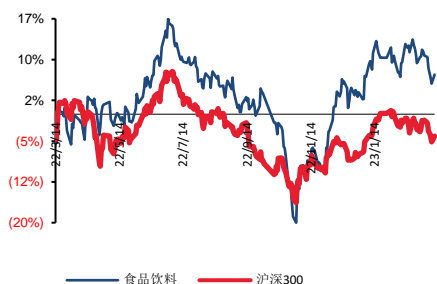


食品饮料

食品饮料调研反馈：白酒需求向好，食品逐步复苏

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告：

《天味食品：C端业务稳步增长，有效网点不断推进》--2023/03/13

《今世缘：22年顺利完成考核目标，23年开门红表现优异》--2023/03/13

《安井食品：主业超预期，疫后复苏趋势向好》--2023/03/13

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

证券分析师：李梦鹏

电话：15216670756

E-MAIL: limx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190121050001

报告摘要

春节后我们密集走访上市公司及渠道终端，现将反馈如下：

一、白酒板块

1. **高端及次高端白酒：高端销售好于次高端。**23年春节千元价格带销售好于次高端，次高端中300-400元价位销售非常好。未来行业集中度提升的逻辑在于次高端价位的提升，次高端快速崛起的过程中，具有品牌优势的全国性次高端可能占优，长期来看可能区域性次高端可能更有持续性。

2. **地产白酒：春节动销表现良好，主流价格带持续升级。**合肥终端草根调研反馈：从场景看，宴席用酒主要以古5/8为代表的价格带，送礼用酒一般以古5为代表的价格带。1) **迎驾贡酒**：省内关注市占率提升、产品结构提档升级。营销端提出C端运营+后端开发共同推动洞16/20发展。2) **今世缘**：春节动销、节后补货符合预期，节后有望受益于宴席场景的回补。23年展望，V系、高沟保持较快增长。

二、食品板块

1. **调味品草根调研反馈：零添加产品或成趋势。**铺货方面，海天铺货范围普遍最大，主要以酱油、蚝油类产品为主；**零添加产品或成趋势**，各大品牌大多都推出零添加产品，且摆放于醒目位置。

2. **乳制品草根调研反馈**：各奶酪品牌促销产品数量少。总体而言，奶酪产品周转情况较好。**妙可蓝多**：23年主要看餐桌系列和常温奶酪棒。据渠道反馈，餐桌系列23年目标翻番。

3. **速冻板块**：春节期间预制菜需求旺盛，2023年烘焙行业需求有望修复。1) **安井食品**：预制菜持续发力，公司将加大对特通、电商、新零售的资源投入。2) **立高食品**：奶油产品有望升级，加快抢占高端奶油市场。进行组织架构改革，为未来公司发展增添新动力。3) **南侨食品**：目前棕榈油价格有所下滑，叠加疫情管控放松后需求修复，预计2023年公司利润将迎来反弹。4) **海融科技**：公司将植物基产品作为未来重要的发展战略，有望成为未来增长点。

4. **休闲食品：零食渠道发展迅速，产品型公司有望持续收益。**1) **盐津铺子**：零食渠道、直播电商的持续发展，有望顺利完成23年

业绩考核目标。2) **甘源食品**：23 年零食渠道、会员店有望受益于渠道门店数量扩张以及合作 SKU 增加。成本端，棕榈油 23 年有望进一步下行，带动利润弹性。3) **劲仔食品**：23 年展望营收较 2020 年翻番，重点渠道为 BC、KA、CVS 以及散称渠道的拓展。4) **洽洽食品**：受到 12 月疫情影响，坚果礼盒发货受到较大影响，关注 3 月回补，瓜子成本短期承压，全年增长目标稳健。

5. **软饮料**：1) **东鹏饮料**：2022 年略超预期。2023 年积极打造“能量+”产品线，发力第二增长曲线。2) **香飘飘**：饮料业务持续推新，通过费用倾斜助力业务增长。3) **李子园**：加快全国化布局，持续开拓华东、西南、华中地区市场。

投资建议：白酒板块：1) 白酒大周期：当前进入本轮白酒周期的后半程，消费震荡时高端白酒和地产酒具有业绩韧性。2) 中短期：今年基建成为今年经济主要抓手，基地市场中产业结构较好的地产酒有望受益，此外有股权激励的酒企也有望保持一定的业绩稳定性。**大众品板块**：2023 年复苏趋势确定、紧跟数据确认，数据确认沿着三个方向，一是后疫情时代疫情恢复主线，中期看好速冻、连锁，建议左侧布局调味品；二是原材料成本预期下降的赛道和公司；三是具有独立逻辑和成长性的个股。

具体标的上，白酒推荐具有稳健性的高端和地产酒，重点关注泸州老窖、五粮液、贵州茅台、山西汾酒、今世缘、迎驾贡酒、金种子；大众品中期看好速冻、连锁，建议左侧布局调味品，重点关注绝味食品、紫燕食品、海天味业、千禾味业、安井食品、立高食品、千味央厨，此外建议重点关注独立个股妙可蓝多和百润股份。

风险提示：经济复苏不及预期，草根调研代表性或存在偏差等

目录

一、 前言	5
二、 白酒板块	5
1. 高端及次高端	5
2. 区域酒	6
三、 食品板块	10
1. 调味品	10
2. 奶酪	11
3. 速冻板块	13
4. 休闲食品	15
5. 软饮料	17
四、 投资建议	18
五、 风险提示	19

图表目录

图表 1：2020 年安徽白酒产量排名全国前五	6
图表 2：安徽市场徽酒仍占主导地位	6
图表 3：安徽白酒主流价格带情况	7
图表 4：21 年安徽城镇居民人均可支配收入接近 17 年江苏省水平（单位：元）	7
图表 5：安徽白酒市场价格带占比	7
图表 6：合肥 2 月终端主流单品成交价（单位：元）	8
图表 7：江苏白酒价格带结构	10
图表 8：海天产品价格、货龄	11
图表 9：同类产品价格与促销对比	12
图表 10：同类产品货龄对比	12
图表 11：零食很忙门店发展迅速	15

一、前言

春节后我们密集走访上市公司及渠道终端，从调研反馈看：

白酒板块：

- 1) **高端及次高端白酒**，23年春节千元价格带销售好于次高端，龙头销售好于老二、老三销售，次高端中300-400元价位销售非常好。未来行业集中度提升的逻辑在于次高端价位带的提升，次高端快速崛起的过程中，具有品牌优势的全国化次高端可能占优，长期来看可能区域性次高端可能更有持续性。
- 2) **安徽、江苏地产白酒板块**，春节需求向好，节后补库存、动销符合预期，迎驾贡酒持续布局省内区域，提出C端运营+后端开发，共同作用次高端的洞16/20发展；今世缘产品规划路径明确，百亿目标稳步推进。

大众品板块：

- 1) **调味品板块**，根据终端调研，零添加产品或成趋势。
- 2) **乳制品板块**，根据终端调研，目前各奶酪品牌促销较少，品牌周转、货龄差异不大。妙可蓝多23年主要看餐桌系列和常温奶酪棒。
- 3) **速冻板块**，春节期间预制菜需求旺盛，2023年烘焙行业需求有望修复。安井发力渠道开拓，立高食品推进奶油产品升级。
- 4) **零食板块**，零食专营店渠道快速发展，产品型公司如盐津、甘源、劲仔、洽洽已逐步布局零食很忙的零食系统，有望享受渠道快速发展的红利。盐津铺子、甘源食品展望零食渠道持续放量，劲仔食品持续推动大包装散称装渗透。
- 5) **软饮料板块**，疫情管控放松后弹性有望释放。东鹏饮料持续丰富产品矩阵；香飘飘发力饮料业务；李子园加快全国化布局。

二、白酒板块

1. 高端及次高端

白酒行业专家：

春节千元价格带销售好于次高端，龙头销售好于老二、老三销售。五粮液批价下行但销量不错。23年春节次高端中300-400元价位销售非常好，比如古16增速高于古20，说明消费者既考虑面子又考虑经济实惠。

23年白酒行业主要看三点：一是作风建设要抓，二是生产企业最差的时候已经过去，但是商业环境相对较差，三是看五粮液批价能否上去，是否为其他企业腾挪出更多空间。

1) **高端白酒**：即使没有疫情，白酒行业销量也处于下滑态势，结构升级是白酒的主旋律。从行业格局来看，白酒行业集中度提升的关键在于次高端白酒的集中度优化。

当前高端白酒抢位战已经结束，高端或次高端核心的是五粮液批价或成交价能否

上移。在实际运营中更应该关注批价和进货价是否有6%利润空间（因为有运维成本），而不是只关心旺季是否批价破千。

2) 次高端：未来次高端市场扩容但是参与者增加更多，消费者对次高端的认知是不用那么谨慎，选择酒质好就行。次高端扩容的过程中，开始是品牌见长，即全国性次高端占优，因为动销没有招商快，但是十年维度来看区域次高端生命力更持久。

山西汾酒近况更新：

23年规划：定义为上升期深度调整年，主抓市场秩序管理；费用处于规模扩张期，稳中提升，23年预计较22略高；招商方面继续窄化，对经销商要求提高，杏花村、竹叶青继续快速招商等；

青花20/30：22年青花整体100亿左右，青30占30%，青25/30占65-70%；青20继续高举高打、持续放量，为十四五提升重点，有提价可能；青25主推省内；青30针对高端商务、宴请场景主做圈层打法，结合空中广告投放，注重圈层营销能力提升。

中低端：1) 玻汾：思路是稳定控量，做长期战略考量；2) 巴拿马&老白汾：开始全国化进程，省内、环山西以老白汾为主；南方市场以巴拿马为主，21年起29个地市点状布局。

2. 区域酒

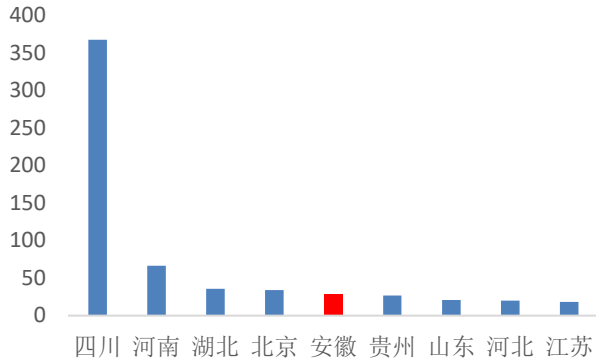
2.1 安徽白酒市场：整体呈现“一超两强”，主流价格带延续升级趋势

安徽作为传统的白酒大省，从产量看，2020年安徽省白酒产量约28.21万千升，约占全国产量3.81%，排名全国第五。从销售规模来看，2021年安徽省白酒规模约为350亿元，约占全国白酒销售收入的5.8%，产销均位于全国前列。

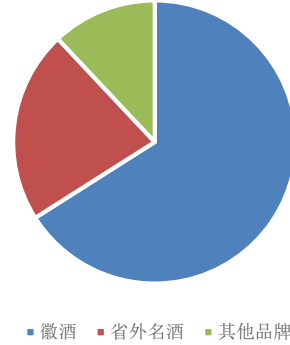
从竞争格局看，省内地产品牌较为强势，整体呈现“一超两强”。白酒行业历史上素有“西不入川，东不入皖”之称，省内品牌竞争激烈，早期口子窖、高炉家、古井都曾登上省内第一，直到15年后格局逐渐稳固，古井逐渐脱颖而出，市占率常居第一，口子窖、迎驾贡酒位列二三名，呈现“一超两强”局面；同时在营销端，徽酒企业重渠道掌控，从早期口子窖的“盘中盘”模式，利用核心酒店终端辐射其他终端，到古井贡酒实施“三通工程”，实现小区域、高占有，省内酒企在渠道持续精耕细作，渠道掌控力较强，次高端价格带以下的外省酒企难以渗透本地市场。

图表1：2020年安徽白酒产量排名全国前五

图表2：安徽市场徽酒仍占主导地位



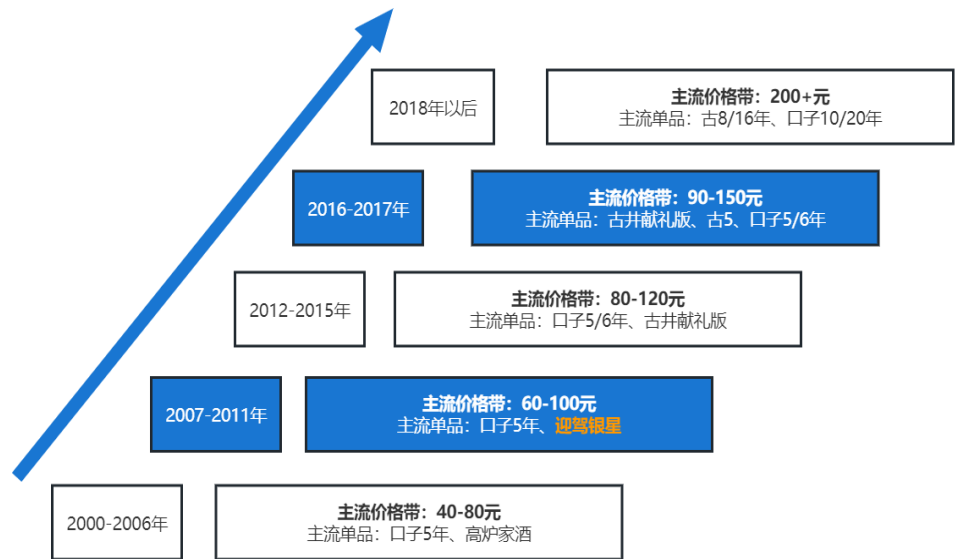
资料来源：Wind，太平洋研究院整理



资料来源：华夏酒报，太平洋研究院整理

2000至今省内经历4次价格带升级。省内市场主流价格带经历多次升级，1) 2000-2006年主流价格带为40-80元，主流单品为口子窖5年、高炉家酒等；2) 2007-2011年主流价格带升级为60-100元，主流单品升级为口子窖5年、迎驾银星等；3) 2012-2015年升级速度略有放缓，主流价格带为80-120元，主流代表为口子窖5/6年，古井年份原浆献礼版等；4) 2016-2017年主流价格带进一步升级为90-150元，主流单品为古井年份原浆献礼版、古5、口子窖5/6年等，2018年以后主流价格带进一步升级至200元以上，主流大单品升级为古8/古16、口子窖10/20年。

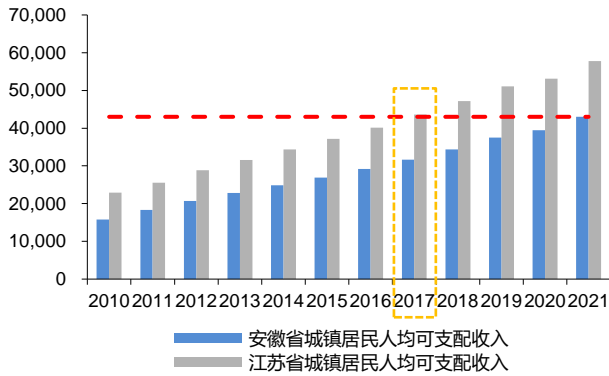
图表3：安徽白酒主流价格带情况



资料来源：华经产业研究院，太平洋研究院整理

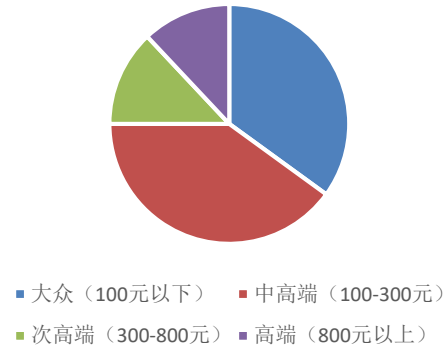
省内主流价格带有望向300元+升级。目前随着安徽省内新能源的产业快速发展，人均可支配收入持续提升，参考江苏白酒市场的价格带升级过程，2017年后江苏逐渐向300+价格带升级，21年安徽省内人均可支配收入约为4.3万元，接近江苏2017年的水平，我们认为省内主流价格带有望逐步向300+次高端价格带升级，21年省内次高端占比仅为13%，对比江苏的33%，省内次高端扩容空间较大。

图表4：21年安徽城镇居民人均可支配收入接近17年江苏省水平（单位：元）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表5：安徽白酒市场价格带占比



资料来源：乐酒，太平洋研究院整理

2.2 合肥白酒草根调研反馈

节后我们实地走访了合肥6家终端烟酒店，对各品牌终端竞争、价格情况、相关政策进行了交流和更新。

从动销情况看，终端烟酒店一般推荐古井、口子窖、迎驾三大品牌为主，推荐顺序没有明显偏好，其中部分终端反馈，迎驾动销已经超越口子窖，仅次于古井。从货龄看，古16、洞6/9动销表现较好，部分终端古16出厂日期为22年11月，洞6/9出厂日期为22年11月/8月，洞16出厂日期为22年6月。

从场景看，部分流通终端反馈，1) 宴席场景上，合肥婚宴主流价格带为100-200元，用酒主要为古5、古8、洞9、口子10年等，消费力较高的家庭，主流价格带为400-500元。2) 送礼场景上，由于安徽白酒送礼习惯一般为2瓶白酒起送，城市一般合计送200元左右价格带，以古5为代表的产品。

从陈列看，古井、口子、迎驾基本都有专门展示柜，洋河有陈列，但是终端普遍反馈动销一般。

1) 安徽地产酒：古井以古5/8/16/20陈列为主；迎驾以洞6/8/9/16/20为主，部分网点有洞8，但货龄较老，部分有陈列金银星，部分终端没有陈列洞16/20；口子以口子5/小池窖/口子10/初夏/仲秋/口子20为主；终端箱堆以古井、迎驾为主。

2) 次高端白酒：洋河有专门陈列，但流通终端反馈本地不太认可江苏地方酒，动销相对一般；酒鬼酒也有明显陈列，终端反馈酒鬼酒在合肥也受欢迎，主要为200-300元价格；部分终端有郎酒等酱酒的箱堆，但是货龄较老。

3) 高端白酒：高端酒一般没有专属的陈列架，部分终端有五粮液的箱堆，根据终端反馈，动销上，五粮液、茅台表现较好，国窖表现相对较差。

从宴席政策看，终端反馈，酒企普遍有宴席返点政策，价格优惠力度更大，主流单品古8/洞9的宴席成交价约为210/190元。从品牌推荐上，合肥主要推荐古井、迎驾，口子窖由于宴席返利政策力度较低，推荐顺序靠后。

图表6：合肥2月终端主流单品成交价（单位：元）

品牌	单品	价格
古井贡酒	古5	120
	古8	220-230
	古16	350-380
	古20	580
	初夏	230
口子窖	口子10	260-280
	仲秋	300
	口子20	380
迎驾贡酒	洞6	130
	洞9	220-240
	洞16	330-350
茅台	飞天茅台	3000
五粮液	普五	1000

资料来源：渠道调研，太平洋研究院整理

2.3 迎驾贡酒近况更新：1) 省内持续布局，推动市占率、产品结构提升。皖北市场随着洞藏导入后，22年开始放量，宿州地区洞藏导入也达到预期。目前蚌埠将加大市场开发力度；随着芜湖开发之后，预计公司将按规划完成安徽的逐步布局。2) 省外江苏布局顺利推进：按公司的3年规划，从22年下半年开始布局江苏盐城、南京等板块，目前洞藏已完成第一轮推广和产品导入，预计今年将继续推进洞藏省外发展。3) 价格带规划上，未来随着安徽经济发展，安徽政商务有望向300-600元升级，洞16/20预计受益，因此公司提出C端运营+后端开发，共同发力洞16/20发展；而百元价格带上，仍是省内体量较大的价格带，未来公司将进一步做好地级市和县级市场。4) 春节价盘上，随着产品销售阶段提升，春节价盘波动属于可控和预期范围内。而中长期仍需要解决顺价利润的分配比例、前置资源和后置资源的分配比例的问题。5) 战略上，公司提出23年为文化战略元年，主要通过三个提升实现。首先是管理提升，通过成立文化迎驾战略运营办公室，统领企业文化中心、品牌管理中心、品鉴创新中心，从组织架构搭建上形成合力；其次是内容提升，紧扣“国人的迎宾酒”的迎宾文化、礼仪文化，以及生态白酒领军品牌的生态定位；最后是传播提升，将自媒、外界媒体互融互通，提升品牌形象。

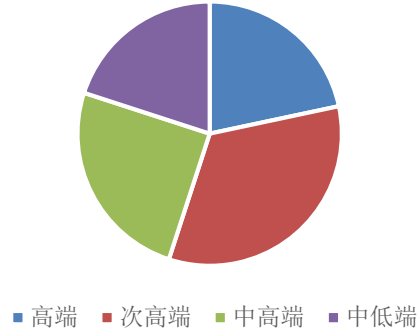
2.4 江苏白酒市场：白酒消费大省，主流价格带由南向北轮次升级

居民消费力位于全国前列，白酒消费氛围浓厚。江苏白酒文化氛围浓厚，以“三沟一河”为代表的江淮派浓香型白酒主要集中在42-46度的中度，与高度白酒形成一定区隔。22年江苏省GDP位列全国第二，首次突破12万亿元，居民人均可支配收入约4.99万元，排名全国第四，较强的消费力带动江苏强力的白酒消费，目前江苏白酒市场规模约600亿元，其中收入水平较高的苏南地区，为各大名酒的主要竞争市场。

主流价格带稳步上移但区域有所分化，苏中、苏北市场升级空间较大。随着省内消费水平的稳步提升，主流价格带由300-400逐渐向500元以上升级，省内酒企纷纷布局高线次高端产品，其中洋河通过M6+、今世缘通过国缘V3积极布局700+价格带。从区域结构看，主流价格带有所分化，其中经济水平较高的苏南区域主流价格带基本在300-500元，苏中主流价格带约200-400元，苏北主流价格带100-300元，苏北、

苏中市场价格带仍有较大升级空间。

图表7：江苏白酒价格带结构



资料来源：太平洋研究院测算

2.5 今世缘近况更新：1) **春节动销上**，1月由于春节较早，收款、发货时间较短，预计同比略有压力，但预计12、1月合计，表现较好。节后2月补库存进度也符合预期，节后宴席场景预计持续修复，有望带来一定的回补增量。2) **价盘上**，春节批价受市场信心不足、经销商资金压力等因素影响，普遍有所下滑，但公司四开、V系波动较低。3) **23年展望上**，预计高沟、V系体量相对较小，增速较好，其中V3所处价格带体量较大且持续扩容，增长空间较大，而V9产品高端消费人群相对稳定，随着份额提升后增速预计逐渐放缓；开系为主力产品，预计稳步增长。淡雅受益于春节返乡消费增长较好，23年预计将扩大投放面，填补对应价格带的空白市场。

三、食品板块

1. 调味品

我们2月份对调味品华东区域进行草根调研，集中走访了大润发等大型KA，反馈如下：

铺货方面：海天铺货范围普遍最大，其次为厨邦，千禾次之，主要以酱油、蚝油类产品为主；复调产品陈列位置普遍位于货架中下层，不及其他调味产品显眼。

促销方面：在促销范围上，促销产品多为各品牌大单品与基础品类代表品，如海天的上等蚝油、千禾的零添加180天。折扣方式主要涉及时时折扣、会员折扣以及点中岛临时捆绑促销。大型商超调味品产品折扣力度较为适中，一般在标注底价的7折-8折左右。

产品周转方面：节后大部分产品货龄情况较好，在3-4个月左右。1) **酱油：**经典产品的大容量包装货龄多优于其小容量装，如海天的500ml金标生抽货龄在9个月左右，而1.28l金标生抽货龄则只有3个月左右；大单品的货龄普遍优于小众产品、专有场景产品货龄；0添加酱油的货龄普遍优于传统酱油。海天味业产品货龄在超一线与小城市相类似，普遍在2-4个月；李锦记产品货龄在大小城市表现也较为接近，处于较低水平；千禾、欣和、鲁花相关酱油产品周转情况则在超一线城市远优于小

城市。2) 蚝油：海天蚝油周转表现远优于其他品牌，上等蚝油700g装货龄在1-2.5个月之间，而其他品牌蚝油货龄水平大多较高，大多在5-10个月不等。3) 食醋：恒顺食醋周转相对较好，尤其在超一线城市产品货龄仅有1-4个月。4) 复调：海底捞底料、调料货龄普遍较低（多在1-2个月之间），优于天味好人家（多在2-5个月之间）。5) 榨菜：小包装榨菜周转优于大包装，小包装多在1.5-2个月之间，大包装则在5个月以上。

零添加产品或成趋势：各大品牌大多都推出零添加产品，且摆放于醒目位置，可见零添加是调味品行业发展一大趋势。千禾产品大多均为零添加，已成为零添加领域的一大招牌；海天则在先前多款产品基础上推出零添加新品。零添加产品价格与普通型产品价格基本无差异，可见各大品牌对零添加产品的补贴与重点推进。预期未来会有更多零添加产品进入货架，健康产品将是未来发展重点。

图表 8：海天产品价格、货龄

公司名称	产品名称	规格	浙江省舟山市		上海市	
			售价	货龄	售价	货龄
海天	金标生抽	500ml	11.59	9.23	9.9	9.03
	金标生抽	1.28L	27.99	3.77	19.8	2.33
	草菇老抽	500ml	11	2.40	10.5	2.37
	草菇老抽	1.28L	25	3.77	无	无
	味极鲜酱油	750ml	16.8	7.63	16.8	2.50
	味极鲜酱油	1.28L	25.9	2.67	24.5	2.23
	零添加金标生抽	500ml	11.5	3.17	13.8	2.73
	零添加金标生抽	1.28L	25.5	3.77	无	无
	零添加草菇老抽	500ml	13.9	2.40	无	无
	零添加草菇老抽	1.28L	35.9	3.77	无	无
	上等蚝油（玻璃瓶）	700g	9.99	1.90	9.5	2.53
	上等蚝油（玻璃瓶）	700g	8.6	1.90	无	无
	上等蚝油（pet瓶）	1kg	15.9	4.57	9.9	1.17
	黄豆酱	340g	9.9	5.10	无	无
	黄豆酱	340g	9	2.77	8.2	2.50
	黄豆酱	800g	16.89	3.77	16.3	1.47
	陈醋	450ml	7.8	5.33	7.5	17.60
	白米醋	450ml	5.99	1.17	5.8	3.47
	0金标料酒	450ml	7.9	3.93	无	无
	江南黄料酒	450ml	7.9	3.93	7.8	2.87
	江南黄姜葱料酒	450ml	9.99	2.50	无	无
江南黄精制料酒	450ml	10.9	7.63	无	无	

资料来源：草根调研，太平洋证券整理

2. 奶酪

2.1. 奶酪产品草根调研

铺货方面：百吉福在各店铺货范围均最大，产品数量、种类均为奶酪品牌中首位。

促销方面：促销产品数量少，基本只有百吉福和伊利产品有促销。促销力度适中，在7折左右。

图表 9：同类产品价格与促销对比

奶酪棒				
品牌	产品	规格	价格	促销
百吉福	棒棒奶酪	100g	18.69	14.59
	果心棒棒奶酪	100g	19.7	无
	特浓棒棒奶酪	100g	21.79	无
伊利	儿童奶酪棒	95g	18.9	无
	可以吸的奶酪	120g	19.8	会员 13.9
妙可蓝多	汪汪队奶酪棒	100g	19.9	无
奶酪博士	羊奶酪	72g	29.8	无
	金装棒棒	90g	16.8	无
	白金棒棒	100g	25.8	无
妙飞	0蔗糖奶酪棒	100g	15.99	无
	成长系列奶酪棒	100g	10.9	无
	高钙奶酪棒	100g	10.9	无
蒙牛	奶酪棒	100g	17.99	无
芝士片				
品牌	产品	规格	价格	促销
百吉福	芝士片	166g	17.69	无
伊利	浓厚芝士片	166g	22.9	会员 16.8
奶酪博士	每餐一片奶酪片	83g	14.99	无
妙飞	芝士片	166g	21.99	无
蒙牛	高钙芝士片	83g	12.99	无

资料来源：草根调研，太平洋证券整理

产品周转方面：1) **奶酪棒：**奶酪棒周转情况基本低于其他奶酪产品，大多品牌货龄主要在3-4个月之间（百吉福除外），或一定程度上与奶酪棒保质期相对更长有关，同时也可能与奶酪棒受众相对较少有关。百吉福奶酪棒货龄情况最优，在1.5个月左右。2) **芝士片：**各品牌芝士片货龄基本都在1-2个月之间，处于较优水平，且各品牌货龄差异不大。3) **其他奶酪产品：**百吉福的小三角芝士、一杯芝士货龄均在1.5个月左右，而一小芝则在3.5个月以上，相对而言一小芝周转情况较差。

总体而言，奶酪产品周转情况较好，百吉福各款产品均比其他品牌产品表现更好。

图表 10：同类产品货龄对比

奶酪棒			芝士片		
品牌	产品	货龄	品牌	产品	货龄
百吉福	棒棒奶酪	1.50	百吉福	芝士片	1.37
	果心棒棒奶酪	1.30	伊利	浓厚芝士片	1.50
	特浓棒棒奶酪	1.77	奶酪博士	每餐一片奶酪片	2.13
伊利	儿童奶酪棒	3.57	妙飞	芝士片	1.87
	可以吸的奶酪	3.03	蒙牛	高钙芝士片	3.03
妙可蓝多	汪汪队奶酪棒	3.57	其他产品		
奶酪博士	羊奶酪	5.67	品牌	产品	货龄
	金装棒棒	3.20	百吉福	小三角芝士	2.03
	白金棒棒	2.47		成长奶酪杯	1.43
妙飞	0蔗糖奶酪棒	3.47		一小芝	3.63
	成长系列奶酪棒	3.00	一杯芝士	1.60	
	高钙奶酪棒	1.67	蒙牛	爱式晨曦黄油	3.70
蒙牛	奶酪棒	3.60	妙飞	精制马苏里拉奶酪	1.60

资料来源：草根调研，太平洋证券整理

2.2 妙可蓝多近况反馈

1) 产品：23年核心新品（目标5亿+量级）为妙同学和芝士杯。预计3月会上“一杯芝士”，渠道方面线上线下都会铺，线上会快一点。公司新品毛利率希望在60%左右。2) 23年增长驱动：奶酪棒销售恢复+餐饮高增+并表贡献收入。1) 人流正常后奶酪棒销售恢复正常，常低温奶酪棒比例大概1:3；2) 在基数小，有订单保证的情况下，家庭餐桌+餐饮工业维持去年高增速；3) 23年若收购爱氏，或带来收入增量。3) 成本趋势：材料方面，现在干酪成本比21年高，23年趋势会回调。销售费用方面，公司每个季度销售费用大概3亿左右，预计23年销售费用按照22年的体量做预算，23年销售费用率有所降低。

3. 速冻板块

3.1 预制菜行业：春节期间预制菜需求旺盛，2023年烘焙行业需求有望修复

预制菜市场规模大，竞争格局较为分散。据艾媒咨询统计，2022年中国预制菜市场规模预计达到4196亿元，2026年有望达到10720亿元。随着疫情管控放松，消费场景和人员流动正常化以及冷链运输等基础设施逐步完善，预制菜市场规模增长有望提速。我国预制菜市场仍为蓝海，行业集中度较低，行业参与者持续增加，但收入普遍低于10亿，龙头企业市场份额不足1%。

春节期间人员流动增加，预制菜需求旺盛。今年春运期间，全国预计发送旅客15.95亿人次，同比增长50.5%。春节期间人员流动大幅增加，受益于返乡影响，预制菜需求火爆。据美团买菜平台统计，春节期间预制菜相关商品销量同比增加400%。据商务部统计的“2022全国网上年货节”数据，预制菜销售额同比增加45.9%。

—安井食品近况反馈

近期动销情况积极，春节期间表现优秀。受产品提价，春节前置以及天气偏冷利于

火锅料销售等影响，2022年Q4净利率水平表现积极。从春节动销情况来看，1月公司动销情况积极，目前渠道库存良性，面点火锅料产能均较紧张，产能利用率维持较高水平。

预制菜业务维持高速增长，产能扩充助力未来发展。目前预制菜行业B端较C端发展成熟度更高，但是B端封闭性强，难度更大，2023年冻品先生预制菜新品的发展方向将以C端为主，BC兼顾推动业务增长。产能方面，由于山东有鸡肉原材料优势，公司将在山东布局预制菜产能，产能布局有利于减少生产成本，增强成本优势。预计公司预制菜业务增速高于主业。

受疫情影响卖场流量下降，公司顺势而为开拓电商新零售渠道。公司C端渠道过去以大卖场，连锁为主，但受疫情影响，消费者习惯发生改变，卖场流量下降明显，到家业务快速发展。为了应对这一变化，公司将加大对特通、电商、新零售的资源投入。过去公司要在资源限制下做选择，目前安井资源充足，会尝试各种增长机会，持续开拓渠道，为业务增长做出贡献。

3.2 烘焙行业：22年烘焙行业终端需求受损，期待2023年需求修复

冷冻烘焙处于快速成长期，渗透率有望持续提升。我们测算2022年冷冻烘焙规模约90-100亿，2025年有望达到287亿元，市场规模快速增长。我国冷冻烘焙渗透率较低，2019年欧洲、美国冷冻面团占面包行业的比例分别约40%、70%，国内使用比例不足10%。我国冷链物流行业已经进入快速发展期，2019年市场规模达到了3780亿元，过去5年复合增长率为20.3%。随着B端降本增效需求以及冷链运输等基础设施的完善，我国冷冻烘焙渗透率有望快速提升。

受疫情影响2022年烘焙行业终端需求受损，期待2023年需求修复。受疫情影响，2022年下游烘焙门店经营困难，需求减少导致烘焙企业业绩下滑。预计2023年疫情对需求的压制基本缓解，人员流动和消费场景恢复，恢复弹性较大。

—立高食品近况反馈

1月份销售表现超预期。受益于返乡人群，公司1月份销售表现超预期，2月以来销售情况仍不错。经销商节后返单需求旺盛，春节的消化比较理想。

山姆渠道持续推新，奶油产品有望升级。从2022年11月开始公司在重要商超渠道陆续推出了甜甜圈类、桂圆枸杞红枣蛋糕、俄罗斯面包三款新品，受到消费者的欢迎，丹麦甜甜圈预计年化过亿。奶油业务方面，目前公司奶油集中于200元左右的乳脂植脂奶油，将布局更高端的牛乳奶油，UHT奶油或者纯的稀奶油。河南工厂预计在3月到4月调试完成，调试后将生产300元以上价格带的稀奶油等产品。

组织架构改革增添公司增长新动力。公司2022年积极推动组织变革，1)供应链中心进行整合，整合后一些合作流程会得到简化。2)营销中心将不同的事业部的销售进行合并，目前仍在磨合阶段，在行业渠道多元化的趋势下，销售人员将对接更多类型的渠道，渠道改革将从试点扩大至全国。3)产品中心进行改革，取消与产品的销售收入直接挂钩的销售制度，目前根据研发新品的数量以及技术突破等发放一次性奖金。目前渠道融合较为顺利，公司进行组织架构改革，积极磨炼内功，为未来公司发展增添新动力。

—南侨食品近况反馈

2022年下游需求疲软，棕榈油成本承压。2022年公司净利润预计下降50%以上，主要受疫情影响动销以及棕榈油等主要原材料价格持续攀升，公司棕榈油占成本30-50%，受影响较大。相对于2022年整体价格水平，目前棕榈油价格有所下滑，叠加疫情管控放松后需求修复，预计2023年公司利润弹性较大。

山姆贝果销售火爆，冷冻面团产能持续释放。山姆贝果销售反响较好，线下销售处于供不应求的态势。公司加快冷冻面团产能布局，预计2023年产能增加70%-80%，年底产能将达到2.5万吨至2.6万吨左右。随公司冷冻烘焙产能释放，后续公司将持续其他烘焙客户。

一海融科技近况反馈

围绕降本等效以及消费升级需求，产品矩阵不断丰富。公司围绕客户需求推出针对性产品。在奶油系列，公司围绕客户降本增效需求，推出例如稀奶油伴侣等产品，提高打发率和稳定性。在果酱系列，公司逐步进入到一些工业类、产业端的客户，如去年推出的大果粒果酱。在植物基系列，公司推出巴旦木，榛子等植物基奶。公司通过丰富产品矩阵，开拓更多客户。

海外市场持续拓展，植物基产品成为未来增长点。海外市场在公司收入占比大概20%，公司将持续开拓海外市场，未来产品可能进入欧洲、俄罗斯等市场。公司主力核心品类，包括高端混合脂、稀奶油通过渠道下沉为公司带来增量空间。目前越来越多的茶饮店开始使用植物奶作为奶基底，公司将植物基产品作为未来重要的发展战略，植物基产品有望推动公司收入规模扩张。

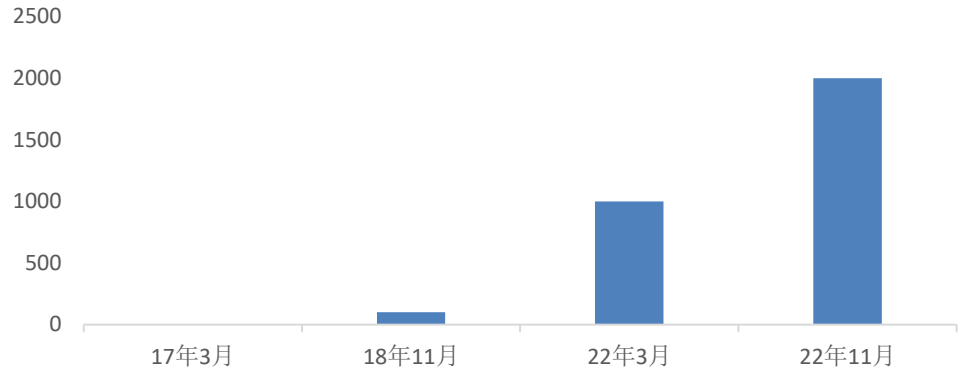
产能持续扩充，公司有中长期发展规划。明年四季度公司将形成年产8万吨的高端混合脂和植物蛋白饮品产能，可以满足对于植物奶和高端混合脂的产能需求。中长期来看，未来3-5年将进行二期规划，除了8万吨产能外，还包括果酱及烘焙产线，研发中心和冷库建设都在整体规划内。2023年印度市场有产能扩充安排，预计产能将会翻倍。

4. 休闲食品

零食行业：零食渠道快速发展，产品型公司享受渠道红利

以零食很忙为代表的零食折扣店快速发展，23年渠道红利预计持续释放。零食很忙于2017年3月开设第一家门店，但早期发展相对较慢，至2018年11月门店达100家。19年11月初步迭代出标准化推广的门店模型，随着21年完成A轮融资后，供应链持续完善、门店进一步升级为五代店，21-22年零食很忙进入高速发展期，从21年1月约396家门店，至22年3月突破1000家门店，22年11月全国门店进一步突破2000家。预计23年有望突破3000家门店，我们认为零食渠道的快速发展，反映出疫情后，消费者对于零食消费的价格比需求有所提升。目前零食很忙仍然以湖南市场为主，全国化潜力较大，根据零食很忙官网，平均1天新开4家门店的速度，我们认为23年零食渠道渠道红利有望持续释放。目前产品型公司，如盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等，积极拥抱新渠道变化，零食很忙均有上架相关的产品，我们认为23年，产品型公司有望不同程度享受零食渠道快速发展、合作SKU提升的双重红利。

图表11：零食很忙门店发展迅速



资料来源：零食很忙官网，太平洋研究院整理

一盐津铺子近况更新：

1) **春节备货上**，由于23年春节出货高峰在12月，预计公司较早完成考核目标，预计12月公司加大渠道费用投放。一般把11月-次年2月定义为年货档，销售体量约占40-45%。2) **渠道结构上**，22年零食渠道快速发展，体量接近定量流通渠道，直营KA渠道保持稳定，略高于零食渠道体量，电商渠道占比略高于直营KA渠道。3) **零食渠道近况上**，月销超过4000万，其中零食很忙占比较高，预计零食渠道未来2-3年会持续发展，零食很忙23年门店有望进一步增加，公司目前与零食很忙合作30多个SKU，23年有望新增SKU。4) **23年渠道增量上**，预计电商/零食/定量流通为主要增量渠道，散装BC有望平稳增长，直营KA争取保持平稳，有望顺利完成23年营收考核。5) **利润率空间上**，随着产品成长为10亿大单品后，具备一定议价能力、产能更饱和、制造成本分摊优于竞品、上游采购价格可以更低。单品净利率有望向15%靠拢。

一甘源食品近况更新：

1) **新兴渠道发展迅速**，零食系统上，22年已布局零食很忙、零食有鸣、赵一鸣等，签单模式为高层会话+试销，零食渠道预计10%左右净利率；22年公司基本与所有会员店建立合作，其中山姆趋势良好，除了主力的芥末夏果、咸蛋黄夏果，12月新签松子仁订单；展望23年，零食系统及会员店预计受益于零食系统/会员店门店数量扩张以及SKU的扩品。2) **春节备货情况上**，Q4受疫情影响相对严重，11月份封控影响生产，12月份疫情蔓延影响物流、生产，预计实际交付较差，22年股权激励目标达成或有难度。3) **渠道结构上**，新兴渠道预计占比约30-40%。4) **组织架构上**，公司将事业部细分为八个事业部，管理精细化、专业化。八大事业部分为传统渠道的定量装、散装、流通、特渠；新兴渠道的零食系统、会员店、电商；以及海外事业部。5) **23年渠道增量上**，传统渠道23年将继续招商；新兴渠道端，电商渠道由于新主管上任加速渠道调整，预计23年电商目标有望翻番；零食渠道有望延续良好势头；会员店22年打基础，23年继续收获。预计有望顺利完成23年股权激励目标。6) **成本上**，23年棕榈油有望下行，带来利润弹性，坚果类原材料预计变化不大。

一劲仔食品近况更新：

1) **渠道结构上**，预计线上约占2成，KA+CVS占比不到1成，流通约占7成（包括BC超，约占1成）。2) **零食专营上**，公司22已布局30多个零食系统，随着行

业的发展、合作 SKU 增加，预计 23 年有望倍增。公司也针对零食系统，产品做了包装、规格区隔。另外，零食渠道作为公司对华中市场的战略布局，利润要求相对较低。目前大品牌（如零食很忙、糖巢）是直营模式，折扣店（好特卖）是经销商合作。3) 散称装发展趋势上，新品鹌鹑蛋散称渠道动销较快，同时也带来了新的散称客户，反向促进其他品类散称出货。分发渠道上，散称场景主要是 KA 散称缸和零食渠道。4) 线上渠道表现上，抖快等新媒体端，公司自营的号是盈利的，但腰部号仍处于投入期。5) 23 年展望上，持续落实过去定下的 3 年翻一番的目标，主要增量还是鱼制品为主。规格上重点发力大包装和散称装，背后对应的渠道主要是 BC、KA、CVS 和散称渠道。展望未来通过产品结构、价格带上移，推出更高价格、利润的新产品。

一洽洽食品近况更新：

1) 春节备货：12 月主要为疫情感染，坚果礼盒发货受影响严重，但实际动销反馈较好，预计 1 月同比有回落，而 2 月销售占比较少预计贡献有限，关注 3 月回补情况。整体动销表现较好，目前基本都是 12 月、1 月的货，年后库存较少。2) 23 年增长展望上，瓜子端，预计疫情后回到正常轨道，23 年持续做弱势市场提升，预计上半年适度增加一些性价比产品、提升蓝袋促销资源和规格优化。另外，通过餐饮渠道定制口味瓜子产品、零食渠道在洽谈做一些联名款；坚果端，线下份额有望逐渐拉开差距，未来重点在屋顶盒、礼盒高端化，营销上，会加大营养师的宣传。预计全年有望稳健增长。3) 成本变化上，瓜子 12 月上漲幅度较大，主要是高品质原来产区有水灾，公司为保证质量牺牲部分成本，预计瓜子有约 10% 提升。坚果预计稳中略降，包材从高位逐步回落，但预计今年震荡。4) 费用投放上，受毛利率压力影响，预计短期公司会谨慎控制费用投放和结构，结合重点突破渠道。

5. 软饮料

软饮料市场规模较大，能量饮料景气度高。根据欧睿统计，2021 年我国软饮料行业市场规模达到 5829 亿元，过去 14 年 CAGR 为 8.0%，预计 2026 年市场规模将达到 7672 亿元。2020 年能量饮料在软饮料中占比达到 7.8%。能量饮料景气度优于其他饮料子行业，在细分品类中增速仅次于即饮咖啡。

受疫情影响软饮料需求减少，疫情管控放松后弹性有望释放。2022 年受疫情影响，软饮料终端需求减少。随着疫情管控放松，消费场景恢复，软饮料行业基本面有望改善。2022 年东鹏饮料业绩略超预期，主要系能量饮料存在刚需属性，消费人群对产品粘性较高，因此受疫情影响较小。此外公司销售人员对市场反应较快，积极寻找市场机会，应对疫情影响。

一东鹏饮料近况反馈

1) 疫情管控放松+春节提前，Q4 环比提速。2022Q1/Q2/Q3/Q4 公司收入增速分别为 17.26%，15.92%，25.30%，31.01%。Q4 收入环比提速，主要系 1) Q4 疫情管控放松，人员流动得到较大恢复，消费场景逐渐复苏。2) 春节提前，受返乡，送礼影响，产品需求增加，渠道补库积极。3) Q4 世界杯广告宣传，品牌推广效果明显。预计 2023 年，随着疫情管控放松后消费复苏，产能持续优化，PET 价格回落，公司业绩有望进一步提升。

2) **产品矩阵不断丰富，产品结构优化助力公司业绩提升。**2023年公司将重点发力东鹏大咖，产品已进行了改良，咖啡味更浓，2023年将进行全国铺货，希望未来3-5年可以做到5个亿的体量。“东鹏补水啦”正在广东试点，零售价5元/555ml，新口味将陆续推出。公司积极打造“能量+”产品线，不断推出差异化产品，丰富产品矩阵，满足消费者不同消费场景的需求，发力第二增长曲线。

3) **渠道建设不断加强，服务能力逐步提升。**公司不断加强渠道建设，网点数量有望进一步增加，渠道数字化布局领先。公司对经销商的管理更为严格，会对没有完成销售目标或违反公司规定的经销商进行更换，提高经销商的销售动力。公司着眼于市场，根据市场情况进行渠道变革，通过区域加密进一步提升产品整体的铺市率，提高为产品销售进行服务的能力。

一香飘飘近况反馈

1) **冲泡业务成本环比改善，盈利能力逐步回升。**疫情期间消费场景受损，预计修复周期在1-2年。2022年产品进行提价，成本环比改善，叠加消费场景修复，预计盈利能力将逐步恢复到疫前水平。2022年公司推出健康化升级产品珍珠牛乳茶，线上反馈良好，今年将在线下铺货，渠道下沉仍有空间为冲泡业务提供增量，冲泡业务预计今年迎来高个位数增长。

2) **饮料业务持续推新，组织架构改革助力业务增长。**今年饮料业务的新品有果汁茶芒果芭乐口味，瓶装新品冻柠茶，黑乌龙乳茶。冻柠茶试销反馈较好，希望成为走量产品，今年将扩大线下铺货范围。今年饮料业务处于投入期，有费用倾斜，会更关注收入和费效比考核。在组织架构上，饮料业务单独组建销售团队，从外部引入优秀人才任总负责人，为业务发展指引方向。

一李子园近况反馈

1) **年轻人为消费主力，产品差异化明显。**公司产品的消费群体主要集中在高中大专的年轻人。产品具有乳制品和饮料双重属性，产品差异化明显，无明显周期性。公司产品矩阵持续丰富，2023年公司重点打造的新品有为280ml系列（包含椰奶，咖啡，果蔬口味）、零糖甜牛奶、大果粒酸奶三类产品。

2) **深耕省内市场，加快全国化布局。**公司成熟地区特通渠道占比30-40%，如早餐，学校等，省外市场便利店，连锁占比较高。公司产品渠道利润较厚，经销商有20%毛利，新市场提供7-8个点的返利支持，经销商较为积极。目前有两千四五百家客户，其中以华东市场有900家客户，今年预计增长至3000家客户。公司重点省外市场为西南、华中，华南地区，华南地区得益于连锁系统的发达，增长较快。

四、投资建议

白酒板块：1) 白酒大周期：当前进入本轮白酒周期的后半程，消费震荡时高端白酒和地产酒具有业绩韧性。2) 中短期：今年基建成为今年经济主要抓手，基地市场中产业结构较好的地产酒有望受益，此外有股权激励的酒企也有望保持一定的业绩稳定性。

大众品板块：2023年复苏趋势确定、紧跟数据确认，数据确认沿着三个方向，即：一是后疫情时代疫情恢复主线，中期看好速冻、连锁，建议左侧布局调味品；二是原材料成本预期下降的赛道和公司；三是具有独立逻辑和成长性的个股；

重点推荐：白具体标的上，白酒推荐具有稳健性的高端和地产酒，重点关注泸州老窖、五粮液、贵州茅台、山西汾酒、今世缘、迎驾贡酒、金种子；大众品中期看好速冻、连锁，建议左侧布局调味品，重点关注绝味食品、紫燕食品、海天味业、千禾味业、安井食品、立高食品、千味央厨，此外建议重点关注独立个股百润股份、妙可蓝多。

五、风险提示

经济复苏不及预期，草根调研代表性或存在偏差、原材料价格风险、渠道拓展不及预期等。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩贇阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



李艳文

13728975701

liyw@tpyzq.com

袁进

15715268999

yuanjin@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。