

## 食品饮料行业

### 周专题：对标奢侈品看高端白酒

### 强于大市(维持评级)

#### 投资要点：

➤ **周专题：从收益率角度看**，奢侈品板块投资回报表现领先，过去五年跑赢标普全球1200可选消费指数36pct，跑赢除信息科技以外的其他MSCI一级板块。**从基本面看**，上世纪90年代开始奢侈品市场整体保持了长期稳健的增长势头，在2008年的金融危机和今年的新冠疫情后，都表现出了较好的反弹和持续增长的能力，穿越周期，保持韧性。对标白酒板块，我们发现奢侈品与白酒行业在格局变化上存在共性，包括头部品牌势能的持续提升、轻奢与次高端白酒共同面临的竞争和压力等。追溯原因，虽然白酒与奢侈品消费场景与人群有一定区别，但白酒消费与奢侈品消费本质上满足的都是精神层面的社会身份认知感和自我认可。

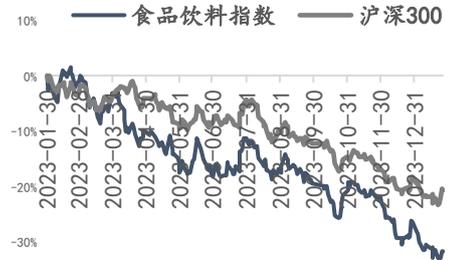
➤ **价格端**，爱马仕经典款Birkin与茅台提价历程相似，价格增长基本符合全球经济走势，且Birkin与飞天都可化作有力拉动公司其他产品销售的市场砝码。捆绑销售虽然会造成购买成本上升，但在合理范围内未必损伤品牌，甚至不一定损伤渠道利润。相较于爱马仕稳健的价格增长，香奈儿是过去三年涨价幅度最高的奢侈品牌之一，提价更为激进。除通胀、成本上涨以外，战略层面关注客单价，聚焦高端消费人群是涨价策略的核心驱动因素。

➤ **报表端**，本轮疫情中，品牌更聚焦的爱马仕受损最小，疫后复苏表现也较优。对标奢侈品，茅台报表端疫情期间和疫后均保持双位数正增长，预计系渠道弹性帮助报表顺滑所致。参考奢侈品表现，预计茅台压力顺滑延迟，短期或导致营收增速下行，但长期看预计会与奢侈品一样具备增长强韧性。最后，奢侈品长期估值水平较高，基于茅台与奢侈品在诸多方面的共性，考虑到茅台当前的估值水平较2018年至今的均值已下探26%，接近爱马仕18年至今最低估值较均值下调的32%幅度，我们认为当前茅台估值已具备较高安全垫。

➤ **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。

#### 一年内行业相对大盘走势



#### 团队成员

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

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

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

#### 相关报告

《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

《伊利股份|深度：寡头竞争差异化加速，千亿伊利剑指全球》

## 正文目录

1	周专题：对标奢侈品看高端白酒	3
1.1	收益率：奢侈品板块整体表现领先	3
1.2	基本面：穿越周期，奢侈品品牌疫后迎来强势反弹	4
1.2.1	行业整体：全球奢侈品市场强势复苏，我国奢侈品市场持续修复	4
1.2.2	行业格局：与白酒相似，行业集中度持续提升，次高端白酒与轻奢承压	5
1.3	量的控制：奢侈品与茅台先天与后天稀缺性的形成	6
1.4	价的控制：从爱马仕及香奈儿经典款看茅台价格	7
1.5	报表端与估值端：韧性增长，不应被低估	11
2	周观点	13
2.1	白酒	13
2.2	啤酒	14
2.3	软饮料	14
2.4	预调酒	15
2.5	乳制品	16
2.6	休闲食品	17
2.7	保健品	18
2.8	餐饮产业链	18
2.9	烘焙茶饮链	19
3.	风险提示	20

## 图表目录

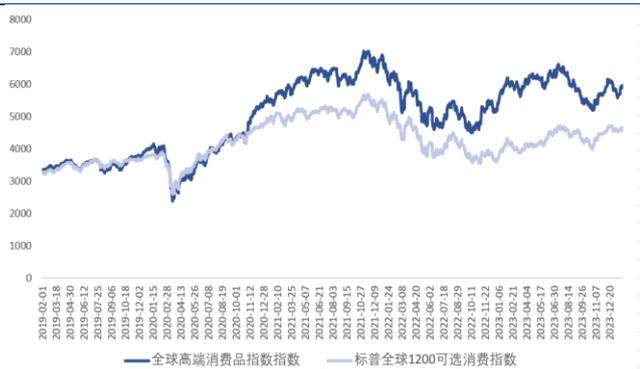
图表 1:	过去五年高端消费品与可选消费指数变化	3
图表 2:	高端消费品较标普可选消费	3
图表 3:	全球高端消费品过去五年表现领先	3
图表 4:	全球奢侈品市场规模（十亿欧元）	4
图表 5:	中国内地奢侈品市场规模（亿元人民币）	4
图表 6:	2023 年中国内地奢侈品市场同比变化	4
图表 7:	奢侈品行业 CR10	5
图表 8:	我国二手奢侈品市场规模（亿元）	6
图表 9:	我国二手奢侈品市场轻奢品牌占比下滑	6
图表 10:	茅台基酒向成品酒转化测算	7
图表 11:	2023-2030 年茅台成品酒测算	7
图表 12:	2022 年奢侈品各板块销售额同比增速	8
图表 13:	12 年后茅台批价与宏观经济脱钩	8
图表 14:	茅台价格增长逻辑	8
图表 15:	飞天茅台提价复盘	9
图表 16:	爱马仕 Birkin 价格走势	9
图表 17:	爱马仕 Birkin 价格增速与全球经济走势	9
图表 18:	香奈儿 Classic Flap 美国市场价格走势	10
图表 19:	香奈儿疫情以来持续提价（中国市场）	10
图表 20:	中国个人奢侈品市场销售额（亿元）	11
图表 21:	奢侈品消费者人均消费变化（万元）	11
图表 22:	贵州茅台与奢侈品品牌营收增速及 PE 对比	12
图表 23:	贵州茅台与奢侈品品牌 2018 年至今月度 PE 对比	12

## 1 周专题：对标奢侈品看高端白酒

### 1.1 收益率：奢侈品板块整体表现领先

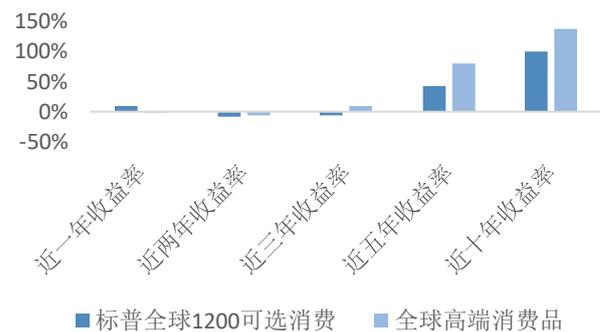
奢侈品板块投资回报表现领先，过去五年跑赢标普全球 1200 可选消费指数 36pct，跑赢除信息科技以外的其他 MSCI 一级板块。标普全球高端消费板块包含来自个人奢侈品、豪华汽车等细分行业的 80 个全球标的，前五大成分股分别为爱马仕、历峰集团、LVMH、法拉利、奔驰公司。对标标普全球 1200 可选消费指数，奢侈品板块投资回报表现除近一年期以外，持续优于全球可选消费。具体来看，过去五年高端消费品板块投资回报率为 79%，跑赢标普全球 1200 可选消费指数 36pct；过去十年高端消费品板块投资回报率为 136%，跑赢标普全球可选消费指数 36pct，表现稳定。对标 MSCI 一级板块，过去五年内奢侈品板块投资回报高于除信息科技以外的其他板块；对标 MSCI 二级板块，过去五年内奢侈品板块投资回报率位列第五名。

图表 1：过去五年高端消费品与可选消费指数变化



数据来源：Wind, 华福证券研究所

图表 2：高端消费品较标普可选消费



数据来源：Wind, 华福证券研究所

图表 3：全球高端消费品过去五年表现领先

	近一年收益率	近两年收益率	近三年收益率	近五年收益率
标普全球可选消费	10%	-8%	-5%	42%
全球高端消费品	-2%	-6%	10%	79%
全球电信业务	23.4%	-5.9%	-4.3%	37.0%
全球金融	4.4%	-3.3%	21.6%	25.3%
全球公用事业	-4.5%	-8.0%	-4.0%	8.3%
全球能源	-0.6%	11.0%	64.9%	12.6%
全球日常消费品	-0.5%	-4.5%	5.0%	21.2%
全球工业	12.8%	8.7%	19.5%	46.7%
全球信息科技	38.5%	15.8%	31.6%	160.8%
全球非日常消费品	8.7%	-8.1%	-10.9%	44.7%
全球医疗保健	5.4%	4.9%	11.4%	46.9%
全球原材料	-6.5%	-9.5%	-2.0%	25.5%

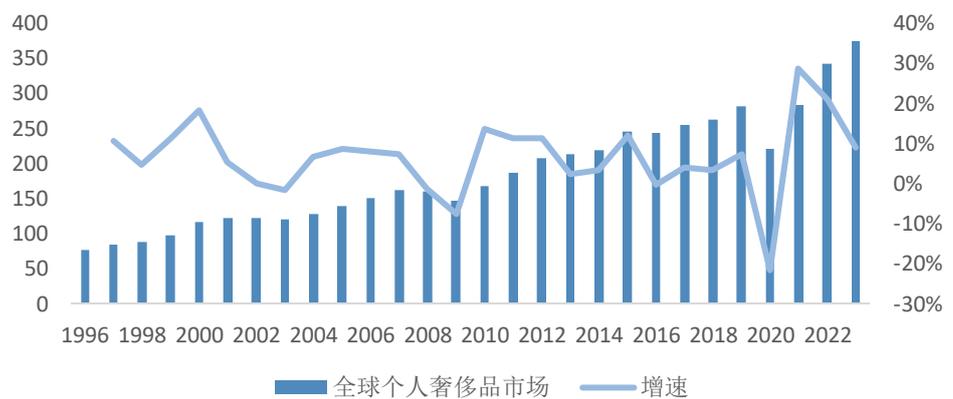
数据来源：Wind, 华福证券研究所

## 1.2 基本面：穿越周期，奢侈品品牌疫后迎来强势反弹

### 1.2.1 行业整体：全球奢侈品市场强势复苏，我国奢侈品市场持续修复

**穿越周期，韧性前行。**复盘全球奢侈品市场，21 世纪奢侈品平民化以来，奢侈品市场持续发展，08-09 年金融危机后，中国奢侈品消费加速扩容推动全球奢侈品市场快速发展，2000-2019 年市场规模 CAGR 约 5%。2020 年受疫情影响，全球 GDP 增速为-3.1%，美国全年经济萎缩 3.5%，是美国经济自 2008 年国际金融危机以来首次出现全年萎缩，为二战结束以来最差表现。受疫情影响，全球奢侈品市场规模出现萎缩，2020 年同比下降 22%。但随着各国疫情防控放开，奢侈品市场 21-22 年迅速反弹，同比分别增长 29%/21%，22 年超过疫情前水平。2023 年全球个人奢侈品市场整体规模约 1.5 万亿欧元，按当前汇率计算，比 2022 年增长了 8%-10%，再创新高，奢侈品穿越周期的韧性彰显。

图表 4：全球奢侈品市场规模（十亿欧元）

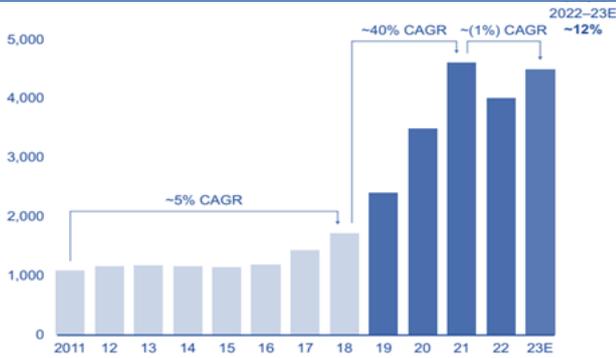


数据来源：贝恩，华福证券研究所

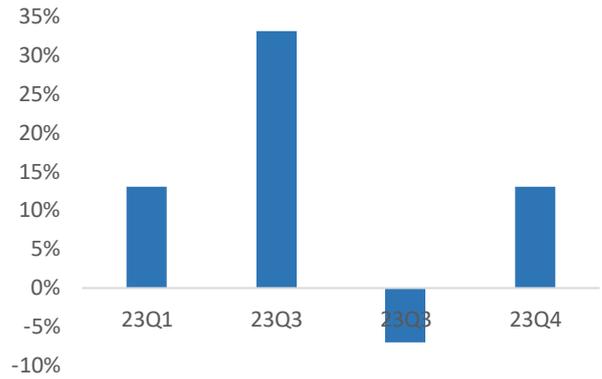
**中国奢侈品市场 23 年反弹明显，但短期内仍在修复。**2017-2021 年中国内地奢侈品市场在 5 年内规模增长了约两倍，成为全球奢侈品市场的重要力量。2022 年受疫情影响，我国奢侈品销售额出现了双位数下滑。2023 年作为国内后疫情时代的第一年，随着消费场景回归，2023 年我国个人奢侈品市场规模同比增长 12%，反弹较好，但尚未恢复至 2021 年水平。分季度看，23H1 受益于疫后报复性消费和去年同期的低基数，我国奢侈品市场增长较好，但随后 Q3 受消费信心下降和去年基数影响，奢侈品消费同比出现下降。

图表 5：中国内地奢侈品市场规模（亿元人民币）

图表 6：2023 年中国内地奢侈品市场同比变化



数据来源：贝恩，华福证券研究所

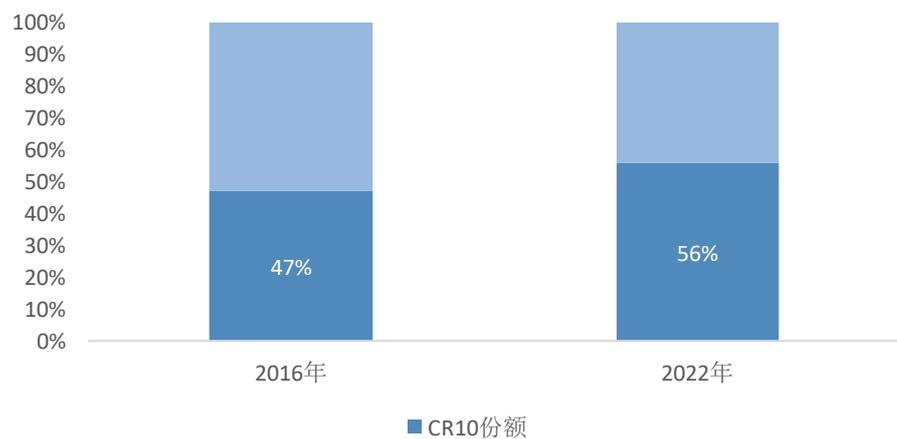


数据来源：贝恩，华福证券研究所

### 1.2.2 行业格局：与白酒相似，行业集中度持续提升，次高端白酒与轻奢承压

与白酒一样，奢侈品头部品牌势能持续扩大，行业集中度持续上升。2020/2021年，全球前五奢侈品品牌销售额同比分别变化-11.5%/+40.2%，行业同比变化分别为-22%/+29%，CR5在2020年下降幅度小于行业，21年反弹高于行业，说明头部品牌受益于21年欧美的报复性消费红利，叠加行业马太效应加剧。2023年，全球奢侈品品牌前十名的进入门槛超过83亿美元，较上年增加5亿美元，说明头部品牌势能仍在扩大。

图表 7：奢侈品行业 CR10

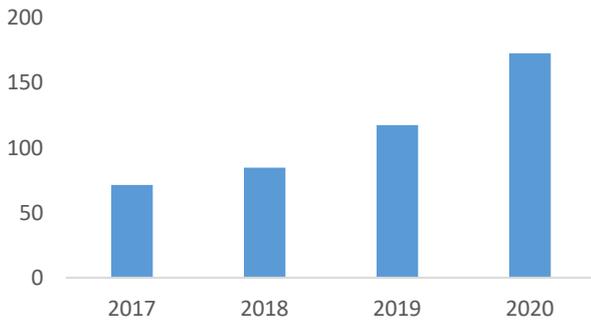


数据来源：德勤，华福证券研究所

**次高端白酒与轻奢：竞争激烈，承压分化。**以 Coach 为代表的品牌最早在中国引入了轻奢概念，Coach 母公司 Tapestry 于 2000 年在纽交所上市时，对自身的定位为“触手可及的奢侈品”。与次高端白酒类似，由于稀缺性不够、准入壁垒不够高，轻奢品牌竞争激烈。面对竞争，Coach 母公司先后收购了竞争对手 Kate Spade、Michael Kors，稳固市场份额。但对轻奢行业而言，由于轻奢缺乏保值、投资等属

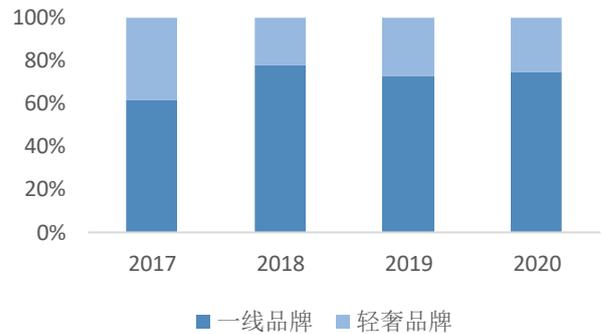
性，轻奢品牌整体表现不如头部奢侈品稳健。在规模持续增长的二手奢侈品市场，轻奢品牌的占比也在持续缩水（2017-2020年我国二手奢侈品市场规模从71亿元增长至173亿元，轻奢品牌购买量占比从38%降至25%）。与次高端白酒类似，在疫后消费力修复阶段，轻奢品牌亦有所承压。

图表 8：我国二手奢侈品市场规模（亿元）



数据来源：澎湃，华福证券研究所

图表 9：我国二手奢侈品市场轻奢品牌占比下滑



数据来源：澎湃，华福证券研究所

### 1.3 量的控制：奢侈品与茅台先天与后天稀缺性的形成

**梦想刺激购买，购买消灭梦想。**根据奢侈品梦想公式， $\text{梦想} = 0.58 * \text{品牌知名度} - 0.59 * \text{消费者购买} - 8.6$ ，消费者对该产品的向往与消费者完成购买之间呈反比、与品牌力之间呈正比。因此，奢侈品需要长期维持和深耕品牌知名度，并在自身的增长和市占率与保持稀缺性和调性之间进行权衡。

稀缺性管理的本质是控制供求之间的平衡，而稀缺性的依托通常是通过生产要素先天或后天的独特性进行限制。例如爱马仕坚持将生产重心放在法国本土、维持在54个生产点内，人为形成了产地限制。在工艺上，爱马仕皮包采用手工制作，被允许制作经典款 Birkin 的工匠需经过至少5年的训练，每个 Birkin 包需要耗时48小时才能完成。受制于工匠供给和时间限制，一个爱马仕制包工坊一个月仅能生产15只手袋。

相较于爱马仕皮包由人力、工艺、耗时等要素建立稀缺性，茅台稀缺性的打造主要围绕1) 工艺限制产能；2) “离开茅台镇，产不出茅台酒”，产地作为护城河具备不可复制性的优势。茅台相对明晰的产能规划本质上影响了其奢侈品属性的发挥，尽管预计到2030年，在行业产量逐年下降的背景下，茅台的产量占全行业的比重仍为小个位数：

产能方面，成品酒产量取决于4年前基酒，预计茅台2022-2030年成品酒产量CAGR为6.0%-7.7%，茅台产量占行业的比重2030年仍为小个位数。茅台酒是由不同年份、不同轮次、不同浓度的基酒相互勾兑而成，基酒贮存三年后，需勾兑添加8%-20%的老酒（我们按2001年公司招股说明书披露的14.86%测算），然后再贮存一年，留部分做老酒。假设存放损耗为3%，老酒留存比例为20%-30%，我们测算成品酒为基酒的78%-89%。预计2026年成品酒产能为4.4-5.1万吨，2023-2026年成品酒产量CAGR为3.9%-7.4%。22年年底公司宣布的“十四五”技改建设项目建成后可新增茅台酒实际产能约1.98万吨/年，线性假设新增产能释放节奏，则预计到2030年成品酒产量CAGR为6.0%-7.7%。根据国家统计局，2023年全国规上白酒企业产量为449.2万千升，同比减少2.8%，较2016年白酒年产量峰值的1358万千升CAGR为-15%。即使在悲观假设下，若未来七年白酒行业产量保持-15%的CAGR，到2030年白酒行业产量仅150万千升，则2030年茅台产量占全行业的比例约4%，仍保持在小个位数，稀缺性仍有一定保障。

**图表 10：茅台基酒向成品酒转化测算**

	下限值测算	上限值测算
当年基酒（吨）	10,000	10,000
存储损耗3%	9,700	9,700
3年后添加老酒比例14.86%	14.86%	14.86%
3年后可勾兑总量（吨）	11,141	11,141
四年后用于成品酒比例	70%	80%
四年后可销售成品酒（吨）	7,799	8,913
四年后成品酒/基酒	78%	89%

数据来源：华福证券研究所测算

**图表 11：2023-2030年茅台成品酒测算**

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
基酒产能	49923	50235	56472	56810	56613	66611	76610	77759
	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
对应成品酒产能（下限值）	38837	39057	41610	44174	44229	48051	55849	60196
对应成品酒产能（上限值）	44385	44636	47555	50485	50548	54916	63828	68796

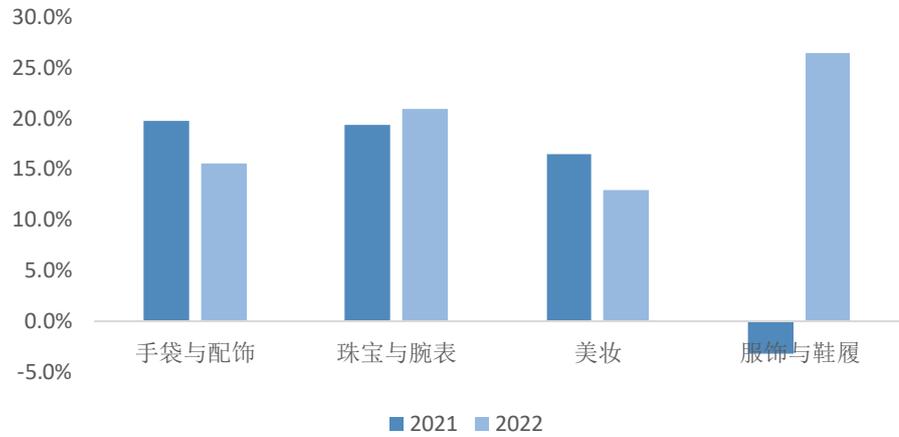
数据来源：Wind, 中国食品报, 华福证券研究所

#### 1.4 价的控制：从爱马仕及香奈儿经典款看茅台价格

在供给量长期相对稳定释放的背景下，价格是影响稀缺性和品牌力的重要手段。疫情以来，各大奢侈品品牌开启持续提价，但作为吉芬商品，价格提升后需求端不

减反增，2021/2022 年手袋与配饰板块销售额同比分别增长 19.8%/15.5%，增长稳健。

**图表 12：2022 年奢侈品各板块销售额同比增速**



数据来源：德勤《全球奢侈品力量》，华福证券研究所

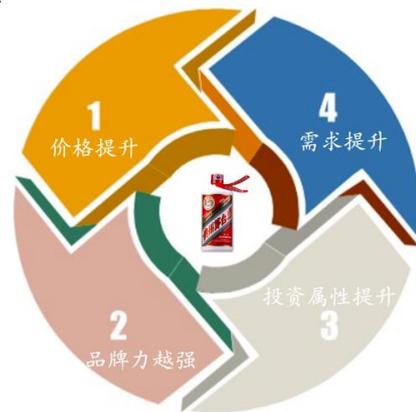
茅台是基于消费快速升级的时代机遇，叠加自身的品牌深耕和较长的渠道链条，获得了吉芬商品属性。2011 年我国人均收入增速进入下行通道，此前茅台批价增长与人均收入增长基本保持同频，此后茅台开始具备多重属性，批价与宏观经济脱钩，价格变化逐渐进入滚动正循环：价格越高→品牌力越强→投资属性提升→需求提升→价格提升。

**图表 13：12 年后茅台批价与宏观经济脱钩**



数据来源：茅酒快讯，同花顺，华福证券研究所

**图表 14：茅台价格增长逻辑**



数据来源：华福证券研究所

飞天此前提价与行业景气度整体呈正相关。复盘 21 世纪以来飞天茅台的提价历程，公司在白酒黄金十年里提价频率较高，通过 7 次提价，坚定高端策略，确立了自身的行业地位。2013 年，受“三公消费”限制影响，白酒行业遇冷，茅台控量保价，顺利度过行业深度调整期，再度提价已是近 6 年后的 2018 年。

图表 15: 飞天茅台提价复盘

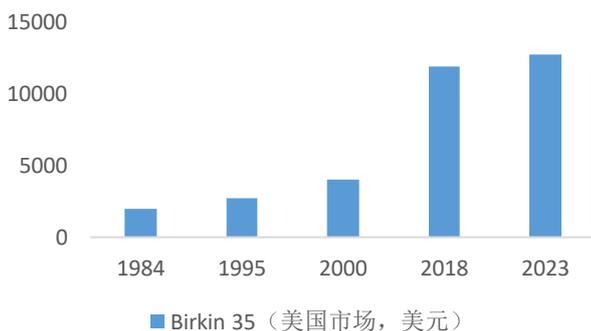
	年份	行业周期	出厂价 (元)	提价幅度
1	2001年8月	衰退震荡期	218	17.80%
2	2003年10月	白酒黄金十年	268	22.94%
3	2006年2月		308	14.93%
4	2007年4月		358	16.23%
5	2008年1月		438	22.35%
6	2010年1月		499	13.93%
7	2011年1月		619	24.05%
8	2012年9月	819	32.31%	
9	2018年1月	复苏阶段	969	18.32%
10	2023年11月	分化阶段	1163	20.00%

数据来源: Wind, 华福证券研究所

**爱马仕经典款 Birkin: 与茅台提价历程相似, 价格增长基本符合全球经济走势。**

上世纪 80 年代 Birkin 问世时, Birkin 35 在美国市场的价格约为 2000 美元。随着 Birkin 不断风靡, 冷战结束后, 在欧美技术发展推动经济快速增长 (道琼斯工业平均指数在 70 年代末为 1000 点, 1999 年达到 11000 点) 的背景下, 90 年代 Birkin 的价格逐渐上升到 2750 美元左右, 并在 2000 年左右增长至 4000 美元。进入 21 世纪, 中国加入世贸组织, 迅速崛起的国内高净值群体带动全球奢侈品市场持续扩容。2017 年之前, Birkin 价格平均每年增长约 14%。2018 年开始, Birkin 在美国市场的价格增长有所放缓, 2018-2023 年 Birkin 35 在美国市场的价格增长约 6.7%。但由于北美与欧洲一直存在价差, 在价格一直较低的欧洲市场, Birkin 35 在 2018-2023 年价格仍保持了约 20% 的增长。

图表 16: 爱马仕 Birkin 价格走势



数据来源: PurseBop, 华福证券研究所

图表 17: 爱马仕 Birkin 价格增速与全球经济走势



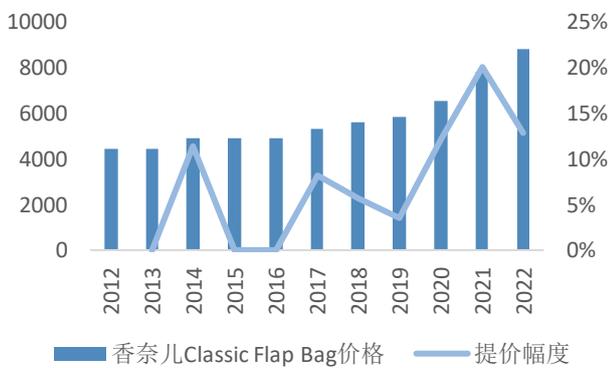
数据来源: PurseBop, Wind, 华福证券研究所

具备较高稀缺性的爱马仕 Birkin 与飞天茅台可化作有力拉动公司其他产品销售的砝码。爱马仕包括 Birkin 和 Kelly 在内的经典款产品在专卖店通常没有现货, 消费者需要持续消费、达到一定的消费记录、与 Sales Associate 保持良好的关系, 在 waitlist 上耐心等待才能获得购买权限, 限量款包有时更是需要数年才能够买到。因

此，和飞天茅台一样，具备较高稀缺性的爱马仕的经典款成为了拉动公司其他产品销售的市场砝码。无论是爱马仕消费者希望获得预定名额，抑或是白酒经销商希望获得飞天配额，先采购品牌的其他产品，希望循序渐进等待机会，都有力拉动了公司其他产品的销售。而参考爱马仕，以核心产品作为砝码虽然会导致经销商成本提升，但在需求刚性不变的大前提下，若保持捆绑销售相对合理，核心产品价格若得以抬升，则捆绑销售策略下长期经销商的渠道利润未必会受损。

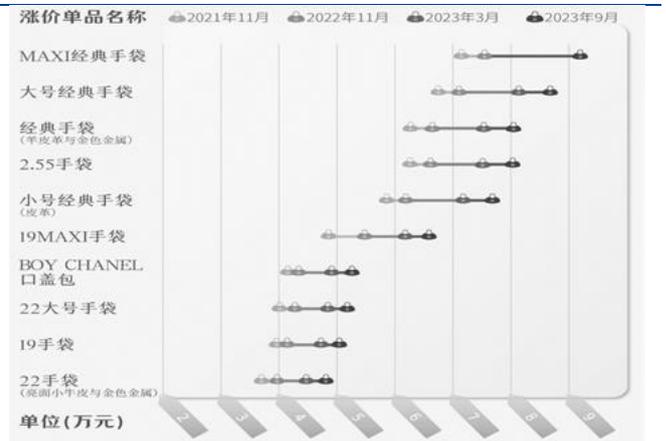
相较于爱马仕稳健的价格增长，香奈儿是过去三年涨价幅度最高的奢侈品牌之一，提价更为激进。以香奈儿 Classic Flap 为例，2016 年之前该产品的价格相对稳定，部分系其冻结了在美国市场的产品价格，通过产品的流通给国际卖家时间迎头赶上，缩短其产品在各国之间的价差，即先减少窜货的动机，保障提价的有效性。疫情以来，香奈儿提价更为激进，以经典款 Classic Flap 在美国的价格为例，2020 年之前其历年价格增幅均为个位数，2020-2022 年美国 Classic Flap 的价格分别增长了 12%/20%/13%。2023 年，香奈儿分别于 3 月初和 9 月在中国、泰国、日本、澳大利亚等市场第二次进行全球范围的产品价格上调。

图表 18: 香奈儿 Classic Flap 美国市场价格走势



数据来源: BOPF, 华福证券研究所

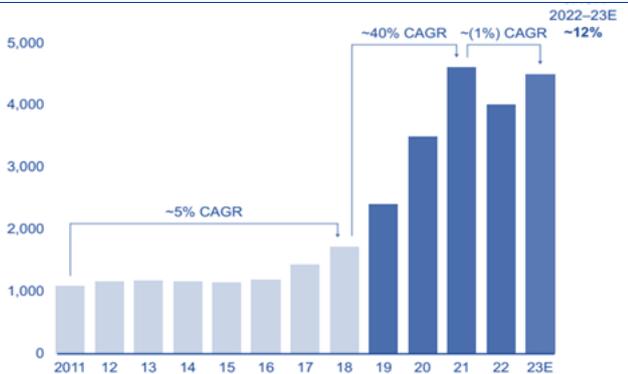
图表 19: 香奈儿疫情以来持续提价 (中国市场)



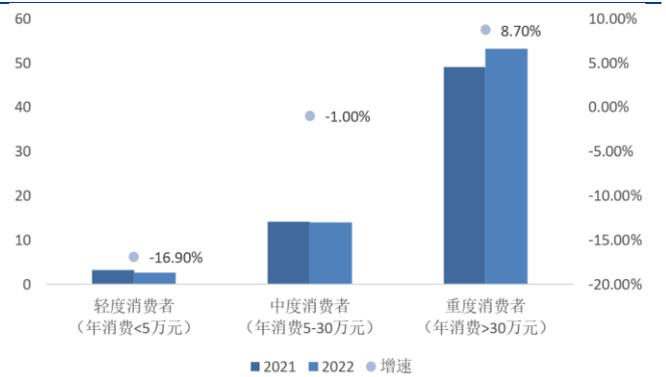
数据来源: 澎湃有数工作室, 华福证券研究所

除通胀、成本上涨以外，战略层面关注客单价，聚焦高端消费人群是涨价策略的核心驱动因素。以中国市场为例，内地个人奢侈品市场销售额经过 22 年的下滑后，2023 年同比增长 12%，反弹较好，但尚未恢复至 2021 年水平。在经济持续修复的背景下，奢侈品品牌更加关注客单价而非客户数量，加速收割高端消费人群成为产品提价的核心支撑力。根据 BCG 《中国奢侈品市场数字化趋势洞察报告（2022 年版）》，虽然中轻度奢侈品消费者的购买额有所下降，但高消费额的“重度消费者”22 年消费保持了 8.7% 的强劲增长，疫情并未削减高端消费人群的购买力。从结果上

看，香奈儿 2019-2022 年奢侈品销售额 CAGR 为 12%，增速高于行业的 7%，较为成功。

**图表 20：中国个人奢侈品市场销售额（亿元）**


数据来源：贝恩，华福证券研究所

**图表 21：奢侈品消费者人均消费变化（万元）**


数据来源：《中国奢侈品市场数字化趋势洞察报告（2022年版）》，华福证券研究所

### 1.5 报表端与估值端：韧性增长，不应被低估

本轮疫情中，品牌更聚焦的爱马仕受损最小，疫后复苏表现也较优。奢侈品方面，我们选取开云集团、LVMH 集团和爱马仕国际作为对照公司，其中开云集团和 LVMH 集团为集团公司，开云集团旗下包括古驰（Gucci）、Saint Laurent、Bottega Veneta、Balenciaga、亚历山大·麦昆（Alexander McQueen）、布里奥尼（Brioni）等品牌；LVMH 旗下包括 LV、迪奥、纪梵希、宝格丽和 Tiffany 等品牌。从营收增速来看，选取的奢侈品公司 2018-2023 年间，均在受疫情影响最严重的 2020 年出现营收下滑，随后 2021 年强势反弹，其中品牌更聚焦的爱马仕国际 2020 年下滑幅度更小（下滑 7%，幅度小于 LVMH 的-17%和开云集团的-18%），且 2021-2022 年持续反弹的表现较好。

对标奢侈品，茅台报表端持续保持双位数正增长预计系渠道弹性帮助报表顺滑，导致短期增速下行，但长期看预计会与奢侈品一样具备增长强韧性。报表端，茅台在疫情期间未出现营收下滑，我们分析系 1) 2020 年我国疫情防控得当，2021-2022 年局部疫情反扑，但未如欧美一样有集中的社会停摆；2) 白酒酒企与消费者之间有巨大的渠道空间，茅台货源稀缺，经销商配合度高，对报表有天然的顺滑能力。但考虑到疫情期间消费场景确有缺失，虽然茅台和海外奢侈品一样能够穿越周期、需求上更刚需、且目标群体的消费力仍足，但疫情期间的受损经过顺滑，也终

将逐步显现和释放，故预计以茅台为代表的高端酒短期内将表现为增速放缓。但该阶段性放缓主要是上一阶段报表顺滑的延期表现，中长期对标奢侈品营收的强势反弹，茅台韧性增长仍可持续。

**图表 22：贵州茅台与奢侈品品牌营收增速及 PE 对比**

	开云集团		LVMH 集团		爱马仕国际		贵州茅台	
	年末 PE (TTM)	营收增速%	年末 PE (TTM)	营收增速%	年末 PE (TTM)	营收增速%	年末 PE (TTM)	营收增速%
2018	29.109	26.34	25.424	9.83	41.899	7.51	23.286	26.43
2019	19.893	16.23	32.948	14.62	50.068	15.38	36.312	15.10
2020	18.577	-17.52	35.962	-16.80	60.764	-7.18	56.302	10.29
2021	40.99	34.69	78.043	43.82	117.045	40.59	51.364	11.71
2022	18.577	15.34	28.428	23.31	62.392	29.17	36.404	16.53
2023	13.626	NA	22.972	NA	51.257	NA	30.455	NA

数据来源：Wind，华福证券研究所

估值端，整体而言奢侈品品牌多年维持在较高的估值水位，茅台当前已具较高安全垫。2018 年至今开云集团/LVMH/爱马仕国际的月度估值均值分别为 26x/40x/59x，最低估值 13x/22x/40x，最高估值 60x/97x/126x。以开云集团、LVMH 和爱马仕三家的估值平均水平与茅台作对比，茅台的估值均值和最低估值居中于开云集团和 LVMH，但估值方差更小，较奢侈品而言估值表现更稳定。奢侈品开云集团/LVMH/爱马仕 18 年至今的最低估值水平较均值分别下探 51%/45%/32%，而截至 2024 年 2 月 2 日收盘，茅台 PE 为 28x，比 2018 年至今的平价估值水平低 26%，接近爱马仕 18 年至今最低估值较均值下调的幅度。在供给侧稀缺性能够维持、需求端韧性、报表端营收有望保持双位数增长的基本面下，情绪面对股价影响较大，当前茅台估值已具备较高安全垫。

**图表 23：贵州茅台与奢侈品品牌 2018 年至今月度 PE 对比**

	开云集团	LVMH	爱马仕国际	奢侈品均值	贵州茅台
估值均值	26.2	40.4	58.7	41.7	38.2
最低估值	12.9	22.0	39.7	24.9	21.7
最高估值	60.4	96.9	126.0	94.4	59.8
估值方差	11.4	19.7	18.2	16.5	9.1
最高与最低估值调整幅度	367%	340%	217%	279%	176%
均值与最低估值调整幅度	-51%	-45%	-32%	-40%	-43%
均值与最高估值调整幅度	131%	140%	115%	126%	56%

数据来源：Wind，华福证券研究所

## 2 周观点

### 2.1 白酒

本周白酒 SW 指数下跌 3.84%（沪深 300 指数-4.63%），近一月白酒 SW 指数-8.31%（沪深 300 指数-6.10%），当前白酒板块 PE(TTM)为 22.67X，较上周持续下行。

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，本周伊力特发布业绩预告，23 年公司预计实现营收 22.23 万元，同比增长 36.97%；预计实现归母净利润 3.24 亿元，同比增长 95.83%。公司营收及利润提升较大，主要系去年公司营业收入较低，今年消费场景恢复，叠加年初公司产品单价普涨所致。

自 11 月茅台提价以来，五粮液多次传出提价消息。从 2 月 5 日起，第八代五粮液出厂价将由 969 元/瓶调整为 1019 元/瓶，上调 50 元，幅度约 5%。目前五粮液实际结算价为 969 元（计划内价格 889 元，计划外价格 1089 元，计划内外占比 2:3）。短期来看，随着开门红持续推进，密集打款发货的背景下，部分地区普五批价有所承压。提价能够推动经销商库存增值，减少经销商低价出货。此外，提价消息公布至 2 月 5 日的窗口期内经销商仍可以现价打款，预计提价对回款亦有促进作用。从长期视角看，高端酒核心大单品的价格确立品牌行业地位，深度调整期后五粮液在提价上跟随茅台。在需求承压的背景下，若公司能稳住价盘，或有此前茅台在深度调整期稳住价格、进一步拉开与其他高端酒距离的相似效果，提价符合公司战略目标。

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。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、五粮液、次高端山西汾酒。**

## 2.2 啤酒

本周，啤酒板块涨跌幅为-4.53%，对比食品饮料板块（-4.45%），超额收益为-0.08%，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-0.19%/-3.86%/-1.83%/-9.39%/-8.55%/-16.95%。

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。

## 2.3 软饮料

本周，东鹏饮料/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品/农夫山泉这几大主要软饮料上市企业的涨跌幅为+3.24%/-14.13%/-16.71%/-5.77%/+5.73%/+0.72%，对比食品饮料板块的超额收益分别为+7.69%/-9.68%/-12.26%/-1.32%/+10.18%/+5.17%。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，欢乐家发布 23 年业绩快报，公司 2023 年实现营收 19.23 亿元，同比增长 20.5%，实现归母净利润 2.83 亿元，同比增长 39.4%，实现扣非净利润为 2.76 亿元，同比增长 39.7%；根据业绩快报预告，公司 Q4 实现营收 6.17 亿元，同比增长 15.6%，实现归母净利润 1.08 亿元，同比增长 25.6%。我们认为，公司水果罐头业务当前已步入健康发展道路，叠加公司自身的技术优势加持，预计未来该业务有望实现稳健增长，同时椰子汁渗透周期向上，公司在该业务上具备较强供应链实力，有望持续享受行业高增红利，供应链业务所带来 B 端市场的增量亦具备较大想象空间。

**建议关注：1) 业绩超预期表现得欢乐家 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。

百润股份发布 23 年业绩预告，公司 2023 年预调酒鸡尾酒业务及香精香料业务销售收入保持较快增长，完成年度计划目标。2023 全年实现归母净利润预计 7.56-8.6 亿元，同比增长 45-65%；实现扣除非经常性损益的净利润预计 7.3-8.27 亿元，同比增长 50-70%，对应每股收益为 0.73-0.83 元/股，上年同期为 0.5 元/股。按照预告，预计公司 Q4 归母净利润约为 0.9-1.95 亿元，同比下滑 58.12%-9.9%。我们认为我国预调酒行业相比日本仍处于发展初期，消费人群和场景仍在培育中，短期内行业规模主升浪仍需要素积累，包括但不限于城镇化率提升、啤酒高端化增速放缓等，但长期来看，随着 Z 世代崛起、消费场景的多元化，行业具备较大增长空间。

**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 仅 18 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-0.88%/2.09%/-1.15%/-13.56%/-9.91%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 3.56%/6.53%/3.29%/-9.12%/-5.47%。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。

**光明乳业**本周发布业绩预告，公司预计 2023 年归母净利 9.3-10.3 亿元，同比增加 157.84%到 185.57%；扣非净利 5-6 亿元，同比增加 196.41%到 255.69%；2023Q4 预计归母净利 6.07-7.07 亿元（对比上年同期亏损 880 万元），预计扣非净利 1.88-2.88 亿元（对比上年同期亏损 1.13 亿元）。业绩预增主因 23 年确认土地补偿款收入 4.32 亿元，以及主要原料成本同比下降，销售费用同比减少所致。

**行业重点数据更新：**

1) 液奶方面。截至 2024 年 1 月 24 日，根据 wind 数据，我国主产区生鲜乳均价 3.64 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 26 日，国产/国外婴幼儿奶粉品牌零售价分别为 225.04 /269.73 元/公斤，中老年奶粉价格 105.70 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-3.28%/-5.51%/-6.64%/-7.52%/-13.5%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 1.17%/-1.07%/-2.19%/-3.08%/-9.06%。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。**

## 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-5.34%/-6.87%/-4.8%/-5.75%，对比食品饮料板块的超额收益分别为-0.89%/-2.42%/-0.35%/-1.31%。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 餐饮产业链

本周（1.29-2.2）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 7.42/11.93%，对比食品饮料板块（-4.45%），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、中炬高新本周均出现较大调整，对应跌幅分别为 11.67%/12.79%/10.95%/10.25%。

本周，中炬高新发布 2023 年业绩预盈公告。具体来看：2023 年公司预计将实现扭亏为盈，全年预计实现归母净利润 15.34~18.41 亿元、较 22 年将增加 21.26 亿元至 24.33 亿元；主要系：公司土地纠纷案诉讼达成和解，前期计提的预计负债转回增加 23 年损益，即 2022 年计提的预计负债 11.78 亿元将计入营业外收入，而 2023 年上半年计提的预计负债 17.47 亿元将冲回。此外，龙大美食发布 2023 年业绩预告：全年公司预计实现归母净亏损 13.6~17.6 亿元，其中单 Q4 预计实现归母净亏损 7.1~11.1 亿元；公司 23 年业绩受养殖、屠宰业务拖累较大，具体来看：1) 毛猪销售价格及猪肉市场价格持续下跌，并叠加疫病影响，公司传统板块业务及贸易板块业务出现较大亏损，2) 公司对存货及生物资产计提了减值准备。最后，1 月系

海天味业经销商核心备货时节，考虑到更充足的奖励，预计任务量完成较好；而中炬高新受管理层调整等影响，近期销售端或有所滞后，但伴随人员逐步到位、新政策不断落地以及治理改善红利释放，预计销售有望提速（愿景：三年再造一个厨邦）。

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。

## 2.9 烘焙茶饮链

本周，立高食品发布 2023 年业绩预告：全年营收稳健增长，其中单 Q4 预计实现营收 9.0~10.2 亿元，同比+4.4%~+18.4%，环比 Q1-3 有所降速主要系市场需求疲软叠加春节备货错期等影响。同时，公司加大费用投放力度，拖累短期业绩表现；如 23 全年股权激励费用共计提 1.2 亿，其中正常计提 5800 万元（计入经常性损益），因加速提取的股份支付费用约 6200 万元（计入非经常性损益科目），但剔除股份支付影响后，2023 年公司归母净利润 2~2.25 亿元、同比-8.93%~+2.45%；此外，公司上市的新品及产能爬坡阶段带来的存货跌价损失，计提约为 2800 万元。

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。**

### 3. 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