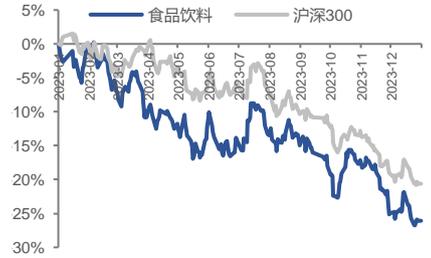


食品饮料行业

消费预期稳中有升，逐级恢复关注细分机会

强于大市(维持评级)

一年内行业相对大盘走势



投资要点:

➤ **【白酒】**由于24年春节较晚，23Q4酒企虽陆续开启开门红，但打款集中在24Q1，23Q4整体表现偏淡。具体来看，高端酒需求韧性、企业回款能力较强，业绩增长稳定性较高。次高端方面，由于商务消费承压尚未迎来拐点，短期内次高端之间所展现的较大分化预计将持续延续，但随着酒企积极调整，此前承压的次高端边际向上。区域龙头23年整体稳健收官，开门红有序推进。在beta短期迅速提振可能性较低的背景，关注基本面质量较高，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】**我们认为当前啤酒高端化升级方兴未艾，预计将持续抬升各厂商的盈利水平。同时，当前大麦价格对比22年底已同比下降15%以上，预计将给啤酒企业贡献高端化以外的盈利弹性。建议关注：1) 机构持仓较低的珠江啤酒；2) 高端化核心标的青岛啤酒；3) 提效改革叠加单品逻辑的燕京啤酒。**【软饮料】**建议精选具备两大要素的企业：1) 所处赛道潜力高；2) 企业自身管理能力优秀，建议关注：1) 管理层变更下基本面具备积极预期的香飘飘；2) 分红率稳定高股息标的养元饮品；3) 功能饮料赛道龙头且逐步探索出第二增长曲线的东鹏饮料。**【预调酒】**预调酒作为我国最具创新潜力的低度酒品类，我们预计其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，建议关注具备行业龙头百润股份

➤ **【乳制品】**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。**【休闲零食】**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，量贩零食店稀缺标的万辰生物。

➤ **【餐饮供应链】**伴随年关备货、发货提速，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，我们继续强调板块投资性价比，建议关注安井食品、千味央厨、天味食品、中炬高新。

【烘焙茶饮链】烘焙和茶饮需求持续恢复，同时棕榈油成本同比下降；再叠加疫情加快了产业链的出清和奶油等烘焙原料的国产替代，行业龙头有望受益。重点推荐：立高食品；关注：海融科技、南侨食品。**【小餐饮连锁】**我们认为小餐饮连锁企业将持续受益于餐饮连锁化率的提高以及人流的恢复；另外鸭副原材料成本自一季度末以来持续下行，预计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，建议关注绝味食品等。**【代糖】**关注：百龙创园（阿洛酮糖）、莱茵生物（甜菊糖、罗汉果糖）、华康股份（木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、赤藓糖醇）。**【餐饮】**关注：实施降本增效战略，重新进入扩张周期的海底捞、呷哺呷哺、九毛九；老字号餐饮品牌，守正创新的全聚德。

➤ **风险提示：**经济波动影响消费水平、食品安全风险、经销商资金链问题抛售产品损害品牌、原材料成本大幅波动。

团队成员

分析师 刘畅
 执业证书编号：S0210523050001
 邮箱：lc30103@hfzq.com.cn

分析师 张东雪
 执业证书编号：S0210523060001
 邮箱：zdx30145@hfzq.com.cn

分析师 童杰
 执业证书编号：S0210523050002
 邮箱：tj30105@hfzq.com.cn

相关报告

- 《海外与国内烘焙品类差异与渠道结构对比》——2024.01.08
- 《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》——2024.01.02

正文目录

1.	白酒板块.....	3
2.	啤酒	5
3.	软饮料	6
4.	预调酒	7
5.	乳制品	8
6.	休闲食品.....	9
7.	保健品	10
8.	餐饮供应链.....	11
9.	烘焙茶饮产业链.....	12
10.	小餐饮连锁.....	13
11.	代糖	14
12.	餐饮	14
13.	风险提示.....	15

1. 白酒板块

本周白酒 SW 指数下跌 1.38%（沪深 300 指数-1.35%），近一月白酒 SW 指数-13.13%（沪深 300 指数-11.30%），当前白酒板块 PE(TTM)为 23.77X,较上周有所下降。

由于 24 年春节较晚，23Q4 酒企虽陆续开启开门红，但打款集中在 24Q1，23Q4 整体表现偏淡。具体来看：

高端酒需求韧性、企业回款能力较强，业绩增长稳定性较高。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 1,495 亿元，同比增长约 17.2%；预计实现归母净利润约 735 亿元，同比增长约 17.2%。Q4 单季度，公司预计实现营业收入约 442 亿元，同比增长约 17%；实现归母净利润 206 亿元，同比增长约 13%。其中，Q4 茅台酒预计实现营业收入约 385 亿元，同比增长约 15%；系列酒 Q4 营收约 48 亿元，同比增长 41%，在去年的低基数的基础上提速较高。公司年初制定的经营目标为营业总收入较上年增长 15%左右，今年超额完成，龙头实力在压力环境下进一步凸显。

五粮液方面，我们预计 Q4 五粮液营收/利润同比增长 10%/11%左右，全年营收/利润同比分别增长 12%/13%左右。根据 1218 共商共建共享大会，2024 年公司提出将择机适度调整第八代五粮液出厂价，对第八代五粮液传统渠道计划投放量适当缩减并固化配额，优化的计划量将投向特殊规格装五粮液、文化酒等产品，24 年公司量价关系初步明晰。此外，五粮液明确 24 年将在常规考核奖励之外，给予经销商营销过程激励，全力推动渠道利润提升，战略更加务实、良性。

泸州老窖今年前三季度营收/利润同比分别增长 25%/29%，12 月针对部分优质客户计划内配额进行的利润前置操作遭市场误读，但“打款价下调”实则有利于提升回款效率，帮助经销商经营和资金周转，加速开门红回款，2024 财年国窖 1573 销售口径目标增速 25%左右。

次高端方面，由于商务消费承压尚未迎来拐点，短期内次高端之间所展现的较大分化预计将持续延续，但随着酒企积极调整，此前承压的次高端边际向上。具体来看，山西汾酒 23 年前三季度实现营收 267.4 亿元，同比增长 21%；实现归母净利润 94.3 亿，同比增长 33%，23Q4 及 24 年清香龙头的增长势能依然明显。水井坊 23 年中报披露的目标为“第三季度开始营收恢复双位数增长”，Q3 营收/利润增速分别为

22%/20%，四季度预计持续修复。水井坊 24 年开门红期间加强了对渠道的政策支持，臻酿八号推出“开瓶扫码赢好礼”的活动，以加码红包、“华为全家桶”、3L 龙坛等大礼作为奖品，加强 BC 联动的扫码福利、提升终端开瓶率。

舍得酒业二季度以来增长较好的主要为 T68 等价格带偏低、发力宴席场景的产品。但考虑到 T68 等普通产品增速虽高，但基数较小，故对整个公司拉动依然有限。预计公司 23 年公司营收增速大于利润增速，23 全年及 23Q4 均预计有营收双位数增长，利润个位数增长。此外，2024 年 1 月 1 日起，公司核心大单品 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。我们认为，核心大单品的提价除了提升公司盈利水平以外，短期对市场信心和批价提振有一定促进作用，长期也对品牌调性提升提供了支撑。

酒鬼酒公司推进费用改革以来压力较大，经销商回款意愿较低。23H2，酒鬼酒终端动销改善明显，库存较之前有大幅降低。备战开门红前，公司提前对旗下产品线进行了梳理与调整，例如自 10 月起便针对酒鬼系列产品进行市场秩序整顿，以提高市场规范性，保障价盘稳定及长期健康发展，12 月各个大区相继召开 2024 年开门红动员会议，进一步明确旺季动销工作的重心。预计 23 年酒鬼酒营收/利润分别同比变化-35%/-45%，预计 Q4 边际好转，但营收在去年的基数上仍有下滑。

区域龙头 23 年整体稳健收官，开门红有序推进。苏酒洋河及今世缘积极备战开门红，今世缘 11 月已开启“大干 90 天，夺取开门红”活动。今世缘已发布 2023 年度主要经营数据公告，经公司初步核算，2023 年度公司预计实现营业总收入 100.5 亿元左右，同比增长 27.41%左右，百亿目标顺利达成。徽酒前三季度表现较好，Q4 势能有望延续。其中，古井经销商在春节前回款比例 50%以上可获免息协议使用及费用激励。

大众酒方面，顺鑫农业 23 年完成地产业务剥离，24 年开始聚焦酒肉业务。本周公司宣布拟对 42°125ml、42°265ml、42°500ml、52°500ml 以上 4 款牛栏山陈酿进行调价，每箱上涨 6 元。本次价格调整计划从 2024 年 2 月 1 日起执行。我们认为，牛栏山旺季前提价能够促进经销商打款，保障开门红顺利完成。提价后销量短期或受影响，但白牛二产品得到升级，在当前大众酒主流价格带持续上移的背景下，提价亦符合公司长期战略诉求，24 年新篇章开启可期。

在 beta 短期迅速提振可能性较低背景下，关注基本面质量较高，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. 啤酒

本周，啤酒板块涨跌幅为+3.1%，对比食品饮料板块（-0.56%），超额收益为+3.08%，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+3.1%/+3.94%/0.00%/+4.14%/+2.07%/-1.31%。

1) 全年销量预计将持平微增。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，23年单Q3青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒分别实现了-11.25%/+5.33%/+4.25%/+1.5%的同比增速

2) 全年吨酒价格预计实现中低个位数增长。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，但在各厂商高端化战略下，吨酒价格增速持续，23年单Q3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，我们预计全年仍将维持中低个位数的增长。

就重点公司来看：

1) 青岛啤酒：销量方面，由于当前已步入淡季，且旺季时点公司基地市场遭受较多极端天气影响，预计全年销量与去年同期持平，但是结构升级趋势不改，预计价增+5.6%，公司全年收入同比+5.5-6%，考虑到吨包材成本当前已有所降低，预计利润率仍有所提升，全年利润增速区间预计为+15-20%。

2) 重庆啤酒：销量方面我们预计公司全年实现4-5%左右的同比增幅长，主要系其基地市场如新疆、云南区域在去年同期因疫情影响消费场景享受较低的基数，但对应新疆区域内的产品结构较低，因此价增有一定压力，预计公司全年价增贡献低个位数增速，全年收入增速区间预计为5-6.5%，利润增速区间为+5-7%。

3) 燕京啤酒：销量方面由于公司所在市场受天气因素影响较小，因此我们预计其销量将维持稳定，同时其大单品U8我们认为仍在产品红利期，预计对结构升级仍有所拉动，我们预计公司全年收入增速区间为+9-10%，利润增速区间为+75-85%。

展望 2024 年，我们认为啤酒市场总量增长预计较为有限，收入端增长主要来自结构升级，当前啤酒高端化升级方兴未艾，而高端啤酒更高毛利的属性，预计也将持续抬升各厂商的盈利水平。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，大麦价格的下行预计将给啤酒企业贡献高端化以外的盈利弹性。

建议关注：1) 机构持仓较低的珠江啤酒；2) 高端化核心标的青岛啤酒；3) 提效改革叠加大单品逻辑的燕京啤酒。

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-4.74%/-0.44%/+1.83%/+1.66%/+4.62%/-2.71%，对比食品饮料板块的超额收益分别为-4.18%/+0.12%/+2.39%/+2.22%/+5.18%/-2.15%。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，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，具备丰富的管理实战经验，且本次 5% 股权受让后，预计将大力激励新任总裁的积极性，对公司当前“双轮驱动”的战略实施带来新一轮增长动能。

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。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。

就重点公司而言：

1) **香飘飘**：公司 23 年前三季度营收/利润分别同比+29%/+105%，基本面增势良好，分业务来看，冲泡业务前正处于旺季时点，预计基本盘表现仍稳健；即饮业务当前尚处于市场开拓阶段，预计对全年业绩贡献较为有限，综合全年营收增速区间预计 18-20%，利润区间预计 17-26%。

2) **东鹏饮料**：公司 23 年前三季度营收/利润分别同比+30%/+42%，我们认为除了来自东鹏特饮销量受益于消费场景放开后的人口流动恢复，还来自第二曲线大单品的涌现，我们预计公司全年收入增速区间预计为 25-30%，利润增速预期为+37-42%。

建议关注：1) 管理层变更下基本面具备积极预期的香飘飘；2) 分红率稳定高股息标的养元饮品；3) 功能饮料赛道龙头且逐步探索出第二增长曲线的东鹏饮料。

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。

1) **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。

2) **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。

重点公司来看：百润股份作为预调酒行业龙头企业，23 年前三季度营收/利润分别实现了+49%/+118%的同比增速，我们认为主要来自公司清爽大单品势能强劲，微醺大单品基本盘稳健，在公司 22Q4 业绩创造了单季度较高基数的前提下，我们预计公司 23 年全年收入增速区间为+27-33%，利润增速区间为+67-77%。

建议关注预调酒行业龙头百润股份，当前公司不仅具备“微醺”、“清爽”两大预调酒大单品，还储备了威士忌项目，未来发展想象空间较大，并且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 不及 21 倍，建议重点关注。

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 2.41%/-2.44%/-0.23%/1.38%/-0.62%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 2.97%/-1.88%/0.33%/1.94%/-0.06%。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。

就天润乳业而言，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。公司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。回顾今年，公司重点工作在于山东工厂建设和投产、销售市场的整体规划，产品 4 月推出沙棘奶啤。11 月整体实现低个位数增长，疆外双位数增长，疆内略有下滑，预计主要系去年同期新疆封控致基数较高等影响。预计 2023 年全年疆内/疆外营业收入同比增长 10%/20%，营收整体增速在 15%左右。

行业重点数据更新：

1) 液奶方面，截至 2024 年 1 月 3 日，根据 wind 数据，我国主产区生鲜乳均价 3.66 元/公斤，周环比/周同比分别为-0.0%/-11.20%；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 2024 年 1 月 5 日，国产/国外婴幼儿奶粉品牌零售价分别为 225.11 /269.95 元/公斤，中老年奶粉价格 105.85 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。

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 14.24%/6.97%/6.93%/-6.28%/-0.57%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 14.8%/7.53%/7.49%/-5.72%/-0.01%。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 and 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：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：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。考虑到需求端恢复较慢，公司瓜子销售情况一般；坚果业务由于销售旺季在年庆时节，礼赠场景有望促进销售。

盐津铺子：公司发布 2023 年业绩预告，预计 23 年实现营收 41-42 亿元，同比+41.7%-45.2%，实现归母净利润 5-5.1 亿元，同比+65.8%-69.2%。单 Q4 预计实现营收 10.95-11.95 亿元，同比+18.6%-29.4%；实现归母净利 1.04-1.14 亿元，同比+25.7%-37.7%，业绩符合预期。

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。

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-1.33%/4.18%/-3.01%/2.62%，对比食品饮料板块的超额收益分别为-0.77%/4.74%/-2.45%/3.19%。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。

8. 餐饮供应链

本周(1.8-1.12)调味发酵品/预加工食品板块回暖,对应涨幅分别为 0.28%/1.89%,对比食品饮料板块 (-0.56%),板块情绪有所回暖。其中,安井食品、千味央厨、天味食品、中炬高新本周涨跌幅分别达+1.76%/+4.59%/-0.31%/+0.80%。而从整个 23 年四季度(10.1-12.31)来看,上述餐产两大核心板块均面临内需疲软、预期进一步转弱、悲观情绪浓厚等困境。

尽管速冻食品行业自 Q4 开始,需求 β 整体偏弱,尤其十一假期后原料价格下修、终端需求低迷,但伴随需求旺季渐进、厂商政策提振以及原辅料价格企稳,行业整体呈持续改善趋势。如,本周系冻品经销商旺季备货期,行业需求转旺、动销环比改善预计延续,同时冻品厂商基于前期所囤的低价原辅料,积极推出各项优惠政策以刺激终端消费。最后,本周安琪酵母披露获得政府补助公告,具体来看:公司 2023 年 Q4 期间累计收到各类政府补助金额 1.16 亿元;全年公司累计收到各类政府补助金额 2.83 亿元,其中收到与收益相关的政府补助金额 1.12 亿元,占净利润 8.45%,收到与资产相关的政府补助金 1.72 亿元,占净资产 1.85%。

展望后市,伴随年关备货、发货提速,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。

就重点公司而言:

安井食品: Q4 以来冻品行业需求一度遭遇低谷期,虽后续边际修复,但整体增长压力较大,叠加公司高基数影响,预计 Q4 安井实现低两位数增长,而归母利润端则受业绩高基数等影响,预计实现低个位数增长。但伴随行业需求改善、刺激政策见效,预计行业龙头安井食品 1 月动销转旺趋势明确,24 年餐饮、麻辣烫、烧烤渠道有望贡献业绩增量,串烤类、预制菜、高端火锅料等产品或成为业绩驱动。且从长期看,公司立足全国化生产布局、全渠道运作以及渠道管控运作能力,在许多细分产品领域已取得明显的成本优势,未来有望在产业集中化进程中攫取最大红利。

千味央厨: 在下游大 B 持续复苏、小 B 渠道逐步改善的大背景下,公司 Q4 有望延续快增态势;其中大 B 端在饼汉堡等新品放量、客户内生扩张等作用下,预计 Q4 保持高增,而小 B 端或在乡宴场景升温、渠道优化红利下逐步提速。此外,本周公司定增落地,发行价格为 46.28 元/股,定增发行对象涵盖大 B 与经销商等,增长势

能持续提升；中长期来看，公司未来增长逻辑清晰，基本面确定性强。

宝立食品：尽管 C 端速食意面等面临较大压力，但复合调味品在渗透率持续提升下，行业增长中枢较高；同时，公司复调业务深度绑定大 B，具备优质的客户结构，或延续全年快增节奏。且考虑到公司新工厂投建、烘焙业务有望贡献增量，综合预计公司 Q4 整体营收表现尚可，或实现低双位数的增长；但业绩端面临高基数压力。

日辰股份：定制餐调仍具备较高景气度，尤其近年中式复调保持较快增长；同时，伴随餐饮端持续结构性复苏，预计公司复调业务整体处于边际改善通道。具体来看，老品企稳回升叠加新品放量，或带动餐饮渠道保持快增；其次，部分新拓商超、品牌型重客在 Q4 贡献增量。最后考虑到 23 年 Q4 业绩低基数，故预计公司 Q4 营收实现高双位数增长，利润端呈现高增长弹性。

天味食品：公司在品牌引领、产品扩充与渠道补能等作用下，内部增长势能较高，同时中式复调赛道依旧保持较快的增速，预计 10-11 月公司经营动销复合预期；而 12 月受春节备货周期错位导致需求转弱、公司主动降速控库存等影响，预计有所不及预期。而且公司在投资者调研公告中反馈公司或难以达到 23 年 20% 的增长目标，因此，预计公司 Q4 营收、归母利润增速达两位数。

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。重点推荐主业优势突出、动销逐步提速、当前估值性价比较高的预制菜龙头安井食品，聚焦餐饮供应链、增长逻辑清晰的千味央厨（业绩确定性强，内部增长势能高）。

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 alpha 兑现。例如诉讼达成和解、地产业务持续剥离以及内部改革红利逐步释放的中炬高新。

9. 烘焙茶饮产业链

2022 年由于防控导致终端饼店闭店、需求持续下行；同时棕榈油等原材料价格较高，因此烘焙企业业绩受损严重。23 年行业龙头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,再叠加疫情加快了产业链的出清和奶油等烘焙原料的国产替代,业绩弹性显现。

立高食品:2023 年公司在商超渠道上市的新产品杂粮奶酪包、可颂甜甜圈、开心果蛋糕、枸杞桂圆核桃蛋糕等销售较为理想,上市多年的老品仍保持增长趋势,商超渠道收入有望稳健增长;餐饮、茶饮等新渠道持续拓展客户,保持较快增长趋势;流通饼店渠道稳步修复,2023 新上市重点单品依乐斯乳脂植脂奶油、稀奶油 360PRO 持续放量。我们预计 2024 年全年保持较快的增速。利润端方面,考虑到 23Q4 股权激励费用的加速计提,预计 23Q4 归母净利润下滑较多。

南侨食品:根据公司公布的经营简报,2023Q4 实现营收 7.93 亿元,同比+1.4%;2023 年全年营收同比+7.7%;另外公司 2023 年 9 月-11 月归母净利率分别为 7.79%/8.24%/11.62%,9 月以来公司盈利能力逐步提升,我们预计归母净利润 2023Q4 同比显著提升,并带动全年归母净利润的提升。

海融科技:公司主要产品奶油受益于下游烘焙市场的逐步修复和现制茶饮咖啡市场的增长。同时,公司在稀奶油国产替代的趋势下,2023 年推出多款稀奶油新品。另外,公司针对餐饮客户进行定制化开发,餐饮渠道营收增长速度较快。因此预计全年营收平稳增长;从利润端看,虽然棕榈油价格的大幅下降会带来原材料成本的下降,但是考虑到公司 23 年积极开拓市场和新工厂投产导致费用增加,预计归母净利润会受到一定影响。

佳禾食品:公司作为粉末油脂龙头,有望持续受益于下游茶饮需求的增长,咖啡业务方面,公司过去以传统速溶咖啡为主,目前我国现磨咖啡市场增速较快,公司在积极新建产能完善咖啡产品布局。同时,考虑到 2022 年 Q4 高基数,我们预计 2023Q4 营收同比基本持平;利润端考虑到棕榈油价格的下降,预计 2023 全年归母净利润同比大幅提升。

重点推荐:立高食品;关注:海融科技、南侨食品。

10. 小餐饮连锁

23 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。我们认为 Q4 小餐饮连锁企业将继续受益于线下餐饮业复苏、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,Q4 鸭副成本同比大幅下降,卤

制品公司将会有较大的经营改善空间。

巴比食品：门店方面，公司加大全国化布局，积极拓展门店，同时推出手工牛肉大包等高客单价产品并通过外卖业务拓展中晚餐消费场景进一步带动门店订货额的提升；团餐方面，公司 Q4 增加了正式推出预制菜产品，为团餐提供了新的增长点。我们预计 2023 年 Q4 营收同比增速较快，带动全年营收增长；归母净利润由于受到 22 年股权收益的影响，在不考虑 23 年投资收益影响的情况下，预计全年同比基本持平。

绝味食品：绝味食品 23 年以来积极拓展门店，并着重布局一二线城市机场、高铁、购物中心等人流量密集的门店的高势能门店。同时 2023 年下半年以来鸭副原材料成本下行显著，公司进行积极促销提振动销。此外虽然当前可能受高性价比零食特渠等影响获客，但公司积极采取抖音等线上方式进行导流。预计 2023 全年营收平稳增长，归母净利润同比显著提升。

重点推荐巴比食品，关注绝味食品。

11. 代糖

今年以来由于不同品类代糖供需差异明显，因此企业经营表现分化。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，我们认为未来天然甜味剂或将有更大的替代空间。

百龙创园：公司作为全球领先的中高端食品添加剂制造商，主营业务膳食纤维、益生元、健康甜味剂的需求快速提升。其中健康甜味剂业务以阿洛酮糖为主，阿洛酮糖被认为是具潜力的新一代“健康糖”，口味接近蔗糖但热量极低，同时也不具有类似赤藓糖醇等糖醇类代糖的耐受性问题，已经获得美国等 14 个国家的使用许可。考虑到 23 年下半年公司新增产能的释放，营收和归母净利润有望加速增长。

建议关注：百龙创园、华康股份、莱茵生物等。

12. 餐饮

本周（1.8-1.12）SW 酒店餐饮指数周涨跌幅为-0.38%，对比食品饮料板块（-

0.56%)，表现略同，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-7.83%/-2.12%/-1.75%/+1.63%/+2.62%/-6.30%/-0.37%/+1.95%/-1.83%/-0.87%/+15.14%/+5.32%。

餐饮行业复苏势头强劲，行业内部内卷加剧。2023年餐饮行业复苏势头强劲，吸引了众多投资者加入到餐饮行业。根据国家统计局的数据显示，2023年1~11月，全国餐饮收入47485亿元，同比上升19.4%，已经超过了2022年全年收入。根据数据显示，2023年1~10月全国餐饮累计新增注册量为350.1万家，较上年同期多了37.4万家。随着餐饮注册量不断提高，行业内卷加剧，各品牌为了提高竞争力、吸引消费者提出了多样化的改进策略，例如在店里拓宽SKU，以及优化用餐环境来吸引消费者。

元旦假期餐饮业营收激增，多省市餐饮收入同比高增。根据美团元旦假期消费数据显示，全国堂食线上交易额同比增长230%以上，异地消费者的堂食交易额增长310%以上。各重点城市来看，北京市餐饮消费同比增长27.9%；重庆市餐饮业营业额同比增长9.4%；四川省135家餐饮企业营业额同比增长43.7%；山东青岛市10家重点餐饮企业营业额同比增长28.8%；淄博市重点餐饮企业营业额同比增长113.4%。元旦期间各省市餐饮业收入恢复迅速，2024年国内餐饮企业业绩有望得到持续释放。

注册企业同比高增，卤味赛道热情高涨。据红餐大数据，2023年卤味品类的市场规模约为3180亿元，同比上升6.82%。2018年以来，全国卤味相关企业的注册量总体呈上升的趋势。其中，2022年共注册了约1.3万家卤味相关企业，同比增长12.9%。2023年卤味相关企业注册量约1.5万家，同比增长15.38%。近年卤味赛道创业热情一直维持一定高度，未来市场一片蓝海。

建议关注深耕下沉渠道，品牌矩阵不断优化的呷哺呷哺；优秀供应链整合能力，逐步降低综合品牌客单价的海底捞；传统餐饮手艺稳健发展，守正创新开辟多元增长曲线的广州酒家、同庆楼、全聚德。

13. 风险提示

疫情影响消费复苏、宏观经济波动影响消费水平、食品安全风险、政策风险、经销商资金链问题抛售产品损害品牌、原材料成本大幅波动。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn