

# 食品饮料行业2024年度策略：笃行致远，静待曙光

评级：推荐(维持)

薛玉虎(证券分析师)

S0350521110005

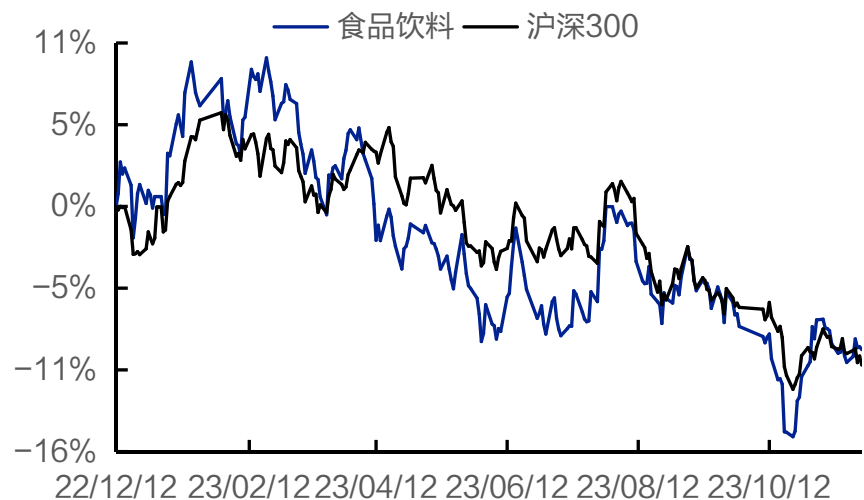
xueyh@ghzq.com.cn

刘洁铭(证券分析师)

S0350521110006

liujm@ghzq.com.cn

## 最近一年走势



## 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料	-6.2%	-10.4%	-15.4%
沪深300	-4.7%	-9.2%	-14.5%

## 相关报告

《食品饮料行业周报：板块基本面修复中，静待催化（推荐）\*食品饮料\*薛玉虎，刘洁铭》——2023-11-21

《食品饮料行业周报：板块基本面改善信号明确，布局时点显现（推荐）\*食品饮料\*薛玉虎，刘洁铭》——2023-11-06

《食品饮料行业周报：秋糖总结：终端动销好于渠道反馈，去库存和低毛利导致情绪较差（推荐）\*食品饮料\*薛玉虎，刘洁铭，王尧》——2023-10-16

**1. 板块复盘：**2023年初至12月1日，食品饮料指数下跌10.2%，跑输上证指数约9.1pct，在所有一级行业中排名靠后。在经历了2016~2020年阶段的趋势性上涨后，当前食品饮料板块已经历了3年左右的估值消化期。板块持续回调主要由于：1) 经济弱复苏下对需求端引发的担忧，疫情对居民端产生“疤痕效应”，储蓄意愿高涨，消费逐步趋于理性；2) 外资持续流出。

**2. 白酒板块：基本面持续改善，估值回落至低位，静待催化。**全年表现彰显韧性，下半年有两次反弹行情但幅度较弱。上市龙头酒企报表业绩增速稳健，但是市场更关注批价、库存和长期增速预期。由于渠道库存压力仍在，批价低迷，宏观数据有所承压，因此表现为下半年的两次反弹幅度较弱。我们预计2024年有四大因素支撑白酒板块行情：1) 发展重回正轨。疫情影响结束，淡旺季节奏回归正常，茅台提价释放改革信号，龙头分红率提升；2) 估值低位。目前板块估值已经回落至近10年低位。3) 长期发展逻辑不变。消费升级和分化的大趋势不变，稳健的公司依然稳健；4) 宏观经济复苏。积极的信号在累积，情绪的逆转可能在一念之间。历史经验来看，白酒板块在经济承压期间体现韧性，并且复苏早于其他消费。重点推荐贵州茅台+区域地产酒。

**3. 大众品板块：利润率先于收入恢复，后续关注产品创新、供应链效率提升及高股息。**2023年以来大众品收入表现分化，与出行、户外、礼赠、零食量贩渠道扩张相关的公司收入表现较好，利润端在主要原材料成本下行的背景下率先修复。经历过疫后一波补偿性消费，2023年3月以来消费逐渐回归平淡。从消费趋势看，性价比，健康化和悦己需求贯穿全年。展望2024年，在宏观经济有望复苏的背景下，多数子赛道2024年仍面临各种挑战，包括消费者价格敏感、竞争加剧、渠道变革及低基数红利消失。

- **居家消费：**人口红利消失背景下量增趋缓，渠道碎片化加剧导致消费者对价格敏感度提升，购物频次、单次购买金额下行；
- **户外、礼赠：**2023年以来出行呈现补偿性增长态势，2024年出行链预计面临高基数挑战，由于2022年放开期间恰逢春节，礼赠场景未能完全恢复，我们预计2024年春节礼赠场景表现较好；
- **餐饮：**餐饮连锁化率在疫情期间持续提升，2023年大B率先实现恢复，相关供应链公司显著受益，展望2024年，大B端面临高基数及竞争加剧风险，小B在大B挤压的背景下，复苏进度仍需观察。

总结来说，提升供应链效率、积极进行产品创新是当前需求弱复苏、竞争加剧背景下的破局之道，相对来说，小企业更具创新环境，新品、新渠道带动的增量弹性更大，低估值/高分红/低位稳固的行业龙头也有望在弱势市场中跑出绝对收益。

**4. 投资建议及评级：**白酒行业稳健向好趋势不变，大众品业绩筑底，估值回落后龙头企业投资价值凸显，因此我们维持食品饮料行业“推荐”评级。

- **白酒：**推荐贵州茅台、今世缘、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、泸州老窖、口子窖、五粮液、金徽酒
- **大众品：**推荐百润股份、伊利股份、干味央厨、盐津铺子、安井食品、新乳业、重庆啤酒、洽洽食品等

**5. 风险提示：**1) 餐饮渠道恢复低于预期；2) 宏观经济波动导致消费升级速度受阻；3) 行业政策变化导致竞争加剧；4) 原材料价格大幅上涨；5) 重点关注公司业绩或不及预期；6) 食品安全事件等。

1 板块复盘：全年跑输大盘，板块估值和机构持仓已回落至低位

2 白酒板块：基本面持续改善，估值回落至低位，静待催化

3 大众品：宏观需求弱复苏导致竞争加剧，产品创新是破局之路

4 大众品行业趋势

5 投资建议及评级

6 风险提示

◆ 1、板块复盘：全年跑输大盘，板块估值和机构持仓已回落至低位

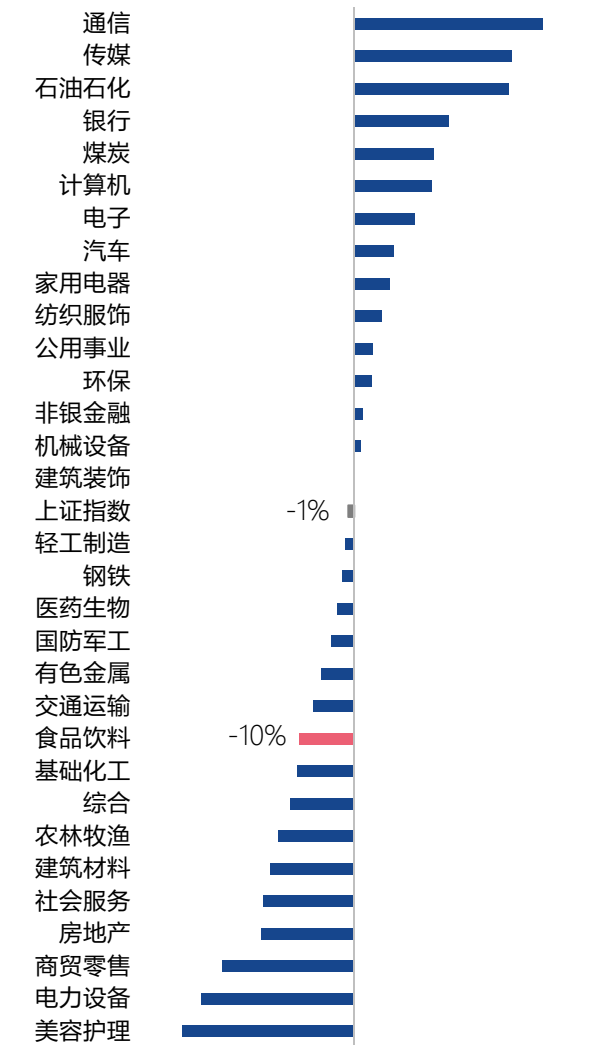
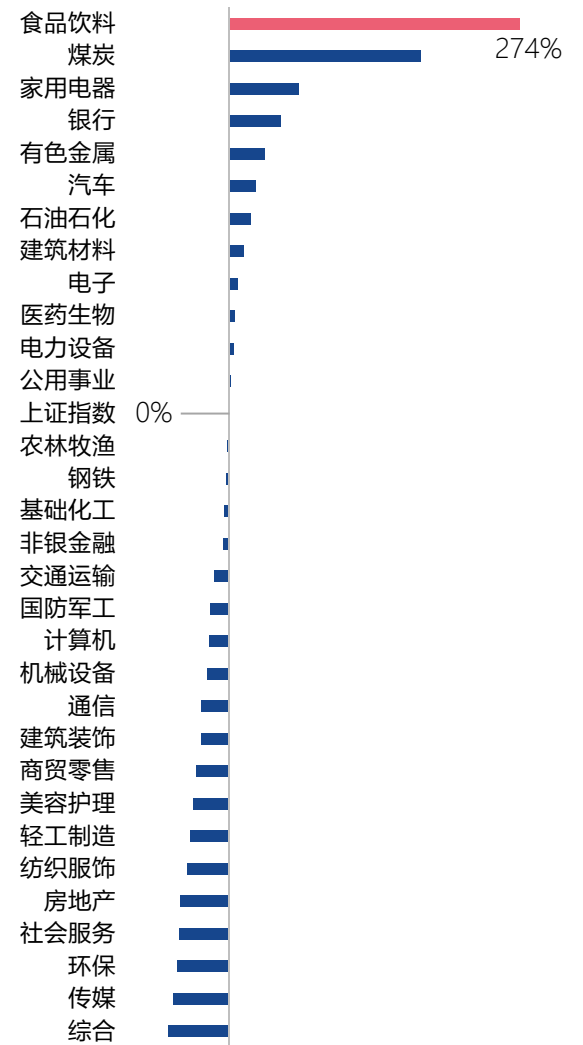
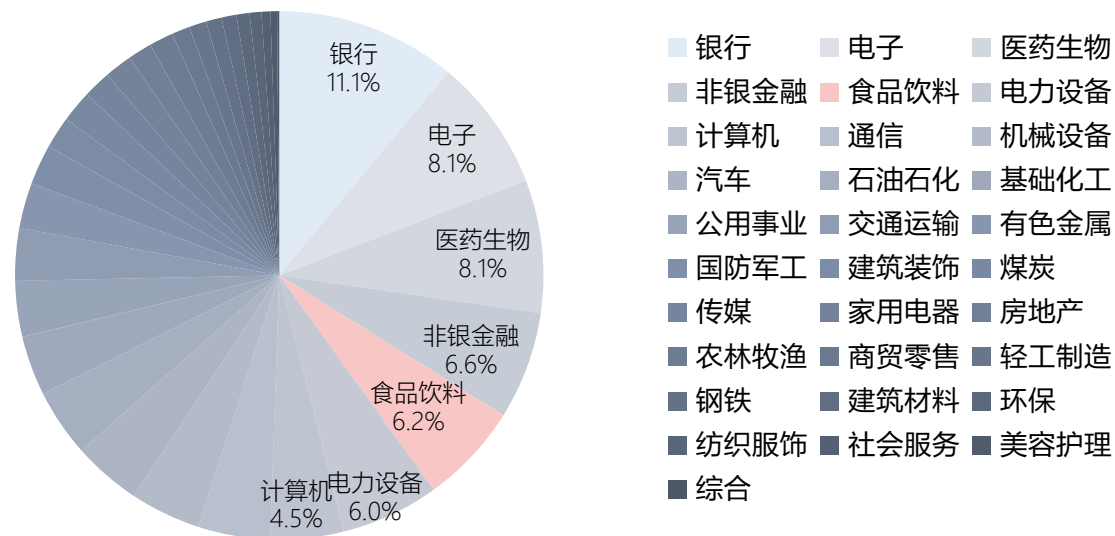
# 1.1 2023年食品饮料板块仍处估值消化期，涨幅排名中下游

年初至12月1日，食品饮料指数下跌10.2%，跑输上证指数约9.1pct，在所有一级行业中排名靠后。在经历了2016~2020年阶段趋势性上涨后，当前食品饮料板块已经历了3年左右的估值消化期。

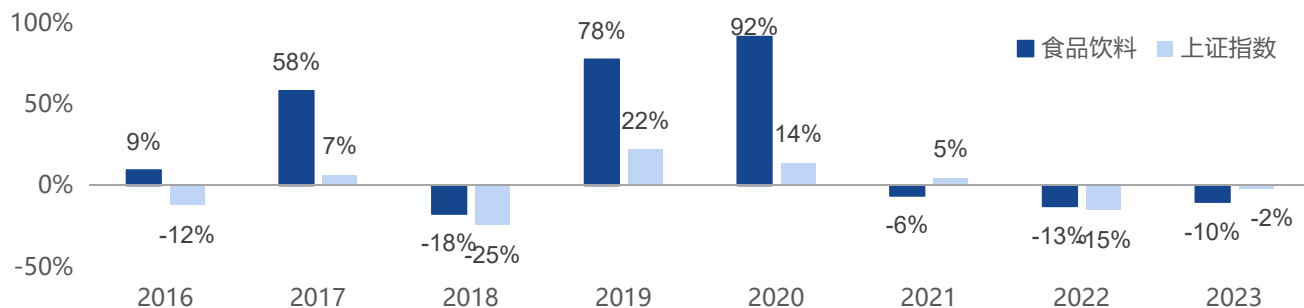
图表：一级行业涨幅（2016年初至今）

图表：一级行业涨幅（2023年初至今）

图表：食品饮料在全市场市值占比6.2%，排名第五（截至2023/12/01）



图表：在2016~2020阶段的上涨后，板块已经历3年的估值消化



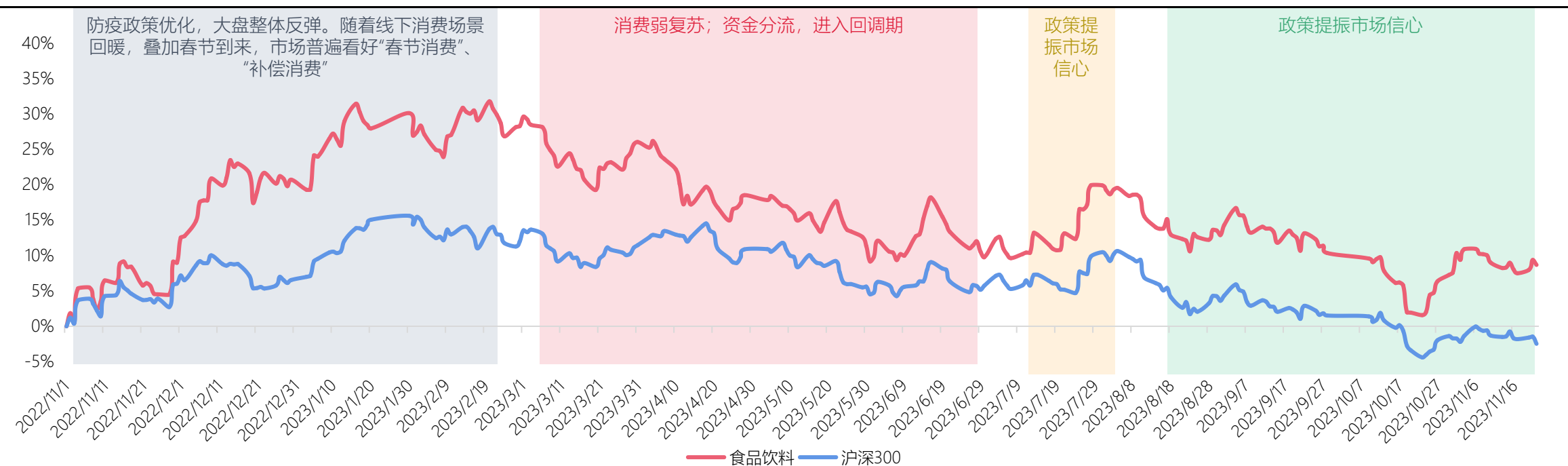
资料来源：Wind，国海证券研究所（注：2023年数据截至2023/12/01收盘）

## 1.2 板块经历几个波段，回调成为主基调

◆ 2023年A股整体表现偏弱，食品饮料板块经历几个波段，具体来看：

- 2022年11月-2023年2月：一方面防疫政策优化，大盘整体反弹，2022年12月中央经济工作会议强调将恢复和扩大消费放在优先位置；另一方面2023年初迎来疫后首个春节黄金周假期，市场普遍看好“春节消费”、“补偿消费”潜力；
- 春节后-7月：疫后补偿性因素相对春节前缩减，消费复苏略显乏力，同时资金分流，板块进入回调期；
- 7月-8月：政治局会议强调扩大内需，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，市场信心提振，板块阶段性反弹；
- 8月-12月1日：再次进入调整期，中报及三季报短期催化，但回调仍是主基调。

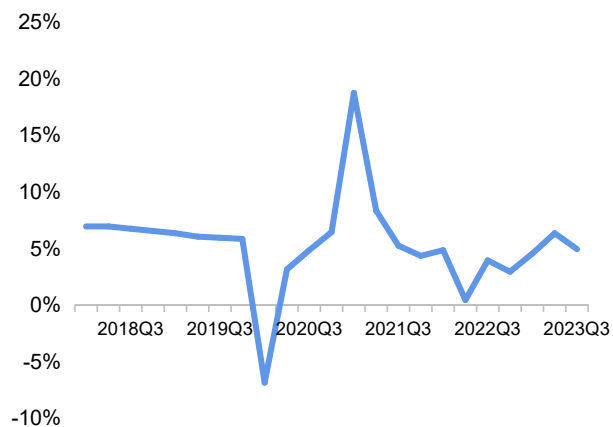
图表：2023年食品饮料及沪深300指数表现



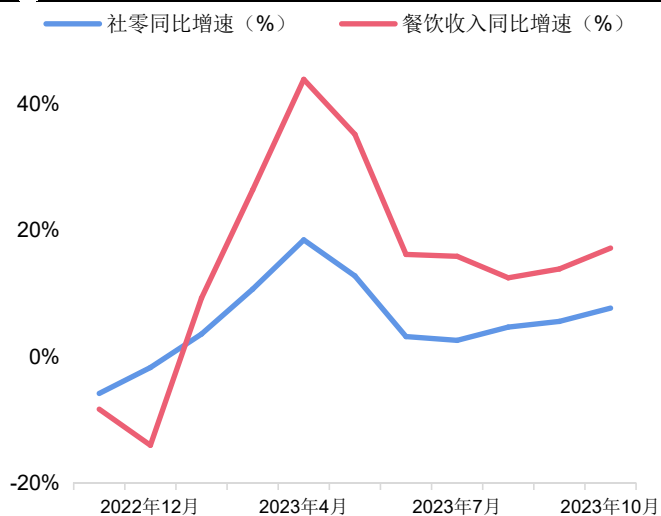
## 1.2 2023年板块整体回调，原因之一：经济弱复苏引发担忧，复苏幅度相对较低

- ◆ 2023年食品饮料整体以回调为主，主因有二：
- ◆ 第一，经济弱复苏引发市场担忧：2023年前三季度我国GDP同比增长4.5%/6.3%/4.9%，尚未恢复疫情前水平，社零及餐饮收入Q1后增速回落，CPI1月后整体呈下降趋势，其中食品烟酒类降幅略高于其他板块。从居民端看，2023年Q1-Q3人均可支配收入同比增速落在3%-6%区间，但“预防性储蓄”热情高涨，存款增速创2016年来新高，收入的温和增长叠加高储蓄率压缩消费空间，同时我国消费者信心指数处于历史低位，整体来看2023年我国经济整体呈温和复苏趋势。

图表：2016-2023Q3我国GDP同比增速（%）



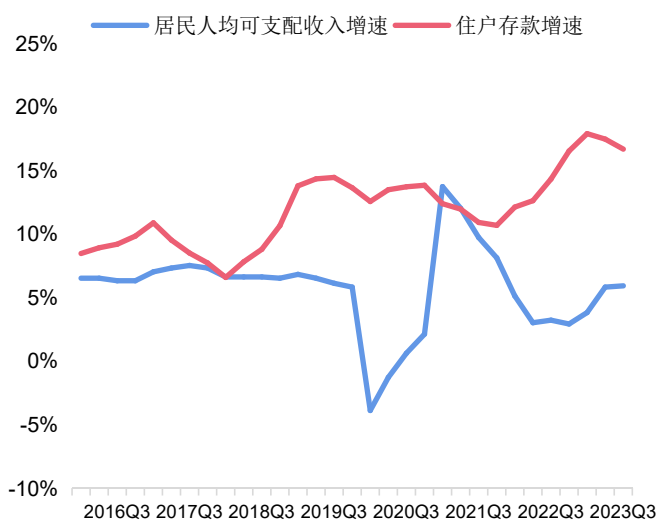
图表：我国社零及餐饮收入同比增速（%）



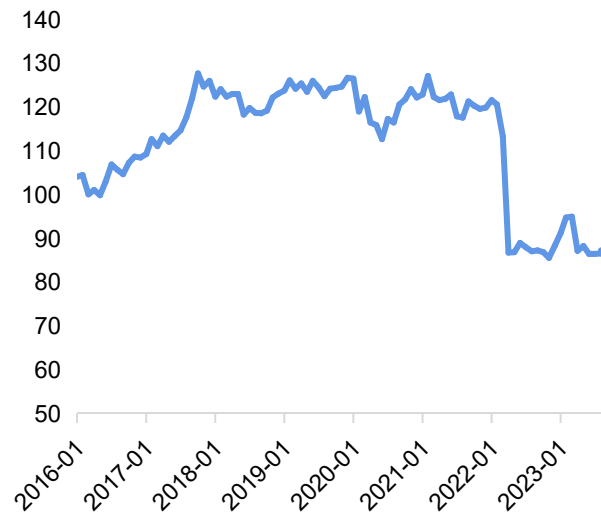
图表：2023年各月我国CPI及细分项环比变化趋势（单位：pct）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
<b>CPI</b>	0.8	-0.5	-0.3	-0.1	-0.2	-0.2	0.2	0.3	0.2	-0.1
<b>食品烟酒</b>	2	-1.3	-0.9	-0.6	-0.4	-0.2	-0.6	0.4	0.2	-0.4
衣着	-0.5	-0.1	0.5	-0.1	0.4	-0.2	-0.3	-0.1	0.8	0.2
居住	0	0.1	0	0	-0.1	0.1	0.1	0.1	0	0
生活用品及服务	0	0	-0.5	0	0	-0.5	0.6	-0.3	0.1	0.1
交通和通信	0.2	-0.5	-0.4	-0.4	-0.6	-0.5	1.2	1	0.1	0
教育文化和娱乐	1.3	-0.8	-0.1	0.5	-0.1	-0.2	1.3	0.2	0.4	0
医疗保健	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0
其他用品和服务	1.1	-0.3	0.8	1	0.2	-0.6	0.9	0	-0.1	0.1

图表：2023年存款同比增速显著高于收入同比增速



图表：2016-2023Q3我国消费者信心指数

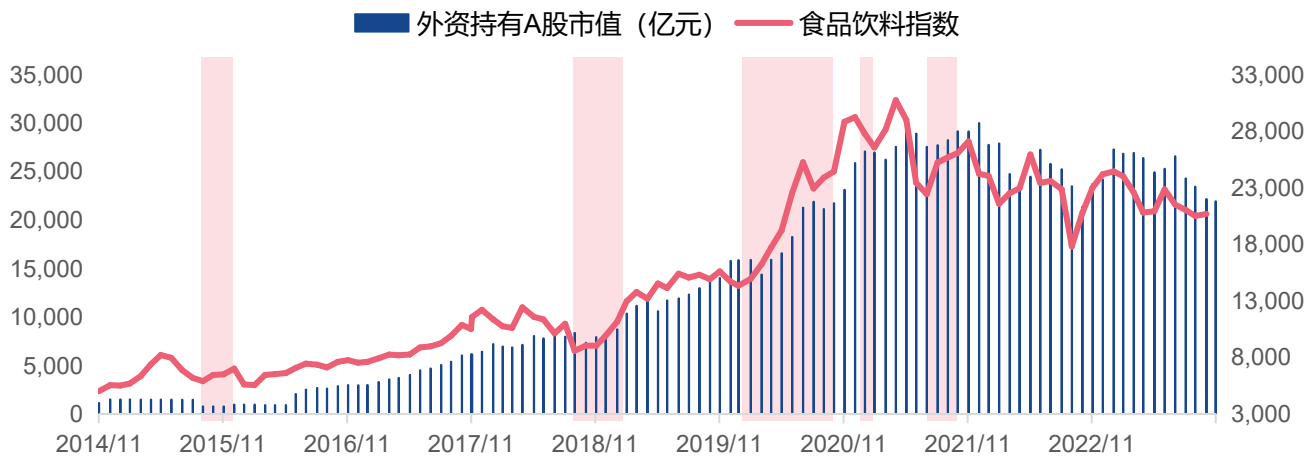


## 1.2 2023年板块整体回调，原因之二：外资持续流出

### 第二，2月反弹结束后外资持续流出

- **复盘历史，板块趋势与外资流向有较强关联。**外资持股食品饮料板块比例较高，截至2023年11月21日，持股市值占比仍达4.8%，仅次于家电行业，因此外资流向对板块趋势有较大影响。复盘历史，2014年至2021年的几轮主要上涨周期均与外资流入趋势相吻合。
- **2022年起外资持续流出，2023年趋势延续。**截至2023年11月19日Wind统计数据显示，2023年初至11月北向资金净流入561亿元，其中3月至11月北向资金净流出1006亿元，对板块造成较大影响。
- **除泸州老窖外，2023年外资在主要个股均有减持。**截至2023年12月1日，贵州茅台/五粮液/泸州老窖/洋河股份/伊利股份/海天味业陆股通持股比例分别为6.8%/4.8%/3.5%/2.5%/13.4%/3.9%。

图表：2014年-2023年11月外资持有境内股票市值及食品饮料指数变化



注：左轴为外资持有A股市值，右轴为食品饮料指数

资料来源：Wind，国海证券研究所

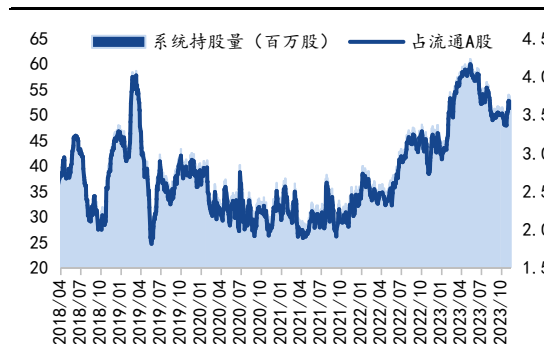
图表：贵州茅台陆股通持股



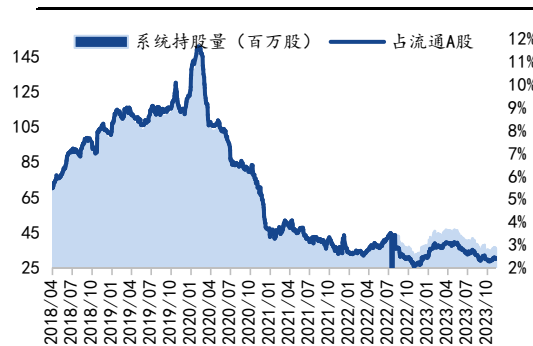
图表：五粮液陆股通持股



图表：泸州老窖陆股通持股



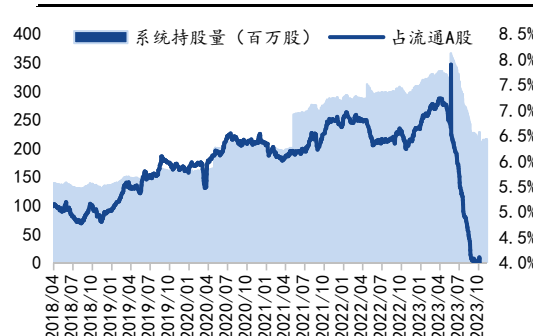
图表：洋河股份陆股通持股



图表：伊利股份陆股通持股



图表：海天味业陆股通持股

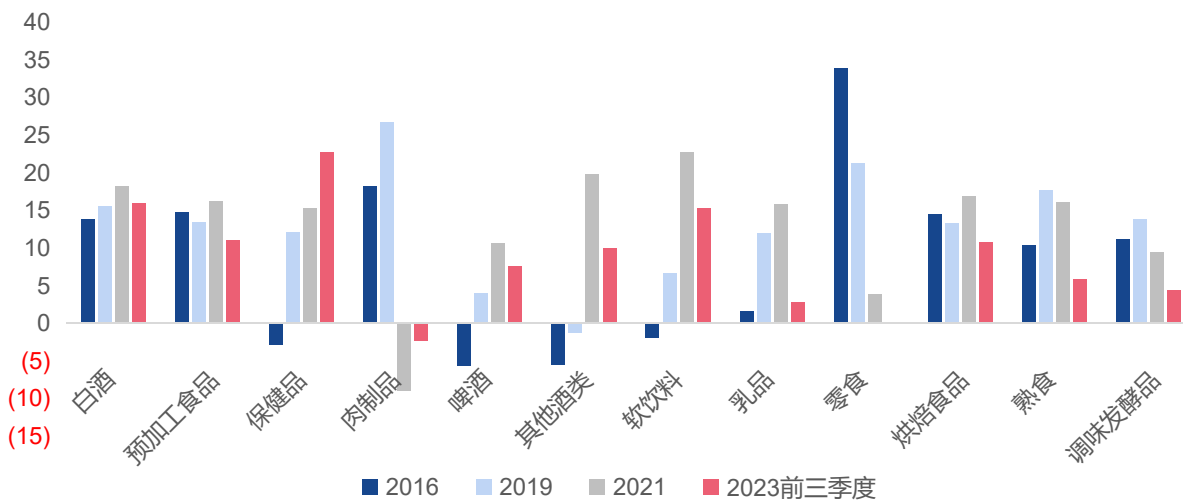


注：左轴为系统持股量，右轴为占流通A股比例

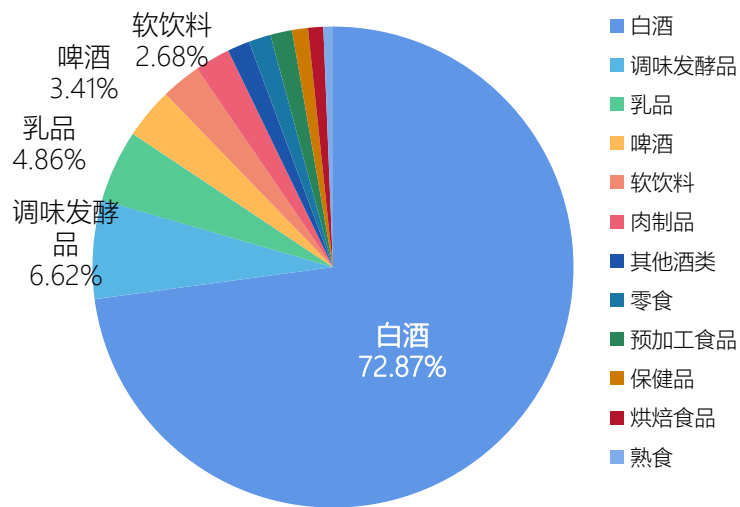
# 1.3 白酒彰显韧性，大众品趋势分化

- ◆ 行业内部分板块涨跌幅看，2023年软饮料表现较好 (+9.4%)；其次为肉制品 (+3.2%)，其他板块均有下跌。白酒板块自2016年以来涨幅较高，2023年至今虽有下跌 (-5.8%) 但仍较为坚挺，主要因区域次高端龙头彰显韧性；其他板块下跌超10%以上。
- ◆ 各子行业收入增速来看，与2021年同比增速相比，2023年前三季度除保健品收入增速加快，肉制品跌幅缩小，其他板块增速均有回落。与疫情前（2019年）相比，其他酒类、软饮料收入增长仍有提速，其他板块增长略显乏力，整体来看板块股价变化与业绩趋势大致吻合。

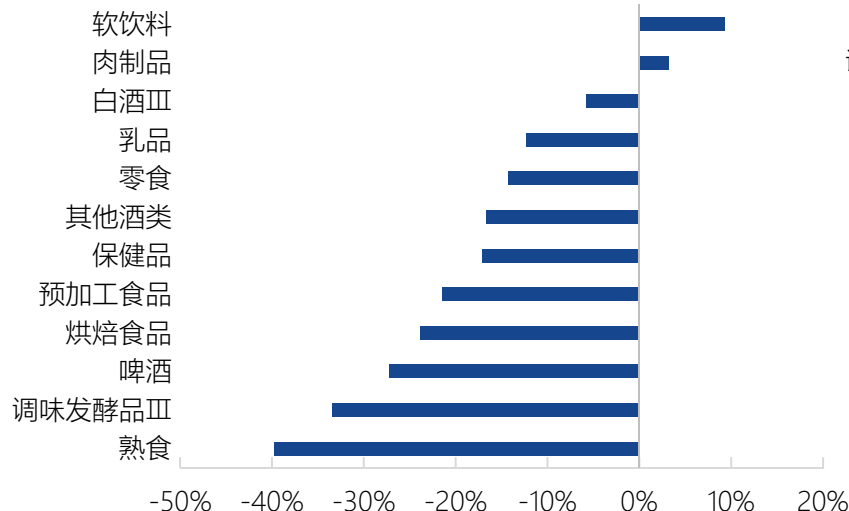
图表：食品饮料子版块各阶段收入同比增速 (%)



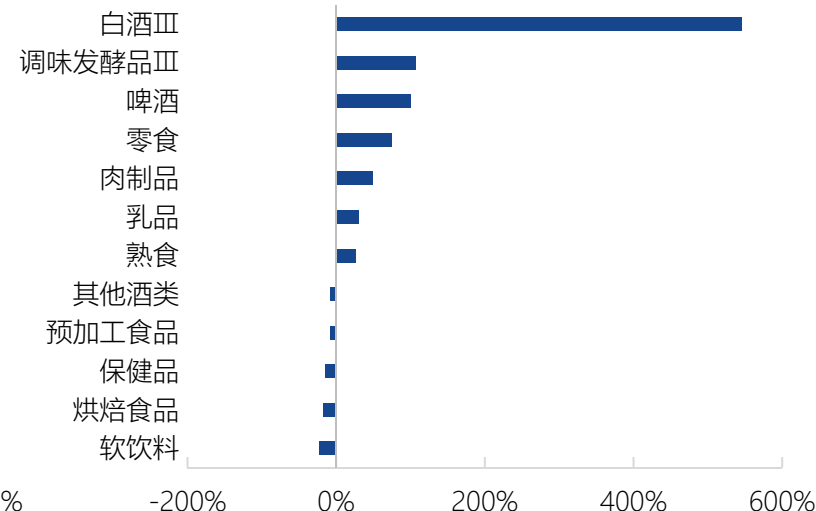
图表：食品饮料细分板块市值占比（截至2023年12月1日）



图表：食品饮料子版块涨跌幅（2023年初-今）



图表：食品饮料子版块涨跌幅（2016年初-今）



资料来源：Wind，国海证券研究所（注：2023年数据截至2023/12/01收盘）

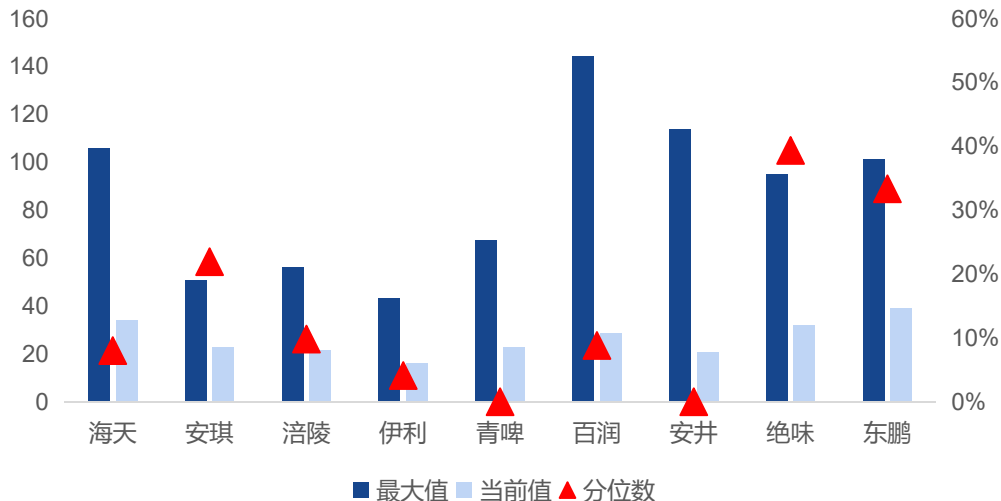
### 1.3 白酒彰显韧性，大众品趋势分化

- ◆ **从个股表现看**，2023年年初至12月1日，涨幅前20中白酒区域次高端龙头如迎驾贡酒（+20%）表现亮眼。大众品中，消费力缓慢复苏背景下涨幅居前标的集中于产品边际创新，高性价比、供应链高效率、或处于扩张期的企业，如仲景食品（+18%）、盐津铺子（+12%）、东鹏饮料（+11%）、劲仔食品（+8%）。此外，由于2023年整体缺乏β行情，部分概念型个股如莲花健康、\*ST西发跑出α行情。
- ◆ **大众品标杆及成长型企业估值回落**。一方面，多数大众品标杆企业估值分位数已至20%以下，长期看性价比凸显。另一方面，立高食品、干味央厨、安井食品等成长型企业估值已从前期高位回落，2023年来收入仍维持较高增速。

图表：板块涨幅前20（2023年初至12月1日）

涨幅前10	2023年涨跌幅 (%)	涨幅10-20	2023年涨跌幅 (%)
莲花健康	119.56	有友食品	13.95
惠发食品	90.35	欢乐家	12.97
泉阳泉	77.88	盐津铺子	11.80
*ST西发	73.40	中信尼雅	11.54
威龙股份	46.52	华统股份	10.88
康比特	35.19	东鹏饮料	10.76
盖世食品	28.53	青岛食品	9.26
迎驾贡酒	20.01	劲仔食品	7.84
仲景食品	18.26	双汇发展	7.17
金字火腿	17.97	一鸣食品	6.67

图表：大众品标杆企业近5年PE（FY1）最大值、当前值及当前分位



图表：部分成长型企业估值回落

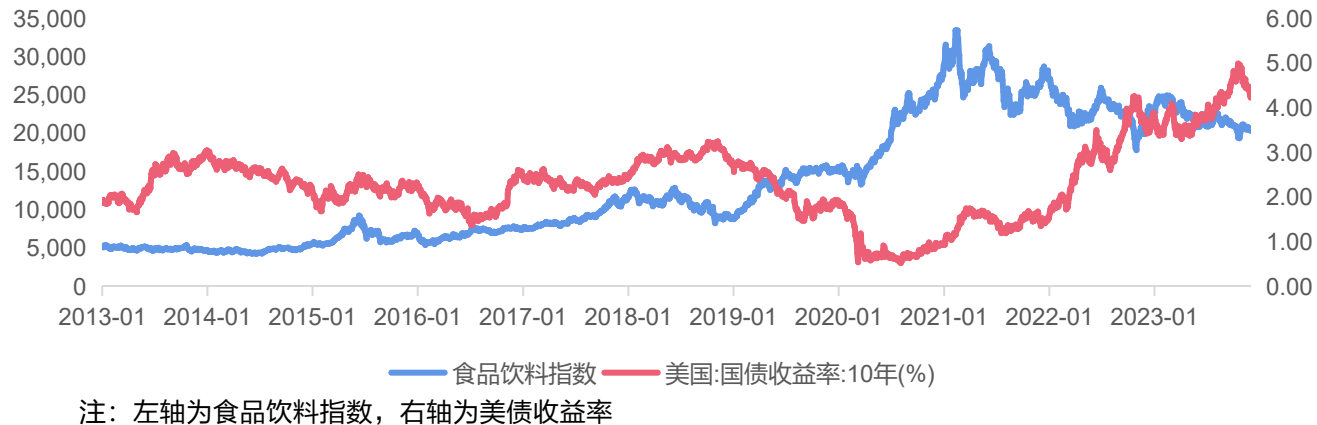
股票代码	公司	23年初至今涨跌幅 (%)	PE (TTM)			收入同比增速 (%)		
			2021年	2022年	2023E	2021年	2022年	23年前三季度
300973.SZ	立高食品	-44%	83	88	45	56%	3%	26%
001215.SZ	干味央厨	-11%	60	56	40	35%	17%	29%
603345.SH	安井食品	-32%	58	54	21	33%	31%	26%
603170.SH	宝立食品	-35%	0	59	24	74%	29%	19%
603317.SH	天味食品	-46%	163	60	38	-14%	33%	17%
002946.SZ	新乳业	-6%	40	31	25	33%	12%	10%
600419.SH	天润乳业	-20%	30	26	22	19%	14%	12%
002557.SZ	洽洽食品	-24%	36	26	22	13%	15%	2%

注：左轴为PE（FY1），右轴为当前分位数

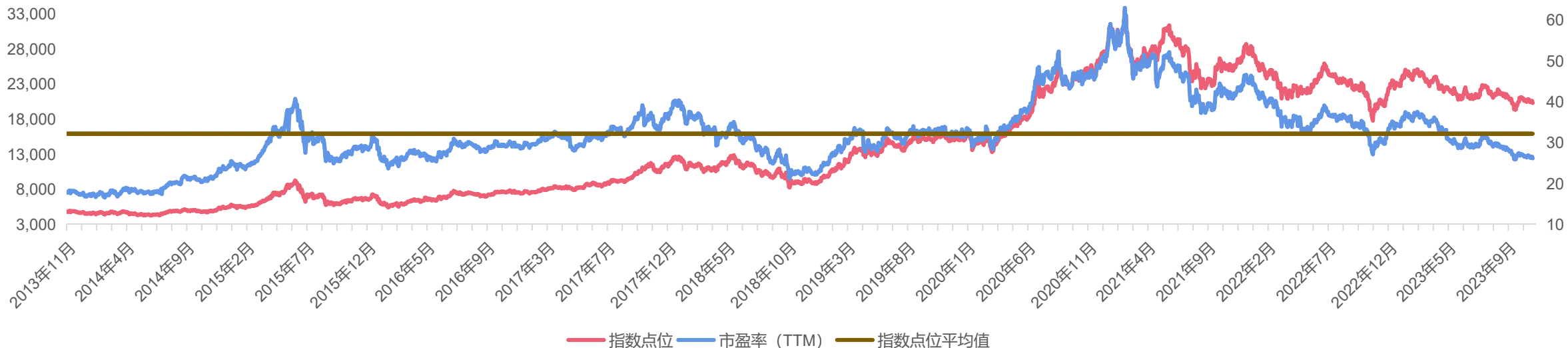
## 1.4 估值持续回落，多个板块已回归历史低位

- ◆ **食品饮料行业估值持续消化。**过去5年，行业滚动估值最高位出现在2021年2月，此后逐渐回调。2023年初至12月1日，食品饮料估值水平从34X下降至26X，处于近十年20%分位点，估值较低具备性价比。
- ◆ 截至11月22日，分板块来看，除白酒（当前分位点40%）、肉制品（当前分位点37%）、休闲食品（当前分位点23%）以外，其他板块市盈率（TTM）已处于20%分位及以下。

图表：2013年以来，美国国债收益率与食品饮料指数呈现负相关关系

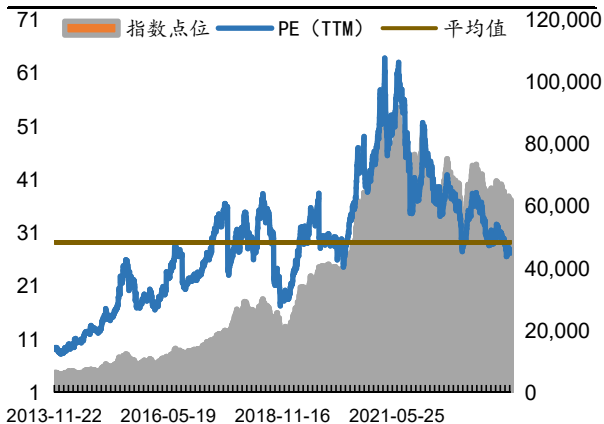


图表：食品饮料板块十年PE(TTM)及指数

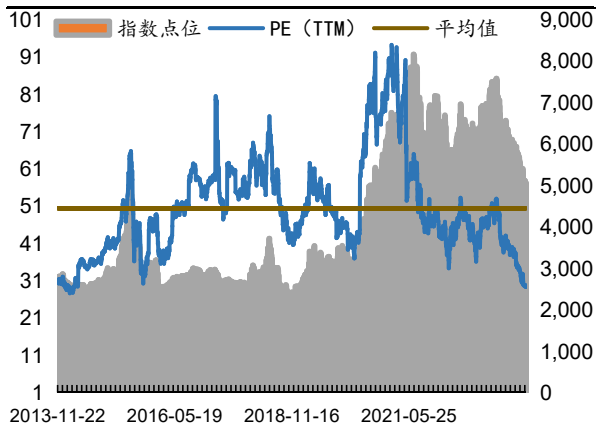


# 1.4 估值持续回落，多个板块已回归历史低位

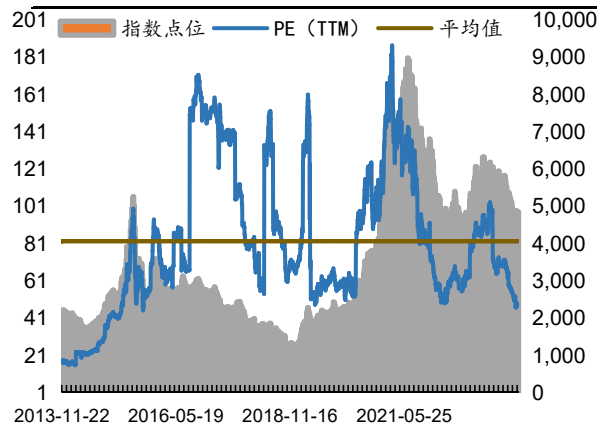
图表：白酒十年PE(TTM)及指数  
(当前分位点40%)



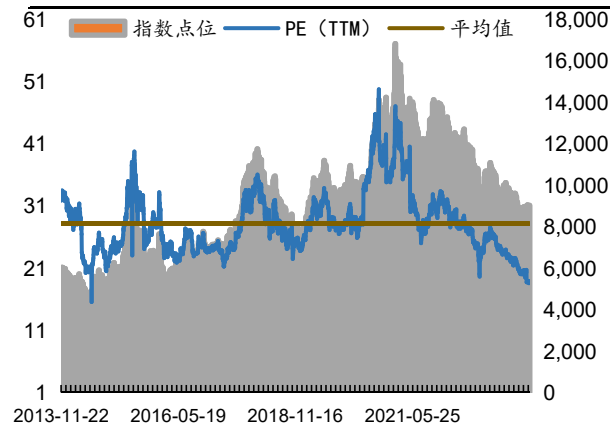
图表：啤酒十年PE(TTM)及指数  
(当前分位点0%)



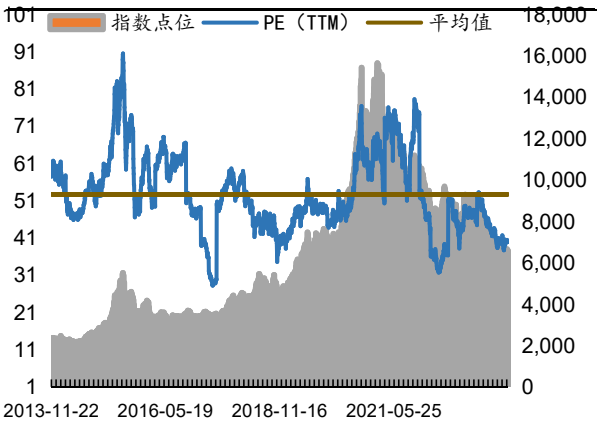
图表：其他酒类十年PE(TTM)及指数  
(当前分位点13%)



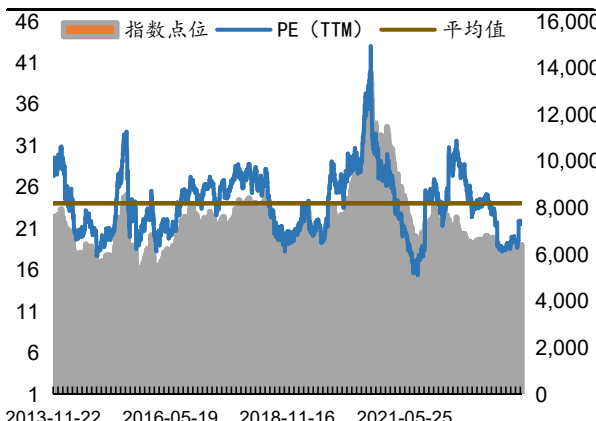
图表：乳品十年PE(TTM)及指数  
(当前分位点0%)



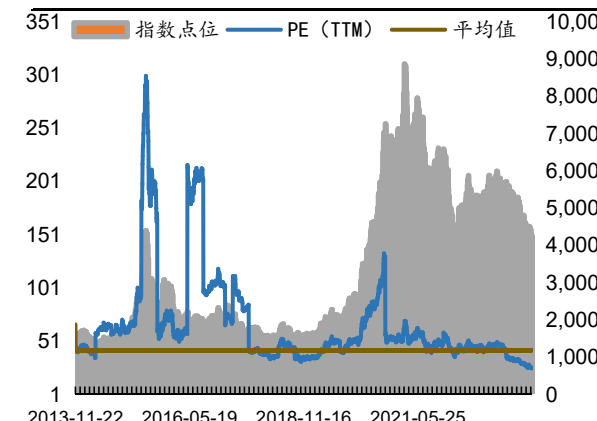
图表：调味品十年PE(TTM)及指数  
(当前分位点8%)



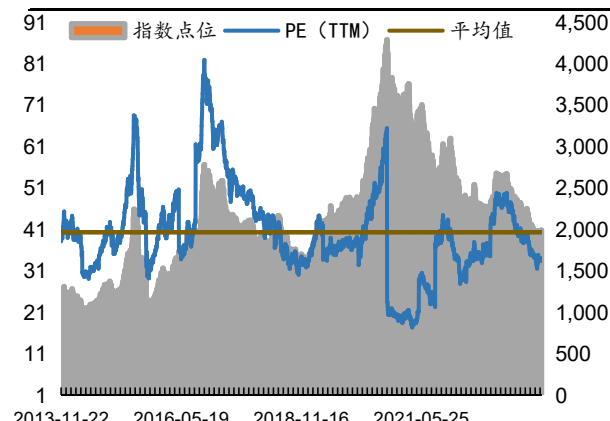
图表：肉制品十年PE(TTM)及指数  
(当前分位点37%)



图表：预加工食品十年PE(TTM)及指数  
(当前分位点0%)



图表：休闲食品十年PE(TTM)及指数  
(当前分位点23%)



注：以上图表左轴为板块PE(TTM)，右轴为指数点位。平均值为市盈率平均值。

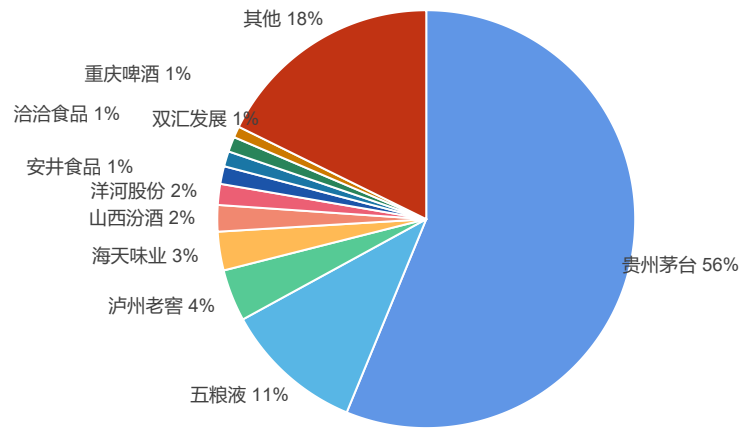
资料来源：Wind，国海证券研究所（注：2023年数据截至2023/11/22收盘）

请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

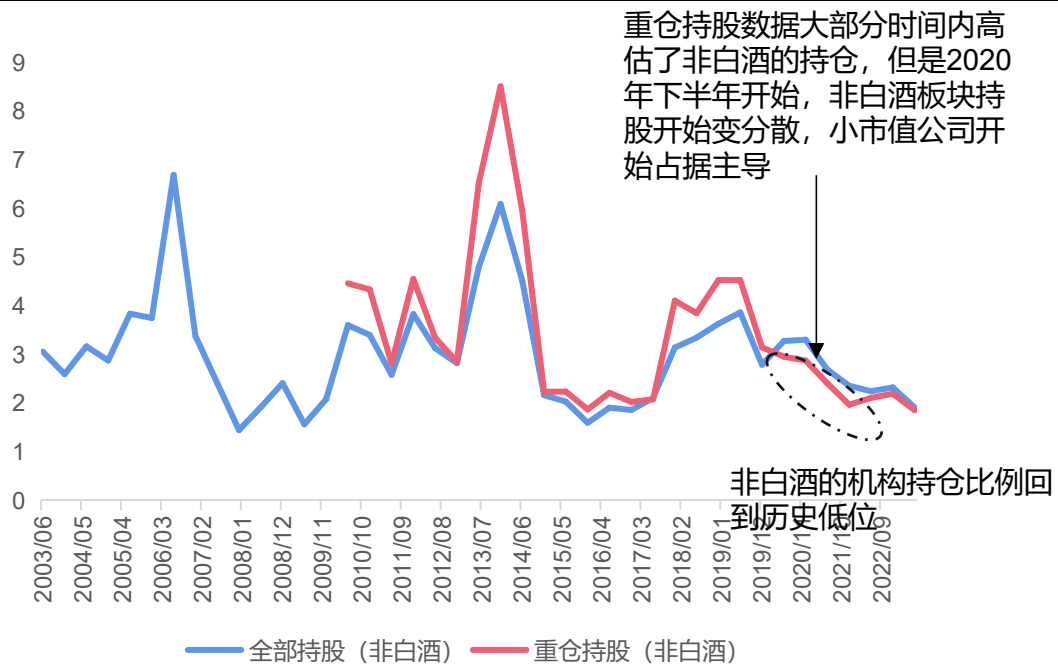
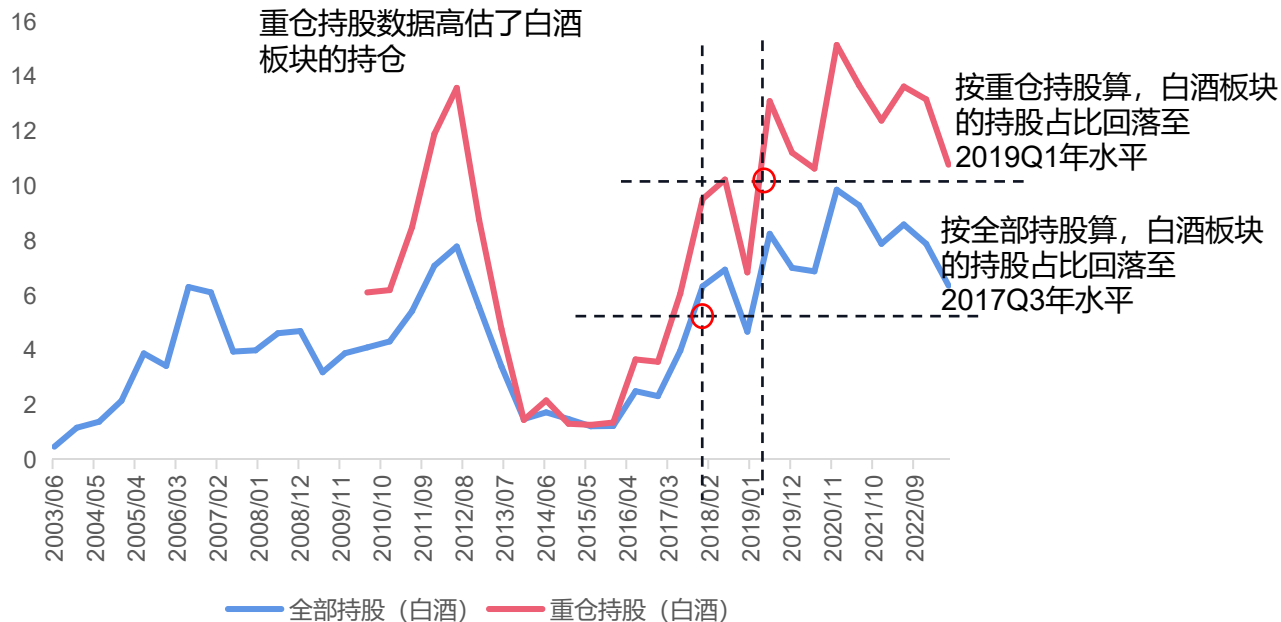
# 1.5 重仓持股数据高估了白酒板块的机构持仓，非白酒持仓回到历史低位

- ◆ 按机构重仓持股统计，截止2023年Q3食品饮料持股比例13.79%，回落至2018年水平。其中白酒持仓占比12.26%，贵州茅台占比5%，五粮液占比1.9%，泸州老窖占比2.1%，山西汾酒占比1%，前四大白酒公司持仓占比10%。
- ◆ 由于食品饮料个股持股较为集中，容易成为前十大机构重仓持股，我们从机构全部持仓个股角度统计，食品饮料行业占比仅为8.26%，已经回到2017年之前的水平，其中白酒板块回到2017年Q3水平
- ◆ 非白酒板块的持仓比例下降更为明显，已经降到历史低位（2015年底）水平

图表：截至11月27日外资持股分布



图表：白酒板块和非白酒板块全部持股和重仓持股情况对比（单位：%）

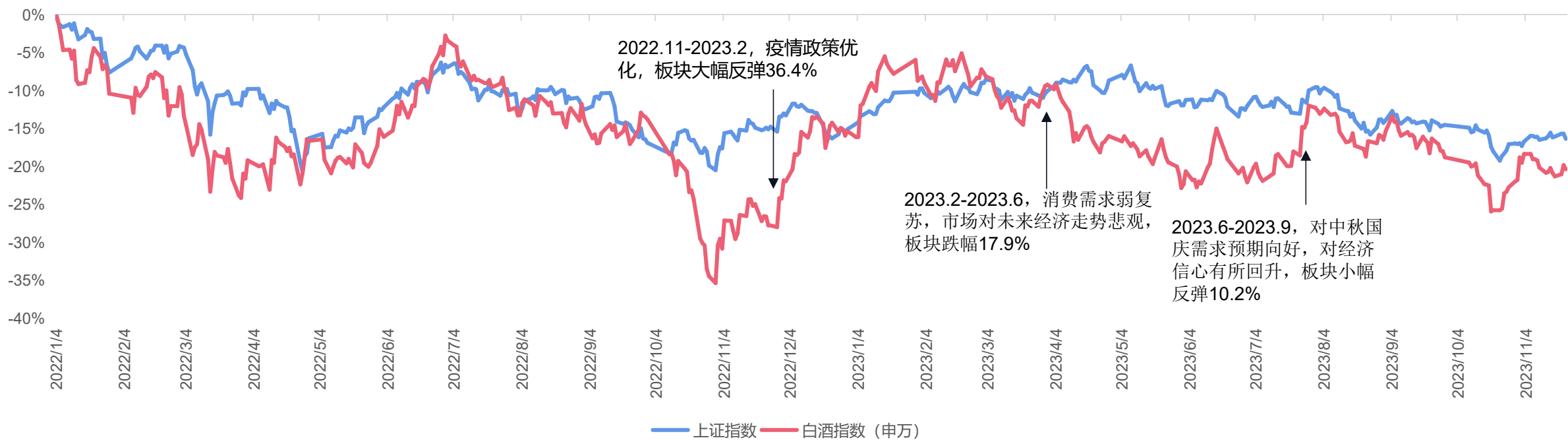


◆2、白酒板块：基本面持续改善，估值回落至低位，静待催化

## 2.1 白酒板块行情回顾：全年彰显韧性，下半年有两次反弹行情但幅度较弱

- ◆ 2023是三年疫情后的第一年，年初白酒板块延续了2022年11月的上涨走势，春节返乡人数超预期，白酒动销旺盛，但春节后市场逐渐发现经济及消费弱复苏，在2月底开始持续下跌，2023年2月28日至12月1日下跌15.2%，跑输大盘。
- ◆ 涨幅靠前：贵州茅台+区域龙头酒企，全国化次高端酒企跌幅靠前
- ◆ 2023年下半年有两次阶段性行情，但都属于底部反弹+板块轮动性质，涨幅并不明显
- 6月30日-9月5日：预期中秋国庆旺销，叠加7月中央经济工作会议，板块小幅反弹10.2%，中秋后，秋糖反馈不及预期，板块持续下跌
- 10月20日-至今：茅台三季度业绩平稳，板块见底反弹，叠加11月1日茅台提价，11月21日宣布特别分红，截止11月22日，板块最高反弹幅度9%

图表：2022年初以来食品饮料板块和大盘的累计相对收益走势



## 2.2 报表端：高端酒和区域龙头增长稳健，三线次高端开始出现下滑

- ◆ 区域酒企>区域次高端>高端>三线次高端：从2023年前三季度报表来看，区域酒企由于2022年受疫情影响较大，基数较低，前三季度增速最快。其次为区域次高端龙头，自2021年以来保持稳健增长。以茅五泸为代表的高端酒则表现平稳。
- ◆ 三线次高端开始下滑：全国化的三线次高端酒企，经过了前两年的高速发展，自2022年同比增速开始出现下行，2023年增速呈现压力。考虑报表平滑因素，预计Q4报表分化加大：由于白酒企业有较强的渠道话语权和调节能力，Q3一些公司的增长明显好于动销反馈。这部分公司Q4报表可能会拉低全年业绩。在行业贝塔消失的情况下，只有一直稳扎稳打耕耘市场，一步一个脚印向前发展的公司报表最为扎实，可持续性较强。

图表：2016年以来白酒个股的涨跌幅（%）

	2016年以来累计涨幅	2021年初以来累计涨幅	2023年累计涨跌幅
迎驾贡酒	215	130	24
今世缘	347	-2	9
贵州茅台	825	-6	5
古井贡酒	680	0	0
金徽酒	206	-33	0
天佑德酒	-33	-26	-3
泸州老窖	795	-3	-4
伊力特	74	-18	-8
五粮液	548	-45	-13
山西汾酒	1,816	-7	-13
口子窖	33	-24	-14
老白干酒	90	-24	-14
金种子酒	123	15	-17
顺鑫农业	52	-66	-18
洋河股份	108	-47	-24
水井坊	416	-26	-29
舍得酒业	382	28	-32
酒鬼酒	340	-51	-45

### 批价

- ◆ 批价由供需关系决定
- ◆ 2023年以来，茅台批价表现平稳，五粮液批价表现疲软，股价同样表现低迷
- ◆ 但是行业的供给受多方面影响，渠道库存只是一方面，还包括经销商信心
- ◆ 2021年以来，茅台批价稳定在高位，我们预计未来2~3年仍将在2500~3000元之间波动

### 库存

- ◆ 疫情三年，消费场景缺失，酒企的渠道话语权强，因此增速来看，或出现白酒企业报表 > 经销商出货 > 终端出货
- ◆ 疫情三年以来，白酒行业渠道库存处于较高水位
- ◆ 但是2023年以来，随着消费场景的恢复，终端出货 > 经销商出货 > 报表，行业库存已经在改善
- ◆ 目前行业库存是分化的，不能用一部分企业的库存来代表行业情况

- 疫情影响结束，淡旺季节奏回归正常
- 渠道库存逐步去化，恢复良性
- 茅台提价释放市场化改革信号
- 龙头发展回归平稳，分红率提升，回归价值

发展重回正轨



- 板块估值已经跌至近十年低位
- 机构持仓跌至低位
- 流动性边际改善，美债收益率高位回落

估值低位



- 消费升级+分化的大趋势不变
- 短期经济增速只会影响速度不会影响方向
- 虽然掉队的品牌越来越多，但是稳健发展的公司依然稳健

长期发展逻辑不变



- 积极的信号在累积
- 情绪的逆转可能在一念之间
- 从历史经验来看，白酒在经济低迷期展现韧性，并且复苏早于消费整体

宏观经济复苏



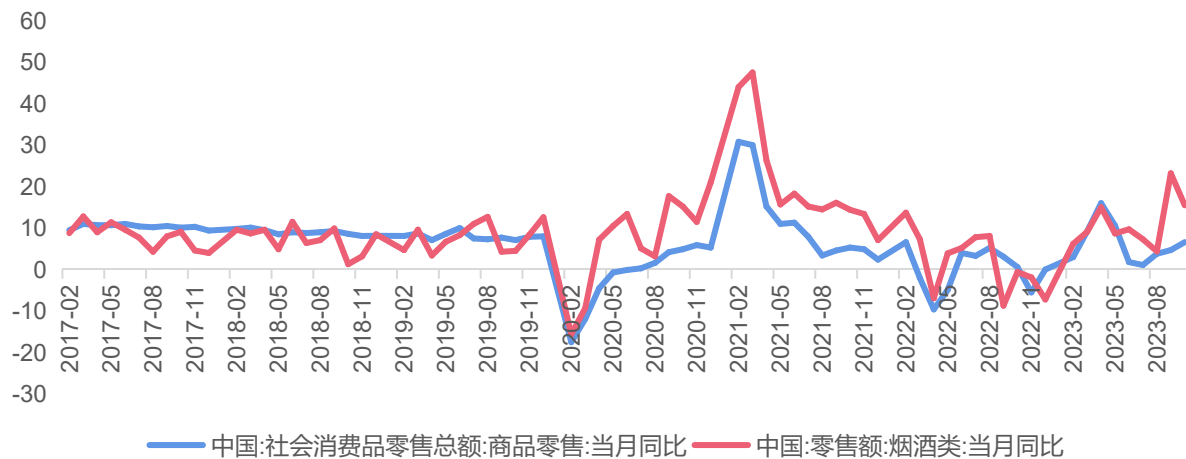
## 2.4 2024年白酒板块行情四大支撑因素一：2023年中秋国庆动销改善明显，2024年发展有望重回正轨

### 2023年春节旺季：基本面 < 渠道反馈

- ◆ 终端动销实际没有增长，但是当时渠道反馈很乐观
- ◆ 为什么反馈有偏差：

- 1) 2023年春节旺季应该从农历腊月初一开始计算，2023年春节较早，因此从2022年12月中旬就应该启动春节旺季
- 2) 由于2022年12月疫情达峰，白酒的消费场景几乎完全消失，尤其是商务宴请场景，因此次高端价格带受损最为严重
- 3) 元旦过后，春节返乡热潮启动，但是最后两周的旺销无法弥补之前一个月的损失，因此整个春节旺季整体动销没有增长

图表：2020年以来烟酒社零数据长期跑赢整体社零增速，2023年9月以来提速明显



### 2023年中秋旺季：基本面 > 渠道反馈

- ◆ 终端动销保持在20-30%增长，不赚钱掩盖了真实动销
- ◆ 为什么反馈有偏差：

- 1) 终端去库存，经销商回款和发货数据  $\neq$  终端零售数据，终端 > 经销商 > 厂家
- 2) 经销商更关注盈利变化，去库存价格走低，经销商毛利率走低
- 3) 行业结构进一步分化，企业选择的经营模式不同，造成今天的不同结果，不能用酱酒或者三线次高端的情况推演行业整体情况

- ◆ 2023年中秋旺季的恢复叠加Q4淡季延长，终端库存有望逐步去化，2024年轻装上阵，批价回暖！

图表：2020年以来烟酒社零累计增速跑赢大部分子行业

	2020年	2021年	2022年	2023年1-10月	累计相对19年增长
粮油、食品类	9.9	10.8	8.7	5.2	39
饮料类	14.0	20.4	5.3	2.4	48
烟酒类	5.4	21.2	2.3	10.3	44
服装、鞋帽、针纺织品类	-6.6	12.7	-6.5	10.2	8
化妆品类	9.5	14.0	-4.5	6.2	27
金银珠宝类	-4.7	29.8	-1.1	12.0	37
日用品类	7.5	14.4	-0.7	3.6	27
家用电器和音像器材类	-3.8	10.0	-3.9	0.3	2
中西药品类	7.8	9.9	12.4	8.7	45
文化办公用品类	5.8	18.8	4.4	-5.5	24
家具类	-7.0	14.5	-7.5	2.9	1
通讯器材类	12.9	14.6	-3.4	5.2	31
石油及制品类	-14.5	21.2	9.7	6.4	21
汽车类	-1.8	7.6	0.7	5.3	12
建筑及装潢材料类	-2.8	20.4	-6.2	-7.5	2

注：累计值截至2023年10月

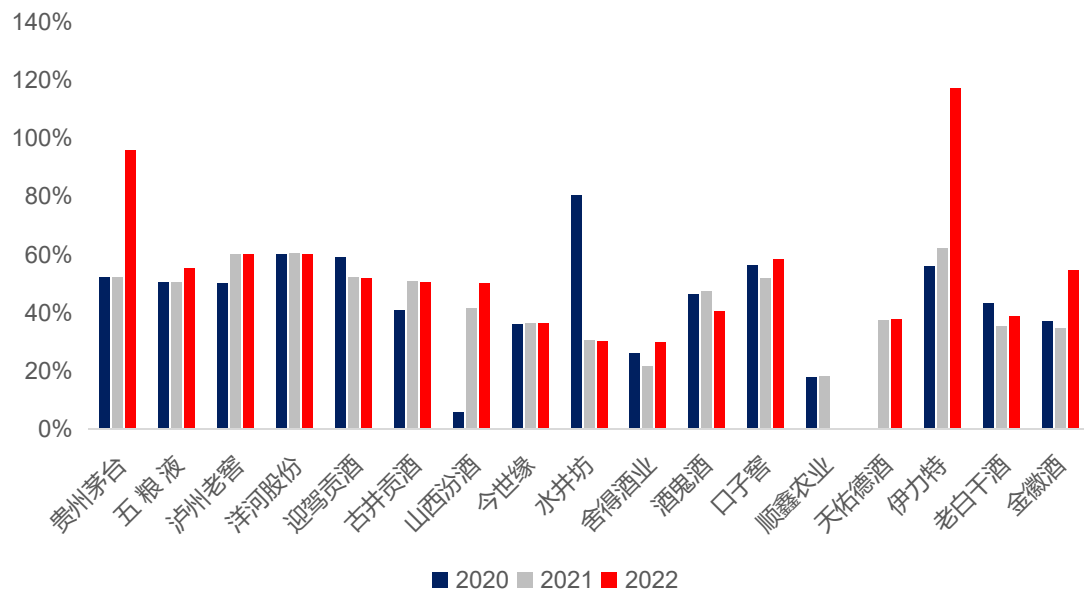
## 2.4 2024年白酒板块行情四大支撑因素一：茅台提价释放积极信号，龙头分红收益率有望提升

- ◆ 茅台酒出厂价格上调，提价顺应了市场化改革要求，释放的信号意义更为重要：贵州茅台宣布从2023年11月1日起上调53%vol 贵州茅台酒（飞天、五星）出厂价格，平均上调幅度约为20%。这是时隔近6年后茅台出厂价的首次上调。
- ◆ 目前不少白酒龙头公司账上现金丰厚，不排除未来通过加大分红/回购方式回馈股东，提升分红收益率。2023年11月21日，茅台公告回报股东特别分红方案，拟派发现金红利240亿元。公司在2022年12月21日也发布过特别分红预案，分红率较高。

图表：2013年至今茅台价格走势（单位：元）



图表：白酒企业近三年股利支付率变化



图表：截至2023年三季度报头部白酒企业部分资产负债情况

	货币资金、交易性金融资产、其他流动资产合计（亿元）	占总资产比例	ROE（加权）	扣除合同负债后的资产负债率
贵州茅台	1506.27	62.34%	24.82%	9.79%
五粮液	981.48	64.65%	19.20%	15.29%
泸州老窖	279.49	45.52%	28.20%	31.96%
洋河股份	299.59	46.46%	20.36%	10.41%
迎驾贡酒	34.84	33.48%	22.00%	20.71%
古井贡酒	175.28	50.13%	18.67%	28.77%
山西汾酒	216.24	51.25%	38.88%	23.29%
今世缘	75.38	37.39%	21.81%	30.02%
水井坊	21.69	27.40%	26.52%	33.46%
舍得酒业	30.58	28.53%	18.81%	30.46%
酒鬼酒	25.14	46.08%	11.26%	18.22%
口子窖	16.46	13.75%	14.69%	18.65%

注：贵州茅台还加上其他金融资产-其他金融负债

## 2.4 2024年白酒板块行情四大支撑因素二：板块估值回落至低位

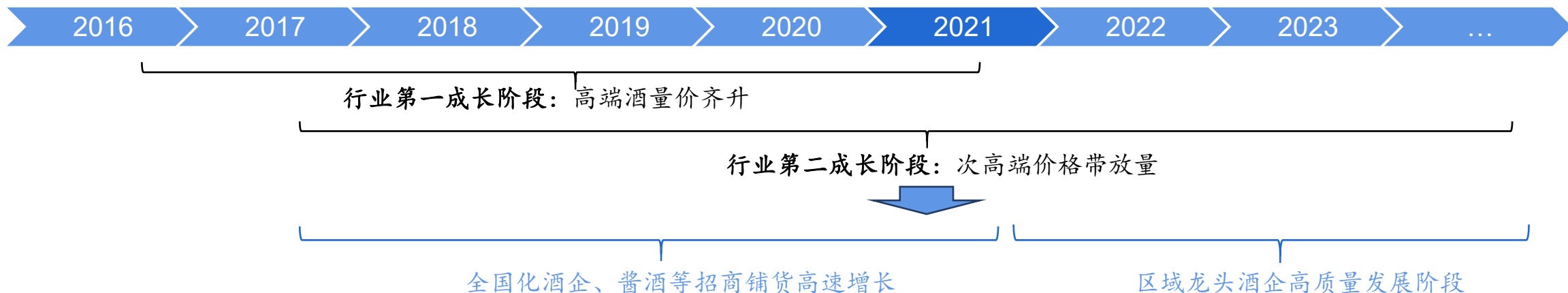
◆ 目前不少优质个股，2024年PE已经回落至较低的水位，而wind一致预期2024年增速预计在15-20%的增长水平。

	市值 (亿元)	公司	2023Q3				2023前三季度				前三季度				PE23	PE24	2024年收入增速 (%)
			收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	销售现金 (亿元)	YOY	经营现金 (亿元)	YOY			
高端白酒	21,355	贵州茅台	343.3	13%	169.0	16%	1,053	17%	528.8	19%	1,113	16%	500.0	432%	30	25	17
	5,532	五粮液	170.3	17%	58.0	19%	625	12%	228.3	14%	668	36%	223.9	108%	19	17	13
	2,782	泸州老窖	73.5	25%	34.8	29%	219	25%	105.7	29%	276	36%	90.5	43%	23	18	21
次高端区域龙头	2,742	山西汾酒	77.3	14%	26.6	27%	267	21%	94.3	33%	243	8%	73.0	-10%	27	22	21
	1,701	洋河股份	84.1	11%	23.4	7%	303	14%	102.0	12%	255	19%	43.4	554%	16	14	15
	1,106	古井贡酒	46.4	23%	10.3	47%	160	25%	38.1	45%	173	24%	57.2	13%	30	23	21
	646	今世缘	23.9	28%	5.9	26%	84	28%	26.4	27%	89	21%	19.8	-10%	21	17	24
	277	口子窖	15.3	5%	5.0	8%	44	18%	13.5	12%	41	24%	4.2	718%	16	13	16
	206	老白干酒	16.1	13%	2.0	18%	38	11%	4.2	-22%	47	10%	8.3	11%	33	25	17
	316	舍得酒业	17.2	8%	3.8	3%	52	14%	13.0	8%	55	12%	5.8	-45%	18	15	21
三四线次高端	282	水井坊	20.6	21%	8.2	20%	36	-5%	10.2	-3%	40	-3%	13.6	22%	22	19	18
	224	酒鬼酒	6.0	-37%	0.6	-78%	21	-39%	4.8	-51%	19	-31%	0.6	-90%	32	25	22
	539	迎驾贡酒	16.6	22%	5.9	39%	48	23%	16.5	38%	52	25%	10.5	26%	26	21	21
区域酒企	174	顺鑫农业	26.0	0%	-2.1	-1607%	88	-3%	-2.9	-1159%	68	-29%	-20.1	-187%	-	22	8
	134	金种子酒	3.1	43%	0.0	104%	11	32%	-0.3	74%	13	29%	1.1	125%	823	69	44
	126	金徽酒	5.0	48%	0.2	885%	20	29%	2.7	28%	22	34%	2.5	568%	35	26	21
	101	伊力特	4.2	144%	0.5	364%	16	26%	2.3	64%	16	18%	2.1	247%	32	23	26
	68	天佑德酒	2.8	44%	0.1	1682%	9	19%	1.1	6%	11	25%	1.6	5369%	62	39	20

注：市值及估值数据截至2023年12月1日，盈利预测参考Wind一致预期

## 2.4 2024年白酒板块行情四大支撑因素三：行业长期增长趋势不变，消费升级+分化

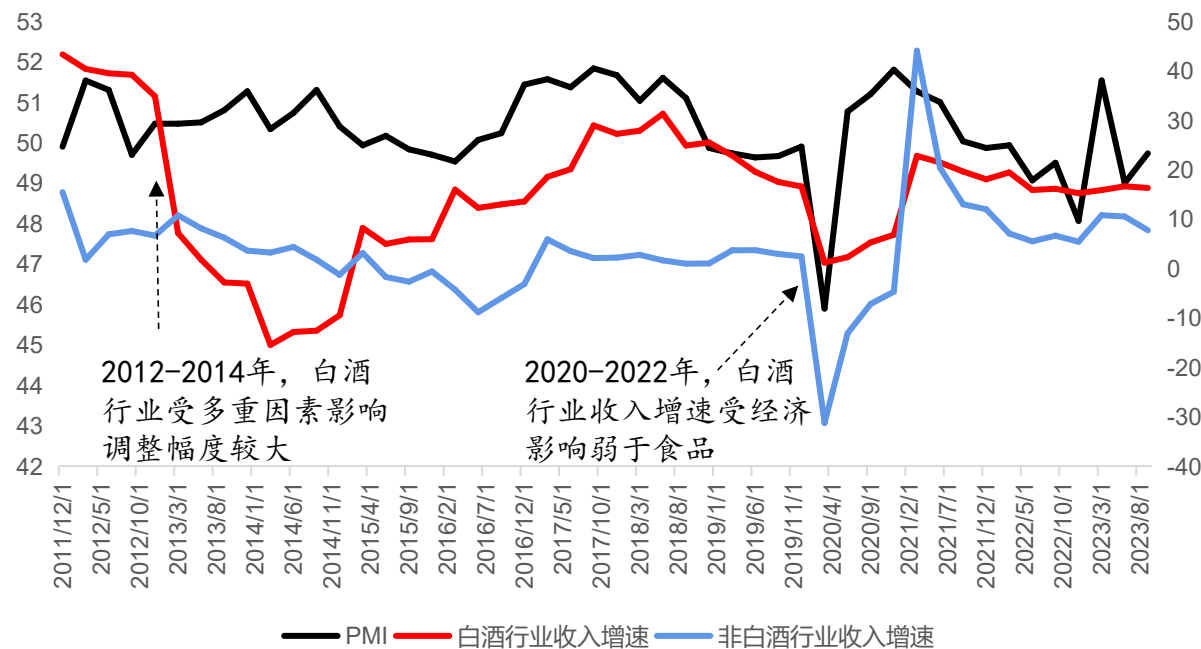
- ◆ 白酒行业螺旋向上，消费升级和集中度提升趋势延续。短期宏观需求疲软仅影响行业价位升级的速度，不改变方向。长期看，只要存在温和通胀，行业价位升级逻辑不变，次高端继续加速扩容。当前行业进入第二成长阶段，由高端一线引领增长向次高端大趋势的弹性增长转型，预计未来行业仍将延续结构性繁荣行情，次高端势能仍足。
- 高端龙头回归稳健增长，进入平台期，其中茅台打破提价束缚，渠道累积红利有望释放。
- 次高端增长加速，将持续兑现利润弹性，本轮发展空间更大、持续性更强、基础更扎实，看好未来维持向好趋势。
- 此外，次高端经历了野蛮生长，乱象退潮后现在开始洗牌，然后进入有序发展阶段，我们看好区域次高端龙头的持续性。1) 此前三线次高端招商铺货实现高弹性增长，2023年业绩增速出现明显放缓，渠道库存压力大已经成为行业共识。2) 区域次高端龙头将充分受益于次高端扩容红利，为次高端价格带最具机会的投资标的。



### ◆ 市场对宏观经济的预期，是影响板块走势的核心变量

- 白酒是经济的润滑剂，经济增速下行，商务活动减少，居民收入减少，白酒的需求也会受影响
- 目前宏观需求逐步向好的积极信号在不断累积，市场的情绪和信心扭转或许就在一瞬间
- 从历史复盘情况来，宏观经济下行期，白酒需求韧性更强，并且复苏更早

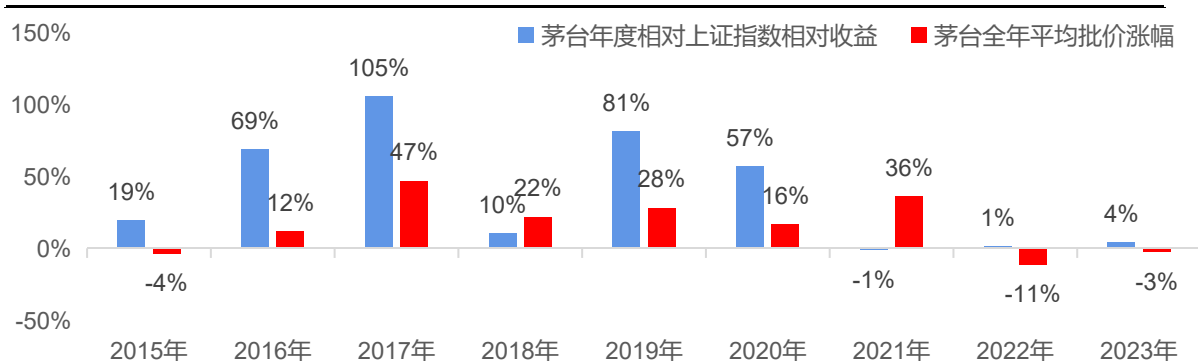
图表：白酒行业和非白酒行业收入增速与PMI的关系



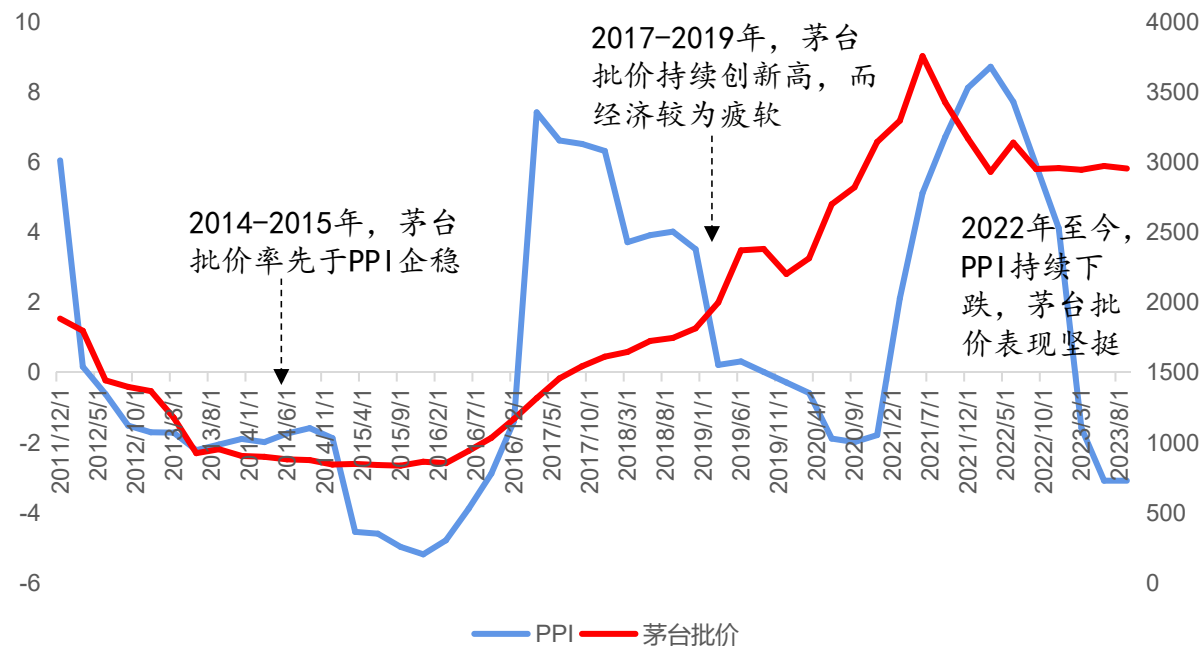
注：左轴为PMI，右轴为收入增速（%）

资料来源：Wind，酒价参考，国海证券研究所

图表：茅台批价表现坚挺，年度相对收益明显



图表：茅台批价与PPI的关系



注：左轴为PPI，右轴为茅台批价（元）

## 2.5 投资建议：基本面持续修复中，行业自身发展长期逻辑不变，静待情绪反转和外部催化

- ◆ 市场对于板块需求的担忧是自上而下对于宏观需求的担忧，只要外部稍有催化，板块将迎来整体性机会。
- ◆ 行业基本面稳健，长期发展逻辑和趋势不变，2023年以来终端动销保持良性趋势，2024年增长有保障；茅台提价意义丰富，板块整体估值消化充分，悲观预期充分，估值低位；中长期布局时点或已至，等待情绪反转和外部催化。
- ◆ 推荐个股：贵州茅台、今世缘、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、泸州老窖、口子窖、五粮液、金徽酒

行业	公司	2023E					2024E					2025E				
		收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	PE	收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	PE	收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	PE
白酒	贵州茅台	1,538.1	21%	768.7	23%	28	1,845.9	20%	941.7	23%	23	2,229.2	21%	1,147.0	22%	19
	五粮液	824.8	11%	302.0	13%	19	921.2	12%	337.1	12%	17	1,026.5	11%	378.6	12%	15
	泸州老窖	306.8	22%	130.3	26%	22	368.9	20%	159.2	22%	18	443.0	20%	192.5	21%	15
	山西汾酒	315.3	20%	105.3	30%	26	383.6	22%	131.8	25%	21	460.7	20%	160.1	22%	17
	洋河股份	353.8	18%	111.0	18%	15	413.1	17%	132.4	19%	13	481.6	17%	157.3	19%	11
	古井贡酒	208.4	25%	44.1	40%	29	250.9	20%	54.6	24%	23	302.1	20%	67.2	23%	19
	今世缘	100.3	27%	31.5	26%	20	126.3	26%	39.3	25%	16	155.4	23%	48.0	22%	13
	口子窖	62.1	21%	18.3	18%	15	76.5	23%	22.5	23%	12	94.6	24%	27.5	23%	10
	金徽酒	25.3	26%	4.2	48%	31	31.0	23%	5.3	28%	24	37.3	20%	6.7	26%	19
	伊力特	22.0	36%	3.5	113%	28	26.5	20%	4.3	21%	23	30.5	15%	5.2	22%	19

注：数据截至2023年12月12日

◆3、大众品：宏观需求弱复苏导致竞争加剧，产品创新是破局之路

#### ◆ 大众品前三季度收入表现分化：

- 户外、旅行、礼赠场景快速恢复：带动软饮料、高端白奶收入的增长。（东鹏特饮、伊利金典、蒙牛特仑苏）
- 家庭消费有所减少：疫后居家场景的减少，使得C端场景占比较高如米面、调味品等企业收入有所下滑。（三全、海天、洽洽瓜子）
- 餐饮复苏分化：疫情期间餐饮连锁化持续提升，凭借效率+规模优势，2023年以来大B恢复较快带动相关企业收入增长，小B复苏有所分化，宴席>团餐>社会小餐饮。（千味央厨、宝立食品vs百胜中国、立高食品vs山姆）
- 渠道扩张逻辑休闲零食快速增长：疫情以来，主打性价比的零食量贩快速崛起，带动相关供应链企业收入快速增长。（盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）

#### ◆ 受益于原材料成本下跌，大众品前三季度利润端普遍有较好表现：

- 原材料成本下行：棕榈油、原料奶、包材、牛肉、猪肉等大众品主要原材料先后进入下行周期，当前糖、葵花籽的成本仍在高位，但已出现同比增速下行迹象。
- 费用端缩减：2023年整体消费复苏较弱，部分企业聚焦费率优化进行利润端管控。（如伊利股份提高费用使用效率、洽洽食品促销减少费用投放、三只松鼠及良品铺子减少电商费用）

图表：大众品分板块季度收入同比增速

板块	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
软饮料	2.08%	-8.00%	-0.29%	3.21%	14.52%	21.28%	18.29%
预制速冻	6.80%	27.46%	17.00%	9.91%	21.48%	7.99%	5.71%
烘焙	8.96%	6.23%	2.45%	-1.64%	9.06%	5.54%	7.52%
卤制品	5.58%	-6.17%	-0.43%	-4.47%	6.81%	7.29%	3.40%
调味品	4.31%	19.63%	9.87%	0.14%	5.08%	0.48%	6.08%
乳制品	12.58%	8.58%	4.25%	6.43%	5.02%	0.68%	0.74%
其他食品	15.05%	16.13%	14.17%	6.23%	7.17%	-3.14%	1.38%
休闲食品	-1.04%	-0.21%	-2.29%	-4.79%	-10.86%	4.46%	12.95%
肉制品	-25.20%	-9.45%	4.55%	18.41%	6.34%	-1.49%	-9.04%

图表：大众品分板块季度利润同比增速

板块	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
卤制品	-58.54%	-84.84%	-74.70%	-488.48%	42.25%	103.07%	38.15%
软饮料	-20.85%	-27.18%	-18.99%	16.71%	46.19%	41.83%	31.78%
乳制品	21.38%	-13.62%	-31.22%	2.76%	3.74%	20.70%	52.92%
休闲食品	-29.35%	-13.83%	3.39%	0.07%	31.95%	7.84%	6.52%
预制速冻	9.93%	4.59%	-4.66%	6.28%	13.61%	-26.95%	49.16%
烘焙	-25.04%	-12.76%	-33.56%	2.76%	-8.02%	-14.08%	20.51%
肉制品	-16.92%	9.63%	75.61%	827.45%	-0.13%	-60.20%	-5.40%
调味品	-9.84%	12.77%	6.84%	-57.28%	4.54%	-9.61%	6.10%
其他食品	20.20%	32.57%	47.18%	-54.80%	-10.02%	-39.51%	-22.37%

### 3. 大众品股价回顾

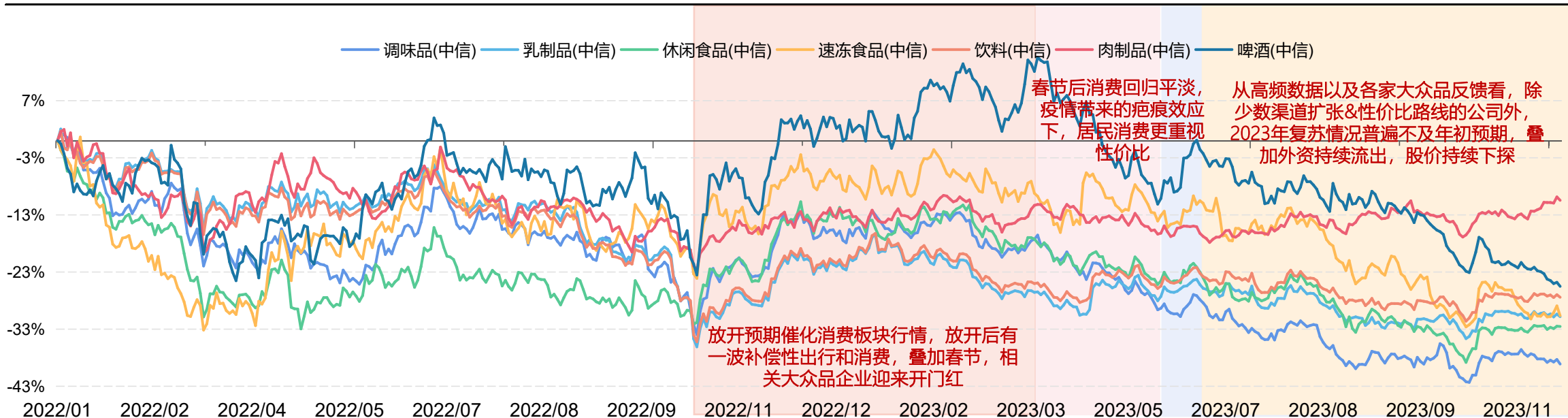
◆ 大众品2023年Q1启动一波修复性行情后，股价持续下探，后续表现弱于疫情期间：

- Q1补偿性消费带动板块上行：放开预期催化消费板块行情，2022年11月全国陆续放开后有一波补偿性出行和消费，叠加春节，相关大众品企业迎来开门红。
- Q2起板块回归平淡：春节后消费回归平淡，疤痕效应下，居民消费更加注重性价比，从Q2、Q3收入表现看大众品企业恢复情况普遍不如年初预期，叠加外资持续流出带动板块继续下探。
- 高股息个股取得较好表现：截至12月1日，2023年以来高股息个股如**养元饮品**、**元祖股份**、**承德露露**、**有友食品**、**双汇发展**均跑出较为明显的超额收益。

图表：大众品股息率排行前10及2023年业绩&股价表现（截至2023年12月1日）

股息率前10	股息率 (%)	2023年涨跌幅 (%)	前三季度收入增幅 (%)
贝因美	8.92	-20.33	-5.56
养元饮品	8.14	6.39	9.60
元祖股份	5.37	0.13	1.41
桃李面包	4.04	-33.76	0.77
伊利股份	3.84	-9.60	3.77
重庆啤酒	3.66	-42.84	6.94
承德露露	3.64	0.31	3.25
有友食品	3.36	13.95	2.79
紫燕食品	3.25	-24.35	2.68
双汇发展	2.89	7.17	3.82

图表：2023年大众品子板块股价复盘



### 3. 大众品股价回顾&展望

#### ◆ 回顾2023年以来大众品收入增速靠前的个股，下游渠道放量+产品创新驱动收入高增：

- **渠道放量：**1) 零食量贩渠道放量：**盐津铺子、劲仔食品、甘源食品**；2) 线上抖音快手平台放量：**盐津铺子、甘源食品**；3) 餐饮大B端需求放量：**干味央厨、宝立食品**。
- **产品创新：**1) 零添加酱油：**千禾味业**；2) 高度预调酒：**百润股份**；3) 素毛肚：**盐津铺子**；4) 鹌鹑蛋：**盐津铺子、劲仔食品**；5) 电解质水无糖茶：**东鹏饮料**；6) 柠檬茶：**香飘飘**。

图表：大众品前三季度收入增速前20个股及2023年以来股价表现

收入增速前10	前三季度收入 同比增幅 (%)	2023年涨跌幅 (%)	收入增速10-20	前三季度收入 增幅 (%)	2023年涨跌幅 (%)
桂发祥	109.32	-12.72	甘源食品	35.56	2.58
均瑶健康	104.31	-8.49	盖世食品	32.12	28.53
*ST莫高	85.72	-7.32	康比特	31.37	35.19
岩石股份	72.11	-7.56	东鹏饮料	30.05	10.76
盐津铺子	52.54	11.80	香飘飘	29.31	2.12
千禾味业	50.04	-17.43	干味央厨	28.88	-10.88
百润股份	49.35	-31.65	佳禾食品	28.18	-2.55
劲仔食品	47.85	7.84	汤臣倍健	26.34	-19.46
仙乐健康	39.96	-2.64	安井食品	25.93	-30.94
骑士乳业	38.98	27.00	立高食品	25.90	-43.58

板块	2024年看点及展望	重点公司
软饮料	区域龙头全国化进程稳健，成长性较为确定，电解质水、无糖茶、柠檬茶等产品创新值得期待。	东鹏饮料、香飘飘
速冻食品	随着餐饮连锁化率的提升，预计大B依然维持较高的景气度，小B随着餐饮复苏稳步改善。	安井食品、干味央厨
乳制品	液奶需求逐步恢复，礼赠场景恢复带动高端占比提升，原奶价格维稳，龙头毛销差有望拉大，净利率持续提升。	伊利股份、新乳业、天润乳业
低度酒饮	预调酒在国内渗透率还有很大提升空间，公司坚持推进产品创新和品牌打磨；威士忌业务发力值得期待	百润股份
休闲食品	受渠道变革影响较大，零食量贩渠道2024年继续加密并逐步趋于饱和，下游零售龙头话语权增强，持续观察上游供应企业利润率变化。	盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、洽洽食品
卤制品	成本压力有所缓解，但随着门店的加密及线下零售业态竞争的加剧，同店较难恢复至疫情前水平。	紫燕食品
调味品	经历一年的去库存，渠道压力有所缓解，C端看点在于产品创新，大B持续景气持续带动相关复调企业收入高增，基调仍面临预制菜&渠道碎片化冲击，龙头调整仍需时日。	中炬高新、安琪酵母、天味食品
肉制品	猪周期波动幅度缩小，盈利表现平稳，有望继续维持高分红	双汇发展

## 性价比



- 消费更追求性价比
- 不怕买贵的，就怕买贵了
- 信息爆炸，比价更方便

### 案例

量贩零食，拼多多，9.9元咖啡，移山价，雪糕刺客

## 健康化



- 后疫情时代，对健康的焦虑更甚
- 对食品工业的不信任感加强
- 信息传播放大焦虑

### 案例

0添加，反对预制菜进校园，无糖茶，高糖饮料分类标识，减肥药

## 悦己



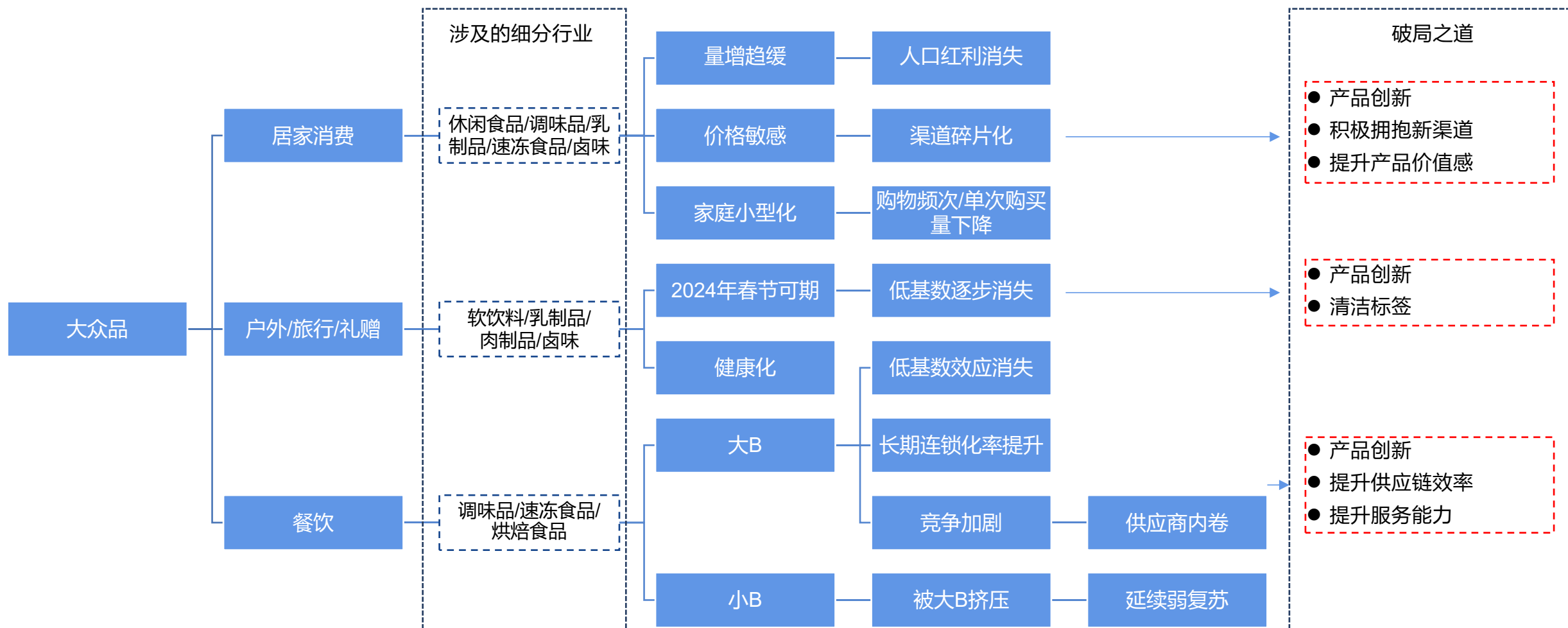
- 90后00后购房、结婚和生育意愿下降
- 活在当下，开心就好
- 反内卷，反PUA

### 案例

宠物经济，火爆的演唱会，特种兵旅游，为喜欢的主播打赏，淄博烧烤

### 3 大众品趋势研判：产品创新始终是王道，行业地位稳固的龙头或享有确定性机会

- ◆ 宏观需求弱复苏的预期下，大众品各细分场景2024年都面临各种挑战：包括消费者价格敏感，渠道变革，竞争加剧，低基数效应逐步消失
- ◆ 产品创新始终是王道：相对来说，小企业更具备创新环境，同时新产品/新渠道带来的增量弹性更大
- ◆ 行业地位稳固的龙头或有相对确定性机会：由于大众品的刚需属性强，低估值/高分红/竞争格局稳定的细分行业龙头在弱势市场中或能跑出绝对收益



## ◆4、大众品行业趋势

### 4.1

#### 大B复苏强于小B，餐饮连锁化率持续提升

- 4.11 餐饮：逐步恢复，整体呈现弱复苏
- 4.12 餐饮：连锁化率进一步提升，大B加速开店
- 4.13 餐饮：竞争加剧，客单价下滑
- 4.14 餐饮：效率为王，大B展现高景气，竞争随之加剧

### 4.2

#### 渠道碎片化加剧，性价比渠道崛起

- 4.21 渠道：渠道碎片化加剧，硬折扣渠道崛起
- 4.22 渠道：头部零食量贩整合已经拉开序幕

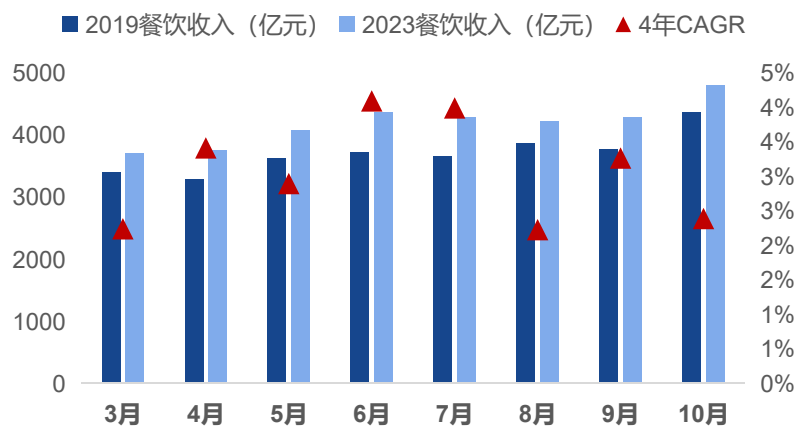
### 4.3

#### 产品创新始终是公司长期成长的驱动力

- 4.31 电解质水：风口上的运动饮料
- 4.32 无糖茶：有望进入渗透率快速提升的产业周期
- 4.33 鹌鹑蛋：引领健康零食风潮
- 4.34 魔芋：减脂零食成为爆款

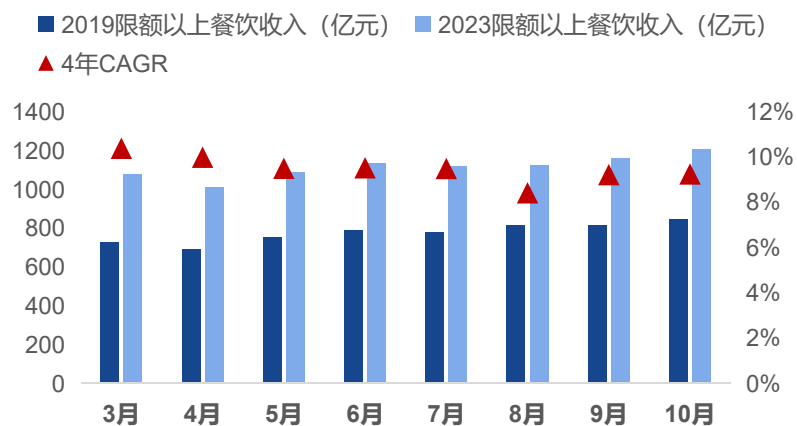
- ◆ **餐饮整体逐步恢复，内部存在分化：**
- ◆ **2023年餐饮稳步复苏，但实际恢复情况或弱于2019年：**在基数效应下，2023年单月社零餐饮增速表现亮眼，但4年的复合增长率并不亮眼，限额以上恢复程度好于限额以下，考虑到通胀及近4年来的餐饮价格变动，我们认为2023年餐饮实际表现情况弱于2019年。
- ◆ **小B表现较弱，闭店率较高：**外部环境承压的背景下，竞争加剧的同时闭店率也有所提升。据红餐大数据显示，2023年前8个月餐饮企业吊销数量已经大于2022年全年。

图表：2019年&2023年社零餐饮收入绝对值及4年CAGR



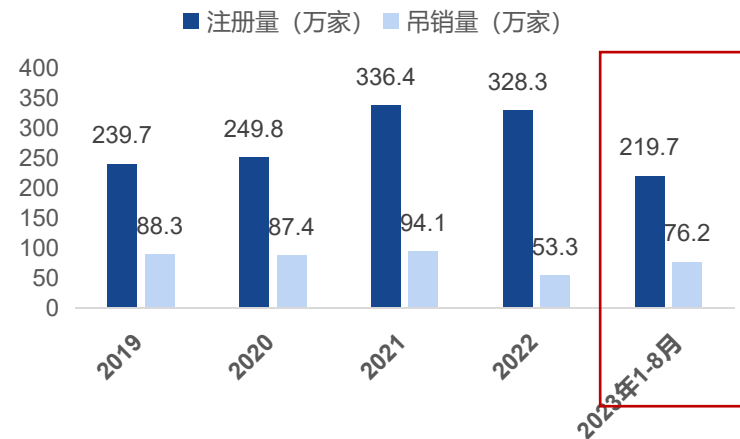
注：左轴为收入，右轴为4年CAGR

图表：2019年&2023年限额以上餐饮收入绝对值及4年CAGR



注：左轴为收入，右轴为4年CAGR

图表：2019年至2023年前8个月餐饮企业注册量及吊销量



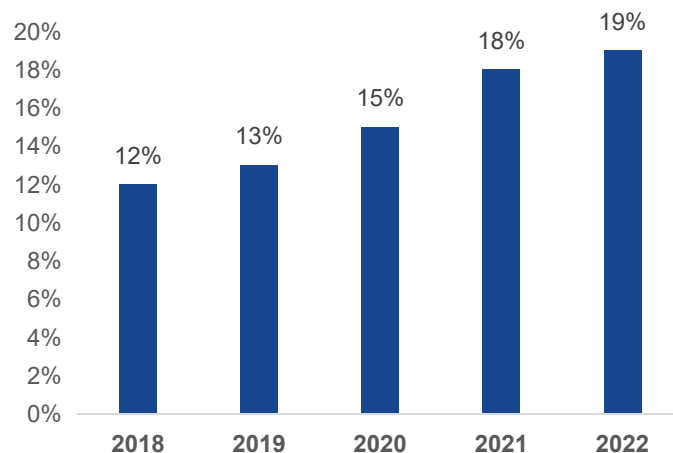
## 4.12 餐饮：连锁化率进一步提升，大B加速开店

◆ **大B在疫情没有放慢开店脚步，部分开店疫情后开店速度有所提升：**

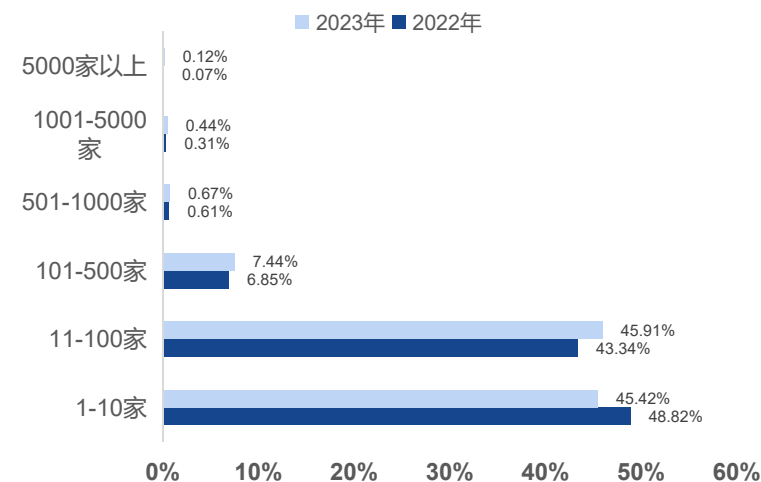
◆ **我国餐饮连锁化率持续提升：**2022年我国餐饮连锁化率达到了19%（同比+1pct），餐饮品牌的规模化程度日益提升，根据红餐大数据显示，截至2023年9月，门店数在100家以上的各个品牌数占比均有所提升。

◆ **百胜中国**将2023年净新增门店目标1400-1600家；**瑞幸咖啡**中国门店破万家，数量超过星巴克；**塔斯汀**2022年底接近3000家门店，2023年底迅速扩张至6000余家；**库迪咖啡**2022年10月首家门店开业，截至2023年12月4日已经迅速扩张至7286余家门店。

图表：2018~2022年我国餐饮连锁化率持续提升



图表：2022-2023年全国餐饮品牌门店数区间占比分布



注：2023年数据统计截至9月

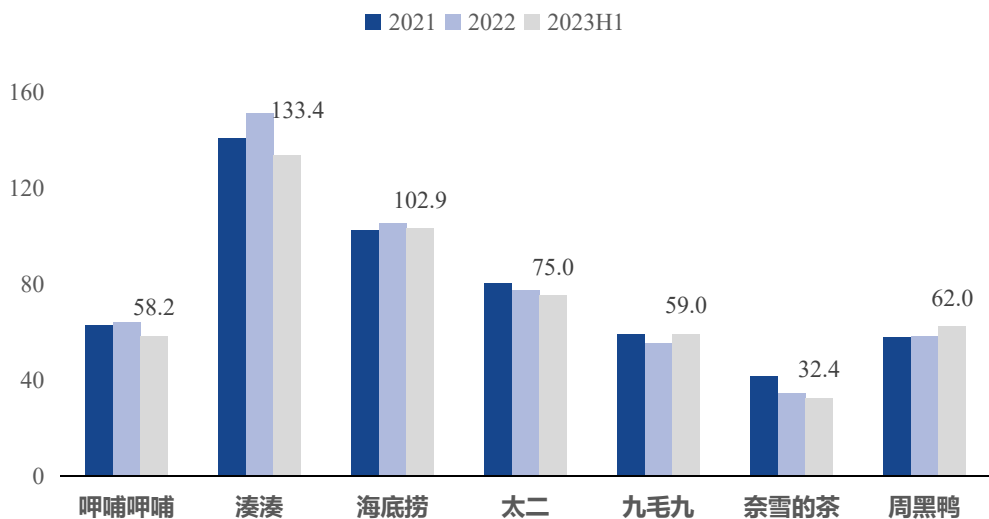
图表：连锁大B保持较高的开店增速

门店数	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	客单价
瑞幸咖啡	5,012	5,091	4,831	4,803	4,951	5,259	5,671	6,024	6,580	7,195	7,846	8,214	9,351	10,836	13,273	
YOY	111%	72%	31%	0%	-	3%	17%	25%	33%	37%	38%	36%	42%	51%	69%	
奈雪的茶	-	-	-	-	-	578	668	817	854	904	973	1,068	1,106	1,194	1,360	
YOY	-	-	-	-	-	-	-	-	-	56%	46%	31%	49%	56%	40%	
肯德基	6,661	6,749	6,925	7,166	7,373	7,609	7,908	8,168	8,441	8,510	8,675	9,094	9,239	9,562	9,917	
YOY	10%	9%	10%	10%	11%	13%	14%	14%	14%	12%	10%	11%	9%	12%	14%	
必胜客	2,271	2,258	2,277	2,355	2,382	2,425	2,503	2,590	2,679	2,711	2,806	2,903	2,983	3,072	3,202	
YOY	1%	0%	1%	3%	5%	7%	10%	10%	12%	12%	12%	12%	11%	13%	14%	
达势股份	-	-	-	363	-	415	-	468	-	508	-	588	-	672	-	
YOY	-	-	-	35%	-	-	-	29%	-	22%	-	26%	-	32%	-	

### ◆ 价格内卷，客单价有所下滑，多数连锁推出性价比套餐

- ◆ 从2023H1头部餐饮连锁企业公布的客单价看，多数较疫情期间有所下滑。
- ◆ 瑞幸、库迪开展价格战，以9.9元的价格吸引客户。
- ◆ 肯德基疯狂星期四通过“造梗”方式火遍全网。
- ◆ 周黑鸭、绝味食品纷纷前后推出9.9解馋套餐进行引流。

图表：2023年头部餐饮企业客单价有所下滑（单位：元）



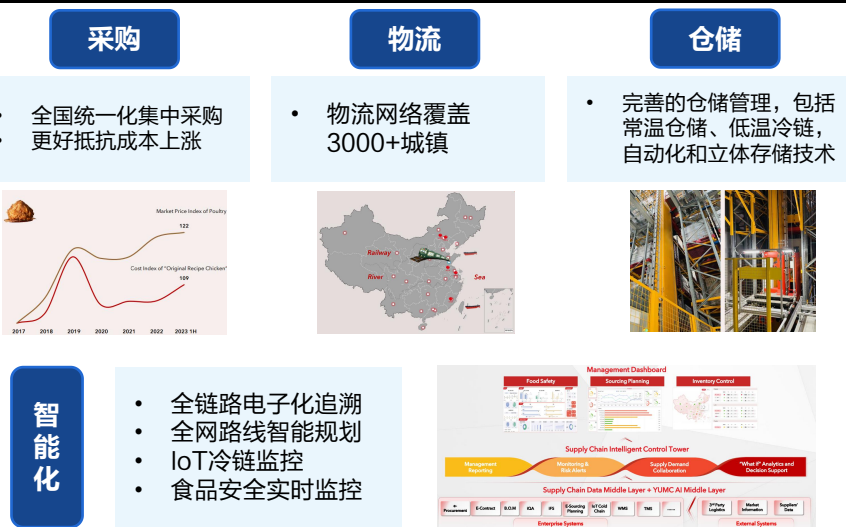
图表：连锁企业纷纷推出“性价比套餐”，引流同时加入价格竞争



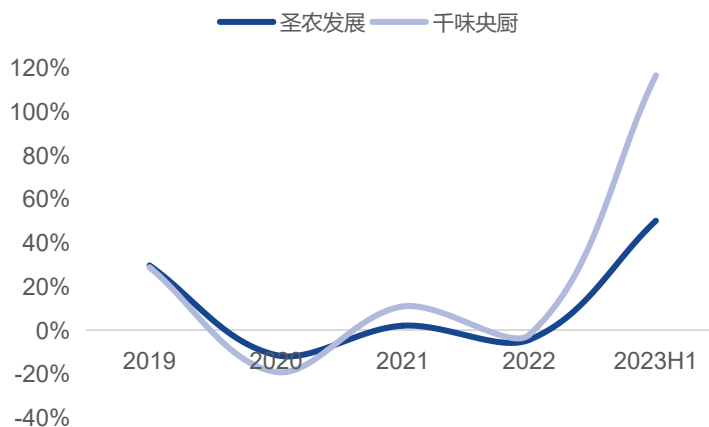
## 4.14 餐饮：效率为王，大B展现出高景气度，供应链竞争随之加剧

- ◆ 大B在效率优势下表现亮眼，供应商充分受益，竞争随之加剧。2023年消费力温和复苏对餐饮企业运营能力造成考验，大B依托多年沉淀的供应链体系，更易实现较高运营效率。一方面，大B高景气度对上游供应商贡献收入增量；另一方面，立高食品等企业加速切入大B，供应链整体竞争加剧。
- ◆ 大B优势：订单稳定，灯塔效应。大B订单可预见性较强，且以百胜中国为首的大B具备灯塔效应，优质供应商可通过服务大B提升综合竞争力。
- ◆ 大B难点：对供应链柔性有较高要求。大B往往有漫长的考核周期，严格的审核标准，对供应商研发、生产、服务等多方面形成考验。

图表：百胜中国从采购、物流、仓储等多方面构建供应链优势

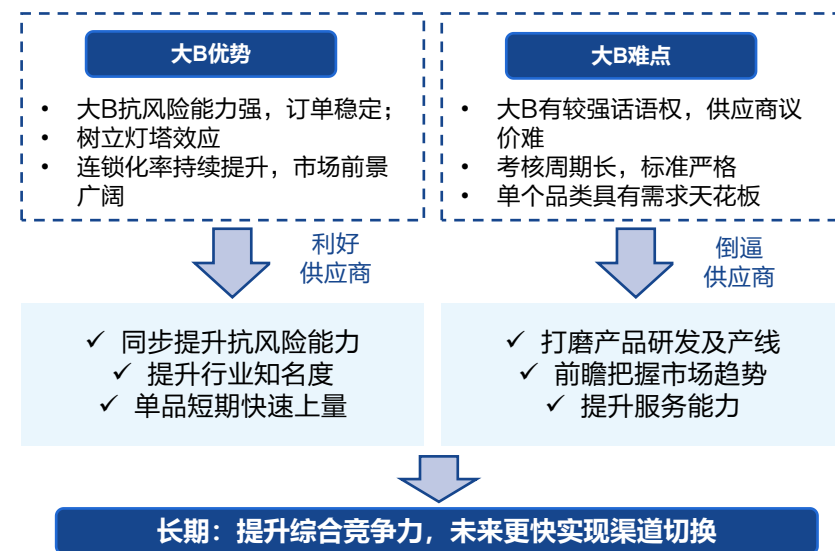


图表：2023H1 圣农发展及干味央厨百胜端收入同比增速显著提升



注：圣农发展2023H1增速为全部大客户口径

图表：服务大B有助于提升供应商综合竞争力



图表：百胜中国供应商管理流程



## ◆ 4、大众品行业趋势

### 4.1

#### 大B复苏强于小B，餐饮连锁化率持续提升

- 4.11 餐饮：逐步恢复，整体呈现弱复苏
- 4.12 餐饮：连锁化率进一步提升，大B加速开店
- 4.13 餐饮：竞争加剧，客单价下滑
- 4.14 餐饮：效率为王，大B展现高景气，竞争随之加剧

### 4.2

#### 渠道碎片化加剧，性价比渠道崛起

- 4.21 渠道：渠道碎片化加剧，硬折扣渠道崛起
- 4.22 渠道：头部零食量贩整合已经拉开序幕

### 4.3

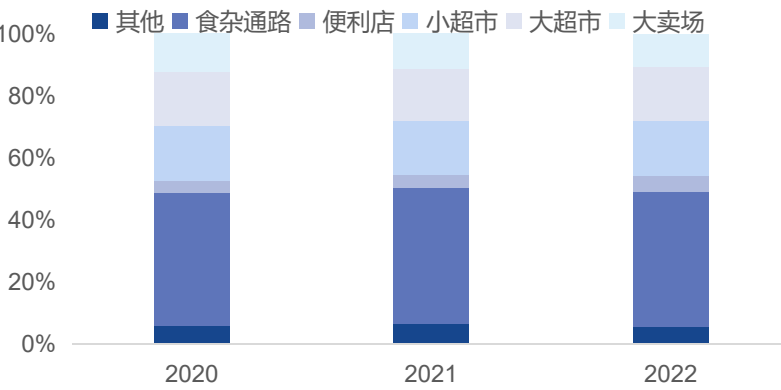
#### 产品创新始终是公司长期成长的驱动力

- 4.31 电解质水：风口上的运动饮料
- 4.32 无糖茶：有望进入渗透率快速提升的产业周期
- 4.33 鹌鹑蛋：引领健康零食风潮
- 4.34 魔芋：减脂零食成为爆款

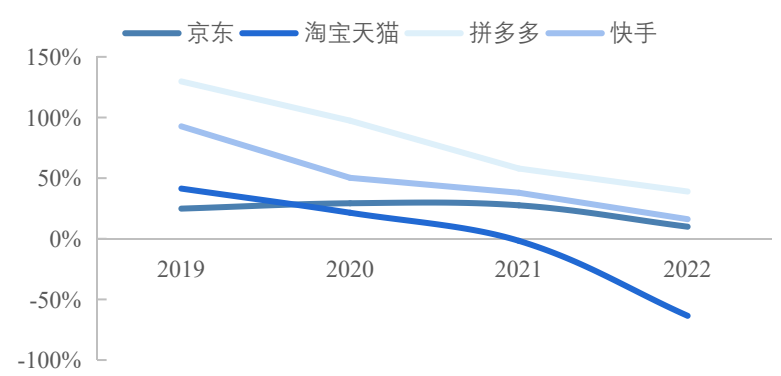
## 4.21 渠道：渠道碎片化加剧，硬折扣渠道崛起

- ◆ **线下KA发展承压，折扣业态兴起：**山姆依托供应链优势提供较高性价比，近年来强势崛起，作为跟随，盒马于2023年7月底推出“移山价”向折扣连锁转型，5000多款商品实施线下降价，价格普遍下调20%；在三四线及下线城市，以“零食很忙”为首的折扣零食量贩开店势头迅猛。
- ◆ **线上低价渠道GMV占比持续扩大：**从GMV的分别来看，偏向性价比的线上渠道如拼多多、抖音、快手在线上总GMV占比近年来持续提升。

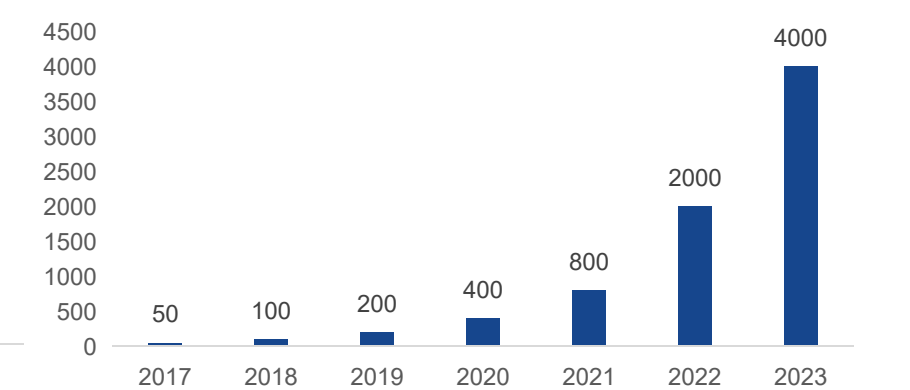
图表：线下零售渠道结构变化



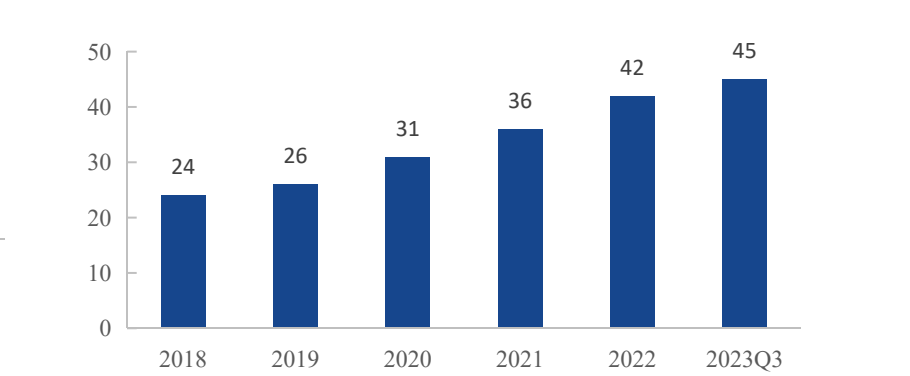
图表：各平台营业收入同比增速



图表：“零食很忙”门店数量变化 (截至2023年10月19日, 单位: 家)



图表：2018年至今山姆会员店数量变化 (单位: 家)



图表：盒马推出“移山价”，向折扣连锁转型

### 盒马与山姆会员店同类产品价格对比

盒马	山姆会员店
麻薯 (12个) 14.9元	麻薯 (24个) 29.8元
榴莲千层 (470克) 39.9元	榴莲千层 (1000克) 85元
盒马有机高钙鲜奶 (240克*4) 24.9元	MM有机高钙鲜奶 (240克*6) 49.9元
盒马橙汁 (2L) 20.9元	山姆日鲜沛橙汁 (2L) 21.9元
盒马原味酸奶 (1500克) 16.5元	蒙牛原味酸奶 (3600克) 45.9元
鲜鸡蛋 (1590克) 30枚 19.9元	MM精选鲜鸡蛋 (1590克) 30枚 23.8元
盒马黑猪肉大肉包4个装 (320克) 9.9元	MM鲜美肉包20个装 (1300克) 59.9元
盒马蒲烧鳗鱼 49.9元	蒲烧鳗鱼 64.9元
冰鲜澳洲牛腱 (1000克) 89.9元	MM澳洲谷饲牛腱 (800克) 79.8元
盒马长粒香米 (5000克) 29.9元	MM东北长粒香 (5000克*2) 69.8元

根据盒马“移山价”价格标签及山姆会员店价格标签整理

## 4.22 渠道：头部零食量贩整合已经拉开序幕

- ◆ **全国零食量贩门店数量预计突破2W家**：在资本的加持下，头部零食量贩玩家快速拓店，2023年以来，零食很忙、万辰以月均200+的门店快速扩张，截至2023年10月，头部零食量贩玩家门店数量预计突破2W家。
- ◆ **零食很忙&万辰形成双寡头**：2023年9月12日，万辰宣布旗下四大零食连锁品牌好想来、来优品、陆小馋、吖嘀吖嘀，合并命名为“好想来”，2023年11月10日，国内量贩零食两大头部品牌“零食很忙”与“赵一鸣零食”合并。

图表：头部零食量贩玩家门店数量（截至2023年10月，单位：家）

品牌	成立时间	总部	门店数 (联商网2023年榜单)
零食很忙	2017年	湖南长沙	4000+
好想来	2011年	江苏兴化	3700+
赵一鸣零食	2019年	江西宜春	2300+
零食有鸣	2021年	四川成都	2000+
爱零食	2020年	湖南长沙	1400+
糖巢	2011年	福建厦门	1400+
零食优选	2019年	湖南长沙	1300
戴永红	1996年	湖南株洲	600+
老婆大人	2010年	浙江宁波	550+
零食舱	2021年	广东东莞	500+
Top1-10			17750+
Top11-20			3560+
Top21-30			1190+

图表：万辰旗下四大品牌合并命名为“好想来”



## ◆4、大众品行业趋势

### 4.1

#### 大B复苏强于小B，餐饮连锁化率持续提升

- 4.11 餐饮：逐步恢复，整体呈现弱复苏
- 4.12 餐饮：连锁化率进一步提升，大B加速开店
- 4.13 餐饮：竞争加剧，客单价下滑
- 4.14 餐饮：效率为王，大B展现高景气，竞争随之加剧

### 4.2

#### 渠道碎片化加剧，性价比渠道崛起

- 4.21 渠道：渠道碎片化加剧，硬折扣渠道崛起
- 4.22 渠道：头部零食量贩整合已经拉开序幕

### 4.3

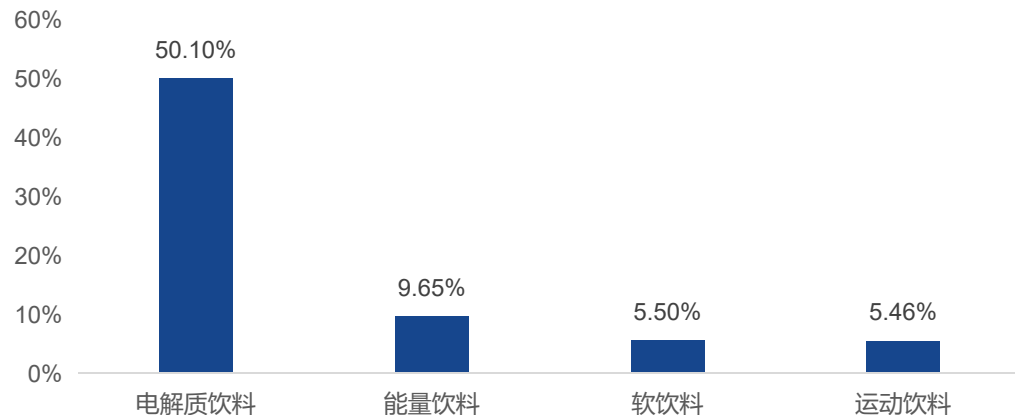
#### 产品创新始终是公司长期成长的驱动力

- 4.31 电解质水：风口上的运动饮料
- 4.32 无糖茶：有望进入渗透率快速提升的产业周期
- 4.33 鹌鹑蛋：引领健康零食风潮
- 4.34 魔芋：减脂零食成为爆款

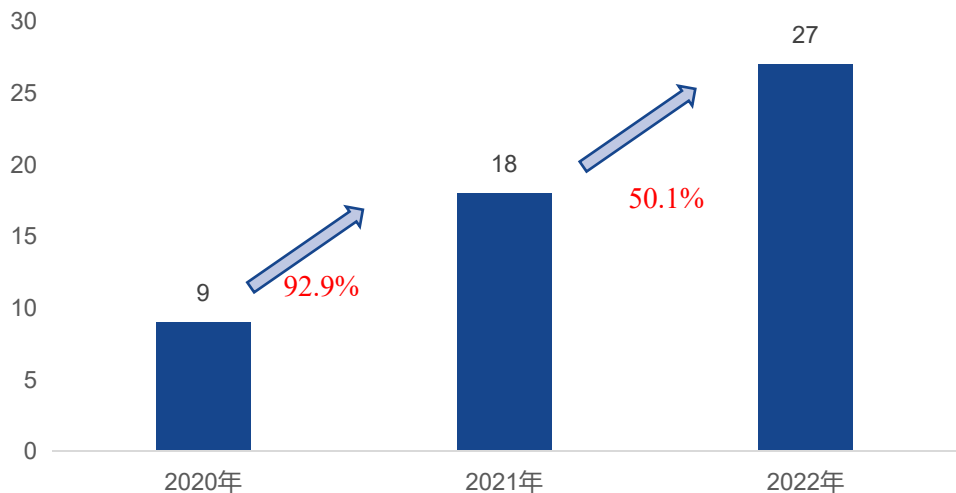
## 4.31 产品创新：电解质水，风口上的运动饮料

- ◆ **电解质水快速增长，渗透率提升空间大：**根据前瞻产业研究院，狭义的电解质品类（仅包含瓶身标注电解质饮料字样的产品）在2022年的规模为27亿元，增速达到50.1%，增速远远超过功能相似的能量饮料品类以及运动饮料品类，在电解质饮料发展成熟的日本市场，2022年单独宝矿力水特一个品牌年销售额就能达到40亿美元（日本人口1.3亿），因此该品类在中国还有比较大的理论渗透空间。
- ◆ **元气森林率先进行消费者教育，东鹏跟进布局：**2021年元气森林推出外星人电解质水入局，全渠道铺货+密集广告投放使得电解质饮料开始跟更多日常补水场景挂钩，品牌规模迅速扩大，2022年疫情放开加速消费者市场培育，现有电解质饮料品牌增长进一步提速。

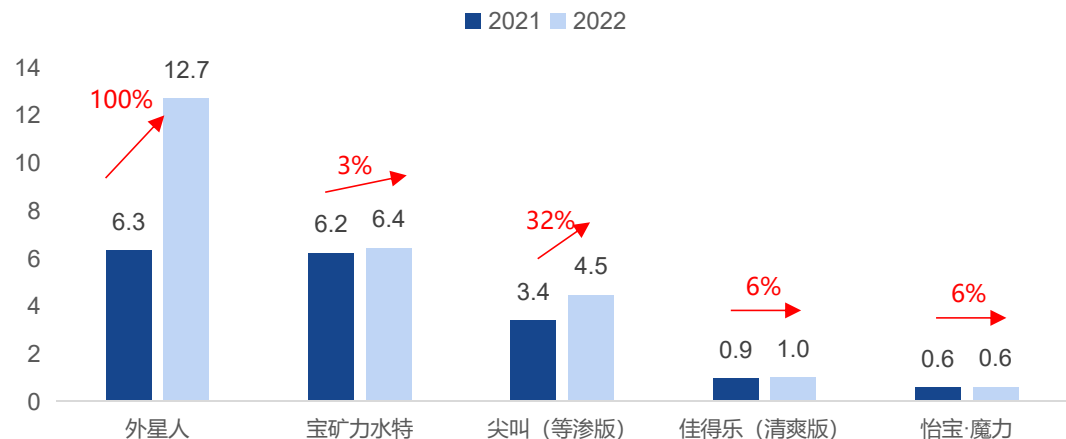
图表：2022年中国饮料行业重点品类市场规模同比增速（%）



图表：2020-2022年中国电解质饮料市场规模及同比增速（亿元，%）



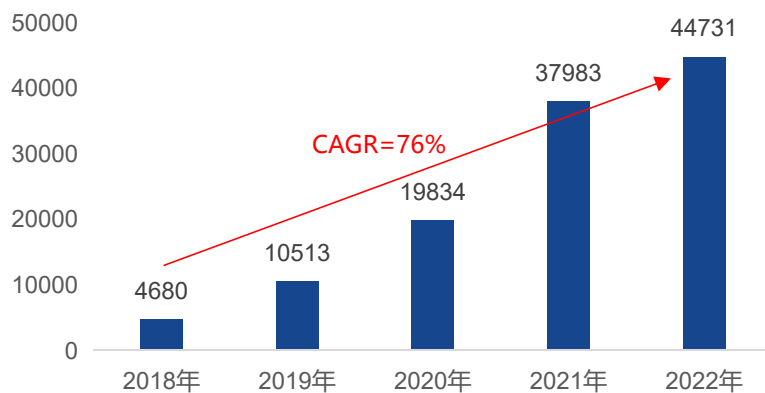
图表：2021-2022年中国电解质饮料主要品牌规模及同比增速（亿元，%）



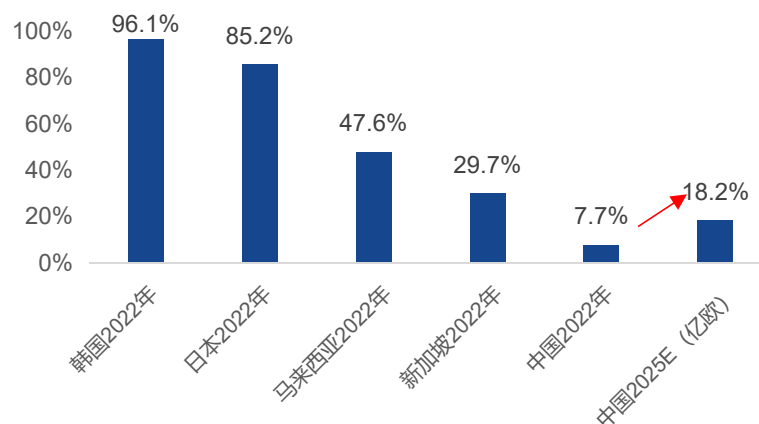
## 4.32 产品创新：我国无糖茶饮料有望进入渗透率快速提升的产业周期

- ◆ **东方树叶近年来高速增长：**2019年之前，无糖茶品类一直处于不温不火的状态，但随着消费力提升，肥胖等健康问题的加剧，年轻人越来越意识到控糖、健康的重要性。2018年元气森林横空出世，饱和式营销带火零糖概念，推动无糖茶饮料起势，根据亿欧，天猫淘宝平台上无糖茶饮线上销售规模从2018年到2022年完成了近10倍的增长。
- ◆ **当前我国无糖茶饮料渗透率低，与日韩相比仍有较大的渗透率提升空间：**根据亿欧智库，2022年我国无糖茶占即饮茶比例仅为7.7%，跟饮食习惯相近的日韩仍有较大差距，仍有较大的市场潜力。

图表：2018-2022年中国无糖茶饮料线上销售额（万元）



图表：亚洲重点国家无糖茶饮料占即饮茶饮料比例（%）



图表：我国无糖茶的主要玩家

公司	产品
农夫山泉	东方树叶
三得利	魔力乌龙茶、乌龙茶、黑乌龙、两漾萃绿茶、乌龙茶大红袍
元气森林	燃茶
伊藤园	铁观音、祁门红茶、茉莉白茶、大麦茶、绿茶、浓味绿茶、浓味乌龙茶

## 4.33 产品创新：鹤鹑蛋-引领健康零食风潮

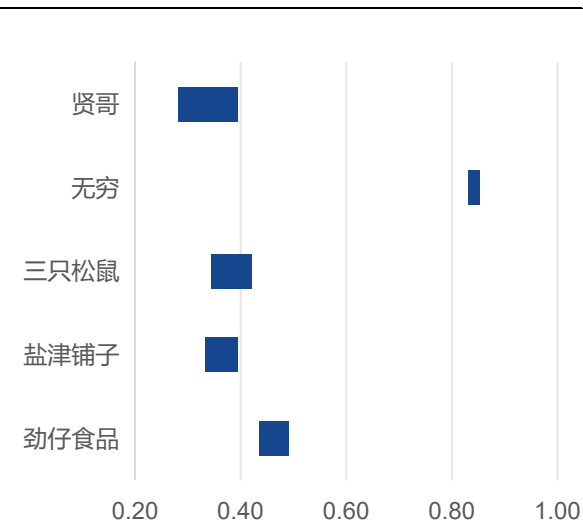
### ◆ 鹤鹑蛋成为爆品的原因：

- 1) 需求端：鹤鹑蛋蛋白含量与鸡蛋相似，具有很强的健康属性；个头小，容易入味，饱腹感弱，更具零食属性
- 2) 供给端：鹤鹑蛋具有生长快、成熟早、产蛋多、耗料少等优点

◆ 劲仔食品在2022年发力鹤鹑蛋零食，并引起热潮，成为销售爆品，随后其他零食厂商和品牌纷纷加码或大力推广鹤鹑蛋零食，如盐津铺子、三只松鼠、无穷和贤哥等。

◆ 鹤鹑蛋市场有望进一步扩大，据食品板报道，中国蛋市场的规模达3000亿，其中休闲蛋制品市场已达数百亿。随着各鹤鹑蛋品牌带来的消费者教育的进一步强化，该市场有望进一步扩大。

图表：各品牌价格区间（元/颗）



图表：市面上常见鹤鹑蛋零食品牌



品牌	推出/发力时间	价格区间	销售情况	目标	生产模式
劲仔食品	2022年上半年	0.44-0.49元/颗	鹤鹑蛋23Q3销售额突破1亿元；9月销售额4400万元	朝“十亿级”单品迈进	自己养殖+农户合作
盐津铺子	2023年上半年	0.33-0.39元/颗	鹤鹑蛋主导的蛋类零食23H1营收1.95亿		自己养殖+农户合作
三只松鼠	2023年上半年	0.34-0.42元/颗			代工
无穷	2023年下半年	0.83-0.85元/颗			自己养殖
贤哥	2023年下半年 2021年曾推过	0.28-0.40元/颗			农户合作

\* 推出时间是从官方媒体产品出现时间推断，价格参考淘宝官方旗舰店（含优惠券），仅供参考

数据来源：各公司公告，品牌淘宝旗舰店，品牌社交媒体

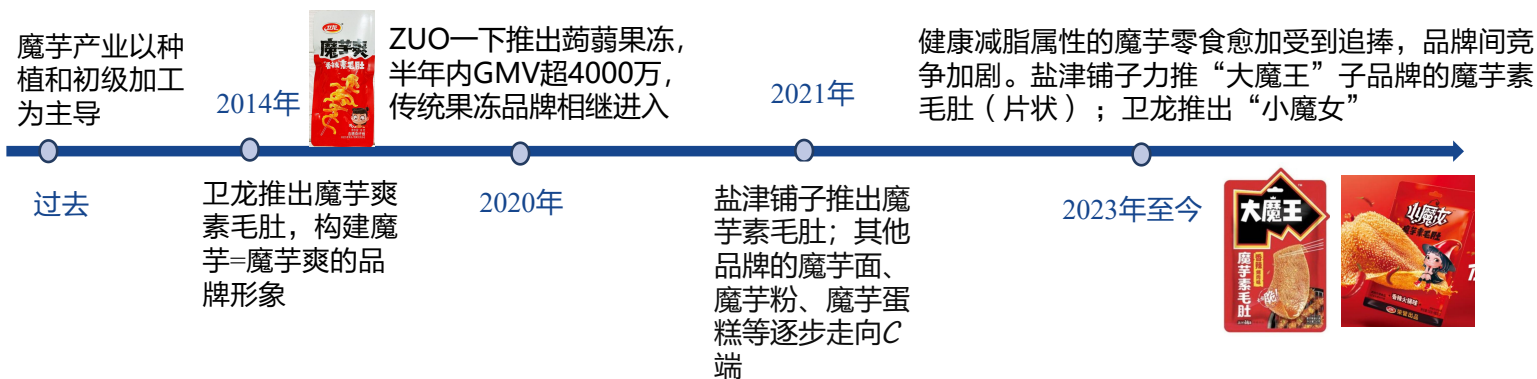
## 4.34 产品创新：魔芋-减脂零食成为爆款

- ◆ **健康零食魔芋仍有较大的渗透率提升潜力：**魔芋又称蒟蒻，主要产于中国、日本以及印度尼西亚，其中中国产量占比约为60%。近年来，随着人们对于健康产品的追求，具有低热量、好口感、丰富膳食纤维的魔芋食品受到全球追捧。其中日本对魔芋产品接受程度较高，据日本魔芋协会调查，2020年日本人均魔芋食品消费金额为621日元（按同期汇率折算约合40元人民币），而据中国魔芋协会统计，2020年中国魔芋食品端市场不到100亿，发展潜力较大。
- ◆ **卫龙、盐津铺子相继布局：**卫龙2014年即推出魔芋爽素毛肚，目前已经是超10亿元的大单品，盐津铺子跟进布局，2022年盐津铺子魔芋制品收入达2.57亿元；2023H1收入突破2.23亿元，占总收入比重的12%；2023年10月成立全新子品牌“大魔王”魔芋素毛肚品牌。

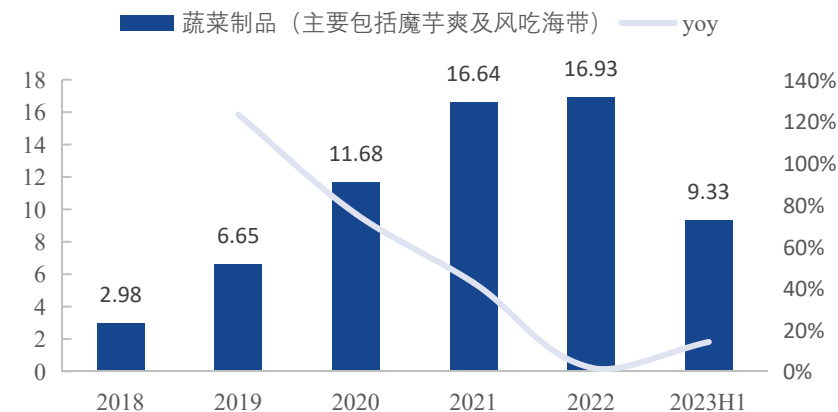
图表：具有强可塑性的魔芋可制作成多类减脂零食



图表：魔芋零食发展历程



图表：卫龙魔芋爽推出多年依旧保持稳定增长（亿元）



注：左轴为收入，右轴为增速

## 4.4 大众品核心公司盈利预测&后续展望

行业	公司	2023E					2024E					2025E				
		收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	PE	收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	PE	收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	PE
预调酒	百润股份	35.0	35%	9.1	75%	28	42.9	23%	11.4	25%	22	51.6	20%	13.7	20%	18
调味品	海天味业	282.0	10%	69.7	12%	29	314.4	12%	78.8	13%	26	354.6	13%	89.9	14%	23
	安琪酵母	139.5	9%	13.8	4%	23	159.1	14%	15.8	15%	20	181.3	14%	18.2	15%	17
	中炬高新	55.2	3%	-0.5	\	-483	62.3	13%	8.1	\	29	70.3	13%	9.7	19%	25
乳制品	伊利股份	1322.9	7%	105.6	12%	16	1445.2	9%	122.7	16%	14	1583.4	10%	142.1	16%	12
	新乳业	111.6	12%	4.8	32%	22	126.4	13%	6.3	33%	16	142.4	13%	8.0	26%	13
	天润乳业	27.4	14%	1.8	\	23	31.5	15%	2.4	32%	18	36.2	15%	3.0	29%	14
软饮料	东鹏饮料	107.5	26%	19.8	38%	38	131.1	22%	24.9	25%	30	156.9	20%	30.4	22%	25
	香飘飘	37.5	20%	2.7	25%	24	43.9	17%	3.6	34%	18	49.9	14%	4.5	26%	14

注：数据截至2023年12月12日

资料来源：Wind，国海证券研究所

请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

## 4.4 大众品核心公司盈利预测&后续展望

行业	公司	2023E					2024E					2025E				
		收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	PE	收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	PE	收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	PE
速冻 预制	安井食品	151.5	24%	15.5	41%	20	186.1	23%	19.4	25%	16	230.6	24%	23.3	20%	13
	立高食品	36.5	25%	1.7	20%	51	43.5	19%	3.2	84%	27	51.9	19%	4.2	32%	21
	元祖股份	26.3	2%	3.1	15%	14	28.8	9%	3.4	10%	13	31.5	10%	3.8	12%	12
	千味央厨	19.3	30%	1.5	43%	34	23.6	22%	1.9	33%	25	28.6	21%	2.4	25%	20
卤味	绝味食品	74.6	13%	5.8	150%	32	83.8	12%	9.7	66%	19	93.5	12%	11.9	23%	16
	紫燕食品	39.1	9%	3.9	78%	24	45.6	17%	4.8	21%	20	52.8	16%	5.7	19%	17
休闲零食	洽洽食品	73.9	7%	8.1	\	23	82.4	12%	11.1	37%	17	92.1	12%	13.0	17%	14
	盐津铺子	40.8	41%	5.2	72%	29	51.7	27%	6.8	31%	22	63.3	22%	8.6	27%	17
	劲仔食品	20.3	39%	1.8	45%	31	25.9	27%	2.4	33%	23	31.6	22%	3.1	27%	18
	甘源食品	20.4	41%	2.7	73%	26	26.9	32%	3.7	34%	19	33.9	26%	4.7	27%	15

注：数据截至2023年12月12日

资料来源：Wind，国海证券研究所

请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

## ◆ 5、投资建议及评级

- ◆ 整体来看白酒行业稳健向好的趋势不变，次高端逻辑持续兑现；大众品业绩筑底，估值回落后龙头企业的投资价值凸显，基于此我们维持食品饮料行业“推荐”评级。
- ◆ 白酒：行业基本面稳健，长期发展逻辑和趋势不变，2023年以来终端动销保持良性趋势，2024年增长有保障；茅台提价意义丰富，板块整体估值消化充分，悲观预期充分，估值低位；中长期布局时点或已至，等待情绪反转和外部催化。
- ◆ 大众品：2023年以来大众品收入表现分化，与出行、户外、礼赠、零食量贩渠道扩张相关的公司收入表现较好，利润端在主要原材料成本下行的背景下率先修复。经历过疫后一波补偿性消费，2023年3月以来消费逐渐回归平淡。从消费趋势看，性价比，健康化和悦己需求贯穿全年。展望2024年，在宏观经济有望复苏的背景下，多数子赛道2024年仍面临各种挑战，包括消费者价格敏感、竞争加剧、渠道变革及低基数红利消失。在当前需求弱复苏、竞争加剧的背景下，提升供应链效率、积极进行产品创新成为企业的破局之道，相对来说，小企业更具创新环境，新品、新渠道带动的增量弹性更大，低估值/高分红/低位稳固的行业龙头也有望在弱势市场中跑出绝对收益。
- ◆ 推荐个股：
  - 白酒：推荐贵州茅台、今世缘、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、泸州老窖、口子窖、五粮液、金徽酒
  - 大众品：推荐百润股份、伊利股份、干味央厨、盐津铺子、安井食品、新乳业、重庆啤酒、洽洽食品等

## ◆6、风险提示

- ◆ 1) **餐饮渠道恢复低于预期**：2024年大B端面临高基数及竞争加剧风险，小B在大B挤压的背景下，复苏进度仍需观察；
- ◆ 2) **宏观经济波动导致消费升级速度受阻**：消费既是拉动经济增长的重要动能，又是经济增长的结果。消费规模和质量受到居民收入和收入预期的影响，宏观经济波动或影响居民收入、收入预期及储蓄意愿，从而影响消费。
- ◆ 3) **行业政策变化导致竞争加剧**：行业较多子版块如白酒、啤酒、速冻食品、乳制品等与消费场景关联较大，行业政策变化或带来消费场景变化，从而影响行业格局。
- ◆ 4) **原材料价格大幅上涨对企业利润端造成影响**：食品饮料企业原材料多涉及农副产品、包材等多个项目，若原材料价格剧烈波动，将通过成本对企业利润端造成影响。
- ◆ 5) **重点关注公司业绩或不及预期**：企业经营受到宏观环境、行业政策、竞争格局、消费偏好、企业经营战略等多方面影响，业绩具有不确定性。
- ◆ 6) **食品安全事件**：人民日益增长的美好生活需要对加强食品安全提出了更高要求，食品安全事件往往通过舆论对企业经营造成较大影响。

## 食品饮料小组介绍

薛玉虎，食品饮料组首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，食品饮料组联席首席分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验。

秦一方，食品饮料组研究助理，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、卤制品、保健品等板块，曾任职于方正证券。

## 分析师承诺

薛玉虎, 刘洁铭, 本报告中的分析师均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，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 食品饮料研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168  
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597