

食品饮料

餐饮出海专题之一：中式餐饮出海机遇

投资要点：

【餐饮出海专题：中式餐饮出海机遇】当前全球化发展正当时，基础设施越发完善伴随产品力与品牌力升级，中国企业出海进入新阶段。尽管疫情因素导致短期承压，在出海政策的支持下，中餐国际化市场快速发展，发展空间一片蓝海。随着海外华人人口数量不断增加，中国食品及中国文化日益流行，中餐品牌正属地化布局扩展市场。供应链建设或成为餐饮出海最大问题，诸多企业积极进行生产基地部署，推动供应链逐步完善。

【周观点】：

【白酒】春糖会时间较早，春糖基本延续春节旺季反馈，叠加进入淡季后部分酒企控量保价，渠道相对健康，整体略超预期。

【啤酒】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。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。

【软饮料】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企业所处赛道潜力高和企业自身管理能力优秀两大要素的相关公司。

【预调酒】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。

【乳制品】预计24年原奶价格仍处于下行区间，企业端的降本控费、龙头乳企追求净利率目标、区域乳企新品新渠道的拓展拉动营收增长仍将是整个竞争格局的主旋律。

【休闲食品】休闲零食企业在受益新渠道将继续带来营收端的增长，同时考虑降本控费下，预计24年业绩端仍将维持不错表现。

【保健品】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。

【餐饮产业链】我们认为板块整体仍具备投资性价比。但我们认为，对于当下行业销售淡季逐步展开与估值修复逐步转入基本面验证的时点，Q1业绩确定性强、短期催化多以及全年增长势能高的标的值得重点关注。

【餐饮】目前来看，餐饮业充分复苏，整体势头强劲。总体表现为以下几点，经济回升向好，餐饮行业实现较快增长。

【烘焙供应链】24年随着烘焙和茶饮行业景气度的持续提升，需求有望进一步恢复，行业龙头有望持续受益。

【代糖&植提】随着全球“减糖”趋势持续演绎、各国“糖税”及减糖政策陆续强化，无糖/低糖消费兴起，同时人工甜味剂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。

【宠物】海外去库存后出口加速恢复，海关数据同比高增。宠物总体市场规模增长减缓，但稳步向好。

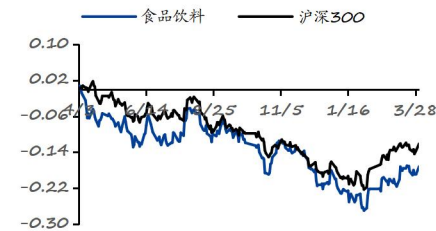
【黄金珠宝】预计美国加息周期或将结束，预计今年将迎来降息，叠加地缘政治风险，以及美国通胀超预期下，实际利率下行带动黄金配置属性凸显，金价具备支撑。

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。

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(S0210523050001)

lc30103@hfzq.com.cn

分析师：张东雪(S0210523060001)

zdx30145@hfzq.com.cn

分析师：童杰(S0210523050002)

tj30105@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、日本保健品专题二：运动营养市场，逐渐崛起的小众保健品赛道——2024.03.25
- 2、效率与美味两手抓，复调重塑餐供价值链——2024.03.25
- 3、蜜雪冰城招股书专题：国内现制饮料龙头，乘行业东风顺势而起——2024.03.11



正文目录

1 餐饮出海专题之一：中式餐饮出海机遇	3
1.1 全球化发展正当时，企业出海扬帆起航	3
1.2 国际餐饮市场稳步增长，中餐出海轨迹确定	4
1.3 舌尖乡愁保证客流，中华文化提供源头活水	5
1.4 出海挑战不容小觑，供应链建设价值凸显	6
2 食品饮料周度观点（3.25-3.31）	8
2.1 白酒	8
2.2 啤酒	12
2.3 软饮料	13
2.4 预调酒	14
2.5 乳制品	15
2.6 休闲食品	16
2.7 保健品	17
2.8 餐饮产业链	17
2.9 餐饮	19
2.10 烘焙供应链	21
2.11 代糖&植物提取	22
2.12 宠物	22
2.13 黄金珠宝	24
3 风险提示	25

图表目录

图表 1: 中国企业出海产业链	3
图表 2: 国际餐饮服务市场规模（十亿美元）	4
图表 3: 国际市场的中式餐饮市场规模（十亿美元）	4
图表 4: 华人华侨数量变迁（万）	5
图表 5: 中餐品牌出海布局扩张	6
图表 6: 餐饮产业链	7
图表 7: 餐饮行业产业链各成本占比	7



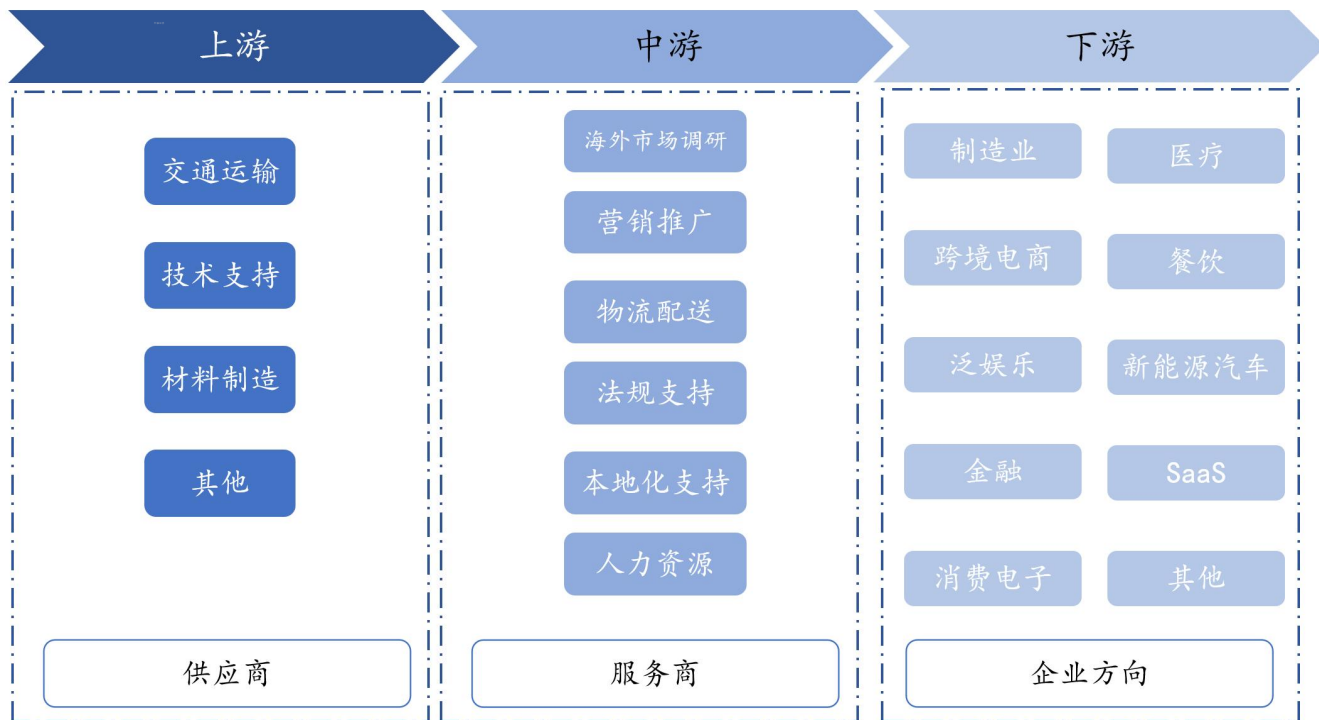
1 餐饮出海专题之一：中式餐饮出海机遇

1.1 全球化发展正当时，企业出海扬帆起航

基础条件完备，引领国内企业出海。在经济全球一体化的大背景下，国内的头部企业逐渐将目光转向了国际市场，以此拓宽业务范围。在当今交通运输逐渐完备高效以及资金流转较为灵活的条件，头部企业如何加码海外市场成为越来越多国内企业去思考的问题。2023年4月，国务院印发《关于推动外贸稳规模优结构的意见》中提出，要加快对外贸易创新发展，不断巩固中国企业出海的必然趋势。

伴随产品力与品牌力升级，中国企业步入出海新阶段。从象征中国产品力的新能源产品，到从品牌力出发国际化布局的制造业，随着国内各行业产品以及技术的不断成熟，中国企业已经实现了从劳动力到产品再到品牌的转化。企业通过自身品牌力的延伸加大消费者对于品牌的辨识度，透过产品进行中华文化输出。根据艾媒咨询数据显示，大型企业有29.5%已实施出海，19.9%有出海计划。在已实施出海布局的企业中，中、小、微企业的占比分别为39.4%/17.5%/13.6%。中国企业出海业务正从向欧美等成熟地区输出传统业务，逐步扩散到向东南亚、中东等区域输出新兴业务。中国企业通过对于产品与品牌的海外持续输出，不断实现全球化供应链布局新阶段。

图表 1：中国企业出海产业链



数据来源：艾媒咨询、华福证券研究所



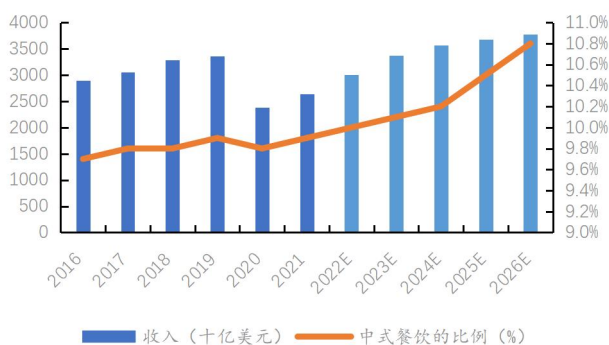
1.2 国际餐饮市场稳步增长，中餐出海轨迹确定

出海政策方向明确，扩大经营加速进程。2024年3月28日，经国务院批准，商务部等九部门联合印发《关于促进餐饮业高质量发展的指导意见》，其中提到扩大中餐国际交流合作，推动餐饮业实现高质量发展。政策支持餐饮经营主体开拓海外市场，中餐企业有望加速出海布局。

疫情因素导致短期承压，国际餐饮市场稳健增长依旧。疫情前国际餐饮服务市场稳步增长，从2016年的28991亿美元增长到2019年的33632亿美元。疫情期间，餐饮行业长时间处在非正常经营状态下，国际餐饮服务市场在2020年承压下降。随着部分地区减少疫情管控限制，疫情态势逐渐得到控制后，国际餐饮市场自2021年开始恢复，2021年恢复至26440亿美元，同比增长11.25%。随着国际化疫情形势得到控制，国际餐饮服务市场将持续稳定增长。根据预测，2026年国际餐饮服务市场规模将达到37771亿美元，2021年至2026年的复合年增长率为7.4%。

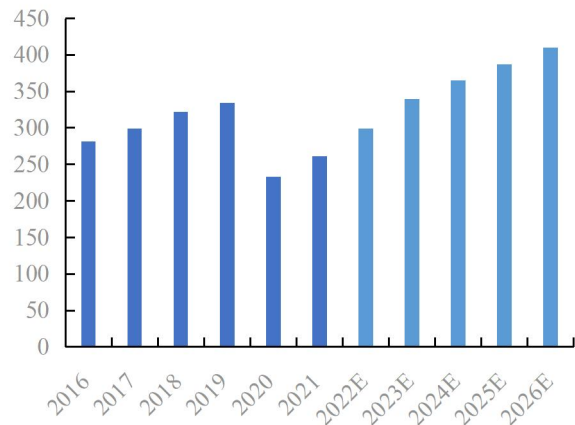
中餐国际化市场快速发展，在国际餐饮市场占比稳中有增。随着中国文化日益受欢迎，餐饮作为文化的载体，使得国际市场对中式餐饮的接受度不断提高，国际市场的中式餐饮市场规模不断提高，占比从2016年的9.7%上升至2021年的9.9%，预计到2026年将持续增长至10.8%，全球中餐市场规模从2021年的2611亿美元预计增长到2026年的4098亿美元，复合年增长率为9.4%，中餐市场加速发展，市占率稳步提高。

图表 2: 国际餐饮服务市场规模 (十亿美元)



数据来源: 特海国际招股说明书, 华福证券研究所

图表 3: 国际市场的中式餐饮市场规模 (十亿美元)



数据来源: 特海国际招股说明书, 华福证券研究所

国内餐饮竞争激烈，海外市场仍待挖掘。目前国内头部餐饮企业已经建立强大的品牌力基础，大部分品牌均设立会员制度以提高客户忠诚度，但中小餐企层出不穷，行业准入门槛不高，大品牌也不得不加入价格战的内卷竞争，且成本控制较为困难，导致利润空间有限。企查查数据显示，2023年国内餐饮企业新增注册量为

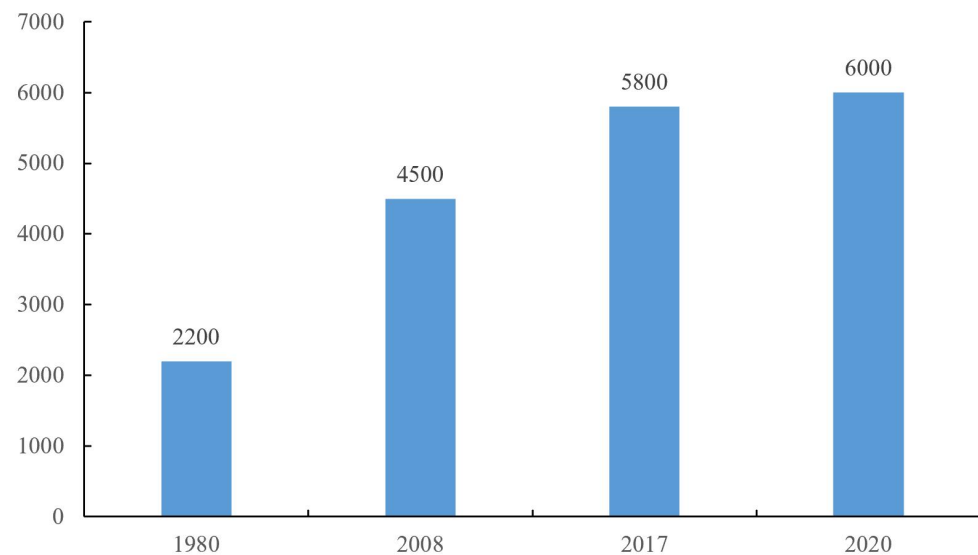
318.69 万家，同比增长 24.24%，新开的餐饮相关企业 318 万家，竞争激烈加剧内卷。相比之下，海外中餐市场需求尚未全部释放，国际中式餐饮市场发展非常分散，海外中餐厅数量约为 60 万家，出海机遇大有可为。

国际化中餐市占率仍处低位，发展空间一片蓝海。由于中式餐饮口味的多元化以及制作工艺的复杂化，中餐品牌在国际化市场实现标准化、规模化及本地化十分困难，因此成功拓展至国际的中式餐饮品牌寥寥可数。2021 年，在国际市场上拥有超过 10 家餐厅的中式餐饮品牌仅占国际市场约 13%，覆盖两个及以上国家的中式餐饮品牌占国际市场份额不足 5%，国际化中餐品牌市占率仍有空间，发展弹性依旧。

1.3 舌尖乡愁保证客流，中华文化提供源头活水

海外华人人口数量不断增加保证基础客流量。海外华人华侨是国际市场上中餐饮食的庞大消费群体，大量华人移民、学生和旅行者居住于东南亚、东亚及北美洲，相关地区占据国际中式餐饮市场总额比例较高。从 1980 年代初到 2007-2008 年度，华侨华人数量从 2200-2400 万增长到 4500 多万，新增人数近一半来自中国新移民，数量超过 1000 万，到 2016-2017 年度，世界华侨华人数量约 5800 万，是 1980 年代初数量的 2.6 倍，目前已达 6000 万，海外中餐的消费基础也随之扩张。未来，考虑到经济全球化的发展进程，预计未来海外华人人口将继续增加，海外中餐的消费群体队伍日趋庞大。

图表 4：华人华侨数量变迁（万）



来源：《侨务工作研究》、华福证券研究所

中国食品及中国文化日益流行为中餐消费注入活力。中国文化影响力随着经济总量提升和全球化发展战略的实施而增长，带来全球性的文化输出。其中中国饮食文化底蕴深厚源远流长，受欢迎程度日益提高。中餐作为消费者最容易接触的中国元素，是中华文化输出的主要载体。中餐馆从以前主要给在外漂泊的中国人解决温饱 and 思乡之情，逐渐演变成破圈俘获当今国外本土年轻人的味蕾。

海外差异化战略发展新思路，中餐品牌属地化布局扩展市场。中式餐饮为世界

人民提供了体验中国文化的契机，海外现存的中餐口味风格区别于国内，比如起源于美国西部的中式快餐品牌——Panda Express，采用美式连锁经营的思路，打造快捷的品牌形象，但也失去传统中餐馆的古朴亲切感。此时，国内领先的中式餐饮品牌有机会通过出海在海外打造全新中餐形象，提供符合当地口味和审美的中式菜品以及中式用餐氛围来吸引更多当地顾客。

品牌力提供信誉背书，提高消费认可度。 餐饮连锁品牌凭借已经积累的消费者口碑可以快速获得消费者的信任，提高顾客转化率，从而在客单价的议价能力上获取更高优势，并且有更强劲的传播力属性。同时由于接触到不同的文化和消费群体，通过与当地市场的交流和合作，品牌的认知度和美誉度进一步提高，从而提升企业的国际形象和品牌价值，达到消费者认可度和品牌力的双向反馈调节。

图表 5: 中餐品牌出海布局扩张



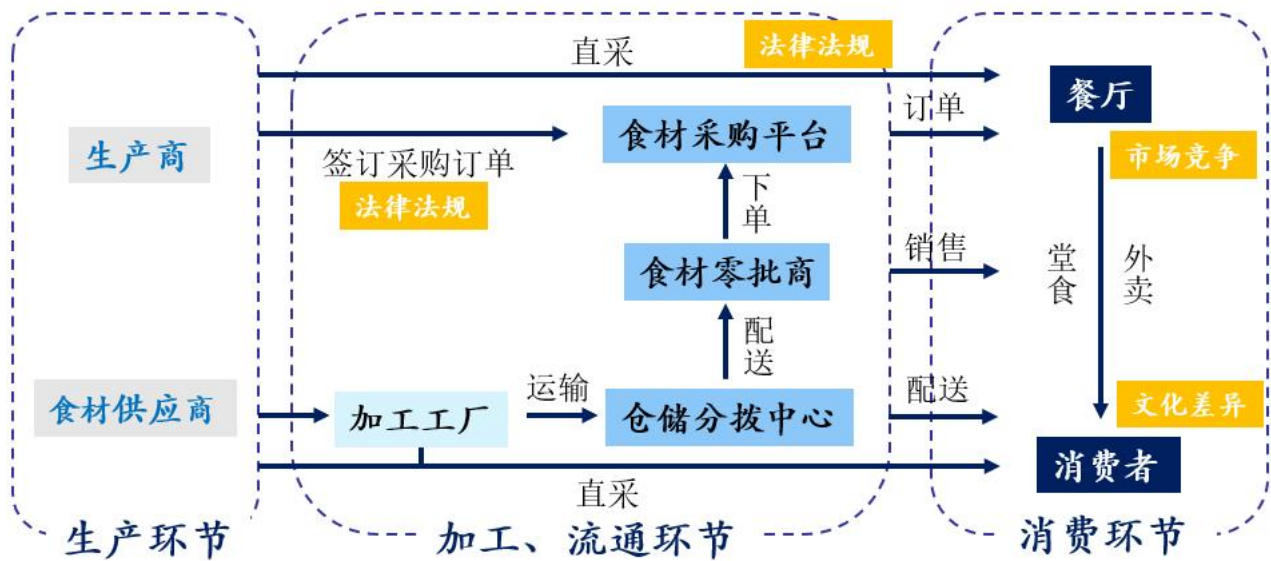
数据来源：墨腾洞察、华福证券研究所

1.4 出海挑战不容小觑，供应链建设价值凸显

餐饮品牌出海非易事，供应链建设挑战众多。 当餐饮企业对于出海目标的确定性增强，供应链规划建设就是企业需要考虑最多的环节。对于供应链布局的整体性、相对应的运营模式、以及价值分布的合理性。在主体公司、生产基地、仓储网络的选择过程中，还需全面考虑税务相关问题，包括目标市场的保税区分布、海关进出口便利性、进出口关税税率、转让定价、外汇管制等影响，以进一步确保海外业务的运营效率和合理的盈利水平。



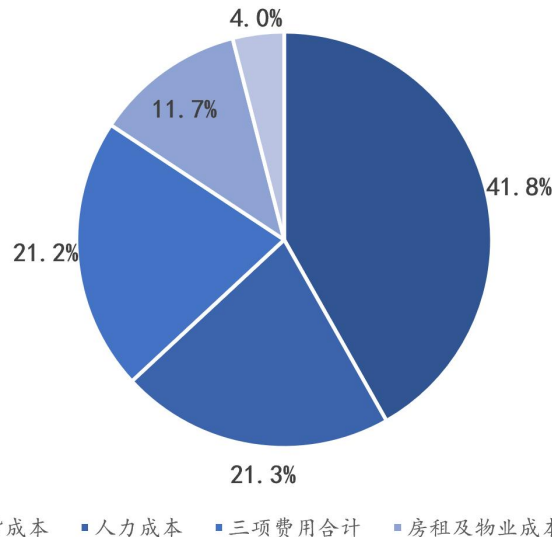
图表 6: 餐饮产业链



数据来源: 华福证券研究所

稳健灵活的全球供应链采购系统，是餐饮企业实现“走出国门”的关键。稳健的食材供应链是出海企业经营的关键，根据艾媒咨询数据显示，餐饮行业原材料进货成本占全部成本的 41.8%，占比在全部项目里位列首位。在此环境下，出海企业将特别关注对于供应链的建设和优化。以海底捞为例，公司在新加坡设立了中央厨房，负责制造和加工食材，包括肉类及蔬菜，对其他食材采取向当地供应链采购的模式。在茶饮赛道，“蜜雪冰城”作为“中国茶饮第一股”，由于茶饮食材对食品保质保鲜技术和仓储物流体系的要求，国内出口的原材在运输过程中会出现损耗，造成海外门店原材料数量不足，为解决问题，2022 年初蜜雪冰城分别于香港、越南、印尼成立了 4 家经营公司，主要从事设施设备的运营以及原材料采购。2022 年 12 月，旗下全资子公司“大咖创投”与福建泉州喜多多食品合作，在菲律宾投资椰果、椰浆加工生产基地。海外布局生产基地，为蜜雪冰城进驻海外市场提供了坚实保障。

图表 7: 餐饮行业产业链各成本占比



来源: 艾媒咨询、华福证券研究所



2 食品饮料周度观点（3.25-3.31）

2.1 白酒

本周白酒 SW 指数-0.31%（沪深 300 指数-0.21%），近一月白酒 SW 指数+2.54%（沪深 300 指数+0.61%），当前白酒板块 PE(TTM) 为 25.53X，较上周变化不大。具体来看，今世缘（+1.16%）、岩石股份（+0.82%）、泸州老窖（+0.79%）表现领先。

个股层面，本周珍酒李渡发布上市以来首份年报。2023 年公司实现营收 70.30 亿元，同比增长 20%；实现经调净利润 16.22 亿元，同比增长 35%。其中 23H2，公司实现营收 35.11 亿元，同比增长 26%，实现经调净利润 8.20 亿元，同比上升 52%。公司营收增长稳健，盈利能力显著提升。

行业层面，去年疫情放开，报复性消费回补后，3 月开始商务消费复苏不及预期，乍暖还寒导致去年春糖会经销商情绪悲观，并在市场快速发酵，市场短期担忧放大。今年春节白酒节前预期悲观，春节期间实际动销优于节前预期，经销商积极性普遍得到提振。今年春糖会时间较早，春糖基本延续春节旺季反馈，叠加进入淡季后部分酒企控量保价，渠道相对健康，整体略超预期。

24Q1 数据披露窗口期到来，预计白酒上市公司之间业绩分化将延续，24Q1 前瞻如下：

1) 高端酒需求韧性，春节表现超预期，业绩增长稳定性整体较高。其中，茅台 2024 年目标营收增长 15%，增幅与 2023 年保持一致。春节期间，高端酒价格相对稳定。茅台酒价格稳中有升，预计 Q1 茅台稳健增长无虞。

五粮液 1218 定调 24 年营销策略为“抓动销、稳价格、提费效、转作风”，龙年春节，五粮液产品全国动销量同比实现了两位数增长。公司新任营销负责人蒋总上任后，采用控量、严查窜货等措施，明确第一阶段目标批价为 970 元/瓶，目前春节后五粮液批价已在不断提升。开门红奠基五粮液 Q1 增长，叠加由于去年 Q2 五粮液业绩不及预期，基数较低，预计 23H1 五粮液业绩增长确定性均有保障。

受普五批价在提价和控货的促进下走强，国窖性价比提升，动销表现较好，千元价格带竞争格局优化。根据泸州老窖经销商大会，公司圆满完成 2023 年既定目标，23 年销售网络同比增加三倍，有效终端覆盖超过百万家。在西南基地市场，公司 23 年通过实施“挖井工程”，在四川实现区县市场 100%覆盖，乡镇市场覆盖率超过 50%。在全国，公司有效终端覆盖超过 100 万家，核心消费者数量超过 170 万人，泸州老窖会员超过 2400 万，年度会员活跃率超过 60%。泸州老窖五码产品在消费端的扫码率超过 25%，日均开瓶扫码量超过 10 万瓶，且在五码的基础上新增了物流秩序码、货流违纪码，数字化赋能终端开瓶与市场下沉，预计 24Q1 可为全年奠定良好开端。

2) 次高端方面, 预计 23 年的分红短期内仍将延续。具体来看, 春节期间汾酒表现较好, 3 月 15 日起汾酒旗下核心产品青花 20 出厂价每瓶上调 20 元, 本次提价后预计公司回款进度会进一步加快, Q1 增长确定性无虞。基于当前汾酒的增长势能和渠道掌控力, 青花 20 作为山西汾酒核心单品、青 20 具备通过提价缩小与竞品的价差的基础, 提价有助于公司实现全年量价齐升, 进一步增强业绩增长确定性, 同时强化渠道信心, 推助价盘持续向上。

在白酒商务消费承压的环境下, 舍得酒业去年二季度以来增长较好的主要为 T68 等价格带偏低的产品, 公司腰部产品持续发力, 今年春节旺季期间, 沱牌开瓶率较去年增长 163%, T68、舍之道等产品表现亮眼。春糖期间, 沱牌酒 Slogan 正式更新为“畅销 50 亿瓶的经典名酒”, 沱牌第二曲线的战略地位进一步提升。但考虑到 T68 吨普通产品增速虽高, 但基数较小, 故对整个公司拉动有限。

酒鬼酒公司推进费用改革以来压力较大, 经销商回款意愿较低, 目前仍在调整中。今年 2 月公司新董事长高峰上任后已明确表示“中粮酒业将全力支持酒鬼酒经营团队”, 2024 年公司的目标是实现恢复性增长。目前公司已设立“湖南事业部”, 专项负责湖南省内市场的建设和业务发展, 进一步下沉销售网络, 加强渠道管理, 做深做透湖南大本营市场, 预计 24 年酒鬼有望逐季改善。

3) 区域龙头春节开门红表现亮眼, 一季度预计保持稳健增长。苏酒徽酒春节期间销售表现超预期, 节后增长斜率有所放缓, 但对比同期来看, 仍然表现良好, 一季度增长确定性较高。其中, 苏酒今世缘春节期间产品销售表现超预期, 四开、对开、V3、淡雅、单开等大单品动销增速较高, 后百亿时代增长可期。

西北区域酒企中, 甘肃的金徽酒已公布 2023 年年报, 23 年公司实现营业收入 25.48 亿元, 同比增长 26.64%; 实现净利润 3.29 亿元, 同比增长 17.35%。2024 年公司营收目标 30 亿元、净利润 4 亿, 目标相对不激进, 在“布局全国、深耕西北、重点突破”的战略路径下, 以甘肃为根据地市场、环甘肃西北地区为本营市场稳步突破, 持续增长可期。

此外, 自去年年底以来, 板块分红率提升的市场关注度较大, 建议考虑分红率提升对板块及个股的影响。对标海外消费龙头可口可乐, 可口可乐 06 年至今分红 18 次, 分红率 86%, 白酒板块上市公司上市以来平均分红率 40%, 2022 年平均分红率 48%, 22 年剔除茅台以外上市公司平均分红率为 45%, 整体较海外仍有较大差距, 龙头酒企分红水平有较大提升空间。

本次分红率提升很大程度系受政策方面推动。2023 年 10 月底召开的中央金融工作会议强调“要大力提高上市公司质量”, 12 月 15 日发布施行的《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》进一步明确鼓励现金分红导向, 推动提高分红水平, 对不分红的公司加强披露要求等制度约束督促分红。在政策的推动下, 白酒板



块五粮液、泸州老窖、洋河、古井等酒企陆续发布了《关于“质量回报双提升”行动方案的公告》，分红率提升叠加股东坚定增持，为白酒板块稳健上行提供支撑。

目前白酒板块中，茅台分红领先，2022年现金分红总额超600亿元，年度现金分红比例达96%，且已连续两年发放特别分红，未来有望延续，持续引领板块分红率提升。除茅台外，白酒板块CR6中（五泸汾洋古），老窖及洋河22年的分红率在60%以上，表现相对领先。考虑到政策鼓励增加分红频次，综合当前企业的发展阶段，我们认为老窖在分红方面表现较好的酒企相对来说有望成为茅台之后下一增加特别分红的公司，在分红方面保持领先地位。汾酒近年来发展势头较好，在头部酒企中分红率水平不高，22年涨幅明显（从41%提升到50%）、古井分红率21年从41%提升至50%，22年保持未变，汾酒和古井未来仍有持续提升空间。

五粮液上市以来分红率为39.2%，相对不高，2015-2021年分红率基本稳定在50%左右，22年提升至55%。公司2008年开始每年分红，2012年之后当年的归母净利润增速与分红总额相关系数为94%，分红金额增速基本与盈利增速总体持平略高，在13-14年的行业深度调整期内，公司盈利增速下滑，分红下滑小于利润下滑，16年之后两者则基本同步，导致分红率无明显的提升。此外，2011年公司分红率为31%，基数不高，而公司从12年开始分红增速与利润增速有相对明显的相关性，也导致五粮液在头部酒企中分红率并不领先。

我们分析，五粮液在连续8年分红率基本稳定在50%后，22年提升分红率5pct，除了自身业绩稳健增长，具备分红的能力以外，或系受到龙头茅台加大分红，发放特别分红的影响（茅台22年年底发布首次特别分红公告，五粮液次年Q2发布，具有决策时间差）。目前五粮液是发布“质量回报双提升”的酒企中，唯一明确提出要“稳步提升分红率，持续加大投资者回报”的上市公司。我们认为五粮液在政策推动、行业龙头茅台带领、和自身稳健的盈利能力支撑的背景下，分红率带动投资回报率提升可期。

考虑到国资委将中央企业2023年主要经营指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，将原来的净利润指标调整为净资产收益率，更好的反映企业为股东创造价值的能力，故提升分红水平也更能顺应国资委经营指标变化，白酒板块分红率长期稳步提升亦可期。

近期行业多项数据出炉，整理及分析如下：

1. 中国酒业协会公布了多项中国酒业2023年度运行数据。2023年，全国酿酒行业完成酿酒总产量6131万千升，同比增长1.1%；全国酿酒行业累计完成产品销售收入10802.6亿元，同比增长9.3%；累计实现利润总额2628.2亿元，同比增长7.6%。其中，2023年全国白酒行业实现总产量629万千升，同比下降5.1%；完成销售收入7563亿元，同比增加9.7%；实现利润总额2328亿元，同比增长7.5%。



2. 国家统计局发布数据显示，1-2月规模以上企业白酒产量为82.5万千升，同比增长2.60%；规模以上企业啤酒产量566.6万千升，同比增长12.10%；规模以上企业葡萄酒产量2万千升，同比增长17.6%。

3. 根据《2023年泸州·中国白酒批发价格指数运行报告》，从2023年白酒价格指数看，在经历了3年疫情的冲击后，行业逐步复苏回暖，但也面临需求收缩、供给过剩、库存增加等多重困难，总体呈现五大特点：1)从环比指数看，全年有8个月不同程度上涨，反映了白酒消费市场出现复苏，但走势不及预期；2)从同比指数看，呈高开低走、探底反弹走势，反映了市场调整压力，继续依赖价格推动行业增长面临困难；3)从定基指数看，冲高回落后年底再创新高，但势头正在明显减弱，目前全国白酒批发价格定基总指数呈现惯性上涨；4)从分类指数看，名酒、地方酒、基酒价格指数走势大体一致，但名酒走势弱于预期，地方酒性价比凸显，走势强于预期，基酒价格走势基本稳定，超出预期；5)各省名酒价格指数走势转弱，分化明显。

4. 河南省酒业协会发布《2023年河南酒类行业市场发展报告》。2023年，河南市场的白酒品牌4000个左右，全省白酒流通市场销售总额668.19亿元，与上年同比增长8.03%。河南白酒流通市场销售额排名前七名的十七大名酒企业如下：贵州茅台（销售额194亿元，占比29%），五粮液（销售额134亿元，占比20%），郎酒（销售额74亿元，占比11%），洋河（67亿元，占比10%），剑南春（60亿元，占比9%），汾酒（54亿元，占比8%），泸州老窖（33亿元，占比5%）。河南省前30名品牌累计销售额524.55亿元，占整体销售额的78.5%，其中19个品牌增长，8个品牌下降，3个品牌持平，马太效应延续、品牌间表现分化。

从以上数据来看，我们认为23年白酒行业需求端的关键词是消费降级、性价比关注度提升；供给端面临调整压力，分化加剧。23年白酒行业尽管面临压力，但依然延续了此前价增量缩的发展态势。在消费降级的压力下，行业23年收入增长大于利润。价格端，2023年白酒价格指数全年上涨了1.02%，涨幅低于三年疫情时期，创下近七年的新低，虽价格整体保持上扬但势头较此前减弱明显，其中名酒价格压力大于地产酒，高性价比产品表现更优。以具有代表性的白酒大省河南的情况来看，23年茅台、五粮液保持个位数增长；郎酒、汾酒的增速明显提升；洋河份额有所下滑。以全省前三十企业为样本，63%的企业实现了营收增长，而考虑到头部企业本身抗风险能力更强，在行业的马太效应的延续的势头下，预计中小企业亏损出清会更加明显。

白酒板块当前金徽酒、舍得酒业、珍酒李渡已披露年报，四月末为白酒企业年报密集披露期。当前建议关注业绩确定性较强+此前受悲观情绪超跌+终端反馈较优的标的：高端酒泸州老窖；次高端山西汾酒、珍酒李渡；势能延续的苏酒二线龙头今世缘。



2.2 啤酒

本周，啤酒板块涨跌幅为-0.65%，对比食品饮料板块（-0.56%），超额收益为-0.09%，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-0.81%/+9.28%/+1.66%/-1.35%/-1.51% /-4.11%。

销量方面，我们保守预计 24 年全年啤酒销量将与去年保持稳定，而啤酒板块各公司由于基地市场的不同，销量方面预计将有所差异，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。

高端化方面，由于 23 年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 年华润啤酒、青岛啤酒均保持了吨酒价格增速的中单位数增长，考虑到啤酒价格绝对值较低，我们预计高端化趋势将得以延续。

投资建议：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。

当前市场情绪抢跑旺季行情，我们认为主要系 1) 气温升温较早，预计旺季将提前开启；2) 担心后续无法实现与当前一般的买入价格；3) 成本端改善与前期具备预期差。但值得关注的是，23Q1 有销量高基数压制，因此今年一季报预计收入端仍有压力，同时当前龙头 24 年 PE 已超过 20 倍，扣除交易成本后预期收益率已一定程度上缩窄，建议结合实际仓位操作。

就重点公司而言：

1) 青岛啤酒：销量方面，由于公司基地市场山东华北地区冰雪天气较多，预计销量将有所承压，但是结构升级趋势不改，预计 24Q1 营收有所下滑，考虑到吨原材料成本当前已有所降低，结合高端化的影响，预计利润率仍有所提升，Q1 利润预计仍将保持正增长。

2) 重庆啤酒：销量方面我们预计公司 24 年 Q1 维持微增，主要系其基地市场如新疆、云南区域受益于春节旅游热潮，销量将有所带动，同时吨酒价格亦将在旅游热潮下有所提振，综合 Q1 收入/利润均为低增长。

3) 燕京啤酒：销量方面由于公司所在市场同样受冰雪天气影响，我们预计其销量将维持稳定，但其大单品 U8 我们仍在产品红利期，预计对结构升级仍有所拉动，我们预计公司 Q1 收入将维持正增长，利润增速预估高于收入增幅。

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。

重点推荐高端化核心标的**青岛啤酒**，建议关注机构持仓较低的**珠江啤酒**，以及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/欢乐家这几大主要软饮料上市企业的涨跌幅分别为 +3.5%/+1.51%/-2.82%/+0.72%/-0.74%/-5.48%/+2.99%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 +4.06%/+2.07%/-2.26%/+1.28%/-0.18%/-4.92%/+3.55%。另外，本周欢乐家发布 23 年年报，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 2.78 亿元，同比增长 36.9%，实现扣非净利润为 2.71 亿元，同比增长 37.2%；根据年报，公司 Q4 实现营收 6.17 亿元，同比增长 15.6%，实现归母净利润 1.03 亿元，同比增长 19.7%。

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、植物蛋白饮料等；

2) 企业自身管理能力优秀：若企业自身管理能力较强，加之行业向好发展，往往能够取得较强的市场地位，基本面将同时享受行业扩容和格局改善的双重提振，而 EPS 的高增往往伴随着市场信心的增强，PE 扩张将有望收获戴维斯双击的收益。

就重点公司而言：

1) **欢乐家**：公司 23 年饮料/罐头业务分别实现营收增速达 22.21%/16.92%，基本盘稳健的同时，饮料业务维持高增，我们预计公司 24 年将维持良性增长态势，预计 24Q1 营收增速或将维持增长，利润增速预计高于收入增幅。

2) **香飘飘**：公司基本面增势良好，分业务来看，冲泡业务预计基本盘表现仍稳健；即饮业务旺季即将来临，但考虑到当前处于市场开拓阶段，预计对业绩贡献较为有限，24Q1 公司综合营收/利润仍将有望积极增长。

3) **东鹏饮料**：公司 23 年前三季度营收/利润分别同比 +30%/+42%，我们认为除



了来自东鹏特饮销量受益于消费场景放开后的人口流动恢复，还来自第二曲线大单品的涌现，我们预计公司 24Q1 收入/利润维持 23 年增速水平。

重点推荐业绩超预期表现的**欢乐家**，建议关注：1) 分红率稳定高股息标的**养元饮品**；2) 管理层变更下基本面具备积极预期的**香飘飘**；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 亿元以上出厂规模，亦总结出行业未来发展的三大路径：1) 城镇化率提升带动消费习惯高线化，预调酒触达面积增大，行业渗透率被动提升；2) “她经济”进一步发展，同时 Z 世代崛起承接酒类主要消费群体，新消费场景和分众化的消费需求成为主流趋势，驱动具备个性化基因的预调酒行业扩容；3) 行业供给侧推力增强，市场教育力度提升，即参与者增多，包括但不限于传统啤酒、饮料企业；切割不同细分市场的大单品频频涌现，连线成面带动消费者认知深化。

重点公司来看：百润股份作为预调酒行业龙头企业，当前已发布 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。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。预计公司 24Q1 营收将有下滑，利润则保持正增长。

事件层面，百润股份近期董事长刘晓东因涉嫌行贿而被留置的消息传出，当前该事件仍未有后续进展，我们认为短期内公司业绩不会受到影响，建议重点关注百润股份因该事件而导致的超跌机会，基本面层面，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，当前公司 24 年 PE 不及 17 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 -2.62%/-13.93%/-0.54%/-2.98%/-0.1%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 -2.06%/-13.38%/0.02%/-2.42%/0.46%。本周，蒙牛、澳优、飞鹤、妙可蓝多等多家乳企发布 2023 年年报，其中蒙牛 2023 年公司营业总收入 986.2 亿元，同比增长 6.5%；归母净利润 48.1 亿元，同比下降 9.3%，营收端来看仍与千亿营收目标存在一定差距，净利润受多余鲜奶喷粉储藏产生的大包粉减值影响下滑；核心业务来看，液态奶市场份额扩大，低温酸奶业务居市场首位。同时，公司公告新一轮的人事调整，卢敏放卸任公司总裁并升任副董事长，原高级副总裁、常温事业部负责人高飞先生接棒。

我们预计 24 年原奶价格仍处于下行区间，企业端的降本控费、龙头乳企追求净利率目标、区域乳企新品新渠道的拓展拉动营收增长仍将是整个竞争格局的主旋律，双寡头伊利蒙牛的竞争趋于常态化，并且全国性乳企也在布局低温品类，蚕食区域乳企的竞争优势，全国性乳企的竞争优势更加明确。分重点公司来看：

伊利股份：公司基本面稳健，在消费需求较弱下通过推出创新产品，调动春节消费热情，例如呼伦贝尔有机、安慕希牛油果燕麦果肉口味等，预计 24Q1 受益公司新品推出+礼赠场景恢复+疫情驱动下健康意识提升，春节动销表现积极，拉动 24Q1 业绩增长。

天润乳业：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。24Q1 预计公司新品奶啤、桶酸等产品有望打开增量；盈利能力仍受全资子公司新农亏损影响业绩有一定下降，预计亏损在原奶上行后逐步缓解且有望作为上游成本端为公司赋能。

行业重点数据更新：

1) **液奶方面。**截至 2024 年 3 月 21 日，根据 wind 数据，我国主产区生鲜乳均价 3.53 元/公斤，周环比/周同比分别为 -0.60% / -11.00%；根据 wind 数据，2024 年 1-2 月我国乳制品产量达 487.60 万吨，同比增长 1.3%。



2) 奶粉方面。根据 wind 数据，截至 2024 年 3 月 22 日，国产/国外婴幼儿奶粉品牌零售价分别为 225.72 /269.62 元/公斤，中老年奶粉价格 106.22 元/公斤。

关注：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 6.82%/8.99%/6.55%/-1.58%/-6.11%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 7.38%/9.55%/7.11%/-1.03%/-5.55%。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。

我们预计休闲零食企业在受益新渠道如量贩零食以及内容平台抖音渠道的放量、以及新品类例如鹤鹑蛋、魔芋等产品的推出将继续带来营收端的增长，同时考虑降本控费下，预计 24 年业绩端仍将维持不错表现，但后续仍有情绪回落以及整体渠道放量有限、新渠道竞争格局恶化、新品不及预期的风险。

劲仔食品：公司发布 23 年年报，业绩表现突出，新品表现强劲。公司 2023 年实现营收 20.65 亿元，同比增长 41.3%；归母净利润 2.1 亿元，同比增长 68.1%。单四季度来看，2023Q4 营业收入 5.72 亿元，同比增长 26.5%；归母净利润 0.76 亿元，同比增长 122.8%。产品端来看，公司新品鹤鹑蛋“小蛋圆圆”和魔芋表现亮眼，禽类制品/蔬菜制品营收 4.52/ 0.72 亿元，同比增长 147.6%/ 88.2%；渠道端来看，公司渠道结构持续优化，经销/直营的营收分比为 16.66/3.99 亿元，同比上升 36.0%/68.5%，直营渠道增长主因线下零食专营渠道、线上新媒体、天猫超市等 B2B 平台营业收入增长所致。

甘源食品：根据公司预告，2023 年全年归母净利润预计 2.95-3.35 亿元（中枢 3.15 亿元，下同），同比增长 86.4%-111.6%（+99%）。受益全渠道发展战略，公司进一步加深与零食量贩店、商超会员店等系统合作，大力发展线上电商短视频和直播，不断开辟新的业绩增长点；同时原材料例如棕榈油、夏威夷果仁价格回落带来成本端好转。

三只松鼠：公司发布 23 年年报，高性价比战略指引下，发力全渠道布局。2023 年公司营业总收入 71.15 亿元，同比变动-2.5%；归母净利润 2.2 亿元，同比变动 69.9%。渠道端来看：线上渠道营收 49.51 亿元，同比增长 3.4%，毛利率 24.47%。其中，天猫系/京东系/抖音营业收入分别为 17.38/11.97/12.04 亿元，同比变动-12.22%/-30.53%/118.51%，抖音渠道表现突出；线下渠道营收 21.63 亿元，同比下降 13.63%，毛利率 20.71%，其中，分销/社区零食/原有店型的营业收入分别为 16.41/0.92/2.66 亿元。



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，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；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。同时公司春节备货表现较好，24 年年货节（2023 年 11 月到-2024 年 1 月）洽洽食品整体实现收入预计比 2022 年第四季度的增长 10%以上。2024 年 1 月前半月的发货量在 2023 年同期基数较低的基础上实现了快速增长。

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，截止 2024 年 1 月，万辰集团量贩零食板块门店数量超过 6000 家，并保持月均超 500 家门店的开业速度。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 0.6%/5.23%/-6.58%/-3.54%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 1.16%/5.79%/-6.02%/-2.98%。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。

中日对比来看，目前我国保健品行业在逐步规范过程中，各品类发展不均。2015 年日本内阁会颁布《规制改革实施计划和日本再兴战略》，将功能性标示食品以备案制形式纳入监管条例，此次改革覆盖了可能涉及功能性的全部食品（包括膳食补充剂形态的加工食品、膳食补充剂形态以外的加工食品、生鲜食品），而限于狭义的保健功能食品，此次新规让日本保健品行业叠加“多重 buff”——强医疗背景、行业严监管、先进技术、优质原材料以及更广的覆盖面等，催化保健品行业加速发展。相比之下，我国保健食品覆盖面较窄，截至目前，我国保健品的备案范围主要涵盖营养素补充剂和辅酶 Q10、灵芝孢子粉等单方产品，备案产品组方、功能声称并未突破注册制产品的可控范围，政策方面尚待完善。

2.8 餐饮产业链

受大盘回调影响，本周（3.25-3.29）调味发酵品/预加工食品板块跌幅分别为 -0.87%/-2.82%，对比食品饮料板块（-0.91%），整体表现略有分化。主要标的表现方面，安井食品、千味央厨、天味食品、中炬高新、颐海国际本周对应涨跌幅分别为 -5.89%/-4.66%/+3.02%/+6.2%/+11.76%。而从整个 24 年 Q1 来看，上述餐产板块

整体出现估值下修情况，Q1 跌幅分别为 12.7%/19.9%，但从年后 CPI、社零、PPI 等宏观数据看，基本面有望迎来边际改善。

本周多家公司披露 23 年报及重要事项公告。其中，天味食品 23 年营收、归母净利润分别同增 17.02%/33.65%；其中主业菜调全年量价齐升，引领增长；且在业务结构升级、原料价格改善等共同驱动下，公司盈利能力明显提升，Q4 毛利率重回 40%+；此外，公司规划员工持股计划、提升现金分红率，持续反哺利益相关者，凝聚发展势能。相似地，中炬高新 23 年营收、扣非归母净利润分别同比-3.78%/-5.79%，子公司美味鲜全年营收同降 0.45%；尽管酱油等主业 Q4 销售短期承压，但业务结构升级、原料价格改善等共同驱动毛利率持续改善；此外，公司发布美味鲜未来三年战略规划，即 26 年美味鲜营收、营业利润目标分别为 100/15 亿元，同时公司发布股权激励、注重股东回报凝聚发展势能。日辰股份 23 年营收、归母净利润分别同增 16.49%/10.52%；Q4 主业在低基数下展现增长弹性，其中餐渠延续快增，食品加工继续改善，未来伴随下游连锁化催生定制需求，公司有望通过推新品、拓新客实现持续快增。最后，双汇发展发布 23 年报，Q4 经营明显承压。

展望后市，伴随调味品、速冻食品板块逐步进入库存消化期；而后市淡季动销检验期，或奠定全年行业景气高低的大基调。同时，由于旺季板块动销通过检验，板块整体也随大盘完成初期的估值修复；且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）、情绪逐步升温，我们认为板块整体仍具备投资性价比。但我们认为，对于当下行业销售淡季逐步展开与估值修复逐步转入基本面验证的时点，Q1 业绩确定性强、短期催化多以及全年增长势能高的标的值得重点关注。

就重点公司而言：

安井食品：Q1 春节元宵旺季期间，速冻预制菜整体动销符合预期，预计环比 Q4 改善明显。在餐饮景气度上升、返乡经济及低温天气等综合影响下，速冻预制菜出货边际提速明显。其中，龙头安井食品存在主业销售提速、新品铺市以及渠道补位预期，但考虑到去年同期的高基数及 3 月财年尾声经销商控节奏，预计 24 年 Q1 或实现稳健增长。而从 24 全年看，安井补位餐饮、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。

千味央厨：Q1 旺季动销提速明显，全年在大小 B 联动下增长势能高。分渠道看，大 B 端在下游头部餐企放开加盟背景下具备高增长势能，全年有望保持稳定增长，其中百胜在自身扩店与饼汉堡等新品延伸下保持快增长，同时海底捞单店恢复较好、叠加放开加盟，公司预制菜等新品或迎来进一步放量，而华莱士、杨国福、老乡鸡等重客在定增赋能、资源倾斜下有望保持快增。其次，小 B 端在乡宴场景升温、渠道优化以及低基数下有望逐步提速。总之，预计 24 年 Q1 旺季实现快速增长。



中炬高新：尽管 Q4 酱油等主业受团队、经销商等调整等影响，销售进度明显放缓，但调味品在 Q1 返乡热潮、餐饮火热等旺季催化下动销较好，预计基调龙头美味鲜同期出货进度较快。伴随改革逐步推进，包括销售队伍、费用政策落地，公司产品动销有望逐步回升，且预计公司 24 年 Q1 营收、归母净利润增速实现稳健增长。全年在高目标、强激励等改革红利释放下，公司全国化下沉速度、B 端持续渗透进度有望超预期，24 年或达成激励考核目标，并实现营收增长 12%+，营业净利率、ROE 不低于 15%/14%。

天味食品：首先，伴随 Q1 旺季返乡潮与火锅需求明显升温，火锅底料消费有望迎来边际改善，同时中式复调在持续渗透，故预计公司 C 端主业提速。其次，公司经销商调整红利逐步显露，未来核心经销商将持续贡献增长锐度与促进经营效率等提升；同时，公司持续做 B 端线上、线下渠道补能，其中食萃 24 年增长目标原则上不低于 23 年；此外，公司产品端已推出第三代厚火锅底料和零添加系列不辣汤，明年将补齐不辣汤和厚火锅产品矩阵，同时开发地域特色风味系列菜谱式调料。总之，在产品、渠道、品牌多点发力下，预计公司 24 年 Q1 营收、归母净利润延续高增长，24 全年营收、净利润增速可达到 15%/20%的目标。

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、动销改善、估值性价高（底部区间）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：高目标引领、地产业务持续剥离以及治理改善红利逐步释放的中炬高新。

2.9 餐饮

本周（3.25-3.29）SW 酒店餐饮指数涨跌幅为-5.04%，对比食品饮料板块（-0.56%），表现略有分化，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+2.39%/-3.75%/+0.00%/+17.83%/+0.46%/+0.00%/-0.51%/-2.13%/-13.07%/-3.05%/-1.17%/-3.49%。

经济回升向好，餐饮行业实现较快增长。根据国家统计局数据，1-2 月份，社会消费品零售总额 81307 亿元，同比增长 5.5%，全国服务业生产指数同比增长 5.8%。其中，餐饮收入 9481 亿元，增长 12.5%；住宿和餐饮业生产指数同比增长 12.1%；餐饮商务活动指数也位于 55.0%以上较高景气区间。良好发展态势的背后，除了消费



者信心的增强，也有餐饮行业经营者对于数字化应用和供应链的持续优化，以及对市场需求的精准把控。尽管全球经济承压，餐饮完全回暖仍需时间，但波动回升的基本面不会变，未来前景仍然向好。

茶饮赛道竞争激烈，多品牌破旧立新寻找出路，争夺“新茶饮第二股”。2023年8月，茶百道正式向港交所递交上市申请，2024年1月2日，古茗向港交所递交上市申请，2月14日，沪上阿姨也递交了上市申请。随着越来越多茶饮品牌的出现，行业竞争不断加剧。根据《2023新茶饮研究报告》，新茶饮市场规模预计在未来两年迎来增速阶段性放缓，调整为19.7%和12.4%。在现今的行业格局下，要保持自身可持续发展，就需要借助资本的赋能，获得新的资金渠道，加固自身护城河。但尽管诸多品牌争先扎堆IPO，资本对于茶饮的投资态度也表现为趋于谨慎，2023年全年，仅茶百道拿到一笔亿元以上的融资。随着新茶饮增速放缓，2024年获得资本支持或将越发困难。

身处餐饮行业风口，预制菜面临挑战。预制菜在疫情三年得到不断发展，据2024年3月15日发布的《2023年中国预制菜产业发展蓝皮书》，2023年中国预制菜市场规模为5165亿元人民币，同比增长23.1%，到2026年有望超过10720亿元。在预制菜热度不断上升，越来越深入消费者生活的同时，“315晚会”披露的“槽头肉”预制菜也引起了消费者的担心。对此，市场监管总局等六部门于2024年3月21日联合发布《关于加强预制菜食品安全监管 促进产业高质量发展的通知》，首次明确预制菜定义和范围，以强化食品安全监管。预制菜的未来发展，势必要满足营养化、标准化、工业化的市场需求，相关监管的逐渐收紧，预制菜发展挑战与机遇并存。

继淄博烧烤之后，甘肃天水麻辣烫出圈。依靠社交网络，“好吃不贵”优势加持，天水麻辣烫近日成为热点。截至2024年3月18日，B站天水麻辣烫最高播放量已经突破270W；小红书关于天水的帖子32W+；抖音关于“天水麻辣烫”“甘肃麻辣烫”的话题播放量累次突破15亿，与之相关的话题已有百余。抖音生活服务数据显示，过去两周，天水市麻辣烫订单环比上涨近180%。天水麻辣烫的走红，是因为独特的口味与工艺、社交媒体的推动、地方文化的推广、旅游业的带动等因素。餐饮行业与文旅产业相辅相成，已成为趋势，发挥餐饮行业和文旅产业的协同作用，将有效助力地方特色餐饮成长。

就重点公司来看：

广州酒家：公司发布2023年度报告，2023年度营业收入为49.01亿元，同比增长19.17%；归母净利润5.50亿元，同比增长5.21%。公司将坚持走“餐饮强品牌，食品扩规模”之路，推动产品规划向品类矩阵化发展，持续提升单品与品类效益规模。湘潭二期速冻车间已在2023年全部建成并试产，为2024年业务扩展奠定基础。



预计 24Q1 公司速冻食品业务将进一步释放业绩。

重点推荐：食品业务省外扩张带来新增的广州酒家，深耕下沉餐饮市场的呷哺呷哺。**建议关注：**同庆楼、海底捞、九毛九、百胜中国、全聚德。

2.10 烘焙供应链

本周（3.25-3.29）立高食品、五芳斋、海融科技、南侨食品、佳禾食品期间涨跌幅分别为-5.59%/-0.4%/+7.5%/-1.65%/-1.35%。行业方面，23 年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，板块展现业绩增长弹性；而 24 年随着烘焙和茶饮行业景气度的持续提升，需求有望进一步恢复；且目前棕榈油等原料成本整体处于低位；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。个股端，龙头立高食品预计春节旺季期间销售恢复较好，其中饼店渠道在稀奶油放量、需求恢复下或呈改善态势，餐渠在低基数、高发力下或延续快增；此外，伴随公司全方位精细运作，业绩弹性值得期待。

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。

就重点公司而言：

立高食品：分渠道看，尽管商超渠道由于高基数和人口回流而有所下滑，但流通饼店渠道持续修复，同时餐饮旺季促进餐渠保持快增，尤其当公司积极开拓大连锁餐饮和酒店客户等，新零售也表现较好。分产品看，24 年进口奶油由于红海运输等问题持续涨价，国产替代明显提速，进而驱动公司重点单品依乐斯乳脂植脂奶油、稀奶油 360PRO 持续放量，而挞皮和甜甜圈等传统大单品或进行进一步品质升级，进而贡献增长。总之，预计公司 24 年 Q1 营收实现稳步快增。

海融科技：公司主要产品奶油受益于下游烘焙市场的逐步修复和现制茶饮咖啡市场的增长。其中，24 年进口奶油由于红海运输等问题持续涨价，进一步加速国产替代的趋势，故预计公司去年推出的多款稀奶油新品有望充分受益。另外，公司针对餐饮客户进行定制化开发，故预计餐饮渠道在返乡潮等餐饮旺季下保持快增。因此，预计公司 24 年 Q1 营收稳步增长。从利润端看，考虑棕榈油等原料价格下降，预计归母净利润会充分受益。

南侨食品：根据公司公布的经营简报，2024M1-2 合计实现营收 5.08 亿元，合



计同比+11.56%，其中销售下滑接近13%主要系春节错期影响；同时，公司积极开发匹配下沉市场的产品，以进一步开拓三四线城市，且在公司着重布局淡奶油新品下，预计公司Q1营收保持快速增长。利润端，公司24年M1、2归母净利润在低基数下均展现较高的增长弹性，分别同比+110%/+137%。

重点推荐：立高食品，关注：海融科技、南侨食品、佳禾食品。

2.11 代糖&植物提取

本周，百龙创园/华康股份/莱茵生物/晨光生物/三元生物/保龄宝涨跌幅分别为-3.11%/-1.02%/+5.65%/+7.44%/-1.30%/-0.97%，对比食品饮料板块的超额收益分别为-2.55%/-0.46%/+6.21%/+8.00%/-0.74%/-0.41%。当前海外去库阶段告一段落，整体代糖行业供需逐步趋于平衡。我们认为近年来随着全球“减糖”趋势持续演绎，各国“糖税”及减糖政策陆续强化，无糖/低糖消费兴起，同时人工甜味剂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。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，全球需求伴随使用逐步获批稳健增长。

百龙创园：公司作为代糖、膳食纤维、益生元、淀粉糖{醇}等全球为数不多的规模化生产企业，且供应国内外众多知名中大型食品饮料企业，有望实现稳定成长。公司目前产能趋于饱和，随着年产30,000吨可溶性膳食纤维项目和年产15000吨结晶糖项目的逐渐建成，后续产能逐步爬坡，将持续贡献业绩增量。现阶段我们预计24Q1可实现营收增长，且实现全年业绩逐季持续提升。

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。

2.12 宠物

海外去库存后出口加速恢复，海关数据同比高增。海外：看去库存修复及产能落地后新订单的兑现，目前宠物食品出口同比高增，主要贸易伙伴美国、日本等正在加速修复，东南亚等新兴地区正高速增长。根据海关总署，24年1月/2月我国宠食出口量为27707/17350吨，同比+43.53%/+22.80%，以美元计价，出口金额同比+35.55%/+22.25%，从单价来看，美元计价下，同比-5.56%/-0.45%，总体来看，出口量和总额同比继续高速修复，单价端波动。从主要贸易伙伴看，1-2月美国市场加速恢复，出口总额/出口量分别同比+68.81%/+71.67%。从用品端来看，各种材料制成的鞍具及挽具（适合各种动物用）1月/2月出口总额同比-9.24%/+29.17%；纸浆、纸等制的其他家庭、卫生或医院用品出口额同比+31.58%/+24.76%。预计24H1出口数据表现将持续亮眼，上市公司的出口业务增长与行业共振，且由于稳固的客户关系及更强的交货能力，有望迎来更强恢复弹性。

宠物总体市场规模增长减缓，但稳步向好。国内：在激烈竞争背景下，一级投



融资步调放缓，腰部企业过去大额投放营销费用的模式或不可持续，看好品牌格局的进一步优化，另一方面，伴随费效比和营销策略打磨，叠加规模效应的显现，利润端的释放或可期待。根据中国宠物行业白皮书，23年我国物城镇宠物消费市场规模为2793亿元，同比增长3.2%，增速放缓。23年宠物犬数量同比增长1.1%至5175万只，宠物猫数量同比增长6.8%至6980万只，宠物犬重回增长区间，宠物猫仍是近年来主旋律。从宠均消费来看，23年宠物犬年均消费2875元/只，同比下降0.20%。宠物猫年均消费1870元/只，同比下降0.75%。我们认为，宠物市场的增长仍然具有确定性，但是单宠的年均消费下降也侧面反映出了市场的强竞争环境和消费者倾向于高性价比消费的趋势。根据魔镜数据显示，麦富迪/弗列加特/顽皮/zeal/领先/爵宴/好适嘉等品牌1-2月在三大平台销售额同比+17.41%/+234.19%/-14.41%/+20.84%/+76.62%/+18.82%/-24.30%，顽皮、好适嘉仍在调整阶段，弗列加特、领先等品牌持续高增。

24Q1人民币汇率下降，白羽鸡价格持续处于低位，整体而言原材料及汇率端利好出口公司，就重点公司而言：

中宠股份：公司发布2023年业绩预告，23年预计实现归母净利润2.25-2.55亿元（中枢2.40亿元，下同），同增112%-141%，扣非净利润2.20-2.51亿元（2.36亿元），同增142%-176%。由于公司代工业务去年基数较低，海外工厂产能利用率及净利率双高，叠加汇率和原材料表现良好，预计海外代工业务营收、利润同比双增长；向内看，zeal调整结束、领先持续发力，顽皮进入最后调整阶段，双重利好下，预计公司24Q1业绩增长。

佩蒂股份：公司发布2023年业绩预告，23年预计归母净利润亏损500-1000万元（中枢亏损750万元，下同），扣非净利润亏损50-550万元（亏损300万元）。公司代工业务恢复正常，柬埔寨工厂产能持续放量+新西兰主粮工厂Q1落地，根据线上追踪数据公司主力品牌爵宴表现良好，预计24Q1收入增长（去年受海外去库存影响基数低），归母净利转亏为盈。

乖宝宠物：公司发布2023年业绩预告，23年预计实现归母净利润4.10-4.40亿元，同增53.63%-64.87%，扣非净利润4.03-4.33亿元，同增54.37%-65.86%。公司自有品牌盈利效应凸显，据魔镜数据，麦富迪稳健增长，弗列加特持续高增，有望在Q1贡献高增长，同时公司海外业务恢复正常，在低基数下也有望增长，整体预计24Q1业绩增长。

依依股份：公司去年受海外去库存影响较重，主要客户（特别是亚马逊等客户）23全年订单量大幅下降，24年预计在客户订单修复及新客户订单注入下实现高增长，预计24Q1业绩增长。

关注国外恢复较快、国内自有品牌持续深耕的企业。推荐海内外双循环的**中宠**



股份，自有品牌三大要素齐具的**乖宝宠物**，境外业务环比改善、境内业务持续布局的**佩蒂股份**，出口业务具有较强弹性的**依依股份**，建议关注：流动性改善带来估值回升的**路斯股份**。

2.13 黄金珠宝

据 iFind，本周（3.25-3.29）伦敦现货黄金价格 3 月 28 日收于 2214.35 美元/盎司，环比上周上行 2.02%，上海金交所黄金现货收盘价（3 月 29 日）环比上行 4.03% 至 527.54 元/克。黄金价格屡破新高，投资+避险+金融属性凸显，整体来说，我们预计美国加息周期或将结束，预计今年将迎来降息，叠加地缘政治风险，以及美国通胀超预期下，实际利率下行带动黄金配置属性凸显，金价具备支撑。

金价上行从多角度利好上市品牌方。1) 原材料套期等交易。目前品牌方普遍通过银行租借+套期保值方式对冲金价波动风险，但部分品牌仍然保留风险敞口，并且具备上海金交所交易席位的公司可以通过买卖黄金存货获得利润。2) 备货期间存货黄金增值。在备货期或具备部分黄金库存的企业，在金价上行周期有望将黄金存货增值转化为毛利，如老凤祥。3) 品牌使用费变相上行。部分品牌方按照成本加成的方式收取品牌使用费等，金价上行周期，产品成本上行，变相提高品牌使用费。4) 终端需求积极。消费者和经销商均存在买涨不买跌的心理催化，在金价盘整后持续高增的背景下，消费者对金价的心理预期抬升，预计消费者需求和加盟商囤货积极性双高。

从金价的影响渠道而言：1) 低毛利率产品对金价波动的弹性较强，如金条等产品，对应标的：菜百股份、中国黄金；2) 直营模式直接受益于黄金存货增值，对应标的：菜百股份；3) 在备货期金价上行的企业，存货增值将直接反映到品牌毛利率中，对应标的：老凤祥等。

金价持续上行，投资+悦己+婚庆三重支撑下，黄金消费仍处于高景气周期，就重点公司而言：

潮宏基：元旦+春节期间公司表现强势，整体表现略超预期，公司 24 年持续以开店为驱动，通过优势品类持续拓展，我们预计 24Q1 业绩增长。

周大生：公司 24 年预计将持续保持快速扩店思路，同时公司持续推进莫奈、国家宝藏等独有产品的推广，当前品牌使用费等仍处于低位，单店收入及利润仍有增长空间，公司春节和元旦期间表现良好，预计 24Q1 收入和利润增长。

老凤祥：股权转让顺利进行，叠加双百行动下职业经理人制度的持续推进，公司活力再现，同时公司在备货期间金价上行有望催化公司毛利率持续提升，预计 24Q1 业绩增长。

当前持续看好黄金珠宝类在经济复苏下及高金价背景下持续实现修复。**推荐：**



产品及渠道双增长的潮宏基；结构调整基本完成，高股息的周大生；拥有强渠道和强品牌力，股改焕发新增长的老凤祥。

3 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。



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：hfjys@hfzq.com.cn