

食品饮料行业2024年度投资策略（食品篇）：

本立而道生

——必选胜在规模，可选胜在场景

王言海、张玲玉、孙冉、杜山



01

复盘2023，展望2024

02

餐饮供应链：复苏中优选公司能力

03

休闲食品：全渠道发力，极致性价比

04

乳制品：逆周期关注龙头议价

05

盈利预测

06

风险提示

CONTENTS

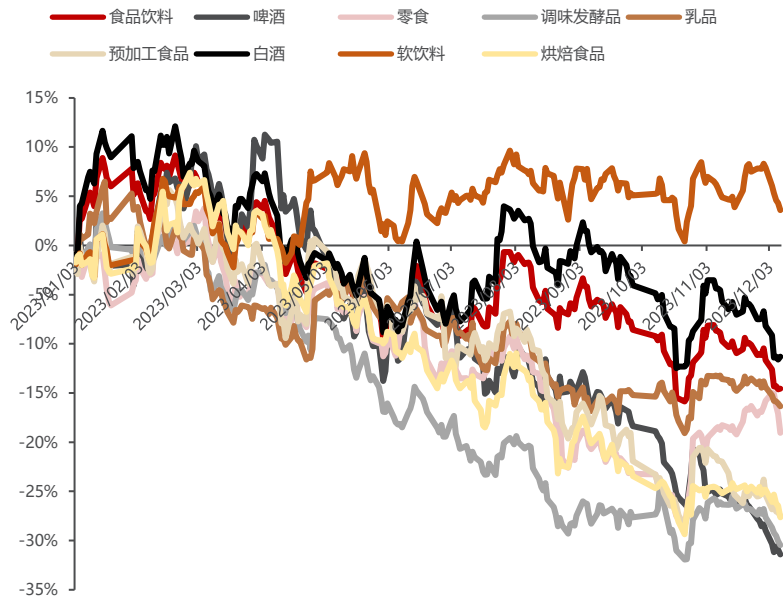
目录



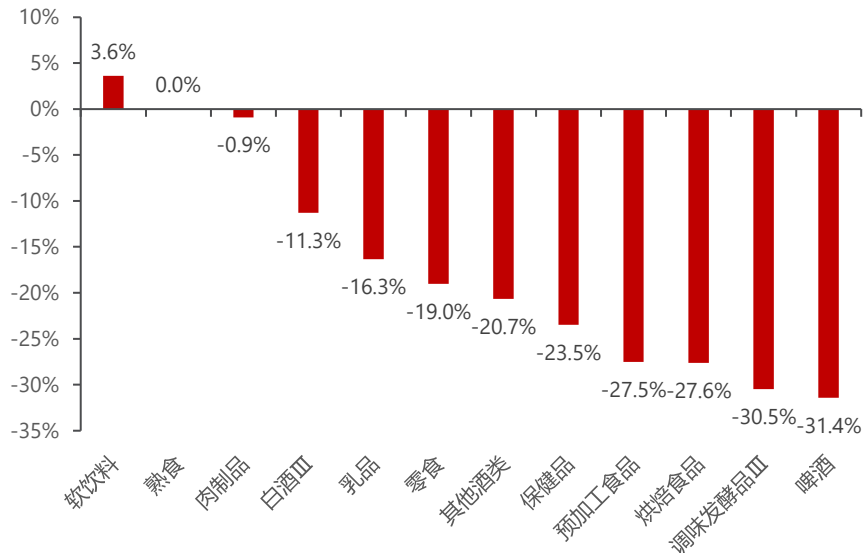
01. 复盘2023，展望2024

1.0 2023年业绩面弱复苏，子板块分化，出行支撑软饮料表现好于其他

图表：软饮料板块表现较优，调味品板块调整较为明显



图表：2023年食品饮料子板块软饮料领涨，涨幅为3.6%



资料来源：wind，民生证券研究院（注：数据为SW行业指数年初至今涨跌幅，数据截至2023年12月8日）

1.1 复盘2023：弱复苏，消费诉求性价比特征明显，股价走势分化，市场青睐“高股息率”与“性价比”供给

➤ 复盘2023：消费撕扯，品质为先

◆3月前消费趋势向上，4月需求逐步走弱，也映射股价走势，**市场上半年倾向于高股息率防守与供给性价比，北上资金的流出对板块也构成较大下行压力。**

◆截至12月8日，食品饮料（申万）行业指数下跌14.56%，分子板块来看，软饮料板块实现3.6%正收益，啤酒-31.41%、调味发酵品-30.47%、烘焙食品-27.62%、预加工食品-27.51%、保健品-23.48%，零食-19.04%、乳品-16.34%、肉制品-0.9%。

◆**高股息标的：**报告期内，养元饮品8.4%、双汇发展6.11%、张裕B 5.74%、元祖股份5.61%、桃李面包5.03%、有友食品4.7%、伊利股份3.95%等；

◆**供给性价比：**大众消费对低价（性价比）是没有抵抗力的，“进淄赶烤、特种兵旅游、寺庙打卡、拼多多、1688、瑞幸咖啡9.9”等成为消费关键词，板块内以性价比供给标的上半年表现较好：如生产咖啡、植脂末等的佳禾食品，积极拥抱量贩零食赛道的盐津铺子、劲仔食品、甘源食品；水果罐头及椰汁饮料的欢乐家；以东鹏特饮、补水啦为代表的东鹏饮料等。

1.2

展望2024年，需求侧诉求性价比的内核仍是品质，各供应链业态诉求降本增效，连锁化、专业化、社区化趋势明朗

- **需求端：疫情三年，消费者的生活方式、行为模式发生了深刻改变，正逐步从大众消费时代、品质消费时代向理性消费时代过渡，当然，需求也是多层次的。**
 - ◆ **极致性价比：**2024年，K型复苏或将延续，新中产阶层并不会轻易降低生活品质，消费者希望以更低的价格或更低的门槛，享受较高品质的商品和服务；
 - ◆ **买单情绪价值：**Z世代文化自信，乐意为好看、有趣、抚慰、安放等等情绪价值买单，也催生出“该省省、该花花”的反向消费、“熬最深的夜，泡最沉的枸杞”朋克养生、霸王茶姬、中式茶饮、长安十二时辰等“国风消费”、正餐零食化等等。
- **供给端：必选消费胜在规模，可选消费胜在场景细分，以价格降级的方式为消费者提供品质升级的产品和服务，关注能够积极把握需求变化、革新渠道模式并提供优质产品的企业，类似从“喝酸奶”到“吃酸奶”、口袋养生、口袋零食、小规格包装、低门槛尝鲜等微创新值得肯定。**
 - ◆ **渠道碎片化：**其实质是高效对低效的挤压，零售业态从大型商超的多品类、“大而全”逐步朝着专业化、社区化、连锁化的“小而美”方向演进；硬折扣连锁通过上游直采、经销零售一体化，挤压传统渠道夫妻老婆店的份额，硬折扣的秘诀在于通过精选SKU、规模化采购和精简服务，从而降低成本，让商品高质低价。量贩零食本质是垂直品类的硬折扣店，2025年渠道门店有望达到4万家左右的规模。
 - ◆ **供应链专业化分工，精细化运营，诉求规模化与高效率“降本增效”：**（1）餐饮：中央厨房的大B端生意、连锁餐饮；（2）烘焙：冷冻烘焙渗透率仍在快速提升；（3）茶饮等。
 - ◆ **资本出海：**食品龙头公司的发展经验显示，在国家经济文化实力基础上做**资本整合**，出海拓展国际市场，**品牌本土化运营**；以蜜雪冰城、海底捞、张亮麻辣烫、太二酸菜鱼等为代表走向国际市场。

2024投资建议：以餐饮链和休闲食品为主线，关注出行链与成本下降带来的业绩弹性，兼顾高股息率标的

- 以餐饮链和休闲食品为主线，关注出行链与成本下降带来的业绩弹性，兼顾高股息率标的。分化仍会延续，把握主线，优选个股，具体来看：
- 餐饮供应链：2024年餐饮消费预期维持复苏趋势。
 - ◆ **(1) 景气赛道**：受益国内餐饮连锁化率提升、外卖行业持续发展、餐饮标准化&个性化需求倒逼，国内复调渗透率持续提升，目前复合调味品行业正处于快速成长阶段，我们预计未来三年复调行业规模保持双位数增长。此外，伴随健康意识逐年提升，参考日本市场，零添加渗透率仍有较大提升空间。
 - ◆ **推荐：天味食品**（在复调C端领域优势显著，并购食萃后已补齐中小B渠道&产品&供应链，公司多元渠道布局初步完成）、**千禾味业**（零添加渗透率持续提升，外埠市场&流通渠道扩张可期，股权激励彰显发展信心），**关注颐海国际**（关联方及B端客户预计给公司带来较强增长驱动，当前估值极具性价比）、**宝立食品**。
 - ◆ **(2) 需求复苏**：B端餐饮需求复苏，C端高基数压力缓解，具备产品研发及推新能力、渠道布局完善的企业，推荐：**安井食品、千味央厨、立高食品、三全食品**，**关注五芳斋、味知香、海融科技**；
 - ◆ **(3) 改革红利释放，底部反转可期**。推荐：**中炬高新**（新管理团队就位，公司进入新一轮发展周期），**关注：海天味业**（经销商优化已基本完成，村镇渠道下沉力度加大，23Q3开始经营数据逐季度改善，董事长回购彰显发展信心）。
 - ◆ **(4) 连锁业态同店仍在修复，期待单店反转、盈利改善**，推荐：**绝味食品、巴比食品、紫燕食品**，**关注：周黑鸭，煌上煌**。

1.4

2024投资建议：以餐饮链和休闲食品为主线，关注出行链与成本下降带来的业绩弹性，兼顾高股息率标的

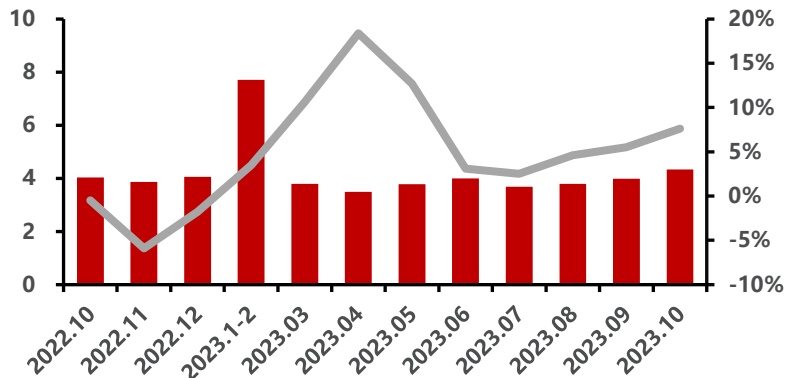
- **休闲食品：**品牌的议价权在消费者心智、在粉丝群，流量来自推新好产品与品牌保鲜，渠道议价权在网络规模与客流，在供应链效率，依靠品牌引流+白牌盈利，二者有博弈，话语权争夺均在内功。短期零食量贩渠道增量红利延续，中长期关注全渠道布局、建设供应链体系实现产品极致性价比的企业，**推荐：盐津铺子、甘源食品、洽洽食品、良品铺子，关注：劲仔食品、卫龙、三只松鼠、好想你、万辰集团。**
- **软饮料：推荐东鹏饮料**（性价比产品+功能性饮料赛道龙头+无糖茶等新品推新能力）、香飘飘、李子园等，关注欢乐家、高股息标的**养元饮品**等。
- **乳制品：成熟赛道逆周期关注龙头议价，顺周期看中小乳企的扩张弹性，龙头公司资本整合与产品研发能力是关注点**
 - ◆ **推荐伊利股份**（高确定性+高股息+高估值性价比、高毛利奶粉业务“新国标”调整结束头部集中、24年双春节高端白奶礼赠属性凸显拉升全年结构，关注销售逐季改善和净利率提升兑现）；
 - ◆ **中小乳企在双寡头格局下具备区域或品类上的结构性机会，且在奶价下行周期成本红利更加充分。推荐：新乳业**（五年期战略提出收入双位数增长，净利率翻番目标，短期主要依靠成本红利，长期主要以调产品&渠道结构为抓手。结构上精耕核心低温鲜奶和低温特色酸奶品类、渠道上聚焦DtoC渠道，关注盈利改善逐季兑现情况）**天润乳业**（收购新农乳业短期亏损影响业绩，但有助于巩固疆内龙头优势地位，中长期看新增产能对未来疆外差异化扩张起支撑。疆外产品结构偏高，空白市场扩张需待时机。关注新农业绩改善及疆扩张进度）。
 - ◆ **关注：光明乳业、燕塘乳业、妙可蓝多。**
- **其他食品：**关注保健品汤臣倍健、仙乐健康，关注祖名食品、桃李面包。
- **风险提示：**原材料价格波动，公司改革进度不及预期，零售商品品牌产品的替代分流，下游需求恢复不及预期，食品安全风险

02. 餐饮供应链：复苏中优选公司能力

2.0 餐饮供应链：2023稳步复苏，2024优选公司能力

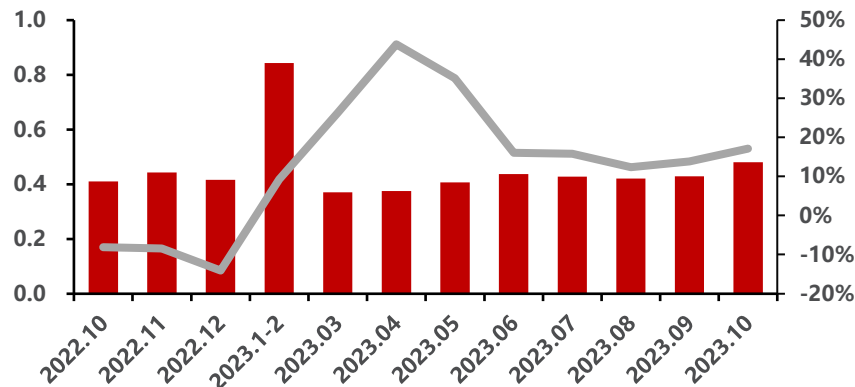
图表：社会消费品零售总额及增速

■ 社会消费品零售总额 (万亿元, 左轴) — YoY (右轴)



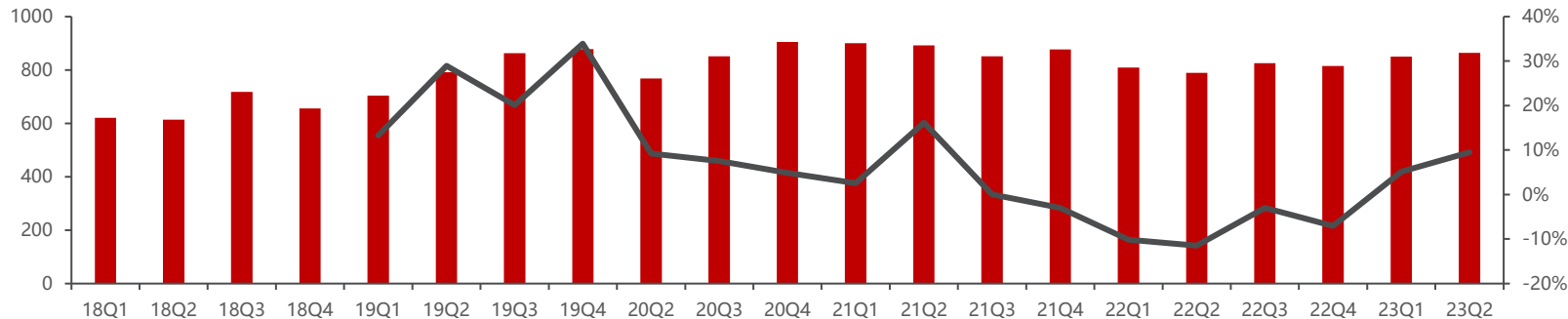
图表：餐饮收入及增速

■ 餐饮收入 (万亿元, 左轴) — YoY (右轴)



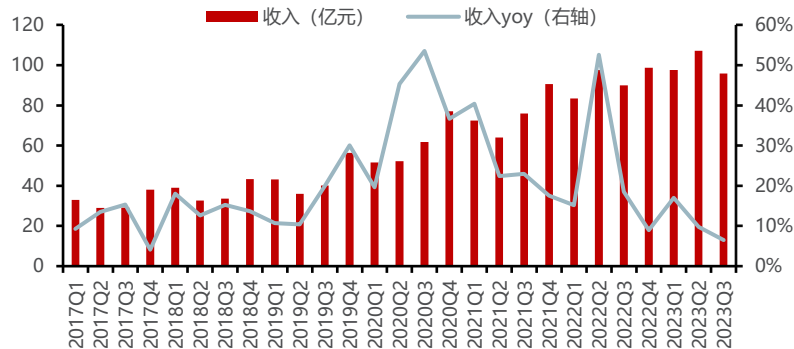
图表：2018-2023Q2全国餐饮门店规模 (万家)

■ 餐饮门店数 (万家) — YOY

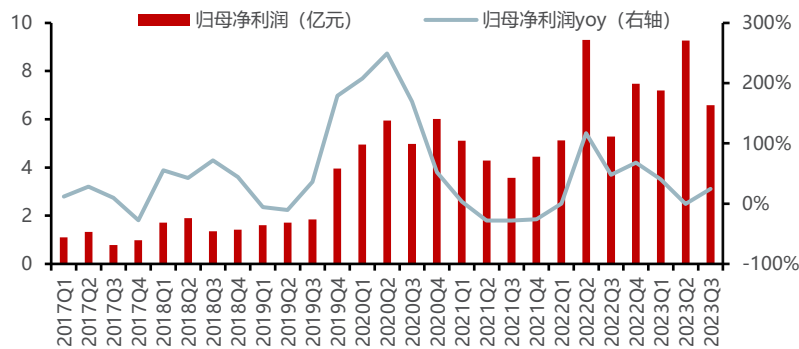


2.1 速冻食品：餐饮B端复苏较好

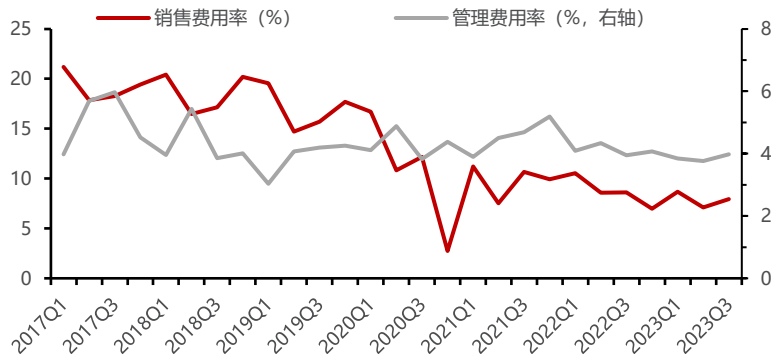
图表：预加工食品板块单季度收入及增速



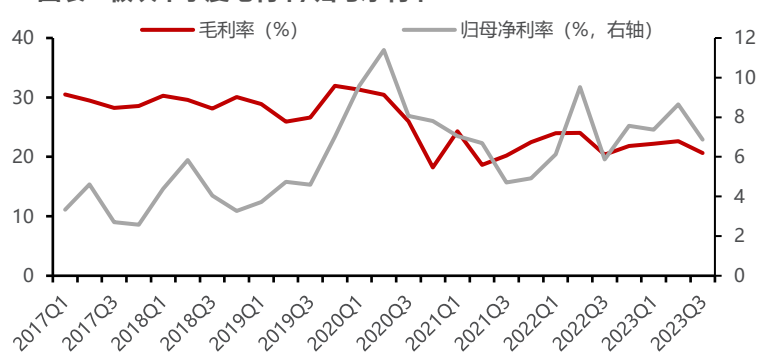
图表：预加工食品板块单季度归母净利润及增速



图表：板块单季度管理/销售费用率



图表：板块单季度毛利率/归母净利润率



资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为SW预加工食品，部分标的可能存在出入）

2.2 速冻食品：安井、干味等龙头表现较优

- 复盘2023年，22年营收高基数，板块增速放缓，拆分来看，B端餐饮需求旺盛释放弹性，C端复苏较缓；费效端持续优化，缩减投放。
- 细分来看，龙头表现更优，安井食品、干味央厨等受益B端复苏，23年前三季度业绩增速亮眼，三全食品前三季度餐饮市场收入同比增幅20%以上；C端仍有一定的压力，三全食品Q3直营商超渠道持续承压，味知香开店进度及单店收入有所下滑。

图表：部分速冻食品企业分季度营收情况（亿元）

证券名称	营业收入					同比变动				
	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
安井食品	28.81	40.27	31.91	37.04	33.77	30.79%	26.80%	36.43%	26.14%	17.21%
干味央厨	3.82	4.58	4.29	4.22	4.77	19.21%	18.77%	23.18%	40.36%	25.04%
三全食品	15.14	20.99	23.73	14.82	15.60	5.10%	12.64%	1.29%	0.26%	3.03%
味知香	2.29	1.91	2.02	2.15	2.02	11.82%	-1.67%	8.61%	11.94%	-11.89%

图表：部分速冻食品企业分季度归母净利润情况（亿元）

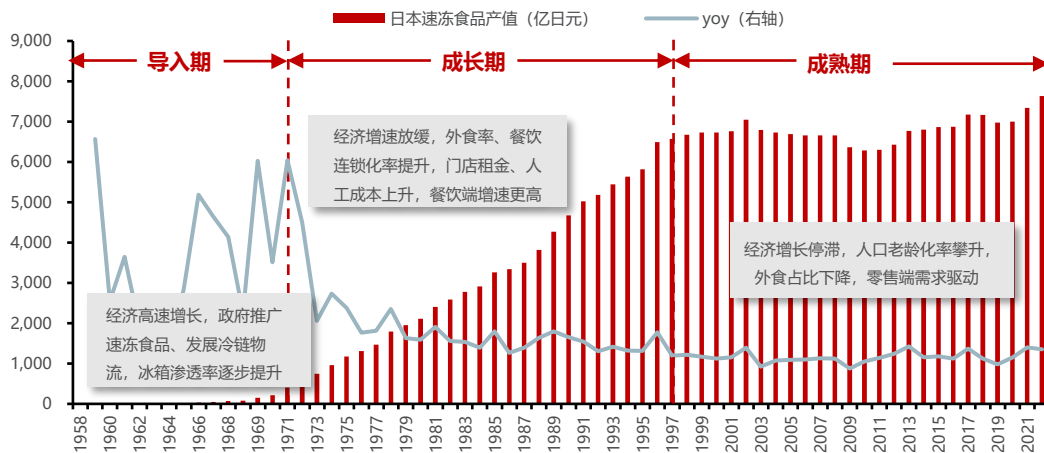
证券名称	归母净利润					同比变动				
	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
安井食品	2.36	4.12	3.62	3.74	3.86	61.73%	118.35%	76.94%	50.00%	63.75%
干味央厨	0.24	0.32	0.30	0.26	0.38	18.95%	1.13%	5.49%	50.29%	60.35%
三全食品	0.95	2.75	2.79	1.58	1.15	-12.08%	7.80%	7.03%	-7.45%	22.05%
味知香	0.40	0.33	0.36	0.39	0.33	-2.71%	8.98%	-0.17%	12.59%	-18.76%

资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为SW预加工食品，部分标的可能存在出入）

2.3 镜鉴日本：BC端需求交替增长，成长期历时20年+

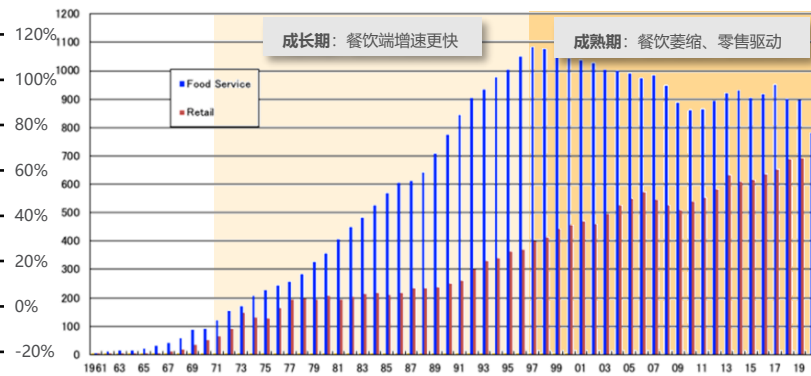
- **日本速冻食品BC端需求交替增长，成长期历时20年+。**复盘日本速冻食品行业，其发展可划分为以下3个阶段：**1) 导入期**，产值高双位数增长，1965 年日本政府出台“冷藏链劝告”带动行业快速发展；**2) 成长期**，餐饮标准化、连锁化，门店成本攀升下B端速冻食品产量快速增长；**3) 成熟期**，行业产值中低个位数增长，餐饮行业增长停滞，老龄化居高、外食占比下降带动零售端产量实现稳健增长。

图表：日本速冻食品行业产值及增速



资料来源：日本冷冻食品协会，开店邦，日冷公司官网，民生证券研究院

图表：日本速冻食品零售及餐饮产量 (千吨)

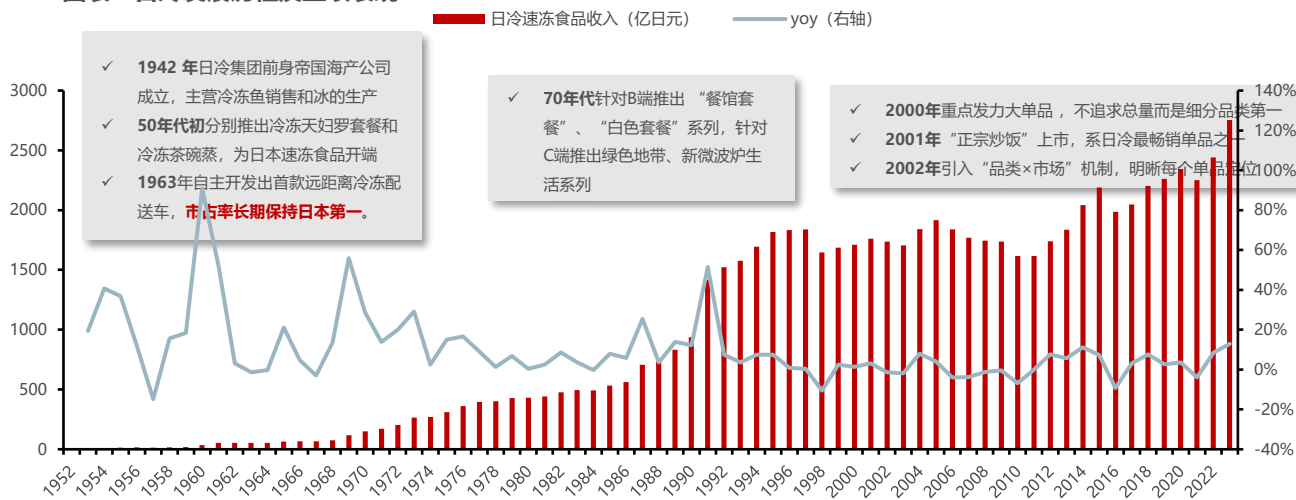


2.4 日冷发展复盘：大单品+品类聚焦，全渠道覆盖消费场景

➤ 复盘日本速冻食品龙头日冷，我们认为其成功主要得益于：

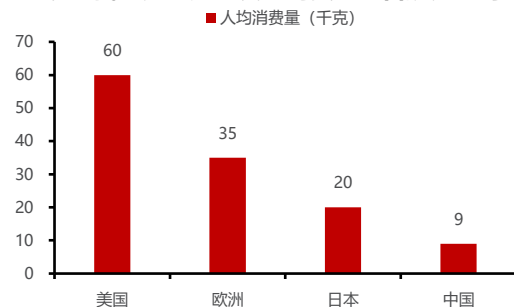
1) 产品：“选择与聚焦”，发展大单品，专注于鸡肉、米饭和中式料理三大战略品类，内部丰富sku；“品类×市场”策略指引下明晰BC端产品定位；2) 渠道：BC双轮驱动，全渠道覆盖消费场景；3) 供应链：上游构建完善的全球采购、生产体系，中游产能扩张支撑业务发展，持续提高生产效率，下游优秀的冷链物流保障产品运输。

图表：日冷发展历程及业绩表现

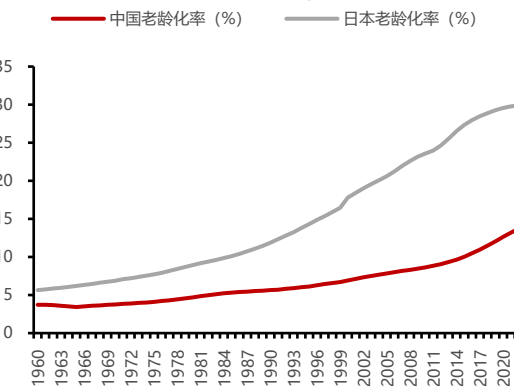


资料来源：彭博，ifind，中商产业研究院，民生证券研究院

图表：我国人均速冻食品消费量具备提升空间

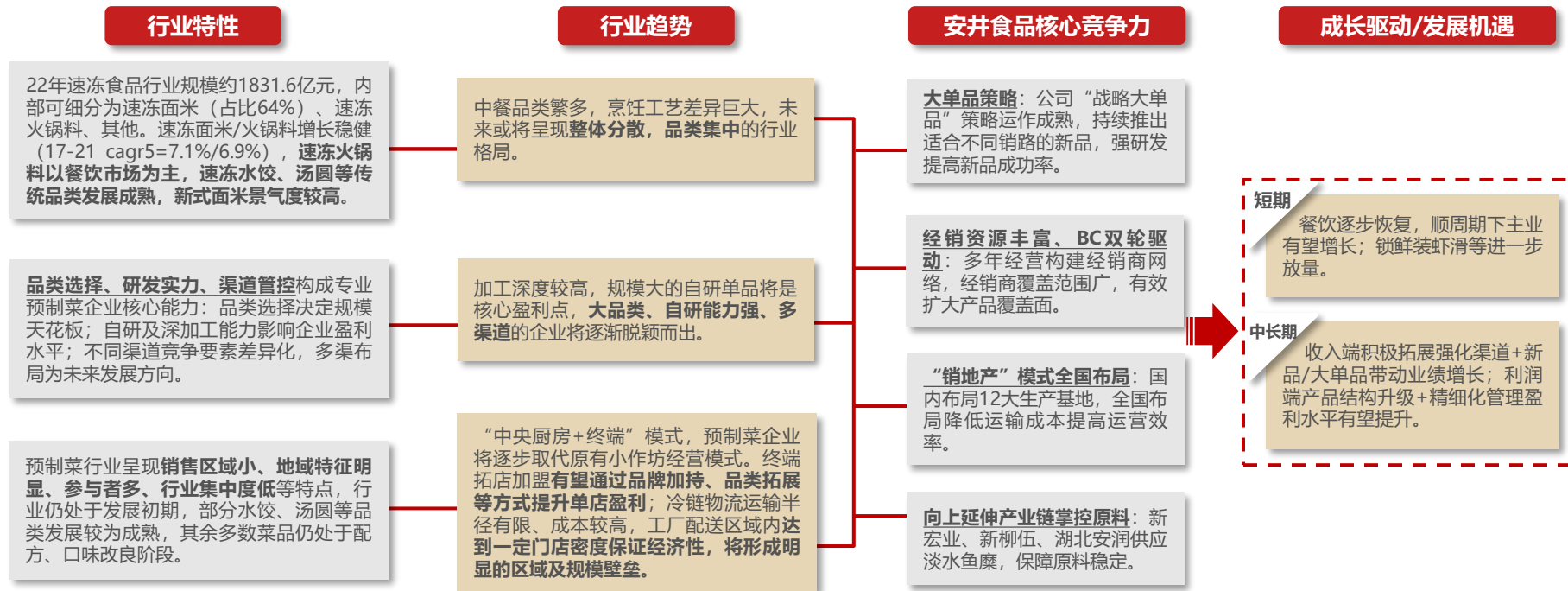


图表：中日人口老龄化率 (65岁及以上人口占比)



2.5 安井食品：“大单品”策略，BC双轮驱动

核心推荐逻辑

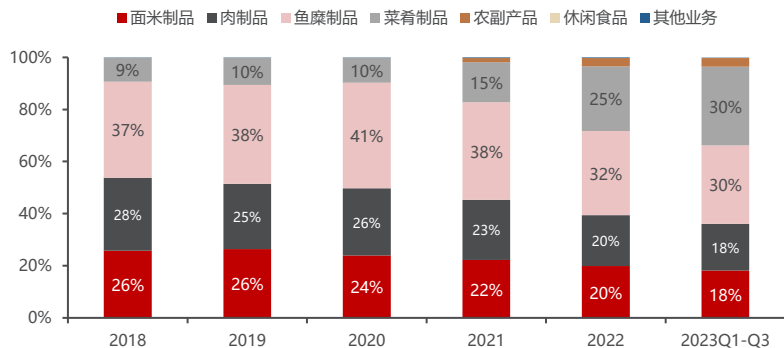


资料来源：Frost&Sullivan，智研咨询，公司公告，民生证券研究院

2.6 安井食品：“大单品”策略，BC双轮驱动

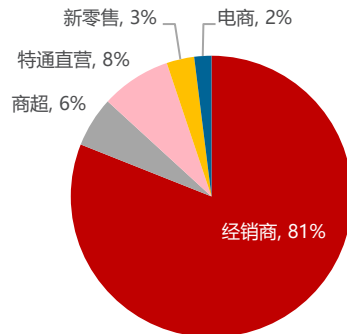
- **BC端产品升级，夯实品牌消费心智。**B端通过丸之尊系列进军中高档渠道，C端通过锁鲜装系列实现产品升级，通过特色发面点心制品实现米面制品升级换代。
- **预制菜继续推新孵化大单品，锚定中长期广阔空间：**安井小厨计划增加鱿鱼串、鲜虾串等系列产品，进一步强化品牌特色和定位；**冻品先生**一是酒店菜的通路化改造，继续做卖牛仔骨、扇子骨等产品系列，二是火锅食材系列化丰富，在毛肚、黄喉、牛百叶、鸭肠等的基础上继续做大黑鱼片大单品，同时增加牛肉卷、羊肉卷；**水产预制菜方面**，公司首个专业预制菜生产基地洪湖安井工厂已顺利封顶，考虑将牛蛙、藕制品作为洪湖安井新基地主打的产品。

图表：安井食品产品结构



资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：2023年Q1-Q3安井食品渠道结构



2.7 干味央厨：大B端优势突出，差异化定位拓展小B

➤ 核心推荐逻辑

行业特性

22年速冻食品行业规模约1831.6亿元，内部可细分为速冻米面（占比64%）、速冻火锅料、其他。速冻米面/火锅料增长稳健（17-21cagr=7.1%/6.9%），**速冻火锅料以餐饮市场为主，速冻水饺、汤圆等传统品类发展成熟，新式米面景气度较高。**

品类选择、研发实力、渠道管控构成专业预制菜企业核心能力：品类选择决定规模天花板；自研及深加工能力影响企业盈利水平；不同渠道竞争要素差异化，多渠道布局为未来发展方向。

预制菜行业呈现**销售区域小、地域特征明显、参与者多、行业集中度低**等特点，行业仍处于发展初期，部分水饺、汤圆等品类发展较为成熟，其余多数菜品仍处于配方、口味改良阶段。

行业趋势

中餐品类繁多，烹饪工艺差异巨大，未来或将呈现**整体分散，品类集中**的行业格局。

加工深度较高，规模大的自研单品将是核心盈利点，**大品类、自研能力强、多渠道**的企业将逐渐脱颖而出。

“中央厨房+终端”模式，预制菜企业将逐步取代原有小作坊经营模式。终端拓店加盟有望通过**品牌加持、品类拓展等方式提升单店盈利**；冷链物流运输半径有限、成本较高，工厂配送区域内达到一定门店密度保证经济性，**将形成明显的区域及规模壁垒。**

干味央厨核心竞争力

场景化研发能力：公司为早批百胜供应商，针对大B客户，公司具备场景化研发能力，精准理解客户需求。多年合作沉淀大B客户资源，形成灯塔效应。

大客户优势：多年合作沉淀大B客户资源，形成灯塔效应。

聚焦宴席等差异化场景拓展小B：通过宴席、早餐等差异化渠道占领小B，依托大商加密下沉。

成长驱动/发展机遇

短期

大B端有望延续复苏态势；小B端宴席Q4迎来旺季，团餐有望维持较快增速。

中长期

大B端，与头部客户绑定逐步加深，在品类供应上已突破米面类限制，已针对百胜/海底捞/瑞幸/塔斯汀等重点客户需求提升服务。长期成长空间广阔。

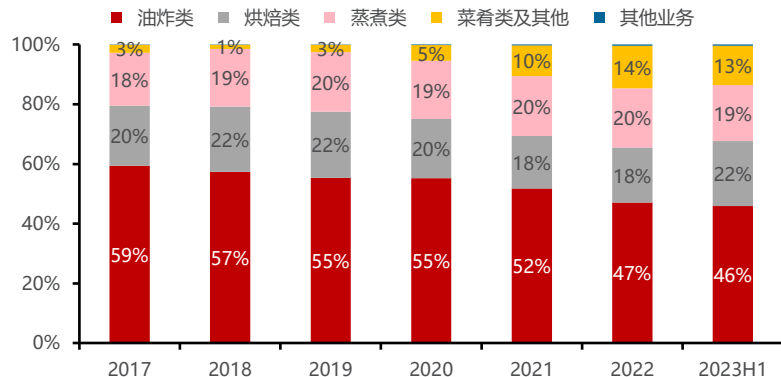
小B端，公司业务和市场人员已带领经销商开发二批和终端，通过开发早餐、团餐等场景，提高产品铺货率，带动销量提升。产品维度，核心单品在小B渠道持续渗透，明年有望在区域市场重点拓展，为小B渠道增长带来较好支撑。

资料来源：Frost&Sullivan，智研咨询，公司公告，民生证券研究院

2.8 干味央厨：大B端优势突出，差异化定位拓展小B

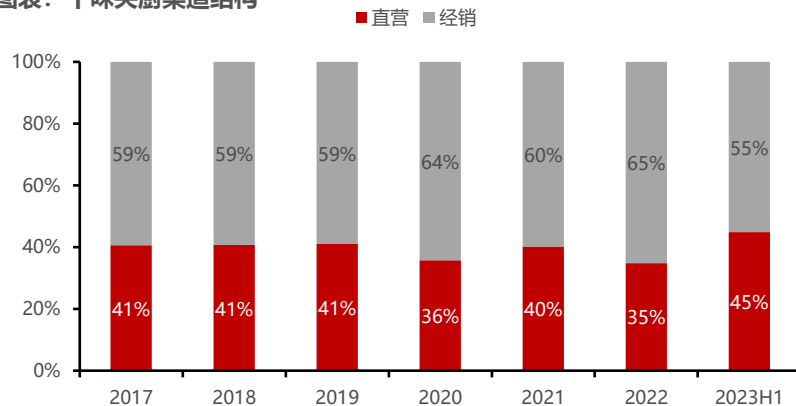
- **大B客户增长稳健，灯塔效应显著：**核心大客户在第三季度销售额上有较大增幅，主因2022年同期大客户基数较低，同时大B客户灯塔效应持续助力公司开拓新客。
- **持续赋能小B客户，经营势能持续提升。**宴席、团餐、小餐饮三个渠道同比发力，针对不同场景差异化产品推广。注重成熟大单品销量的提升，此外不断培育新的大单品。继续加大对经销商的服务力度，持续赋能。
- **大B端多元品类突破，小B端深耕大单品策略。**大B端在品类供应上已突破米面类限制，已针对百胜/海底捞/瑞幸/塔斯汀等重点客户需求提升服务。小B端开发早餐、团餐等场景，提高产品铺货率，核心单品在小B渠道提升渗透。

图表：干味央厨产品结构



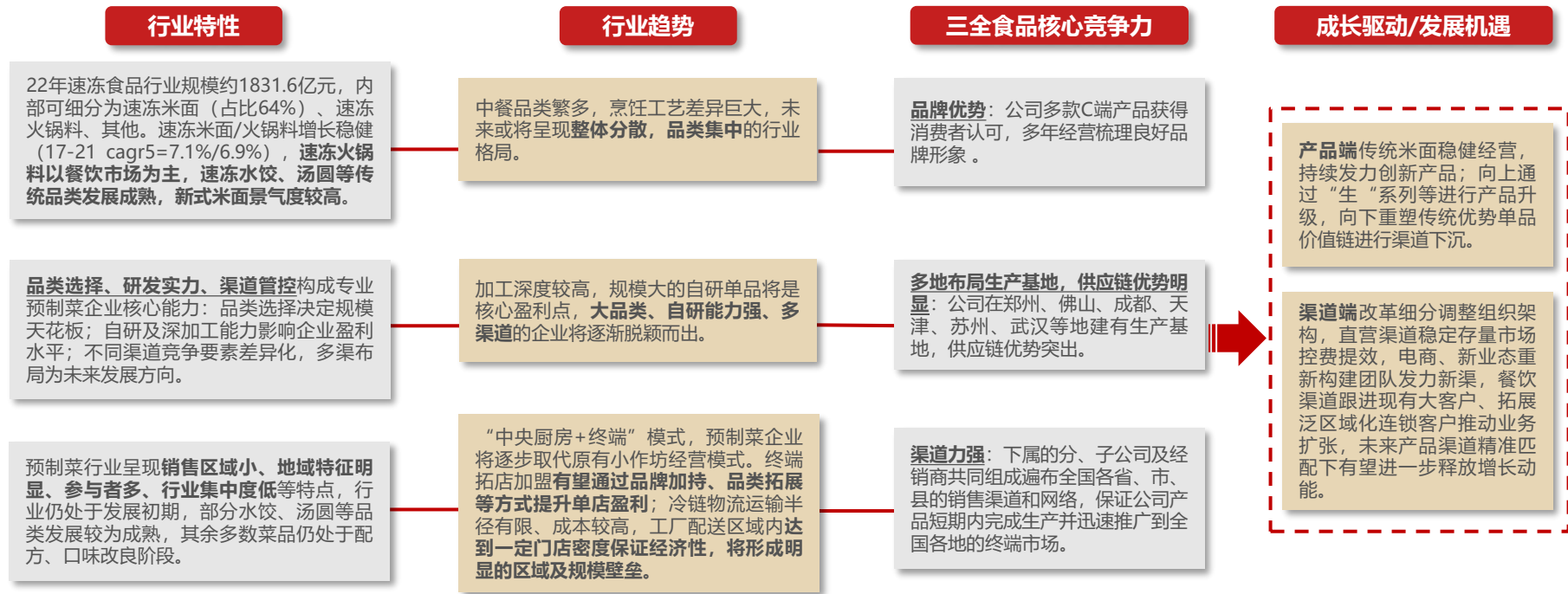
资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：干味央厨渠道结构



2.9 三全食品：零售传统优势，拓展B端餐饮

➤ 核心推荐逻辑

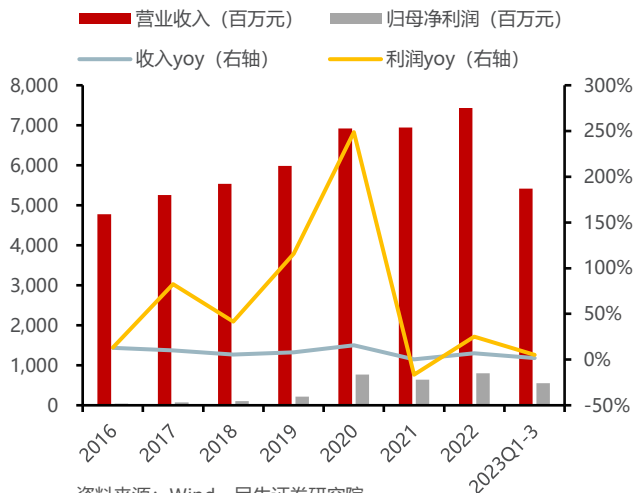


资料来源：Frost&Sullivan，智研咨询，公司公告，民生证券研究院

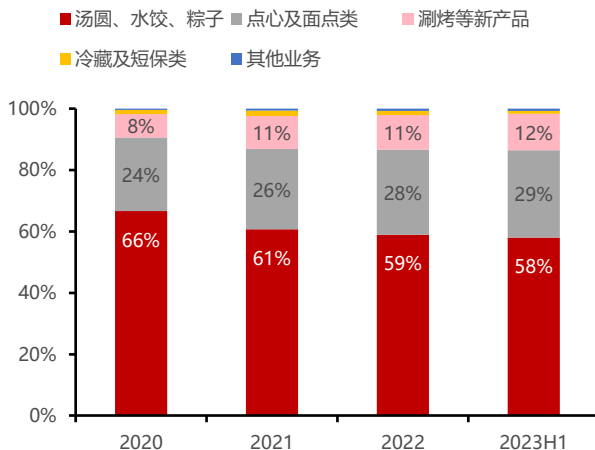
2.10 三全食品：零售传统优势，拓展B端餐饮

- **大B合作品类拓展提速，新品市场反馈良好。**公司与百胜中国、海底捞、巴奴、永和大王等优质连锁餐饮客户合作关系进一步加强，品类拓展加速。公司推出的糍粑、奶酪鱼条、茴香小油条、火锅牛丸、脆皮香蕉、香芋地瓜丸等产品市场反馈良好。
- **精简直营商超渠道系统费用投放，重视电商渠道开拓：**公司终端费用投放会更加科学、精准、高效，在电商渠道与抖音、快手等平台多位头部主播开展带货合作，加强新产品推广效果。

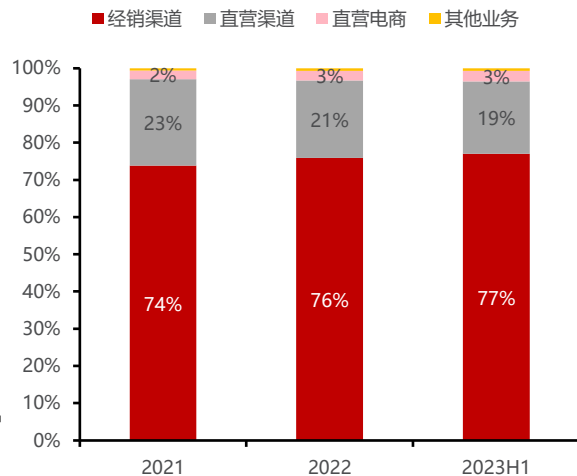
图表：三全食品业绩表现



图表：三全食品产品结构

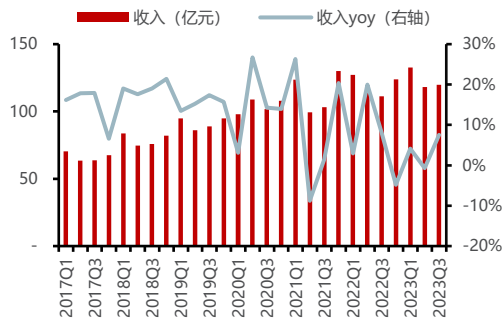


图表：三全食品渠道结构

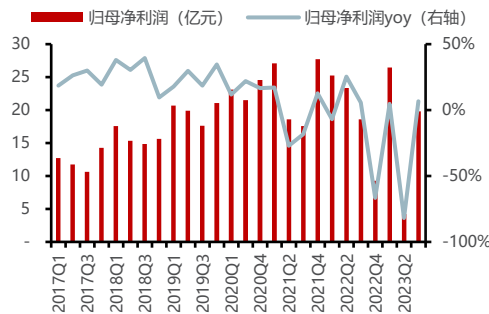


2.11 调味品：基调需求持续修复，复调高景气延续

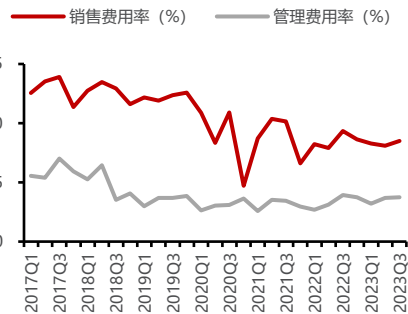
图表：调味品板块单季度收入及增速



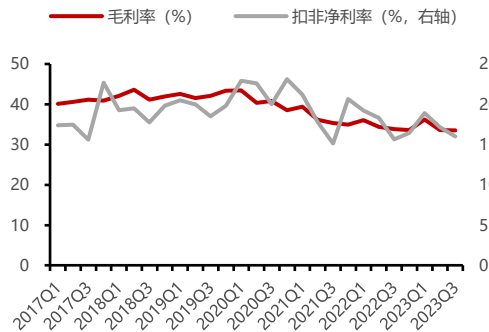
图表：调味品板块单季度归母净利润及增速



图表：板块单季度管理/销售费用率



图表：板块单季度毛利率/扣非净利率



图表：部分调味品企业分季度营收/归母净利润情况 (亿元)

营业收入 (单季度, 亿元)								单季度归母净利润 (亿元)							
公司简称	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	公司简称	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
海天味业	72.10	63.22	55.62	65.15	69.81	59.85	56.85	海天味业	18.29	15.64	12.74	15.31	17.16	13.81	12.32
中炬高新	13.47	13.05	13.04	13.85	13.67	12.88	12.99	中炬高新	1.58	1.55	1.06	(10.11)	1.50	(15.93)	1.70
千禾味业	4.82	5.33	5.39	8.83	8.19	7.12	8.00	千禾味业	0.55	0.64	0.69	1.57	1.45	1.11	1.31
恒顺醋业	5.72	6.11	4.98	4.57	6.13	5.26	4.99	恒顺醋业	0.77	0.51	0.27	(0.16)	0.73	0.51	0.15
涪陵榨菜	6.89	7.33	6.24	5.02	7.60	5.77	6.15	涪陵榨菜	2.14	3.02	1.80	2.02	2.61	2.09	1.89
安琪酵母	30.32	30.59	28.92	38.61	33.97	33.17	29.39	安琪酵母	3.13	3.55	2.29	4.24	3.52	3.16	2.43
日辰股份	0.75	0.70	0.88	0.75	0.80	0.83	1.03	日辰股份	0.14	0.12	0.16	0.10	0.11	0.13	0.18
天味食品	6.29	5.85	6.95	7.82	7.66	6.59	8.08	天味食品	1.00	0.66	0.78	0.97	1.28	0.80	1.13
宝立食品	4.24	4.87	5.65	5.61	5.39	5.89	6.31	宝立食品	0.42	0.51	0.61	0.62	0.76	0.90	0.75
颐海国际	27.00		34.63		26.24		-	颐海国际	2.63		4.79		3.58		-
YOY								YOY							
公司简称	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	公司简称	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
海天味业	0.7%	22.2%	-1.8%	-7.1%	-3.2%	-5.3%	2.2%	海天味业	-6.4%	11.8%	-6.0%	-22.0%	-6.2%	-11.7%	-3.2%
中炬高新	6.6%	24.0%	19.0%	-18.7%	1.5%	-1.4%	-0.4%	中炬高新	-9.5%	47.6%	21.5%	-	-5.5%	-	61.3%
千禾味业	0.9%	30.5%	14.8%	54.9%	69.8%	33.8%	48.4%	千禾味业	38.5%	145.3%	3.7%	75.0%	162.9%	75.1%	90.4%
恒顺醋业	10.4%	18.1%	53.9%	-14.3%	7.1%	-13.9%	0.0%	恒顺醋业	-0.8%	3.6%	236.1%	-4.6%	-5.7%	0.0%	-44.6%
涪陵榨菜	-2.9%	15.0%	2.5%	-10.8%	10.4%	-21.3%	-1.5%	涪陵榨菜	5.4%	74.7%	41.4%	-15.1%	22.0%	-30.8%	4.8%
安琪酵母	14.1%	18.7%	22.5%	25.3%	12.0%	8.4%	1.6%	安琪酵母	-29.3%	-7.9%	20.6%	46.0%	12.8%	-11.0%	6.0%
日辰股份	7.1%	-7.2%	-6.9%	-23.3%	7.2%	17.7%	16.9%	日辰股份	-7.5%	-38.1%	-29.5%	-61.2%	-21.5%	10.0%	11.6%
天味食品	20.6%	18.2%	82.3%	24.5%	21.8%	12.7%	16.4%	天味食品	25.3%	-	-	-6.7%	27.7%	21.0%	44.1%
宝立食品	31.9%	21.4%	32.4%	30.9%	27.2%	20.9%	11.8%	宝立食品	-18.1%	12.2%	22.7%	56.9%	82.4%	76.0%	23.7%
颐海国际	2.2%		4.3%		-2.8%		-	颐海国际	-24.6%		-14.2%		36.0%		-

资料来源：iFIND，民生证券研究院

2.12 调味品：复调仍处于快速发展期，餐饮连锁化等驱动B端高增

图表：调味品子品类销售额月度同比（线下商超）

	酱油	料酒	醋	味精	鸡精	火锅底料	榨菜	调味酱	调味油	调味粉
2022-01	-1.3%	-6.6%	-1.3%	-7%	-6%	-2.1%	8.0%	15.5%	2.9%	-1.1%
2022-02	-26.6%	-34.7%	-24.2%	-25.2%	-27.9%	-22.5%	-6.0%	19.3%	-37.7%	-34.4%
2022-03	3.1%	7.0%	9.7%	3.5%	9.4%	0.0%	8.8%	9.3%	10.6%	1.9%
2022-04	4.9%	6.6%	5.5%	5.1%	4.7%	3.8%	8.8%	8.9%	9.9%	1.0%
2022-05	4.8%	8.7%	10.5%	14.1%	10.6%	2.5%	1.5%	1.5%	8.2%	1.1%
2022-06	9.4%	3.7%	11.6%	6.9%	7.6%	10.5%	-0.7%	1.9%	7.0%	14.2%
2022-07	8.3%	2.0%	7.2%	9.6%	7.0%	13.1%	-6.8%	8.0%	7.4%	6.6%
2022-08	0.4%	-7.2%	1.0%	7.4%	2.1%	0.3%	-7.6%	-2.4%	1.0%	-7.6%
2022-09	11.0%	4.7%	12.2%	15.3%	12.6%	0.1%	-0.5%	14.8%	8.8%	9.3%
2022-10	7.5%	-1.7%	10.2%	10.9%	4.2%	15.0%	-3.2%	14.7%	4.9%	8.2%
2022-11	-6.6%	-0.8%	1.1%	3.4%	-1.8%	11.7%	0.7%	16.9%	2.3%	6.3%
2022-12	4.4%	12.9%	2.2%	14.1%	10.7%	1.3%	5.6%	11.2%	4.8%	7.0%
2023-01	-1.3%	-0.2%	-7.5%	5.9%	3.7%	9.8%	0.4%	9.6%	5.6%	9.5%
2023-02	11.0%	0.0%	1.9%	2.9%	3.1%	-22.1%	-8.8%	-6.9%	2.7%	-6.7%
2023-03	-8.6%	-14.1%	-13.4%	-0.5%	-14.9%	-15.8%	-26.6%	-17.6%	-5.9%	-16.0%
2023-04	-14.9%	-20.9%	-18.6%	-3.1%	-17.8%	-13.2%	-34.9%	-20.8%	-14.5%	-21.6%
2023-05	-10.0%	-20.6%	-16.3%	1.5%	-18.0%	-19.6%	-18.8%	-20.0%	-16.0%	-23.3%
2023-06	-4.4%	-10.6%	-5.1%	14.0%	-8.8%	-7.2%	0.3%	-11.2%	-6.0%	-12.6%
2023-07	-3.1%	-9.6%	-5.4%	8.4%	-8.2%	-2.5%	0.3%	-2.5%	-5.2%	-6.1%
2023-08	-0.1%	-9.5%	-4.6%	9.0%	-9.7%	-5.9%	0.8%	-2.8%	-5.6%	-5.6%
2023-09	-11.5%	-19.3%	-14.2%	7.9%	-20.5%	-17.9%	-6.4%	-13.2%	-13.5%	-14.0%

图表：调味品公司销售额月度同比（线上天猫淘宝）

	海天味业	中炬高新	千禾味业	恒顺醋业	天味食品	涪陵榨菜
2022-01	38.9%	51.5%	-4.0%	49.3%	-36.3%	22.3%
2022-02	9.0%	95.5%	-6.6%	75.6%	-3.3%	28.7%
2022-03	12.6%	50.1%	3.3%	93.9%	-26.2%	40.9%
2022-04	47.7%	58.6%	-6.7%	80.5%	20.5%	33.4%
2022-05	44.0%	19.2%	-11.3%	39.3%	27.1%	-19.1%
2022-06	39.1%	-13.0%	36.0%	57.2%	12.2%	-17.1%
2022-07	48.8%	24.2%	1.1%	53.4%	-3.4%	2.9%
2022-08	16.1%	16.6%	13.7%	39.9%	-8.5%	6.5%
2022-09	-17.9%	20.0%	7.2%	23.9%	-3.4%	-14.4%
2022-10	-22.3%	35.6%	3.2%	42.0%	-31.2%	-24.6%
2022-11	-47.2%	-7.8%	81.8%	-3.0%	-39.2%	17.6%
2022-12	-20.1%	41.7%	58.4%	33.0%	7.4%	60.5%
2023-01	-54.2%	-20.5%	-8.1%	-28.7%	-21.1%	0.8%
2023-02	-3.4%	60.9%	50.9%	5.3%	42.5%	96.8%
2023-03	-25.0%	20.8%	57.6%	-14.3%	22.8%	17.1%
2023-04	-22.7%	9.2%	21.6%	24.5%	1.7%	-13.2%
2023-05	-29.2%	16.2%	35.4%	13.9%	-26.0%	1.5%
2023-06	-7.5%	12.9%	35.2%	-0.4%	-9.4%	-9.6%
2023-07	38.9%	24.6%	102.2%	67.5%	30.8%	45.9%
2023-08	-3.6%	-1.3%	35.5%	11.0%	-11.2%	-32.9%
2023-09	11.3%	11.2%	15.7%	6.5%	-13.6%	-0.9%

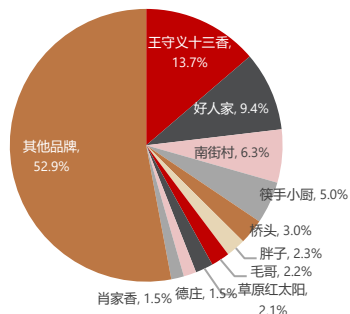
图表：调味品公司销售额月度同比（线下商超）

	海天味业	中炬高新	千禾味业	恒顺醋业	天味食品	涪陵榨菜
2022-01	30.7%	14.9%	29.2%	14%	22.9%	16.8%
2022-02	-22.2%	-27.0%	-24.3%	-37.7%	-25.2%	-3.1%
2022-03	26.4%	20.0%	23.7%	14.6%	13.6%	37.9%
2022-04	36.6%	23.0%	32.6%	19.7%	32.8%	5.0%
2022-05	28.8%	16.6%	16.7%	13.7%	39.9%	16.0%
2022-06	18.4%	8.5%	18.2%	8.9%	23.8%	-10.0%
2022-07	14.0%	6.5%	16.5%	7.2%	16.9%	-18.7%
2022-08	2.5%	5.1%	8.1%	-0.2%	5.3%	-21.6%
2022-09	15.5%	6.7%	16.2%	14.0%	28.9%	-13.8%
2022-10	-9.6%	3.9%	10.4%	10.4%	20.6%	-13.8%
2022-11	-12.3%	-6.9%	16.2%	1.6%	28.4%	-9.8%
2022-12	8.4%	9.8%	31.7%	42.4%	38.3%	-38.3%
2023-01	-5.8%	6.2%	3.4%	41.0%	-14.5%	-14.5%
2023-02	-0.7%	7.2%	2.5%	-8.9%	-22.6%	-22.6%
2023-03	-16.6%	-12.4%	-13.3%	1.8%	-36.7%	-36.7%
2023-04	-22.8%	-15.5%	-17.8%	-1.1%	-40.5%	-40.5%
2023-05	-21.0%	-17.0%	-14.2%	-9.5%	-22.4%	-22.4%
2023-06	-15.2%	-10.6%	-2.2%	-0.3%	-0.1%	-0.1%
2023-07	-12.6%	-9.0%	-0.5%	5.4%	1.5%	1.5%
2023-08	-10.1%	-7.6%	-4.0%	-0.6%	0.7%	0.7%
2023-09	-19.7%	-14.9%	23.2%	-17.7%	-13.6%	-7.1%

- **B端：**整体来看，23Q1-Q3大B客户收入恢复节奏显著快于社会餐饮，包括百胜中国、海底捞、呷哺呷哺、张亮麻辣烫等头部连锁餐饮，收入端均已兑现较强弹性，驱动上游的调味品企业（宝立食品、颐海国际、日辰股份、天味食品等）率先获得较快增长。展望24年，我们预计随居民消费力回暖、社会餐饮持续恢复，中小B餐饮活力有望增强，驱动调味品需求持续增长。
- **C端：**短期需求受社会库存压制，增速表现弱于B端。分品类看，根据通联数据，线下商超渠道23年7-9月调味品各品类销售额同比下滑收窄，我们认为主要系（i）22年7-9月各子品类销售额基数均有所回落，但（ii）商超渠道客流仍未恢复到19年水平，且社区团购等新零售渠道持续分流；20、21年是居民渠道销量高点（iii）城镇化推进驱动居民外出就餐率提升，以及外卖渗透率提升，均挤压调味品的居家使用场景，**我们预计未来B端需求增速仍高于C端。**
- **分公司来看，海天味业23Q3的线下商超渠道销售额同比降幅收窄，线上天猫淘宝渠道同比回正，整体销售逐步改善。天味食品23Q3的线下/线上渠道销售额同比表现平稳，主要系社会库存偏高，C端火锅底料&复调需求略疲软。四季度来看，我们预计复调旺季公司将持续聚焦核心大单品，推动火锅底料类销量提升。千禾味业23Q3仍受益于零添加势能，虽从10月开始基数效应褪去，我们预计随公司加快省外市场&流通渠道拓张，同时股权激励提振发展信心，我们预计千禾24年仍有较快成长。**

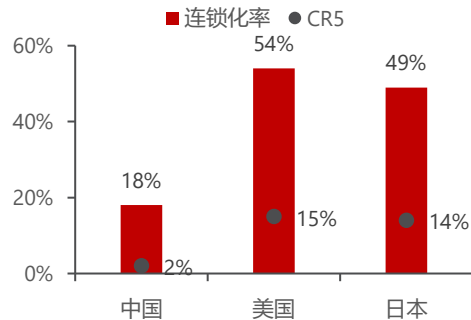
2.13 调味品：复调渗透率仍将持续提升

图表：22Q3复调TOP10品牌市场份额



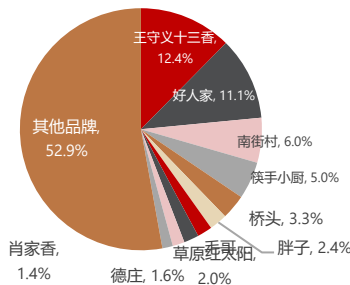
数据来源：马上赢情报站公众号，民生证券研究院

图表：2021年美国/日本/中国餐饮连锁化率对比



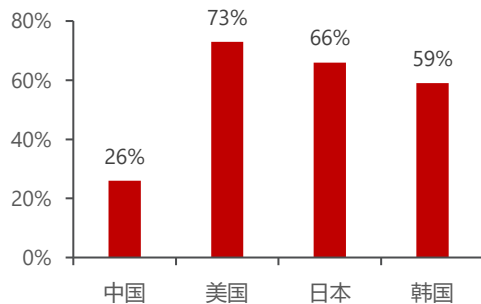
数据来源：《2023中国中式餐饮白皮书》，民生证券研究院

图表：23Q3复调TOP10品牌市场份额



数据来源：马上赢情报站公众号，民生证券研究院

图表：2020年中国/美国/韩国/日本复调渗透率



数据来源：艾媒数据中心、洛克资本，民生证券研究院

➤ 参考美日韩成熟市场，国内复调渗透率仍有较大提升空间，但中式菜品多样性下集中度缓慢提升。

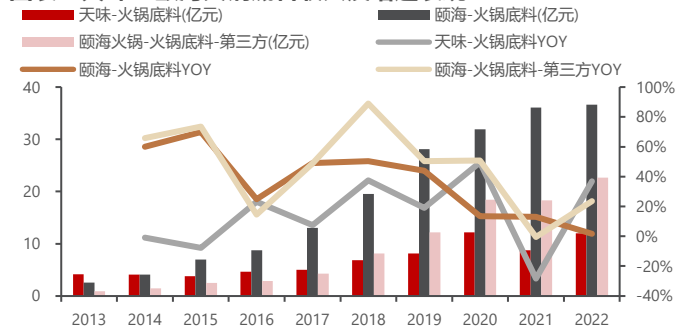
- 根据艾媒咨询数据，2022年中国调味料市场规模为5133亿元。
- 根据艾媒数据中心，截至2020年中国复调渗透率为26%，而美国/日本/韩国市场复调渗透率已达73%/66%/59%，国内复调渗透率仍有1倍以上提升空间。集中度来看，现阶段国内中式复调 < 火锅底料 < 西式复调。区别于西餐对应的西式复调具有较强的规模效应，菜品种类繁多的中餐对应的中式复调，有着更多元化的发展方向和更广阔的拓展空间，我们认为龙头企业有望通过拓展新区域/新渠道/新产品获得较快成长。根据马上赢数据，截至23Q3，国内复调品牌数量合计1238个（22Q2合计1314个，同比净-76个），CR5为37.8%（yoy+0.4pct），行业集中度提升。其中，天味食品旗下品牌好人家的市占率从22Q3的9.4%提升至11.1%，市占率大幅提升。

➤ 复调C端成长有赖于大单品放量，B端成长收益餐饮连锁化和“外卖+”，预计未来几年复调行业保持双位数增长。

- 分渠道来看，复合调味品在C端的成长有赖于大单品放量，如酸菜鱼、小龙虾、麻辣香锅、红烧肉等中式菜品复调。
- 而复调在B端的成长受益于餐饮连锁化率提升和“外卖+”模式发展下，餐饮标准化/便捷化/个性化等需求日益提高。根据《2023中国中式餐饮白皮书》，2021年国内餐饮连锁化率为18%，参考成熟市场美国/日本的54%/49%，国内餐饮连锁化率仍有2倍以上提升空间。

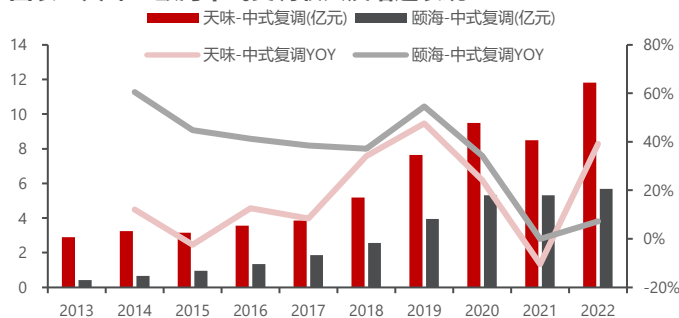
2.14 天味食品VS颐海国际

图表：天味vs颐海火锅底料收入及增速表现



数据来源：颐海国际、天味食品公司公告，民生证券研究院

图表：天味vs颐海中式复调收入及增速表现



数据来源：颐海国际、天味食品公司公告，民生证券研究院

图表：天味食品vs颐海国际产品矩阵/价格带

	不辣锅	
	辣火锅	
	中式复调	

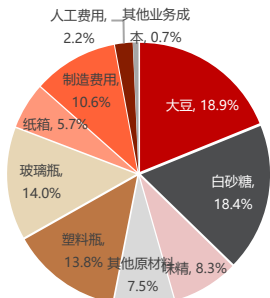
资料来源：颐海国际、天味食品天猫旗舰店，民生证券研究院

注：价格截取时间为2023年11月30日

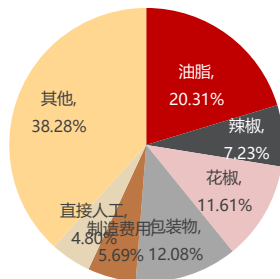
- **产品矩阵逐步完善，阶梯式放量驱动稳步成长。**以天味食品为例，公司坚持大单品策略，同时积极开发区域性特色产品，截至23Q3公司手工牛油火锅底料和酸菜鱼调料营收占比超35%，形成第一梯队核心大单品，此外小龙虾调料、靓汤酸菜鱼、青椒鱼、水煮肉片、卤料、炒鸡调料、红烧肉调料等持续放量。

2.15 调味品：基调综合成本略有回升，复调综合成本持续改善

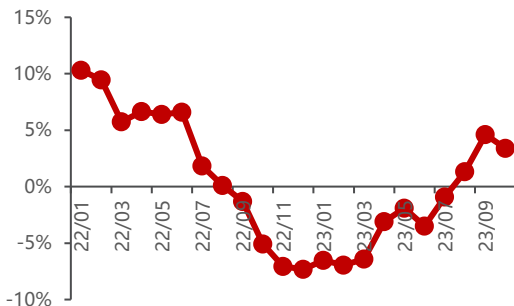
图表：海天味业成本结构



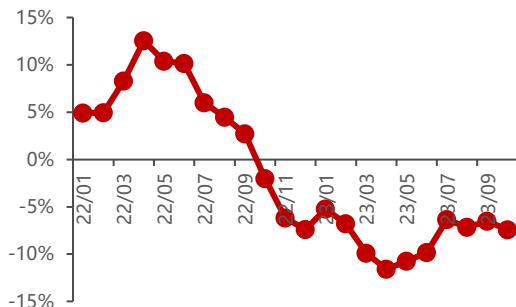
图表：天味食品成本结构



图表：基础调味品成本走势（月度同比）



图表：复合调味品成本走势（月度同比）



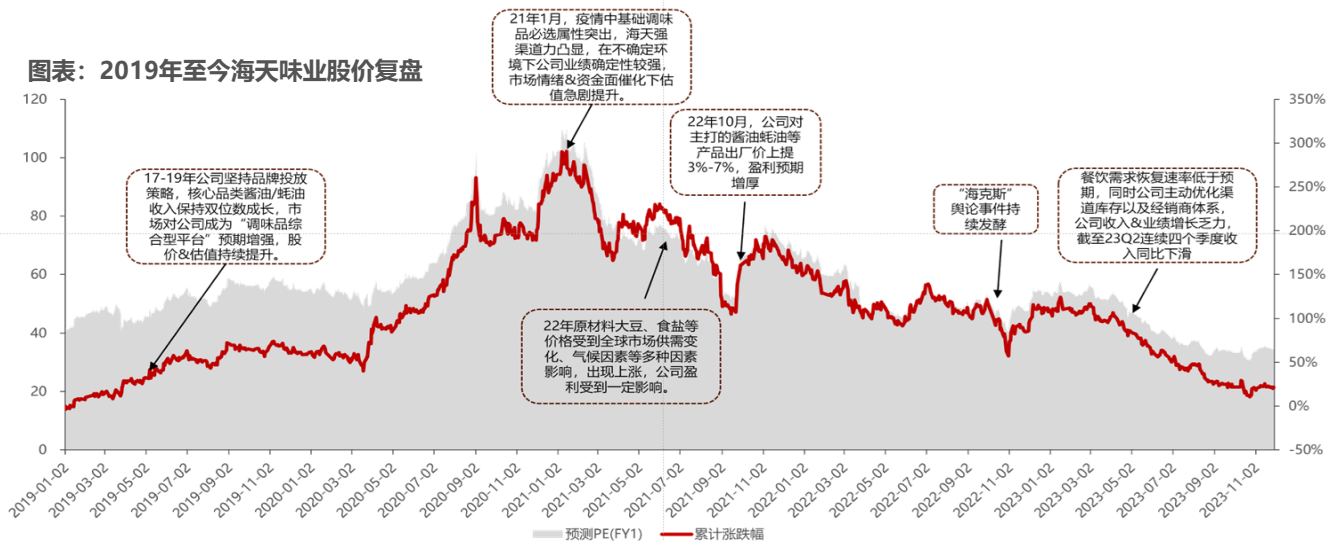
资料来源：Wind，海天味业、天味食品招股书，民生证券研究院

- 基础调味品以海天味业为例，成本结构以大豆、白砂糖、味精、塑料瓶、玻璃瓶、纸箱为主。复合调味品以天味食品为例，成本结构以油脂、花椒、辣椒、包装为主。
- 核心原料方面**，根据通联数据、广西糖网、国家发展和改革委员会、商务部，2023年初以来，大豆价格持续同比回落；白砂糖价格同比持续上行，且4月至今涨幅有所扩大；花椒、辣椒价格波动下行。
- 核心包材方面**，根据国家统计局、中塑在线，2023年初至今PET、瓦楞纸价格持续回落，玻璃价格5-10月同比上涨。
- 根据核心原料&包材价格月度拟合，受白糖、玻璃价格上涨影响，基调综合成本从23年8月开始略有回升；而复调的综合成本于22年10月持续回落，未来几个季度利润弹性有望持续兑现。

2.16

调味品：估值处于历史偏低位，看好估值修复

图表：2019年至今海天味业股价复盘



- **情绪&资金催化下，21年初龙头演绎极致估值。**复盘调味品海天味业2019年至今股价&估值变化，21年以前海天收入&业绩均保持双位数，参考海外调味品龙头龟甲万市场定价，当时海天具备更快成长速率&更高ROE水平，且国内调味品行业具更高天花板，投资者对公司成为“调味品综合平台”一致预期增强。疫情中，面对不确定的市场环境，海天作为必选消费品具更强的业绩确定性，市场情绪&资金面催化下，海天PE (TTM) 最高超过100x。
- **23Q3海天销售收入恢复正增长，改革红利逐步兑现。**疫情中，餐饮消费场景受损严重，且目前门店总数尚未恢复到19年水平，且复调对基调料替代率提升。23年开始，消费需求疲软，叠加海天加大对自身的渠道&产品改革力度，公司经营数据承压。23Q3开始，海天销售收入恢复正增长。
- **板块估值处于历史偏低位，估值有望随龙头成长速率修复而回升。**2017年初至今调味品板块PE (TTM) 最高值为101x，最低值为29x，当前PE (TTM) 值为54x，处于历史34.9%分位。目前基础调味品估值锚定龙头，我们预计随海天成长速率回升，板块估值有望逐步回升。

2.17 绝味食品：万店龙头持续扩张，美食生态圈驱动外延增长

➤ 核心推荐逻辑

行业特性

休闲卤制品定位日常休闲消费，属性与休闲零食相似，即**冲动消费+解馋尝鲜**，使得卤制品天然具备价格天花板。

为实现购买便利性，同样需尽可能触达消费者，对卤味连锁企业而言，即需要**扩大门店规模**，触发“**冲动消费**”同时形成规模效应提高生产效率。

核心竞争要素为供应链管理（解决产品标准化及门店运输）、**门店管理、人才培养**（需依靠门店触达消费者，优质店长培养可直接提升终端服务质量）。

行业趋势

加盟模式更适合卤味连锁：1) 产品标准化门店易复制，带店率高；2) 高坪效吸引加盟商，企业轻资产运营；3) 产品价格天花板下，企业扩大利润依靠扩张门店，加盟可快速实现门店拓展，抢占市场。

竞争格局呈现一超多强，绝味门店破万家。长期伴随工厂、冷链物流设施成熟以及消费者对品质要求提升，卤制品行业品牌化、连锁化进程有望持续，行业集中度将进一步提升。

绝味食品核心竞争力

管理团队经验丰富，激励到位积极性高：核心高管任职多年经验丰富，管理团队持股比例高绑定公司利益。

渠道管理优秀：分区精细化管理+加盟商委员会体系，提升加盟商自治管理和商业发展能力，截至23H1加委会拥有116个战区委，3000余家加盟商。

供应链系统高效敏捷，集中采购释放规模优势：截至23H1，公司在全国建立了22个生产基地（含4家在建），以此为中心，300-500公里为半径构建供应链体系，实现“当日订单，当日生产，当日配送，24小时开始售卖”。主要鸭副原料均统一集采，对上游有一定议价权。

成长驱动/发展机遇

短期

鸭副价格回落下盈利能力有望逐步修复，稳步拓店下主业收入有望稳健增长。

中长期

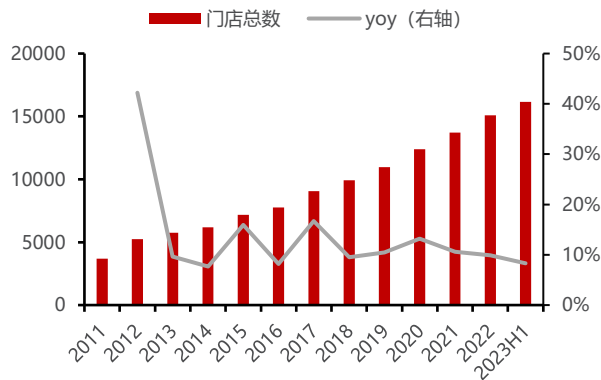
门店扩张&单店提升带来内生增长；打造美食生态圈形成业务协同有望带来外延增长。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.18 绝味食品：万店龙头持续扩张，美食生态圈驱动外延增长

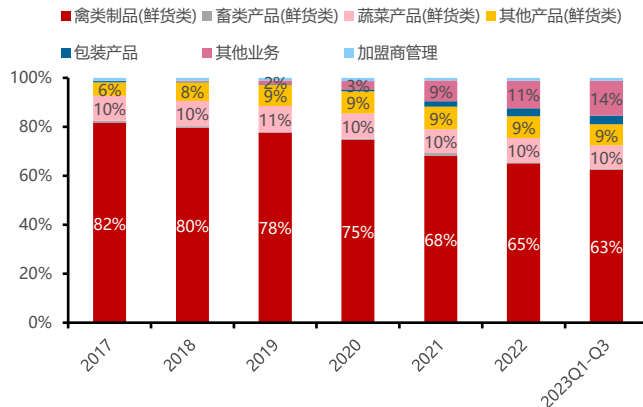
- **成本&利润：**鸭脖价格已过阶段性高点，成本进入下行通道有望带动毛利率环比提升；上半年新拓门店逐步贡献收入，下半年重点优化门店运营，同店表现有望持续提升。
- **中长期看，**持续看好公司在“布局泛卤味+打造超级供应链+下沉市场拓店”下的长期发展动能，餐卤市场扩有望为公司带来可观增量收益，持续完善供应链布局助力公司发展为泛卤味领导品牌，下沉市场拓店将进一步打开市场空间、加深品牌影响力。

图表：绝味食品门店数及增速

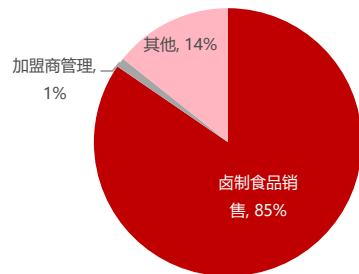


资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：绝味食品产品结构



图表：2023Q1-3绝味食品渠道结构



2.19 巴比食品：连锁早餐包点龙头，全国布局有序推进

➤ 核心推荐逻辑

行业特性

需求侧：早餐需求刚性、门店高复购，客单价偏低，消费者偏好“现制”，早餐外食占比逐步提升。

供给侧：全手工现制门店生意辛苦，前期投资小回报高（手工环节毛利率高）适合个体加盟。由于人工占比较高带店率偏低。

早餐行业格局分散，中小个体居多，口味差异下门店呈现区域分散特点。品牌靠品质稳定输出+尽可能开店占据消费者眼球实现积累。

连锁早餐品牌完成中餐制造环节标准化后，由后端餐厅、家庭厨房向前端食品加工企业转移，逻辑近似餐饮供应链，核心考量**品类选择、研发实力、渠道管控**。

行业趋势

我国餐饮连锁程度低（22年为19%）；21年包子门店数超15万家，其中连锁门店数超1000家门店的品牌仅4家，**早餐门店连锁化率具备提升空间**。

异地扩张成为早餐连锁企业突破难点：不同区域口味、消费偏好及消费水平差异大，依靠自身品牌拓展or异地收购成为全国扩张突破难点，产能布局、供应链建设等需及时配备。

团餐市场竞争格局高度分散，头部企业规模效应具备提升空间，产业化、规模化下细分市场集中度有望提升。

巴比食品核心竞争力

渠道掌控力强、供应链体系保障物流配送：直营+特许加盟，加盟网络覆盖广，连锁门店管理严格；构建“紧邻门店、统一管理、快捷供应、最大化保质保鲜”的供应链体系。

产能布局支撑业务全国化：截至23H1，已在上海、广州、天津、南京、武汉建设透明化中央工厂，建设中的东莞工厂、武汉智能制造一期、上海智能制造及功能性面食国际研发中心项目产能将在未来三年陆续投放。

成长驱动/发展机遇

短期

东莞工厂产能预计四季度投放，伴随产能扩张、运输半径扩大，有望缓解产能瓶颈，进一步实现全国化。

中长期

第四代门店持续升级、中晚餐渗透率提升、产品有序推新，未来单店营收有望进一步提升。后续新增产能逐步投产将有效支持公司业务全国化。

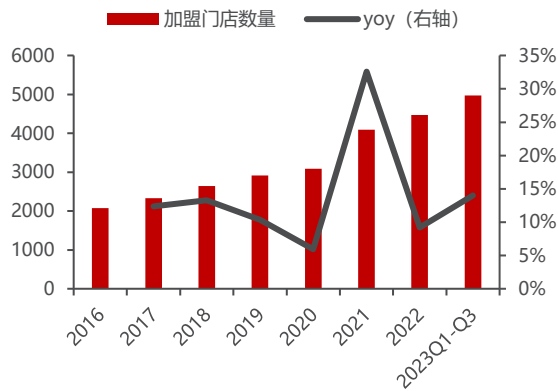
资料来源：艾瑞网，NCBD，公司公告，民生证券研究院

2.20

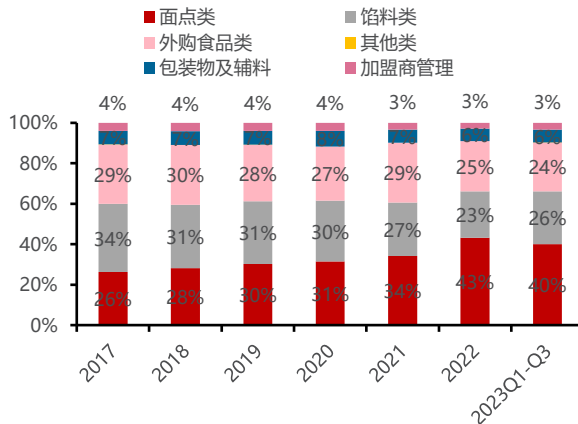
巴比食品：连锁早餐包点龙头，全国布局有序推进

- **单店恢复较21年仍有缺口，预计有望逐季改善：**近年来中国早餐市场供给侧的竞争日趋激烈，23Q3单店收入较2021年仍有近10%的缺口。第四代门店持续升级、中晚餐渗透率提升及产品有序推新下，未来单店营收有望进一步提升，23年南京、东莞等新增产能投产将有效支持公司业务全国化拓展。
- **新市场开店顺利：**今年6月份起开放湖南市场加盟业务，截至9月30日，湖南市场的门店数量已近80家，有望在三年内完成新开800家门店。

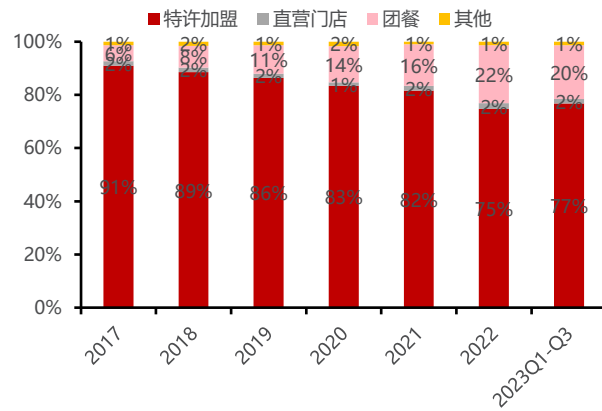
图表：巴比食品加盟门店数及增速



图表：巴比食品产品结构



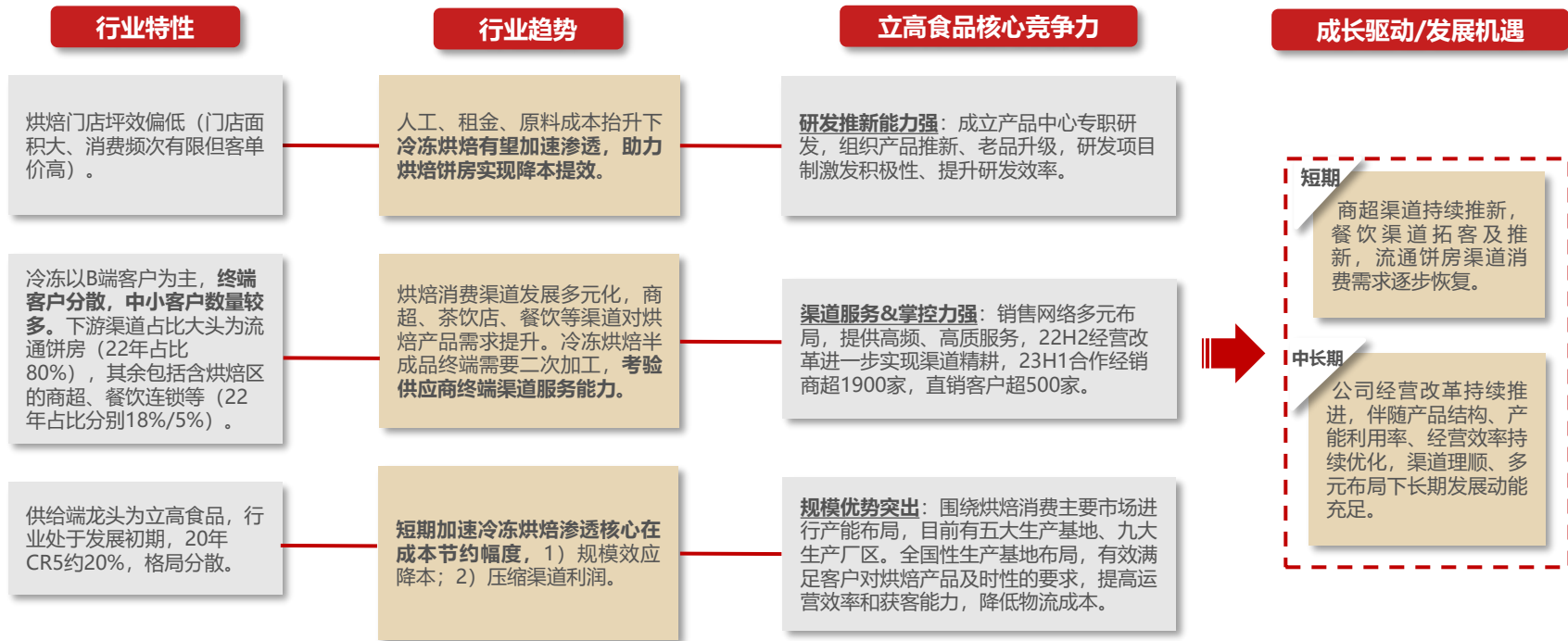
图表：巴比食品渠道结构



资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

2.21 立高食品：改善趋势延续，竞争优势持续强化

核心推荐逻辑



资料来源：头豹研究院，公司公告，民生证券研究院

2.22

立高食品：改善趋势延续，竞争优势持续强化

- **新产品市场反馈良好，渠道表现有望改善。**公司今年冷冻蛋糕、中点类产品、稀奶油销售情况较好，今年推出新品稀奶油360PRO和立高880淡奶油，后续持续奶油类产品。渠道方面餐饮增速最快，流通饼房伴随新品奶油推进、聚焦头部大单品，增速有望向好。
- **持续优化费用管控，重视餐饮渠道推新：1) 2024年计划重点关注仓储及物流运输费用管控问题，**外仓的费用会纳入到营销中心在各省公司或者各个区域分公司的业务考核范围内。**2) 更重视餐饮渠道，**推出更多适合渠道场景的产品。

主营冷冻烘焙食品及烘焙食品原料
产品结构：冷冻烘焙食品、奶油、酱料、水果制品



“渠道+供应链+研发”三向发力

产品：“老品新作”、
新品和新场景创新



渠道：多元渠道发力、
渠道下沉、网络铺货

产能：加大产能投资，规
模化生产提升毛利

资料来源：公司公告，民生证券研究院

03. 休闲食品：全渠道发力， 极致性价比

3.0 新渠红利释放，板块营收提速，内部表现分化

- 复盘休闲食品2023年整体表现，量贩零食增量渠道高景气，板块收入提速，营销费用投放上整体缩减；成本端Q2起棕榈油价格回落、瓜子受天气影响采购价攀升，盈利能力有所波动。
- 细分来看，内部表现分化，生产型企业业绩更优。受益量贩零食渠道快速扩张，生产型盐津食品、甘源食品、劲仔食品等及时布局新渠，带动收入快速增长。

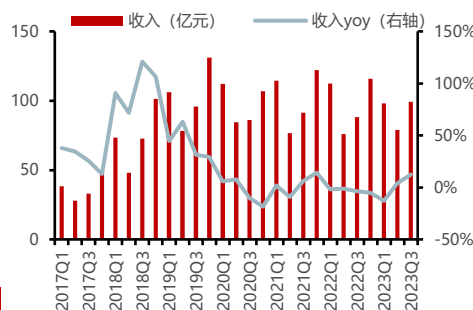
图表：部分零食企业分季度营收情况（亿元）

证券名称	营业收入					同比变动				
	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
甘源食品	3.55	4.82	3.91	4.35	4.87	13.86%	9.85%	22.15%	48.12%	37.27%
盐津铺子	7.60	9.24	8.93	10.01	11.11	34.73%	41.31%	55.37%	57.59%	46.17%
劲仔食品	3.90	4.52	4.37	4.88	5.69	40.11%	25.39%	68.40%	35.17%	45.92%
洽洽食品	17.05	25.00	13.36	13.50	17.93	13.56%	18.89%	-6.73%	8.34%	5.12%
良品铺子	21.08	24.37	23.85	16.02	20.13	-1.84%	-11.56%	-18.94%	-17.96%	-4.53%
三只松鼠	12.19	19.60	19.00	9.93	16.89	-32.63%	-27.40%	-38.48%	-3.12%	38.56%

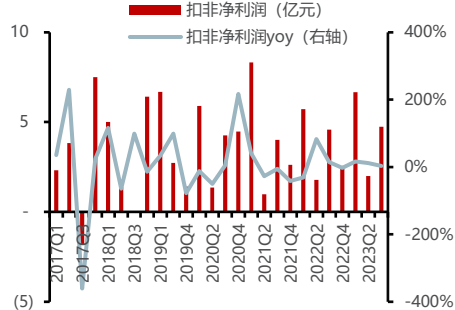
图表：部分零食企业分季度扣非归母净利润情况（亿元）

证券名称	扣非归母净利润					同比变动				
	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
甘源食品	0.44	0.72	0.49	0.54	0.85	16.18%	13.71%	103.08%	533.49%	93.63%
盐津铺子	0.79	0.83	0.98	1.33	1.45	990.30%	25.73%	100.33%	105.85%	82.89%
劲仔食品	0.30	0.30	0.33	0.39	0.38	38.37%	36.90%	90.36%	8.17%	26.30%
洽洽食品	2.52	3.23	1.42	0.57	2.25	11.31%	4.60%	-21.73%	-37.25%	-10.68%
良品铺子	0.90	-0.09	1.07	0.17	-0.02	0.57%	76.02%	72.50%	-74.68%	-102.31%
三只松鼠	0.04	0.12	1.37	-0.63	0.12	-94.98%	135.77%	15.13%	33.02%	175.39%

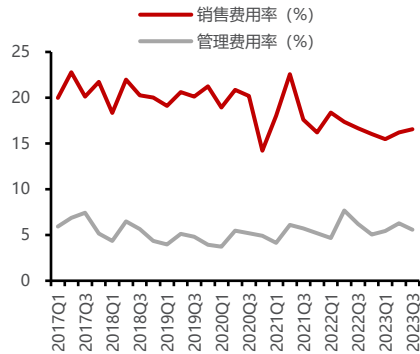
图表：零食板块单季度收入及增速



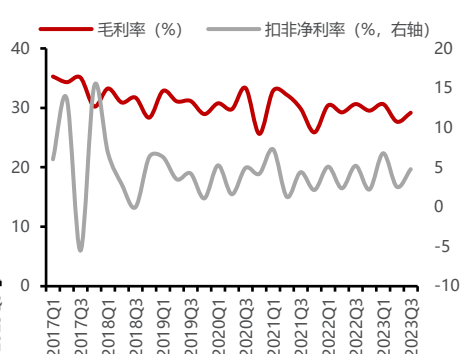
图表：零食板块单季度扣非净利润及增速



图表：板块单季度单季度管理/销售费用率



图表：板块单季度单季度毛利率/扣非净利率

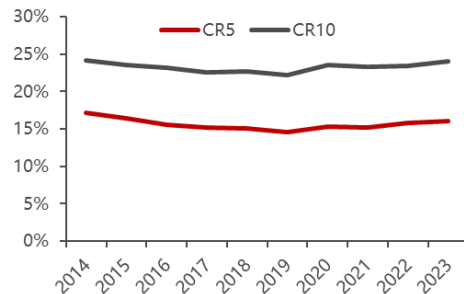


资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为SW零食，部分标的可能存在出入）

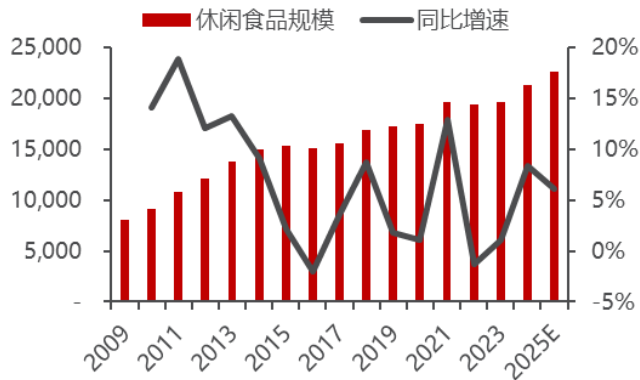
3.1 休闲食品万亿市场存量竞争，品类多迭代快市场集中度低

- **休闲食品市场规模大，增长个位数，存量竞争。**据欧睿数据，2023年中国休闲食品市场接近2万亿元规模，未来2年均保持低个位数增长。
- **食品万物皆可零食，品类多带来品牌集中度低，构建品类护城河至关重要。**中国市场零食公司CR5和CR10长期维持在15%/25%的水平，行业集中度低、品类多，风味零食占中国市场比重过半。

图表：中国零食市场公司格局较为分散

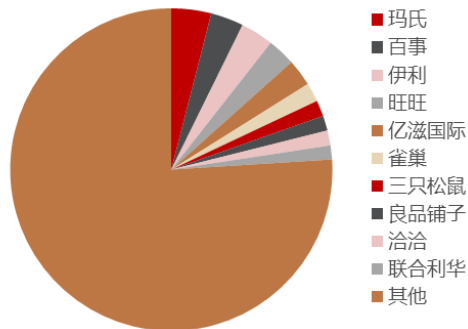


图表：中国休闲食品行业规模接近2万亿元

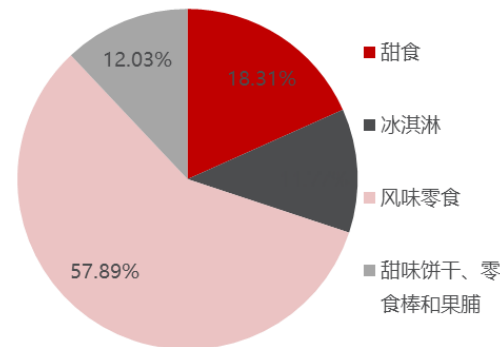


资料来源：欧睿，民生证券研究院

图表：中国零食市场外资排名靠前(2022年)



图表：风味零食占中国零食市场比重过半

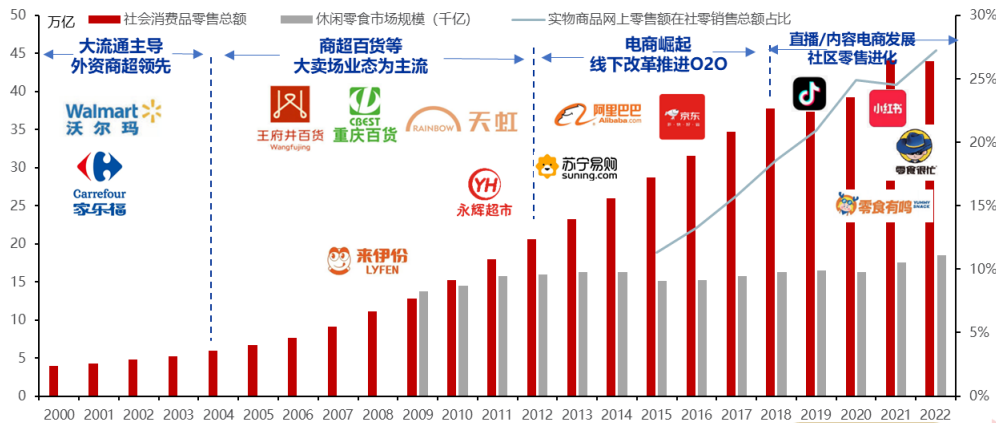


3.2

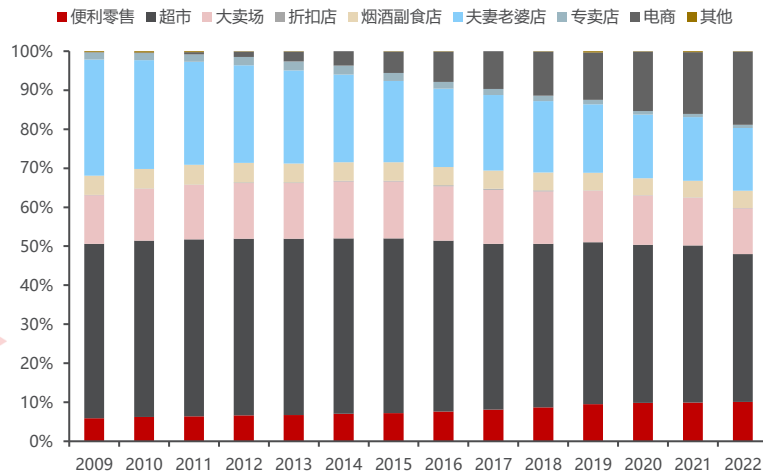
从大卖场走向专业化、连锁化、社区化

➤ 传统流通到现代零售，全渠道布局是休闲零食品牌的不二选择。

图表：下游渠道发展梳理



图表：零食在不同渠道占比变化



- | 品牌消费 | 零食专营店兴起 | 线上品牌崛起 | 量贩零食 |
|---|---|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> GDP季度平均增速约为9% 国外零食品牌进入中国，形成很多大单品，比如德芙巧克力、乐事薯片、好丽友派； 外资商超红利带动国内品牌达利园、喜之郎等发展。 | <ul style="list-style-type: none"> GDP季度平均增速约为11% 国内百货、商超等KA渠道兴起，商超成为主流，洽洽、有友等借商超红利快速发展； 来伊份、良品铺子等零食专营店依傍商超客流精准实现流量汇聚完成消费者教育 需求多元化、厂家推新加速，商品SKU更加丰富 | <ul style="list-style-type: none"> GDP季度平均增速约为7% 淘宝、京东等电商蓬勃发展，线上渠道流量红利带动三只松鼠、百草味等线上品牌的高速发展 | <ul style="list-style-type: none"> GDP季度平均增速约为5% 零食硬折扣模式爆发，倒逼供应链以及渠道效率提升； 盐津铺子、劲仔、甘源、散称、白牌等抓住量贩零食红利快速增长，联名、自有品牌快速发展 |

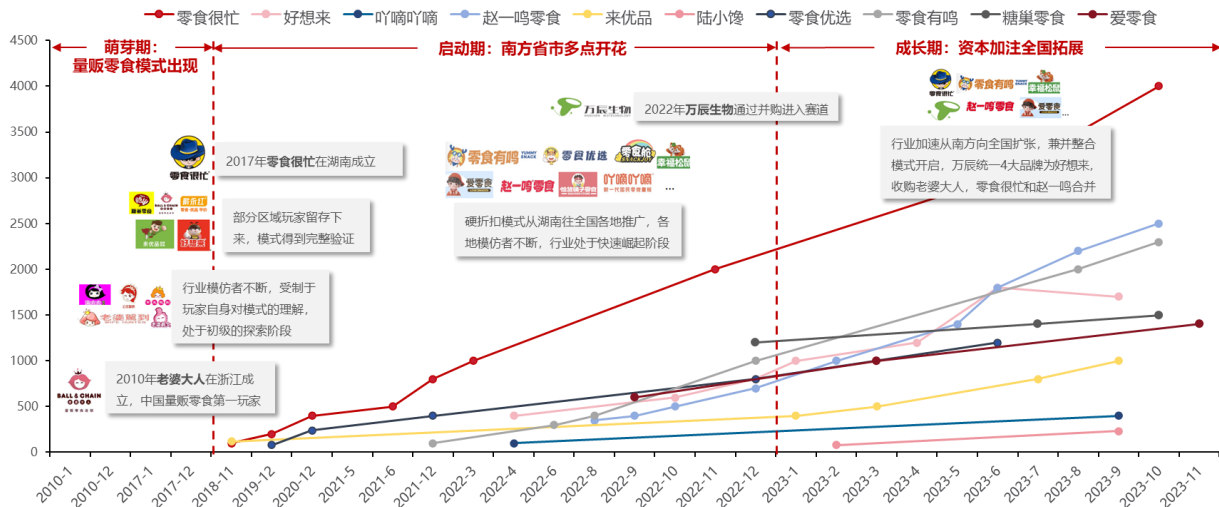
注：休闲零食市场规模用2023年11月22日16.57美元对人民币汇率7.1507换算

资料来源：欧睿，iFinD，国家统计局，新经销《中国零食硬折扣白皮书》，民生证券研究院

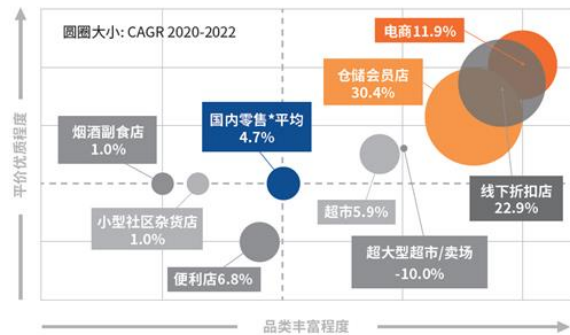
3.3 疫情后，以价格为主要竞争力的业态增速是行业平均值的五倍以上

- 渠道碎片化的实质，是高效模式对低效模式的不断挤压。第一次效率革命是直播电商、内容电商、C2M等互联网线上工具，不断切走传统线下经销渠道份额；第二次效率革命是硬折扣连锁通过上游直采、经销零售一体化，进一步挤压传统渠道夫妻老婆店的份额，硬折扣的秘诀在于通过精选SKU、规模化采购和精简服务，从而降低成本，让商品高质低价。
- 量贩零食零售业态预计2025年零售额超千亿，门店数量达到3-4.5万家，2025年渗透率有望达到7.5%-11.5%。（欧睿数据）

图表：量贩零食渠道品牌快速展店



国内零售*业态渠道发展趋势

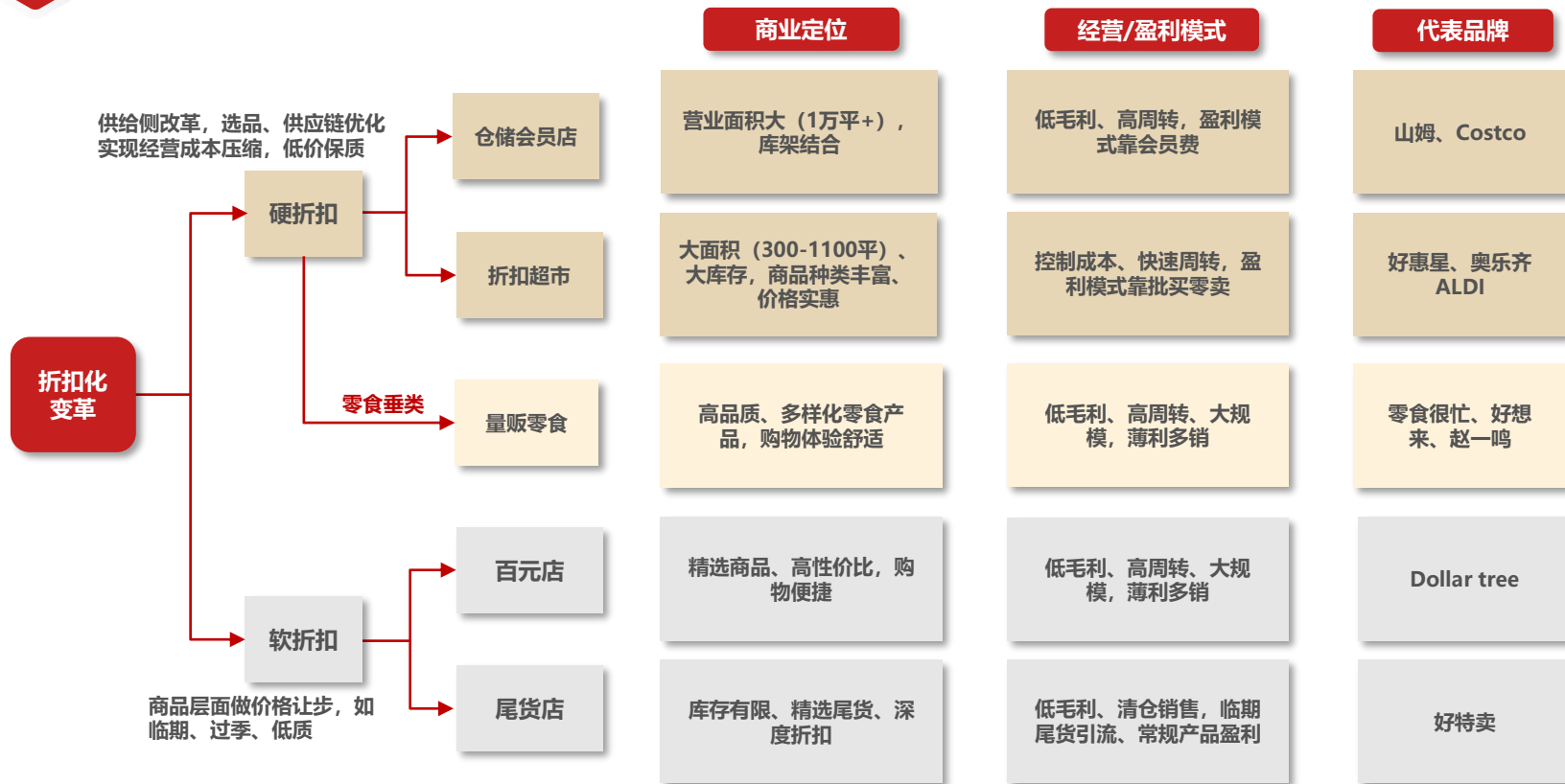


*备注:零售指针对个人和家庭的消费品销售,是线上和线下零售的集合;不包括专业的汽车、摩托车及零部件零售,也不包括燃料销售、餐饮服务、租赁交易和批发销售。
数据来源: <Passport - Retail>

资料来源: 欧睿, 新经销《中国零食硬折扣白皮书》, 各公司官网、微信公众号, 民生证券研究院

3.4

量贩零食是硬折扣模型代表，助推零食垂类蓬勃发展



3.5

量贩零食是硬折扣模型代表，助推零食垂类蓬勃发展

- 零售精细化发展浪潮下，供需共振助推零食专卖店发展。零食品类细分赛道多、SKU丰富；同时在消费者端，对零食品牌认知弱、消费客单价低、消费心理趋于猎奇尝新，供需共振助推零食行业发展垂类连锁店模式。
- 量贩零食本质是垂直品类的硬折扣模式，倒逼供应链效率提升。中国过去几十年发展，专业化分工成熟，供应链效率极大提高；对大众消费来讲，时间是最大的成本，便利是最重要的体验。垂直品类的社区连锁店不断涌现，深入社区，依托高效的供应链，营造更好的购物体验，为消费者提供更具质价比的商品。品质是硬折扣的前提、低价是目标、效率是核心。量贩零食渠道处于快速开店的中后期，在渠道品牌没有铸就坚固竞争壁垒之前，价格竞争难以避免，上游零食品牌的应对方式只能不断提升自身供应链效率、提高全渠道运作能力，夯实在产业链的议价能力。

图表：经典硬折扣与零食硬折扣对比

对比		经典硬折扣	零食硬折扣
差异点	品类	食品+日用等	零食、水饮为主
	消费特点	目的性消费	激发性消费
	扩展模式	直营	加盟为主
	品牌	70%自有品牌	自有品牌初探
相同点	店铺位置	下沉到社区	
	消费人群	大众消费者	
	有限SKU	600 -1,000+	
	盈利方式	低毛利、高周转	

资料来源：新经销，民生证券研究院

图表：零食硬折扣成功飞轮



资料来源：民生证券研究院绘制

3.6

量贩零食是硬折扣模型代表，助推零食垂类蓬勃发展

图表：头部零食量贩及硬折扣品牌对比

类别	品牌	简介	融资情况	成立/首店	门店数量	开店计划	优势区域	SKU
零食量贩	零食很忙	定位于普通老百姓大众需求的零食品牌，以开在社区的门店为主，在长沙市场接近饱和，拓展业务至湖北贵州广东四省，大单采购、现金结算、无后仓费用	2021年4月完成2.4亿人民币的A轮融资，由红杉中国和高瓴资本联合领投	2017	4000+	-	湖南长沙	1600+
	好想来	22年万质通过并购进入赛道，23年9月将好想来、来优品、叮嚀叮嚀、陆小健4个品牌合并	-	2011 (好想来)	3300+	-	江西	-
	赵一鸣	小炒货店起步，逐步涉及零食，2020年10月开放加盟，速度布局，发展迅速，二店率达到65%以上	2023年3月完成1.5亿A轮融资	2015	2500+	每月开店100家	江西	2000+
	零食有鸣	依托专业完整的供应链和仓储管理，2022年3月全面启动智能仓配一体化物流建设，同年10月实现智能化门店配送，品牌化运作社区零食店	2021年A轮：凯辉、青檀，数千万元；2022年B轮：昕先、B+轮：草根知本	2019	2000+	每月新增门店100+ 计划2023年全国门店突破3500+ 2026年全国门店数量突破16000+	川渝	1000+
	幸福松鼠/松鼠伙伴	主攻乡镇市场，70%门店位于乡镇	21年获数千轮融资，顺为资本领投、盈动、挑战者创投跟投；22年获得SIG千万融资	2018	2000+	未来三年集中二三四五线城市，力争每一个县城开店	西南	1800+
	糖巢零食	始于2005年5月成立的坤旺达商贸有限公司，专注零食细分品类14余载，立足厦门，辐射全国。门店运用北欧自然风，采用新的陈列方式，搭建新的沟通方式。	-	2011	1400+	-	福建厦门	-
	爱零食		2021年8月获得股权投资	2020	1200+		湖南长沙	2000+
	零食优选	模仿零食很忙，主打色调也为黄色，IP为小牛头人，门店数量和口碑仅次于零食很忙。有严格的加盟管理模式，有30000+m2智能仓储、高效的物流配送和便捷的下单平台	-	2019	1000+	-	湖南长沙	1800+
	老婆大人	汇集国内外特色休闲零食，以全球采购和市场一线直供货源的绝佳优势，保证每月100款以上产品的更新，每月8日会员感恩日，全场正价商品88折	-	2010	1000+	-	浙江	-
	戴永红	从“戴永红炒货”起家，2013年转型升级为“戴永红量贩零食”，以休闲零食为主，集农产品加工，仓储物流和连锁服务于一体	-	1996	600+	未来5年突破2000家	湖南	1700+
类别	品牌	定位	主营产品	成立/首店	门店数量	优势区域	主要拓展模式	
硬折扣超市	比嘉德	硬折扣社区连锁店零售运营商	快消全品类	2017	200	上海	直营	
	折扣牛	社区硬折扣超市	快消全品类	2019	200+	郑州	加盟	
	象马	德国模式的硬折扣超市	快消全品类	2020	200+	重庆	直营	
	巡物社	逛全球好物+超级折扣店	零食、日化、彩妆等	2021	200+	郑州	加盟	
	奥特乐	硬折扣超市	快消全品类	2021	200+	成都	直营	

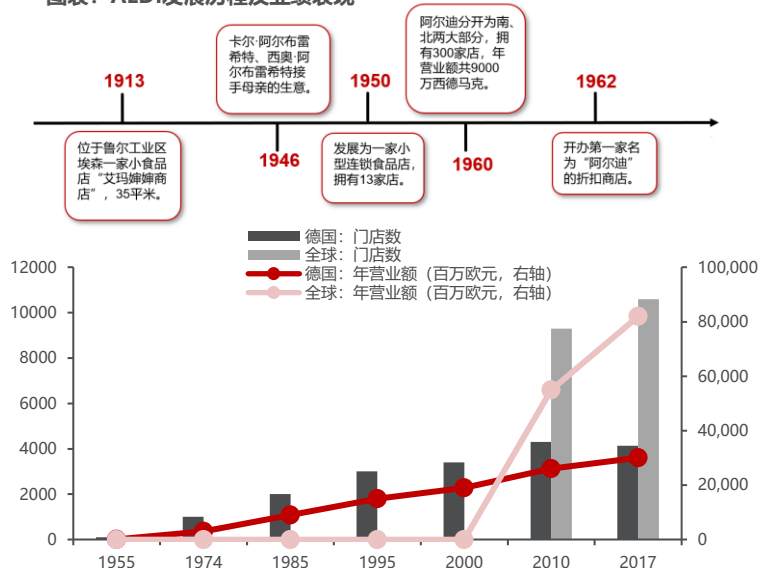
图表：零食硬折扣定量标品对比商超平均便宜20%-40%

品类	细分品类	产品名称	规格	参考价格(元)	零食店A(元)	下降	零食店B(元)	下降	零食店C(元)	下降
水饮	水	农夫山泉	550ml	2	0.9	-45%				
		农夫山泉	51	14.9	8.9	-40%				
		怡宝	555ml	2	0.9	-55%	1.2	-40%	1.2	-40%
		今麦郎纯净水	550ml	2	0.8	-60%				
		今麦郎凉白开	550ml	2			1.2	-40%		
		百岁山	570ml	4			3.2	-20%	2.7	-32%
	碳酸饮料	经典可口可乐(瓶装)	500ml	4	2.4	-40%	2.5	-40%	2.4	-40%
		无糖可口可乐(瓶装)	500ml	3.8	3	-20%	2.8	-30%		
		王老吉(瓶装)	500ml	5	3.9	-22%				
		东鹏	500ml	5					4.5	-10%
功能性饮料	茶类	红牛(罐装)	250ml	7					5.2	-26%
		尖叫	550ml	5.5	4.2	-24%				
		东方树叶	500ml	6	3.9	-35%	4.2	-30%		
		统一阿萨姆	300ml	4					2.8	-30%
	苏打水	茶π	500ml	5.5	3.9	-30%	4.2	-24%		
		康师傅冰红茶	500ml	3.5	2.4	-32%			2.3	-35%
		维他柠檬茶	500ml	6.5	4.8	-26%				
		元气森林	480ml	5.5	4.5	-18%				
		名仁苏打水	375ml	2.8	2.5	-10%				
		雪丽祺棉花糖	60g	8.5	2.5	-70%				
糖果	糖果	好丽友果姿	60g	4.7	3.5	-25%				
		益达口香糖	56g	13.9			10.5	-25%	9.9	-29%
		炫迈无糖口香糖	56g	12.8			8.9	-30%	8.5	-34%
	包装零食	旺旺小小酥	60g	4.5			3.5	-22%		
		盼盼真食惠家底号薯片	75g	6.5			2.5	-62%		
		妙脆角	40g	4.9			3.2	-35%		
		好丽友好有趣	83g	7.5			4.9	-35%		
	包装零食	亲亲虾条	40g	5			2.8	-44%		
		奥利奥夹心饼干	97g	8.5	4.8	-44%	5.4	-37%		
		沃隆每日坚果	25g	5.9					3.9	-34%

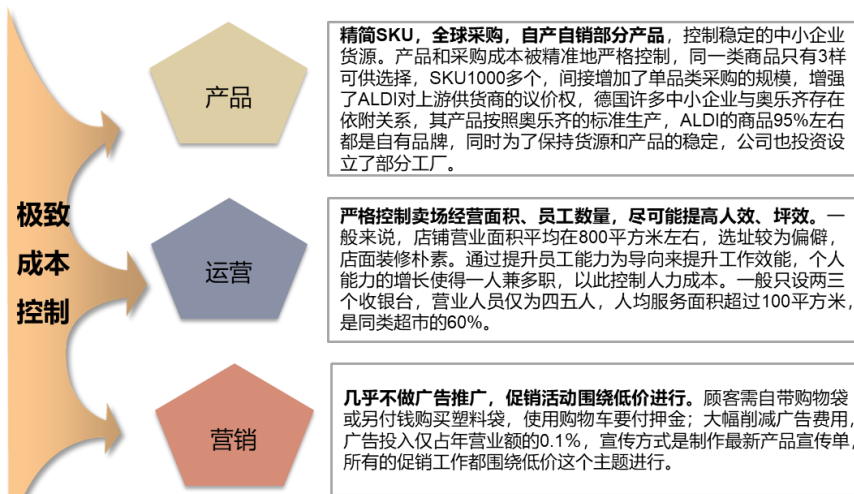
3.7 海外之鉴：从德国ALDI看硬折扣发展路径

- **ALDI通过销售自有品牌、精简SKU、简化服务等实现硬折扣。**1) 销售自有品牌直连源头生产商，摒弃中间商加价环节，降低货物流通成本；2) **精简SKU**，ALDI单一品类SKU通常只有1-2种，进而实现大规模采购，形成规模效应；3) **简化服务**，门店员工数量少，去掉非必要服务节省人力成本。
- **零食量贩本质为硬折扣零售下的零食垂类**，相同点体现在优化价值链、周转方式、选址定位等，不同主要为：1) 聚焦零食品类，陈列主要为激发消费者的冲动消费；2) 加盟扩张为主；3) 自有品牌较少，主要向零食制造商直接采购。

图表：ALDI发展历程及业绩表现



图表：ALDI极致成本控制模式



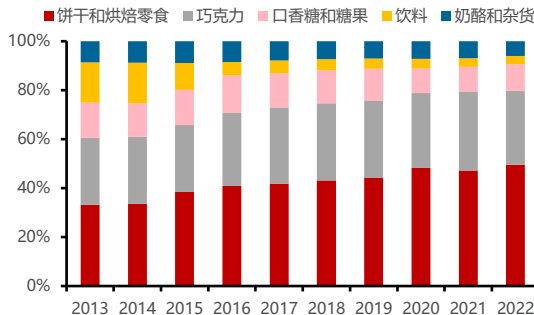
资料来源：《大道至简》，新经销《中国零食硬折扣白皮书》，民生证券研究院

3.8

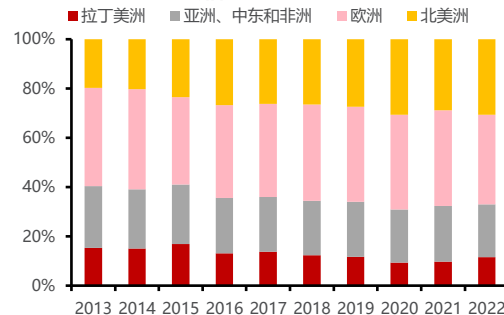
海外之鉴：亿滋国际，多品类多品牌运作是零食企业集团化必经之路

➤ 亿滋国际作为全球零食巨头，饼干、巧克力和糖果等市场份额全球领先，销售区域辐射全球。2022年亿滋国际饼干、巧克力、口香糖和糖果收入占比分别为50%/30%/11%，合计贡献91%的收入。亿滋旗下拥有有奥利奥、乐之、培朗、吉百利、妙卡、炫迈等知名零食品牌，22年饼干/巧克力/口香糖全球市占率分别为13.6%/12.2%/22.2%，饼干业务市占率位列全球第一，远超第二名通用磨坊（2.7%）；巧克力、口香糖市占率均位列全球第二。

图表：饼干、巧克力及糖果为主要收入来源



图表：销售区域辐射全球



图表：2022年全球饼干竞争格局



图表：2022年全球巧克力竞争格局



图表：2022年全球口香糖竞争格局



资料来源：Wind，欧睿，民生证券研究院

3.9 亿滋国际发展复盘：收并购方式加速全球扩张，本土化运营因地制宜

- **亿滋国际分拆自卡夫食品，12年独立上市面向全球市场。**2012年卡夫食品拆分为两家独立上市公司，面向北美的杂货业务沿用卡夫的名字并于2015年与亨氏合并为卡夫亨氏，面向国际的零食业务成为亿滋国际。
- **复盘亿滋国际的发展历程，我们认为其成功主要得益于：**
 - (1) 收并购打造多品牌/多品类矩阵：**亿滋旗下品牌多来自其他成熟企业的兼并购，通过收并购形成统一品类下的多元品牌矩阵，覆盖不同价格带和多元消费群体；
 - (2) 聚焦核心业务：**亿滋将资源聚焦饼干/巧克力/糖果主业，逐步剥离非核心业务、减少品牌数量，在品类上聚焦、品类内深耕，聚焦主业也使收购后的品牌更易协同管理、高效整合；
 - (3) 本土化经营实现全球布局：**亿滋在产品、渠道、营销等方面进行本土化以拓展全球市场，如奥利奥针对中国市场减糖、独立包装/布局电商渠道等。

图表：亿滋国际发展历程及业绩表现



3.10 盐津铺子：渠道为王、产品领先、体系护航，成长性与确定性兼具

核心推荐逻辑

行业特性

产品：零食解馋&尝鲜属性，绝对价值量低，消费呈现冲动性&即时性，SKU丰富度高。

品牌：品类即品牌，通过构建品类优势建筑强护城河。

渠道：上游企业对渠道依赖度较高、全渠道布局为主。

行业趋势

外资企业市占率高且已经在口味、心智层面形成壁垒（eg. 奥利奥、德芙），国内品牌多为本土化风味零食，**长期需借助多品类+多品牌加速渗透，提升行业占有率。**

线下仍为渠道基本盘，经历大流通（外资为主、历经20年）—商超连锁（历经12年）—电商红利（历经8年）—全渠布局（2020年至今），渠道变革不断提速，**渠道迭代方向为更高效的满足消费者需求，量贩零食掀起供给侧改革，高性价比+多品类满足解馋尝鲜，更高效适配消费者需求。**

盐津铺子核心竞争力

产品&品牌：

- ①**聚焦七大核心品类：**鹌鹑蛋/魔芋爽快速起量。
- ②**全规格发展：**除散装外发展定量装、小商品及量贩装，满足多场景需求。
- ③**全力打磨供应链：**产品领先+效率驱动【低成本之上的高品质+高性价比】。
- ④**开启多元化品牌建设：**23年召开“大魔王”品牌发布，以魔芋爽为起点孵化子品牌。

全渠道布局：保持KA、AB类超市优势外，敏锐察觉量贩零食渠道变化，重点发展电商、CVS、零食专卖店、校园店等。

组织执行力强、管理领先、激励到位，年内二发股权激励绑定核心人员，激发组织活力。

成长驱动/发展机遇

短期

增量渠道红利持续释放，盐津在零食渠道仍有拓品+拓店空间，电商渠道持续上量，业绩高增具备确定性。

中长期

渠道为王、产品领先、体系护航。持续打造增长飞轮，通过布局上游供应链及数字化改革提升经营效率，渠道层面敏锐度高、执行力强，未来伴随体量扩大进一步释放规模效应，有望带动公司盈利能力持续提升。

3.11 盐津铺子：渠道为王、产品领先、体系护航，成长性与确定性兼具

- 从产品型企业进化为“渠道+产品”复合型企业，积极应对渠道迭代更新。2021年公司采取“多品类、全渠道”策略，积极应对渠道变化，2022年逐步打造电商、零食量贩店等新渠道新增长，成功推动魔芋、鹌鹑蛋、蒟蒻等新品类放量增长，打造七大核心品类。
- 多品类全渠道覆盖，组织效率领先。1) 品类：收缩聚焦，全规格发展；2) 渠道：保持KA、AB类超市优势外，重点发展电商、CVS、零食专卖店等，渠道占比持续提升；3) 组织力领先，执行力强。

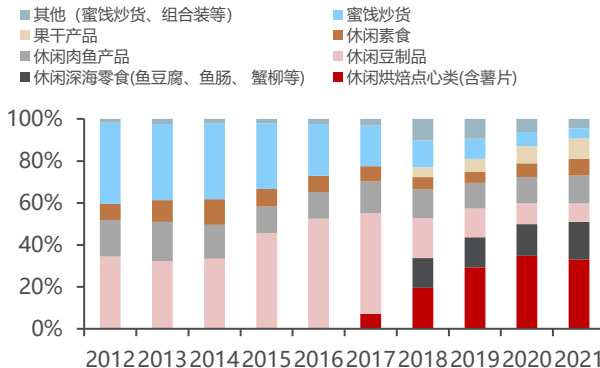
策略—多品类

组织效率

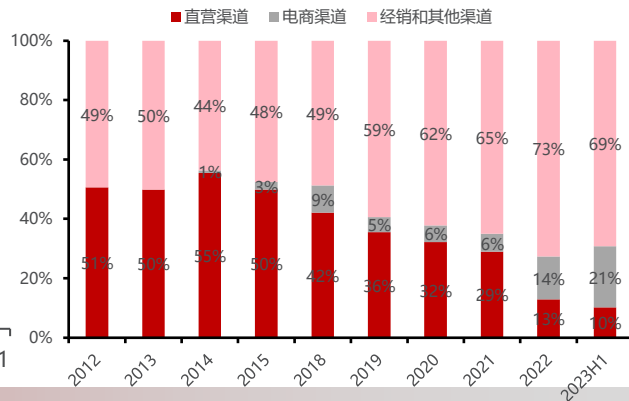
优势—供应链

导入—全渠道

图表：聚焦核心品类



图表：盐津铺子渠道结构



资料来源：Wind，民生证券研究院

3.12 劲仔食品：大包装+散称发力全渠，强势单品持续放量

核心推荐逻辑

行业特性

产品：零食解馋&尝鲜属性，绝对价值量低，消费呈现冲动性&即时性，SKU丰富度高。

品牌：品类即品牌，通过构建品类优势建筑强护城河。

渠道：上游企业对渠道依赖度较高、全渠道布局为主。

行业趋势

外资企业市占率高且已经在口味、心智层面形成壁垒（eg. 奥利奥、德芙），国内品牌多为本土化风味零食，**长期需借助多品类+多品牌加速渗透，提升行业占有率。**

线下仍为渠道基本盘，经历大流通（外资为主、历经20年）—商超连锁（历经12年）—电商红利（历经8年）—全渠布局（2020年至今），渠道变革不断提速，**渠道迭代方向为更高效的满足消费者需求，量贩零食掀起供给侧改革，高性价比+多品类满足解馋尝鲜，更高效适配消费者需求。**

劲仔食品核心竞争力

产品&品牌：

①**构筑品类护城河：**打造“超十亿级”大单品劲仔深海小鱼+多个“亿元级”实力单品。

②**产品渠道升级：**从1-2元小包装（流通渠道）外，升级到“大包装（现代渠道、线上）+散称（零食渠道、商超）”形成产品矩阵、协同全局布局。

立体式全渠发展：①**线下：**推动现代渠道覆盖和弱势渠道开发，发力终端型经销商的全国经销体系建设；②**线上：**精细运营&多维度营销，电商、商超散称及零食渠道快速增长。23年前三季度，线下营收占比79%，同比+47%；线上同比+52%，其中抖音等新媒体同比+314%。

成长驱动/发展机遇

短期

增量渠道红利持续释放，鹌鹑蛋、魔芋、豆干等单品持续放量，鹌鹑蛋盈利改善业绩确定性，品类渠道拓展下业绩有望持续增长

中长期

产品端，第二个“十亿级”鹌鹑蛋快速起量，规模效应有望持续释放；优势鱼干做产品升级。

渠道端，“大包装+散称”推动渠道升级，现代渠道占比持续提升。

3.13 劲仔食品：大包装+散称发力全渠，强势单品持续放量

- **大包装+散称发力全渠，保持高速增长态势。**23 年以来公司结合大包装战略布局开发各大系列散称产品，提高客单价，填补渠道空白。大包装、散称保持高增长趋势，23Q1-3大包装/小包装/散称收入同比+50%/+20%/+237%。
- **大单品策略构筑品类护城河。1) 鱼制品：**未来继续以“超十亿级”单品小鱼为绝对核心。今年下半年推出新品深海鳀鱼，目前在西安部分高端渠道销售。**2) 其他实力单品：**鹌鹑蛋有望成文下一个“十亿级”单品，公司积极布局新鹌鹑蛋生产基地，有望形成规模效应。

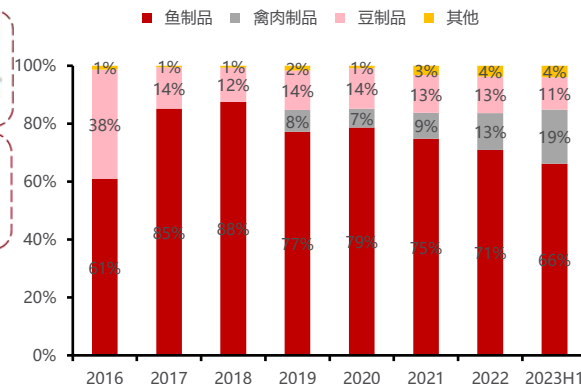
图表：大包装+散称发力全渠

产品	图示	包装	价格	渠道
鱼类零食		20 克（散装）	1-2 元/袋	流通渠道为主
		20 克×12 包（大包装）	12.9 元/包	KA/CVS 等现代化流通渠道
豆干零食		20 克（散装）	1-1.5 元/袋	流通渠道为主
		20 克×40 包（大包装）	39.9 元/盒	KA/CVS 等现代化流通渠道

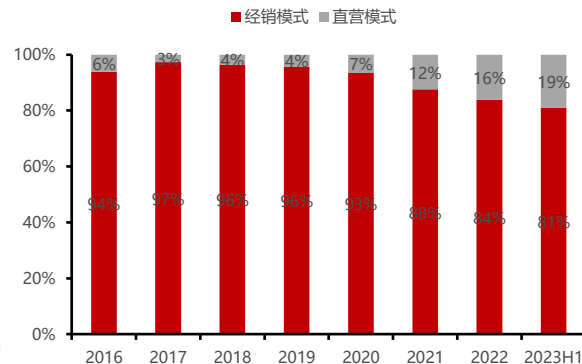
图表：劲仔食品产品矩阵



图表：劲仔食品产品结构



图表：劲仔食品渠道结构



3.14 洽洽食品：瓜子“品类即品牌”，坚果打开第二增长曲线

核心推荐逻辑

行业特性

坚果炒货加工工艺简单，直接材料占比高，传统炒货销售以散称为主，行业整体体现为供给端“小个体、大市场”，格局较为分散。

坚果行业内部可分为籽坚果&树坚果，其中籽坚果中的**包装瓜子集中度较高**，树坚果中**混合坚果（每日坚果）较红海**、**调味型坚果渗透率低**。

我国坚果消费场景多为休闲零食，除解馋尝鲜外，坚果具备健康&消费升级逻辑，进而带来礼品属性。零食属性下渠道同样需要广泛触达消费者，**多元布局+网点渗透**。

行业趋势

葵花籽属于坚果炒货中的籽坚果，目前处于成熟期，年食用量稳定，**量稳价增**。目前**瓜子包装化率约为50%，未来呈小幅提升态势**，洽洽包装瓜子占有率在50%左右。

调味型坚果定位差异化，休闲属性强，在口味调味上可有较多创新研发及工艺流程（添加巧克力、水果等），**在相对细分品类中可凭借产品力跑出大单品**，目前渗透率较低具备提升空间。

线下仍为渠道基本盘，渠道变革不断提速，渠道迭代方向为更高效的满足消费者需求，量贩零食掀起供给侧改革，高性价比+多品类满足解馋尝鲜，更高效适配消费者需求。

洽洽食品核心竞争力

品牌力突出：瓜子行业龙头，提价传导顺畅，产品升级方式不断强化品牌力。

渠道掌控能力强：线下渠道网络布局深入，价盘及窜货管控严格。持续推进渠道精耕，增加覆盖网点及数字化平台终端数量，23H1经销商超过1200家，渠道数字化平台掌控终端网点数量近25万家。

组织架构改革，激发内部活力：21年进一步细化改革销售团队，构建瓜子/坚果销售铁军。内部改革下公司内部市场化、扁平化。

成长驱动/发展机遇

短期

新采购季下成本压力有望缓解，盈利能力有望提升。目前经营节奏稳健、渠道库存良性，旺季来临整体有望稳健增长。

中长期

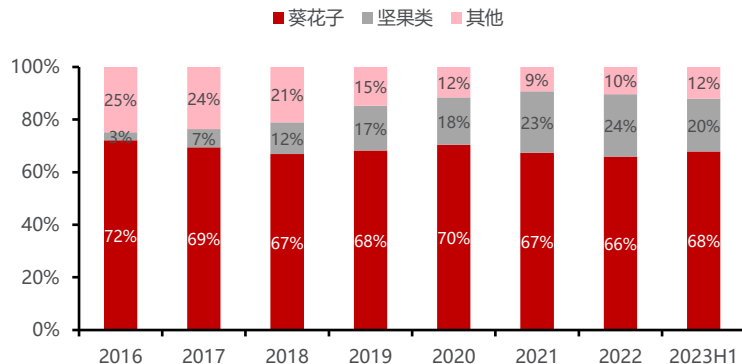
展望明年，国内葵花籽种植面积有所提升，供需稳定下原料成本有望下行；渠道多元布局、坚果终端持续开拓、规模效应显现下长期动能充足。

资料来源：中国食品网，公司公告，民生证券研究院

3.15 洽洽食品：瓜子“品类即品牌”，坚果打开第二增长曲线

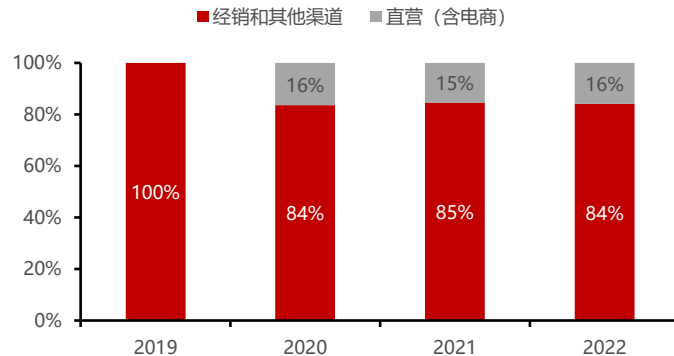
- **原材料高点回落，成本下降利润有望逐步释放：**今年葵花籽种植面积提升，叠加天气等因素总体较好，预期产量有所提升。目前葵花籽采购价格较前期高点有所下降，采购仍在持续进行，**预计利润弹性会在23Q4和24Q1逐步释放。**
- **百万终端+渠道精耕，提升终端渗透率。**目前公司覆盖零售终端约40万个，22年提出3-5年覆盖百万终端。组织架构上全国线下分为7个经营中心，每个中心均有城市精耕的规划。公司持续探索精耕模式，有望借助经销商力量进一步推进。
- **未来加大量贩新渠渗透，提高坚果礼盒渠道占比。**瓜子端主要发力弱势市场、县乡市场、海外东南亚市场、中东潜力市场，以及餐饮渠道、零食量贩渠道、新渠道等。**坚果端**主要集中在屋顶盒、坚果礼渠道的渗透，同时加大风味坚果的试销力度，并持续发力电商。

图表：洽洽食品产品结构



资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：洽洽食品渠道结构



3.16

甘源食品：产品有序铺设，渠道多点开花，发展动能充足

➤ 核心推荐逻辑

行业特性

坚果炒货加工工艺简单，直接材料占比高，传统炒货销售以散称为主，行业整体体现为供给端“小个体、大市场”，格局较为分散。

坚果行业内部可分为籽坚果&树坚果，其中籽坚果中的**包装瓜子集中度较高**，树坚果中**混合坚果（每日坚果）较红海**、**调味型坚果渗透率低**。

我国坚果消费场景多为休闲零食，除解馋尝鲜外，坚果具备健康&消费升级逻辑，进而带来礼品属性。零食属性下渠道同样需要广泛触达消费者，**多元布局+网点渗透**。

行业趋势

花生属于坚果炒货中的籽坚果，21年花生休闲食品市场规模约为238亿元，与瓜子不同，**花生市场较分散，中小品牌较多**。

调味型坚果定位差异化，休闲属性强，在口味调味上可有较多创新研发及工艺流程（添加巧克力、水果等），**在相对细分品类中可凭借产品力跑出大单品，目前渗透率较低具备提升空间**。

线下仍为渠道基本盘，渠道变革不断提速，渠道迭代方向为更高效的满足消费者需求，量贩零食掀起供给侧改革，高性价比+多品类满足解馋尝鲜，更高效适配消费者需求。

甘源食品核心竞争力

产品力突出、研发优势木明显：老三样收入稳定，新品驱动收入增长，研发优势突出下不断推出口味型坚果、冻干坚果新品。

渠道：借助口味坚果打开会员店渠道，产品品质得到背书，八大事业部改革全渠布局、渠道运营精细化，电商引入新团队发力分销自播达播。

成长驱动/发展机遇

短期

23Q4将在多个渠道投放新品冻干坚果，春节旺季产品前置准备。24年发力商超渠道，会员店持续推新拉动增长，成本低位下业绩有望向好。

中长期

公司产品力突出，具备研发基因，会员店渠道不断推新打造爆品，商超、电商渠道持续布局，流通、经销渠道升级空间大，新道红利有望延续，传统渠道的改革效果值得期待。

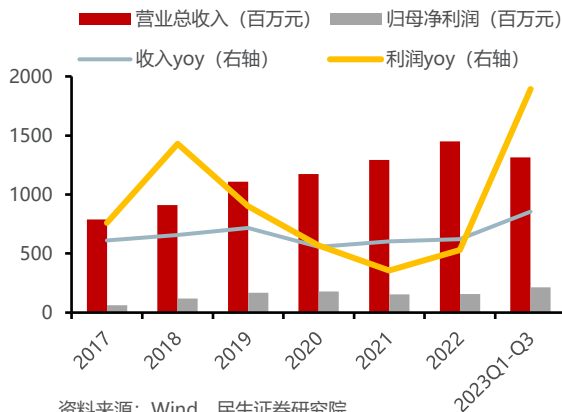
资料来源：赢销力，民生证券研究院

3.17

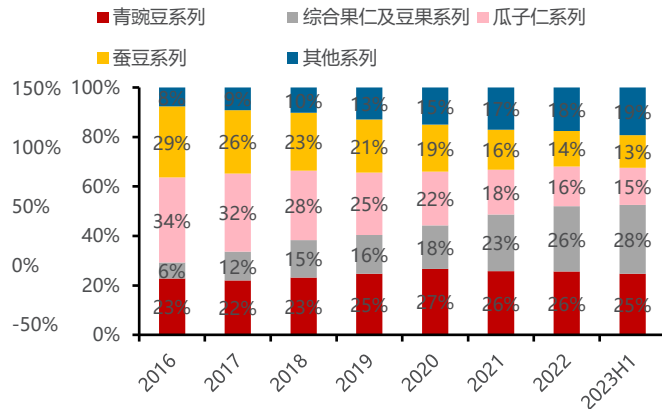
甘源食品：做大调味型坚果，延展铺设渠道

- **丰富调味坚果产品矩阵，扩大坚果产品销售渠道：**公司调味坚果已形成口味丰富、品类多样的系列化矩阵，四季度计划将坚果产品销售渠道进一步扩大，逐步延伸覆盖到高端会员店、零食量贩店、商超和电商等渠道。
- **量贩零食持续高增，扩大高端会员渠道合作品项。**1) **高端会员店：**自去年开始陆续合作，今年主要扩大与各个会员店系统的合作品项，打通高端调味坚果产品的销售通路。2) **零食量贩：**目前属于快速发展时期，结合通过门店扩张以及与公司合作产品的持续叠加双重因素，销售量环比持续提升。

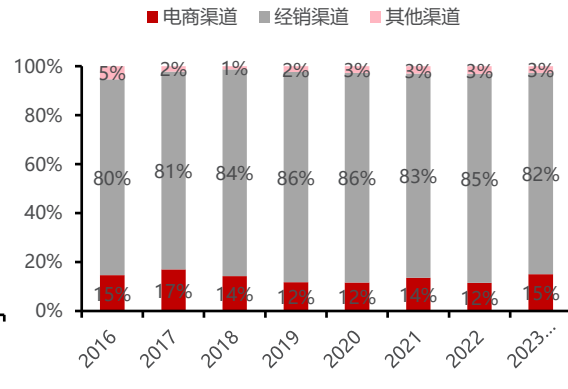
图表：甘源食品业绩表现



图表：综合果仁及豆果（豆果、调味坚果）占比提升



图表：甘源食品渠道结构

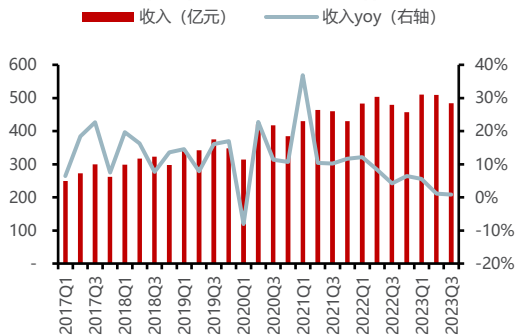


资料来源：Wind，民生证券研究院

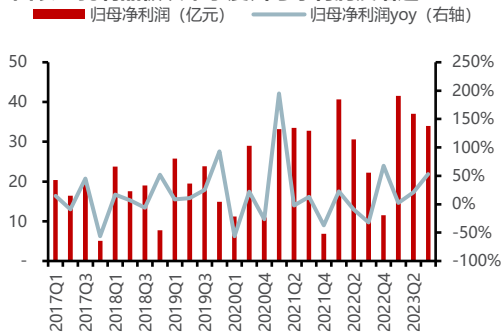
04. 乳制品：逆周期关注 龙头议价

4.0 乳制品：下游需求弱复苏，行业控费提质增效

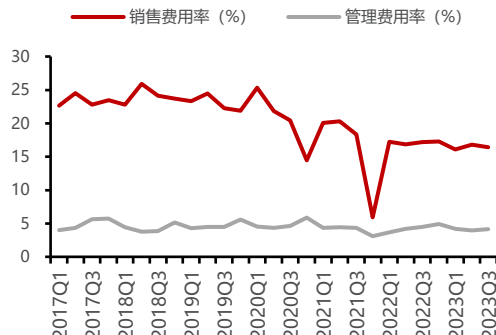
图表：乳制品板块单季度收入及增速



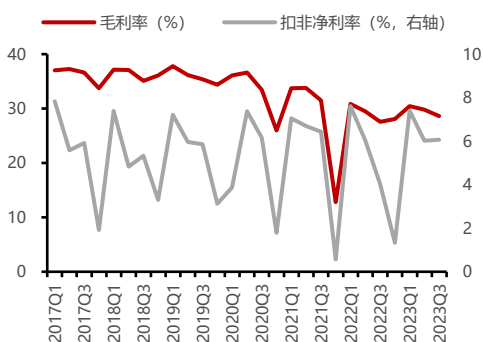
图表：乳制品板块单季度归母净利润及增速



图表：板块单季度单季度管理/销售费用率



图表：板块单季度单季度毛利率/扣非净利率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

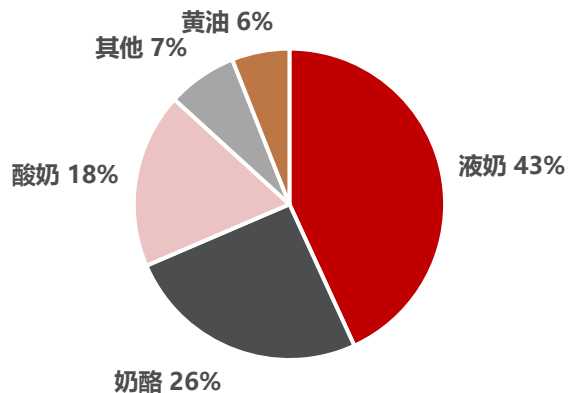
图表：部分乳制品企业分季度营收/扣非净利润情况（亿元）

证券名称	营业收入					同比变动				
	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
伊利股份	302.87	291.98	333.28	326.54	311.09	6.7%	14.6%	7.8%	1.1%	2.7%
新乳业	27.00	25.27	25.21	27.77	28.96	15.7%	9.0%	8.8%	12.7%	7.3%
天润乳业	6.18	5.58	6.31	7.58	6.94	19.7%	3.9%	16.3%	9.8%	12.2%
妙可蓝多	12.35	10.00	10.23	10.43	10.09	14.7%	-25.0%	-20.5%	-20.2%	-18.3%
燕塘乳业	5.11	4.66	4.29	5.34	5.18	-7.2%	-4.3%	10.9%	4.3%	1.6%
光明乳业	69.75	68.30	70.71	70.68	65.25	-10.5%	-4.5%	-2.4%	-1.3%	-6.4%
证券名称	扣非归母净利润					同比变动				
	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
伊利股份	16.93	10.05	33.17	24.80	26.57	-33.3%	153.3%	0.8%	-4.5%	56.9%
新乳业	1.05	0.47	0.75	1.55	1.62	2.5%	31.7%	115.6%	43.2%	54.4%
天润乳业	0.42	0.40	0.49	0.68	0.27	52.2%	40.8%	53.4%	5.2%	-35.5%
妙可蓝多	(0.27)	(0.21)	0.06	(0.03)	(0.05)	-186.2%	-2.6%	-91.5%	-106.6%	83.0%
燕塘乳业	0.21	0.04	0.29	0.70	0.44	-53.3%	256.1%	38.0%	86.3%	110.6%
光明乳业	0.40	(1.13)	1.75	1.42	(0.05)	-71.1%	-214.3%	25.2%	39.0%	-111.7%

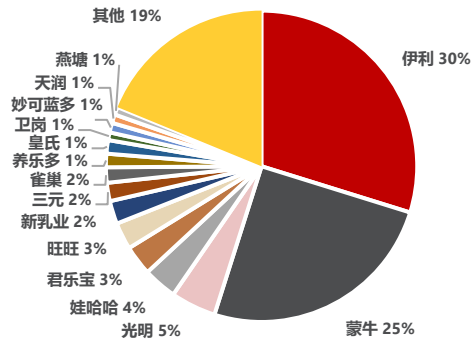
4.1 乳制品：稳态增长长期，成熟赛道逆周期关注龙头议价，顺周期看中小乳企的扩张弹性，龙头公司资本整合与产品研发能力是关注点

- **从品牌市占率来看：**22年两强伊利蒙牛各占30%/25%，行业CR2市占率过半，双寡头格局稳固，泛全国化乳企占比较小，更多寻求细分板块机会。
- **从产品品类构成来看，**中国乳制品市场可细分为白奶、酸奶、奶酪和其他类，白奶和酸奶构成我国乳制品消费的主要版图。白奶市场规模在2022年的占比约43%，占比最高；酸奶品类通过创新，以丰富的产品矩阵满足不同消费人群的差异化需求，占比18%；奶酪作为新兴市场，随着市场渗透一步一步的提升，预计未来会成为增长最快的子市场。

图表：2022年乳制品产品构成



图表：2022年乳制品竞争格局



资料来源：欧睿，民生证券研究院

4.2

供给端：原奶价格周期复盘，牧场加速规模化、奶牛单产水平提升及乳企向上整合产销联动，24年奶价下探空间有限，降速放缓

◆ 奶价周期复盘

复盘历史上原奶价格的两轮下行期：

第一轮：2014年2月到2015年4月，最大降幅20%。奶荒期中小牧场扩产，下游企业恐慌性囤积大包粉。叠加同期国际大包粉底价倾销国内，冲击国内原奶价格；供需严重失衡导致奶价单边加速下行。

第二轮：2021年8月至今，最大降幅16%，趋势仍在持续。伴随着20年末开启的新一轮上涨，各家乳企加速上游奶源布局，经2年建设期后于23年开始释放产能，规模化牧场占比快速提升。但下游需求弱复苏，供大于求，奶价加速下行。

图表：中国原奶价格周期复盘



资料来源：wind，民生证券研究院

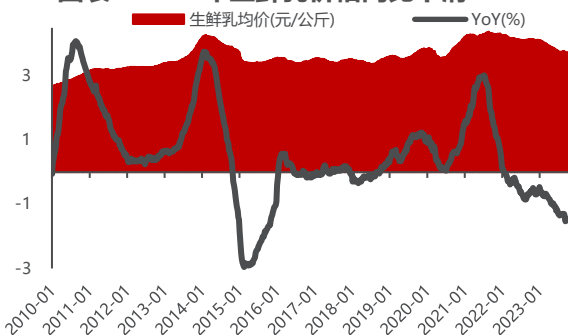
4.3

乳制品：供给出清、需求改善，预计24年原奶价格温和下行但降速放缓，下探空间有限，成本红利效用减弱。

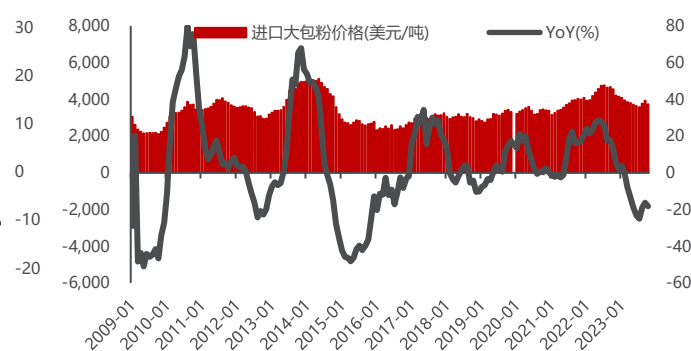
乳企成本构成中，原奶占比超过五成，以综合乳企伊利股份为例：21年乳制品主要成本构成为原奶、大包粉和包材，在成本中占比分别为41%、9%、30%。

2023年，生鲜乳、大包粉、PET瓶片、瓦楞纸分别同比-7.34%/-13.54%/-12.75%/-19.33%，同比均有回落。

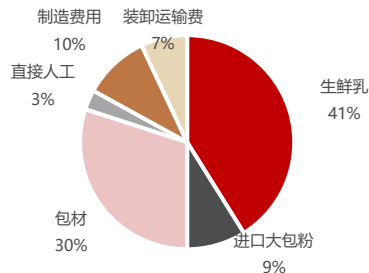
图表：2023年生鲜乳价格同比下滑-7.34%



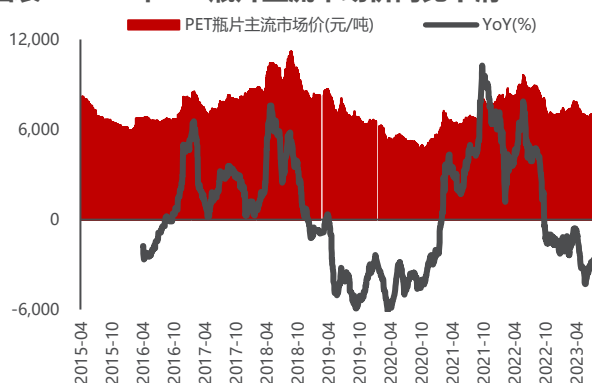
图表：2023年进口大包粉价格同比下滑-13.54%



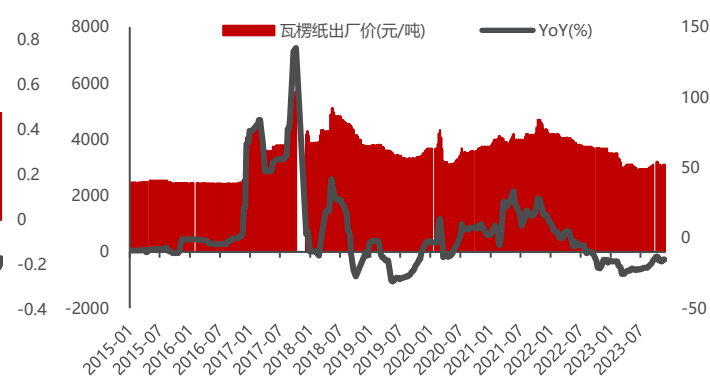
图表：乳企成本构成中生鲜乳及大包粉占比5成以上



图表：2023年PET瓶片主流市场价同比下滑-12.75%



图表：2023年瓦楞纸出厂价同比下滑-19.33%

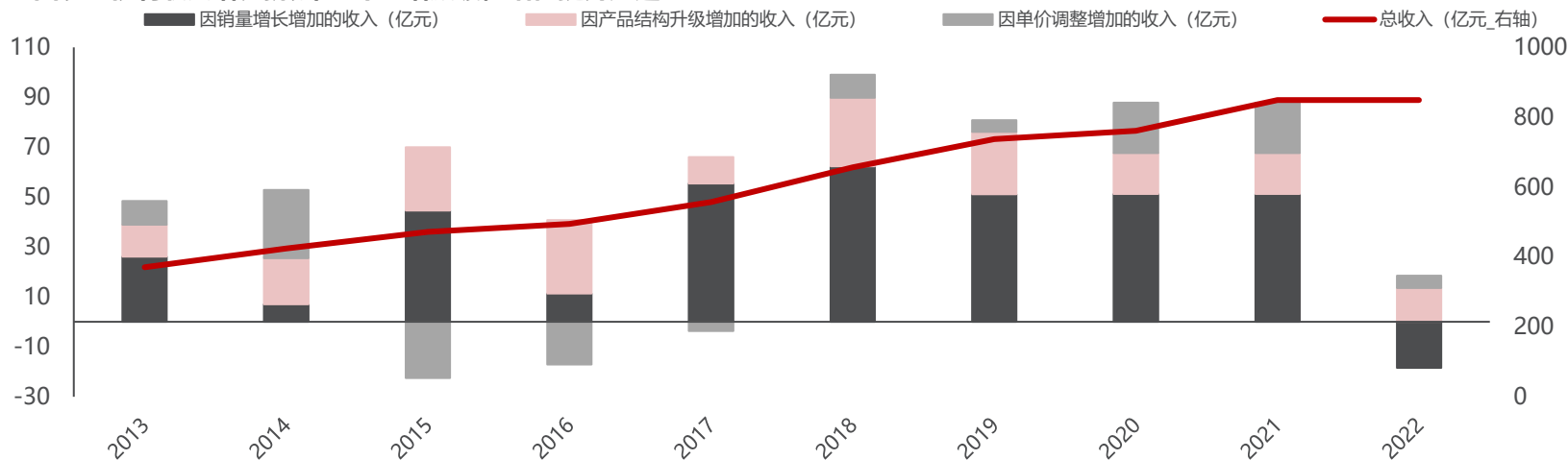


资料来源：华经产业研究院，wind，公司公告，民生证券研究院

4.4 乳制品：结构仍有升级空间

- 对标海外国家乳制品消费结构，我国乳制品消费主要以**液态奶为主**。2022年我国常温白奶销售额占比24.7%，酸奶占比34.7%，低温鲜奶、奶酪占比较低，分别为9.4%/2.8%。而海外市场低温鲜奶、奶酪等渗透率远高于我国，2022年日本/韩国/美国鲜奶销售额占比分别为24%/31%/18%，奶酪占比分别为18%/7%/38%。从动态视角来看，2014-2022年我国乳制品消费品结构有较大改善，鲜奶销售额占比提升近3ppt，酸奶提升14.7ppt。**伴随消费升级，未来我国鲜奶、奶酪等品类的渗透率有望持续提升。**

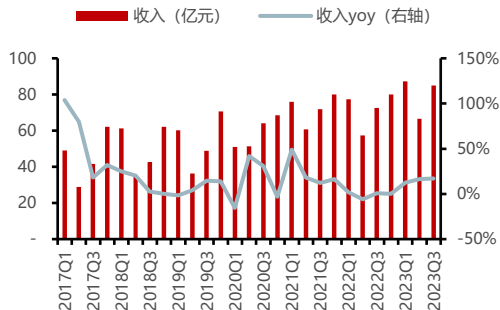
图表：伊利收入增长拆分,22年量增放缓，结构提升加速



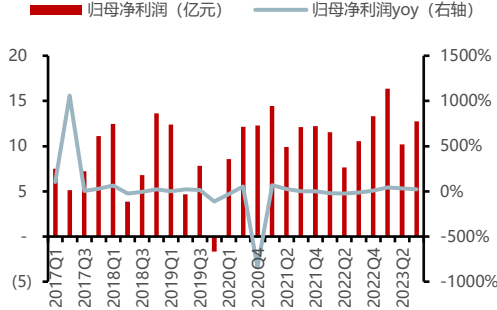
资料来源：公司公告、民生证券研究院

4.5 软饮料：出行链恢复行业增速换挡，头部平台型公司规模效应显著

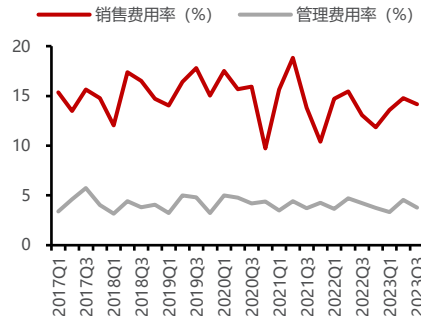
图表：软饮料板块单季度收入及增速



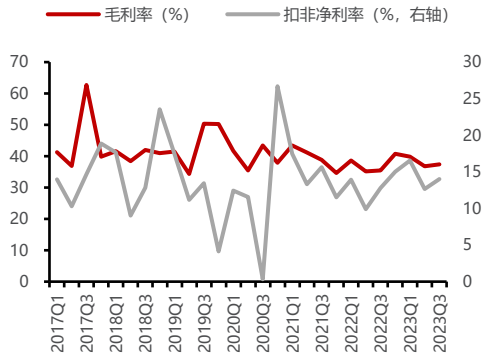
图表：软饮料板块单季度归母净利润及增速



图表：板块单季度单季度管理/销售费用率



图表：板块单季度单季度毛利率/扣非净利率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图表：部分软饮料企业分季度营收/扣非归母净利润情况(亿元)

证券名称	营业收入					同比变动				
	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
泉阳泉	3.10	3.38	2.20	4.15	3.11	-26.0%	10.6%	-13.5%	13.2%	0.2%
香飘飘	6.71	15.98	6.79	4.92	8.08	-24.2%	7.1%	37.0%	35.2%	20.4%
李子园	3.61	3.42	3.45	3.56	3.68	-3.8%	-17.5%	1.1%	-0.9%	2.0%
东鹏饮料	23.53	18.61	24.91	29.69	31.81	25.3%	31.3%	24.1%	30.0%	35.2%
承德露露	5.09	7.21	11.41	3.53	5.41	3.0%	7.6%	2.1%	2.4%	6.4%
欢乐家	3.65	5.34	5.17	3.95	3.94	16.3%	8.0%	43.7%	17.1%	7.8%
证券名称	扣非归母净利润					同比变动				
	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
泉阳泉	0.17	(1.05)	(0.23)	0.53	(0.01)	-15.0%	-40.0%	-43.8%	-5.4%	-105.9%
香飘飘	0.47	2.78	(0.07)	(0.73)	0.40	-38.2%	91.7%	90.5%	5.2%	-14.9%
李子园	0.49	0.56	0.58	0.72	0.48	-24.6%	-11.1%	70.6%	46.9%	-2.0%
东鹏饮料	3.50	2.88	4.53	5.37	5.12	14.4%	142.0%	36.9%	40.2%	46.3%
承德露露	1.23	1.82	2.39	0.76	1.26	5.1%	9.0%	1.7%	20.6%	2.4%
欢乐家	0.35	0.85	0.85	0.44	0.41	42.8%	50.6%	74.9%	47.6%	18.2%

05. 盈利预测



行业重点公司盈利预测

	代码	重点公司	现价	EPS			PE		
			2023/12/14	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
调味发酵品	603288.SH	海天味业	34.83	1.11	1.08	1.23	31	32	28
	600872.SH	中炬高新	27.11	(0.75)	0.83	0.98	-	33	28
	603027.SH	干禾味业	15.79	0.33	0.51	0.63	47	31	25
	600305.SH	恒顺醋业	9.37	0.12	0.15	0.19	76	61	49
	603317.SH	天味食品	13.79	0.32	0.43	0.53	43	32	26
	1579.HK	颐海国际	10.57	0.72	0.86	1.00	15	12	11
	603755.SH	日辰股份	26.85	0.52	0.61	0.83	52	44	32
食品加工	603345.SH	安井食品	99.90	3.75	5.03	6.64	27	20	15
	001215.SZ	干味央厨	53.06	1.18	1.69	2.20	45	31	24
	002216.SZ	三全食品	13.69	1.18	1.69	2.20	12	8	6
	300973.SZ	立高食品	47.67	0.85	2.04	2.80	56	23	17
	605338.SH	巴比食品	21.76	0.89	0.97	1.22	24	22	18
休闲食品	002847.SZ	盐津铺子	71.00	1.54	2.83	3.79	46	25	19
	002991.SZ	甘源食品	72.16	1.70	3.01	3.61	42	24	20
	002557.SZ	洽洽食品	35.64	1.93	1.55	2.18	19	23	16
	603517.SH	绝味食品	27.24	0.37	1.17	1.72	74	23	16
乳品饮料	600887.SH	伊利股份	25.88	1.48	1.68	1.89	17	15	14
	605499.SH	东鹏饮料	184.33	3.60	4.76	6.20	51	39	30
	603711.SH	香飘飘	13.69	0.52	0.63	0.87	26	22	16
	002946.SZ	新乳业	11.39	0.42	0.56	0.73	27	20	16
	600419.SH	天润乳业	12.01	0.61	0.56	0.63	20	22	19
	605337.SH	李子园	14.81	0.56	0.68	0.78	26	22	19
	600597.SH	光明乳业	8.93	0.56	0.68	0.78	16	13	11

资料来源: wind, 民生证券研究院预测, 注: 颐海国际股价已按汇率1HKD=0.9177RMB转换; 股价为2023年12月14日)

06. 风险提示



风险提示

- **原材料价格波动。**食品行业原材料多为农副产品、肉类等，易受自然条件、市场供求等因素影响，其价格存在一定的波动性，行业采购成本存在随农副产品市场价格波动而变动的风险，若未来原材料价格大幅波动且无法及时消除原材料价格波动造成的不利影响，将对行业盈利能力和财务状况产生不利影响。
- **公司改革进度不及预期。**外部环境及消费者需求变化迅速，公司结合自身情况对产品及渠道进行经营改革，进展不及预期或将影响公司业绩。
- **零售商品品牌产品的替代分流。**零食量贩渠道快速发展，渠道商话语权增强，销售自有品牌商品将对上游生产商形成分流，行业竞争或有加剧。
- **下游需求恢复不及预期。**连锁企业通过门店触达消费者，速冻及烘焙食品企业作为B端餐饮等客户的上游供应商，同时也通过商超等渠道向消费者销售C端产品。在消费场景放开、门店等场景客流恢复下，下游需求若持续遇冷将对食品企业业绩产生负面影响。
- **食品安全风险。**采购、生产及流通环节可能存在一定食品安全风险，企业层面无法完全管控；此外，行业层面若发生重大食品安全事故等会使消费者产生信任危机，对行业内企业的业绩产生负面影响。

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师, 基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点, 结论不受任何第三方的授意、影响, 研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅- 5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅- 5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 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, 客户应当充分考虑自身特定状况, 不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期, 本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告, 但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务, 本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告, 则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记, 除非另有说明, 均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

THANKS 致谢

民生食品饮料研究团队：



分析师 王言海

执业证号：S0100521090002
邮箱：wangyanhai@mszq.com



分析师 张玲玉

执业证号：S0100522090002
邮箱：zhanglingyu@mszq.com



分析师 孙冉

执业证号：S0100522110004
邮箱：sunran@mszq.com



分析师 杜山

执业证号：S0100523100003
邮箱：dushan@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120
北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005
深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026