

食品饮料行业

如何理解大 B 壁垒？浅析餐饮供应链的服务能力

投资要点：

➤ **周专题：**长期竞争视角下，如果将主供丢失强势品类的部分份额比喻为战争中的“存人失地”，那么具备大B综合服务力的供应商在持久竞争中终将“人地皆存”。首先，具备综合服务能力往往代表着已成功卡位top级供应商，可以更好地与大B产品创新同频，即配合大B快速落地新品，进而获取其主要份额、实现品类内延式增长；换言之，供应链龙头在向内找增量中具备强大的先发优势。其次，已卡位主供的老玩家可凭借快速响应与稳定供应巩固绝对份额，并伴随大B门店连锁扩张而自然增长；且由于供应链管理成本、大B主导价值链条，新玩家难以通过产品逻辑轻易颠覆原主供应商，尤其当原供应链龙头坚守服务导向。因此，基于存量份额的稳定保有、增量获取的先发优势等视角，具备综合服务能力的供应链龙头有望在长线竞争中穿越周期，实现强者恒强。

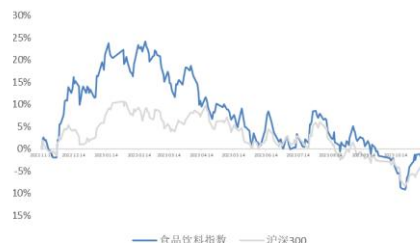
➤ **大B市场空间大，壁垒高，但同样面临缺失主导权，议价力不足等问题；**对于此重客主导的生意，综合服务能力既充当供应商进攻时推新品、切份额的利器（获取增量的先发优势），也可作为其守护主供品类基本盘的壁垒（坚持服务导向、不犯错）。而大B的竞争烈度短期受需求修复节奏影响，长期则回归经济效益这一底层逻辑，而理性竞争抓手又将落点在大B服务能力。因此，服务力强、提前卡位的供应链龙头有望在长线竞争中穿越周期，实现强者恒强。

➤ **周观点：【白酒】**建议关注高端酒泸州老窖、贵州茅台、五粮液。【啤酒】重点关注：青岛啤酒、燕京啤酒；关注：乐惠国际、重庆啤酒、华润啤酒，珠江啤酒。【软饮料】重点推荐：东鹏饮料、百润股份，关注：李子园、香飘飘、承德露露、养元饮品。【乳制品】关注：天润乳业、伊利股份。【休闲零食】关注：量贩零食稀缺标的万辰集团。【餐饮供应链】推荐安井食品、千味央厨、天味食品，关注中炬高新。【小餐饮连锁】重点推荐巴比食品，关注五芳斋、绝味食品、紫燕食品、煌上煌。【烘焙茶饮链】重点推荐立高食品；关注：佳禾食品、海融科技、南侨食品、奈雪的茶。【代糖】关注：百龙创园、莱茵生物、华康股份。【餐饮】关注：海底捞、呷哺呷哺

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

强于大市(维持评级)

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师 刘畅

执业证书编号：S0210523050001

邮箱：lc30103@hfzq.com.cn

分析师 张东雪

执业证书编号：S0210523060001

邮箱：zdx30145@hfzq.com.cn

分析师 童杰

执业证书编号：S0210523050002

邮箱：tj30105@hfzq.com.cn

相关报告

1.《可选品降级之量贩零食：渠道效能内卷，行业整合在即》-2023.11.13

1.《逐级恢复，满怀希望——食品饮料 Q3 总结综述》-2023.11.6

正文目录

1 如何理解大 B 壁垒？浅析餐饮供应链的服务能力.....	3
1.1 复盘百胜供应链发展历程，大 B 是一门“慢工出细活”的生意.....	3
1.1.1 百胜培育出专业、分散而又有梯次的供应商生态体系.....	3
1.1.2 服务逻辑主导，大 B 系“难而正确”的生意.....	5
1.2 大 B 端竞争“存人失地”，长期则“人地皆存”.....	7
1.2.1 大 B 竞争烈度短期有波动，供应链龙头基本盘依旧牢固.....	7
1.2.2 综合服务力系核心抓手，短期品类份额波动不改强者恒强趋势.....	8
2 周观点（11.13-11.17）.....	10
2.1 白酒.....	10
2.2 啤酒.....	11
2.3 软饮料.....	12
2.4 乳制品.....	12
2.5 休闲食品.....	13
2.6 餐饮产业链.....	13
2.7 烘焙茶饮链.....	14
2.8 小餐饮连锁.....	15
2.9 代糖.....	15
2.10 餐饮.....	15
3 本周重要公司公告.....	16
4 风险提示.....	16

图表目录

图表 1：限额以上餐饮收入同比 19 年实现强劲增长.....	3
图表 2：我国餐饮连锁化率近年持续提升.....	3
图表 3：百胜供应链发展历程复盘.....	5
图表 4：百胜携手本土供应链共谋发展.....	5
图表 5：百胜成熟的供应商管理、赋能机制.....	5
图表 6：百胜研发、采购与供应商之间的联动（产品定价）.....	6
图表 7：大 B 市场敏感度分析，未来空间大.....	6
图表 8：大 B 灯塔效应有助于公司拓增量.....	6
图表 9：大 B 是一门“难而正确”的生意.....	7
图表 10：简析大 B 竞争烈度与短期变化展望.....	8
图表 11：千味、宝立、圣农百胜端收入.....	9
图表 12：百胜核心供应商内部扩张的共性抓手.....	9
图表 13：长期竞争格局推演，综合服务能力支撑供应链龙头竞争端终将“人地皆存”.....	10

1 如何理解大 B 壁垒？浅析餐饮供应链的服务能力

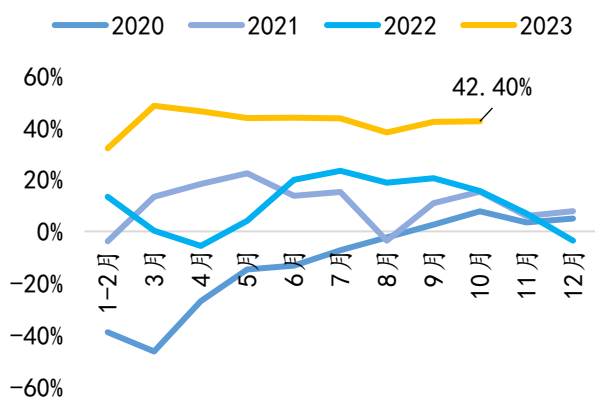
在下游结构性复苏、龙头展现马太效应的背景下，餐饮重客（大 B）近年备受产业、资本市场关注，其中冻品、原料等细分龙头竞相加大布局。究其原因，随着大 B 加速连锁化发展，其对食品安全、产品创新及稳定供应等需求愈发强烈，进而催生供应链工业化、规范化红利；同时，疫后其他渠道的弱复苏、厂商投入的低费效比，进一步凸显大 B 红利。那么，面对大 B 市场红利与短期竞争烈度上升，提前卡位的供应链龙头能否“乘风破浪”、持续攫取行业红利？

鉴于百胜深耕我国餐饮业 36 载、多次为餐饮产业上中下游带来行业标准、技术经验与价值标杆，本文将依据其供应链发展及生态体系，探究大 B 生意的本质以及供应链龙头在重客端的核心壁垒。

1.1 复盘百胜供应链发展历程，大 B 是一门“慢工出细活”的生意

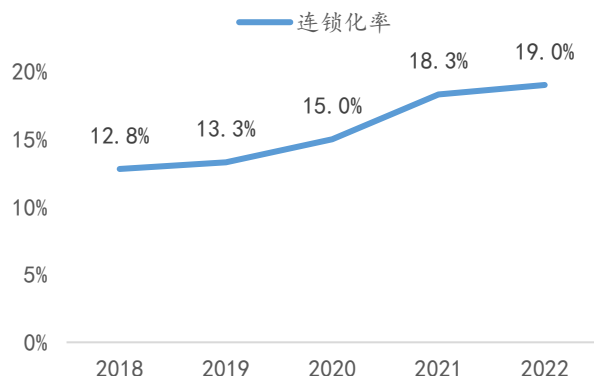
随着今年下游餐饮业结构性复苏，大 B 供应链展现增长弹性，一度成为产业亮点。而回顾我国餐饮产业的发展，近二十年的高速发展与粗放式生产的低壁垒共同使得中上游各环节均高度分散，小产品、大市场特征显著。但随着近年疫情扰动、内需不足以及房租人力等成本攀升，餐饮龙头开始展现马太效应，行业连锁化率也得以持续提升，进而带动供应链（尤其 to 大 B）加速工业化、集中化。此外，考虑到头部餐饮扩张的确定性以及其在行业连锁化进程中的灯塔效应，我们认为大 B 业务是攫取行业红利、决定未来格局秩序的一块重要高地。因此，本文将选择餐饮核心龙头百胜，并从其成熟的本土供应链体系切入探究。

图表 1：限额以上餐饮收入同比 19 年实现强劲增长



数据来源：wind, 国家统计局, 华福证券研究所

图表 2：我国餐饮连锁化率近年持续提升



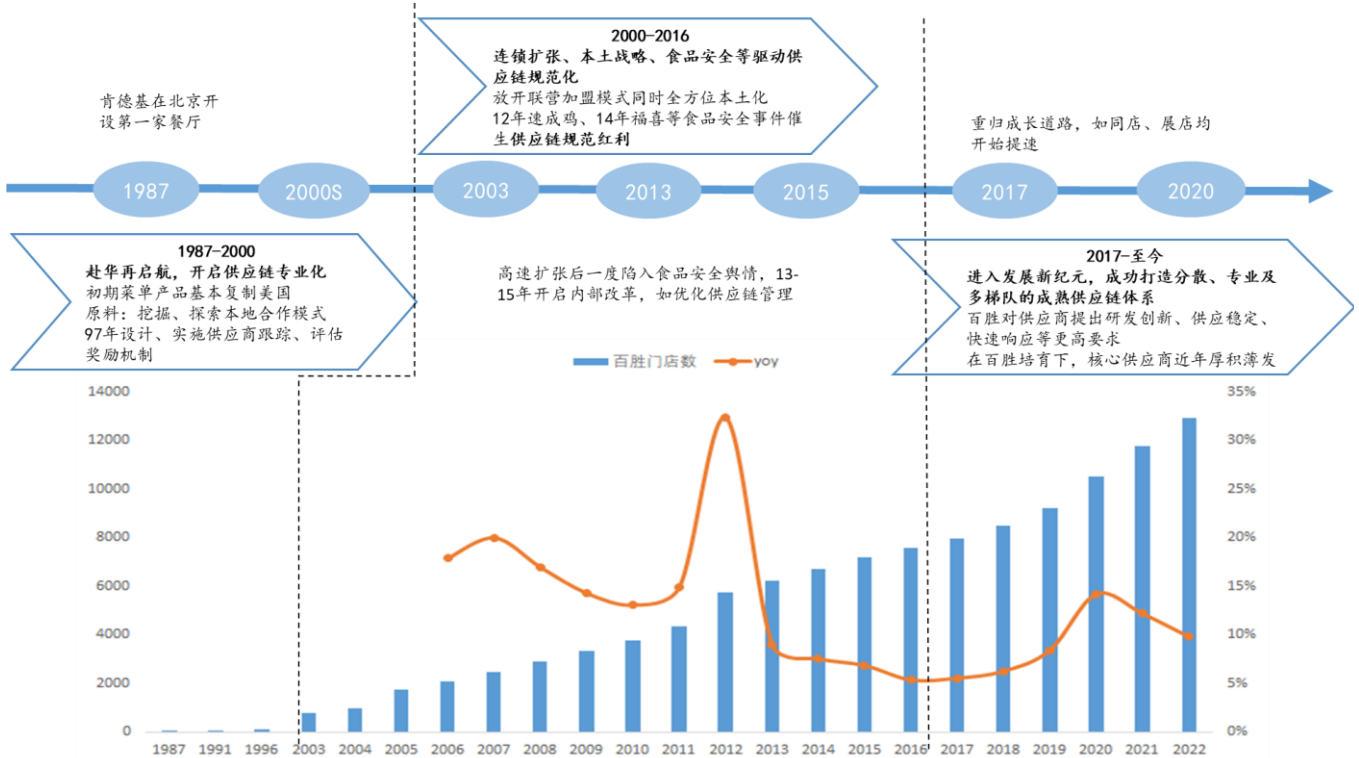
数据来源：美团, 北京商报, 华福证券研究所

1.1.1 百胜培育出专业、分散而又有梯次的供应商生态体系

在本土战略导向下，百胜积极推动门店加速连锁化与产品竞争差异化，并顺势孵化出专业、分散而又有梯次的供应商生态体系。具体来看百胜供应链发展历程：

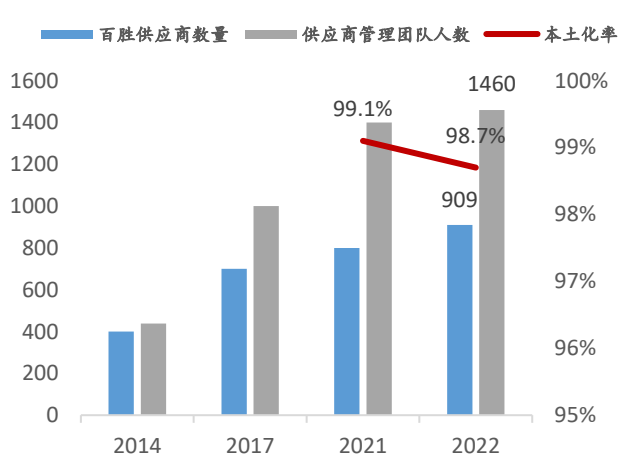
- **1987-2000 年：百胜赴华再启航，开启供应链专业化篇章。**肯德基 1987 年于我国北京开设第一家餐厅，率先在国内消费群体建立西快代表的品牌心智，并逐步开启产品供应链本土化。初期，肯德基菜单基本完全复制美国，只有原味鸡、菜丝沙拉、鸡汁土豆泥、百事可乐、咖啡等八款美食；但原料端，不同于竞争对手全权委托给上游，百胜从进入中国之初，就不断挖掘和探索本地合作模式，积极带动本地供应商的成长；例如 94 年与光泽鸡业（圣农前身）建立长期供销伙伴关系。此外，为进一步筛选出优质供应商，百胜质量保证团队于 1997 年设计并实施供应商跟踪评估、奖励(star)机制。
- **2000-2016 年：加速扩张、本土战略及食品安全等，共同驱动供应链进一步规范，其中优质玩家开始崭露头角。**为加速扩张步伐，公司放开联营加盟模式并开启全方位本土化，包括产品口味、员工组织以及供应链等；而品类本土、多元化进一步带动供应商数量快速增长，截止 2014 年，百胜已拥有 300 多家食品供应商。然而当供应链发展步伐未能跟上门店扩张，企业经营风险便在不断积累直至爆发，如 12 年速成鸡舆情、14 年福喜事件一度造成公司出现阶段性同店承压（13-16 年下滑）、展店放缓。但百胜供应链也得到进一步规范，包括 14 年调整对供应商的考核机制，突出“食品安全一票否决制”原则，次年建立“吹哨人”制度等。最后，在规范化红利下，一些优质的玩家开始崭露头角，如宝立食品、千味央厨等。
- **2017 年-至今：百胜进入发展新纪元，其供应链逐步进化为专业而分散、多梯队的成熟系统，同时核心供应商厚积薄发，不断把握供应链 β 红利。**随着前期改革红利释放、16 年 11 月纽交所上市，百胜重归成长道路，如同店、展店均开始提速。同时，其供应链也进入加速发展期，并逐步进化为专业、分散、多梯队的成熟体系。即在持续扩充经销商数量同时，百胜门店连锁化与产品个性化并举对供应商能力提出了更高的要求，如研发创新、供应稳定、快速响应以及综合成本可控等。而在百胜的多年培育下，核心供应商近年得以厚积薄发，一方面继续把握百胜内延、外扩的红利，另一方面围绕服务百胜等大 B 所沉淀的核心能力，不断孵化出新增长曲线。

图表 3：百胜供应链发展历程复盘



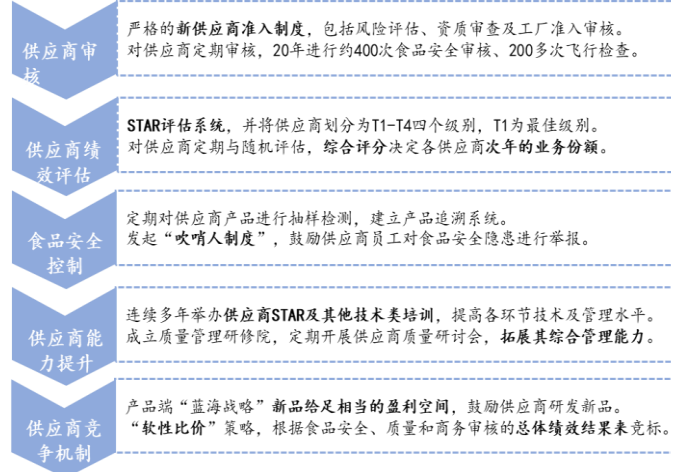
数据来源：公司公告，招股说明书，公司官网，王丹《一块炸鸡的中国之旅》，彭博，央视网，每日食品Foodaily，中国经济网，新华网，公司官网，中国法院网，北京文摘，华福证券研究所

图表 4：百胜携手本土供应链共谋发展



数据来源：《百胜可持续发展报告》，中国经济网，公司官网，证券时报 e 公司，王丹《一块炸鸡的中国之旅》，华福证券研究所

图表 5：百胜成熟的供应商管理、赋能机制



数据来源：《2020 年百胜中国可持续发展报告》，华福证券研究所

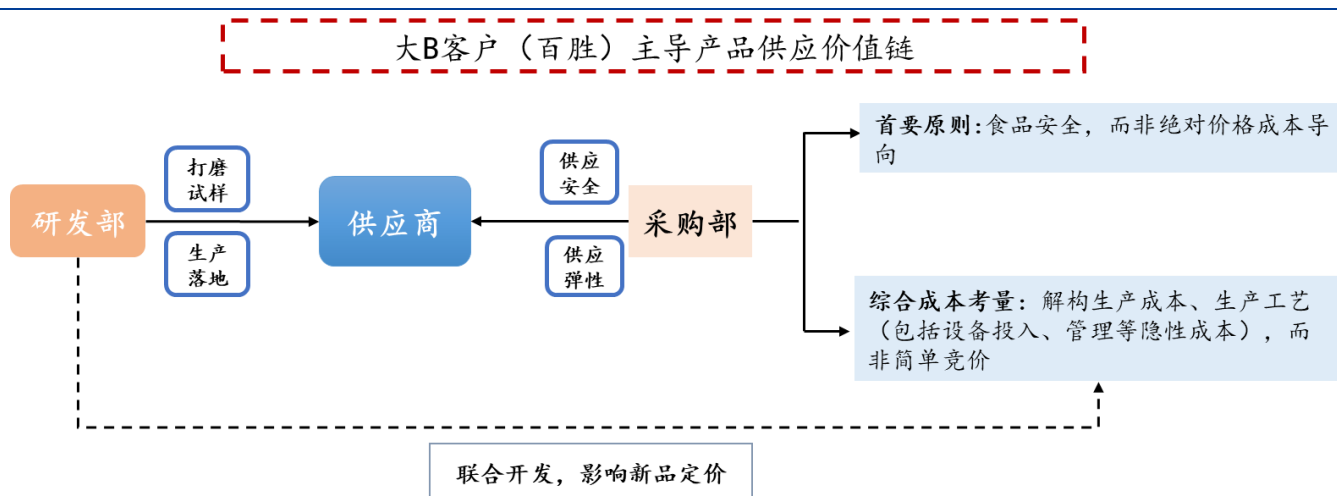
1.1.2 服务逻辑主导，大B系“难而正确”的生意

从百胜供应链发展历程看，价值链中从需求端市场感知到供应端研发创造，基本由大B客户主导的，这也决定了供应商须基于服务逻辑、定制生产来跟随扩张。而连

锁化、工业化双击形成的大市场空间，综合服务体系带来的高壁垒，以及客户的强议价力等，共同塑造大B“难而正确”的生意特质。

一方面，在餐饮结构性复苏、C端需求疲软背景下，大B市场今年增长亮眼，而且我们测算当前大B市场规模，具体通过500家以上门店连锁化率以及典型样本大客户食材成本占比测算，整体在千亿以上；且考虑到我国大B连锁化率提升空间，未来前景可期。同时，大B具备稳定供应等需求，具体如主供应商卡位等稀缺性高，对应订单可见性强，未来增长确定性高。最后，以百胜为代表的头部大B具备灯塔效应，而优质供应商可凭借此品牌背攫取更多中小B市场份额，或凭借多年合作沉淀的研发、快速反应、柔性生产等能力不断打造新增长点。

图表 6：百胜研发、采购与供应商之间的联动（产品定价）



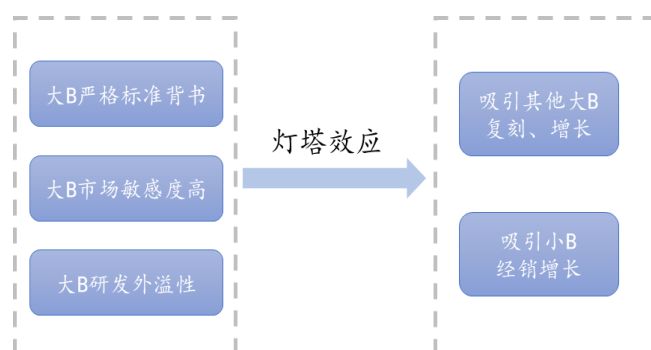
数据来源：王丹《一块炸鸡的中国之旅》，华福证券研究所

图表 7：大B市场敏感度分析，未来空间大

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

数据来源：窄门餐饮、红餐产业研究院，36氪，澎湃新闻，美团，华福证券研究所

图表 8：大B灯塔效应有助于公司拓增量

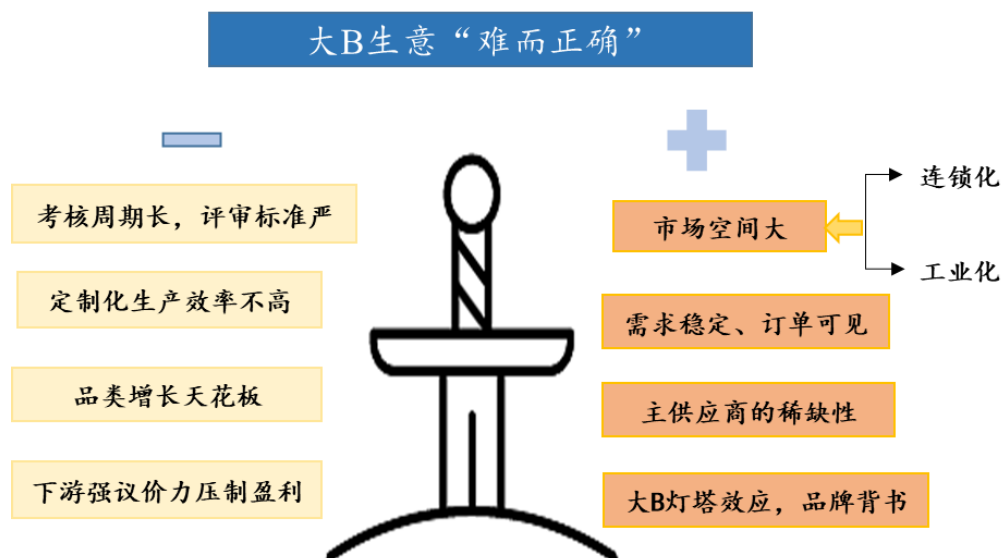


数据来源：华福证券研究所自制

另一方面，大B业务光鲜亮丽的背后，是一套更难、更慢的商业模式，包括漫长的考核周期，严苛的评估审核标准（如难以轻易复现，单独产线要求等），推新过程中大B研发会反复打磨（考验对门店需求痛点的理解度与柔性制造），季节性短线产

品不具持续性，品类增长天花板明显，以及下游强议价力压制盈利（切入初期竞标甚至出现亏损）等。但综合考虑成长空间、协同与价值赋能等因素，大B业务对大多数发力供应链的市场玩家，依旧是一项“难而正确”的生意。

图表 9：大B 是一门“难而正确”的生意



数据来源：华福证券研究所自制

1.2 大B端竞争“存人失地”，长期则“人地皆存”

竞争方面：今年头部餐饮加速扩张红利及需求稳定性，吸引了诸多速冻、原料等厂商竞相布局，其中部分细分赛道的龙头取得一定突破。例如，C端面点龙头三全食品今年大幅深化与百胜、海底捞等大B的合作；同时，烘焙龙头立高食品今年加强对百胜等大B推新供应。另一方面，对新供应大B的玩家而言，大B生意短期承受价格内卷压力，长期面临着下游龙头因竞争加剧向供应链找效益的问题，故**新玩家大B业务的供应能力与经济效益有待时间检验。**

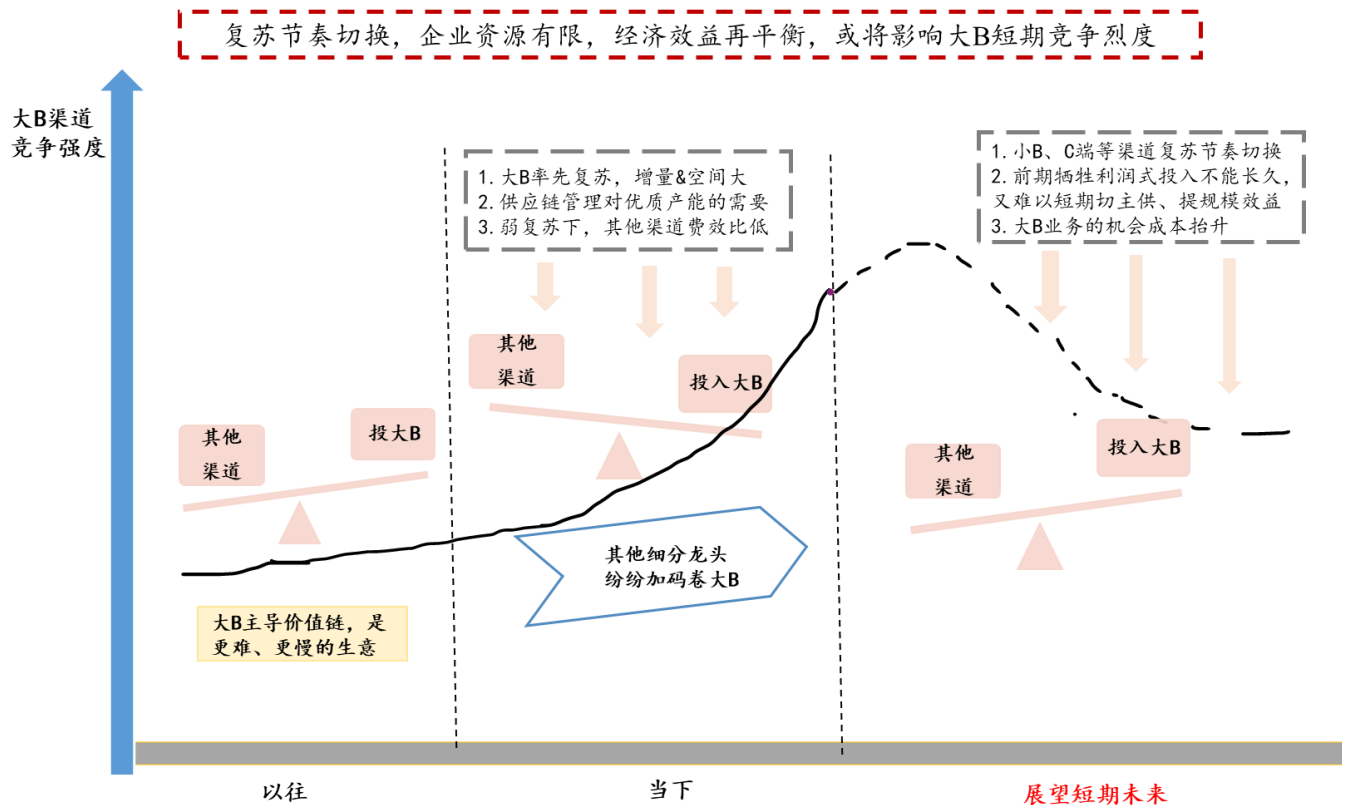
1.2.1 大B竞争烈度短期有波动，供应链龙头基本盘依旧牢固

解构短期竞争结果：同样以百胜为例，对于那些规模持续扩大、集中度高的长线单品（尤其独供品），大B或出于分散风险、平衡供应商等考虑，一般会主动切出部分产品份额给一些新优质商，从百胜经销商数量持续扩大可见。再叠加食品生产壁垒不高、细分龙头原有的禀赋优势明显，新玩家能相对快速地切入大B市场。因此，今年细分龙头的切入或深化大B业务，是由百胜等客观需求与其自身主动发力相互作用的结果。

此外，面对大B日臻成熟的供应链体系，新玩家在布局新品的初期往往处于产品

竞标、复刻的供应层次，容易选择牺牲短期利润来获取份额。且随着各项经济数据企稳回升，小B、C端等渠道的持续复苏和接力同样值得期待；而**当大B生意的短期效益不如新玩家原有的主销渠道，大B的机会成本开始上升同时企业有限的资源或将迎来重新调配，而这对于大B服务导向型生意，或许是短期竞争烈度放缓的信号。**

图表 10：简析大B竞争烈度与短期变化展望



数据来源：华福证券研究所自制

1.2.2 综合服务力系核心抓手，短期品类份额波动不改强者恒强趋势

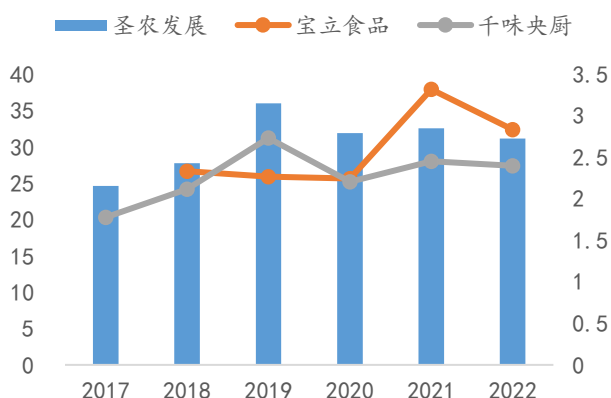
再以百胜为例，回溯其不同品类中，顶级供应商的合作历程，我们发现综合服务力系上述公司在**大B端竞争破圈、持续进化的共性。**

- **千味央厨（主供米面）：**02年顺应肯德基基本本土化而生，成功切入面点体系；06年联合研发大单品安心油条（持续增长，规模体量大），随后通过定制服务、稳定供应、快速响应及柔性生产等综合服务力，持续扩品类、切份额（如疫情承接的蛋挞份额），最终成功跻身策略供应商。
- **宝立食品（主供复调）：**从幕后到台前，公司起初通过圣农等中游工厂间接服务百胜；自07年直接供应后，公司凭借研发力、反应速度等全方位的服务体系，13年跃居至T1级供应商，16年开始全方位合作并参与新品开发、菜单设计等；公司产品覆盖从粉类→酱类→轻餐饮解决方案。23年百胜增资投入共建工厂，深度绑定、共同成长。
- **圣农发展（主供鸡肉类）：**作为百胜供应链本土化的重要标签，公司94年早

早入局并被寄予厚望。在肯德基订单、技术、理念及经验等多维扶持下，公司于 2000 年率先建立肉鸡养殖加工全产业链，以及食品安全追溯体系；09 年成为战略合作伙伴，21 年百胜举牌成为公司第二大股东。

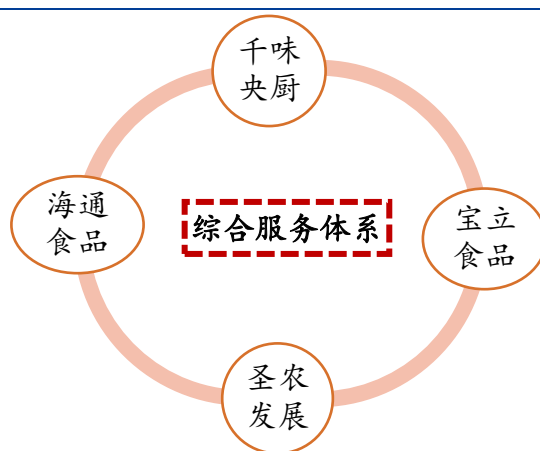
- **海通食品集团（主供蔬菜、饮料类）**：作为随百胜发展而发展的典型，90s 公司凭借成熟的蔬菜种植加工技术被看重，03 年正式进入百胜供应体系，国内首家供应卷饼饼皮（服务于鸡肉卷产品）；随后凭借对品牌的理解、研发力（年度研发命中率达 30%）、快速的落地能力（曾最快三个月就完成从研发到上市）等，打造多款横跨多品类的大单品。截止 2017 年，公司已拥有四个百胜供应商编码，同年销售额破 2 亿。

图表 11：千味、宝立、圣农百胜端收入



数据来源：公司公告,choice, 华福证券研究所

图表 12：百胜核心供应商内部扩张的共性抓手

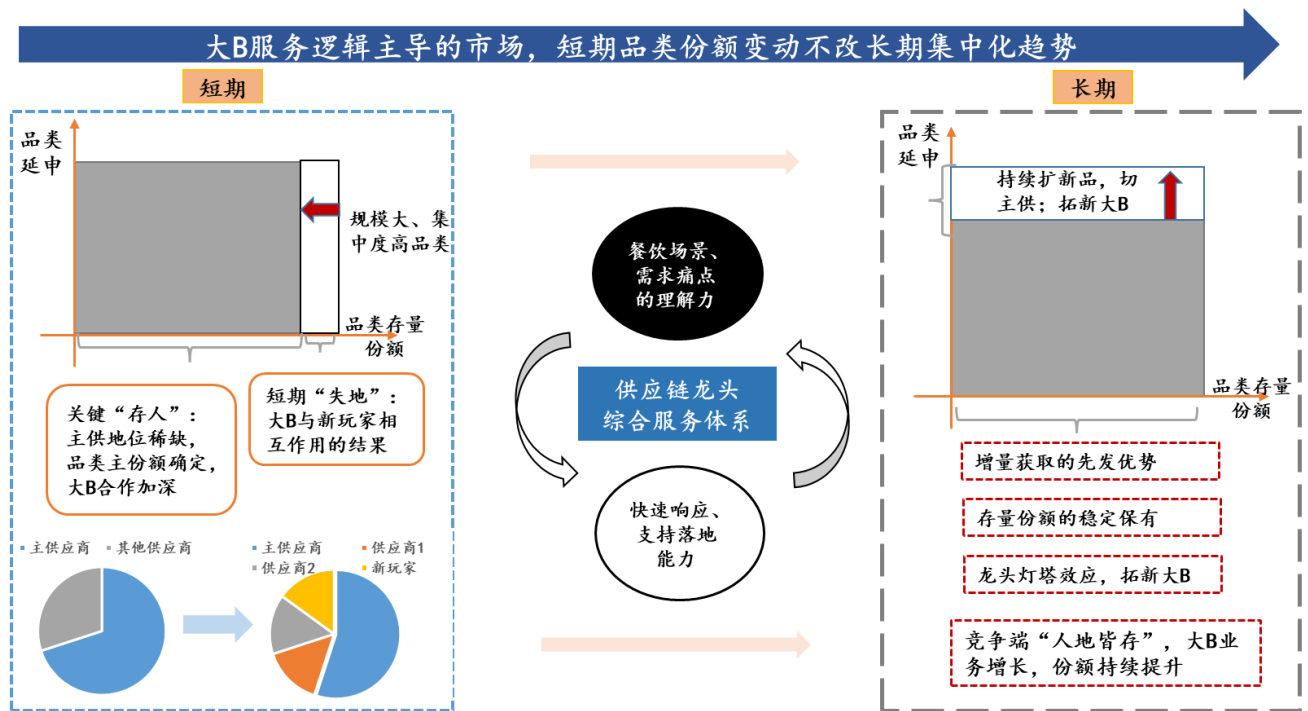


数据来源：华福证券研究所自制

在常年陪跑大 B 连锁扩张的过程中，供应链龙头逐步培养出一套综合服务能力，并凭借此成功卡位顶级供应商。而这套强大的服务体系立足于供应商对餐饮需求痛点的理解力及快速响应、落地能力，进而展现出研发效率、产品出成率以及供应稳定性等明面竞争力，最终外化成大 B 渠道壁垒。

长期竞争视角下，如果将主供丢失强势品类的部分份额比喻为战争中的“存人失地”，那么具备大 B 综合服务力的供应商在持久竞争中终将“人地皆存”。首先，具备综合服务能力往往代表着已成功卡位 top 级供应商，可以更好地与大 B 产品创新同频，即配合大 B 快速落地新品，进而获取其主要份额、实现品类内延式增长；换言之，供应链龙头在向内找增量中具备强大的先发优势。其次，已卡位主供的老玩家可凭借快速响应与稳定供应巩固绝对份额，并伴随大 B 门店连锁扩张而自然增长；且由于供应链管理成本、大 B 主导价值链条，新玩家难以通过产品逻辑轻易颠覆原主供应商，尤其当原供应链龙头坚守服务导向。因此，基于存量份额的稳定保有、增量获取的先发优势等视角，具备综合服务能力的供应链龙头有望在长线竞争中穿越周期，实现强者恒强。

图表 13：长期竞争格局推演，综合服务能力支撑供应链龙头竞争端终将“人地皆存”



数据来源：华福证券研究所自制

结论：大B市场空间大，壁垒高，但同样面临缺失主导权，议价力不足等问题；对于此重客主导的生意，综合服务能力既充当供应商进攻时推新品、切份额的利器（获取增量的先发优势），也可作为其守护主供品类基本盘的壁垒（坚持服务导向、不犯错）。而大B的竞争烈度短期受需求修复节奏影响，长期则回归经济效益这一底层逻辑，而理性竞争抓手又将落点在大B服务能力。因此，服务力强、提前卡位的供应链龙头有望在长线竞争中穿越周期，实现强者恒强。

2 周观点（11.13-11.17）

2.1 白酒

本周白酒 SW 指数-1.45%（沪深 300 指数-0.51%），近一月白酒 SW 指数+1.40%（沪深 300 指数-1.96%），当前白酒板块 PE(TTM)为 26.77X，较上周有所下行。具体来看，正在进行地产业务剥离的顺鑫农业（+10.16%），以及岩石股份（8.97%），皇台酒业（7.62%）增长幅度较大。

白酒长期以传统线下渠道为主，在当前白酒行业去库周期中，随着年轻一代消费者的兴起，在传统渠道增长动力放缓的情形下，酒企在今年双十一也均加大布局。天猫战报显示，今年双 11 期间，酒水行业直播成交破 18 亿，酒水行业直播成交额同比增长 628%，直播带动国产白酒增长超过 250%，增速亮眼。

根据国家统计局 11 月 15 日公布的数据，今年 1-10 月份，社会消费品零售总额

385440 亿元，同比增长 6.9%；10 月份，社会消费品零售总额 43333 亿元，同比增长 7.6%。其中，1-10 月份，烟酒类零售总额 4489 亿元，同比增长 10.3%；10 月份，烟酒类零售总额 458 亿元，同比增长 15.4%。1-10 月份，规模以上工业增加值同比增长 4.1%，其中 10 月份同比实际增长 4.6%，环比增长 0.39%。从各项指标来看，边际持续向好明显，白酒消费复苏进程持续推进。

贵州茅台 10 月 31 日晚间发布提价公告，自 2023 年 11 月 1 日起上调公司 53%vol 贵州茅台酒（飞天、五星）出厂价格，平均上调幅度约为 20%。按照之前飞天 969 元的出厂价，本次约提价 194 元，出厂价提升至 1163 元。截至 2023 年 11 月 18 日，飞天整箱/散瓶批价较公告发出日增长约 40 元-60 元左右，在当前需求端景气度仍在缓慢修复的背景下，批价增长幅度有限。从股价角度看，10 月 31 日贵州茅台收盘价 1685 元，公告后一周内（到 11 月 7 日）股价增长 6%，公告日至今增长 4%。在当前消费 K 形分化、需求渐进式缓慢复苏的背景下，茅台价增后，量增压力缓解，预计后续两年量价良性增长可期。

茅台提价或对其他高端酒产生影响，本轮调整期预计将由高端酒开启，自上而下进行传导。在当前背景下，应关注年底估值切换机会，关注增长确定性较强的个股，建议关注高端酒泸州老窖、贵州茅台、五粮液。

2.2 啤酒

本周，啤酒板块涨跌幅为-1.06%，对比食品饮料板块(-1.37%)，超额收益为+0.31%，其中青岛啤酒/华润啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/乐惠国际跌幅分别为-2.84%/-2.69%/-1.3%/+1.69%/+1.49%/+5.4%。全年来看，销量方面由于 22 年同期较高的基数，和台风、梅雨天气反复，对啤酒销售有所压制，预计全年销量将与去年保持稳定，啤酒板块各公司由于基地市场的不同，销量方面亦有所差异，青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒单 Q3 分别实现了-11.25%/+5.33%/+4.25%/+1.5%的同比增速

高端化进展方面，我们认为由于高端餐饮前期恢复进度略低于预期，一定程度上压制了高端档次啤酒的销售，待高端消费场景陆续复苏后，但在各厂商高端化战略下，吨酒价格的增速持续，青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒分别实现了+7.52%/+1.25%/+4.11%/+5.5%的同比增速，其中，除了重庆啤酒是由于新疆地区复苏（疆内产品结构偏低）导致高端化斜率下降，其余厂商均实现了吨价的平稳增长，而就重庆啤酒而言，我们预期若明年高端消费场景复苏，其吨价增速亦将有所增益。

我们认为未来长期来看啤酒市场总量增长预计较为有限，而高端化则为企业更长远的发展逻辑预计在啤酒行业的高端升级发展主旋律下，各厂商盈利水平有望持续提升。同时，当前大麦价格对比 22 年底已同比下降 15%以上，我们认为，在我国终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税的背景下，大麦价格仍有下行

空间，预计将为啤酒企业贡献高端化以外的盈利弹性。

重点关注：青岛啤酒、燕京啤酒；关注：乐惠国际、重庆啤酒、华润啤酒，珠江啤酒。

2.3 软饮料

本周，百润股份/东鹏饮料/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品/农夫山泉这几大主要软饮料上市企业的涨跌幅为-3.23%/-0.87%/+0.46%/+0.65%/+0%/-2.51%/+2.62%，对比食品饮料板块的超额收益分别为-4.6%/+0.5%/+1.83%/+2.02%/+1.37%/-1.14%/+3.99%。我们维持此前观点，认为饮料板块中的个别公司有一定的超额收益机会，主要来自单个企业展现的复苏形态。

2023年Q3单季度来看，百润股份/东鹏饮料/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品均实现了较好的业绩表现，营收分别同比32.54%/35.17%/1.99%/20.41%/6.39%/10.41%，归母净利润分别同比+169.02%/+33.25%/+4.7%/-12.29%/+4.6%/+20.42%，我们认为业绩的高增除了得益于消费大环境的复苏态势，还有个别公司所处赛道的β机会，而公司精益治理之下增强的渠道力、产品力、品牌力，更是赋予企业跑赢市场的阿尔法受益。

总体来看，我们认为在饮料板块的复苏趋势下，具备较多的个股阿尔法机会，需要重点关注该板块的上市公司动态，另外，除了软饮料板块外，其他食品饮料细分板块的公司绝大部分基本面均现明显复苏迹象，我们认为应期待各大企业24年业绩表现。

重点推荐：东鹏饮料、百润股份，关注：李子园、香飘飘、承德露露、养元饮品。

2.4 乳制品

本周，伊利股份/蒙牛乳业/光明乳业/天润乳业/新乳业涨跌幅分别为-2.07%/1.87%/-0.32%/2.53%/-1.4%，对比食品饮料板块的超额收益分别为-0.71%/3.24%/1.04%/3.9%/-0.04%。我们仍然维持此前观点，2023年作为消费复苏年，乳企经营改善趋势明确，另外原奶价格2022年已开始温和下降，预计2023年将延续下降趋势，区域乳企采购牧场中的中小牧场居多，原奶价格下降周期中，中小牧场价格下降幅度往往大于市场平均下降幅度，同时，区域乳企市场集中，费用投入讲究费效，很少出现费用率大幅增加的情况。故判断，在原奶下行周期中，区域乳企的利润弹性更大。

我们预计23Q3行业在原奶下行的背景下带来一定的成本改善，但同时我们注意到需求端是呈现逐步复苏的态势，导致终端价格产生一定的竞争压力。细分标的来看，

天润乳业在原奶下行周期中开启新一轮的出疆战略。此轮出疆主要依靠专卖店渠道，避开 KA、便利店等白奶竞争激烈的主流渠道，产品上以奶啤、桶酸、主打新疆奶源的常温白奶等为主，差异化特色明显。

行业重点数据更新：

1) 液奶方面。截至 2023 年 11 月 8 日，根据 wind 数据，我国主产区生鲜乳均价 3.71 元/公斤，周环比/周同比分别为-0.30%/-10.20%；根据 wind 数据，2023 年 1-10 月我国乳制品产量达 2,555.10 万吨，10 月当月产量 268.10 万吨，同比变动 +3.7%/+0.9%。

2) 奶粉方面。根据 wind 数据，截至 2023 年 11 月 10 日，国产/国外婴幼儿奶粉品牌零售价分别为 223.81 /268.93 元/公斤，中老年奶粉价格 105.06 元/公斤。

关注：1) 具备利润弹性的区域乳企天润乳业，建议关注其疆外扩张进展；2) 利润导向明显的全国乳企巨头伊利股份，建议关注产品结构优化带来的毛利率改善情况以及费用率投放情况。

2.5 休闲食品

本周，劲仔食品/洽洽食品/甘源食品/卫龙/万辰生物这几个主要的休闲零食上市企业的涨跌幅分别为-1.25%/-0.95%/-2.83%/0.39%/0%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 0.11%/0.41%/-1.47%/1.76%/1.37%。量贩零食店在下沉市场销售表现优异，客群定位清晰，未来零食店 SKU 扩张范围较大，可称为食品类贩卖平台，建议重点关注该业务模式。

我们预计 23Q3 受益渠道红利与企业自身改革优势凸显，行业整体业绩有望保持较好的增长趋势。休闲零食板块在今年上半年受益量贩零食迎来一波增长，后情绪回落整体持续下行，但各家企业陆续进行渠道改革以及产品升级，对于新兴的量贩零食赛道也多有布局，在理性消费下门店数尚未见顶，预计 Q3 业绩改善确定性较高。

万辰集团作为量贩零食店稀缺标的，在合并“陆小馋”、“好想来”、“来优品”和“叮嘀叮”品牌后，截至 2023 年 9 月合计门店 3000+家，公司积累了丰富的行业经验，选品、物流仓储等全链路供应链体系完善，在量贩零食店渠道红利加速释放背景下，公司积极拓店，有望形成以华东为大本营，并逐步延伸全国的门店布局。

关注：量贩零食稀缺标的万辰集团。

2.6 餐饮产业链

受大盘情绪低迷影响，本周（11.13-11.17）调味发酵品/预加工食品板块跌幅分

别为-0.57%/-4.58%，对比食品饮料板块（-1.37%），板块市场表现较弱。其中安井食品、千禾味业本周跌幅分别达 7.5%/3.2%，预计主要受 Q4 高基数影响，单月营收增长压力较大影响。

内需持续回暖，旺季催化供应链龙头扩张。本周国家统计局披露 10 月内需情况，社会消费品零售总额同比增长 7.6%，较 7 月以来持续提速。分类型看，餐饮业在国庆旅游带动下复苏，营收同比增长 17.1%，而同月限额以上餐饮收入同比增长 18%；大 B 渠道展现强者恒强，并进一步带动供应链工业化、集中化发展。商品零售端，粮油食品 10 月营收同比增长 4.4%，环比 9 月（+8.3%）下滑，预计受双节前备货节奏影响。

展望后市，伴随气温下降、调味品速冻消费进入传统旺销期，再结合中美关系出现修复预期以及各项经济数据正在企稳回升，我们认为 Q4 旺季动销即为后市需求判断以及预期验证的重要节点，板块基本面也有望进一步改善。此外，考虑到板块当前的安全边际（从板块调整、估值、基金重仓配置以及股息率等视角），我们继续强调板块投资性价比。

我们建议关注以下三条主线逻辑：

1、紧盯成长确定性高、业绩可见度强的细分领域和龙头企业。重点推荐预制菜龙头企业安井食品、聚焦餐饮供应链的千味央厨。

2、重视关注主线逻辑通顺但复苏略有滞后，未来有望回归快速扩张的赛道机会。重点推荐，存在旺季动销催化（C 端主业回暖）、并购食萃带动渠道补能破圈预期（孵化大、小 B 第二增长曲线）的天味食品。

3、期待逻辑变化、管理改善等催化的个股 alpha 兑现。例如董事会换届、公司治理改善且动力充足的中炬高新等企业。

2.7 烘焙茶饮链

今年以来行业受益于下游现制烘焙茶饮需求恢复和棕榈油等原材料价格下行，业绩弹性释放。虽然流通饼店渠道恢复较为缓慢，但是商超餐饮茶饮场景修复较快。我们认为随着烘焙和茶饮行业景气度的持续提升，需求会进一步恢复；另外随着棕榈油等成本处于低位；再叠加疫情加快了产业链的出清和奶油等烘焙原料的国产替代，行业龙头有望持续受益。

重点推荐立高食品，我们认为（1）在流通饼房渠道，随着需求的逐步恢复、公司更多奶油新品的上市、实行大单品策略，预计增速会提升；（2）在商超渠道，随着新品的渗透、推广以及公司核心商超客户继续在全国范围内开新店，增速会比较良性；（3）餐饮渠道基数低、空间大，公司积极拓展头部连锁客户，预计未来将保持较高

增速。

关注：佳禾食品、海融科技、南侨食品、奈雪的茶。

2.8 小餐饮连锁

今年以来小餐饮连锁企业受益于线下餐饮业复苏，门店业务实现较快增长。展望未来，我们认为小餐饮连锁企业将持续受益于线下餐饮业复苏和餐饮连锁化率的提高，另外鸭副原材料成本自一季度末以来进入了下行通道，卤制品公司将会有较大的经营改善空间。

重点推荐：巴比食品，目前公司单店订货量环比在逐渐提升，同时手工牛肉大包等高客单价产品陆续上市和通过外卖业务拓展中晚餐消费场景会进一步带动门店订货额的提升，未来单店收入有望进一步修复。另外团餐方面，公司计划在现有面米类制品基础上不断拓宽和丰富产品品类，增加对预制菜产品的研发投入，未来有望成为团餐业务新的增长点。

关注五芳斋、绝味食品、紫燕食品、煌上煌。

2.9 代糖

今年以来不同品类代糖供需差异明显，其中阿洛酮糖作为新一代甜味剂，具有无糖、低热量、加工特性优良等特点，与蔗糖甜感相近，需求快速增长。我国阿洛酮糖有望在 24 年上半年获批，若获批成功，需求将会进一步增长。我们认为近年来随着消费者减糖意识提升、“糖税”及减糖政策出台，全球无糖/低糖消费兴起，同时随着人工代糖的安全性不断被讨论，天然代糖的占比快速提升，我们认为未来天然甜味剂或将有更大的替代空间。**建议关注：百龙创园（阿洛酮糖）、华康股份（木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、赤藓糖醇）、莱茵生物（甜菊糖、罗汉果糖）等。**

2.10 餐饮

本周（11.13-11.17）SW 酒店餐饮指数涨跌幅为-0.26%，对比食品饮料板块（-1.37%），表现略有分化，其中百胜中国/九毛九/海伦司/特海国际/海底捞/洪九果品/同庆楼/广州酒家/奈雪的茶/呷哺呷哺/全聚德/西安饮食期间涨跌幅分别为+5.01%/-4.61%/-2.18%/-3.70%/-3.13%/+3.49%/-0.07%/-0.47%/-5.88%/+3.34%/+1.23%/+1.19%。

“逆向消费”现象逐渐显现，“性价比”成为现阶段消费者重要关注点之一，吃饭作为消费者的刚需，消费降级的环境下会为快餐等刚需品类提供更多流量。根据红餐大数据显示，餐饮行业在下沉市场持续发力，不同线级城市的门店分布上看，三线、

四线城市的餐饮门店存量维持在较高水平；拓店方面，新一线、二线城市餐饮门店的净增水平相对较高，而一线城市的净增水平较低。这一趋势下，餐饮企业需要夯实内功，更加注重对餐饮行业完整的链条的建设，从选址、装修到产品研发、原材料采购运输储存，再到门店运营、品牌管理、市场营销、门店用餐体验，通过加强场景创新、运营创新和组织创新，提升企业核心竞争力，依靠高性价比吸引消费者并留住流量。

公司以实现降本增效为目标，提高企业毛利率。在人力成本方面，众多餐饮企业面临人力成本逐年增长、人员流动性增大、服务人员加速流失等棘手问题，需要加快数字化建设，推动行业转型升级。同时，通过数字化工具积累会员资产，运营“私域流量”，有助于提升用餐体验，提高客户忠实度。在成本管理方面，对于食材成本的把控有助于降低成本端的风险，提高盈利的稳定性。随着中国餐饮连锁率逐年上升，产品的标准化需求不断提高。对于连锁化餐企而言，加强自身供应链建设，通过中央厨房和集中采购的方式，能够有效实现食材成本的降低，同时提高运营效率，降低供应端风险，并为稳步拓店提供坚实基础。

建议关注：深耕下沉市场，实施降本增效战略，稳步高质量扩张的呷哺呷哺，以及拥有优秀供应链，公司下沉子品牌“嗨捞”初步试水市场的海底捞。

3 本周重要公司公告

无

4 风险提示

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

分析师声明

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

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

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

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

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

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

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

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

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn