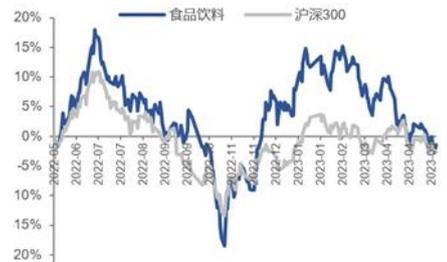


食品饮料行业

行业成熟期下的液奶高端化空间探讨

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:** 我国乳制品行业已进入发展成熟期, 高端化转型成为行业共识。乳制品种类繁多, 一般分为常温奶、低温奶、奶酪及奶粉四大类。根据Euromonitor, 2022年我国常温白奶/低温鲜奶/酸奶/乳饮料市场规模分别为1187/517/1387/670亿元, 各细分行业呈现阶梯状特点: 常温白奶为代表的乳制品基本盘定位低端, 行业增速已趋缓, 市场进入成熟期; 低温鲜奶为代表的高端化产品年CAGR呈现双位数增长, 盈利能力较强, 新兴&高利润细分行业成为各大乳企的发力点。液态奶高端化路线主要集中在: 研发新品类, 打造新的增量, 及在原有的产品基础之上进行产品结构升级两大趋势, 通过打造现象级大单品的方式快速抢占消费者心智。展望未来, 随着伊利蒙牛持续培育有机乳品等高增长业务、奶酪奶粉等新兴业务, 以强研发实力为核, 叠加品牌力&渠道力&营销力三管齐下, 期待下一个明星单品的出现推动乳制品行业高端化进程。

► **周观点:** 从最新国家统计局数据, 必选消费整体增长更具韧性, 其中粮油食品消费7月环比提速; 且从板块调整、估值、基金重仓配置、股息率等多维视角看, 食饮板块均具有较高的安全边际; 1) 自21年初蓝筹行情高点后, 消费各细分板块均有长时期、大幅度的调整, 如以21.1.29为指数基准日至8月16日, 食饮指数调整幅度达26%; 2) 从近三年短期估值看(2020.8-2023.8), 食品饮料PE低于近三年10分位数, 从近十年历史估值看(2013-2023), 食饮板块处于40分位数附近; 3) 目前, 基金前十大重仓股配置比例处于较低水平; 4) 从股息率角度, 食饮板块处于近十年高位水平。因此, 在消费渐进式复苏进程中, 板块投资价值性价比不断突显。【白酒】首推兼具业绩增长稳定性和性价比的高端酒五粮液, 关注泸州老窖、珍酒李渡、金徽酒。【啤酒】重点推荐: 青岛啤酒; 关注: 乐惠国际、燕京啤酒、重庆啤酒、华润啤酒, 珠江啤酒。【软饮料】关注: 东鹏饮料、百润股份、李子园、香飘飘、承德露露、养元饮品。【乳制品】关注: 疆外扩张的区域乳企天润乳业、全国乳企巨头伊利股份。

【休闲零食】关注: 量贩零食店稀缺标的万辰生物。【餐饮供应链】建议持续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】关注奈雪的茶(茶饮第一股)、佳禾食品(粉末油脂龙头)、海融科技(国产奶油龙头之一)。【代糖】关注: 百龙创园(阿洛酮糖)、莱茵生物(甜菊糖、罗汉果糖)、华康股份(木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、赤藓糖醇)。【餐饮】关注: 实施降本增效战略, 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, 守正创新的全聚德。

► **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、《【华福食饮】供应链龙头选品逻辑对比思考》— 2023.08.15

2、《【华福食饮】探讨光瓶酒市场升级的背后支撑》— 2023.08.7

正文目录

1 行业成熟期下，液奶高端化空间探讨	3
1.1 行业需求仍有放量空间	3
1.2 低端奶进攻下沉市场，高端开拓新品放量	5
2. 周观点（8.14-8.18）	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 代糖	12
2.9 餐饮	12
3. 本周重要公司公告	13
4. 风险提示	14

图表目录

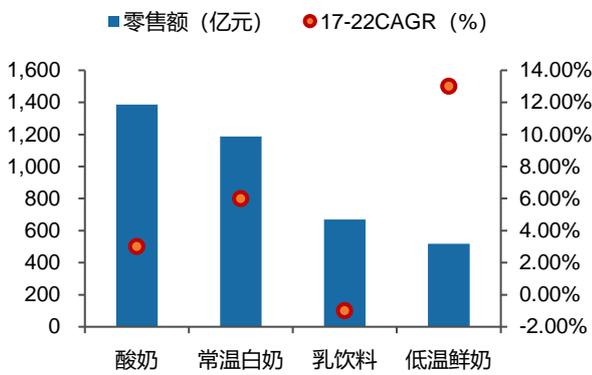
图表 1：液奶各细分行业市场规模（亿元）	3
图表 2：液奶各细分行业年 CAGR（%）	3
图表 3：乳制品行业发展阶段性复盘	3
图表 4：我国城镇&农村居民人均奶类消费量对比（kg）	4
图表 5：2021 年全球主要国家人均奶类消费量对比（kg）	4
图表 6：近年来乳制品行业支持性政策	4
图表 7：低端奶&高端奶分类情况	5
图表 8：安慕希为伊利贡献营收显著，成为伊利重要增长引擎	6
图表 9：特仑苏打造产品升级做对了什么	7
图表 10：特仑苏单品占蒙牛超三成营收	7
图表 11：本周重要公司公告（8.14-8.18）	13

1 行业成熟期下，液奶高端化空间探讨

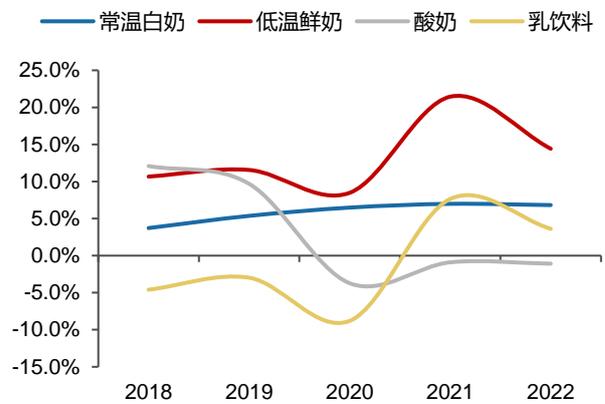
1.1 行业需求仍有放量空间

我国乳制品行业已进入发展成熟期，高端化转型成为行业共识。乳制品种类繁多，一般分为常温奶、低温奶、奶酪及奶粉四大类。根据 Euromonitor，2022 年我国常温白奶/低温鲜奶/酸奶/乳饮料市场规模分别为 1187 / 517 / 1387 / 670 亿元，各细分行业呈现阶梯状特点：常温白奶为代表的乳制品基本盘定位低端，行业增速已趋缓，市场进入成熟期；低温鲜奶为代表的高端化产品年 CAGR 呈现双位数增长，盈利能力较强，新兴&高利润细分行业成为各大乳企的发力点。

图表 1：液奶各细分行业市场规模（亿元）



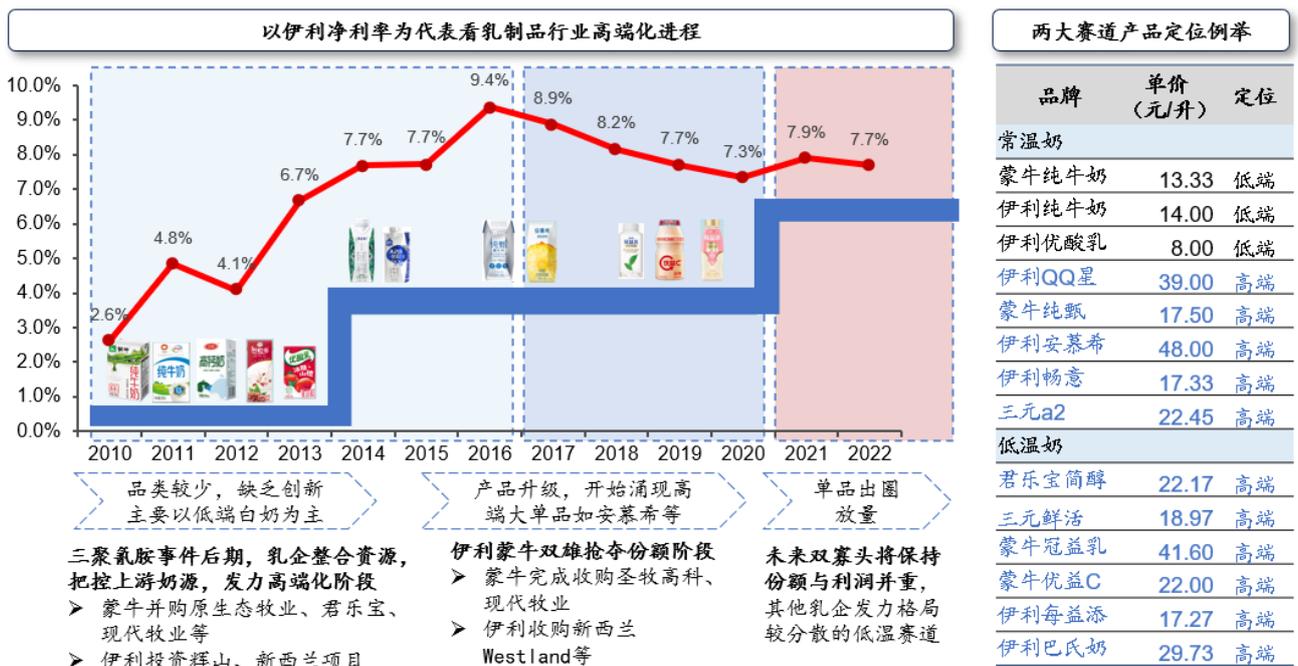
图表 2：液奶各细分行业年 CAGR (%)



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 3：乳制品行业发展阶段性复盘

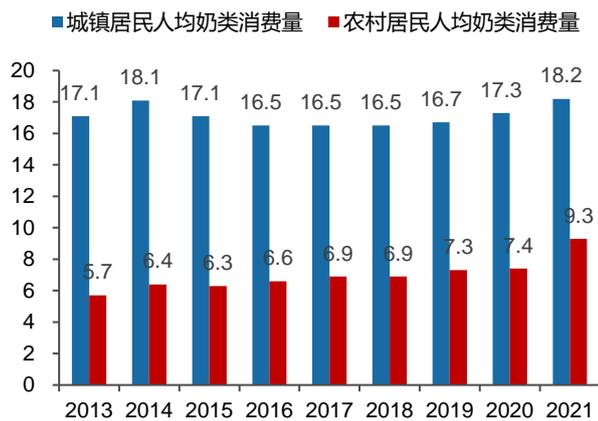


数据来源：公司官网，天猫，wind，公司公告，华福证券研究所

横向对比来看，国内外、城镇&农村奶类消费尚存较大差距，行业仍有较大发展空间。2022 年中国 GDP 已突破 120 万亿，继 2020 年、2021 年连续突破 100 万亿、

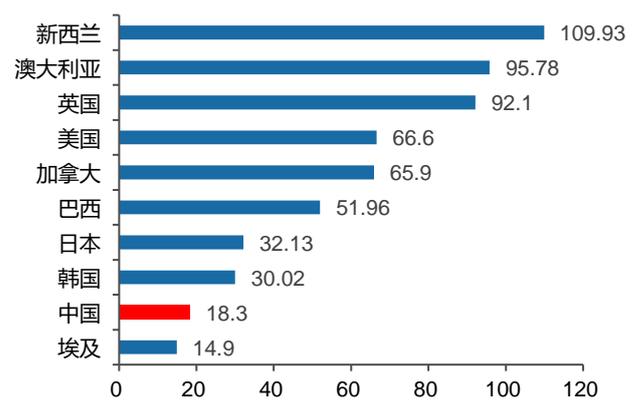
110 万亿后再跃新台阶，人均 GDP 达 GDP8.57 万元。伴随着中国居民消费水平的增长，人们逐渐过渡到对生活品质的追求例如健康膳食、营养均衡等。对比海内外，2021 年我国人均奶类消费与各发达国家相距甚远，整体需求端仍有放量空间；对比我国城镇&农村奶类消费，2021 年城镇/农村人均奶类消费分别为 18.2 / 9.3kg，下沉市场空间广阔。

图表 4：我国城镇&农村居民人均奶类消费量对比 (kg)



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

图表 5：2021 年全球主要国家人均奶类消费量对比 (kg)



数据来源：中国奶业统计资料，华福证券研究所

政策发力，促奶业发展升级。相比于畜牧业发达的欧美国家，东亚国家天然不具有饮奶习惯，因此自上而下的政策成为消费者培育的重要抓手。国务院发布《健康中国 2030 规划纲要》、《中国居民膳食指南(2022)》等政策的提出，全面严抓食品安全以及向大众普及膳食均衡，提出每日摄入奶及奶制品标准，不仅从上游奶源出发保障用奶安全，在政策面建立消费者信心，更是建立了用奶标准，推动消费者教育。同时奶业协会发布的《国家“学生饮用奶”计划推广规划》，也推动奶业向特定学生人群普及、渗透，对奶业发展带来直接影响。

图表 6：近年来乳制品行业支持性政策

时间	发布主体	政策名称	内容
2016 年 10 月	国务院	《“健康中国 2030”规划纲要》	全面普及膳食营养知识，发布适合不同人群特点的膳食指南，引导居民形成科学的膳食习惯；
2020 年 12 月	中国奶业协会	《国家“学生饮用奶”计划推广规划（2021-2025 年）》	提出到 2025 年，学生奶覆盖人数达 3500 万人，覆盖率 28%。在学生奶质量安全、品类、信息化建设与标准等方面进一步加强。
2021 年 11 月	国务院	《“十四五”推进农业农村现代化规划》	加强奶源基地建设，优化乳制品产业结构。提出改造升级一批适度规模奶牛养殖场，推动重点奶牛养殖大县整县推进生产数字化管理，建设一批重点区域生鲜乳质量检测中心，建设一批优质饲草料基地。
2022 年 2 月	农业农村部	《“十四五”奶业竞争力提升行动方案》	方案提出优化奶源区域布局，提升自主育种能力，提高国产苜蓿自给率；支持标准化、数字化规模养殖

2022年 4月	国家卫生 健康委员 会等	《中国居民膳食指南 (2022)》	膳食指南 2022 提出每日摄入奶及奶制品 300-500 克，相较于 2016 年版每日摄入 300 克，指南提倡明显增加，盐的摄入量减少至<5 克。
-------------	--------------------	----------------------	--

数据来源：国务院，中国奶业协会，农业农村部，卫健委，华福证券研究所

1.2 低端奶进攻下沉市场，高端开拓新品放量

我们根据液态奶单价是否低于 16 元/升将其分为低端奶和高端奶两部分，并通过梳理两部分各自的增强空间来展望液奶未来的发展趋势。

低端奶：下沉市场空间广阔。根据尼尔森数据，低端奶主要有基础白奶、儿童牛奶、乳饮料等，基础白奶作为发展最早、功能单一且明确的品类，肩负提升国民日均营养摄入补充的重任。根据国家统计局披露数据，我国农村居民人均奶类消费与城镇居民存在显著差距，2020/2021 年城镇/农村人均奶类消费量分别为 2.3/2.0 倍，伴随着乳企布局二三线城市，预计未来这一比例将进一步缩小。

图表 7：低端奶&高端奶分类情况

所属一级品类	细分品类	定义	产品举例
低端奶			
常温液体奶	基础白奶	常温纯牛奶，蛋白质 $\geq 2.9\%$ ，通常没有独立子品牌，没有增值功能，平均价格<12 元/升	蒙牛纯牛奶，伊利纯牛奶，三元纯牛奶，光明纯牛奶，等
	基础功能奶	常温白奶，蛋白质 $\geq 2.9\%$ ，通常没有独立子品牌，有增值功能，平均价格<12 元/升	蒙牛高钙牛奶，伊利低脂牛奶，三元高钙牛奶，光明高钙牛奶
	儿童牛奶	目标消费群为儿童的常温牛奶，包括纯牛奶和中性乳饮料	未来星儿童牛奶，QQ 星儿童牛奶，旺仔牛奶等
	花色奶	包含风味奶和牛奶饮料，风味奶： $2.3 \leq \text{蛋白质} < 2.9$ ，牛奶饮料： $1.0 \leq \text{蛋白质} < 2.3$	早餐奶，谷粒多，奶特，银鹭花生奶，等
酸味奶	成人乳饮料	目标消费群为成人的常温酸性乳饮料	酸酸乳，真果粒，优酸乳，营养快线，等
	儿童乳饮料	目标消费群为儿童的常温酸性乳饮料	妙妙，QQ 星儿童乳饮料，爽歪歪 等
高端奶			
常温液体奶	中高端奶	具有某些特定功能的常温纯牛奶，通常有独立子品牌，通常平均价格在 12-16 元/升	新养道、焕轻、现代牧场、舒化、优+、优舒、等
	高端奶	定位高端的常温纯牛奶，通常有独立子品牌，平均价格 ≥ 16 元/升	特仑苏、金典、极致、特需、1867、澳特兰等
常温酸奶	常温酸奶	蛋白质含量 $\geq 2.3\%$ ，常温下保存	纯甄，莫斯利安，等
乳酸菌饮料	乳酸菌饮料	蛋白质含量 $\geq 0.7\%$ ，需冷藏保存或常温下保质期小于 30 天	优益 C，养乐多，每益添，等

数据来源：尼尔森，华福证券研究所

高端奶：依托新品类&产品升级实现突围。常温奶赛道中不仅有低端产品，也打造出安慕希这样的高端即饮酸奶大单品。高端即饮酸奶真正的开创者是莫斯利安，但却是伊利依托其强大的渠道优势将安慕希推向全国，成功打造现象级单品。自2014年上市以来，安慕希当年销售额即突破7亿元，凭借其强大的渠道渗透优势迅速占据市场份额，2017年销售额贡献已超百亿，成为伊利的重要增长引擎，远超同类竞争产品。与安慕希类似打造新品类的思路我们同样可以发现以“优益C”为代表的乳酸菌饮品等，也是乳企打造出新兴品类吸引/开创更多消费者需求。

图表 8：安慕希为伊利贡献营收显著，成为伊利重要增长引擎



数据来源：Euromonitor, wind, 华福证券研究所

同时，高端奶放量的另一条线是实现产品升级。低端白奶虽然客单价不高，但产品受众广泛、客群接受度高，走产品升级的路线叠加渠道铺货及营销培育市场，在消费升级的大背景下，在营销培育阶段更能被消费者所接受，从而实现高端产品的放量，蒙牛特仑苏即是这条路的实践者。**蒙牛通过五点打造特仑苏的产品定位：**

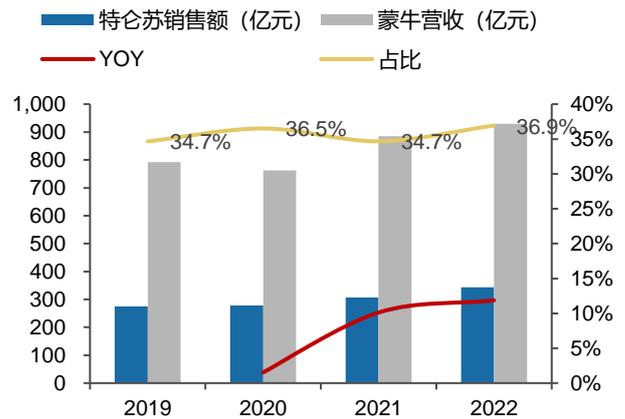
- 1) 产地稀缺，坐落于北纬 40 度的“黄金奶源纬度带”。
- 2) 依托蒙牛产业链优势。
- 3) 从名称 logo 到包装均体现出特仑苏的高端化定位。
- 4) 一句“不是所有牛奶都叫特仑苏”，抓住消费者猎奇心和品牌印象。
- 5) 公司挑选朗朗、陈道明等作为特仑苏代言人，形象与特仑苏定位相符，加深大众对特仑苏的认知。根据公开数据，蒙牛特仑苏 2021 年销售额突破 300 亿，打造出了全球最大的奶类单品，每年贡献蒙牛营收超过三成。

图表 9：特仑苏打造产品升级做对了什么



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 10：特仑苏单品占蒙牛超三成营收



数据来源：Euromonitor，wind，华福证券研究

液态奶高端化路线主要集中在：研发新品类，打造新的增量，及在原有的产品基础之上进行产品结构升级两大趋势，通过打造现象级大单品的方式快速抢占消费者心智。展望未来，随着伊利蒙牛持续培育有机乳品等高增长业务、奶酪奶粉等新兴业务，以强研发实力为核，叠加品牌力&渠道力&营销力三管齐下，期待下一个明星单品的出现推动乳制品行业高端化进程。

2. 周观点 (8.14-8.18)

2.1 白酒

近一月白酒 SW 指数上行 3.31% (沪深 300 指数-1.84%)，本周-2.19% (沪深 300 指数-2.58%)。近一月，皇台酒业 (+14.69%)、口子窖 (+12.22%)、金徽酒 (+9.41%) 领涨；顺鑫农业 (-3.84%)、五粮液 (-2.89%) 表现落后。当前白酒板块 PE(TTM)为 30.21X，变化不大。

宏观方面，自国家发展改革委 7 月 30 日会议明确加大宏观政策调控力度、促消费扩投资、支持实体经济发展、深化改革开放、夯实经济安全根基、保障和改善民生等六方面任务以来，市场信心得到一定提振。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，此时政策促消费措施的出台落地成为有力的外部引擎。

行业中观层面，今年开门红后，3 月开始白酒整体消费复苏不及预期，库存与动销压力下，行业加速分化。今年 1-3 月，纳入到国家统计局范畴的规模以上白酒企业共 979 家，其中亏损企业 290 个，企业亏损面为 29.62%，为 2011 年以来的峰值。白酒上市公司已为行业龙头，具有更强的抗风险能力，故疫情至今多数上市公司业绩相对稳健。在马太效应下，中小型酒企加速出清，为龙头企业增长带来空间。

1-3 月，规模以上白酒企业累计完成销售收入 1918.23 亿元，与上年同期相比增长 1.75%；累计实现利润总额 579.92 亿元，与上年同期相比增长 10.64%。

微观个股层面，本周国窖销售公司发文，自 8 月 14 日起，52 度国窖 1573 经典装（500ml*6）经销商结算价（打款价）提升至 980 元/瓶。提升幅度为 20 元/瓶。本次提价主要系：1) 提价后稳定经销商的价格利润预期，库存增值，不会再出现低价抛货情况，从而能稳定批价，故预计批价有一定回升可能性。2) 在提价后公司为经销商预留的窗口期内，经销商可按照提价前价格打款，故可以加强经销商中秋打款积极性，预计中秋国庆打款价格或仍以提价前的为主。综上，我们认为此次提价更多的是稳批价、给经销商信心的作用，并鼓励了经销商提前打中秋国庆货款，对基本面不构成大的影响。

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。首推兼具业绩增长稳定性和性价比的高端酒五粮液，关注泸州老窖、珍酒李渡、金徽酒。

2.2 啤酒

本周，啤酒板块涨跌幅为+0.72%，对比食品饮料板块（-2.26%），超额收益为+2.98%，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-1.33%/-1.71%/-2.13%/+5.15%/-0.78%/-0.87%。啤酒板块过去几周跑输食品饮料板块，我们认为主要是 22 年 5-8 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，但是步入 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，应期待后续啤酒销售情况。高端化进展方面，我们认为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，进而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，重庆啤酒本周发布 2023 年半年度报告，公司 2023 年上半年实现销量 172.68 万吨，同比+4.76%，营收 85.05 亿元，同比+7.17%，对应吨酒收入 4770 元，同比+1.2%；实现归母净利润 8.65 亿元，同比+18.89%；实现扣非归母净利润 8.54 亿元，同比+19.34%。23Q2，公司实现营收 44.99 亿元，同比+9.64%；归母净利润 4.78 亿元，同比+23.52%；实现扣非归母净利润 4.73 亿元，同比+24.1%，环比改善明显。同时，公司持续推进酒厂数字化管理，降低生产成本、提高资产利用率，持续推动生产运营能力提升，整体费用管控良好，驱动公司净利率提升 1.86pct 至 20.49%

重点推荐：青岛啤酒；关注：乐惠国际、燕京啤酒、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-2.04%/+0.44%/-0.75%/-4.27%/-1.57%/+4.78%/-3.32%，对比食品饮料板块的超额收益分别为+0.22%/+2.7%/+1.51%/-2.01%/+0.69%/+7.04%/-1.06%。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。

东鹏饮料公司在疫情管控严重的2022年，持续建设线上线下结合，全方位、立体式的销售渠道覆盖网络，全国活跃终端网点超过300万家，全年实现营收和归母净利润分别同比+21.89%/+20.75%，同时公司仍旧不断推进产品升级创新，丰富“能量+”矩阵的同时，持续培育第二产品曲线，进而实现消费群体的广覆盖。公司在8月7号发布中报业绩，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%，业绩表现持续亮眼。分产品看，23H1公司主营业务收入中，东鹏特饮/其他饮料分别实现51.35/3.2亿元，分别同比+24.69%/+92.85%，其他饮料销售额占比从3.87%提升至5.87%；分渠道看，公司经销/线上/其他收入分别实现48.6/1/0.1亿元，分别同比+26.17%/+34.28%/-21.99%；随着公司继续推进全国化发展战略，加强渠道体系的建设，目前广东/华东/华中/广西/西南/华北/直营及线上经销商数量分别达253/281/418/128/460/788/468个，合计经销商数量达2796个，对比同期增加17家。23年上半年，随着疫后消费场景复苏、人员流动增加，东鹏公司经营持续向好，未来公司仍将积极推进全国化发展战略，积极探索、培育第二增长曲线，加速数智化升级改造，赋能企业以及行业变革和发展。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。

关注：东鹏饮料、百润股份、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%/-5.61%/-2.03%/-6.01%/-4.31%，对比食品饮料板块的超额收益分别为0.26%/-3.35%/0.22%/-3.76%/-2.05%。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。

行业重点数据更新：

1) 液奶方面。截至 2023 年 8 月 9 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 1-7 月我国乳制品产量达 1,757.10 万吨，7 月当月产量 245.00 万吨，同比变动 4.50%/+3.1%。

2) 奶粉方面。根据 wind 数据，截至 2023 年 8 月 11 日，国产/国外婴幼儿奶粉品牌零售价分别为 222.89 /267.23 元/公斤，中老年奶粉价格 104.40 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 3.57%/-2.23%/-5.54%/-2.94%/-0.29%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 5.82%/0.03%/-3.28%/-0.69%/1.96%。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。

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发力重点。2023H1 公司实现营业收入 9.25 亿元，同比增长 49.1%；归母净利润 0.83 亿元，同比增长

47.0%；扣非净利 0.72 亿元，同比增长 35.1%。其中，2023Q2 公司实现营业收入 4.88 亿元，同比增长 35.2%；归母净利润 0.44 亿元，同比增长 20.0%；扣非净利 0.39 亿元，同比增长 8.2%。

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，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；

甘源食品作为调味坚果细分龙头，产品力突出。2023H1，公司经销/电商/其他模式营收 6.80/1.24/0.19 亿元，同比变动+36.3%/+36.4%/-2.7%。电商模式下老三样表现较优异，青豌豆/蚕豆/瓜子仁营收实现同比增长 98.7%/86.0%/106.2%，主要系公司入驻天猫京东等电商平台以及线上直播等新渠道模式，扩大品牌认知群体。

关注：量贩零食店稀缺标的万辰生物。

2.6 餐饮供应链

餐饮供应链：本周（8.14-8.18）调味发酵品/预加工食品板块涨幅分别为-4.07%/-5.45%，对比食品饮料板块（-2.44%），市场情绪较为低迷。

餐饮业作为反弹最大的消费品类，持续复苏中；本周国家统计局发布，2023 年 7 月全国餐饮收入 4277 亿元，同比增长 15.8%；其中，限额以上单位餐饮收入 1116 亿元，同比增长 10.9%。此外，本周日辰股份披露半年度财报，公司 Q2 基本面呈现边际改善；期间，公司实现营收 0.83 亿元，同增 17.71%，实现归母净利润 0.13 亿元，同增 9.99%；实现扣非归母净利润 0.12 亿元，同增 45.55%。具体来看，公司餐饮渠道强势恢复，食品加工业务边际改善，其中餐饮/食品加工/品牌定制/直营商超/直营电商/经销商（零售）营收分别同比+78.8%/+11.0%/-37.4%/+15.0%/+169.3%/-26.4%。此外，公司优化业务结构、费用投放，其中 23Q2 毛利率同比+ 1.5pcts，四项费用率同比- 0.9pcts，进而促进扣非归母净利率同比+2.8pcts。

建议持续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

8 月 15 日，茶百道向港交所提交 IPO 招股书，根据茶百道招股说明书，茶百道在全国共有 7117 家门店，遍布全国 31 个省市。2022 年，茶百道门店的零售额约 133 亿元，2020-2022 年的 CAGR 达 140%。根据弗若斯特沙利文的报告，茶百道

是中国前十大新式茶饮企业中企业中增长最快的一家，2022 年茶百道在中国新式茶饮店市场中排名第三，市场份额达到 6.6%。

近年来，我国新式茶饮行业发展迅速，根据弗若斯特沙利文报告，新式茶饮 2017-2022 年市场规模 CAGR 为 25%，高于中国软饮料行业 4% 的增速，未来新式茶饮也有较大的发展空间，2022-2027 年的 CAGR 可达 19%。建议关注已上市的奈雪的茶（茶饮第一股）。另外下游茶饮行业景气度的提升也会带动上游原材料需求的提升，建议关注佳禾食品（粉末油脂龙头）、海融科技（国产奶油龙头之一）。

2.8 代糖

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，代糖行业发展空间可观。根据华经产业研究院，2016-2021 年，全球蔗糖/代糖市场规模分别由 775.3/51.1 亿美元变化至 555.4/75.1 亿美元，预计 2026 年全球蔗糖/代糖市场规模将分别增至 659/102.7 亿美元，21-26 年 CAGR 分别为 3.48%/6.47%。另外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，据头豹研究院数据显示，2020 年天然代糖占甜味剂市场规模约为 30%，预计 2021 年-2026 年，天然代糖的年复合增长率达到 13%，而人工代糖仅为 2%，预测未来天然代糖的占比会稳步上升。

2023 年 5 月，“D-阿洛酮糖-3-2 差向异构酶”被列入食品工业用酶制剂新品种，成为国内首个获批用于阿洛酮糖生产的酶制剂，推动“D-阿洛酮糖”在国内食品领域应用迈出了重要一步，阿洛酮糖有望在 23 年下半年或者 24 年上半年获批。阿洛酮糖是新一代甜味剂，具有无糖、低热量、加工特性优良等特点，与蔗糖甜感相近，可发生美拉德反应，可在饮料、烘焙、乳制品等领域作为无糖配料应用，目前在全世界已有 10 多个国家使用。

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。

2.9 餐饮

本周（8.14-8.18）SW 酒店餐饮指数涨跌幅为-4.12%，对比食品饮料板块（-2.26%），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-4.54%/-12.89%/-8.36%/-1.56%/-8.65%/-49.19%/-1.18%/-2.51%/-5.39%/-9.91%/-5.06%/-9.19%。

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。

根据国家统计局发布数据，7月餐饮收入4277亿元，增长15.8%，其中限额以上单位餐饮收入为1116亿元，同比增长10.9%。今年1-7月份，餐饮收入28606亿元，增长20.5%，其中限额以上单位餐饮收入为7365亿元，同比增长21.4%。根据北京市统计局发布1-7月北京经济运行情况，市场消费方面，全市市场总消费额同比增长9.1%。其中，服务性消费额增长13.5%；实现社会消费品零售总额8053.6亿元，增长3.6%。社会消费品零售总额中，商品零售7283.8亿元，增长1.1%，餐饮收入769.8亿元，增长34.3%。

全聚德发布2023H1业绩报告，上半年，公司实现营业收入6.68亿元，同比增长104.06%，归属于上市公司股东的净利润0.28亿元，同比增长118.28%。其中营业收入增加的主要原因为2023年上半年餐饮市场回暖。公司坚持传承与创新并重，餐饮板块通过主力门店焕新升级，打造“产品+服务+场景”新格局，持续提升消费体验。四川饭店和平门店、全聚德佳亿店等新开门店高效运转，稳中向好势头明显。食品板块，餐饮产品食品化项目有序推进，公司加大产品研发力度，年夜饭迭代升级，手工片制烤鸭3.0版上市销售并进入量产，多款家宴礼盒和预制菜单品销量稳步提升，电商购物节实现新突破。拓展团膳业务，优化调整线上双平台外卖业务，线上商城平稳运行。公司管理工作守正创新，开展“十四五”规划中期评估，逐步优化餐饮门店收入构成，完善激励机制，灵活用工，加强数字化运维，实现整体增效创收。

建议关注：实施降本增效战略，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，守正创新的全聚德。

3. 本周重要公司公告

图表 11：本周重要公司公告（8.14-8.18）

股票名称	股票代码	类型	内容
重庆啤酒	600132.SH	2023年中期业绩报告	公司2023年上半年实现销量172.68万吨，同比+4.76%，营收85.05亿元，同比+7.17%，对应吨酒收入4770元，同比+1.2%；实现归母净利润8.65亿元，同比+18.89%；实现扣非归母净利润8.54亿元，同比+19.34%。23Q2，公司实现营收44.99亿元，同比+9.64%；归母净利润4.78亿元，同比+23.52%；实现扣非归母净利润4.73亿元，同比+24.1%，环比改善明显。
燕塘乳业	002732.SZ	2023年中期业绩报告	公司发布2023年半年报，2023H1公司实现营业收入9.63亿元，同比增长7.1%；归母净利润9834.02万元，同比增长70.3%；扣非净利9905.27万元，同比增长69.1%。其中，2023Q2公司实现营业收入5.34亿元，同比增长4.3%；归母净利润7003.44万元，同比增长85.3%；扣非净利7019.99万元，同比增长86.3%。
桃李面包	603866.SH	2023年中期业绩报告	公司发布2023年半年报，2023H1公司实现营业收入32.07亿元，同比增长0.03%；归母净利润2.92亿元，同比降低18.5%；扣非净利2.81亿元，同比降低17.6%。其中，2023Q2公司实现营业收入17.30亿元，同比降低1.3%；归母净利润1.53亿元，同比降低23.4%；扣非净利1.50亿元，同比降低21.4%。
熊猫乳品	300898.SZ	2023年中期业绩报告	公司发布2023年半年报，2023H1公司实现营业收入4.48亿元，同比增长+18.3%；归母净利润0.47亿元，同比增长+107.1%；扣非净利0.41亿元，同比增长+125.3%。其中，2023Q2公司实现营业收入2.32亿元，同比增长+25.7%；归母净利润0.25亿元，同比增长+154.2%；扣非净利0.25亿元，同比增长+182.4%。
劲仔食品	003000.SZ	2023年中期业绩报告	公司发布2023年半年报，2023H1公司实现营业收入9.25亿元，同比增长49.1%；归母净利润0.83亿元，同比增长47.0%；扣非净利0.72亿元，同比增长35.1%。其中，2023Q2公司实现营业收入

			4.88 亿元，同比增长 35.2%；归母净利润 0.44 亿元，同比增长 20.0%；扣非净利 0.39 亿元，同比增长 8.2%。
日辰股份	603755.SH	2023 年中期业绩报告	公司发布 2023 年半年报，营业收入 16,277.21 万元，同比增长 12.30%；归属于上市公司股东的净利润 2,380.72 万元，同比下降 6.79%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2,199.36 万元，同比增长 11.08%；剔除股份支付成本因素影响后，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润同比增长 14.49%。
迎驾贡酒	603198.SH	2024 年中期业绩报告	公司发布 2023 年半年报，迎驾贡酒 23H1 实现营业收入 31.43 亿元，同比增长 24.25%；实现归属于上市公司股东的净利润 10.64 亿元，同比增长 36.53%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 10.30 亿元，同比增长 37.72%。其中，23Q2 公司实现营收 12.27 亿元，同比增长 29.48%；实现归母净利润 3.64 亿元，同比增长 60.94%。
金徽酒	603919.SH	2025 年中期业绩报告	公司发布 2023 年半年报，23H1 公司实现营收 15.23 亿元，同比增长 24.25%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.54 亿元，同比增长 20.06%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.54 亿元，同比增长 21.65%。其中，23Q2 公司实现营收 6.30 亿元，同比增长 21.05%；实现归母净利润 0.73 亿元，同比增长 53.74%
舍得酒业	600702.SH	2026 年中期业绩报告	公司发布 2023 年半年报，23H1 公司实现营收 35.29 亿元，同比增长 16.64%；实现归属于上市公司股东的净利润 9.20 亿元，同比增长 10.07%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 8.98 亿元，同比增长 10.68%。其中，23Q2 公司实现营收 15.08 亿元，同比增长 32.10%；实现归母净利润 3.50 亿元，同比增长 14.83%。

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