

## 食品饮料行业

### 再论我国酱油C端消费升级路径，

### 探寻品类β机遇

#### 投资要点：

➤ **周专题：回顾我国酱油业量价齐升历程，品类升级系行业价格带、消费品阶向上跃迁的主要驱动力，但需求升级背后蕴含着区域分化：未来伴随消费代际的更迭、健康意识持续崛起，预计我国低线区域、下沉市场仍具备较大的升级空间，对应高品阶酱油的渗透率有望迎来进一步提升。此外，高线区域对高品阶酱油认知较为充足，未来需求主旋律依旧围绕健康化，具体包括零添加、低盐低糖低脂、有机化等，预计更高品质、更健康类产品将占据此类市场的主流；**

➤ **镜鉴日本健康型酱油崛起过程，我们认为除了匹配“降频提质”的需求趋势，恰当的高定价（相对主流价格带溢价率在50%以内）与相对更高的价值感知（如原料升级、更新鲜美味等）系其能够快速渗透的共性特征。而参照日本同业基本由绝对龙头引领品类发展，同时考虑到国情、产业特征等差异，估计我国酱油业品类升级仍会以酱油营收规模在20亿以上的头部玩家主导。**

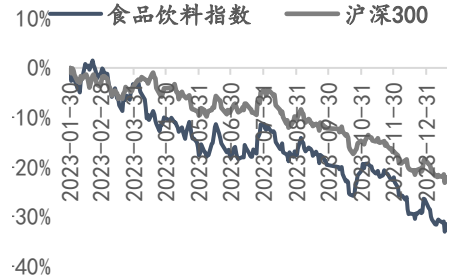
➤ **展望C端未来的品类机遇，我们认为零添加、减盐系列发展空间广阔，且产品技术高壁垒与品牌先发优势系市场玩家攫取品类红利的核心抓手。具体来看：①零添加酱油未来两年增长中枢有望保持在20%+，其中“零添加+”系列有望持续增长；②基于消费代际更迭、新生代习惯偏好改变等视角，减盐酱油在逐步接近渗透拐点，预计2025年其市场规模大概在12到20亿元；③有机酱油主要面临产品高定价、高成本、消费者认知不足等问题，目前渗透率在缓慢提升；④高性价比的高鲜酱油有望在下沉市场仍有渗透空间。**

➤ **周观点：【白酒】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】关注：珠江啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒。【软饮料】关注：养元饮品、香飘飘、东鹏饮料。【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、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、煌上煌。【烘焙茶饮链】重点推荐立高食品；关注：海融科技、南侨食品、佳禾食品。【代糖】关注：百龙创园、莱茵生物、华康股份。【餐饮】关注：呷哺呷哺、海底捞、广州酒家、同庆楼、全聚德。**

➤ **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

研究助理 周翔

邮箱：zx30222@hfzq.com.cn

#### 相关报告

《周专题|浅析我国酱油消费升级路径》2023-12-18

《中炬高新(600872.SH)覆盖报告：共振行业发展，治理结构持续优化提升未来预期》2024-1-18

## 正文目录

1 再论我国酱油 C 端消费升级路径，健康品类的增长机遇与竞争抓手.....	3
1.1 经济、人口红利驱动行业量价齐升，品类升级背后蕴含分化升级.....	3
1.2 镜鉴日本酱油业品类发展，解析健康型品类崛起共性 .....	5
1.3 掘金需求升级中的品类 $\beta$ 红利，产品高壁垒、品牌高心智系竞争抓手 .....	8
2 周观点 .....	12
2.1 白酒 .....	12
2.2 啤酒 .....	13
2.3 软饮料 .....	13
2.4 预调酒 .....	14
2.5 乳制品 .....	15
2.6 休闲食品 .....	15
2.7 保健品 .....	17
2.8 小餐饮连锁 .....	17
2.9 烘焙茶饮链 .....	17
2.10 代糖 .....	18
2.11 餐饮供应链 .....	18
2.12 餐饮 .....	19
3. 本周重要公司公告 .....	20
4. 风险提示 .....	20

## 图表目录

图表 1：我国酱油消费特征以及演绎发展复盘 .....	4
图表 2：我国酱油行业持续扩张，整体呈量价齐升 .....	5
图表 3：消费者对调味品价格关注较少 .....	5
图表 4：2020 年底我国酱油消费呈哑铃形态，未来有望持续升级 .....	5
图表 5：日本酱油品类升级复盘 .....	7
图表 6：2023 年我国酱油业市场集中度仍相对不高（市场份额测算为出厂口径） .....	8
图表 7：日本酱油业集中度高（2021 年） .....	8
图表 8：我国酱油业近十年健康化升级梳理 .....	8
图表 9：22Q1-23Q3 健康属性酱油销售额占比/% .....	9
图表 10：零添加酱油市场空间与增长中枢测算 .....	9
图表 11：居民减盐认知度与认可度不断提升 .....	10
图表 12：减盐酱油市场规模敏感度分析 .....	10
图表 13：消费者对有机酱油购买频次有所增长 .....	11
图表 14：22Q1-23Q3 健康属性酱油均价（元/升） .....	11
图表 15：重要公司公告 .....	20

## 1 再论我国酱油 C 端消费升级路径，健康品类的增长机遇与竞争抓手

在《浅析我国酱油消费升级路径》中，我们探讨了即便目前我国酱油业面临内需不足、价格内卷、增长乏力等困境，但在需求高档化升级与品类健康化迭代等共同引领下，行业主流价格带有望复刻日本同业、呈现出长期向上趋势，且预计消费均价增速将保持高于 CPI 增速。那么，当行业量价发展路径已过渡到以价值提升为主的阶段，未来什么品类有望脱颖而出并引领 C 端市场发展？以及如何看待这些升级品类的空间规模？对此，本文再度复盘日本酱油业品类升级历程，并结合我国国情，深度探讨我国主流健康型酱油未来的发展趋势、增长节奏与空间以及攫取该品类红利的竞争抓手。

### 1.1 经济、人口红利驱动行业量价齐升，品类升级背后蕴含分化升级

近半个世纪以来，我国酱油业在经济、人口红利下整体呈现出量价齐升的发展趋势；其中，酱油品类端持续升级迭代，并带动主流价格带向上，同时高品阶酱油消费占比也在不断提升。

聚焦到酱油业主要品类变迁：早期我国酱油以散装、区域化供应为主，其中白牌、低品阶酱油占据家庭消费主流。随后在 90s-2000 年左右，行业进入工业化、品牌化发展阶段，其中包装酱油开始走入千家万户；品类端，受日本酱油业影响，黄豆酱油率先跨出区域边界，向周边乃至省外扩张；而后在粤菜向省外扩张叠加海天、厨邦等品牌教育下，老抽上色、生抽调味开始逐步在全国流行，期间一、二级酱油逐步成为国内家庭主流。进入 2010 年后，伴随居民收入增长预期提升、高线城市财富效应凸显，酱油业迎来高端化、健康化发展；期间，高鲜酱油快速渗透并引领主流价格带向上跃迁，同时减盐等健康型酱油，在国家倡导、龙头积极布局下，铺市曝光率持续提升。此后，三年疫情进一步促进大众家庭健康消费意识崛起；自此，健康型酱油的需求与日俱增；据不完全统计，目前市场上主打“健康”为卖点的调味品已经占到所有产品的 30%以上。

图表 1： 我国酱油消费特征以及演绎发展复盘

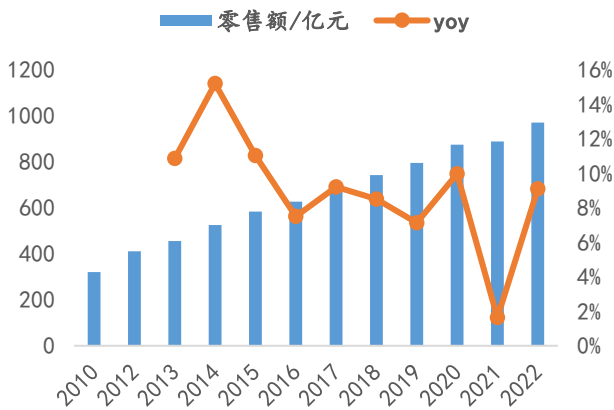


数据来源：华福证券研究所自制

行业量价齐升背后蕴含区域升级分化，我国酱油消费目前呈哑铃型。前文我们提到，2010-2020年期间我国酱油业迎来需求升级、高端化发展，其中，高鲜酱油在高线城市快速渗透带动特级品阶占比持续提升。然而，镜鉴日本1980s的酱油业（当下我国GDP、人均收入、城镇化率等与日本1980s相似，同时两国酱油消费文化共性大），其消费结构整体呈倒金字塔型，其中高档产品占比逾60%；而目前我国酱油消费档次相对偏低，酱油消费结构则整体呈哑铃型；截止2020年底，我国三级酱油消费占比依旧最大，达43%，即除了B端消费外，预计广大乡镇农村区域仍以低档酱油消费为主。

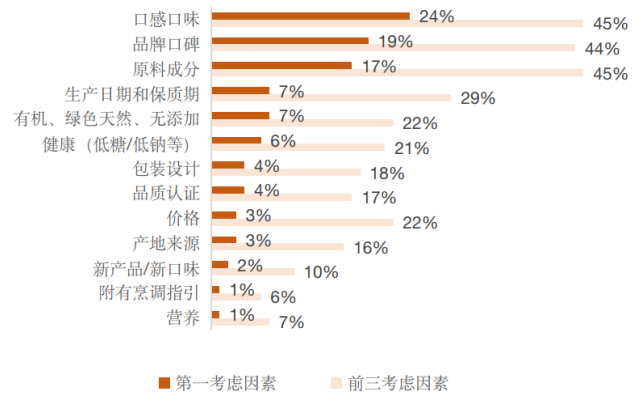
而伴随消费代际的更迭（品质生活深入新生代心智），叠加酱油具备刚需低频小单价等属性（消费者价格敏感度低），预计我国低线区域、下沉市场仍具备较大的升级空间，对应高品阶酱油的渗透率有望迎来进一步提升。此外，高线区域对高品阶酱油认知较为充足，同时需求多元化、场景细分化等消费特征更突出，进而催生出许多概念型、功能型酱油；但我们认为高线市场需求主旋律依旧围绕健康化，具体包括零添加、低盐低糖低脂、有机化等，预计更高品质、更健康类产品将占据此类市场的主流。

图表 2：我国酱油行业持续扩张，整体呈量价齐升



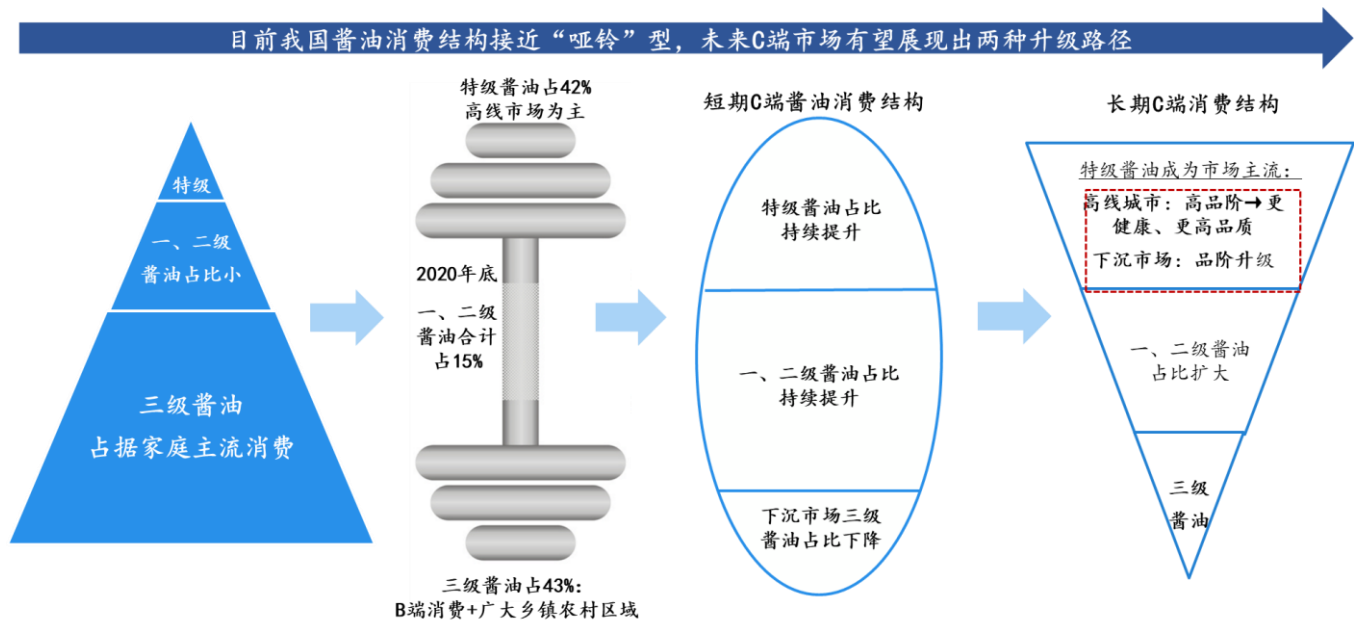
数据来源：调料家，欧睿，前瞻产业研究院，天猫&李锦记&联蔚《酱油行业趋势洞察报告》，华福证券研究所

图表 3：消费者对调味品价格关注较少



数据来源：勤策《中国酱油行业发展趋势》，华福证券研究所

图表 4：2020 年底我国酱油消费呈哑铃形态，未来有望持续升级



数据来源：中国调味品协会，勤策《中国酱油行业发展趋势》，华福证券研究所

### 1.2 镜鉴日本酱油业品类发展，解析健康型品类崛起共性

首先，我们回顾了日本酱油业近半个世纪的品类发展。早在上世纪 70-80 年代，日本酱油业人均消费量达到巅峰，同时基本实现高端化，其中特级酱油已成为家庭端消费主流。伴随大阪世运会成功举办，健康消费思潮开始在日本兴起，并迅速席卷至酱油市场；同时，龟甲万等行业龙头也在积极布局、推动。最终，在健康型需求崛起、龙头推陈出新下，更高端、更健康类产品相继出现，如低盐、丸大豆、有机、鲜榨酱油等；它们在卡位更高价格带的同时，凭借高感知价值展现出阶段性品类β红利。

- 1980s，日本家庭生活富足、思想开放；期间，饮食消费端迎来多元化发展的同时，健康化思潮开始席卷酱油业。例如，日本传统日料油盐含量高（人均每日盐分摄入量远高于 WHO 推荐量），而过度的盐分容易诱发高血压、中风等疾病，进而给政府和家庭都带来较大的医疗财政压力；故在国家号召、健康思潮兴起下，减盐运动开始在日本国内兴起。再配合行业领导者龟甲万的积极推动（早在 1965 年提前布局），低盐、减盐酱油（盐含量 $\leq$ 90mg/ml）开始向大众家庭端快速渗透；而其所推的减盐系列在 1976-1983 年间增长 7 倍，年销售量达 0.5 万 KL。进入 90s，低盐酱油产量持续增长至 2 万 kl 以上，份额达 2%。
- 1990s，日本酱油业在原料端开启健康化升级，其中丸大豆酱油在内需低迷、供给优化下逆势崛起。首先，日本销量高峰期以采用豆粕酿造的酱油为主；而进入 90 年代后，日本家庭酱油消费低迷，行业量价承压。期间，生产原料采用完整大豆的丸大豆酱油应运而生；在有效的品宣教育下，消费者高度认可其品质价值，这也是使得丸大豆酱油得以逆势快速渗透。以龟甲万的特选丸大豆酱油为例，上市初定价为 40 日元/100ml（同期主流价格带约 28 日元/100ml），溢价率约 40%，渠道推力充足（高附加值保证渠道货架铺货率）；该产品也被成功打造为畅销的长线大单品，截止 2010 年累计销量 7 亿 L。行业整体产量也从 90s 不到 2 万 kl 一度扩增至 2008 年高峰 10 万 kl；截止目前，日本国内酱油中 18.6%由纯大豆酱油构成。
- 2000s：日本有机酱油掀起行业第二轮原料升级热。在有机种植、有机食品如火如荼地发展下，酱油龙头开始率先布局有机酱油，如龟甲万 1998 年顺势推出特选有机酱油。2000 年后，伴随日本有机认证制度落地、监管成熟、行业持续出清，有机健康的理念逐步被消费者认知所认同；再以龟甲万特选有机酱油为例，2004 年零售价为 49-55 日元/100ml，较均价溢价率高达 50%+。自此，有机酱油进入发展快车道，其中产量快速攀升至 2006 年的 6700 吨，02-06 年 CAGR 达 43.05%。但受限于有机作物种植面积、超高端市场体量等，有机酱油产量稳定在 6000 吨。
- 2010s，鲜榨酱油在家庭端放量，持续强化行业“提质”的趋势。日本经济温和复苏、通缩有所缓解，cpi 转正后震荡向上；但消费税率的抬升明显冲击了私人消费，叠加老龄化、家庭小型化趋势，消费端低频高价特征

进一步凸显。因此，消费者对酱油的口感新鲜、营养健康提出了更高要求，并进一步强化了酱油业“提质升级”的趋势；例如，鲜榨酱油开始在家庭端迅速渗透、普及。以龟甲万的“生”系列为例，大单品售价约 49 日元/100ml，大概高于主流价格带 30%，22 财年单品销售额超 7 亿。而鲜榨酱油在家用市场的销售占比，也从 2011 年的 6% 提升至 2015 年的 23%。同时，一些多容器（密封瓶、喷雾式、木桶）、多规格酱油进入市场。

**图表 5：日本酱油品类升级复盘**

时间线	1980-1990	1991-2000s	2001-2010	2011-2022
品阶消费结构	1985 年特级/上级/标准=64.3%:27.1%:8.9%	1996 年特级/上级/标准=67.6%:25.6%:6.8%	/	2018 年特级/上级/标准=75.7%:21.6%:2.7%
竞争环境	82 年厂商数 3000 家，CR5 产量约 50%，其中龟甲万 30%	92 年减少至 2105 家，95 年进一步减少至 1883 家	产能不断出清，从 2001 年 1607 家减少至 2010 年 1447 家	12 年 1364 家减少到 20 年 1108 家；CR6 产量占 60%，CR15 占 75%
升级品类	低盐&减盐酱油	丸酱油、日料所用高附加值酱油	有机酱油；多规格酱油	鲜榨酱油；多容器（密封瓶、喷雾式、木桶）
价格定位（日元/100ml）	22 年龟甲万减盐系列定价 41.6-58	龟甲万 90 年上市首款特选丸大豆定价 40，93 年上市的特选减盐丸大豆 53	2004 年龟甲万特选有机酱油零售价 49-55	22 年龟甲万生系列核心单品 49
规模扩张	96-98 年期间产量超 2 万 kl，预计占总销量 2%	93/-94 年销售逆势增长：产量占比 2%→近 6%	产量从 02 年 1600 吨增长至 06 年 6700 吨，期间 CAGR 为 43.05%	11-15 年，销售额增长 2.6 倍，在家庭市场的销售占比从 6%-23%。
备注	2015 年健康类酱油出货量占 40%，则预计销售端能占 50%-60%			

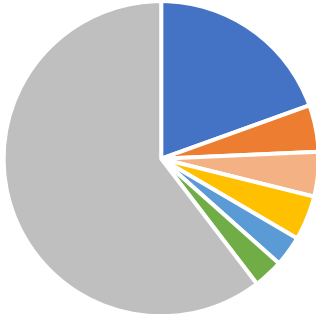
数据来源：日本酱油协会，夏恒连《日本酱油、醋需求动向》，包启安《日本酱油工业近况及动向》，励晔《日本酱油发展趋势》。36 氪，日本食粮新闻，广告朝日新闻，华福证券研究所

前面我们在《浅析我国酱油消费升级路径》解析了日本酱油业长期高端化发展的背后，主要系消费端健康需求崛起、龙头品类创新的引领以及历次消费税的提振等；而聚焦新品类崛起逻辑，我们认为除了匹配“降频提质”的需求趋势，恰当的高定价（相对主流价格带溢价率在 50% 以内）与相对更高的价值感知（如原料升级、更美味新鲜等）系其阶段性快速渗透的共性特征。

此外，日本酱油龙头龟甲万基本扮演了每一轮品类升级的引领者；我们认为主要系日本市场纵深小、居民恩格尔系数低、生产端集中度高以及销售渠道集中等，龙头的先发优势被充分放大。具体而言，早在 1982 年日本酱油业 CR5 产量约 50%，其中龟甲万份额达 30%，业内厂商数量逾 3000 家；而伴随需求发展呈“低频高质”的趋势，家庭小作坊不断出清，截止 2021 年，酱油加工厂数量已降至 1066 家，CR3 达 52.6%。但不同于日本，我国市场纵深大、区域分化明显、行业集中度相对不高（我们测算得 2023 年我国酱油市场 CR6 约 39.6%，其中龙头海天味业份额约 20%），且销售渠道仍在不断变革中；因此，预计我国酱油业品类升级未必会完全复刻日本，由绝对龙头全方位引领；但估计仍会以酱油营收规模在 20 亿以上的龙头主导。

**图表 6：2023 年我国酱油业市场集中度仍相对不高（市场份额测算为出厂口径）**

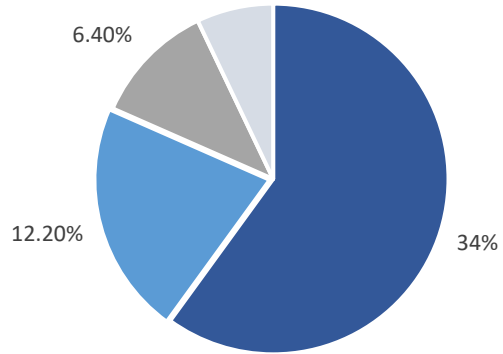
■海天味业 ■中炬高新 ■李锦记 ■欣和  
■千禾味业 ■东古酱油 ■其他



数据来源：wind，公司公告，天猫&李锦记&联蔚《酱油行业趋势洞察报告》，调料家，东古酱园文化，欧塞思，预制菜在线，华经产业研究院，澎湃新闻，刊实咨询，华福证券研究所

**图表 7：日本酱油业集中度高（2021 年）**

■龟甲万 ■公司A ■公司B ■公司C



数据来源：龟甲万官网，2022 年龟甲万报告，华福证券研究所；

### 1.3 掘金需求升级中的品类β红利，产品高壁垒、品牌高心智系竞争抓手

前面我们大致探讨了我国酱油业品类升级历程，而聚焦到近十年：继高鲜品类崛起后，消费者健康意识觉醒与健康运动的兴起，推动健康型酱油在家庭端快速渗透。其中，零添加酱油在 22 年添加剂舆情等催化下快速渗透，并一举成为近年行业健康化升级的主线品类，且相较需求多元化、场景细分化催生的一系列功能型、概念型酱油，“零添加+”系列更有望成为高线市场的长线产品；同时，减盐系列近年也成为诸多市场玩家争相布局的新高地，短期有阻力，长期空间大；而有机酱油目前面临产品超高端定位与消费者感知价值不匹配等问题；最后，我们认为高性价比的高鲜酱油在下沉市场仍具备较大的渗透空间。

**图表 8：我国酱油业近十年健康化升级梳理**

类别	定义	标准	零售定价	产品周期
零添加酱油	具体指只采用黄豆、小麦、食用盐、白砂糖和酵母提取物或食用酒精酿造而成的酱油。且不含防腐剂、味精、着色剂、甜味剂和增味剂。	/	8.9-12.8 元/500ml 接近、略高于主流价格带	成长期加速渗透
减/低盐酱油	以大豆和/或脱脂大豆、小麦和/或小麦粉和/或麦麸为主要原料，经微生物发酵后，通过减盐技术，与参考酱油（19g/100ml）相比食盐含量减少 25%以上（低盐酱油含盐量≤9g/100ml）酿造而成的酱油。	团体标准	7.9-11.8 元/500ml 接近、略高于主流价格带	成长初期缓慢渗透
有机酱油	指采用有机原料酿制且生产环境、生产工艺存在严格标准的酱油。有机酱油产品包装上包含有机编码认证，在产品检测过程中也不得检出任何农残。	国家认证标准	约 50 元/500ml 远高于主流价	成长初期缓慢渗透
高鲜酱油	指氨基酸氮含量超 1.2g/100ml 的高品质酿造酱油。	/	7-10 元/500ml 接近主流价格带	成长中后期渗透放缓

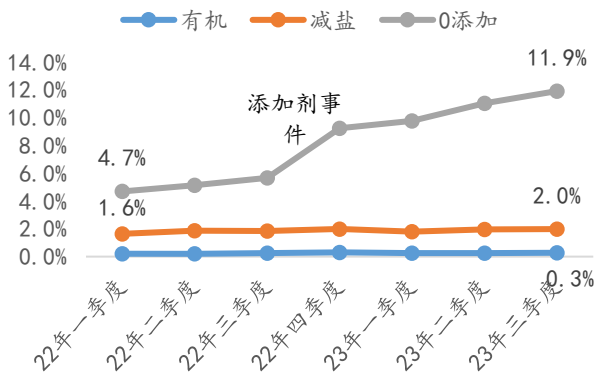
数据来源：京东，中国调味品协会，华福证券研究所



具体来看：

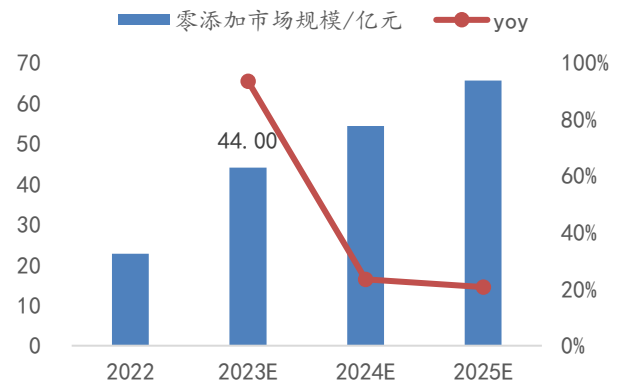
- 作为近年行业健康化升级的主线，零添加酱油既具备持续渗透的必然性（千禾味业 2007 年开始布局，持续投入消费者教育），又存在突发崛起的偶然性；即在酱油添加剂舆情的催化下，零添加酱油成功跨越渗透率拐点并迎来快速增长。而究其原因：我们认为添加剂、双标等内容更容易引起抵触情绪与病毒式传播，而在消费者反向思考下，零添加酱油便成为其决策最优项。且由于不含增色剂、鲜味剂和防腐剂，零添加酱油容易出现整体口味不协调、鲜味不足以及口感偏咸、偏涩等问题。因此，无论是产品壁垒还是品牌先发优势都使得千禾味业成为本次零添加品类红利中的最大受益方。而展望零添加酱油未来发展与空间，我们首先测算得该品类 23 年市场规模（零售口径）约 44 亿元，且假设未来两年零添加销售渗透率每年提升 2pcts，酱油零售市场保持 5% 的复合增速，预计零添加品类未来两年增长中枢保持在 20%+。此外，伴随健康化需求持续升级与酱油龙头纷纷布局零添加，该品类有望迎来持续扩充，例如零添加减盐系列，零添加低脂低糖系列等。

图表 9：22Q1-23Q3 健康属性酱油销售额占比/%



数据来源：马上涨，华福证券研究所

图表 10：零添加酱油市场空间与增长中枢测算

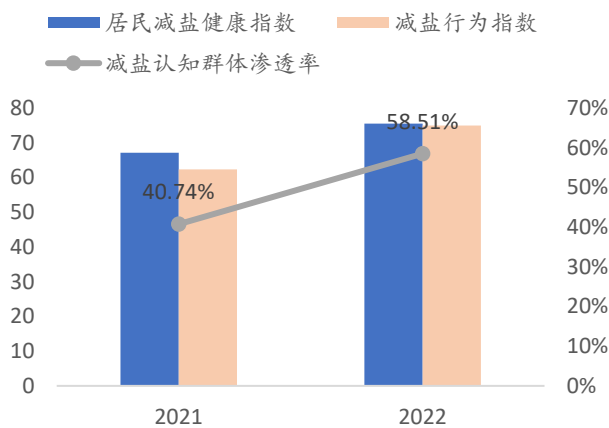


数据来源：马上涨，天猫&李锦记&联蔚《酱油行业趋势洞察报告》，华经产业研究院，华福证券研究所

- 伴随国家积极号召，大众减盐健康意识的觉醒与减盐运动的兴起，酱油作为日常饮食中盐分的重要来源（食用 1 汤匙约 15 mL 的酱油就能达到 WHO 推荐的每日钠摄入量的 38%），近年也迎来低盐化发展；同时海天、李锦记等龙头积极布局，进一步促进低盐酱油快速渗透；根据《尼尔森 2020 零售数据》显示，2020 年该品类市场增速达 82%。然而，低盐酱油一方面难以平衡或协调咸味和鲜味的技术难题，另一方面还面临消费者口味短期难以更

改等需求痛点，这也导致低盐酱油仍未跨越渗透拐点，市场规模整体偏小。具体而言，我们根据马上赢数据测算得，22 年减盐酱油在零售端市场规模接近7亿元。但可喜的是，消费代际的更迭（根据“茶米油盐”生活小趋势显示，95 后家庭平均比 85 后每天少吃 3 克盐）、减盐技术的精进以及消费人群细分化等在不断促进减盐品类的发展，而且我们通过敏感度分析预计 **2025 年减盐酱油零售端市场大概在 12 到 20 亿元**。最后关于品类大单品，自李锦记 2009 年布局低盐系列以来，其薄盐生抽蝉联多年低盐品类销量冠军，近三年每年的销售量增速超 30%，目前市场份额超 60%，**产品技术、品牌心智等先发优势显著**。

图表 11：居民减盐认知度与认可度不断提升



数据来源：天猫&李锦记&联蔚《酱油行业趋势洞察报告》，华福证券研究所

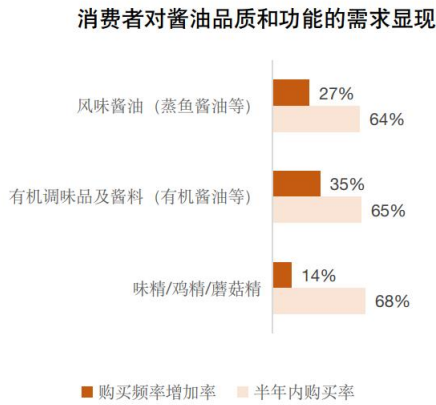
图表 12：减盐酱油市场规模敏感度分析

减盐市场规模 敏感性分析	减盐、低盐酱油 2025 年渗透率				
	3%	3.5%	4%	4.5%	
C 端市场 2022-25 年 CAGR	3%	12.1	14.1	16.1	18.1
	4%	12.4	14.5	16.6	18.6
	5%	12.8	14.9	17.1	19.2
	6%	13	15	18	19.7

数据来源：马上赢，天猫&李锦记&联蔚《酱油行业趋势洞察报告》，华福证券研究所

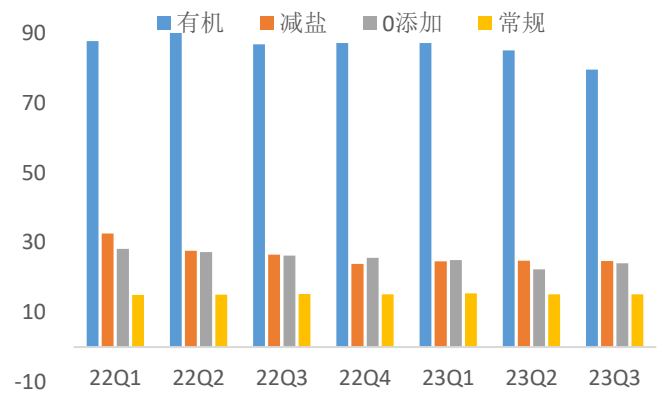
- 在近年健康消费崛起的趋势下，食品有机化同样是重要主题之一，而对应的有机酱油近年也在稳步增长；例如，根据香港贸发局的调查，2017 年内地消费者有机酱油的购买频率平均有 30% 的增长。具体而言，有机酱油主要由有机原料酿制而成，生产环境、生产工艺等标准高，且必须在具备国家有机认证后方能上市，故生产端诸多环节普遍面临较高的成本压力，进而拔高了有机酱油的价格定位（定价远高于主流价格带）。但大众消费者的感知价值依旧与产品超高定价不匹配，进而导致有机酱油目前仍处于渗透率缓慢提升阶段。

图表 13: 消费者对有机酱油购买频次有所增长



数据来源: 香港贸发局, 天猫&李锦记&联蔚《酱油行业趋势洞察报告》, 华福证券研究所

图表 14: 22Q1-23Q3 健康属性酱油均价 (元/升)



数据来源: 马上赢, 华福证券研究所

- 前文我们提到高鲜酱油系 2015 年前后酱油业消费升级的主线, 预计其市场规模已达到 120 亿以上。尽管高鲜酱油在高线城市渗透率较高, 消费者认知比较充分, 但目前我国广大乡镇区域仍以低档酱油消费为主, 未来品阶升级空间广阔。伴随消费代际的更迭、品质生活深入新生代家庭心智, 叠加酱油具备消费频次低、价格敏感度相对不高等特征, 我们认为高鲜酱油在下沉市场仍具备较大的增长空间, 尤其是定位低于健康型酱油的高性价比产品。

总结: 回顾我国酱油业、日本同业品类发展历程, 我们得出以下启示: ①未来 C 端酱油升级背后蕴含着区域分化; 预计高品阶酱油在下沉市场占比有望提升, 而高线区域的需求主旋律依旧围绕健康化, 预计更高品质、更健康型酱油或继续渗透; ②对于日本健康型酱油, 我们认为除了匹配“降频提质”的需求趋势, 恰当的高定价 (溢价率在 50%以内) 与更高的价值感知 (如原料升级等) 系其实现逆势渗透的共性特征; ③估计我国酱油业品类升级不一定以龙头全面引领, 但仍会以酱油营收规模在 20 亿以上的头部玩家主导。

展望 C 端未来的品类机遇, 我们认为零添加、减盐系列发展空间广阔, 且产品技术高壁垒与品牌先发优势系市场玩家攫取品类红利的核心抓手。具体来看: ①零添加酱油未来两年增长中枢有望保持在 20%+, 其中“零添加+”系列有望持续增长; ②基于消费代际更迭、新生代习惯偏好改变等视角, 减盐酱油在逐步接近渗透拐点, 预计 2025 年其市场规模大概在 12 到 20 亿元; ③有机酱油主要面临产品高定价、高成本、消费者认知不足等问题, 目前渗透率在缓慢提升; ④高性价比的高鲜酱油有望在下沉市场仍有渗透空间。

## 2 周观点

### 2.1 白酒

本周白酒 SW 指数上涨 0.02% (沪深 300 指数+1.96%)，近一月白酒 SW 指数-3.76% (沪深 300 指数+0.27%)，当前白酒板块 PE (TTM) 为 23.58X，变化不大。具体来看，五粮液 (+1.64%)、今世缘 (+1.37%)、山西汾酒 (+0.93%) 本周有所上行。

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 4.36 万亿元，同比增长 7.4%，环比增长 0.42%。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 23.09 亿元，超过过去六年全年。

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。

个股方面，本周水井坊发布 2023 年主要经营数据，2023 年公司预计实现营收 49.5 亿元，同比增长 6%；预计实现归母净利润 12.7 亿元，同比增长约 4%，全年来看公司收入与利润均较上一年度保持增长，完成了年初制定的全年经营目标，在 23Q3 的基础上延续复苏态势。

顺鑫农业 2023 年预计实现营收 100-110 亿元，同比下降 6%-14%；预计 23 年归母净亏损 3.7-2.5 亿元，22 年亏损 6.7 亿元；预计 23 年扣非净亏损 6.5-5.5 亿元，22 年亏损 6.7 亿元。公司亏损较上年同期减少，主要系：1) 白酒以外的其他业务受市场环境变化及行业周期性的影响，产品销售价格持续低迷，亏损较大。另外，顺鑫佳宇 23 年出售两栋楼宇资产产生的税费对报告期净利润产生较大影响。2) 23 年公司非经常性损益预计约为 2.8 亿元，主要因出售顺鑫佳宇 100% 股权产生。公司完成对地产业务的剥离后，未来公司聚焦白酒、猪肉两大业务，战略清晰，预计公司盈利稳定性将稳步提升。

23Q4 酒企陆续开启开门红，但由于 24 年春节较晚，叠加渠道端信心偏弱，备货更为谨慎，当前多数酒企节奏略慢于去年，节后或有持续回补。在国民收入仍在持续恢复、需求预期较低的背景下，经销商普遍关注产品的自然动销大于短期利润，品牌力强和性价比效应进一步凸显。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。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。

## 2.2 啤酒

本周，啤酒板块涨跌幅为+0.25%，对比食品饮料板块（-0.36%），超额收益为+0.61%，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+1.78%/-2.51%/0%/-1.83%/+1.05%/-3.31%。

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) 增效改革叠加大单品逻辑的**燕京啤酒**。

## 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-5.05%/-2.26%/-7.88%/-0.13%/-0.27%/+5.41%，对比食品饮料板块的超额收益分别为-4.69%/-1.9%/-7.52%/+0.23%/+0.09%/+5.77%。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 $\alpha$ 而非板

块 $\beta$ ，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。

另外，东鹏饮料发布 23 年业绩预告，公司 2023 年实现营收 110.57-113.12 亿元，同比增长 30-33%，实现归母净利润 19.89-20.61 亿元，同比增长 38-43%；实现扣除非经常性损益的净利润 18.25-18.93 亿元，同比增长 35-40%。按照预告，预计公司 Q4 营收约为 24.16-26.71 亿元，同比增长 29.8%-43.5%，归母净利润约为 3.33-4.05 亿元，同比增长约 21.2%-47.4%。我们认为公司当前赛道优势显著，且大单品高增态势不变，预计业绩成长性和确定性可以持续。

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**。

## 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。

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 为 20 倍，建议关注。

## 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 1.23%/0%/4.21%/1.17%/-1.91%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 1.59%/0.36%/4.57%/1.52%/-1.55%。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 17 日，根据 wind 数据，我国主产区生鲜乳均价 3.65 元/公斤，周环比/周同比分别为-0.30%/-11.00%；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 19 日，国产/国外婴幼儿奶粉品牌零售价分别为 225.34/269.82 元/公斤，中老年奶粉价格 105.72 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-5.32%/-3.36%/-10.16%/4.65%/0.87%，对比食品饮料板块的超额收益分别为-4.96%/-3%/-9.8%/5.01%/1.23%。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，受新品鹌鹑蛋（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节庆时节，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“叮嘀叮嘀”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-1.56%/-7.08%/-0.55%/-0.23%，对比食品饮料板块的超额收益分别为-1.2%/-6.72%/-0.19%/0.13%。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 小餐饮连锁

煌上煌发布 2023 年业绩预告，预计实现归母净利润 6500~7500 万元，同比+111%~143%，实现扣非后净利润 4300~5300 万元，同比+913%~1148%。门店端：公司加快门店拓展，同时通过线上+线下相结合经营模式，实现消费场景多元化，单店平均销售业绩改善。成本端，23 年 Q2 以来，公司受益于国内鸭副产品等主要原材料价格出现下行，肉制品综合毛利率稳步回升，预计带动公司整体综合毛利率同比+2pcts 以上。费用端，公司加速门店渠道转型，优化直营店管理，门店租赁费、市场促销费用同比减少，同时公司加强内部经营管理，因此期间费用同比下降。

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，关注五芳斋、绝味食品、煌上煌。**

## 2.9 烘焙茶饮链

南侨食品公布 2023 年 12 月业绩简报，实现营收 2.94 亿元，同比+3.45%；实现归母净利润 0.56 亿元，同比+205.15%，归母净利率为 19.2%。另外，南侨食品 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大幅提升。

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，关注：海融科技、南侨食品、佳禾食品。**

## 2.10 代糖

随着社会整体消费观念的改变和生活水平的提高，消费者的饮食逐渐由温饱型向营养型、保健型转变，因此功能性糖醇作为低热量、不致龋齿、对人体健康有益的天然代糖，需求逐步提升，被广泛用于食品、饮料、日化等领域，全球功能性糖醇产品市场规模持续增长。另外，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，并且与蔗糖甜感相近，需求快速增长，我国阿洛酮糖也有望在 24 年上半年获批。

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 餐饮供应链

本周（1.22-1.26）调味发酵品/预加工食品板块继续调整，期间对应跌幅分别为 1.29%/11.17%，对比食品饮料板块（-0.36%），板块整体表现较弱。主要标的表现方面，安井食品、千味央厨、天味食品、中炬高新本周跌幅分别为 15.32%/4.91%/2.43%/6.37%；其中，安井食品本周股价调整幅度较大，预计主要受大盘悲观情绪以及公司上周披露拟启动公司境外发行股份（H 股）等事件影响。

本周，天味食品、千禾味业披露 2023 年业绩预告。其中，天味食品全年圆满收官，Q4 营收符合预期，业绩迎来提速同时盈利能力实现改善；具体来看，公司单 Q4 预计营收同增 17%，归母净利润同增约 32%，扣非归母净利润同增约 53。同时，千禾味业在 23 年酱油业挑战重重背景下实现全年业绩高增，盈利能力明显改善；具体看，公司单 Q4 归母净利润预计同比-22%~+22%，扣非归母净利润预计同比约-22%~+21%。此外，本周四晚安井食品披露控股股东承诺不减持公司股份公告，具体如下：控股股东国力民生自愿承诺自本告知函出具之日起五年，即 60 个月内（自 2024 年 1 月 25 日至 2029 年 1 月 24 日）不以任何方式减持其持有的安井食品公司股份；目前国力民生持有公司无限售流通股约 7332 万股，持股比例为 25%。预计一定程度上能缓解悲观预期。且从基本面来看，春节消费氛围升温、餐饮业持续复苏，冻品预制菜动销或不断改善，预计行业龙头安井食品 1 月动销转旺趋势明确。展望 24 年，公司主业稳步增长，同时餐饮、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。

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、动销提速、估值性价高（上市以来的估值底部）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。

## 2.12 餐饮

本周（1.22-1.26）SW 酒店餐饮指数周跌幅为-1.73%，对比食品饮料板块（-0.36%），表现略弱，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-0.58%/-0.79%/+4.35%/-4.77%/+0.00%/-0.23%/-7.31%/-1.77%/-2.69%/-2.70%/-2.69%/-5.63%。

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。根据美国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。

### 3. 本周重要公司公告

图表 15：重要公司公告

公司名称	内容
天味食品	2023 年，公司预计实现营收 31.5 亿元，同增约 17%；实现归母净利润 4.5 亿元，同增约 31%，实现扣非归母净利润近 4 亿元，同增约 36%。其中，公司单 Q4 预计实现营收 9.1 亿元，同增 17%；实现归母净利润 1.3 亿元，同增约 32%，实现扣非归母净利润近 1.1 亿元，同增约 53%。
千禾味业	2023 年，预计公司 2023 年度实现归母净利润 5.09~5.78 亿元，同比增长 48%~68%；实现扣非归母净利润 5.08~5.75 亿元，同比增长 50%~70%。其中，公司单 Q4 预计实现归母净利润 1.22~1.91 亿元，同比-22%~+22%；实现扣非归母净利润 1.3 亿元，同比约-23%~+21%。
安井食品	安井食品近日收到公司控股股东福建国力民生出具的《关于自愿承诺不减持公司股份的告知函》，具体如下：国力民生自愿承诺自本告知函出具之日起五年，即 60 个月内（自 2024 年 1 月 25 日至 2029 年 1 月 24 日）不以任何方式减持其持有的安井食品公司股份；目前国力民生持有公司无限售流通股约 7332 万股，持股比例为 25%。

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