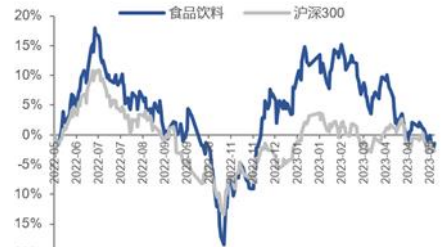


食品饮料行业

探讨光瓶酒市场升级的背后支撑

强于大市(维持评级)

一年内行业相对大盘走势



投资要点:

➤ **周专题:** 我们认为需求端的消费升级势头不改, 供给端马太效应下格局更加良性, 光瓶酒结构性繁荣有支撑。2012年“三公消费”以及“限酒令”等政府管控出台后, 高端酒发展受阻, 叠加行业产能过剩, 部分产品价格虚高, 严重远离消费者, 远离正常的白酒消费需求的问题也更加凸显。得益于此, 次高端白酒迎来发展, 同时头部名酒纷纷“下探”完善产品矩阵, 入局低端酒市场, 供给端的新鲜血液为大众酒带来成长。随着行业不断调整, 政府自上而下, 通过供给端的繁荣为大众酒带来的机会红利削减, 但消费端自下而上的消费升级韧性不改, 赛道扩容吸引玩家入局。在光瓶酒市场不断扩容、竞争驱动产品创新和升级的背景下, 光瓶酒市场方兴未艾, 持续扩容与升级有支撑。

➤ **周观点:** 【白酒】首推兼具业绩增长稳定性和性价比的高端酒五粮液。建议重点关注稳定性较强的高端酒泸州老窖、疫后修复弹性较高叠加产品结构升级的金徽酒、以及酱酒热理性回归后受益于品牌化消费趋势叠加产能不断释放的珍酒李渡。【啤酒】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); 【软饮料】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。【乳制品】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。

【餐饮供应链】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】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)、佳禾食品(粉末油脂龙头); 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)。【餐饮】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、九毛九; 老字号餐饮品牌, 进入守正创新周期的全聚德。

➤ **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、《【华福食品饮料】消费预期明朗, 白酒调至超配, 中秋值得期待》— 2023.07.31
- 2、《【华福食品饮料】底部布局业绩有支撑, 静待政策接连落地》— 2023.07.24
- 3、《【华福食品饮料】中报预告分化显现, 环境变化精挑个股》— 2023.07.17

正文目录

1 周专题：探讨光瓶酒市场升级的背后支撑	3
2. 周观点（7.31-8.4）	7
2.1 白酒	7
2.2 啤酒	8
2.3 软饮料	9
2.4 乳制品	9
2.5 休闲食品	10
2.6 餐饮供应链	11
2.7 烘焙茶饮链	11
2.8 卤味连锁	12
2.9 代糖	12
2.10 餐饮	12
3. 本周重要公司公告	13
4. 风险提示	14

图表目录

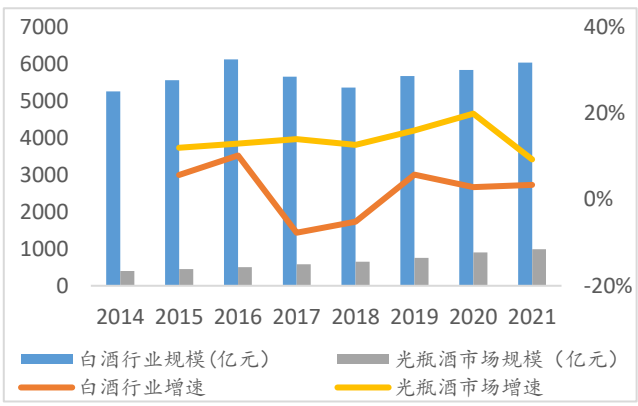
图表 1：光瓶酒市场扩容迅速	3
图表 2：光瓶酒扩容与百元以下大众酒份额缩减	3
图表 3：主流光瓶酒纷纷升级	3
图表 4：五类光瓶酒企业玩家的特征和各自对光瓶酒升级的助力	4
图表 5：高粱市场价（元/吨）	5
图表 6：玉米市场价（元/吨）	5
图表 7：光瓶酒切入更多消费人群	6
图表 8：消费端变化驱动光瓶酒	6
图表 9：本周重要公司公告（7.31-8.6）	13

1 周专题：探讨光瓶酒市场升级的背后支撑

导读：光瓶酒指没有包装盒、消费者可直接看到瓶身的酒。相较于塑料袋装啤酒代表新鲜，白酒的外包装则更多承载了包括情绪价值、社交价值、纪念价值在内的附加值，而从本质上来说，光瓶与否与品质、价格、消费场景等因素并无直接关联。随着消费的理性回归，场景的变化、人群的代际、消费理念的迭代，白酒的“椽”与“珠”之间的固有关系被打破。本文主要探讨供需双方对光瓶酒市场升级的支撑，并对光瓶酒供需两端的参与者画像进行了拆分。我们认为，在供需双方的共同作用下，光瓶酒市场方兴未艾，持续升级有支撑。

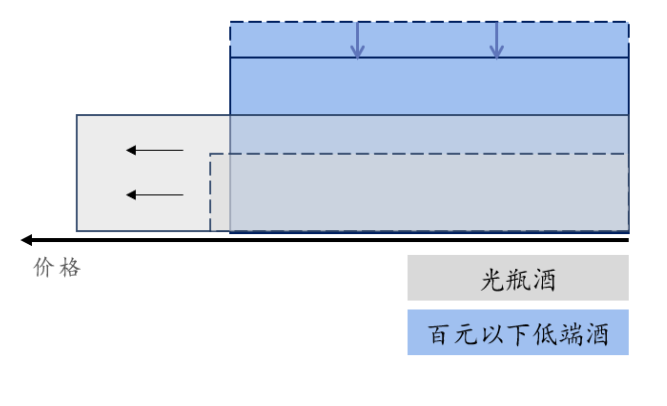
光瓶酒市场不断扩容，高线光瓶酒增势尤其突出。光瓶酒近年来增势较好，酒质更优的名酒光瓶正成为原先消费盒装酒客群饮用、待客选择，高线和高端光瓶酒市场不断扩容。根据中国酒业协会的数据，光瓶酒市场规模由 2014 年的 400 亿元增长至 2021 年的 988 亿元，复合年均增长率为 14%，远高于白酒行业整体增长率 2%，预计 2024 年光瓶酒市场规模将达到 1500 亿元。在光瓶酒的增长中，高线光瓶酒的增长尤其明显，根据《2019 年中国光瓶酒营销白皮书》，未来百元以上将被高线光瓶取代，100-200 价位段将是名酒光瓶和品质光瓶的主流市场。

图表 1：光瓶酒市场扩容迅速



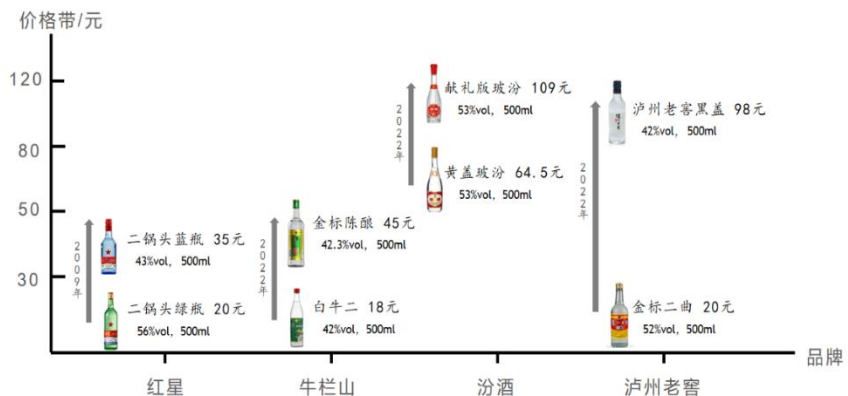
数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

图表 2：光瓶酒扩容与百元以下大众酒份额缩减



数据来源：华福证券研究所

图表 3：主流光瓶酒纷纷升级



数据来源：京东，华福证券研究所

驱动光瓶酒升级的支撑因素可分为供需两端来看。为了判断支撑光瓶酒市场升级的背后支撑，我们进一步拆分了供需两端的市场参与者。

供给端的玩家可大体分为 5 大类，其各自不同的特征为光瓶酒赛道的升级提供了不同的助力：1) 以玻汾、尖庄为代表的品牌名酒“下探”布局，品牌溢价为其光瓶酒产品价格提供支撑；2) 区域名酒虽难以走出基地市场，但在区域内口碑较好，渠道力强，对布局高线及高端光瓶酒提供支撑；3) 江小白等新派玩家入局，包装与营销更加时尚化，吸引价格敏感性更低的年轻消费者；4) 已形成较强品牌认知的大众光瓶酒龙头，牛栏山、红星等，积极迎合提价风口，对价格更高的新品加速布局铺货；5) 以过去东北地产二锅头为代表的无品牌、价格低、规模较小的光瓶酒加速出清，份额让出。

图表 4：五类光瓶酒企业玩家的特征和各自对光瓶酒升级的助力

	代表品牌/产品	特征	对光瓶酒升级的助力
品牌名酒	山西汾酒 - 玻汾 (55.61/500ml) 五粮液 - 尖庄 (24.08元/500ml) 泸州老窖 - 黑盖 (98元/500ml)	品牌力强，品质优，国民认知度强，渠道成熟，但对较低端酒的倾斜资源有限	高端白酒2012年发展受阻，名酒纷纷“下探”布局，品牌溢价为其光瓶酒产品价格提供支撑。头部品牌下沉光瓶业务，鲑鱼效应有利于促进光瓶酒市场的竞争和发展
区域名酒	金种子 - 头号种子 (68元/500ml) 衡水老白干 - 冰川光瓶系列 (66.5元/500ml)	地方名产，在当地品牌认知较强，渠道力强，但难以出省，同时面临外来竞争者	在区域内通过渠道力和消费者认可度完成产品升级，推动光瓶酒价格认知提升
新派玩家	江小白 - JOYYOUTH清香 (63.75元/500ml) 谷小酒、光良、观云、开山等	包装时尚化、营销方式年轻化、消费场景的切入差异化	能够较好吸引价格敏感性更低的年轻消费者
有品牌力光瓶酒	牛栏山 - 白牛二、金标 (42° 白牛二 15元/500ml、金标 48元/500ml) 红星 - 大二、蓝八 (56° 大二25元/500ml、43° 蓝八35元/500ml)	全国闻名，渠道网络布局完善，大单品认知度较高	以白牛二为例，白牛二经过多年增长目前销量进入下行通道，企业需要通过价格提升维持盈利水平，积极迎合风口
无品牌力光瓶酒	太白酒 古道江湖2900 叙府大曲 红荔牌红米酒 ...	贴近本地消费者，但品牌力较弱，对成本更敏感，正在加速出清	新国标对工艺提出更高要求，叠加高粱、玉米价格17年以来走高，纸壳、玻璃价格亦整体保持上行，成本上行推动价格提升在该部分企业表现更明显

数据来源：京东，华福证券研究所

在供给端，新国标对酿酒工艺提出更高的要求，叠加高粱、玉米价格 2017 年以来走高，纸壳、玻璃价格亦整体保持上行，成本上行推动价格提升。成本提升带动的价格提升在无品牌、规模较小的光瓶酒厂身上体现更明显。

图表 5：高粱市场价（元/吨）


数据来源：Wind, 华福证券研究所

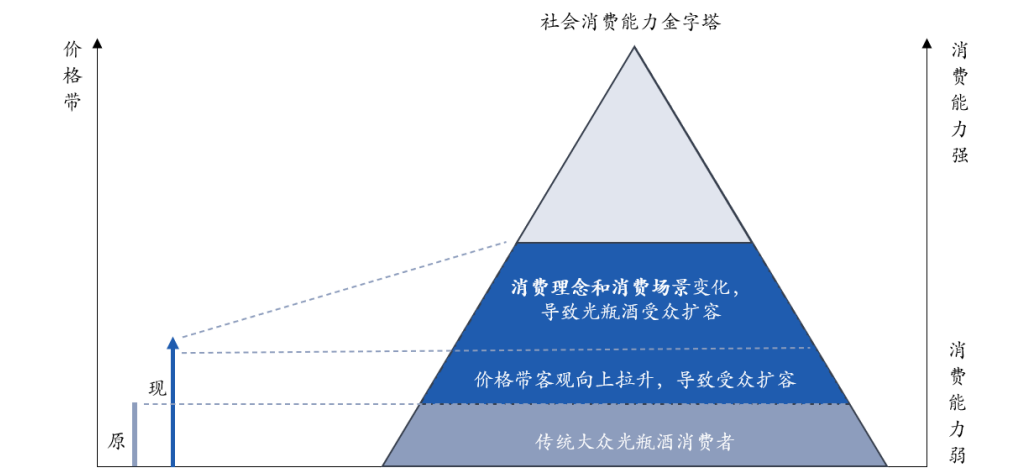
图表 6：玉米市场价（元/吨）


数据来源：Wind, 华福证券研究所

需求端，从量价角度分析，量降价增是长期趋势。其中，量降系：**1) 消费人群基数下降**：随着我国人口增速放缓、人口逐渐老龄化，白酒的消费人群规模持续萎缩；**2) 白酒代际渗透率仍需提升**：渗透率的提升在于打开新的增量市场，扩大影响范围。根据里斯咨询调研，10度左右的酒最受年轻人偏爱，64%的Z时代受访人群认为白酒不适合年轻人，当前虽有江小白等小酒在年轻群体中成功破圈，但整体而言白酒对年轻消费群体的吸引力仍然不足；**3) 单次消费量下降**：随着大众健康意识的增强，“少喝酒、喝好酒”成为趋势，国人的饮酒量减少。**价格持续提升的驱动力包括**：**1) 随着经济发展和我国人均可支配收入水平的提高，群众消费能力和消费水平的提高**；**2) 品牌和品质意识的增强**，即使是用于日常消费的大众酒，消费者也会倾向于选择有品牌和质量好的产品，愿意为此付出溢价。

拆分需求端的消费者画像，光瓶酒消费者不断趋于多元化、年轻化、城市化。过去光瓶酒的主流价格带在30元以下，其核心消费人群以中产及以下居民和农民工阶层为主。随着消费趋势的变化和白酒行业的发展，在政策端“新国标”为白酒的品质提供了清晰、直观的衡量标准的催化下，光瓶酒进一步撕下低端、低品质等负面标签，其消费人群亦已经扩展到白领、精英阶层、学生群体、新型农民工群体、新商务接待等各个消费阶层，为50-100元和100元以上价位的光瓶酒消费带来了消费空间。

图表 7：光瓶酒切入更多消费人群



数据来源：华福证券研究所

从老一代、中生代和新一代消费者对消费者画像进行粗略拆分，消费端对光瓶酒升级的支撑力仍足：1) 对于老一代白酒的忠实消费者来说，在经历过长时间的一线名酒和省级名酒品牌的精神消费后，随着该部分消费者年龄渐长，政商务消费场合出现的频次下降，用酒需求也逐渐回归本质，为高性价比的光瓶酒带来机会；2) 中生代的白酒消费人群一定程度上保留了上一代消费者对酒水品牌和饮用习惯的传统认知，但在饮酒需求上更加追求精神消费和实质消费的平衡。中生代经历了光瓶酒从低端低价位向名酒高价位、高性价比的转移，导致中生代对光瓶酒的印象不再单单是“低端化、低品质、便宜酒”，对光瓶酒的观念有别于上一代；3) 新生代消费者的消费能力相对较低，且对新鲜事物的接受度更高，美观和品质较好的光瓶酒更易在年轻消费群体中获得一席之地，为创新白酒产品带来机遇。根据《2019 年中国光瓶酒营销白皮书》，消费人群的意见领袖由中年群体迭代为 90 和 95 后，高线光瓶的兴起将较好迎合新兴消费群体的产品需求。

图表 8：消费端变化驱动光瓶酒



老一代白酒消费者 - 消费场景的变化：在经历过长时间的一线名酒和省级名酒品牌的精神消费后，随着年龄渐长，政商务消费场合出现的频次下降，更多以自饮需求为主，消费场景变化导致用酒向光瓶酒转移



中生代白酒消费者 - 对光瓶酒认知的变化：消费逐渐回归理性消费，经历了大众酒市场加速品牌化的过程，且高线光瓶酒的出现也较好的迎合了高端消费群体的需求，导致中生代对大众光瓶酒的印象不再单单是“低端化、低品质、便宜酒”



新生代白酒消费者 - 消费观念的变化：消费能力相对较低，且对新鲜事物的接受度更高，美观和品质较好的光瓶酒更易在年轻消费群体中获得一席之地。此外，部分新生代消费者由于经历了海外光瓶酒的教育，对光瓶酒升级的接纳度较高。

数据来源：华福证券研究所

综上，我们认为需求端的消费升级势头不改，供给端马太效应下格局更加良性，光瓶酒结构性繁荣有支撑。2012 年“三公消费”以及“限酒令”等政府管控出台后，

高端酒发展受阻，叠加行业产能过剩，部分产品价格虚高，严重远离消费者，远离正常的白酒消费需求的问题也更加凸显。得益于此，次高端白酒迎来发展，同时头部名酒纷纷“下探”完善产品矩阵，入局低端酒市场，供给端的新鲜血液为大众酒带来成长。随着行业不断调整，政府自上而下，通过供给端的繁荣为大众酒带来的机会红利削减，但消费端自下而上的消费升级韧性不改，赛道扩容吸引玩家入局。在光瓶酒市场不断扩容、竞争驱动产品创新和升级的背景下，光瓶酒市场方兴未艾，持续扩容与升级有支撑。

2.周观点（7.31-8.4）

2.1 白酒

近一月白酒 SW 指数上行 9.05%（沪深 300 指数+3.12%），本周-0.44%（沪深 300 指数+0.70%）。近一月，口子窖(+19.43%)、水井坊(+18.60%)、山西汾酒(16.33%)领涨；顺鑫农业(-16.35%)、伊力特(-2.59%)表现落后。当前白酒板块 PE(TTM) 为 32.0X，较此前有所回升。

宏观方面，自 7 月 24 日政治局会议定调以来，中央及地方密集的表态和发声为房地产市场注入了极大信心。本周，国常会再次强调“要调整优化房地产政策，根据不同需求、不同城市等推出有利于房地产市场平稳健康发展的政策举措”。房地产业作为国民经济的支柱产业，行业规模大、社会影响面广、上下游产业链关联行业众多，房地产行业景气回升能够带动白酒商务消费，对中高端白酒需求有一定拉动作用，或将带来白酒估值修复预期。

中观层面，Q3 的中秋国庆作为白酒旺季，今年同比增速预计会有较高反弹，驱动力包括：1) 去年中秋国庆受疫情影响导致消费场景缺失严重，基数较低；2) 疫情放开后，今年开门红期间大部分消费者仍在新冠康复中，饮酒力和消费场景并未完全恢复，故真正完全的恢复的旺季为今年中秋；3) 疫情放开以来，此前库存压力较大的酒企的渠道库存经过今年上半年的不断消化，已基本回落至正常良性水平，渠道更为健康有助于酒企政策的顺利落地；4) 今年 3 月进入白酒行业淡季后，对宏观的担忧导致消费者和经销商预期趋于谨慎保守，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，但实际动销上主流名优酒企仍表现稳健；5) 从近期宏观政策上看，政策面持续释放引导经济回升的信号较为积极，民营企业信心回筑有助于次高端及以上白酒消费频次的提升。

微观层面，本周贵州茅台发布中报，23H1 茅台实现营业收入 695.76 亿元，同比增长 20.76%；实现归母净利润 359.8 亿元，同比增长 20.76%，收入与利润均超预期。分产品看，上半年公司茅台酒/系列酒营收分别为 592.79/100.74 亿元，同比分别增长 18.6%/32.6%。茅台酒方面，上半年非标投放量较大，带动公司营收及盈利增

长。系列酒增长势能较大，公司当前聚力培育茅台 1935、茅台王子酒（酱香经典）、金王子、汉酱、茅台迎宾酒（紫）5 大单品，23 年目标突破 200 亿。其中，千元价格带超级大单品茅台 1935 今年目标百亿，对营收增长的贡献较高。费用端，23H1 公司期间费用率整体下降 0.9pct，且渠道结构持续优化带动盈利能力提升，但由于 23H1 公司系列酒放量较大，导致公司毛利率同比下降 0.3pct 至 91.8%。23 年，公司营收目标为同比增长 15% 左右。基于上半年公司的表现，公司超额完成全年度 15% 的增长目标可期。

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。在基本面平稳的背景下，本轮政策驱动板块估值修复过程中，此前受商务消费修复不及预期的次高端率先受益，同时建议留有高端酒仓位，以应对突然的事件或政策催化。首推兼具业绩增长稳定性和性价比的高端酒五粮液。建议重点关注稳定性较强的高端酒泸州老窖、疫后修复弹性较高叠加产品结构升级的金徽酒、以及酱酒热理性回归后受益于品牌化消费趋势叠加产能不断释放的珍酒李渡。

2.2 啤酒

本周，啤酒板块涨跌幅为+1.14%，对比食品饮料板块（-0.31%），超额收益为 1.45%，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-1.09%/-1.4%/-0.09%/+5.26%/+0.66%/+1.21%。啤酒板块过去几周连续跑输食品饮料板块，我们认为主要是 22 年 5-7 月基数相对高，且近期的台风、梅雨天气反复，对啤酒销售有所压制，但是本周跑赢指数，我们认为主要是步入 8 月后随着温度升高、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%，提质增效逻辑持续兑现，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: 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 -0.79%/+0.05%/-1.46%/+0.43%/-0.33%/-0.46%/-1.01%, 对比食品饮料板块的超额收益分别为 -0.48%/+0.36%/-1.15%/+0.74%/-0.02%/-0.15%/-0.7%。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。同时, 公司在 7 月 27 号发布中报业绩, 公司 2023 年上半年实现营收 16.51 亿元, 同比+59.2%; 实现归母净利润 4.39 亿元, 同比+98.85%; 实现扣非归母净利润 4.31 亿元, 同比+111.65%。23Q2, 公司实现营收 8.91 亿元, 同比+78.75%; 归母净利润 2.51 亿元, 同比+94.66%; 实现扣非归母净利润 2.44 亿元, 同比+116.26%。业绩表现持续亮眼。随着公司继续推进大客户战略, 维护现有核心客户业务的同时, 积极探索优质中型客户, 华北/华东/华南/华西经销商数量分别达 516/626/704/553, 分别同比+9%/+14%/+6%/+9%/+9%。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。

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 -0.6%/-3.79%/1.28%/-2.77%/2.22%, 对比食品饮料板块的超额收益分别为 -0.29%/-3.48%/1.59%/-2.46%/2.53%。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 26 日，根据 wind 数据，我国主产区生鲜乳均价 3.75 元/公斤，周环比/周同比分别为-0.00%/-8.80%；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 28 日，国产/国外婴幼儿奶粉品牌零售价分别为 222.85 267.34 元/公斤，中老年奶粉价格 104.05 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。

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 1.2%/0.68%/1.66%/-1.85%/1.46%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 1.51%/0.99%/1.97%/-1.54%/1.77%。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。

2.6 餐饮供应链

本周（7.31-8.4）调味发酵品/预加工食品板块涨幅分别为+0.13%/+1.81%，对比食品饮料板块（-0.48%），整体表现有所分化；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+0.61%/-2.11%/-0.52%/+0.98%/+4.22%/-4.52%/+0.36%/+1.22%。

近期，百胜、海底捞、九毛九、瑞幸等多家餐饮龙头披露半年度相关数据，营收、拓店及翻台率等多项数据彰显行业复苏较好，产业链景气度较高；其中，速冻龙头安井食品披露半年度财报，23Q2 公司实现营收 37.04 亿元，同比增长 26.14%；实现归母净利润 3.74 亿元，同比增长 50%。分业务看，主业稳健扩张，预制菜肴延续高增，23Q2 速冻鱼糜制品/速冻菜肴制品/速冻肉制品/面米制品/农副产品营收分别同比 +13.6%/+54.4%/+16.8%/+4.2%/+110.7%/-46.4%/+48.4%；其中菜肴制品保持快增，主要系新柳伍并表，安井小厨、冻品先生以及主品牌中虾滑产品增量所驱动。渠道端，经销商、特通与电商渠道受益于餐饮复苏、公司加大渠道开发及新柳伍并表等，保持快增。区域方面，华东基地市场保持稳健，同时华北、华中等市场展现增长弹性。此外，公司持续优化费率，四项费用率 Q2 同比-2.84pcts，促进公司销售净利率同比 +1.73pcts 至 10.25%。

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。

2.7 烘焙茶饮链

本周瑞幸咖啡公布了 2023Q2 财报，公司 2023Q2 实现总净收入 62 亿元，同比 +88%；Q2 营业利润率为 18.9%，同比+11.6pcts；Q2 净开门店 1485 家，环比+15.9%，门店总数达到 10836 家；Q2 月均交易客户数为 4307 万，同比增长 107.9%，6 月交易客户数达到 5000 万，创历史新高。业绩超预期的主要原因为：1.门店数量进一步提升；2.持续推出新品带动门店交易客户数和收入大幅提升。

对于烘焙茶饮链，我们认为随着消费修复，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）、佳禾食品（粉末油脂龙头）；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）。

2.8 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）。

2.9 代糖

甜味剂（代糖）：随着过量摄入糖对身体造成危害被逐步认知，减糖成为重要趋势，代糖的需求逐步增加。但是人工代糖的安全性不断被讨论，因此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。因此我们建议关注：莱茵生物（甜菊糖、罗汉果糖）、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。

2.10 餐饮

本周(7.31-8.4)SW 酒店餐饮指数涨跌幅为+1.03%，对比食品饮料板块(-0.31%)，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 -5.62%/-0.41%/+5.66%/-8.92%/+10.37%/-1.77%/+0.20%/+1.04%/-5.33%/+8.27%/-2.17%/+6.90%。

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。

餐饮疫后稳步复苏。普华永道联合 CCFA 日前发布中国餐饮资本化相关报告，针对样本企业的调研显示，超过 67% 的样本餐饮品牌预测 2023 年收入能恢复至 2019 年水平。

百胜中国发布 2023H1 业绩报告，2023Q2 公司实现收入 26.5 亿美元，较去年同期 21.3 亿美元，同比增长 25%；其中系统销售额较去年同期增加 32%（肯德基 32%，必胜客 30%）；同店销售额较去年同期增加 15%（肯德基 15%，必胜客 13%）；本期净利润录得 1.97 亿美元，较去年同期 0.84 亿美元增加 137%；23Q2 净开店 422 家，截至 2023 年 6 月 30 日，门店总数达 13602 家。公司在二季度加速了新店扩张的步伐，实现了必胜客在国内门店数量超过 3000 家，肯德基在上海门店数量超过 500 家的里程碑。目前肯德基已经遍布超过 1900 个城镇，公司仍在追踪其他没有肯德基的城镇。公司将持续以灵活的门店形式在各线城市拓展潜在市场。公司第三季度的重点是提振销售。公司通过规划丰富的营销活动和资源，以抓住夏季高峰期的机遇。效率的提升和成本结构的调整将让公司持续收益。

3. 本周重要公司公告

图表 9：本周重要公司公告（7.31-8.6）

证券代码	公司名称	公告日期	公告类型	公告内容
9987.HK	百胜中国	20230801	半年报	2023Q2 公司实现收入 26.5 亿美元，较去年同期 21.3 亿美元，同比增长 25%；其中系统销售额较去年同期增加 32%（肯德基 32%，必胜客 30%）；同店销售额较去年同期增加 15%（肯德基 15%，必胜客 13%）；本期净利润录得 1.97 亿美元，较去年同期 0.84 亿美元增加 137%；23Q2 净开店 422 家，截至 2023 年 6 月 30 日，门店总数达 13602 家。公司在二季度加速了新店扩张的步伐，实现了必胜客在国内门店数量超过 3000 家，肯德基在上海门店数量超过 500 家的里程碑。目前肯德基已经遍布超过 1900 个城镇，公司仍在追踪其他没有肯德基的城镇。公司将持续以灵活的门店形式在各线城市拓展潜在市场。
603345.SH	安井食品	20230801	半年报	公司发布 2023 年半年度报告，23H1 公司实现营收 68.94 亿元，同比增长 30.7%；实现归母净利润 7.35 亿元，同比增长 62.14%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 6.95 亿元，同比增长 82.65%。其中，23Q2 公司实现营收 37.04 亿元，同比增长 26.14%；实现归母净利润 3.74 亿元，同比增长 50%。
LKNCY.OO	瑞幸咖啡	20230801	二季度	2023Q2 实现总净收入 62 亿元，同比+88%；实现营业利润 11.73 亿元，同比增长 384.71%；实现净利润 9.99 亿元，扭亏为盈；Q2 营业利润率为 18.9%，同比+11.6pcts；
600519.SH	贵州茅台	20230803	半年报	23H1 贵州茅台实现营收 695.76 亿元，同比增长 20.76%；实现归属于上市公司股东的净利润 359.80 亿元，同比增长 20.76%。分产品看，上半年公司茅台酒/系列酒营收分别为 592.79/100.74 亿元，同比分别增长 18.6%/32.6%。分渠道看，公司直销/批发代理渠道营收分别为 314.20/379.33 亿元，同比分别增长 50.0%/3.6%。
002847.SZ	盐津铺子	20230803	半年报	公司发布 2023 年半年报，2023H1 公司实现营业收入 18.94 亿元，同比增长 56.5%；归母净利润 2.46 亿元，同比增长 90.7%；扣非净利 2.32 亿元，同比增长 103.1%。其中，2023Q2 公司实现营收 10.01 亿元，同比增长 57.6%；归母净利润 1.34 亿元，同比增长 97.1%；扣非净利 1.34 亿元，同比增长 105.4%。公司“产品+渠道”共同发力，优化供应链实现降本增效，盈利超预期。
300858.SZ	科拓生物	20230804	半年报&股份转让	公司发布 2023 年半年报，2023H1 公司实现营业收入 1.4 亿元/-10.79%，归母净利润 0.4 亿元/-10.01%，扣非净利 0.32 亿元/-12.53%。其中，2023Q2 公司实现营收 0.68 亿元/-4.2%，归母净利润 0.2 亿元/-9.1%，扣非净利 0.14 亿元/-17.6%。基本每股收益 0.15 元。 公司预披露实控人减持公司股份的公告：7 月 31 日，公司公告实控人预计减持公司股份合计不超过 16,844,490 股，

				即不超过公司股份总数的 6.39%。截至公告日,公司实控人合计持有公司 69,383,312 股,占总股本的 26.33%。本次拟减持原因为实控人自身资金需求。
300146.SZ	汤臣倍健	20230805	半年报	公司发布 2023 年半年报,2023H1 公司实现营业收入 55.96 亿元,同比增长 32.58%;归母净利润 15.45 亿元,同比增长 47.41%;扣非净利 14.54 亿元,同比增长 36.03%。其中,2023Q2 公司实现营业收入 24.88 亿元,同比增长 28.2%;归母净利润 5.15 亿元,同比增长 33.8%;扣非净利 4.59 亿元,同比增长 18.4%。
605499.SH	青岛啤酒	20230806	半年报	公司发布 2023 年半年度报告,公司 2023 年上半年实现营收 54.6 亿元,同比+27.24%;实现归母净利润 11.08 亿元,同比+46.84%;实现扣非归母净利润 9.9 亿元,同比+38.59%。23Q2,公司实现营收 29.69 亿元,同比+29.96%;归母净利润 6.11 亿元,同比+49%;实现扣非归母净利润 5.37 亿元,同比+40.09%。

数据来源:各公司公告,华福证券研究所

4.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