

食品饮料行业

新常态中育新机，大变局中开新局 —— 2024 年度投资策略

投资要点：

随着日益多样化、个性化的消费需求增长，我国新消费更加看重细分市场的发展机会，针对不同消费水平、年龄结构、性别等进行差异化消费场景及体验打造。故，消费时钟不会倒退，消费升级的主战场只是发生了变化，结构有所调整，故而把握新的消费趋势至关重要。

► 白酒行业：具备短期的韧性空间和长期的平滑曲线

从需求端看，白酒消费需求虽较为平淡，但韧性仍在；从供给端看，预计集中度持续提升将继续为龙头带来量增；从白酒周期来看，行业面临多次调整期，调整期内企业表现分化，调整期后更适应时代和消费需求是历史规律。当前在选股上应关注具有强alpha、已走出自己经营节奏，主推产品价格带符合需求趋势和品牌价值的标的。

► 精神消费：酒精低度化和饮料酒化的奔涌而来

新消费群体、新消费场景、新消费习惯，持续在强化“悦己饮酒”的理念，微醺感成为主流，随之带来的是低度酒大赛道的扩容。预调酒则是最具发展潜力的低度酒赛道，当前大众对预调酒的认知逐步提升，行业步入健康发展道路，预计规模将伴随新场景的开辟、新人群的崛起、低线消费习惯的高线化而有序扩容。啤酒行业短期可预见成本侧改善红利兑现，长期不改高端化发展趋势，盈利仍有想象空间。

► 标准化赛道：餐饮连锁化和家用便捷化的历史机遇

受益于年初以来的场景恢复，餐饮下游实现渐进式复苏态势。供应链大B渠道增长主线贯穿全年，短期竞争激烈度受需求修复节奏影响，但长期的竞争抓手回归大B服务能力；小B端受益于各项经济数据企稳回升，有望持续复苏和接力。复合调味品量价均具备增长空间，通过提升餐品风味呈现效果，完成效率与美味的最佳平衡，进而实现全产业链的帕累托改进。

► 大众品赛道：升级与降级的同台共舞和有效甄别

量贩零食作为广义可选品的性价比趋势的代表，部分公司在新渠道红利期叠加产品升级、费用合理优化合力作用下，有望实现亮眼业绩。而在狭义的必选消费加速健康化方面，我们总结出4个细分趋势和机会：1) 全民健康意识提升带来的乳制品升级；2) 酱油刚需升级驱动价格带向上，高端品类红利释放；3) 老龄化趋势受益的保健品赛道；4) 天然代糖在成本&需求大幅波动后的企稳修复。

► 投资建议：

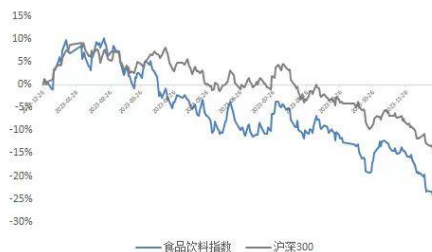
白酒建议关注：报表端确定性较高的高端酒贵州茅台、泸州老窖、五粮液以及alpha可持续性较强的山西汾酒。低度酒建议关注受益于自由市场的消费趋势演变以及优势市场中主流价格带较低两条主线的珠江啤酒、青岛啤酒、百润股份。餐饮产业链关注产品力、渠道力、性价比领先的安井食品、千味央厨。建议关注利润导向明显的全国乳企巨头伊利股份，关注产品结构优化带来的毛利率改善情况以及费用投放情况。休闲零食方面关注产品结构优化以及渠道改革红利的劲仔食品、洽洽食品。

► 风险提示：

宏观经济波动影响消费需求、食品安全风险、政策风险、经销商资金链问题抛售产品损害品牌、原材料成本大幅波动。

强于大市(维持评级)

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师 刘畅
执业证书编号：S0210523050001
邮箱：lc30103@hfzq.com.cn

分析师 张东雪
执业证书编号：S0210523060001
邮箱：zdx30145@hfzq.com.cn

分析师 童杰
执业证书编号：S0210523050002
邮箱：tj30105@hfzq.com.cn

分析师 王瑾璐
执业证书编号：S0210522090002
邮箱：wjl3257@hfzq.com.cn

研究助理 林若尧
邮箱：lry30204@hfzq.com.cn

研究助理 周翔
邮箱：zx30222@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《【华福食品饮料】探讨奶油各价格带规模与未来市场空间》— 2023. 12. 04
- 2、《【华福食品饮料】利好频发，关注细分机会老树换新芽》— 2023. 11. 27
- 3、《【华福食品饮料】我们该如何判断预调酒的发展空间？》— 2023. 11. 23

正文目录

1	长江不倒流，时钟不逆转	1
2	白酒行业短期的韧性空间和长期的平滑曲线	3
2.1	长期视角：从疫情的不确定性走出，新周期序幕拉起	3
2.2	年内情况：开门红普遍较好，Q2 淡季开启后全年表现平淡，拐点未至	5
2.3	报表端：多数企业增长稳健，报表端体现较好韧性	6
2.4	估值端：疫后预期消化完毕，估值具较高安全垫	9
2.5	资金面：Q3 机构持仓环比提升，外资流动对板块影响较大	11
2.6	24 年展望：白酒龙头仍具韧性，行业优化健康度提升	12
3	酒精低度化和饮料酒化的奔涌而来	15
3.1	啤酒：可预见的成本侧红利和可展望的高端化	15
3.1.1	短期可预见成本侧改善红利兑现	16
3.1.2	长期不改高端化发展趋势，盈利仍有想象空间	19
3.2	预调酒：最具发展潜力的低度酒赛道	22
3.2.1	行业发展的底层逻辑是需求侧的结构变化	23
3.2.2	行业空间仍具较高天花板	24
4	餐饮连锁化和家用便捷化的历史机遇	26
4.1	板块市场情绪低迷，全年基本面复苏节奏分化	26
4.2	大 B 复苏主线贯穿全年，攫取连锁红利的胜负手在服务能力	29
4.3	各项经济数据企稳回升，小 B 等渠道有望持续复苏和接力	31
4.4	复调重塑餐供价值链，量价均具备增长空间	32
4.5	C 端基调轻装上阵+品类升级，预制菜还需时日	34
4.6	烘焙产业链：渠道多元化趋势显现，把握新兴渠道机遇	37
4.7	小餐饮连锁：单店模型回归常态，积极求变激发加盟潜力	39
5	升级与降级的同台共舞和有效甄别	41
5.1	消费分层明确，理性消费大背景下我们怎么把握行业趋势	42
5.2	可选品的降级的细分机会	46
5.2.1	休闲零食的性价比赛道——量贩零食	46
5.3	狭义必选消费加速健康化的细分机会	49
5.3.1	全民健康意识提升带来的升级赛道——乳制品	49
5.3.2	酱油刚需升级驱动价格带向上，高端品类红利释放	52
5.3.3	老龄化趋势受益赛道——保健品	56
5.3.4	成本&需求大幅波动后的企稳修复，天然代糖助力品类升级	59
6	投资建议	62
7	风险提示	64

图表目录

图表 1：我国当前消费时钟在第三阶段，从左往右展现了不同线城市的发展节奏差异 1	
图表 2：疫情期间众多消费习惯得以保留	2
图表 3：产品成为最根本的硬实力	2
图表 4：国内人口结构有老龄化趋势	2
图表 5：我国人口结构情况	2
图表 6：23 年白酒 SW 指数整体震荡向下，波动较前两年幅度收窄	4
图表 7：行业深度调整后，2016 年至今白酒板块复盘	4
图表 8：在 M1-M2 剪刀差缩小的背景下，白酒彰显韧性	5
图表 9：2022 年至今飞天茅台批价变化	6

图表 10: 2022 年至今普五批价变化.....	6
图表 11: 当前主要大单品批价平稳向上, 渠道库存去化, 恢复期已至.....	6
图表 12: 高端/次高端/区域龙头及合计营收增速	7
图表 13: 23 年前三季度各价格带营收增速变化	7
图表 14: 次高端较区域龙头而言普遍未能实现单商规模与经销商数量双增	8
图表 15: 分区域看, 安徽经济修复较好, 徽酒在省内均有较好增长	8
图表 16: 主要酒企前三季度核心指标复盘	9
图表 17: 截至 2023 年 12 月 1 日, SW 白酒 PE 变化.....	9
图表 18: 2021 年至今白酒上市公司 PE 水位.....	10
图表 19: 2019 年至今白酒上市公司 PE 水位.....	10
图表 20: 元旦至今 A 股主要白酒上市公司 PE 变化.....	10
图表 21: 截止 23Q3 白酒板块基金持仓情况.....	11
图表 22: 白酒持仓市值占比	11
图表 23: 茅五泸汾洋北向资金季度净流入(亿元)	11
图表 24: 茅五泸汾洋北向资金月度净流入(亿元)	11
图表 25: 中国居民人均可支配收入同比变化(%)	13
图表 26: 中国消费者信心指数变化	13
图表 27: 今年上市酒企开门红普遍顺利, 但 1-3 月白酒亏损企业占比创下新高.....	13
图表 28: 23 年白酒企业纷纷加大 C 端投入.....	14
图表 29: 从毛利率看, 啤酒属于大众消费品.....	16
图表 30: 青岛啤酒成本构成中原材料占据较大权重	16
图表 31: 过去原材料成本持续上涨.....	16
图表 32: 以燕京为例, 拆分其历史毛利增量, 吨酒原材料成本的上升一定程度上抵消了收入端的贡献	16
图表 33: 吨酒大麦成本过去增幅较大.....	17
图表 34: 大麦成本占原材料比重不断提升	17
图表 35: 假设吨酒大麦成本由 22 年的 308.82 元/吨下降 15%至 264.23 元/吨, 啤酒毛利率预计提升 1.14pct 至 37.92%	17
图表 36: 包材成本指数.....	18
图表 37: 叠加大麦成本推演结果, 假设吨酒包材成本下降至 19 年平均水平, 预计公司啤酒业务毛利率将达 43.67%.....	18
图表 38: 叠加上推演结果, 假设其他业务毛利率不变, 啤酒业务毛利率提升预计将驱动公司总体毛利率提升 6.85pct 至 43.63%.....	18
图表 39: 叠加上推演结果, 假设公司各项费率稳定在 2022 年水平, 扣非净利率预计将提升 6.79pct 至 16.76%	19
图表 40: 高端啤酒具备更高的毛利水平	20
图表 41: 目前主要啤酒厂商均制定了高端发展战略	20
图表 42: 95 后具备更高的高端消费倾向	20
图表 43: 高端档次啤酒销量持续保持双位数增长	20
图表 44: 啤酒零售、出厂价增速均达到较高水平	21
图表 45: 近几年啤酒零售价持续提升, 但仍较低	21
图表 46: 高端产品销量占比持续提升, 但仍较低	21
图表 47: 一图看懂预调酒行业发展历程——市场画饼充饥后龙头自我救赎造就单寡头格局	22
图表 48: 日本第三消费时代下大众消费者更注重个性化消费, 预调酒兴起	23
图表 49: 我国预调酒行业规模自 18 年来持续提升.....	24
图表 50: 当前女性消费者独饮场景首选低度酒	24

图表 51: 以市场为锚点, 预调酒行业远期规模预计将达 168.46 亿元, CAGR 达 11.3%.25	25
图表 52: 以啤酒/非烈酒为锚, 预调酒远期空间可看 200 亿以上.....	25
图表 53: 以女性消费群体为锚点, 预调酒行业远期规模预计为 171.75 亿元, 23-30 年 CAGR 为 11.74%	25
图表 54: 23 年社零餐饮收入同比 19 年恢复较好	26
图表 55: 限额以上餐饮收入同比 19 年实现强劲增长	26
图表 56: 调味发酵品、预加工板块疲软, 年初至今较食品饮料指数而言跌幅更大	27
图表 57: 餐饮产业链核心公司 23 年各季度营收、盈利能力同比表现	29
图表 58: 大 B 市场敏感度分析, 未来空间大	30
图表 59: 我国餐饮连锁化率近年持续提升	30
图表 60: 长期竞争格局推演, 综合服务能力支撑供应链龙头竞争端终将“人地皆存” 30	30
图表 61: 区域小 B 基数大, 门店提升速度更快	31
图表 62: 非连锁餐饮品牌出清较快	31
图表 63: 选品逻辑背后的影响因素及作用机制	32
图表 64: 传统餐厅使用预制菜可优化成本结构	33
图表 65: 调味品在预制菜原料成本占比不高	33
图表 66: 定制复调重构餐品供应价值链, 实现复调、预制菜厂商、餐饮以及消费者等利益相关者帕累托改进	34
图表 67: 22Q1-Q3 VS 23Q1-Q3 核心零售渠道的调味品细分品类零售额结构占比	35
图表 68: 23 年 M1-8 中零添加细分品类销售额占比	35
图表 69: 22Q1-23Q3 健康属性酱油销售额占比/%	35
图表 70: 解构日本酱油业价增历程: 波浪式前进, 螺旋式上升	36
图表 71: 家庭小型化与人口老龄化趋势	37
图表 72: 单次预制菜消费主流价格带 (22.7)	37
图表 73: 2022 年烘焙门店数量 TOP10 品牌	37
图表 74: 门店数 TOP100 品牌的门店数量占比	37
图表 75: 便利店数量及增速	38
图表 76: 中国餐厅连锁化率逐年提升	39
图表 77: 我国餐饮连锁化率相比国外部分发达国家	39
图表 78: 疫后经济与社零增速呈现较大波动	41
图表 79: 必选品消费情况同比 (%)	41
图表 80: 可选品消费情况同比 (%)	41
图表 81: 居民收入预期、消费意愿均呈下降趋势	42
图表 82: 近年来居民储蓄率上升	42
图表 83: 我国高净值群体数量不改增长趋势	42
图表 84: 2022 年我国高净值群体人均财富略有下降	42
图表 85: 我国老龄化趋势日益明显	43
图表 86: 我国老龄化率由 7% 增长到 14% 仅用了 22 年	43
图表 87: 我国出生率逐年走低	43
图表 88: 我国平均预期寿命不断增加	43
图表 89: 近十年国内各区域零售进出口额差异情况 (亿元)	44
图表 90: 我国各区域 GDP 差异对比 (亿元)	44
图表 91: 我国收入前 20% 家庭人均可支配收入及同比 (万元)	44
图表 92: 我国城镇&农村收入前 20% 家庭人均可支配收入及同比 (万元)	44
图表 93: 从消费分层出发来看各区域升降级趋势	45
图表 94: 消费者的消费理念更趋于理性	45
图表 95: 消费者面对促销心智更加成熟理性	45

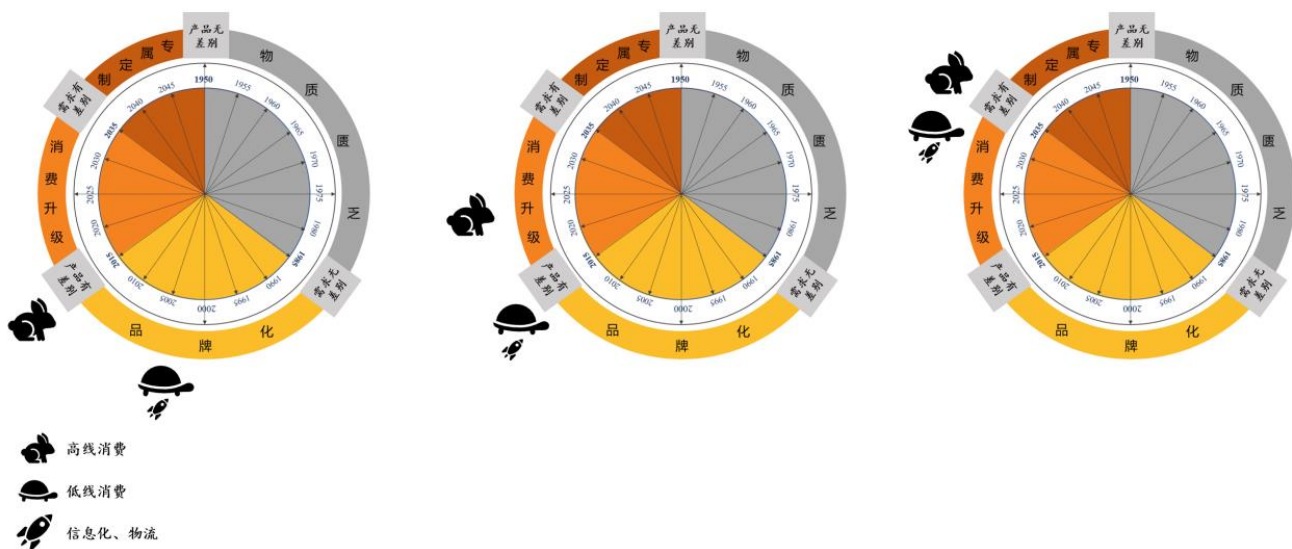
图表 96: 以量贩零食为例, 供应链效率更优带来更低的终端价格	46
图表 97: 中外零售企业“库存周转天数”对标	46
图表 98: 零售商&品牌商认为预测未来销售对供应链影响对比	46
图表 99: 量贩零食主要品牌的门店分布情况	47
图表 100: 零食很忙门店扩张情况(家)	47
图表 101: 不同区域下量贩零食门店空间测算, 预计 2025 年量贩门店稳态在 4.8 万家	48
图表 102: 2022 年液奶各细分行业市场规模(亿元)	49
图表 103: 液奶各细分行业同比增速(%)	49
图表 104: 乳制品行业发展阶段性复盘	50
图表 105: 我国城镇&农村居民人均奶类消费量对比(kg)	50
图表 106: 2021 年全球主要国家人均奶类消费量对比(kg)	50
图表 107: 低温巴氏奶营养价值更佳	51
图表 108: 近年来乳制品行业支持性政策	52
图表 109: 我国酱油业市场零售额持续增长	53
图表 110: 酱油零售均价增速高于年度 cpi 增速	53
图表 111: 我国酱油业发展历程	54
图表 112: 日本特级酱油结构占比持续提升	55
图表 113: 我国酱油品阶升级空间大	55
图表 114: 22Q1-23Q3 健康属性酱油销售额占比/%	56
图表 115: 22Q1-23Q3 健康属性酱油均价(元/升)	56
图表 116: 疫情带来人们健康意识与行为的提升	56
图表 117: 疫情对不同职业群体带来的影响	57
图表 118: 疫情后人们对心理健康的关注度提升	57
图表 119: 中日保健食品市场准入机制比较	58
图表 120: 我国保健品行业空间广阔	58
图表 121: 我国和世界肥胖症患者人数	59
图表 122: 我国糖尿病患者人数	59
图表 123: 疫情以来消费者的饮食变化情况	59
图表 124: 2022 年我国各类代糖消费量占比	60
图表 125: 天然代糖占比逐步提升	60
图表 126: 木糖醇近年出口数量及增速	61
图表 127: 木糖醇近年出口吨价及增速	61
图表 128: 山梨糖醇近年出口数量及增速	61
图表 129: 山梨糖醇近年出口吨价及增速	61
图表 130: 各企业盈利预测	64

1 长江不倒流，时钟不逆转

我们在此前的原创理论《中国消费百年时钟》中，提及了当前我国正处于时钟第三阶段，即消费升级阶段，在经历了供不应求的物质匮乏时代、需求呈现出差异化的品牌化时代，消费者对品质的追求提高，故而出现了消费升级趋势。

当前消费呈现出K型复苏趋势，按照收入和资产水平划分，我国高产和低产人群占比高，中产占比较低的社会结构，反应在消费结构上，则对应高端消费品的坚挺表现和低端消费品的性价比追求，即消费习惯的“K型分化”，在消费趋势的转变下，高端消费品对消费的顶层逻辑更具标杆作用，而消费者对“性价比”的追求引发了“消费升级”还是“消费降级”的探讨，即消费时钟是否会逆转。

图表 1：我国当前消费时钟在第三阶段，从左往右展现了不同线城市的发展节奏差异



数据来源：华福证券研究所自制

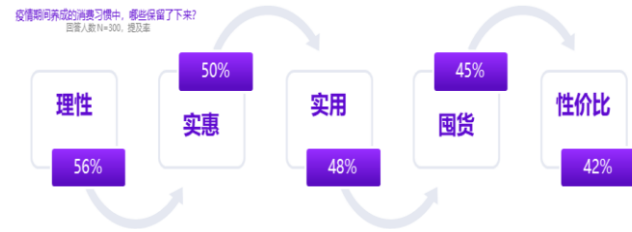
我们认为，首先对性价比的追求与对低价的追求存在差异，对高性价比的追求代表着消费者开始重视产品本身，愿意为更高的产品质量付出更多溢价，而非付出过多品牌溢价，造成这种现象的原因有二：(1)疫情期间形成的消费习惯及理念得以保留；(2)新消费人群的变化带来新的消费升级地带，原有的主流消费升级地带不再延续。

➤ 疫情期间形成了“理性”消费习惯及理念

在数字 100 发布的“复苏与机遇—《2023 消费趋势洞察报告》”中，对近 2000 名受访者进行访谈，超过 40%的受访者表示自己会保持疫情期间养成的理性、实惠、实用、国货和性价比等消费习惯。“理性”、“实惠”、“实用”、“国货”、“性价比”成为消费者最受关注的五大关键词。三年疫情使得信息流通更加的扁平化，从实用主义出

发获取评价品牌的信息量更加立体，信息平权让品牌主权逐步地让步于消费者主权，就算是耳熟能详的大品牌也必须是好产品才能被消费者所接受。

图表 2：疫情期间众多消费习惯得以保留



数据来源：data100《2023 消费趋势洞察报告》，华福证券研究所

图表 3：产品成为最根本的硬实力



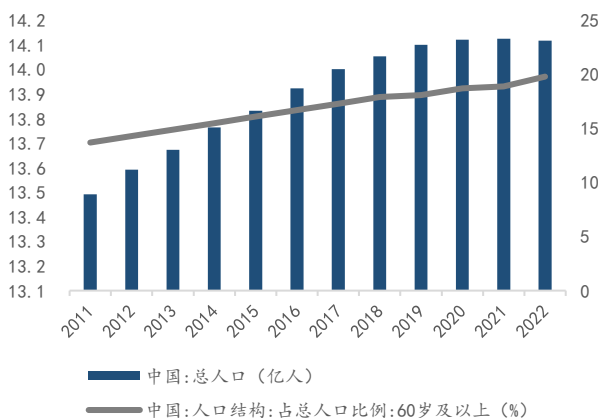
数据来源：data100《2023 消费趋势洞察报告》，华福证券研究所

➤ 新消费人群的变化带来新的消费升级地带

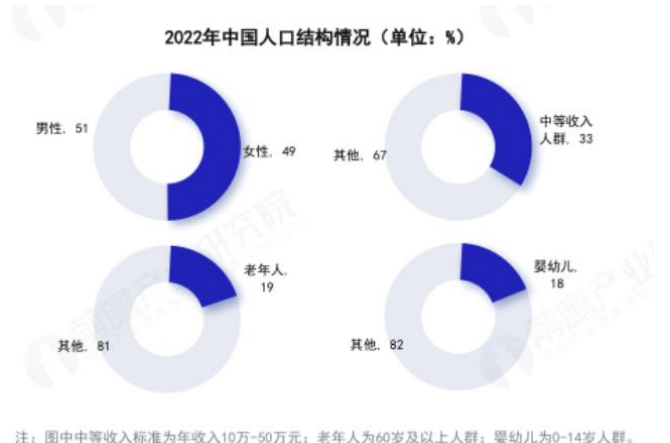
从人口结构来看，主力消费人群正在发生变化。目前 Z 世代在我国的人群规模已经突破 2.6 亿元，占比达到 19%，其中接近 50% 是学生，26% 已成为普通白领，尽管 Z 世代的月收入处于较低水平，但 Z 世代的消费理念往往决定了未来的大趋势，Z 世代更加看重颜值、愿意为兴趣付费、希望能够引发情感共鸣，对精神消费的最求提升，并愿意为此付出溢价。

同时，老龄化趋势下，银发经济或成为消费升级的主战场。根据天猫数据 2021-2022 年天猫适老产品搜索量同比增长 200%，2022 年第二次婴儿潮群体退休，从 40 后的“未富先老”到 60 后的“边富边老”，进入退休阶段的新老人同时具有消费能力及新生活理念，目前银发消费人群已逐步从产品消费型向精神消费型转变。

图表 4：国内人口结构有老龄化趋势



图表 5：我国人口结构情况



数据来源：wind，华福证券研究所

数据来源：前瞻产业研究院，华福证券研究所

随着日益多样化、个性化的消费需求增长，我国新消费更加看重细分市场的发展机会，针对不同消费水平、年龄结构、性别等进行差异化消费场景及体验打造。故，消费时钟不会倒退，消费升级的主战场只是发生了变化，结构有所调整，故而把握新的消费趋势至关重要。

食品饮料行业是消费升级链条中最持久且没有止境的大行业，对应板块内低频次消费品类，如酱油等，通常率先升级，而升级亦将带来集中度的提升；高频次消费品，如低度酒等，当前已形成较高的集中度，结构升级有望促进行业进一步发展。综上所述，我们筛选了符合当下消费趋势的景气赛道进行深入探讨，分别为：

- 白酒行业：具备短期的韧性空间和长期的平滑曲线
- 精神消费：酒精低度化和饮料酒化的奔涌而来
- 标准化赛道：餐饮连锁化和家用便捷化的历史机遇
- 大众品赛道：升级与降级的同台共舞和有效甄别

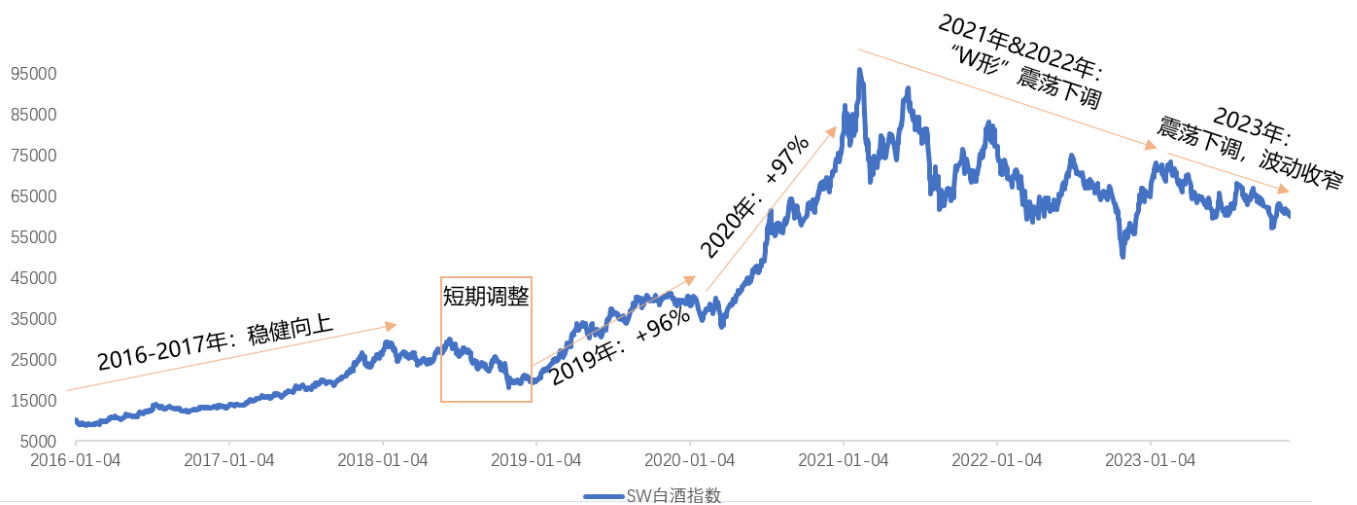
2 白酒行业短期的韧性空间和长期的平滑曲线

2.1 长期视角：从疫情的不确定性走出，新周期序幕拉起

21 世纪以来，白酒发展阶段可分为 16 年之前的量价齐升阶段和 2016 年至今的量减价增阶段。经历了 2013 年开始的深度调整期后，2016 年白酒产销量触顶，白酒上市公司的增长驱动从量价齐升切换到消费升级驱动价增、行业集中度提升带动量增的逻辑。以 2016 年为起点，从 SW 白酒指数上看，2016-2017 年板块趋势稳健向上，18H2 在宏观经济不稳定性增强，叠加白酒企业业绩出现放缓，行业经历了半年左右的短期调整。2019 年开始 SW 白酒指数快速提升，2019 年/2020 年分别提升 96%/97%。

21 年和 22 年白酒板块连续呈“W 形”震荡下调，21 年内最高值/最低值分别为 9.6/6.2 万点；22 年在疫情导致的消费场景缺失的压力下，在疫后消费复苏的期待中，上一轮景气期尾声红利持续释放，酒企报表端保持韧性，22 年 SW 白酒最高值/最低值分别为 7.7/5.0 万点。进入 2023 年，一季度消费报复性修复后，二季度开始受宏观压力影响，情绪悲观导致行业“蓄水池”弹性收紧，市场对真实动销关注度加大，白酒指数全年呈震荡下行，波动性较前两年下降，21-23 年白酒指数方差分别为 7071/5224/3799 点。

图表 6：23 年白酒 SW 指数整体震荡向下，波动较前两年幅度收窄



数据来源：Wind，华福证券研究所

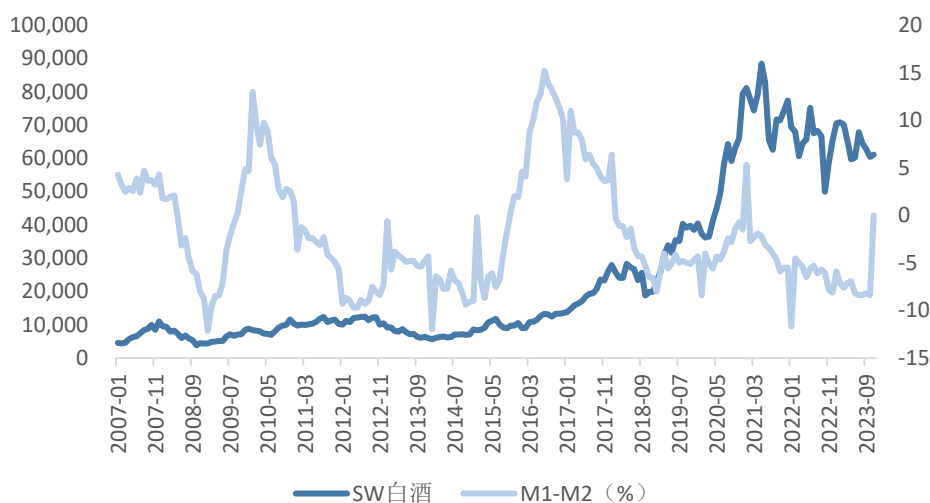
图表 7：行业深度调整后，2016 年至今白酒板块复盘



数据来源：华福证券研究所

宏观压力下，白酒韧性彰显。以 M1 反应当下购买力，M2 反应未来购买力，M1-M2 剪刀差扩大则说明消费意愿持续、资金运作灵活、企业投资意愿上升。2019-2021Q1，M1-M2 剪刀差持续扩大，白酒板块处于快速上行期，21Q2 之后 M1-M2 整体下行，疫后年初至今呈波动下滑，与白酒板块在趋势上虽趋同，但相较而言白酒板块表现更加稳健，韧性彰显。

图表 8：在 M1-M2 剪刀差缩小的背景下，白酒彰显韧性



数据来源：Wind，华福证券研究所

2.2 年内情况：开门红普遍较好，Q2 淡季开启后全年表现平淡，拐点未至

回顾 23 年，去年中秋国庆全国多地疫情严重，消费场景缺失，导致库存留至 23 年春节。Q1 疫情防控政策优化放开后，虽然一月初受疫后消费者身体尚未恢复的影响，消费缺失，但随着消费场景回归，消费热情高涨，真实动销表现较好，白酒企业开门红普遍表现较好。

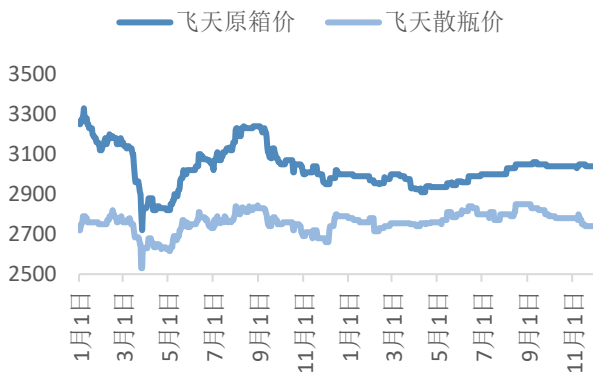
进入 Q2 淡季，经销商清理春节库存，部分龙头酒厂出现以价换量，相比于 2022 年 4 月份淡季挺价，各家批价有所上涨，2023 年春节后，高端白酒价格趋于稳定，次高端及以下产品价格承压。分析其原因，更多的是因为供给端压力较大，尤其在加大费用投入以价换量的背景下，经销商对未来价格的信心不足，酒厂全年任务压力较大，故快速抛售完成任务。除宴席市场回补符合预期以外，商务需求持续表现疲软，五一端午小旺季表现平淡。

进入下半年，自国家发展改革委 7 月 30 日会议明确加大宏观政策调控力度、促消费扩投资、支持实体经济发展、深化改革开放、夯实经济安全根基、保障和改善民生等六方面任务以来，市场信心得到一定提振。但由于今年中秋国庆假期“合体”，假期时间延长，外出旅游对饮酒场景有一定损伤，叠加疫情导致企业收入受损，企业信心仍在恢复期，商务相关的礼赠、宴请消费仍弱，导致中秋国庆旺季平淡，未能催化拐点出现。

我们认为，上半年渠道仍在被动加库存通道中，中秋国庆虽未成为动销拐点，基本面保持平稳，但开始随着企业加大 C 端开拓力度，加大稳定价盘，维护渠道健康度，

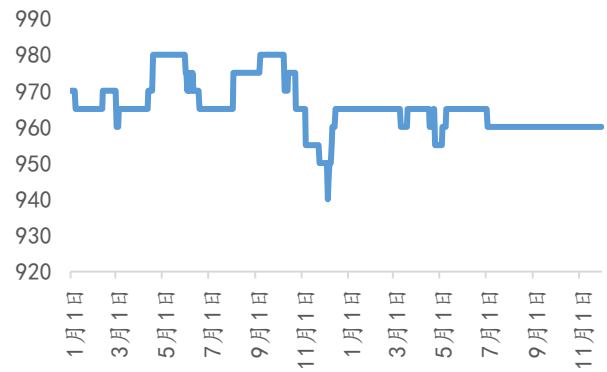
高端酒批价趋稳，目前整体已基本进入渠道去库存、批价平稳向上的恢复期。贵州茅台 10 月 31 日晚间发布提价公告，自 2023 年 11 月 1 日起上调公司 53%vol 贵州茅台酒（飞天、五星）出厂价格，平均上调幅度约为 20%。截至 12 月 1 日，提价一个月后，飞天批价较公告发出日增长约 40 元左右，在当前需求端景气度仍在修复的背景下，批价增长幅度有限，但茅台作为行业的定海神针，业绩增长确定性明晰为板块带来信心，同时也为其他高端酒及次高端提价带来动机。

图表 9：2022 年至今飞天茅台批价变化



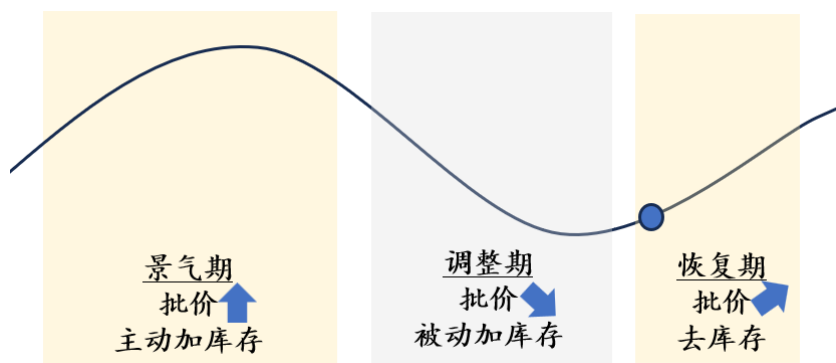
数据来源：今日酒价，华福证券研究所

图表 10：2022 年至今普五批价变化



数据来源：今日酒价，华福证券研究所

图表 11：当前主要大单品批价平稳向上，渠道库存去化，恢复期已至



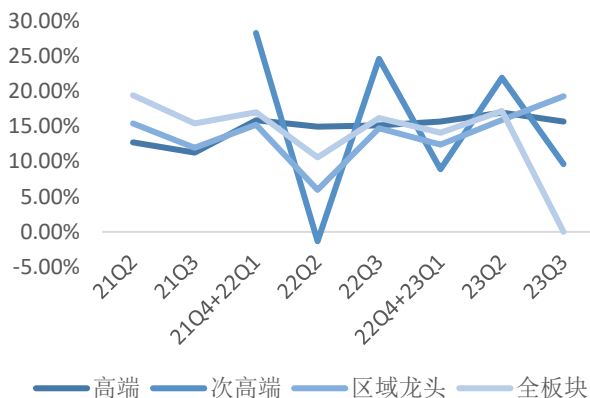
数据来源：华福证券研究所

2.3 报表端：多数企业增长稳健，报表端体现较好韧性

Q1-Q3 营收增速；苏酒徽酒>苏皖以外的区域龙头>高端酒>次高端。23 年前三季度，白酒板块（除港股珍酒李渡以外）营收同比增长 16%，净利润同比增长 19%。分季度看，高端酒整体表现韧性，前三季度营收增速 17.0%，季度间同比增速趋稳；次高端前三季度实现营收增速 10.9%，季度间变化较大，Q2 增速较高主要系去年同期疫

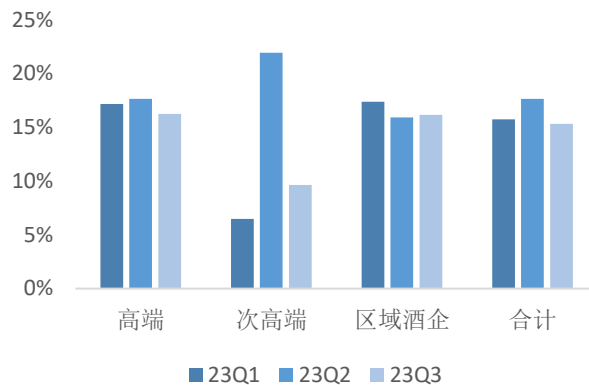
情封控对次高端影响较大，导致去年次高端营收基数较小所致；区域酒企整体前三季度营收增速为 19.6%，一季度充分受益于宴席回补，其中苏酒与徽酒前三季度营收合计增速 19.7%，整体表现领先。

图表 12：高端/次高端/区域龙头及合计营收增速



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 13：23 年前三季度各价格带营收增速变化



数据来源：wind，华福证券研究所

高端酒表现韧性：茅五泸前三季度合计实现营收 1898 亿元，同比增长 16.4%，营收占白酒板块的比重为 60%；实现利润 863 亿元，同比增长 18.8%，占白酒板块 72%。茅台保持增长定力，前三季度表现符合预期。泸州老窖进入淡季以来，Q2“春雷行动”、Q3 实施“秋收行动”，深耕基地市场，全年持续发力，后续高增的可持续势能较强。五粮液二季度增速低于预期，但合同负债同比增长 94.5%，调整节奏甩下包袱后，三季度迎头赶上。

次高端分化明显：次高端由于在泛全国化阶段，基地市场深耕程度不如头部区域龙头、在场景上以修复最不及预期的商务宴请为主，故整体受损最严重，分化最明显。山西汾酒表现持续亮眼，高端产品营收占比环比提升，青花 30 在中秋国庆旺季期间批价保持坚挺。舍得一季报表现亮眼，Q2 营收及净利润增速均有所放缓，在强调渠道健康的前提下，舍得 Q3 在需求压力下表现符合预期；水井坊 23Q3 营收同比增长 21%，环比增速 206%，在去年三季度的较小基数上实现较好增长，环比加速明显。酒鬼酒此前发展较快，在商务消费不及预期的背景下，自公司实施渠道改革以来业绩持续承压，目前公司坚定改革大方向，红利释放还需静待花开。

对比区域龙头上半年实现的单商规模与经销商数量双增，次高端多数企业则难以实现双驱动。具体来看，上半年山西汾酒、舍得酒业经销商数量同比变化不大，但单商体量同比分别增长 21.0%/17.4%；水井坊及酒鬼酒经销商则数量较 22H1 增长较多，但单商规模下滑，主要新经销商以中小商为主。区域龙头中，苏酒、徽酒的单商规模及经销商数量保持双增长，其中单商规模增速更大。而金徽酒和金种子在基地市

场的份额仍相对较小，当前仍在铺货阶段，经销商数量增长对营收的驱动力略大于单商规模增长。

图表 14：次高端较区域龙头而言普遍未能实现单商规模与经销商数量双增

		经销商数量			单商销售规模变化
		23H1	22H1	同比增长	
泛全国化	山西汾酒	3775	3648	3.5%	21.0%
	舍得酒业	2,405	2456	-2.1%	17.4%
	水井坊	51	43	18.6%	-42.5%
	酒鬼酒	1774	1479	19.9%	-49.3%
	珍酒李渡	6898	6408	7.6%	4.2%
区域龙头	洋河股份	8461	7769	8.9%	6.2%
	今世缘	1046	988	5.9%	21.2%
	古井贡酒	4341	4,093	6.1%	18.5%
	迎驾贡酒	1395	1291	8.1%	14.3%
	口子窖	904	817	10.6%	14.3%
	老白干酒	11296	10778	4.8%	8.9%
	金徽酒	808	701	15.3%	7.1%
	金种子酒	470	406	15.8%	15.0%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

徽酒整体表现亮眼：对于区域酒来说，省内经济发展情况对公司影响较大。过去五年，安徽省生产总值连跨 2 个万亿元台阶、达到 4.5 万亿元左右，安徽经济实现从“总量居中、人均靠后”向“总量靠前、人均居中”的转变，经济发展对省内商务活动提供了基础，对徽酒整体较好的增长起到一定支撑作用。受益于省内经济修复，徽酒上半年整体表现强势，Q3 延续了上半年的势头，其中徽酒二线龙头迎驾/口子窖上半年省内营收增速分别为 25%/31%，营收占比同比提升，省内市场驱动营收增长。

图表 15：分区域看，安徽经济修复较好，徽酒在省内均有较好增长

品牌	区域	23H1 增速	营收占比同比
古井贡酒	华北	34.89%	0.50%
	华中（含省内）	24.19%	-1.02%
	华南	38.07%	0.56%
迎驾贡酒	省内	25.01%	4.20%
	省外	8.88%	-4.20%
口子窖	省内	31.36%	2.95%
	省外	7.16%	-2.95%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

苏酒竞争激烈：江苏省上半年经济增量全国第一，在经济率先修复的背景下，省内消费价格带保持温和上移。苏酒洋河当前在调整期内，Q2 加大销售费用投放，报表端表现符合预期。今世缘今年目标百亿，上半年表现稳健，或系省内竞争加剧所致，Q3 销售费用率环比提升。分地区看，今世缘前三季度省内/省外市场分别实现营收 77/6 亿元，同比增长 27%/40%，省内市场夯实仍为增长的主驱动力。

其他区域酒企可圈可点：金徽酒低端产品贡献下降，包括柔和系列、金徽系列在内的百元以上产品营收占比提升至 69%，产品结构明显优化。伊力特去年受疫情封控影响，基数较低，今年消费场景恢复后，疫后反弹逻辑持续兑现。

图表 16：主要酒企前三季度核心指标复盘

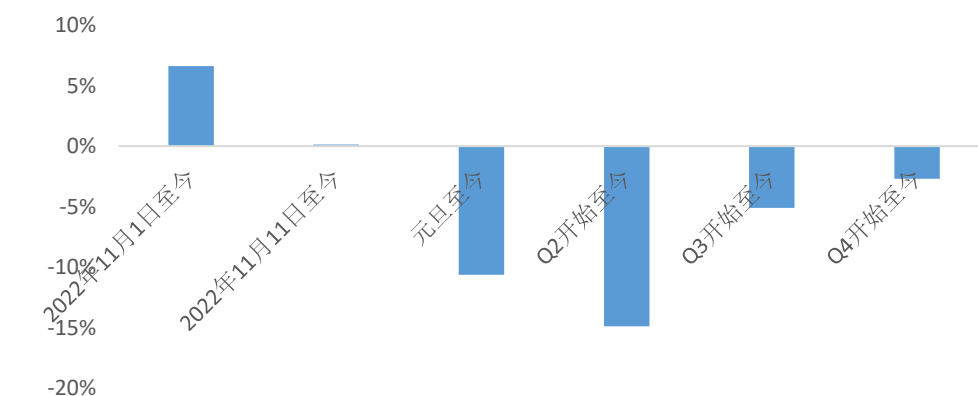
	营收同比			毛利率			净利率			销售费用率			真实营收增速		
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3
贵州茅台	20%	22%	14%	93%	91%	92%	53%	48%	49%	2%	3%	4%	13%	10%	19%
五粮液	13%	5%	17%	78%	73%	73%	40%	31%	34%	7%	15%	11%	22%	4%	10%
泸州老窖	21%	30%	25%	88%	89%	89%	49%	48%	47%	9%	11%	13%	18%	20%	58%
山西汾酒	20%	32%	14%	76%	78%	75%	38%	31%	34%	8%	11%	11%	21%	44%	6%
舍得酒业	7%	32%	8%	78%	72%	75%	28%	23%	22%	19%	15%	21%	45%	0%	-4%
水井坊	-40%	2%	21%	83%	82%	84%	19%	6%	40%	32%	41%	12%	-31%	14%	14%
酒鬼酒	-43%	-32%	-37%	82%	78%	76%	31%	21%	9%	26%	30%	36%	-40%	-6%	-50%
洋河股份	16%	16%	11%	77%	75%	75%	38%	31%	28%	7%	17%	15%	-14%	47%	14%
今世缘	27%	31%	28%	75%	73%	81%	33%	37%	24%	16%	13%	24%	12%	41%	14%
古井贡酒	25%	27%	23%	80%	78%	79%	24%	26%	22%	29%	24%	28%	6%	9%	22%
迎驾贡酒	22%	29%	22%	71%	71%	73%	37%	30%	36%	6%	12%	8%	18%	43%	18%
口子窖	21%	34%	5%	77%	71%	78%	34%	24%	33%	13%	15%	15%	13%	61%	-19%
伊力特	19%	-6%	144%	51%	42%	51%	20%	6%	12%	7%	13%	9%	-8%	-4%	160%
老白干酒	10%	10%	13%	65%	69%	66%	10%	9%	12%	26%	35%	25%	-3%	20%	2%
金徽酒	27%	21%	48%	65%	62%	63%	20%	12%	4%	18%	22%	27%	7%	64%	51%
金种子酒	25%	31%	43%	27%	34%	50%	-10%	1%	1%	19%	7%	29%	28%	-9%	39%
顺鑫农业	5%	-19%	0%	38%	21%	23%	8%	-19%	-8%	8%	11%	12%	25%	-32%	-9%

数据来源：Wind，华福证券研究所

2.4 估值端：疫后预期消化完毕，估值具较高安全垫

从短期视角看，23 年白酒板块走低的核心很大部分在于想象中的疫后报复性消费及迅速修复未能如期发生。去年 11 月开始，我国疫情防控政策开始松动，11 月 11 日国务院联防联控机制公布《进一步优化疫情防控的二十条措施》，后疫情时代的即将开启为市场注入高预期。虽然 23 年年初至今板块震荡向下，但 1) 23H2 下降幅度边际收窄；2) 全年虽震荡下降，但截至 2023 年 12 月 1 日，SW 白酒估值较去年 11 月 1 日提升 7%，估值水位与发布《优化疫情防控的二十条措施》的 11 月 11 日相近，市场对后疫情时代的高预期带来的 PE 上行预期已调整完毕。

图表 17：截至 2023 年 12 月 1 日，SW 白酒 PE 变化

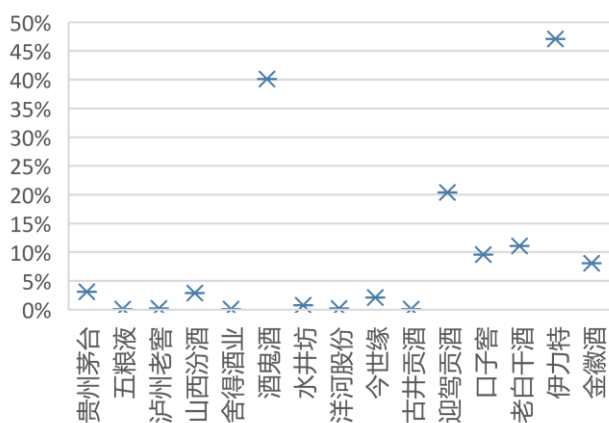


数据来源：Wind，华福证券研究所

从长期视角看，板块从 19 年开始的牛市估值溢价已基本回落，估值已具较高性

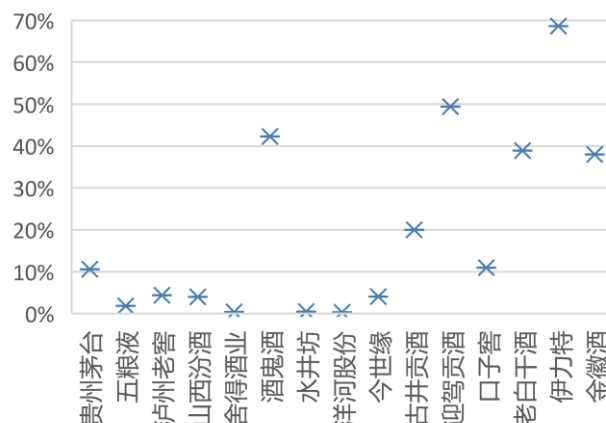
价比。2021 年白酒板块触达峰值（最高获 63x 估值），随后开始震荡回落，至今白酒板块当前高端酒、次高端（除酒鬼酒以外）、区域一线龙头估值均已跌至 5%分位数以下，位于 10%分位数以上的主要上市公司仅包括酒鬼酒、迎驾贡酒、口子窖、老白干、伊力特。从 2019 年开启的最新一轮白酒牛市算起，19 年至今五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、水井坊、洋河、今世缘 PE 均已跌至 5%分位数以下，板块从 19 年开始的牛市估值溢价到现在已基本调整到位。

图表 18： 2021 年至今白酒上市公司 PE 水位



数据来源：Wind，华福证券研究所

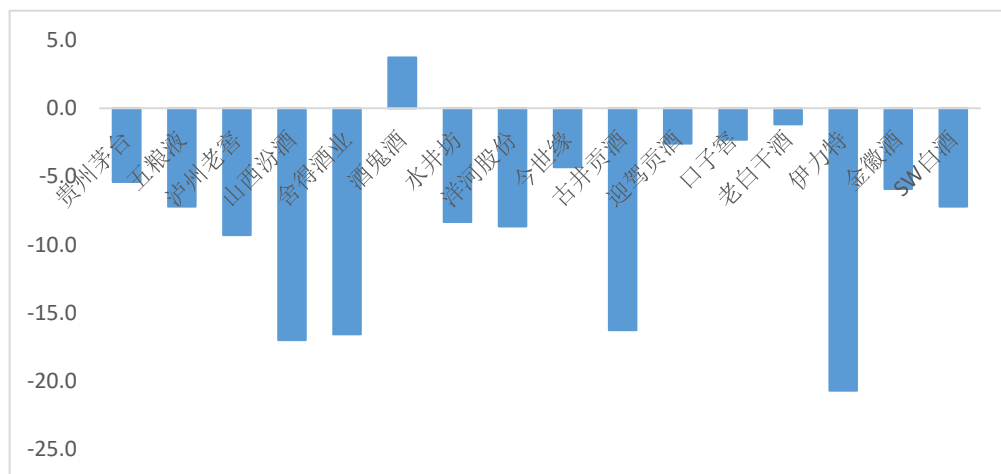
图表 19： 2019 年至今白酒上市公司 PE 水位



数据来源：Wind，华福证券研究所

从个股来看，年初至今，除酒鬼酒之外，白酒板块主要上市公司 PE 均有所下降，其中新疆区域龙头伊力特下降幅度最大，次高端山西汾酒、舍得酒业，以及古井贡酒 PE 下降较大。

图表 20： 元旦至今 A 股主要白酒上市公司 PE 变化



数据来源：Wind，华福证券研究所

2.5 资金面：Q3 机构持仓环比提升，外资流动对板块影响较大

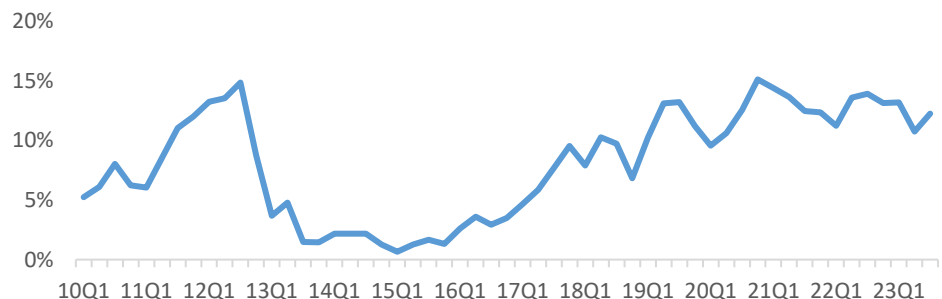
从机构持仓情况看，今年 Q2 白酒持仓市值占比下降较大，Q3 环比提升，板块资金明显回流，山西汾酒、今世缘、口子窖、迎驾贡酒环比持仓提升明显。从持有基金数来看，老白干酒、五粮液与顺鑫农业三季度下降较大；从基金的持仓市值来看，截至 23Q3，沪深港股 TOP10 中白酒占据 4 席，分别是贵州茅台（排名第一）、泸州老窖（排名第三）、五粮液（排名第四）、山西汾酒（排名第十），头部企业重仓地位稳固。

图表 21：截止 23Q3 白酒板块基金持仓情况

代码	名称	持有基金数量	持有基金数季度变化	持有公司家数	持股总量(万股)	持股占流通股比(%)	持股市值占基金净值比(%)	持股市值占基金总资产市值比(%)	持仓市值环比变动(万股)
600519.SH	贵州茅台	1,734	150	142	8,223.25	6.55	0.5432	2.4453	388.13
000858.SZ	五粮液	767	-60	119	36,961.32	9.50	0.2113	0.9513	-818.85
000568.SZ	泸州老窖	807	129	116	28,405.17	19.40	0.2260	1.0175	759.01
000596.SZ	古井贡酒	270	80	69	8,574.26	20.98	0.0856	0.3853	1,042.82
600809.SH	山西汾酒	351	191	87	12,884.63	10.56	0.1133	0.5102	2,968.69
002304.SZ	洋河股份	169	11	63	14,431.55	9.60	0.0686	0.3088	-259.50
603369.SH	今世缘	220	80	67	15,335.59	12.23	0.0331	0.1488	2,969.23
603198.SH	迎驾贡酒	146	43	46	5,671.31	7.09	0.0153	0.0690	1,928.73
600702.SH	舍得酒业	72	-2	34	3,910.74	11.78	0.0180	0.0808	-612.38
000860.SZ	顺鑫农业	14	-47	5	500.44	0.67	0.0004	0.0019	-6,192.33
603589.SH	口子窖	51	6	26	3,816.16	6.39	0.0073	0.0327	2,372.59
600559.SH	老白干酒	27	7	12	4,720.48	5.26	0.0040	0.0181	-5,589.60
600197.SH	伊力特	20	1	7	1,520.00	3.22	0.0013	0.0038	-90.83
600199.SH	金种子酒	21	5	7	1,708.07	2.60	0.0015	0.0066	148.52
000799.SZ	酒鬼酒	10	4	10	1,645.80	5.07	0.0053	0.0240	44.95
600779.SH	水井坊	26	23	17	469.42	0.96	0.0010	0.0047	257.99
603919.SH	金徽酒	14	11	9	282.24	0.56	0.0003	0.0013	174.92
300755.SZ	华致酒行	2	1	2	16.88	0.04	0.0000	0.0001	9.80

数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 22：白酒持仓市值占比

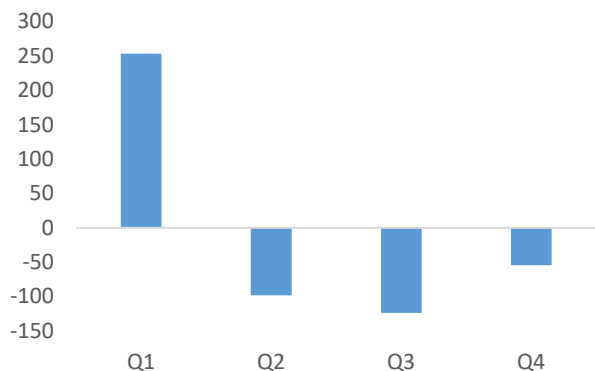


数据来源：Wind，华福证券研究所

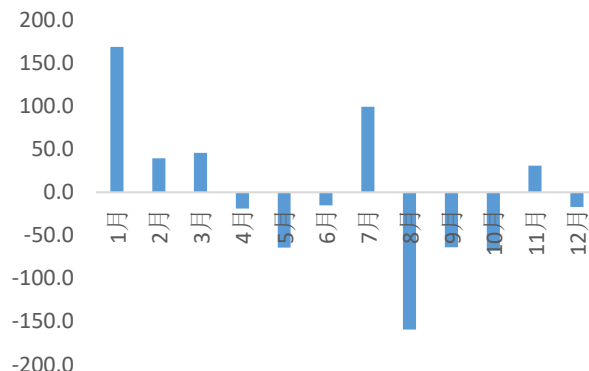
白酒板块作为外资重仓板块，今年北向资金流动变动对白酒板块的影响较大。疫情放开以来，今年 Q1-Q3 北向资金净流入额分别为 253.59/-98.29/-123.62 亿元，一季度市场对疫后消费预期较高，北向资金净流入推动板块行情；Q2 行业进入淡季后对宏观的担忧导致市场悲观情绪放大，7 月房地产优化等利好出现，政策底明晰，外资 Q3 流出较大。

图表 23：茅五泸汾洋北向资金季度净流入（亿元）

图表 24：茅五泸汾洋北向资金月度净流入（亿元）



数据来源: Wind, 华福证券研究所



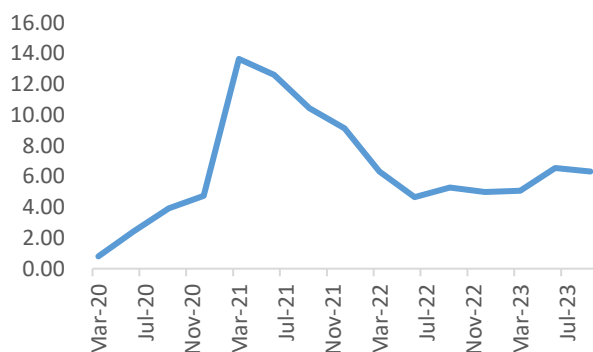
数据来源: Wind, 华福证券研究所

2.6 24 年展望：白酒龙头仍具韧性，行业优化健康度提升

2024 年预计行业整体平稳增长，韧性不应被低估。展望来年，在宏观经济渐进式复苏，消费需求稳中提振、此前行业高景气期造就的高基数下，全行业的高增长短期内仍有压力，企业间分化仍将为主旋律。在此背景下，高端白酒整体稳健增长的确定性较高，茅台提价后未来两年业绩增长确定性明晰，同时为高端酒打开价格天花板；次高端整体还需沉淀调整，同时静待宏观提振带动商务消费复苏；区域龙头今年受益于宴席回补和基地市场的强支撑，表现较好，随着宴席回补节奏放缓，叠加今年增速基数不小，明年区域龙头表现或将出现分化，但基于区域酒的长期基地市场深耕，预计表现依然稳健。

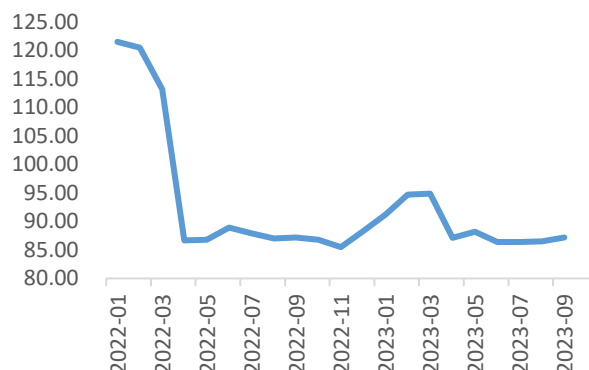
从需求端看，白酒消费需求虽较为平淡，但韧性仍在。在人均可支配收入仍在温和提振的背景下，尽管消费降级对商务宴请的频次和用酒档次均有一定程度的影响，但高端宴请用酒的刚性强，次高端及中端的商务宴请在经济的大背景下提振是时间问题，且由于白酒的社交属性强，随着企业信心提振，商务消费修复会早于企业实际可支配收入和宏观指标的修复。在今年消费升级的大环境下，百元以下大众价格带仍在向上提升，从过去的主流价格带在 30 元以下逐渐升级到 50-100 元和 100 元以上价位，光瓶酒市场向上尤具较大空间。

图表 25: 中国居民人均可支配收入同比变化 (%)



数据来源: Wind, 华福证券研究所

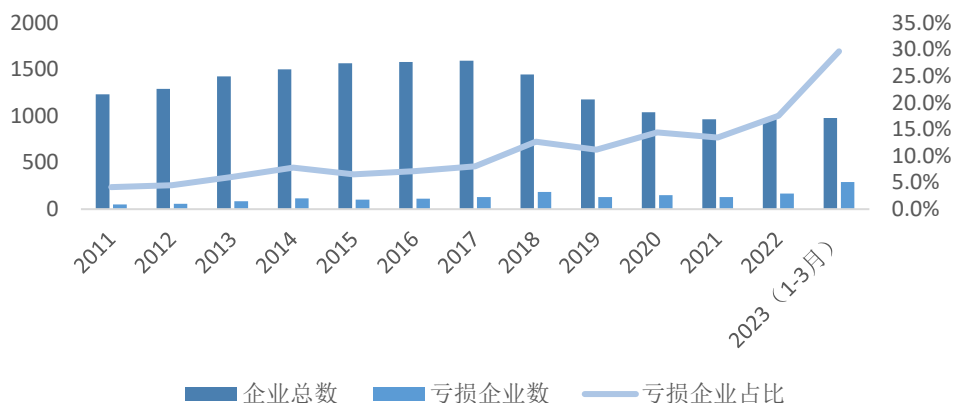
图表 26: 中国消费者信心指数变化



数据来源: Wind, 华福证券研究所

从供给端看, 预计集中度持续提升将继续为龙头带来量增。2016 年行业产销量触顶后, 行业已然进入了量降价增的阶段。今年 1-3 月, 纳入到国家统计局范畴的规模以上白酒企业共 979 家, 其中亏损企业 290 个, 企业亏损面为 29.62%, 白酒亏损企业占比创下新高。在此背景下, 今年上市酒企普遍开门红顺畅, 充分说明行业集中度提升带动上市公司量增的逻辑没有变, 我们判断明年马太效应持续加剧, 中小企业会持续出清, 为龙头带来量增空间。

图表 27: 今年上市酒企开门红普遍顺利, 但 1-3 月白酒亏损企业占比创下新高



数据来源: Wind, 人民网, 中国酒业新闻网, 酒志网, 国家统计局, 新浪新闻, 《2019 中国酒业经济运行报告》, 华福证券研究所

从白酒周期来看, 行业面临过多次调整期, 调整期内企业表现分化, 调整期后更适应时代和消费需求是历史规律。在此前外发的专题报告《从二战后的日本清酒看改革开放以来的中国白酒》中, 我们对标日本清酒, 发现上世纪末的日本清酒与中国白酒均具有深厚的文化根基、与宏观的较高相关性、且在人口结构带来的需求变化上面临相似的困境, 但同为“国酒”, 从行业发展的整体走势看, 不同于日本清酒增长后

震荡下行的发展历程，中国白酒在整体向上的大周期里，几经阵痛后能够不断的穿越周期的原因之一就是，不同于清酒迅速增长、触顶后持续下滑的直白走势，白酒发展中几经波折，几次调整期内需求预期走高、渠道弹性加厚所掩盖的问题得到暴露，从长期角度看有益于行业的健康和长期发展。

例如从今年的情况来看，在渠道面临压力、表现更为审慎的背景下，酒企纷纷下场，加大C端触达，本质上符合时代趋势。今年年初开始，企业加大抢占C端趋势明显，各大酒厂纷纷将“开瓶扫码”作为拉动销、促开瓶的标配动作，不少企业还通过加大红包力度、翻倍奖励、热门时间设定等加大C端互动，通过打通C端帮助B端纾解压力、维持渠道状态良性成为行业共识目标。从龙头看行业未来，茅台近年来直销渠道营收占比持续上升，强品牌认知下预计率先完成渠道调整，未来经销商的角色将逐步向服务商转变，在现在的过度调整阶段，保障渠道利润成为稳定B端的制胜关键。

图表 28：23 年白酒企业纷纷加大 C 端投入

公司/产品		政策内容
五粮液	五粮液1618	3月1日至11月25日，扫码返利，红包金额30-2000元
	39度五粮液	3月1日至11月25日，扫码返利，红包金额20-2000元
泸州老窖	国窖1573经典装(2022二维码装)	上半年进行数字化改革，实现“五码合一”，联通B端和C端，3月1日至10月31日，扫码获利的同时验证真伪，红包金额从15.73元起，最高达15739元
	泸州老窖·头曲	中秋、春节、元宵、清明、端午、重阳、七夕开设再来一瓶，现金红包活动
	泸州老窖·黑盖	红包金额1.88-888元，在开瓶扫码获奖之外，还会获得积分和成长值
珍酒	珍十五	1.5L珍酒错金兔1坛、本品1瓶、8.8-25元红包，活动时间8月15日至10月15日
	珍八	设置了再来一瓶的奖项，获本品1瓶&6.88-15元红包，活动时间8月15日至10月15日
	珍五	设置了再来一瓶的奖项，获本品1瓶&6.88-10元红包，活动时间8月15日至10月15日
	老珍酒、精装老珍酒	设置了再来一瓶的奖项，获本品1瓶&6.88-10元红包，活动时间8月15日至10月15日
郎酒	红花郎	红包30元、惊喜奖励包括限量珍藏版习酒等
	郎牌特曲兼香T系(T6/T8/T9)	扫码送金条、再来一瓶、红包4.8元-18.8元、另设置10/5/2倍红包翻倍概率
洋河	海之蓝	小额红包2元和4888元，再来一瓶，红包翻倍卡，活动时间4月1日至6月30日
	天之蓝	小额红包3元和4889元，再来一瓶，红包翻倍卡，活动时间4月1日至6月30日
	M3、海之蓝、天之蓝、双沟	中秋期间，奖品有华为手机P40Pro、格力电冰箱、雅迪电动车、小米空气净化器、美的破壁机等十多种“国货好礼”
古井贡酒	古26	红包金额19-1999元，活动时间2023年5月15日至2025年3月31日
	古20	红包金额10-2000元，活动时间2023年5月15日至2025年3月31日
	古16	红包金额8-1666元，活动时间2023年5月15日至2025年3月31日
	古8	红包金额5-999元，活动时间2023年5月15日至2025年3月31日
	古7	红包金额5-666元，活动时间2023年5月15日至2025年3月31日
舍得	品味舍得/智慧舍得/水晶舍得/舍得中国红限量老酒	红包金额9.9-99.9元、5g/20g生肖金条、文创礼盒/代驾券
	习酒	红包金额从8.88-4999元、惊喜奖励限量珍藏版习酒
	国台国标	红包金额9.9元-1999.99元、特等奖为1L装纪念酒，活动时间为今年全年
	摘要	红包金额48-4999元，瓶瓶有红包，活动时间2023年5月1日至年底

数据来源：酒说，证券日报网，多米大数据，糖酒快讯，伟鹏酒业，华福证券研究所

在 beta 短期迅速提振可能性较低的背景下，我们认为酒企应摒弃木桶原理，勿

求“既要又要”，在产品和渠道投入上应更有针对性。当前在选股上应关注具有强alpha、已走出自己经营节奏，主推产品价格带符合需求趋势和品牌价值的标的：1) 高端酒，贵州茅台（飞天提价后明年量增压力缓解，未来两年确定性明晰）、泸州老窖（企业面对行业变化策略转变的灵活度高，今年“春雷行动”+“秋收行动”积极迎合变化）、五粮液（品牌力稳固，估值性价比高于其他高端酒）；2) 次高端，山西汾酒（青花+玻汾双轮驱动，今年动销表现突出）、珍酒李渡（转酱趋势下持续吸收红利，具备成长性）、舍得酒业（有望率先受益于宏观提振）；3) 区域龙头，金徽酒（发展战略明晰，仍在起势）、古井贡酒（徽酒龙头，攻守兼备）、今世缘（省内基地夯实，省外基数小）。

3 酒精低度化和饮料酒化的奔涌而来

我们近期花费了大量时间来探究低度酒大发展的可能性，我们发现新消费群体、新消费场景、新消费习惯，持续在强化“悦己饮酒”的理念，微醺感成为主流，随之带来的是低度酒大赛道的扩容。

- 1) 低度酒消费人群和场景持续扩容：无论是当前的露营、剧本杀、飞盘等新饮酒场景的开辟，还是女性饮酒群体带来的增量，均促进了低度酒行业持续增长；
- 2) 传统饮酒场景和饮酒方式逐渐变化：当前商务饮酒场景减少，频次降低，饮酒方式从聚饮向独饮转化，饮酒方式和场景的转变在一定程度上均促进了低度酒行业的健康发展；
- 3) 酒精低度化和饮料酒精化的供给：酱香拿铁的爆火可以代表饮料酒精化的方向，茅台鸡尾酒则代表了高度酒的低度化趋势，即酒精低度化，供给侧的繁荣亦将配合需求侧促进低度酒行业迎来黄金发展期。

从品类上来看，低度酒包含啤酒、预调酒、果酒、米酒等品类，从产品属性上来看，低度酒亦包含广义高度酒的低度化产品和饮料的酒精化产品，此处我们重点讨论最为主流的两大板块，即啤酒和预调酒。

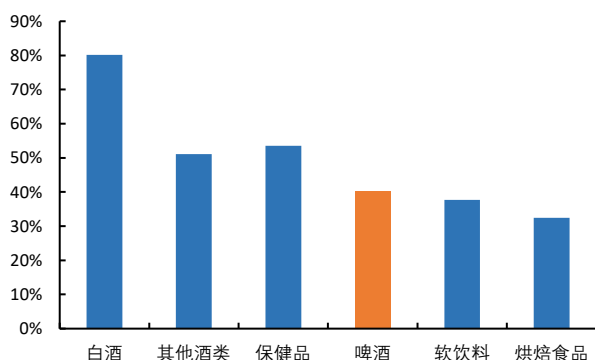
3.1 啤酒：可预见的成本侧红利和可展望的高端化

我们认为啤酒板块的盈利提升可以根据时间拆分为短期和长期两个维度，短期来看，成本端改善的红利当前已具备较大确定性，根据推演，预计将在来年给啤酒企业贡献较大盈利弹性，长期来看，啤酒行业结构高端化升级方兴未艾，利润率提升仍具较大想象空间，我们认为在经济持续平稳的阶段下，啤酒属于较稀缺的能够持续实现价增的行业之一。

3.1.1 短期可预见成本侧改善红利兑现

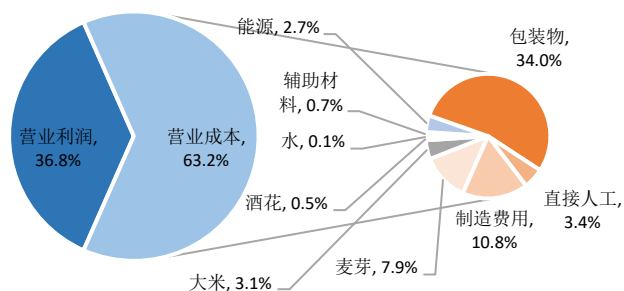
啤酒作为大众消费品，过去主要依托规模效应赚取规模利润，尽管近年来行业逐步走出高端化发展趋势，但其大众品的特性亦决定了其利润率不仅仅与产品售价挂钩，还很大程度上受原材料成本波动的影响。以青岛啤酒为例，其 2022 年啤酒业务毛利率约 36.8%，营业成本中，包材、大麦等原材料成本占比约 73.29%，而制造、能源、人工等成本占比仅 26.71%。

图表 29：从毛利率看，啤酒属于大众消费品



数据来源：Wind，华福证券研究所

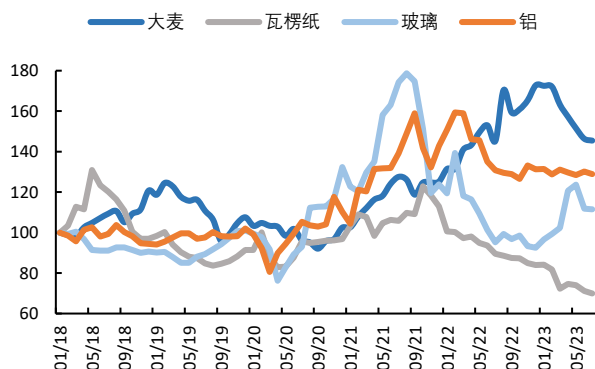
图表 30：青岛啤酒成本构成中原材料占据较大权重



数据来源：公司公告，华福证券研究所

过去原材料成本的上行很大程度上抹平了厂商高端化战略下所带来的利润率提升。大麦、瓦楞纸、玻璃、铝材等啤酒原材料的价格过去持续提升，当前亦处于相对价格高位，而在过去此类原材料价格提升的过程中，厂商高端化之下所带来的毛利增量，也很大程度上被吨酒原材料成本的上涨而抵消。如下图所示，以燕京啤酒为例，18-19 年，其毛利增量中，收入端贡献了主要毛利增量，而吨原材料成本的上行则在每一年均抵消了毛利增量。

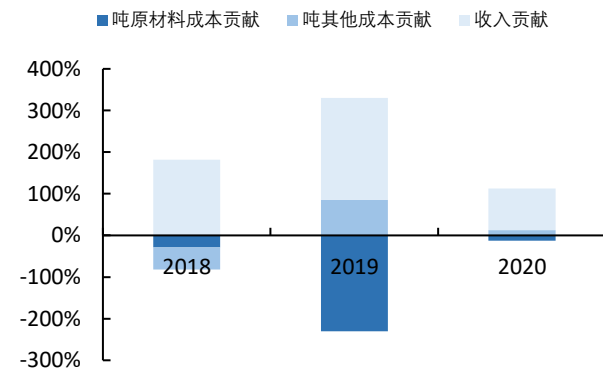
图表 31：过去原材料成本持续上涨



数据来源：Wind，华福证券研究所；

注：此处四大原材料价格波动均以 2018 年 1 月为基期=100 进行测量

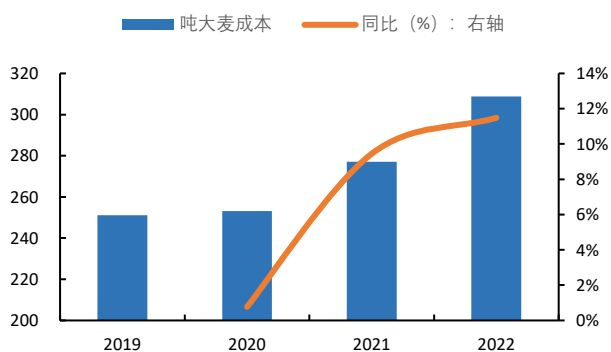
图表 32：以燕京为例，拆分其历史毛利增量，吨酒原材料成本的上升一定程度上抵消了收入端的贡献



数据来源：公司公告，华福证券研究所

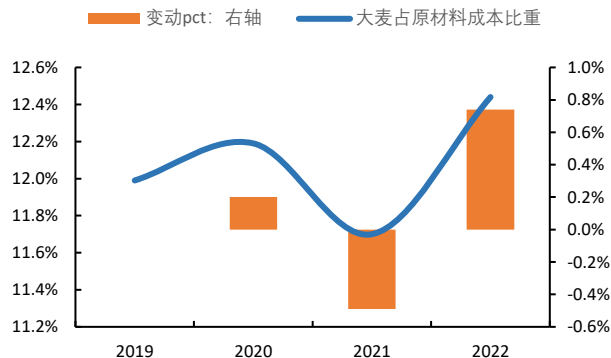
由于此前“澳麦双反”政策的实施，大麦进口价格不断攀升，2023年8月4号，商务部公告称对原产于澳大利亚的进口大麦继续征收反倾销税和反补贴税已无必要。国务院关税税则委员会决定自2023年8月5日起，终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税。我们认为，取消“双反”政策将在一定程度上增加我国大麦供给，从而降低啤酒厂商的采购价格。

图表 33：吨酒大麦成本过去增幅较大



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 34：大麦成本占原材料比重不断提升



数据来源：公司公告，华福证券研究所

根据以上事件，我们针对大麦成本下降对啤酒厂商毛利率的影响进行了测算。当前进口大麦均价对比去年12月已同比下降28.9%，我们以2022年为基础，将啤酒业务营业成本区分为吨酒大麦成本和吨酒其他成本，**假设吨酒大麦价格下降至2019年水平，即反倾销前水平，而其他成本保持不变**，啤酒业务毛利率将提升1.47pcts至38.25%，但考虑到澳麦进口占我国进口大麦比重并非100%，因此我们保守假设综合大麦成本下降14.4%，即假设降幅仅为进口均价降幅的50%，对应啤酒业务毛利率将提升1.14pcts。

图表 35：假设吨酒大麦成本由22年的308.82元/吨下降15%至264.23元/吨，啤酒毛利率预计提升1.14pct至37.92%

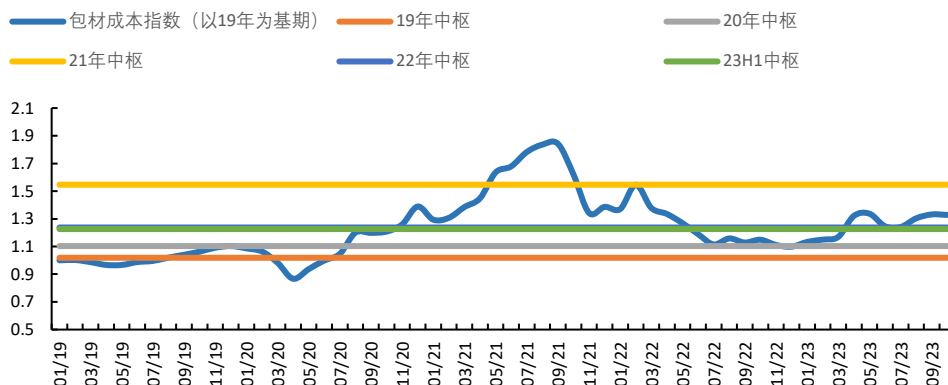
吨大麦成本假设下的主营业务毛利率						
其他成本 假设	对应啤酒毛利率	2022年	2021年水平	2020年水平	2019年水平 (反倾销前水平)	假设大麦价格 仅下降15%
	36.78%	308.82	277.00	253.09	251.16	264.23
	2173.7	36.78%	37.59%	38.20%	38.25%	37.92%
毛利率变动 (对比2022年)		0.00%	0.81%	1.42%	1.47%	1.14%

数据来源：公司公告，Wind，华福证券研究所；以青岛啤酒为例测算

包材为啤酒成本中合计占比最高的部分，我们此前在专题报告《原材料成本价格对啤酒企业盈利空间影响的推演》中，根据三大包材原料成本的权重假设，拟合了包材成本指数。可以发现，2023年上半年包材成本价格中枢已与2022年相类似，低于

2021 年，但对比 19 年，即疫情前水平仍有高于 20% 的改善空间，因此我们选择更进一步，推演包材成本下降对厂商毛利率的影响。

图表 36：包材成本指数



数据来源：Choice，华福证券研究所；

注：包材成本指数主要参照以上假设三大原材料占比，将各类原材料占成本比例进行加权拟合而成

我们结合上述对大麦成本的假设，即把啤酒业务营业成本区分为吨酒包材成本和吨酒其他成本，其中吨酒其他成本里已包含下降至 264.23 元/吨的大麦成本。

同样以青岛啤酒 2022 年为例，我们假设吨酒包材成本下降至 2019 年水平，即 1110.09 元/吨，预计啤酒业务毛利率对比 2022 年将提升 6.89pct。

图表 37：叠加大麦成本推演结果，假设吨酒包材成本下降至 19 年平均水平，预计公司啤酒业务毛利率将达 43.67%

吨包材成本假设下的主营业务毛利率						
大麦成本下降至 264.23 元/吨基础上的吨其他成本假设	对应啤酒毛利率	2022 年	2021 年水平	2020 年水平	2019 年水平	理论水平（剔除公司成本预判能力）
	37.92%	1336.07	1236.58	1056.60	1070.43	1110.09
	1101.8	37.92%	40.45%	45.03%	44.68%	43.67%
毛利率变动（对比 2022 年）		0.00%	3.67%	8.25%	7.90%	6.89%

数据来源：公司公告，Choice，华福证券研究所

后续我们同样将基于大麦和包材成本下降至 2019 年水平下假设的啤酒业务毛利率，即 43.67%，带入公司 2022 年总体情况。假设非主营业务毛利率保持不变，结合公司主营业务占比，预计公司综合毛利率对比 2022 年将提升 6.85pct 至 43.63%

图表 38：叠加上推演结果，假设其他业务毛利率不变，啤酒业务毛利率提升预计将驱动公司总体毛利率提升 6.85pct 至 43.63%

主营业务毛利率推演下的公司综合毛利率						
假设其他业务毛利率维持 2022 年水平不变	对应综合毛利率	2022 年	2021 年水平	2020 年水平	2019 年水平	理论水平（剔除公司成本预判能力）
	37.96%	37.92%	40.45%	45.03%	44.68%	43.67%
	41.08%	37.96%	40.46%	44.98%	44.63%	43.63%

毛利率变动（对比 2022 年）	0.00%	2.50%	7.01%	6.67%	6.85%
------------------	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：公司公告，Choice，华福证券研究所

净利率方面，为保证数据的可预测性，我们仅测量扣除非经常性损益的净利率水平，即假设青岛啤酒公司各项费率稳定在 2022 年水平，结合上述假设下 43.63% 的毛利率，预计公司扣非净利率对比 2022 年能够提升 6.79pct 至 16.76%。

图表 39: 叠加上推演结果, 假设公司各项费率稳定在 2022 年水平, 扣非净利率预计将提升 6.79pct 至 16.76%

公司综合毛利率推演下的总体扣非净利率						
假设其他费用合计费率维持 2022 年水平不变	对应扣非净利率	2022 年	2021 年水平	2020 年水平	2019 年水平	理论水平（剔除公司成本预判能力）
	11.09%	37.96%	40.46%	44.98%	44.63%	43.63%
	26.87%	11.09%	13.59%	18.11%	17.76%	16.76%
扣非净利率变动（对比 2022 年）		1.12%	3.62%	8.13%	7.78%	6.79%

数据来源：公司公告，Choice，华福证券研究所

需要说明的是，以上的测算仅为理论值，原因包括但不限于：1) 采购周期不同导致预测结果不可避免存在误差，不同厂商原材料成本的采购周期不同，不同原材料采购的频次亦不相同，尤其在包材方面，公司更高频次的采购已在一定程度上平滑原材料价格波动；2) 高端化下啤酒原材料更高质量，价格相对更高，当前啤酒行业步入高端化发展阶段，使用的包材品质相对以往更高，对应价格也更高，而高端化趋势之下减少的回瓶模式亦将提升厂商玻璃瓶采购总量，从而带来更高的吨包材成本；3) 燃料动力、人工费用、制造费用若产生波动同样将影响预测结果，由于我们在预测过程中并未结合人工、制造、燃料动力等费用，若未来此类费用上涨，同样将会影响上述对利润率的预测结果。

根据以上的推演，可以看出啤酒作为大众品，哪怕在高端化的趋势之下，原材料价格的波动同样将很大程度上影响啤酒厂商的盈利能力。结合当前处于相对高位的原材料价格，以及我国取消“澳麦双反”政策的落地，我们认为来年原材料价格将有所回落，届时成本侧的改善将成为啤酒行业除高端化以外的一大亮点，为啤酒厂商的盈利空间贡献高端化以外的增长。

3.1.2 长期不改高端化发展趋势，盈利仍有想象空间

啤酒作为我国低度酒市场的头号玩家，具备最大的细分市场占比，当前几大啤酒厂商均已跑通高端化的盈利增长主线，燕京啤酒的改革增效逻辑亦在持续兑现中。供需合力开创啤酒高端化新征程。

1) 供给侧：高端啤酒高毛利属性有助于打开厂商盈利天花板，更赋予了供给侧的强推力。以重啤公司为例，其高档啤酒吨价高于其他档次啤酒 70% 以上，而吨成本仅高于中档产品约 24%，毛利率的差异高达 15.54pct，高端啤酒销量占比提升带来的盈利弹性巨大。高端产品高盈利能力使得供给侧啤酒厂有意愿推动高端化升级进程，在 18 年前后均制定了高端发展战略。

2) **需求侧**: 人口结构和消费习惯的转型使得啤酒行业以量驱动的增长逻辑不可持续, 而持续增长的人均收入和更高边际消费倾向的 95 后人群出现, 为啤酒行业打开了价增空间, 未来随着 90/95 后逐步成为啤酒主力消费群体, 行业结构升级趋势预计将进一步强化。

图表 40: 高端啤酒具备更高的毛利水平

	吨酒出厂价 (元/吨)	吨酒成本 (元/吨)	毛利率 (%)
高档	7076.69	2707.28	61.74%
主流	4056.48	2182.47	46.20%
经济	3125.57	1810.31	42.08%

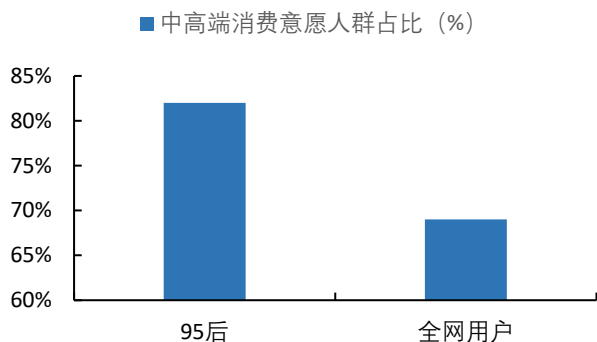
数据来源: 重庆啤酒公司年报, 华福证券研究所

图表 41: 目前主要啤酒厂商均制定了高端发展战略

厂商	发展策略
青岛啤酒	18年黄克兴上任董事长, 全面推进高端化; 20年颁布的股权激励计划中考核目标为ROE及净利润。
华润啤酒	17年推出“3+3+3”战略, 摆脱包袱发力高端, 18年收购喜力品牌推行“4+4”高端产品矩阵
嘉士伯中国	17年推出“扬帆22”实现增长, 22年推出“扬帆27”加速增长

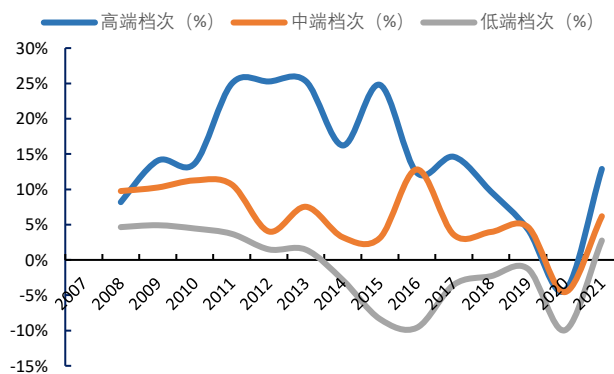
数据来源: 公司公告, 公司官网, 中国经营报, 中国经济网, 华福证券研究所

图表 42: 95 后具备更高的高端消费倾向



数据来源: 《95 后人群消费行为调研》, 创业邦, 华福证券研究所

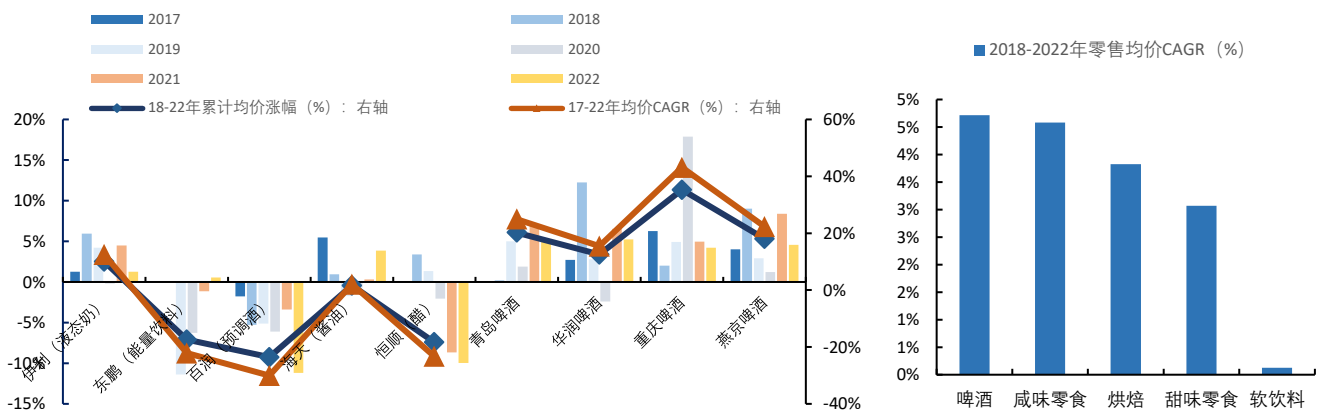
图表 43: 高端档次啤酒销量持续保持双位数增长



数据来源: Euromonitor, 华福证券研究所

过去五年, 啤酒企业出厂价格涨幅相比于其他细分子板块企业更为强劲。各啤酒厂商在 17-21 年间价增持续, 甚至在 2022 年疫情期间仍保持了正向增长, 高端化韧劲十足。同时, 啤酒零售价格同样保持增长, 亦在一定程度上说明了高端化趋势为需求侧所接受。

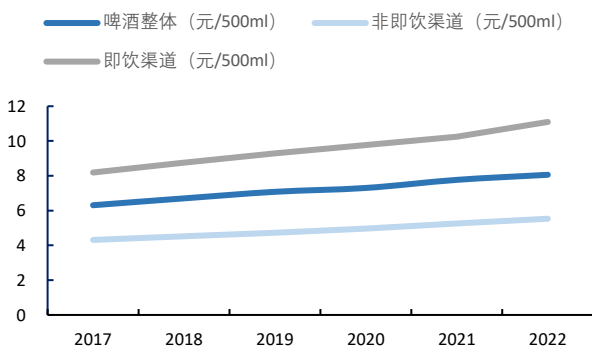
图表 44：啤酒零售、出厂价增速均达到较高水平



数据来源：Euromonitor，公司公告，华福证券研究所

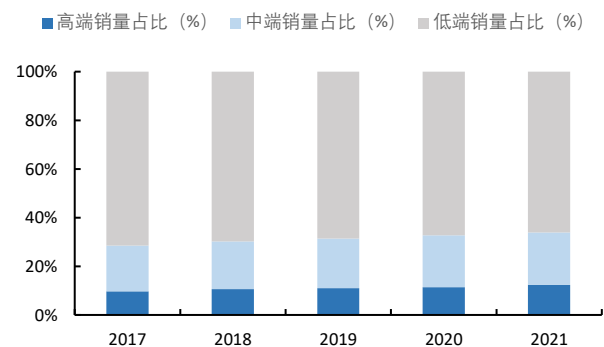
啤酒价增仍具提升空间。根据欧睿数据，当前啤酒整体均价为 8.06 元/500ml，仅高于高端化刚开始的 2018 年 1 元左右，且非即饮渠道啤酒零售均价仍处于 5.5 元左右，对应产品为雪花清爽、崂山、山城等中低端产品，结合我国目前高端档次啤酒销量占总销量比重仍处于 15% 以下，对比成熟市场美国 36% 的高端啤酒销量占比具备较大发展空间。

图表 45：近几年啤酒零售价持续提升，但仍较低



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 46：高端产品销量占比持续提升，但仍较低



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

当前市场由于对经济的悲观预期，对啤酒行业高端化的持续性有一定的分歧，我们认为不尽其然。啤酒的档次我们认为可以大体根据价格带分为低端、中端、次高端、高端、超高端五个档次，与经济环境较为相关的为超高端档次的啤酒，主要系当啤酒价格来到 15 元以上后，其大众品的属性被削弱，消费属性变得更为可选，但我国超高端档次的啤酒仍较小细分占比，当前高端化阶段更多为由中低端向次高端档次的升级，而这部分需求受经济环境的影响较小，哪怕 6 元的中端啤酒涨价 17%，价格绝对值也仅提升 1 元，需求端对价格的敏感性相对较弱，结合当前高端啤酒占比较低，预计啤酒高端化仍大有可为。我们认为后续可关注两大主线：

1) **自由市场的消费趋势演变：**自由市场指的是尚未有厂商占据主导地位的地区

域，如广东地区，在没有供给侧能够提供主导力量的情况下，啤酒主流价格带的变化将取决于经济环境的影响，而啤酒消费人群不变，倘若出现消费降级，对应的是渠道降级，即高端夜场、高端餐饮容量萎缩，中低端餐饮渠道扩容，我们认为应关注该类市场中在高端以下价格带具备优势的厂商，主要系其或将享受自身优势渠道在当前经济环境下的被动扩容。

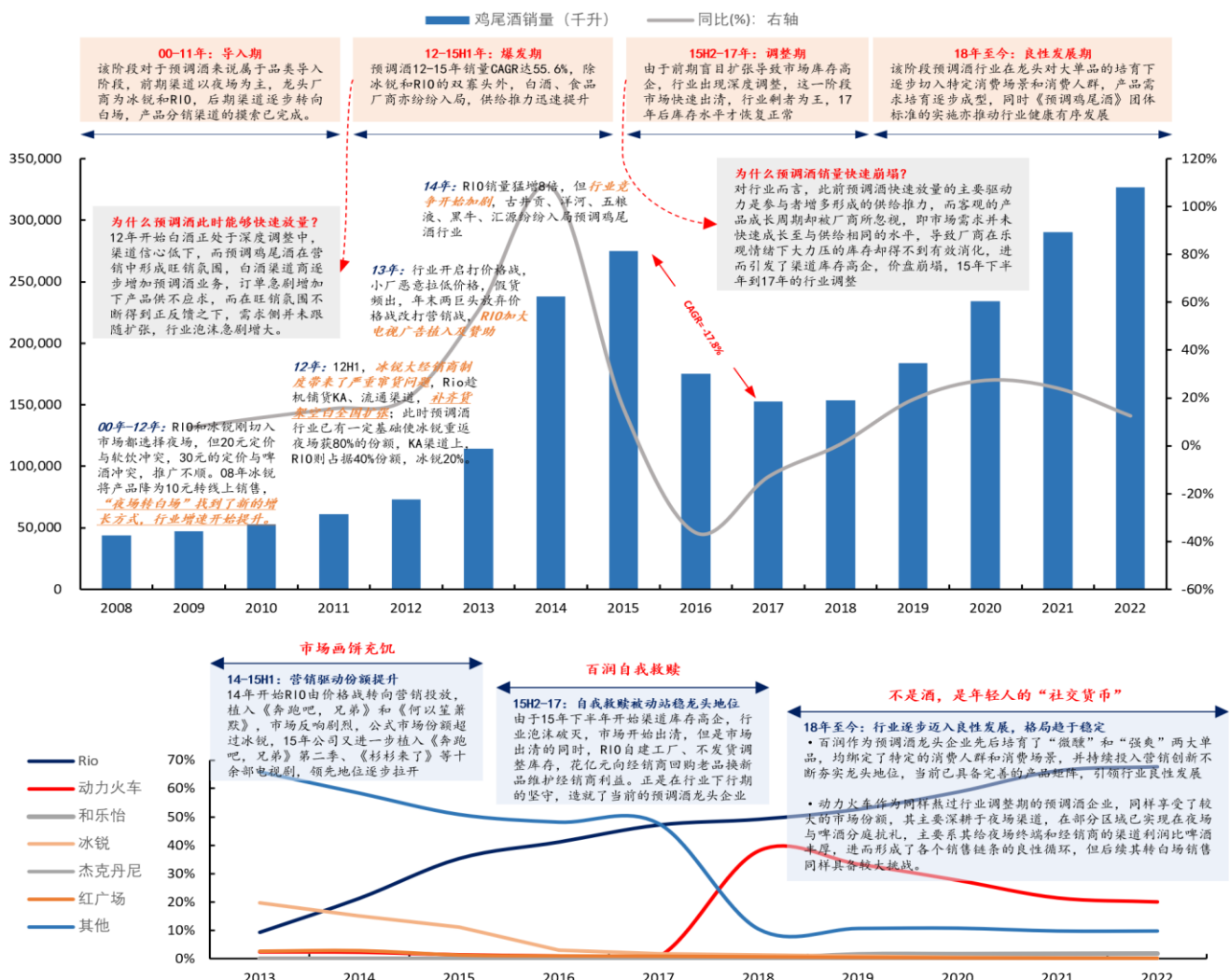
2) 优势市场中主流价格带较低的厂商：由于啤酒厂商在优势市场可以通过买店等方式决定终端售卖的啤酒产品档次，进而主导市场内的主流价格带，因此我们认为基地市场的结构升级为厂商能够把握住的确定性高端化空间，需要关注基地市场具备较低起点、较大容量可以进行结构升级的厂商。

建议关注：珠江啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、华润啤酒、重庆啤酒

3.2 预调酒：最具发展潜力的低度酒赛道

我国预调酒行业经过 12-15 年的盲目扩张、15-18 年的出清、18 年至今龙头引领的场景培育后，当前大众对预调酒的认知逐步提升，行业步入健康发展道路，预计规模将伴随新场景的开辟、新人群的崛起、低线消费习惯的高线化而有序扩容。

图表 47：一图看懂预调酒行业发展历程——市场画饼充饥后龙头自我救赎造就单寡头格局



数据来源：Euromonitor，长江商报，中国经济网，烈酒商业，华夏酒报，华商韬略，锐公司，公司公告，华福证券研究所

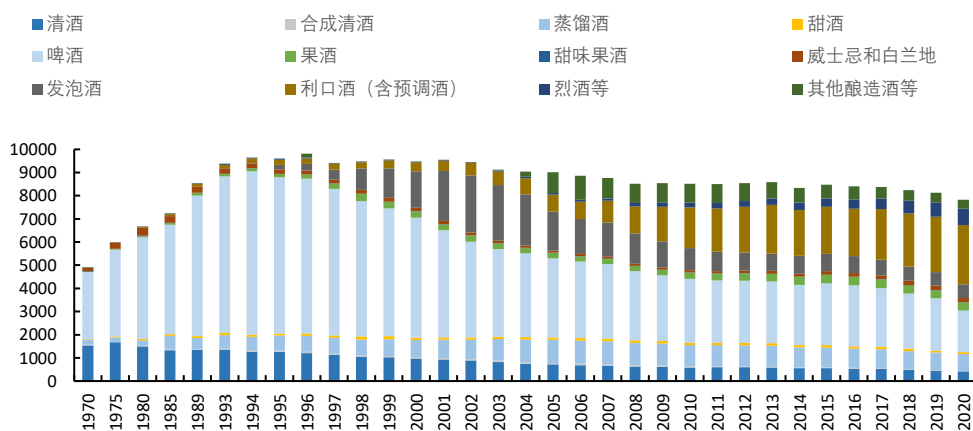
3.2.1 行业发展的底层逻辑是需求侧的结构变化

从消费时代角度来看，我们认为我国当前消费行业进程与日本第三消费时代相似，日本第三消费时代开启后，预调酒销量快速兴起，背后的主因除了啤酒税收的影响，还有消费人群代际变更之下产生的消费偏好转变。

2000 年前后，日本新一代年轻人开登上历史舞台，消费逐渐开始呈现个性化、健康化和多样化的特征。预调酒作为创新驱动型品类，具备口味多元、包装年轻等特征，能较好的迎合第三消费时代的到来。同时女性工作参与率的提升增强了女性消费力，而女性在酒类消费中的不同偏好也推动了酒类消费呈现多元化趋势。此外，预调酒作为低度数酒精饮料，能够作为入门饮料进行获客，同时也符合女性对低度酒精的需求。

图表 48：日本第三消费时代下大众消费者更注重个性化消费，预调酒兴起

时代划分	第一消费社会	第二消费社会	第三消费社会	第四消费社会
社会背景	从日俄战争胜利开始至日本侵华战争，以东京、大阪等大城市为中心的中产阶级诞生	从战败、复兴、经济高速增长开始至石油危机，大量生产、大量消费，全国一亿人口中产阶级化	从石油危机开始到低增长、泡沫经济、金融破产、小泉改革差距拉大	雷曼危机、两次大地震、经济长期不景气、不稳定等导致收入减少、人口减少导致消费市场缩小
人口	人口增长	人口增长	人口微增	人口减少
出生率	5%	5%→2%	2%→1.3%-1.4%	1.3%-1.4%
老年人口比率	5%	5%-6%	6%-20%	20%-30%
国民价值观	national 消费属于私有主义，整体更重视国家	family 消费属于私有主义，重视国家和社会	individual 私有主义、重视个人	social 趋于共享、重视社会
消费取向	西洋化、大城市倾向	大量消费，大的就是好的，大城市倾向、美式倾向	个性化、多样化、差别化、品牌倾向、大城市倾向、欧式倾向	无品牌倾向、朴素倾向、休闲倾向、日本倾向、本土倾向
消费主题	文化时尚	每家一辆私家车、私人住宅、三大神器、3C	从量变到质变、每家数辆车、每人一辆、每人数辆	联系、几入一辆、汽车分享、住宅分享
消费承担者	中产家庭、时尚男女	小家庭、家庭主妇	单身者、啃老单身	所有年龄层里单一化的个人

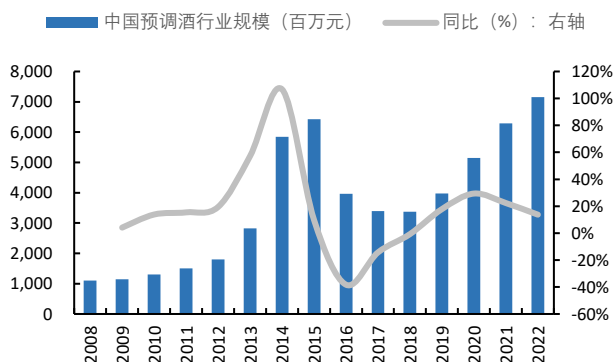


数据来源：《第四消费时代》，日本国税厅，华福证券研究所

他山之石可以攻玉，预计我国未来预调酒行业将沿着新人群、新消费理念路径持续发展。我国当前经济情况以及消费人群的变化在一定程度上可以对应日本的第三消费时代，均具备更加个性化的消费偏好，消费场景也从聚饮畅饮逐渐转向一人独酌，

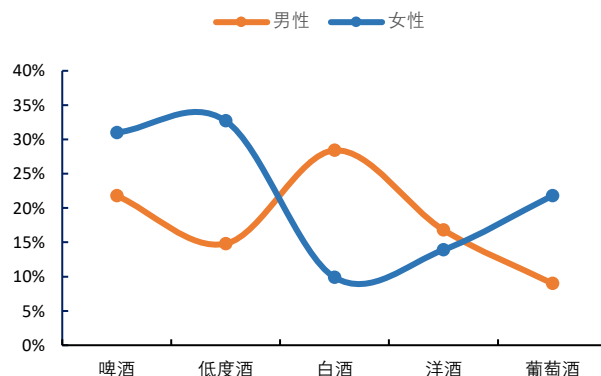
而预调酒产品属性天然具备创新潜力，以及更契合当前悦己的消费理念。

图表 49：我国预调酒行业规模自 18 年来持续提升



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 50：当前女性消费者独饮场景首选低度酒



数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

3.2.2 行业空间仍具较高天花板

经过多年发展，当前我国预调酒行业规模约 71.56 亿元，恢复至 2015 年历史高峰水平以上，主要消费城市分布在华东、华南等沿海经济发达地区，主要消费群体为 90/95 后新一代消费者，其中女性消费者的快速增长，巩固了我国预调酒行业增长的态势。因此我们在专题报告《我们该如何判断预调酒的发展空间？》中，根据三大视角对行业空间进行了推演，远期规模乐观可看至 200 亿以上，22-30 年 CAGR 可达 11% 以上。

- 低线城市消费习惯的高线化趋势：**发达国家通常具备更高的人均预调酒消费量，对应我国经济较领先的华东、华南地区同样为预调酒的主要市场，通过消费时钟理论，我们认为低线城市消费习惯的高线化将持续，而这将被动增大预调酒的触达区域和消费群体，当前我国人均消费量仅 0.2L，未来随着渗透率提升，仍有较大增长空间，经过我们此前的测算，此视角下预调酒行业 2030 年规模预计可达 168.46 亿元，22-30 年 CAGR 达 11.3%。
- 切割啤酒/非烈酒的份额：**由于预调酒相比于高度酒更具大众品的高周转属性、而相比饮料又更偏酒属性，与啤酒相似，且更易创新和顺应年轻化消费趋势，一定程度上存在与啤酒互相替代的可能性，因此我们通过预调酒销量与啤酒的比值来测算行业发展空间。我们假设远期预调酒切割啤酒 1.5%-2% 的份额（当前仅 0.76%），预计市场规模可达 179.22-238.96 亿元，22-30 年 CAGR 达 12.16%-16.27%。若以非烈酒类酒饮为锚点，假设未来预调酒占非烈酒酒饮销量 1.3%-1.7%（当前仅 0.71%），预计市场规模可达 166.9-218.3 亿元，CAGR 达 11.17%-14.96%。
- 以女性消费群体为锚点：**由于约 80% 的低度酒由女性消费，因此我们将预调酒空间以女性消费群体为锚点。我国年轻女性饮酒基数为 3445 万人，将饮酒频次加权计算，可得女性每年消费混合酒次数约 14.74 亿次，假设单次消费数量为 1.5 瓶/罐，客单价约 15 元/次，对应女性混合酒零售规模约 221.08

亿，结合 80%消费来自女性来看，那么混合酒零售总规模约 276.35 亿元，不考虑女性饮酒率的提升，仅假预调酒将对混合酒渗透完毕，或预调酒可发展至当前混合酒规模，可得预调酒行业出厂规模空间约 171.75 亿元，23-30 年 CAGR 为 11.74%。

图表 51：以市场为锚点，预调酒行业远期规模预计将达 168.46 亿元，CAGR 达 11.3%

以市场为锚：
假设1：其他地区人均消费量能够达到华东与华南地区的80%，对应0.32L/人/年，22-30年CAGR约12.37%；
假设2：华东与华南地区人均消费量一直到2030年，复合增长率达5.5%，对应远期人均消费量约为0.61L/人/年；
假设3：预调酒不存在结构升级等因素，未来出厂价年复合增速约为3%，略高于CPI增速，对应27718元/吨
2030年远期规模测算
= (华东华南地区人口数量 x 对应当地远期人均消费量 + 其他地区人口 x 对应当地远期人均消费量) x 远期出厂价
= (56257万人 x 0.61L + 84718 x 0.32L) x 27718元/吨
= 168.46 亿元
对比2022年71.6亿元，22-30年CAGR达11.3%

数据来源：国家统计局，Euromonitor，Choice，华福证券研究所

图表 52：以啤酒/非烈酒为锚，预调酒远期空间可看 200 亿以上

以啤酒为锚：
假设1：我国啤酒和预调酒的合计销量总体稳定
假设2：预调酒预计可以做到啤酒销量的1.5-2%（当前仅0.76%）。
2030年远期规模测算
= 2022年啤酒销量 x 目标预调酒占啤酒销量比重 x 远期出厂价
= 4310.49万吨 x 1.5% or 2% x 22718元/吨
≈ 179.22 - 238.96亿元
对比2022年预调酒市场规模，22-30年CAGR约 12.16%-16.27%
以剔除烈酒后的酒饮市场为锚：
假设1：我国剔除烈酒后的酒饮总体销量稳定
假设2：预调酒预计可以做到剔除烈酒后酒饮销量的1.3-1.7%（当前仅0.71%）。
2030年远期规模测算
= 2022年剔除烈酒后的我国酒饮行业销量 x 目标预调酒占剔除烈酒后的酒饮规模比重 x 远期出厂价
= 4632.74万吨 x 1.3% or 1.7% x 22718元/吨
≈ 166.93 - 218.31亿元
对比2022年预调酒市场规模，22-30年CAGR约 11.17%-14.96%

数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 53：以女性消费群体为锚点，预调酒行业远期规模预计为 171.75 亿元，23-30 年 CAGR 为 11.74%

预调酒规模测算 =					
(年轻女性饮酒群体人口基数	x	饮酒频次	x	预调酒(混合酒)占比	x 客单价) / 女性饮酒规模占比 / 欧睿渠道加价率
人口(七普): 14.12亿 x 20-50岁女性占比(人口抽样调查): 20% x 年轻女性饮酒率: 12.2% = 年轻女性饮酒人口基数: 2.82亿		小于3次: 82.6% 3-7次: 6.5% 7次以上: 10.9%		白酒 ≈ 20% 啤酒 ≈ 33.6% 红酒 ≈ 15.4% 混合酒 ≈ 31%	假设平均单次 饮用1.5瓶/罐: 单瓶价格约10 元/瓶 =15元/次
		① 假设3次以下为1.5次; 3-7次为5次; 7次以上为10次			
		② 加权女性每年饮酒总次数约47.54亿次			
		③ 加权后女性每年饮预调酒(混合酒)总次数约14.74亿次			
		④ 女性预调酒市场规模约为221.08亿元(零售口径)			
		⑤ 预调酒市场规模约为276.35亿元(零售口径)			
		⑥ 预调酒市场规模出厂口径约173.88亿(出厂口径)			
			根据欧睿数据, RSP/MSP=158.9%		

数据来源：中华流行病学杂志，Euromonitor，华福证券研究所

我们认为我国预调酒行业相比日本仍处于发展初期，消费人群和场景仍在培育中，短期内行业规模主升浪仍需要素积累，包括但不限于城镇化率提升、啤酒高端化增速放缓等，但长期来看，随着 Z 世代崛起、消费场景的多元化，行业具备较大增长空间，供给侧潜在参与者众多。

其中，我们认为饮料公司最具发展预调酒业务的潜力，主要系饮料与预调酒渠道

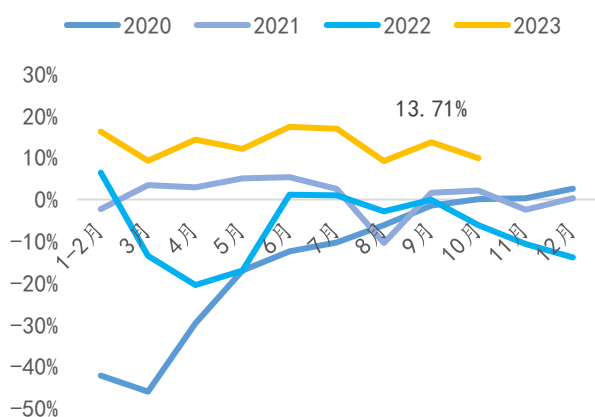
结构相似，产品目标消费群体接近，且产品属性上都更具差异化潜力，发展模式通常也为创新驱动、大单品驱动等，因此我们认为，饮料企业天然具备的创新基因和相似的渠道结构预计可以在未来赋能其更顺畅的切入预调酒赛道。

建议关注预调酒行业现有龙头百润股份，以及具备较强创新能力的饮料企业，东鹏饮料、农夫山泉等。

4 餐饮连锁化和家用便捷化的历史机遇

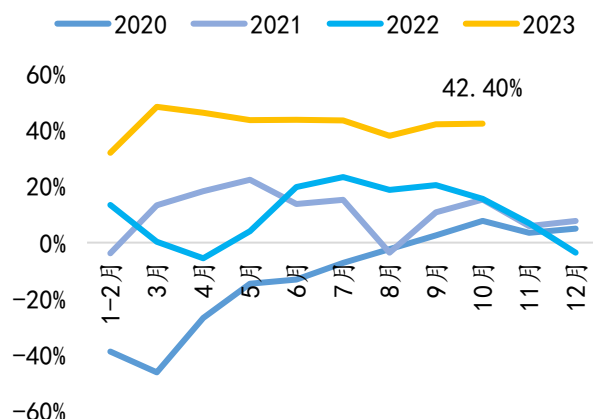
受益于年初以来的场景恢复，餐饮下游实现渐进式复苏态势。其中，基于社零数据，限额以上餐饮企业无论是过去三年的需求稳定性，亦或是23年以来的增长态势，表现均优于行业。而在“需求修复+集中度提升+成本改善”的三重催化下，B端优质供应链企业兑现自身业绩弹性；全年细分板块业绩则充分表现为“B端优先于C端，大B恢复快于小B，关注低价格带品类”的主线逻辑。

图表 54：23 年社零餐饮收入同比 19 年恢复较好



数据来源：Wind，华福证券研究所；上述月度增速皆对比19年所得

图表 55：限额以上餐饮收入同比 19 年实现强劲增长



数据来源：Wind，华福证券研究所；上述月度增速皆对比19年所得

4.1 板块市场情绪低迷，全年基本面复苏节奏分化

调味品板块：Q1-Q3 需求弱复苏下，调味品板块基本面修复不及预期，估值逻辑切换，叠加市场整体情绪低迷导致板块指数出现大幅调整，全年表现弱于食品饮料。其中，基调板块营收增长乏力，但整体处于恢复通道，尤其盈利能力在成本红利、主动控费下改善明显；复调品类持续渗透下，板块增长中枢更高，且个股增长加速度在Q3 出现分化。

- 基础调味品板块 Q1-3 整体仍处于修复通道。随着年初疫后场景修复、需求回补效应减弱，行业开始逐步面临内需不足、价格内卷、渠道库存高企等困境，预计品类升级、价格带向上趋势出现波动。行业承压下，业内龙头海天味业、美味鲜（中炬高新）、金龙鱼全年陷入降速发展阶段，纷纷开展内部

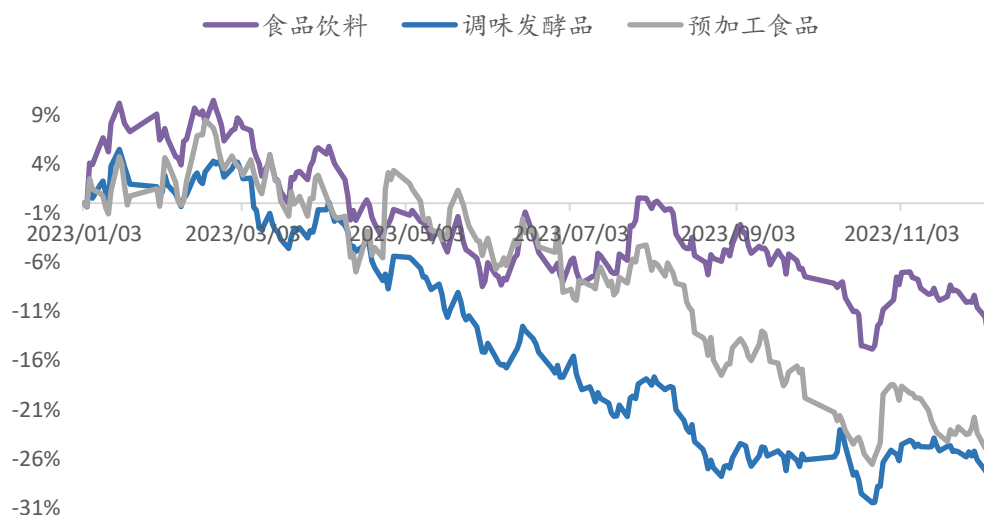
改革调整，以待天时。另一方面，行业弱复苏中仍能产生升级品类的强 β 红利，其中千禾味业充分受益于零添加品类加速渗透、全渠道运作带来铺货红利，全年营收高速增长，且在规模效应、成本红利多击下盈利能力明显改善。

- 复合调味品板块在品类红利下增长韧性更足，其中 B 端充分受益于餐饮结构性复苏，C 端全年相对疲软。在行业渗透率、集中度双升机遇下，公司营收增长斜率出现分化。其中，宝立食品复调业务深度绑定大 B，并在下游强势复苏下增长中枢上行；同时，日辰股份呈现逐季修复，Q1-Q3 营收分别同增 7.2%/17.7%/16.9%，但受限于老品类修复不及预期，整体增长弹性不大；最后，天味食品 H1 受 C 端需求疲软、渠道库存高企影响，全年目标进度较慢，但在并购食萃、渠道补能下，Q3 营收环比提速，未来增长动力足。

预加工食品板块：Q1-3 需求分化明显，板块内核心标的实现业绩超预期表现，展现充足的基本面韧性；但受大盘悲观情绪、预制菜舆情、高温天气扰动销售等影响，板块年初至今较食品饮料指数而言跌幅更大。

- 一方面，头部餐企在同店修复、拓店加速及积极上新等经营布局下，带动大 B 市场强势复苏，而千味央厨等深度绑定大 B 的公司充分受益，全年展现高速增长，预计明年公司在大、小 B 相互接力驱动下持续稳增。另一方面，中小 B、C 端需求相对疲软，同时校园预制菜舆情爆发进一步冲击团餐渠道，高温天气扰动速冻食品旺季动销。预制菜龙头安井食品全年营收增速有放缓趋势，但在爆品规模效应、成本红利以及精控费用下实现业绩超预期，未来有望复刻日本预制菜龙头实现平台化发展，长期确定性高。此外，三全食品、立高食品等龙头纷纷加码 B 端业务，共同推动供应链发展。最后，龙大美食全年营收受养殖、屠宰等业务拖累明显，但食品预制菜逆势增长。

图表 56：调味发酵品、预加工板块疲软，年初至今较食品饮料指数而言跌幅更大



数据来源：Wind，华福证券研究所；板块指数相较年初涨跌幅情况

烘焙产业链：今年以来行业受益于下游现制烘焙茶饮需求恢复和棕榈油等原材料价格下行，再叠加疫情加快了产业链的出清和奶油等烘焙原料的国产替代，业绩弹性释放。虽然流通饼店渠道恢复较为缓慢，但是商超餐饮茶饮场景修复较快。

- 立高食品受烘焙饼店恢复较慢影响，流通饼店渠道增速较慢，23Q1-3 流通饼房渠道收入同比中个位数增长，但是其积极开拓商超餐饮等渠道，商超渠道和餐饮、茶饮及新零售等创新渠道收入同比增长均超过 60%；另外稀奶油新品的上市带动了奶油的营收，增速较快。23Q1-Q3 海融科技加大拓展餐饮客户，餐饮渠道收入增速较快，占比持续提升。南侨食品的冷冻面团进入商超渠道带动营收快速增长，23Q1-Q3 冷冻面团营收同比翻倍。佳禾食品受益于下游茶饮和咖啡的需求的快速增长，营收增速较快。此外由于棕榈油成本同比下降并维持低位，企业均明显受益，但由于产品和渠道结构变化、销售管理费用投入等因素，最终盈利能力略有分化，

小餐饮连锁：受益于线下餐饮业复苏，门店业务实现较快增长。另外鸭副原材料成本自一季度末以来进入了下行通道，卤制品公司经营改善较为明显。

- 23Q1-3 巴比食品加盟店新开门店数量已超千家，单店收入持续修复，门店营收同比+12.6%，另外受益于猪肉成本下降和规模优势提升，公司门店业务盈利能力改善。五芳斋连锁门店业务 23Q1-Q3 同比+27.5%，门店业务恢复明显。卤制品公司方面，各公司门店数量均有所上升，绝味食品 23H1 净增长 1086 家，总数达到 16162 家；紫燕食品 23H1 全国门店数为 6137 家，同比+12%；煌上煌 23H1 净增 288 家，门店数量达到 4213 家，同时鸭副产品成本自 23 年一季度末开始回落，各企业盈利能力均有所增强。

图表 57：餐饮产业链核心公司 23 年各季度营收、盈利能力同比表现

		营收同比 (%)			销售毛利率同比 (pcts)			销售净利率同比 (pcts)		
		23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3
基础调味品	海天味业	+3.17	+5.34	2.20	-1.25	-0.14	-0.75	-0.70	-1.67	-1.23
	中炬高新	7.87	+6.01	3.84	-0.90	0.85	2.71	0.50	0.91	4.79
	千禾味业	69.81	33.76	48.45	4.05	1.71	3.33	6.28	3.69	3.59
	金龙鱼	7.97	+8.38	2.12	-2.02	-4.76	2.72	0.86	-3.04	1.41
复合调味品	天味食品	21.79	12.71	16.39	4.66	-3.38	5.40	0.74	0.92	2.64
	日辰股份	7.21	17.71	16.86	-0.72	1.48	-2.27	-4.88	-1.11	-0.82
	宝立食品	15.35	51.28	34.34	2.06	-0.54	-2.22	4.22	3.54	0.53
餐饮供应	安井食品	36.43	26.14	17.21	0.50	-0.13	2.37	2.66	1.73	3.32
	千味央厨	23.18	40.36	25.04	1.39	0.15	-0.70	-1.13	0.27	1.78
	三全食品	1.29	0.26	3.03	-2.75	-1.39	-0.67	0.64	-0.89	1.15
	龙大美食	4.09	+6.48	-27.11	1.01	-12.13	0.03	-0.33	-22.95	-0.98
烘焙茶饮链	立高食品	26.19	21.26	30.07	-1.06	4.34	-0.21	-0.10	2.49	1.13
	佳禾食品	22.77	56.33	13.88	5.50	8.76	8.74	6.58	6.83	5.16
	南侨食品	12.29	7.15	11.35	-6.27	-1.99	6.56	-2.78	-2.84	3.28
	海融科技	11.74	14.51	2.20	-1.98	2.15	1.70	-5.20	1.02	-4.09
小餐饮连锁	绝味食品	8.04	13.86	8.26	-6.01	-3.34	2.19	2.23	5.54	1.23
	巴比食品	3.24	11.14	8.13	-3.15	-2.78	0.69	12.13	-20.87	12.78
	五芳斋	-28.74	9.57	20.86	-5.71	-6.69	-5.12	-19.54	1.21	0.33
	紫燕食品	13.84	1.48	-2.95	2.33	5.40	11.07	1.68	4.52	5.38
	煌上煌	-5.59	-0.77	-0.43	-2.87	-0.85	3.87	0.12	-0.35	4.75

数据来源：wind，华福证券研究所

4.2 大 B 复苏主线贯穿全年，攫取连锁红利的胜负手在服务能力

在今年餐饮实现结构性复苏下，大 B 市场成为贯穿供应链全年发展的主线。且通过复盘百胜供应链发展历程，我们发现大 B 客户主导产品价值链，包括从需求端市场感知到供应端研发创造；这也决定了供应商须基于服务逻辑、定制生产来跟随扩张。而产业连锁化、工业化趋势创造的大市场，综合服务体系形成的高壁垒，以及客户的强议价力等，共同塑造大 B “难而正确”的生意特质。

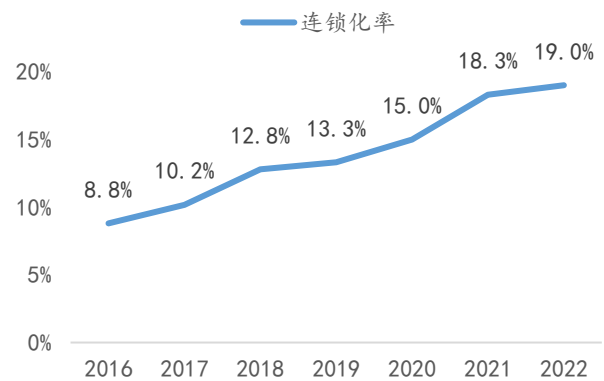
此外，我们通过 500 家以上门店连锁化率以及典型样本大客户食材成本占比测算得，大 B 市场规模在千亿以上。考虑到餐饮业持续扩容及头部餐企连锁化、集中化发展，未来大 B 市场有望保持稳步增长；而提前卡位的核心供应商订单可见性强，增长确定性高。

图表 58：大 B 市场敏感度分析，未来空间大

大 B 市场/亿元		大 B 连锁化率			
敏感性分析		5.85%	6.37%	6.90%	7.42%
食材成本占比	41%	1054	1148	1243	1337
	39%	1003	1092	1182	1272
	37%	951	1036	1121	1207
	35%	900	980	1061	1141
	33%	848	924	1000	1076
	31%	797	868	940	1011

数据来源：窄门餐饮、红餐产业研究院，36 氪，澎湃新闻，美团，华福证券研究所

图表 59：我国餐饮连锁化率近年持续提升

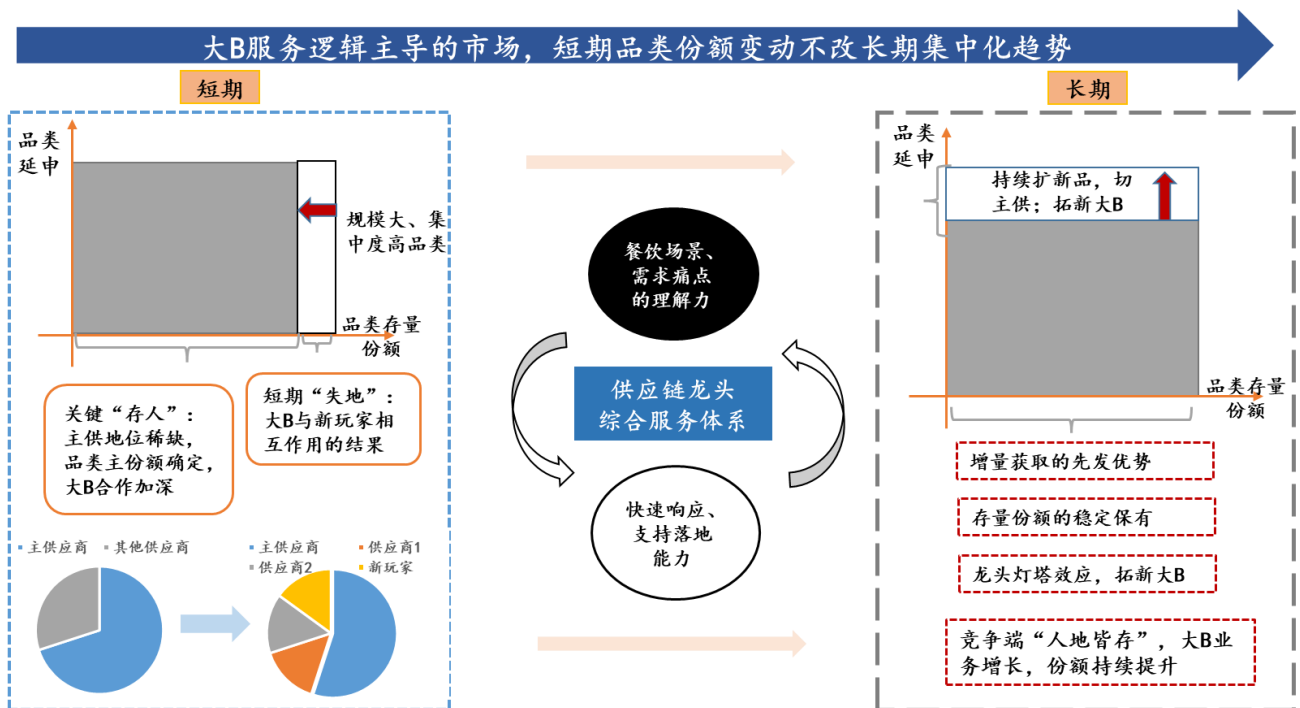


数据来源：美团，北京商报，华福证券研究所

短期竞争激烈度受需求修复节奏影响，但长期的竞争抓手回归大 B 服务能力。尽管大 B 短期面临竞争加剧，供应链龙头出现部分大品类份额被切割，但我们认为大 B 业务长期竞争的胜负手在是否具备一套成熟的综合服务体系，故服务力强、提前卡位的供应链龙头有望在长线竞争中穿越周期，实现强者恒强。

重点推荐千味央厨：大 B 逻辑有望持续演绎，产品力得益于公司对于场景理解加持，期待小 B 端回暖放量，延续快速增长。

图表 60：长期竞争格局推演，综合服务能力支撑供应链龙头竞争端终将“人地皆存”



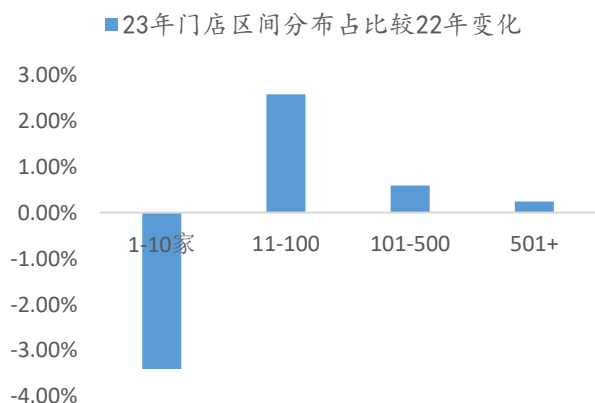
数据来源：华福证券研究所自制

4.3 各项经济数据企稳回升，小 B 等渠道有望持续复苏和接力

鉴于渠道增长低基数+需求滞后恢复，小 B（社会餐饮等）渠道明年看点十足。在今年场景修复、低基数下，餐饮服务业迎来明显复苏，但内部结构性分化明显。其中，社会餐饮等小 B 渠道受内需不足、头部餐饮挤压等影响，整体恢复不佳，我们预计全年增速在低个位数徘徊。但伴随各项经济数据逐步企稳回升，人口结构变化驱动外食率提升，小 B 渠道有望迎来进一步修复，并在低基数展现增长弹性。

深挖供应链作为中小 B 门店连锁扩张的前提，为中游做大规模化单品带来机遇。首先，我们根据门店数、供应链成熟度，将大 B 以下的餐饮进一步划分为地区连锁中 B（100-499 家），区域连锁小 B（10-99 家门店）以及 1-9 家门店的社会餐饮、夫妻老婆店。相较于大 B（500 家门店以上）食材高标准化、高预制化，中 B 供应链的成熟度相对不高，但对供应商产品性价比、供应稳定性以及推陈出新等需求在逐步提升；对此，具备品牌背书的供应链龙头有望充分受益连锁化、食材工业化红利。同时，区域连锁小 B 的食材成本占比更大，物流损耗高，对食材的采购价格敏感度更高，且处于菜品标准化、食材预制化、发展品牌化的初期。而社会餐饮（夫妻老婆店等），目前市场占比大、淘汰率高，一般对食材的价格敏感度最高。考虑到小 B 采购渠道区域化、分散化及差异化特征显著，叠加其近年连锁化趋势明显，我们认为供应商做优基础食材工业化、做广流通渠道非常重要。

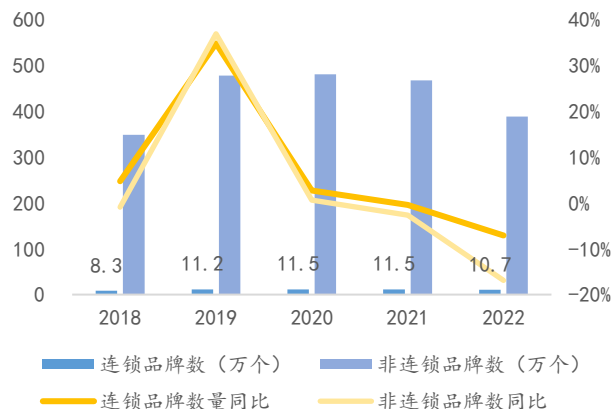
图表 61：区域小 B 基数大，门店提升速度更快



数据来源：红餐大数据，《中国餐饮品牌力白皮书》，华福证券研究所；23

年统计数据截止 23.9

图表 62：非连锁餐饮品牌出清较快

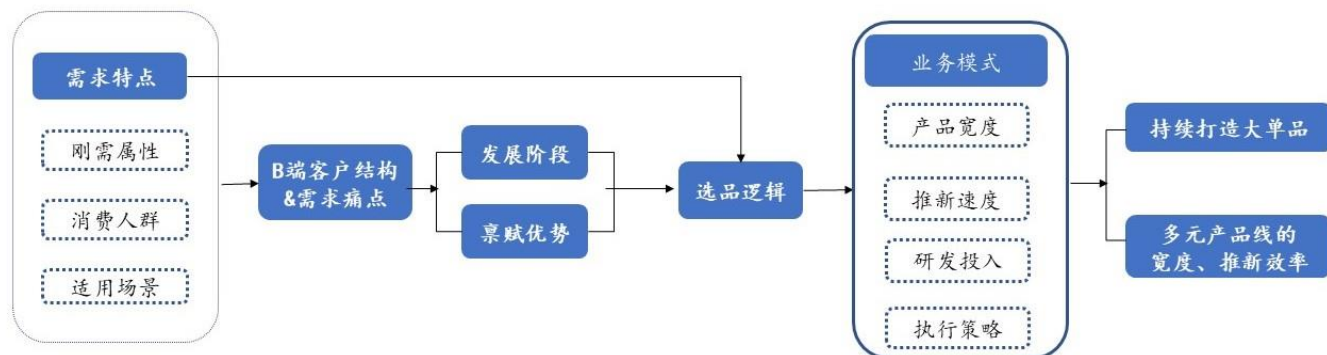


数据来源：辰智，华福证券研究所

竞争层面，考虑到小 B 食材成本敏感性相对更高，成本优势仍作为短期竞争的重要抓手。而近年小 B 加速门店连锁化创造菜品标准化、食材预制化红利，并为中游优质供应商做大规模化单品带来机遇。换言之，小 B 端的竞争，归根到底是能够帮助企业做强市场份额、扩大规模优势、强化盈利能力的大单品之间的较量。而供应链企业的选品逻辑是否契合需求特点、客户结构、发展阶段&禀赋优势等，决定其大单品的孵化率或多元产品线的竞争力。

重点推荐安井食品：全国化规模效应已经得到充分验证，菜肴业务以及细分渠道多点开花有望持续攫取市场份额。

图表 63：选品逻辑背后的影响因素及作用机制



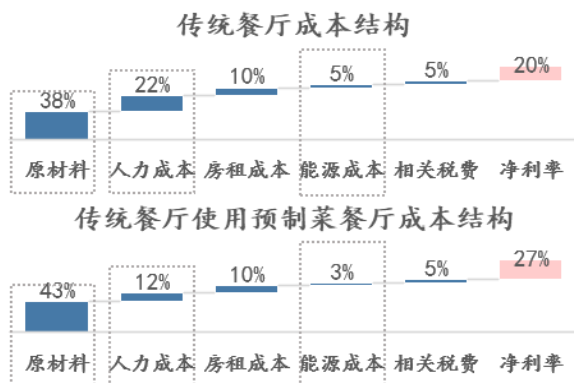
数据来源：华福证券研究所绘制

4.4 复调重塑餐供价值链，量价均具备增长空间

近年，餐饮连锁化、中游工业化趋势共同驱动复合调味品在 B 端供应链加速渗透；且相较海外 60% 的品类渗透率，复调品类发展空间广阔。具体在 B 端，餐饮下游环节主要以火锅底料为主，同时中餐定制复调近年快速扩容；而预制菜能够帮助餐厅实现产品标准化同时优化其成本结构，但面临产品风味不佳等问题。面对产业下游连锁化、中游预制化趋势与消费者对品质需求提升的矛盾，**复调品或可通过提升餐品风味呈现效果，完成效率与美味的最佳平衡。**

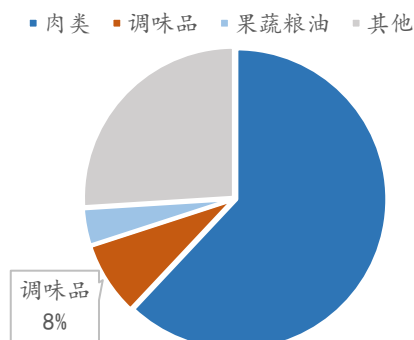
定制餐调市场近年持续扩容。随着我国餐饮业连锁化率与外卖规模不断提升，定制餐调行业近年来持续扩容。根据中国调味品协会大数据信息中心估算，定制餐调市场规模超 400 亿元，且仍处于快速渗透期，未来增速有望保持在 20%+。其中，考虑到基调料定制渠道效益不及其他已实现规模化的渠道，预计定制餐调主要由定制复调构成。而在复调行业的子赛道中，中式复调近年增速最快，2021 年市场规模达 302 亿，2016-2021 年 CAGR 为 16%；其中，智研咨询表明 2016 年中式复调市场中餐饮定制率约 16.6%，估计 2021 年定制化率已进一步提升至 22%，对应市场规模达 66.5 亿元。

图表 64：传统餐厅使用预制菜可优化成本结构



数据来源：灼识咨询，华福证券研究所

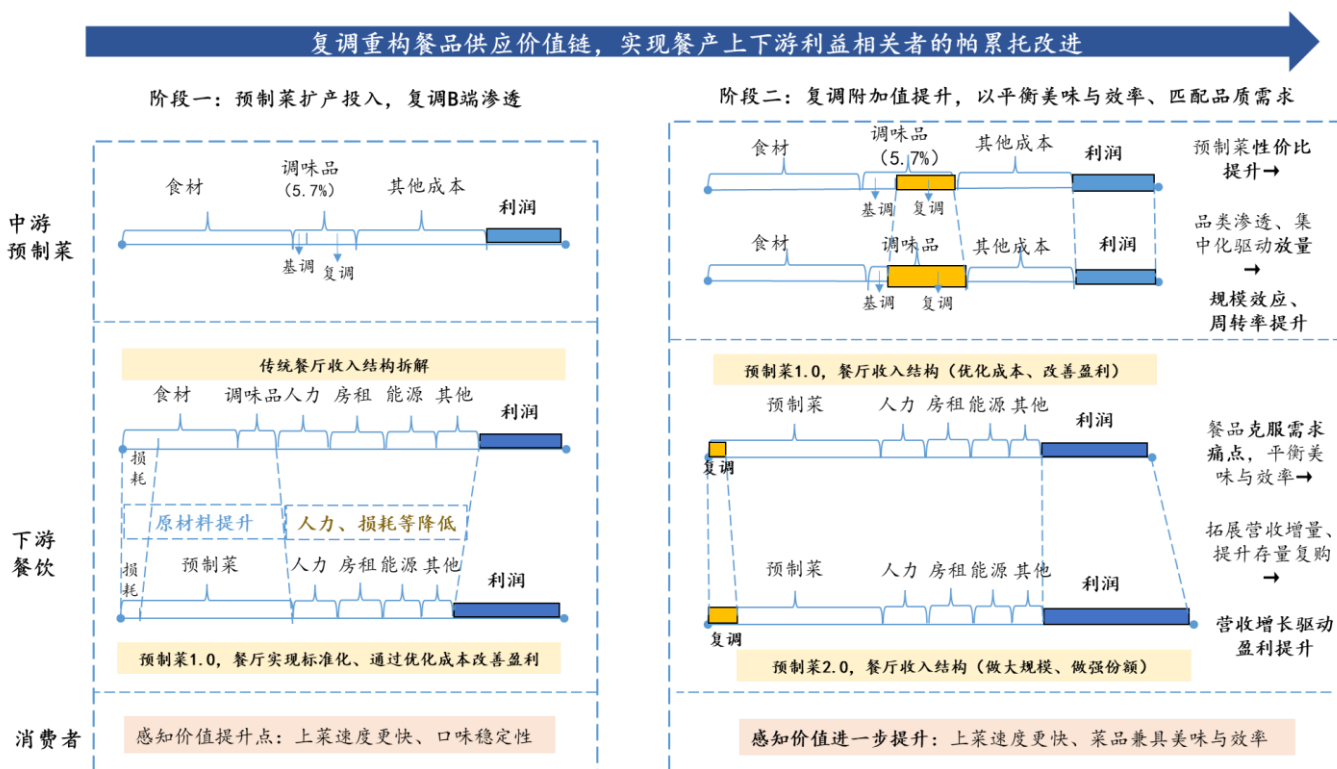
图表 65：调味品在预制菜原料成本占比不高



数据来源：艾媒咨询，红餐产业研究院，华福证券研究所

中游端，定制复调或可提升预制菜风味，重构餐品供应价值链，进而实现复调、预制菜厂商、餐饮以及消费者等利益相关者的帕累托改进。随着预制菜品类持续渗透、消费者对品质需求不断提升，中游供应商或从抓效率、降成本等价值赋能逐步转向拓增量、提升复购率；尤其在预制菜舆情爆发后，市场参与者从盲目扩产、无序竞争逐步进入到质量“内卷”期。即在预制菜 2.0 时代，中游玩家或经历从产品标准化、规模化转向与美味、差异化相平衡的过程。且不同于以往复调通过稳定预制菜风味，帮助餐厅实现餐品标准化与成本端优化，定制复调可以提升预制菜风味附加值，进而赋能餐厅实现美味与效率的最佳平衡，以扩大规模、做强份额。期间，预制菜厂商或面临定制复调成本扩大的问题，但由于目前调味品在预制菜成本端占比较低（其中以味知香为例，2021 年收入端占比约 5.7%），价格敏感度相对不高，且产品性价比提升有助于中游工厂放量扩张。因此，复调品或可通过提升预制菜风味，重构餐品供应价值链，最终实现复调、预制菜厂商、餐饮以及消费者等利益相关者的帕累托改进。

图表 66：定制复调重构餐品供应价值链，实现复调、预制菜厂商、餐饮以及消费者等利益相关者帕累托改进



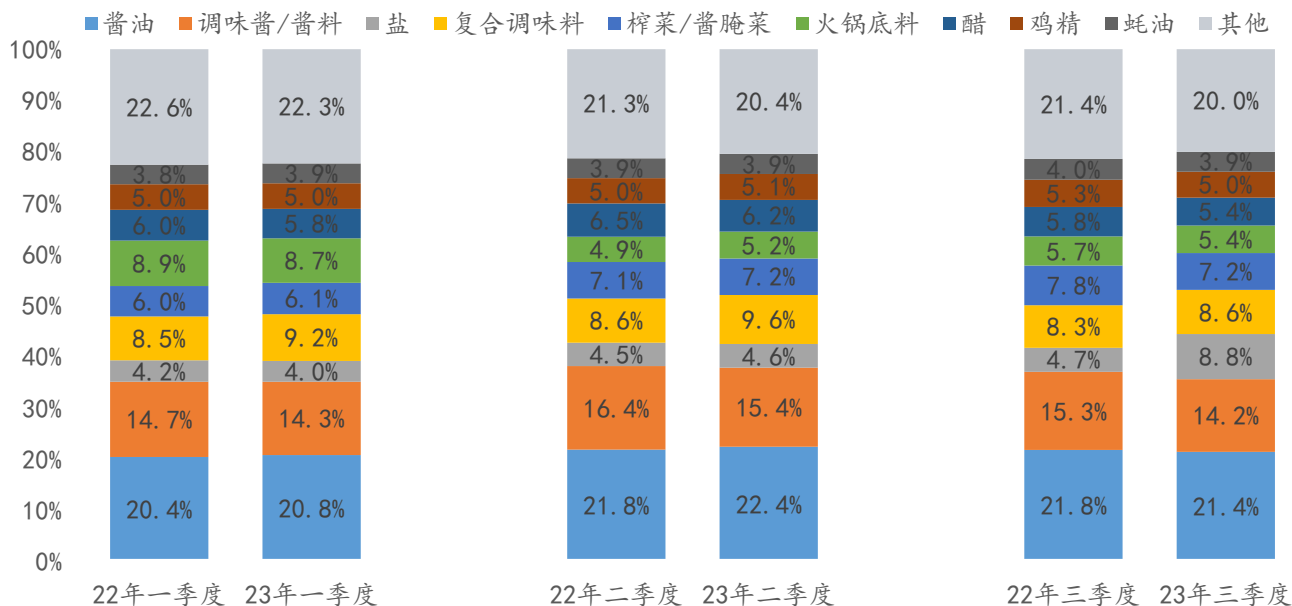
数据来源：华福证券研究所自制

重点推荐天味食品：在旺季动销催化（C端主业回暖）、并购食萃带动渠道补能破圈预期（孵化大、小B第二增长曲线）。

4.5 C端基调轻装上阵+品类升级，预制菜还需时日

C端基调整体量价增长承压，子品类开始分化同时零添加“一枝独秀”，健康型酱油持续渗透。受需求恢复疲软、渠道库存压力大等影响，C端基础调味品在量、价端均有所承压。根据马上赢零售渠道数据统计，酱油、复调等今年Q1-3实现稳步增长，零售额占比整体提升，而食盐Q3受日本核废水事件短期回弹明显。此外，在健康意识崛起带动刚需消费升级趋势下，零添加品类成为C端基调消费复苏主线。即在22年Q4添加剂风波后，零添加铺货率在大卖场、大小超市、食杂店等零售渠道开始迅速提升，其中23年6月食杂店渠道中零添加销售占比同比接近翻番；此外，酱油成为零添加调味品中核心品类，23年1-8月零售额占比近2/3。

图表 67：22Q1-Q3 VS 23Q1-Q3 核心零售渠道的调味品细分品类零售额结构占比



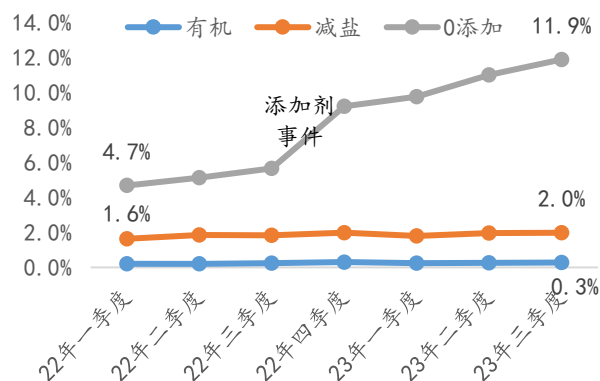
数据来源：马上赢《味觉之旅：调味品市场复盘和发展机会展望》，华福证券研究所，注：零售渠道包括大卖场、大超市、小超市、便利店、食杂店五大

图表 68：23 年 M1-8 中零添加细分品类销售额占比

大品类	细分品类	销售额占比
零添加调味品	酱油	66.3%
	醋	12.5%
	料酒	9.3%
	蚝油	6.6%
	调味酱/酱料	3.9%

数据来源：马上赢《味觉之旅：调味品市场复盘和发展机会展望》，华福证券研究所

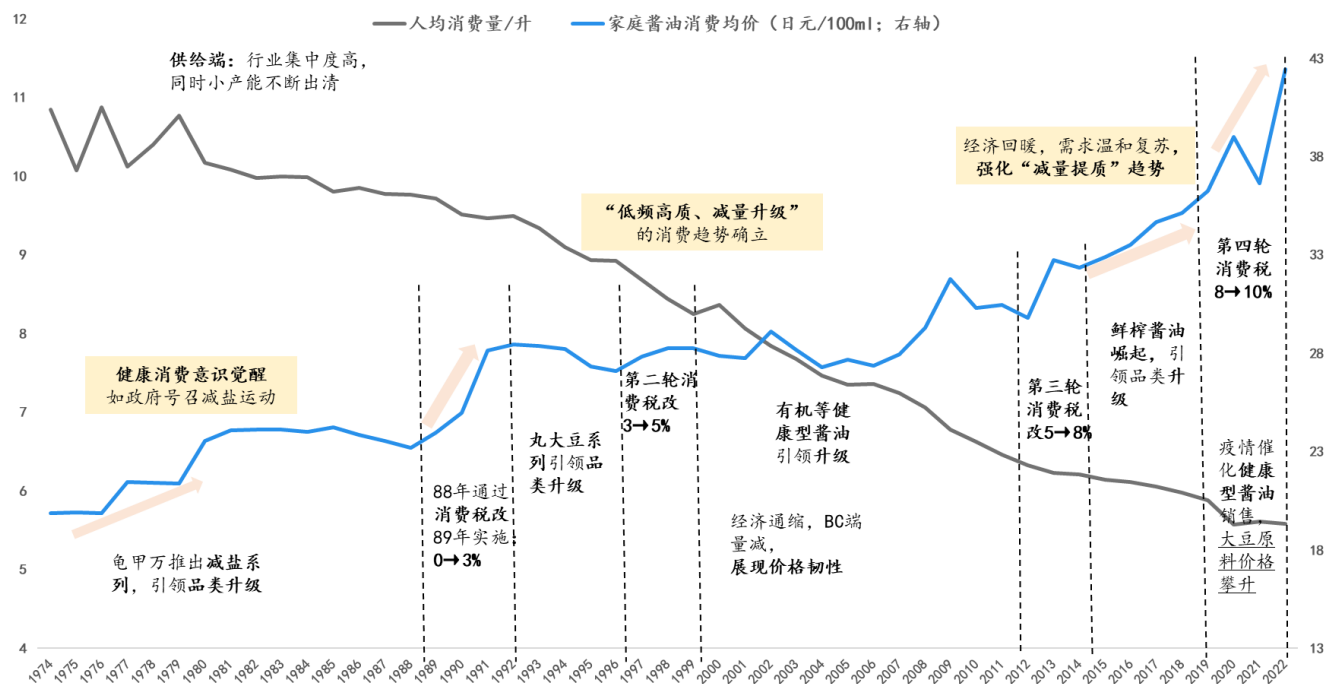
图表 69：22Q1-23Q3 健康属性酱油销售额占比/%



数据来源：马上赢《味觉之旅：调味品市场复盘和发展机会展望》，华福证券研究所

长期看，在健康意识崛起、品牌方引领下，品类升级或成为酱油增长的主驱力。伴随各项经济数据企稳回升、社会需求回暖以及渠道库存去化，C 端基调有望实现轻装上阵。其中，酱油在居民健康意识崛起下有望延续品类升级趋势。且镜鉴日本同业发展（90s 后经济持续低迷，健康需求崛起带动减盐、丸大豆、有机、鲜榨等高端酱油快速渗透，家庭消费均价逆势向上），目前我国酱油业品阶提升空间大、品类升级趋势强。预计行业增长驱动力逐步过渡到以价为核心，同时考虑到我国经济韧性与健康意识崛起，未来酱油价格增速或整体高于 CPI 增速。

图表 70：解构日本酱油业价增历程：波浪式前进，螺旋式上升

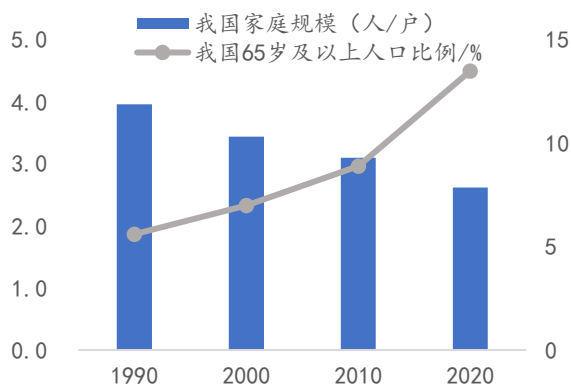


数据来源：日本酱油协会，《Grant Thornton 日本税收政策法规》，广告朝日新闻，36 氪，华福证券研究所

C 端预制菜具备发展长逻辑，且在疫情催化下近年渗透率有所提升，但暂未见长周期拐点。在生活节奏加速、疫情催化下，C 端预制菜近年迎来阶段性高增，并带动消费者认知迅速提升。具体来看，C 端消费者画像以高线城市居民为主（23.4%分布于一线，23.9%分布于新一线，24.7%分布于二线），且以中青年群体为主（22-40 岁占 87.4%，其中 31-40 岁占 49.4%）；此外，近七成消费者出于方便快捷目的而购买。购买频次方面，22 年 7 月艾媒调研：横向看每周消费者购买频次 1-2 次居多，3-4 次占 37%；纵向看 51.8% 消费者表示购买频次增多。从价格带来看，单次预制菜消费金额在 21-30 元的占 38.4%，而 31 元及以上的占 43.8%。

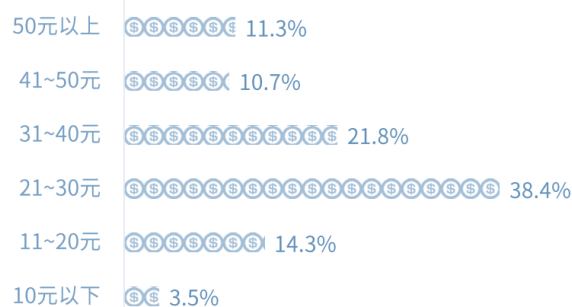
镜鉴日本，C 端渠道在经济低迷期逆势扩张，如 1990-2006 年期间 C 端人均消费量实现翻倍；究其原因，在于社会人口结构的变化、微波炉等家电的普及以及 B、C 端渠道间出现跷跷板效应。而我国目前存在相似的社会人口结构变化，且单身经济与懒人经济趋势已现，故我们认为契合时代趋势的 C 端预制菜具备发展长逻辑。但考虑到目前预制菜缺乏国标规范、团餐渠道舆情影响，尤其主流价格带偏高（高于大众快餐的平均客单价），我们认为 C 端预制菜还未到需求增长拐点。

图表 71：家庭小型化与人口老龄化趋势



数据来源：Wind，统计局，华福证券研究所

图表 72：单次预制菜消费主流价格带（22.7）



数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

4.6 烘焙产业链：渠道多元化趋势显现，把握新兴渠道机遇

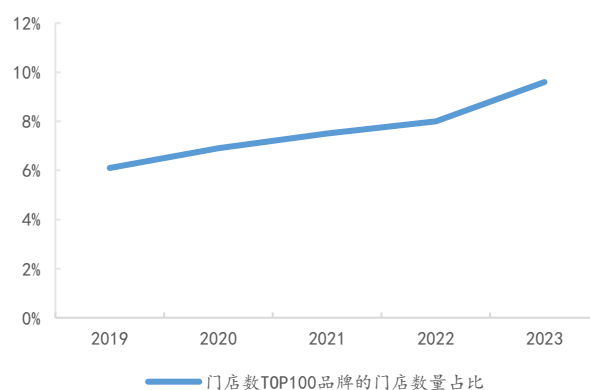
烘焙门店仍为主导渠道，整体高度零散，但连锁化水平有提升趋势。烘焙饼店目前仍然为烘焙行业的主导渠道，选址主要在商场、沿街等，具备一定便利性，且可以为消费者提供较为广泛的产品选择，因此其存在具有合理性。根据红餐大数据，截止2023年10月全国在营烘焙门店总数达到43.7万家，同比-3.6%。虽然门店数量众多，但是2022年我国近68%的烘焙品牌仍为单店模式，仅有米兰西饼、85度C门店数量超过千家，连锁化水平较低。但是门店数TOP100的头部品牌的门店数量占比从2019年的6.1%提升到了2023年9.6%，连锁化水平逐年提升。

图表 73：2022 年烘焙门店数量 TOP10 品牌

排名	品牌	门店数
1	米兰西饼	1699
2	85 度 C	1013
3	幸福西饼	932
4	好利来	931
5	CANSO 元祖蛋糕	750
6	安德鲁森	713
7	百香林西点	681
8	南洋大师傅	680
9	维尔纳斯意大利手工蛋糕	660
10	慕巴夫鲜花蛋糕	550

数据来源：中商产业研究院，华福证券研究所

图表 74：门店数 TOP100 品牌的门店数量占比



数据来源：美团，华福证券研究所

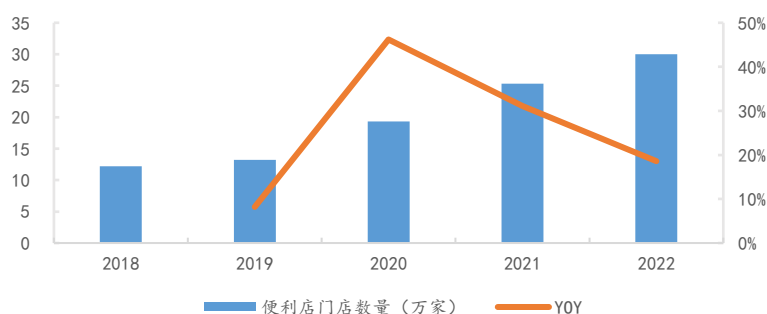
商超渠道发展迅速，逐步替代了传统饼店的部分流量。近几年头部高端会员店、精品超市提升了对烘焙区的重视，商超通过现烤面包试吃引流、气味营销的方式打造爆品，烘焙区迅速发展。商超方面，发展烘焙区不仅可以营造氛围，还可以带来较高的利润。供应商方面，商超可以帮助产品放量，产生亿元以上甚至10亿元以上的大

单品，提升销售效率，而在流通饼店渠道，单个厂商的单个品类若能做到千万元级别已经算得上是成功，因此供应商越来越重视商超渠道。消费者方面，烘焙产品通过商超销售，省掉了中间一层甚至多层的经销环节，因此产品性价比较高，同时随着消费者消费习惯改变，越来越注重健康新鲜，也更加习惯“一站式购物”，现烤烘焙可以满足消费者的这些需求，因此消费者选择商超购买烘焙品的概率提升。

餐饮渠道前景广阔，仍有较大提升空间。烘焙品可以提高门店店效、迎合消费者多样化需求，因此越来越多的烘焙品进入餐饮门店。近年来新式茶饮与咖啡品牌重视烘焙业务发展，多采取“茶/咖啡+烘焙”模式，奈雪的茶 2023 年 H1 烘焙产品收入占比 14%；Coco 旗下烘焙品牌“乐莎蕾”主打切块蛋糕、饼干和三明治，已经覆盖了 500 多家门店；瑞幸咖啡推出“烘焙轻食”品类，提供可颂、菠萝包、麻薯、吐司等；截止 2023 年 Q2，全国餐饮门店数量达到 863.6 万家，基数较大，长期还有较大的发展空间。

便利店+烘焙，正在快速崛起的烘焙新渠道。2020 年后，随着日系便利店的逐渐深入，便利店形成了一种新的消费趋势，根据中国连锁经营协会和毕马威共同发布的《2023 年中国便利店发展报告》，2022 年全国便利店门店规模达到了 30 万家。而且，便利店运营能力较强，不仅可以打造爆款，还可以将生命周期较短的网红款打造成常规热卖款，延长其生命周期，比如罗森的脏脏包、咸蛋黄冰皮、月亮蛋糕、豆乳盒子等。另外，头部便利店可以通过大数据系统及时、精准掌握不同产品的销售情况，从而给供应商提供及时信息反馈，打造更符合消费者需求的商品。因此便利店凭借密集的线下网点、强大的运营能力、信息优势，逐步成为更多烘焙供应商的选择。

图表 75：便利店数量及增速



数据来源：中国连锁经营协会&毕马威《2023 年中国便利店发展报告》，华福证券研究所

渠道多元化趋势显现，把握新渠道机遇。烘焙行业消费场景由传统的流通饼房渠道为主逐渐呈现出渠道多元化的趋势，传统烘焙饼房虽仍是首要购买场景，但占比呈现下降趋势，线下商超、便利店、餐饮渠道、茶饮咖啡店、酒店自助餐和线上 O2O 等新兴渠道占比日渐提升。23 年以来，流通饼店渠道恢复较为缓慢，但是商超餐饮茶饮场景修复较快，我们认为烘焙企业未来不仅需要关注流通渠道的修复，还需要进一步把握 KA、餐饮、便利店等烘焙新渠道的机会。推荐多渠道协同发展的立高食品，关注加大拓展餐饮客户的海融科技、南侨食品。

立高食品：23 年以来立高食品受烘焙饼店恢复较慢影响，流通饼店渠道增速较慢，23Q1-3 立高流通饼房渠道收入同比中个位数增长，占比接近 50%，但是其积极开拓商超餐饮等渠道，商超渠道收入同比增长超过 60%，占比接近 35%；餐饮、茶饮及新零售等创新渠道收入合计同比增速超过 60%，占比超过 15%。未来公司将继续开拓各类渠道：在流通饼房渠道，持续开拓及维护饼房客户，不断实现更多品类的渗透；在商超渠道，为大客户组建了一对一服务小组，更快相应客户需求，提高产品上新速度，实现长期稳定发展；在餐饮渠道，成立专业餐饮渠道推广团队，积极与酒店、自助餐、团膳、餐饮连锁和茶饮连锁等渠道对接合作。

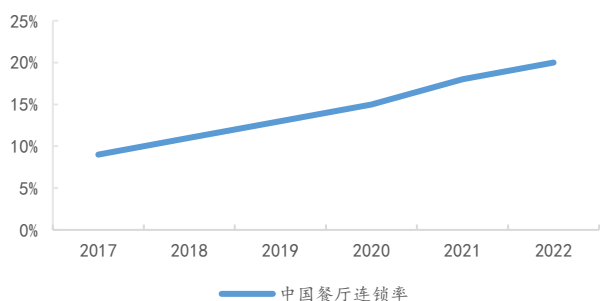
海融科技：23 年以来，公司加大拓展餐饮客户，进行定制化的产品开发。奶油方面，目前已拥有饮品奶油、饮品咖啡用浓缩奶油、奶基、奶盖、餐饮专用稀奶油等系列产品。餐饮果酱方面，首推了“可食用”樱花花瓣酱。23Q1-Q3，公司餐饮渠道收入增速较快，占比持续提升。未来海融将继续拓展茶饮咖啡连锁客户和传统餐饮客户，提供定制化解决方案，满足客户的不同需求。

南侨食品：近年来公司直营营收增速较快，占比不断提升，其中冷冻面团进入商超渠道带动营收快速增长，23Q1-Q3 营收同比翻倍。未来公司会进一步与茶饮、咖啡、商超、便利店等新渠道进行合作，有望带来新的增量。

4.7 小餐饮连锁：单店模型回归常态，积极求变激发加盟潜力

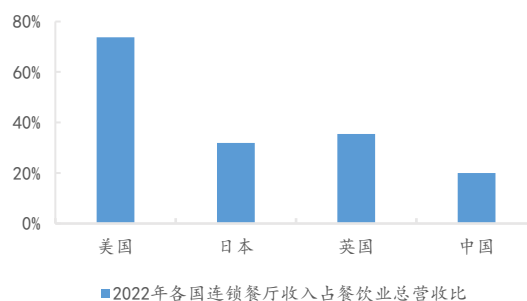
餐饮连锁化率提升趋势明显，但仍有空间。2017 年以来我国餐饮连锁化进程不断加快，根据弗若斯特沙利文，2022 年我国餐饮连锁化率提升至 20%。但是中国的餐饮结构依旧由大量非连锁中小商户组成，市场分散，对比美国 73.8%、英国 35.4%、日本 31.9%的连锁率还有较大差距，未来我国餐饮连锁化率仍有较大的提升空间。

图表 76：中国餐厅连锁化率逐年提升



数据来源：国家统计局，沙利文研究院，头豹研究院，华福证券研究所

图表 77：我国餐饮连锁化率相比国外部分发达国家



数据来源：国家统计局，沙利文研究院，头豹研究院，华福证券研究所

高效的单店模型是加盟连锁品牌快速扩张的基础。加盟连锁通过引入部分的“社会化资源”来抢占优质点位，让渡品牌方的部分利益换取终端门店的快速增长，并降低自身的经营杠杆。投资金额小、投资回收期短、投资回报率高是加盟连锁可以迅速

扩张的核心。因此降低投资总额与提高门店营业总额是提高单店模型效率的有效路径。降低投资总额方面，需要减少加盟费用、购买设备费用等初始投资，降低人工和租金等固定成本，同时需要降低进货的可变成本。提高门店营业总额方面，品类多样化、利用外卖渠道和餐饮零售化实现产品可带走有利于提高门店营业总额。

供应链能力是加盟连锁品牌商持续成长壮大的核心。高效的加盟连锁体系考验着品牌方的组织架构、服务能力、供应链能力。其中供应链能力是品牌实现规模化的核心，以绝味食品的供应链为例，供应链上游，绝味在鸭副原材料上游市场拥有较强的话语权和议价权，原材料采购成本低于同行业公司；在供应链中游，截止 2023 年 H1，绝味食品在全国建立 22 个生产基地（含 4 家在建），实现了各区域市场全覆盖；在供应链下游，绝味以各生产基地为中心，300-500 公里为半径构建了覆盖全国的渠道网络，并建立自有仓储和冷链运输网络，实现了当日订单，当日生产，当日配送，24 小时开始售卖，保证了日常供应稳定性和产品的新鲜度，截至 2023 年 H1，绝味开设了 16162 家门店。

零售属性偏重的小连锁餐饮模型较为高效，在供应链的支持下可实现快速复制扩张。相比堂食餐饮的大店，零售属性偏重的小店初始投资较低，租金和人工成本较低，因此加盟商投资回收期较短。另外品牌供应商自建供应链可以为门店提供标准化的品类和较多 SKU 数量，从而发挥中央工厂和信息化系统对前端门店的支持力度，支持门店复制扩张。

23 年以来小餐饮连锁企业受益于线下餐饮业复苏和餐饮连锁化率的提高，单店营收虽然还未恢复至疫前水平，但有一定恢复，同时门店数量快速扩张。展望未来，小餐饮连锁品牌的单店模型具备快速复制扩张的基础，但是单店修复节奏需要进一步考虑潜在客群的消费能力及消费意愿，我们认为具备刚性需求的品类恢复节奏会相对更快。推荐早餐品牌连锁龙头，经营品类具备刚需性的巴比食品；关注连锁休闲卤味龙头绝味食品。

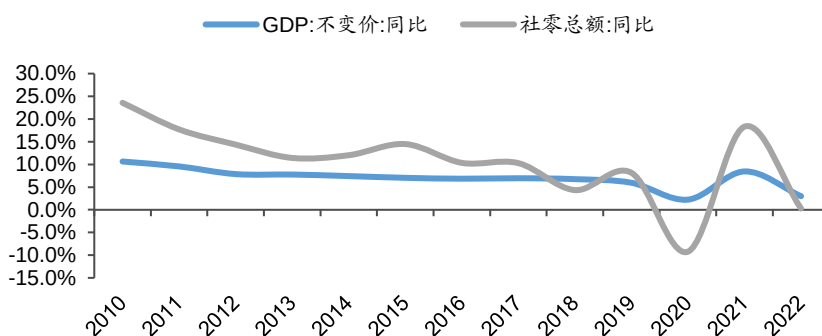
巴比食品：作为早餐品牌连锁龙头，经营品类具备刚需性，2023Q1-3 单店营收逐季恢复。公司重视产品研发，今年上市高客单价的手工牛肉大包等产品带动了单店营收的进一步增长，目前公司已储备了上百种新品，未来随着新品的陆续上市和通过外卖业务拓展中晚餐消费场景会进一步带动门店订货额的提升，单店收入有望进一步修复。门店开拓方面，公司加快全国化进程，规划了万店目标，在所有省份布局至少 1,000 家巴比品牌门店。

绝味食品：休闲卤制品更具备零食属性，通过口味刺激引发冲动型消费。绝味今年以来着重布局一二线城市机场、高铁、购物中心等人流量密集的门店的高势能门店，高势能门店相比于传统社区店和乡村店的单店营收更高，单店收入有望逐步恢复。门店数量方面，在绝味加盟体系和供应链的保障下，23-25 绝味鸭脖年开店数有望达到 1500/1650/1800 家。

5 升级与降级的同台共舞和有效甄别

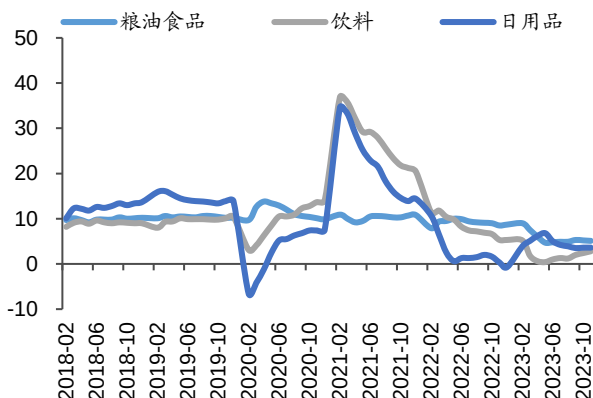
整体来看：消费复苏趋势稳中向好，但近年来消费弱于经济。根据国家统计局数据，截至 2023 年 11 月社会消费品零售总额为 42.79 万亿，同比增长 7.2%，整体来看消费复苏趋势稳中向好。但从与 GDP 的对比来看，正常年份社零表现均好于 GDP 增速，但近年来尤其是疫情开始后，社零增速与 GDP 增速上呈现较大波动，从宏观数据上来看消费受疫情影响较明显。分品类来看，必选消费增长更加稳健，可选消费自疫情以来震荡明显。根据国家统计局披露，2023 年 11 月限额以上零售额中以粮油食品/饮料/日用品为代表的必选品同比变动分别为 5.10%/2.80%/3.60%，以化妆品/服装鞋帽/电器音像/家具/汽车为代表的可选品同比变动分别 4.70%/11.50%/0.60%/2.80%/6.20%，可选品的振幅较大且存在分化，可以发现必选消费具备更强的抗经济周期的能力。从更长的维度来看，2018-2022 年粮油食品增长速度一直稳定在 10% 左右，可选品在疫情前也基本稳定在 10% 上下，疫情后受影响较大、恢复弹性较明显。

图表 78：疫后经济与社零增速呈现较大波动



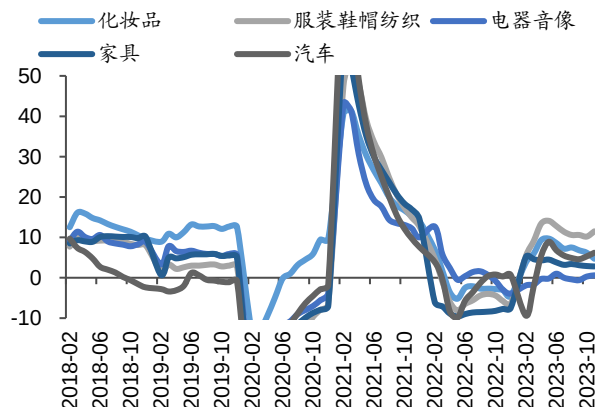
数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 79：必选品消费情况同比（%）



数据来源：wind，华福证券研究所

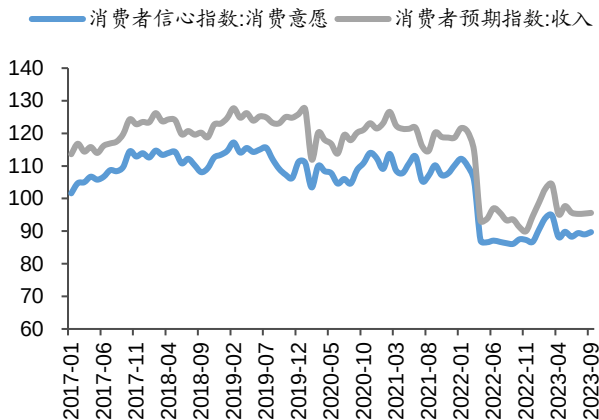
图表 80：可选品消费情况同比（%）



数据来源：wind，华福证券研究所

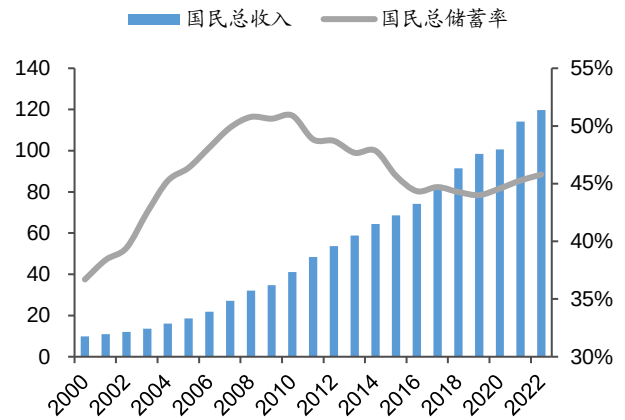
从消费者信心来看，居民对未来收入预期及消费意愿均下降，导致近年来储蓄率上升。我们通过消费者信心指数来量化消费者对当前经济形势评价和对经济前景、收入水平、收入预期以及消费心理状态的主观感受。自 2022 年断崖式下降后一直未能恢复，主因疫情挤压的悲观情绪、房地产深度调整等多方面因素打击居民消费信心和消费意愿，从而反映为储蓄率的上升。

图表 81：居民收入预期、消费意愿均呈下降趋势



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 82：近年来居民储蓄率上升

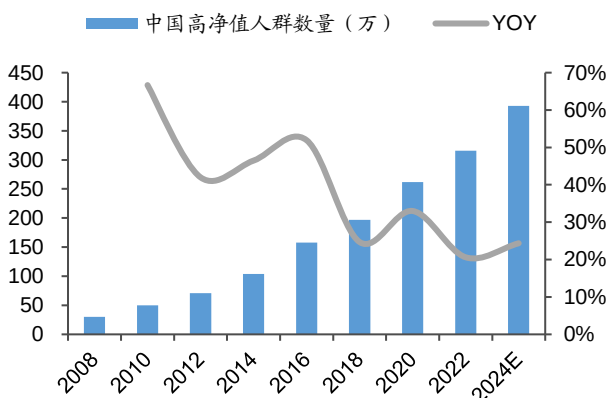


数据来源：wind，华福证券研究所

5.1 消费分层明确，理性消费大背景下我们怎么把握行业趋势

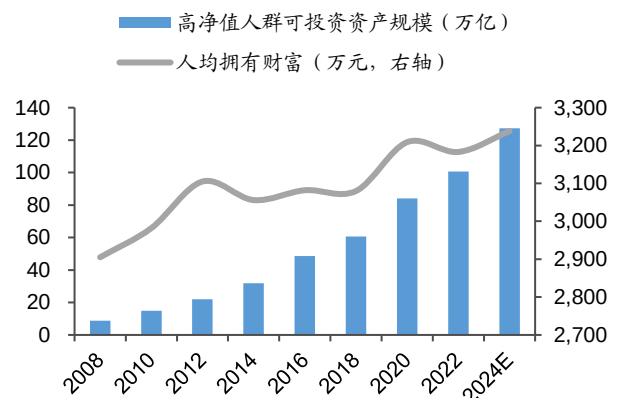
消费分层——中高端消费群体：高净值群体消费能力稳中有升，奢侈品需求提升下的性价比选择。根据贝恩发布的《2023 中国私人财富报告》显示，2022 年可投资资产在 1000 万人民币以上的中国高净值人群数量达 316 万人，高净值群体的个人可投资资产总规模达 100 万亿人民币，近 10 年 CAGR 达 16%，成为国人奢侈品消费的中坚力量。

图表 83：我国高净值群体数量不改增长趋势



数据来源：贝恩，华福证券研究所

图表 84：2022 年我国高净值群体人均财富略有下降

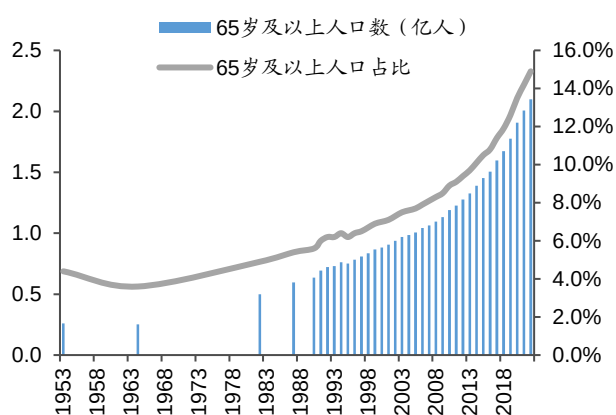


数据来源：贝恩，华福证券研究所

消费分层——老龄化趋势下贡献的新兴消费群体：人口老龄化催生健康产业发展。2000 年我国 65 岁以上人口占比达 7.0%，正式进入人口老龄化社会。随着老龄化人口的增加，这部分群体的生理机能下降、运动减少，更容易出现营养不良以及相

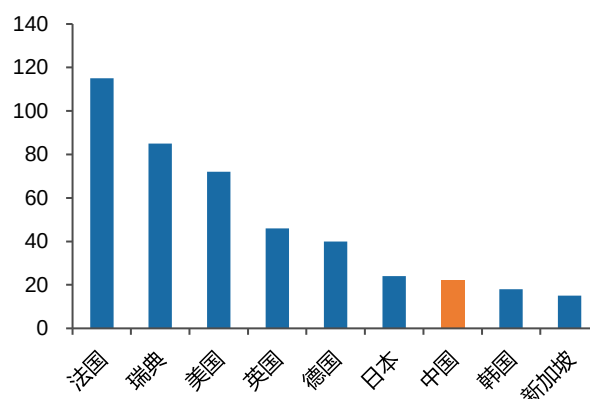
关慢性疾病,根据健博会专家表示,目前中国有超过 1.8 亿老年人患有慢性病,中国老年人带病生存时间已达 9.1 年,65 岁以上多病共存的老人占比达到 2/3。老年群体数量的增长以及该部分群体对医疗服务、食品易于进食且营养健康、保健品等需求逐渐增加,倒逼食品企业的发展和转型。**同时,老龄化并不是老年人的独有命题。**根据国家统计局数据显示,我国居民的预期寿命由 1980 年 68 岁增长到 2020 年的 78 岁,伴随人们生活水平的改善及国家医疗水平的提升,我国居民预期寿命在不断增加。在老龄化加深速度快、出生率降低的现状面前,应对老龄化趋势的健康产业的搭建将成为全社会、全生命周期的课题。

图表 85: 我国老龄化趋势日益明显



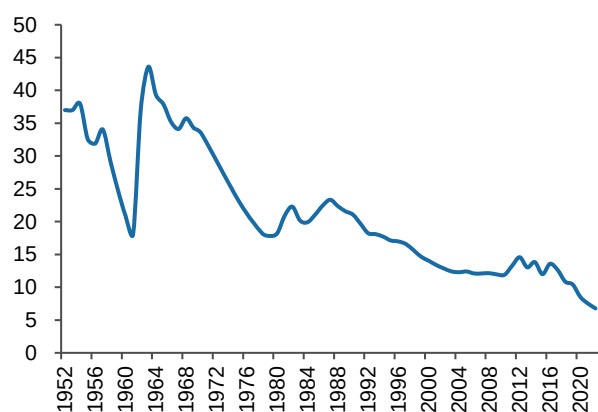
数据来源: 国家统计局, 华福证券研究所

图表 86: 我国老龄化率由 7% 增长到 14% 仅用了 22 年



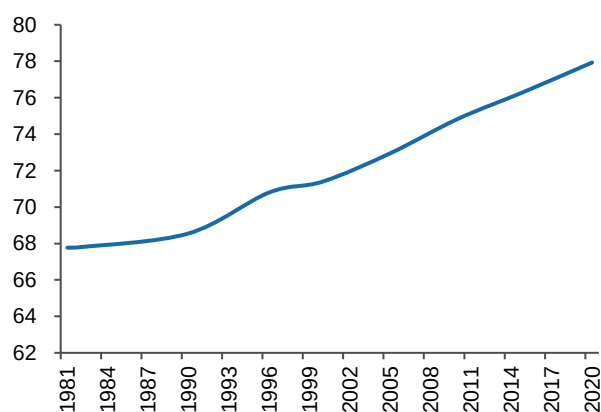
数据来源: 日本内阁府, 华福证券研究所

图表 87: 我国出生率逐年走低



数据来源: 国家统计局, 华福证券研究所

图表 88: 我国平均预期寿命不断增加

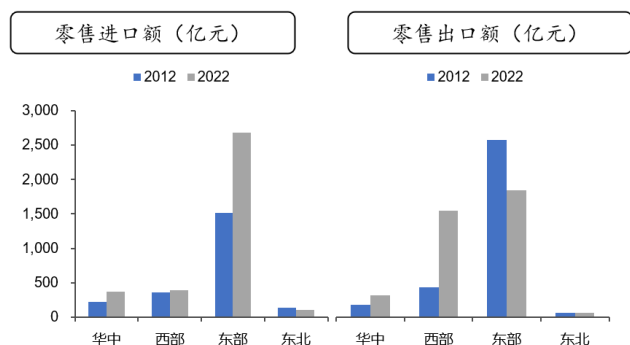


数据来源: 国家统计局, 华福证券研究所

消费分层——东西部发展不均衡、城乡发展差异以及人口结构民族多样化的特点的导致我国需求更加多元,不同消费层级群体在可选消费品上有不同的消费偏好。根据国家统计局数据,横向对比我国东部、西部等地区,东部地区经济水平发展迅速,零售业发展较好,而东北及西部地区产业发展相对滞后,也因此东西部各地区存在明显的发展落差;同地区城镇及农村对比来看,2022 年农村居民人均可支配收入仅

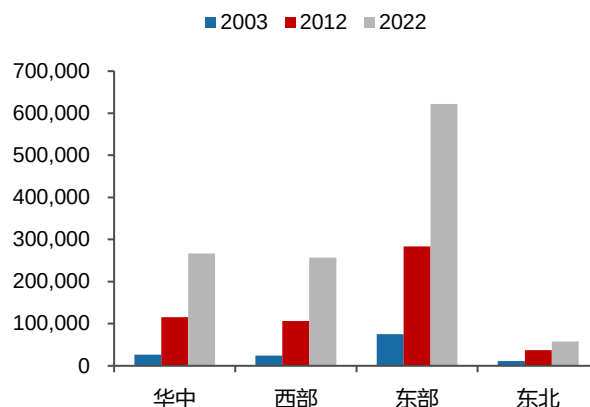
为城镇居民的一半，因此我们合理推测在下线城市中，居民消费水平稳步提升的背景下，对于可选品的消费仍处于升级阶段，而一二线城市因房贷、经济下行收入降低等原因对于可选消费趋于理性而处于阶段性降级阶段，因此不同地区的消费群体面对可选品有不同的消费偏好。

图表 89：近十年国内各区域零售进出口额差异情况（亿元）



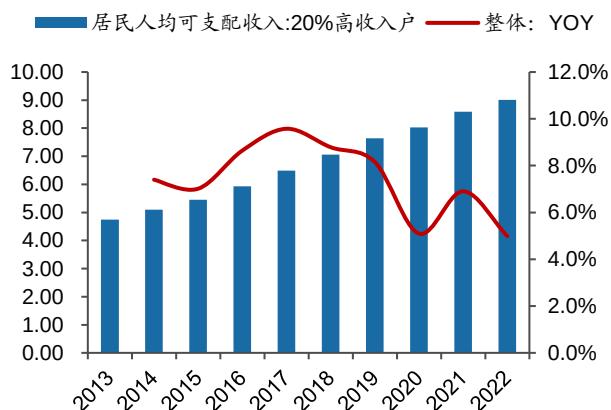
数据来源：国家统计局，华福证券研究所

图表 90：我国各区域 GDP 差异对比（亿元）



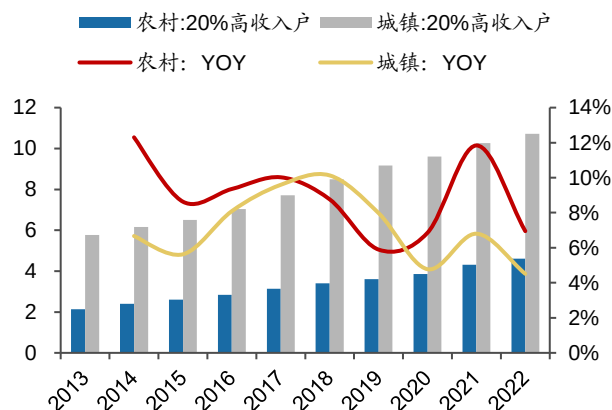
数据来源：国家统计局，华福证券研究所

图表 91：我国收入前 20%家庭人均可支配收入及同比（万元）



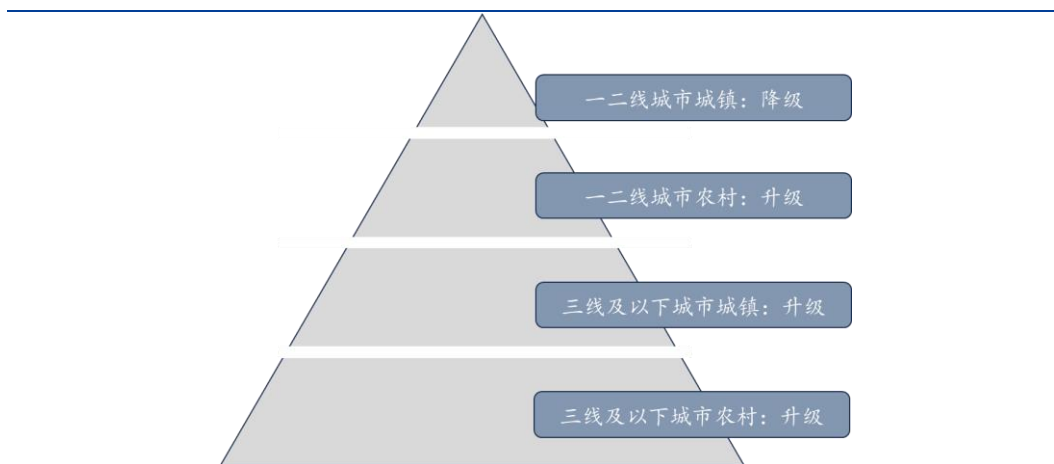
数据来源：wind，华福证券研究所

图表 92：我国城镇&农村收入前 20%家庭人均可支配收入及同比（万元）



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 93：从消费分层出发来看各区域升降级趋势

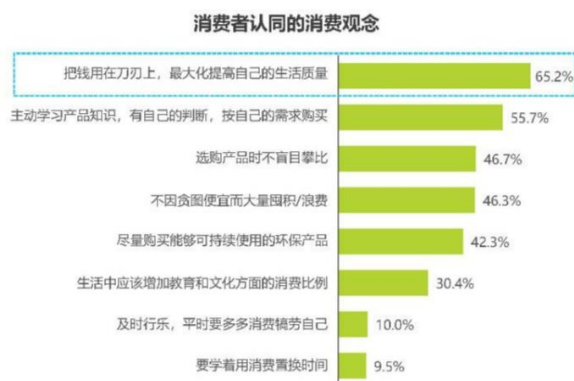


数据来源：华福证券研究所

根据上述对宏观经济形势的把握和我们对消费分层的理解，我们认为目前在升降级的赛道中广义可选品&狭义必选品中存在下列趋势：

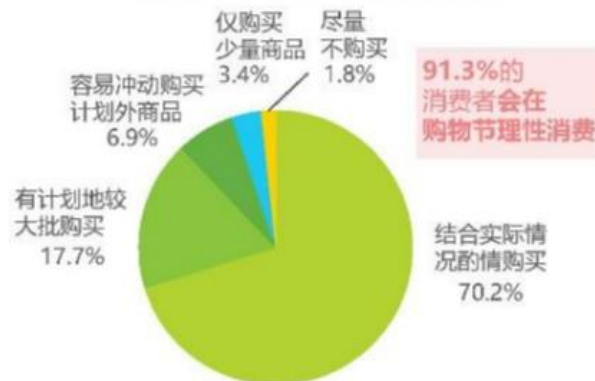
向下游要转型：消费者消费观念的转变。根据艾媒咨询调研数据显示，大多数消费者（65.2%）开始从自身真实需求入手，按需购买不攀比，认为消费应该花在刀刃上，消费的最大意义在于最大化的提升自己的生活质量，面对理想的消费商品也会斟酌其价格，直至价格达到心理价位后才会进行购买。这意味着人们对于可选消费的消费预期在下降，逐渐由奢侈品消费、挥霍性消费转变为理性消费。

图表 94：消费者的消费理念更趋于理性



数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

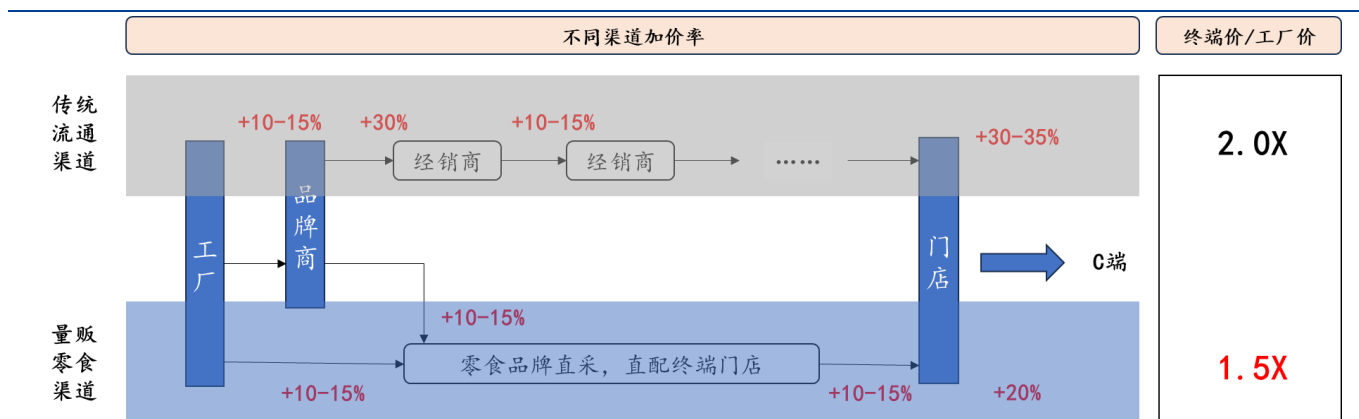
图表 95：消费者面对促销心智更加成熟理性



数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

向上游要效率：供应链效率的提升&渠道的加剧内卷。通过对渠道结构的复盘，我们以零食渠道为例，十年前零食渠道主要有经销、KA、批发、B2C 和便利店，渠道相对简单且经销商占据主要份额，但如今伴随着人们生活方式的改变（电子设备成为人们生活必需品）以及新技术的冲击、外生环境的变化（电商的发展，疫情下社区团购的兴起）等等，如今人们所接触到的货品渠道更加多元、且渠道的多样化朝压缩渠道利润、更加高效能的方向发展，量贩零食作为渠道内卷的产物之一，未来伴随新生事物的发展，我们预计其他高效能渠道也将通过新的方式出现。

图表 96：以量贩零食为例，供应链效率更优带来更低的终端价格



数据来源：新经销，华福证券研究所

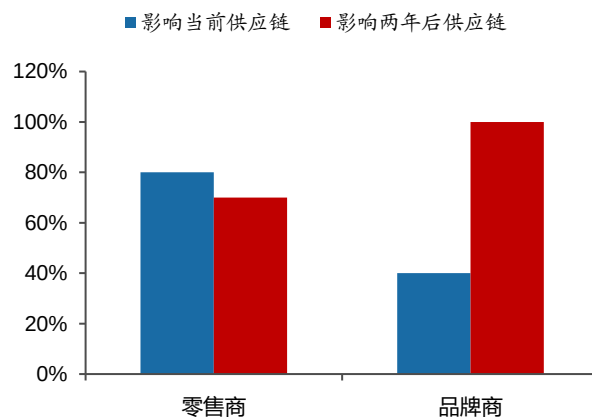
低成本是供应链短期内实现高效率的不可逆的必然选择，而消费者终端精准的需求匹配是未来减缓供应链压力的有效方法。当前国内大多数零售商仍然在做以成本降低为导向的供应链升级，但我们知道成本端不会被一直压缩，目前来看鲜少有企业对供应链的改革从压缩成本到预测需求的转变，根据 PWC 的调查显示，70%/100% 的零售商/品牌商认为具有预测未来销售的能力是未来两年后供应链重点，但对于品牌商而言，距离消费者终端更远，对于消费需求的把控难度更大，因此提高预测准确性，并提高供应链端到端可视化程度，从而降低供应链的运营成本，是零售消费品行业供应链的核心挑战。

图表 97：中外零售企业“库存周转天数”对标



数据来源：中国连锁经营协会，华福证券研究所

图表 98：零售商&品牌商认为预测未来销售对供应链影响对比



数据来源：中国连锁经营协会，华福证券研究所

5.2 可选品的降级的细分机会

5.2.1 休闲零食的性价比赛道——量贩零食

量贩零食行业尚处于扩张期，基本形成区域化龙头，华北区域待开发。从目前来看，大多数零食品牌还在跑马圈地的过程中，以湖南地区的零食很忙为例，根据官网数据显示，截至 2023 年 10 月零食很忙总门店数达 4000+，并且按照一天新

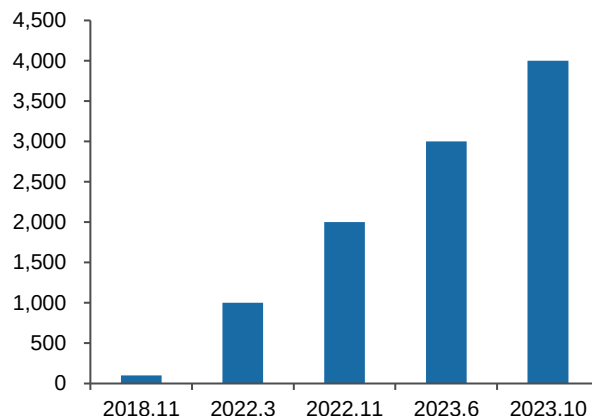
开 7 家门店测算，预计年底零食很忙门店数将达 5000 家；根据 Euromonitor，四川区域的零食有鸣在 2023 年 9 月门店数也达到了 2000+。各品牌主要基于发源地市场向周边扩张，区域分布特性明显，同时量贩零食门店大多分布在华南华东和西南区域，华北市场待开发。

图表 99：量贩零食主要品牌的门店分布情况



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 100：零食很忙门店扩张情况（家）



数据来源：零食很忙官网，华福证券研究所

从成熟门店单店模型来看，预计到 2025 年量贩零食门店将达 4.8 万家：我们通过量贩零食区域化特征以及目前扩张阶段，对全国各省份进行划分；同时考虑到目前量贩零食品牌大多布局在南方，主因南方饮食习惯催生出更强烈的零食需求，以及大部分食品工厂分布在南方所致，因此我们也将处于扩张期的区域分为南北方加以区分。

假设 1：引入常住人口，我们通过各省市常住人口与门店数的关系，通过比对成熟品牌零食很忙的模型，对不同区域单一门店覆盖人口数进行预测。公式如下：

$$\text{门店数} = \text{常住人口数} * \text{单一门店覆盖人口数}$$

假设 2：由于数据可获得性的原因，这里我们以 Euromonitor 披露的量贩零食零售业在主要省区的渗透率分布图对各区域门店数据进行假设，当下成熟区域/扩张区域/待扩张区域/难进入区域门店分别为 3200 / 5600 / 9200 / 2850 / 450 家。

假设 3：我们假设成熟区域门店几乎能够达到零食很忙的覆盖程度，同时成熟门店也将达到稳态，预计稳态覆盖效果在 2 万人/家；扩张区域中南北方稳态在 2.5/3 万人/家；待扩张区域中南北方稳态在 3.5/4 万人/家；难进入区域稳态在 6 万人/家。

图表 101：不同区域下量贩零食门店空间测算，预计 2025 年量贩门店稳态在 4.8 万家

全国各省市场发展阶段	涉及省份	2022 年常住人口（万人）	单一门店覆盖人口数		门店数	
			2022	2025E	2022	2025E
以成熟品牌零食很忙为例对标成熟门店的覆盖上限	湖南（根据 Euromonitor，零食很忙 70% 门店位于湖南，考虑到湖南亦有其他品牌门店，故以 80% 计）	6604	2.06	2	3200	3302
成熟区域	湖南、江西、四川	19506	3.48	2	5800	9753
扩张区域	南方地区：福建、广东、浙江、安徽、江苏、上海、湖北、	46383	7.22	2.5	9200	18553
	北方地区：河南、山东	20035		3		6678
待扩张区域	南方地区：云南、贵州、重庆、广西	16809	14.65	3.5	2850	4803
	北方地区：北京、天津、河北、山西、陕西、辽宁、吉林	24949		4		6237
难进入区域	黑龙江、吉林、内蒙古、甘肃、宁夏、青海、西藏、新疆、海南	13293	29.54	6	450	2216
总市场	全国	140975	-	-	18300	48240

数据来源：国家统计局，Euromonitor，华福证券研究所（注：该测算未考虑到常住人口的细微变动对模型的影响、各省市发展阶段和类型的误判、区域渗透率的估计可能存在偏差等等，可能会对测算结果造成一定误差）

综合上述分析，消费弱复苏下的零售业态折扣化，叠加供应链提效增速与企业端的合理控费，以价降牵动量增，顺应性价比消费与内卷时代。广义可选品的性价比趋势下，我们建议关注：

（1）零售折扣化——名创优品：国内家具零售龙头，供应链高效&全球化布局引领增长。整体来看，公司积极布局海外及下沉市场，叠加强大的供应链管理支撑公司门店迅速扩张，增长逻辑明确；同时公司旗下经营 TOP TOY 品牌，进驻潮流玩具市场，在社会压力下作为人们的精神代偿，目前门店也在加速扩张中。

（2）休闲零食——新渠道红利期叠加产品升级、费用合理优化合力作用，休闲食品行业多家公司业绩亮眼。渠道端来看，量贩零食方兴未艾，门店数量仍在高速增长阶段，目前行业仍处于红利期，盐津、甘源、洽洽等上市公司纷纷进场进行渠道改革，营收端增速明显；产品端来看，多家公司开始新“大单品”的打造，如劲仔“大包装”产品的推出提升客单价、高毛利的鹌鹑蛋产品的推出丰富产品矩阵等方式提升用户黏性，提高盈利能力；费用端来看，各家公司合理控费实现降本增效。从个股来看，我们建议关注：

劲仔食品：新老产品双双放量，收入维持高增长。2023 年前三季度公司营收和净利润已经超过了去年全年总额。**产品端**，公司以“大包装+散称”产品组合为基础，以劲仔小鱼为基，受新品鹤鹑蛋（散称）表现亮眼推动，2023 年上半年公司散称产品收入增长超过 220%，产品端实现结构升级；**渠道端**，公司将发力流通渠道以及量贩零食&抖音等新渠道，受益渠道红利实现营收放量；**盈利端**，受公司降本增效及产品结构优化等因素影响，预计公司盈利能力将得到提升。

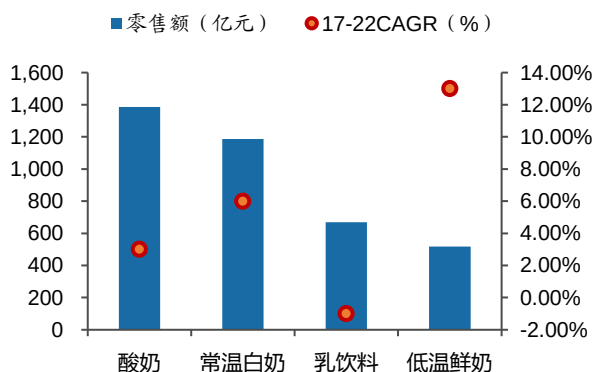
洽洽食品：产品升级&渠道红利&成本降低，三重优势打造核心竞争力。**成本端**，23Q4 新采购季成本端有一定下降，且 Q4 旧库存已基本消化，预计公司未来一年成本端压力逐渐减轻；**渠道端**，公司布局量贩零食，新渠道仍在逐步放量过程中，预计 24 年公司新渠道仍快速增长；**产品端**，公司新品陆续推出，高毛利单品风味坚果、打手瓜子等将成为 24 年公司发展重心。

5.3 狭义必选消费加速健康化的细分机会

5.3.1 全民健康意识提升带来的升级赛道——乳制品

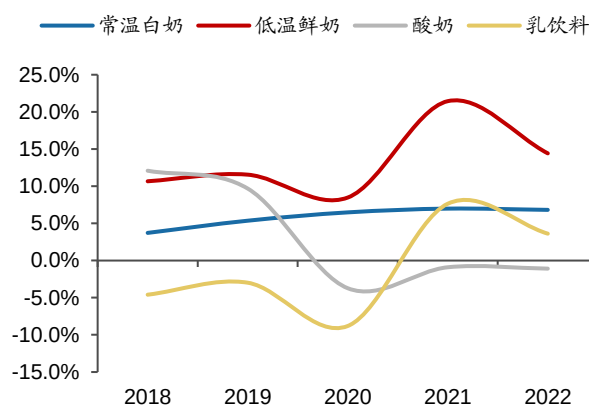
我国乳制品行业已进入发展成熟期，高端化转型成为长期消费升级逻辑下的必然选择。乳制品种类繁多，一般分为常温奶、低温奶、奶酪及奶粉四大类。根据 Euromonitor，2022 年我国常温白奶/低温鲜奶/酸奶/乳饮料市场规模分别为 1187 / 517 / 1387 / 670 亿元，各细分行业呈现阶梯状特点：常温白奶为代表的乳制品基本盘定位低端，行业增速已趋缓，市场进入成熟期；低温鲜奶为代表的高端化产品同比呈现双位数增长，盈利能力较强，新兴&高利润细分行业成为各大乳企的发力点。

图表 102：2022 年液奶各细分行业市场规模（亿元）



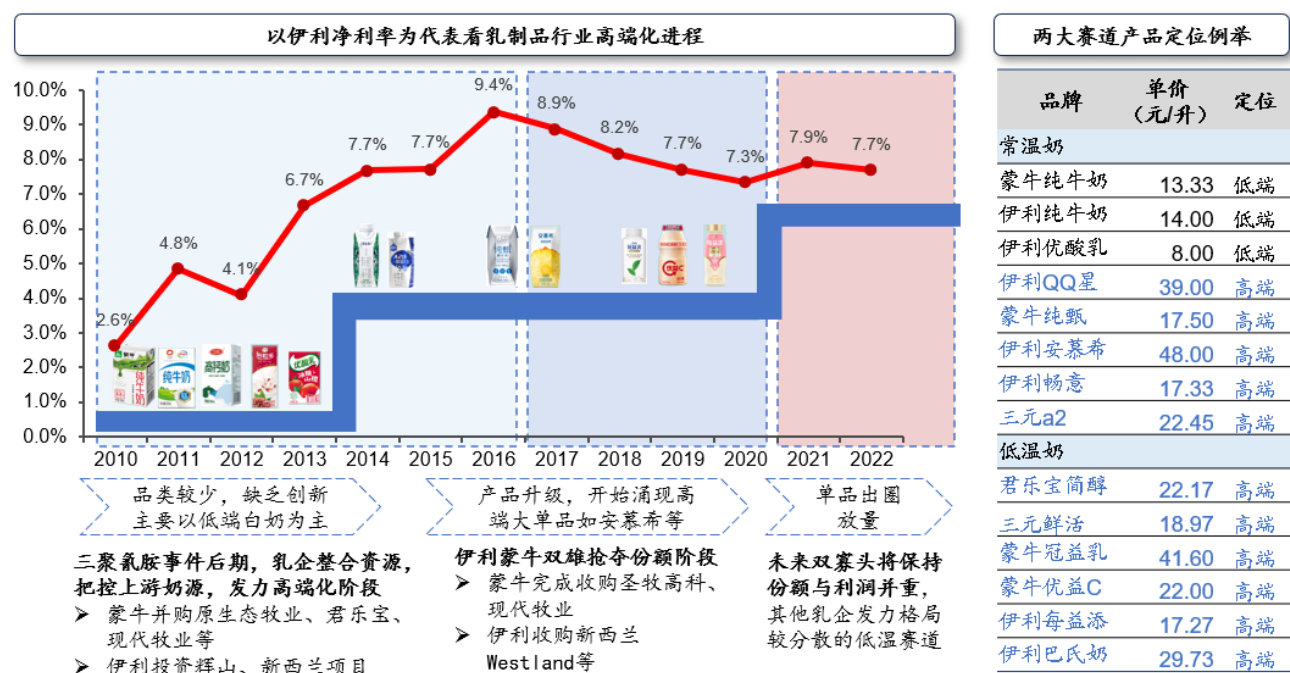
数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 103：液奶各细分行业同比增速（%）



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

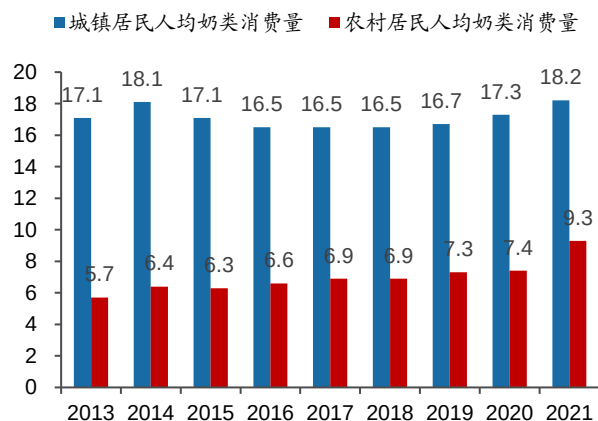
图表 104：乳制品行业发展阶段性复盘



数据来源：公司官网，天猫，wind，公司公告，华福证券研究所

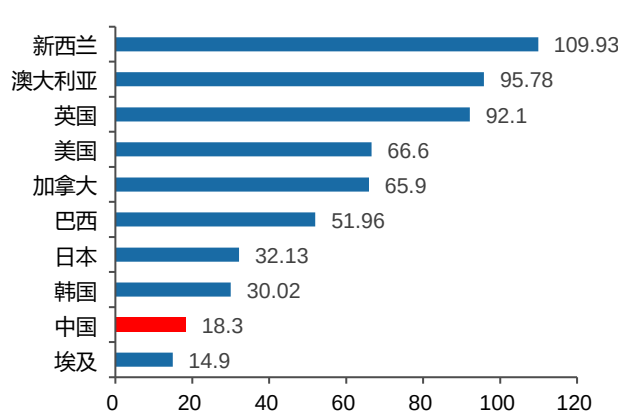
横向对比来看，国内外、城镇&农村人均奶类消费尚存在较大的区域差距，乳制品仍有较大增量空间。2022 年中国 GDP 已突破 120 万亿，继 2020 年、2021 年连续突破 100 万亿、110 万亿后再跃新台阶，人均 GDP 达 GDP8.57 万元。伴随着中国居民消费水平的增长，人们逐渐过渡到对生活品质的追求例如健康膳食、营养均衡等。对比海内外，2021 年我国人均奶类消费与各发达国家相距甚远，整体需求端仍有放量空间；对比我国城镇&农村奶类消费，2021 年城镇/农村人均奶类消费分别为 18.2 / 9.3kg，下沉市场空间广阔。

图表 105：我国城镇&农村居民人均奶类消费量对比 (kg)



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

图表 106：2021 年全球主要国家人均奶类消费量对比 (kg)



数据来源：中国奶业统计资料，华福证券研究所

低温赛道主打健康化，前景广阔，超巴奶打破运输半径限制。低温奶和奶酪通常含有更好的优质乳蛋白，营养价格更高，我国居民健康意识的提高以及冷链的发展为

低温奶行业扩容打下坚实基础，根据 Euromonitor 数据，中国大陆低温奶行业和乳酪行业近 5 年 CAGR 均呈双位数增长，低温赛道前景广阔。从供给端来看，低温赛道格局未定，传统巴氏奶保质期约 3-7 天，运输半径受到限制，区域乳企具备一定优势。但超巴奶的出现让市场格局发生变化，其在口感与营养价值上与巴氏奶相似，但保质期延长至 15 天以上，给龙头乳企的发展带来可能。

图表 107：低温巴氏奶营养价值更佳

		巴氏杀菌乳	高温灭菌乳
乳蛋白	酪蛋白变性率 (%)	影响甚微	影响较小
	乳清蛋白变性率 (%)	10 月 20 日	60-90
	微量活性蛋白变性	部分仍有一定活性	绝大多数已变性
	蛋氨酸损失率 (%)	10	34
	赖氨酸损失率 (%)	1.8	3.8
	免疫球蛋白 (具免疫功能)	保留部分活性	几乎丧失殆尽
维生素	维生素 C 损失率 (%)	10 月 20 日	20-40
	维生素 B1 损失率 (%)	5 月 10 日	10-35
	维生素 B12 损失率 (%)	5 月 10 日	15-30
	叶酸损失率 (%)	7 月 10 日	20-35

数据来源：中国乳业，华福证券研究所

低温巴氏奶生意上类似生鲜，消费特性上更偏向刚需高频的即饮消费。低温鲜奶消费者中重度消费者比例高，忠诚度高，若能将品类粘性转化为品牌粘性，意味着高复购率，股票上对应的是更长的生命周期和估值。从消费人群特征来看液体乳重度消费者对低温牛奶的贡献度最高达到 60% 左右。这部分消费者多是已经形成牛奶饮用习惯对低温鲜奶、品牌的忠诚度高，具备高潜力。

政策发力，促奶业发展升级。相比于畜牧业发达的欧美国家，东亚国家天然不具有饮奶习惯，因此自上而下的政策成为消费者培育的重要抓手。国务院发布《健康中国 2030 规划纲要》、《中国居民膳食指南(2022)》等政策的提出，全面严抓食品安全以及向大众普及膳食均衡，提出每日摄入奶及奶制品标准，不仅从上游奶源出发保障用奶安全，在政策面建立消费者信心，更是建立了用奶标准，推动消费者教育。同时奶业协会发布的《国家“学生饮用奶”计划推广规划》，也推动奶业向特定学生人群普及、渗透，对奶业发展带来直接影响。

图表 108：近年来乳制品行业支持性政策

时间	发布主体	政策名称	内容
2016 年 10 月	国务院	《“健康中国 2030”规划纲要》	全面普及膳食营养知识，发布适合不同人群特点的膳食指南，引导居民形成科学的膳食习惯；
2020 年 12 月	中国奶业协会	《国家“学生饮用奶”计划推广规划（2021-2025 年）》	提出到 2025 年，学生奶覆盖人数达 3500 万人，覆盖率 28%。在学生奶质量安全、品类、信息化建设与标准等方面进一步加强。
2021 年 11 月	国务院	《“十四五”推进农业农村现代化规划》	加强奶源基地建设，优化乳制品产业结构。提出改造升级一批适度规模奶牛养殖场，推动重点奶牛养殖大县整县推进生产数字化管理，建设一批重点区域生鲜乳质量检测中心，建设一批优质饲草料基地。
2022 年 2 月	农业农村部	《“十四五”奶业竞争力提升行动方案》	方案提出优化奶源区域布局，提升自主育种能力，提高国产苜蓿自给率；支持标准化、数字化规模养殖
2022 年 4 月	国家卫生健康委员会等	《中国居民膳食指南（2022）》	膳食指南 2022 提出每日摄入奶及奶制品 300-500 克，相较于 2016 年版每日摄入 q300 克，指南提倡明显增加，盐的摄入量减少至<5 克。

数据来源：国务院，中国奶业协会，农业农村部，卫健委，华福证券研究所

综合来看，我们认为需求弱复苏，成本下行&结构升级将带来乳企弹性向上。23Q3 整体延续 23Q2 的行业趋势，预计未来 2024 年在原奶价格仍处于下行背景下，各乳企分化明显。从个股来看，我们建议关注：

1) 具备利润弹性的区域乳企天润乳业，建议关注其疆外扩张进展。天润乳业在原奶下行周期中开启新一轮的出疆战略，此轮出疆主要依靠专卖店渠道，避开 KA、便利店等白奶竞争激烈的主流渠道，产品上以奶啤、桶酸、主打新疆奶源的常温白奶等为主，差异化特色明显。公司虽因合并新农对业绩造成一定影响，但新一轮出疆战略清晰，待公司消化合并影响、需求端复苏后，战略作用将逐渐凸显。

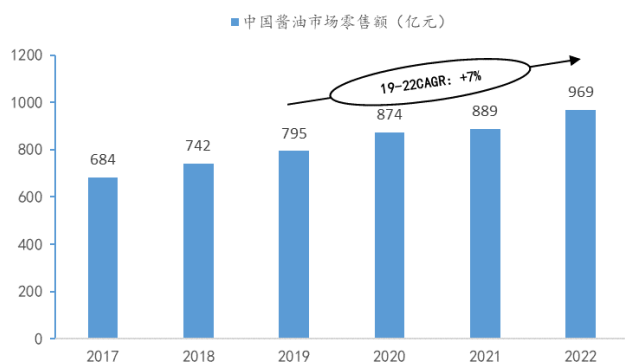
2) 利润导向明显的全国乳企巨头伊利股份，建议关注产品结构优化带来的毛利率改善情况以及费用投放情况。并且随着需求端的稳步恢复，伊利常温基本盘/低温等产品营收也将实现正增长，在经营层面的向好趋势下，未来利润端的兑现可期。

5.3.2 酱油刚需升级驱动价格带向上，高端品类红利释放

作为调味品中的核心子赛道，我国酱油市场近年来稳步扩容；而从量价看，行业已经进入价值提升驱动规模增长阶段。根据立鼎研究院与《2023 酱油业趋势洞察白皮书》，我国酱油业 2022 年市场零售额约 969 亿，2017-22 年期间 CAGR 约 7%，其中分量价看，2016-21 年销量、吨价 CAGR 分别为 3.27%/3.86%。以邻为鉴，日本酱油业

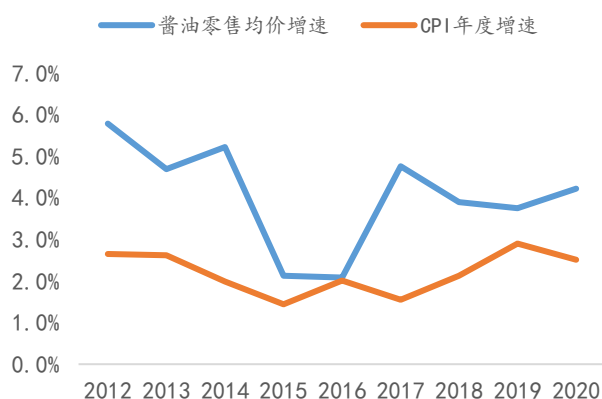
1990s 后整体呈现“降频提质、量减价增”的消费趋势，而考虑到我国经济韧性与消费者健康意识崛起，预计酱油价格增速将保持高于 CPI 增速的态势。另一方面，在需求多元化、B 端持续扩容背景下，酱油业仍具备场景渗透空间。因此，我们预计酱油市场量价均有空间，且价增或成为酱油业未来扩容的主要驱动力。

图表 109：我国酱油业市场零售额持续增长



数据来源：《2023 年酱油业趋势洞察白皮书》，华福证券研究所

图表 110：酱油零售均价增速高于年度 cpi 增速



数据来源：《中国酱油行业发展趋势报告》，wind，华福证券研究所

回顾我国酱油业发展，作为刚需型消费，行业历经散装区域化、低质无品牌到工业品牌化、高端健康化，整体呈现出量价齐升的趋势。尽管近年受需求疲软、渠道碎片化以及原料价格波动等影响，酱油业一度面临价盘不稳、内卷加剧等困境。但考虑到我国经济韧性、消费者健康型需求崛起以及品牌龙头的议价力，行业仍有望回归量价良性增长道路。具体来看：

- 改革开放初期，我国酱油业处于工业化起步阶段，地方产的散装酱油占据市场主流，整体呈现出消费品阶低（三级酱油为主）、地区差异较大等特征。进入 90s，经济高速发展、人口加速流动下，酱油业进入工业化时代，其中沪产黄豆酱油开启全国化发展。而 2000 年后，餐饮渠道高增、粤菜全国渗透、消费者购买力提升与品牌意识崛起，进一步带动酱油业量价齐升；其中，酱油消费品阶升级驱动主流价格带跃迁至 5 元左右，同时一、二级酱油也成为消费主流。
- 2010-2019 年，尽管我国面临劳动人口数量见顶、GDP 降速等压力，但经济活力高、居民财富效应强，消费升级成为酱油业发展主旋律；同时，原料价格波动周期中的提价阶段性拔高价增斜率。多重作用下，行业主流价格带也从 2010 年 5 元+跃迁至 8 元+。除了餐饮扩容驱动 B 端渠道量增，酱油需求

扩张也从家庭端渗透逐步切换至需求多元下的场景渗透与品类裂变。此外，代表品质升级的高鲜酱油开始在家庭端快速渗透，特级品阶酱油占比也提升至 42%，同期健康、功能型酱油应运而生。

- 2020 年以来，经济增长乏力、内需不足等影响了我国消费品的升级节奏；酱油业一度出现渠道高库存、价格内卷等问题，预计今年主流消费价格带或较 10-15 元略微回落。但在健康性消费崛起下，低盐、零添加、有机等品类开始快速渗透，尤其在 22 年添加剂事件后，零添加酱油开始成为行业健康化发展的主线；同时，需求多元、场景细化同样催生一系列定位更高价格带的功能型、概念型酱油。因此，刚需健康化升级、品类向上迭代，持续推动行业高端化发展、价格带跃迁。

图表 111：我国酱油业发展历程



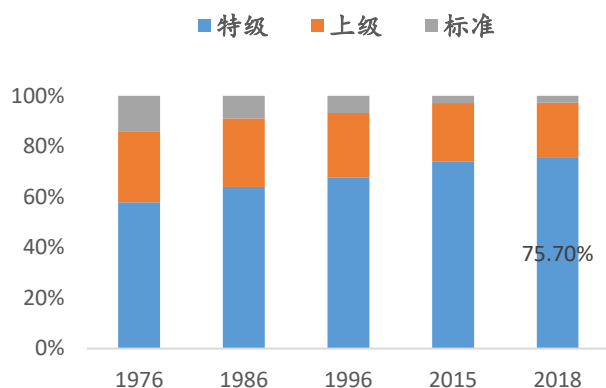
数据来源：中国调味品协会，调料家，《2023 年酱油业趋势洞察白皮书》，华福证券研究所

酱油业在需求持续回暖与龙头积极调整下，短期有望回归良性的量价增长节奏。长期刚需健康化升级、龙头品类创新有望推动行业价格带不断向上跃迁，且预计酱油价格增速将保持高于 CPI 增速。

目前我国 GDP、人均收入、城镇化率与日本 1980s 相似，而且酱油产业成熟度高、消费文化共性大，故具备较高的可鉴性。对比当时日本特级酱油占比(60%+)，2019 年我国仅提升至 42%。其中，广大下线城市、农村等市场具备较大升级空间。

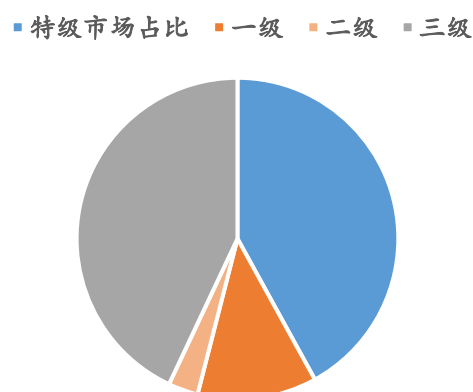
(1) 短期来看，伴随需求回暖、行业龙头的主动调整以及渠道库存去化，我国酱油业有望稳住 10 元价格带。(2) 长期来看，借鉴日本同业“降频提质”的趋势，同时考虑到我国经济韧性与消费者健康意识崛起，预计酱油价格增速将保持高于 CPI 增速；结构端，中国调味品协会预计我国高端酱油(12 元/500ml 以上) 2018-25 年规模 CAGR 为 8.6%。

图表 112：日本特级酱油结构占比持续提升



数据来源：日本酱油协会，柯继《日本酱油的标准种类及特点》，夏恒涟《日本酱油、醋需求动向》，华福证券研究所

图表 113：我国酱油品阶升级空间大

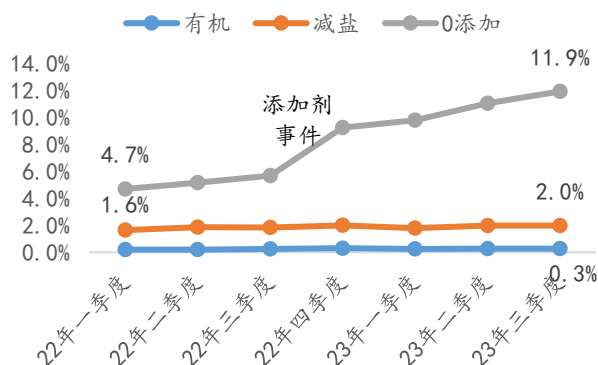


数据来源：中国调味品协会，《中国酱油行业发展趋势报告》，华福证券研究所

前面我们提到日本家庭酱油消费在经济低迷期呈现整体逆势升级，具体来看，尽管国内消费量由于饮食多元化、社会人口趋势等因素而不断下滑，但品类端仍存在结构化机会，其中低盐、丸大豆、有机、鲜榨等健康型酱油在人均消费量见顶后相继出现，它们卡位更高价格带同时快速渗透，并表现为阶段性品类β红利。镜鉴日本，我国酱油业升级趋势强、空间大，未来有望衍生出量价齐升的品类β红利，例如零添加品类成为酱油业近年健康升级的主线，增长中枢最高；且相较多元化需求催生的一系列功能型、概念型酱油，我们认为高鲜酱油仍有较大渗透空间，长期品类红利大。

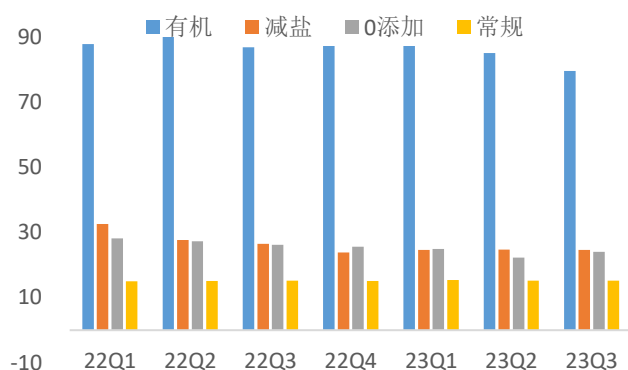
2016 年，国务院印发了《健康中国 2030 规划纲要》并明确提出：到 2030 年，全国人均每日食盐摄入量降低 20%；期间，消费者购买力充足同时消费健康意识逐步觉醒，进而带动健康型高端酱油开始渗透少数家庭。随后，疫情加速家庭健康型需求崛起，其中低盐酱油通过凝聚更多场景、人群共识（22 年减盐认知群体渗透率达 58.5%，同增 17.8%）率先放量，据《尼尔森 2020 零售数据》显示，2020 年减盐酱油市场增速达 82%。同时，零添加酱油也引来大量消费者关注，尤其在 22 年添加剂舆情爆发后，零添加酱油跨越渗透拐点，成为近年健康升级的主线。此外，食品有机化同样是健康消费的重要议题，对应的有机酱油近年也在持续增长，但受限有机法律、制度不完善，产品高定价叠加消费者品类认知不充足，该品类并未完全放量。

图表 114：22Q1-23Q3 健康属性酱油销售额占比/%



数据来源：马上赢，华福证券研究所

图表 115：22Q1-23Q3 健康属性酱油均价（元/升）



数据来源：马上赢，华福证券研究所

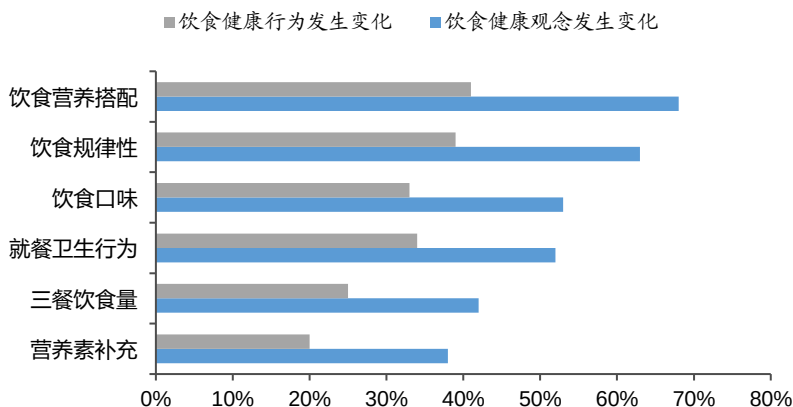
最后，需求多元、场景细分化催生功能型酱油快速增长，如银发经济、清淡饮食创造减盐、减脂、零添加系列，厨师端多元烹饪的需求，育儿场景下的宝宝酱油，户外、单身经济下的小包装等。但对比上述功能型、概念型酱油，高鲜酱油市场基础好，更有利于凝聚消费对酱油品阶升级的共识；且考虑到酱油品阶升级的空间与确定性趋势，我们认为高鲜酱油依然具有较大的品类红利。

建议关注：基本面逐步修复、董事会换届、公司治理改善的**中炬高新**；卡位酱油高端化升级，有望充分受益品类β红利的**千禾味业**。

5.3.3 老龄化趋势受益赛道——保健品

疫情三年强化人们的健康意识。根据丁香医生统计，疫情给 55%和 49%的人们带来生命观和人生观的改变。疫情后饮食营养搭配和饮食规律性的意识增强最多，大家对于健康饮食的意识提升体现在生活的方方面面，人们不仅更注重营养搭配，同时也更注重饮食的规律性，超过八成人群在疫情后饮食健康行为发生了改变。

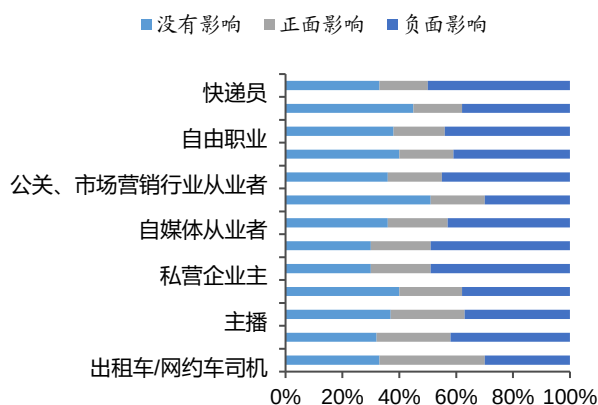
图表 116：疫情带来人们健康意识与行为的提升



数据来源：《2021 国民健康洞察报告》，华福证券研究所

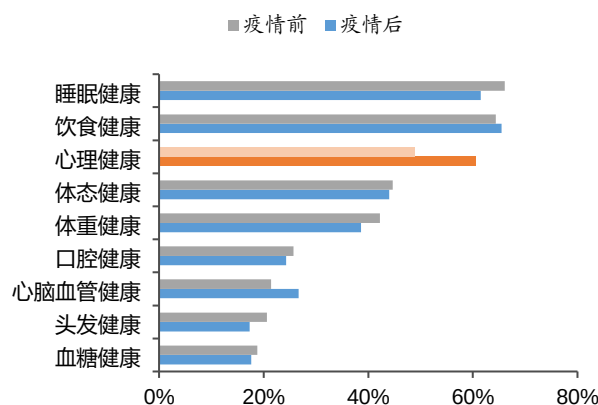
信息化时代及社会压力作用下,人们积累的健康焦虑也催生保健品消费需求。在信息化的时代下,信息传播媒介变多,人们随时随地能够通过百度、小红书、微博、微信等平台获取各种信息。而面对网络获取健康信息,美国的皮尤调查结果显示,75%的用户基本不检查信息来源和发布日期就选择盲目相信。因此在经济下行、社会压力增大的情况下,加之对信息的筛选和判断能力的欠缺,容易导致人们对某种身体状况或患有疾病的恐慌心理和过度关注,也就是所谓的健康焦虑。人们希望通过保健品的消费缓解自身健康焦虑,这一现象也导致健康需求从老龄向低龄过渡。

图表 117: 疫情对不同职业群体带来的影响



数据来源:《2021 国民健康洞察报告》, 华福证券研究所

图表 118: 疫情后人们对心理健康的关注度提升



数据来源: 艾瑞咨询, 华福证券研究所

中日对比来看,目前我国保健品行业在逐步规范过程中,各品类发展不均。保健品消费属性介于食品和药品之间,既具有食品的特点,又能够补充营养成分、调节身体机能,其复杂的属性也决定了监管的特殊性。对标日本来看,2015 年日本内阁会颁布《规制改革实施计划和日本再兴战略》,将功能性标示食品以备案制形式纳入监管条例,此次改革覆盖了可能涉及功能性的全部食品(包括膳食补充剂形态的加工食品、膳食补充剂形态以外的加工食品、生鲜食品),而限于狭义的保健功能食品,此次新规让日本保健品行业叠加“多重 buff”——强医疗背景、行业严监管、先进技术、优质原材料以及更广的覆盖面等,催化保健品行业加速发展。受该新规影响,日本药妆店的营业额将因为该新规的颁布与实施而迅速扩大至 1.5-2 百万日元(约合人民币 750 亿元到 1000 亿元)。相比之下,我国保健食品覆盖面较窄,截至目前,我国保健品的备案范围主要涵盖营养素补充剂和辅酶 Q10、灵芝孢子粉等单方产品,备案产品组方、功能声称并未突破注册制产品的可控范围,政策方面尚待完善。

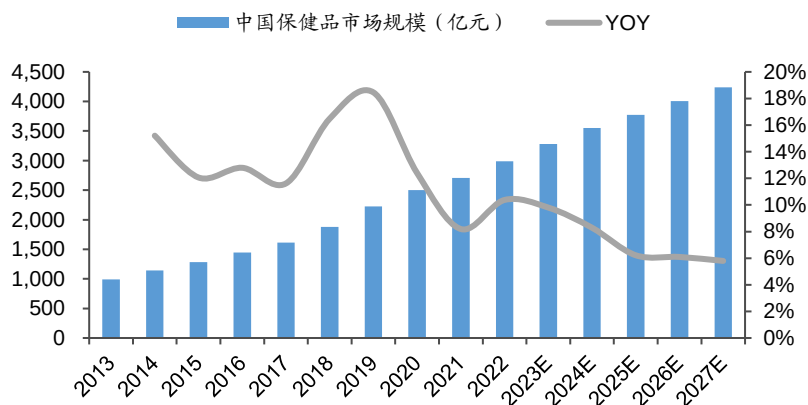
图表 119：中日保健食品市场准入机制比较

国家	产品名称	定义	市场准入
中国	保健食品	声称并具有特定保健功能或者以补充维生素、矿物质为目的的食品。适用于特定人群食用，具有调节机体功能，不以治疗疾病为目的，并且对人体不产生任何急性、亚急性或慢性危害的食品	注册（目录外原料）或备案（目录内原料）
	营养功能食品	以补充特定营养成分为目的的食品。国家对营养成分的种类、摄入量以及营养成分的功能声称做出明确规定，企业根据规定生产和标示营养成分功能	自行上市
日本	特定保健用食品	常规型： 在饮食生活中，消费者通过食用能达到所标示的保健目的	注册
		条件限制型： 有效性依据虽然不能完全达到特定保健用食品（常规型）批准的审查要求，但经验证具有一定有效性，应对限制型条件进行明确标示	注册
		降低疾病风险型： 有效成分降低疾病风险的效果已经获得医学和营养学界的广泛认知，降低疾病风险可作为标示内容	简单注册
		规格标准型： 作为特定保健用食品的批准产品数量比较多，已经积累较多的科学依据，有效成分等相关标准已经确定，无须经过个别审查，通过规格标准是否适合等审查后，即可许可	简单注册
	功能性标示食品	对未患病人群（不包括未成年人、孕产妇、计划怀孕妇女、乳母），以科学依据为基础，可以在包装容器上标示功能性相关成分及其以维持和改善健康为目的的特定保健功能（降低疾病风险除外）的食品	上市前 60 日备案

数据来源：中国食品卫生杂志，华福证券研究所

我国保健品行业空间广阔，未来五年内直指 4000 亿。根据艾媒咨询，2022 年我国保健品市场规模为 2989 亿元，5 年 CAGR 为 13.1%，增长迅速。短期来看，保健品行业受“百日行动”打假负面新闻、跨境电商法带来的监管趋严等事件影响增速有一定回落，但长期来看“银发一族”和“年轻一代”作为驱动行业增长的核心群体，在健康意识提升、老龄化背景下，行业发展动能充足、空间广阔。

图表 120：我国保健品行业空间广阔



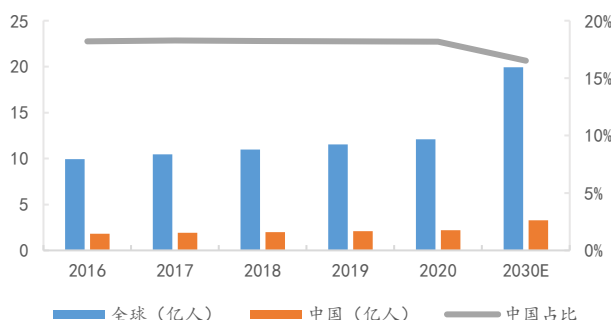
数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

建议关注：受益全民健康意识觉醒、老龄化趋势及老龄化消费习惯的普及，国内保健品龙头**汤臣倍健**。

5.3.4 成本&需求大幅波动后的企稳修复，天然代糖助力品类升级

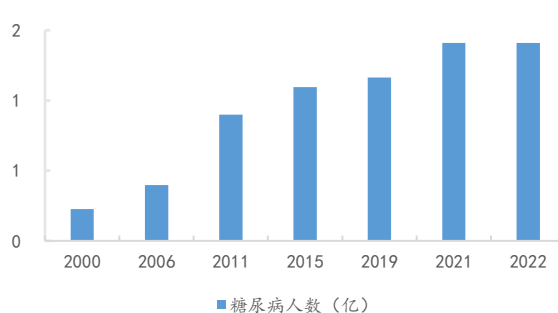
减糖摄入过多可导致超重和肥胖等疾病。世界卫生组织多次指出，过多摄入游离糖会增加龋齿、肥胖、糖尿病和高胆固醇血症等疾病的患病风险。根据华经产业研究院，2020 年我国和全球已有肥胖症患者 2.2 亿人和 12.11 亿人，弗若斯特沙利文预计 2030 年我国和全球的肥胖症患者人数分别达到 3.29 亿人和 19.92 亿人。

图表 121：我国和世界肥胖症患者人数



数据来源：华经产业研究院，弗若斯特沙利文，华福证券研究所

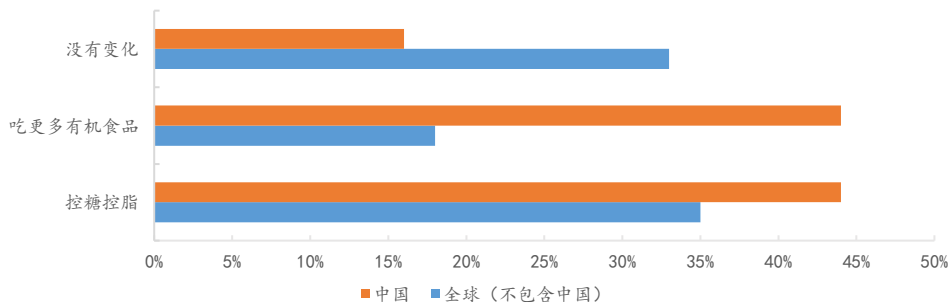
图表 122：我国糖尿病患者人数



数据来源：观研报告网，智研咨询，华福证券研究所

减糖成为全球消费共识，我国加强政策引导。随着消费者健康意识的不断增强，“减糖”逐渐成为全球的消费共识，世界各国纷纷推出各类减糖政策。我国也从 2016 年起相应出台各类健康规划，从知识传播、标准界定及引导角度鼓励大家减少糖摄入，控制肥胖超重，从而预防糖尿病等相关疾病。健康中国行动（2019-2030）中提出鼓励相关生产经营者使用天然甜味剂取代蔗糖，提倡到 2030 年人均每日添加糖摄入量不高于 25g。另外，疫情后全球消费者更注重健康饮食，中国消费者尤为显著，44% 的中国消费者表示更注意控糖控脂，高于全球整体水平。

图表 123：疫情以来消费者的饮食变化情况



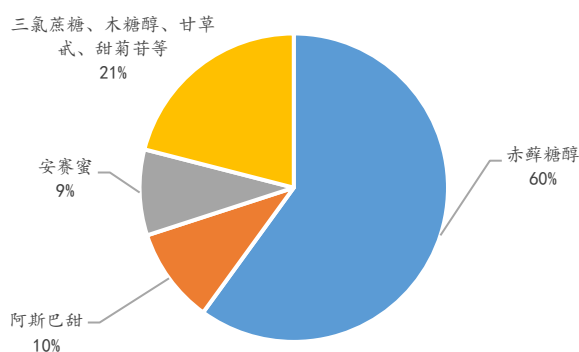
数据来源：埃森哲新冠动向调研，亿欧智库，华福证券研究所

顺应减糖趋势，代糖应运而生，持续迭代升级。代糖本质并不是糖，但可以和糖一样帮助食物产生甜味，也被称为甜味剂，其与糖最大的区别在于代糖几乎不参与代

谢、不产生热量、不升高血糖，因此规模发展迅速，根据尚普咨询集团数据，2022 年全球代糖产品市场规模为 189.6 亿美元；我国代糖产品的市场规模约为 70 亿元人民币。代糖主要分为人工代糖和天然代糖（包括糖醇）两大类，人工代糖发展至今已经有六代，但是人工代糖虽然减糖性能已满足零糖标准，但仍有部分健康安全隐患，同时部分原料口感还原度低，因此天然代糖和糖醇等凭借其来源天然、安全性较高、口感清爽等特质需求逐步提升。根据英敏特数据，2010-2020 全球天然代糖的市场占比由 8.16% 提升至 29.41%。

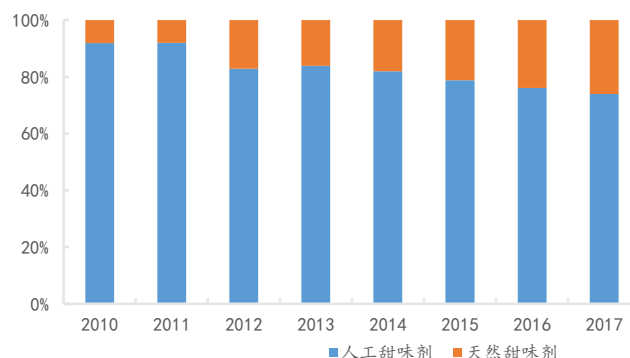
我国天然代糖增速较快，赤藓糖醇为主要品种。2022 年我国代糖产品的总消费量约为 30 万吨，同比增长 20%。其中天然代糖的消费量约为 19 万吨，同比增长 22.6%，高于人工代糖 15.8% 的增速。按照品类划分，赤藓糖醇是我国代糖产品的主要品种，占总消费量的 60%；阿斯巴甜、安赛蜜分别占总消费量的 10%、9%；其他品种如三氯蔗糖、木糖醇、甘草甙、甜菊苷等占总消费量的 21%。

图表 124：2022 年我国各类代糖消费量占比



数据来源：中商产业研究院，华福证券研究所

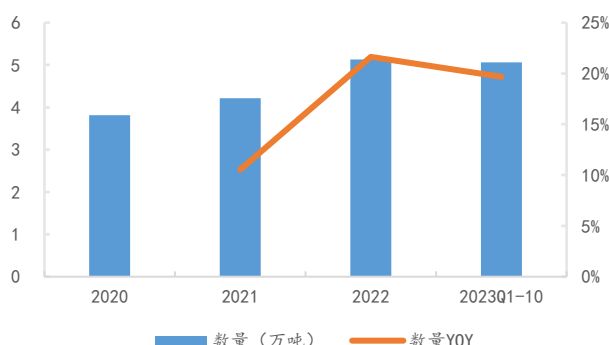
图表 125：天然代糖占比逐步提升



数据来源：英敏特数据，华福证券研究所

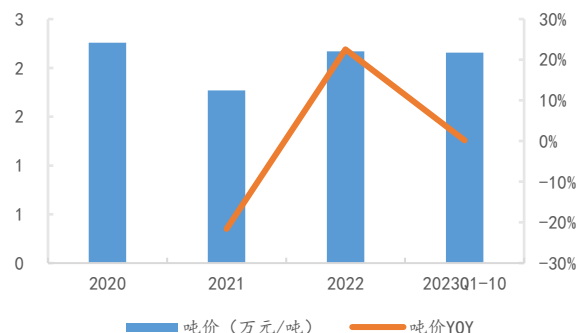
今年以来各天然代糖需求和价格分化。赤藓糖醇是我国消费量最大代糖种类，2021 年价格曾经达到 4 万元/吨，由于近两年由于产能过剩价格大幅下降，2023 上半年价格跌破万元/吨。木糖醇和山梨糖醇近年来需求持续提升，出口量逐年上涨，其中木糖醇 22 年和 2023Q1-10 出口量分别同比+21.6%和+19.7%，出口吨价分别同比+22.6%/+0.20%；山梨糖醇 22 年和 2023Q1-10 出口量分别同比+30.73%和+31.18%，出口吨价分别同比+5.82%/+14.18%。阿洛酮糖被认为是具潜力的新一代“健康糖”，口味接近蔗糖但热量极低，同时也不具有类似赤藓糖醇等糖醇类代糖的耐受性问题，虽然还未在我国获批使用，但是已经获得美国、日本、韩国、加拿大等 14 个国家的使用许可，需求持续提升。甜菊糖苷被誉为世界“第三代天然零热量健康糖源”，我国甜菊糖苷出口量占我国甜菊糖苷产量的 80% 左右，23 年甜菊糖苷受到海外主要销售国家行业去库存的影响，因此产品需求和价格下滑。

图表 126: 木糖醇近年出口数量及增速



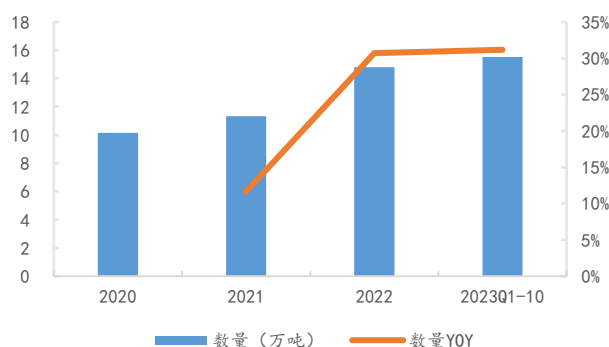
数据来源: 中国海关, 华福证券研究所

图表 127: 木糖醇近年出口吨价及增速



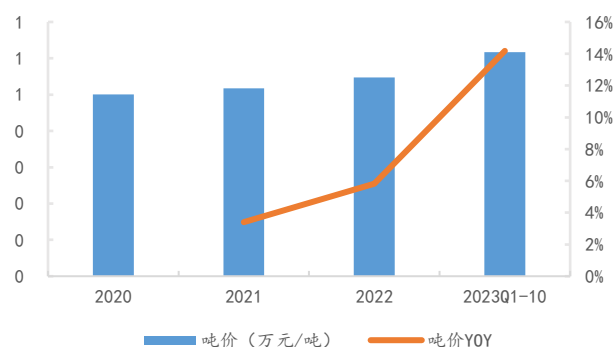
数据来源: 中国海关, 华福证券研究所

图表 128: 山梨糖醇近年出口数量及增速



数据来源: 中国海关, 华福证券研究所

图表 129: 山梨糖醇近年出口吨价及增速



数据来源: 中国海关, 华福证券研究所

天然代糖空间广阔。虽然 23 年各天然代糖产品需求和价格出现一定波动, 但是我们认为在饮料、糖果、冷冻饮料、饼干糕点等消费领域中, 天然代糖还有较大的应用空间。在无糖饮料的应用中, 赤藓糖醇安全性高、口感清新爽口成为首选; 在无糖糖果的应用中, 多元糖醇可以提供与蔗糖或淀粉糖浆相似的结构和技术性能; 在冷冻饮品的应用中, 麦芽糖醇具备焦糖化反应, 可以使冰淇淋奶油状态恒定、具有脂肪感和色泽香味并且延长保质期; 阿洛酮糖不仅可以保留传统冰激淋的密度, 还有助于减轻体重, 改善消化健康避免肠胃不适; 在饼干和糕点的应用中, 因糖有多重功能, 所以代糖的选择需考虑多种因素, 功能性糖、罗汉果甜苷较有潜力, 多元甜味剂复配可以较低的成本实现接近蔗糖的口感品质。

我们认为近年来随着消费者减糖意识提升、“糖税”及减糖政策出台, 全球无糖/低糖消费兴起, 同时随着人工代糖的安全性不断被讨论, 天然代糖的占比快速提升, 未来天然代糖将有更大的替代空间。建议关注具备阿洛酮糖先发优势且新建阿洛酮糖产能即将释放的百龙创园、全球领先的木糖醇、晶体山梨糖醇及晶体麦芽糖醇生产企业华康股份、全球甜菊糖苷和罗汉果甜苷主要供应商之一的莱茵生物。

百龙创园:健康甜味剂业务以阿洛酮糖为主, 受益于阿洛酮糖海外需求持续增长, 公司 2023Q1-3 健康甜味剂业务营收同比+50%, 预计 23Q4 公司“年产 15000 吨结晶糖项目”将建成投产, 公司将新增 1.5 万吨阿洛酮糖产能, 未来有望保持较高增速。

华康股份：是全球主要的木糖醇、晶体山梨糖醇及晶体麦芽糖醇生产企业之一，市场占有率高，2021 年晶体木糖醇产品在全球市场占有率为 25.5%，排名第二，国内市场占有率为 58.5%，排名第一；晶体麦芽糖醇/晶体山梨糖醇国内市场占有率分别为 39%/33%，均位列第二。2022 年公司晶体糖醇产能利用率为 96%，已接近饱和，公司计划通过“100 万吨玉米精深加工健康食品配料项目”项目扩充产能，未来有望受益于功能性代糖需求的持续增长。

莱茵生物：天然甜味剂业务包括甜菊糖苷和罗汉果苷，23Q1-3 营收同比下滑 15%，主要由于客户和行业去库存导致甜菊糖苷需求及价格下滑；但是公司罗汉果苷业务同比提升，部分单品的营收同比实现了大幅增长，价格和毛利率提升。虽然公司今年天然甜味剂业务受到了短期波动的影响，但在健康减糖的趋势下，长期向好。

6 投资建议

建议关注以下标的：

贵州茅台：作为白酒龙头，茅台品牌护城河深厚，今年飞天提价后，24 年茅台业绩稳增确定性明晰，价增后茅台 1935 等产品放量的压力缓解，增长更为良性。此外，在保证公司正常经营和长期发展不受影响的前提下，茅台持续加大现金分红力度，从投资回报率确定性的角度看稀缺性较高。

五粮液：五粮液作为千元价格带龙头，在批价和终端价格上对其他主流品牌大单品起到引领作用。高端酒竞争格局清晰，壁垒较强，品牌力始终是高端酒最深厚的护城河。从目前的情况看，五粮液 24 年量价策略理性，关注渠道健康，批价提振可期。此外，五粮液在高端酒中 PE 偏低，估计性价比高。

泸州老窖：今年进入淡季以来，公司 Q2 实施“春雷行动”、Q3 实施“秋收行动”，全年经营节奏较好，渠道力、执行力、战略灵活度较高的特征充分显现，在当前白酒调整期内优势有望进一步凸显。从产品端看，国窖占位高端，特曲腰部力量夯实，梯度完善，有利于公司应对不同的消费环境。

山西汾酒：在大清香起势的背景下，清香龙头山西汾酒表现持续亮眼，高端产品营收占比环比提升，青花 30 在今年中秋国庆旺季不旺的背景下依旧批价保持坚挺和动销良性。此外，公司塔基产品玻汾势能较好，“抓两头，带中间”战略符合当前“K 形”消费趋势。

珠江啤酒：啤酒作为大众品，预计未来整体销量将维持稳定，在自由市场的消费趋势 K 型分化下，消费渠道预计将产生结构性变化，中低端餐饮渠道将有所扩容，而珠江啤酒作为广东地区当地本土企业，具备较强的市场地位，纯生系列产品消费者接受度较高，预计在当前的消费趋势下，将享受自身优势渠道在当前经济环境下的被动扩容，从而具备较强的收入端弹性，建议关注。

青岛啤酒：由于啤酒厂商在优势市场可以通过买店等方式决定终端售卖的啤酒产品档次，进而主导市场内的主流价格带，因此我们认为基地市场的结构升级为厂商能

够把握住的确定性高端化空间，对应青岛啤酒公司基地市场结构升级具备较低起点、较大空间，建议关注。

百润股份：作为预调酒龙头企业，预计最为受益于“悦己”饮酒理念下，预调酒渗透率的提升，公司当前具备完善的产品矩阵，产品覆盖低度到高度，以及除超高端以外全价格带，并且有“微醺”、“强爽”两大现象级大单品，未来亦储备包括威士忌在内的较多新品，预计将引领预调酒赛道景气度向上，建议关注

劲仔食品：新老产品双双放量，收入维持高增长。2023 年前三季度，公司营收和净利润已经超过了去年全年总额。产品端，公司以“大包装+散称”产品组合为基础，以劲仔小鱼为基，受新品鹤鹑蛋（散称）表现亮眼推动，23H1 公司散称产品收入增长超过 220%，产品端实现结构升级；渠道端，公司将发力流通渠道以及量贩零食&抖音等新渠道，受益渠道红利实现营收放量；盈利端，受公司降本增效及产品结构优化等因素影响，预计公司盈利能力将得到提升。

洽洽食品：产品升级&渠道红利&成本降低，三重优势打造核心竞争力。成本端，23Q4 新采购季成本端有一定下降，且 Q4 旧库存已基本消化，预计公司未来一年成本端压力逐渐减轻；渠道端，公司布局量贩零食，新渠道仍在逐步放量过程中，预计 24 年公司新渠道仍快速增长；产品端，公司新品陆续推出，高毛利单品风味坚果、打手瓜子等将成为 24 年公司发展重心。

安井食品：在需求修复、成本优化及费用精细运作等因素作用下，公司全年业绩增长弹性大。作为预制菜行业龙头，公司在全渠道发展、全渠道布局方面取得大幅领先，自身规模效应也已经得到充分验证，未来有望凭借大单品组合在菜肴业务以及细分渠道多点开花，并持续攫取市场份额。总之，公司基本盘牢固，并向平台化模式进化以及内部充分激励下增长动力足，未来业绩可见度高、成长空间大。

千味央厨：在餐饮业结构性复苏背景下，公司深度绑定优质大 B，全年实现业绩高增。而在餐饮产业链标准化、工业化浪潮下，公司具备一套强大的综合服务体系，有望持续攫取大 B 稳定连锁化的红利。同时，大 B 提供研发赋能、灯塔效应（品牌背书），叠加公司精细管理与政策倾斜，小 B 端有望实现大单品放量，并成为公司营收&盈利快增引擎。总之，公司发展模式清晰，大小 B 有效联动有望持续孵化大单品，并共同构成公司增长系统闭环。

伊利股份：利润导向明显的全国乳企巨头伊利股份，建议关注产品结构优化带来的毛利率改善情况以及费用投放情况。并且随着需求端的稳步恢复，伊利常温基本盘/低温等产品营收也有望实现正增长，在经营层面的向好趋势下，未来利润端的兑现可期。

图表 130：各企业盈利预测

公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
贵州茅台	21003.63	627.16	743.28	901.4	1,044.78	32.95	28.26	23.30	20.10
泸州老窖	2547.86	103.65	132.13	162.71	197.47	24.43	19.28	15.66	12.90
五粮液	5222.70	266.91	302.56	348.21	398.17	19.44	17.26	15.00	13.12
山西汾酒	2765.17	80.96	104.96	130.64	160.15	32.78	26.35	21.17	17.27
珍酒李渡	293.11	6.12	17.53	20.53	26.03	44.57	16.72	14.28	11.26
珠江啤酒	173.30	5.98	7.04	8.39	9.71	29.41	24.62	20.66	17.85
青岛啤酒	809.63	37.11	42.89	53.73	62.51	21.23	18.88	15.07	12.95
百润股份	246.68	5.21	8.97	12	14.97	47.58	27.50	20.56	16.48
东鹏饮料	702.50	14.41	19.71	26.38	32.1	50.8	35.64	26.63	21.88
双汇发展	900.12	56.21	60.11	65.12	69.96	15.98	14.97	13.82	12.87
伊利股份	1661.55	94.31	106.86	122.05	138.99	17.22	15.55	13.61	11.95
天润乳业	37.69	1.97	2.02	2.51	3	19.58	18.66	15.01	12.56
洽洽食品	172.68	9.76	8.42	11.2	13.21	18.56	20.51	15.42	13.07
劲仔食品	52.82	1.25	1.82	2.42	3.07	43.09	29.02	21.83	17.21
安井食品	286.55	11.01	16.06	18.96	23.27	26.96	17.84	15.11	12.31
千味央厨	43.56	1.02	1.4	1.79	2.25	44.88	31.12	24.34	19.36
天味食品	135.96	3.42	4.43	5.4	6.49	42.66	30.69	25.18	20.95
中炬高新	203.26	-5.92	-1.22	8.09	9.64	-35.51	-166.60	25.12	21.08
千禾味业	159.62	3.44	5.26	6.63	8.04	47.09	30.35	24.08	19.85
绝味食品	161.98	2.33	6.07	9.66	12.47	74.19	26.68	16.77	12.99
海融科技	28.67	0.93	0.91	1.5	2.09	31.12	31.51	19.12	13.72
立高食品	78.22	1.44	1.81	3.85	5.19	56.09	43.21	20.32	15.07
南侨食品	79.47	1.61	2.02	3.45	4.54	50.58	39.34	23.03	17.50
巴比食品	53.45	2.22	2.3	2.79	3.37	24.52	23.24	19.16	15.86
百龙创园	69.56	1.51	2.06	3.01	4.06	47.51	33.77	23.11	17.13

数据来源：wind，华福证券研究所；以上数据以 2023.12.25 为基准；其中贵州茅台、五粮液、青岛啤酒、百润股份、东鹏饮料、安井食品、天味食品、千味央厨、绝味食品、立高食品、巴比食品、南侨食品、海融科技、百龙创园来自外发报告预测，其余归母净利润来自于 iFind 一致预期

7 风险提示

宏观经济波动影响消费水平:宏观经济波动将对人们生产、消费、物流运输等多方面产生不利影响，这将制约行业及公司的发展。

食品安全风险:如若行业内或公司出现食品安全问题，将影响全行业及相关产业链的终端销售情况，从而对公司经营及盈利能力带来不利影响。

政策风险:由于政商消费在白酒高端酒消费中占比较大，若政策性文件出台将影响茅台等高端酒产品的需求，相关行业及公司的经营风险较大。

经销商资金链问题抛售产品损害品牌:一旦经销商因为资金链问题对经营产品进

行抛售，将会损害产品价盘以及品牌形象，从而对公司经营带来不利影响。

原材料成本大幅波动的风险:例如餐饮、啤酒、休闲食品原材料成本占比较高，上游原材料价格大幅波动将影响相关行业公司的盈利能力。

分析师声明

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

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

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

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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；香港市场以恒生指数为基准；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）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn