

食品饮料行业投资框架

分析师：刘宸倩 执业编号：S1130519110005

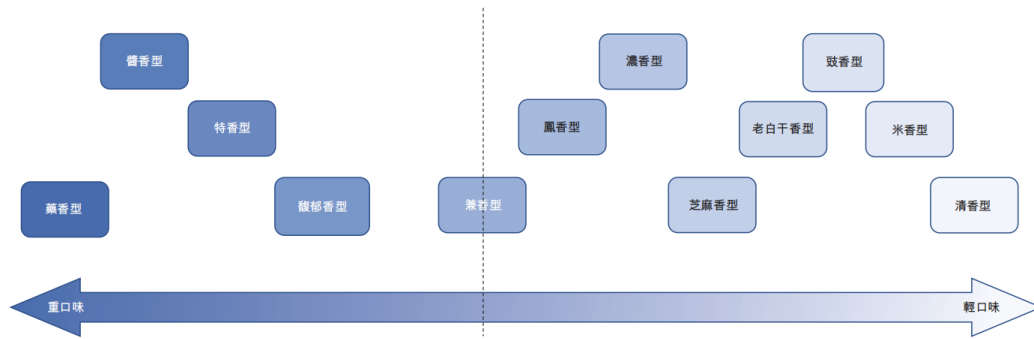
2025/3/28

01 白酒板块

白酒酒企分类：高端酒+次高端酒+地产酒，浓酱清多香型并存

- 对于白酒上市公司的定位，一般分为：1) 高端酒，包括茅台、五粮液、泸州老窖，标准是核心单品位于800元+；2) 次高端酒，包括山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊等，标准是该类酒企业绩增长的驱动在于核心位于次高端赛道的单品全国化；3) 泛区域酒，如苏酒（洋河、今世缘），徽酒（古井、迎驾、口子、金种子）等，标准是发展核心并非全国化外拓，仍以区域内消费升级带动结构优化的逻辑为主导，其中如古井、洋河等兼具区域酒&次高端酒特征。
- 据中国酒业协会，2022年，我国浓香型白酒的市场占比约60%，清香型白酒占比约12%，酱香型白酒占比约8%，兼香型白酒占比约6%，其他香型白酒占比约14%。上世纪80-90年代，由于粮食供应问题，出酒率最高的清香型白酒占市场主导；后消费意识渐起，品牌营销风潮下浓香型成为主流香型至今；19-20年兴起的酱酒热主要为茅台所引领。

图：按风味划分的白酒香型

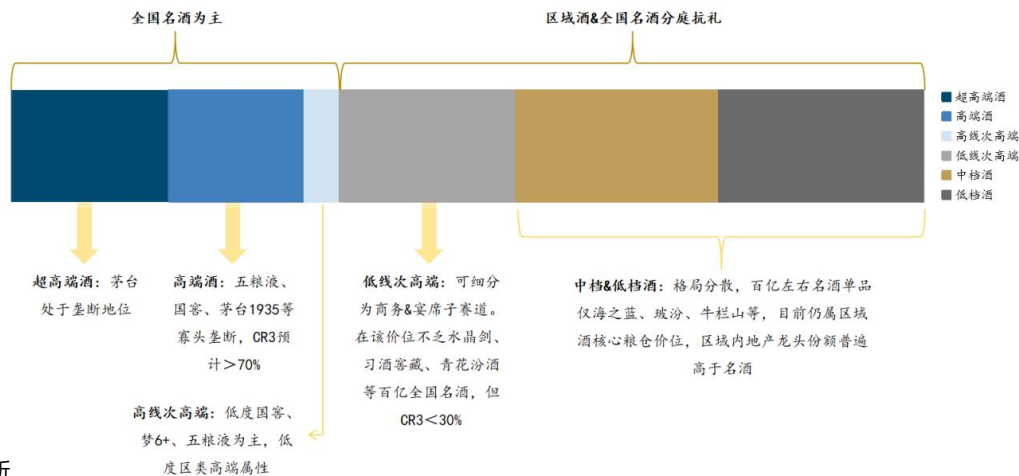


资料来源：弗若斯特沙利文分析

竞争格局：越是高价位，竞争格局越优秀！

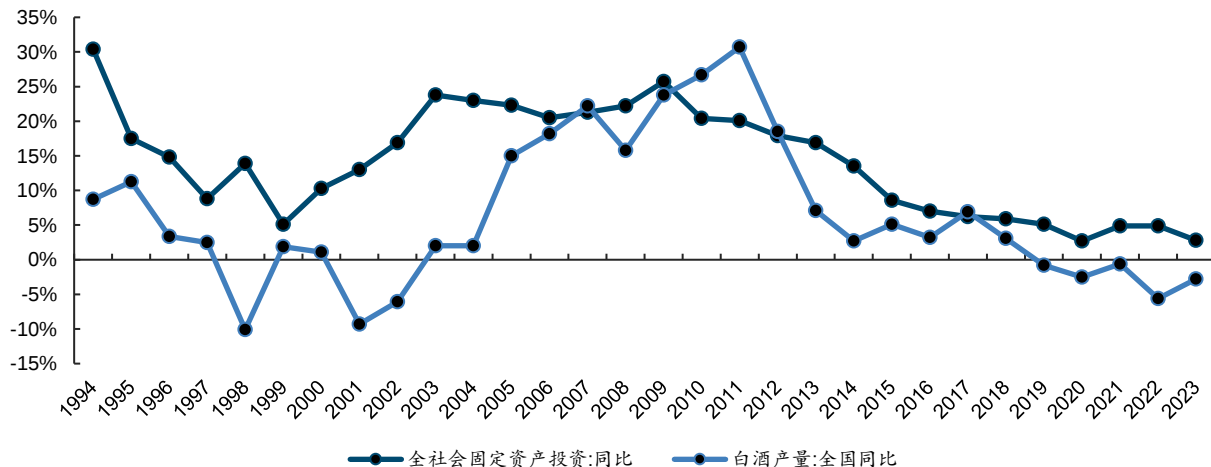
- 对于高价位白酒而言，精神定价为主，因此享受品牌力溢价，而品牌力是稀缺性&排他性资源。
- 从竞争格局来看：**1) 茅台2000元+垄断地位；2) 1000元左右寡头垄断格局，主要参与产品包括五粮液普五+1618，国窖1573；3) 600-800元高线次高端原本是个伪价格带，核心单品是低度国窖1573、五粮液、梦6+等，其实是低度产品的高端价位，但24年以茅台1935为主的酱香型高端产品价格盘回落后逐步开始该价格带培育；4) 300-600元低线次高端及以下竞争格局分散，名酒品牌众多但消费者不存在强黏性的品牌，渠道推力&品牌势能会影响消费者选择，强势区域酒也开始向次高端价位拔升品牌势能。

图：2023年白酒行业分价位竞争格局梳理



- 通过对白酒行业历史复盘，可以发现白酒行业调整或者腾飞的任一阶段其驱动因素中都包含宏观因素的影响。
- 用固定资产投资增速来代表宏观经济走势，白酒行业产量增速与宏观经济呈现显著正相关。13年以后，白酒驱动因素中个人消费占比提升，周期性减弱（宏观经济的波动性亦趋缓，出口、投资、消费联合驱动），但消费者消费情绪&消费力仍同宏观经济景气度息息相关。
- 观测指标：**GDP增速、固定资产投资增速、白酒相关政策、工业企业利润、招待费变化等。

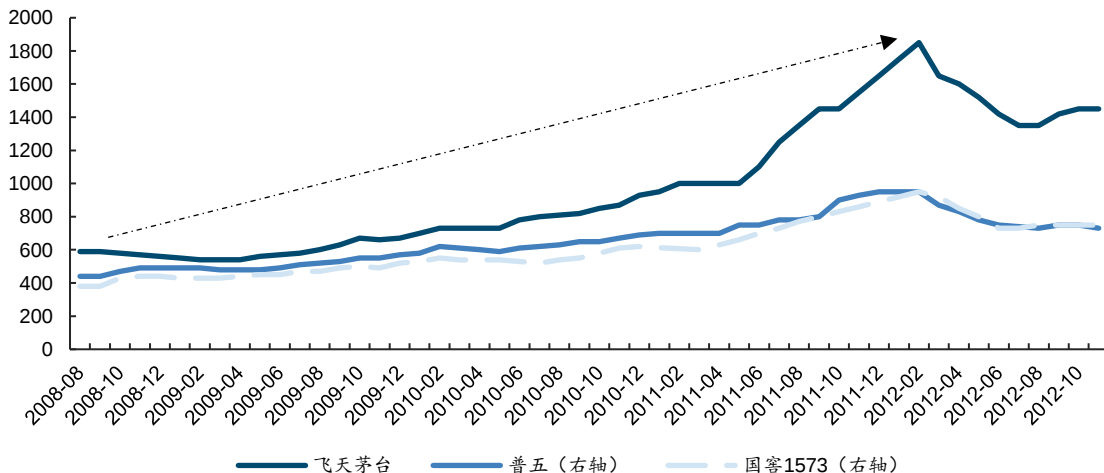
图：白酒行业与宏观经济呈现正相关



2003-2012年：白酒的黄金十年

- **第一阶段：**2003-2008年，投资推动经济，带来高端白酒引领。以茅五泸为代表的高端酒收益率远超市场和其他品种。
- **第二阶段：**2009-2011年，高端白酒价格继续上升，中档地产酒崛起。洋河海之蓝、古井年份原浆、金种子、山西汾酒等表现远超高端酒，高端酒业绩仍保持高增长，估值开始平稳。
- **第三阶段：**2011-2012年，茅五泸价格飙升打开价格空间，次高端发力。次高端成为独立价格带，高端企业下沿和地产酒上沿。

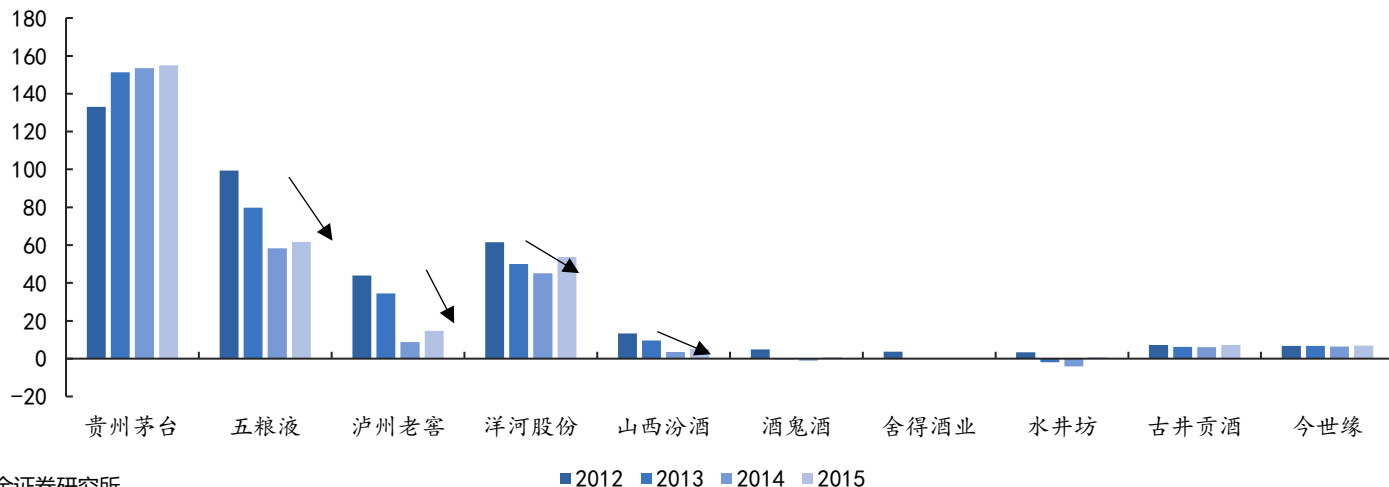
图：2008-2012年飞天、五粮液、国窖批价走势（元/瓶）



2013-2015年：政务需求蒸发，行业步入调整期

- 黄金十年的高增长是由投资推动，表现出消费层次和产品价格的不断提升，紧缺导致渠道囤积严重，挤出了相当一部分大众需求，使得政商消费占比过高，高端白酒具有较强的政治经济周期属性，隐含了较大的风险。
- 12年下半年开始的限制三公消费和塑化剂事件，白酒行业泡沫破裂，行业遭遇“断崖式”下跌。2013-2014年白酒行业营业收入以及利润连续两年负增长。

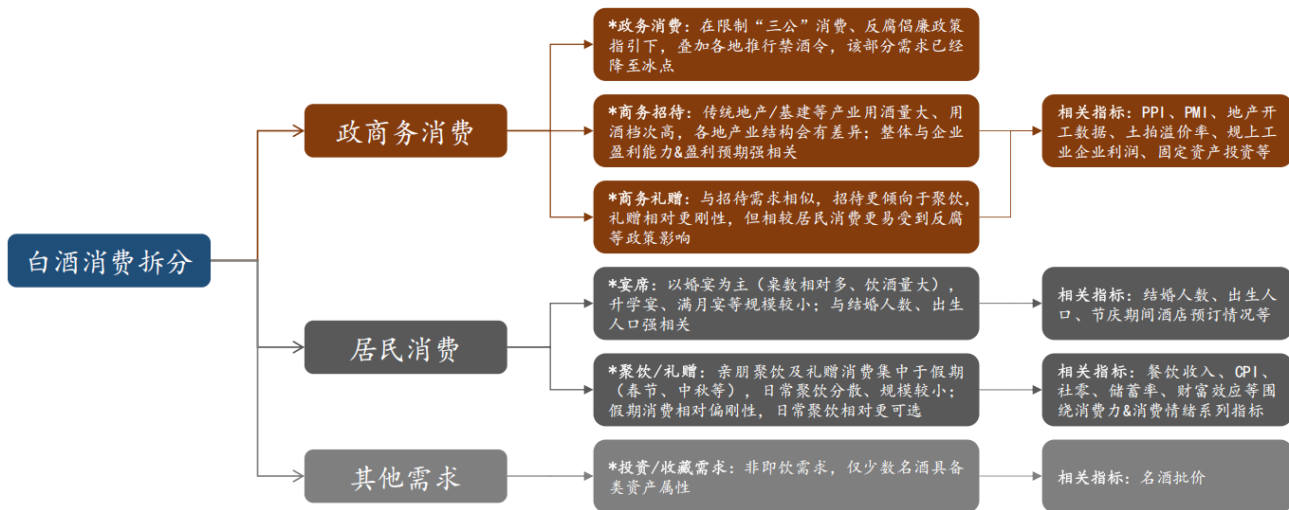
图：2012-2015年上市酒企归母净利润表现（亿元）



2015~2016年：通胀预期迎拐点，量价齐升再回上行周期

- 经历2013~2014年报表出清与渠道去泡沫后，白酒行业在2015年步入“景气企稳”时期，类似于“L”型趋势中的底部阶段。在这一阶段，白酒行业呈现出“弱进攻、强防御”的特征。2015年时，白酒消费尤其是高端酒消费已基本完成消费主体结构迁移；传统政商二元特征逐渐消失，个人消费承接此前缺失的政务消费。同时，企业端与居民端的消费升级逐步成为行业发展的主逻辑。

图：白酒消费结构拆分及指标跟踪体系

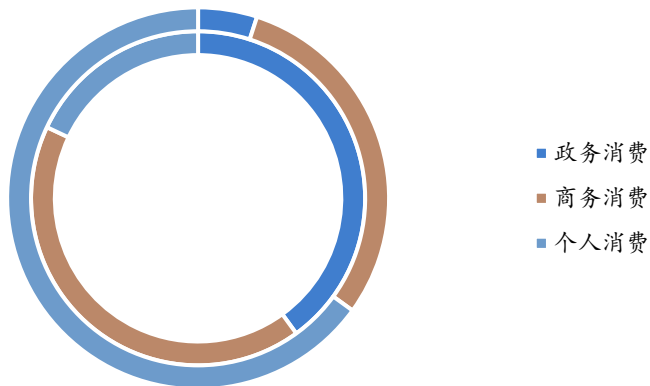


2016年--至今：新篇章，更关注行业格局、底层需求升级

• 驱动因素

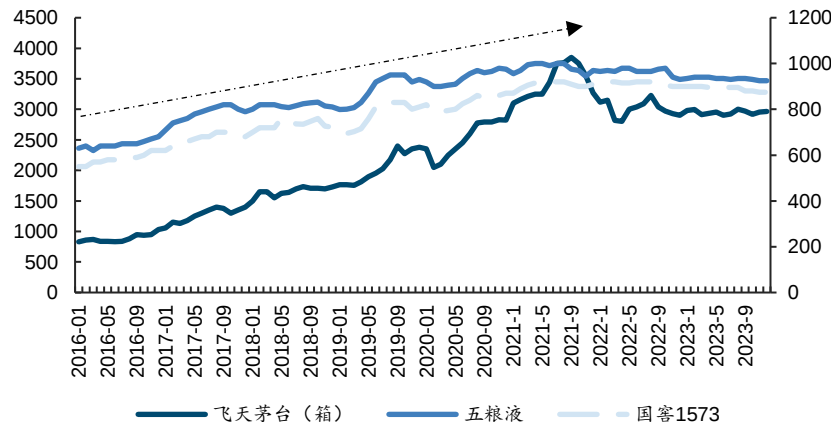
1. 宏观层面：随着国家经济的转型发展，居民收入和消费能力逐步提升。
2. 行业层面：政务需求已降至谷底，商务需求改善，个人消费成为主力（买单群体完成转换）。
3. 表现特征：行业发展进入白银时代，高端白酒价格、业绩均回升；

图：政商务及民间消费占比（内环2011年，外环2017年）



来源：中国酒业协会、国金证券研究所

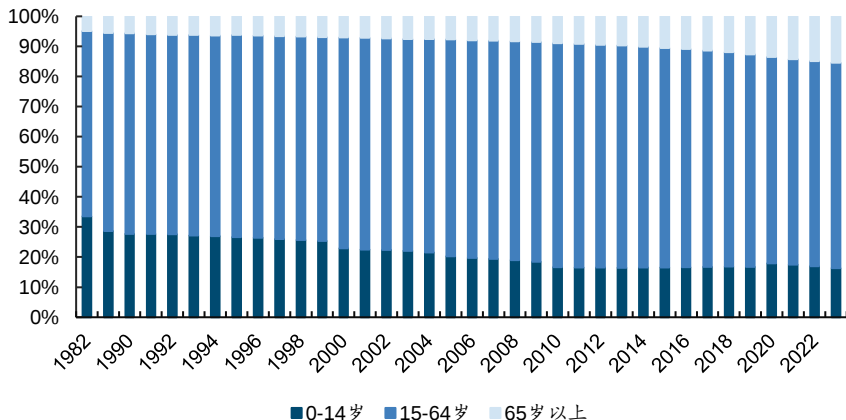
图：2016~2023年高端酒批价表现（元/瓶）



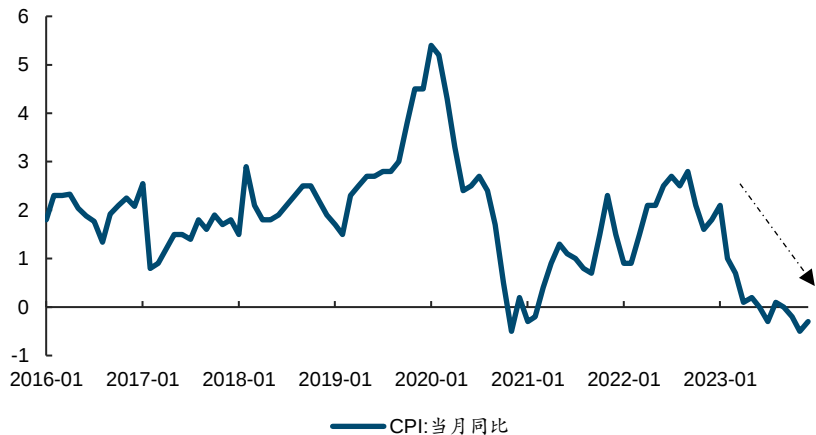
来源：今日酒价、国金证券研究所

- 15-64岁作为喝酒的主力人群，其增速自2014年开始连续出现负增速，绝对量下降到10亿以下，这表明白酒消费人群扩容的人口红利开始呈现衰减态势（基于人均饮酒量未有明显上行趋势的假设）。
- 目前及未来影响白酒企业更重要的因素是居民人均可支配收入提升的红利（即消费升级红利）。
- **观测指标：**CPI、PPI，人口担忧是长担忧。

图：1990年-2023年人口结构变化

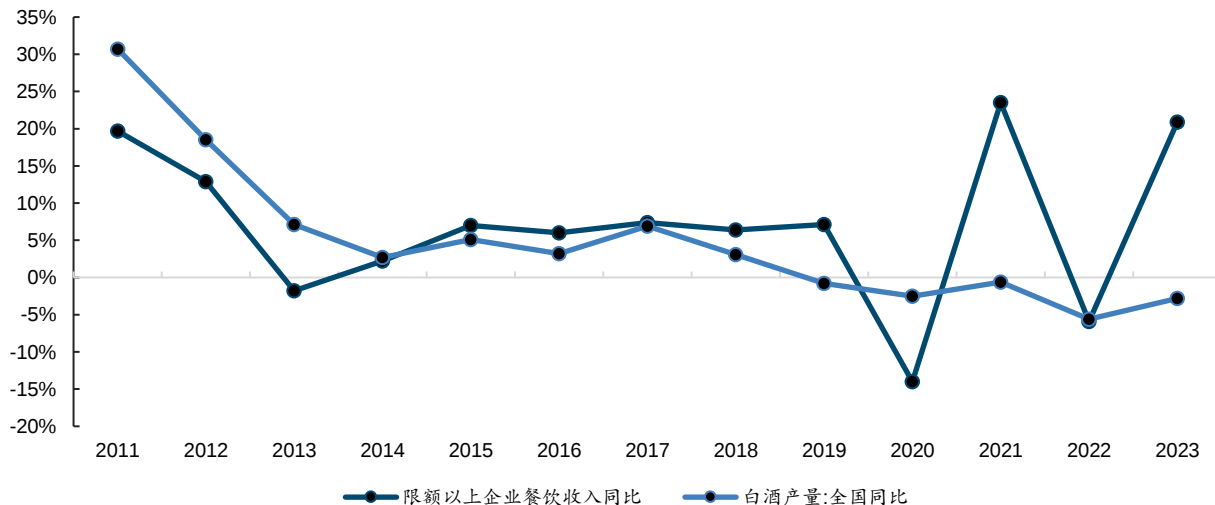


图：2016~2023年CPI月度同比情况



- 从实际饮用场景来看，酒类消费中餐饮占比较高，而自饮的占比较低，缘由于白酒的社交型、面子消费属性。用限额以上企业餐饮收入代表整个行业的餐饮收入，从图中可以发现：白酒行业与餐饮消费相关性大，且呈现一定滞后关系。
- 考虑数据滞后性，日常主要跟踪旺季宴席预订、年会预订等作为前瞻指标，淡季跟踪参考意义弱。

图：白酒行业与餐饮消费相关性较强



微观要素：品牌，代表企业定位、赋予精神内涵

- 由于白酒行业是精神定价法，因此消费者更看重公司产品背后的内涵是否能引起精神上的共鸣（即认知度）。
- 贵州茅台“国酒茅台”的定位凸显其高端地位；五粮液在19年春糖会期间推出超高端清池酿造和明池酿造五粮液、不断深挖五粮液背后的历史渊源、清理一系列同质化低端白酒，就是对公司高端品牌的持续塑造。
- **品牌力直观体现就是消费者在对应价位的首选，品牌调性属于先天优势+历史沉淀。**先天优势即历次全国评酒会所评选出的全国名酒，历史沉淀即历轮周期交接时酒企的量价抉择。

表：部分白酒品牌及内涵

企业名称	品牌及内涵
贵州茅台	国酒茅台，民族精品
五粮液	中国的五粮液，世界的五粮液
泸州老窖	浓香鼻祖，酒中泰斗
一品景芝	在山东，喝芝香
今世缘	定位缘文化，中国人的喜酒
剑南春	唐时宫廷酒，今日剑南春
洋河股份	绵柔好酒，世界上最广阔的是海，比海更高远的是天空，比天空更博大的是男人的情怀

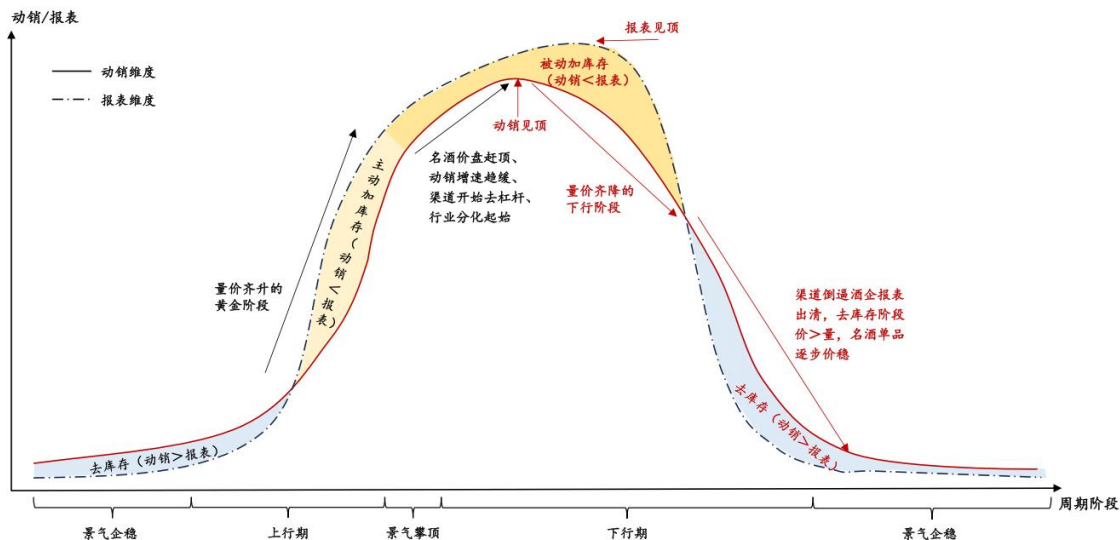
微观要素：渠道，更加精细化，加大ToC的触及

- 在传统大商模式下，公司容易出现对渠道管控力不强，“下家的下家不是我的下家”；价格体系不稳定，缺乏对价格的控制力，会存在窜货的可能性；对大经销商依赖程度过高，会存在一定的经营风险。
- 全国化酒企必然前期需要接力渠道杠杆实现全国化，后期再“去杠杆”；区域酒一般以区域内深度分销模式来抵御全国化品牌的入侵。
- **渠道精细化道路迭代路径**：省代/区域专营模式——区域直分销模式——厂商1+1模式——深度分销/直营模式
- 碍于当下销售团队的成熟性、信息化水平有限，叠加管理半径问题，发展到规模化后期容易“返璞归真”，即重新从深度分销模式回归厂商1+1模式、甚至直分销模式。
- **控盘分利目前已经形成主流**（即能赚多少钱需要酒厂后置返利才知道，是模糊的），经销商更期望赚看得见的顺价的钱、而不是后置返利的钱。

微观层面看，白酒产业存在库存周期

- 我们将白酒库存周期划分为三个阶段：补库/加库阶段、压库阶段、去库阶段。
- 当前白酒行业景气周期处于下行趋缓阶段，即动销同比仍有下滑、但下滑幅度环比有所收窄，从春节动销反馈中可见一斑。从库存周期的视角来看，2024Q3上市酒企报表已开始出清、多数酒企已进入去库存阶段；我们预计2024Q4+2025Q1报表出清的程度和覆盖面将进一步提升。

图：白酒的库存周期导致酒企报表拐点滞后于基本面拐点



行业表现：稳定且较高的毛利率，体现优异的商业模式

- 白酒行业具有较高品牌壁垒的另一表现是白酒行业具有较高的毛利率，SW一级行业中，食品饮料行业的毛利率水平位居板块第一；二级行业中白酒位居第一。从ROE角度看，白酒也一直稳定处于Top3。

图：白酒板块毛利率、ROE持续在二级子板块内前列

板块名称	销售毛利率（整体法） [报告期] 2021年报 [单位]%	销售毛利率（整体法） [报告期] 2022年报 [单位]%	销售毛利率（整体... [报告期] 2023年报 [单位]%	净资产收益率ROE - TTM（整体法） [报告期] 2021年报 [单位]%	净资产收益率ROE - TTM（整体法） [报告期] 2022年报 [单位]%	净资产收益率ROE - TTM（整体法） [报告期] 2023年报 [单位]%
白酒II	78.8126	80.1409	81.0425	26.1220	27.5425	29.3263
医疗美容	70.2952	73.6566	74.3107	12.8304	6.0206	17.6910
游戏II	65.1424	65.1090	66.8742	8.3490	0.4066	6.5179
证券II	51.9646	51.4539	57.0521	9.5915	5.7403	5.4467
化妆品	43.5408	44.2038	54.3824	9.7623	6.8288	11.0576
生物制品	61.4595	58.4574	54.1015	15.5929	8.8997	6.9714
油气开采II	50.5717	53.3275	49.9762	14.6248	25.7123	19.3818
医疗器械	55.7966	54.2072	49.8533	23.8764	21.2361	9.0413
化学制药	49.0459	47.0523	47.6237	5.3707	4.3450	3.9616
服装家纺	43.5565	42.7133	45.3593	8.8918	5.0886	7.5585
教育	34.7626	39.6346	44.4804	-23.3575	-8.1641	-8.1861
中药II	44.9067	44.0408	44.2066	13.4366	7.4144	9.7919
非白酒	42.0553	41.6538	42.8660	8.2447	7.5696	10.2728
厨卫电器	40.4126	40.4561	42.4487	13.5300	13.8495	14.2488
数字媒体	40.1927	41.3188	40.2945	11.1450	7.2404	10.9240
医疗服务	40.5544	40.2341	39.9556	12.2491	13.5198	9.8044
动物保健II	44.1774	37.7315	37.0233	10.3648	7.0498	5.9041
军工电子II	38.5145	37.6523	36.2462	10.1396	7.0080	4.4607
酒店餐饮	28.4101	24.4602	35.8758	0.1684	-3.5969	4.9759
其他家电II	28.8778	30.4367	35.2082	10.0017	5.2519	4.4104
软件开发	38.0797	35.4141	33.6826	5.4287	2.1270	1.3209
个护用品	34.1554	32.7142	33.5349	16.6061	9.6199	6.9218
小家电	29.4133	32.5609	33.5312	18.3852	17.0166	15.6640

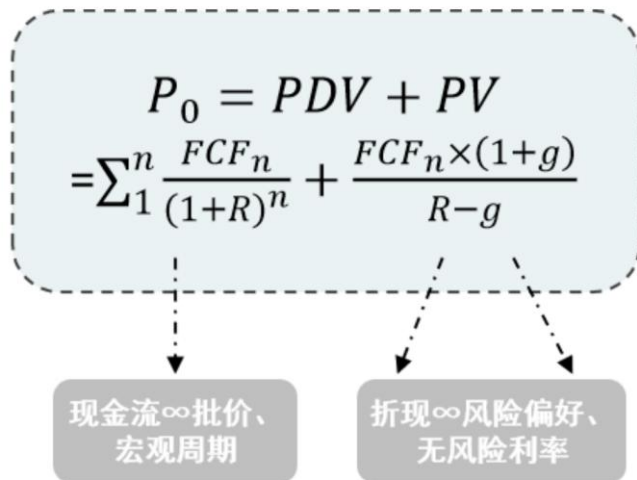
行业趋势：竞争格局稳定，集中度不断提升

- 白酒行业呈现出越高端越稳定的态势，高端酒企凭借其品牌、价格等因素牢牢构建市场壁垒。而中低端市场酒企由于消费者粘性较弱等因素竞争十分激烈。
- 当行业处于景气周期时，其实是“鸡犬升天”，所以集中度一般会降低；当行业处于非景气周期时，劣势酒企出清，行业集中度持续提升。



- 白酒标的特别是龙头贵州茅台，由于稳定的经营环境与业绩增速、优异的现金流，适用于基于DCF模型的估值框架，而其余酒企多通过与估值锚的对比进行定价（高端、区域酒多通过PE估值，次高端标的在高成长期适用于PEG估值，整体而言高端化逻辑、全国化扩张逻辑具备一定估值溢价）。

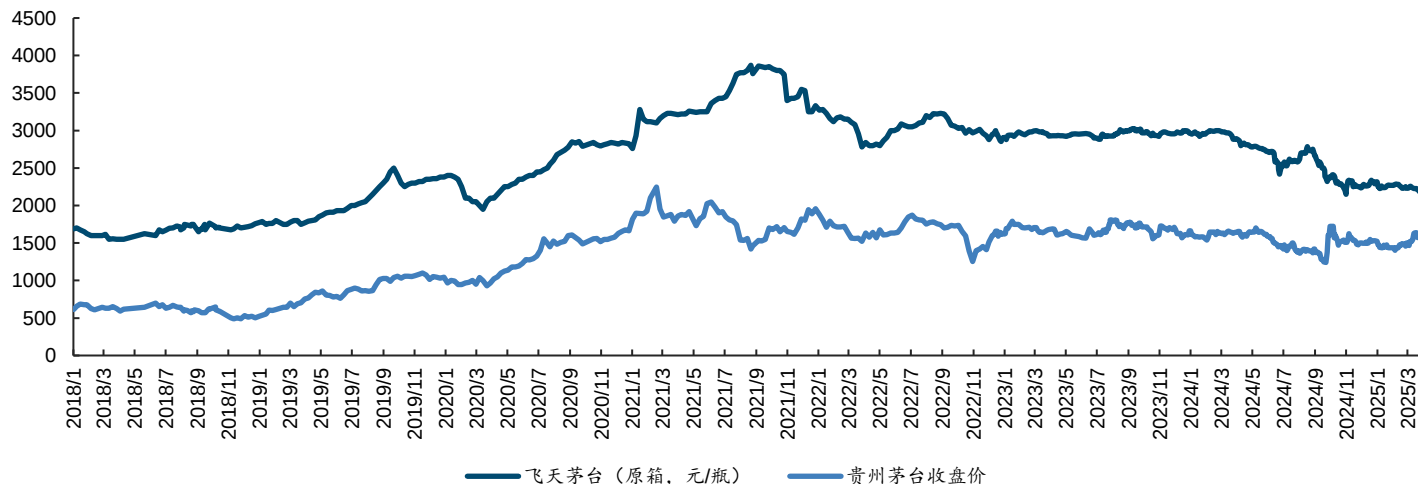
图：基于 DCF 模型的白酒标的估值框架



- 基于DCF模型，我们认为边际影响估值锚的因素主要包括：

1) 批价、回款情况，代表未来现金流的质量，以及价增的空间。无论是存在顺价价差的单品，或者是当前处于倒挂需要返利、费用补贴等方式在“控盘分利”思路下维持渠道合理利润的单品，批价向上能够带来体外利润的提升（例如茅台飞天），或者是费用补贴规模的收缩。相对应的，行业内核心单品批价回暖也被视为需求环境向好的前瞻性催化。

图：贵州茅台股价同飞天茅台批价呈同向波动



2) 宏观环境、政策风险等代表风险偏好，以及无风险利率，同DCF模型下的折现率相关。白酒板块的政策风险主要为禁酒令与消费税，每年时有传闻对市场情绪有所压制。同时，作为经济活动的润滑剂，高价位白酒的消费场景中商务、送礼等占比较高，同地产链等工业活动景气度相关，也会传导至批价的维度。

- 美债收益率的波动也会影响长线资金资产配置的思路，从而导致阶段性的资金行为。

图：美债利率与贵州茅台PE-TTM反向波动



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至3月26日）

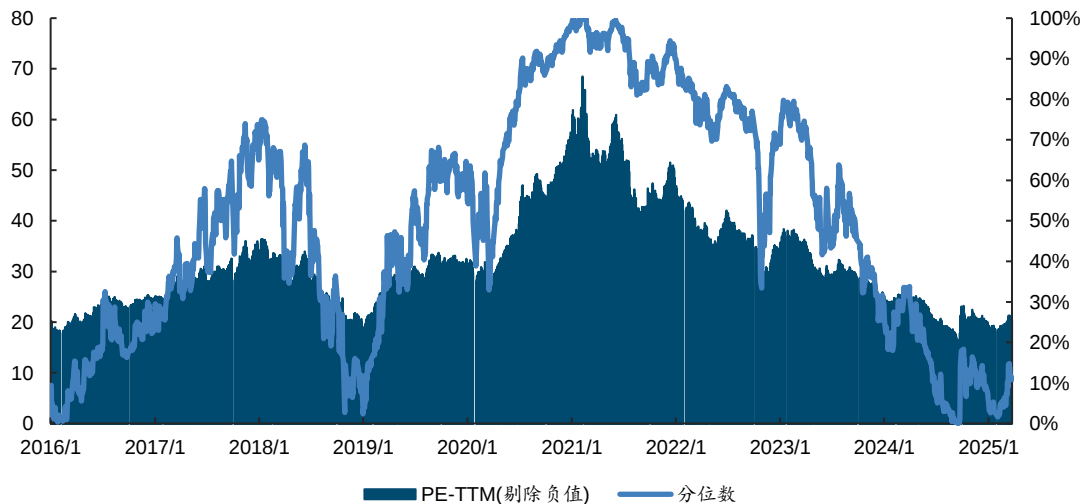
图：2023Q1~2024Q4 白酒板块重点标的北上持股占流通股比重变动梳理

分类	公司名称	23Q1末	23Q2末	23Q3末	23Q4末	24Q1末	24Q2末	24Q3末	24Q4末	环比
高端	贵州茅台	7.3%	7.0%	6.9%	6.9%	7.2%	6.7%	6.9%	6.2%	-0.7%
	五粮液	6.8%	6.3%	5.3%	4.5%	5.3%	4.8%	4.5%	4.0%	-0.5%
	泸州老窖	4.0%	3.8%	3.5%	3.2%	3.3%	2.9%	3.3%	2.4%	-0.8%
次高端	山西汾酒	3.2%	3.3%	2.1%	2.0%	2.7%	3.3%	3.0%	2.8%	-0.2%
	舍得酒业	1.2%	2.4%	1.3%	2.4%	1.5%	1.2%	1.5%	0.5%	-1.0%
	水井坊	6.4%	3.8%	3.5%	3.2%	3.8%	2.9%	2.3%	2.0%	-0.3%
	酒鬼酒	3.4%	3.8%	1.4%	1.7%	1.4%	0.5%	1.1%	0.5%	-0.6%
区域酒及其他	洋河股份	3.1%	2.7%	2.4%	2.6%	3.1%	2.6%	2.5%	1.6%	-0.8%
	今世缘	3.1%	3.8%	3.2%	2.8%	4.2%	4.2%	4.1%	3.9%	-0.2%
	古井贡酒	2.1%	2.4%	1.7%	1.7%	1.9%	2.0%	1.7%	1.6%	-0.2%
	迎驾贡酒	1.4%	1.1%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%	1.3%	1.0%	-0.3%
	口子窖	2.9%	4.7%	4.3%	3.5%	3.6%	2.2%	2.6%	1.6%	-1.0%
	金种子酒	0.3%	0.4%	0.7%	1.2%	1.4%	1.4%	2.0%	0.3%	-1.7%
	老白干酒	2.5%	1.9%	1.0%	1.4%	1.8%	2.2%	1.1%	0.8%	-0.3%
	伊力特	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.5%	0.1%	0.2%	0.1%	-0.2%
	金徽酒	0.7%	0.9%	1.9%	0.7%	0.9%	0.8%	0.6%	0.4%	-0.2%
	顺鑫农业	2.2%	1.3%	1.1%	0.6%	1.1%	0.8%	0.9%	0.5%	-0.4%

来源：Ifind，国金证券研究所

- 白酒与宏观周期的相关性使得原定价框架中周期性定价因素较多，而消费定价因素偏少，因此估值存在波动性折价。
- 三公消费受限后，与宏观周期相关性较强的政务消费逐渐由居民端消费所替代，且本身国内宏观环境的韧性加强，因此白酒生意的波动性趋缓。此外，沪深港通开辟后，北上资金流入带动对白酒消费属性定价因素提升，白酒板块估值中枢持续上移。目前估值位于近5年底部。

图：2016 年至今白酒板块 PE-TTM 及分位数

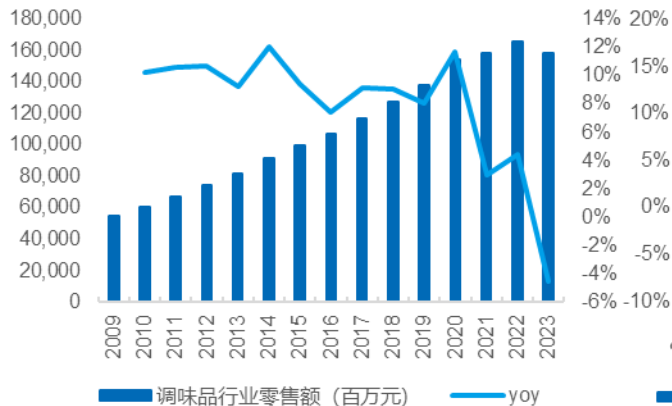


02 食品板块

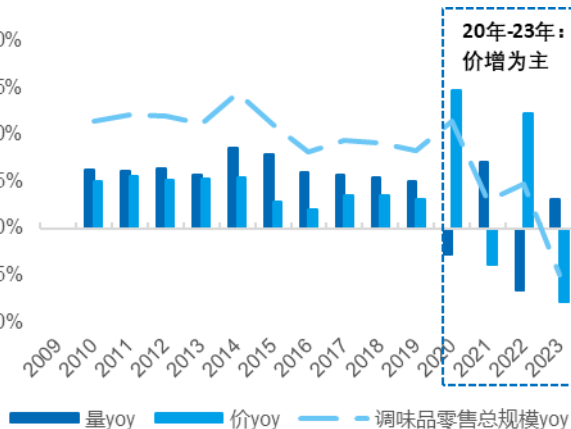
调味品：行业增速显著放缓，价增成为驱动因素

- 据欧睿数据显示，2023年我国调味品零售规模约1580亿元，19-23年复合增速为3.5%；较15-19年复合增速8.4%显著放缓。**下游渠道来看，餐饮客户占比50%**，调味品消费单次量大且口味粘性强。C端近年来有提升趋势，目前占比约30%。C端客户对于品牌、产品更加重视，是产品升级的主要驱动力。
- 拆分量价来看，**行业2020年起从量增驱动转变为价增驱动**。一方面是产品和渠道结构变化所致，产品方面零添加、减盐等概念产品兴起，渠道方面家用小包装占比提升；另一方面是行业普遍遭受成本压力后，21年底开启提价周期，龙头海天提价幅度在3%~7%不等。量主要受餐饮端拖累，家庭端小幅增长。

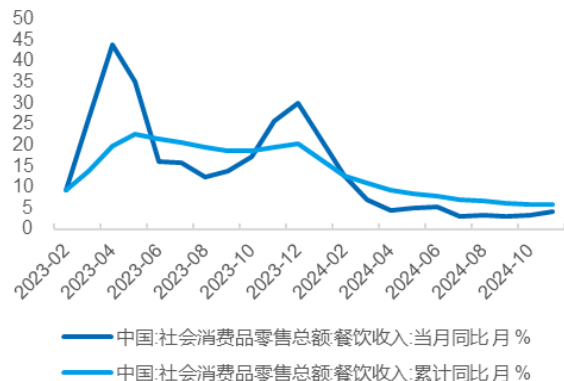
图：2020年后调味品行业增速放缓



图：2020年后调味品行业受价增驱动明显



图：行业增速与餐饮社零相关度高



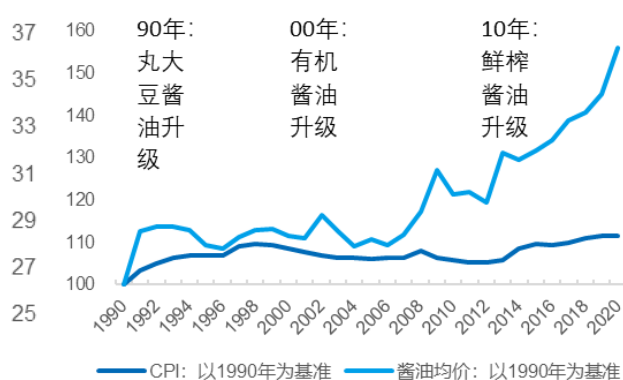
调味品：酱油步入存量竞争阶段，细分赛道渗透率有望提升

- **以酱油为代表的核心品类逐渐步入存量竞争市场，行业集中度逐步提升。**据调味品协会百强企业数据显示，调味品百强酱油产量在22年首次出现下滑，同比-6%；且生产酱油企业个数自20年开始逐步减少，从35家缩减至31家。表明头部企业在面临需求收缩、成本压力上行期间依旧采取保守策略。
- **行业仍存在结构性机会，健康化、定制化、功能化产品渗透率有望提升。**1) 随着大众健康意识增加，零添加风潮兴起，近年来零添加、减盐品类占比持续提升。对比日本来看，未来仍有望持续向鲜榨酱油、有机酱油升级的空间。2) 复合调味品行业凭借出餐效率高且标准化实现高增长，其中中式复调、西式餐调类产品增速更快，2021年行业规模1588亿元，14-21年CAGR为13.2%。

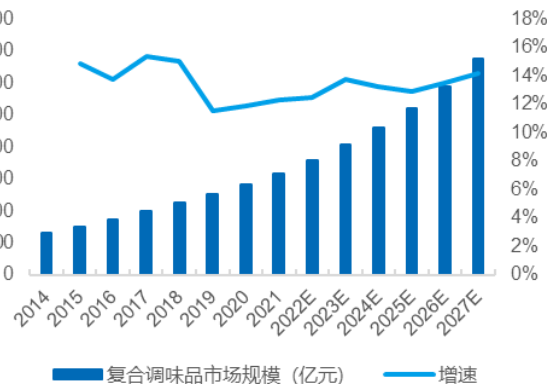
图：百强企业酱油产量增长放缓，部分企业出清



图：日本酱油均价持续增长



图：复合调味品行业维持双位数增长



调味品：看好复调渗透率提升及酱油品类升级

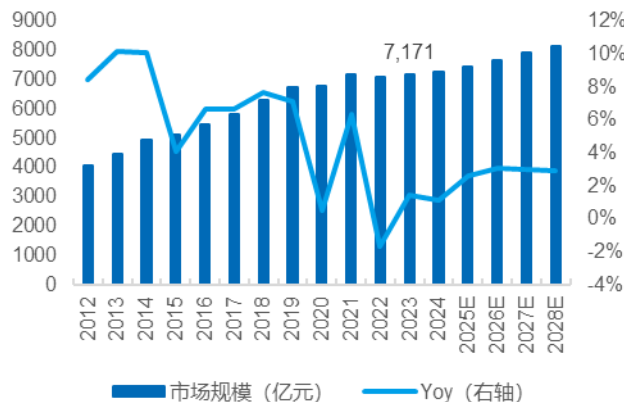
公司名称	海天味业	千禾味业	中炬高新	天味食品	颐海国际	宝立食品	日辰股份	安琪酵母	涪陵榨菜
营收（亿元）	245.59	32.07	51.39	31.49	61.48	23.69	3.59	135.81	24.50
归母净利润（亿元）	56.27	5.30	5.24(扣非)	4.57	8.53	3.01	0.56	12.70	8.27
主营产品	酱油（51%）、蚝油、调味酱、其他	酱油（64%）、食醋、其他	酱油（60%）、鸡精鸡粉、食用油	川味调料（48%）、火锅调料、其他	火锅底料产品（67%）、中式复合调味品、其他	复合调味料（48%）、轻烹解决方案、其他	酱汁类调味料（74%）、粉体调味料、其他	酵母及深加工（70%）、其他	榨菜（85%）、泡菜、其他
核心销售区域占比（23年）	北部24.13%；中部20.56%；南部18.32%；东部17.73%；西部12.16%；其他7.1%	西部38.34%；东部22.22%；北部17.69%；中部13.99%；南部6.48%；其他1.27%	东部21.77%；中西部21.01%；北部12.37%；其他1.46%	西南31.46%；华东24.1%；华中16.14%；华北10.57%；出口1.12%；其他	—	华东78.61%；华北6.9%；华南4.13%；境外1.13%；其他	华东69.03%；华北17.44%；东北4.46%；华中4.64%；华南3.31%；其他1.12%	国内64.51%；国外35.24%；其他0.25%	华南27.41%；华东18.21%；华中12.52%；华北10.74%；出口1.91%；其他
19-23年毛利率均值	39.34	41.65	40.69	25.07	34.29	21.17	43.09	20.69	37.73
19-23年净利率均值	25.78	13.79	13.83	13.78	14.43	12.17	23.39	11.81	32.62
19-23年ROE均值	26.08	12.30	17.05	8.44	21.87	23.32	10.16	15.16	14.25
经销商数量	6506	3356	2084	3165	3000+	387	110	23237	3100+
单点产出（百万元）	3.47	0.70	2.32	0.74	1.27	1.05	0.10	—	0.74

来源：调料家、港湾商业观察、新调味、Ifind、国金证券研究所整理（注：营收、归母净利润、主营产品收入占比、核心销售区域占比采用2023年值）

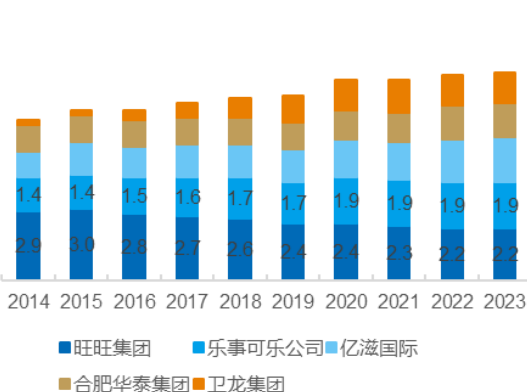
休闲零食：万亿规模成长可期，竞争格局尚未成型

- 休闲零食万亿规模可期。据欧睿，2023年中国休闲食品行业规模为7170.7亿元，2017-2023年销售额CAGR约3.5%，预计2027年行业规模突破万亿元，成长前景广阔。行业增长核心驱动力来自于居民经济水平提升，供给端日渐丰富后，人均消费量的增长。
- 中国休闲零食行业格局分散，CR3市占率不到6%；早期外资品牌为主导，内资借助渠道优势逐步崛起。我国近万亿市场中糖巧、烘焙占比接近50%，且为外资品牌主导。参考美日休闲零食行业，本土企业市场地位领先，占据主要份额，零食本土化达到较高水平；而国内本土休闲零食企业起步较晚，核心品类优势弱。预计随着风味零食供给端逐步丰富，渠道优势日渐巩固，国产品牌有望跑出。
- 零食行业横跨多个品类，细分行业众多且差异化较大。风味零食（占比38%）成为近年来规模增长较为明显的赛道，旗下划分7大子行业，其中肉类零食/咸味零食/坚果炒货规模较大。当前阶段的风味零食行业经营模式正在从“白牌+代加工”经营模式向区域性品牌和全国性品牌发展，预计未来行业集中度进一步提升。

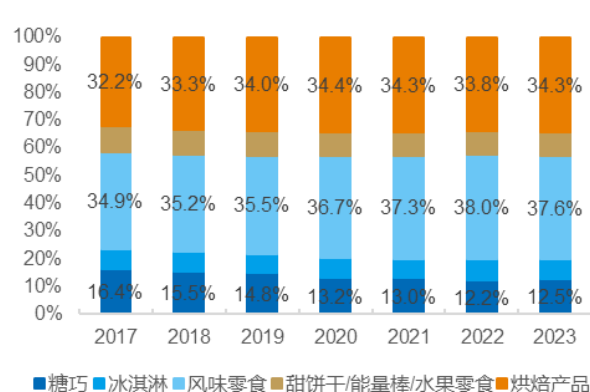
图：休闲零食行业稳健增长（单位：亿元）



图：中国休闲零食行业竞争格局分散（单位：%）



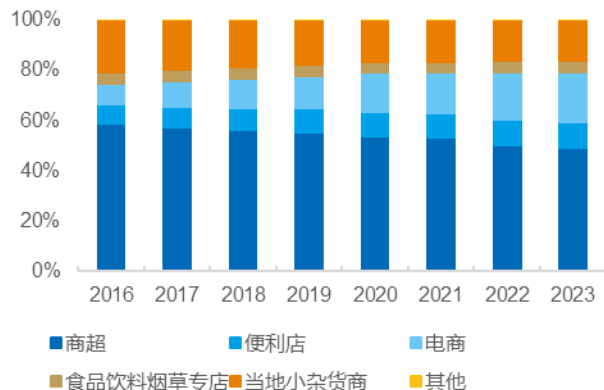
图：风味零食品类占比逐步提升



休闲零食：看好中式风味零食，关注新渠道发展机会

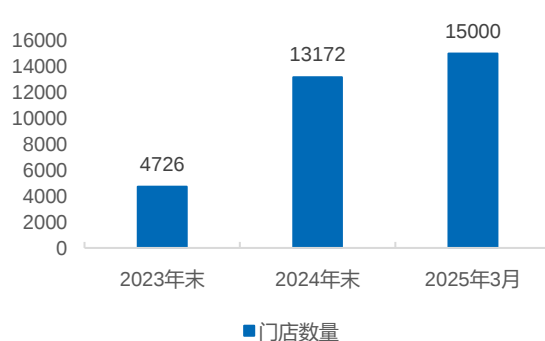
- 渠道发挥关键作用，零食的成长性来自抓住新渠道放量。每一轮渠道变革均为零食企业带来较大的发展机会，历史上经历了“大型商超-货架电商-兴趣电商/零食量贩”等渠道更迭，为洽洽、松鼠、盐津等公司创造不同的机遇。据欧睿，电商渠道由2016年的291亿上升至2023年957亿，CAGR为18.54%，占比接近20%，同时会员店、便利店、流通小店等业态亦逐步兴起。
- 2020年起电商加速去中心化，人流逐步回归社区，此外叠加资本推动，高性价比零食量贩快速崛起。零食量贩具备“价格低、利润薄、周转快”的特征，通过缩减经销商中间加价环节，现款现货，高周转快迭代，有效反哺品牌方产研销。多数产品由厂家直供，去除中间商，也免去陈列费条码费等，为生产商、消费者让出利润空间。
- 新兴的直播电商业态对货架电商产生较大冲击，分流的同时进一步下沉，用户人群快速增长，亦成为各大商家的必争之地。以抖音为代表的电商GMV大盘在过去两年近乎翻倍增长。

图：电商渠道在零食行业占比日渐提升



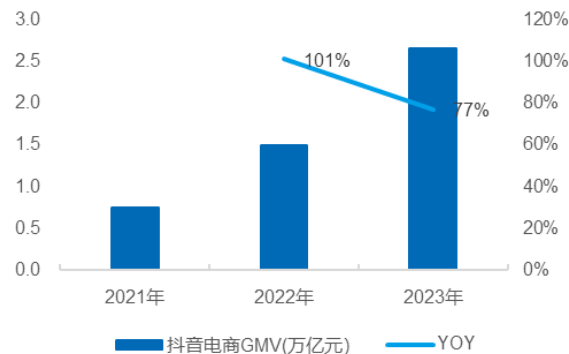
来源：欧睿，国金证券研究所

图：万辰集团门店数量快速增长（单位：家）



来源：中网资讯商业，万辰集团公司官网，国金证券研究所

图：抖音电商大盘维持高速增长



来源：蝉妈妈，国金证券研究所

休闲零食：生产型vs渠道型，驱动因素各有千秋

- 根据不同的分类属性，我们将零食公司划分为生产型和渠道型，其中对于生产型企业而言，小而美是基础。本身行业生产壁垒较低、同质化明显，大单品培育过程困难但至关重要，因此需持之以恒运营保持大单品的创新和活跃，渠道端保证各链条利益，提升经销商销售积极性。对于渠道型企业而言，大而全是关键。渠道型企业更需关注流量的变化和走势，保持对消费口味变化的敏感度，以较快的速度进行市场响应，维持多品类、灵活上新的优势。
- 生产型企业：以洽洽、卫龙、劲仔为代表，通常以大单品为主导，第二曲线正在培育。如洽洽第一品类（瓜子）已经处于成熟期，第二曲线（坚果）已经初步塑造成功，处于快速成长期；卫龙和劲仔分别具备辣条和鱼干两类大单品。生产型企业往往更注重线下渠道的布局，长期稳健可持续增长是关键。
- 渠道型企业：以三只松鼠、良品铺子、万辰集团等为代表，在线上流量去中心化、及线下传统门店人流下滑后，良品、松鼠等处于摸索新渠道的阶段。其中松鼠转型较为成功，23年开始大力布局抖音渠道，24年报表见效，目前抖音成长为体内最大的电商渠道。万辰（好想来）、零食很忙等新的零食量贩业态跑出来，凭借着门店数量快速增长，近年来收入增速可观。

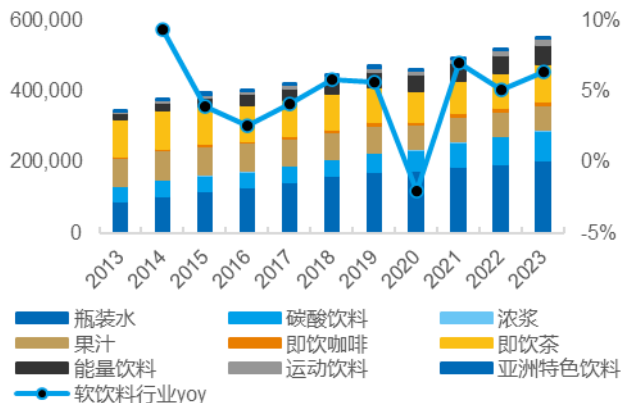
表：休闲零食行业各公司梳理

分类		公司名称	主营业务	2023年营收（亿元）	24H1毛利率	24H1净利率
生产型	大单品	洽洽食品	瓜子、坚果	68.1	28.4%	11.6%
		卫龙美味	辣条、魔芋	48.7	49.8%	21.1%
		劲仔食品	鱼干、鹌鹑蛋	20.7	30.4%	12.8%
		有友食品	凤爪	9.7	30.8%	14.4%
		桃李面包	烘焙面包	67.6	24.2%	9.6%
	多品类	盐津铺子	辣卤等8大品类	41.2	32.5%	13.0%
		甘源食品	老三样、综合果仁等	18.5	34.9%	16.0%
渠道型	线上为主	三只松鼠	坚果、烘焙、肉脯等	71.1	25.8%	5.7%
	线下为主	良品铺子	多SKU	80.5	26.4%	0.6%
		来伊份	多SKU	39.8	41.3%	0.7%
		万辰集团	多SKU	92.9	10.5%	1.3%

软饮料：行业稳健增长，细分赛道分化明显

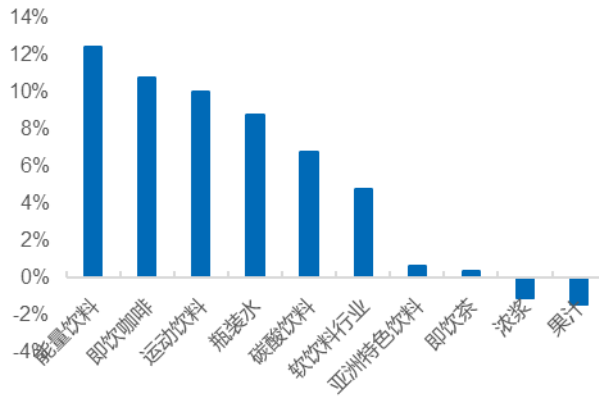
- 剔除外部事件影响年份，行业呈现稳健增长。据欧睿，2023年软饮料行业总规模超5000亿元，同比增速约6%行业增长核心驱动力在于人均饮用量提升，且内部存在结构升级。目前行业内具备800亿元以上规模的赛道有瓶装水、碳酸饮料、即饮茶。500亿元以上规模的赛道有能量饮料、果汁。
- 从品类来看，细分赛道之间呈现较大差异，多数传统品类增速放缓。从近10年数据可见，刚需性、功能性、无糖或者少糖产品存在结构性机会，例如瓶装水、能量饮料、无糖碳酸饮料、无糖茶等。能量饮料是过去10年增速最快的品类，14-23年复合增速为12%。即饮茶经历前期下滑，抓住无糖茶发展机会，23年开始重启大个位数增长。
- 从渠道来看，饮料消费重在即时性，行业仍以线下传统渠道为主。线上电商等渠道占比较低约4.4%，现代渠道+传统渠道占比超80%。饮料产品从厂家到经销商到终端及消费者的销售链路需要各个环节的紧密配合，各企业线下终端网点数量、冰柜数量成为核心竞争优势，以及库存价盘数字化管理也为关键。

图：软饮料行业稳健增长（单位：百万元）



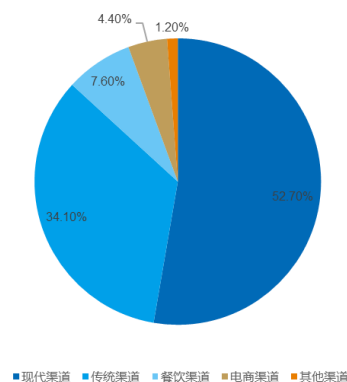
来源：欧睿，国金证券研究所

图：2014-2023年能量饮料市场规模增速为12%



来源：欧睿，国金证券研究所

图：软饮料行业以线下渠道为主

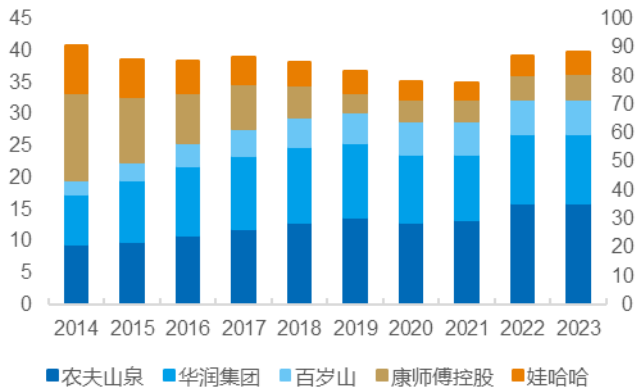


来源：欧睿，国金证券研究所

软饮料：竞争格局相对集中，看好强者恒强

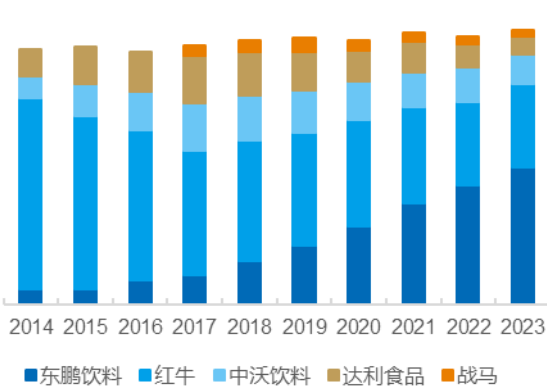
- 包装水：两强格局，2023年农夫山泉市占率约15.9%，华润集团市占率约10.9%，百岁山市占率5.6%。CR3约32.4%，CR5约39.9%。
- 碳酸饮料：两强格局，集中度非常高，可口可乐与百事可乐占据半壁江山，近年来主打健康化碳酸饮料的元气森林品牌兴起。
- 即饮茶：一超（康师傅）多强格局，后续有望向多寡头格局演化。CR3约59.7%，CR5约79.2%。
- 能量饮料：呈现双寡头格局，龙头红牛因商标问题市占率逐年下降，23年约29.5%，东鹏市占率约47.9%。
- 运动饮料：竞争格局相对分散，健力宝、佳得乐、宝矿力水位居前列，电解质品类乘大势而起。

图：包装水呈现两强格局，CR2约27%（单位：%）



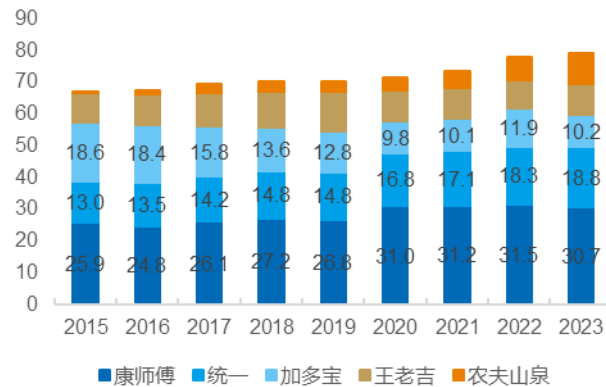
来源：欧睿，国金证券研究所

图：能量饮料呈现双寡头格局（单位：%）



来源：欧睿，国金证券研究所

图：康师傅即饮茶市占率超20%（单位：%）



来源：欧睿，国金证券研究所，注为销量市占率

风险提示

- 宏观经济恢复不及预期——经济增长降速将显著影响整体消费情绪释放节奏；
- 区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策；
- 食品安全问题风险——食品安全问题会对所处行业声誉等造成影响。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题