

食品饮料行业

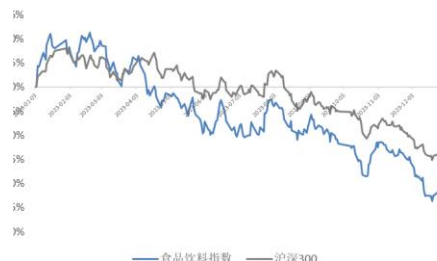
复盘日本保健品：从产业链视角看日本保健品对中国的借鉴

投资要点：

- 当下我国经济社会的呈现三大趋势：1) 人口老龄化催生健康产业发展。2) 疫情三年强化人们的健康意识；3) 信息化时代及社会压力作用下，人们积累的健康焦虑也催生保健品消费需求。三大趋势作用下，有望为保健品行业发展护航。
- 复盘日本保健品行业，我们总结以下几点经验：1) 首先是大健康产业在全球的领先地位在消费者心中建立了较高的信任度，这对于具有食品与药品双重属性的保健品来说无异于是消费者一剂有力的强心针，不论在产品疗效还是销售宣传方面都有一定的保障；2) 其次是日本保健品政策相对完备，并且能够根据其经济发展特点适时推出相应的政策推动行业突破瓶颈，FFC制度的提出扩大了保健品的范畴，具备多重功能的保健产品能够面市，提高了对消费者的吸引；3) 渠道对于保健品的销售也有关键性作用，对于日本而言，通信贩卖渠道精准针对消费者对于产品品质的高追求、帮助消费者快速筛掉低质产品，也倒逼企业关注产品品质、把握消费者需求。同时DTC的销售模式降低了产品与消费者的沟通成本，便于消费者买到心仪的产品；
- 对我国而言：我国保健品行业在制度规范化、产品技术等方面均处于发展初期，鉴于与日本的时空错配，对于保健品政策、适配渠道的选择、研发出匹配消费者需求的产品等方面是未来发展可以借鉴完善之处。我们认为未来保健品行业空间广阔，五年内有望达到4000亿规模。
- 周观点：【白酒】**关注具有强alpha、已走出自己经营节奏，基本面质量较高，报表端确定性较高的高端酒贵州茅台、泸州老窖、五粮液以及次高端山西汾酒。**【啤酒】**关注：珠江啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、华润啤酒、乐惠国际。**【软饮料】**关注：东鹏饮料，李子园、香飘飘、承德露露、养元饮品。**【预调酒板块】**重点推荐：百润股份。**【乳制品】**关注：天润乳业、伊利股份。**【休闲零食】**关注：折扣化趋势及量贩门店增量受益标的劲仔食品、洽洽食品；量贩零食稀缺标的万辰集团。**【餐饮供应链】**推荐安井食品、千味央厨、天味食品，关注中炬高新。**【小餐饮连锁】**重点推荐巴比食品，关注五芳斋、绝味食品、紫燕食品、煌上煌。**【烘焙茶饮链】**重点推荐立高食品；关注：佳禾食品、海融科技、南侨食品、奈雪的茶。**【代糖】**关注：百龙创园、莱茵生物、华康股份。
- 风险提示：**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。

强于大市(维持评级)

一年内行业相对大盘走势



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

- 《大消费行业 2024 年投资策略 顺势而为，挖掘新常态下消费的七条主线》— 2023.12.27
- 《新常态中育新机，大变局中开新局 —— 2024 年度投资策略》— 2023.12.27

正文目录

1	复盘日本保健品行业：从产业链视角看日本保健品对中国的借鉴.....	3
1.1	经济社会三大趋势下，保健品行业风起.....	3
1.2	中日对比：镜鉴日本，看中国保健品发展趋势.....	5
2	周观点：.....	10
2.1	白酒.....	10
2.2	啤酒.....	11
2.3	软饮料.....	12
2.4	预调酒.....	13
2.5	乳制品.....	14
2.6	休闲食品.....	14
2.7	保健品.....	15
2.8	烘焙产业链.....	16
2.9	小餐饮连锁.....	16
2.10	代糖.....	17
2.11	餐饮产业链.....	17
2.12	餐饮.....	18
3	重点公司公告.....	19
4	风险提示.....	19

图表目录

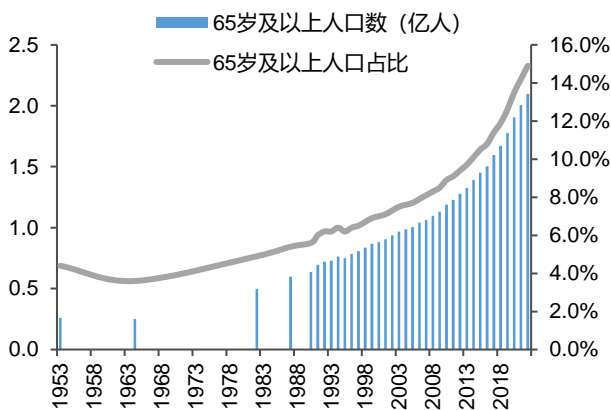
图表 1：我国老龄化趋势日益明显.....	3
图表 2：我国老龄化率由 7%到 14%仅用了 22 年.....	3
图表 3：我国出生率逐年走低.....	3
图表 4：我国平均预期寿命不断增加.....	3
图表 5：疫情带来人们健康意识与行为的提升.....	4
图表 6：疫情对不同职业群体带来的影响.....	4
图表 7：疫情后人们对心理健康的关注度提升.....	4
图表 8：保健品行业产业链.....	5
图表 9：中外部分药企研发费用投放对比.....	6
图表 10：日本零售商品设计精巧，使用感加分.....	6
图表 11：中日保健食品市场准入机制比较.....	6
图表 12：2013-2022 年通信贩卖渠道规模（亿日元）.....	7
图表 13：通信贩卖占日本保健品销售渠道之首.....	7
图表 14：中日老龄化及 GDP 增速对比.....	8
图表 15：2015-2020 年日本 FOSHU 及 FFC 产品规模及增速.....	8
图表 16：2022 年 FANCL 各业务营业表现（百万日元）.....	9
图表 17：FANCL 保健品业务在中日品牌份额情况.....	9
图表 18：我国保健品行业空间广阔.....	10
图表 19：重要公司公告.....	19

1 复盘日本保健品行业：从产业链视角看日本保健品对中国的借鉴

1.1 经济社会三大趋势下，保健品行业风起

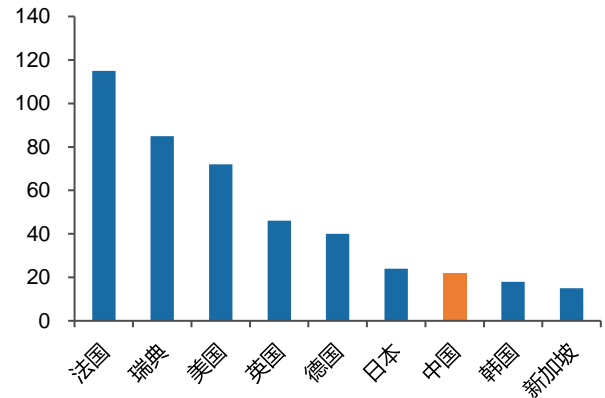
经济社会的趋势之一——人口老龄化催生健康产业发展。2000 年我国 65 岁以上人口占比达 7.0%，正式进入人口老龄化社会。随着老龄化人口的增加，这部分群体的生理机能下降、运动减少，更容易出现营养不良以及相关慢性疾病，根据健博会专家表示，目前中国有超过 1.8 亿老年人患有慢性病，中国老年人带病生存时间已达 9.1 年，65 岁以上多病共存的老人占比达到 2/3。老年群体数量的增长以及该部分群体对医疗服务、食品易于进食且营养健康、保健品等需求逐渐增加，倒逼食品企业的发展和转型。同时，老龄化并不是老年人的独有命题。根据国家统计局数据显示，我国居民的预期寿命由 1980 年 68 岁增长到 2020 年的 78 岁，伴随人们生活水平的提高及国家医疗水平的提升，我国居民预期寿命在不断增加。在老龄化加深速度快、出生率降低的现状面前，应对老龄化趋势的健康产业的搭建将成为全社会、全生命周期的课题。

图表 1：我国老龄化趋势日益明显



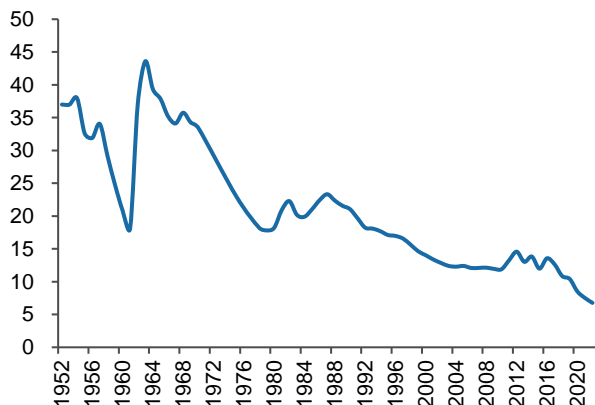
数据来源：wind，国家统计局，华福证券研究所

图表 2：我国老龄化率由 7% 到 14% 仅用了 22 年

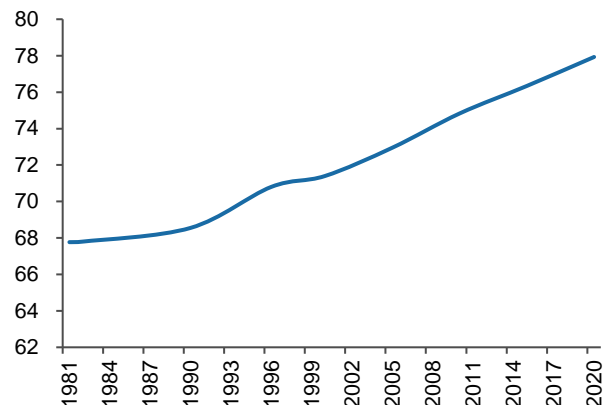


数据来源：日本内阁府，华福证券研究所

图表 3：我国出生率逐年走低



图表 4：我国平均预期寿命不断增加

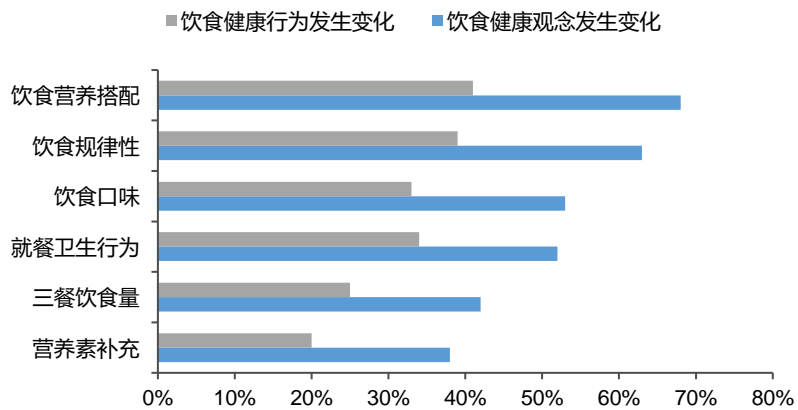


数据来源：wind，国家统计局，华福证券研究所

数据来源：wind，国家统计局，华福证券研究所

经济社会的趋势之二——疫情三年强化人们的健康意识。根据丁香医生统计，疫情给 55%和 49%的人们带来生命观和人生观的改变。疫情后饮食营养搭配和饮食规律性的意识增强最多，大家对于健康饮食的意识提升体现在生活的方方面面，人们不仅更注重营养搭配，同时也更注重饮食的规律性，超过八成人群在疫情后饮食健康行为发生了改变。

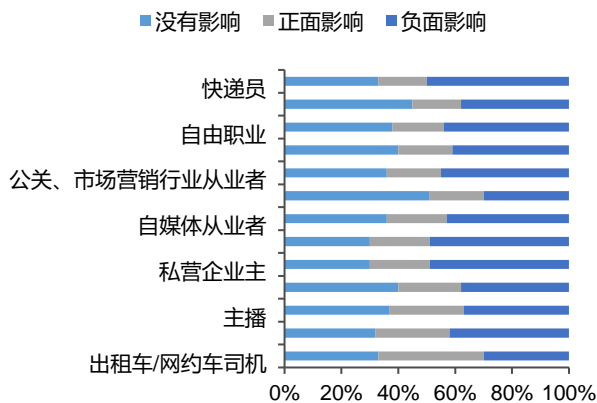
图表 5：疫情带来人们健康意识与行为的提升



数据来源：《2021 国民健康洞察报告》，华福证券研究所

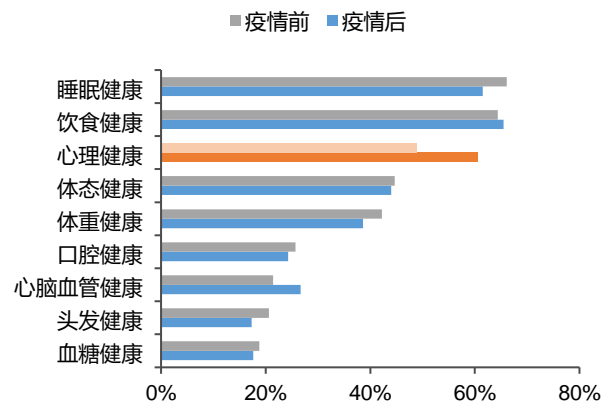
经济社会的趋势之三——信息化时代及社会压力作用下，人们积累的健康焦虑也催生保健品消费需求。在信息化的时代下，信息传播媒介变多，人们随时随地能够通过百度、小红书、微博、微信等平台获取各种信息。而面对网络获取健康信息，美国的皮尤调查结果显示，75%的用户基本不检查信息来源和发布日期就选择盲目相信。因此在经济下行、社会压力增大的情况下，加之对信息的筛选和判断能力的欠缺，容易导致人们对某种身体状况或患有疾病的恐慌心理和过度关注，也就是所谓的健康焦虑。人们希望通过保健品的消费缓解自身健康焦虑，这一现象也导致健康需求从老龄向低龄过渡。

图表 6：疫情对不同职业群体带来的影响



数据来源：《2021 国民健康洞察报告》，华福证券研究所

图表 7：疫情后人们对心理健康的关注度提升

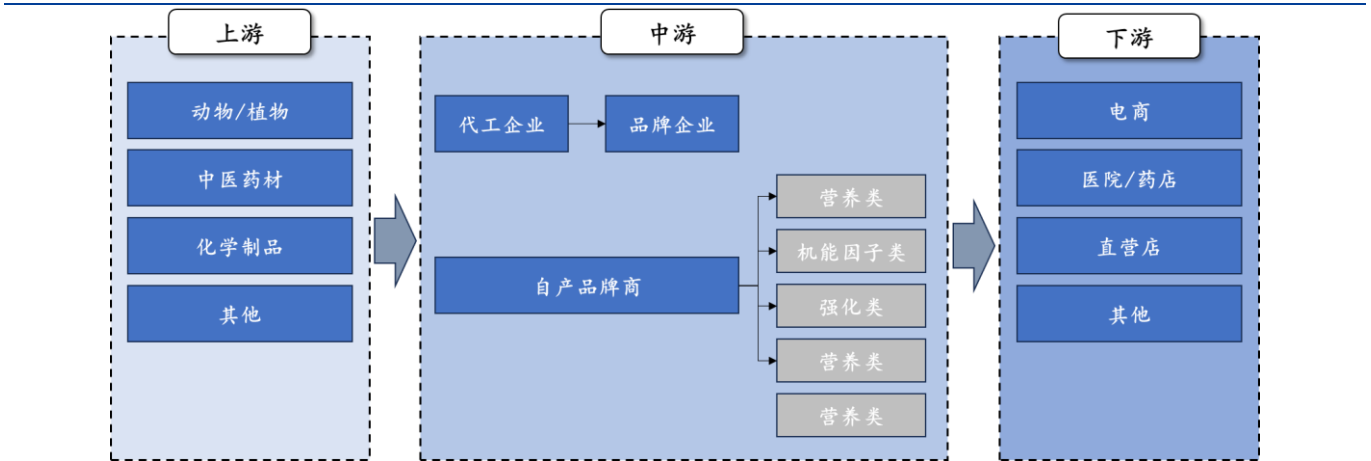


数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

1.2 中日对比：镜鉴日本，看中国保健品发展趋势

产业链复杂，涵盖范围广。保健品行业因其特殊的产品属性，产业链覆盖较广，上游包括动植物、中药材、化学制品等；中游为保健产品制造商，分为代工和品牌自营两部分；产业链下游为终端销售平台例如医院/药店/电商等，涵盖各个销售渠道。因保健品辐射群体广、下游需求多元化导致产品种类繁多，产业链较为复杂，龙头企业往往通过上下游的延伸来优化经营。

图表 8：保健品行业产业链



数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

上游：

上游产品端：日本制药行业的领先地位建立了国民信任度、乃至全球范围内的口碑，为保健品行业的发展奠定坚实基础，精细化的产品设计为行业发展锦上添花。健康产业是日本的国民级支撑产业之一，日本的健康产业是预防、诊断、治疗、康复等商品加服务的总称，包括三大领域：医药行业、医疗保健系统、保健品和营养品。**1) 研发投入多，医药/保健品疗效显著。**日本对于辅料的疗效相对重视，有专家指出，影响药品疗效的主要是辅料的质量。辅料会影响药物生物利用度、溶解度、血药浓度达峰时间、崩解时间等药理指标，从而影响药物的稳定性和在体内的吸收情况。相比于日本建立了专门的药用辅料的认证标准和程序，中国尚未建立完整的辅料认证体系，只对有效成分的含量是否达标更加关注，可能会对制剂的最终疗效产生影响；同时，对比中日药企研发费用水平来看，日本研发投入较高。**2) 设计精巧，使用感加分。**日本对于商品的使用体验十分重视，在包装、剂型、使用方式等方面多做创新，让消费者直观看出产品功能/食品的外形，细节感十足。日本厚生省在审批药品时，也将普通人的使用体验放在首要位置；同时日本将量贩的概念渗透在各类商品中，化妆品、食品、药品都能够小剂量、多品类进行购买。反观中国，对于药品/保健品的研究创新多在药效、成分等方面，行业发展成熟度与日本有一定差距。

图表 9：中外部分药企研发费用投放对比

日本公司	研发费用	中国公司	研发费用	跨国公司	研发费用
武田	331.58	百济神州	111.52	罗氏	1024.49
第一三共	176.29	恒瑞医药	48.87	强生	1016.83
阿斯泰来	144.56	复星医药	43.02	默沙东	943.56
大冢制药	35.59	中国生物制药	42.53	辉瑞	795.91
卫材	90.58	石药集团	39.87	诺华	696.46

数据来源：各企业财报，iFind，华福证券研究所

图表 10：日本零售商品设计精巧，使用感加分


数据来源：各产品官网，华福证券研究所

政策端：中日对比来看，目前我国保健品行业在逐步规范过程中，各品类发展不均。保健品消费属性介于食品和药品之间，既具有食品的特点，又能够补充营养成分、调节身体机能，其复杂的属性也决定了监管的特殊性。对标日本来看，2015年日本内阁会颁布《规制改革实施计划和日本再兴战略》，将功能性标示食品以备案制形式纳入监管条例，此次改革覆盖了可能涉及功能性的全部食品（包括膳食补充剂形态的加工食品、膳食补充剂形态以外的加工食品、生鲜食品），而不同于狭义的保健功能食品，此次新规让日本保健品行业叠加“多重buff”——强医疗背景、行业严监管、先进技术、优质原材料以及更广的覆盖面等，催化保健品行业加速发展。相比之下，我国保健食品覆盖面较窄，截至目前，我国保健食品的备案范围主要涵盖营养素补充剂和辅酶 Q10、灵芝孢子粉等单方产品，备案产品组方、功能声称并未突破注册制产品的可控范围，政策方面尚待完善。

图表 11：中日保健食品市场准入机制比较

国家	产品名称	定义	市场准入
中国	保健食品	声称并具有特定保健功能或者以补充维生素、矿物质为目的的食品。适用于特定人群食用，具有调节机体功能，不以治疗疾病为目的，并且对人体不产生任何急性、亚急性或慢性危害的食品	注册（目录外原料）或备案（目录内原料）
	营养功能食品	以补充特定营养成分为目的的食品。国家对营养成分的种类、摄入量以及营养成分的功能声称做出明确规定，企业根据规定生产和标示营养成分功能	自行上市
日本	特定保健用食品	具有调节机体功能或降低因生活习惯引起的健康风险，经	注册
	FOSHU	常规型： 在饮食生活中，消费者通过食用能达到所标示的保健目的 条件限制型： 有效性依据虽然不能完全达到特定保健用食品（常规型）批准的审查要求，但经验证具有一定有效性，应对限制型条件进行明确标示	注册

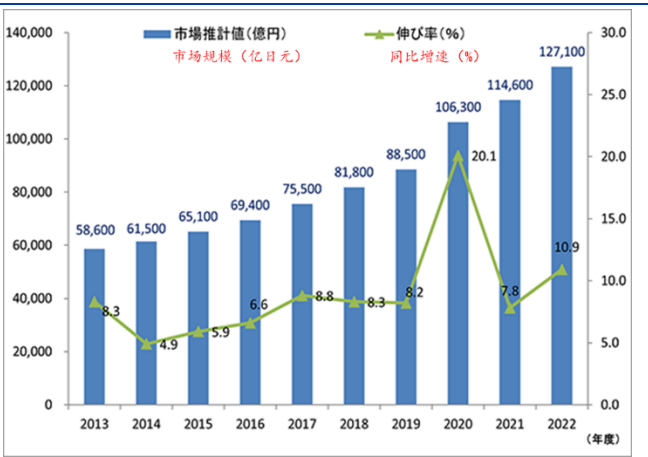
过批准，可以标示具体保健用途的食品	降低疾病风险型： 有效成分降低疾病风险的效果已经获得医学和营养学界的广泛认知，降低疾病风险可作为标示内容	简单注册
	规格标准型： 作为特定保健用食品的批准产品数量比较多，已经积累较多的科学依据，有效成分等相关标准已经确定，无须经过个别审查，通过规格标准是否适合等审查后，即可许可	简单注册
功能性标示食品 FFC	对未患病人群（不包括未成年人、孕产妇、计划怀孕妇女、乳母），以科学依据为基础，可以在包装容器上标示功能性相关成分及其以维持和改善健康为目的的特定保健功能（降低疾病风险除外）的食品	上市前 60 日 备案

数据来源：中国食品卫生杂志，华福证券研究所

下游：

渠道端：通信贩卖渠道撑起保健品行业半边天。日本通信贩卖业务发达，《特定商取引（交易）法》中对于通信贩卖的定义是，销售业者或服务的提供业者以「邮件等」等方式接受购买合同或服务提供合同，进行商品、权利的销售或服务的提供行为。为何通信贩卖在日本接受度/份额如此高？①通信贩卖类似直销渠道，最初通信贩卖业务针对农村边远地区群体、易于广泛的触达消费者，并且 1995 年起日本通过“政府刊物书籍邮件”的业务进行政策宣传，该传播方式具有一定群众基础；②日本消费者有严谨的消费态度和产品质量的高追求，一旦认可某一种产品，复购率会很高，很少会进行替换；③同时由于像通信贩卖分发宣传册进行销售的方式对产品品质要求高，因此在优质产品的加持下像 FANCL 这一类企业通过向消费者分发广告单页来销售化妆品等特定品类的通信贩卖业务大获成功，能够带来更高的消费者忠诚度、随后的 Amazon 及 Yahoo 等电商平台登录日本助推线上通信贩卖业务的发展。反观我国，我国保健品业务直销占比较高，直销渠道便于产品入市、消费者易于接受。然而近年来受权健事件影响，直销渠道遭遇国民信任危机以及政策的强监管，行业进入转型期，亟待重建消费者信任。

图表 12: 2013-2022 年通信贩卖渠道规模 (亿日元)



数据来源：日本通信贩卖协会，华福证券研究所

图表 13: 通信贩卖占日本保健品销售渠道之首

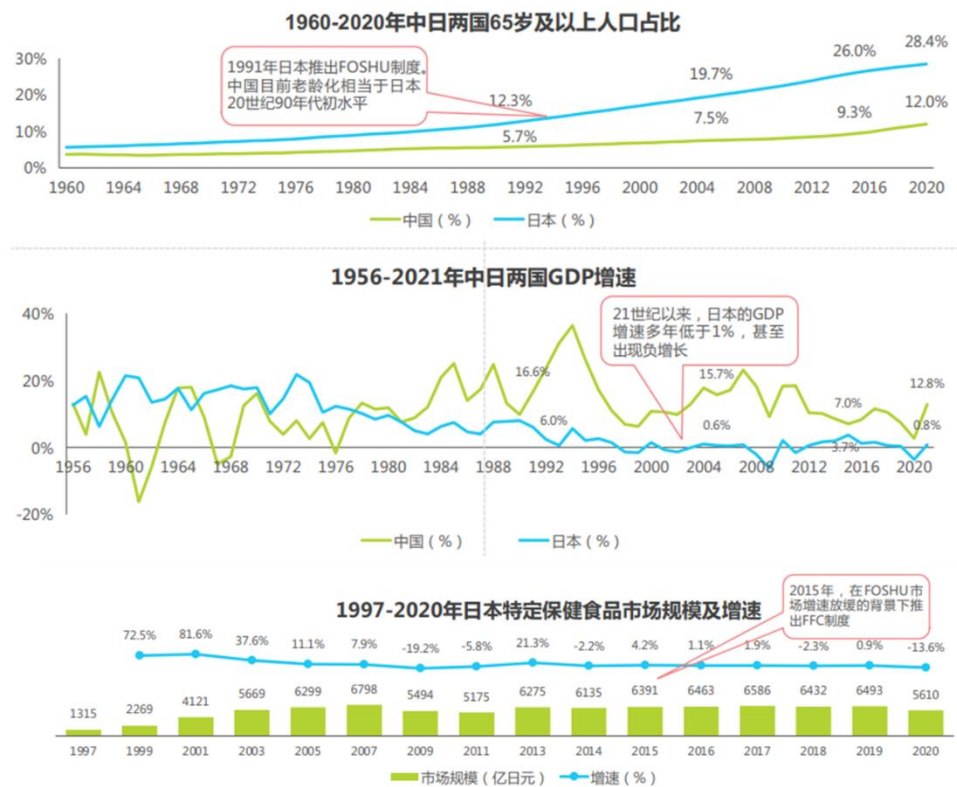


数据来源：日本健康产经传媒，HNC 健康营养展，华福证券研究所

需求端：日本作为发达国家，人均收入水平较高，且人们对于保健品的消费观念相对成熟，对比来看，我国消费市场尚待培育。2022 年，中国城镇居民人均可支配收入为 3.7 万元，对比同期日本人均年工资为 19.4 万元，美国人均年收入为 28.1 万

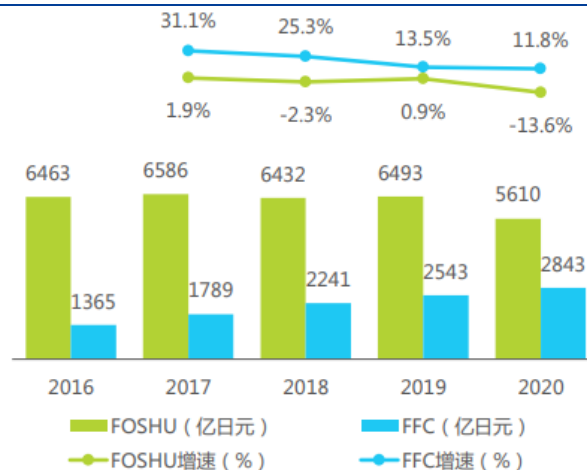
元，中国与发达国家人均收入水平仍然存在一定差距。当前我国人口老龄化和人均GDP 相当于日本上世纪 80-90 年代的水平，存在时空上的错配。1991 年日本推出 FOSHU 制度，催化特保食品规模的高速增长，2015 年 FOSHU 规模增长遭遇瓶颈，FFC 法案的出台放宽了政策要求、容纳更多品类进入保健品市场，激发了企业开发新产品的热情，刺激了消费者的需求，市场规模快速增长。而从产业发展的角度来看，对比我国，我国保健食品行业的历经四十余年发展，法律法规仍处于不断完善的状态，或可借鉴日本通过有效的政策催化产业发展、刺激终端需求。

图表 14：中日老龄化及 GDP 增速对比



数据来源：国家统计局，日本内阁府，世界银行，日本健康营养食品协会，艾瑞咨询，华福证券研究所

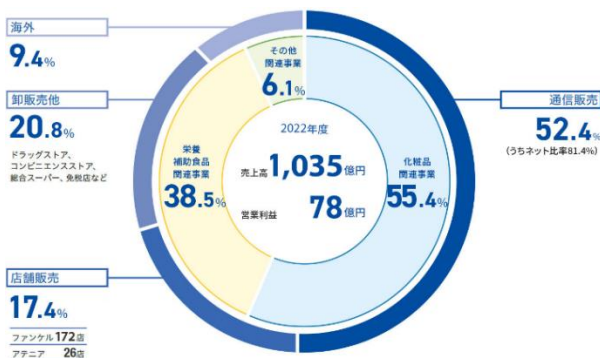
图表 15：2015-2020 年日本 FOSHU 及 FFC 产品规模及增速



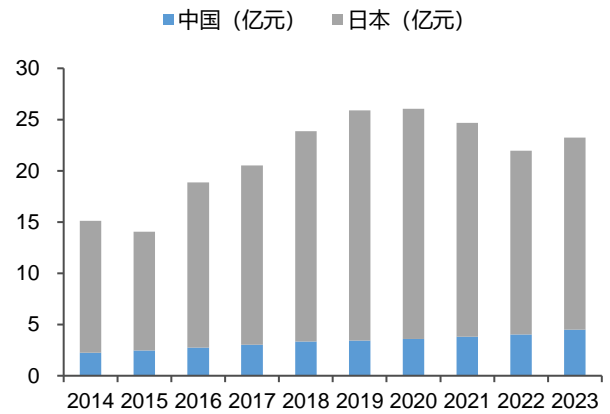
数据来源：日本健康营养食品协会，矢野经济研究所，Smoothlink，艾瑞咨询，华福证券研究所

复盘日本 FANCL——中日发展的相似性与保健品行业龙头崛起的必然性。1980年，池森贤二首创“无添加”护肤新概念，并于1982年创立Fancl集团，首推无添加小包装护肤产品，在解决女性肌肤敏感方面赢得市场和口碑。1994年，FANCL在日本相关产品普遍高价的背景下推出了价格合理的营养补充剂，成为继化妆品后的又一大基石业务。中国与日本有在发展的过程中存在较高的相似度，我们认为通过FANCL在保健品业务上的突围，中国老龄化及国民健康意识的提升、对健康重视程度提升的背景下，未来也将诞生出类似重量级的企业。

图表 16：2022 年 FANCL 各业务营业表现（百万日元）



图表 17： FANCL 保健品业务在中日品牌份额情况



数据来源：FANCL 官网，华福证券研究所

数据来源：欧睿，华福证券研究所（已统一成人民币计价）

综合上述分析，我们总结了日本保健品行业的几大特征：

1) 首先是大健康产业在全球的领先地位在消费者心中建立了较高的信任度，这对于具有食品与药品双重属性的保健品来说无异于是消费者一剂有力的强心针，不论在产品疗效还是销售宣传方面都有一定的保障；

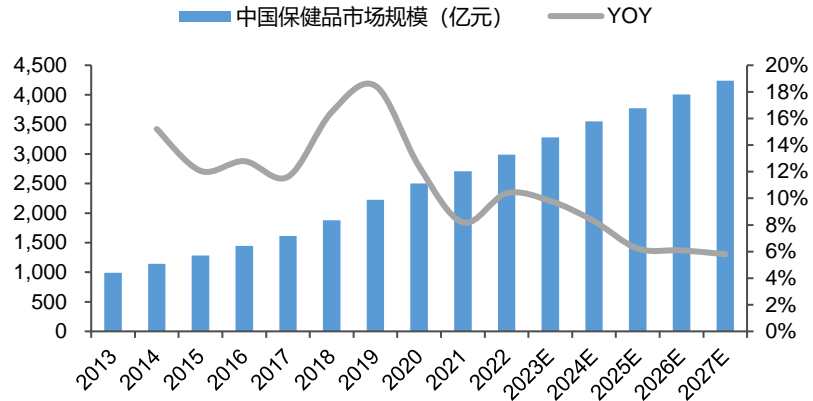
2) 其次是日本保健品政策相对完备，并且能够根据其经济发展特点适时推出相应的政策推动行业突破瓶颈，FFC 制度的提出扩大了保健品的范畴，具备多重功能的保健产品能够面市，提高了对消费者的吸引；

3) 渠道对于保健品的销售也有关键性作用，对于日本而言，通信贩卖渠道精准针对消费者对于产品品质的高追求、帮助消费者快速筛掉低质产品，也倒逼企业关注产品品质、把握消费者需求。同时 DTC 的销售模式降低了产品与消费者的沟通成本，便于消费者买到心仪的产品；

对我国而言：我国保健品行业在制度规范化、产品技术等方面均处于发展初期，鉴于与日本的时空错配，对于保健品政策、适配渠道的选择、研发出匹配消费者需求的产品等方面是未来发展可以借鉴完善之处。我们认为未来保健品行业空间广阔，五年内有望达到 4000 亿规模。根据艾媒咨询，2022 年我国保健品市场规模为 2989 亿

元，五年内 CAGR 为 13.1%，增长迅速。短期来看，保健品行业受“百日行动”打假负面新闻、跨境电商法带来的监管趋严等事件影响增速有一定回落，但长期来看“银发一族”和“年轻一代”作为驱动行业增长的核心群体，在健康意识提升、老龄化背景下，行业发展动能充足、空间广阔。

图表 18：我国保健品行业空间广阔



数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

2 周观点：

2.1 白酒

本周白酒 SW 指数上行 4.01%（沪深 300 指数+2.81%），近一月白酒 SW 指数-4.57%（沪深 300 指数-1.64%），当前白酒板块 PE(TTM)为 25.44X，较上周有所回升。具体来看，近五日舍得酒业(+9.95%)、今世缘(+7.85%)、酒鬼酒(+5.40%)增长领先。其中，12月28日白酒板块大涨 4.03%，舍得酒业(+10.00%)、酒鬼酒(+7.76%)、老白干酒(5.73%)领涨。

临近春节旺季，目前各家开门红回款陆续开启推进。近期部分白酒大单品出厂价上调，具体如下：

1) 茅台旗下酱香经典、金王子（均为十亿级大单品）出厂价分别提升 10 元和 20 元（酱香经典目前批价 240 元，京东价 278 元；金王子目前批价 215 元，京东价 258 元）。

2) 剑南春旗下核心产品水晶剑出厂价提价 20 元/瓶（批价 410 元，京东价 463 元）。

3) 12月28日，四川沱牌舍得营销有限公司发布提价通知：自 2024 年 1 月 1 日起，500ml 品味舍得（包含第五代及庆典装）经销商出厂价上调 20 元/瓶（目

前批价 333 元，京东价 458 元)。

我们认为，从当前酒企对顺价产品进行提价可以看出，具有品牌溢价的大单品即使在需求承压阶段也仍有价增能力和空间，提价短期对市场信心和批价提振有一定促进作用；从战略上看，长期也对品牌调性提升提供了支撑。

此外，12月29日贵州茅台发布2023年度生产经营情况公告。经公司初步核算，2023年度公司预计实现营业总收入约1495亿元，同比增长约17%；预计实现归母净利润约735亿元，同比增长约17%。公司年初制定的经营目标为营业收入较上年增长15%左右，今年超额完成，龙头实力在压力环境下进一步凸显。

全集团来看，根据12月30日召开的茅台集团2024年市场工作会议，集团2023年实现营收约1639亿元，同比增长超20%，业绩再创历史新高。其中，茅台保健酒公司深耕100-500元酱酒塔基市场，2023年营收逆势增长30%，经销商数量从2021年的153家增长到2023年的1200余家，地市级以上市场覆盖率92%，对股份公司形成有力互补。

估值端，从2019年开启的最新一轮白酒牛市算起，19年至今五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、水井坊、洋河、今世缘PE均已跌至5%分位数以下。短期视角看，在对24年开门红预期较低的情绪下，11月以来板块持续承压，当前板块估值在25x左右，估值性价比较高。我们认为，站在当下的时点，白酒需求韧性、龙头企业质量、白酒行业韧性不应被低估，对白酒板块24年表现应更具信心。

在beta短期迅速提振可能性较低背景下，在选股上应关注具有强alpha、已走出自己经营节奏，基本面质量较高，报表端确定性较高的高端酒贵州茅台、泸州老窖、五粮液以及次高端山西汾酒。

2.2 啤酒

本周，啤酒板块涨跌幅为+2.84%，对比食品饮料板块(+3.91%)，超额收益为-1.07%，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+5.18%/+1.31%/-4.11%/+5.16%/+0.64%/+4.28%。全年来看，销量方面由于22年同期较高的基数，和台风、梅雨天气反复，对啤酒销售有所压制，预计全年销量将与去年保持稳定，啤酒板块各公司由于基地市场的不同，销量方面亦有所差异，青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒单Q3分别实现了-11.25%/+5.33%/+4.25%/+1.5%的同比增速

高端化进展方面，我们认为由于高端餐饮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，但在各厂商高端化战略下，吨酒价格的增速持续，青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒分别实现了+7.52%/+1.25%/+4.11%/+5.5%的同比增速，其中，除了重庆啤酒是由于新疆地区

复苏（疆内产品结构偏低）导致高端化斜率下降，其余厂商均实现了吨价的平稳增长，而就重庆啤酒而言，我们预期若明年高端消费场景复苏，其吨价增速亦将有所增益。

我们认为未来长期来看啤酒市场总量增长预计较为有限，而高端化则为企业更长远的发展逻辑预计在啤酒行业的高端升级发展主旋律下，各厂商盈利水平有望持续提升。同时，当前大麦价格对比 22 年底已同比下降 15% 以上，我们认为，在我国终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税的背景下，大麦价格仍有下行空间，预计将为啤酒企业贡献高端化以外的盈利弹性。

我们认为后续可关注两大主线：

1) 自由市场的消费趋势演变：自由市场指的是尚未有厂商占据主导地位的区域，如广东地区，在没有供给侧能够提供主导力量的情况下，啤酒主流价格带的变化将取决于经济环境的影响，而啤酒消费人群不变，倘若出现消费降级，对应的是渠道降级，即高端夜场、高端餐饮容量萎缩，中低端餐饮渠道扩容，我们认为应关注该类市场中在高端以下价格带具备优势的厂商，主要系其或将享受自身优势渠道在当前经济环境下的被动扩容。

2) 优势市场中主流价格带较低的厂商：由于啤酒厂商在优势市场可以通过买店等方式决定终端售卖的啤酒产品档次，进而主导市场内的主流价格带，因此我们认为基地市场的结构升级为厂商能够把握住的确定性高端化空间，需要关注基地市场具备较低起点、较大容量可以进行结构升级的厂商。

关注：珠江啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、华润啤酒、乐惠国际。

2.3 软饮料

本周，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+3.46%/+1.59%/+13.74%/+3.02%/+7.32%/+1.01%，对比食品饮料板块的超额收益分别为-0.45%/-2.32%/+9.83%/-0.89%/+3.41%/-2.9%。香飘飘公司发布公告变更了公司总经理，杨东云先生作为新任公司总经理，具备丰富的业务管理经验，曾历任广州宝洁公司项目经理、大区域经理、品类总监；黛安芬集团中国区副总经理、总经理；易达集团亚太区副总裁并兼中国区总经理、日本区总裁；速 8 酒店高级副总裁；白象食品集团执行总裁/副总裁、董事，健康元药业集团股份有限公司总裁，丰富的实战经验有望为公司当前业务发展带来较强动能。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。

2023 年 Q3 单季度来看，东鹏饮料/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品均实现了较好的业绩表现，营收分别同比 35.17%/1.99%/20.41%/6.39%/10.41%，归母净

利润分别同比+33.25%/+4.7%/-12.29%/+4.6%/+20.42%，我们认为业绩的高增除了得益于消费大环境的复苏态势，还有个别公司所处赛道的 β 机会，而公司精益治理之下增强的渠道力、产品力、品牌力，更是赋予企业跑赢市场的阿尔法受益。

总体来看，我们认为饮料板块复苏态势显著，但投资机会更多为个股 α 而非板块 β ，对于在该板块寻找投资机会而言，我们认为应精选具备两大要素的企业：

1) 所处赛道潜力高：在负贝塔环境中寻找阿尔法机会，往往收益也将被一定程度上抵消，因此我们应首选具备增长潜力的细分赛道，如无糖茶、能量饮料等；

2) 企业自身管理能力优秀：若企业自身管理能力较强，加之行业向好发展，往往能够取得较强的市场地位，基本面将同时享受行业扩容和格局改善的双重提振，而EPS的高增往往伴随着市场信心的增强，PE扩张将有望收获戴维斯双击的收益。

关注：东鹏饮料，李子园、香飘飘、承德露露、养元饮品。

2.4 预调酒

市场普遍对预调酒行业销量能否实现持续增长有一定的分歧，我们认为未来预调酒行业的规模将稳定扩张。

a)从大方向出发，低度酒板块为全球销量占比最大的酒饮市场，我们认为伴随消费场景的持续丰富和消费习惯在代际变迁下的多样化，板块或存在结构性机会，而预调酒作为我国最具创新潜力的一大低度酒品类，预计将受益于该类消费趋势。

b)从行业出发，我们认为预调酒行业经过12-15年的盲目扩张、15-18年的出清、18年至今龙头引领的场景培育后，当前大众对预调酒的认知逐步提升，匹配的消费场景也逐渐开辟，如露营、飞盘、桌游等，行业已步入健康发展道路，预计行业规模将伴随新消费群体的崛起、新场景的开辟及消费习惯的高线城市化而有序扩容。

经过多年发展，当前我国预调酒行业规模约71.56亿元，恢复至2015年历史高峰水平以上，主要消费城市分布在华东、华南等沿海经济发达地区，主要消费群体为90/95后新一代消费者，其中女性消费者的快速增长，巩固了我国预调酒行业增长的态势。因此我们也发布了低度酒深度研究系列的第一篇，主要对预调酒就行业整体发展空间和驱动因素进行了推演，从结论来看，我们列举了以市场为锚点、以女性群体为锚点、以啤酒/非烈酒酒饮为锚点的三大视角，预调酒行业均可看至150亿以上出厂规模，亦总结出行业未来发展的三大路径：1) 城镇化率提升带动消费习惯高线化，预调酒触达面积增大，行业渗透率被动提升；2) “她经济”进一步发展，同时Z世代崛起承接酒类主要消费群体，新消费场景和分众化的消费需

求成为主流趋势，驱动具备个性化基因的预调酒行业扩容；3) 行业供给侧推力增强，市场教育力度提升，即参与者增多，包括但不限于传统啤酒、饮料企业；切割不同细分市场的大单品频频涌现，连线成面带动消费者认知深化。

重点推荐：百润股份，公司历史行情通常为大单品所驱动的 PE 扩张，行情较快，操作上更适合左侧布局，当前估值对应 24 年 PE 仅 22 倍左右，估值安全边际凸显，建议重点关注

2.5 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 2.88%/5.42%/1.16%/0.86%/4.17%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 -1.02%/1.51%/-2.75%/-3.05%/0.27%。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 2024 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。

我们预计行业在原奶下行的背景下带来一定的成本改善，但同时我们注意到需求端是呈现逐步复苏的态势，导致终端价格产生一定的竞争压力。细分标的来看，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 12 月 20 日，根据 wind 数据，我国主产区生鲜乳均价 3.67 元/公斤，周环比/周同比分别为 -0.0%/-10.90%；根据 wind 数据，2023 年 1-11 月我国乳制品产量达 2,801.60 万吨，10 月当月产量 256.20 万吨，同比变动 +3.3%/-1.9%。

2) 奶粉方面。根据 wind 数据，截至 2023 年 12 月 22 日，国产/国外婴幼儿奶粉品牌零售价分别为 225.24/269.94 元/公斤，中老年奶粉价格 105.75 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。

2.6 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 4.8%/2.71%/3.51%/-1.53%/2.32%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 0.89%/-1.19%/-0.4%/-5.43%/-1.59%。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。

我们预计行业受益渠道红利与企业自身改革优势凸显，整体业绩有望保持较好的增长趋势。休闲零食板块在今年上半年受益量贩零食迎来一波增长，后情绪回落整体持续下行，但各家企业陆续进行渠道改革以及产品升级，对于新兴的量贩零食赛道也多有布局，在理性消费下门店数尚未见顶，预计 Q4 业绩持续改善确定性较高。

近期，良品铺子新任董事长杨银芬发布全员公开信宣布旗下产品价格全面调降，同步实施 17 年来首次最大规模降价；12 月 18 日，好想你和盐津铺子分别向零食很忙集团投资 7 亿元和 3.5 亿元，分别获得零食很忙 6.64%和 3.32%的股权，再次印证了零食板块渠道内卷加剧、性价比消费偏好凸显、走向整合期的趋势。

劲仔食品：新老产品双双放量，收入维持高增长。2023 年前三季度公司营收和净利润已经超过了去年全年总额。产品端，公司以“大包装+散称”产品组合为基础，以劲仔小鱼为基，受新品鹤鹑蛋（散称）表现亮眼推动，2023 年上半年公司散称产品收入增长超过 220%，产品端实现结构升级；渠道端，公司将发力流通渠道以及量贩零食&抖音等新渠道，受益渠道红利实现营收放量；盈利端，受公司降本增效及产品结构优化等因素影响，预计公司盈利能力将得到提升。

洽洽食品：产品升级&渠道红利&成本降低，三重优势打造核心竞争力。成本端，23Q4 新采购季成本端有一定下降，且 Q4 旧库存已基本消化，预计公司未来一年成本端压力逐渐减轻；渠道端，公司布局量贩零食，新渠道仍在逐步放量过程中，预计 24 年公司新渠道仍快速增长；产品端，公司新品陆续推出，高毛利单品风味坚果、打手瓜子等将成为 24 年公司发展重心。

万辰集团作为量贩零食店稀缺标的，在合并“陆小馋”、“好想来”、“来优品”和“吡啱吡啱”品牌后，截至 2023 年 9 月合计门店 3000+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。

关注：折扣化趋势及量贩门店增量受益标的劲仔食品、洽洽食品；量贩零食稀缺标的万辰集团。

2.7 保健品

本周，汤臣倍健/仙乐健康/H&H 国际控股/科拓生物涨跌幅分别为 1.67%/4.43%/2.2%/1.1%，对比食品饮料板块的超额收益分别为-2.24%/0.52%/-1.71%/-2.81%。我国保健品行业空间广阔，根据艾媒咨询，2022 年我国保健品市场规模为 2989 亿元，五年内 CAGR 为 13.1%，增长迅速。短期来看，保健品行业受“百日行动”打假负面新闻、跨境电商法带来的监管趋严等事件影响增速有一定回落，但长期来看“银发一族”和“年轻一代”作为驱动行业增长的核心群体，在健康意识提升、老龄化背景下，行业发展动能充足、空间广阔。

2.8 烘焙产业链

2023 年以来行业受益于下游现制烘焙茶饮需求恢复和棕榈油等原材料价格下行，业绩弹性释放。我们认为 24 年随着烘焙和茶饮行业景气度的持续提升，需求会进一步恢复；另外随着棕榈油等成本处于低位；再叠加奶油等烘焙原料的国产替代，行业龙头有望持续受益。

烘焙产品渠道方面，烘焙行业消费场景由传统的流通饼房渠道为主逐渐呈现出渠道多元化的趋势，传统烘焙饼房虽仍是首要购买场景，但占比呈现下降趋势，线下商超、便利店、餐饮渠道、茶饮咖啡店、酒店自助餐和线上 O2O 等新兴渠道占比日渐提升。23 年以来，流通饼店渠道恢复较为缓慢，但是商超餐饮茶饮场景修复较快，我们认为烘焙企业未来不仅需要关注流通渠道的修复，还需要进一步把握 KA、餐饮、便利店等烘焙新渠道的机会。

重点推荐立高食品，我们认为（1）在流通饼房渠道，随着需求的逐步恢复、公司更多奶油新品的上市、实行大单品策略，预计增速会提升；（2）在商超渠道，随着新品的渗透、推广以及公司核心商超客户继续在全国范围内开新店，增速会比较良性；（3）餐饮渠道基数低、空间大，公司积极拓展头部连锁客户，预计未来将保持较高增速。

关注：佳禾食品、海融科技、南侨食品、奈雪的茶。

2.9 小餐饮连锁

2023 年年以来小餐饮连锁企业受益于线下餐饮业复苏，门店业务实现较快增长。展望未来，我们认为小餐饮连锁企业将持续受益于线下餐饮业复苏和餐饮连锁化率的提高，另外鸭副原材料成本自一季度末以来进入了下行通道，目前维持低位，卤制品公司将会有较大的经营改善空间。

重点推荐：巴比食品，门店方面，目前公司单店订货量环比在逐渐提升，同时手工牛肉大包等高客单价产品陆续上市和通过外卖业务拓展中晚餐消费场景会进

一步带动门店订货额的提升，未来单店收入有望进一步修复；团餐方面，公司计划在现有面食类制品基础上不断拓宽和丰富产品品类，增加对预制菜产品的开发，未来有望成为团餐业务新的增长点；产能方面，巴比已经在上海市、南京市、天津市、武汉市、广州市建设了多个制造中心，充足的产能为公司的进一步扩张提供了支撑。

关注五芳斋、绝味食品、紫燕食品、煌上煌。

2.10 代糖

莱茵生物发布 2023 年年度回顾，主要有以下 2 点（1）公司 23 年 6 月份与帝斯曼-芬美意签署了为期五年的累计目标收入 8.4 亿美金的订单合同，同时针对国内客户，双方将在上海研发中心专设联合技术团队，为国内客户需求提供定制化服务；（2）莱茵生物加大技改，产能提高 50%；另外甜叶菊专业提取工厂封顶，进一步提升产能，为公司未来奠定产能基础。

我们认为近年来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，同时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，未来天然甜味剂或将有更大的替代空间。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。

2.11 餐饮产业链

本周（12.25-12.29）调味发酵品/预加工食品板块迎来反弹，对应涨幅分别为 5.08%/6.09%，对比食品饮料板块（+3.91%），市场表现较强。其中，安井食品、千味央厨、天味食品、中炬高新本周涨幅分别为+8.69%/+4.31%/+5.23%/+11.82%；其中，中炬高新本周股价明显修复，主要系公司披露与工业联合意向就诉讼事项拟签署《和解协议》，而该诉讼前期累计计提约 29.26 亿元的预计负债，若成功达成和解，有望对公司的财务报表产生积极影响。

回顾 2023 年，伴随疫后消费场景的放开，餐饮业展现出渐进式、结构性复苏，预计全年规模破五万亿，其中以百胜为代表的头部餐饮强势修复。从量价视角看，尽管消费频次明显回升，但根据餐饮老板内参研究院显示，餐饮客单价同比承压；而餐饮消费量价趋势的变化，进一步强化了经营者降本增效的需求。因此，预制菜顺应连锁化&工业化&集中化的产业趋势，迎来高速发展。此外，调味品板块全年仍面临内需不足、库存承压、渠道碎片化等困难，但契合需求趋势的复合调味品、健康型调味品仍具备充足的增长动力与空间。

展望后市，伴随年关备货期临近，预计调味品、速冻食品需求持续转旺，我们

认为板块基本面有望进一步改善。此外，考虑到板块当前的安全边际(从板块调整、估值、基金重仓配置以及股息率等视角)，我们继续强调板块投资性价比。

我们建议关注以下三条主线逻辑：

1、紧盯成长确定性高、业绩可见度强的细分领域和龙头企业。重点推荐预制菜龙头企业安井食品（估值性价比高）、聚焦餐饮供应链的千味央厨（确定性强，弱 β 中的强 α ）。

2、重视关注主线逻辑通顺但复苏略有滞后，未来有望回归快速扩张的赛道机会。重点推荐，存在旺季动销催化（C端主业有望改善）、并购食萃带动渠道补能破圈预期（孵化大、小B第二增长曲线）的天味食品。

3、期待逻辑变化、管理改善等催化的个股 α 兑现。例如董事会换届、公司治理改善且动力充足的中炬高新等企业。

2.12 餐饮

本周（12.25-12.29）SW酒店餐饮指数周跌幅为2.04%，对比食品饮料板块（+3.91%），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+4.01%/+1.67%/+2.14%/+3.59%/+6.13%/+9.83%/-0.91%/+2.47%/+9.31%/+6.96%/+0.34%/-1.00%。

餐饮业稳步恢复，未来发展前景乐观。2023年整体上餐饮业收入同比增长，1-11月餐饮收入47485亿元，增长19.4%。12月15日，百胜中国肯德基宣布第一万家门店正式营业。根据肯德基的第三季度报显示，2023年初到2023年三季度末，肯德基系统销售额同比增加21%，经营利润同比提高54%。2023年前8个月，西贝营收已超过2019年同期水平，预估本年度整体营收也会超过2019年的62亿元。12月22日第九届中国餐饮创新大会在上海圆满落幕，会议中提到在市场竞争激烈的大背景下，餐饮企业正面临着新一轮的重塑与升级，大部分餐饮人认为，在2024年，餐饮依然是最有机会的行业。未来，美团将借助其1.5万个自有服务区，帮助更多餐饮品牌实现“千店万店梦”。

消费需求转变，品质和性价比备受企业关注。疫情之后消费者从“野性消费”转变到“理性消费”，对价格的敏感度提高，理性消费趋势增强。截至2022年第四季度，中国餐饮人均消费为35.4元，2019年之后首次出现下降，30元以下占比超过60%。根据《2023北京餐饮业观察报告》显示，2023年上半年，整体餐饮业客单价消费区间在21-40元。消费者对于高性价比的追求更加明显，各企业针对品质和性价比问题展开讨论。大鱼餐饮首席讲师卢南认为，餐饮企业在成长期要“登山经营”，优先营业额、利润、店铺数；成熟期要“下山经营”，重视品质、员工满

意度。马太效应愈发明显，未来十年，餐饮依然是最有机会的行业。品质和性价比成为企业关注的重点目标之一。

小吃快餐市场快速增长，赛道韧性强。小吃赛道具有体系庞大、受众人群广、消费频次高的特点，因此赛道增长韧性强，当前已经迈入发展快车道。根据红餐大数据显示，2023年全国小吃快餐市场规模将达8,237亿元，同比增长12.6%。根据企查查数据显示，2023年前11个月，小吃快餐相关的企业注册量超过42万家，同比增长0.5%；小吃快餐相关的企业存量超过364万家，同比增长4.6%。同时，小吃快餐的门店数也在扩容。据红餐大数据，截至2023年12月，小吃快餐在营门店总数超过400万家，门店数破万家的品牌有一半为西式快餐品牌，其余为卤味熟食、鸡排炸鸡等品牌。

3 重点公司公告

图表 19：重要公司公告

公司名称	内容
贵州茅台	经贵州茅台酒股份有限公司（以下简称“公司”）初步核算，2023年度，公司生产茅台酒基酒约5.72万吨，系列酒基酒约4.29万吨；预计实现营业总收入约1,495亿元（其中茅台酒营业收入约1,258亿元，系列酒营业收入约204亿元），同比增长约17.2%；预计实现归属于上市公司股东的净利润约735亿元，同比增长约17.2%。

数据来源：公司公告，华福证券研究所

4 风险提示

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