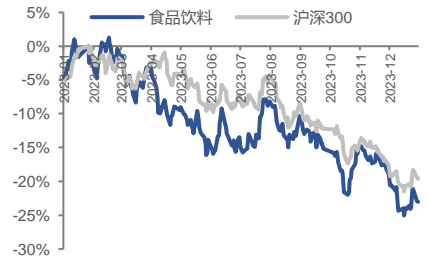


食品饮料行业

逐级复苏可期，短期波动不改向好趋势

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背景下，建议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。**【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，建议关注管理层变更下基本面具备积极预期的香飘飘；分红率稳定高股息标的养元饮品；功能饮料赛道龙头东鹏饮料。**【预调酒】**预计预调酒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，建议关注具备行业龙头百润股份
- **【乳制品】**建议关注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。**【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，行业龙头有望受益于棕榈油成本下降、疫情加快产业链出清和奶油等烘焙原料的国产替代等。重点推荐：立高食品；关注：海融科技、南侨食品、佳禾食品。**【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23年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，关注五芳斋、绝味食品、煌上煌等。**【代糖】**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。**【餐饮】**建议关注品牌矩阵不断优化的呷哺呷哺；优秀供应链整合能力的海底捞；传统餐饮稳健发展，守正创新开辟多元增长曲线的广州酒家、同庆楼、全聚德。
- **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

- 《消费预期稳中有升，逐级恢复关注细分机会》——2024.01.15
- 《海外与国内烘焙品类差异与渠道结构对比》——2024.01.08

正文目录

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

1. 白酒板块

本周白酒 SW 指数下跌 0.81%（沪深 300 指数-0.44%），近一月白酒 SW 指数-3.74%（沪深 300 指数-1.93%），当前白酒板块 PE(TTM)为 23.57X。具体来看，皇台酒业（+0.88）、五粮液（+0.11%）本周有所上行。

1 月 17 日，国家统计局发布的数据显示，2023 年社会消费品零售总额为 47 万亿元，比上年增长 7.2%；23 年 12 月，社零总额为 4.4 万亿元，同比增长 7.4%，环比增长 0.4%。根据国家统计局数据，2023 年 12 月全国规模以上企业白酒产量 54.9 万千升，同比增长 4%；23 年全年规模以上企业白酒产量 449.2 万千升，同比减少 2.8%，产量持续收缩。23 年 1-7 月，全国规模以上白酒企业亏损额 23.1 亿元，超过过去六年全年水平。

在行业产量持续缩减，马太效应加剧的背景下，不同香型、不同价格带的白酒企业分化加大。其中，在“酱酒热”浪潮下，千元价格带除茅台 1935 官宣销售规模达 110 亿元外，君品习酒 23 年销售额同比增长 40.15%、青花郎规模增至约 70 亿，酒企分化下仍不乏表现亮眼的产品，千元价格带酱酒份额提升。

23Q4 酒企陆续开启开门红，但由于 24 年春节较晚，打款集中在 24Q1，导致 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，预计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。

在国民收入仍在持续恢复、需求预期较低的背景下，酒企与经销商普遍关注动销大于关注短期利润，品牌力和性价比效应进一步凸显。在 beta 短期迅速提振可能性较低的背景下，**建议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 SW 板块涨跌幅为-2.8%，对比食品饮料 SW 板块（-1.08%），超额收益为-1.72%，其中青岛啤酒/华润啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/乐惠国际涨跌幅分别为+1.69%/-3.79%/-3.18%/-3.95%/-3.17%/-3.32%。

销量方面，我们预计由于 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

高端化方面，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。

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-0.2%/-5.39%/+0.36%/+0.13%/+1.14%/-3.64%，对比食品饮料 SW 板块的超额收益分别为+0.88%/-4.31%/+1.44%/+1.21%/+2.22%/-2.56%。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。

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。

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。

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“、“强爽“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 0.45%/-9.92%/-2.92%/-5.03%/-5.83%，对比食品饮料 SW 板块的超额收益分别为 1.53%/-8.84%/-1.84%/-3.95%/-4.76%。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 10 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%/-10.90%；根据 wind 数据，2023 年 1-

12月我国乳制品产量达 3,054.60 万吨，10月当月产量 254.70 万吨，同比增长 3.1%/1.6%。

2) 奶粉方面。根据 wind 数据，截至 2024 年 1 月 12 日，国产/国外婴幼儿奶粉品牌零售价分别为 225.24 /269.81 元/公斤，中老年奶粉价格 105.82 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 4.08%/-3.9%/4.2%/-8.66%/-1.26%，对比食品饮料 SW 板块的超额收益分别为 5.16%/-2.82%/5.28%/-7.58%/-0.18%。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：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“叮嘀叮”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-2.14%/-4.28%/-6.03%/-7.24%，对比食品饮料 SW 板块的超额收益分别为-1.06%/-3.2%/-4.96%/-6.16%。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

受大盘悲观情绪影响，本周(1.15-1.19)调味发酵品/预加工食品板块迎来调整，期间对应跌幅分别为 1.88%/2.48%，对比食品饮料 SW 板块(-1.08%)，板块整体表现较弱。其中，安井食品、千味央厨、天味食品、中炬高新本周跌幅为

0.19%/9.74%/4.93%/1.85%。

本周国家统计局发布最新社零数据，其中餐饮业持续复苏，同时头部集中化趋势显著；具体来看，2023 年全国餐饮收入突破 5 万亿元，同比上升 20.4%，其中 12 月全国餐饮收入 5405 亿元，同比增长 30%，限额以上单位餐饮收入 1252 亿元，同比增长 37.7%。伴随春节消费氛围升温以及餐饮业持续复苏，加上同比去年春节错峰等因素影响，餐饮供应端动销有望获得持续改善。其中龙头安井食品积极推新品拓渠道，预计 24 年餐饮、麻辣烫、烧烤等场景有望贡献业绩增量，同时串烤类、预制菜、高端火锅料等产品或成为其业绩驱动；另一方面，安井食品本周披露拟启动公司境外发行股份（H 股），以加快公司布局海外速冻食品、火锅料市场，考虑到港交所上市要求公司控股股东变动后需要完整经营 1 个自然年度，才能提交上市申请，故预计本次申请时间要到 2025 年后。此外，本周千味央厨调整幅度较大，但我们认为公司 2024 年 Q1 表观业绩有望实现良好表现，主要原因如下：1、从 12 月餐饮结构性复苏情况看，大 B 自身增长快，叠加新品放量，故大 B 渠道有望延续快增；2、小 B 渠道在旺季催化、低基数、大单品持续增长与新品大包子铺市下，或迎来提速。

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。

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。重点推荐：诉讼达成和解、地产业务持续剥离以及改革红利逐步释放的中炬高新。

9. 烘焙茶饮产业链

佳禾食品公布 2023 年业绩预告，经初步测算，预计 2023 年公司实现归母净利润 2.53-2.79 亿元，同比增长 118.97%到增长 142.02%；Q4 预计实现归母净利润 0.47-0.73 亿元，同比减少 15.09%到增长 33.33%，我们认为主要是由于咖啡业务中现磨和精品咖啡产能受限导致咖啡营收增速放缓，从而带动净利润增速放缓，以及 C 端业务拓展销售费用增加导致净利润减少。未来随着咖啡茶饮需求的不断提升，以及公司积极新建“年产十二万吨的植脂乳化项目”和投资 6.2 亿元扩张咖啡产能，业务有望持续增长。

2023 年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，我们认为公司作为冷冻烘焙龙头，将持续受益于烘焙产品需求的提升，另外，公司持续推出新品，积极拓展商超、餐饮等新兴渠道，未来有望保持较高增速。关注：海融科技、南侨食品、佳禾食品。

10. 小餐饮连锁

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 23 年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，我们认为随着高客单价产品的陆续上市和通过外卖业务拓展中晚餐消费场景，单店收入有望进一步修复，同时加快全国扩张，门店数量有望加速增长；另外公司增加对预制菜产品的拓展，未来有望成为新的团餐增长点。关注五芳斋、绝味食品、煌上煌。

11. 代糖

23 年不同品类代糖供需差异明显，其中阿洛酮糖作为新一代甜味剂，具有无糖、低热量、加工特性优良等特点，与蔗糖甜感相近，需求快速增长。我国阿洛酮糖有望在 24 年上半年获批，若获批成功，需求将会进一步增长。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，我们认为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。

12. 餐饮

本周（1.15-1.19）SW 酒店餐饮指数周跌幅为-0.38%，对比食品饮料 SW 板块（-1.08%），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-7.61%/-7.96%/+2.37%/-1.07%/-7.10%/-8.61%/+5.79%/-0.98%/-7.76%/-3.06%/-4.06%/-3.90%。

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