

食品饮料行业周报（7.3-7.9）

消费渐进式复苏持续，布局正当时冷静待催化

强于大市（维持评级）

一年内行业相对大盘走势



投资要点：

➤ **白酒板块：**当前白酒板块PE(TTM)为28.52，安全垫和性价比较高，具备相对明显的关注价值。回顾上半年，3月白酒进入淡季后，行业出现消费复苏不达预期、价格倒挂、库存高企、现金流压力大等问题。但从白酒周期来看，行业已经面临过多次调整期，调整期内企业表现分化，调整期后行业发展更为良性是历史规律。6月我国制造业PMI为50.2%，比上月上升0.6pct，重回临界点以上，制造业恢复性扩张，经济修复仍在途中。与在银行挤兑中，政府担保总能起到立竿见影的效果的原理相同，随着政策面释放引导经济回升的信号，消费复苏驱动板块H2向好、情绪筑底回升可期。

重点关注：五粮液、泸州老窖、顺鑫农业。

➤ **啤酒板块：**啤酒板块近期有所回调，我们认为主要是22年6月基数相对较高、且梅雨天气反复，对啤酒销售有所压制，但是我们认为步入7月后，温度升高、梅雨季节相继结束，啤酒销售将得到有力提振，同时，由于高端餐饮的开店筹划期较长，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，待下半年高端消费场景陆续复苏后，各大厂商业绩预计将伴随高端化升级而得到有力提振。**重点关注：乐惠国际。**

➤ **乳制品：**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。**重点关注：天润乳业。**

➤ **餐饮供应链：**Q2以来餐饮复苏进度较慢，致使调味品等供应链需求相对不及预期，而成本端大豆、包材等整体呈回落趋势，盈利能力有望修复。此外，今年以来，各地持续出台预制菜产业规范政策，如本周湖南省出台13条举措加快推进产业标准化、规模化发展；而随着行业持续工业化、集中化发展，业内龙头有望充分受益。**重点关注：千味央厨、宝立食品。**

➤ **食品添加剂：**阿斯巴甜是全球最常见的人造甜味剂之一，根据尚普咨询集团数据，2022年全球代糖产品市场规模为189.6亿美元，其中阿斯巴甜占据24.8%的市场份额，市场规模约为47亿美元。我们认为WHO欲将阿斯巴甜列为可能致癌物可能会引导消费者减少阿斯巴甜的摄入量。近年来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，根据英敏特数据，2010-2020全球天然代糖的市场占比由8.16%提升至29.41%，未来在健康化消费下有望持续渗透。**重点关注：莱茵生物。**

➤ **风险提示：**疫情影响消费复苏、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。

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、《低位孕育大机会，中报分化抓重点》— 2023.07.03
- 2、《摒弃噪音，追寻确定》— 2023.06.26

正文目录

1. 本周食品饮料周观点（7.3-7.9）	3
1.1 白酒	3
1.1 啤酒	4
1.3 软饮料	4
1.4 乳制品	5
1.5 休闲食品	5
1.6 餐饮产业链	6
2. 风险提示	8

1. 本周食品饮料周观点（7.3-7.9）

1.1 白酒

近三月白酒 SW 指数下降 11.79%，6 月板块有所回升，进入 7 月以来微升 0.24%，仍在持续低位震荡中。当前白酒板块 PE(TTM)为 28.52，安全垫和性价比较高，具备相对明显的关注价值。

23H1，白酒个股涨幅前三名分别是顺鑫农业（7.65%）、伊力特（4.65%）、及今世缘（3.89%），大众酒和基本面优秀的区域酒企表现较好；跌幅最大的是酒鬼酒（-33.41%）、山西汾酒（-29.34%）和水井坊（-29.05%），次高端受商务消费复苏不及预期的影响较大。具体来看，领涨的顺鑫农业受益于光瓶酒价格带上移，22 年推出的大单品金标陈酿顺利完成 200 万箱目标，今年目标 500 万箱，目标终端覆盖率定为 80%以上。随着金标持续铺货放量，产品结构优化，叠加主销的北京疫后消费持续复苏，今年公司全年业绩增长可期。我们从 5 月开始建议关注光瓶酒龙头顺鑫农业，本周持续建议重点关注。伊力特此前受新疆疫情管控影响，业绩承压严重，今年疫后复苏，叠加渠道理顺扩张，产品结构升级，增长逻辑坚实。今世缘持续打造四开和对开两大单品，省内以县区为单位稳固大本营，省外确立 10 个地级市市场为省外重点板块市场，发力全国化，今年目标百亿达成可期。

回顾上半年，3 月白酒进入淡季后，行业出现消费复苏不达预期、价格倒挂、库存高企、现金流压力大等问题。追溯原因，“先款后货”的销售模式为白酒行业提供了“蓄水池”，导致名优酒企在疫情消费场景受损的三年中，企业报表端业绩得以顺滑，但同时这也是对渠道的提前透支。疫情期间的渠道库存累积在今年上半年持续被消化，3 月开始消化减速属于行业淡季的正常现象，但对宏观的担忧导致消费者和经销商预期趋于谨慎保守，叠加部分酒企今年全年增速目标较大，故群体悲观情绪蔓延，导致市场放大短期担忧，悲观预期被反向印证（这与银行挤兑的形成原因有相似之处）。

但从白酒周期来看，行业已经面临过多次调整期，调整期内企业表现分化，调整期后行业发展更为良性是历史规律。6 月我国制造业 PMI 为 50.2%，比上月上升 0.6pct，重回临界点以上，制造业恢复性扩张，经济修复仍在途中。与在银行挤兑中，政府担保总能起到立竿见影的效果的原理相同，随着政策面释放引导经济回升的信号，消费复苏驱动板块 H2 向好、情绪筑底回升可期。

重点关注：1) 随着行业 beta 削弱，综合能力更强、业绩更稳定，需求端更有韧性的高端酒在当前市场不确定的环境中更加凸显价值，重点关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖；2) 大众光瓶酒价格带升级，顺鑫农业牛栏山的金标陈酿战略目标坚定，地产业务剥离后更能轻装上阵，持续建议重点关注；3) 企业成长节奏稳健，产品结构不断优化，省内外市场持续打开的洋河股份、今世缘。

1.2 啤酒

本周,啤酒板块涨跌幅为-3.6%,对比食品饮料板块(-0.12%),超额收益为-3.48%,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-3.17%/-7.56%/-2.57%/-6.54%/-0.23%/-4.83%。啤酒板块近期有所回调,我们认为主要是22年6月基数相对较高、且梅雨天气反复,对啤酒销售有所压制,但是我们认为步入7月后,温度升高、梅雨季节相继结束,啤酒销售将得到有力提振,同时,由于高端餐饮的开店筹划期较长,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,待下半年高端消费场景陆续复苏后,各大厂商业绩预计将伴随高端化升级而得到有力提振。但是,就全年各家吨酒价涨幅来看,我们认为应降低预期,主要系2021-2022年成本推动厂商直接提价贡献吨酒价涨幅,2023年预计各家提价幅度较前两年低。

重点关注: 1) 乐惠国际(自有品牌草莓啤酒已进驻海底捞,鲜啤30KM已进驻山姆、罗森等连锁商超,且在与盒马商议自有品牌入驻事宜,基础持续夯实,旺季有望高增、); 2) 青岛啤酒(基地市场体量大、结构升级起点低、主品牌势能强劲,高端化升级逻辑最通常); 3) 燕京啤酒(改革增效逻辑持续兑现,U8大单品高增全国化势能持续发酵); 4) 重庆啤酒(中高档餐饮复苏有望拉动公司业绩增长,组织架构进一步细化内部推力十足); 保持关注: 惠泉啤酒、华润啤酒。

1.3 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-0.33%/+5.03%/-0.27%/-9.45%/-1.81%/+0.08%/-2.66%,对比食品饮料板块的超额收益分别为-0.21%/+5.15%/-0.15%/-9.33%/-1.69%/+0.2%/-2.54%。我们仍旧维持此前观点,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,以百润股份为例,其在疫情管控严重的2022年,持续深耕新兴渠道和探索大单品潜力,成功打造了“强爽”大单品,22Q4实现营收和归母净利润分别同比+39.5%/+110.13%,在公司的精准营销下,大单品势能延续,23Q1营收和净利润分别增长+41.11%/+104.73%。同时,公司在7月5号发布业绩预报,2023年1-6月实现归母净利润4.2-4.53亿元,同比增长90%-105%,实现扣非净利润4.08-4.48亿元,同比增长100%-120%,业绩表现持续亮眼。我们认为,在公司对消费者的精准把控和产品矩阵的持续丰满下,公司有望持续开辟低度和高度两大饮酒习惯人群,进而延续“微醺”和“强爽”两大单品的势能。同时,公司持续挖掘现有渠道潜力,完善线上、新兴渠道的布局,大力提升了后续新品的胜率,我们认为当前公司发展动能强劲,预计后续大单品放量逻辑将持续演绎。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 23 年业绩表现。

重点关注：1) 东鹏饮料（旺季催化、新品推广顺利，第二增长曲线渐显）；2) 百润股份（大单品势能持续发酵，预调酒赛道景气度重回上升趋势）；关注：李子园、香飘飘、承德露露、养元饮品。

1.4 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 1.27%/-5.08%/0.58%/-0.74%/1.05%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 1.39%/-4.96%/0.7%/-0.62%/1.17%

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。

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，我们认为公司疆外铺货期还没有结束。同时，预计今年下半年山东工厂将投产，首先会带来量增，其次长期看预计将有效降低公司运输费用率，叠加成本下行，预计公司利润端弹性将较大，建议重点关注。

重点关注：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。

1.5 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-0.24%/-3.59%/2.75%/0.51%/-0.81%，对比食品饮料板块的超额收益分别为-0.12%/-3.46%/2.87%/0.63%/-0.69%。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。

万辰生物作为量贩零食店稀缺标的，在转型不到 1 年时间内，已形成“陆小馋”、“好想来”和“来优品”三大品牌矩阵，合计门店接近 2000 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，从而抓住市场机遇快速成长，建议重点关注。

劲仔食品作为休闲鱼类零食龙头，依靠“大包装战略”升级以及渠道扩张快速成长，当前大包装产品持续放量，未来散称包装作为公司下一个重点，有望抓住量贩零食店这一新渠道红利，迅速放量；洽洽食品困境反转，瓜子品类依靠国际化、渠道精耕以及品类扩张驱动成长，坚果品类产品和渠道双轮驱动成长，产品端打造坚果礼盒矩阵以及风味坚果新品，渠道端高端零食会员店与渠道下沉并重，叠加利润端原料成本下行，公司有望释放盈利能力。甘源食品作为调味坚果细分龙头，产品力突出，当前公司通过组织变革不断补齐渠道短板，年内电商渠道和零食店渠道表现亮眼，流通渠道持续发力，公司正处于加速成长期。

重点关注：量贩零食店稀缺标的万辰生物。

1.6 餐饮产业链

餐饮供应链：本周（7.3-7.7）调味发酵品/预加工食品板块涨跌幅分别为-1.55%/+1.25%，对比食品饮料板块（-0.12%），表现略有分化，其中海天味业/中炬高新/千禾味业/天味食品/日辰股份/宝立食品/安井食品/千味央厨/巴比食品期间涨跌幅分别为-2.26%/+0.68%/-2.65%/-0.27%/-2.42%/-3.06%/+2.02%/-0.69%/-2.22%。Q2以来餐饮复苏进度较慢，致使调味品等供应链需求相对不及预期，而成本端大豆、包材等整体呈回落趋势，盈利能力有望修复；个股端，本周中炬高新发布监事会决议公告，将于临时股东大会审议罢免宝能系董事，预计随着下半年实控人变更落地，管理改善下估值修复可期。此外，今年以来，各地持续出台预制菜产业规范政策，如本周湖南省出台13条举措加快推进产业标准化、规模化发展；而随着行业持续工业化、集中化发展，业内龙头有望充分受益。建议持续**重点关注**受益于下游需求复苏与行业集中度提升主线逻辑的餐饮供应链龙头企业：安井食品、千味央厨、宝立食品、巴比食品。

烘焙茶饮链：随着疫后消费修复，烘焙和茶饮行业景气度提升，需求逐步恢复；且伴随23年以来棕榈油价格走低，往期成本压制因素不断缓解；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，未来行业龙头有望受益。**重点推荐：**立高食品（冷冻烘焙龙头：积极产能布局迭代新品，改革成效有望逐步兑现）；**重点关注：**海融科技（国产奶油龙头之一）、南侨食品（烘焙油脂龙头）、佳禾食品（粉末油脂龙头）。

卤味连锁: 本周绝味食品公告 3.58% 的限售股上市流通, 对市场造成了一定的冲击, 但是我们认为目前鸭副原材料成本进入了下行通道, 且卤味迎来夏季旺季, 卤制品公司经营改善可期。具体而言, 疫情期间, 餐饮作为毛鸭的主要需求场景受限, 导致毛鸭与鸭副需求错配, 进而导致卤制品公司的鸭副产品采购成本快速上升。而 2023 年随着鸭苗投苗量逐渐修复和毛鸭出栏, 鸭副产品价格自 23 年一季度末开始回落, 卤制品公司毛利率有望回升。另外, 夏季是卤制品消费旺季, 预计接下来卤制品上市公司的单店销售额会进一步提升, **重点关注:** 绝味食品 (休闲卤味龙头)、紫燕食品 (佐餐卤味龙头)。

食品添加剂: 阿斯巴甜是全球最常见的人造甜味剂之一, 根据尚普咨询集团数据, 2022 年全球代糖产品市场规模为 189.6 亿美元, 其中阿斯巴甜占据 24.8% 的市场份额, 市场规模约为 47 亿美元。我们认为 WHO 欲将阿斯巴甜列为可能致癌物可能会引导消费者减少阿斯巴甜的摄入量。近年来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, 根据英敏特数据, 2010-2020 全球天然代糖的市场占比由 8.16% 提升至 29.41%, 未来在健康化消费下有望持续渗透; 其中常见的天然代糖包括赤藓糖醇、甜菊糖苷、罗汉果苷等。因此我们建议**重点关注:** 莱茵生物 (甜菊糖、罗汉果糖); **关注:** 金禾实业 (三氯蔗糖、安赛蜜、阿洛酮糖)、晨光生物 (甜菊糖)、保龄宝 (赤藓糖醇、阿洛酮糖)、三元生物 (赤藓糖醇、阿洛酮糖) 等。

餐饮: 本周 (7.3-7.7) SW 酒店餐饮指数涨跌幅为+5.16%, 对比食品饮料板块 (-0.12%), 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-2.45%/-4.67%/-2.61%/-3.82%/-2.67%/-2.68%/+6.23%/-0.14%/-1.11%/0.00%/+3.94%/+1.14%。

餐饮企业经过三年的疫情考验, 行业出清明显, 连锁餐饮企业通过规模优势以及强大的成本管理模式稳步拓店, 促使行业集中度加深。企业普遍实行降本增效的发展战略, 对于原本的单店模型管理也逐步优化细化。

呷哺呷哺集团践行稳步拓店策略, 旗下品牌“趁烧”近期预备拓店 6 家 (上海 2 店、杭州 1 店、广州 2 店、深圳 1 店), 同时公司也通过对于整体消费环境的变化, 不断迭代单店模型, 例如“趁烧”的门店面积会控制在 300 平米以内, 回报期计划控制在 14 个月, 模型要做到“轻投入, 高回报”。暑假期间为往年餐饮业旺季, 餐饮连锁类头部企业有望通过自身优势, 进一步释放业绩。

建议关注: 实施降本增效战略, 稳步高质量拓店, 重新进入扩张周期的海底捞、呷哺呷哺。

2.风险提示

疫情影响消费复苏、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