

## 食品饮料行业周报（7.17-7.23）

### 底部布局业绩有支撑，静待政策接连落地

### 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：**23H1数据披露窗口期到来，在消费修复不及预期的大背景下，预计白酒上市公司之间业绩分化将不断凸显，高端白酒、区域龙头动销恢复优于次高端，中报前期建议以业绩稳健作为首要投资条件。根据五粮液23H1工作总结会暨经济运行分析会，公司圆满完成上半年生产经营目标，首推兼具业绩增长稳定性和性价比的五粮液。**建议重点关注稳定性较强的高端酒泸州老窖和贵州茅台、正在结构升级并具改革预期的大众酒顺鑫农业、以及苏酒洋河股份、今世缘。**

➤ **啤酒板块：**啤酒板块近期回调，我们认为主要是22年6月基数相对高、且梅雨天气反复，对啤酒销售有所压制，但是步入7-8月后，我们认为随着温度升高、梅雨季节相继结束，啤酒销售或将得到有力提振，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。**

➤ **软饮料：**我们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。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：百润股份。**

➤ **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：**受二季度需求弱复苏影响，板块内公司业绩预告分化呈现。且从2023基金半年报看，持仓整体较为稳健；尽管投资情绪有所转淡，但部分食品龙头凭借过硬的基本面持续被认可。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。**

➤ **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、《中报预告分化显现，环境变化精挑个股》— 2023.07.17
- 2、《消费渐进式复苏持续，布局正当时冷静待催化》— 2023.07.10
- 3、《低位孕育大机会，中报分化抓重点》— 2023.07.03

## 正文目录

1. 本周食品饮料周观点（7.17-7.23） .....	3
1.1 白酒 .....	3
1.2 啤酒 .....	3
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（7.17-7.23）

### 1.1 白酒

本月白酒 SW 指数上行 5.21%，本周+0.41%，增幅高于沪深 300 指数（本月-0.53%，本周-1.98%）。其中金种子（+5.08%）、老白干酒（+2.79%）、水井坊（2.43%）领涨；顺鑫农业（-15.03%）、ST 皇台（-1.62%）、舍得酒业（-1.60%）表现落后。当前白酒板块 PE(TTM)为 29.93，略有回升，但仍具有较高的安全垫和性价比。

根据国家统计局发布的数据，23H1 国内生产总值 593034 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.5%，在去年的低基数下，略低于市场预期。但其中，烟酒类上半年零售总额达 2641 亿元，同比增长 8.6%，其中 6 月烟酒类零售总额同比增长 9.6%，可见烟酒类商品在宏观缓步回升的过程中，呈稳定并逐渐加速增长的态势。

本周，商务部等 13 部门印发《关于促进家居消费的若干措施》，从大力提升供给质量等四方面提出 11 条具体措施。虽然该措施的发布的直接促进方向以家居为主，主要鼓励有条件的地区开展家电家具家装下乡等，但促消费力度加大的鲜明态度对白酒板块仍有较大意义。在当前宏观层面仍缓步修复、白酒基本面平稳、市场对中秋国庆旺季预期偏低的背景下，白酒走出修复期的内驱动力相对有限，此时政策导向和促消费措施的出台对板块的推动将会是有力的外部引擎。

本周，国家发展改革委就业司在发布会上表示，恢复和扩大消费的政策文件近期将正式印发，“下半年，为保持经济回升向好的势头，繁荣生产、促进就业，实现全年经济社会发展目标，要进一步做好促进消费工作，增强活力动力，激发市场潜力，更好发挥消费对经济发展的基础性作用。”随着政策面持续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。

23H1 数据披露窗口期到来，在消费修复不及预期的大背景下，预计白酒上市公司之间业绩分化将不断凸显，高端白酒、区域龙头动销恢复优于次高端，中报前期建议以业绩稳健作为首要投资条件。根据五粮液 23H1 工作总结会暨经济运行分析会，公司圆满完成上半年生产经营目标，首推兼具业绩增长稳定性和性价比的五粮液。建议重点关注稳定性较强的高端酒泸州老窖和贵州茅台、正在结构升级并具改革预期的大众酒顺鑫农业、以及苏酒洋河股份、今世缘。

### 1.2 啤酒

本周，啤酒板块涨跌幅为-2.56%，对比食品饮料板块（+0.17%），超额收益为-2.73%，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-4.38%/-2.59%/-3.3%/-0.18%/-0.11%/+1.81%。啤酒板块近期回调，我们认为主要是 22 年 6 月基数相对高、且梅雨天气反复，对啤酒销售有所压制，但是步入 7-8 月后，

我们认为随着温度升高、梅雨季节相继结束，啤酒销售或将得到有力提振，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。另外，部分企业降本增效逻辑持续兑现，或贡献阿尔法收益，如燕京啤酒此前 U8 快速放量，以 40 万吨，超 8 亿瓶的年销量成为行业内近三年成长速度最快的单品，有效支撑公司高端化战略推进；另一方面，公司当前有 30+啤酒厂，产能利用率仅 41.9%，相比同业具备较大改善空间，预计后续将持续为公司贡献业绩增速。同时，公司于 7 月 14 号披露中期业绩预告，实现归母净利润 5.08-5.44 亿元，同比增长 45-55%，根据预告，预计公司 23Q2 归母净利润约为 4.44-4.79 亿元，同比增长约 26.9%-36.92%，提效改革逻辑持续兑现，业绩高增势头不减。

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 -0.56%/+1.58%/+4.12%/+1.27%/+1.25%/+0.31%/-1.71%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 -0.73%/+1.41%/+3.95%/-1.44%/+1.08%/+0.14%/-1.88%。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，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-2.32%/-3.81%/1.43%/0.31%/3.66%，对比食品饮料板块的超额收益分别为-2.48%/-3.97%/1.26%/0.14%/3.49%。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。

行业重点数据更新：

1) 液奶方面。截至2023年7月12日，根据wind数据，我国主产区生鲜乳均价3.76元/公斤，周环比/周同比分别为-0.30%/-8.70%；根据wind数据，2023年1-6月我国乳制品产量达1,512.10万吨，6月当月产量261.00万吨，同比变动4.60%/-0.1%。

2) 奶粉方面。根据wind数据，截至2023年7月14日，国外/国产婴幼儿奶粉品牌零售价分别为267.16/222.44元/公斤，中老年奶粉价格103.99元/公斤。

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-1.04%/-0.94%/1.33%/-3.6%/-1.11%，对比食品饮料板块的超额收益分别为-1.21%/-1.1%/1.16%/-3.77%/-1.28%。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“陆小饣”、“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（7.17-7.21）调味发酵品/预加工食品板块涨跌幅分别为-0.83%/-1.13%，对比食品饮料板块（0.17%），整体表现较弱；其中海天味业/中炬高新/千禾味业/天味食品/宝立食品/安井食品/千味央厨/巴比食品期间涨跌幅分别为-0.69%/+2.99%/-11.87%/+1.43%/-1.89%/-2.24%/-0.64%/+3.65%，表现分化。

受二季度需求弱复苏影响，板块内公司业绩预告分化呈现。且从 2023 基金半年报看，持仓整体较为稳健；尽管投资情绪有所转淡，但部分食品龙头凭借过硬的基本面持续被认可，其中持股基金数量上涨至 188 家，基金持股数环比提升约 4%，主要系安井 H1 业绩强劲，龙头效应持续凸现，即近年来公司传统业务持续提升市场份额同时成功打造预制菜肴新曲线，且在核心单品驱动下，未来增长动力充足；而规模效应、精细管理以及布局上游有望进一步释放业绩弹性。此外，本周零添加调味品龙头千禾味业调整较大，预计主要系市场担忧公司全渠道运作后或面临动销压力，但我们认为公司 Q2 业绩预告符合预期，且目前零添加品类景气度与公司品牌、渠道势能均较高，有望在 H2 调味品销售转旺时展现增长动能。

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；另外由于 22 年棕榈油原材料上升的影响，成本端承压，23 年以来随着棕榈油价格走低，成本压制因素缓解；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：**我们认为目前鸭副原材料成本进入了下行通道，卤味迎来夏季旺季，卤制品公司经营改善可期。具体来看，受疫情影响，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，导致卤制品公司的鸭副产品采购成本快速上升，23 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。我们认为阿斯巴甜被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%。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（7.17-7.21）SW 酒店餐饮指数涨跌幅为+0.35%，对比食品饮料板块（+0.17%），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-1.75%/-4.92%/-3.04%/-5.36%/-1.30%/-4.39%/+2.43%/-4.51%/+1.97%/-1.28%/+10.76%/+12.75%。

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下稳步拓店，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。

餐饮疫后稳步复苏。据国家统计局发布数据显示，2023 年上半年，餐饮收入 24329 亿元，增长 21.4%；限额以上餐饮收入 6230 亿元，同比增长 23.5%。6 月份，餐饮收入 4371 亿元，增长 16.1%；限额以上餐饮收入 1134 亿元，同比增长 15.4%。

海伦司发布 2023H1 业绩预告，经公司初步测算，预计 2023H1 实现营收介于 7-7.2 亿元之间，相较于 2022H1 营收 8.74 亿元有所减少，主要是由于特许经营酒馆

门店占比提高,而来自该等特许经营酒馆门店的收入以其门店营业额对应百分比计算所致。公司预计 2023H1 录得净利润为 1.55-1.6 亿元之间,相较于 2022H1 净亏损 3.04 亿元,公司扭亏为盈。主要原因是:1.随着 COVID-19 疫情清零管控措施取消,公司酒馆门店的客流量逐渐回升,门店经营表现好转。2.公司持续优化产品成本以及规模效应带来的整体毛利率上升(2023H1 与 2022H1 毛利率分别为 72.3%/66%)。3.精细化管理带来的效率优化。

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;老字号餐饮品牌,守正创新新周期的全聚德。

## 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