



Research and
Development Center

供需要素重新匹配，大变局中迎价值重估

—2024 年度食品饮料策略报告

2024 年 01 月 05 日

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

食品饮料 行业

投资评级 看好

上次评级 看好

马铮 食品饮料行业首席分析师
执业编号：S1500520110001
邮箱：mazheng@cindasc.com

娄青丰 食品饮料行业分析师
执业编号：S1500523080007
联系电话：18811520838
邮箱：louqingfeng@cindasc.com

程丽丽 食品饮料行业分析师
执业编号：S1500523110003
联系电话：15680937306
邮箱：chenglili@cindasc.com

赵丹晨 食品饮料行业分析师
执业编号：S1500523080005
联系电话：13806086406
邮箱：zhaodanchen@cindasc.com

满静雅 食品饮料行业分析师
执业编号：S1500523080004
联系电话：15026413613
邮箱：manjingya@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

供需要素重新匹配，大变局中迎价值重估

2024年01月05日

本期内容提要：

- 食品饮料服务社会全体，但更多品类或品牌的消费量由更广大人群完成，庞大人口的品质升级红利仍是食品饮料公司最坚实的价值基础。供给侧生产厂家、渠道商、零售商的稳态经营已经被打破，当下正处在从非稳态到新稳态的建立过程中，可以进一步提高供给和需求匹配效率的公司将迎来更大的发展机遇。
- 需求是商业的起点，当下需求发生明显变化。供给的滞后或黏性与新的需求形成错配，既为新一代的创业者提供了时代性机遇，也给成功企业带来较大挑战与转型的机会。我们重新定义消费升级为消费者效用提升，消费升级不应该与消费价格高低画等号。品质升级、选择权的增加、良好的购物体验都可以提高消费者效用，对应消费升级。
- 品牌溢价的“价”为“价值”而非“价格”。品牌的目的是为了更高效率的实现销售，而不是涨价。品牌端的投资机会来自“放下”品牌地位，“忘记”品牌溢价，让合作伙伴获利，赢得消费者认可。制造端的投资机会来自价值创造的精准性，针对更广大下沉市场的消费群体，低价格带研发、低成本定价可以更好的满足基础消费品品质升级的需要。渠道端的价值来自更效率的传递价值，而形成壁垒的零售需要更多浓缩差异化经营的抓手以此建立消费者信任。
- 白酒板块：

弱复苏导致周期调整拉长，分化加剧中优选确定性。不可否认，三年疫情影响与酒企业绩持续增长之间的矛盾，导致白酒行业的渠道库存压力不断增加，核心还是供需关系的不匹配。从2023年的实际情况看，大众宴席率先实现场景修复及回补，高端价位的送礼、社交需求仍然刚性，商务活动恢复不及预期，次高端价位进一步消费升级的动力不足，行业各价位间逐步产生分化，高端酒及地产酒龙头的增长相对稳健，而次高端酒则面临一些压力。

重视消费者培育及渠道工作，延续长期发展势能。行业进入茅台做市场时代，过去靠渠道快速扩张获取市场份额的时代已过，当下更需要精心做好消费者培育工作，考验着各酒企的团队组织力和渠道管理效率。当行业红利的浪潮退去，各酒企应该重视起核心市场的有效终端网点覆盖度提升，挖掘渠道下沉深度，加快县区市场的精耕，以实现行业周期波动中的平稳过渡。

投资建议：推荐需求刚性、品牌护城河突出、业绩稳定强的高端白酒，如贵州茅台、五粮液、泸州老窖；具有较独立势能、全国化单品路径清晰的山西汾酒；在区域市场组织力、渠道力突出且仍具消费升级逻辑的地产酒龙头，如迎驾贡酒、今世缘、古井贡酒、洋河股份；消费复苏好转下仍具成长弹性的次高端品牌，如舍得酒业、水井坊、酒鬼酒，以及改革融合驱动下的金种子酒。

➤ **大众食品板块:**

啤酒: 长期应当关注啤酒公司内部结构性变化, 低端啤酒向上整合的趋势对公司吨酒收入的提升仍有一定贡献。且大麦价格 24 年有望低双位数下降, 啤酒成本或改善, 推荐**青岛啤酒、重庆啤酒**。

饮料: 23 年饮料行业变化主要有两大趋势: 1) 消费者口味变淡, 健康化趋势明显。2) 价格优势突出, 大包装饮料受消费者青睐。推荐能量饮料高增、通过新品补水啦+乌龙上茶持续构建“能量+”的品类矩阵的**东鹏特饮**; 推荐在健康化趋势下, 包装饮用水和无糖茶有望持续增长的**农夫山泉**。

乳制品: 伴随经济在疫情后的持续恢复, 乳制品人均消费量有望持续增长。考虑到原奶周期的长度, 我们预计 24 年奶价有望呈现筑底态势, 毛利率有望抬升。推荐 24 年业绩出现反转后, 估值有望迎来修复, 形成戴维斯双击的**伊利股份**。

食品添加剂: 尽管 23 年国内下游消费品市场复苏偏弱, 但营养健康相关的添加剂公司业绩却不乏增长, 这一方面来自于国内消费者对营养健康相关产品的旺盛需求, 另一方面也来自海外经济稳定所带来的订单。推荐新产能即将投产, 24 年业绩有望高增的**百龙创园**。

休闲食品: 国内零售渠道变革、消费者更加理性和成熟的大背景下, 国内消费由供给驱动切换到需求主导的时代, 关注渠道效率提升的投资机会以及积极拥抱新渠道、供应链效率高及产品有创新能力的厂商投资机会。渠道端推荐渠道效率提升的量贩零食行业头部品牌**万辰集团**, 关注提出高端性价比策略、推出社区零食店的**三只松鼠**及降价积极变革的**良品铺子**。厂商端推荐积极拥抱量贩零食新渠道的**盐津铺子、甘源食品**, 以及通过大包装持续提升渗透率具备品类整合红利的**劲仔食品**; 关注积极拥抱零食量贩渠道的**洽洽食品、好想你**。关注原材料价格回落、市占率有望进一步提升的**绝味食品、周黑鸭**。

调味品: 2023 年调味品企业的成本端压力仍存, 大豆、白糖和糖蜜等价格仍在高位。考虑到部分原材料价格有下跌的走势, 我们预计相关调味品企业有望享受成本红利, 推荐**海天味业、千禾味业、安琪酵母**。调味料由单一向复合发展的趋势明显, 复合调味料品类增长领先, 随规模效应提升, 净利率同比仍有望延续提升趋势, 推荐**天味食品**。

速冻品: 餐饮连锁化趋势明显, 未来餐饮端对于速冻半成品的需求将日益旺盛。预制菜行业高速发展, 在服务消费者的同时很好地为商家降本增效。高效的大 B 客户有望带动供应链企业发展。立高食品积极变革, 提升管理运营效率, 同时推出创新烘焙单品, 已初见成效。推荐**安井食品、千味央厨、立高食品**。

➤ **风险因素:** 宏观经济不确定风险; 食品安全风险; 行业竞争加剧风险; 成本上行风险。

目录

1. 供需要素重新匹配，大变局中迎价值重估	6
1.1 供需重新匹配，迎未有之大变局	6
1.2 需求特征调整带来新发展机遇	6
1.3 重新定义消费升级为消费者效用提升	6
1.4 食品饮料的服务群体是更广大的人民群众	6
1.5 品牌溢价的“价”为“价值”而非“价格”	7
1.6 产品力是匹配消费人群潜在需求的供给能力	7
1.7 渠道效率提升实现精准的价值传递	7
1.8 竞争优势需要多维度的建立	8
1.9 重视“人”的价值	8
2. 白酒：分化中优选确定性，尊重市场方得始终	8
2.1 周期波动中，行业集中度进一步提升	8
2.2 波动中分化加剧，腰部价位阻力增加	9
2.3 行业进入做市场时代，尊重市场方得始终	10
2.4 重点公司	12
3. 啤酒：场景恢复，成本有望改善	15
3.1 高端化短期略有承压，大麦价格有望下降	15
3.2 重点公司	17
4. 饮料：口味健康化，性价比趋势明显	17
4.1 无糖茶行业扩容，大包装受青睐	17
4.2 重点公司	19
5. 乳制品：莫为浮云遮望眼，风物长宜放眼量	19
5.1 长期：空间广阔，成长依旧	19
5.2 中期：需求平稳，奶价回落	20
5.3 重点公司	21
6. 食品添加剂：健康风潮已至，天然营养为基	22
6.1 健康风潮已至，原料市场可期	22
6.2 重点公司	23
7. 休闲食品：需求主导时代开启，量贩零食兴起	24
7.1 渠道变革：效率提升，量贩零食兴起	26
7.2 品类红利：行业具备品类整合红利，厂商拥抱新渠道周转率提升明显	28
7.3 渠道变革+品类红利：厂商拥抱渠道变革，周转率提升明显	29
7.4 重点公司	29
8. 调味品：品类分化，挤压增长	31
8.1 调味品百强企业增长稳健，品类复合化趋势明显	31
8.2 原材料成本下行释放业绩弹性	32
8.3 重点公司	33
9. 速冻食品：提质增效，效率为先	33
9.1 品类创新带动行业扩容	33
9.2 高效的大B客户带动供应链增长	34
9.3 重点公司	35
10. 投资策略	36
10.1 白酒板块	36
10.2 大众品板块	36
11. 风险因素	37

表目录

表 1: 牛奶中含有丰富蛋白质和钙	20
表 2: 消费市场由供给驱动转向需求导向	25
表 3: 相比湖南发展相对成熟区域，次成熟市场/发展市场人均保有量仍有较大提升空间	27
表 4: 行业 23 年整合进度超预期	28
表 5: 2022 年酱油品类高价带占比提升	32
表 6: 糖蜜价格对毛利率的敏感性分析	32

图目录

图 1: 建国以来中国新出生人口数量变化情况	9
图 2: 2016 年后白酒行业产量逐年下降	9

图 3: 2016 年后上市酒企营收占比逐年攀升	9
图 4: 2023 年前三季度上市酒企收入利润表现	10
图 5: 次高端主要上市酒企收入增速表现	10
图 6: 2021 年以来茅台所做的市场工作梳理	11
图 7: 酒企数字化扫码红包活动	11
图 8: 酒企演唱会营销活动	12
图 9: 截止 2023 年 10 月全国规模以上啤酒企业产量同比+2.3%	15
图 10: 2023Q3 啤酒个股基本面走势有所分化	15
图 11: 2023Q1-Q3 青岛啤酒主品牌销量增速高于副品牌	15
图 12: 2023Q1-Q3 重庆啤酒主流酒收入增速高于低端酒	15
图 13: 2023Q3 青岛啤酒吨酒收入增速高于同期重庆啤酒	15
图 14: 2023H1 华润啤酒吨酒收入增速略低于青岛啤酒	15
图 15: 青岛啤酒股份公司啤酒制造成本拆解	16
图 16: 2023 年上半年啤酒吨成本保持在低个位数增长	16
图 17: 进口大麦均价从 6 月开始回落, 10 月同比-23.3%	16
图 18: 打包易拉罐价格在 7 月后同比上涨 10%左右	16
图 19: 瓦楞纸价格持续下跌, 三季度跌幅均在 10-15%左右	17
图 20: 玻璃价格在 5 月后有所上扬, 三季度涨幅扩大	17
图 21: 饮料细分品类中即饮茶、能量饮料增长迅速	18
图 22: 农夫山泉推出东方树叶 900ml 规格包装	18
图 23: 无糖茶的消费人群并不是局限于传统爱茶人士, 而是渗透到年轻人中	18
图 24: 2023 年无糖茶品牌密集上新	19
图 25: 世界各国人均乳制品消费量与人均 GDP 水平存在较强的正相关性	20
图 26: 2023 年乳制品需求整体平稳	21
图 27: 2023 年奶价持续回调	21
图 28: 全球营养健康风潮已至	23
图 29: 原料品类丰富多彩	23
图 30: 折扣业态以价格杀手呈现, 背后是渠道效率的提升	25
图 31: 折扣业态表现为提供有性价比的产品, 背后是渠道+供应链全供给环节效率的提升	26
图 32: 零食量贩实现经销零售一体化, 提升渠道效率	26
图 33: 量贩零食实现更高效率, 迭代其他零食零售渠道	26
图 34: 零食量贩业态当前处于快速跑马圈地阶段	27
图 35: 行业当前竞争格局为两超多强	27
图 36: 盐津铺子/甘源食品/劲仔食品品类市占率提升逻辑下体量快速提升	28
图 37: 休闲食品行业较多品类仍具市占率提升红利	29
图 38: 拥抱零食量贩渠道后, 厂商周转率显著提升	29
图 39: 拥抱零食量贩渠道后, 厂商 ROE 提升明显	29
图 40: 调味品零售市场规模增速下滑	31
图 41: 调味品百强企业收入保持稳健增长	31
图 42: 复合调味料收入增速领先	31
图 43: 复合调味料产量增速领先	31
图 44: 22 年黄豆和豆粕价格仍有上涨	32
图 45: 22 年白糖价格小幅提升, 糖蜜价格大幅反弹	32
图 46: 速冻食品行业保持高单位数增速	34
图 47: 预制菜行业规模快速扩张	34
图 48: 餐饮连锁化率加速提升	34
图 49: 国内餐饮连锁化程度有提高空间	34
图 50: 近年来肯德基收入增速提升	35
图 51: 肯德基门店数量逆势增长	35
图 52: 肯德基数字化订单持续提升	35
图 53: 2022 年包装食品销售额同比增长超过 50%	35

1. 供需要素重新匹配，大变局中迎价值重估

1.1 供需重新匹配，迎未有之大变局

“时代的企业”说明的是捕捉到时代机遇（需求）而成就的商业传奇（商业模式）。“企业的时代”往往显得以自我为中心，迎来的很可能是壁垒思维的创新之殇。过去三十年，食品饮料各品类经历了产能为王、渠道为王、品牌为王的历史性阶段，特殊的时代红利带来了品牌大发展、渠道大发展、产品大发展。在经济大发展、收入提升、资产价格提升的大环境下，消费者品牌意识强，对品牌提价相对不敏感，供给侧生产厂家、渠道、零售商也实现了相对的稳态经营。而这一稳态已经被打破，当下正处在从非稳态到新稳态的建立过程中。供给侧提供的各要素是充分的，需求侧的选择也是充分的，基于新的需求特征、物流、信息化、城镇化、人口结构、移动互联网等更底层的影响因素，**食品饮料行业中可以进一步提高供给和需求匹配效率的公司将迎来更大的发展机遇。**除少数以社交属性为基础的品牌驱动型商业模式，很多品类的增长，量的逻辑先于价的逻辑，成本逻辑、周转逻辑将优先于提价逻辑和毛利逻辑，针对更广大消费群体的低价格带研发、低成本领先将给转型升级的企业带来价值重估的投资机会。

1.2 需求特征调整带来新发展机遇

需求是商业的起点，也是消费品研究的第一性原理。如何实现低成本、高效率的满足需求是供给侧的商业模式，某种需求广泛存在而供给方相较同行更好的满足视为“护城河”。商业的魅力恰恰在于需求具备时代特征。当需求发生明显变化，而供给的滞后或黏性与新的需求形成错配，既为新一代的创业者提供了时代性机遇，也给成功企业带来较大挑战与转型的机会。

物美价廉、健康悦己、彰显个性、追求颜值等正在成为新消费群体的需求特征。我们既看到了例如无糖茶、NFC 果汁、能量饮料、光瓶酒、平价咖啡等实现增长来自背后的品类优势，也看到了短视频电商、量贩零食店、会员店、折扣店、社区团购等快速发展来自高效率的匹配需求。我们看到了新中产对价格较高的面子消费需求有所回落，但消费行为仍然存在品质红线，比如消费价格回落到 9.9 元的瑞幸咖啡，而很少会降到速溶咖啡。我们看到了下沉市场的基础消费品供给并不充分，过去供给侧的升级方向更多瞄准了高线城市的需求，而多层分销体系依然存在较高的通路成本和高加价率。

1.3 重新定义消费升级为消费者效用提升

消费升级不应该与消费价格高低画等号。食品饮料是民生行业，白酒、啤酒、饮料、乳品、休闲食品、预制品、调味品、食品添加剂等行业为 14 亿人提供丰富的产品和服务，各行业的供给方不断创新，为消费者提供品质更好、种类更丰富的产品选择。与此同时，各渠道和零售系统也通过持续的效率提升，满足消费者多、快、好、省的顾客价值。**品质升级、选择权的增加、良好的购物体验都可以提高消费者效用，对应消费升级。**反过来，不得不减少某些品类或某些品牌的消费，或者受收入降低预期影响而主动选择品质更差的商品，对应消费降级。因此，当我们对消费升级或降级的定义与消费者效用挂钩的时候，我们发现资本市场对以消费价格下降所对应的“消费降级”与我们日常大量调研看到的广大消费群体追求品质、选择权增加、购物愈加便利这样的“消费升级”形成矛盾。核心是消费升级的定义并没有达成共识。我们认为，消费不仅是一个经济问题，还是一种社会文化映射和价值取向。

1.4 食品饮料的服务群体是更广大的人民群众

食品饮料服务社会全体，但更多品类或品牌的消费量由更广大人群完成，庞大人口的品质

升级红利仍是食品饮料公司最坚实的价值基础。根据国家统计局2022年统计公报，全国收入最低的20%人口人均月可支配收入约717元，中间偏下的20%人口人均月可支配收入约1609元，中间的20%人口人均月可支配收入约2550元，中间偏上的20%人口人均月可支配收入约3950元，最高的20%人口人均月可支配收入约7510元。富裕阶层购买力强、选择权最多，消费相对平稳有升。中产阶层购买力受收入预期、资产价格涨跌预期影响较大，选择权有相应增加或减少。而广大人群的购买力有限，对必需品和基础消费品有更多需求。按价格带划分品类或品牌，少数偏社交属性的高端消费品类的头部品牌，在富裕阶层的消费需求相对稳定；中产阶层过去由于收入上涨预期、资产价格上涨预期、商务活动高景气等原因，也部分选择了高端品类的头部品牌，这部分高价格带的消费有所回落，但存在品质红线，品质升级需求仍在；更广大人民群众的日常基础消费品的品质升级持续。

1.5 品牌溢价的“价”为“价值”而非“价格”

品牌的目的是为了更高效率的实现销售，而不是涨价。我们看到瑞幸跟茅台联名，喜茶跟FENDI联名，价格或价格带高低并不能说明品牌力的高低。在消费者可以接受涨价的时期，提价掩盖了很多供给侧的问题，强势品类品牌压迫渠道实现增长，强势渠道压迫弱品类品牌实现增长，价盘相对稳定，供给侧各方都实现了增长。从长期来看，消费者是理性的，消费者购买商品不是冲着品牌溢价，而是物有所值或物超所值，重复购买对应的是商品价值的体现。高端品、大众品为消费者创造并满足从基础物质到社交精神等方方面面的需求。过去很多年，我们看到很多品类品牌可以较为轻松的实现涨价，可能是换了包装或升级配方，消费者也享受了更高的品质的商品，但整体来说，有一部分“价格”的涨幅可能已经超越了“价值”的涨幅。即使高端品的价格可以作为品牌力的表征，也不能一味地通过价格上涨来表达品牌诉求。涨价的出发点还是为顾客创造价值，而非涨价本身。**品牌端的投资机会来自“放下”品牌地位，“忘记”品牌溢价，让合作伙伴获利，赢得消费者认可。**

1.6 产品力是匹配消费人群潜在需求的供给能力

产品创新的难度在于对消费人群潜在需求的满足能力。由此，产品力强即对消费群体在特定消费场景使用这些产品完成特定目的的满足能力强，且供应链可以实现规模化生产。人群在迭代，消费习惯在演进，市场充斥着大量供给与需求不精准的匹配，很多渠道存在“品销不合一”的现象。企业价值源自为消费者创造价值，而不精准的供给既是创新的需要，又是创新的成本，但核心离不开创新方向的准确性。对于产品创新来说，无论是内容物本身、包装样式，还是为产品赋予的情感价值、社交价值、精神价值等，都需要与时俱进。针对中产阶层的品质升级需求，厂家可以提供更多“物美价廉”的选择，“物美”说的是品质要好，“价廉”不等于品牌力低，而是商业效率进步与需求理性的相遇。**针对更广大下沉市场的消费群体，低价格带研发、低成本定价可以更好的满足基础消费品品质升级的需要。**我们认为，从大部分品类中国人均消费量低于世界的角度看，食品饮料行业仍然具有较大的发展空间，大多数品类如果真正实现了物美价廉，可以有效激发更多需求。**制造端的投资机会来自价值创造的精准性。**

1.7 渠道效率提升实现精准的价值传递

更效率的渠道有机会对应更大的市场份额，低效率的渠道面临消费者的用脚投票。对渠道和零售终端来说，效率的内涵是动销快。而要做到动销快，一是低成本的传递价值，对应中间环节的低成本和低加价率；二是，精准选品，甚至由需求决定供给，把选择商品的权利交给消费者。白牌红利出现，我们看到由于移动互联网发展对消费者购物决策中信息不对称的消除加快，随着零售商崛起带来的自有品牌化趋势，在消费理性的助推下，消费者更加重视品类的需求。整车红利出现，减少货物在仓库和配送的流转环节可以显著降低渠道成本，例如量贩零食门店相当于前置仓，货物从生产厂家到门店只需要两次整车配送，

相比分销体系多次配送的环节少、运费和仓库成本降低。预售红利出现，对于非即时性购买需求的品类，社区团购可以提供先下单、次日送达的服务，无论价格还是匹配需求的精准度上，都是一种高效率的供给方式。轻前端销售，重后端选品，重新回归商品为王，把商品的选择权交还给消费者。需求缓慢复苏的大环境下，渠道破价打破了不同渠道的利益平衡，生产厂家对低价渠道从拒绝到供应链支持加速了高效率线下零售终端的崛起。**渠道端的价值来自更高效率的传递价值，而形成壁垒的零售需要更多浓缩差异化经营的抓手，例如自由品牌，从而建立消费者信任。**

1.8 竞争优势需要多维度的建立

真正的竞争优势是需求侧的强绑定能力和供给侧的规模优势。需求侧的强绑定能力源于消费者的忠诚度。无论产品品牌还是渠道品牌，当建立起消费者的忠诚度，就可以更容易实现低成本的引流和运营，从而实现高效率的供给。供给侧的规模优势体现为在实现需求满足的供给上，成本可以随规模的增大而降低，生产端、渠道端、传播端都可以出现规模效应。而随着消费人群分层、渠道分层、供应链分层的出现，已经建立的规模优势可能出现部分被解构的趋势，而新规模优势同时将在新的生产端、渠道端、传播端重塑。可口可乐历经百年，并没有因渠道变迁而减弱品牌力，但建立了全渠道市占率高占的规模优势。因此，对于生产端，高效率的渠道反而在采购、制造、仓储、配送等环节实现了降本提效，同时并没有影响制造商或品牌商建立品牌影响力的能力。因此，对于食品饮料上市公司，积极拥抱高效率渠道，就是拥抱渠道背后的消费人群，针对性的研发适合这类人群消费的产品，会迎来更多的增长机会，品牌力也不会因此减弱，企业价值有望迎来重估。

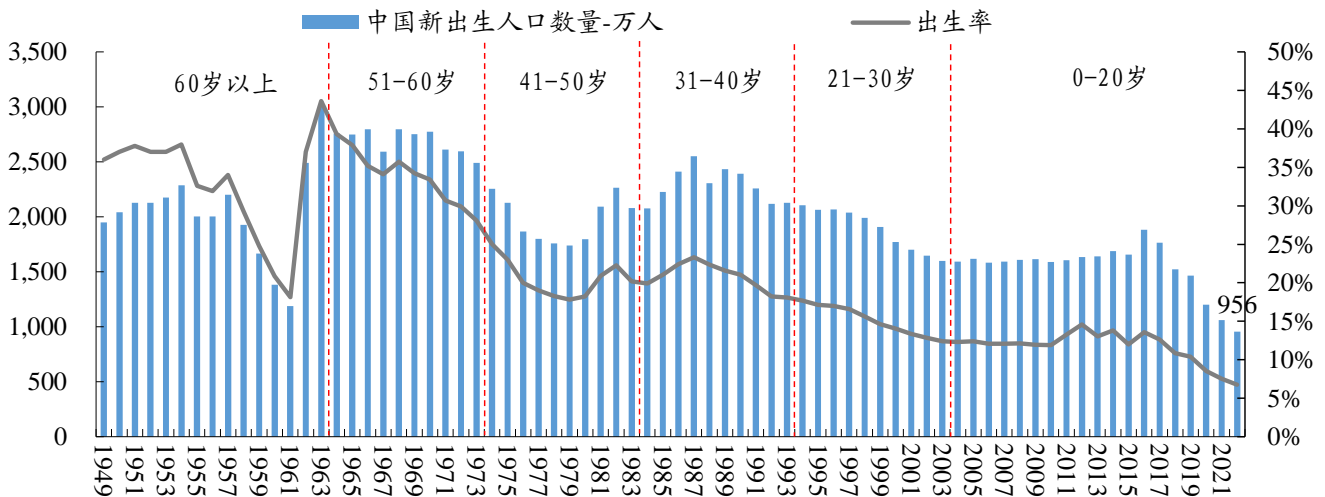
1.9 重视“人”的价值

好的商业模式、好的团队和文化、好的价格是价值投资分析框架的三要素。好的商业模式要紧扣时代变化，好的团队和文化成为商业模式持续迭代的保障。85后、90后的接班人、创业者、高管团队正在成为企业经营的核心力量，他们具有与时俱进的商业认知，又能够在年龄上具备理解消费群体的优势。要实现伟大的品牌，必然需要几代奋斗者的努力，而国内数量庞大的消费群体的品质需求提供了企业成长所需的肥沃土壤。我们认为，几乎各个品类都可以做出更大的公司，产品的与时俱进、持续创新，新渠道的不断破局，品牌影响力的持续提升，从需求上并没有出现企业发展的天花板。短期的增长瓶颈无疑更多是供给侧的原因，不能只停留在公司内部利益考量，或者渠道利益的平衡，又或是竞争导向的考量，而要以消费者为中心，以市场为中心，在更高维度做出正确的战略抉择。

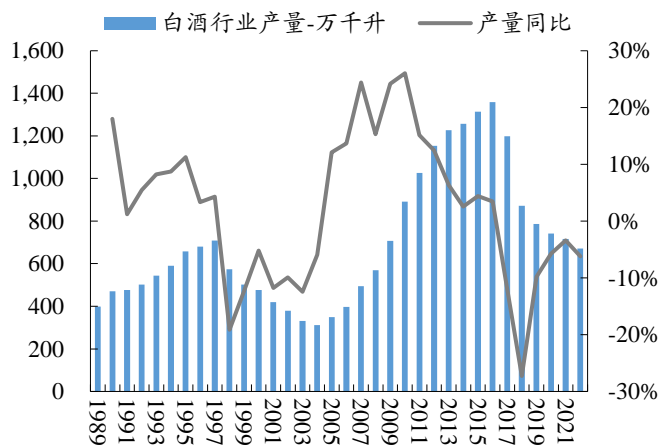
2.白酒：分化中优选确定性，尊重市场方得始终

2.1 周期波动中，行业集中度进一步提升

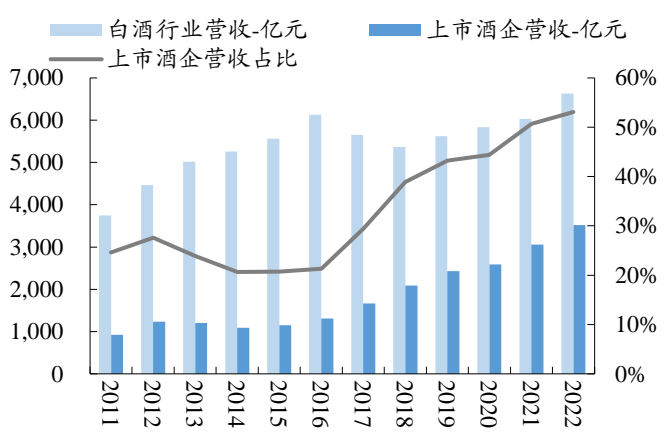
白酒总产量下降趋势明显，头部名酒份额攀升。一方面，随着人们越来越注重健康的消费观，“少喝酒、喝好酒”成为主流，在有限的消费量下更追求品质的提升；另一方面，随人口结构变化，适龄的消费人群数量也略有下降。因此，从大的趋势上看，国内白酒总产量自16年以来逐年下滑，我们预计往后或保持在600万千升左右。在消费总量下降的趋势下，头部名酒的市场份额逐年攀升，一方面名酒的品质更获消费者认可，另一方面名酒作为生产工具，具有更高的社交效率。

图 1：建国以来中国新出生人口数量变化情况


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 2：2016 年后白酒行业产量逐年下降


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 3：2016 年后上市酒企营收占比逐年攀升


资料来源：国家统计局，Wind，信达证券研发中心

名酒流动性较优，渠道也更为拥护。销售行业存在一个特点，随单品规模增大、渠道网点覆盖度提升，产品价格往往会变得透明，渠道毛利润也逐渐下降。当经济环境较好时，消费者的个性化选择增强，经销商及终端更愿意推广高毛利的开发品，流通性单品更多承担引流作用。但当经济环境波动时，消费者更愿意追求社交效率而选择名酒产品，开发品的推广难度加大，为避免资金流通性风险，经销商及终端也更加依赖流通性单品，由此进一步催化行业集中度的提升。

2.2 波动中分化加剧，腰部价位阻力增加

疫情影响下渠道问题累积，各价位之间呈现分化。不可否认，三年疫情影响与酒企业绩持续增长之间的矛盾，导致白酒行业的渠道库存压力不断增加，核心还是供需关系的不匹配，疫情期间主要受制于消费场景的缺失，而疫情后则与经济活力恢复、居民收入增加更为相关。从 2023 年的实际情况看，大众宴席率先实现场景修复及回补，高端价位的送礼、社交需求仍然刚性，商务活动恢复不及预期，次高端价位进一步消费升级的动力不足，行业各价位间逐步产生分化，高端酒及地产酒龙头的增长相对稳健，而次高端酒则面临一些压力。

图 4：2023 年前三季度上市酒企收入利润表现

单位：百万元		23Q1-3				23Q3			
分类	酒企	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY
高端	贵州茅台	103,268	18.48%	52,876	19.09%	33,692	14.04%	16,896	15.68%
	五粮液	62,536	12.11%	22,833	14.23%	17,030	16.99%	5,796	18.52%
	泸州老窖	21,943	25.21%	10,566	28.58%	7,350	25.41%	3,476	29.43%
全国次高端	山西汾酒	26,744	20.78%	9,431	32.68%	7,733	18.55%	2,664	27.12%
	舍得酒业	5,245	13.62%	1,295	7.93%	1,717	7.86%	375	3.01%
	酒鬼酒	2,142	-38.54%	479	-50.75%	601	-36.66%	57	-77.65%
	水井坊	3,588	-4.84%	1,022	-3.08%	2,062	21.48%	820	19.61%
苏酒	洋河股份	30,283	14.35%	10,203	12.47%	8,410	11.03%	2,341	7.46%
	今世缘	8,363	28.35%	2,636	26.63%	2,394	28.04%	586	26.38%
徽酒	古井贡酒	15,953	24.98%	3,813	45.37%	4,643	28.39%	1,033	46.78%
	迎驾贡酒	4,804	23.42%	1,655	37.57%	1,661	21.89%	591	39.48%
	口子窖	4,446	18.18%	1,348	12.22%	1,533	4.67%	501	8.36%
	金种子酒	1,073	31.73%	-35	74.30%	305	43.28%	3	103.67%
二线地产酒	老白干酒	3,846	11.30%	418	-21.60%	1,614	12.87%	201	17.87%
	金徽酒	2,019	29.32%	273	27.55%	496	47.84%	18	884.79%
	伊力特	1,643	25.77%	229	68.88%	423	143.89%	53	363.75%
	天佑德酒	941	19.06%	106	6.19%	280	48.81%	9	2693.13%
	皇台酒业	113	8.55%	4	-4.68%	38	14.99%	0	-33.69%
光瓶酒	顺鑫农业	8,807	-3.28%	-292	-1159.20%	2,596	0.33%	-211	-1606.51%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

全国性次高端更具弹性，地产酒龙头韧性突出。就过往十年的表现看，在行业顺周期中，全国性次高端酒企凭借品牌认知底蕴，在更快的渠道布局中获得更高的成长弹性；在行业调整阶段，全国性次高端酒企的开疆扩土受阻，相反，地产酒龙头在大本营市场拥有更坚实的渠道基础，表现出的抗波韧性更强。这里其实反映出品牌力的边界概念，横向上全国性名酒的品牌力更强，纵向上地产酒龙头在局部市场也有足够的品牌力认知，不同时期，品牌力在各个方向上的优势发挥不同。

图 5：次高端主要上市酒企收入增速表现

营收同比	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1-3
山西汾酒	49%	44%	-6%	-36%	5%	7%	37%	55%	27%	18%	43%	31%	21%
舍得酒业	42%	54%	-28%	2%	-20%	26%	12%	35%	20%	2%	84%	22%	14%
水井坊	-18%	10%	-70%	-25%	134%	38%	74%	38%	26%	-15%	54%	1%	-5%
酒鬼酒	72%	72%	-59%	-43%	55%	9%	34%	35%	27%	21%	87%	19%	-39%
洋河股份	67%	36%	-13%	-2%	9%	7%	16%	21%	-4%	-9%	20%	19%	14%
今世缘	-	16%	-3%	-5%	1%	5%	16%	27%	30%	5%	25%	23%	28%
古井贡酒	76%	27%	9%	2%	13%	15%	16%	25%	20%	-1%	29%	26%	25%
迎驾贡酒	-	16%	1%	-13%	-1%	4%	3%	11%	8%	-9%	33%	20%	23%
口子窖	21%	20%	-2%	-8%	14%	10%	27%	18%	9%	-14%	25%	2%	18%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.3 行业进入做市场时代，尊重市场方得始终

外部环境有阻力时，更应“修炼内功”。作为行业龙头，茅台已具备较强的品牌力护城河。自丁雄军董事长上任以来，我们可以看到更多发展理念的提出、更多渠道动作的落地，无论是i茅台引领的直销渠道推广，还是产品体系的完善，亦或是茅台冰淇淋、酱香拿铁等联名营造的氛围传播，都在持续强化茅台的品牌影响力以及年轻消费群体的培育。除了茅台自身的努力，多年来建立起的厂商共赢关系也在持续发挥着渠道力量，成倍放大了活动效果，加快影响力传播。23年以来，茅台还格外重视老酒市场，茅台老酒是茅台价格和收藏

属性稳定的护城河，“买当年酒、喝往年酒，品陈年酒、收藏老酒”，新酒和老酒在价格上形成正循环。这些密集开展的市场工作无一不是在修炼茅台的品牌内功，来抵御行业的周期性波动。

图 6：2021 年以来茅台所做的市场工作梳理



资料来源：i 茅台，信达证券研发中心

数字化加强消费者互动，渠道深耕加快。23 年以来，我们看到酒企营销更加以消费者为核心，数字化 BC 联动下的扫码红包、演唱会营销、回厂游活动，更多费用投向 C 端，使得费用落地更有效率。种种变化都预示着，酒企的营销工作正在朝精细化运作演变，过去靠渠道快速扩张获取市场份额的时代已过，当下更需要精心做好消费者培育工作，考验着各酒企的团队组织力和渠道管理效率。当行业红利的浪潮退去，撒胡椒面式的汇量增长难以延续，单点深耕成为如今的主流，各酒企应该重视起核心市场的有效终端网点覆盖度提升，挖掘渠道下沉深度，加快县区市场的精耕，以实现行业周期波动中的平稳过渡。

图 7：酒企数字化扫码红包活动

品牌	主题	奖项设置	活动时间	品牌	主题	奖项设置	活动时间	品牌	主题	奖项设置	活动时间
国窖1573 融典	扫码验真伪 赢现金红包	特等奖15739元 一等奖1573元 二等奖157.3元 三等奖57.3元 四等奖15.73元	2023.01.01- 2023.10.31	洋河	海之蓝 转盘赢大奖 多重好礼嗨翻天	一等奖：4888元微信现金红包 二等奖：“海之蓝”再来一瓶兑奖卡 三等奖：“海之蓝”20元特激活红包袋卡 四等奖：“海之蓝”红包翻倍卡 五等奖：2元微信现金红包	2023.04.01- 2023.06.30	茅台集团 (2017 酿造)	国台图标 开盖有奖	特等奖：1L 陈年酒 一等奖：1999.99元 二等奖：999.99元 三等奖：99.99元 四等奖：19.99元 五等奖：9.9元	2023.01.01- 2023.12.31
五粮液1618	开瓶扫码 感恩有礼	特等奖2000元 一等奖500元 二等奖200元 三等奖100元 四等奖30元	2023.03.01- 2023.11.25	天之蓝	天之蓝	一等奖：4888元微信现金红包 二等奖：“天之蓝”再来一瓶兑奖卡 三等奖：“天之蓝”50元特激活红包袋卡 四等奖：“天之蓝”红包翻倍卡 五等奖：3元微信现金红包		浦发	红色大升级 开瓶迎金喜	红色金额随机：48元、66元、88元、99元、4999元，瓶瓶有红包	2023.05.01- 2023.12.31
39度五粮液	开瓶扫码 感恩有礼	特等奖2000元 一等奖200元 二等奖100元 三等奖50元 四等奖20元	2023.03.01- 2023.11.25	古26	古26	壹等奖：现金红包1999元 贰等奖：现金红包29元 叁等奖：现金红包29元 肆等奖：现金红包19元		泸州老窖+原麦	冰鉴正宗 一起开原麦	一等奖：888元 二等奖：再来一瓶500ml 装本品 三等奖：8.88元 四等奖：1.88元 每瓶扫码获得888分+88成长值	2023.06.01- 2023.10.31
习酒	习酒扫码欢乐季	特等奖：微信红包4999元壹个 一级：53度习酒J375 375ml 壹套 二级：53度习酒8500 (2021) 500ml 壹品 三级：53度J2500+VIP品鉴酒500ml 壹品 四级：53度习酒J2X50 (品鉴酒) 500ml 壹品 五级：微信红包8.88元壹个 六级：微信红包8.88元壹个	2022.04.15- 2023.12.31	古20	古20	壹等奖：现金红包1999元 贰等奖：现金红包29元 叁等奖：现金红包19元 肆等奖：现金红包10元		舍得 (品味舍得/智慧舍得/本真舍得/舍得中国红原麦酒)	花好月圆同 舍得正浓时 中秋国庆开瓶扫码 赢双喜好礼	特等奖：20g生肖金条 一等奖：5g生肖金条 二等奖：99.9微信现金红包 三等奖：19.9微信现金红包 四等奖：9.9微信现金红包	2023.09.25- 2023.10.25
红花郎	红花郎 绽放全国20年 开盖扫码赢大奖	特等奖：15L红花郎大酒 一等奖：500ml 红花郎产品 二等奖：30元 三等奖：那酒酒 肆等奖：279那酒酒 特等奖：再来一瓶奖品	2023.03.01- 2024.02.29	古16	荣获名酒60载 感恩红包码上米	壹等奖：现金红包1666元 贰等奖：现金红包26元 叁等奖：现金红包16元 肆等奖：现金红包8元	2023.05.15- 2025.03.31	古15	古15	特等奖：1.5L 外酒赠金兔1坛 一等奖：本品1瓶 二等奖：现金红包25元 三等奖：8.8元	
郎牌特酒	开盖扫码赢红包	一等奖：50元 二等奖：20元 三等奖：9.9元 四等奖：279那酒酒	2022.12.01- 2023.12.31	古8	古8	壹等奖：现金红包999元 贰等奖：现金红包50元 叁等奖：现金红包40元 肆等奖：现金红包30元 伍等奖：现金红包5元		古8	祈福中秋 万兔献瑞	一等奖：本品1瓶 二等奖：现金红包15元 三等奖：6.88元	2023.08.15- 2023.10.15
郎牌特酒 兼香T质 (T6/T8/T9)	喝郎牌特酒抽金条	奖品一：10g足金金条1根 奖品二：再来一瓶本品 (T6不参与) 奖品三：4.8/6.8/7.8/10.8/18.8元 10倍红包翻倍概率5% 5倍红包翻倍概率5% 2倍红包翻倍概率2%	2022.12.01- 2023.12.31	古7	古7	壹等奖：现金红包666元 贰等奖：现金红包40元 叁等奖：现金红包30元 肆等奖：现金红包20元 伍等奖：现金红包5元		古7	古7	一等奖：本品1瓶 二等奖：现金红包10元 三等奖：6.88元	
				古6	古6	壹等奖：现金红包99元 贰等奖：现金红包26元 叁等奖：现金红包6元 肆等奖：现金红包2元		古6	古6	一等奖：本品1瓶 二等奖：现金红包10元 三等奖：6.88元	

资料来源：酒说，信达证券研发中心

图 8：酒企演唱会营销活动


资料来源：淮海晚报，云酒头条，信达证券研发中心

尊重消费者，尊重经销商，方能驶远方。由于白酒具有“无保质期”、“存放品质提升”、“老酒升值”等属性，渠道的调节能力高于一般消费品，因此周期波动性相对较弱。如弹簧一样，渠道可承受的压力也是有上限的，且随着压力的积累，可承压的空间也在逐步减小。三年疫情以来，厂商矛盾不断积压，渠道利润持续压缩甚至亏损，库存对资金的占用也愈发严重，厂商博弈情绪加重。这种情况下，如果酒厂不能考虑到渠道的承压能力与感受，一而再的透支品牌，可能会越来越失去渠道的向心力，不利于长期的品牌宣传和消费者培育工作。对于消费者也同样，过去几年过快的提价动作增加了消费成本，与居民收入水平的提升幅度不一致，也过度透支了消费者的钱包。面对当前环境，酒企更应从尊重市场的角度出发，在追求自身增长的同时，更多考虑渠道、消费者的感受，着手解决积累的矛盾，这样才是为长期发展做加法。

2.4 重点公司

贵州茅台：提价靴子落地后，更具战略自主性。在行业周期波动中，茅台近两年通过直销占比的提升、非标产品的放量和提价、系列酒新品推出等工具，实现了量价齐升的高质量增长。随着 11 月 1 日飞天茅台提价落地，2024 年公司的收入及利润增长均有较强保障，并且不排除后续对零售指导价调整的可能，在面对行业不确定中，具有更强的战略主动，实现对周期的穿越。同时，我们看到茅台在做市场方面的努力，以及通过与老酒市场的进一步合作实现价格的正向循环，不断积累品牌势能及价值。从连续两年的特别分红角度看，当前茅台的股息率也有更强的市场吸引力，既具备稳定的业绩成长价值，又具备较好的资本回报，投资性价比凸显。

五粮液：量价统筹方向明确，加快改善渠道利润。公司刚刚召开 1218 发展大会，传递积极信号。2024 年公司重点任务包括：1) 强化品牌文化建设，做好形象提升；2) 强化产品体系建设，提升市场份额（八代五粮液全年不增量、固化计划内配额，提升 1618、低度配额占比，推广经典五粮液专业化运营）；3) 强化营销服务能力，做好市场拓展；4) 强化品质支撑保障，提质增效；5) 强化厂商共建共享，渠道盈利提升。此外，公司将择机适度调整八代五粮液的出厂价，抓好量价关系统筹，实行营销过程考核激励及老酒价值挖掘。从工作方向看，公司更加注重解决市场核心矛盾，对量价的把控方向明确，为实现稳健增长添砖加瓦。

泸州老窖：战略防御转向战略进攻，产品矩阵加快融合。疫情影响下，老窖的组织力迟迟

无法发挥优势，23年以来，公司加快渠道深耕布局，从二季度的“春雷行动”开始，配合五码产品的推广，推动渠道费用模式的改革，实现了高质稳健的增长。四季度以来，公司开启“挖井行动”，加快核心市场的纵向覆盖，为春节销量抢夺奠定基础，并且通过短期价格促销，解决价差矛盾，加快回款进度。我们预计，2023年公司将迈入300亿规模的新台阶，站在新起点，国窖的品牌氛围有望向下拉动泸州老窖品系的布局，并借助数字化工具，加快老窖品系的浓香复兴方针，实现品牌矩阵的进一步融合，为更高的发展目标做实塔基。

山西汾酒：发展势能正向上，稳中求进蓄能量。2018年以来，汾酒的国企改革和全国化发展无疑是成功的，凭借名酒之势、清香之势、汾酒之势乘风而上，在多价位形成大单品布局。2023年，公司在三季度主动控速，10月开始执行新的渠道模式，实现了价格稳中有升，渠道库存更加良性，厂商信任关系紧密，为2024年开门红蓄力。我们认为，在品牌复兴逐步做实的基础上，青花汾酒有望在百亿基础上迎来新突破，公司也将努力做大20、做强30、做实40、坐高50，不断拔高汾酒的品牌价值。同时，华东、华南市场的汾酒消费氛围已基本确立，在全国化持续推进的基础上，我们认为，凭借多价位单品布局优势，公司有望维持稳健发展，并保持势能积蓄，走好复兴之路。

舍得酒业：波动中保持定力，做长期主义者。在面对行业波动时，公司具备多价位带互补实现增长的能力，品味舍得作为公司大单品稳住基本盘，T68、舍之道在中低价位取得较快增长，藏品十年平台公司成立，夜郎古酒庄也在组织的整合调整中。虽然23年公司费用投入有所提升，但我们认为，从投入方向上看，并没有直接折为渠道利润，而是坚持打造品牌影响力和强化消费者培育，价盘稳定。我们认为公司仍然保持了战略定力，虽然短期压力客观存在，但未来并没有被透支，静待花开。此外，近期公司人事上有所调整，蒲总升任公司董事长，公司聘请快消领域人才担任总裁，形成“强强联合”，有望在核心管理团队稳定的基础上，为百亿事业的实现增添动能。

水井坊：跨越调整期，重回稳增长。公司在疫情期间已完成渠道的轻装调整，2023年三季度重回增长，我们预计全年营收同比有望实现转正。下半年以来，公司将品宣重心落至“井台·酒中美学”，发力珍酿八号的宴席消费场景，并加快新井台及井台·逸品的市场推广，取得较好成效。在艾恩华代总经理的带领下，FY24公司展现出新的发展面貌，有望在低基数基础上实现一定的成长弹性。

酒鬼酒：坚定落实改革，挖掘新动能。2023年，酒鬼酒进行了营销战略转型，虽然营收增长上承压，但费用改革带来了动销的快速提升，大单品红坛18的开瓶、宴席场次、核心终端都实现了大幅增长，窜货明显下降。2024年，公司目标实现恢复性增长，从“品质力、品牌力和渠道力”三个方面苦练内功，坚守价格定位，聚焦核心单品，在省内大本营建粮仓，在省外样板市场树信心。公司已于23年成立了湖南事业部，强化省内精耕细作、全渠道覆盖。省外则聚焦打造20个地级样板市，推动核心终端建设与消费者培育。虽然在转型中存在阵痛，但公司仍有望在解决问题中迎来新的发展，更早的启动改革也是为了更快走出调整期，只要坚守品牌价值定位，终会守得云开见月明。

洋河股份：管理层调整，或带来新活力。作为苏酒龙头品牌，洋河在省内的市场基础较牢，且仍具有价位引领优势，省外依靠海之蓝大单品深耕县乡市场，在行业波动中表现出较强的抗波能力。近期，公司上任四位副总裁，年轻化趋势较为明显，有望加快新的可行性规划的落地，改善库存偏高、结构升级不及预期等问题。总体来看，我们认为公司2024年双位数增长的实现可能性较高，当前估值落于低位，已较充分反映市场的担忧。

今世缘：站在百亿新起点，保持向上势能。公司已公告2023年营收预计突破百亿，我们认为2024年公司的发展心态或有所不同，更加稳健延续增长，并将对现有渠道问题进行梳

理，主动调节。1) 产品规划上：高沟有望在低基数上保持高增长；今世缘品牌随调整见效加快市场拓展；V系还在培育期、成长期，V3也将在区域发展上更加平衡，主动调控增速、消化渠道库存；单开、淡雅将保持动能，开系换代产品或在一二季度之间导入市场。2) 区域发展上：规模低的贡献增速，规模高的贡献体量，围绕降低库存、优化损耗、终端减负，实现高质发展。当前，今世缘在省内的的发展势头正盛，苏中地区的消费氛围稳步提升，有望在后百亿时代加快省内的进一步深耕布局，并坚定克服全国化难题，聚焦资源打造省外核心地级市市场。

古井贡酒：次高端升级持续，省外扩张加码。1) 安徽近年来经济发展增速依然较快，因此在行业整体次高端价位带增速放缓的形势下，省内次高端扩容趋势依然明显。2) 受益于23年宴席场景的回补，古16实现较快增长。市场担心24年宴席场景需求下降，我们认为，一方面，宴席场景主要为“面子”消费，需求相对刚性，“能上不能下”；另一方面，随着大众消费水平的提高，宴席的定义扩展，从以前动辄几十桌的大型宴会，现在扩展为3-5桌起步的小型宴会。我们预计24年宴席需求依然稳健。3) 针对古20省外窜货回流问题，公司层面可以通过扫码返利等手段加强管控，但更为重要的是加强品牌建设。古20是公司发力全国化、次高端的核心单品，需要聚焦资源、精准投放，坚持战略定力。我们认为公司全国性名酒的基因和优秀的组织管理能力是全国化发展的重要基础和支撑。

迎驾贡酒：品牌势能强劲，错位竞争。洞藏系列品牌势能提升，消费者自点率、自带率均有提高。我们认为百亿迎驾的发展来源主要来自：1) 错位竞争：目前产品结构中，洞6占比仍高，该价位带可实现与古井的错位竞争；洞9及以上产品的渠道利润优于竞品，且与古井终端成交价保持价差。2) 区域扩张：我们预估24年省内营收占比约70%，其中，合六准占比约70%，由大本营市场向周边辐射，仍有发展空间。3) 覆盖率和渗透率提升：我们预计，随着规模的扩张和竞争加剧，公司的渠道管理精细化将进一步加强，体现在核心市场渗透率和覆盖率提升。

金种子：改革加码，蓄势待发。23年上半年，公司深入推进多项制度改革，进行组织管理、产品、品牌重塑。随着头号种子、馥合香陆续上市，公司进一步加快“啤白融合”和新品培育。1) 组织建设：渠道调研中，我们了解到从经销商到终端都对华润体系具备较强信心，一方面有赖于华润的品牌和口碑效应；另一方面产品渠道利润较为丰厚。华润管理体系较为精细高效，并通过数字化等手段进一步提质增效，通过组织培训加速团队融合与赋能。2) 头号种子：公司坚持高线光瓶酒产品定位，同时推出不同规格价位带产品以满足不同消费需求，其渠道与啤酒终端重合率约90%，华润全国1万多家经销商、200多万家餐饮终端助力打造全国化大单品。3) 馥合香：馥7、馥9卡位省内主流价位带，受益于安徽省内消费升级，且渠道利润优于竞品。金种子酒具备历史基因、香型优势，阜阳市场具备市场资源，发展前景广阔。

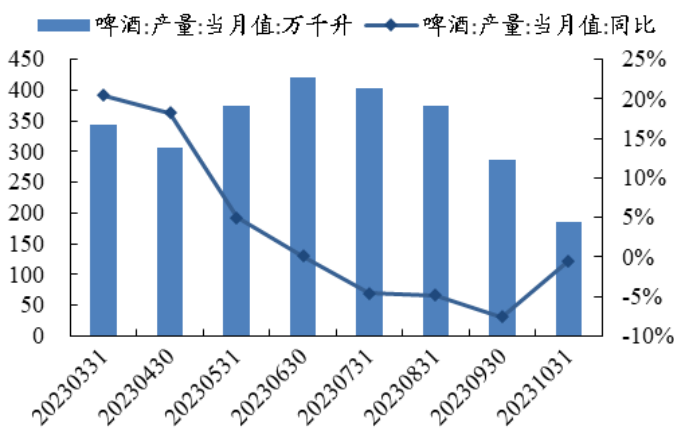
金徽酒：省内升级结构优化，品牌引领布局全国。1) 西北市场近年来随着经济发展水平的提升，白酒市场容量逐步扩张且竞争相对温和，渠道建设成本较高，整体易守难攻。2) 龙头地产酒受益于省内消费升级，与全国性名酒形成错位竞争，市占率提升空间大。金徽酒经营战略务实，组织管理效率逐步提升，省内“全区域布局”+省外“不对称营销”，有望实现多点开花。3) 公司管理层较为年轻，内部改革不断激发组织活力，管理效率提升。

3.啤酒：场景恢复，成本有望改善

3.1 高端化短期略有承压，大麦价格有望下降

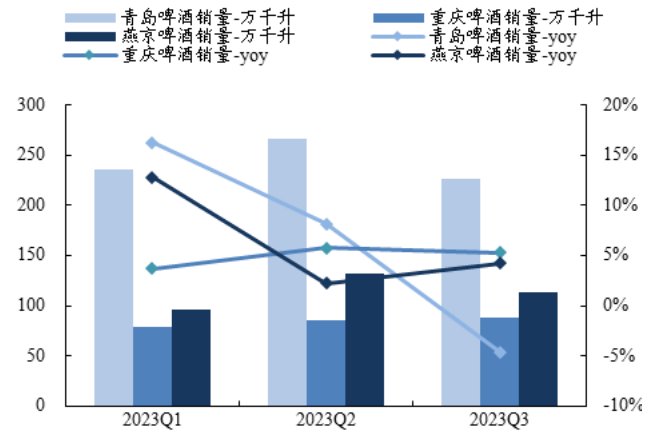
受益于后疫情时代场景恢复，行业整体实现微增。截止 23 年 10 月，全国规模以上啤酒企业产量同比+2.3%，我们认为主要原因在于上半年受益于消费场景的恢复，其中 3 月和 4 月分别同比+18.25%、+20.5%。而进入旺季以后，行业增长趋势环比向下，7 月开始产量降幅有所扩大，我们认为主要原因：一方面 22 年同期基数较高，属于正常波动；另一方面 23 年夏季北方雨水较多，对啤酒消费有一定的影响。三季度，啤酒个股的基本面走势有所分化，2023Q3 青岛啤酒销量同比-4.6%，重庆啤酒销量同比+5.3%，燕京啤酒同比+4.2%。

图 9：截止 2023 年 10 月全国规模以上啤酒企业产量同比+2.3%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

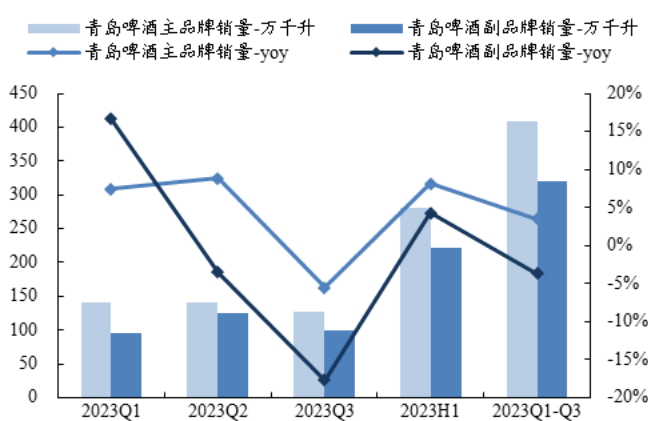
图 10：2023Q3 啤酒个股基本面走势有所分化



资料来源：Wind，信达证券研发中心

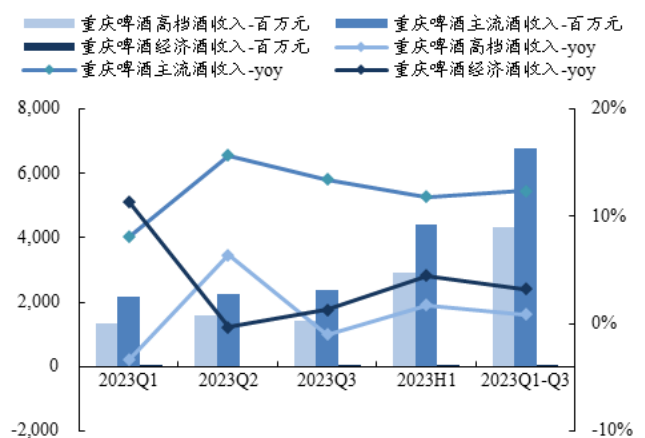
8-10 元价格带稳步增长，超高端产品略有承压。我们认为 23 年消费环境发生的变化是消费者更加理性、更加注重价格是否能给他们带来相匹配的消费体验。从啤酒高端化进程来看，超高端啤酒略有承压，但是 8-10 元价格带仍保持了较好的增长。2023Q1-3 青岛啤酒主品牌销量同比+3.5%，高于副品牌销量增速-3.7%；重庆啤酒主流酒收入同比+12.4%，高于低端酒收入增速+3.2%；2023H1 华润啤酒次高端及以上销量同比+26.4%。市场担忧啤酒高端化是否仍会持续，我们认为长期应当关注啤酒公司内部结构性变化，低端啤酒向上整合的趋势对公司吨酒收入的提升仍有一定贡献。其中，由于青岛啤酒和华润啤酒吨价低于外资品牌为主导的重庆啤酒和百威亚太，因此受益明显，2023Q3 青岛啤酒吨酒收入同比+7.5%，2023H1 华润啤酒吨酒收入同比+4.4%。

图 11：2023Q1-Q3 青岛啤酒主品牌销量增速高于副品牌



资料来源：Wind，信达证券研发中心

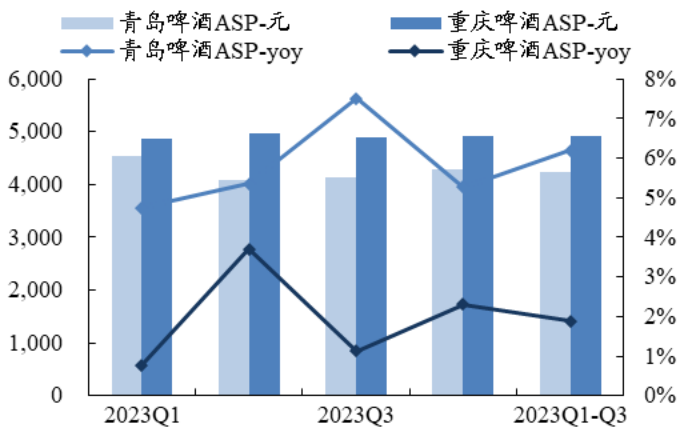
图 12：2023Q1-Q3 重庆啤酒主流酒收入增速高于低端酒



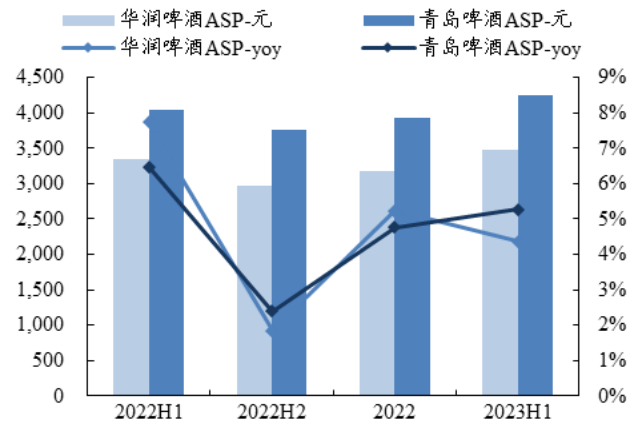
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 13：2023Q3 青岛啤酒吨酒收入增速高于同期重庆啤酒

图 14：2023H1 华润啤酒吨酒收入增速略低于青岛啤酒



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

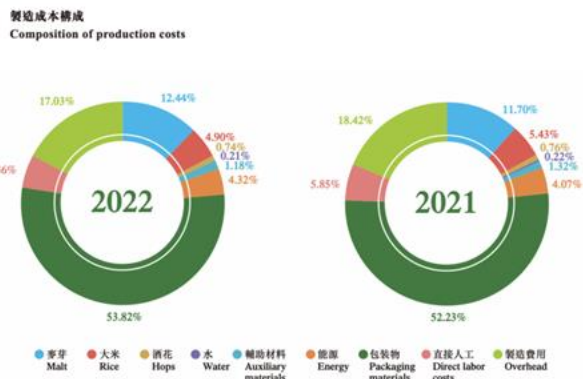


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

大麦价格有望低双位数下降, 啤酒成本或改善。大麦和包材价格是啤酒成本研究的核心变量, 以青岛啤酒 2022 年披露的成本构成来看, 制造成本中占比最高的为包装物, 包含了玻璃瓶、铝罐、瓦楞纸等, 占比 53.82%; 麦芽占比 12.44%; 大米占比 4.90%。目前成本走势有所分化, 其中进口大麦均价从 6 月开始有所回落, 10 月同比-23.3%; 瓦楞纸价格持续下跌, 三季度跌幅均在 10-15%左右; 而玻璃价格在 5 月后有所上扬, 三季度涨幅扩大, 同比+20%左右; 打包易拉罐价格也在 7 月后同比上涨 10%左右。展望 24 年, 我们认为大麦价格的改善有望对冲包材成本的压力, 啤酒公司成本端或小幅改善。

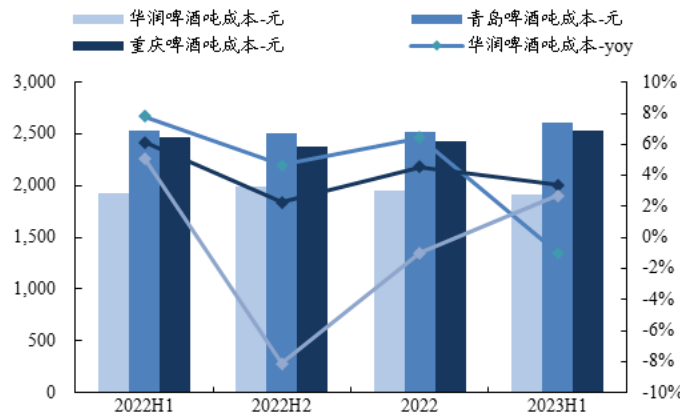
图 15: 青岛啤酒股份公司啤酒制造成本拆解

图 16: 2023 年上半年啤酒吨成本保持在低个位数增长



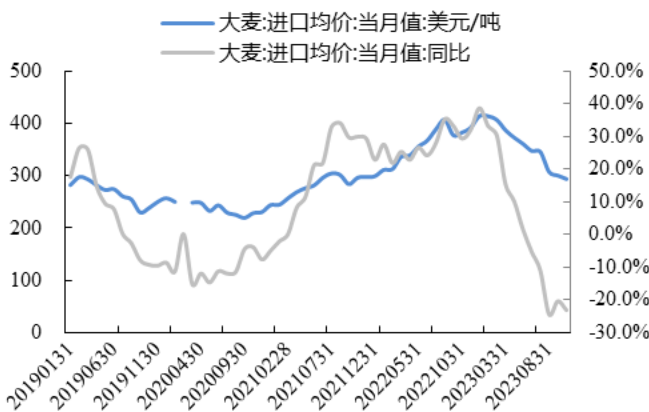
资料来源: 青岛啤酒公司公告, 信达证券研发中心

图 17: 进口大麦均价从 6 月开始回落, 10 月同比-23.3%

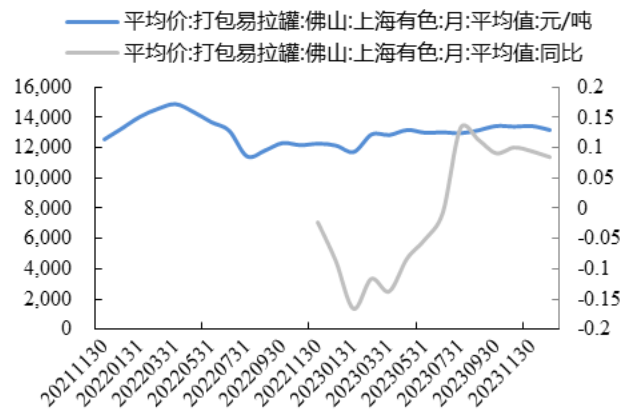


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

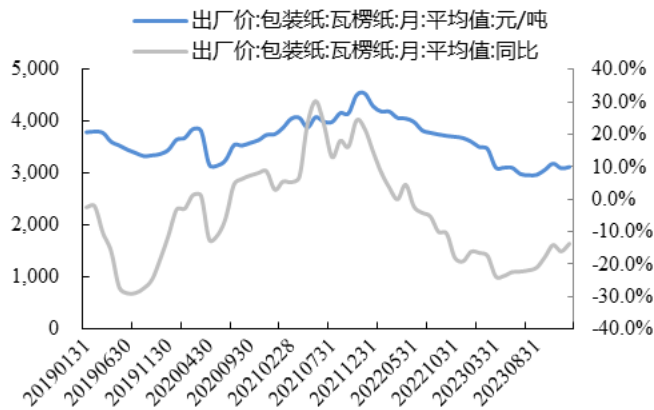
图 18: 打包易拉罐价格在 7 月后同比上涨 10%左右



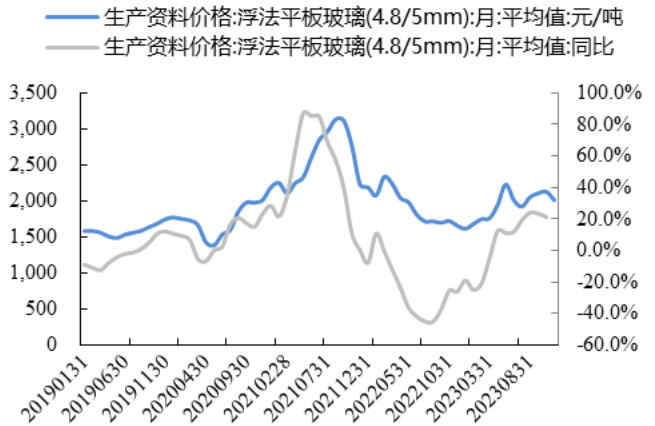
资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19: 瓦楞纸价格持续下跌、三季度跌幅均在 10-15%左右


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 20: 玻璃价格在 5 月后有所上扬, 三季度涨幅扩大


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.2 重点公司

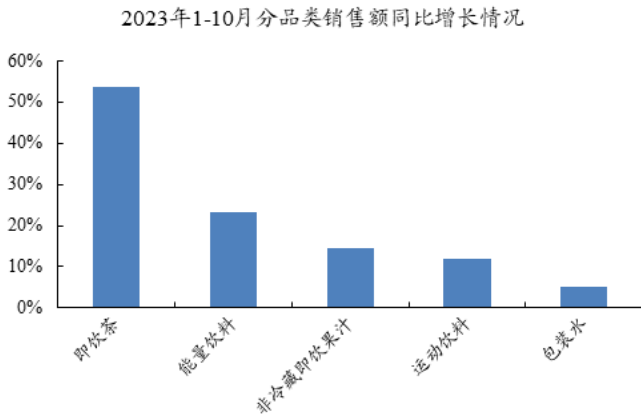
青岛啤酒: 在 23 年消费力走弱的环境下, 市场担忧啤酒行业高端化增速放缓, 但我们认为核心要关注啤酒公司内部结构性变化, 低端啤酒向上整合的趋势对公司吨酒收入的提升仍有一定的贡献。青岛啤酒是国内啤酒酿造历史长达百年的企业, 品牌底蕴深厚, 产品品质优异, 我们认为, 经典+纯生+白啤三大主力升级产品有望继续在沿黄河流域的主力市场实现较好的增长, 优势市场的结构升级+成本改善释放的利润弹性有望超出市场预期。

重庆啤酒: 由于宏观环境变化+公司内部调整, 我们预计 23 年疆外乌苏、1664 等高端产品有所承压。但长期来看, 公司的核心竞争力在于 6+6 品牌矩阵, 对啤酒生意的理解更强调产品创新, 因此我们看好重庆啤酒对旗下品牌调性的提炼, 品牌资产的沉淀是不可复制的。目前, 公司积极应对宏观挑战, 不断优化经销商体系并且加大投入。展望 24 年, 我们认为疆外乌苏有望逐渐回暖, 乐堡、重庆、大理等主流产品有望在优势市场继续保持较好的增长。此外从分红角度来看, 公司从 2021 年至今的分红率基本维持在 80%以上, 近 12 个月股息率在 A 股食品饮料 125 家公司中位居第 6, 具备较好的资本回报。

4. 饮料: 口味健康化, 性价比趋势明显

4.1 无糖茶行业扩容, 大包装受青睐

从 23 年饮料行业变化来说, 我们认为主要有两大趋势: **1) 消费者口味变淡, 健康化趋势明显。** 经过疫情三年后, 消费者对饮料的需求从单一的好喝过渡到更加注重健康天然等功能诉求, 根据马上赢的线下监测, 饮料细分品类中茶饮料、能量饮料、果汁饮料 2023 年 1-10 月销售额增长较快。**2) 价格优势突出, 大包装饮料受消费者青睐。** 面对消费者的变化, 很多品牌方都顺势推出了经典单品的大包装, 比如农夫山泉推出东方树叶两个口味的 900ml 包装。从价格来看, 大包装更加实惠, 500ml 东方树叶的终端零售价一般在 5 元左右, 而 900ml 则是 6 元, 大包装的平均单价要便宜 33%左右。

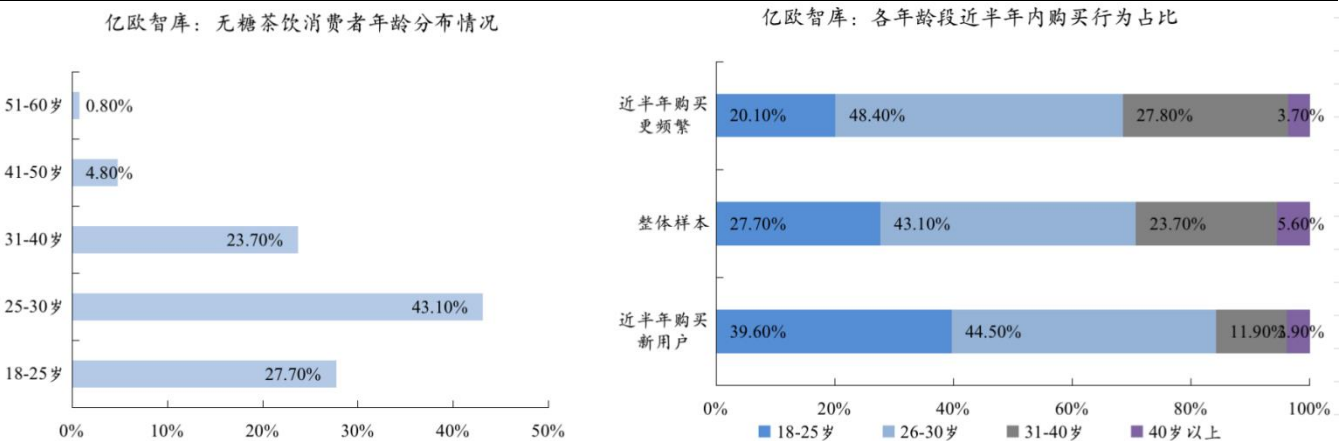
图 21: 饮料细分品类中即饮茶、能量饮料增长迅速


资料来源: 马上赢数据, 信达证券研发中心

图 22: 农夫山泉推出东方树叶 900ml 规格包装

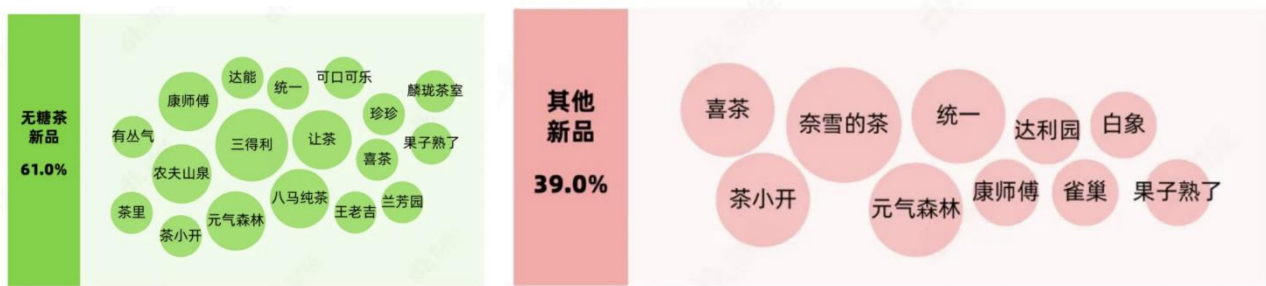

资料来源: 食评方, 信达证券研发中心

无糖茶行业扩容, 消费人群渗透率提升。在过去 2-3 年中, 即饮茶饮料减糖化趋势明显, 以农夫山泉东方树叶和三得利为代表的无糖茶品牌在 23 年表现的尤其明显, 上半年农夫山泉茶饮料业务同比+59.8%, 超过了 22 年同期增速+51.6%, 而三得利乌龙茶也出现了经销商断货的状况。**市场担忧无糖茶增长的持续性, 我们认为核心是要看无糖茶是否满足了消费者的需求, 而这一需求是否处于增长的阶段。**从消费者需求角度来看, 相比于含糖饮料, 无糖茶特点体现在更为解渴且可以一天内饮用多瓶, 并不需要担心蔗糖或者代糖对身体造成的负担, 因此能够满足消费者希望解渴、但比包装饮用水更有味道、比含糖饮料健康的产品。从消费者需求强弱变化来看, 我们发现无糖茶的消费人群并不是局限于传统爱茶人士, 而是渗透到年轻人中。根据亿欧智库, 经常消费无糖茶的群体中, 30 岁 (含 30 岁) 以下人群占 70.8%; 近半年的新用户中, 30 岁 (含 30 岁) 以下的消费群体占比达到 84.1%; 25 岁 (含 25 岁) 以下的消费者尝鲜意愿更强。

图 23: 无糖茶的消费人群并不是局限于传统爱茶人士, 而是渗透到年轻人中


资料来源: 亿欧智库, 信达证券研发中心

在行业扩容的背景下, 无糖茶竞争加剧。根据 DT 商业观察, 2023 年 41 款茶饮料新品中, 总计有 18 个品牌推出 25 款无糖茶新品、36 个口味, 无糖茶的创新超过了六成。我们认为, 竞争者可以分为三类: **1) 传统茶饮品牌:** 三得利在 2021 年推出茉莉乌龙、2022 年推出橘皮乌龙后, 2023 年又推出栀意乌龙; 农夫山泉旗下的东方树叶也推出黑乌龙作为新常规口味; **2) 其他传统饮料品牌:** 可口可乐旗下的淳茶舍冷萃系列上新茉莉花茶和武夷大红袍; 喜茶推出空茶系列玄米大麦植物饮料; 东鹏特饮推出乌龙上茶; **3) 新锐品牌:** 有丛气、果子熟了、茶小开等。因此, 从竞争格局的演绎上来看, 我们认为头部品牌将凭借已经建立的品牌优势和渠道基础实现较快的增长, 而其他品牌将受益于品类增长取得一些份额。

图 24：2023 年无糖茶品牌密集上新


资料来源：DT 商业观察，信达证券研发中心

4.2 重点公司

农夫山泉：公司是饮料行业内成长能力、盈利性、规模皆处于领先地位的标的，在水+饮料双引擎发展格局下，强大的产品创新能力驱动品牌长青。包装饮料水方面，受益于疫情政策调整后，人流恢复，上半年公司包装饮料水实现双位数增长，我们预计全年公司包装饮用水有望成为收入超过 200 亿的大单品。而中长期看，小规格包装水将继续三四线城市渠道下沉；而公司在小规格包装水积累下的品牌认知能够转换到主打家庭消费的中大包装水，中大包装水的渗透率有望进一步提升。茶饮料方面，公司上半年茶饮料收入同比+59.8%、超过 22 年同期增速，主要受益于东方树叶高增。我们认为，东方树叶不仅是代表一个品牌、而且坚定了无糖茶品类的发展，因此从竞争格局的演绎上，我们认为行业的扩容下，头部品牌东方树叶仍将实现较快的增长，而新锐品牌与东方树叶的差距进一步扩大，因此我们长期看好东方树叶的持续增长。在新品方面，公司积极布局即饮咖啡赛道、推出炭仸系列，果汁饮料陆续上线 NFC 常温系列、冷藏系列、17.5 系列，这些产品目前销量尚低，但是基于所处细分赛道的成长性，我们认为新品进展值得持续关注。

东鹏饮料：作为能量饮料的成长性品牌，公司在广东省内持续深耕，省外不断优化经销体系、完善业务团队，前三季度广东省收入占比已经从 2018 年的 61.1% 下降到 34%，华北、西南、华东、华中区域皆实现了中高双位数的增长，全国化进程顺利。在公司主力品牌东鹏特饮持续高增的基础上，公司另一亮点在于 23 年 2 月新上市的电解质饮料“东鹏补水啦”增长较好，前三季度公司其他饮料同比+165.3%至 7.17 亿元。在品牌宣传方面，公司通过分众和新潮的梯媒投放、入驻核心地铁站，为“东鹏补水啦”发声。此外，在无糖茶品类的快速扩容下，公司于 10 月推出无糖茶产品乌龙上茶，为 2024 年旺季做好市场准备。我们认为，公司渠道运营能力优秀，截至 2023 上半年，公司拥有 2796 家经销商，实现 100% 地级市覆盖，销售终端网点 330 万家，因此“东鹏补水啦”和乌龙上茶等新品有望通过已有的渠道覆盖面实现较好增长，持续构建公司“能量+”的品类矩阵。

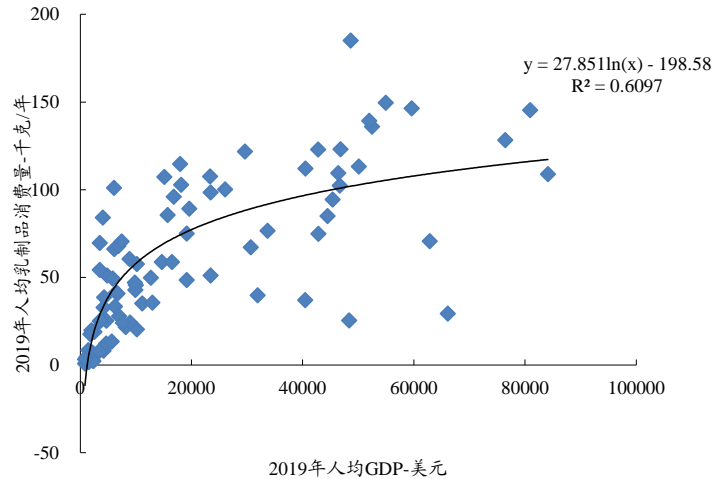
5. 乳制品：莫为浮云遮望眼，风物长宜放眼量

5.1 长期：空间广阔，成长依旧

人均乳制品消费量与人均 GDP 紧密相关，向上空间仍大。我们选取世界银行 2019 年人均 GDP 和欧睿 2019 年人均乳制品消费量数据进行比较，除部分国家地处牧区或饮食习惯的不同，近百个国家的数据显示，人均乳制品消费量与人均 GDP 水平存在较强的正相关性。

我国地处东亚，当前人均 GDP 水平仅为 12000 美元左右，与饮食习惯相仿的日韩、中国香港、中国台湾仍有较大差距。根据农业农村部食物与营养发展研究所数据，未来人均 GDP 每增加 1000 美元，国内人均乳制品年消费增长有望达到 1.2kg 左右。因此，伴随经济在疫情后的持续恢复，乳制品人均消费量有望持续增长。

图 25：世界各国人均乳制品消费量与人均 GDP 水平存在较强的正相关性



资料来源：欧睿，世界银行，信达证券研发中心

营养健康属性强，需求有望持续旺盛。不同于食品饮料其他品类，乳制品含有丰富的钙和蛋白质，被视为天然的健康食品。一方面，疫情的发生使得消费者更加注重自身健康，在众多食物的选择中，更加侧重具有健康属性的乳制品。另一方面，从人口结构上看，中老年人身体需要补充钙和蛋白质，我国人口的逐步老龄化有望提升中老年人群对乳制品的总消费量，从而带动整体乳制品消费的持续旺盛。

表 1：牛奶中含有丰富蛋白质和钙

项目	每 100g 牛奶中的含量
能量	254kJ
脂肪	3.25g
钠	43mg
钾	132mg
钙	113mg
碳水化合物	4.8g
蛋白质	3.15g

资料来源：USDA，信达证券研发中心

5.2 中期：需求平稳，奶价回落

需求整体平稳，品类各有差异。2023 年，在消费弱复苏的大背景下，欧睿预计全年乳制品行业终端零售额约为 6116 亿元，同比-1.1%。不同品类表现差异明显。

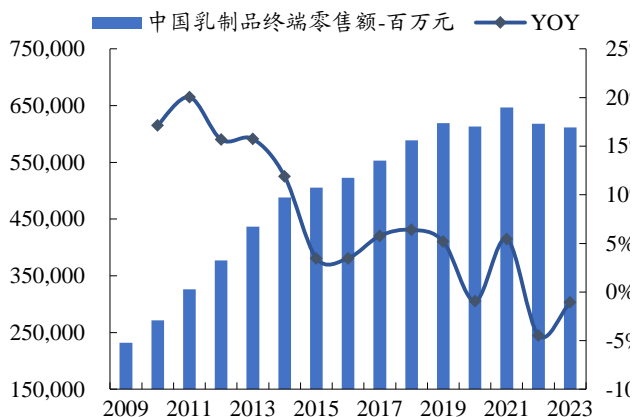
- **液态乳方面**，品类整体表现平稳，2023 年液态奶行业终端零售额预计为 3482 亿，同比-0.2%。其中，偏刚需属性的白奶增速依旧，预计同比+3.7%；偏可选属性的酸奶降幅有所收窄，预计同比-3.3%。
- **奶粉方面**，受近几年出生人口持续下滑的影响，2023 年婴配粉行业终端零售额预计达 1572 亿元，同比-4.0%。竞争格局层面，23 年婴配粉新国标已于 2 月起正式实施，行业中中小企业的份额预计将进一步下降。头部企业中，我们看到飞鹤上半年市占率维持稳定，而伊利前三季度市占率同比+2pct。人口的另一侧，得益于人口结构不断老龄

化，成人粉 2023 年表现相对较好，欧睿中粉状牛奶品类（Powder Milk）在 2023 年实现 233 亿终端零售额，同比+5.0%。

- **冰淇淋方面**，受夏日天气炎热和冰淇淋新品开发节奏加快的影响，2023 年行业增速强劲，预计行业终端零售额为 575 亿元，同比+6.3%。头部企业中，无论是伊利还是蒙牛，23 年已披露的冰淇淋业务收入增速均达双位数。此外，诸如茅台、新希望以及超市自有品牌等新进入者也在行业中跃跃欲试。
- **奶酪方面**，行业 23 年出现大幅下滑，核心原因来自于行业大单品奶酪棒的失速。偏高的单价和偏低的奶酪含量使得产品可选属性偏强，在 23 年消费弱复苏的背景之下不再受到消费者的青睐，欧睿预计包含奶酪棒的加工奶酪品类（Processed Cheese excl Spreadable）终端零售额同比降幅达 27%。另一方面，得益于疫情后餐饮端的恢复，B 端的奶酪销售 23 年仍有增长。
- **展望 2024 年**，消费者对于健康营养产品的需求不会停滞，我们预计白奶将进一步恢复增长，而酸奶有望表现平稳，使得 2024 年液态奶行业有望实现同比+3.0%的增速。奶粉方面，受疫情影响进一步减弱，叠加龙年更强的生育意愿，我们预计 24 年出生人口数量降幅有望缩窄，但由于婴配粉市场涵盖 0-3 岁婴幼儿，因此 24 年行业收入或继续下滑，但降幅有望缩窄。冰淇淋方面，影响品类增长的因素并无明显变化，我们预计其收入仍将维持中高个位数增长。奶酪方面，行业 23 年受到冲击较大，在 24 年经济进一步复苏的情况下，我们预计行业收入有望同比持平。

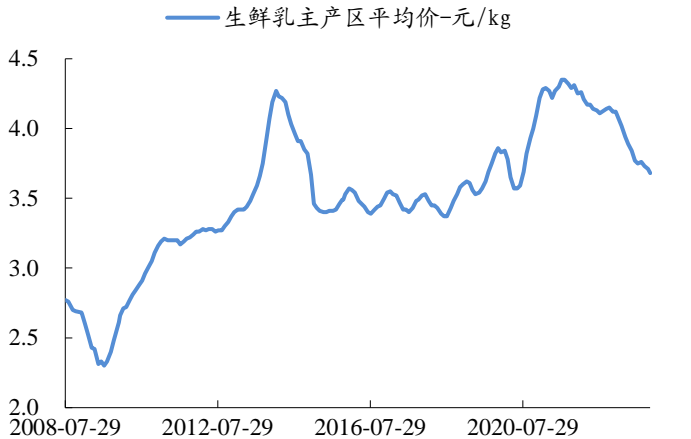
奶价持续回调，24 年有望筑底。2023 年，奶价正式进入下行周期。需求端偏弱使得供过于求的情况明显，叠加本轮奶价上涨所带来的供给增加，使得奶价自 21 年年中达到本轮顶峰后，于 23 年起加速回落，从年初的 4.12 元/公斤下跌至近期的 3.68 元/公斤，接近上轮价格底部区间。事实上，由于玉米和豆粕价格仍处高位，奶牛养殖 23 年已出现亏损。展望 24 年，考虑到原奶周期的长度，我们预计 24 年奶价有望呈现筑底态势，全年均价有望维持在 3.5-3.7 元/公斤区间。

图 26：2023 年乳制品需求整体平稳



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 27：2023 年奶价持续回调



资料来源：Wind，信达证券研发中心

5.3 重点公司

伊利股份：估值与基本面双底，静待戴维斯双击。2023 年，公司股价在历经防疫政策调整后初期的乐观后，在消费弱复苏的背景下再次回到历史估值底部。基本面上看，尽管 23 年收入受需求偏弱影响表现平稳，成本端则受益于奶价下跌，叠加费用端的得力控制，利润率提升依然乐观。展望 24 年，伴随消费的进一步复苏，公司液态奶业务增速有望进一步加

快，我们预计同比+3.0%；奶粉业务在新国标的短期冲击后有望恢复强劲增长，预计同比+9.0%；冰淇淋业务有望持续维持高速增长，预计同比+15.0%。成本端看，考虑到24年奶价有望继续下跌，叠加品类间结构的改善，毛利率有望抬升。费用端看，公司整体有望维持提升费用使用效率的宗旨，整体费用率有望稳中有降。综合来看，我们预计公司24年有望实现超5%的收入增长和超10%的利润增长。估值角度上看，一方面当前估值仅16X PE，接近过去十年最低水平，另一方面公司股息率当前达到3.88%，接近过去10年最高值。因此，在24年业绩出现反转后，我们认为估值有望迎来修复，形成戴维斯双击。

妙可蓝多：奶酪棒销售下滑，静待积极变化。受消费复苏偏弱影响，偏可选属性的奶酪行业大单品奶酪棒23年遭遇失速，包括妙可蓝多在内的多家奶酪行业知名企业受到影响。另一方面，受疫情政策调整的影响，餐饮行业23年普遍恢复，带动公司B端奶酪业务有所增长。展望24年，从产品端看，一方面，公司仍旧以奶酪棒为主线，推动大单品恢复增长；另一方面，公司也正积极开发新品，努力再次实现单品爆发。渠道端看，公司积极拥抱量贩零食渠道，与头部品牌万辰集团达成合作。成本端看，当前澳洲奶酪价格已充分回落，公司成本有望不再受到先前高价奶酪库存的制约。因此，在消费持续复苏的前提下，我们期待公司在各个经营维度上的变化，以释放业绩弹性。

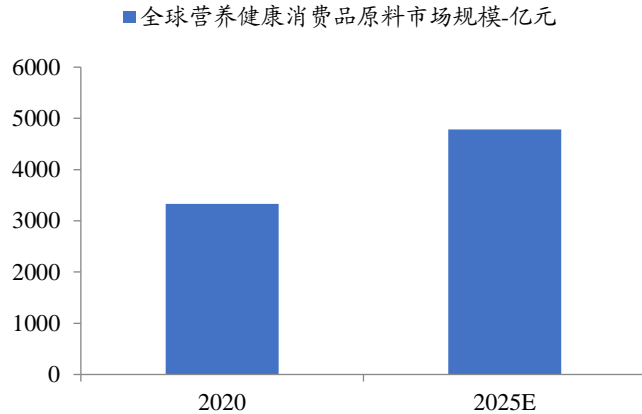
天润乳业：收入凸显韧性，关注产能扩张。尽管乳制品消费复苏偏弱，天润乳业23年依靠差异化的产品在营收端依然凸显韧性，增速位于行业前列。利润端看，尽管23年奶价大幅下行，公司23Q1受此利好业绩超预期，但后续因新农乳业并表影响，业绩出现下滑。当前，股价已充分反应市场预期，估值再次回落至历史低位，我们更应关注公司经营上的进展。除23年上半年收购新农乳业外，近日，公司山东工厂一期工程已正式投产，标志着公司在疆外拓展上迈出关键一步。此外，公司20万吨乳制品加工项目建设也在如火如荼地进行，有望于24年年底竣工。渠道端看，公司依旧平稳推进专卖店建设，同时通过销售团队提前铺市和推广山东工厂的佳丽品牌。伴随消费的持续复苏，叠加公司经营上的努力，公司有望在疆外进一步拓展市场，实现持续超越行业的营收增速。

此外，我们也建议关注积极推进渠道改革的中国飞鹤、经营环境不断改善的贝因美和积极实施未来五年战略规划的新乳业。

6. 食品添加剂：健康风潮已至，天然营养为基

6.1 健康风潮已至，原料市场可期

营养健康消费品原料市场规模庞大，亚太渗透率仍低。根据罗兰贝格数据，全球营养健康消费品市场体量约为12000亿人民币，其中亚洲市场规模约为5000亿人民币，中国市场约为亚洲市场的50%，同时增速最快。作为支撑该市场发展的上游原料，目前全球营养健康消费品原料市场达3500亿人民币，预计未来5年将以约8%的速度稳定增长。其中，亚太地区占比最高，达34%，同时因目前渗透率仍低，未来有望保持全球领先的增速水平。

图 28：全球营养健康风潮已至


资料来源：《未来营养趋势白皮书》，信达证券研发中心

原料品类丰富多彩，多种健康问题备受关注。在多种类型和来源不同的营养健康消费品原料中，**益生菌、益生元和植物提取物**是增长最快的类别。从消费者的需求角度看，首先，疫情的爆发使得消费者对于免疫健康的需求旺盛，从而促进了诸如对于维生素、益生菌和益生元等原料的消费。其次，由于多数人均存在不同程度的肠道健康问题，益生菌和益生元等原料备受消费者青睐。第三，超重和肥胖问题受到多数消费者关注，膳食纤维、奇亚籽等能够增强饱腹感的原料在下游终端产品中应用越发丰富。

图 29：原料品类丰富多彩


资料来源：《未来营养趋势白皮书》，信达证券研发中心

23 年需求相对稳定，海内外对冲风险。尽管 23 年国内下游消费品市场复苏偏弱，但营养健康相关的添加剂公司业绩却不乏增长，这一方面来自于国内消费者对营养健康相关产品的旺盛需求，另一方面也来自海外经济稳定所带来的订单。举例而言，百龙创园主营益生元、膳食纤维与阿洛酮糖，23Q1-3 国内/国外收入占比为 46: 54，前三季度营收增速同比+23.4%；嘉必优主营 ARA、藻油 DHA 和 SA，23Q1-3 国内/国外收入占比约为 54: 46，前三季度营收增速同比+18.8%。展望 24 年，营养健康相关原料的市场需求端有望持续增长，而不同公司产能的变化、订单的变化和产品价格的变化将决定其业绩的走向。

6.2 重点公司

百龙创园：新产能即将投产，24 年业绩有望高增。过去两年，公司产能持续紧张，在市场对于益生元、膳食纤维和阿洛酮糖需求旺盛的情况下，公司通过调节产品结构，实现业绩增长。23Q3 干燥塔项目投产后，公司产能紧张有所缓解，扣非业绩同比大幅增长。在此趋

势下，我们预计公司 23Q4 业绩将环比进一步上升。展望 24 年，公司有望迎来业绩大年。供给端看，30000 吨膳食纤维项目和 15000 吨结晶糖项目有望于 24 年完工并投入使用。此次新产能的投产将解决公司过去产能的短缺问题，并为当前销售火爆的两款产品提供充足的产能支持。需求端看，膳食纤维在国内下游食品饮料中仍处导入期，阿洛酮糖作为新一代天然健康的甜味剂，其生产用酶制剂已在 23 年 5 月正式获得批准，产品若正式获批，有望在国内迎来快速增长。因此，我们预计公司 24 年有望实现 50% 的利润增速。

嘉必优：业绩逐季恢复，期待 24 年积极变化。公司在历经 23Q1 的业绩不及预期后，随 2 月份婴配粉新国标实施，从 23Q2 起收入、利润开始逐季反转。尽管新国标使整个婴配粉市场对 ARA 和藻油 DHA 的需求大增，但受制于新粉剂产能尚未切换，公司旧产能供不应求，我们推测公司收入增速仍低于市场需求增速。展望 24 年，公司当前正积极开展客户产能切换工作，若进展顺利，24 年业绩有望实现进一步增长。藻油 DHA 方面，由于鱼油 DHA 可能受到日本核废水的污染，国内婴配粉厂商正积极向藻油 DHA 进行切换，或将在 24 年为公司带来部分增量。国际市场方面，帝斯曼专利已于 23 年到期，公司现有客户正逐步提升订单量，公司也正与未进入的客户进行接洽。HMO 方面，卫健委已于 23 年下旬正式批准 HMO 作为新食品添加剂用于婴配粉，公司 HMO 申请正在紧张进行中，同时产能布局也有望在 24 年上半年完成。

路德环境：金沙工厂正式投产，期待 24 年多点开花。公司第二座白酒糟发酵饲料工厂金沙工厂于 23 年 5 月正式投产，大幅扩充有效产能，缓解先前产能紧张情况。新项目方面，公司在 23 年先后斩获价值超 6 亿元的连云港碱渣项目、38 万吨/年的洋河酒糟处置项目和 44 万吨酒鬼酒酒糟处置项目。新产能方面，公司亳州、汇川和永乐项目建设正有序进行，有望于 24 年中旬前后投产，推动公司产能再上一个台阶。此外，公司也正在下游积极拓展大客户，推进产品在更多客户、更宽广的领域中使用。考虑到 23 年利润的低基数，我们预计公司 24 年业绩有望实现大幅增长。

此外，我们也关注估值处于低位、成长空间广阔的**晨光生物**和正在扩建益生菌产能、业务有望实现快速增长的**均瑶健康**。

7. 休闲食品：需求主导时代开启，量贩零食兴起

消费进入需求主导的时代，折扣业态兴起。1) 经济增速换挡：当前中国经济正从一个高速的增量经济时代进入到相对低速的存量经济时代，消费者对于性价比或者物美价廉的商品需求更为明显。回顾国外的零售业态发展历史，我们会发现折扣业态通常诞生于宏观经济增速放缓的大背景下，比如折扣鼻祖 Aldi 诞生于二战后德国经济萧条时期，唐吉河德、优衣库均崛起于日本经济泡沫破裂之后。2) 供需关系发生变化：供给端，工业的本能是提供更多的产量，然后逐步进入产能过剩的阶段。需求端，受国内宏观环境、人口结构、经济预期变化的影响，消费者变得更为理性，消费市场逐步从供给驱动进入到需求导向的时代，产业链的话语体系将逐步从品牌主导下的渠道渗透转移到消费者主导的供应链效率提升上，体现在终端为物美价廉产品的供给增加，以及由生产/渠道等环节构成的供应链体系效率全面提升。折扣业态通常在经济下行周期中兴起，是一个能够穿越经济周期的业态。

图 30: 折扣业态以价格杀手呈现, 背后是渠道效率的提升
渠道效率提升, 用更低的成本实现产品向消费者的传递


资料来源: 各品牌官网, 信达证券研发中心

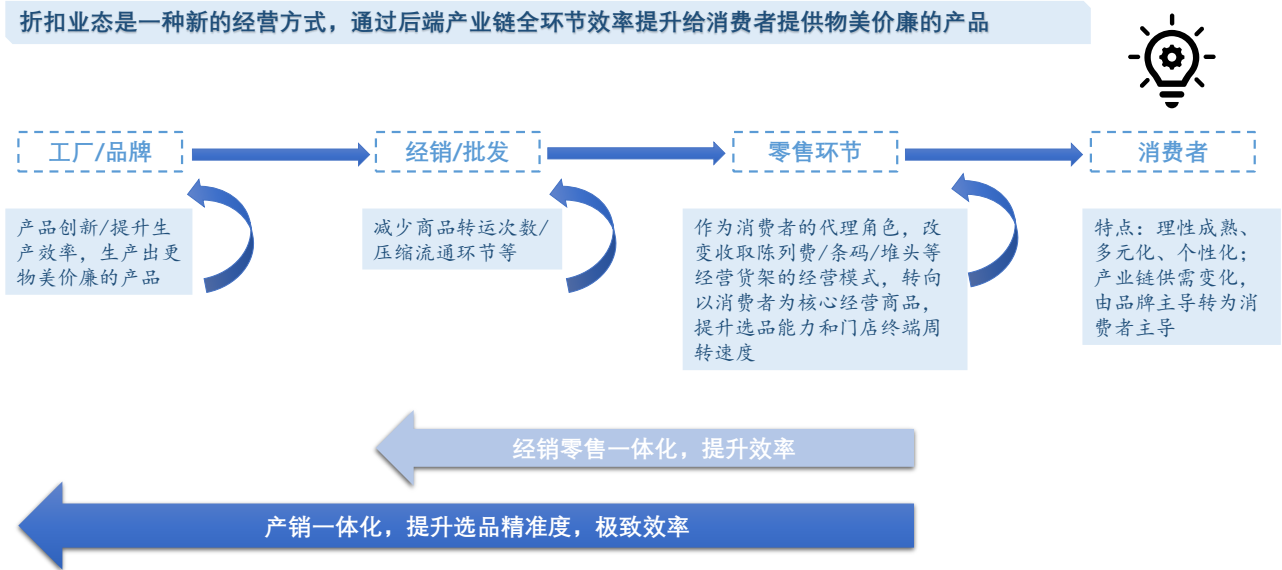
表 2: 消费市场由供给驱动转向需求导向

	90 年代之前: 大流通主导时代	90 年代-2000 年: 外资 商超进入, 开启品类 品牌趋势	2000-2010 年: 商超逐 步成为主流渠道, 品 类品牌专营崛起	2010-2020 年: 电商崛 起	2020 年-: 零食折扣 爆发
宏观背景	人均 GDP: <0.2wRMB;	GDP 增速: 7.7%- 14.2% (avg10.6%) 人均 GDP: 0.2- 0.8wRMB;	GDP 增速:8.5%- 14.2%(avg10.4%); 人均 GDP: 0.8w- 2.6wRMB;	GDP 增速:6.0-10.6% (avg7.8%); 人均 GDP: 2.6- 7.0wRMB;	<5% (不考虑疫情影 响); 人均 GDP: >7.0wRMB;
消费者诉 求及供需 关系	功能满足, 低 价可得; 供不应求, 卖 方市场	功能满足, 渠道可 得; 供不应求, 卖方市场	外资品类品牌率先崛 起; 供给逐渐丰富, 卖方 市场向买方市场转 移;	国内品类品牌强化+服 务体验; 结构性产能过剩, 供 大于求;	个性化, 多元化, 质 高价优; 供大于求, 买方市 场;
渠道趋势	流通渠道	家乐福、沃尔玛等外 资商超快速发展	永辉/家家悦等本土商 超逐步崛起	线上海猫京东等快速 起量	线上拼多多; 线下山 姆/Costco 等会员超 市及量贩零食

资料来源: 新经销, 信达证券研发中心

折扣业态表现为提供有性价比的产品, 背后是渠道+供应链全供给环节效率的提升。折扣是一种新的经营方式, 并不能简单理解成经济下行下的消费降级, 比如对于消费者而言, 量贩零食店可能让他们用相近的价格买到和以前相比产品质量更高的产品, 或者说用比过去更低的价格买到了同样的产品 (比如零食量贩门店中农夫山泉售价 1.2 元), 这本质上是一种广义的“消费升级”。从结果上来看, 折扣业态给消费者提供了更加物美价廉的产品, 背后是需求主导的消费时代下, 零售商需要持续提升渠道效率去更好地满足需求。比如说单品类折扣业态量贩零食, 通过经销零售一体化实现渠道运营商直接连接消费者, 渠道层级精简, 终端周转效率更高。后续供应链改革将延伸至产销一体化, 进一步提升整个产业链的效率。

图 31：折扣业态表现为提供有性价比的产品，背后是渠道+供应链全供给环节效率的提升



资料来源：信达证券研发中心

厂商和零售环节可通过提升效率拥抱折扣趋势。折扣业态发展是不可逆的，并非经济下行周期的特殊产物，是需求主导时代产业链各环节的效率提升的结果。对于传统零售商而言，如何实现经营货架到经营产品的思路转变，顺应和掌握新的折扣业态的经营模式是核心。对于上游产商而言，在渠道碎片化和消费者更加理性和成熟下，品牌溢价效应减弱以及产商品牌的话语权逐步向零售品牌转移的趋势下，如何进一步优化生产效率提供高性价比的产品，更好地融入折扣业态发展的大浪潮中是需要思考的问题。

7.1 渠道变革：效率提升，量贩零食兴起

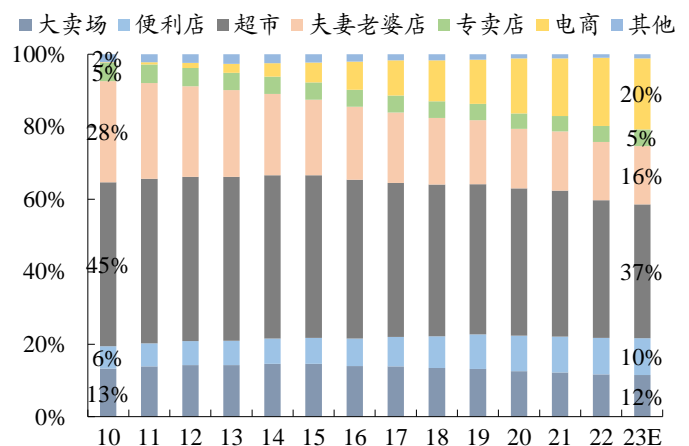
渠道效率提升，单品类折扣业态零食量贩先行。零食量贩渠道运营商和加盟店两个环节的毛利率分别为 8-10%和 18-20%，全渠道加价率低，且经销零售环节形成一体化，前端门店更好地满足了消费者对于“多快好省”的需求，实现高周转、渠道效率提升，业态底层逻辑跑通（量贩零食行业分析详见：《万辰集团：厚积薄发，开疆拓土》）。作为单品类折扣业态，量贩零食对于传统零食零售渠道形成冲击以及份额的迭代。

图 32：零食量贩实现经销零售一体化，提升渠道效率



资料来源：渠道调研，新经销，新消费日报，创业最前线，信达证券研发中心

图 33：量贩零食实现更高效率，迭代其他零食零售渠道

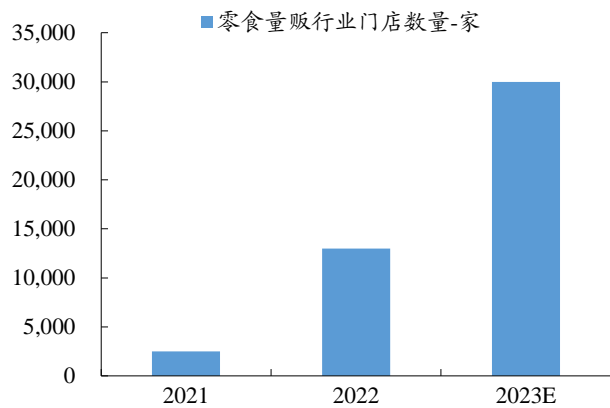


资料来源：欧睿，信达证券研发中心 备注：当前不同零食零售渠道占比

行业当前处于快速跑马圈地阶段，竞争格局中长期有望强者愈强。我们预计行业门店数量 2023 年底有望达到 3w 家，对比当前不同区域的门店保有量情况，江西/福建等次成熟市场 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 26

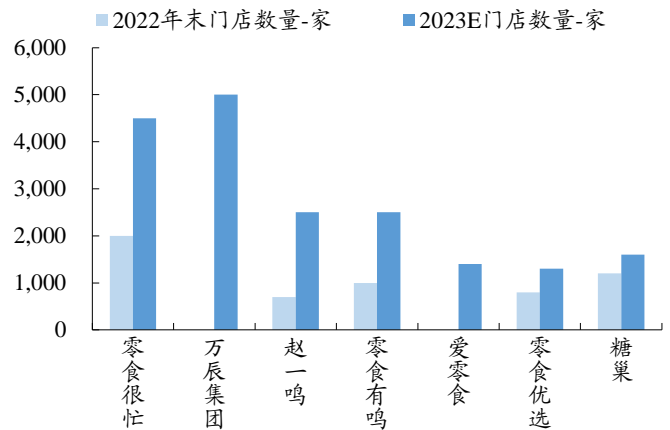
以及山东河南等发展市场相比湖南的人均保有量仍有较大提升空间，2024 年量贩零食行业有望持续保持高速增长。业态规模效应明显，区域集中度高，比如零食很忙当前在湖南有接近 2000 家店，湖南全省门店数量预计为 6000 家左右，Top1 市占率达到 30%左右。行业当前两超（零食很忙集团、万辰集团）多强（零食有鸣、糖巢、零食优选、爱零食等）的竞争格局明显。往后展望，行业竞争要义初期在于规模，后期在于供应链优势（包含采购成本和选品等，依托于前期规模优势）和精细化管理，头部品牌当前具备明显的先发优势，行业竞争格局有望强者愈强。

图 34：零食量贩业态当前处于快速跑马圈地阶段



资料来源：三联生活周刊，信达证券研发中心

图 35：行业当前竞争格局为两超多强



资料来源：华糖云商，iBrandi 品创，第一食品资讯，中国新闻周刊，零食有鸣官网，食品商，零食优选官网，食品板，糖巢官网，信达证券研发中心 备注：赵一鸣和零食很忙于 2023 年 11 月合并

表 3：相比湖南发展相对成熟区域，次成熟市场/发展市场人均保有量仍有较大提升空间

区域分类	相对成熟区域	次成熟市场										
		江西	福建	浙江	安徽	湖北	广东	江苏				
地区/品牌	湖南	江西	福建	浙江	安徽	湖北	广东	江苏				
门店数量	4557	1641	1296	1452	1331	1193	2370	1253				
常住人口-万人	6604	4528	4188	6577	6127	5844	12657	8515				
人均保有量-万人/家	1.45	2.76	3.23	4.53	4.60	4.90	5.34	6.80				
备注	由于一些长尾品牌难以统计完成，湖南预计 6000+家门店											
区域分类	发展市场											
	广西	四川	贵州	河南	山东	重庆	云南	海南	西藏	河北		
地区/品牌	广西	四川	贵州	河南	山东	重庆	云南	海南	西藏	河北		
门店数量	720	1182	481	1024	993	313	435	84	29	354		
常住人口-万人	5047	8374	3856	9872	10163	3213	4690	1027	365	7420		
人均保有量-万人/家	7.01	7.08	8.02	9.64	10.2	10.3	10.8	12.2	12.6	21.0		
区域分类	潜在市场											
	山西	陕西	甘肃	上海	新疆	内蒙古	北京	辽宁	黑龙江	青海	吉林	宁夏
地区/品牌	山西	陕西	甘肃	上海	新疆	内蒙古	北京	辽宁	黑龙江	青海	吉林	宁夏
门店数量	127	74	29	26	11	6	3	3	1	0	14	7
常住人口-万人	3481	3953	2492	2476	2587	2401	2184	4197	3099	595	2348	728
人均保有量-万人/家	27.4	53.4	85.9	95.2	235	400	728	1399	3099	-	168	104

资料来源：高德地图，国家统计局，信达证券研发中心 注：数据更新至 20231130

表 4: 行业 23 年整合进度超预期

时间	行业资本整合情况
2023 年 2 月	“良品铺子”入股“赵一鸣”3%的股份
2023 年 8 月	(1) “爱零食”宣布全资收购四川量贩零食连锁品牌“恐龙”和“泰迪” (2) 零食很忙战略投资了拥有 500 多家门店的恰货铺子
2023 年 9 月	(1) “爱零食”全资收购贵州“胡卫红零食” (2) 万辰集团宣布旗下来优品、好想来、叮嘀叮、陆小饒四大零食品牌正式合并，合并后的统一品牌为“好想来品牌零食”。 (3) 万辰集团子公司收购宁波博全商贸有限公司（“老婆大人”运营方）
2023 年 10 月	(1) “零食舱”战略整合广东连锁“零食么么” (2) “爱零食”收购“零食泡泡” (3) “良品铺子”出售“赵一鸣”3%股份给黑蚁资本
2023 年 11 月	“零食很忙”与“赵一鸣”合并
2023 年 12 月	好想你和盐津铺子分别出资 7 亿/3.5 亿投资零食很忙

资料来源：食品板，新京报，经济观察报，联商网，粉巷财经，中国证券报，信达证券研发中心

7.2 品类红利：行业具备品类整合红利，厂商拥抱新渠道周转率提升明显

休闲食品行业属于后满足需求品类，中期很多细分品类仍存在整合红利。休闲食品具有万亿市场，细分品类众多，部分如糖果巧克力等西式零食头部品牌市占率高，这仅是冰山一角，休闲食品还有大量的品类比如说中式零食存在整合的红利，体现在渠道端就是大单品渠道渗透率的提升带来市占率的提升，比如劲仔食品通过大包装提升现代渠道市占率，盐津铺子和甘源食品通过拥抱量贩零食渠道加速渠道渗透率等，本质上均为品类仍存在市占率提升或者整合的空间。当市占率提升红利碰上量贩零食渠道带来的渠道变革，积极拥抱渠道变革的品牌有望加速提升渠道渗透率。

图 36: 盐津铺子/甘源食品/劲仔食品品类市占率提升逻辑下体量快速提升

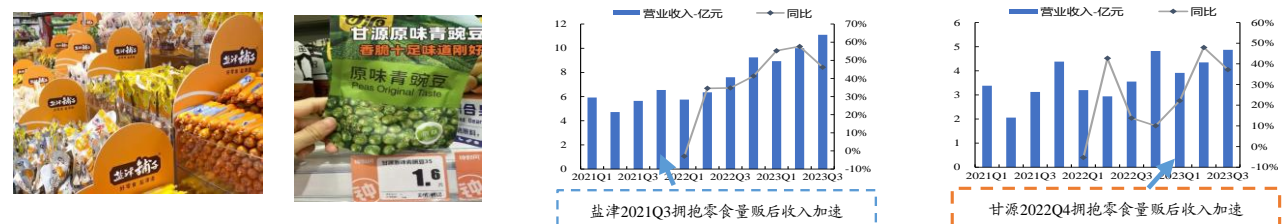
14年卫龙推出白色精装款布局现代渠道，辣条体量2018年达到20亿左右



21年劲仔食品推出大包装布局现代渠道，提升小鱼干市占率



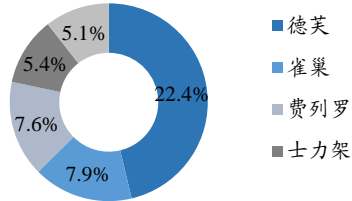
盐津铺子和甘源食品积极拥抱零食量贩，体量加速提升



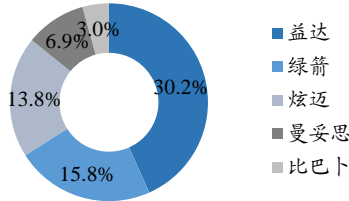
资料来源：Wind，各公司官网，信达证券研发中心

图 37：休闲食品行业较多品类仍具市占率提升红利
部分西式品类竞争格局相对确立

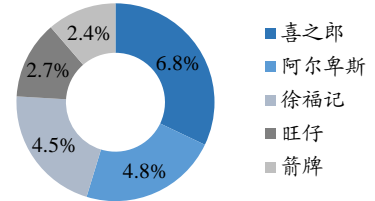
21年巧克力CR5



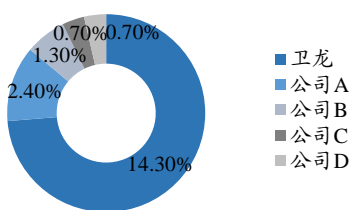
21年口香糖CR5



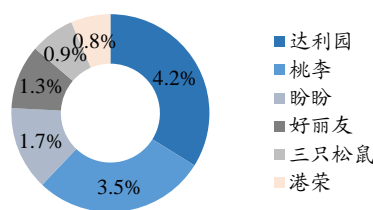
21年糖果CR5


零食很多品类尤其中式零食格局仍较分散

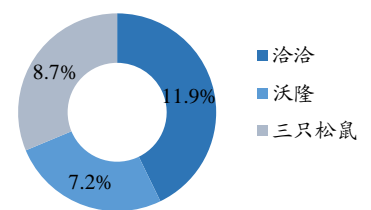
21年辣味面制品CR5



21年烘焙行业CR5



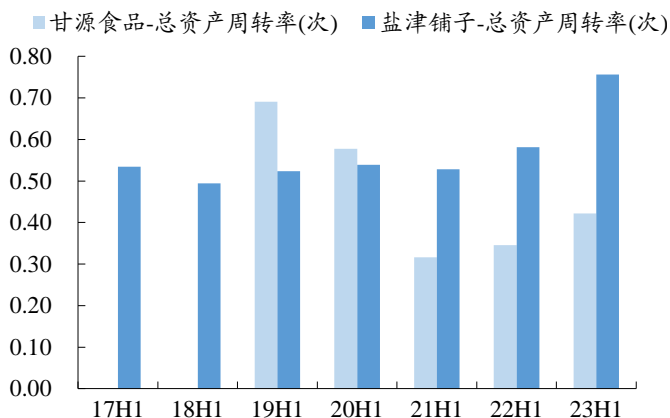
21年每日坚果CR3



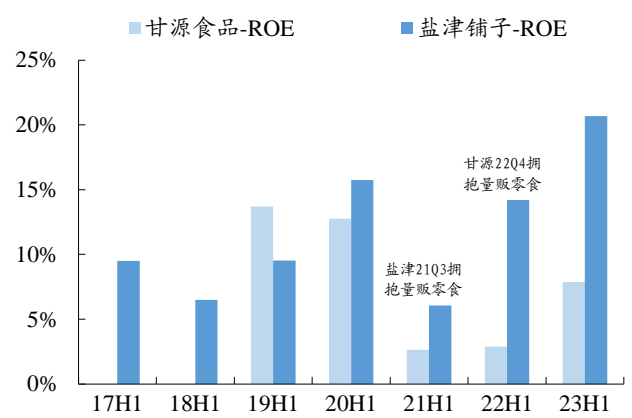
资料来源：欧睿，卫龙招股说明书，信达证券研发中心

7.3 渠道变革+品类红利：厂商拥抱渠道变革，周转率提升明显

拥抱量贩零食新渠道，上游产商周转率显著提升。当前消费趋势下，零售环节进行渠道效率提升变革，生意的要求更加偏向于“低毛利高周转”，量贩零食业态顺应消费趋势应运而生并且实现快速发展，在下游渠道周转速度加快的拉动下，盐津/甘源等积极顺应渠道趋势的上游产商资产周转率显著提升。对于厂商而言，渠道变革是通路的变化，渠道对于厂商的核心意义在于如何更好更快地触达消费者，若渠道变革顺应消费者的核心需求，则厂商应积极拥抱，对于具备品类红利的公司甚至可以通过渠道变革的红利实现弯道超车。市场担心渠道话语权变强会影响上游厂商的盈利能力，我们认为当前消费趋势下，产业链全环节的效率（周转率）优化有望带来积极拥抱厂商 ROE 的提升。往后展望，供应链效率高、产品创新能力强以及具备培育大单品的厂商有望更好地顺应消费趋势的变化及下游渠道变革。

图 38：拥抱零食量贩渠道后，厂商周转率显著提升


资料来源：Wind，信达证券研发中心 备注：甘源食品 17H1/18H1 数据缺失

图 39：拥抱零食量贩渠道后，厂商 ROE 提升明显


资料来源：Wind，信达证券研发中心 备注：甘源食品 17H1/18H1 数据缺失

7.4 重点公司

万辰集团：看好万辰集团从渠道效率提升向供应链效率提升的硬折扣发展方向，竞争优势

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 29

有望越加凸显。行业当前处于快速开店的红利期，公司快速跑马圈地足以体现其战略前瞻性，行业竞争格局正在加速形成，头部集中趋势明显，公司当前门店数量处于行业第一梯队，竞争优势有望愈加凸显。零食量贩是一个高频、低价、长保的生意，门店标准化程度高，具备万店连锁的基因。公司当前在江苏/安徽/浙江等区域优势地位显著，参考头部品牌在局部区域的市占率，公司万店可期。量贩零食供应链的规模效应明显，当前零食量贩业务利润拐点或已来临。我们看好万辰集团从渠道效率提升向供应链效率提升的硬折扣发展方向，竞争优势越加凸显。

盐津铺子：公司激励到位，内部管理领先。构建总成本领先优势，好吃不贵顺应消费趋势。盐津注重激励，持续培养具备内部企业家精神的高管团队，实现强组织驱动力，内部运营效率（人效）高，渠道反应速度快，电商和零食量贩渠道持续放量可见一斑。精细化管理逐步在供应链端实现多品类成本领先的优势，休闲魔芋、鹤鹑蛋等新品培育速度显著加快，好吃不贵特点凸显，当前休食行业产能供给充足，盐津好吃不贵的策略顺应性价比消费趋势。渠道变革有红利，盐津铺子与零食量贩渠道契合度高，有望进一步提升在零食量贩渠道中的市占率。

甘源食品：产品型公司，契合渠道变迁趋势。甘源为坚果炒货细分品类头部品牌，渠道变革大背景下，头部细分品类有望持续提升市占率，甘源强产品力，契合渠道变革的方向，将持续享受渠道变革的红利。往后展望，公司内部事业部架构调整、引进优质人才、加强人员激励，花生、调味坚果等新品近年放量，渠道红利和新品有望双轮驱动。市场对公司24年持续增长确定性有所担忧，但甘源23年快速增长背后不仅受益于零食量贩、社交电商等新渠道的红利，亦有扩品+组织架构调整带来的内生动力。

劲仔食品：大包装放量有望延续，鹤鹑蛋增长亮眼。劲仔流通起家，KA/BC等现代渠道空白网点多。大包装本质为助力现代渠道放量，21Q4现代渠道开始逐步放量，当前BC等空白网点仍多，24年大包装持续推动渠道放量动能仍在。鹤鹑蛋品类有红利，鹤鹑蛋富含营养，消费者品类认知度高，当前处于品类红利释放阶段，鹤鹑蛋9月份月销达到4400w左右，24年产能进一步释放，月销有望提升至大几千万的水平，劲仔具备打造大单品的潜质，渠道渗透率逐步提升下，鹤鹑蛋有望快速放量。鹤鹑蛋23年原材料价格水平波动大，影响品类利润率，24年来看，鹤鹑蛋体量提升规模效应有望凸显，利润率有望提升。大包装现代渠道进一步提升渗透率+鹤鹑蛋打造亮眼第二曲线，后续成长路线清晰。

绝味食品：原材料价格回落，长期市占率提升逻辑不变。短期来看，鸭副等原材料价格目前已明显回落，我们预计Q4主业毛利率有望进一步修复，Q4业绩有望环比提升。长期来看，绝味对于连锁业态理解深刻，加盟商管理优秀，在供应链端逐步积累起规模优势。且卤味品类消费基础积淀深厚，品类景气度仍在，绝味主业市占率提升逻辑不变，餐桌卤等第二曲线亦可期。

周黑鸭：品牌高势能，渠道释放动能。周黑鸭处卤味优质赛道行业集中度低，2019年底提出开放特许加盟，借助特许商资源杠杆加速扩张。短期来看，原材料价格回落明显，利润有望在Q4环比提升。疫情扰动消失之后，2019年以来内部改革效果有望逐步在业绩中呈现，中长期来看，周黑鸭在品牌端具备核心优势，全国开店空间广阔，有望进一步提升市占率。

洽洽食品：拥抱零食量贩贡献增量，坚果第二曲线动能延续。洽洽作为瓜子品类头部品牌，拥抱零食量贩有望带来业绩增量，瓜子品类仍有渠道下沉和深耕的空间，体量有望维持平稳的增长。我国人均坚果消费量和国外差距仍大，每日坚果切中健康的消费趋势，目前渠道渗透率提升空间仍大，经过多年的品类消费者教育，第二曲线有望持续保持快速增长。

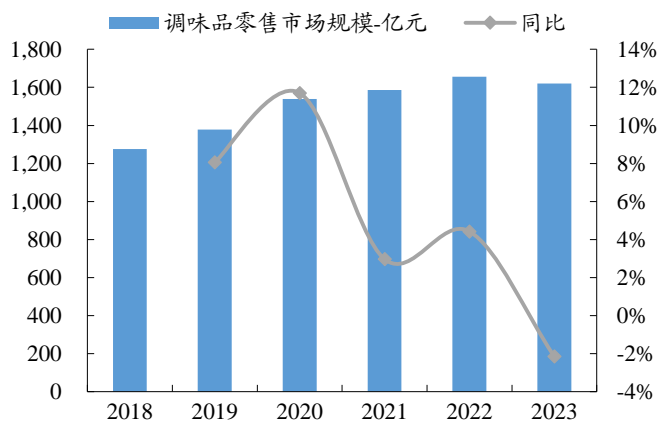
此外，我们也关注提出高端性价比战略及社区零食店的**三只松鼠**，降价积极顺应消费趋势的**良品铺子**，以及积极拥抱零食量贩渠道的**好想你**。

8.调味品：品类分化，挤压增长

8.1 调味品百强企业增长稳健，品类复合化趋势明显

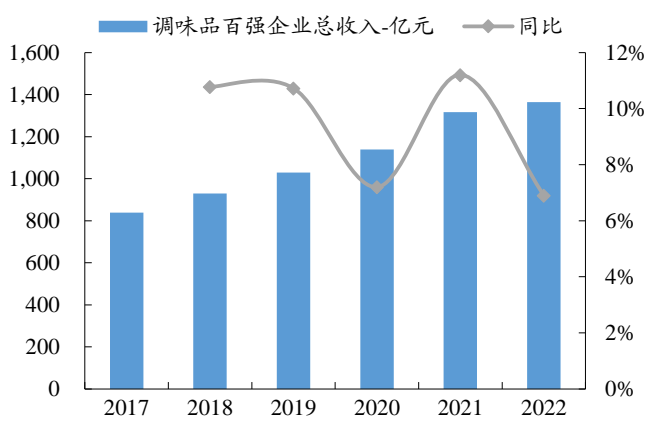
调味品百强企业收入保持稳健增长。调味品零售市场规模经历2020年提速，2021-2023年市场规模增速下降，2020-2023年零售市场规模复合增长为1.7%。从调味品百强企业看，2017-2022年百强企业收入复合增长为10.2%，未来仍有望保持中高个位数增长。国内调味品行业整体集中度较低，根据欧睿国际的数据，2023年中国调味品行业的CR5为15.4%。我们认为未来调味品龙头企业有望通过并购整合、市场深耕等方式来提高市场份额。

图 40：调味品零售市场规模增速下滑



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

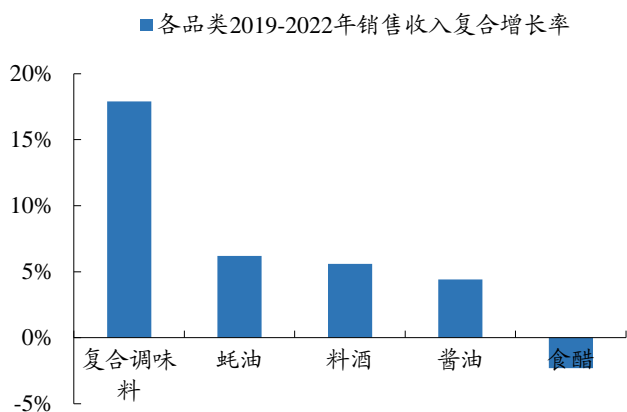
图 41：调味品百强企业收入保持稳健增长



资料来源：中国调味品协会，信达证券研发中心

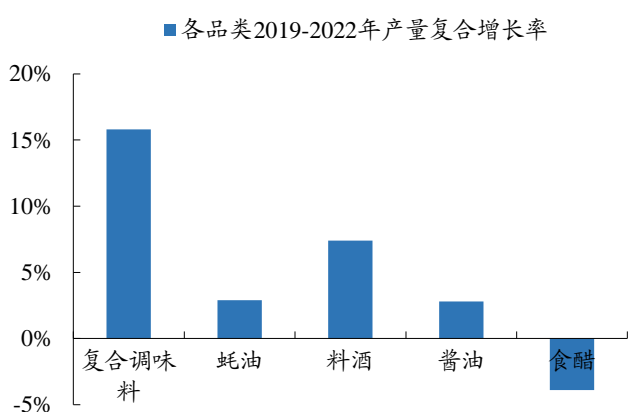
品类分化，调味品复合化趋势明显。尽管受到疫情的影响，但调味品作为民生相关的必需品，大多数品类仍然实现了正增长。调味料由单一向复合发展的趋势明显，复合调味料品类增长领先。出于标准化和效率的考虑，连锁餐饮对复合调味料的需求提升。连锁化率加速提升，我们认为调味料也有望加速向复合化方向发展。

图 42：复合调味料收入增速领先



资料来源：调味品协会，信达证券研发中心

图 43：复合调味料产量增速领先



资料来源：调味品协会，信达证券研发中心

从单品阶段到多品类阶段，并购整合为企业提供新增长机会。调味料品类繁多，成熟的调

调味品企业往往会从聚焦单品阶段再到多品类阶段发展。单品阶段，企业通过研发创新、生产优化以及市场精细化运作，建立起渠道和品牌的先发优势，打造细分品类的王者。当品类陷入增长的瓶颈，这时需要寻求新品类以实现持续的增长，考虑到新品类内生孵化的难度，我们认为并购整合会为企业提供更增长曲线。

酱油品类从低端向中端迁移。随着消费者更多地关注健康概念以及对食品安全的担忧，零添加酱油产品受到消费者的青睐。在消费相对疲软的环境下，酱油品类仍呈现出向高端化、健康化方向升级的趋势。根据马上赢的数据显示，14元以下酱油销售额占比从2021年的66.5%下降到2022年的61.4%，而15-25元之间的销售额占比则从2021年的29.2%上升到2022年的34.2%。

表 5: 2022 年酱油品类高价带占比提升

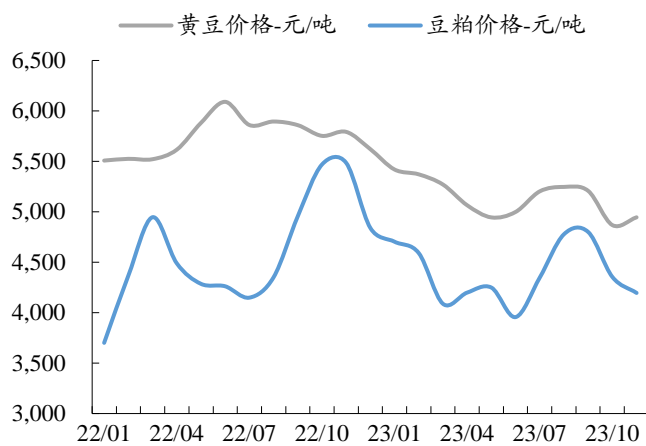
分类	年份	0-9 元	10-14 元	15-18 元	19-25 元	26 元及以上
销售额占比	2021 年	21.6%	44.9%	19.0%	10.3%	4.3%
	2022 年	19.5%	41.9%	21.1%	13.2%	4.3%
销量占比	2021 年	26.7%	37.2%	21.7%	10.6%	3.8%
	2022 年	24.1%	34.6%	23.3%	14.1%	3.9%

资料来源: 马上赢, 信达证券研发中心

8.2 原材料成本下行释放业绩弹性

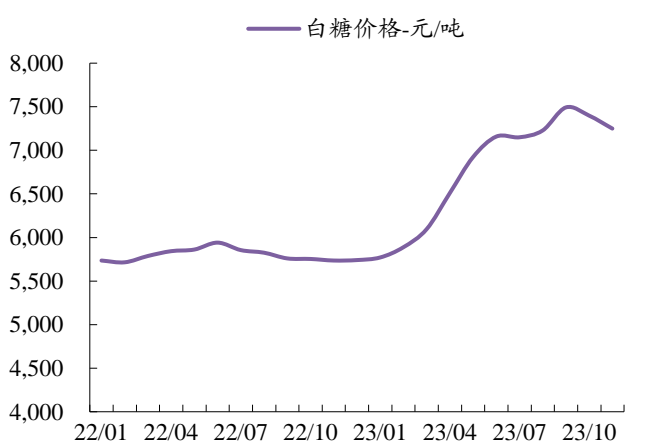
部分原材料价格仍处于高位，展望 2024 年调味品成本红利有望兑现。2023 年调味品企业的成本端压力仍存，大豆、白糖和糖蜜等价格仍在高位。考虑到部分原材料价格有下跌的走势，我们预计相关调味品企业有望享受成本红利。我们测算，若大豆价格下降 10%，对海天味业的毛利率将有 0.9 个百分点的贡献；若白糖价格下降 10%，对海天味业的毛利率将有 0.7 个百分点的贡献；若豆粕价格下降 10%，对千禾味业的毛利率将有 0.4 个百分点的贡献。同时，调味品企业也在减少费用投放，提升自身经营效率，以消化成本端的压力。

图 44: 22 年黄豆和豆粕价格仍有上涨



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 45: 22 年白糖价格小幅提升，糖蜜价格大幅反弹



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 6: 糖蜜价格对毛利率的敏感性分析

企业	主要原材料占比	原材料价格假设	原材料价格变动对毛利率的影响
海天味业	大豆 17%	大豆价跌 10%	+0.9pct
海天味业	白糖 14%	白糖价跌 10%	+0.7pct
千禾味业	豆粕 16%	豆粕价跌 10%	+0.4pct

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

8.3 重点公司

海天味业：积极变革，期待复苏。小品类继续放量提振营收增速，23Q3 营收端已恢复正增长。公司加强控制经销商库存，短期酱油品类收入继续下滑。展望 2024 年，在低基数下，公司在醋、料酒和复调等品类仍有望保持加速拓展，我们认为营收端环比有望提速。虽然短期业绩承压，但我们认为公司在品类拓展和产品结构升级方面仍有增长空间，期待公司积极变革以重回增长中枢。

千禾味业：渠道扩张延续，盈利稳步提升。渠道全国化拓展趋势延续，23Q3 收入端继续保持高增。公司聚焦零添加酱油赛道，采取差异化竞争策略，有望持续受益于酱油品类升级的红利。随着公司品牌力提升，我们认为产品动销情况也有望得以提升。公司渠道网络继续全国化扩张，同时也有望带动其他品类的拓展，从而有望实现调味品行业份额的持续提升。费用端，随着销售规模增加，费用投入产出比有望继续提升。

安琪酵母：海外市场市占率仍低，差异化拓展国际市场。公司在国内酵母市场占有率领先，但是海外市场公司市占率较低，仍有很大提升空间。针对海外市场，公司采用差异化策略，走性价比路线，发展新兴国家市场。依托埃及和俄罗斯的工厂，公司能更好地辐射周边市场。当前原料成本仍处于相对高位，糖蜜价格有望随大宗农产品回落，利润端有弹性。公司自产水解糖替代高价糖蜜，缓解成本端压力，也会提升安琪对糖蜜的议价能力。

天味食品：积极布局 B 端业务，拓展第二增长曲线。公司以团餐特渠作为切入口，入股麦金地和千喜鹤两大团餐公司，同时试水预制菜业务。此外，公司并购食萃食品有望较好补齐公司中小 B 客户的线上渠道，支撑公司主营业务可持续发展，提升综合竞争力。短期公司经销渠道增长相对乏力，但餐调定制渠道恢复增长。展望 2024 年，在规模效应提升的情况下，我们认为净利率同比仍有望延续提升趋势。

日辰股份：餐饮延续复苏，经营表现稳健。随着餐饮消费场景恢复，餐饮渠道同比持续高增，同时食品加工渠道恢复增长，短期营收增长稳健。长期看，随着餐饮连锁化率的提升，且餐饮企业对新品的需求增加，公司作为以研发见长的定制复调企业有望持续受益。费用端，随着收入增加、规模效应提升，我们认为费用率有望进一步下降。

宝立食品：盈利持续修复，关注新品进展。短期 C 端业务承压，但空刻意面线上销售额稳居同类目第一，行业地位稳固。公司积极创新产品，未来在 C 端有望再造新的大单品。公司携手百胜中国共同推进中央厨房业务，未来有望得到百胜中国更多的赋能，同时我们认为公司研发创新能力强，也有能力承接百胜中国的需求。在品类上，公司持续完善调味品+轻烹解决方案的业务布局。在百胜中国的赋能下，我们认为公司未来在烘焙等西式品类也有望实现突破。

9.速冻食品：提质增效，效率为先

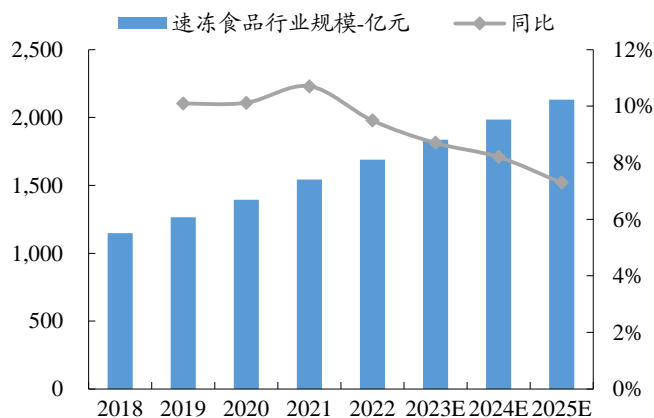
9.1 品类创新带动行业扩容

速冻食品行业规模超千亿，近年来增速相对稳定。随着快节奏生活的普及，消费者对于方便、快捷的食品需求不断增加。同时，技术进步和冷链物流的改善也为速冻食品的生产 and 销售提供了更好的条件。根据艾媒咨询数据，我国速冻食品行业市场规模从 2018 年的 1149 亿元增加至 2022 年的 1688.5 亿元，年均复合增长率达 10.1%。

我国预制菜行业市场正处于快速增长期。根据艾媒咨询数据，2021 年中国预制菜产业市场规模达到 3459 亿元，到 2025 年将达到 9061 亿元。对于餐饮企业来说，使用预制菜可以

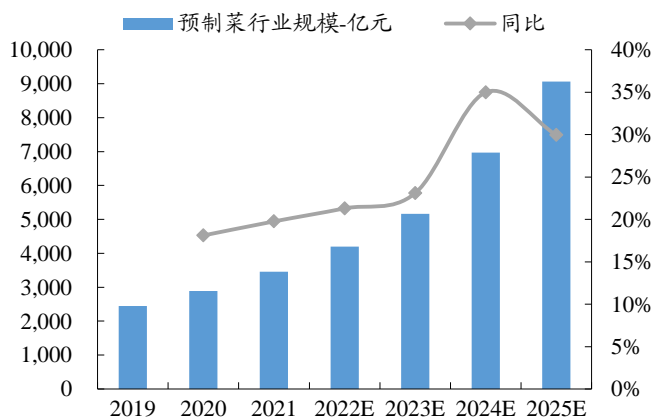
减少人工成本，缩小后厨面积，提升出餐效率，保证产品口味稳定；对于家庭消费者来说，预制菜能满足居民烹饪需求的同时，最大程度的简化烹饪程序，方便快捷。

图 46: 速冻食品行业保持高单位数增速



资料来源: 艾媒咨询, 信达证券研发中心

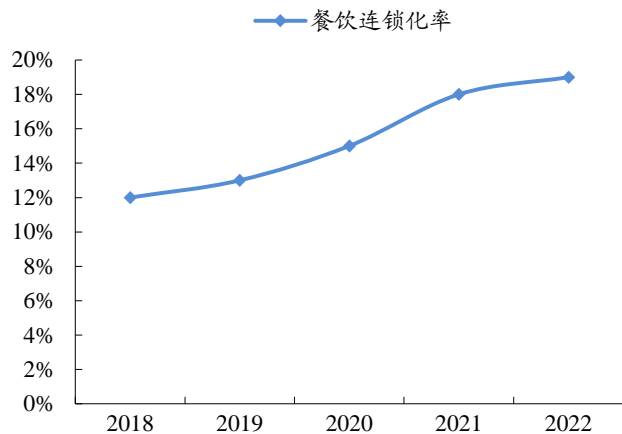
图 47: 预制菜行业规模快速扩张



资料来源: 艾媒咨询, 信达证券研发中心

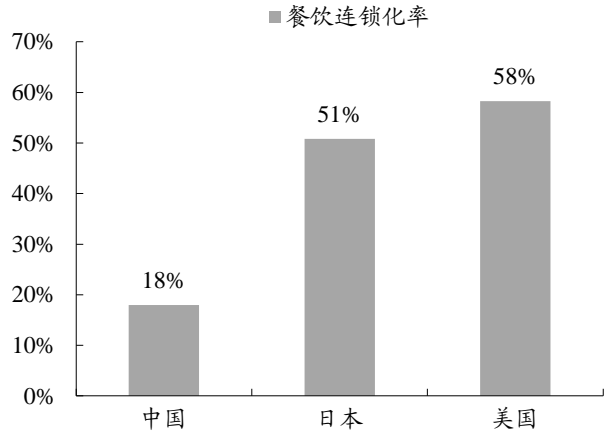
餐饮品牌的连锁化程度提升，连锁化率逐年提高。2021年美国和日本的餐饮连锁化率分别达 58%和 51%，而中国餐饮连锁化率不到 20%，较美日仍有提升空间。连锁餐饮企业相对传统餐饮企业的品牌力更强，同时具有数字化管理优势、规模化采购优势。在人工和租金成本上行的背景下，连锁餐饮企业在供应链方面更具优势。国内餐饮连锁化程度逐年提升，而连锁餐饮出于统一出品品质、保证出餐速度、改善成本结构等目的，有望增加对预制半成品的需求。

图 48: 餐饮连锁化率加速提升



资料来源: 美团, 艾媒咨询, 信达证券研发中心

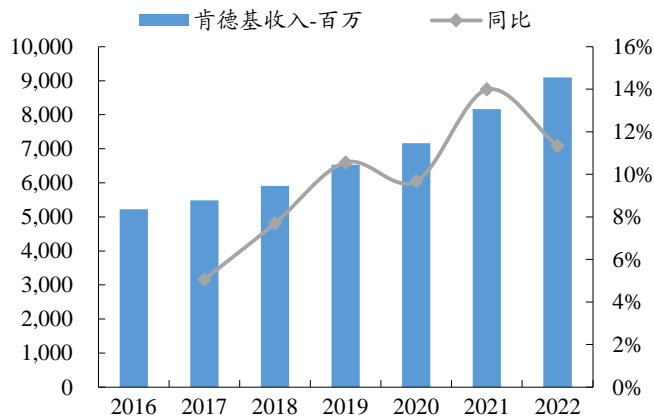
图 49: 国内餐饮连锁化程度有提高空间



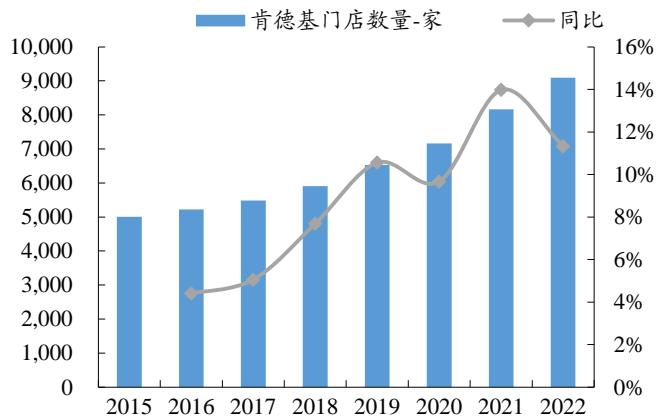
资料来源: 美团, 信达证券研发中心

9.2 高效的大 B 客户带动供应链增长

以肯德基为例，逆势开店，收入增长得以提速。疫情期间，肯德基加速开店，2020-2022年肯德基门店数量复合增长为 12.7%。尽管短期内仍面临经济逆风影响，但公司复苏轨迹仍然稳定。低基数下，2023年上半年肯德基同店增长为 11%。公司预期 2023年全年同店销售额将持续稳步恢复，维持在 2019年水平的 90%左右，计划到 2026年门店数量达到 2万家。

图 50: 近年来肯德基收入增速提升


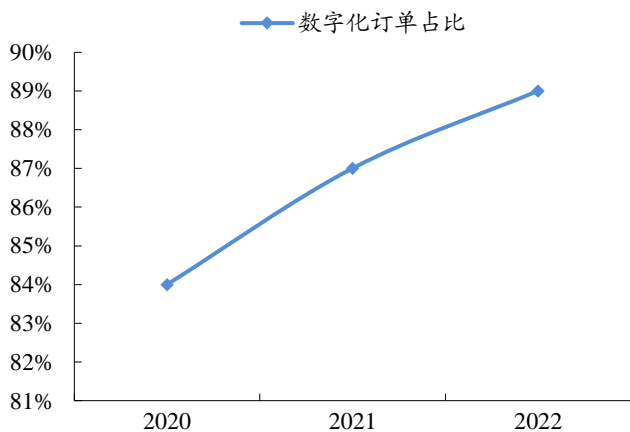
资料来源: 百胜中国公司公告, 信达证券研发中心

图 51: 肯德基门店数量逆势增长


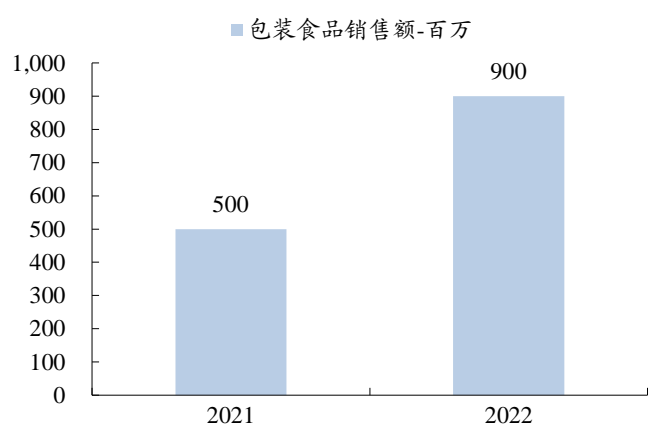
资料来源: 百胜中国公司公告, 信达证券研发中心

数字化赋能, 提升运营效率。百胜中国重视数字化、自动化及人工智能的投入, 以更有效地连接线上流量与线下资产。为提高运营效率, 公司专注于将面向顾客的前台系统与运营及供应链等后台系统连接, 包括线上社区的打造, 例如: 会员系统、外卖业务、超级 App 等, 以及店铺数字化运营能力的提升, 包括自助服务终端、餐桌点单/排队系统、无人贩卖机等。

百胜中国仍具有较强增长潜力。1) 在单店层面, 肯德基门店通过增加用餐时间, 拓展消费场景。肯德基增加不同时段的产品供应, 包括夜宵小食及下午茶。2) 肯德基推广新零售产品, 抓住在家消费场景的需求。3) 百胜中国拥有丰富的新店模式, 能够灵活配置适宜的新店形式, 未来在门店拓展仍有空间。

图 52: 肯德基数字化订单持续提升


资料来源: 百胜中国公司公告, 信达证券研发中心

图 53: 2022 年包装食品销售额同比增长超过 50%


资料来源: 百胜中国公司公告, 信达证券研发中心

供应链企业有望享受百胜中国持续增长的红利。百胜中国依托高效的供应链体系以及优秀的运营能力, 在逆境下实现持续增长。百胜中国重视本土化产品创新, 这也为具备高效研发能力的供应链企业带来更多的增长机会。优质供应链企业与下游餐饮客户深度绑定, 我们认为其在新品拓展和老品份额切分方面有望得到客户更多的倾斜。

9.3 重点公司

安井食品: 渠道扫盲, 强化终端渗透。渠道精耕、产品升级, 公司不断挖掘主业增长潜力。2023 年公司以团餐作为渠道扫盲的发力点, 通过产品端量身定制和渠道终端逐步渗透, 不断加深在这一细分渠道的持续开发。预制菜三路并进, 作为第二曲线有成长空间。随着公司在面米制品和预制菜等业务的拓展, 公司具备了更多适配团餐渠道的产品。此外, 公司

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 35

持续推进产品升级，聚焦锁鲜装、丸之尊等中高端产品系列的推广工作。长期看，公司推新品能力突出，新品和次新品仍能持续带动收入增长。同时锁鲜装和丸之尊等中高端产品线的发展，也有望带动利润率继续提升。

立高食品：经营持续向好，大 B 彰显弹性。在商超和创新渠道高增长带动下，短期公司营收实现高增长。公司积极推进降本增效，加强管理运营效率。公司稳步推进长尾产品停产、退市和去库存工作，以提升整体生产和运输效率，23Q3 公司有销售记录 SKU 数目环比上半年已下降约 15%。公司对仓储物流管理体系进行了梳理调整，明确了供应链板块与营销板块在冷链物流、仓储管理等方面的职能边界和协调机制。展望 2024 年，稀奶油新品仍有望快速放量，同时重要餐饮客户取得突破，营收有望持续保持快速增长。

千味央厨：大 B 端增长强劲，期待小 B 端提速。公司培育大商体系，提升渠道力，小 B 端增长可期。公司与大商签订大额年度合同，同时给予人员、品鉴会等支持措施。餐饮业态繁多，不同场景下食材需求多样值得深入挖掘，油条、蒸煎饺市场潜力仍很大。公司始终深入一线，研究餐饮应用场景的痛点和需求，从而开发出渠道适用的产品。强研发能力增强了客户的粘性，公司给客户提供更多的研发提案，虽然产品是有生命周期的，但是客户仍能保持稳定。

10. 投资策略

10.1 白酒板块

弱复苏导致周期调整拉长，分化加剧中优选确定性。不可否认，三年疫情影响与酒企业绩持续增长之间的矛盾，导致白酒行业的渠道库存压力不断增加，核心还是供需关系的不匹配。从 2023 年的实际情况看，大众宴席率先实现场景修复及回补，高端价位的送礼、社交需求仍然刚性，商务活动恢复不及预期，次高端价位进一步消费升级的动力不足，行业各价位间逐步产生分化，高端酒及地产酒龙头的增长相对稳健，而次高端酒则面临一些压力。

重视消费者培育及渠道工作，延续长期发展势能。行业进入茅台做市场时代，过去简单靠渠道获取市场份额的时代已过，当下更需要精心做好消费者培育工作，考验着各酒企的团队组织力和渠道管理效率。当行业红利的浪潮退去，各酒企应该重视起核心市场的有效终端网点覆盖度提升，挖掘渠道下沉深度，加快县区市场的精耕，以实现行业周期波动中的平稳过渡。

投资建议：推荐需求刚性、品牌护城河突出、业绩稳定强的高端白酒，如**贵州茅台、五粮液、泸州老窖**；具有较独立势能、全国化单品路径清晰的**山西汾酒**；在区域市场组织力、渠道力突出且仍具消费升级逻辑的地产酒龙头，如**迎驾贡酒、今世缘、古井贡酒、洋河股份**；消费复苏好转下仍具成长弹性的次高端品牌，如**舍得酒业、水井坊、酒鬼酒**，以及改革融合驱动下的**金种子酒**。

10.2 大众品板块

啤酒：长期应当关注啤酒公司内部结构性变化，低端啤酒向上整合的趋势对公司吨酒收入的提升仍有一定贡献。且大麦价格 24 年有望低双位数下降，啤酒成本或改善，推荐**青岛啤酒、重庆啤酒**。

饮料：23 年饮料行业变化主要有两大趋势：1) 消费者口味变淡，健康化趋势明显。2) 价格优势突出，大包装饮料受消费者青睐。推荐能量饮料高增、通过新品补水啦+乌龙上茶持续构建“能量+”的品类矩阵的**东鹏特饮**；推荐在健康化趋势下，包装饮用水和无糖茶有

望持续增长的**农夫山泉**。

乳制品：伴随经济在疫情后的持续恢复，乳制品人均消费量有望持续增长。考虑到原奶周期的长度，我们预计 24 年奶价有望呈现筑底态势，毛利率有望抬升。推荐 24 年业绩出现反转后，估值有望迎来修复，形成戴维斯双击的**伊利股份**。

食品添加剂：尽管 23 年国内下游消费品市场复苏偏弱，但营养健康相关的添加剂公司业绩却不乏增长，这一方面来自于国内消费者对营养健康相关产品的旺盛需求，另一方面也来自海外经济稳定所带来的订单。推荐新产能即将投产，24 年业绩有望高增的**百龙创园**。

休闲食品：国内零售渠道变革、消费者更加理性和成熟的大背景下，国内消费由供给驱动切换到需求主导的时代，关注渠道效率提升的投资机会以及积极拥抱新渠道、供应链效率高及产品有创新能力的厂商投资机会。渠道端推荐渠道效率提升的量贩零食行业头部品牌**万辰集团**，关注提出高端性价比策略、推出社区零食店的**三只松鼠**及降价积极变革的**良品铺子**。厂商端推荐积极拥抱量贩零食新渠道的**盐津铺子**、**甘源食品**，以及通过大包装持续提升渗透率具备品类整合红利的**劲仔食品**；关注积极拥抱零食量贩渠道的**洽洽食品**、**好想你**。关注原材料价格回落、市占率有望进一步提升的**绝味食品**、**周黑鸭**。

调味品：2023 年调味品企业的成本端压力仍存，大豆、白糖和糖蜜等价格仍在高位。考虑到部分原材料价格有下跌的走势，我们预计相关调味品企业有望享受成本红利，推荐**海天味业**、**千禾味业**、**安琪酵母**。调味料由单一向复合发展的趋势明显，复合调味料品类增长领先，随规模效应提升，净利率同比仍有望延续提升趋势，推荐**天味食品**。

速冻品：餐饮连锁化趋势明显，未来餐饮端对于速冻半成品的需求将日益旺盛。预制菜行业高速发展，在服务消费者的同时很好地为商家降本增效。高效的大 B 客户有望带动供应链企业发展。立高食品积极变革，提升管理运营效率，同时推出创新烘焙单品，已初见成效。推荐**安井食品**、**千味央厨**、**立高食品**。

11. 风险因素

宏观经济不确定风险：宏观经济增长不达预期，会影响居民收入及消费意愿。

食品安全风险：食品安全事故可能对公司乃至行业产生不利影响。

行业竞争加剧风险：过度竞争或影响企业目标完成度及盈利水平。

成本上行风险：原材料成本上行影响企业盈利水平。

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

姜青丰，金融硕士，毕业于中央财经大学，3年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，2年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。