

食品饮料 2024 年度策略

挤压中寻找结构性增长机会

趋势研判：消费趋向健康理性，渠道变革进行时

老龄化+健康消费年轻化，健康消费进入“精养时代”，需求端持续扩容。性价比已成为我国消费者首要考虑因素，折扣业态兴起，参考美日市场，消费或回归理性，进入硬折扣时代。需求迭代重塑渠道格局，线上深耕，线下细分：(1) 线下门店拥抱垂类连锁，零食迎来新渠道红利。(2) O2O 串联线上线下，更快更近提振乳制品等高频需求。(3) 会员店瞄准高线中产优质客群，以烘焙为代表的爆品拉动半成品供应链增长。

细分板块：挤压增长成新常态，图新求变寻找机会

板块复苏行情随需求预期波动，估值分位数达历史低位，我们认为板块盈利能力在波动中提升趋势不变，或对估值有支撑。整体表现平淡的同时存在一些新行业趋势，理性消费、渠道变革、马太效应等有望推动细分板块增长。展望明年，需求或延续弱复苏趋势，建议关注细分板块基本面优质、有望受益新趋势的企业或在挤压式竞争中扩大优势进一步提升市占率的细分龙头。分板块看，白酒配置稳字当头，大众品把握细分成长机会。

投资建议：白酒稳字当头，大众品把握细分成长机会

建议关注顺应趋势、基本面强劲的细分龙头。23 年食品饮料板块复苏行情随需求预期波动，估值分位数达到历史低位，我们认为板块盈利能力在波动中提升趋势不变，或对估值有支撑。整体表现平淡的同时存在一些新趋势，理性消费、渠道变革、马太效应等有望推动细分板块增长。展望明年，需求或延续弱复苏趋势，建议关注细分板块基本面优质、受益新趋势的企业及在挤压竞争中有望扩大优势进一步提升市占率的龙头。

大众品：软饮料重点推荐农夫、东鹏。乳制品板块性价比优势凸显，重点推荐伊利股份、新乳业、中国飞鹤。调味品预计基本面持续向好推荐千禾味业。预制菜预计 B 端恢复优于 C 端格局不变，小 b 渠道有望拉动行业增长，关注性价比品类机会，重点推荐安井食品、千味央厨、巴比食品。休闲食品行业有望继续受益新渠道与新品类扩张，推荐盐津铺子、绝味食品，建议关注劲仔食品、甘源食品、洽洽食品。

酒类：需求或延续弱复苏态势，我们认为白酒配置风格应稳字当头，板块上重点推荐韧性更优的高端酒和景气度持续的苏皖地产酒。高端建议整体配置，首选茅台；苏皖重点推荐今世缘、迎驾、古井；次高端重点推荐汾酒。建议关注金种子、金徽酒。啤酒建议关注结构升级、成本改善、费效优化、估值性价比四个方向的投资机会，建议关注低估值青岛啤酒、华润啤酒，弹性标的推荐燕京啤酒。

风险提示：食品安全风险、竞争加剧风险、成本波动风险。

重点推荐标的

简称	EPS			PE			CAGR-3	评级
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
盐津铺子	2.78	3.51	4.35	28.2	22.4	18.0	41.40%	买入
东鹏饮料	4.98	6.45	8.18	38.1	29.5	23.2	31.46%	买入
千禾味业	0.51	0.66	0.84	33.7	26.3	20.5	36.04%	买入
汤臣倍健	1.05	1.22	1.44	16.9	14.6	12.4	20.74%	买入
贵州茅台	59.30	72.65	84.11	28.4	23.2	20.0	18.99%	买入
今世缘	2.53	3.18	3.94	23.3	18.5	15.0	25.42%	买入

数据来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所预测，股价取 2023 年 12 月 18 日收盘价

投资建议：强于大市（维持）
上次建议：强于大市

相对大盘走势



作者

分析师：陈梦瑶
执业证书编号：S0590521040005
邮箱：cmy@glsc.com.cn
分析师：陆金鑫
执业证书编号：S0590523010001
邮箱：lujx@glsc.com.cn
分析师：孙凌波
执业证书编号：S0590523110006
邮箱：sunlb@glsc.com.cn
联系人：吴雪枫
邮箱：wxuef@glsc.com.cn

相关报告

1、《食品饮料：周专题：当下时点我们如何看东鹏》2023.12.17
2、《食品饮料：月度数据专题：11 月线下饮品优于食品》2023.12.15

正文目录

1. 板块复盘：需求复苏弱于预期，基金重仓比例回升	5
1.1 需求复苏偏弱带动板块下行	5
1.2 盈利能力对估值有支撑	6
1.3 基金重仓比例三季度环比提升	7
2. 趋势研判：需求趋向健康理性，渠道变革进行时	8
2.1 健康消费：健康意识提升，需求持续扩容	8
2.2 理性消费：追求性价比，回归商品使用属性	12
2.3 渠道变革：需求迭代重塑渠道格局	15
3. 细分板块：挤压增长成新常态，图新求变寻找机会	18
3.1 白酒：弱复苏与高库存背景下，业绩确定性差异大	18
3.2 啤酒：量平价增，成本改善或释放业绩弹性	23
3.3 乳品&饮料：存量竞争，品类创新展现活力	26
3.4 调味品：行业逐步回暖，关注零添加、复调机会	29
3.5 预制菜：餐饮链或延续弱复苏，小 b 渠道有望驱动成长	33
3.6 休闲食品：量贩零食红利有望延续高增	36
4. 投资建议：白酒稳字当头，大众品把握细分成长机会	41
4.1 挤压竞争中寻找细分成长机会	41
4.2 大众品关注结构性机会，白酒稳字当头	45
5. 风险提示	45

图表目录

图表 1：年初至今全 A 行业涨跌幅	5
图表 2：年初至今食品饮料细分板块涨跌幅	5
图表 3：食品饮料年初至今分板块走势	5
图表 4：食品饮料年初至今涨幅前十个股（%）	5
图表 5：食品饮料板块在利好信号频发的 7 月录得较好上涨	6
图表 6：子板块表现趋同，复苏节奏随需求预期波动	6
图表 7：食品饮料各子行业 PE（TTM）	6
图表 8：食品饮料与沪深 300 营收同比增速对比（%）	7
图表 9：食品饮料与沪深 300 归母净利润同比增速对比（%）	7
图表 10：食品饮料与沪深 300 净利率对比（%）	7
图表 11：食品饮料子行业净利率对比（%）	7
图表 12：食品饮料基金重仓比例和超配比例（%）	8
图表 13：食品饮料子行业季度超配比例（%）	8
图表 14：基金前 20 大重仓股及股票投资市值比例（%）	8
图表 15：我国 65 岁以上人口占比持续提升（%）	9
图表 16：老年人对于医疗保健的需求更大	9
图表 17：2023 年 618 京东健康消费者年龄分布及增速	9
图表 18：低线城市年轻消费者成为高潜健康消费人群	9
图表 19：国内 VDS 市场持续扩容	10
图表 20：啤酒行业呈现健康趋势	10
图表 21：各渠道的零添加产品销售占比均有所提升	11
图表 22：海天、千禾零添加酱油铺市率持续提升	11
图表 23：休闲零食消费主要关注点	11
图表 24：休闲零食品牌积极进行健康化转型	11
图表 25：不同年龄段消费者营养保健需求更加细分	12

图表 26:	居民提高免疫、调理肠胃需求较强	12
图表 27:	Swisse 美容抗衰产品终端表现亮眼	12
图表 28:	日本消费社会四个阶段	13
图表 29:	美国零售业态演变	13
图表 30:	00 后群体对消费性价比的重视程度最高	14
图表 31:	2023 年双 11 消费者青睐商品种类	14
图表 32:	消费者眼中“低价产品”定义	14
图表 33:	近两年量贩零食门店数量快速增长	15
图表 34:	2022 年零售业态增长率	15
图表 35:	蜜雪冰城营业收入逆势高增 (亿元, %)	15
图表 36:	正新鸡排与同类产品平均客单价对比 (元)	15
图表 37:	快消品线上线下份额及销售额同比增幅	16
图表 38:	城镇快消品市场电商份额及同比增速 (按平台划分)	16
图表 39:	快消品线下渠道份额	17
图表 40:	快消品线下渠道销售额同比增速	17
图表 41:	我国未来一年预期消费金额变化人群比例	17
图表 42:	我国未来一年预期消费金额变化人群比例	17
图表 43:	线上线下渠道进化示意图	18
图表 44:	2023 年高端酒批价走势总体平稳 (元)	19
图表 45:	政商务和私人应酬场景下次高端价格带占比较高	21
图表 46:	次高端季度销售现金流量同比 (%)	22
图表 47:	次高端季度合同负债变化 (亿元)	22
图表 48:	次高端主要产品批价 (元/瓶)	22
图表 49:	2023Q1-3 重点啤酒公司吨价进一步上升 (元/吨)	23
图表 50:	包材及大麦为啤酒企业重要生产原料	24
图表 51:	2023 年我国大麦进口价格持续下行	24
图表 52:	铝合金 (A356, 国产) 市场价 (元/吨)	24
图表 53:	浮法平板玻璃市场价 (4.8/5mm, 元/吨)	24
图表 54:	瓦楞纸 (AA 级 120g) 市场价 (元/吨)	24
图表 55:	重点啤酒公司 2023Q1-3 及 3Q23 财务表现	25
图表 56:	啤酒估值持续回落 (申万成分股, PE-TTM)	25
图表 57:	主要啤酒企业具备估值性价比	25
图表 58:	我国乳业发展历史阶段	27
图表 59:	分品类市场空间 (亿元)	27
图表 60:	分品类同比增速 (%)	27
图表 61:	常温产品空间饱和, 低温产品逐渐发力 (市场空间; 时间)	28
图表 62:	液奶分品类规模增速 (%)	28
图表 63:	行业从量增转向价增驱动	28
图表 64:	乳企推出功能性乳制品	28
图表 65:	人均消费支出和可支配收入增速回升	29
图表 66:	我国奶牛存栏数量仍在高位 (千头)	29
图表 67:	疫情影响调味品餐饮需求	30
图表 68:	2023 年餐饮开店率上升, 但关店率仍高	30
图表 69:	调味品行业收入增速逐步回升	30
图表 70:	海天 PE (TTM) 与季度财务指标相关性-%	30
图表 71:	调味品细分品类集中度 (CR3) 变化	31
图表 72:	酱油头部企业营收五年复合增长率快于行业	31
图表 73:	千禾食醋营收五年复合增长率快于行业	31
图表 74:	食醋零售市场品牌份额	31
图表 75:	23Q3 复合调味料零售份额提升最快	32
图表 76:	23Q3 菜谱式调料零售市场品牌份额	32
图表 77:	调味品零添加销售额占比快速提升	32
图表 78:	千禾月度零售额保持稳定 (元)	32
图表 79:	海天、千禾零添加酱油产品销售额占比	33

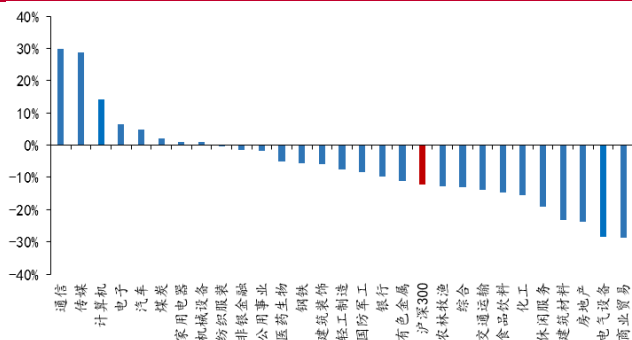
图表 80:	健康属性的酱油零售均价 (元/升)	33
图表 81:	预制菜行业迎来高速发展	34
图表 82:	预制菜区域特征显著	34
图表 83:	2021 年我国餐饮连锁化率仅为 15%	34
图表 84:	中国连锁餐饮规模逐年提升	34
图表 85:	一人户、二人户比重显著增加	35
图表 86:	选择不同下厨房频率的人数占比	35
图表 87:	社零餐饮收入及同比 (亿元, %)	35
图表 88:	餐饮收入两年复合增速 (%)	35
图表 89:	休闲食品季度 (累计) 营收与归母净利润同比增速	37
图表 90:	休闲食品季度营收与归母净利润同比增速	37
图表 91:	抖音零食销售额增速高于淘系和京东	38
图表 92:	中国地区零食销售渠道 (%)	38
图表 93:	零食企业毛销差 (%)	39
图表 94:	部分原材料价格走势	39
图表 95:	零食季度 (累计) 营收与归母净利润同比增速	39
图表 96:	零食季度营收与归母净利润同比增速	39
图表 97:	绝味 23H1 新开门店超 1000 家, 单店同比微增	40
图表 98:	卤制品龙头店型分布	40
图表 99:	卤制品成本	41
图表 100:	卤制品季度 (累计) 营收与归母净利润同比增速	41
图表 101:	卤制品季度营收与归母净利润同比增速	41
图表 102:	全国白酒产量在 2016 年达到高点后逐年下降	42
图表 103:	近年来白酒品牌集中度不断聚拢, CR5 销售占比持续提升	42
图表 104:	调味品行业由扩容式发展转变为挤压式发展	43
图表 105:	复调成为调味品行业新的细分增长点	43
图表 106:	国内复合调味品渗透率还有较大提升空间	43
图表 107:	2008-2022 乳制品零售额及增速 (亿元、%)	43
图表 108:	乳制品细分行业零售额 (亿元、%)	43
图表 109:	我国液态奶市场情况 (%)	44
图表 110:	低温奶销量和销售额增速高于常温奶 (%)	44
图表 111:	2018-2025E 国内休闲食品零售量	44
图表 112:	预制菜行业发展迅速、空间广阔	45

1. 板块复盘：需求复苏弱于预期，基金重仓比例回升

1.1 需求复苏偏弱带动板块下行

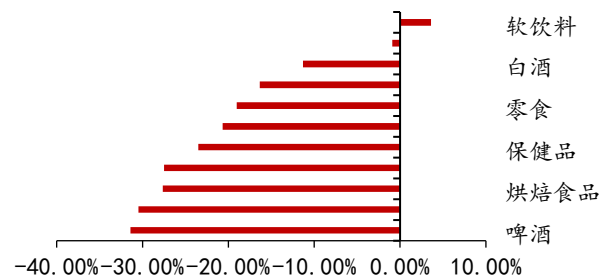
需求复苏节奏弱于预期，年初以来食品饮料板块整体下跌 14.56%。食品饮料年初至 12 月 8 日跌幅在中万一级行业中排名第 23，跌幅为 14.56%，跑输沪深 300 指数（下跌 12.20%），子板块中软饮料表现最好。年初至 12 月 8 日食品饮料子板块均有所下跌，其中软饮料是唯一上涨的子板块，年初至 12 月 8 日涨幅 3.60%，肉制品（-0.90%）、白酒（-11.29%）表现也相对较好，而烘焙食品（-27.62%）、调味品（-30.47%）、啤酒（-31.41%）表现相对较弱。个股方面，惠发食品（+116.17%）、莲花健康（+98.15%）、*ST 西发（+78.08%）、泉阳泉（+55.01%）、威龙股份（+48.18%）涨幅分列前五。

图表1：年初至今全 A 行业涨跌幅



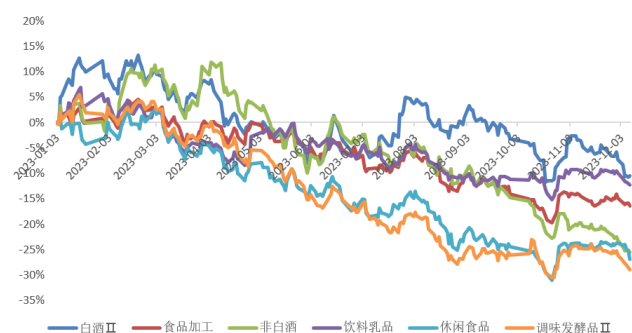
资料来源：iFind，国联证券研究所（截止日期：2023 年 12 月 8 日）

图表2：年初至今食品饮料细分板块涨跌幅



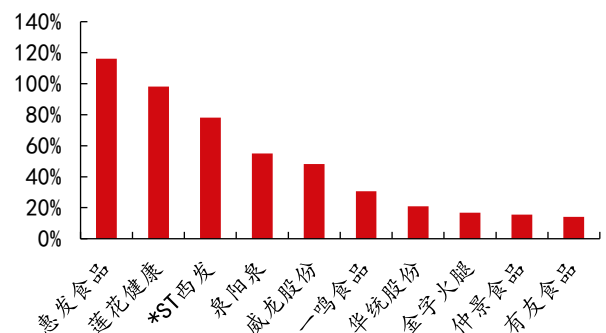
资料来源：iFind，国联证券研究所（截止日期：2023 年 12 月 8 日）

图表3：食品饮料年初至今分板块走势



资料来源：iFind，国联证券研究所（截止日期：2023 年 12 月 8 日）

图表4：食品饮料年初至今涨幅前十个股（%）

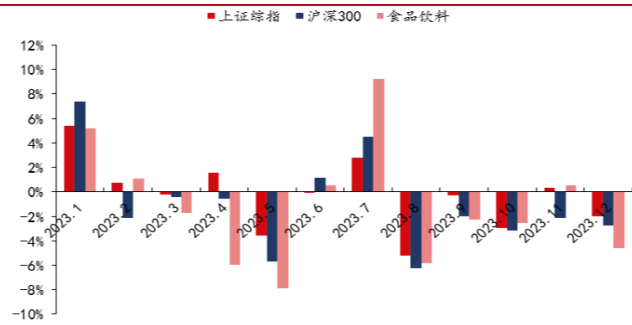


资料来源：iFind，国联证券研究所（截止日期：2023 年 12 月 8 日）

分月来看，食品饮料板块行情总体受需求不及预期压制。食品饮料子板块全年表现趋同，总体呈下行趋势，在经济及消费积极信号密集释放期有所反弹。一季度放开后消费场景修复预期乐观，板块实现较大涨幅，二季度起需求不及预期带动板块下挫，7 月国家发改委、商务部、工信部等中央部委密集召开企业座谈会、圆桌会等，对于民营企业、平台经济等释放积极信号，同时部分大众品旺季到来，信心回升带动板块大幅上涨，但 8-10 月受需求仍然不足压制连续回落。11 月双十一拉动消费叠加逐步

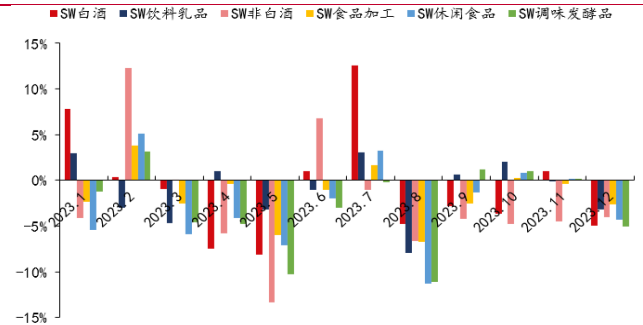
进入年节备货阶段，板块景气度略有回升。

图表5：食品饮料板块在利好信号频发的7月录得较好上涨



资料来源：iFind，国联证券研究所（截止日期：2023年12月8日）

图表6：子板块表现趋同，复苏节奏随需求预期波动



资料来源：iFind，国联证券研究所（截止日期：2023年12月8日）

跨行业比较，食品饮料估值分位数排名中部。横向比较各行业估值水平，食品饮料估值居中，2004-2023年估值分位数为23.80%，较全市场排名中部。

图表7：食品饮料各子行业 PE (TTM)

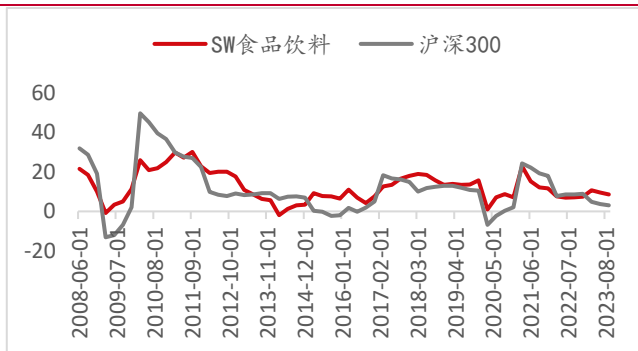
板块	市盈率 (TTM)	均值	市盈率分位数	板块	市盈率 (TTM)	均值	市盈率分位数
SW计算机	47.80	44.35	66.60%	SW公用事业	18.54	22.39	23.80%
SW基础化工	20.43	20.54	61.90%	SW轻工制造	21.08	30.35	19.00%
SW钢铁	16.42	21.60	57.10%	SW交通运输	11.96	19.59	19.00%
SW汽车	21.93	23.00	57.10%	SW传媒	26.70	42.38	19.00%
SW电子	38.52	40.70	52.30%	SW煤炭	8.86	16.68	19.00%
SW农林牧渔	33.74	38.52	42.80%	SW有色金属	15.95	37.45	14.20%
SW建筑材料	15.69	22.17	38.00%	SW家用电器	13.13	20.71	14.20%
SW机械设备	25.29	31.59	38.00%	SW纺织服装	18.20	25.54	14.20%
SW非银金融	17.62	30.57	33.30%	SW通信	18.09	36.69	14.20%
SW综合	35.41	41.85	33.30%	SW美容护理	25.95	40.04	14.20%
SW国防军工	46.79	58.55	33.30%	SW银行	4.58	10.89	9.50%
SW医药生物	28.23	34.89	28.50%	SW电力设备	16.46	36.59	9.50%
SW房地产	11.19	19.39	28.50%	SW石油石化	8.84	18.62	9.50%
SW商贸零售	21.42	29.15	28.50%	SW建筑装饰	7.11	17.84	4.70%
SW社会服务	34.42	48.03	28.50%	SW环保	17.74	30.62	4.70%
SW食品饮料	25.33	34.93	23.80%				

资料来源：iFind，国联证券研究所（截止日期：2023年12月8日，时间范围：2004-2023年）

1.2 盈利能力对估值有支撑

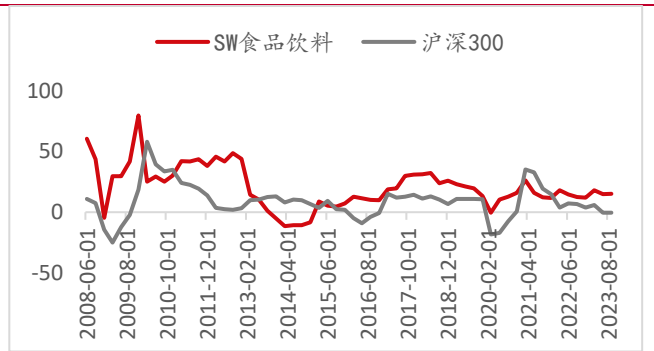
板块业绩增速不及预期带动估值回落是今年板块下跌的主要原因。2023年前三季度，食品饮料营收同比增速8.60%，归母净利润同比增速15.28%，业绩同比增速均高于沪深300（收入+3.00%、归母净利润-0.65%），盈利显现较强的韧性，但受消费复苏节奏放缓的影响表现不及预期，带动估值与股价下调。与2023上半年相比，2023年前三季度食品饮料板块与沪深300营收增速均有所放缓，但受益成本费用下行，归母净利润增速有所提升。

图表8：食品饮料与沪深300营收同比增速对比（%）



资料来源：iFind，国联证券研究所

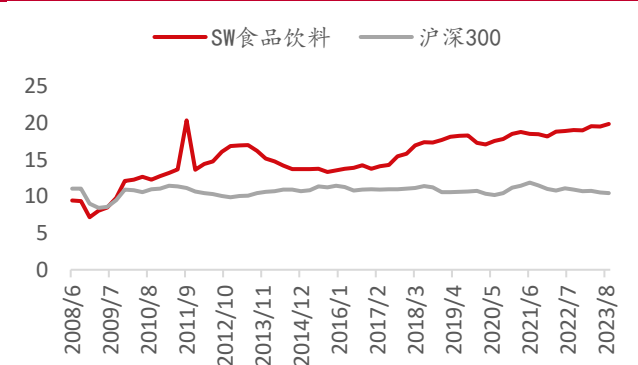
图表9：食品饮料与沪深300归母净利润同比增速对比（%）



资料来源：iFind，国联证券研究所

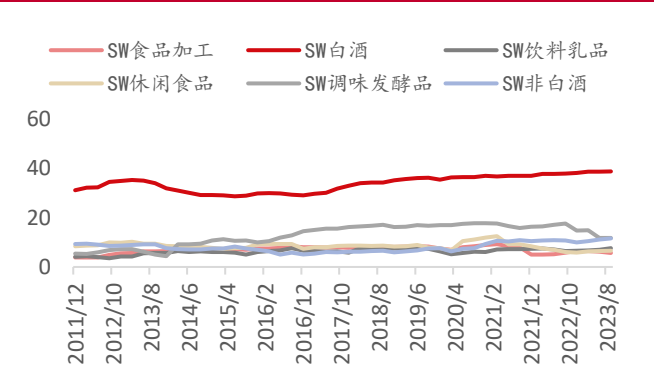
食品饮料盈利能力波动上升，或对估值有支撑。收入端增速受复苏节奏较缓影响偏低，但成本下行与费用管控更精细化带动食品饮料净利率稳中有升，盈利能力远超全A平均。子行业中白酒净利率保持高位、非白酒和饮料乳品净利率不断上行，是带动板块盈利稳中向好的主要引擎。其他子板块整体净利率略有波动，环比二季度看休闲食品净利率延续提升、食品加工净利率延续下降而调味品净利率基本持平。

图表10：食品饮料与沪深300净利率对比（%）



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表11：食品饮料子行业净利率对比（%）

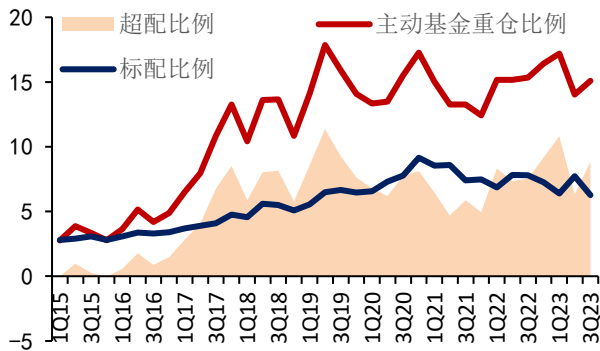


资料来源：iFind，国联证券研究所

1.3 基金重仓比例三季度环比提升

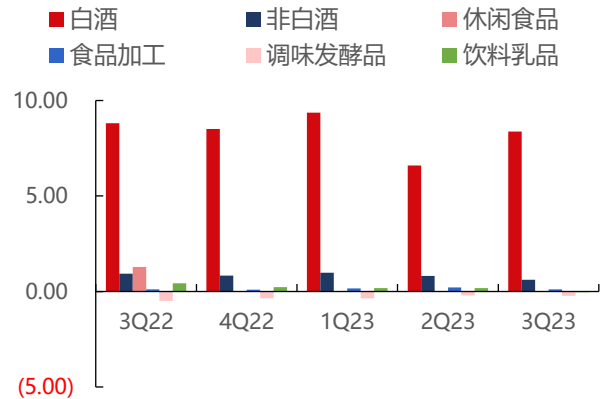
食品饮料主动基金重仓比例二季度回落三季度环比提升。23Q3 主动型基金（普通股票型、偏股混合型、平衡混合型和增强指数型基金）食品饮料重仓市值比例环比 23H1 有所提升，带动超配比例由 23H1 的 6.31% 提升至 23Q3 的 8.85%。除白酒外各子行业超配比例均有所下滑，白酒同比增长 1.78pct，非白酒和饮料乳品下滑 0.21pct，休闲食品与调味品基本持平且未达到标配水平。

图表12：食品饮料基金重仓比例和超配比例（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表13：食饮子行业季度超配比例（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

食品饮料在基金前 20 大重仓股中占据 5 个席位，较去年底席位无变动而占基金投资股票市值比之和提升 0.35pct。23Q3 贵州茅台、泸州老窖、五粮液分列基金第 1、3、5 位重仓持有标的，占基金投资股票市值比分别为 2.66%、1.37%、1.06%，环比均有提升，古井贡酒、山西汾酒也进入基金前 20 大重仓股，占基金投资股票市值比均为 0.60%。与 22Q4 相比，食品饮料在基金前 20 大重仓股中席位数量不变但占基金投资股票市值比之和有所增加，从 5.94% 提升至 6.29%，共提升 0.35pct，环比 23H1 看则有 2.23pct 的提升。

图表14：基金前 20 大重仓股及股票投资市值比例（%）

3Q23		2Q23		1Q23		4Q22	
贵州茅台	2.66	贵州茅台	2.14	贵州茅台	2.35	贵州茅台	2.54
宁德时代	1.61	宁德时代	1.89	宁德时代	1.77	宁德时代	1.71
泸州老窖	1.37	五粮液	0.99	五粮液	1.21	五粮液	1.19
腾讯控股	1.09	泸州老窖	0.93	泸州老窖	1.14	泸州老窖	1.07
五粮液	1.06	腾讯控股	0.86	腾讯控股	0.96	腾讯控股	0.73
药明康德	0.96	迈瑞医疗	0.64	药明康德	0.60	山西汾酒	0.69
恒瑞医药	0.69	恒瑞医药	0.60	迈瑞医疗	0.60	迈瑞医疗	0.65
迈瑞医疗	0.64	阳光电源	0.55	山西汾酒	0.59	药明康德	0.65
古井贡酒	0.60	金山办公	0.50	金山办公	0.49	招商银行	0.60
山西汾酒	0.60	中兴通讯	0.47	阳光电源	0.48	亿纬锂能	0.59
立讯精密	0.52	药明康德	0.46	爱尔眼科	0.46	隆基绿能	0.58
美团-W	0.52	招商银行	0.45	东方财富	0.46	美团-W	0.55
中国海洋石油	0.51	比亚迪	0.44	隆基绿能	0.45	比亚迪	0.55
爱尔眼科	0.42	中际旭创	0.40	招商银行	0.45	阳光电源	0.54
美的集团	0.38	中芯国际	0.39	洋河股份	0.40	东方财富	0.50
中兴通讯	0.38	中微公司	0.39	海康威视	0.39	中国中免	0.49
招商银行	0.37	中国平安	0.38	美团-W	0.38	爱尔眼科	0.49
药明生物	0.36	北方华创	0.38	比亚迪	0.37	洋河股份	0.45
紫金矿业	0.34	美团-W	0.37	亿纬锂能	0.36	紫光国微	0.40
中微公司	0.34	晶澳科技	0.3557	古井贡酒	0.3565	天合光能	0.39

资料来源：Wind，国联证券研究所

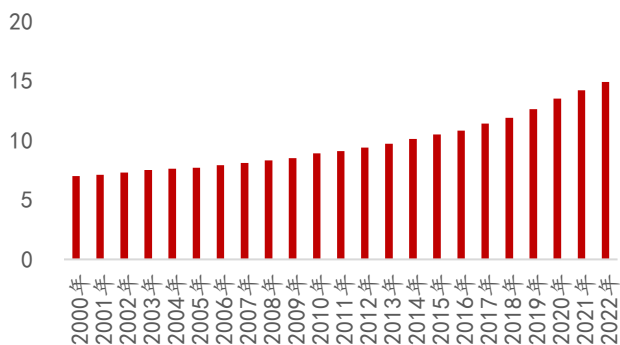
2. 趋势研判：需求趋向健康理性，渠道变革进行时

2.1 健康消费：健康意识提升，需求持续扩容

老龄化背景下，健康消费有望成为新趋势。2022 年我国 65 岁以上人口占比达 14.9%，据全国老龄办发布的《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》，2021-2050

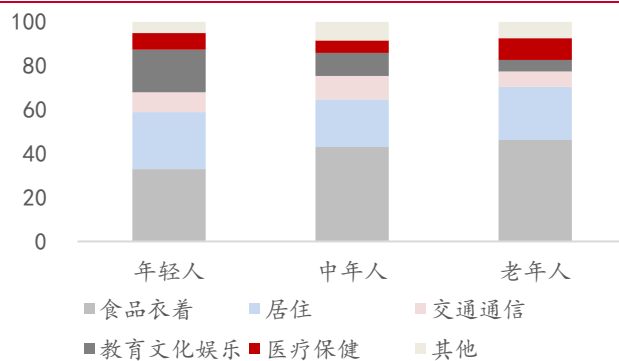
年我国进入加速老龄化阶段，伴随着 20 世纪 60 年代到 70 年代中期第二次生育高峰人群进入老年，中国老年人口加速增长。老年人保健意识相对更强，短期财务状况受经济影响波动小，健康消费需求相对更有韧性。

图表15：我国 65 岁以上人口占比持续提升（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

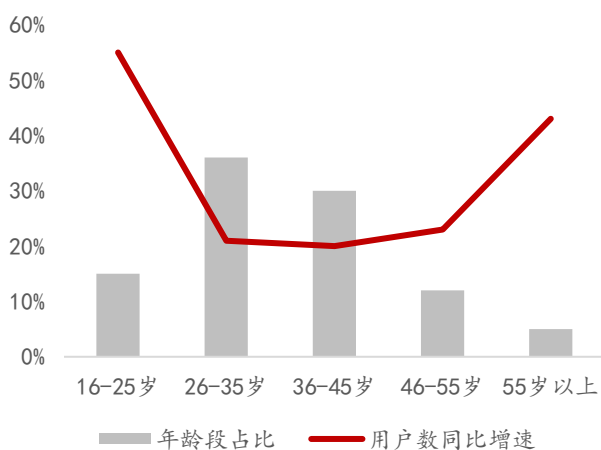
图表16：老年人对于医疗保健的需求更大



资料来源：Datayes!，国联证券研究所

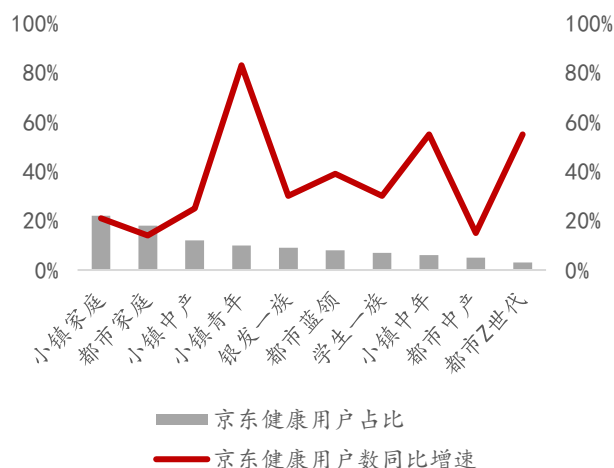
疫后居民健康意识提升，健康消费年轻化发展，地域下沉加速。据中青报对 2008 名受访者的调查显示，86.6%的受访者表示疫后保健意识进一步增强，养生这一概念也不再局限于中老年群体，向 Z 世代人群拓展，据《2023 年 618 健康消费及营销趋势洞察报告》，16-25 岁用户数同比增速最高，接近 60%，健康消费年轻化趋势明确。同时低线城市年轻消费者成为高潜健康消费人群，地域下沉趋势明显。

图表17：2023 年 618 京东健康消费者年龄分布及增速



资料来源：第一财经，DT 研究院，京东健康《2023 年 618 健康消费及营销趋势洞察报告》，国联证券研究所

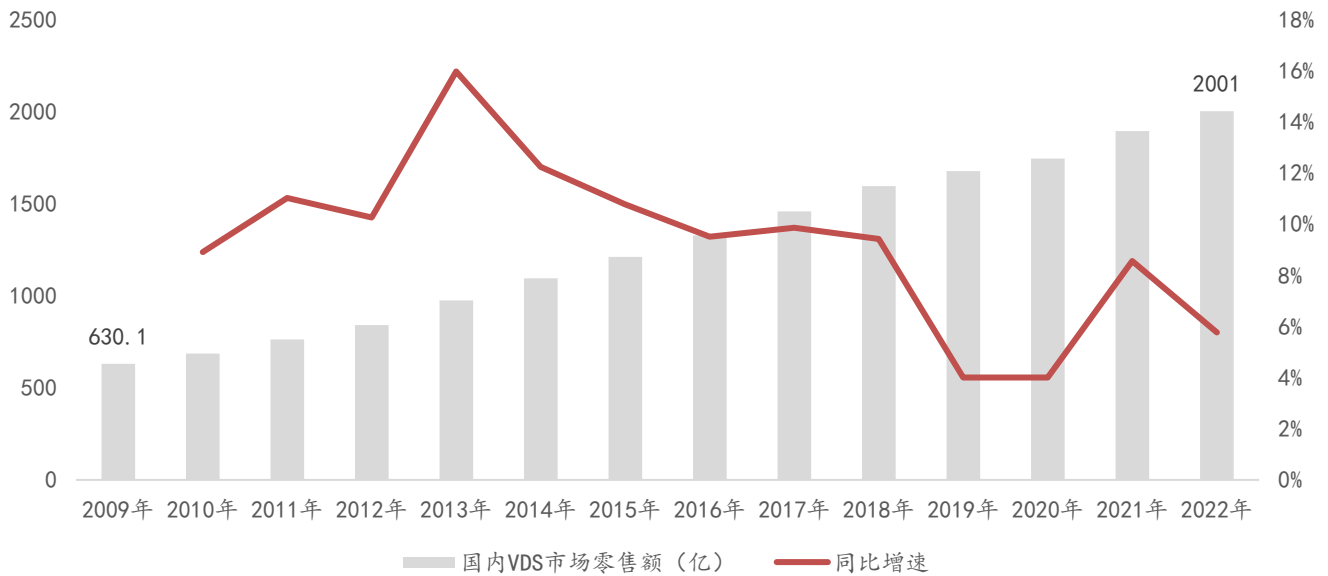
图表18：低线城市年轻消费者成为高潜健康消费人群



资料来源：第一财经，DT 研究院，京东健康《2023 年 618 健康消费及营销趋势洞察报告》，国联证券研究所

健康消费进入“精养时代”，需求端持续扩容。以膳食营养补充剂市场为例，据欧睿数据，2009 年我国膳食营养补充剂市场零售额为 630.1 亿元，2022 年已提升至 2001 亿元，2009-2022 年 CAGR 达 9.3%，需求端扩容明显。

图表19：国内 VDS 市场持续扩容



资料来源：欧睿数据，汤臣倍健公告，国联证券研究所整理

原料成分来看，健康消费趋势下，营养透明的成分、干净安全的原料重要性日益提高，无醇啤酒、零添加调味品、健康零食等品类兴起。近年来低度酒企业纷纷推出0糖、0脂、0农残、0色素、0香精、0胆固醇的“六零产品”来顺应消费者健康控糖的趋势。

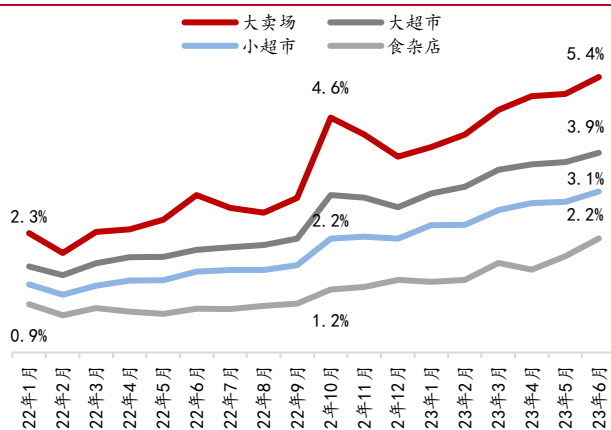
图表20：啤酒行业呈现健康趋势

图片	酒精度 (%vol)	麦芽浓度 (°P)	特点	规格 (ml)	京东旗舰店/ 京东自营店价格 (元)
喜力无醇0.0啤酒	0.03	5.3	与啤酒口感相同，全麦酿造，天然原料，只有70Kcal，荷兰进口	330	6
青岛0.00无酒精饮料	0.01	0.01	“开车也能喝的啤酒”，零醇柠檬味，富含膳食纤维	310	7.7
燕京无醇白啤	0.5	3	无醇、零脂、低糖的同时完美保留德式白啤纯正风味	330	5.2
风花雪月低醇啤酒	1.5	8.6	清爽解腻，轻盈无负担	500	8.8
夏日纷	4.5	0	缤纷果香，轻负担感	330	11

资料来源：京东旗舰店、京东自营店，国联证券研究所整理

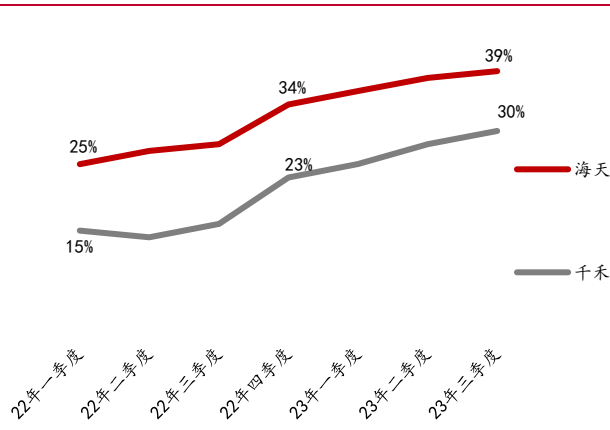
调味品零添加增长趋势延续。据马上赢数据，各渠道的零添加产品销售占比均有所提升，其中大卖场由2022年1月的2.3%提升至2023年6月的5.4%，占比在各渠道中最高，大超市次之，2023年6月占比达3.9%。同时零添加产品覆盖了酱油、醋、料酒等多品类，据马上赢数据，2023年1-8月酱油在零添加的占比达66.3%，其次是醋占比为12.5%。

图表21：各渠道的零添加产品销售占比均有所提升



资料来源：马上赢，国联证券研究所

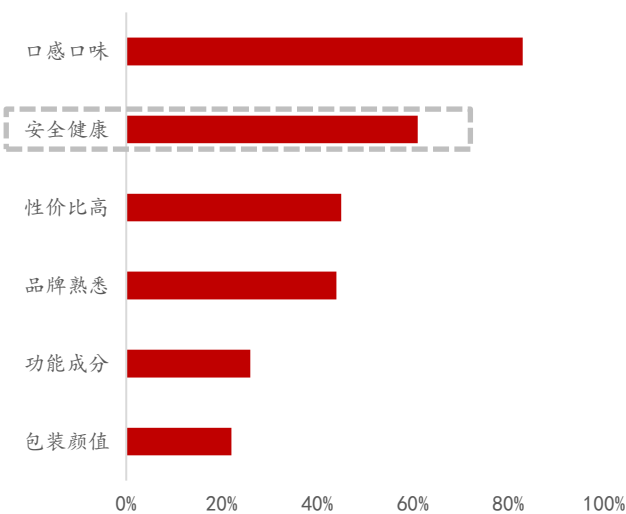
图表22：海天、千禾零添加酱油铺市率持续提升



资料来源：马上赢，国联证券研究所

健康零食“高营养、零添加”成为主流，从“好吃”到“吃好”。根据 CBNDATA 《2022 年健康休闲零食白皮书》，除了零食本身的口感口味外，安全健康已成为消费者购买零食的重要关注点，休闲零食品牌积极进行健康化转型。

图表23：休闲零食消费主要关注点



资料来源：CBNDATA 《2022 年健康休闲零食白皮书》，国联证券研究所

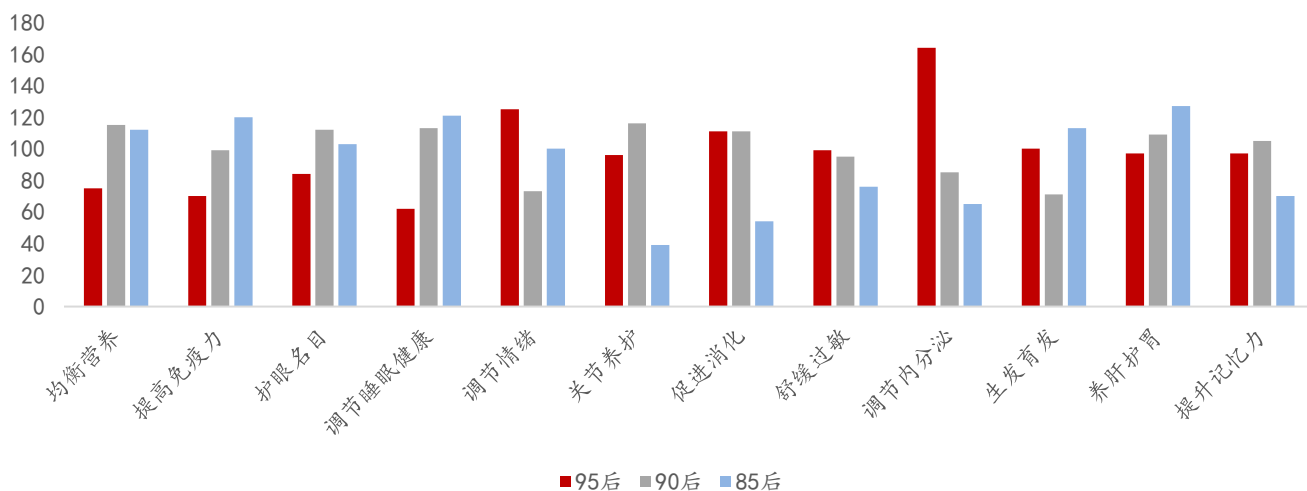
图表24：休闲零食品牌积极进行健康化转型



资料来源：财经网，techweb，美通社，国联证券研究所

功效上看，健康消费需求多样化，功能细分化。据 CBNDATA 《2023 年中国健康生活趋势洞察报告》，95 后对情绪调节、内分泌调节需求更关注，90 后、85 后则对日常营养均衡、睡眠健康问题更为关注，消费者侧的需求多样化促进消费品功能细分进一步深化。

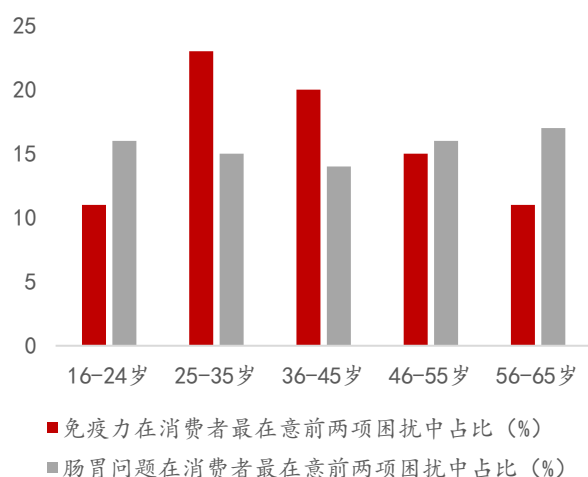
图表25：不同年龄段消费者营养保健需求更加细分



资料来源：CBNDATA《2023年中国健康生活趋势洞察报告》2023年9月问卷数据，国联证券研究所整理

提高免疫、调理肠胃需求走强，护眼护肝产品关注度提高，美容护肤类产品创新值得期待。以汤臣倍健为例，双11期间蛋白粉品类全网销售额过亿，益生菌品牌“LifeSpace”整体销售额达1.57亿元，同比增长超26%。同时现代生活方式激发护眼、护肝需求，据魔镜数据，2023年10月淘系保健类目销售中，护肝类目销售额、销售量分别达274万元/2.6万件，同比增速分别达3846%/7277%。此外，美容护肤类产品关注度提高，汤臣推出Slimu产品，针对瘦身瘦腹需求；Swisse则重点布局美容抗衰、护肤营养等方向，2023年双十一胶原水光瓶、超光瓶全平台销量第一，NAD+产品GMV同比增长374%。

图表26：居民提高免疫、调理肠胃需求较强



资料来源：益普索 Ipsos《2022年健康洞察报告》N=3026，国联证券研究所

图表27：Swisse 美容抗衰产品终端表现亮眼



资料来源：H&H 控股公众号双11战报，国联证券研究所

2.2 理性消费：追求性价比，回归商品使用属性

参考日本第四消费时代特征，消费者有望回归理性消费。《第四消费时代》一书中提到的消费4.0时代的特征：消费者重新审视消费的意义，个人化、差异化的消

费变得异常重要，不愿再为过高的品牌溢价买单，以简约、共享为特征的产品受到欢迎。我国已成为仅次于美国的全球第二大消费市场，高效的线上线下渠道使得消费者可以买到全球各类商品，当商品不再稀缺、消费者攀比心理减弱、消费回归理性。

图表28：日本消费社会四个阶段

消费趋向	西洋化、单一型 大城市倾向	大量消费 大城市倾向	多品种、少批量 品牌倾向	无品牌倾向 朴素倾向 休闲倾向 本土倾向 逆城市化
消费对象	家庭消费	个人化消费 多样性、个性化	共享消费	回归自然、重视共享
	1912-1941 第一消费社会	1945-1974 第二消费社会	1975-2004 第三消费社会	2005-2034 第四消费社会
人口	人口增加	人口增加	人口微增	人口减少
出生率	5	5→2	2→1.3~1.4	1.3~1.4
老年人比率	5%	5%→6%	6%→20%	20%→30%

资料来源：红杉中国《第四消费时代》，国联证券研究所

美国当前以硬折扣与绝对低价满足消费者极致性价比追求。美国零售典型业态经历的变革可概括为从大众消费到品质消费再回归理性消费，超市增长时期大卖场沃尔玛快速发展，而后给中产阶级提供品质消费的仓储会员制超市开市客分庭抗礼，历经两次石油危机等事件后消费者预期下降、硬折扣连锁崛起，随后绝对低价的美元树在通货膨胀、消费降级背景下逆势增长。零售业态的演变反映了消费者对极致性价比日益提升的追求，而不论是沃尔玛、开市客还是奥乐齐、美元树等，在各自市场的致胜特点都在于通过强供应链能力给消费者提供尽可能低价的优质产品。

图表29：美国零售业态演变

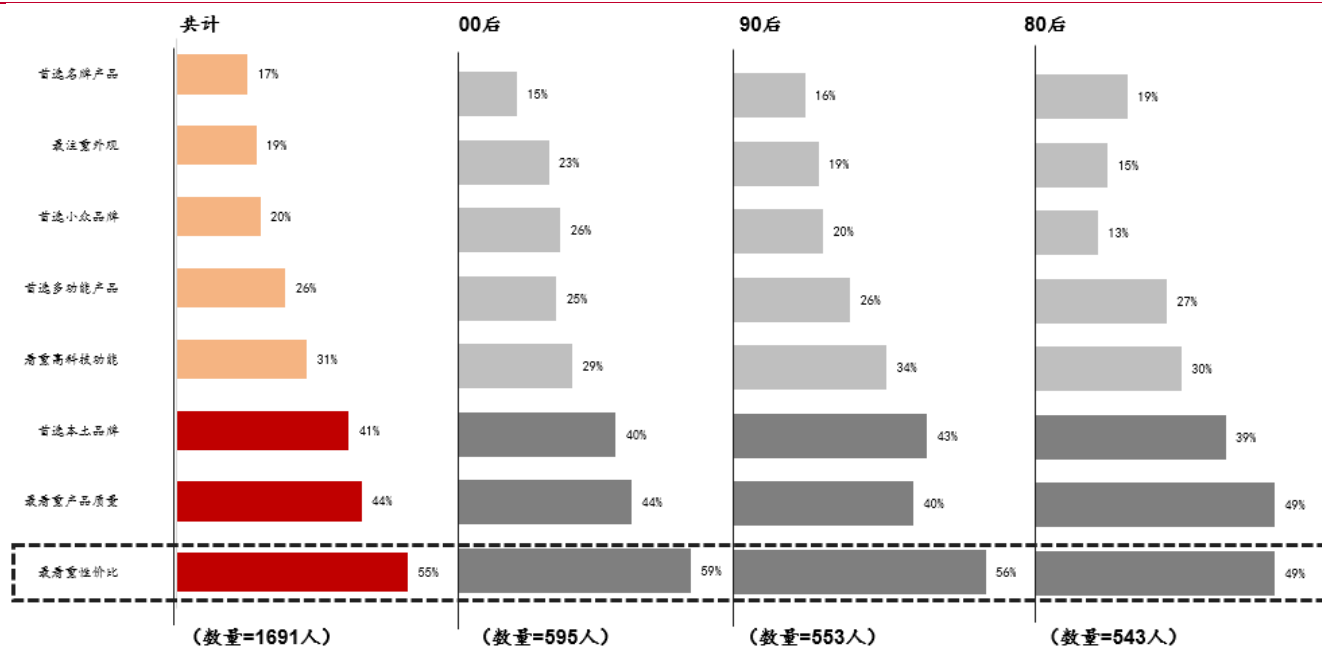
美国零售业态演变		定位				特点	
大众消费	品质消费	定位	品类	SKU	自有品牌		
大众消费		大卖场	多	2-5万	23%+	1) “农村包围城市”、“逐步填满”； 2) 并购大量商超实现全国化扩张； 3) 力争将同等品牌、品质商品做到比其他零售商家价格更低	
	品质消费	会员制	少	3.5-4千	33.5%+	1) 最优惠的高品质商品、低毛利； 2) 供应链把控以及仓储量贩式，降低库存水平； 3) 舒适的购物空间（自助购物，以纸箱包装商品降本且便利）	
	理性消费	硬折扣	少	0.5-1千	77.5%+	1) 品类中精选出最符合“低价高质”理念的1-2个单品供选择； 2) 硬折扣、低价低毛利，不收会员费、几乎不搞促销； 3) 品牌自有率降低降低采购成本； 4) 店型轻减占地小、灵活	
		“一元店”	多	3.5-4.5千	32.5%+	1) 围绕停车场/社区选址，方便消费者； 2) “单一定价法”等符合消费者购物心理； 3) 强配送的供应链能力，95%+商品通过配送中心送到门店； 4) 每种商品只选择1-3个品牌采购，对供应商的议价能力强； 5) 自有品牌提升毛利率，直接和优质厂商对接自产自销。	
		杂货行业自有品牌销售额占比				17.4%	

资料来源：昇望远见公众号，store brands，国联证券研究所

性价比是我国消费者首要考虑因素。红杉中国发布的《2023 中国消费者品牌偏

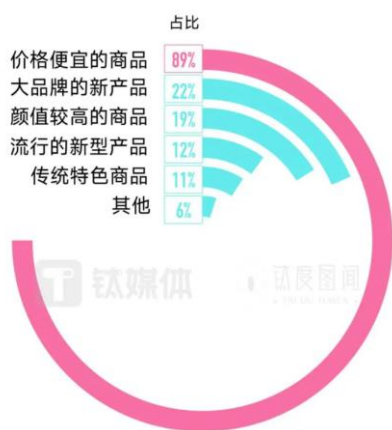
好洞察》调查报告显示，性价比是消费者的首要考虑因素，年轻的群体对性价比的重视程度更高。今年双11购物亦体现从狂欢回归理性趋势，如女性消费者通过选择中性或男性的商品或服务，拒绝“粉红税”；钛媒体调查亦显示，89%的消费者青睐便宜的商品，在进行消费决策时，越来越多的消费者会进行深思熟虑后再下单。

图表30：00后群体对消费性价比的重视程度最高



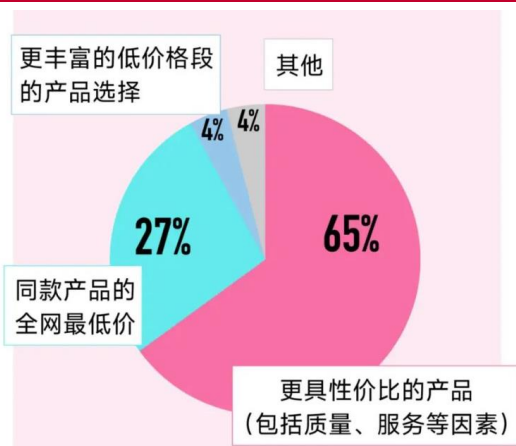
资料来源：红杉中国《2023 中国消费者品牌偏好洞察》，国联证券研究所

图表31：2023 年双11 消费者青睐商品种类



资料来源：钛媒体，国联证券研究所

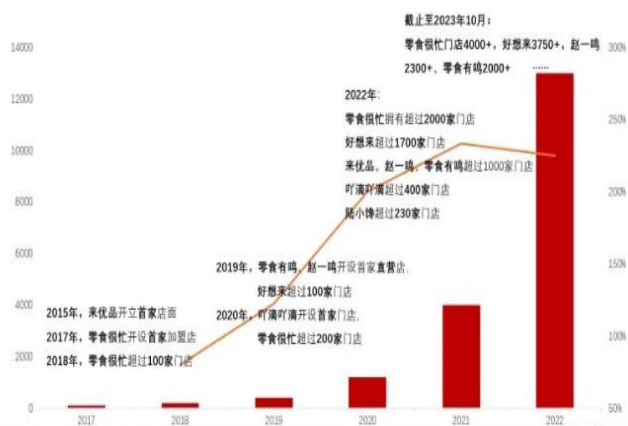
图表32：消费者眼中“低价产品”定义



资料来源：钛媒体，国联证券研究所

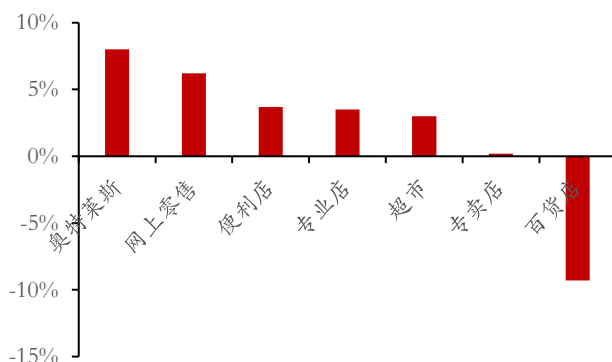
“折扣业态”兴起：中国百货商业协会《2022-2023 中国奥特莱斯行业白皮书》显示，2022 年中国奥特莱斯业销售增速 8%，高于其他零售业。今年以来，零食很忙、赵一鸣等零食品类折扣店快速扩张。10 月份，零食很忙官宣全国门店数突破 4000 家。零售商也在积极尝试新业态，2021 年山东区域零售商巨头家家悦推出首家“折扣店”；2022 年河南胖东来在现有门店中辟出“批发市集”区域。2023 年 10 月盒马鲜生线下门店的 5000 多款商品价格下调，并在门店设置了“线下专享价”专区。

图表33：近两年量贩零食门店数量快速增长



资料来源：各品牌官网，国联证券研究所

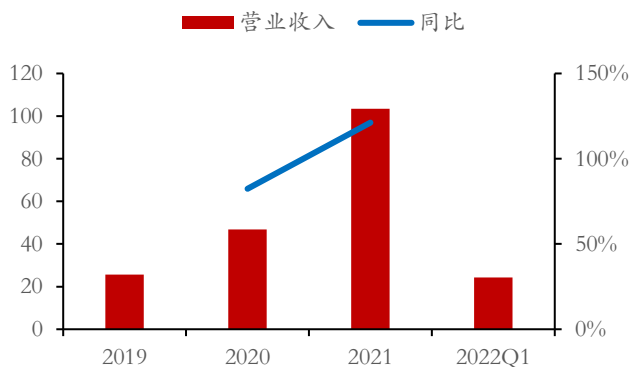
图表34：2022年零售业态增长率



资料来源：《2022-2023 中国奥特莱斯行业白皮书》，国联证券研究所

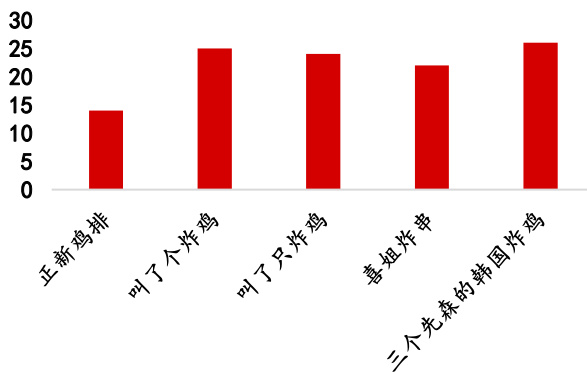
“低价品”赢得关注：低价策略的代表蜜雪冰城，即使在疫情严峻的背景下也没有停下扩张脚步，参考宅门餐眼，截止 2023 年 11 月蜜雪已开出 25000+ 门店。白酒行业也出现“局部降级”，今年以来古井贡酒、珍酒、郎酒以及金种子酒等酒企纷纷布局光瓶酒产品。正新鸡排以下沉市场为核心，三线及以下城市门店数占比 57%，而乡镇店门店数占比超 32%，占比均高于同行，其强大的供应链和产业链支撑“硬折扣”优势，同行客单价均在 20 元以上而其客单价仅约 15 元，以极致性价比与爆款单品占领消费者心智。

图表35：蜜雪冰城营业收入逆势高增（亿元，%）



资料来源：蜜雪冰城招股说明书，国联证券研究所

图表36：正新鸡排与同类产品平均客单价对比（元）



资料来源：红餐大数据，各公司官网，国联证券研究所

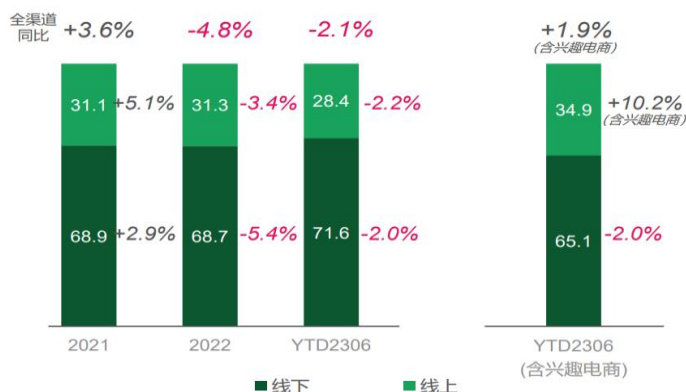
“降级”实质为追求“性价比”而非低价。“消费降级”并不是消费者一味追求低价，而是消费者对品牌的附加价值变得更加谨慎，而更在意产品本身的内容和体验。因此，当前的“消费降级”现象更应该表述为“性价比”。消费品企业当下更应回归产品本身、回归功能，为消费者打造性价比、提高“心”价比，才能在“降级”趋势下做持久生意。

2.3 渠道变革：需求迭代重塑渠道格局

快消品零售格局快速演进，线下表现疲弱，兴趣电商推动线上增长。据尼尔森数

据，2023 年上半年全国快消品线上线下销售额（含兴趣电商）同比增长 1.9%。疫情影响逐步消退，但线下零售持续低迷，2022 年同比下滑 5.4%，2023 年上半年同比下滑 2.0%，线下份额 65.1%。线上传统电商增长乏力，销售额同比下滑 2.2%，兴趣电商蓬勃发展，2023 年上半年包含兴趣电商的线上销售额同比增长 10.2%，线上份额达 34.9%。

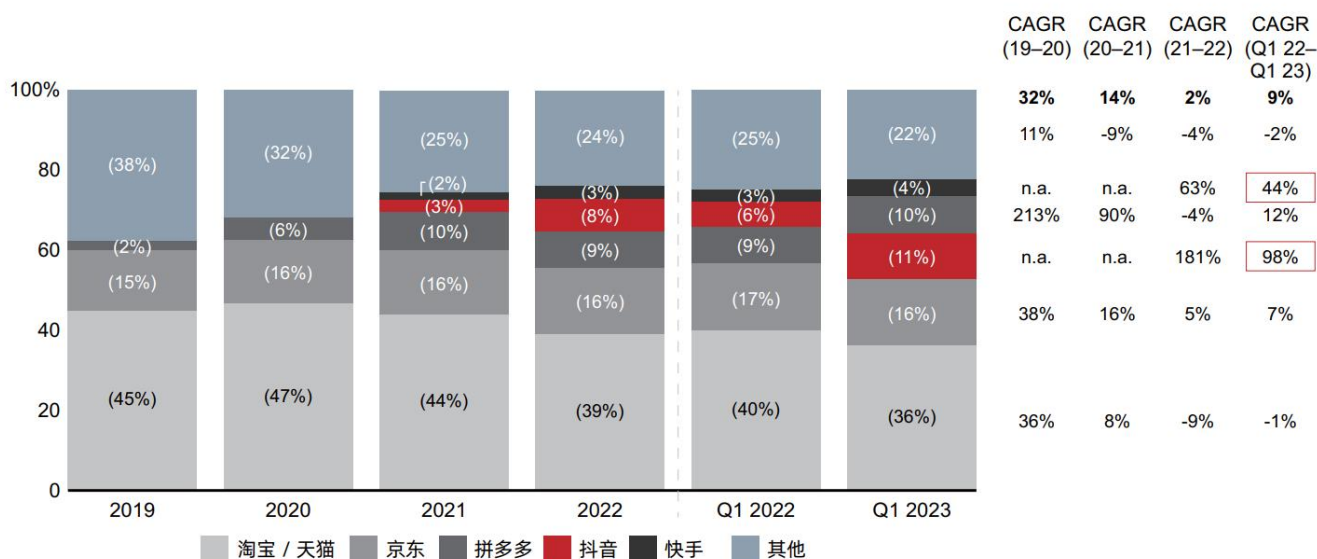
图表37：快消品线上线下份额及销售额同比增幅



资料来源：尼尔森《O2O 即时零售常温乳品白皮书》，国联证券研究所

抖音、快手等兴趣电商平台领跑增长，淘天份额持续下滑。据凯度数据，兴趣电商中抖音的增势尤为迅猛，其快速消费品的平台销售额在 2023 年第一季度同比大增 98%，一举成为快速消费品市场销售额排名第三的电商平台。抖音的快速发展主要因为用户群体的不断扩大、直播渗透率的持续提升以及抖音超市等全新业务模式的上线。与此对比，传统电商普遍增速放缓甚至下降，2023 年第一季度淘天平台销售额同比下滑 1%，份额下降至 36%。

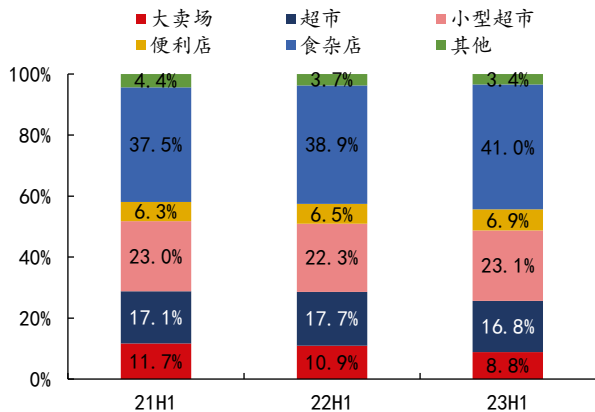
图表38：城镇快消品市场电商份额及同比增速（按平台划分）



资料来源：凯度消费者指数研究，贝恩分析《2023 年中国购物者报告，系列一》，国联证券研究所

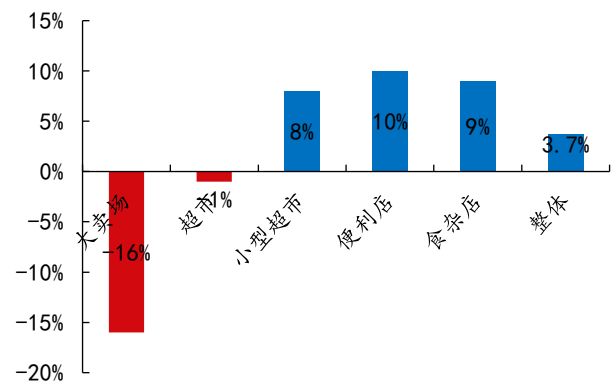
消费者线下便捷需求强烈，近场渠道表现较好。据尼尔森统计，2023 年上半年大卖场销售额同比下降 16%，份额缩减至 8.8%，大卖场门店数量下降、疫情导致客流量减少，加上一些大型零售商面临运营方面的挑战，都是造成大卖场衰落的主要原因。具备近场优势的小超市、便利店、食杂店等均在疫后取得销售额 10%左右的同比回升。

图表39：快消品线下渠道份额



资料来源：尼尔森《2023 年速食行业趋势报告》，国联证券研究所

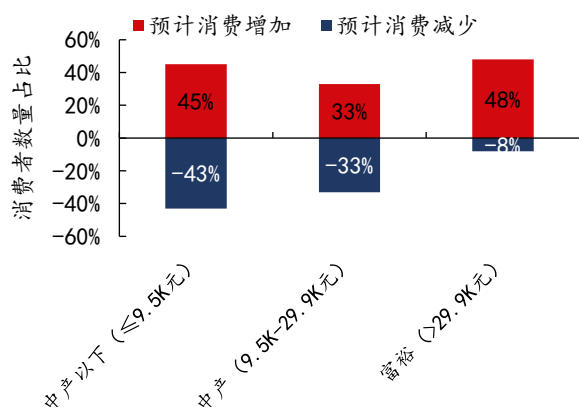
图表40：快消品线下渠道销售额同比增速



资料来源：尼尔森《2023 年速食行业趋势报告》，国联证券研究所

消费信心分化，渠道性价比成为重要考量。根据 BCG 2023 年 5 月份的消费者调研，疫后富裕人群意愿较强，中产承压。中产人群预计消费增加与减少的比例均为 33%，而富裕人群预计消费增加的比例则高达 48%，预计消费减少的比例仅有 8%。在寻求物廉价美的动机下，奥莱、折扣店、社区拼购在中产及以下人群加快渗透，奥莱/折扣店作为首选渠道指数同比增长 68%。

图表41：我国未来一年预期消费金额变化人群比例



资料来源：BCG，国联证券研究所

图表42：我国未来一年预期消费金额变化人群比例

渠道类型	举例	首选购物渠道指数变化（未来12个月VS过去6-12个月）
奥莱店/折扣店	奥特莱斯，品牌折扣店等	+68%
购物中心/百货大楼	北京三里屯，成都太古里等	+26%
直播/短视频	抖音、快手等	+20%
内容电商	得物等	+19%
集合店/买手店	美妆集合店，服饰买手店等	+18%
社区拼购	拼多多，快团团等	+16%
O2O到家	盒马，美团，饿了么等	+8%
商超	物美，联华，Costco，全家等	+1%
品牌/机构官网	各品牌网站	持平
微信	微信公众号，小程序	持平
活动展会	车展，电器展，外贸展	-15%
传统电商	淘宝，京东等	-21%

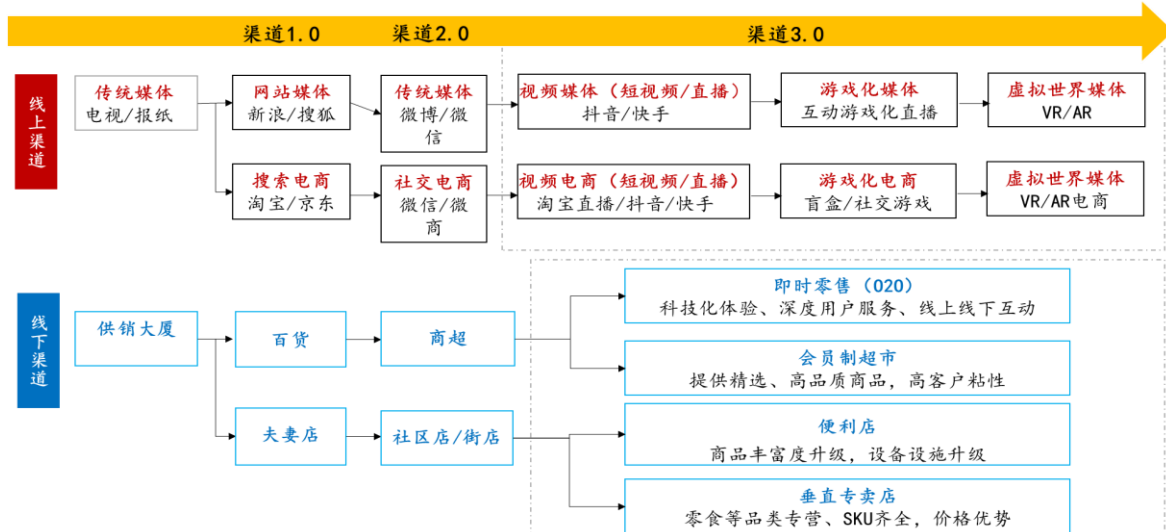
资料来源：BCG，国联证券研究所

渠道向 3.0 版本进化。(1) 线上深耕。伴随媒体传播方式的不断更迭，电商也逐步从流量获取转向用户运营，增长热点从“人找货”的传统电商转移至“货找人”的兴趣电商。包括未来可能兴起的游戏化电商、VR 电商等新业态，算法科技驱动线上发展的背后，实质是通过获取用户专注时间催生订单转化。(2) 线下细分。以大卖场的衰落为代表，线下渠道的“场”日渐多元化，满足不同消费者的即时性和质价比要

求的即时零售（O2O）、会员制超市、垂直品类专营店蓬勃发展。

渠道变革背景下，食品饮料品牌供应商开拓渠道新航线。（1）线下门店拥抱垂类连锁业态，零食企业迎来新渠道红利。（2）O2O 串联线上线下，更快更近提振乳制品等高频需求。（3）会员店瞄准高线中产优质客群，以烘焙为代表的爆品拉动半成品供应链增长。

图表43：线上线下渠道进化示意图



资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

3. 细分板块：挤压增长成新常态，图新求变寻找机会

3.1 白酒：弱复苏与高库存背景下，业绩确定性差异大

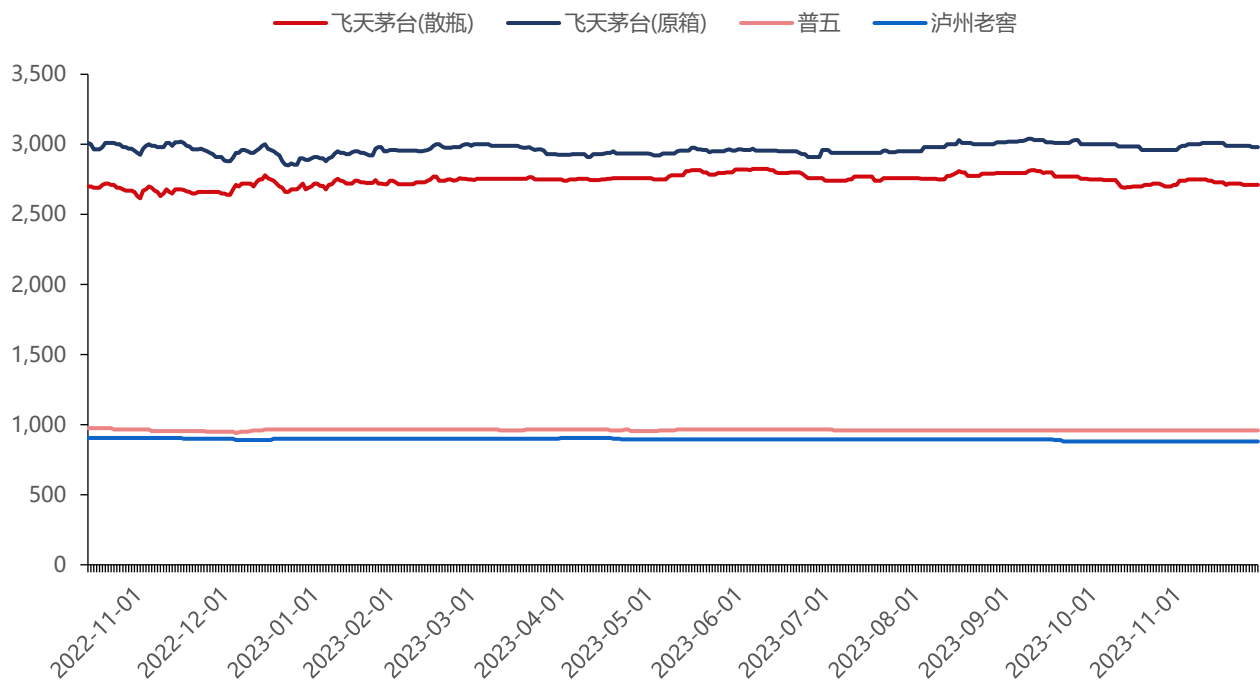
白酒产量自 2016 年达到历史高点后逐渐下滑，白酒行业进入“量减价增”的结构升级阶段，集中度向头部企业聚拢，挤压式增长渐显。2023 年前三季度，即便在疫情后弱复苏、消费场景回补不及预期的宏观背景下，白酒行业依然韧性充足，营收同增 15.95%，领先食品饮料其他子行业。展望 2024，经济和消费复苏态势不变，大众用酒场景或维持量价并在部分区域继续升级，而商务用酒场景随宏观修复有望强于今年。茅台 11 月淡季提价展现龙头公司对行业的信心，行业价格天花板的提高有望后续逐渐向业内传递积极影响。其中，高端酒需求更稳、品牌壁垒更强，业绩韧性有望延续；区域酒分化明显，苏皖省内竞争程度或有所增强但基地市场优势仍然显著；全国化次高端酒相对承压，业绩不确定性尚存。

3.1.1 高端白酒：业绩维持稳健，茅台提价打开价增空间

高端酒具有突出的品牌护城河优势和相对更强的经营管理手段，且市场需求和格局相对稳固。2023 年前三季度高端酒基本面维持稳健表现，整体收入达到 1897.95 亿元，同增 16.37%，归母净利润 862.75 亿元，同增 18.83%。经济及消费环境整体弱复苏背景下，茅五泸作为头部酒企已经历多轮白酒周期，在量价调节与渠道管控方面

把握更足，且受库存周期影响较小，近一年来代表产品批价总体平稳。

图表44：2023 年高端酒批价走势总体平稳（元）



资料来源：ifind、国联证券研究所

贵州茅台：品牌力和经营水平冠绝行业，逆周期提价提振行业信心。贵州茅台作为龙头活力不减，23 年前三季度总收入高达 1,053.16 亿元，收入增速达 17.30%，高于行业整体增速。茅台产品结构完备，渠道把控力十足，量价调控能力突出。10 月 31 日，贵州茅台公告 53%vol 贵州茅台酒标品出厂价上调 20% 左右，一方面调节渠道利润并增厚业绩，另一方面推高行业价格天花板，创造价增空间并提振行业信心。

五粮液：品牌基础扎实，开瓶数据出色。五粮液在 23Q3 实现了近两年以来的单季度最高同比增速，收入和归母净利润分别同增 16.99% 和 18.52%，实现超预期增长。公司重视终端消费者开瓶，加大对低度五粮液、1618 宴席的开瓶奖励力度，今年五月旺季单日开瓶扫码最高超过十万瓶，创历史新高。产品矩阵整体发力，并把握关键的宴席市场，三季度围绕双节开展了长达两个月左右的营销活动，有效增进动销。

泸州老窖：战略制定有序、执行到位，在高端酒中相对更具成长性。泸州老窖在 2023 年前三季度以 25.21% 的营收同比增长率领先，归母净利润同增高达 28.58%，已经连续第 9 个季度超 15% 的营收增速，并且连续 14 个季度的净利润增速超过 20%。产品端，泸州老窖成功聚焦“双品牌、三品系、大单品”的战略体系，带动毛利率持续提升。渠道端，公司策略更为灵活，因地制宜采用经销商主导模式、厂商 1+1 模式、直营模式，并对渠道进行扁平化改造进而更高效直控终端。销售端，泸州老窖采取更积极的市场应对策略，在动员业务人员“淡季做市场、旺季做动销”的同时不断

优化费用投放，精准聚焦核心优势区域，费效比持续提高。管理端，泸州老窖在 2023 年 3 月深化数字化管理系统改革，从“三码合一”升级至“五码合一”，保障产品查询及跟踪管理，使得产品销售更加信息透明化，进一步加强公司对渠道和销售的信息管理。

3.1.2 地产酒：苏皖延续高景气度，其他区域酒表现平平

苏皖区域酒在 2023 年前三季度高景气度延续，增速保持行业领先水平。安徽是白酒消费大省，近年来省内经济与产业发展一路高歌，推动居民人均收入和消费水平快速提升，人均可支配收入在 2018-2022 年增速高于全国平均。徽酒有望受益于经济发展带来的省内需求扩容和消费升级红利，继续保持高景气度增势。江苏具有良好的白酒氛围和坚实的经济基础，率先开始高线次高端升级，省内苏酒双龙头均受益，实现产品结构升级迭代。

今世缘：稳步跨入百亿体量，演绎高质量快增长。今世缘在 2023 年前三季度营收达到 83.63 亿元，同增 28.34%，全年完成 100 亿元年度目标在望；24 年作为股权激励业绩考核最后一年，达成动力充足。产品方面，加速推广以“中国新一代高端白酒”为特色定位的国缘系列，100 元以上的特 A+ 及特 A 产品销售占比达九成以上，中高端产品地位强势。区域市场方面，江苏省内持续深耕，向消费水平普遍更高的苏中和苏南大区加速渗透，并凭借日渐强盛的品牌力辐射至江苏省周边市场。营销方面，今年以来持续高举高打，以天空地面全媒体矩阵进行品牌宣传，结合演唱会、论坛、行业会议、赛事等各类别活动进行圈层拓展，并在全国密集开展“国缘·中度雅宴”等系列产品品鉴，逐步培育省外消费者心智及口碑。

古井贡酒：把握省内次高端升级机遇，逆势推进全国化战略。徽酒龙头古井 23 年前三季度营收 159.53 亿元，同增 24.98%；归母净利润 38.13 亿元，同比高增 45.37%。公司毛利率和净利率双提升，销售、管理费用率均同比下降，费效比持续改善，因此利润增速大幅高于营收增速。公司作为徽酒龙头，充分享受安徽省内白酒消费升级的红利，古 8 及以上的次高端产品营收占比稳步提升；省外凭借核心终端占据以及圈层营销，逆势推进全国化战略。

迎驾贡酒：洞藏发力拉升产品结构，继续夯实省内渠道。迎驾洞藏系列目前品牌效应已现，自点率较高，前三季度以洞藏为代表的中高档白酒收入同比增长 28.55%，带动毛利率同比高增，进而使利润增长远快于收入增长。区域市场方面，迎驾当前发展重心放在省内，通过拓展团购商、中小流通商对空白区域快速填补的同时进行经销商团队优化调整。11 月公司举行数字化循环经济产业园项目开工仪式，总投资 62 亿元，预计 2027 年全面建成，投产后可年新增 4 万吨原酒产能，20 万吨储酒能力，彰显长期发展信心。

金种子酒：华润赋能渠道扩张，推陈出新优化产品矩阵。金种子目前内部改革工作已完成，全力推进发展战略和目标达成。产品方面，公司对老产品进行大量淘汰，

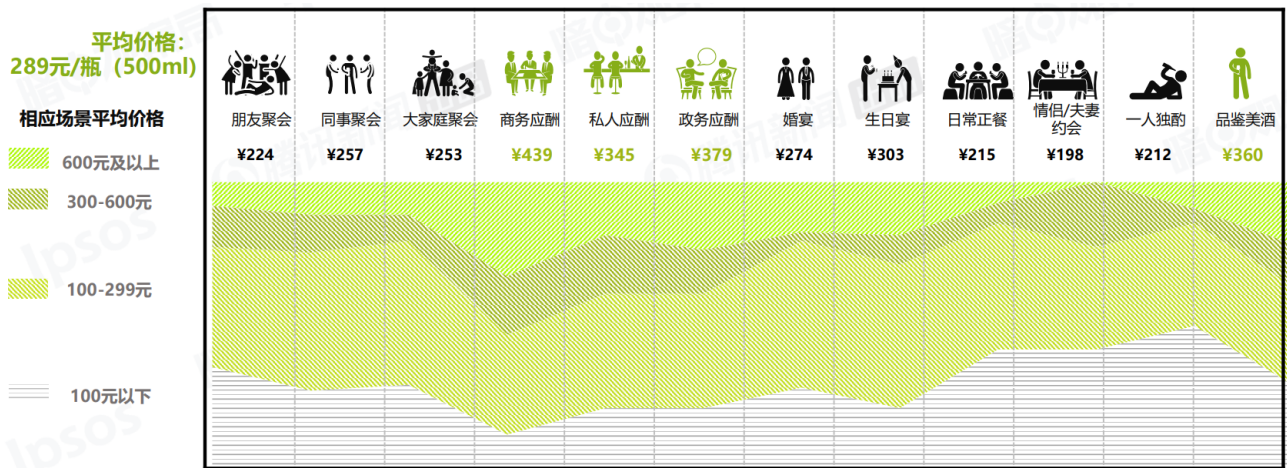
仅选取小部分经典产品如柔和、祥和等保留，并焕新升级次高端馥合香系列，开发战略新品“头号种子”定位高线光瓶酒。渠道方面，对现有经销商进行梳理和优化，并借力华润的渠道禀赋逐步实现省内市场占领和省外市场扩张。

金徽酒：省内强势渗透至中西部，产品结构提升拉高毛利率。公司凭借在甘肃东南部和兰州等基地市场优势向中西部地区继续拓展并获得高增速；省外继续保持扩张趋势，前三季度经销商共计净增加 96 家，其中省外有 90 家。产品结构持续提升，23 年前三季度公司高/中档酒分别实现营收 13.72/6.05 亿元，同比+33.05%/+23.77%，高档白酒收入占比提升至 69.13%，毛利率也受益提升。

3.1.3 次高端酒：需求与库存双承压，业绩分化且波动大

疫后虽场景不再受限，但政商务消费减少对次高端需求造成冲击。据益索普的白酒消费人群调研，商务应酬、私人应酬、政务应酬场景下，300 元以上价格带白酒消费占比最高，对应的平均价格也分别达到 439、345、379 元/瓶。而大众宴席（婚宴、生日宴、聚会等）消费白酒平均价格偏低，通常处于 300 及 300 元以下/瓶。今年大众宴席需求虽有回补，但价格带更高的应酬需求复苏缓慢，次高端景气度整体低迷。

图表45：政商务和私人应酬场景下次高端价格带占比较高



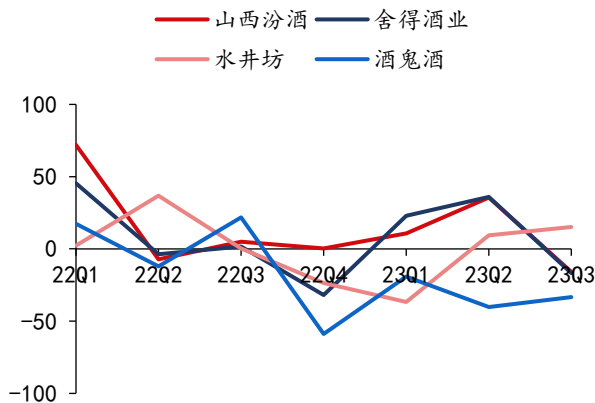
资料来源：益索普《2021 白酒消费洞察报告》，国联证券研究所 注：调查人群总样本量 N=3100

次高端标的销售现金流均有季度同比负增长，酒鬼酒连续前三季度均明显下滑。需求疲软波及渠道周转与利润空间，酒企普遍采取减压策略，辅助渠道去库存，管理产品价盘，致使销售现金流量同比有所减少。其中汾酒三季度梳理市场秩序，打款发货速度有所放缓。渠道库存更高的水井坊、酒鬼酒则在年初就降低渠道打款要求，并加大品牌投入刺激终端动销，水井坊从二季度开始销售现金流量同比转正，酒鬼酒费用改革调整则仍在持续。

渠道信心处于低位，舍得、酒鬼合同负债规模缩水。汾酒前三季度合同负债体量

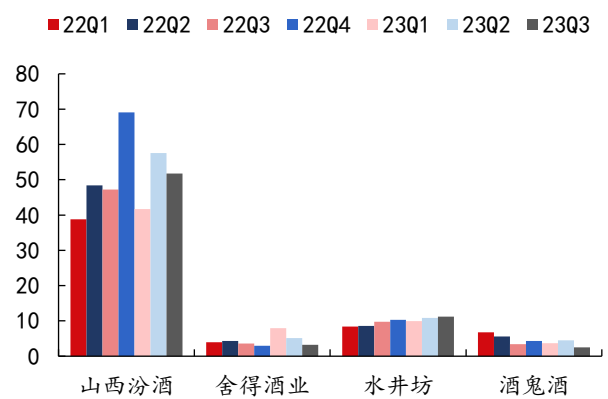
均高于去年同期，三季度虽销售现金流入同比减少，但因主动控货降低收入增长，合同负债仍在高位。舍得合同负债逐季下降，酒鬼酒合同负债低位徘徊，酒企蓄水池虽历经短期缩减，但渠道打款发货的时间间隔缩短，在渠道利润空间收窄的情况下加速经销商资金周转，更利于渠道信心稳定。

图表46：次高端季度销售现金流量同比（%）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

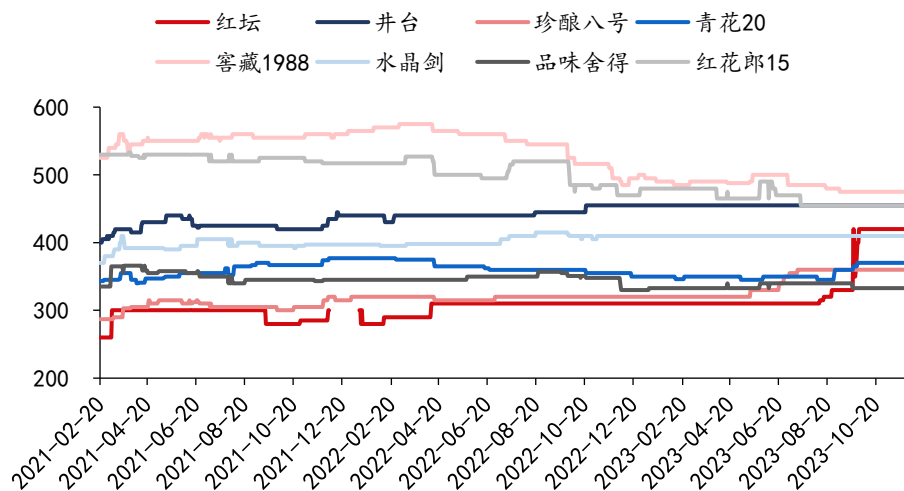
图表47：次高端季度合同负债变化（亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

次高端酒企市场调节能力提升，批价整体稳定，红坛、青花 20 有所上行。次高端酒企在逆境中加强内功修炼，在终端把握、市场动销、消费者洞察、圈层培育等方面均取得了长足的进步，叠加数字化管理工具的助力，头部酒企的运营管理水平、渠道掌控力度赋予自身较强的抗风险能力。从批价表现来看，酒鬼红坛、青花 20、臻酿 8 号批价稳中有升。

图表48：次高端主要产品批价（元/瓶）



资料来源：Datayes!，国联证券研究所

2023 年主要受政商务宴席回补较弱影响，次高端消费频次和消费能力不及预期，次高端扩容及产品升级节奏有所放缓。展望 2024 年，商务活动复苏仍有较大不确定性，重点推荐成长确定性较高的山西汾酒。

山西汾酒：省内省外攻守兼备，全价格带产品布局完善。公司 2023 年夯基础、调结构，提升渠道和终端数字化掌控能力，前三季度青花系列收入突破 110 亿元，10 亿元以上收入省市突破 7 个。基于当下市场环境，公司定调 2024 年工作主旋律为“稳”在“进”前，重点围绕管理、市场、人才三要素做好发展转型和管理提升，目标实现高质量发展。公司销售团队完成平稳过渡，市场策略张弛有度，具备周期调节能力，青花大单品打造与全国化发展仍处良性轨道。

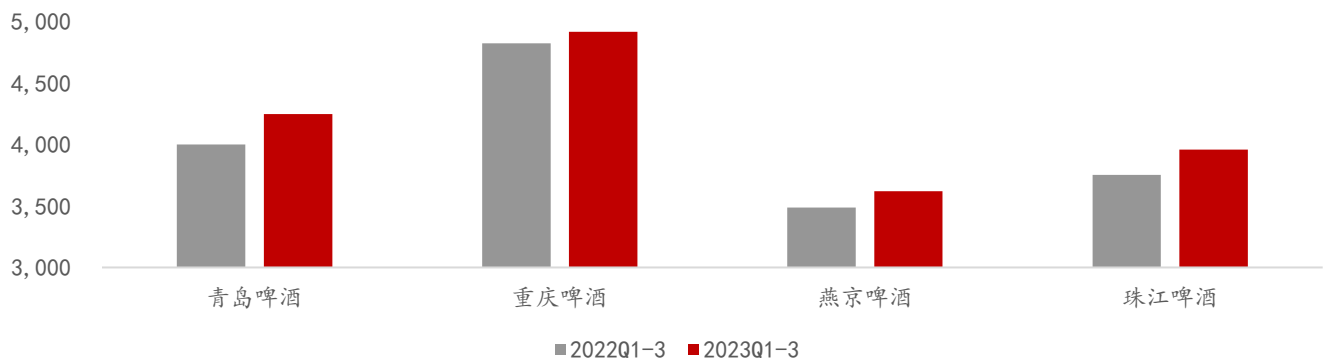
3.1.4 投资建议

当前白酒正处相对淡季，酒企持续开展价盘维护和库存消化，蓄力开门红。当下消费需求延续弱复苏态势，预计 24 年行业或延续 23 年情形，我们认为配置风格应稳字当头，分板块来看，重点推荐韧性更优的高端酒和景气度持续的苏皖地产酒，建议关注其他区域酒如金徽、伊力特等以及次高端压力的缓解。高端酒建议整体配置，首选产品渠道掌控力十足、近期提价带来业绩增量的茅台；苏皖区域酒重点推荐品牌上行势能十足、业绩稳健高增的今世缘，产品结构持续提升、省内渠道不断渗透的迎驾，次高端与全国化战略持续推进的古井；次高端重点推荐价盘库存较稳、省内省外攻守兼备的汾酒。建议关注积极变化有望超预期的金种子，省内渗透省外拓展、区域内结构升级的金徽酒。

3.2 啤酒：量平价增，成本改善或释放业绩弹性

量平价升，结构升级明确，关注高端化势能充足的啤酒企业。2024 年青岛白啤、华润喜力有望延续高增势能，燕京啤酒产品侧改革可期，进一步梳理产品矩阵，有望形成 S12、V10、纯生、U8、新鲜啤、新清爽的产品体系，高端化趋势明确。随着渠道下沉及渗透率提升，重庆啤酒高端品牌乐堡及嘉士伯终端景气度有望延续，乌苏及 1664 有望随着渠道恢复迎来修复。2024 年主要啤酒企业有望延续 2023Q1-3 的结构优化升级趋势，吨价迎来进一步提升。

图表49：2023Q1-3 重点啤酒公司吨价进一步上升（元/吨）

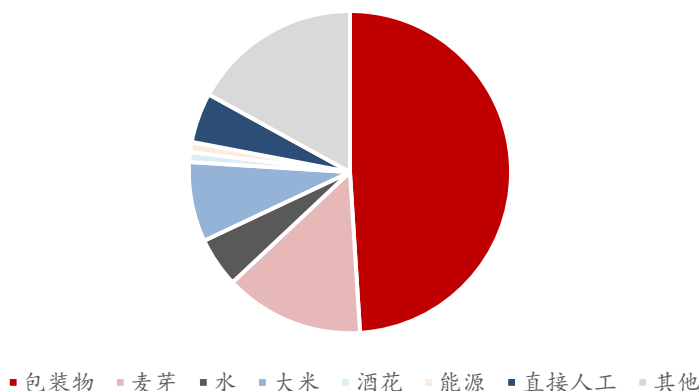


资料来源：公司公告、国联证券研究所

成本端或迎改善，释放盈利弹性。大麦/包材是啤酒企业重要的生产原料，占总

成本比重约 14%/49%，大米、酒花、能源及直接人工占比较小，分别约 8%/1%/1%/5%。

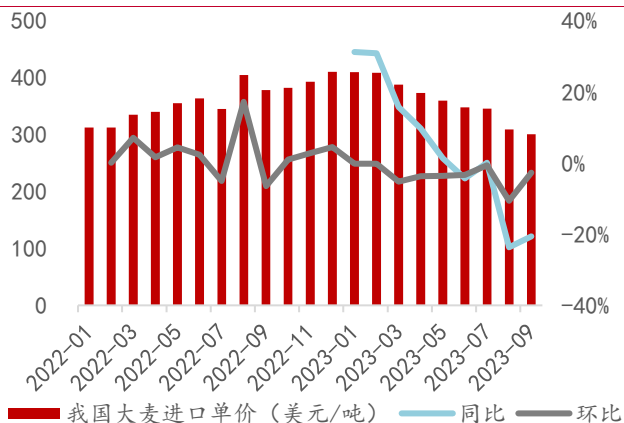
图表50：包材及大麦为啤酒企业重要生产原料



资料来源：datayes!、国联证券研究所

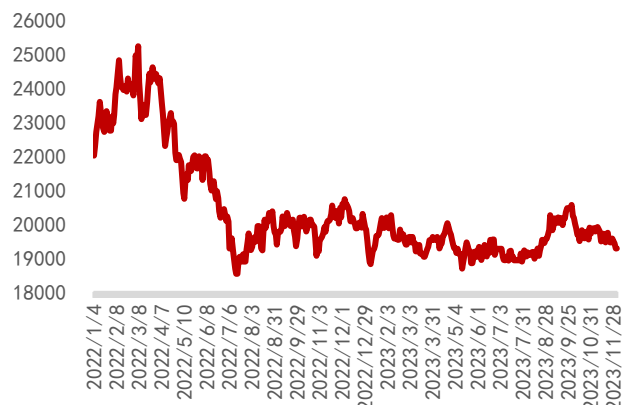
随着今年港口靠岸船舶增加，大麦市场供应逐渐宽松，而下游企业需求相对缓慢，2023 年我国大麦进口单价持续下行，2023 年 8 月 4 日商务部正式公告取消澳麦“双反”政策，或对 2024 年啤酒企业成本端改善较为显著，叠加玻璃、铝材、瓦楞纸价格进入下行区间，2024 年啤酒企业盈利弹性有望进一步释放。

图表51：2023 年我国大麦进口价格持续下行



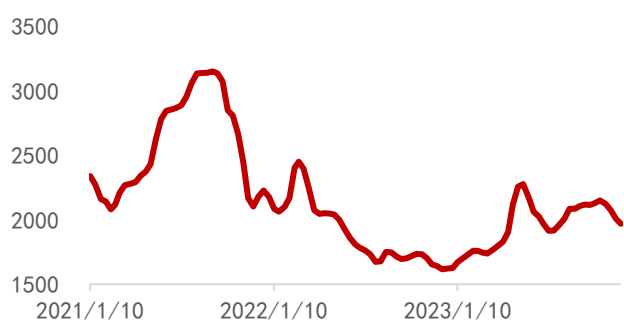
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表52：铝合金（A356，国产）市场价（元/吨）



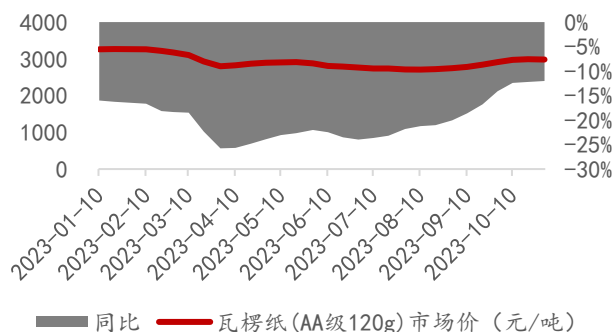
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表53：浮法平板玻璃市场价（4.8/5mm，元/吨）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表54：瓦楞纸（AA 级 120g）市场价（元/吨）



资料来源：Wind，国联证券研究所

降本增效持续进行，关注费效改善空间充足的啤酒企业。2023Q1-3 伴随着消费场景修复、终端销售活动恢复，青岛啤酒、重庆啤酒及珠江啤酒销售费用率小幅上行，但同期多数啤酒公司管理费用率在优化降本措施下显著改善。展望 2024 年，降本措施有望进一步深化，主要啤酒企业盈利空间有望进一步提升，其中以燕京啤酒为代表的公司改革预期较强，净利率提升空间较大。

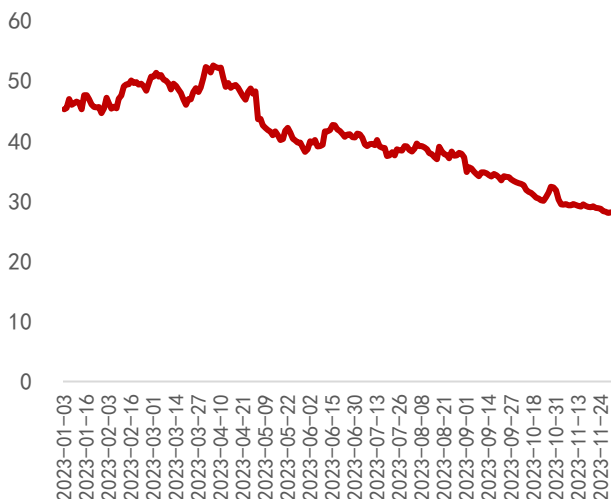
图表55：重点啤酒公司 2023Q1-3 及 3Q23 财务表现

公司简称	销售毛利率 (%)	同比 (pct)	销售毛利率 (%)	同比 (pct)	公司简称	销售净利率 (%)	同比 (pct)	销售净利率 (%)	同比 (pct)
	2023Q1-3		23Q3			2023Q1-3		23Q3	
啤酒					啤酒				
燕京啤酒	44.03	1.07	47.96	0.22	燕京啤酒	9.31	2.10	11.42	2.29
珠江啤酒	45.57	1.68	45.74	1.02	珠江啤酒	14.52	0.40	15.90	0.56
青岛啤酒	39.73	1.66	40.93	2.60	青岛啤酒	16.14	1.14	16.17	1.35
重庆啤酒	49.19	-0.51	50.53	0.93	重庆啤酒	20.79	1.08	21.36	-0.36
惠泉啤酒	31.95	0.32	33.19	1.24	惠泉啤酒	10.92	1.93	17.26	2.96
公司简称	销售费用率 (%)	同比 (pct)	销售费用率 (%)	同比 (pct)	公司简称	管理费用率 (%)	同比 (pct)	管理费用率 (%)	同比 (pct)
	2023Q1-3		23Q3			2023Q1-3		23Q3	
啤酒					啤酒				
燕京啤酒	12.77	-0.45	15.89	-0.08	燕京啤酒	13.74	-0.35	11.99	-1.53
珠江啤酒	13.70	0.11	13.09	-0.30	珠江啤酒	9.31	-0.04	8.15	-0.50
青岛啤酒	11.24	0.17	11.67	0.51	青岛啤酒	3.42	-0.43	4.07	0.04
重庆啤酒	14.90	0.11	15.60	0.36	重庆啤酒	2.93	-1.16	2.24	-1.93
惠泉啤酒	4.14	-0.83	1.13	-2.42	惠泉啤酒	9.09	0.14	6.49	0.12

资料来源：公司公告、国联证券研究所

投资建议：关注板块低估值价值股，性价比突出。取申万啤酒成分股，2023 年以来板块估值持续下行，目前 2024/2025 年 A 股啤酒板块估值水平已降至 24X/20X 左右，估值性价比突出，建议积极关注。展望 2024 年，啤酒行业高端化趋势有望延续，产品结构持续优化升级，叠加降本增效、产能优化措施持续落地，主要企业盈利空间有望逐步释放，建议关注结构升级、成本改善、费效优化、估值性价比四个方向的投资机会，建议关注低估值的高端化龙头青岛啤酒、华润啤酒，弹性标的推荐改革预期的燕京啤酒。

图表56：啤酒估值持续回落（申万成分股，PE-TTM）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表57：主要啤酒企业具备估值性价比

啤酒企业	市值 (百万元)	股价	EPS 2024	EPS 2025	PE (X) 2024	PE (X) 2025
燕京啤酒	273.68	9.71	0.31	0.41	31.08	23.85
珠江啤酒	181.94	8.22	0.38	0.44	21.70	18.74
青岛啤酒	829.51	74.09	3.88	4.48	19.09	16.54
重庆啤酒	343.38	70.95	3.57	4.10	19.89	17.30
平均值					23.96	19.71

资料来源：iFind 一致预测（截至 2023 年 12 月 7 日收盘数据），国联证券研究所

3.3 乳品&饮料：存量竞争，品类创新展现活力

3.3.1 软饮料：品类创新展现活力，成本改善释放利润

把握细分领域高增机会，产品创新为主逻辑。随着线下消费场景恢复，软饮料行业复苏态势明显，2023 年前三季度软饮料行业实现营收 204.25 亿元，同增 17.84%，归母净利润达 37.94 亿元，同比高增 31.85%。随着我国居民健康重视度持续提升，软饮料行业内无糖低糖、茶饮、植物基等品类凸显活力。软饮料公司顺应及把握当前高增的赛道机会积极发力相关产品以及上市新品，如农夫山泉东方树叶、东鹏补水啦/乌龙上茶、欢乐家椰子汁、香飘飘冻柠茶等。

原材料价格稳中有降，成本改善释放利润。23 年除白糖以外的原材料价格较为稳定，其中 PET 摆脱上游供给端扰动，与同期相比已回落并稳定在较低价位；白糖也随着国内储备释放和海外产量超预期而进入价格缓慢下滑通道；因此 24 年软饮料行业整体成本有望进一步下行，利润增长或提速。

投资建议：重点推荐大体量下仍具活力、品类培育和带领能力突出的软饮料龙头农夫，性价比特性适应当下趋势、开启第二曲线的东鹏。建议关注养元、欢乐家、露露中在新品表现与渠道市场拓展方面相对更优的标的。

农夫山泉：产品矩阵齐发力，茶饮料增速亮眼。公司各产品线今年均有较好表现，23H1 来看，包装水收入 104.42 亿元，yoy+11.7%，保持稳健增长；茶饮料收入 52.86 亿元，yoy+59.8%，主要依靠东方树叶持续放量；功能饮料收入 24.57 亿元，yoy+21.5%，主要因为疫后户外场景恢复；果汁收入 16.86 亿元，yoy+32.2%，主要由于 NFC 果汁对浓缩还原产品产生替代趋势。在无糖茶赛道高速增长背景下，公司于 23 年 2 月推出 900ml 大包装东方树叶，4 月上新黑乌龙口味，通过丰富口味及拓展消费场景，有望保持无糖茶市场第一大单品的优势地位，持续享受无糖茶市场扩容红利。

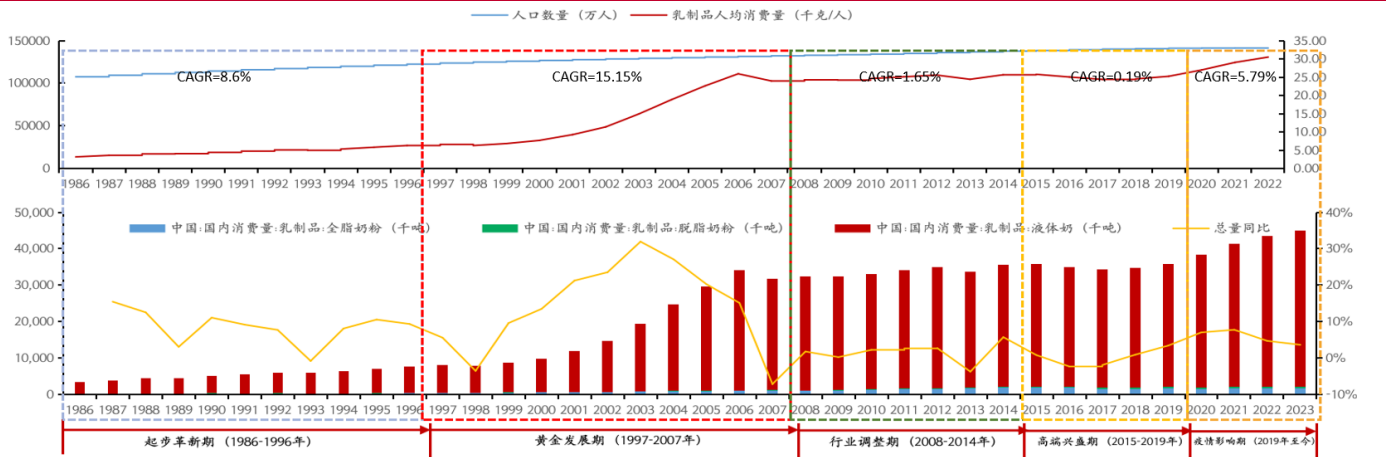
东鹏特饮：特饮产品维持高增速，同步开启第二曲线。2023 年前三季度东鹏营收同增 30.05%，增速领跑行业。东鹏特饮凭借高性价比特质扎根能量饮料赛道，在红牛商标之争的格局变化窗口期把握住了机遇，后续有望进一步提升市场份额。同时公司快速切入正在起势的电解质水赛道，成功开启第二曲线，并在此基础上持续推出新品进一步巩固第二曲线，仅 23Q3 就有东鹏大咖“生椰拿铁”、东鹏补水啦“青柠口味”、无糖茶“乌龙上茶”等多款产品上市，并取得良好反响。

3.3.2 乳制品：存量竞争，细分赛道结构性突围

乳制品行业已进入成熟期，逐渐从增量竞争转向存量竞争。受益于 90 年代以来中国经济快速发展以及人口增长，乳制品行业快速发展，渗透率提升，现已成为世界第二大乳制品市场。疫情影响下乳制品消费需求增长，2019-2022 年行业 CAGR 为 5.79%，大于 2015-2019 年 CAGR 为 0.19%，但远低于 1997-2007 年乳品黄金增长长期增

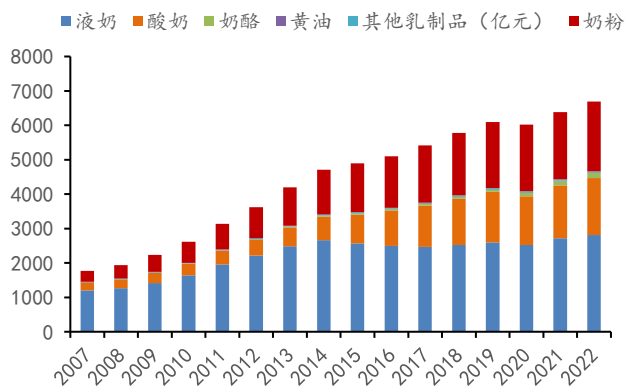
速。根据欧睿国际，2022 年我国乳制品行业规模 6693 亿元，同比增长 5%。其中液奶、奶粉、酸奶、奶酪、黄油市场规模分别 2807 亿元、2030 亿元、1661 亿元、143 亿元、20 亿元，五年 CAGR (2017-2022) 分别为 2.59%、4.09%、6.82%、23.54%、8.50%。

图表58：我国乳业发展历史阶段



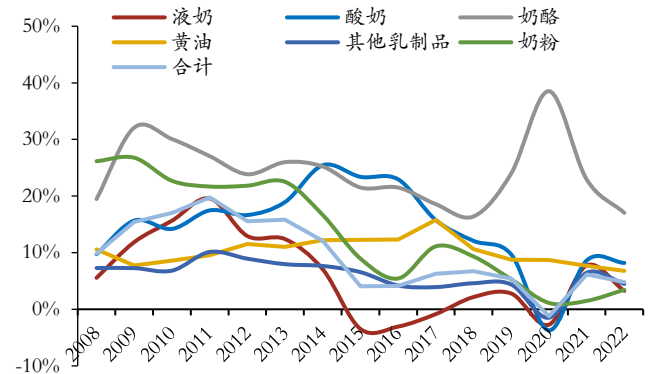
资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表59：分品类市场空间（亿元）



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

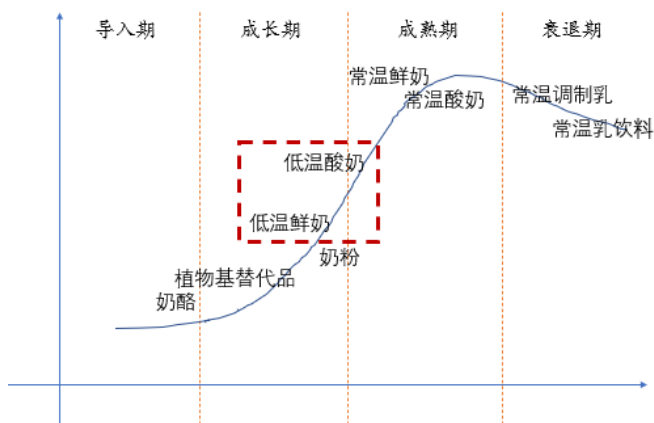
图表60：分品类同比增速（%）



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

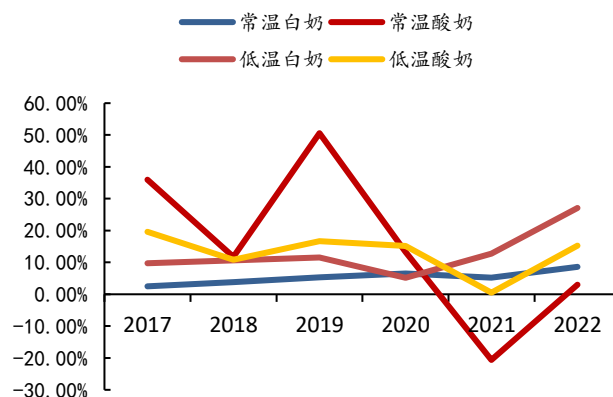
低温奶有望接棒常温奶驱动液奶增长，奶粉行业受人口下降影响进入成熟期，奶酪黄油仍处于市场培育期。2020 年低温白奶市场规模 360.85 亿元，同期常温白奶市场规模为 1038.67 亿元，为低温产品的 2.9 倍。对比近 5 年复合增速，低温白奶为 13.22%，常温白奶为 5.88%，常温白奶由于渗透度逐渐饱和，增速低于低温白奶。2022 年奶粉行业市场占比为 30.33%，增速为 3.40%，受人口红利下降影响，行业由成长期进入成熟期。奶酪、黄油消费仍处在培育期，合计占比在 3% 左右。奶酪行业在近年由奶酪棒带动下，品类增速达到 17%。

图表61：常温产品空间饱和，低温产品逐渐发力（市场空间；时间）



资料来源：国联证券研究所

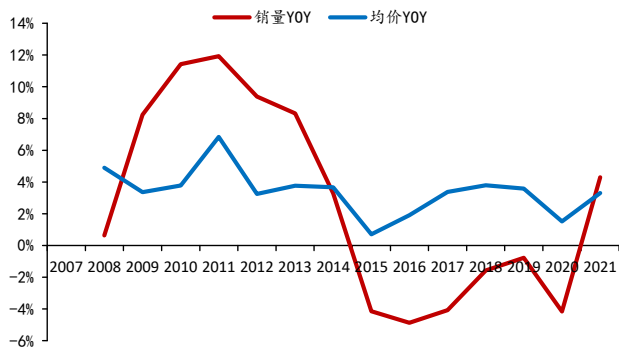
图表62：液奶分品类规模增速（%）



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

品类结构升级，产品多元化、功能化成为趋势。2014 年前主要由量增驱动，在常温白奶和常温酸奶带动下行业规模迅速扩容，2010-2012 年期间行业销量增速超过 10%。2015 年后，销量增速转负，行业增长切换为价增驱动，2016 年后，主要通过品类迭代，产品升级提升价格中枢，均价增速保持在 4%左右。乳企多通过推广 A2 牛奶、水牛奶、羊奶等特色奶，新疆、内蒙等黄金奶源以及高蛋白、高钙等特色技术和配方的产品，推动乳制品行业产品结构升级。

图表63：行业从量增转向价增驱动



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表64：乳企推出功能性乳制品

蒙牛	伊利	光明
NOPA 莫怕	舒化安糖健无乳糖牛奶	致优原生DHA 鲜奶
		

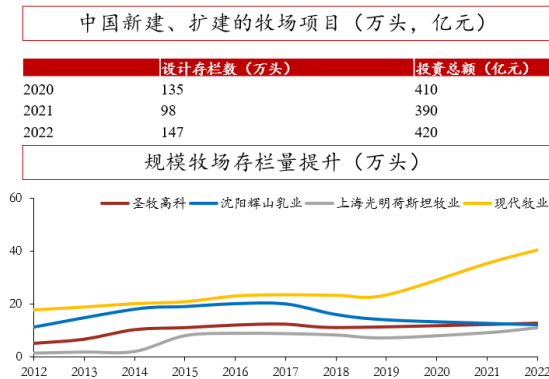
资料来源：各公司官网，国联证券研究所

短期奶价企稳，中小产能或陆续出清。2021 年 9 月至今原奶价持续回落，2023 年 9 月跌至 3.72 元/公斤。根据中国奶业大会，目前上游原奶行业亏损面已经超过 60%，不具有议价能力的中小牧场更为弱势，中小产能有出清趋势。2023 年 8 月，乳企每天喷粉数在 4000-5000 吨，较 2 月高点时期日均 1.08 万吨有所好转，短期看随着上游中小产能出清奶价或有所反弹。

规模化牧场陆续投产，2024 年原奶价格或维持下降趋势、降幅收窄。当前我国乳业规模化程度高，头部乳企积极布局上游牧场。2021 年全国新扩建牧场项目 166

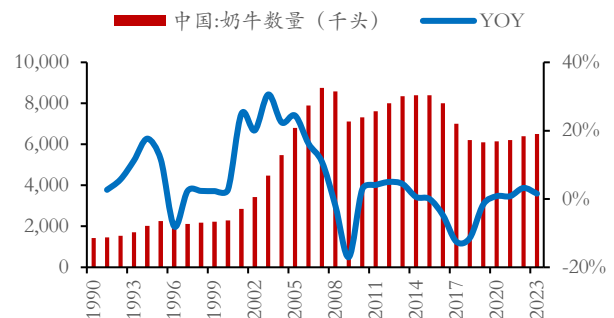
个，涉及存栏 98 万头，计划投资总额 390 亿元，其中“万头牧场”占比达 62%；2022 年新建及在建项目 148 个，涉及存栏达 147 万头，计划投资总额近 420 亿元。2022 年我国奶类产量 4027 万吨，首次突破 4000 万吨大关。新牧场投产、批量贡献原奶需要两年。当前乳制品行业需求端延续弱复苏，未来两年随着新建产能陆续投产，行业或仍处于供过于求格局，预计 2024 年原奶价格维持下降趋势、降幅较今年收窄。

图表65：人均消费支出和可支配收入增速回升



资料来源：USDA，中国奶业年鉴，国联证券研究所

图表66：我国奶牛存栏数量仍在高位（千头）



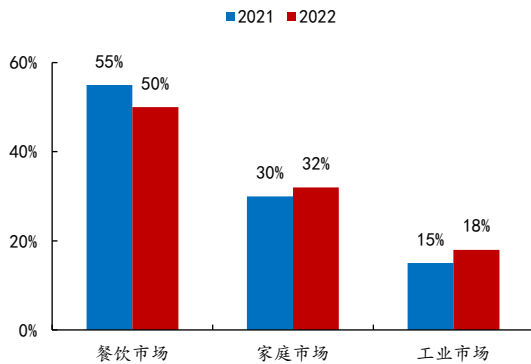
资料来源：国家统计局，国联证券研究所

投资建议：短期看，即将进入春节旺季，乳品礼赠需求有望改善，行业喷粉量减少，行业库存消化。展望 2024 年，我们预计健康化趋势下低温鲜奶成为行业增长点，疫情后婚庆需求回补、出生率有望止跌背景下奶粉需求有望改善，成本端年原奶价格或仍维持下降趋势、降幅收窄，乳制品行业价格战有望缓解。从估值看，截止 11 月 24 日，乳品（申万）指数处于 10 年低位，性价比优势凸显。重点推荐产品结构升级、精准费用投放，内生增长稳健的伊利股份；成本改善+产品结构优化+DTC 渠道占比持续提升的新乳业；库存包袱减轻、新品发力，小品牌出清市占率提升的中国飞鹤。

3.4 调味品：行业逐步回暖，关注零添加、复调机会

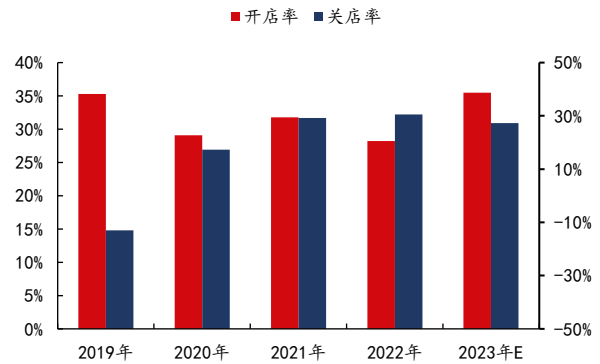
疫情对调味品餐饮渠道的影响逐步消退，但复苏尚处早期阶段。餐饮、家庭、食品工业三大渠道是拉动调味品行业增长的三驾马车，其中餐饮历来是调味品消费占比最大的渠道，2022 年疫情扰动下餐饮堂食场景受损严重，调味品餐饮渠道份额从 55% 下滑至 50%，虽然部分需求向家庭市场和工业市场转移，但整体需求承压。疫后餐饮需求回升，但受制于经济大环境，餐饮经营状态尚未达到稳定状态，复苏呈现波动上升的特征。中国烹饪协会预测 2023 全年餐饮开店率 35.5%，与 2019 年持平，同时关店率或达 30.9%，仍处高位。

图表67：疫情影响调味品餐饮需求



资料来源：中国调味品协会，国联证券研究所

图表68：2023 年餐饮开店率上升，但关店率仍高

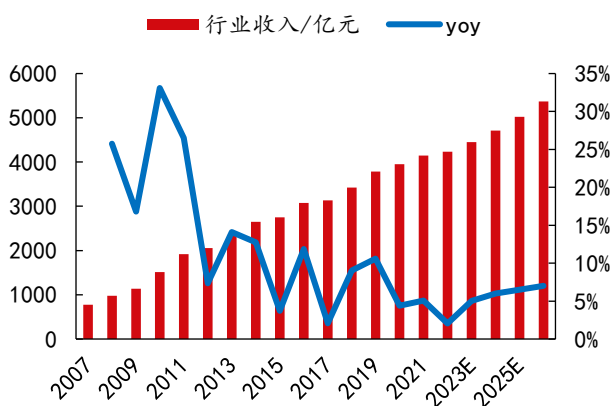


资料来源：中国烹饪协会，国联证券研究所

行业收入增速有望恢复至中个位数以上。受三年疫情的影响，调味品行业收入复合增长率由 2011-2019 的 10.7% 放缓至 2020-2022 年的 3.5%。疫后家庭市场稳中有增的同时，餐饮业态复苏拉动调味品餐饮渠道需求，预制菜热则带动食品工业渠道增长。根据调味品协会的预测，调味品行业规模 2023 年增速回升至 5%，2024 年起逐步恢复至 6%-7% 的增长。

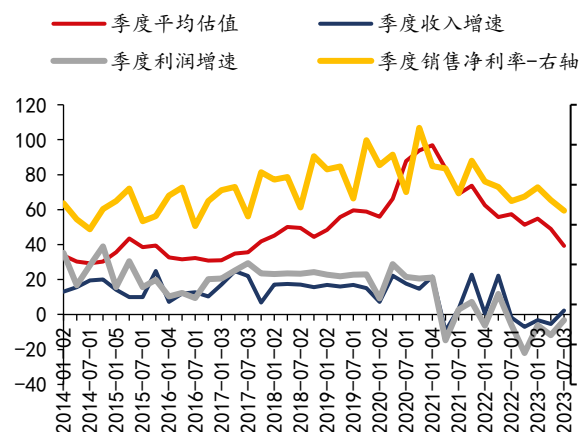
行业回暖，调味品估值下行趋势或出现转机。复盘龙头海天季度估值波动，PE (TTM) 与销售净利率同向变动，而净利率则与规模效应密切相关。季度收入增速若出现下滑，单位成本、费用率均被动上升，致使盈利能力下降，进一步导致利润增速慢于收入增速。伴随行业需求进一步复苏，终端动销加快，库存运转趋于良性，海天收入有望恢复上行，带动盈利能力触底回升，龙头及板块的估值压力有望缓解。

图表69：调味品行业收入增速逐步回升



资料来源：中国调味品协会，国联证券研究所

图表70：海天 PE (TTM) 与季度财务指标相关性-%



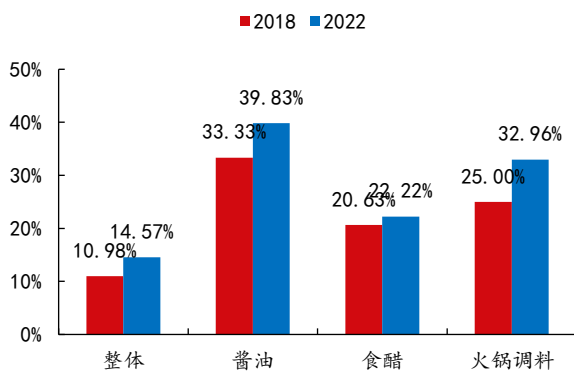
资料来源：公司公告，国联证券研究所

酱油，料酒等基础调味品行业集中度较高，食醋还有较大提升空间。根据调味品百强企业 CR3 数据，从 2018 年到 2022 年，各品类的集中度及变化趋势不一。一般来说，成分越单一的品类集中度越高，食用盐、蚝油、味精的集中度领先；二是发展成熟的品类集中度比较高，酱油、鸡精/粉、调味料酒、火锅底料份额正在集中。食醋（各地风味差异）、酱类（种类繁多）、复调（新兴品类）则尚未集中。基础调味品

整体集中度比较高。对比 2018 和 2022 年，调味品行业整体市场集中度从 10.98%到 14.57%。酱油市场集中度从 33.33%到 39.83%。食醋则仅达到 22.22%，还有提升空间。

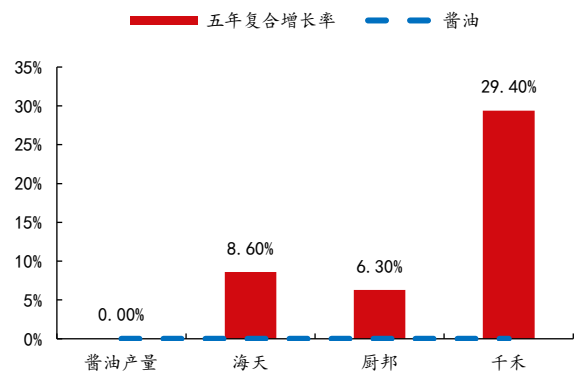
以酱油为代表，头部企业增速超过行业平均增速，行业呈现挤压式增长。酱油行业与领导企业五年复合增长率对比：酱油行业的五年复合增长率为 0。海天复合增长率为 8.6%，厨邦复合增长率为 6.3%，千禾复合增长率为 29.4%。从大水养大鱼过渡到大鱼吃小鱼，酱油行业未来份额像头部集中的趋势判断还会延续，头部参与者强者恒强，领先优势不断加强。

图表71：调味品细分品类集中度（CR3）变化



资料来源：中国调味品协会，国联证券研究所

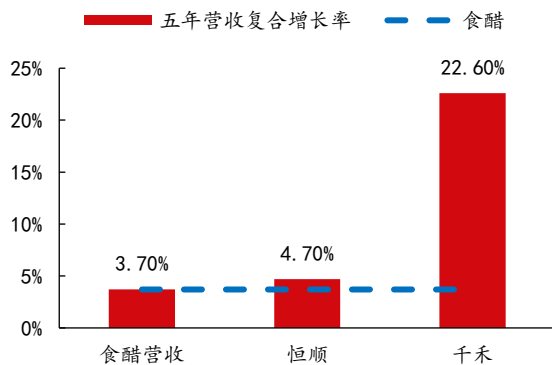
图表72：酱油头部企业营收五年复合增长率快于行业



资料来源：中国调味品协会，国联证券研究所

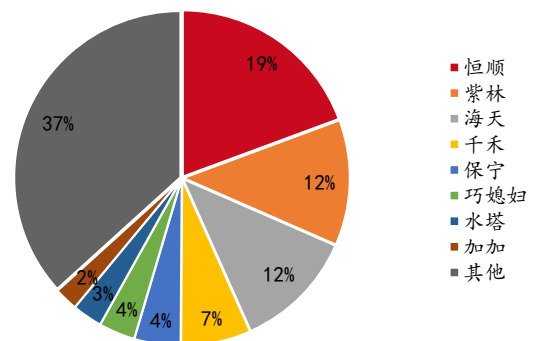
品类联动，食醋行业整合红利或更多由酱油企业享受。由于不同调味品动销存在联动效应，酱油购买订单中连带购买醋的比例较高，酱油企业食醋业务成长性更有优势。2018-2022 年，食醋行业收入复合增长率为 3.7%。恒顺复合增长率为 4.7%，千禾复合增长率则高达 22.6%。根据马上赢的调研，千禾食醋在零售市场份额居于第四，仅次于恒顺、紫林、海天。

图表73：千禾食醋营收五年复合增长率快于行业



资料来源：中国调味品协会，国联证券研究所

图表74：食醋零售市场品牌份额

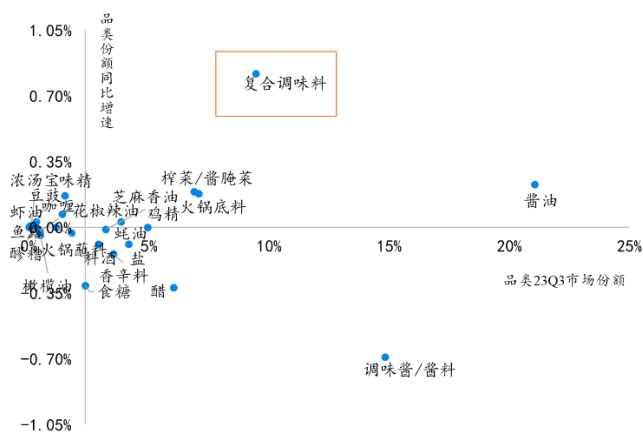


资料来源：马上赢，国联证券研究所

主打一料成菜的菜谱式调味料蓬勃发展，天味好人家零售份额领先。2023 年三季度马上赢零售市场数据显示，复合调味料（菜谱式调味料）份额 9.4%，份额同比提升达 0.8pct，景气度在所有品类中最为亮眼。相较而言，酱油虽份额超过 20%，但

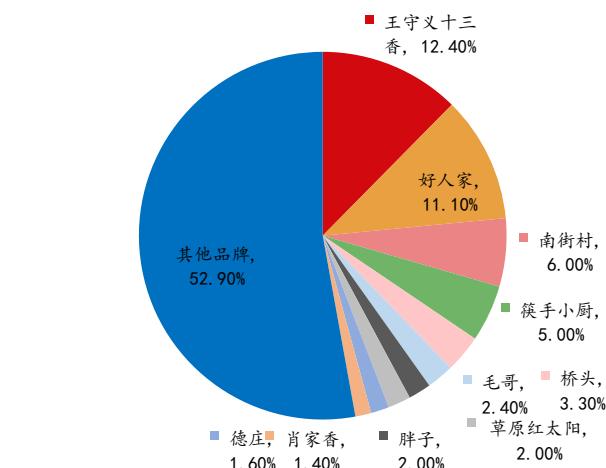
份额同比增速仅为 0.2%。不考虑香辛料品牌十三香，23Q3 天味好人家零售份额达 11.10%，同比提升 1.6pct，保持领先。菜谱式调味料虽品类众多，产品迭代速度快，但好人家凭借酸菜鱼料、小龙虾料等大单品树立品牌，再依靠品牌效应衍生新品类。

图表75：23Q3 复合调味料零售份额提升最快



资料来源：马上赢，国联证券研究所

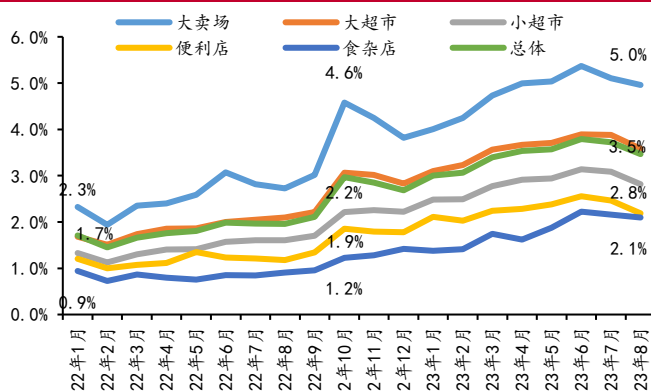
图表76：23Q3 菜谱式调料零售市场品牌份额



资料来源：马上赢，国联证券研究所

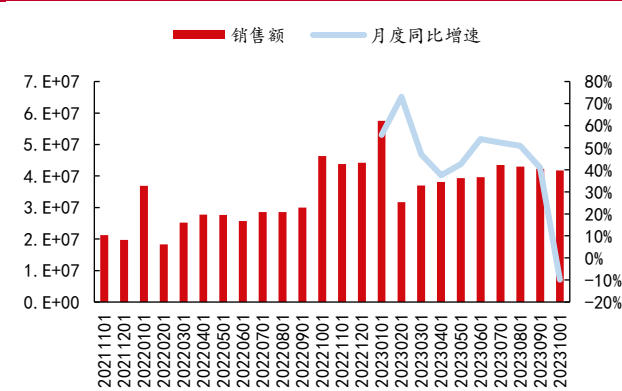
零添加红利仍在，千禾零售额稳中有升。零添加份额快速提升但渗透率仍低。据马上赢统计，从 2022 年 1 月至 2023 年 8 月，零添加调味品销售额占比从 1.7% 快速涨至 3.5%，且各渠道的零添加销售额占比均同比提升。作为零添加领先品牌，千禾今年以来月度零售数据保持强劲增长，10 月份增速因基数效应下降，但绝对值环比稳定。我们认为，随着消费者对清洁标签的重视程度增加，零添加渗透率有望进一步向上，赛道有望持续扩容。

图表77：调味品零添加销售额占比快速提升



资料来源：马上赢，国联证券研究所

图表78：千禾月度零售额保持稳定（元）

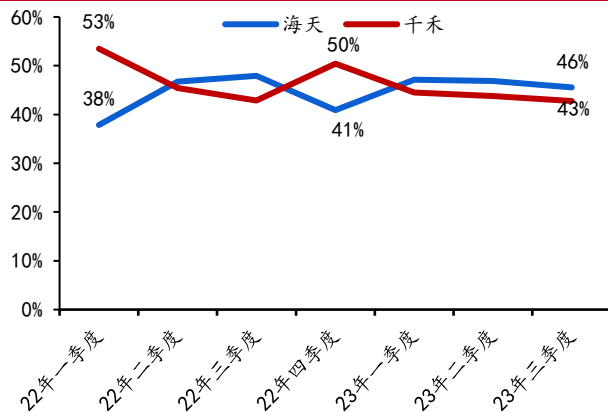


资料来源：马上赢，国联证券研究所

龙头海天发力零添加，零售均价基本稳定，价格竞争温和可控。海天零添加酱油销售额占比与千禾互有高低。除 2022 年四季度因添加剂事件催化千禾份额大幅增加，二者份额整体较为接近。今年以来，海天加大零添加新品推广和渠道铺市，销售份额略高于千禾。另一方面，零添加酱油零售均价降幅有限，从 2022 年一季度的 28.17 元/升最低下滑至 2023 年二季度的 22.33 元/升，2023 年三季度回升至 24.09 元/升。

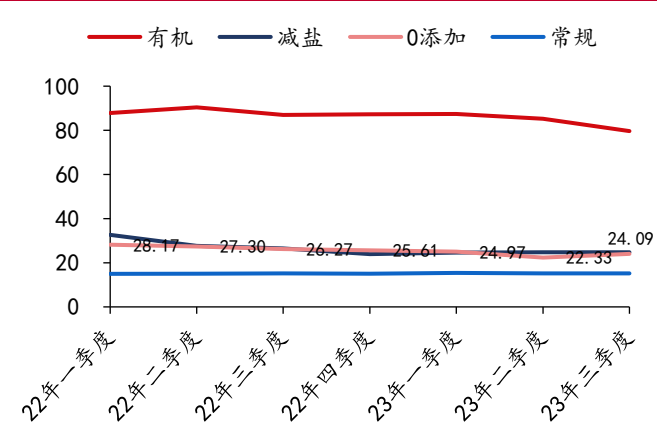
相比而言，定位接近的减盐酱油则从 2022 年一季度的 32.63 元/升下降至 2023 年三季度的 24.70 元/升，降幅更多。我们认为，龙头入局有利于零添加赛道成长，虽有阶段性打折促销，但受益于消费者需求增长，终端价盘将保持稳定。

图表79：海天、千禾零添加酱油产品销售额占比



资料来源：马上赢，国联证券研究所

图表80：健康属性的酱油零售均价（元/升）



资料来源：马上赢，国联证券研究所

投资建议：行业增长有望温和提速，板块估值或筑底回升。细分品类上，酱油头部企业强者恒强，菜谱式调味料景气度佳；健康属性日益凸显，零添加方兴未艾。展望四季度及明年，调味品行业基本面有望持续向好，一是消费力修复带来 C 端景气度回升，二是 B 端餐饮需求进一步修复，新渠道新客户贡献增量，三是全国化与经营改革红利释放。个股推荐顺势而为、通过全渠道战略升级发掘增长潜力的千禾味业，建议关注所处复调赛道增速较快，小 B 端内生外延初见成效的天味食品。

3.5 预制菜：餐饮链或延续弱复苏，小 b 渠道有望驱动成长

预制菜市场空间超 3000 亿，具有分散性、区域性特征。预制菜解决了 B、C 端客户痛点，成为未来发展趋势。餐宝典数据显示，2021 年中国预制菜规模在 3100 亿元左右，同比增长 24.1%，预计到 2025 年将会突破 8300 亿元。从公司看，2020 年我国预制菜行业市占率前三的企业分别为厦门绿进（2.4%）、安井食品（1.9%）、味知香（1.8%）。

图表81：预制菜行业迎来高速发展



资料来源：中国连锁经营协会、华兴资本共同对外发布《2022 年中国连锁餐饮行业报告》，国联证券研究所

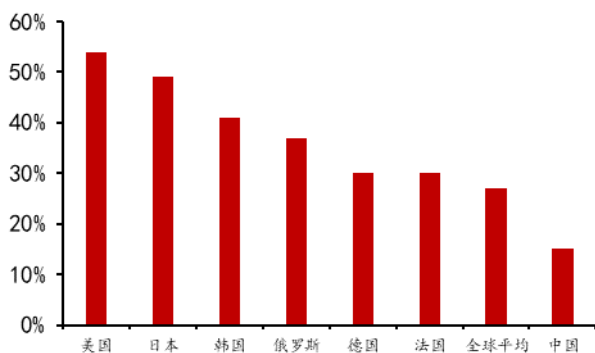
图表82：预制菜区域特征显著



资料来源：国联证券研究所

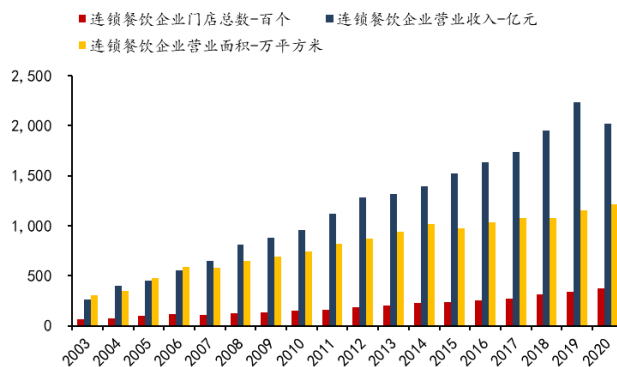
B 端：餐饮连锁化趋势明显，降本增效需求迫切。预制菜被广泛应用于 B 端的原因在于减少餐厅的人工成本和后厨面积，提高后厨出餐效率及菜品毛利、提升坪效，核心价值点为效率与成本。2020 年我国餐饮业连锁化率仅为 15%，对比美国、日本等主要发达国家，我国餐饮连锁化率处于较低水平。据欧睿国际预测，2024 年我国餐饮连锁化率有望达到 20%。连锁餐饮出于统一出品品质、保证出餐速度、改善成本结构等目的，拉动对预制菜品的需求。

图表83：2021 年我国餐饮连锁化率仅为 15%



资料来源：欧睿，国联证券研究所

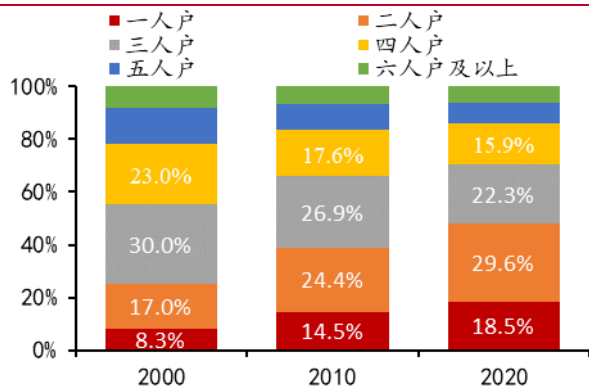
图表84：中国连锁餐饮规模逐年提升



资料来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

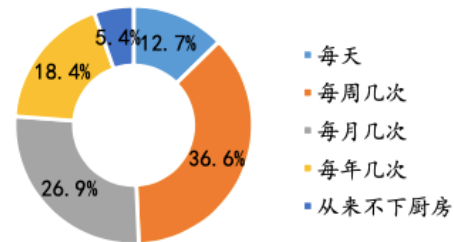
C 端：生活节奏加快、家庭小型化促进预制菜在 C 端的发展。据 DT 财经的青年做饭行为调查报告，过半被调查者下厨房的频率小于“每周几次”，年轻人不想做饭 TOP3 原因分别是“工作忙，没有时间做饭”、“前期的食材准备比较复杂”和“不想洗碗”。随着通勤和工作时间被拉长、烹饪技能弱化，在家烹任意愿降低。另外，第七次人口普查数据显示 2020 年我国平均每个家庭户的人口为 2.62 人，首次“破 3”，较 2010 年减少了 0.48 人，二人家庭、单身家庭的数量明显增加。小型家庭的“劳动成本”相对较高，一日三餐简单、便捷化需求上升。

图表85：一人户、二人户比重显著增加



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表86：选择不同下厨房频率的人数占比



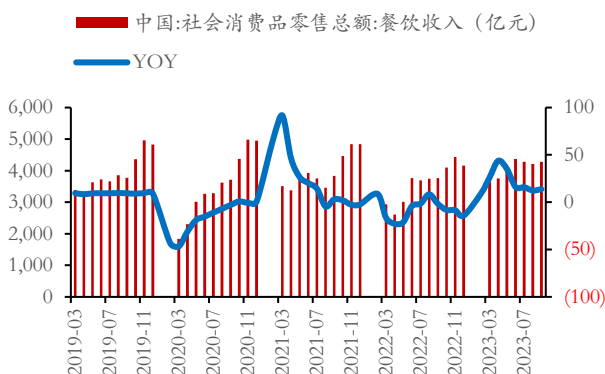
资料来源：艾媒咨询，国联证券研究所

行业驱动力：渠道扩张、产品放量、门店开拓。预制菜行业具备大行业、小公司，渠道多元、产品众多的特征。从渠道看，餐饮企业具备降本增效、提升出餐速度、保持口味一致性的需求，C端仍需消费者教育。展望2024年，中小餐饮行业增速快于餐饮行业，小b渠道有望拉动行业增长。从产品看，预制菜行业处于有品类、无品牌阶段，通过打造爆品卡位品类、抢占市场，是预制菜品牌初步突围的关键。另外，疫情后灵活就业人数增多，巴比、味知香等连锁加盟业态公司有望受益于门店数量增长。

国内预制菜市场B端确定性较强，C端仍需消费者教育。我国B端预制菜行业已走过“0-1”的导入期，步入“1-N”的成长期。餐饮行业面临“三高一低”的痛点，餐企出于降本增效、稳定供应、口味标准化的目的，使用预制菜需求更迫切。而C端市场处于仍在导入期，由于口味差异、物流配送、食品安全问题，舆论对预制菜褒贬不一。目前预制菜C端市场高线城市居多，消费者教育之路任重道远。

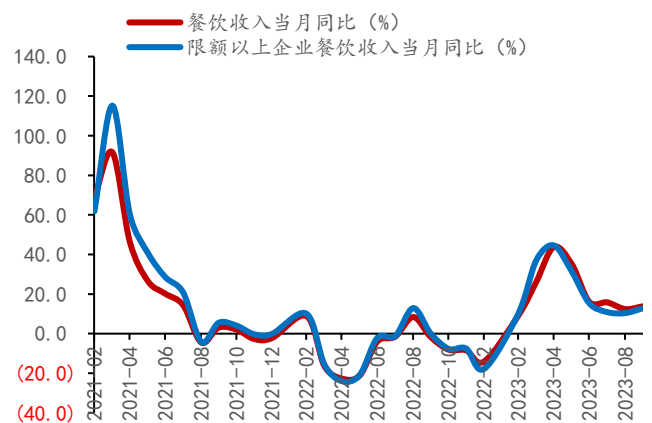
中小餐饮恢复速度快于行业，2024年小b渠道有望拉动增长。9月社零数据中，餐饮行业增速13.8%，高于规模以上餐饮收入增速12.8%。从2023年5月以来，连续5个月呈现中小餐饮增速快于行业的规律。我们认为，今年以来灵活就业人数增多，中小餐饮门店数量增长，终端呈现数量增加、渠道碎片化趋势。

图表87：社零餐饮收入及同比（亿元，%）



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表88：餐饮收入两年复合增速（%）



资料来源：ifind，国联证券研究所

通过大单品突围实现差异化，沉淀经验提升综合实力。目前，预制菜处于有品类无品牌阶段。京东超市数据显示，目前用户对预制菜的搜索主要围绕菜品和场景展开，针对品牌的搜索较少。通过打造爆品卡位品类、抢占市场，是预制菜品牌初步突围的核心。选定单品后反复验证和精进，通过单品沉淀团队、整理供应链、提升效率。不同类型客户对产品需求不同：大 B 客户重视定制化设计与服务、供应稳定性、产品品质安全，中小 b 重视性价比、操作便捷性，C 端客户更重视口味、营养健康、价格。

推陈出新，维系渠道利润。对于大 B 渠道，单品利润率通常较为稳定，销量通常上市即高峰，随后逐渐回落。对于中小 b 渠道，新品上市之初由于渠道价格不透明、同类产品少，通常利润率水平更高，上市 1-2 年后产品逐渐起量、利润率逐渐下降并稳定。不断推广新品、淘汰老品才能保证渠道利润。C 端产品更需要不断推出新品满足消费者需求变化，维系老客、吸引新客。

线下消费复苏，有望享受门店扩张红利。受疫情三年影响，多数连锁业态单店收入下滑店效下降。而资金实力强大的头部连锁企业扩张步伐不断，如巴比食品“巴比”品牌门店数量突破 4000 家；味知香加盟门店数量从 2020 年初 801 家已扩张到 2022Q3 的 1649 家；广州酒家的餐饮直营门店也从 2020 年初 20 家上升至 2020 年中 31 家。龙头保持门店扩张节奏，有望享受门店扩张红利。

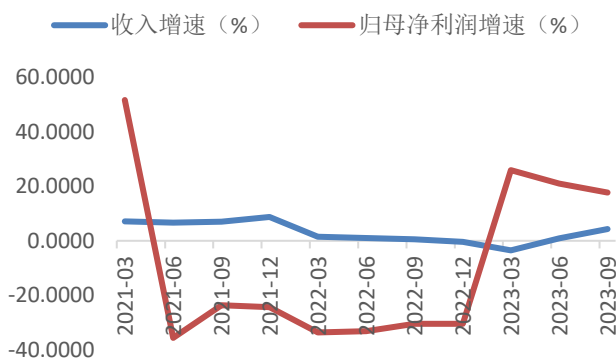
高效的门店模型决定扩张速度，门店掌控力决定长期天花板。加盟连锁业态下，产品标准化程度越高、门店投资回报率越高，越容易快速扩张并形成规模化。公司自主负责采购、生产、配送，并掌控终端价格的商业模式通常具有更强的门店掌控力、品控力，更利于品牌商的长期发展。相比之下，巴比食品的产品以中式包点为主，SKU 数量少、容易标准化，且公司自建供应链并统一价格体系，对门店掌控力更强，长期有望实现万店规模。味知香门店以预制半成品为主，SKU 数量相对多，公司依靠经销商配送网络，对加盟门店掌控力度中等。广州酒家直营门店属于正餐类型，SKU 数量较多；利口福加盟门店属于中式快餐/小吃，更易实现标准化，预计 2024 年是礼赠需求将显著恢复，公司月饼、预制菜有望显著增长。

投资建议：分渠道看，下游渠道中宴席、连锁餐饮增速表现领先，团餐有舆论影响增速略有下降，农贸、便利店、商超保持平稳。Q4 进入预制菜、速冻食品消费旺季，建议关注宴席、社会餐饮恢复程度。展望 2024 年，我们预计 B 端恢复优于 C 端格局不变，受中小餐饮开店回归影响，小 b 渠道有望拉动行业增长；理性消费趋势下，消费者更关注产品本身，关注性价比品类机会。**重点推荐：**推新、渠道能力强，掌握上游原料的安井食品；大 B 与乡厨动销驱动，规模效应下盈利能力增强的千味央厨；全国化开店加速，团餐业务恢复增长的巴比食品。

3.6 休闲食品：量贩零食红利有望延续高增

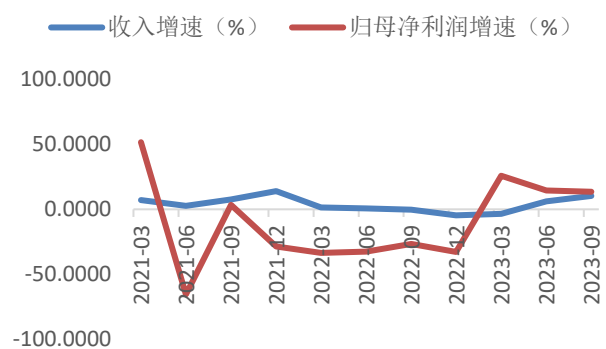
需求弱复苏背景下，消费者追求高质性价比趋势凸显，小零食企业收入与利润表现较优。2023 年前三季度申万休闲食品板块整体实现营业收入 555.62 亿元，同比增长 4.25%，归母净利润 43.22 亿元，同比增长 17.67%。收入维持较高增速、利润增速显著抬升主要由于去年同期疫情扰动下整体收入基数不高、今年新渠道红利及大单品驱动收入增长，同时利润端受益棕榈油等原材料价格回落、企业进一步提升经营效率。企业表现分化，其中受益新渠道红利、自身产品渠道成长逻辑强的企业表现较好，如盐津凭借新渠道快速扩张叠加更多品类进入新渠道的双重优势进一步实现高基数上的高增、劲仔大包装+散称双翼发展战略下大单品快速突进也带来不俗的增长。

图表89：休闲食品季度（累计）营收与归母净利润同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表90：休闲食品季度营收与归母净利润同比增速



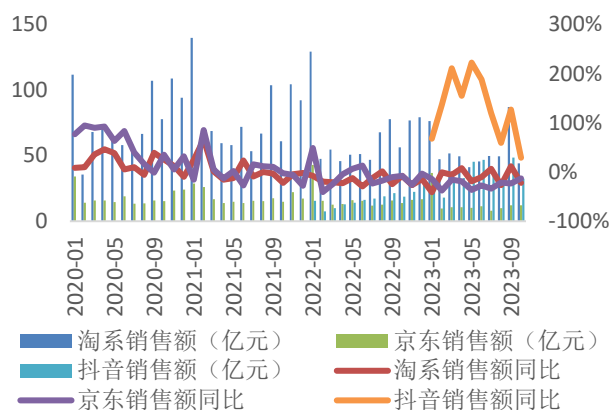
资料来源：Wind，国联证券研究所

展望 2024 年，行业有望继续受益新渠道与新品类扩张、延续收入利润较高增速，建议关注量贩零食与大单品效应带动下长期增长逻辑顺畅的小零食企业、以及卤制品企业成本环比改善叠加 22Q4 低基数带来业绩弹性。个股方面推荐受益新渠道增长、强管理组织能力与强供应链体系支撑高增的多品类全渠道制造型零食企业盐津铺子；收入稳健增长、毛利率迎向上拐点的卤制品龙头绝味食品。建议关注深耕口味坚果、品类逐渐丰富且高低渠道兼容的甘源食品；大包装带动渠道放量、拥抱量贩加速弱势区域开拓的劲仔食品；推进渠道精耕、采购成本回落的洽洽食品。

3.6.1 零食：新渠道红利有望延续，制造型企业或更受益

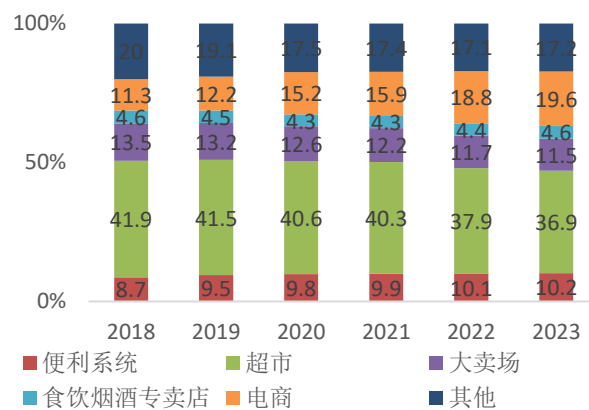
零食行业渠道变革延续，零食量贩、抖音等新兴渠道快速发展带动新增量。零食消费渠道中电商占比逐年提升，2023 年占比已接近 20%，其中 1-10 月抖音零食消费同比增长 128.71%，而传统电商平台同比下滑，其中淘系-13.66%而京东-22.76%，新兴电商平台的增长带来零食消费新增量。另一方面，偏冲动性消费、追求体验感使得零食主要消费渠道仍在线下，而随着渠道发展变革，超市卖场占比逐渐被其他渠道分流，近两年符合多快好省需求、主打高端性价比的零食量贩店快速扩张，截至 23 年 10 月量贩零食头部品牌门店已突破 4000 家，前五品牌门店数已突破 13500 家。

图表91：抖音零食销售额增速高于淘系和京东



资料来源：魔镜市场情报，国联证券研究所

图表92：中国地区零食销售渠道 (%)

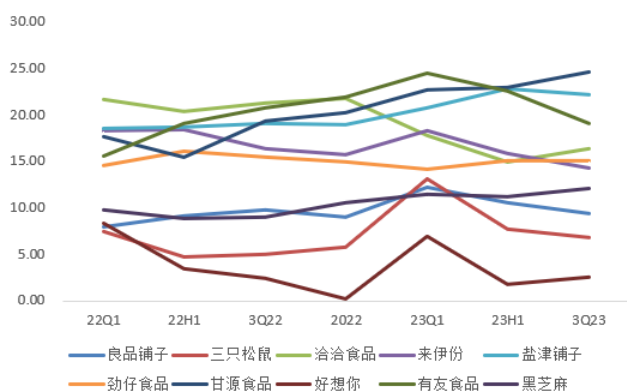


资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

渠道变革中零食行业渠道型企业和生产型企业表现分化。生产型企业积极拥抱新渠道，叠加自身新品推出、大单品突破与渠道开拓增长逻辑顺畅，多数实现业绩高增。上市公司中制造型、多品类的小零食企业表现尤为亮眼，净利率稳定维持在高位的同时收入增速超预期，盐津/劲仔/甘源前三季度收入分别同比+52.54%/+47.85%/+35.56%。渠道型企业收入增速承压，亟需推进线上线下转型、带动业绩增速修复，其中良品铺子布局量贩子品牌零食顽家、三只松鼠推进全渠道的高质性价比改革，但受制于传统电商流量下滑与线下门店转型成效尚未兑现，前三季度收入分别同比-14.33%/-14.07%。

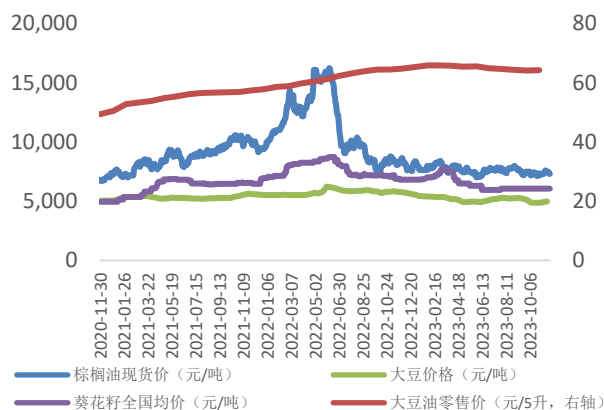
制造型毛销差稳定且较高，当前原材料价格已从高位回落或维持平稳，零食企业业绩有望进一步释放。棕榈油、葵花子等价格回落、大豆与大豆油等价格基本平稳，带动部分零食企业前三季度毛利率提升，部分企业毛利率因原材料采购节奏仍受高价原材料影响、也有部分企业由于产品渠道结构调整毛利率有所波动。销售费用率方面，多数企业精益费用投放，同时渠道变革带动销售费用投放减少。综合而言，多数企业毛销差有所改善，带动净利率提升，其中制造型小零食企业如劲仔、甘源、盐津等表现更好，毛销差成稳定上行趋势且较同行更高。

图表93：零食企业毛销差（%）



资料来源：iFinD，国联证券研究所

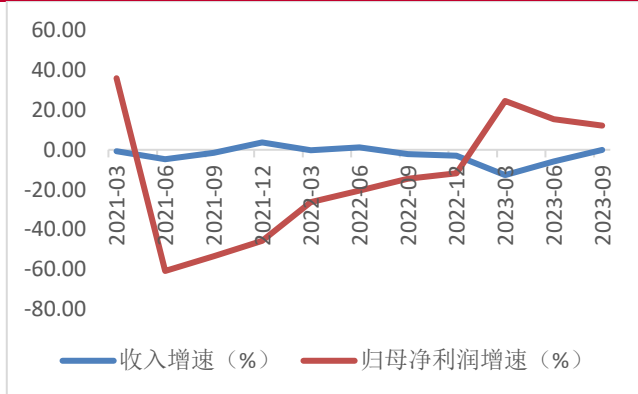
图表94：部分原材料价格走势



资料来源：iFinD，国联证券研究所

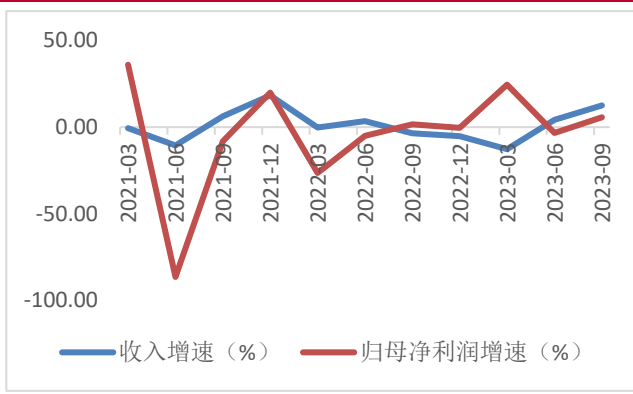
投资建议：短期看好新渠道与成本端红利进一步释放，长期看好自身产品与渠道成长逻辑足的企业。展望 24 年，量贩零食渠道符合长期逻辑，新渠道红利有望延续，随着头部量贩品牌并购整合、以更强的供应链与成本管控能力逐步胜出，行业竞争格局将更趋向有序发展，而积极适应渠道变革且品类丰富的制造型企业有望持续受益、延续高增。同时，部分企业成本端红利有望兑现，如洽洽成本有望随着今年葵花子收获的增长而降低。长期看，零食行业集中度仍低，大部分企业仍有较多偏空白区域和终端未布局，其中自身产品与渠道长期增长逻辑顺畅，以大单品或强渠道能力带动增长的基本面强劲的企业更有望胜出。推荐多品类全渠道、强管理组织能力与供应链支撑高增的盐津铺子，建议关注深耕口味坚果、品类逐渐丰富且高低渠道兼容的甘源食品；大单品引领下大包装+散称双翼发展的劲仔食品；推进渠道精耕、采购成本回落的洽洽食品。

图表95：零食季度（累计）营收与归母净利润同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表96：零食季度营收与归母净利润同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

3.6.2 卤制品：成本红利将兑现，期待需求改善

需求复苏较缓，收入增速承压。收入增速由于消费场景与基数差异表现分化，Q1 普遍由于放开需求恢复性增长，Q2 休闲卤受益去年低基数也取得不错的增速而佐餐卤龙头紫燕由于去年受益外卖及保供业务增速稍低，Q3 为传统旺季，但由于需求复

苏不及预期，卤制品增长动力稍显不足，全年看，预计复苏节奏对收入端整体有所压制。

拓店稳健，同店恢复稍弱。拆分单店和门店数量来看，龙头开店势头基本维持、进一步提升市占率，绝味、煌上煌、紫燕、周黑鸭上半年分别新增 1086/288/442/181 家店。门店数量稳健增长的同时，单店收入恢复略不及预期。以绝味为例，23H1 平均单店收入约 19 万元，较 22H1 同比基本持平，而较 19H1 有近 18% 的下滑，我们认为除了需求恢复不及预期外，也有门店结构改变（过去几年加速乡镇门店开设、今年放开后策略上重回抢占一二线城市及高势能点位）等影响。

图表97：绝味 23H1 新开门店超 1000 家，单店同比微增

	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1
营业收入（百万元）	2373.79	2539.91	2,268.15	2587.69	2830.14	2776.83	2807.45	2629.76	2966.70
期初门店数量	9915	10598	10954	12058	12399	13136	13714	14921	15076
期末门店数量	10598	10954	12058	12399	13136	13714	14921	15076	16162
平均门店数量	10257	10776	11506	12229	12768	13425	14318	14999	15619
平均单店收入（万元）	23.14	23.57	19.71	21.16	22.17	20.68	19.61	17.53	18.99
分别与2019上下半年比较	100%	100%	85.17%	89.78%	95.78%	87.76%	84.72%	74.39%	82.07%
与2019全年情况比较		100%		88%		91%		80%	80.67%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

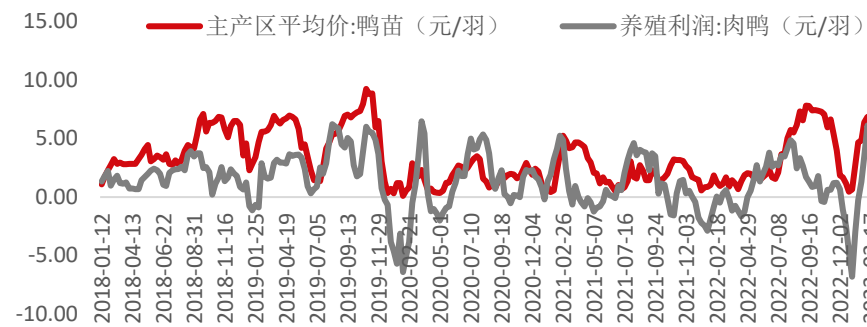
图表98：卤制品龙头店型分布

卤制品龙头门店分布	占比			
绝味22年门店数	交通体	商超体、综合体	社区体、沿街体	其他（包括学校体、文娱体）
15076	4%	20.0%	71.00%	5.00%
周黑鸭22年门店数	交通枢纽（包括机场店、火车站店）	商圈、商业体、商超	社区	其他（包括地铁店、校园店、景点店、客运站、服务区店）
3429	5.20%	61.20%	23.10%	10.50%
紫燕22年门店数			主要在农贸市场、街道社区等环境	
5695				

资料来源：公司公告，国联证券研究所

利润端分化，休闲卤迎毛利率拐点。今年来，以牛肉、猪肉为主要原材料的佐餐卤受益原材料价格低盈利有所改善，而休闲卤主要原材料鸭副的价格上半年处于高位，当前已回落至较低水平，以绝味为例，单三季度实现销售毛利率 25.77%，环比 +3.43pct，前三季度整体实现销售毛利率 24.15%，较 22Q1-Q3/2022 全年/23H1 分别 -2.32/-1.42/+0.84pct，毛利率迎来向上拐点。考虑鸭周期与企业灵活备货的节奏，预计休闲卤企业在 23Q4、2024 年有望延续 23Q3 毛利率拐头向上的趋势。

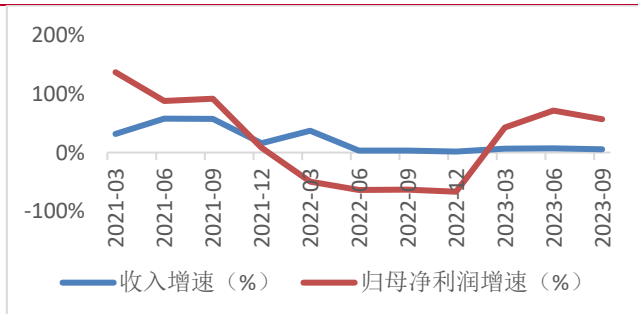
图表99：卤制品成本



资料来源：iFinD，国联证券研究所

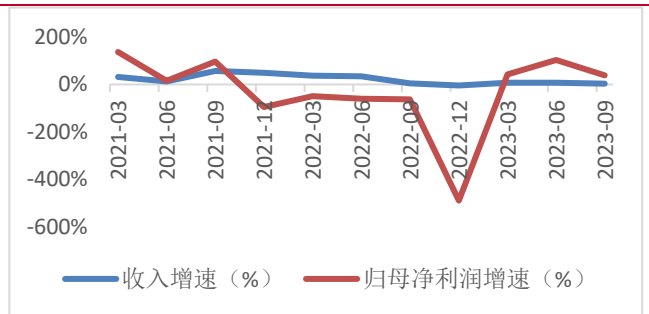
投资建议：短期看好休闲卤业绩弹性，龙头集中度长期提升空间亦可观。展望 24 年，卤制品板块估值具备性价比，需求持续修复叠加成本改善有望带动收入业绩弹性，建议积极关注线上线下营销活动结合新品不断推出带动单店收入加速修复、新开店带动整体营收增长，以及原材料价格走低带动利润提升。远期看，卤制品行业集中度仍有提升空间，龙头有望通过供应链与降本增效优势进一步提升市占率。推荐 23 年策略重回高势能点位、管理能力较强的绝味食品，建议关注发力全国化的佐餐卤龙头紫燕食品。

图表100：卤制品季度（累计）营收与归母净利润同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表101：卤制品季度营收与归母净利润同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

4. 投资建议：白酒稳字当头，大众品把握细分成长机会

4.1 挤压竞争中寻找细分成长机会

抓细分成长机会图新求变，在挤压竞争中获持续增长。2023 年以来，受到国内经济及消费整体弱复苏的影响，食品饮料行业需求端增长放缓、结构分化，供给端存量博弈、此消彼长的挤压式增长态势更加明显。企业面临市场多方挤压，行业集中度向行业龙头、仍具增长性的细分领域公司及具有独到竞争力的公司聚拢，马太效应显著。而面对业绩下滑或市场份额流失的企业须在保证自身优势不削弱的前提下求新求变，才能从存量中重新挤出自身增量。通过以价换量、产品创新、渠道变革等各种策略，企业因地制宜下各显神通，顺应消费趋势变化，以求持续增长。

白酒：行业向头部企业集中趋势不变。随着近年来需求端升级和供给端提质的共振，20-22年全国白酒规上企业销售额从5386亿元增至6626.5亿元，CAGR达10.92%，产量则从740.7万千升降至671.2万千升，量减价增的结构变化背后，主逻辑是行业集中度提升，22年CR5已超40%。

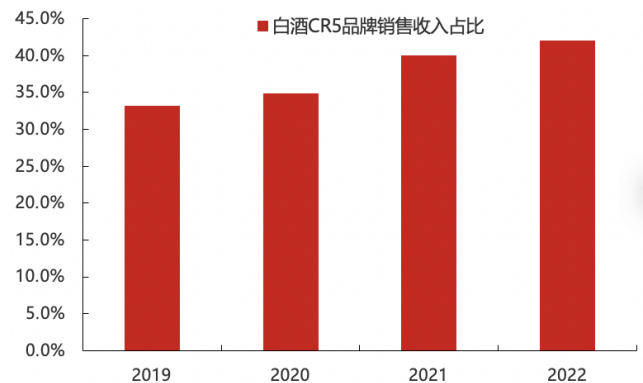
全国面次高端升级趋势短期受阻，但部分区域仍在延续升级。疫情下白酒消费场景受限程度较大，尤其对于主要场景为大众及商务宴席的次高端及中端白酒的动销压制较严重，而对处于两端的高端及百元以下光瓶酒等用酒影响相对较小。疫情放开后消费弱复苏传导至白酒行业，市场动销缓慢致使渠道承压。经销商迫于库存和资金压力，出现降价甩货因而引发价格倒挂。酒企由于终端需求恢复不及预期，渠道竞争更为激烈，行业集中度进一步提升，在此过程中业绩分化严重。其中，次高端酒由于全国面白酒消费升级的核心逻辑短期难以为继，因此业绩出现较大波动；但部分区域如经济基础卓越的江苏和产业升级迅猛的安徽仍延续次高端升级趋势，因此为本地区酒企提供了独有的基地市场优势，进而在行业整体挤压背景下仍逆势稳健增长。

图表102：全国白酒产量在2016年达到高点后逐年下降



资料来源：ifind，国联证券研究所

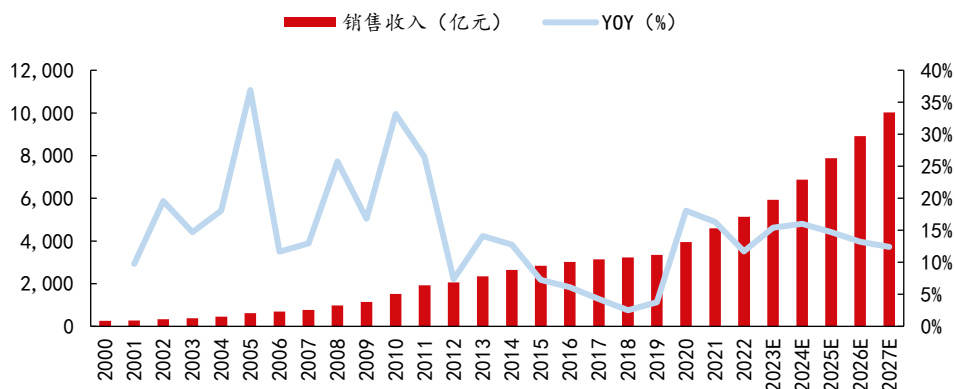
图表103：近年来白酒品牌集中度不断聚拢，CR5 销售占比持续提升



资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

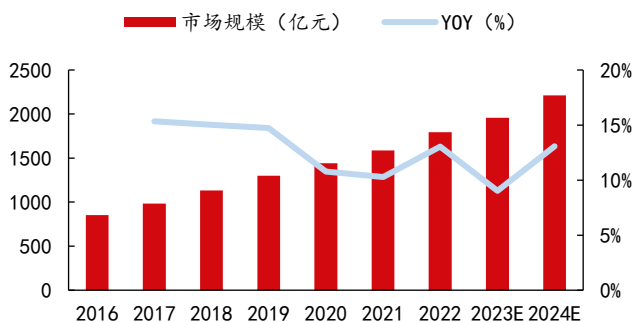
调味品：行业仍具结构性机会，疫后食品工业市场增速相对更快。疫后餐饮业复苏拉动餐饮市场回升，新型超市及电商推动家庭市场增长，预制菜赛道热度则带动食品工业市场增长，预计未来5年CAGR为11.11%左右，这是当前相对更具机遇的细分领域。**品类方面，零添加、复调等赛道景气度延续。**疫后需求结构变化，C端需求相对承压竞争加剧，小B复苏较缓，大B需求复苏领先，而餐饮工业化趋势下，提供风味整体解决方案的复调加速渗透。另外，随着近年来健康重视度提高，零添加产品增速拔高，从22Q1至23Q3，零添加酱油的市场份额从4.7%上涨至11.90%。**渠道方面，调味品行业的传统经销商加速整合，单一品类、单一渠道的销售下滑，多渠道、多品类的经销商迅速崛起，社区终端的品牌化崛起加剧了KA渠道销量的分化。**

图表104：调味品行业由扩容式发展转变为挤压式发展



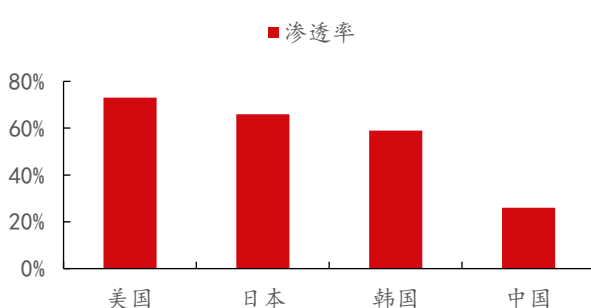
资料来源：国家统计局，iFind，艾媒咨询，国联证券研究所

图表105：复调成为调味品行业新的细分增长点



资料来源：共研产业咨询，国联证券研究所

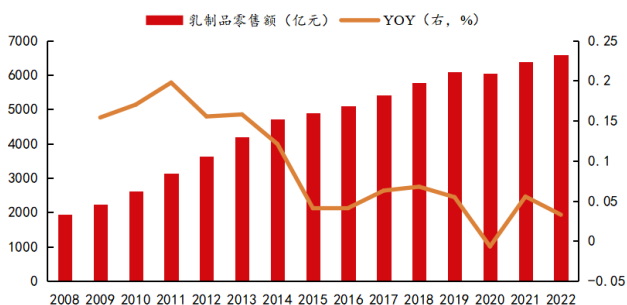
图表106：国内复合调味品渗透率还有较大提升空间



资料来源：艾媒咨询，国联证券研究所

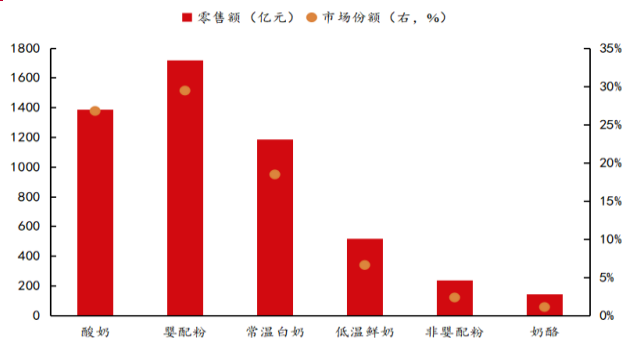
乳制品：低温、奶酪赛道增速凸显，产品推新和渠道渗透并举。2022 年我国大陆乳制品零售额为 6,599.7 亿元，具体来看，婴配粉、酸奶、常温白奶市场规模位居前三，占比乳制品总市场规模约 80%，已进入成熟期，近五年增速较缓；反观低温/奶酪当下市场规模较小，但随着国内消费水平及健康饮食理念的不断提升，消费者消费结构升级导致对此类产品的需求增加，处于高速增长阶段。

图表107：2008-2022 乳制品零售额及增速（亿元、%）



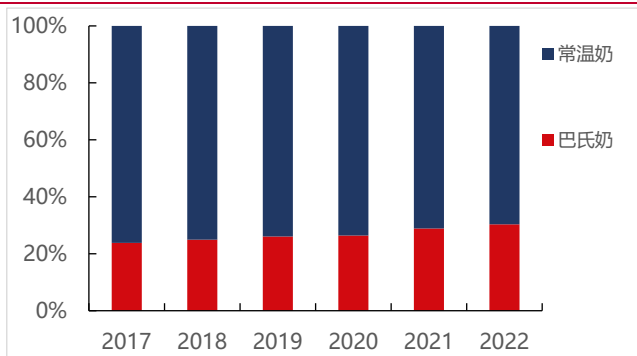
资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表108：乳制品细分行业零售额（亿元、%）



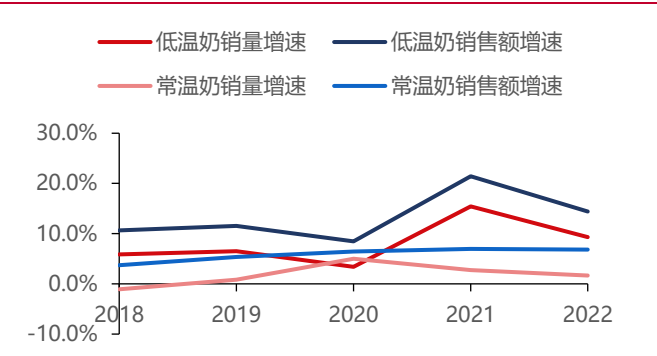
资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表109：我国液态奶市场情况 (%)



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

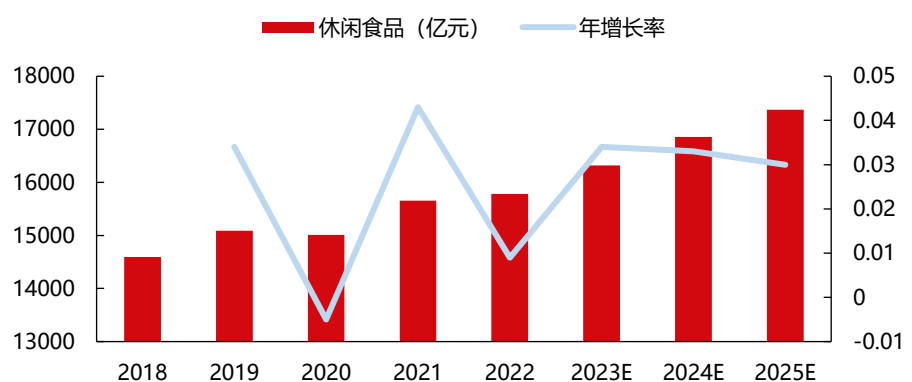
图表110：低温奶销量和销售额增速高于常温奶 (%)



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

休闲食品：市场体量增速平淡，渠道变革引领新增，产品创新层出不穷。根据欧睿数据，2018-2022 年国内休闲零食零售额 CAGR 为 2%，2022-2025 年预计 CAGR 为 3.2%。根据魔镜数据，截至 23 年 10 月底，抖音和淘系零食客单价都同比下降了 9%。面对新进入者和传统品牌对有限市场份额的竞争所造成的明显挤压，折扣常态化下出现消费降级迹象。在性价比消费趋势的驱动下，零食量贩店和其他高效率零售终端的迅速发展，正在重塑零食行业的零售业态。根据欧睿数据，量贩零食零售行业仍处于早期阶段，预计 23-25 年零售额 CAGR 将超过 45%，2025 年逾千亿。此外，企业纷纷创新产品以满足新口味和健康需求，全力打造大单品样板，强化品牌效应的同时打造业绩基石。此外休闲食品企业也在积极响应健康食品的需求，引入低糖、低脂、高纤维等健康选项。

图表111：2018-2025E 国内休闲食品零售量

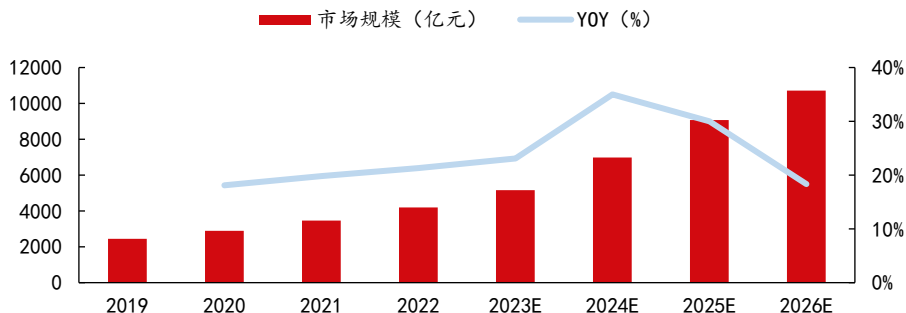


资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

预制菜：B 端为主导、C 端正培育，核心大单品是突围关键。艾媒咨询数据显示，2022 年中国预制菜市场规模达到 4196 亿元，同比增长 21.3%。根据中国烹饪协会数据，目前国内预制菜渗透率只有 10%-15%，预计在 2030 年将增至 15%-20%。目前 B 端仍支撑着预制菜 80% 的市场份额，从疫后终端恢复速度看，大 B>中小 B>C 端，低线城市优于高线城市，受疫情推动，C 端更多消费者保持居家，预制菜即时需求提升，消

费习惯正在逐渐形成。B 端餐饮客户通常具备大宗订单和高频采购的特性，核心大单品能够协助企业快速渗透 B 端渠道，并打响 C 端知名度，扩大客户群体，构建更宽护城河。

图表112：预制菜行业发展迅速、空间广阔



资料来源：艾媒咨询，国联证券研究所

4.2 大众品关注结构性机会，白酒稳字当头

建议关注顺应趋势、基本面强劲的细分龙头。23 年食品饮料板块复苏行情随需求预期波动，估值分位数达到历史低位，我们认为板块盈利能力在波动中提升趋势不变，或对估值有支撑。整体表现平淡的同时存在一些新趋势，理性消费、渠道变革、马太效应等有望推动细分板块增长。展望明年，需求或延续弱复苏趋势，建议关注细分板块基本面优质、受益新趋势的企业及在挤压竞争中有望扩大优势进一步提升市占率的龙头。

白酒配置风格应稳字当头，大众品把握细分成长机会。白酒重点推荐韧性更优的高端酒和景气度持续的苏皖地产酒，高端建议整体配置，首选茅台；苏皖重点关注今世缘、迎驾、古井；次高端重点推荐汾酒。建议关注金种子、金徽酒。啤酒建议关注青岛啤酒、华润啤酒，弹性标的推荐燕京啤酒。软饮料重点推荐农夫、东鹏。乳制品重点推荐伊利股份、新乳业、中国飞鹤。调味品推荐千禾味业，建议关注天味食品。预制菜重点推荐安井食品、千味央厨、巴比食品。休闲食品推荐盐津铺子、绝味食品。建议关注劲仔食品、甘源食品、洽洽食品。

5. 风险提示

(1) 食品安全风险：若出现食品安全事故，将对相关公司品牌形象产生重大打击，进而对整个行业运营造成不利影响。

(2) 竞争加剧风险：若行业出现恶性竞争局面，企业陷入价格战困境，将会对公司业绩产生负面影响。

(3) 成本波动风险：原料、包材、人力等成本波动超预期，增加上下游盈利水平的不确定性。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼