

食品饮料行业2024年度策略：风雨临溪舟自渡

——关注需求侧变化下的行业新趋势

行业投资评级：
强于大市|维持

首席分析师：蔡雪昱

SAC编号：S1340522070001

邮箱：caixueyu@cnpsec.com

分析师：华夏霖

SAC编号：S1340522090003

邮箱：huaxialin@cnpsec.com

分析师：杨逸文

SAC编号：S1340522120002

邮箱：yangyiwen@cnpsec.com

中邮证券

2024年03月13日

- **宏观层面来看，社零好转，核心CPI回升，消费需求有支撑。** 国内经济复苏进程稳定，总体复苏表现优于预期。2023年餐饮行业中大众品多数龙头公司复苏进度相对偏慢，而行业第二梯队的中小公司普遍呈现更高的业绩修复弹性，看2024年，龙头有望复苏带动板块盈利能力回升。重点关注三类人群消费需求：1) 银发群体；2) 下沉市场年轻人；3) 中产阶级。另外根据凯度消费者指数，我们认为高渗透品类需寻找新的增长极，战略由过去消费升级转向全面均衡发力，而低渗透品类提高自身渗透率同时，需关注整体行业扩容红利。
- **白酒：** 客观展望后市，今年春节后的回补需求（婚宴/企业年会等）预计普遍弱于去年同期，我们认为后续仍需观察淡季的终端真实库存情况、市场批价情况，以判断淡季市场需求状况、以及酒企后续的节奏和布局。上述行业内运行规律及趋势加强的背景下，强品牌、强产品势能、强团队+管理等竞争要素中，占据较多维度的公司应对上更从容。我们建议积极关注五粮液、泸州老窖、山西汾酒、迎驾贡酒、古井贡酒、今世缘。
- **大众品：** 1) 关注成本改善带动调味品、乳制品、软饮料、连锁业态相关个股的毛利率回升，关注东鹏、绝味。2) 产品+渠道打造品牌驱动力。新消费时代快速抓住消费需求、开发新品及快速打爆产品是红海市场竞争的关键，同时品牌通过深度挖掘、竞品对比等方式切准赛道，将在新一轮竞争中获得长足的业绩驱动力，关注东鹏、立高、宝立、桃李。3) 把握新消费趋势：
①下沉市场年轻人在消费理性大背景下追求性价比；②中产阶级回归理性消费；③银发经济崛起。关注盐津、劲仔、宝立、干味。
- **风险提示：** 食品安全的风险；行业竞争加剧的风险；需求复苏不及预期的风险；成本波动的风险。

目录

- 一 宏观：人口、经济变局下的餐饮未来方向
- 二 方向：2024，五条主线看行业趋势
- 三 聚焦：2024年餐饮行业推荐标的
- 四 风险提示

—

宏观：人口、经济变局下的餐饮未来方向

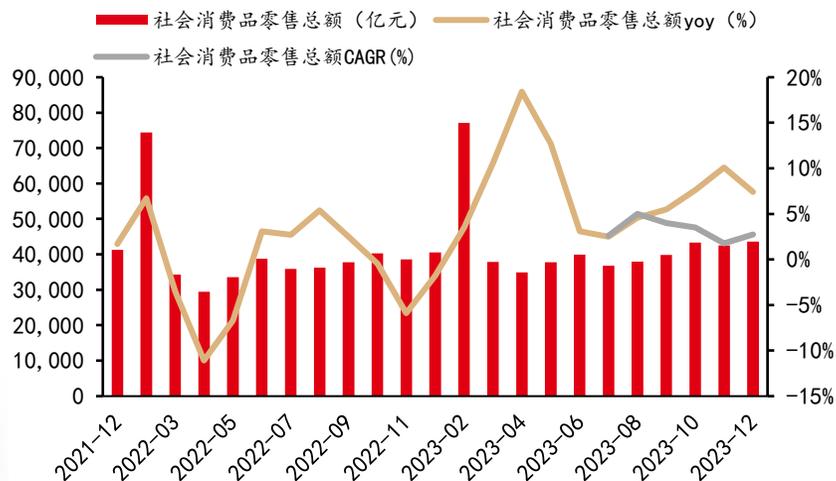
- 1.1 宏观层面：社零好转，板块估值低位，复苏在望
- 1.2 人口结构：老龄化趋势下，重点关注三类人群消费需求
- 1.3 找寻高渗透品类新增长极，关注低渗透品类增长红利

1.1 宏观层面：社零好转，核心CPI回升，消费需求有支撑

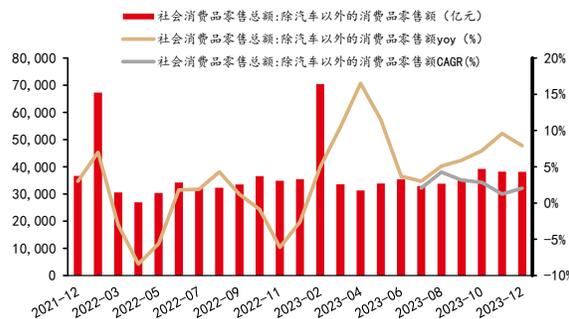
- **国内经济复苏进程稳定，总体复苏表现优于预期。** 2023年12月，我国社会消费品零售总额为43550.20亿元，同比+7.4%，2021-2023年复合增速为2.7%；除汽车以外的消费品零售额为38131亿元，同比+7.9%，2021-2023年复合增速为2%。
- **拆分食饮类板块：**
 - **1) 餐饮消费在实现了恢复式增长外，环比进一步提速。** 2023年12月，餐饮收入总额为5405亿元，同比+30%，2021-2023年复合增速+5.7%。其中12月限额以上企业餐饮收入为1252.5亿元，同比+37.7%，2021-2023年复合增速+12.8%，在社会消费持续修复的大背景下大B餐饮表现相对更为突出。
 - **2) 烟酒类消费环比有回落，主要为春节错期影响。** 12月烟酒类商品零售总额为543.4亿元，同比+8.3%，2021-2023年复合增速+0.9%，烟酒类消费环比下滑主要为2024年春节日期相对较晚，动销延后更为集中在2024年1、2月导致。
 - **3) 饮料类消费保持稳步增长。** 2023年12月，饮料类商品零售总额为275.8亿元，同比+7.7%，2021-2023年复合增速+5.2%，较11月改善显著保持修复节奏，2023年入冬时间较晚且，饮料户外消费场景需求优于去年同期，整体看需求表现优秀。
 - **4) 粮油、食品类必需品消费表现稳步增长。** 粮油、食品类零售总额为1905.8亿元，同比+5.8%，2021-2023年复合增速+7.1%。
- **CPI同比增速略超预期，春节时间错期、消费回暖是主要驱动因素。** 2024年2月，我国CPI同比+0.7%，较上月提升1.5pct，同比增速由负转正，同比改善略超预期。
 - 今年春节，居民出行消费热度显著回暖，居民消费端支出显著增长。今年春节档电影票房创纪录，旅游出行人次、总消费有增长并超2019年水平。因此，2月CPI超预期转正除了春节错期下的低基数因素外，消费端居民消费意愿回暖也是核心原因。

1.1 宏观层面：社零、CPI相关数据

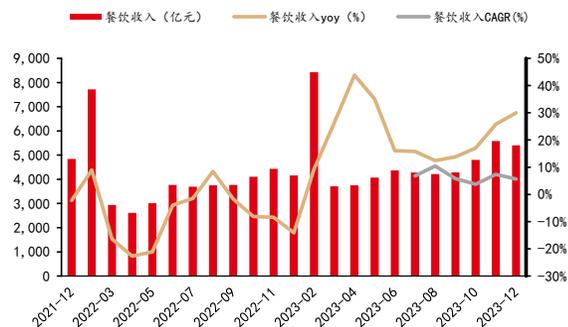
图表1:社消零售总额



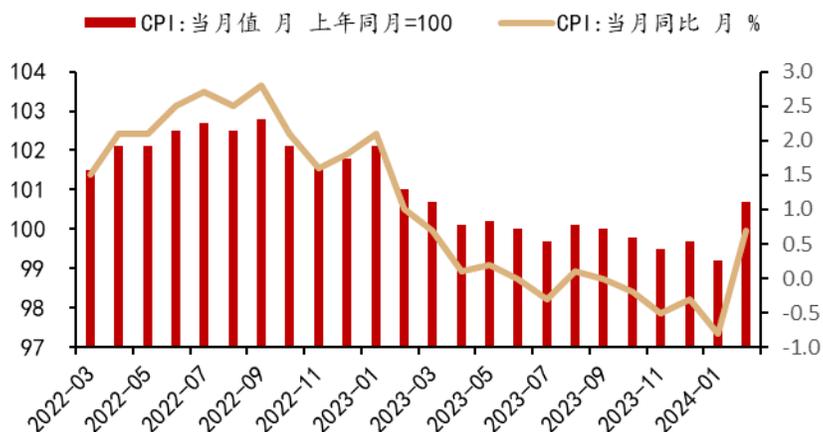
图表3:社消零售总额：除汽车外



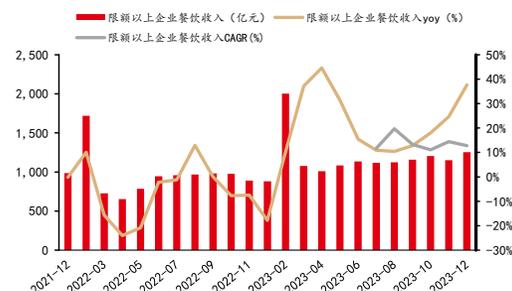
图表4:社消零售总额：餐饮



图表2: CPI数据



图表5:社消零售总额：限上餐饮



图表6:商品零售额：饮料类



图表7:商品零售额：烟酒类



图表8:商品零售额：粮油食品类



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所整理 (社零数据更新至2023年12月, CPI更新至2024年2月, 社零数据CAGR均为2021-2023年的复合增速)

1.1 宏观层面：板块估值已处历史低位，探底复苏在望

- 申万食品饮料行业估值在2月已回落至近5年绝对低点，跌破2020年3月以及2022年10月估值水平。而从2023年情况看，食品饮料板块经营利润逐季复苏。其中2023年上半年表现相对偏弱的子行业龙头如伊利、海天、桃李等预计在24年初也将迎来一定程度的业绩改善，行业整体经营情况迎来拐点。
- 2023年看，食品饮料行业中大众品多数龙头公司复苏进度相对偏慢，而行业第二梯队的中小公司普遍呈现更高的业绩修复弹性，看2024年，龙头有望复苏带动板块盈利能力回升。从Q3情况看，中小公司业绩弹性逐渐收敛，2024年龙头公司经历23年上半年调整后，渠道、库存、产品布局、消费场景等均有改善，后续如需求端持续改善，行业龙头预计代替中小公司重新成为板块复苏主要驱动力。

图表9:近5年食品饮料行业PE-Band



资料来源：iFinD，中邮证券研究所整理

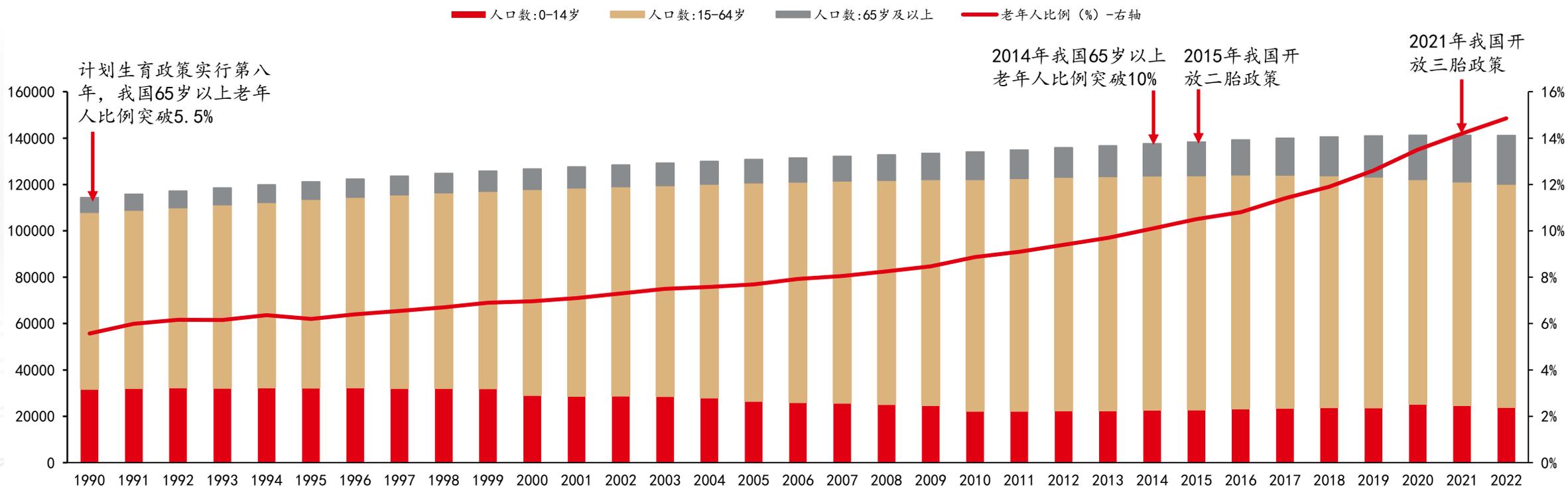
图表10: 22-23年食品饮料行业季度经营利润同比增速

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
白酒	25.81%	20.52%	20.19%	19.51%	18.37%	18.96%	18.28%
啤酒	19.50%	15.58%	12.38%	11.33%	21.48%	19.15%	16.06%
其他酒类	-4.65%	-23.67%	-25.72%	-66.81%	28.02%	44.74%	53.28%
调味品	-10.53%	2.92%	4.53%	-0.91%	5.50%	-0.33%	1.88%
乳品	15.67%	6.56%	-5.39%	-2.85%	0.24%	5.32%	17.53%
预加工食品	-3.73%	10.87%	20.73%	30.55%	62.29%	14.87%	16.70%
烘焙食品	-29.63%	-21.63%	-18.70%	-25.13%	20.31%	6.93%	9.98%
零食	-28.08%	-23.90%	-17.86%	-10.25%	23.15%	17.18%	15.44%
熟食	-56.16%	-59.89%	-62.44%	-64.84%	32.70%	53.57%	57.86%
软饮料	-18.48%	-18.55%	-15.63%	-9.27%	39.15%	33.60%	28.32%
保健品	-30.72%	-28.13%	-19.72%	-49.41%	42.16%	26.65%	14.39%
肉制品	-8.24%	1.36%	34.63%	69.96%	-12.76%	-32.41%	-34.27%
食品饮料	16.78%	13.18%	13.45%	13.76%	17.05%	15.83%	15.63%

1.2人口结构：近几年老龄化趋势明显、关注银发群体

65岁以上老年人比例不断上升，老龄化趋势明显，重点关注银发群体。根据国家统计局，1990年我国老龄人口占比5.57%，社会以青壮年为主；由于计划生育政策贯彻落实，我国老龄人口比例不断攀升，2014年突破10%。为改善人口结构，2015年、2021年我国不断放开生育政策，但中短期我国老龄化趋势仍未缓解，2022年老龄人口占比达到14.86%。21世纪银发群体具备有一定消费能力、消费观念也与时俱进，老龄化群体将成为拉动消费的强大助推力。

图表11：我国人口年龄结构演进（单位：万人）

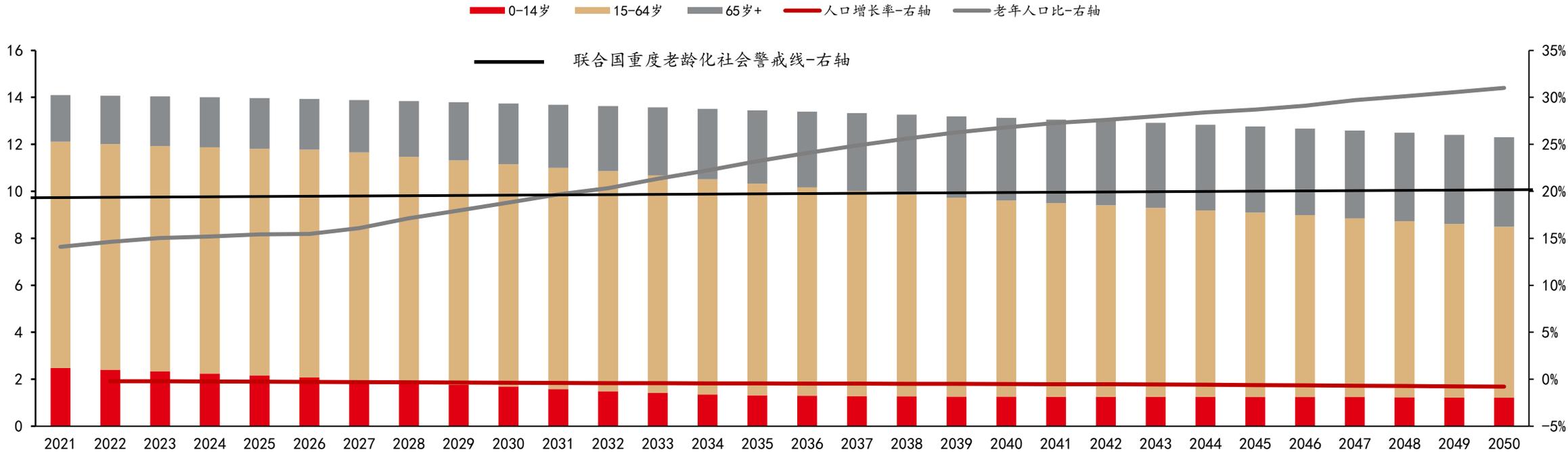


资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

1.2 我国人口连续两年负增长，未来老龄化或加剧

- **中性预期下我国人口持续负增长、2050年或将降至12.3亿**：根据国家统计局，自2022年以来我国人口连续两年出现负增长；根据育娲人口预测，中性预期下2024年我国人口预计将低于14亿、2050年降至12.3亿，总人口数将持续下滑。
- **未来老年人比例将进一步提升、老龄化趋势加剧**：根据国家统计局，由于计划生育政策贯彻落实，我国老龄人口比例不断攀升，2014年突破10%。育娲人口中性预期下2030年我国将突破联合国20%的重度老龄化社会警戒线、2050年我国老年人口比例将进一步增至31.01%，老龄化成为社会亟需关注的问题，同时也带来了消费新趋势。

图表12：我国人口年龄结构演进（单位：亿人）



资料来源：国家统计局，育娲人口，中邮证券研究所

1.2 人口结构：重点关注三类人群消费需求

■ 北上广深等一线城市人口流失，新一线、二三线城市成为“香饽饽”，重点关注下沉市场消费力。根据各地统计局数据，近十年北京、上海、广州、深圳人口增长率持续下降，2022年纷纷出现负增长，分别流失4.3/13.54/7.65/1.98万人；而2023年新一线城市排名前五的城市成都、重庆、杭州、武汉、苏州近十年人口持续增长，长沙、合肥二三线城市也由于其生活高性价比持续吸引人口流入。在具有消费能力的消费群体开始向下沉市场迁移的大背景下，未来中高线城市和县城乡镇等下沉市场将成为消费赛道主要阵地。

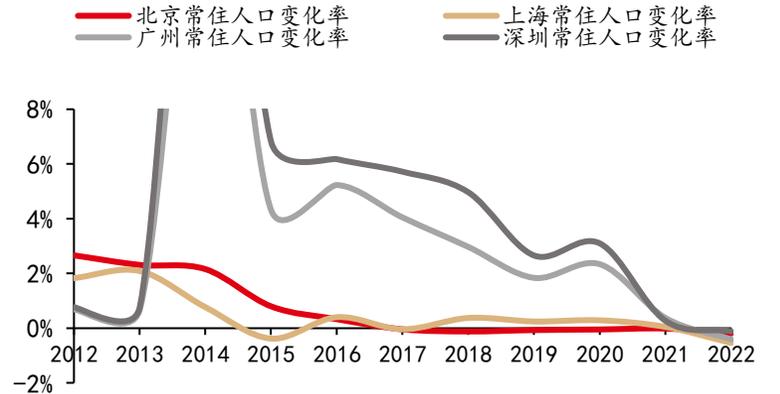
图表13：2022年主要城市人口增减情况

	上海	天津	东莞	广州	佛山	北京	深圳	徐州
人口数 (万人)	2475.89	1363	1043.7	1873.41	955.23	2184.3	1766.18	901.85
人口减少数 (万人)	13.54	10	9.98	7.65	6.03	4.3	1.98	1

	长沙	杭州	合肥	西安	南昌	昆明	武汉	郑州	青岛	济南	成都	宁波	南京	苏州	南宁
人口数 (万人)	1042.06	1237.6	963.4	1299.59	653.8	860	1373.9	1283	1034	941.5	2127	961.8	949.1	1291	889.2
人口增长数 (万人)	18.13	17.2	16.9	12.29	10.06	9.8	9.01	8.6	8.54	7.87	7.6	7.4	6.77	6.28	5.89

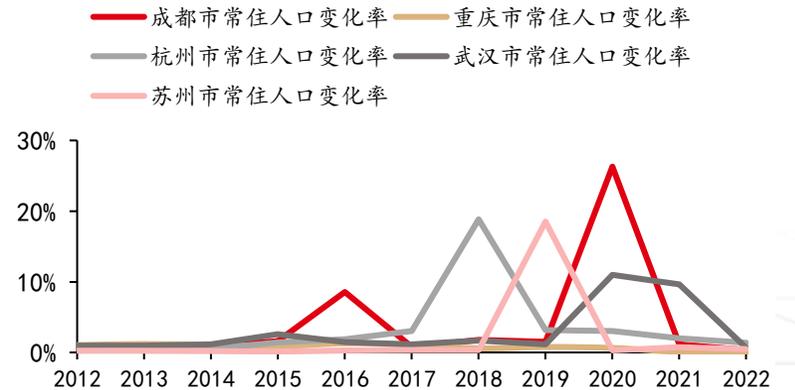
资料来源：各地统计局，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表14：北上广深近十年人口增长率



资料来源：各地统计局，中邮证券研究所

图表15：新一线城市近十年人口增长率

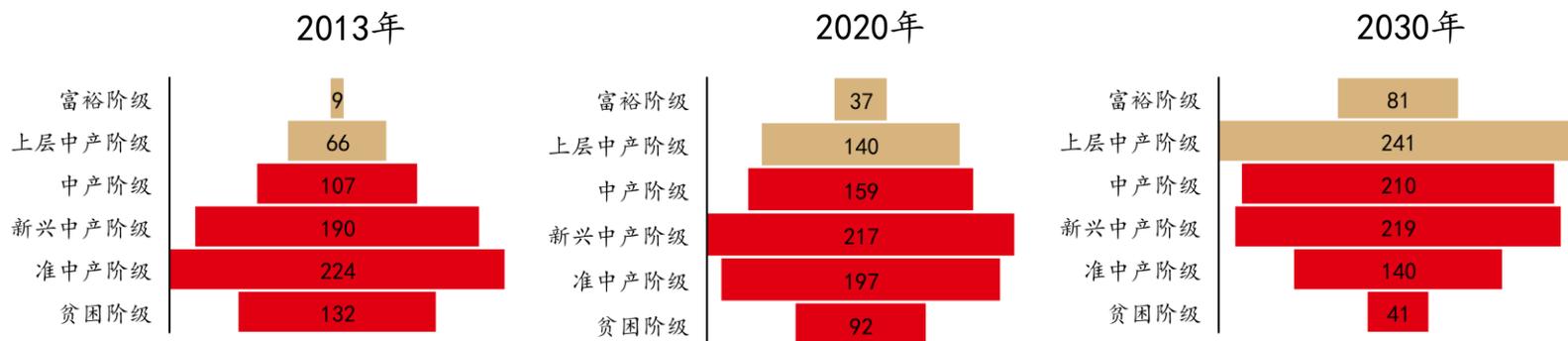


资料来源：各地统计局，中邮证券研究所

1.2 人口结构：重点关注三类人群消费需求

■ 未来十年上中产阶级人口预计持续上升，重点关注中产阶级。根据BCG数据，2020年我国上层中产阶级及以上人口为1.8亿，至2030年我国上层中产阶级及以上人口预计将增至3.2亿，上中产阶级将成为我国人口占比最多的阶级。进一步细分中产阶级人口流动情况，存在年龄和线级两极分化的现象，即青少年与单身青年、退休家庭中产阶级人数增加、一线城市和县城乡镇等下沉市场中产阶级人数增加。因此，从人口财富结构来看，未来中产阶级人口绝对值和占比持续上升，需重点关注中产阶级消费需求变化；进一步细分中产阶级构成和变化，需重点关注下沉市场需求变动及银发群体整体诉求。

图表16：上中产阶级人口持续上升（单位：百万）



资料来源：BCG，中邮证券研究所

图表17：中国中产阶级及以上人口未来五年增长情况（单位：万人）

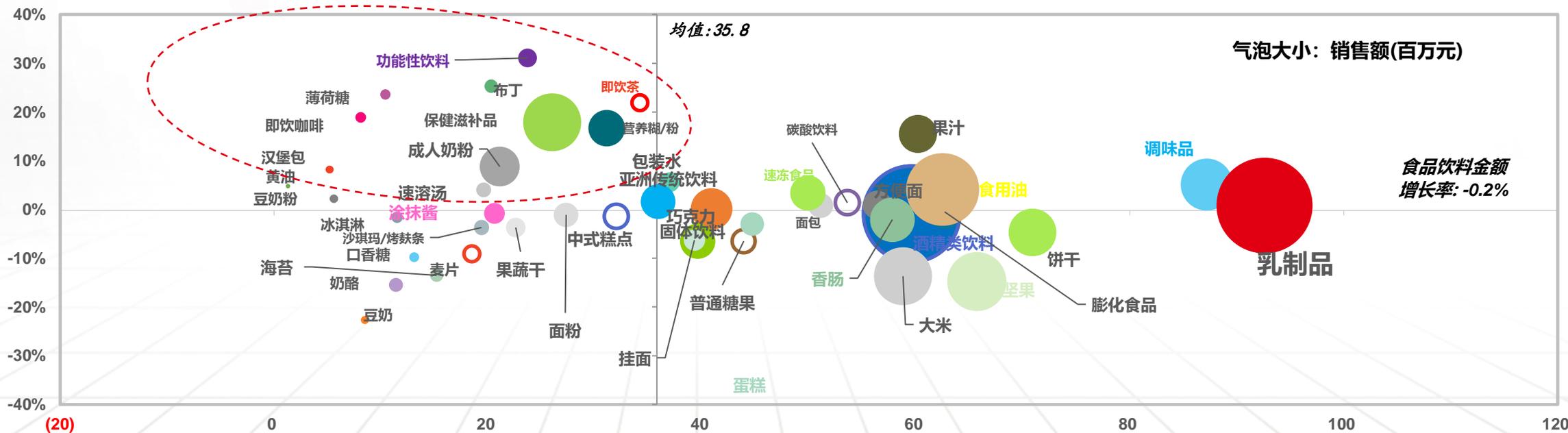
	青少年/大学生 10-19岁，2006-15 年生	单身/无孩青年 20-40岁，1985-2000 年生	年轻有孩家庭 20-40岁，1985- 2000年生	成熟在职家庭 40-60岁，1970- 1985年生	退休家庭 60-70岁，1970年 前
一线城市	+37 (+1%)	+329 (+7%)	-320 (-7%)	+513 (+10%)	+231 (+5%)
二线城市	+36 (+1%)	+188 (+4%)	-88 (-2%)	+240 (+5%)	+140 (+5%)
三线城市	+26 (+1%)	+167 (+3%)	-45 (-1%)	+218 (+4%)	+112 (+2%)
四线城市	+89 (+2%)	+248 (+5%)	-64 (-1%)	+285 (+6%)	+181 (+4%)
县城	+231 (+5%)	+464 (+9%)	-11 (-0%)	+621 (+13%)	+325 (+7%)
乡镇	+95 (+2%)	+202 (+4%)	+24 (+0%)	+295 (+6%)	+141 (+3%)

资料来源：BCG，中邮证券研究所

1.3 找寻高渗透品类新增长极，关注低渗透品类增长红利

- **高渗透品类需寻找新的增长极，战略由过去消费升级转向全面均衡发力。**根据凯度消费者指数，食品饮料中乳制品、调味品等细分赛道渗透率领先，坚果、饼干、膨化食品等零食及果汁、碳酸饮料等饮品渗透率高于平均。在高渗透市场及消费理性背景下，上述赛道的龙头企业需积极发展“新质”生产力，提升产品创新能力及整体供应链的效率、推出更性价比的产品满足人民对美好生活向往的需求。
- **低渗透品类提高自身渗透率同时，需关注整体行业扩容红利。**根据凯度消费者指数，即饮咖啡、即饮茶、营养糊、保健滋补品等细分赛道目前渗透率仍较低，其中即饮茶、成人奶粉、功能化饮料等子赛道契合当前健康消费大背景；社会老龄化加剧背景下保健品、营养糊等赛道具备快速扩容可能性。

图表18： 食饮行业子品类销售额增速&渗透率



资料来源：凯度消费者指数，中邮证券研究所
注：纵轴坐标值为食品饮料品类整体增速，横轴坐标值为全部品类的渗透率均值



方向：2024，五条主线看行业趋势

- 2.1 白酒春节表现超预期，优质酒企值得关注
- 2.2 经济弱复苏，关注稳健高股息标的
- 2.3 关注成本改善带动毛利率改善
- 2.4 关注重要新品驱动业绩增长
- 2.5 人口结构变化下的消费趋势

2.1 白酒春节表现超预期，优质酒企值得关注

- 我们结合节前各地走访以及节后与各地经销商交流反馈，总体表现上，今年春节期间头部品牌白酒开门红基本顺利达成，动销表现略超此前预期，节前反馈相对悲观的销售情况在除夕前几天得到快速扭转。从节奏看，今年白酒动销呈现前低后高的趋势，终端销售节奏更为聚焦，节前一周快速起势。分价格带对应的表现和库存看，300元以下价位带的产品动销良好，预计库存相较去年更为良性，500元及以上次高端价位带受需求偏弱影响，库存仍然相对偏高；千元及以上高端酒仍然稳健。
- 根据节后白酒动销情况，高端茅五泸符合我们节前判断，动销稳健、韧性强，批价整体平稳。次高端中汾酒各市场区域反馈均不错，部分市场复兴版的表现有小惊喜，批价平稳、同比回升，节后库存良性。地产酒中迎驾核心市场动销超预期、古井省内仍然强劲。我们认为节前资本市场对于白酒需求端的悲观预期有所修复。在今年整体相对偏弱的市场氛围下，头部品牌白酒动销略超预期，展现了品牌白酒需求的韧性，以及行业竞争格局清晰、各品牌竞争壁垒建立后、集中度继续向名优白酒集中、向各价格带的头部白酒集中的趋势加强。同时消费者认可度高，核心产品符合当下需求趋势的品牌最终展现需求强韧性，未来出现市场担忧的业绩向下风险的可能性较小。
- 客观展望后市，今年春节后的回补需求（婚宴/企业年会等）预计普遍弱于去年同期，我们认为后续仍需观察淡季的终端真实库存情况、市场批价情况，以判断淡季市场需求状况、以及酒企后续的节奏和布局。上述行业内在运行规律及趋势加强的背景下，强品牌、强产品势能、强团队+管理等竞争要素中，占据较多维度的公司应对上更从容。我们建议积极关注五粮液、泸州老窖、山西汾酒、迎驾贡酒、古井贡酒、今世缘。

2.1 白酒春节表现超预期，优质酒企仍值得关注

图表19：高端、次高端白酒春节期间表现

公司	开门红进度	动销	库存	批价
贵州茅台	山东：回款端Q1要求35%、2月中旬进度为24%。	山东：飞天同比持平，茅台十五年、茅台精品同比增长30%-40%。	山东：飞天没有库存，15年、精品有少量库存，不到10%。	山东：节后茅台整箱2980，散箱2720
五粮液	山东：普五控货货量下调20%，2月4日可最多打款80%，大客户100%，实际执行60%。山东五粮液同比+11.5%，与全国大盘数据基本相等。 苏州：苏糖进度60%左右，双位数增长。 南京：大客户打款80%，小客户60%。 湖南：回款进度60%、回款的90%均已到货，回款发货进度均快于23年同期。	南京：优秀经销商完成60%、平均40%。 山东：下货60%中一半，剩余一半留待涨价。 湖南：动销增长中高个位数。	山东：剩余开门红60%中的一半库存留待涨价。 湖南：2个多月，和发货进度快于去年有关。	南京：八代批价930-935 山东：八代批价920，终端950。 湖南：八代批价920-930
泸州老窖	山东：国窖进度30%，全年目标+40%；特曲进度30%，全年目标+18%。 湖南：节前35%回款进度、节后要求5个点，要到求40%-45%的进度。	山东：国窖去年12月-春节降价50元+返10元，动销去化25%库存。特曲动销有增长。 湖南：动销同比下降3个点。	山东：国窖从去年12月的41%降至节后15.8%，特曲35%库存。 湖南：国窖不到3个月的库存	山东：国窖高度870、低度620。 苏州：批价659，终端650-670。
山西汾酒	山东：节前回款进度27%，全部到货，全年增长目标+45% 合肥：开门红42%，全年目标+37%。 湖南：35%进度 到货30%。	山东：动销同增20%多。青20增速在35%左右、青30动销增长70%。 合肥：经销商下货+30-40%(青20+40%左右，青30更高)，终端增速60-70%。 湖南：动销同比增长7-8个点，青20、玻汾表现更好一些、增长10个点，巴拿马/老白汾/复兴版平稳。	山东：占全年的28.5%、开瓶率/动销率好于预期。 合肥：同比下降，库存1个月左右。 湖南：节后1个半月库存，去年同期2个月。	山东：青20批价高度节前365、节日345、低度节前345、节日335，青花30批价在810-820，有回升。 合肥：青20波动大，去年批价省内340、省外窜货320，春节370-380；终端春节400-420。 青30：去年批价750-780，春节850-880，终端春节950-980。 湖南：青20批价360(去年批价340很差)
剑南春	苏州：全年合同量没变 山东：开门红25%，全年目标+20%	苏州：宴会场景需求减少、商务需求回升。	山东：占全年库存的28%	苏州：水晶剑终端高度450，低度390 山东：批价高度410、低度360。

2.1 白酒春节表现超预期，优质酒企仍值得关注

图表20：苏皖白酒春节期间表现

公司	开门红进度	动销	库存	批价/终端价（箱/4瓶）
洋河股份	南京：开门红进度40%，预计Q1完成50%。整体目标双位数（10%-15%），省内预计个位数，省外地区高于双位数。	南京：水晶梦同比+30%，梦6+持平，天之蓝+10%，海之蓝偏弱部分地区下滑。	南京：梦6+库存在3个月+。其他品类在2个月左右，其中天之蓝稍高一点。	南京：梦6+：批价540左右 水晶梦：批价380-390
古井贡酒	合肥：经销商节前回款已达50%，元宵后再回5%，整个开门红Q1能完成55%进度。全年任务目标+20%。	合肥：经销商出货口径同比增长不低于30%。其中次高端以上价格带增速同比偏低。终端同比增速20%左右。	合肥：节前6%+未发货5%+节后5%，合计16%左右库存（不到2个月），是近几年较良性的库存、同比23年同期好很多。 分品类：献礼、古5、古8经销商库存良性，古20、30、年三十的经销商库存较高。	献礼：批价平日320，春节315。终端360 古5：批价平日450、春节430、带控盘分利425。终端平日460、春节440，最低435 古8：批价平日800-810、春节带控盘分利780。终端春节860-880（部分烟酒店春节820出，仅赚红包）。 古16（低度）：平日1320、春节1120。终端平日1400、春节1320-1400。 古20（高度）：批价平日2180-2200，带控盘分利平日2060-2080，春节2020-2040，终端平日2240-2320，春节2200-2280。
今世缘	苏南：节后回款进度35%左右，预计3月中旬完成开门红38%+任务。全年目标：对开、四开20%以上；雅系30%以上；V系30%以上。	苏南：经销商下货总体增速在16~17%，比回款口径增速略低一些。春节终端动销增速：雅系同比+6-7%，对开四开微增，V系20%+	苏南：预计高于去年同期。	苏南：四开：批价390、终端420 对开：批价240、终端280 单开：批价140、终端170； V3：批价520（苏州）-540（南京）
迎驾贡酒	合肥开门红进度50%。周边弱势市场开门红进度35%-40%。核心市场洞藏系列全年任务目标不低于+35%，渠道反馈公司可能希望今年销售端冲百亿。	经销商往终端出货口径： 洞6：春节同比+35%； 洞9：同比+41-42%； 洞16：同比+48-49%， 洞20：同比+35%， 回款口径： 洞6、洞9增速和去年相似，同比+36-37%。	100-300元（洞6、洞9）：1-1个半月（合理水平） 300元左右（洞16）：1个半月-2个月（合理水平） 500元左右（洞20）：2个半月左右（偏高）	洞6：批价平日450、春节430、带控盘分利420；终端：平日460、春节450 洞9：批价平日780、春节740、带控盘分利725。终端：春节800-810。 洞16（低度）：批价平日1160、春节1120、带控盘分利1000。终端平日1320、春节1280。 洞20（高度）：批价平日1700，春节1680，终端1920。

2.2经济复苏，关注稳健高股息标的

■ 2023年经济复苏背景下，市场预期转弱，推荐关注具有防御价值的高股息标的。

● 食品饮料高股息公司相较其他传统高股息行业标的，股息率相对偏低，但利润增长稳定能保持相对稳定的长期盈利能力，且当前股价和估值经过近3年回调估值相对合理。

图表21：食品饮料行业高股息标的梳理

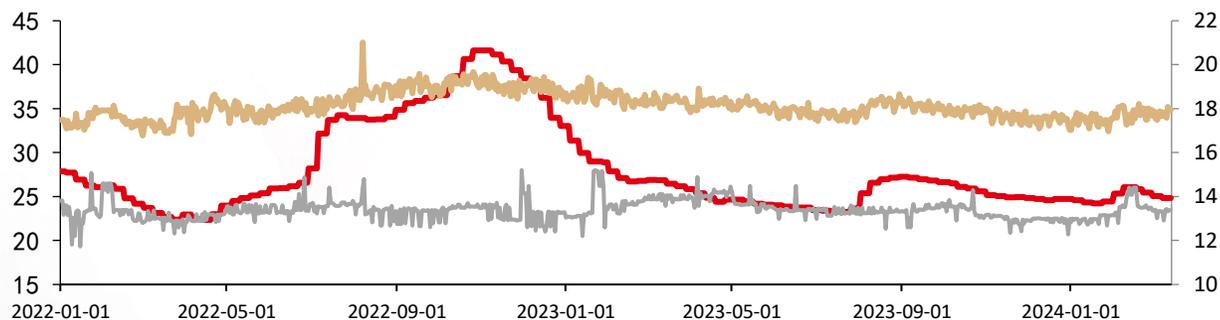
公司	2012-2022平均股息率 %	2020-2022平均股息率 %	每股资本公积 元	每股未分配利润 元	2020年分红比例%	2021年分红比例%	2022年分红比例%
桃李面包	9.31	8.78	0.90	0.94	107.86	124.76	124.97
养元饮品	10.05	7.98	2.14	4.54	96.24	119.91	154.51
双汇发展	5.56	6.51	2.33	1.91	93.05	92.42	61.64
华宝股份	7.79	6.05	7.32	2.92	83.49	80.94	84.96
元祖股份	4.46	5.62	2.15	3.25	79.99	70.62	90.10
好想你	2.35	5.22	3.43	4.06	21.79	71.91	-23.36
有友食品	3.25	5.12	0.61	2.13	43.66	91.38	171.04
涪陵榨菜	1.88	3.60	2.54	3.16	--	41.87	67.16
承德露露	3.96	3.56	0.01	1.55	63.19	--	51.17
伊利股份	2.70	3.50	2.09	4.77	70.47	70.58	70.21
重庆啤酒	1.37	3.42	0.02	2.94	--	83.00	99.58

2.2 关注成本改善带动毛利率回升

■ 2023年，伴随俄乌冲突影响减弱，美联储加息进入后期，海外需求逐渐收缩背景下，成本端多数原料价格迎来改善，同时由于库存消耗和价格传导导致的时间延后，食饮板块在23中报后均获得不同程度的毛利率端成本改善兑现。看2024年，短期需求端整体弱复苏背景下，原料成本如无其他因素扰动下预计延续低位波动。2023年涨幅较大的白糖价格有望回落，但处于低位的猪肉价格在12月超预期去化背景下2024年预计回升。

图表22：2022年-2024年3月猪肉、禽肉价格趋势

— 市场价:猪肉:全国 日 元/公斤 — 平均批发价:活鸭 日 元/公斤 — 平均批发价:白条鸡 日 元/公斤 (右轴)



➤ 肉类

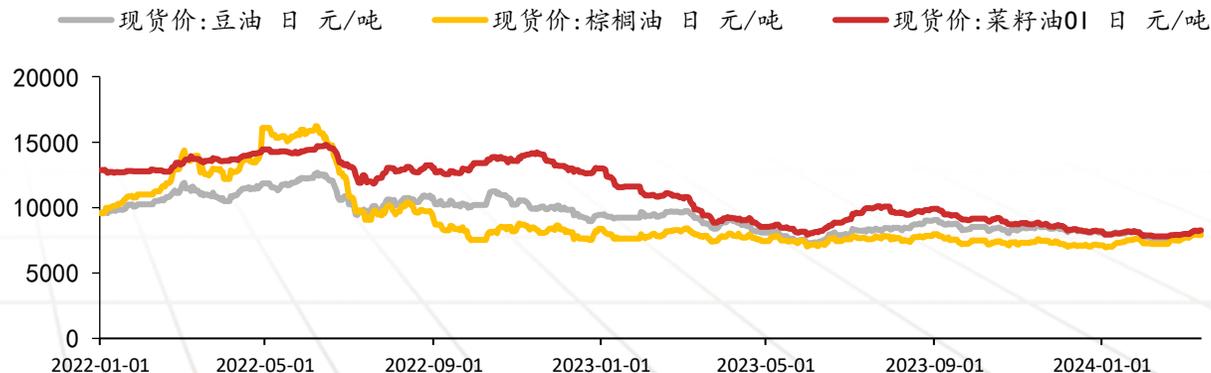
- 猪肉较去年同期大幅改善，近期虽有回升但总体仍处于低位。
- 鸡肉价格整体平稳，但养殖景气度持续回升；
- 活鸭价格整体平稳，但鸭副等原料价格上半年略有波动。

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

➤ 油脂

- 总体看，油脂市场2023年较2022年有大幅改善。
- 供需层面上，23年度是供应紧缺转向宽松的局面，虽然印尼年初收紧棕榈油出口政策导致年内油脂价格有小幅回升，但整体看需求端复苏偏弱背景下，2024年油脂价格有望持续处于低位。

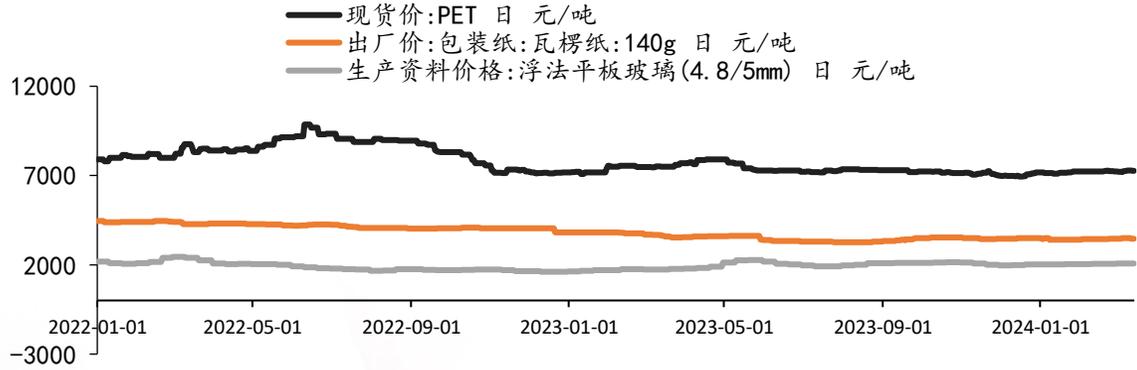
图表23：2022年-2024年3月豆油、棕榈油、菜籽油价格趋势



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

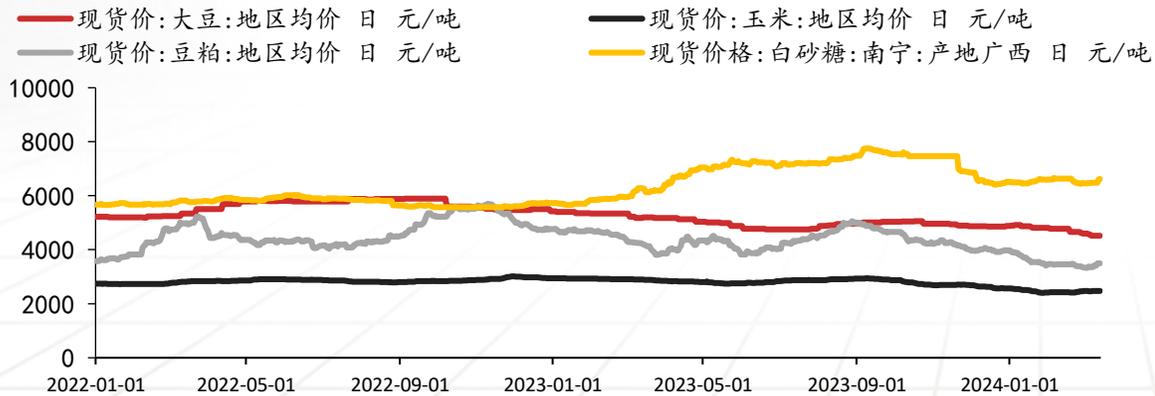
2.2 关注成本改善带动毛利率回升

图表24：2022年-2024年3月PET、瓦楞纸、浮法玻璃价格



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表25：2022年-2024年3月大豆、豆粕、玉米、白糖价格



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

➤ 包材

- 各类主流包材价格总体回落至低位。

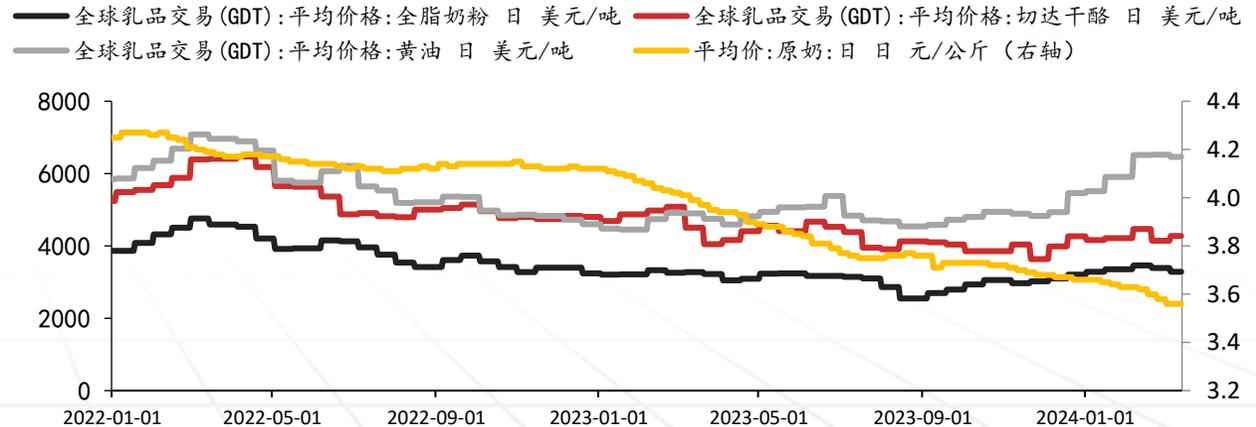
➤ 农产及加工品

- 食品饮料行业主要农产品原料大豆、豆粕、玉米价格在22年10月起开始回落，其中豆粕年中受油脂价格回升影响略有上行。此外，白砂糖受减产、进口汇率等因素影响涨幅较大，但基于2024年国内外增产预期，已初显回落态势。

➤ 乳制品

- 乳制品主要原料原奶、大包粉、奶酪、黄油价格均在供应大于需求的背景下，在2023年处于历史低位。

图表26：2022年-2024年3月原奶、奶粉、奶酪、黄油价格



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.2关注成本改善带动毛利率回升

➤ 从原料价格展望2024年食饮子行业毛利率弹性:

- **调味品行业:** 主要原料大豆、豆粕等价格均处于相对低位, 同时白糖预期回落有望带来毛利率弹性。
- **乳制品行业:** 主要原料为原奶、以及进口的大包粉、干酪。综合看, 2024年奶价有望温和回升, 奶价低位红利有望延续。
- **软饮料:** 原材料中PET、白糖占比较高, 合计占比普遍在50%以上, 行业头部的东鹏在PET低位时已基本锁定明年用量, 叠加糖价回落预期, 明年毛利率有望提升。
- **连锁业态:** 中卤制品、早餐包子行业原材料以肉制品为主, 22年猪肉、鸡鸭、牛肉价格普涨, 使得行业内公司成本压力骤增, 毛利率大幅下行, 23年上半年再度经历了一波鸭副采购高价, 下半年逐季消化高价库存后, 2024年随着供需结构改善, 原材料压力有望逐渐释放, 但仍需关注猪肉价格变化。

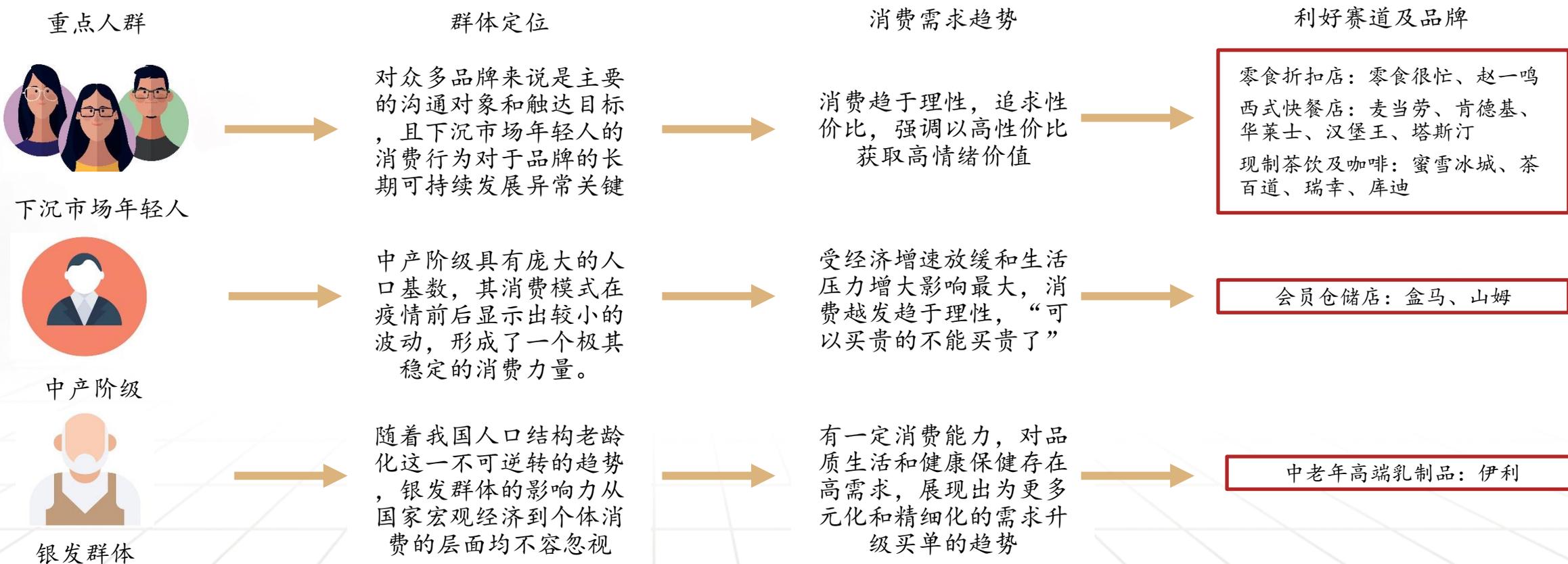
2.3 关注重要新品、新渠道驱动业绩增长

- **产品+渠道打造品牌驱动力。**新消费时代快速抓住消费需求、开发新品及快速打爆产品是红海市场竞争的关键，同时品牌通过深度挖掘、竞品对比等方式切准赛道，将在新一轮竞争中获得长足的业绩驱动力。
- **东鹏饮料：**公司2023年年初推出电解质饮料补水啦，新品在渠道推新打法有章法，通过瓶盖扫码赢红包、实物奖品等手段快速打开市场。报表看公司其他饮料品类环比继续提速，根据渠道反馈补水啦2023年规模预计破4亿，第二成长曲线初显。此外，公司还在过去一年依次推出无糖茶、椰子汁、预调鸡尾酒等新品。其中，椰子汁是公司在南方市场作为打开餐饮场景的切入点，而鸡尾酒则是公司在现有消费群体之外进一步扩大受众群体的尝试。2024年，公司预计重点发力乌龙上茶、补水啦，两者2024年均均有较高规划目标，近期预计通过加大两者在校园渠道网点的铺市，进一步提升有效网点能见度；同时公司冰柜投放继续推进，在旺季前进一步提升终端网点冰冻化陈列覆盖率。
- **立高食品：**1) 23年奶油类大单品360PRO稀奶油，2023年5月上市，经历了产品更新迭代后，三四季度旺季来临逐渐供不应求，产线满负荷生产。该产品在经历了半年的打磨后，预计2024年将全年度贡献增量，假设每月出货10万箱，每箱330元，月贡献收入3300万。2) 商超渠道中新品贡献：老品麻薯、奶酪包、瑞士卷都在2023年有较好的增长。新品俄罗斯大列巴、丹麦甜甜圈等都在十大单品中。3) 餐饮茶饮大客户：奈雪进了芋泥烘焙产品、喜茶进了原神联名慕斯、瑞幸进了甜甜圈、必胜客蛋挞，今年新开发的客户都是几百万的体量，等待合作深入会有更大势能。
- **宝立食品：**公司新投产的产能，为公司带来业务承载能力和业务边界的提升。比如烘焙产线投产让公司涉足冷冻烘焙业务未来可以和原先的复调产品有更多结合的可能性，提升原有客户的合作深度。山东新产能包含农产品加工能力，未来可基于客户复调产品最终产品需求进一步提供整体解决方案提升单客户合作规模。同时公司开始切入山姆、costco等特渠，此类渠道也有望产生上亿级别的爆品，带来营收弹性。12月公司推出意面搭档，布局C端肉类预制产品，进一步基于空刻品牌核心属性对产品矩阵裂变。
- **桃李面包：**公司在核心的短保产品外正逐渐在部分渠道（零食量贩、便利店等渠道）中尝试提供更多的中保产品（欧包等），未来中保产品占比进一步提升有望扩充产品矩阵、弥补消费场景产品空缺、打开第二成长曲线。

2.4 人口结构变化下的消费趋势

- **三类重点消费人群需求各异，利好不同食饮子赛道。** 1) 下沉市场年轻人在消费理性大背景下追求性价比，利好零食折扣店、折扣西式快餐店、平价现制茶饮及咖啡三类消费赛道； 2) 中产阶级在此轮经济增速放缓中受影响较大，此前追求高品牌溢价趋势有所逆转，利好盒马、山姆等高性价比仓储会员店； 3) 日益增多的银发群体具备较高消费水平、对健康营养较为关注，利好中老年高端乳制品赛道。

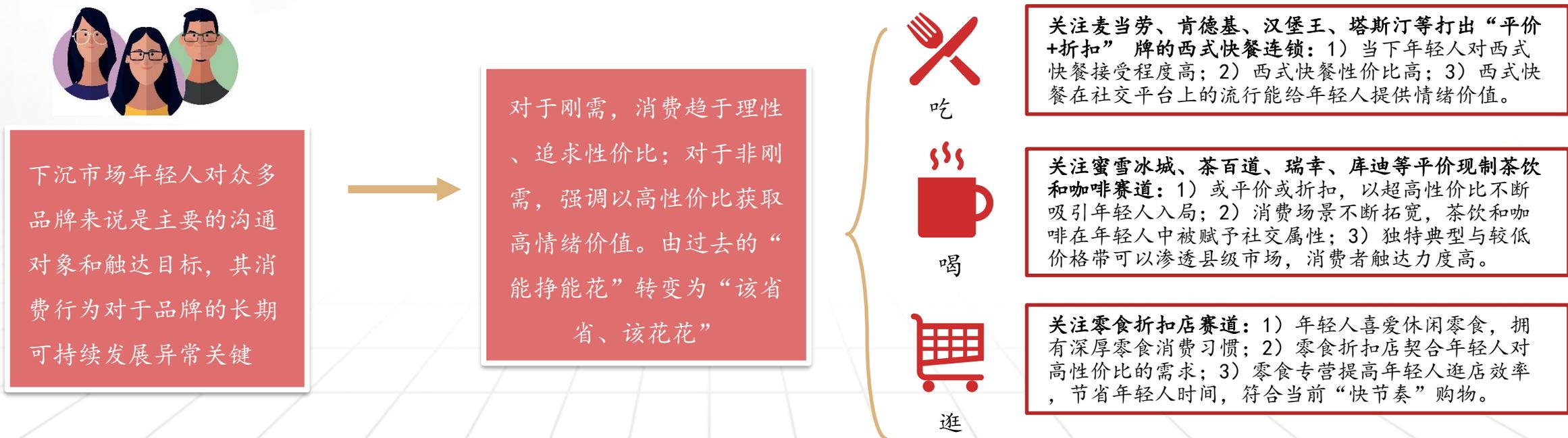
图表27：三类重点人群消费需求各异



2.4 人口结构变化下的消费趋势——年轻群体

- 有消费能力的新一代强调以高性价比获取高情绪价值，以此为锚定位三类吃喝逛优势赛道：**
 - （1）吃，关注西式快餐连锁赛道以及上游供应链。** 高性价比：麦当劳多套餐组合折扣力度大、肯德基“疯狂星期四”有效节约年轻人钱袋子，西式快餐性价比显著高于其他类型连锁。高情绪价值：“麦门”、“疯狂星期四V我50”等网络热梗孵化独特情绪价值，吃西式快餐成为时尚。
 - （2）喝，关注平价现制茶饮和咖啡赛道。** 高性价比：蜜雪冰城价格带在10元以下、瑞幸库迪“9.9”“8.8”轮番上阵，年轻人10元以下即可享用茶饮或咖啡。高情绪价值：现制茶饮和咖啡多与文化大IP联名，喝联名产品成为风尚。
 - （3）逛：关注零食折扣店赛道。** 高性价比：零食折扣店卖点在于零食价格低于传统商超KA，年轻人有效节流；专营渠道满足年轻人只需购买零食的细分需求，节省年轻人购物时间、契合当下快节奏。

图表28：市场年轻人追求高性价比+高情绪价值



2.4 人口结构变化下的消费趋势——中产群体

图表29：中产阶级需求面面观



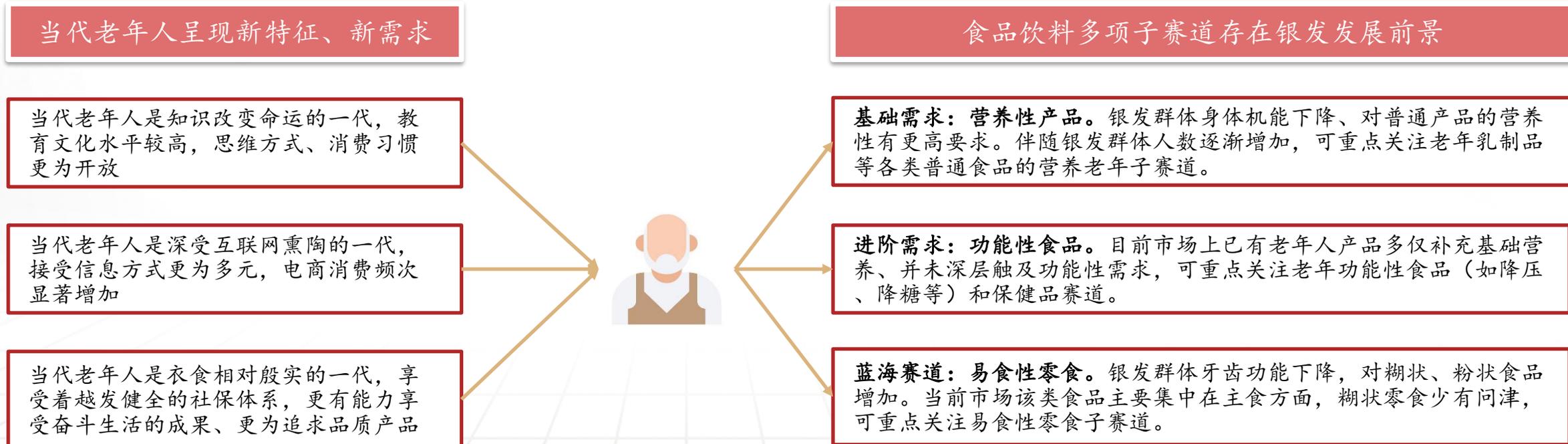
■ 中产阶级需求向升级品类的进阶品质产品集中，理性消费为新痛点，重点关注山姆、盒马等仓储会员折扣店。1) 消费理性+经济增速放缓大背景下顶级享受降级为进阶品质。中产阶级受经济增速放缓影响最大，对顶级食品和高端超市的需求有所萎缩，向进阶食品和仓储会员折扣生鲜店迁移。2) 消费能力客观存在，消费习惯存在惯性，低端需求持续上移为升级品类。尽管中产阶级消费能力遭受一定打击，但其消费能力和追求仍属社会中上层，一旦用惯升级品类便再难下移，在进阶品质的产品中将优先选择升级品类产品。综合上述原因，仓储会员折扣店相对于高端超市性价比更高、较传统商超更具生活品质，加之市场相较其余赛道更为宽广，成为中产阶级需求变化浪潮中值得关注的子赛道。²⁴

资料来源：公开资料整理，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

2.4 人口结构变化下的消费趋势——银发群体

- 老年人口占比增多催生银发经济，针对新特征、新需求，重点关注以老年乳制品为代表的各类普通食品的营养老年子赛道、老年功能性食品和保健品赛道、易食性零食子赛道。1) 当代老年人衣食相对殷实、对自身身体状况更为关注，营养性食品构成基本需求、功能性食品为进阶要求。针对广阔的老年营养性食品市场，由于老年乳制品赛道具备高营养性、泛消费性，未来发展前景良好；针对功能性食品需求，重点关注降糖、降压等功能性老年食品赛道。2) 当代老年人教育文化水平较高、消费习惯更为开放，对零食接受程度高，但往往受限于牙齿机能下降难以食用市面上已有的较难咀嚼的零食，易食性零食赛道有望成为新蓝海。

图表30：银发群体孕育新商机





聚焦：2024年餐饮行业推荐标的

3.1 山西汾酒

- **汾酒近期受悲观预期影响，股价调整幅度较大。**
- 公司基本面扎实，今年青花20势能持续强势释放。10亿元以上市场突破7个，全国化影响力进一步加强。价格管控初具效果。今年双节推动渠道新模式落地，取得一定的实际效果，以期赢得未来的竞争优势。当前库存合理偏低，经销商对汾酒发展信心十足。
- **展望公司2024年稳中求进，发展在前。省内稳健。**省外大体量市场仍然具备放量基础。华东华南继续快于平均。市场操作更细化，明年重点提高终端数量和质量；盯好价格体系的健康程度，确保渠道动力；费用切实落地。青30迎来市场端的统一操盘动作。
- 预计公司自我要求下给予内部较高的目标，是为抓住发展机会，同时也给予健康高质量发展为前提下的柔性调整空间。我们看好公司发展，建议积极配置。

■ 盈利预测与投资建议：

公司产品矩阵全，使得三季度在主动调整的节奏下，报表端表现稳健同时也留有余力。我们继续看好公司未来发展，预计2023-2025年收入为314.57/379.72/468.01亿元，分别同比增长20.00%/20.71%/23.25%，预计2023-2025年归母净利润为106.87/132.61/165.92亿元，分别同比增长32.01%、24.08%、25.12%，未来三年EPS为8.76/10.87/13.60元，对应三年PE为29/24/19倍，维持“买入”评级。

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	26214	31457	37972	46801
增长率(%)	31.26	20.00	20.71	23.25
EBITDA（百万元）	11040.36	13991.68	17362.39	21721.87
归属母公司净利润（百万元）	8095.85	10687.05	13260.74	16592.47
增长率(%)	52.36	32.01	24.08	25.12
EPS(元/股)	6.64	8.76	10.87	13.60
市盈率（P/E）	38.49	29.16	23.50	18.78
市净率（P/B）	14.62	10.38	7.64	5.74
EV/EBITDA	30.66	21.05	16.50	12.76

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.2 古井贡酒

- **省内市场受益经济发展带动需求稳健，产品结构持续升级；省外市场聚焦次高端不动摇，短期波动后全国化空间仍然广阔。**从消费需求看，安徽省内白酒市场受核心支柱产业高速发展下的地区经济增长带动，消费需求不惧大环境扰动整体平稳，同时各消费层级持续升级。
 - 分产品看，安徽省内公司当前重点聚焦200元以上价格区间，其中古8继续承接中低线城市大众消费以及乡县市场商务、礼赠、宴席等需求升级，保持高增速；300元以上古16在核心城市有效承接宴席升级/商务宴请需求，保持较高增长态势；500元以上，古20布局全国化，主要针对商务消费和企业团购渠道，2023年需求端略有波动，但伴随经济持续复苏，价盘回归稳定，以及省外复苏，未来增长空间仍然广阔。
 - 短期库存角度看，古井省内2023年末清库存进度良好，部分地区渠道库存低于基本水平，开门红预计进度良好。
 - 从2024年规划看，公司在达成200亿目标后提出省内全面领先今年规划目标20%，预计今年通过核心城市持续扩大古16、古20次高端布局叠加周边区县以献礼、古5、古8等产品承接从地区酒升级的群体保持稳定增长，同时省外江苏市场经历2023年波动后，明年有望迎来复苏。

■ 盈利预测与投资建议：

公司在白酒行业相对偏弱复苏背景下仍实现高质量增长，2023年前三季度表现超预期，预计公司2023-2025年实现营收207.05/249.11/298.39亿元，同比增长23.88%/20.32%/19.78%；实现归母净利润43.42/55.78/71.14亿元，同比增长38.16%/28.46%/27.53亿元，对应EPS为8.21/10.55/13.46元，对应当前股价PE为30x/23x/18x。公司在白酒行业调整阶段仍展现强劲增长动力，叠加产品结构改善、费用端持续优化，公司盈利能力有望继续提升，维持“买入”评级。

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	16713	20705	24911	29839
增长率（%）	25.95	23.88	20.32	19.78
EBITDA（百万元）	4553.96	6634.49	8473.69	10547.57
归属母公司净利润（百万元）	3143.14	4342.44	5578.44	7114.41
增长率（%）	36.78	38.16	28.46	27.53
EPS（元/股）	5.95	8.21	10.55	13.46
市盈率（P/E）	40.79	29.52	22.98	18.02
市净率（P/B）	6.92	6.16	5.40	4.66
EV/EBITDA	28.13	17.21	13.05	10.08

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.3 迎驾贡酒

■ 看未来，公司有望继续在产品、品牌、渠道上三重发力，结构升级势头不减。

- 产品端，公司后续继续通过洞6/9系列在价格、定位以及渠道利润上与竞品错位竞争，在六安、合肥核心市场保持较高增速的同时持续提升皖南、皖北市场占比，在稳固公司业绩的同时以空间换时间，为公司布局洞16/20系列提供窗口期。品牌端，2023年作为公司文化迎驾战略元年，通过国宾盛宴进行品鉴会升级、举办群星演唱会等一系列活动，有效提升在核心终端/核心消费者中的品牌影响力，为洞藏产品梯次中的消费升级积攒势能。渠道端，公司持续通过调节直接/政策/福利利润来确保渠道端的利润空间维持洞藏的竞争力。同时，省内洞藏渠道管理更加细化，洞16/20更高价位段的产品对接资源更匹配的经销商，合肥等几个城市成立平台公司进行试点，省外持续导入洞藏，未来洞藏占营收占比有望继续提升。
- 开门红进度来看，合肥、皖北等核心市场开门红完成目标50%；皖南等地作为后发市场，渠道库存略高，开门红预计进度低于核心市场。省外产品结构较低的开门红进度预计30%左右。动销端，春节期间迎驾在合肥，皖北等核心市场100-300元价位带表现抢眼，在渠道利润与竞品差距逐渐缩小背景下，终端自点率提升初步展现品牌实力。整体看，当前库存水平下，公司今年有望冲击更高目标。

■ 盈利预测与投资建议：

公司受益洞藏高增长，产品结构升级趋势强劲。预计公司2023-2025年实现营收67.47/82.13/97.10亿元，同比增长22.56%/21.73%/18.22%；实现归母净利润22.14/28.05/34.47亿元，同比增长29.82%/26.71%/22.90%，对应EPS为2.77/3.51/4.31元，对应当前股价PE为25x/20x/16x，维持“买入”评级。

项目\年度	2022A	2023E	2023E	2025E
营业收入（百万元）	5505	6747	8213	9710
增长率（%）	19.59	22.56	21.73	18.22
EBITDA（百万元）	2462.50	3178.22	3965.61	4798.17
归属母公司净利润（百万元）	1705.13	2213.62	2804.77	3447.00
增长率（%）	22.97	29.82	26.71	22.90
EPS（元/股）	2.13	2.77	3.51	4.31
市盈率（P/E）	32.49	25.03	19.75	16.07
市净率（P/B）	8.00	6.97	6.00	5.12
EV/EBITDA	19.25	16.41	12.88	10.36

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

■ 从2024年规划看，公司在2023年达成百亿目标后，未来规划更为稳健。同时，2024年3月起国缘停货提价，第五代国缘上市有望重塑公司核心大单品的渠道利润空间，在行业淡季期间进一步带动批价回稳，增厚渠道利润，提升终端信心。

- 分品类看，2024年公司预计对部分高库存渠道四开控量，而其他产品暂不做限制，同时六开布局进度可能进一步延后。从渠道端看，公司预计在流通渠道继续发力核心终端，对开、四开有望全面进入；同时公司将继续培育团购渠道专销客户，深挖潜力客户资源打造新增长点。省外市场看，未来公司计划打造省外核心样板市场后，费用投放将从大包制向省内模式规范化转变，渠道、终端积极性有望提升。
- 看未来，预计公司2024年放缓节奏后仍有望保持良好增长势头。春节开门红表现看，营收端公司Q1开门红预计在3月中旬达成40%左右，回款同比增速预计普遍在+20%左右，产品结构中雅系放量、V系保持高增速，带动国缘占比进一步提升，预计毛利率水平小幅提升。

■ 盈利预测与投资建议：

我们预计公司2023-2025年实现营收100.53/126.14/155.48亿元，同比增长27.50%/25.48%/23.25%；实现归母净利润31.06/39.86/49.44亿元，同比增长24.11%/28.34%/24.01%，对应EPS为2.48/3.18/3.94元，对应当前股价PE为22x/17x/14x。看2024年，对开、四开推新提价并有望扩大流通渠道覆盖度，保持较好增长，同时V系进一步放量，公司整体增长势头有望延续，2022-25年归母净利润复合增速预计在25%，维持“买入”评级。

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7885	10053	12614	15548
增长率(%)	23.09	27.50	25.48	23.25
EBITDA（百万元）	3370.15	4293.17	5442.10	6700.45
归属母公司净利润（百万元）	2502.79	3106.13	3986.48	4943.67
增长率(%)	23.34	24.11	28.34	24.01
EPS(元/股)	2.00	2.48	3.18	3.94
市盈率（P/E）	27.79	22.39	17.45	14.07
市净率（P/B）	6.29	5.33	4.46	3.71
EV/EBITDA	16.35	13.71	10.26	7.78

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.5 宝立食品

- 2023年11月起市场担忧餐饮消费偏弱或影响上游供应链公司业绩，从而导致公司股价持续回调。但宝立下游主要为西快、茶饮客户，近期普遍走性价比折扣打法后，整体看消费端需求走强，公司B端预计继续保持较好增长势头。
 - 从短、中、长三个维度去看，短期B端下游核心连锁西式快餐客户年初至今新开门店的增速较高，为公司短期复调业务带来复苏高弹性，全年高速增长有望延续。
 - 中期看，公司烘焙产线、扩产产能逐渐落地，为公司带来业务承载能力和业务边界提升，如烘焙产线投产后公司逐渐涉足冷冻烘焙业务，未来可与原先复调产品有更多结合可能性，提升原有客户合作深度。同时公司持续布局山姆、Costco、宜家等特渠，未来有望产生上亿级爆品，带来营收弹性。
 - 长期看，关注公司轻烹解决方案业务进一步承接复调产品纵向衍生的客户深度需求，同时C端空刻、宝立客滋等品牌有望通过承接B端转化，横向丰富产品线，扩大C端的收入规模。

■ 盈利预测与投资建议：

我们预计公司2023-2025年实现营收24.77/30.02/36.16亿元，同比增长21.62%/21.19%/20.45%；实现归母净利润2.91/3.31/4.15亿元，同比增长34.90%/13.94%/25.34%，对应EPS为0.73/0.83/1.04元，对应当前股价PE为21x/19x/15x。看好公司下游西式快餐连锁快速复苏后持续带动公司复调业务需求增长，同时第二第三成长曲线轻烹、饮品配料下游客户群体逐渐打开，叠加新增产能逐步落地，未来有望承接更多头部客户需求、开拓腰部客户增量，维持“买入”评级。

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2037	2477	3002	3616
增长率(%)	29.10	21.62	21.19	20.45
EBITDA（百万元）	337.17	447.68	505.96	615.21
归属母公司净利润（百万元）	215.36	290.52	331.02	414.88
增长率(%)	16.15	34.90	13.94	25.34
EPS（元/股）	0.54	0.73	0.83	1.04
市盈率（P/E）	28.88	21.41	18.79	14.99
市净率（P/B）	5.51	4.53	3.76	3.10
EV/EBITDA	33.10	13.20	11.24	8.79

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.6 立高食品

- **旺季来临，内部组织架构融合顺利、公司计划制定灵活促销政策、成本费用端不断优化，预计四季度至明年收入端会有更好表现。**分渠道看，餐饮渠道由于基数较小渗透度较低，依旧有望保持高速增长态势不变；商超渠道在经历了弹性修复后将回归常态化增速，通过老品为基新品上新、与终端开店带来增量；流通渠道在新品稀奶油市场打开、饼房进一步修复后，预计明年会有更快增长。1) 从渠道表现来看，商超渠道在老品提升+新品上新的推动下未来有望保持稳定增长，流通饼房Q3、Q2至Q1逐季改善显著，奶油产品增量较多，餐饮新零售得益于与大客户合作落地带来较大增量，基数较小的背景下预计24年维持高增长。2) 从产品角度来看，商超推新反馈良好，传统大单品麻薯今年增速较快，在填补了去年的缺口后还是有双位数的增长。奶油大单品360PRO在经过产品调试改良后在Q3迅速放量，目前产能满负荷生产，预计24年年中新产能投产后带来更多增量。3) 成本方面，公司通过油脂锁单锁价为毛利率稳定提供保障。费用方面随着相关展会支出减少费用率预计将回落。同时产能利用率继续提升，不断推进长尾sku优化/大订单端对端直达客户等优化物流费用等举措。

- **盈利预测与投资建议：**

我们预计2023-2025年营收分别为37.43/46.81/57.05亿元，同比+28.6%/25.06%/21.87%；预计2023-2025年归母净利润分别为1.93/3.75/4.82亿元，同比+34.46%/94.23%/28.38%，还原股权激励费用后2023-2025年净利润估算为3.05/3.9/4.92亿元，同比增长43.5%/27.9%/26%。，对应未来3年EPS分别为1.14/2.22/2.85元，对应3年PE分别为32/17/13倍，维持“买入”评级。

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2911	3743	4681	5705
增长率(%)	3.32	28.60	25.06	21.87
EBITDA(百万元)	256.88	388.48	631.74	774.07
归属母公司净利润(百万元)	143.77	193.31	375.46	482.01
增长率(%)	-49.22	34.46	94.23	28.38
EPS(元/股)	0.85	1.14	2.22	2.85
市盈率(P/E)	43.12	32.07	16.51	12.86
市净率(P/B)	2.92	2.75	2.46	2.17
EV/EBITDA	63.00	15.57	9.53	7.77

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

- **24年公司通过产品策略进一步升级、积极应对渠道变化及市场竞争，品牌战略与组织架构相应调整后明年规划更加清晰。** 1) 不主动参与价格战、品牌定位清晰。尽管速冻市场价格竞争激烈，但安井始终秉承良性竞争发展思路、保持品牌在中高端价位带的市场占有率，适当延长促销。2) 产品研发策略上侧重三点：①爆品系列化；②研发属地化；③针对大B渠道进行定制化研发服务。3) 冻品先生产品策略调整：方向①酒店菜通路化改造，将酒店菜产品进行一定的加工调味处理后降低出品难度，形成流通型产品匹配C端需求；方向②丰富火锅周边产品系列，在原有毛肚、黄喉等系列产品的基础上新增牛羊肉卷，在近期冬季火锅旺季销售情况较好。
- 2023年主要原材料价格下滑对毛利率提升有大有裨益，2024年成本或略有上行，但费用端投入整体严格把控、产品升级趋势带动下，利润率有望维持在较高水平。长期来看，公司产品结构持续升级、规模效应显现、深入挖掘拓宽渠道，产品渠道双重发力带动业绩持续发展，我们对公司未来发展保有长足信心。

■ 盈利预测与投资建议：

我们我们维持2023-2025年营收预测149.64/180.33/215.60亿元，同比增长22.83%/20.51%/19.56%，暂不考虑股权激励摊销对利润影响，维持2023-2025年归母净利润16.18/19.02/22.68亿元，同比增长46.96%/17.58%/19.20%，未来三年EPS分别为5.52/6.49/7.73元，对应当前股价PE分别为17/14/12倍，维持“买入”评级。

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12183	14964	18033	21560
增长率(%)	31.39	22.83	20.51	19.56
EBITDA(百万元)	1704.95	2482.91	2906.99	3405.68
归属母公司净利润(百万元)	1101.03	1618.06	1902.44	2267.69
增长率(%)	61.37	46.96	17.58	19.20
EPS(元/股)	3.75	5.52	6.49	7.73
市盈率(P/E)	24.41	16.61	14.13	11.85
市净率(P/B)	2.30	2.06	1.83	1.62
EV/EBITDA	13.99	9.23	7.41	5.96

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.8 盐津铺子

- 由于2024年同去年相比春节错配、备货季延后，四季度表观收入增速略有放缓，但整体来看全年表现优秀，重点产品和重点渠道都实现了快速增长。产品方面公司不断打磨供应链能力、提升产品核心竞争力，聚焦辣卤零食、深海零食、休闲烘焙、薯类零食、蒟蒻果冻布丁、蛋类零食以及果干坚果七大核心品类，鹌鹑蛋、魔芋大单品实现高速发展。同时，顺应消费场景多元化趋势，发力定量装、小商品和量贩装适配不同渠道需求，在保持KA、AB类超市稳定发展的基础上，在电商、CVS、零食量贩渠道高速发展，不断加深与零食很忙、零食有鸣、赵一鸣等品牌的深度合作，渠道势能持续增强。
- 我们认为公司在渠道深耕和产品放量的双重带动下，有望打开更大成长空间。分产品看，三大单品潜力十足、未来空间无限，魔芋、鹌鹑蛋、蒟蒻兼具健康属性，顺应当下消费趋势放量，未来均有望成长为超级大单品，未来成长空间十足。

■ 盈利预测与投资建议：

我们维持2023-2025年营收预测，分别为41.60/52.90/65.27亿元，同比增长43.76%/27.17%/23.39%，维持2023-2025年归母净利润预测，分别为5.33/7.03/8.85亿元，同比增长76.76%/31.9%/25.86%，对应三年EPS分别为2.72/3.59/4.51元，对应当前股价PE分别为26/20/16倍，维持“买入”评级。

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2894	4160	5290	6527
增长率(%)	26.83	43.76	27.17	23.39
EBITDA(百万元)	490.65	706.53	916.66	1170.69
归属母公司净利润(百万元)	301.49	532.93	702.93	884.70
增长率(%)	100.01	76.76	31.90	25.86
EPS(元/股)	1.54	2.72	3.59	4.51
市盈率(P/E)	45.79	25.90	19.64	15.60
市净率(P/B)	12.16	9.90	7.95	6.37
EV/EBITDA	29.70	20.45	15.66	12.10

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.9 劲仔食品

- **春节整体销售平稳，各渠道表现良好，无明显年货节波动，24年计划在进一步打磨传统大单品小鱼干基础上稳步推进鹤鹑蛋，发掘优势渠道、形成品牌合力：**
 - ①分产品形态，a)大包装线上占比较高，后续计划在做好单店基础上拓展优势点位、将以大包装切入线下高端渠道提升品牌溢价；b) 散装着眼于家庭采购与囤货式采购，在大包装战略实施后明显带动散装动销，鹤鹑蛋持续爆量；c) 定量装为传统规格，在大包装和散装快速发展的情况下占比将进一步下行；
 - ②分渠道，a) 传统ka、bc等流通渠道衰退背景下将充分挖掘存量优质资源进行投放推广；b) 线上以大包装为主，去年加大了对线上渠道的利润管控、稳定价盘；c) 量贩渠道目前已合作头部零食系统，产品包装、定价、规格上仍在不断调整，和零食渠道合作稳健；
 - ③大单品方面，小鱼传统单品各品规齐发力、增长稳健，高端化小鱼仍在西安试点、动销稳定产品升级后将在全国推广，今年仍将保持双位数增长；鹤鹑蛋产能缺口预计今年补齐，目前毛利率虽较低但已在市场前列，后续将继续针对口味、原材料、包装进行产品迭代升级，预期今年持续放量。

- **盈利预测与投资建议：**

我们维持2023-2025年营收分别为20.72/25.61/30.57亿元，同比+41.69%/23.61%/19.40%；维持2023-2025年归母净利润分别1.85/2.52/3.21亿元，同比+48.2%/36.57%/27.38%，对应未来3年EPS分别为0.41/0.56/0.71元，对应3年PE分别为36/26/20倍，维持“买入”评级。

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1462	2072	2561	3057
增长率(%)	31.59	41.69	23.61	19.40
EBITDA（百万元）	160.05	231.37	314.97	390.13
归属母公司净利润（百万元）	124.66	184.75	252.32	321.40
增长率(%)	46.77	48.20	36.57	27.38
EPS（元/股）	0.28	0.41	0.56	0.71
市盈率（P/E）	52.65	35.52	26.01	20.42
市净率（P/B）	6.78	6.48	6.12	5.70
EV/EBITDA	28.01	27.87	20.58	16.66

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

■ 公司在2023年核心大单品东鹏特饮突破百亿营收大关，侧面体现出公司长期坚持的策略、战略、经营理念、商业逻辑正确可行。公司长期坚持产品差异化竞争，持续推进全国化渠道布局的战略，近期密集推新有望从单品黑马向全品类平台公司衍变。

- 短期看，功能饮料仍是高增速优质赛道。在销量分布看，北方市场还有较大增长空间，天津产能落地后，未来有望进一步辐射当前仍以红牛为主的北方地区，
- 中期看，公司以“能量+”为主线，持续去扩容产品矩阵，公司为了开发第二成长曲线所布局的RTD咖啡、属于运动饮料范围的电解质饮品以及无糖茶均是软饮料子行业中除功能饮料外增速排前列的优质赛道。从近期动销表现看，补水啦已初步展现大单品成长态势，中期有望接棒东鹏特饮成为公司新的成长动能。
- 长期看，公司有把握需求端消费趋势，不断推出符合消费趋势新品的能力。2023年末到24年年初公司推出了高性价比的椰子汁以及鸡尾酒新品进一步布局传统礼赠、餐饮、休闲娱乐场所、以及下线市场等此前用东鹏特饮难以攻克消费场景，未来有望进一步扩大品牌的消费群体。
- 近期，渠道反馈Q1开门红销售进度整体延续稳健表现，在礼盒产品强动销带动下，能较好实现此前目标。整体看，节后总体库存预计在1个月左右，同比有下降，仅新品库存稍高，后续业绩稳定性较好。业绩角度看，公司24年规划营收目标维持高增长，利润端2024年成本端pet有锁价，糖价则有望回落带来利润弹性。

■ 盈利预测与投资建议：

预计公司2023-2025年实现营收111.65/140.55/172.83亿元，同比增长31.27%/25.89%/22.97%；实现归母净利润20.39/26.15/32.10亿元，同比增长41.58%/28.20%/22.77%，对应EPS为5.10/6.54/8.03元，对应当前股价PE为36/28/23倍，维持“买入”评级。

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8505	11165	14055	17283
增长率(%)	21.89	31.27	25.89	22.97
EBITDA(百万元)	2100.99	2794.34	3436.91	4120.98
归属母公司净利润(百万元)	1440.52	2039.45	2614.66	3210.09
增长率(%)	20.75	41.58	28.20	22.77
EPS(元/股)	3.60	5.10	6.54	8.03
市盈率(P/E)	51.50	36.38	28.37	23.11
市净率(P/B)	14.65	12.28	10.17	8.40
EV/EBITDA	33.36	25.33	20.12	16.30

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

- **需求复苏不及预期的风险：**国内经济形势整体向好，但需求仍处于弱复苏阶段，导致部分地区消费需求波动并影响相关行业及公司营收增长。
- **行业竞争加剧的风险：**若行业竞争加剧，出现价格战等现象，公司盈利能力将受到影响。
- **食品安全的风险：**食品安全事件将影响消费者信心，将对相关行业和公司造成影响。
- **成本波动的风险：**食品饮料行业中原材料、能源等成本波动将增加公司盈利不确定性。

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

蔡雪昱 (首席分析师)

SAC编号: S1340522070001

邮箱: caixueyu@cnpsec.com

华夏霖 (分析师)

SAC编号: S1340522090003

邮箱: huaxialin@cnpsec.com

杨逸文 (分析师)

SAC编号: S1340522120002

邮箱: yangyiwen@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048