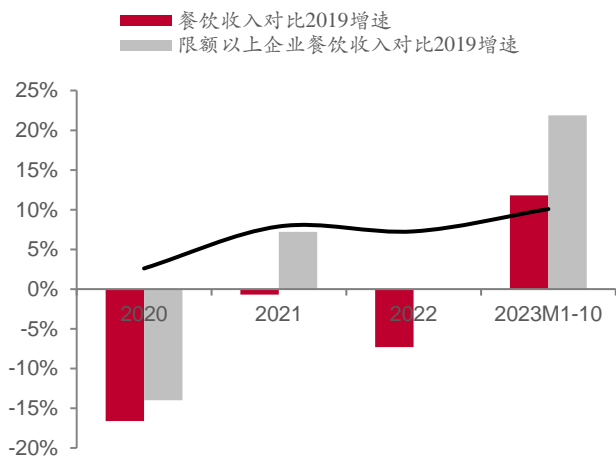
图表 51: 餐饮公司同店表现



来源: wind、各公司公告、中泰证券研究所

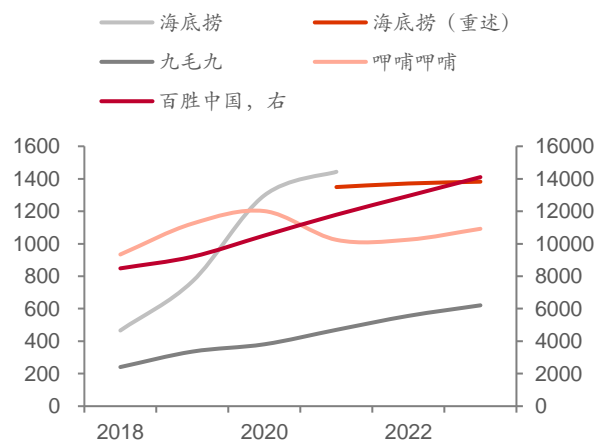
■ **疫情加速餐饮洗牌, 疫后头部餐饮集中度提升。**根据国家统计局, 疫情三年以来限额以上餐饮收入增速持续超过餐饮整体, 同时限额以上餐饮收入增速-餐饮整体增速的剪刀差持续扩大, 意味着份额加速向头部集中。2023 年 1-10 月, 限额以上餐饮收入对比 2019 年同期增长 21.9%, 而餐饮整体仅增长 11.8%, 两者剪刀差达到 10.1 个 pct, 比 2022 年扩大 2.8 个 pct, 疫情放开后限额以上餐饮占比提升。从头部上市公司 2023 年开店情况看, 百胜保持了快速开店, 前三季度净开门店 1155 家, 全年维持 1400-1600 家净增目标; 九毛九 2023H1 净开门店 65 家, 也保持了较快趋势; 海底捞和呷哺呷哺上半年分别净开店 11 家和 67 家。头部餐饮公司百胜、九毛九等在疫情三年一直快速开店, 疫情后同样保持, 餐饮市场份额加速向头部餐饮集中。餐饮的连锁化率提升和头部份额上升, 有利于 B 端复合调味品加速渗透。

图表 52: 限额以上餐饮增长快于整体



来源: wind、国家统计局、中泰证券研究所

图表 53: 2023 年餐饮公司开店情况 (家)



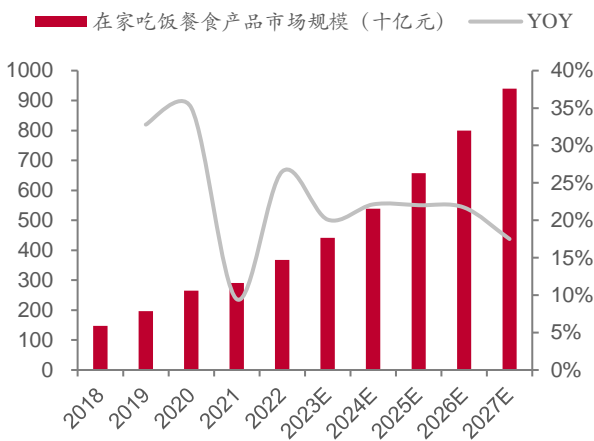
来源: wind、各公司公告、中泰证券研究所 (百胜中国 2023 年为前三)

季度数据)

■ (2) 家庭需求分析

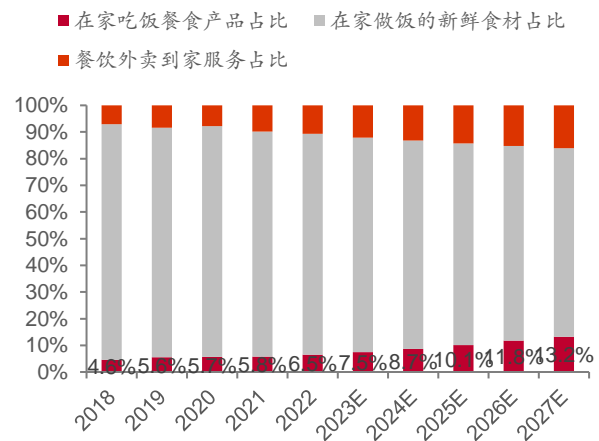
- 疫情加速在家吃饭餐食产品发展，培育复调居家消费习惯。在家吃饭市场可以分为3类，即在家吃饭餐饮服务、在家做饭的新鲜食材、餐饮外卖到家服务。疫情三年人流受限外出就餐受损，在家吃饭受益，同时叠加烹饪便捷化需求，在家吃饭餐饮服务快速发展，也带动了复调居家消费习惯的培育。2020年由于疫情，在家吃饭餐食产品市场加速增长35.0%至2652亿元；2021年随着餐饮恢复增速有所回落；但2022年疫情反复再次驱动在家吃饭餐食产品市场增长26.5%至3673亿元；预计2023-2027年，在家吃饭餐食产品市场规模将从4411亿元增长至9400亿元，CAGR为20.8%。从在家吃饭餐食产品市场占比来看，从2020年的5.7%提升至2022年的6.5%，受益于疫情三年的消费习惯培养，预计占比将从2023年的7.5%快速提升至2027年的13.2%。

图表 54：中国在家吃饭餐食产品市场规模



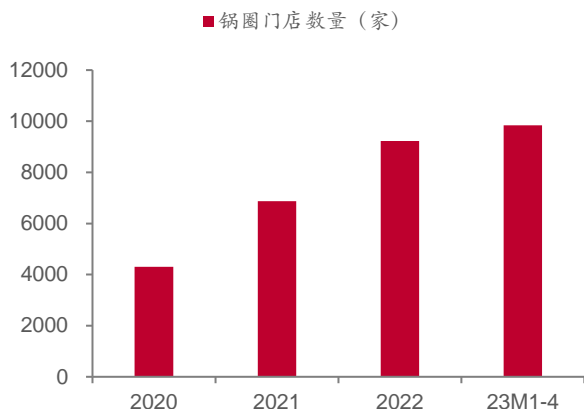
来源：锅圈招股说明书、弗若斯特沙利文、中国饭店协会、中泰证券研究所

图表 55：在家吃饭餐食产品市场占比上升

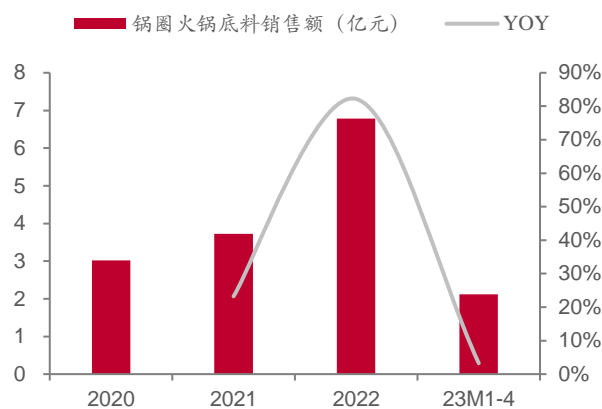


来源：锅圈招股说明书、弗若斯特沙利文、中国饭店协会、中泰证券研究所

- 锅圈快速开店，疫情期间家庭端火锅底料需求快速增长。受益于在家吃饭餐食产品市场的发展，锅圈作为行业龙头进行快速扩张。2020年锅圈门店为4300家；至2021年末达到6868家，同比增长60%；2022年由于疫情反复，公司继续快速开店，年末门店数达到9221家，同比增长34%；2023年疫情后，公司仍保持开店，至4月末门店达到9844家。锅圈销售在家吃饭餐食产品，也包括了复合调味品，其中火锅底料销售额2020年为3.02亿元，2021年同比增长23.25%至3.72亿元，2022年由于疫情反复大幅增长82.17%至6.79亿元，2023年1-4月同比增长3.26%。疫情期间，居家消费场景的复合调味品需求快速增长，加速培育了复合调味品在家庭端的消费习惯。

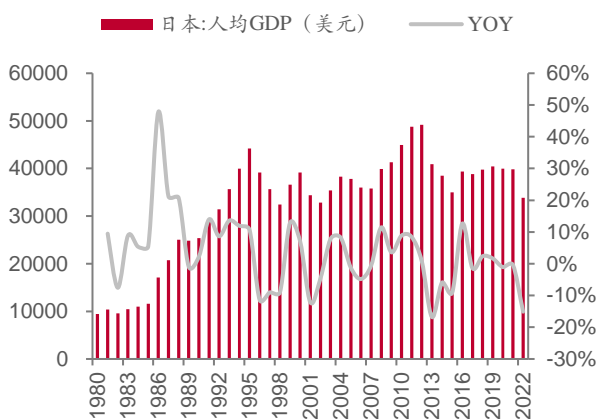
图表 56: 中国在家吃饭餐食产品市场规模


来源: 锅圈招股说明书、中泰证券研究所

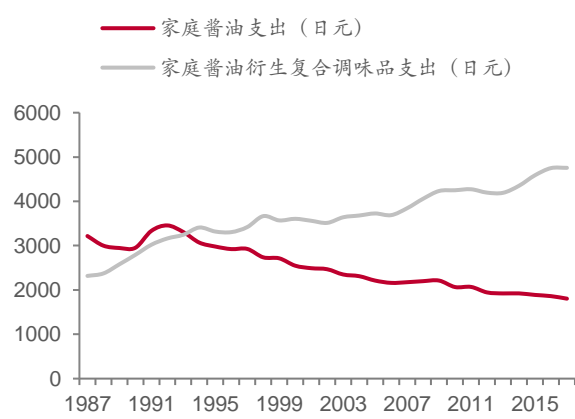
图表 57: 在家吃饭餐食产品市场占比上升


来源: 锅圈招股说明书、中泰证券研究所

- 日本经济下行期, 家庭端复调仍持续替代基础调。**1996 年开始, 日本人均 GDP 增长放缓, 日本经济进入振荡期。而从日本家庭端调味品使用情况来看, 即便在经济低迷时期, 复合调味品替代基础调味品的趋势依然明显。日本家庭对基础调味品酱油的支出金额从 90 年代初的约 3500 日元的高位下降至 2017 年的约 1800 日元, 酱油衍生的复合调味品支出则由约 3000 日元上升至约 4800 日元。虽然 2023 年疫情管控放开后, 国内经济增长乏力, 部分出现消费降级的现象, 但参考日本, 我们认为家庭端复调替代基础调的趋势不变。

图表 58: 日本人均 GDP 及增速


来源: wind、世界银行、中泰证券研究所

图表 59: 日本家庭端复调替代基础调


来源: 总务省统计局、中泰证券研究所

- 2023 年大 B 率先修复推动复调高增, 2024 年中小 B 修复有望驱动基础调改善。**2020-2022 年疫情三年, 基础调味品和复合调味品增速均明显放缓, 龙头公司增长也出现波动。2023 年疫情管控放开, 复合调味品收入快速恢复, 前三季度增速达到 18.1%, 而基础调味品收入增速仅 1.6%, 比 2022 年增速进一步放缓, 两者的增速差甚至超过 2019 年。

我们认为主要系疫后受益于 BC 两端的驱动，基础调味品加速向复合调味品转换。同时疫情后抗风险能力强的大 B 餐饮率先修复，而中小 B 餐饮修复较慢，前者使用复合调味品更多，而后者使用基础调味品较多。2024 年若餐饮进一步修复，并且出现从大 B 往中小 B 轮动修复的趋势，则基础调味品需求有望迎来回升。

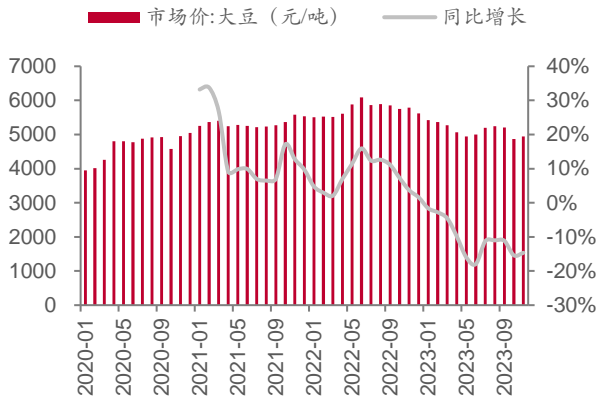
图表 60：调味品上市公司收入增速

	2019	2020	2021	2022	2023Q1-3
海天味业	16.2%	15.1%	9.7%	2.4%	-2.3%
中炬高新	12.2%	9.6%	-0.2%	4.4%	-0.1%
千禾味业	27.2%	25.0%	13.7%	26.6%	50.0%
恒顺醋业	8.2%	9.9%	-6.0%	13.0%	-2.6%
涪陵榨菜	3.9%	14.2%	10.8%	1.2%	-4.6%
加加食品	14.1%	1.6%	-15.3%	-3.9%	-4.3%
仲景食品	18.6%	15.7%	11.0%	9.4%	12.2%
莲花健康	-1.5%	-2.8%	9.7%	-6.8%	22.8%
基础调味品	13.7%	12.7%	6.5%	3.7%	1.6%
天味食品	22.3%	36.9%	-14.3%	32.8%	17.0%
颐海国际	45.1%	16.0%	11.2%	2.3%	14.4%
宝立食品	2.2%	9.6%	30.3%	1.9%	28.6%
日辰股份	20.3%	-7.8%	28.6%	-8.8%	14.0%
佳隆股份	-7.0%	-18.0%	15.0%	-25.8%	21.1%
安记食品	24.3%	-0.2%	30.6%	1.5%	21.5%
复合调味品	27.6%	17.2%	7.1%	8.2%	18.1%

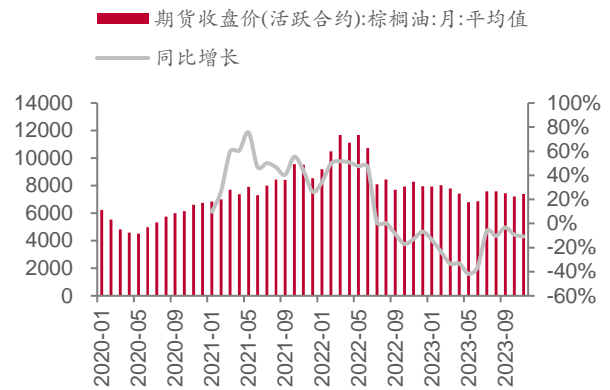
来源：wind、各公司公告、中泰证券研究所（颐海国际和宝立食品剔除了方便速食业务，颐海国际 2023 采用半年报）

- 2023 年复调成本率先回落，2024 年基础调成本回落可期。**大豆是基础调味品公司的主要原材料，2023 年以来，大豆价格同比开始回落，目前回落幅度超过 10%。随着新一季大豆产出，基础调味品公司的 2024 年的成本压力有望明显趋缓，推动盈利能力修复。油脂是复合调味品公司的主要原材料，2022H2 开始油脂价格进入下行周期，2023H1 棕榈油价格同比降幅一度超过 40%，目前棕榈油价格保持低位震荡，预计 2024 年复调企业成本端压力较小。

图表 61：大豆价格走势
图表 62：棕榈油价格走势（元/吨）



来源：wind、中泰证券研究所



来源：wind、中泰证券研究所

- **2024 年把握复调高增长，持续跟进基础调味品公司经营改善。第一**，随着后疫情时代到来，BC 两端复调均有望加速替代基础调味品。B 端餐饮企业面临同店修复缓慢、客单价下降等压力，叠加疫情三年盈利能力承压，迫切需要降本增效，复调渗透率有望加速提升；C 端经过疫情培育，居家消费复调的习惯进一步成熟。看好 C 端龙头天味食品+B 端龙头宝立食品。**第二**，若餐饮从大 B 向中小 B 轮动修复，基础调味品需求有望迎来改善，同时大豆价格进入下行周期，有望驱动 2024 年基础调味品公司盈利能力修复。关注海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业、涪陵榨菜等公司的需求改善及内部改革。
- **天味食品**：公司是 C 端复合调味品龙头，基本面 2021 年触底，此后经营治理持续改善。2022 年以来，天味食品在 C 端的收入增速持续领先颐海国际，在双龙头中的领先优势逐步建立，竞争优势持续加强。公司聚焦大单品，目前已经打造手工火锅底料+老坛酸菜鱼系列两大核心单品，同时具备小龙虾调料+香肠腊肉调料两个季节性大单品，并积极开发潜力产品。C 端持续进行渠道优化，通过优商辅商强化渠道能力，贴身服务大经销商，保持渠道库存良性提升产品新鲜度。随着人员逐步稳定、经营发展稳健、激励机制落地，公司发展进入正循环。展望未来，公司在持续加强 C 端竞争力的同时，有望在 B 端打开增长空间。目前公司大 B 客户稳健发展，疫情后迎来强劲小幅。小 B 采用线上收购食萃+线下自建团队的模式，并借助 C 端线下的渠道能力，相互赋能，有望实现小 B 渠道的快速发展。
- **宝立食品**：公司在 B 端领先优势明显，依托百胜等头部餐饮客户，具备强品牌背书与优秀的研发服务能力。公司建立了头部大客户、腰部 KA 客户、中小客户的梯队，依靠品牌和研发优势持续开拓新客户并实现共同成长。2023 年随着疫情管控放开，下游餐饮客户、食品工业客户需求持续修复，B 端为主的复合调味料实现恢复性高增。同时餐饮行业加速降本增效，集中度进一步提升，并且中小餐饮也加速使用复调，利好宝立等头部企业。公司积极扩展业务范围，烘焙产线三季度已正式投产，有望打开第二增长曲线。
- **海天味业**：公司 2023 年对渠道、产品等均进行积极调整，并降低渠道库存。2023H2 以来，随着中小 B 餐饮逐步修复，公司终端动销好转，基本面逐步改善。2024 年，公司改革成效有望逐步兑现，加大定制渠道、

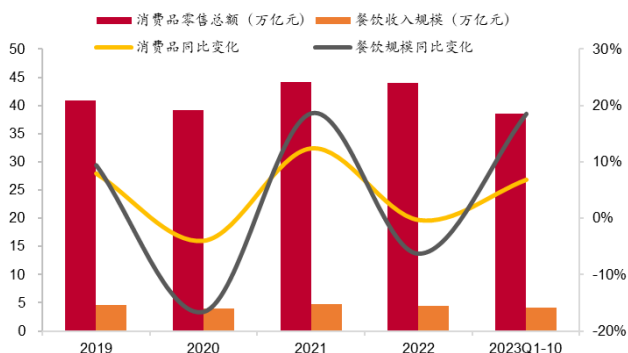
新零售渠道的布局，复合调味品等新品有望重新发力。同时在库存逐步降至合理，需求向好的背景下，公司收入有望加速。成本端大豆价格进行下行周期，推动公司盈利能力修复。

- **中炬高新：**公司重回国资，并已经完成高管团队变更，目前持续进行内部调整，积极梳理 2024 年的规划以及三年发展计划。公司后续有望加速市场化用人，提升激励机制，积极引进战略投资者，并寻找机遇剥离房地产业务聚焦主业。2024 年受益于改革成果释放，持续推动全国化、品类扩张和渠道扩张，公司调味品收入有望加速增长。
- **涪陵榨菜：**公司原董事长年满 60 岁退休，未来新董事长上任有望带来经营治理和发展战略方面的改变。有望通过新品类、新渠道实现收入的增长，扭转目前销量疲软的局面。同时 2023 年青菜头价格大幅上涨，导致 2023Q2 开始盈利能力承压。目前青菜头移栽和雨水良好，2024 年青菜头价格有望回归正常水平，驱动利润弹性释放。

餐饮产业链：下游需求修复，成长空间广阔

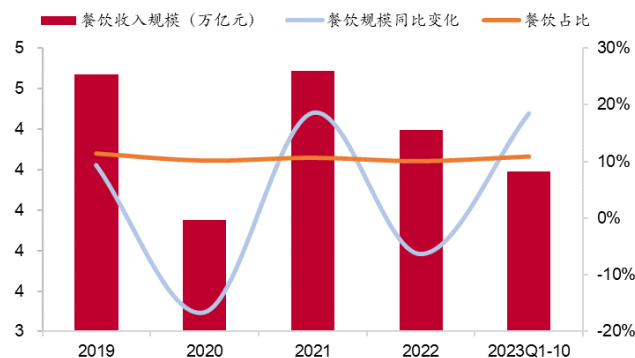
- 整体环境回暖，餐饮提速恢复。**20 年伴随整体消费总额降低，餐饮总收入规模跌破 4 万亿大关，21 年短暂恢复至 19 年同期水平。22 年全国餐饮收入下滑 6.3%，仅为 4.39 万亿元。进入 23 年上半年，整体回暖趋势明显，餐饮同比增长明显加快，有望赶超 19 年水平。餐饮业收入从 19 年底虽有较大幅度的波动，同比增长率有较大范围的波动。但整体消费占比波动幅度不大，餐饮业态作为民生基础业态的稳定性较强，保持在 10% 以上。

图表 63：社会消费品零售总额与餐饮规模



来源：国家统计局、中泰证券研究所

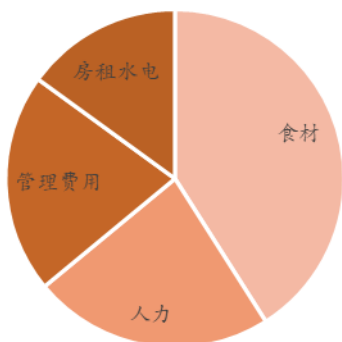
图表 64：餐饮市场规模与整体占比



来源：国家统计局、中泰证券研究所

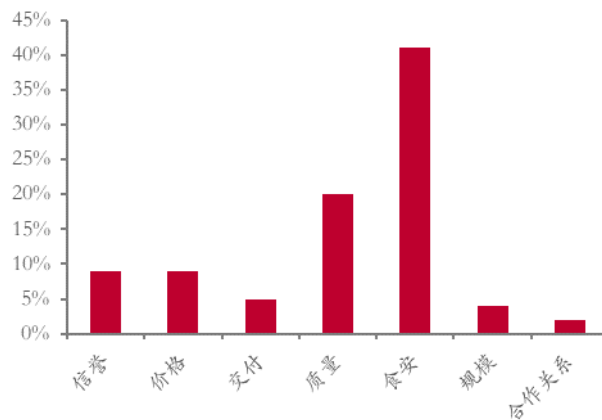
- 餐饮供应链规模同步提高，食安为首要考虑因素。**餐饮门店的成本构成有超四成被食材占据，餐饮企业对供应链的整体重视程度日趋渐强，仅次于品牌发展建设。而在供应商选择因素方面食品安全与产品质量为首要选择，价格与信誉在第二梯队，其次为交付与规模，而供应商的上下游合作也是重要参考。

图表 65：餐饮成本构成 (2023)



来源：中国烹饪协会、蜀海供应链、百川研究院、中泰证券研究所

图表 66：供应商选择看中因素

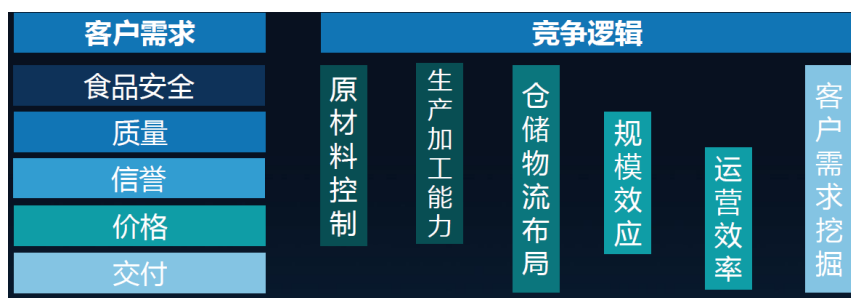


来源：中国烹饪协会、蜀海供应链、百川研究院、中泰证券研究所

- 餐饮供应链竞争、发展逻辑是对客户需求的挖掘。**当前餐饮供应链行业的重要竞争维度主要在于生产能力、仓储和物流能力以及客户的需求挖

掘能力，预计未来餐饮供应链的整体发展逻辑也将基于对客户的需求挖掘以及服务。

图表 67：餐饮供应链行业的竞争逻辑

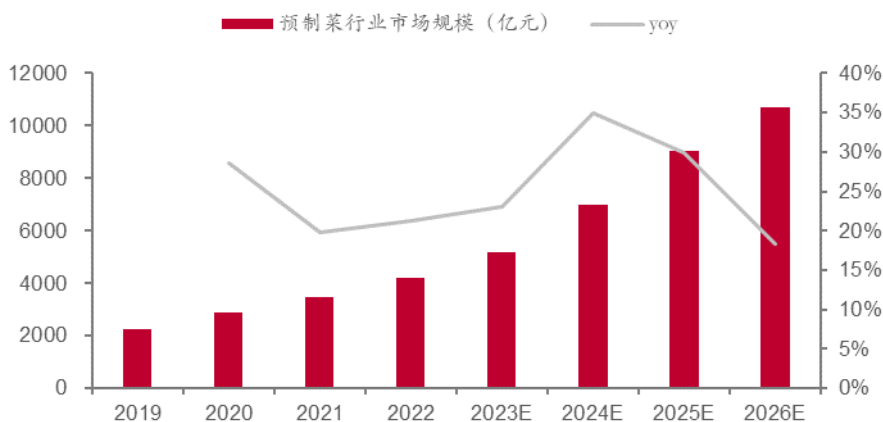


来源：中国烹饪协会、蜀海供应链、百川研究院、中泰证券研究所

1、预制菜

- **预制菜行业起步较晚，加速进入发展快车道。**2022 年我国预制菜市场规模达到 4196 亿元，同比增长 21.3%，市场规模持续扩大，有望成为下一个万亿市场。目前预制菜行业呈现出 B、C 端兼顾发展的态势，B 端为预制菜的主要发展市场，预制菜已成为餐饮企业降本增效的关键工具。

图表 68：预制菜行业市场规模和增速



来源：中国烹饪协会、蜀海供应链、百川研究院、赛迪顾问、艾媒咨询、中泰证券研究所

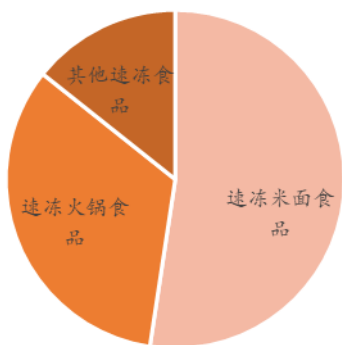
- **千味央厨：周期反转+内生外延，短、中、长期逻辑清晰。**收入端：(1) 大 B 端：百胜等西式快餐大客户引领复苏拉动增长，海底捞等中式餐饮与瑞幸等咖啡茶饮大客户接力增长；(2) 小 B 端：大单品策略持续推进，围绕场景不断开发单品。利润端，产品结构持续优化下盈利改善可期。远期看，餐饮供应链空间巨大且疫后加速渗透趋势明显，公司内生+外延不断拓展自身能力圈，多渠道多品类发展验证自身实力，未来龙头市占率将迎来顺势提升。
- **巴比食品：门店团餐双轮驱动，产能投放助力高增。**公司稳态情况下是具备高 ROIC 的优质商业模式的好公司，但当前面临全国布局和门店下沉早期必然经历的单店下滑和产能错配问题，未来单店企稳有望带来营收拐点，产能消化有望带来利润拐点。

- **味知香：背靠朝阳赛道，公司产销两头稳步推进。** 预制菜是强确定性的朝阳赛道，未来渗透率提升逻辑顺畅、趋势明显。味知香在产品方面具备先发优势和在渠道方面具备独占性。生产端来看，伴随新增 5 万吨产能陆续投产以及新品研发，产能的“量”与“质”有望进一步提升；销售端，公司积极推进多渠道布局。C 端方面，加盟渠道除在农贸市场稳步渗透外，街边店也成功投入运营并进行推广，同时经销渠道进一步推进与商超合作；B 端方面，销售团队持续扩充，批发渠道深耕，团餐、小餐饮有望贡献新增量。

2、速冻食品

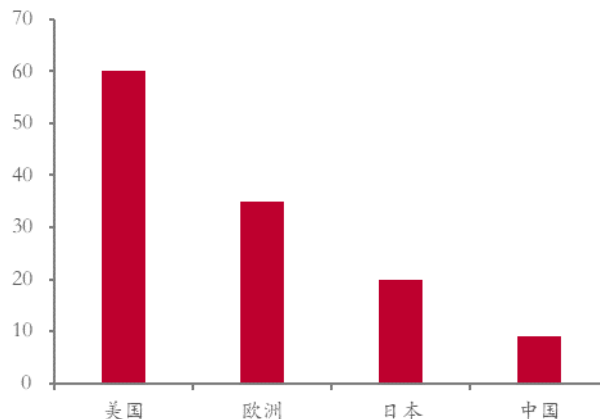
- **市场规模广阔，品类扩充潜力大。** 社会效率的不断升级有望带来速冻行业的快速生长，也将持续拉动行业创新与增长。进一步提升催生了中央厨房需求，加速了预制菜行业的发展，近年实现快速崛起。2021 年我国共有超过 6.9 万家企业名称或经营范围包含“速冻、预制菜、预制食品、半成品食品、即食、净菜”的企业，速冻半成品有望成为速冻行业的新增长点及未来发展的新趋势。

图表 69：2022 年速冻行业格局



来源：中国烹饪协会、蜀海供应链、百川研究院、中泰证券研究所

图表 70：人均消费速冻食品量 (kg)



来源：中国烹饪协会、蜀海供应链、百川研究院、中泰证券研究所

- **终端需求缓慢恢复，大客户表现更佳。** 预加工食品板块 2023 年前 3 季度实现收入增速 13.91%，疫后受消费场景修复带动，板块收入保持稳健增长；其中 23Q3 收入增速慢于前 3 季度，实现收入增速 10.35%。回顾 22 年，二季度疫情刺激居家消费造成 C 端高基数，23 年 C 端需求回到常态，B 端餐饮需求缓慢修复，大客户恢复较快。

图表 71：餐饮供应链行业部分上市公司 2023Q1-Q3 收入&利润

	2023Q1-Q3				2023Q2				2023Q3			
	收入 (亿元)	增速 (%)	扣非 净利 (亿元)	增速 (%)	收入 (亿元)	增速 (%)	扣非 净利 (亿元)	增速 (%)	收入 (亿元)	增速 (%)	扣非 净利 (亿元)	增速 (%)
千味央厨	13.28	28.88	0.82	28.04	8.51	31.14	0.53	30.07	4.77	25.04	0.30	24.57
三全食品	54.15	1.50	4.84	8.74	38.55	0.89	3.82	5.88	15.60	3.03	1.02	20.91

巴比食品	11.86	7.78	1.22	-11.31	7.37	7.57	0.67	-28.19	4.49	8.13	0.56	23.70
安井食品	102.71	25.93	10.26	69.79	68.94	30.70	6.95	82.65	33.77	17.21	3.31	47.95
海欣食品	11.34	3.56	-0.01	-104.07	7.34	6.27	-0.02	-108.91	4.00	-1.06	0.01	-91.22
惠发食品	13.04	16.08	-0.34	60.34	8.45	22.96	-0.34	46.18	4.59	5.26	0.00	101.02
味知香	6.19	1.92	1.04	4.75	4.17	10.30	0.73	18.17	2.02	-11.89	0.32	-16.93
春雪食品	20.96	14.81	0.11	-85.12	13.77	22.53	0.04	-89.27	7.20	2.47	0.07	-80.31
盖世食品	3.59	32.12	0.27	2.17	2.26	28.79	0.10	-26.30	1.34	38.18	0.17	30.13
克明食品	39.31	-8.48	0.06	-94.09	26.78	-4.87	0.04	-93.87	12.53	-15.35	0.02	-94.56
五芳斋	24.15	6.71	2.31	3.78	18.66	3.15	2.47	3.12	5.50	20.86	-0.16	5.60
预加工食品合计	300.60	13.91	20.59	19.86	204.79	15.66	14.98	19.46	95.81	10.35	5.61	20.94

来源: Wind、中泰证券研究所

- 米面制品盈利承压，肉制品盈利改善。**米面制品：需求弱复苏，激烈竞争下盈利承压。受需求修复不明显和市场竞争加剧影响，23Q3 以米面制品为主要产品的公司，如千味央厨、三全食品等，毛利率出现一定程度下降，但是费用控制依旧严格，毛销差依旧稳中有升。肉制品：成本回落叠加旺季产能利用率提升，盈利能力明显提升。伴随着速冻行业进入生产旺季，工厂产能利用率进一步提升推动生产效率提升。同时鱼浆、鸡肉等原材料回落，释放一定成本红利，肉制品毛利率提升明显。各公司减促降费趋势延续，行业高端化升级趋势明显，毛销差明显提升。

图表 72：餐饮供应链行业部分上市公司 2023Q1-Q3 毛利率&销售费用率 (%)

公司	2023Q1-Q3			2023Q2			2023Q3		
	毛利率变化	销售费用率变化	毛销差变化	毛利率变化	销售费用率变化	毛销差变化	毛利率变化	销售费用率变化	毛销差变化
千味央厨	0.23	1.01	(0.77)	0.77	1.72	(0.95)	(0.70)	(0.23)	(0.47)
三全食品	(1.79)	(1.92)	0.12	(2.22)	(1.53)	(0.69)	(0.67)	(2.91)	2.23
巴比食品	(1.54)	0.37	(1.92)	(2.90)	1.05	(3.95)	0.69	(0.74)	1.43
安井食品	1.00	(1.14)	2.14	0.24	(1.68)	1.92	2.37	(0.16)	2.53
海欣食品	(2.34)	0.55	(2.90)	(3.62)	0.42	(4.03)	(0.09)	0.77	(0.86)
惠发食品	2.89	(0.32)	3.21	1.55	(0.91)	2.46	5.48	0.66	4.82
味知香	1.96	1.13	0.83	1.71	0.56	1.15	2.39	2.30	0.10
春雪食品	(2.80)	0.10	(2.89)	(2.10)	0.17	(2.27)	(3.95)	(0.04)	(3.91)
盖世食品	2.89	0.35	2.54	3.13	0.48	2.64	2.30	0.13	2.17
克明食品	(3.31)	(1.40)	(1.91)	(3.89)	(1.42)	(2.47)	(2.08)	(1.36)	(0.72)
五芳斋	(6.27)	(5.75)	(0.51)	(6.12)	(6.09)	(0.04)	(5.12)	(5.53)	0.40

来源: Wind、中泰证券研究所

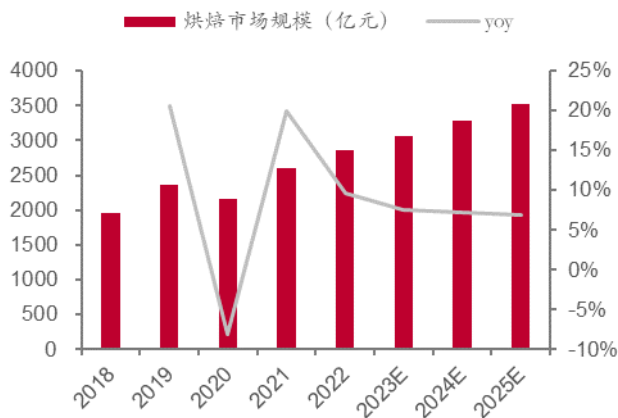
- 展望明年，收入端期待餐饮端逐步恢复，利润端，成本红利+结构升级红利逐步释放，利润率预计稳中有升。**收入端期待，餐饮端消费逐步恢复，下游需求逐步回暖。利润端，鱼糜、大豆蛋白等主要原材料价格持续回落，预计明年成本红利有望进一步释放。同时行业结构升级趋势明显，预计明年持续享受结构升级红利。最后，考虑到工厂产能利用率与供应链效率提升，预计利润率仍将稳中有升。

- 安井食品：收入具备空间，利润率具备支撑。**收入端，产能全国化布局逐步完成，产销两头拉动弱势市场渠道下沉；预制菜“三箭齐发”，多品牌运作，各品牌定位明确。“锁鲜装”、“丸之尊”等中高端产品持续放量。利润端，主业层面，伴随多地工厂产能和销量爬坡，制造成本有望进一步摊薄，规模效应有望提升中后台利润率水平，同时锁鲜装占比提升也有望对产品均价形成一定支撑。预制菜层面，一方面，考虑到今年小龙虾行情较差，预计明年小龙虾供给有望收缩，行情有望触底反弹；另一方面，考虑到未来山东工厂、洪湖工厂相继投产，预制菜业务自产比例有望进一步提升，原料优势和制造优势有望进一步体现。

3、冷冻烘焙

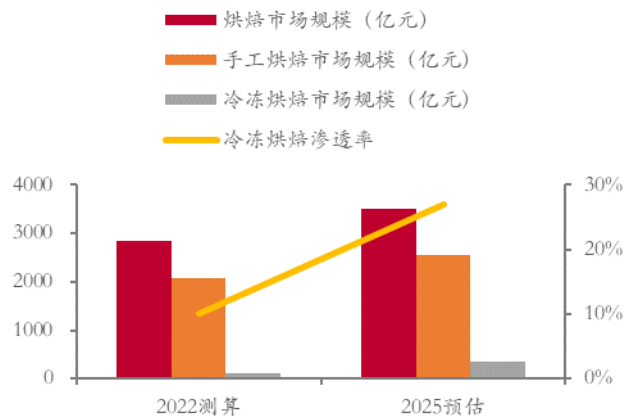
- 烘焙行业规模快速增长，冷冻面团渗透率提升空间巨大。**烘焙市场快速增长，冷冻烘焙潜力较大。冷冻烘焙具有显著优势，在我国市场空间大，消费升级背景下，年轻人饮食习惯逐渐西化，新兴烘焙市场出现。冷冻烘焙食品较预包装产品和现烤产品具有显著优势。冷冻烘焙食品的出现综合了预包装产品和现烤产品的优点，并弥补了其不足。烘焙行业市场规模预测前景可期，冷冻烘焙市场渗透率提高幅度较大，但整体手工烘焙的占比较高，冷冻烘焙的整体规模相绝对值较低。烘焙行业在整体餐饮市场有食安与准入、技术、资金、营销与服务四大壁垒，阻碍了整个烘焙行业的市场规模进一步扩大，冷冻烘焙的日趋成熟则有助于在食安与技术方面打破壁垒限制。

图表 73：我国烘焙行业市场规模



来源：中国烹饪协会、蜀海供应链、百川研究院、中泰证券研究所

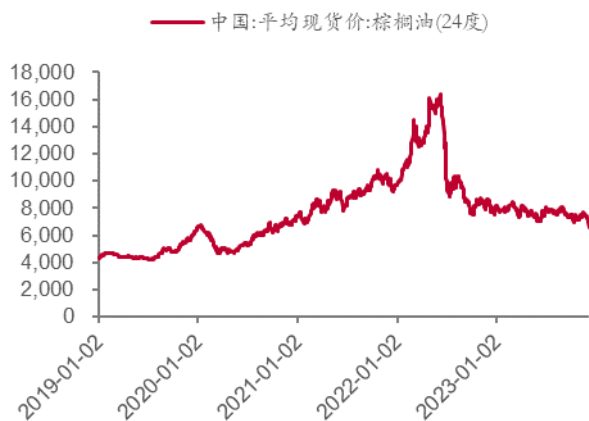
图表 74：22 年及 25 年冷冻烘焙市场规模测算



来源：中国烹饪协会、蜀海供应链、百川研究院、中泰证券研究所

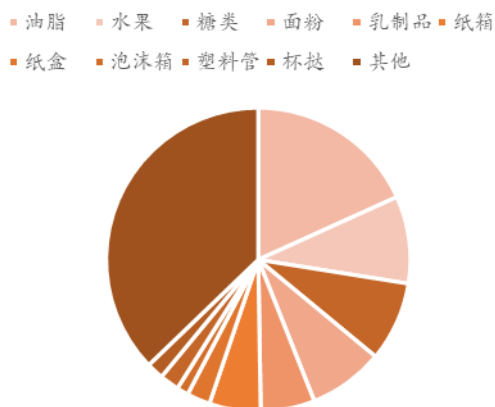
- 展望 2024 年，冷冻烘焙行业收入、利润有望延续稳健态势，餐饮渠道有望贡献新增量。**收入端，23 年冷冻烘焙增速整体稳健，拆分看，下游流通饼房需求复苏较弱，且冷冻烘焙的主要市场为较大的一、二线城市，23 年受到人口回流影响，冷冻烘焙需求改善呈现弱复苏趋势。展望 24 年，流通饼房需求保持稳健修复，商超渠道伴随会员店开店和产品上新有望保持良性发展，餐饮渠道有贡献新增量。利润端，23 年成本价格尤其是棕榈油价格回落明显，冷冻烘焙企业毛利率有所修复。展望 24 年，冷冻烘焙公司逐步推进降本增效和费效比提升，利润有望保持稳健增速。

图表 75: 棕榈油现货价 (元/吨)



来源: 汇易网、中泰证券研究所

图表 76: 立高食品原材料采购金额占比 (2019 年)



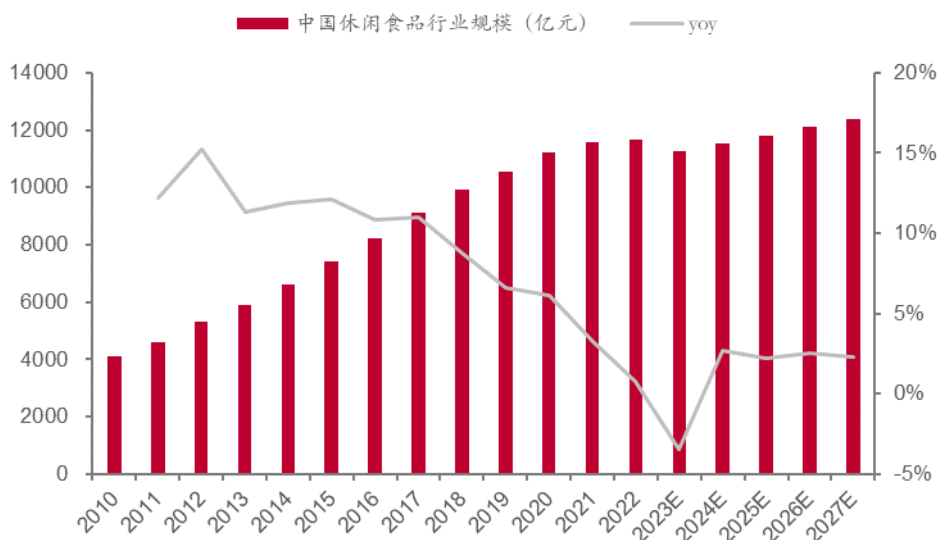
来源: 立高食品招股说明书、中泰证券研究所

- **立高食品: 产品、渠道两头推进, 未来展望积极。**收入端, 产品方面, 冷冻烘焙方面商超上新继续推进, 烘焙原料方面混合脂和稀奶油陆续上新; 渠道方面, 流通饼房渠道融合后销售效率有望进一步提高, 商超渠道有望保持良好的增长, 餐饮渠道快速推进。利润端, 原材料价格下降叠加产能利用率提升有望持续释放成本红利。

休闲食品：渠道变革引领增长，成本回落利润可期

- 休闲零食将由快速增量市场转向微增市场，行业内卷加剧。**根据国家统计局数据，2023年上半年，全国社会消费品零售总额达到 22.8 万亿元，同比增长 8.2%。而休闲食品行业规模已达万亿。当前休闲食品行业规模呈现出长期稳定增长的态势，iiMedia Research (艾媒咨询) 调查测算显示，2010-2022 年来我国休闲食品行业市场规模持续增长，从 4100 亿元增长至 11654 亿元，预计 2027 年中国休闲食品行业市场规模将达到 12378 亿元，休闲零食将由快速增量市场转向微增市场。11 月 29 日，良品铺子掌舵人杨银芬发内部全员公开信，明确提出：展开良品铺子成立 17 年以来规模最大的一次调价，300 多款尖货和爆款产品平均降价 22%，最高降幅 45%。

图表 77：中国休闲零食市场规模（亿元）



来源：零售商业评论、艾媒咨询、中泰证券研究所

- 零食企业迎渠道变革机遇，积极拥抱新渠道，带动业绩增长。**休闲零食在新兴渠道的红利进一步延展，零食系统高速扩店，会员制商超品牌也在加大门店开拓力度，直播电商热度同样不减。今年以来，积极拥抱新渠道业态、进行渠道变革的零食企业如甘源、盐津、劲仔等普遍增速亮眼，盐津单 Q3 收入同比+46.17%，甘源单 Q3 收入同比+37.27%，劲仔单 Q3 收入同比+45.92%。

图表 78：休闲食品行业部分上市公司 2023Q1-Q3 收入及利润表现（亿元）

	2023Q1-Q3				2023Q2				2023Q3			
	收入	增速 (%)	扣非净利润	增速 (%)	收入	增速 (%)	扣非净利润	增速 (%)	收入	增速 (%)	扣非净利润	增速 (%)
洽洽食品	44.78	2.16	4.24	-19.14	26.86	0.28	1.99	-26.93	17.93	5.12	2.25	-10.68
甘源食品	13.14	35.56	1.88	145.36	8.26	34.57	1.03	214.36	4.87	37.27	0.85	93.63
劲仔食品	14.93	47.85	1.09	31.87	9.25	49.07	0.72	35.09	5.69	45.92	0.38	26.30
盐津铺子	30.05	52.54	3.76	95.03	18.94	56.54	2.31	103.47	11.11	46.17	1.45	82.89

良品铺子	59.99	-14.33	1.22	-44.23	39.87	-18.55	1.24	-3.49	20.13	-4.53	-0.02	-102.31
三只松鼠	45.82	-14.07	0.86	198.85	28.93	-29.67	0.73	203.18	16.89	38.56	0.12	175.39
有友食品	7.59	2.79	0.89	-5.73	4.80	-1.70	0.69	34.36	2.79	11.53	0.21	-52.70
来伊份	30.02	-7.61	-0.31	-166.12	21.10	-8.75	0.35	-65.76	8.92	-4.79	-0.66	-23.54
好想你	10.91	11.89	-0.55	8.00	7.01	13.79	-0.52	-78.05	3.90	8.63	-0.03	89.26
黑芝麻	19.22	-5.29	0.32	1449.34	12.24	-5.56	0.12	417.39	6.98	-4.81	0.20	9654.61
零食合计	276.47	-0.05	13.39	10.82	177.26	-5.93	8.66	15.38	99.21	12.52	4.73	3.33

来源：Wind、中泰证券研究所

- 渠道结构调整下费用投放趋于理性，原材料价格走势分化影响利润波动。**今年商超等高费用率渠道流量持续下滑，休闲零食公司纷纷选择更具性价比的渠道。盐津、甘源等纷纷自主降低对商超渠道的依赖，积极拥抱零食系统渠道，渠道结构改善后盐津盈利能力改善明显。22Q3起上游大宗商品价格高位回落，油脂、包材等均有不同程度的下降，加之部分公司此前有提价，业绩存在较大弹性。洽洽今年仍然使用较高价格原材料，但旺季积极调整带动净利率环比改善超预期，伴随新原料投入使用，预计成本拐点逐步清晰。

图表 79：休闲食品行业部分上市公司 2023Q1-Q3 毛利率&销售费用率变化 (%)

公司	2023Q1-Q3			2023Q2			2023Q3		
	毛利率变化	销售费率变化	毛销差变化	毛利率变化	销售费率变化	毛销差变化	毛利率变化	销售费率变化	毛销差变化
洽洽食品	(5.03)	(0.12)	(4.91)	(4.77)	0.68	(5.45)	(5.52)	(1.34)	(4.18)
甘源食品	2.37	(2.89)	5.27	3.50	(3.95)	7.44	0.41	(1.03)	1.44
劲仔食品	0.43	0.90	(0.47)	(1.33)	(0.42)	(0.90)	3.22	3.02	0.21
盐津铺子	(1.90)	(4.94)	3.04	(2.16)	(6.27)	4.11	(1.58)	(2.84)	1.26
良品铺子	0.37	0.78	(0.41)	1.48	0.01	1.47	(2.06)	2.30	(4.37)
三只松鼠	(2.81)	(4.60)	1.79	(2.89)	(5.92)	3.03	(2.16)	(1.41)	(0.75)
有友食品	0.56	2.21	(1.66)	4.30	0.86	3.45	(6.26)	4.56	(10.82)
来伊份	(1.37)	0.71	(2.08)	(1.85)	0.74	(2.59)	(0.18)	0.47	(0.65)
好想你	1.35	1.19	0.16	(0.57)	1.11	(1.67)	4.81	1.44	3.37
黑芝麻	2.85	(0.27)	3.12	1.19	(1.14)	2.32	5.75	1.26	4.50

来源：Wind、中泰证券研究所

- 洽洽食品：**短期看，新采购季瓜子原材料回落，24年净利率有望修复。长期看，公司在籽坚果和树坚果领域种植、制造、渠道全产业链打通，具备一定壁垒（尤其是树坚果种植环节），未来仍旧看好树坚果和籽坚果的风味化。
- 盐津铺子：**一方面，量贩零食业态可看长，而盐津作为散货为主的多品类零食生产商，仍是最适合该业态合作的公司之一。另一方面，魔芋和鹤鹑蛋系零食新风口，公司已有布局。无论从渠道逻辑还是从品类逻辑，其高增长都可看长，背后提供支撑的还是出色的管理能力和生产制造能力。
- 劲仔食品：**长期看好大包装、散称装铺货补足渠道短板，突破大单品进而在辣卤赛道做大做强；短期看好鹤鹑蛋产能瓶颈突破和原料掌控加强、

小鱼成本回落改善盈利能力。

卤制品：同店修复仍需观察，成本进入回落周期

- 2023 年收入增长疲软，盈利小幅改善。**2023 年卤制品企业普遍收入增长承压，对比历史双位数增长明显放缓。从休闲卤味来看，我们认为主要系消费力和消费意愿承压的背景下，休闲卤味作为可选消费需求疲软，且近年成本驱动的提价导致客单上升明显，进一步削弱了需求。从佐餐卤味来看，2023 年疫情后餐饮呈修复趋势，部分居家消费佐餐卤味的场景转移到外出就餐。从利润看，受益于成本回落佐餐卤味净利润大幅增长，而休闲卤味受益于费用投入减少盈利能力也有所回升。

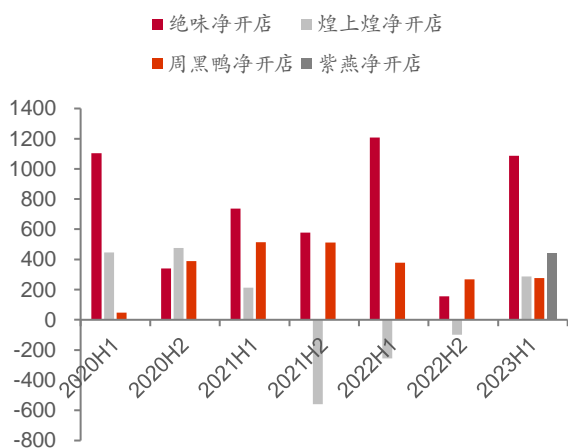
图表 80：卤制品企业 2023Q1-3 收入与净利润表现

	2023Q1-3			
	收入(亿元)	增速 (%)	扣非净利润(亿元)	增速 (%)
绝味食品	56.31	9.99	3.66	37.22
紫燕食品	28.16	2.68	2.93	46.97
煌上煌	15.81	-2.29	0.87	24.43
卤味合计	100.28	5.78	7.47	39.18

来源：公司公告、wind、中泰证券研究所

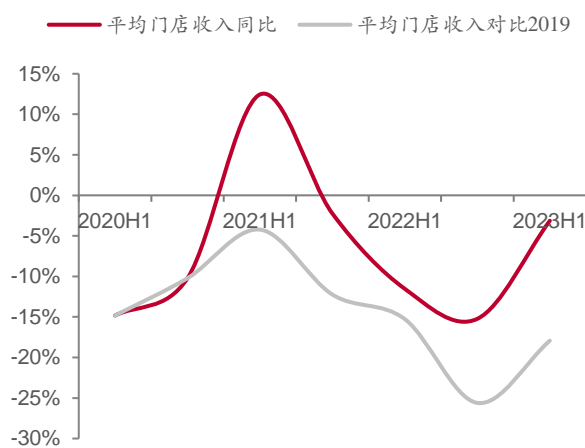
- 后疫情时代快速展店，但同店表现仍有压力。**2023 年随着疫情管控放开，卤制品公司均重新开始快速拓店，以加速抢占市场份额。2023H1 绝味食品、煌上煌、周黑鸭、紫燕食品分别净开店 1086、288、277、442 家。绝味保持了快速开店趋势，煌上煌从收缩重新转向扩张，周黑鸭也保持了较快的开店速度。但从同店方面来看，由于需求疲软、卤味自身偏可选的属性以及当前相对较高的客单价，导致同店表现不佳。绝味食品 2023H1 平均门店收入同比下降 3%，对比 2019 年同期下降 18%。2023 年下半年需求整体仍表现疲软，同店修复仍需等待。

图表 81：卤制品公司净开店数量（家）



来源：各公司公告、中泰证券研究所

图表 82：绝味食品平均门店收入增速

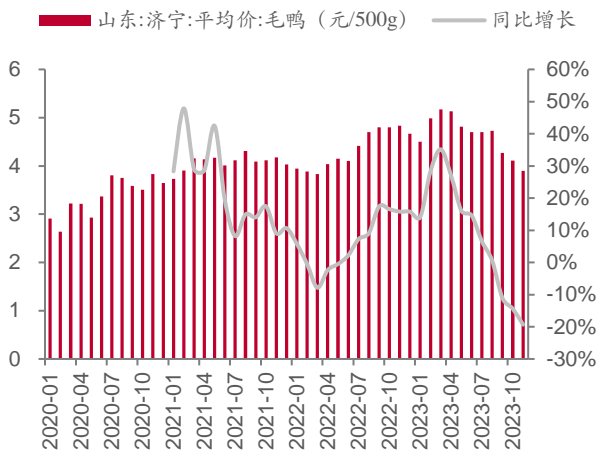


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 佐餐卤味成本红利持续释放，2024 年休闲卤味成本拐点将至。**2023 年

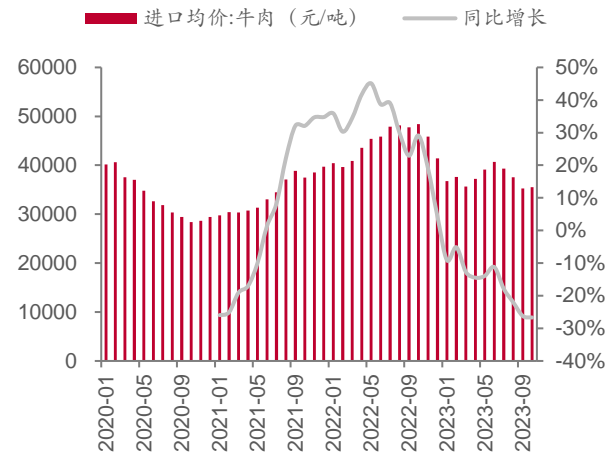
年初以来进口牛肉价格同比开始回落，且回落幅度持续扩大，目前保持在 20%+，持续推动佐餐卤味利润弹性释放。毛鸭价格在今年 3 月达到高位，休闲卤味今年承受了较大的成本压力，从 Q2 末开始成本压力开始减缓。9 月开始，市场毛鸭价格同比转负。2024 年受益于鸭价同比下降，休闲卤味利润有望迎来大幅释放。

图表 83: 毛鸭价格走势



来源: wind、中泰证券研究所

图表 84: 进口牛肉价格走势



来源: wind、中泰证券研究所

- **2024 年关注同店走势，鸭副价格回落释放利润弹性。**后疫情时代，连锁卤味行业的门店重新拓张，但同店表现持续低迷，受到需求疲软+可选因素+高客单价等多方面影响。随着成本持续回落，部分头部企业开始加大促销折扣力度，通过活动等措施以提振同店表现，2024 年有望迎来回升。成本端，目前牛肉价格仍处于下降通道，佐餐卤味利润保持高增；2024 年鸭价同比有望显著回落，从而推动休闲卤味利润弹性大幅释放。
- **绝味食品:**公司始终保持了快速的开店，展现了公司加盟商体系的实力，在疫情及疫后均实现了快速提升。但同店方面 2023 年表现低于预期，主要系消费意愿低迷的情况下，公司产品偏可选，同时经过多次提价后当前公司产品客单价较高，消费者购买意愿和频次下降。年初以来，鸭副价格大幅上涨，又导致疫情之后尽管养店费用减少，但盈利能力仍处于低位。2024 年随着生产端鸭副价格下降，公司将积极在营销端加大投入，通过加大货折等形式吸引人流，提升同店表现。同时，鸭副成本预期的大幅回落也将推动净利率向正常水平回归。
- **紫燕食品:**佐餐卤味市场空间广阔，公司龙一优势明显。2023 年疫情公司加速开店提升市占率，但同店出现下滑，主要系疫情后部分居家消费佐餐卤味的场景消失，消费转移至外出就餐。2024 年公司将持续投入以提升同店，保证加盟商的生存空间。同时，牛肉等价格大幅回落推动 2023 年利润弹性大幅释放，目前看牛肉价格仍处于下行周期，2024 年预计成本仍将处于低位。

软饮料行业：头部表现出色，紧抓头部渠道放量+性价比逻辑

- **成长性来看：东鹏及香飘飘领先。**即饮转入下半年淡季、部分品牌转入去年高基数阶段。头部表现出色，东鹏虽然在软饮料板块收入体量最大，今年前三季度增速在板块内最快，和所在细分领域的行业容量、自身渠道放量阶段有关；核心业务能量饮料持续放量、新品持续萌芽贡献增速增量；香飘飘即饮业务下半年继续保持高增；

图表 85：饮料板块 2023 年前三季度收入增速

证券名称	23Q1-3营收增速 (%)	23Q3营收增速 (%)
东鹏饮料	30.05	35.17
养元饮品	9.60	10.41
维维股份	-0.66	4.66
承德露露	3.25	6.39
香飘飘	29.31	20.41
欢乐家	22.92	7.78
李子园	0.72	1.99
泉阳泉	1.57	0.17
合计	17.09	15.22

来源：wind、中泰证券研究所

- **毛利率来看：板块整体稳中有升。**软饮料板块今年前三季度毛利率持续提升主要得益于原材料成本的边际下行；欢乐家、香飘飘、李子园同比提升明显；香飘飘毛利率的提振明显也得益于冲泡提价和即饮高增下的规模效应；

图表 86：软饮料板块 2023 年前三季度毛利率表现

证券名称	23Q1-3毛利率 (%)	23Q1-3毛利率变动 (PCT)	23Q3毛利率 (%)	23Q3毛利率变动 (PCT)
东鹏饮料	42.52	0.77	41.51	1.46
养元饮品	45.31	0.03	45.65	2.84
维维股份	18.84	1.89	19.39	1.10
承德露露	43.15	-0.74	37.46	-3.20
香飘飘	32.24	5.69	38.53	4.50
欢乐家	37.65	4.41	38.61	6.31
李子园	36.38	4.88	35.71	3.72
泉阳泉	34.33	-6.58	26.29	-12.12
合计	38.10	1.55	37.38	1.92

来源：wind、中泰证券研究所

- **费用端来看：下半年销售费用率同比提升，香飘飘提升明显。**软饮料板块今年前三季度销售费用率同比下降 0.21PCT，单三季度同比提升 1.12PCT，其中香飘飘因冻柠茶等新品、欢乐家因新品推广提升明显；

图表 87：软饮料板块 2023 年前三季度销售费用率表现

证券名称	23Q1-3销售费用率 (%)	23Q1-3销售费用率变动 (PCT)	23Q3 销售费用率 (%)	23Q3销售费用率变动 (PCT)
东鹏饮料	16.44	0.11	17.53	1.26
养元饮品	11.44	-3.60	13.04	-0.71
维维股份	6.47	0.64	6.50	-0.18
承德露露	13.05	-1.04	5.56	-2.43
香飘飘	29.04	3.42	25.90	10.45
欢乐家	12.30	0.30	14.88	2.70
李子园	10.94	-2.03	13.27	0.82
泉阳泉	10.46	-3.54	3.12	-13.27
合计	14.14	-0.21	14.19	1.12

来源: wind、中泰证券研究所

图表 88: 软饮料板块 2023 年前三季度管理费用率表现

证券名称	23Q1-3管理费用率 (%)	23Q1-3管理费用率变动 (PCT)	23Q3 管理费用率 (%)	23Q3管理费用率变动 (PCT)
东鹏饮料	2.99	0.00	2.97	0.09
养元饮品	1.54	-0.56	1.35	-1.07
维维股份	5.31	0.04	4.41	-0.54
承德露露	1.19	-0.05	1.31	0.02
香飘飘	8.27	-2.75	7.03	-2.58
欢乐家	6.77	0.31	8.38	1.73
李子园	4.58	0.62	4.82	0.88
泉阳泉	9.02	-0.96	10.67	0.09
合计	3.84	-0.31	3.79	-0.45

来源: wind、中泰证券研究所

- **净利率来看。**软饮料板块今年前三季度净利率同比上升 2.1PCT，单三季度同比上升 0.49PCT；板块净利率提升幅度弱于毛利率提升主要由于销售费用率提升明显；

图表 89: 软饮料板块 2023 年前三季度净利率表现

证券名称	23Q1-3净利率 (%)	23Q1-3净利率变动 (PCT)	23Q3 净利率 (%)	23Q3净利率变动 (PCT)
东鹏饮料	19.16	1.62	17.21	-0.25
养元饮品	28.11	4.04	23.85	1.99
维维股份	3.95	1.06	5.50	1.63
承德露露	21.80	0.47	23.79	-0.35
香飘飘	0.16	5.06	5.88	-2.19
欢乐家	13.46	2.38	11.69	2.18
李子园	17.68	3.07	14.81	0.38
泉阳泉	6.43	-4.77	2.98	-4.65
合计	16.53	2.10	15.10	0.49

来源: wind、中泰证券研究所

个股情况:

- **农夫山泉: 茶饮料、功能饮料、果汁饮料维持高增, 包装水稳定增长:**
 - 营收增长方面, 上半年公司茶饮料业务增速突破 50%突破 50 亿元, 健康化消费者需求带动东方树叶持续增长, 5 月推出黑乌龙产品完善产品体系; 功能饮料保持 20%以上增长、果汁饮料维持 30%以上增长;
 - 关注新消费场景如运动场景等对于功能饮料、泡茶细分场景对于大包装包装水的增量贡献; 看好无糖化大趋势下东方树叶为主的茶饮料业务持续放量。
- **东鹏饮料: 本品随渠道开拓维持高增, 性价比新品贡献第二曲线:**
 - 公司传统大单品东鹏特饮今年延续稳定增长, 同时在网开拓方面仍延续较快趋势, 目前公司在能量饮料方面有 300 多家活跃终端, 品牌力的提升+公司资源费用加速网开拓。
 - **新品反馈较好, 未来贡献更多增量:** 补水啦市场反馈较好, 通过锁定核心运动人群, 同时拓展学生、白领、蓝领人群, 积极开拓冰冻化陈列和割箱陈列, 快速铺货抢占终端; 无糖茶目前处于渠道布局阶段, 预计明

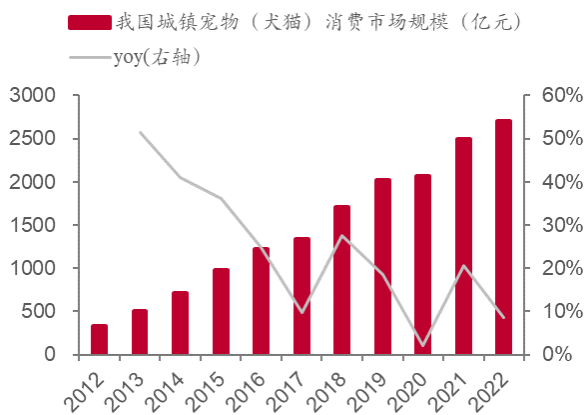
年将贡献一定增量。

- **平台化概念形成，第二曲线有望持续发力：**公司平台化概念已现雏形，以东鹏特饮为核心，其他能量饮料产品共建“东鹏能力+”产品矩阵，以东鹏特饮为核心的情况下，周边逐步孵化出更多 10 亿元、20 亿元的大单品，形成第二增长曲线；
- **成本端，**今年以来 PET 价格低但白砂糖价格高，三季度白砂糖在历史高位，目前下行趋势；公司对于明年 PET 成本端完成全年锁价动作，锁价位于全年最低点或次低点的位置，看好利润率的稳步提升。

宠物食品：看好龙头品牌

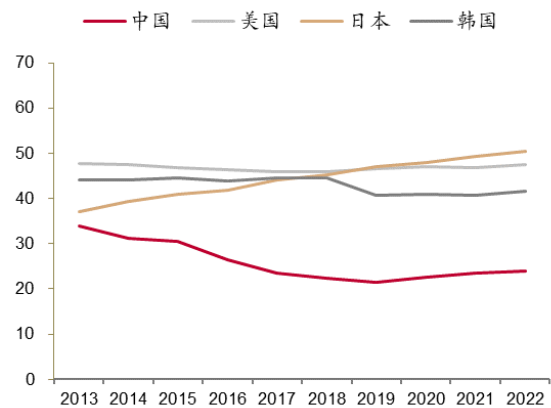
- **行业层面：**国内宠物行业仍然保持可观增速，行业集中度仍有较大提升空间，参考中泰证券农业团队宠物食品的报告。
- **行业增速：**根据《中国宠物白皮书》，截至 2022 年，宠物（犬猫）行业规模为 2700 亿元，近十年复合增速达 23%，其中宠物食品赛道行业规模为 1372 亿元，占整体行业规模超 50%，为宠物板块的核心赛道。近两年行业增速略有放缓，但整体上，仍保持双位数增长。
- **集中度：**国产品牌市占率持续提升，但是与海外成熟市场比，中国宠物食品行业仍较分散，头部企业市占率有很大提升空间。

图表 90：中国宠物（犬猫）行业规模（亿元）



来源：《中国宠物白皮书》，中泰证券研究所

图表 91：2013-2022 年中、美、日、韩品牌 CR10 市占率 (%)



来源：欧睿，中泰证券研究所

- **行业层面：**国产替代进入下半程，龙头企业扩张进入加速期。从历年双 11 购物节数据来看，品牌销售额前十中，国产品牌稳定占据 40%+，且近年有继续提高的趋势。根据欧睿，2022 年 CR10 中本土企业占位 6 席；乖宝、中宠、上海依蕴（代表品牌伯纳天纯）、华兴宠物（代表品牌力狼）等本土企业，市占率逐年提升。同时，受制于线上渠道红利收缩、一级投资热度冷却等因素，新兴品牌跑出来的难度预计将加大，行业集中度提升逻辑有望进一步强化。

图表 92：近三年双十一品牌销售榜

天猫：猫狗食品销售榜Top10				京东：宠物热卖品牌榜Top10				抖音：宠物食品和用品 Top10		
排名	2021	2022	2023	排名	2021	2022	2023	排名	2022	2023
1	麦富迪	皇家	麦富迪	1	皇家	皇家	皇家	1	麦富迪	麦富迪
2	皇家	麦富迪	皇家	2	麦富迪	麦富迪	麦富迪	2	网易严选	喵梵思
3	PIDAN	渴望	蓝氏	3	卫仕	网易严选	网易严选	3	喵梵思	网易严选
4	渴望	网易严选	网易严选	4	伯纳天纯	爱肯拿	渴望	4	卫仕	卫仕
5	爱肯拿	卫仕	诚实一口	5	素力高	伯纳天纯	伯纳天纯	5	伯纳天纯	弗列加特
6	ZIWI	爱肯拿	鲜朗	6	爱肯拿	渴望	爱肯拿	6	喔喔	诚实一口
7	卫仕	PIDAN	Instinct	7	网易严选	卫仕	pidan	7	高爷家	醉料
8	网易严选	Instinct	渴望	8	冠能	素力高	素力高	8	诚实一口	伯纳天纯
9	大宠爱	ZIWI	伯纳天纯	9	法米娜	pidan	冠能	9	PIDAN	PIDAN
10	冠能	阿飞和巴弟	卫仕	10	耐威克	冠能	instinct	10	海洋之星	阿飞与巴弟

来源：宠业家、天猫、京东、抖音，中泰证券研究所。注：灰色为国产品牌

- **投资逻辑：**龙头企业高速增长+高端化+海外库存去化

- **乖宝宠物：龙头地位持续强化，自有品牌高端化带动利润率提升，peg 具备性价比，重点推荐。**1) **营收增速：**中国宠物食品龙头，当前公司核心目标仍是追求更快的营收增速和更高市占率，预计 24 年主品牌麦富迪营收增速 20% (23 年 24-30%)、弗列加特增速 100% (23 年 150-200%)、waggin train 增速 15% (23 年持平)，24 年公司自有品牌合计增速预计 25-30%；2) **利润率：**自有品牌中高端产品占比提升带动公司毛利率持续提升，且公司费用率平稳，因此净利率也持续提升，2023 年前三季度净利率 10.13%，预计公司 24 年净利率继续提升 0-0.5ptc。
- **佩蒂股份：海外库存去化，关注盈利拐点即将到来的边际机会。**公司境外业务占比较高 (2022 年占 84%)，且为利润贡献的主要部分，国内业务尚未实现盈利；海外利润则受到出口政策、海运周期、客户库存周期、汇率等因素影响，边际变化对利润影响较大。受海外客户去库存影响，22Q4-23Q3 公司境外代工业务大幅下滑，23 年 Q1-Q3 公司单季度营收同比分别下滑 53.81%、33.55%、16.66%，且上半年持续亏损，Q3 归母净利润环比扭亏，同比下滑 80%。23Q4 开始，公司海外代工业务同比实现正增长，明年伴随新西兰工厂的投产，公司整体海外业务盈利能力的稳定性有望提升，23Q4 开始公司业绩预计同比转正，考虑到 23 年上半年的低基数，预计 24 年上半年公司业绩有较高增长。

风险提示

- **消费升级进程不及预期。**尽管居民收入水平提高会一定程度上增加食品饮料方面的支出，但宏观经济增速正在逐步放缓，且消费者对产品的偏好是有差别的，存在消费升级在某些品类上的趋势不达市场预期的可能。
- **高端酒和次高端酒竞争加剧风险。**如果行业头部公司加大对于腰部价格带布局，或挤压对应价格带原有产品的成长空间，同时营销费用的大量投入或对利润造成压力。
- **食品安全事件风险。**类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击，白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言，更多的是安全事件，带来的打击也是沉重的。
- **政策风险。**①白酒消费税、禁酒令等加征风险；②地方政府财政压力风险。
- **数据使用、测算、分析等偏差风险。**①部分报告内数据来源于产业调研，或因样本量不足与行业实际情况出现偏差风险；②报告内数据测算均基于一定前提假设条件，存在实际达不到，不及预期风险；③行业数据分析时存在一定的主观筛选，或因筛选方法的客观性及样本量问题，存在结论与行业实际情况出现偏差；④报告使用的公开信息存在更新不及时风险。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。