

食品饮料

光瓶酒专题(二): 后疫情时代光瓶酒的分化演绎

投资要点:

【光瓶酒专题(二): 后疫情时代光瓶酒的分化演绎】整体来看, 光瓶酒赛道长期仍在景气扩容期, 但经过几年的快速发展, 玩家之间已经出现了明显的分化, 布局塔基产品的品牌名酒整体势能向上, 此前增长较快的新派玩家江小白、光良等品牌表现出现分化, 长期深耕百元以下价格带的有品牌力的大众酒龙头, 19年前后出现收入下滑的情况, 未来升级势在必行。分价格带看, 30元以下价格带主要品牌在19年前后出现了增长乏力, 升级需要时间。40-60元价格带近几年表现较好, 预计还会扩容。60元以上价格的品种面临抉择, 百元左右价格带的供给端布局目前主要出于前瞻性考量。

【周观点】:

【白酒】白酒板块近期下跌主因散飞近期批价持续走弱, 我们认为, 当前飞天批价走低幅度虽大于历史同期, 但仍在正常范围内, 本周后半周开始飞天批价已开始反弹, 市场无需过分担忧。

【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, 企业端降本控费、龙头乳企追求净利率目标、区域乳企新品新渠道拓展拉动营收增长仍将是竞争主旋律。

【休闲食品】休闲零食企业受益于新渠道带来的增长, 同时降本控费下, 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】板块整体仍具备投资性价比, 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。

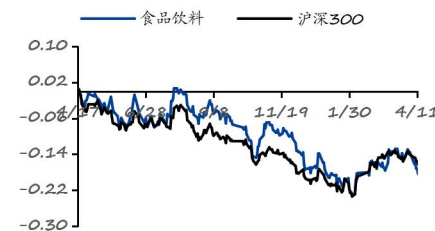
【黄金珠宝】金价持续上行, 投资+悦己+婚庆三重支撑下, 黄金消费仍处于高景气周期, 也需持续关注高金价下终端消费情况。

➤ 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
联系人: 李妍冰(S0210123060028)
lyb30131@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、日本酒水业专题一: Suntory 一百二十年的历史弥新——2024.04.02
- 2、餐饮出海专题之一: 中式餐饮出海机遇——2024.04.02
- 3、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



正文目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1 光瓶酒专题（二）：后疫情时代的光瓶酒分化演绎..... | 3 |
| 1.1 长期视角：大众酒量减价增，光瓶酒扩容升级..... | 3 |
| 1.2 百元以下光瓶酒玩家众多，过去几年表现分化..... | 5 |
| 1.3 百元以下细分价格带需求和场景多元，面临不同的机遇和挑战..... | 8 |
| 1.3.1 30元以下价格带量增承压，价格端升级降速..... | 8 |
| 1.3.2 产业发展和人口流动对低端大众光瓶酒的影响较大..... | 10 |
| 1.3.3 百元以下盒装酒份额出清，60元以上价格带出现分化..... | 12 |
| 1.4 总结：整体来看长期景气向上，价格带和玩家之间分化演绎..... | 13 |
| 2 周观点..... | 14 |
| 2.1 白酒板块..... | 14 |
| 2.2 啤酒板块..... | 14 |
| 2.3 软饮料..... | 15 |
| 2.4 预调酒板块..... | 16 |
| 2.5 乳制品..... | 17 |
| 2.6 休闲食品..... | 18 |
| 2.7 保健品..... | 19 |
| 2.8 代糖..... | 19 |
| 2.9 餐饮产业链..... | 20 |
| 2.10 餐饮..... | 21 |
| 2.11 烘焙供应链..... | 22 |
| 2.12 黄金珠宝..... | 23 |
| 2.13 宠物..... | 23 |
| 3 风险提示..... | 24 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1：白酒行业营收持续增长..... | 3 |
| 图表 2：白酒行业产量 2016 年触顶..... | 3 |
| 图表 3：大众酒占行业的份额下滑..... | 4 |
| 图表 4：2017-2021 年大众酒规模 CAGR 为-4.3%..... | 4 |
| 图表 5：光瓶酒市场增速高于白酒行业..... | 4 |
| 图表 6：大众光瓶酒纷纷升级..... | 5 |
| 图表 7：五大类光瓶酒玩家特征与表现分化..... | 6 |
| 图表 8：消费端变化驱动光瓶酒市场升级..... | 7 |
| 图表 9：牛栏山 42%vol500ml 白牛二销量（千升）..... | 8 |
| 图表 10：牛栏山、红星、老村长 19 年左右起表现均承压..... | 8 |
| 图表 11：河南省男性分年龄结构变化（万人）..... | 9 |
| 图表 12：农村外出务工劳动力月均收入及增速..... | 10 |
| 图表 13：农村外出务工劳动力人数及增速..... | 10 |
| 图表 14：河南省城镇单位 2023 年平均薪资从低到高排列前十名及增速..... | 10 |
| 图表 15：我国沿海地区人均可支配收入偏高..... | 11 |
| 图表 16：全国各地人口密集度不均衡..... | 11 |
| 图表 17：2013 年后顺鑫牛栏山在北京市场营收下降..... | 12 |
| 图表 18：北京外来人口和固定资产投资完成额增速..... | 12 |
| 图表 19：百元以下细分价格带光瓶酒与盒装酒份额占比..... | 13 |

1 光瓶酒专题（二）：后疫情时代的光瓶酒分化演绎

后疫情时代以来，高端白酒表现相对韧性，次高端酒企出现较大分化，此前主要布局商务消费的次高端 23 年明显承压。大众消费 23 年及 24Q1 整体表现相对较好，但白酒百元以下价格带已出现了分化，既有例如汾酒的强势扩容、沱牌 T68 自然动销高速增长，也有传统大众光瓶酒龙头的增长乏力、和包括江小白和光良在内的新派玩家的分化。我们去年年中外发了《探讨光瓶酒市场升级的背后支撑》专题报告，从偏长期和整体的视角分析了光瓶酒持续升级的驱动力。但酒企加速布局高线光瓶酒的时间主要集中在 2022 年及之前，在疫后消费升级承压的背景下，本篇对部分大单品的表现进行了回顾，并在偏长期视角的上篇报告之外对未来赛道的升级和演绎进行了补充。

1.1 长期视角：大众酒量减价增，光瓶酒扩容升级

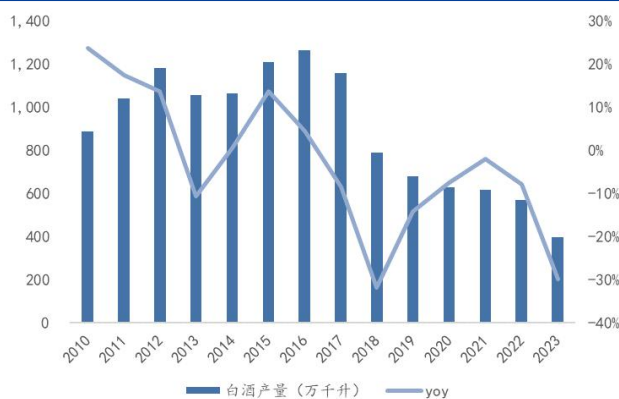
从整个行业看，2013-2022 年，我国白酒行业规模 CAGR 为 2.4%，2016 年之后已进入量降价增阶段。21 世纪以来，白酒行业的发展可分为 16 年之前的量价齐升阶段和 2016 年至今的量减价增阶段。当前我国人口增速放缓、人口老龄化趋势严重，新一代消费者饮酒量低于老一代，白酒的消费人群规模将逐渐萎缩，白酒行业整体呈现容量萎缩的趋势，2023 年全国白酒行业总产量持续下降，供给端产量相对前期高点已经减半。而随着此前的消费升级和“少喝酒、喝好酒”观念的普及，行业的销售收入和利润总额均实现了增长，证明行业已从量价齐升阶段变换为价增驱动，未来这一趋势仍将延续。

图表 1：白酒行业营收持续增长



来源：中国酒业协会，华经产业研究院，红星新闻，华福证券研究所

图表 2：白酒行业产量 2016 年触顶

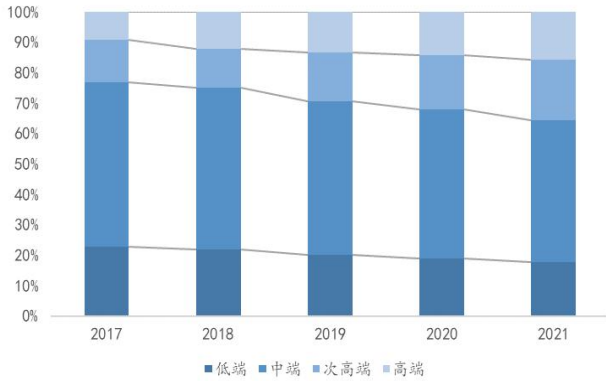


来源：Wind，华福证券研究所

百元以下价格带 2017-2021 年市场规模 CAGR 为 -4.3%，降速为各价格带中最高，占行业的营收的比重下降。分量价看，百元以下大众酒价格带持续上移，规模的缩小主要系量降所致。此前在全社会消费升级的环境下，高端次高端价格带强势扩容，2017-2021 年高端/次高端价格带增速约 16.8%/10.6%。在行业量降的背景下，

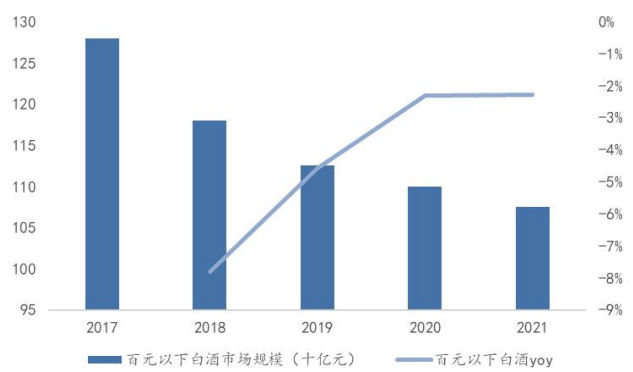
受益于价增驱动和行业份额集中，名酒上市公司依然实现了较好的量价齐升。而百元价格带虽在社会财富增加、消费升级的大背景下，亦有价增驱动增长的逻辑，主流价格带从 10 元左右升级到 20-30 元及以上，但由于该价格带的单价绝对值较低，在社会饮酒量下降的背景下，占行业的比重持续下滑。根据弗若斯特沙利文测算，2017-2021 年百元以下白酒规模 CAGR 为-4.3%，营收占比降至 20%以下。

图表 3: 大众酒占行业的份额下滑



来源：弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华福证券研究所

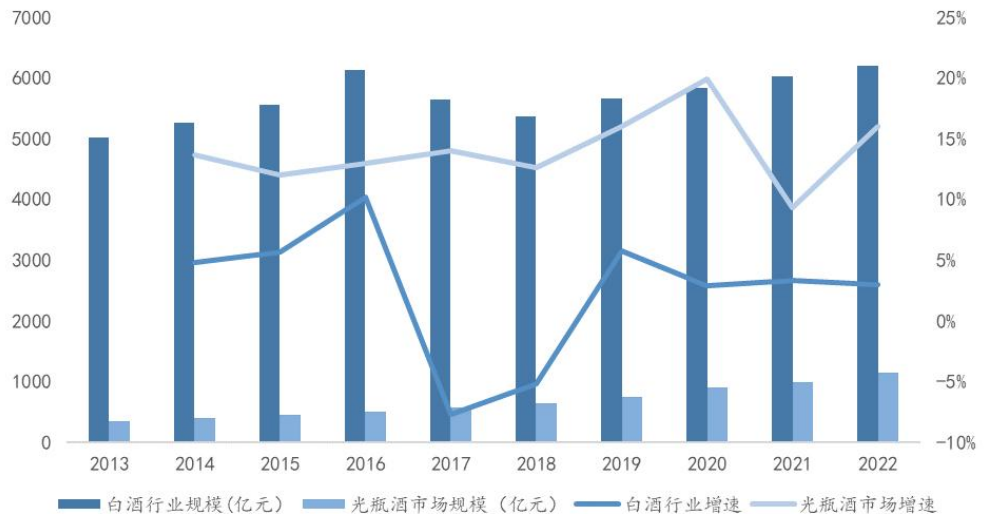
图表 4: 2017-2021 年大众酒规模 CAGR 为-4.3%



来源：弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华福证券研究所

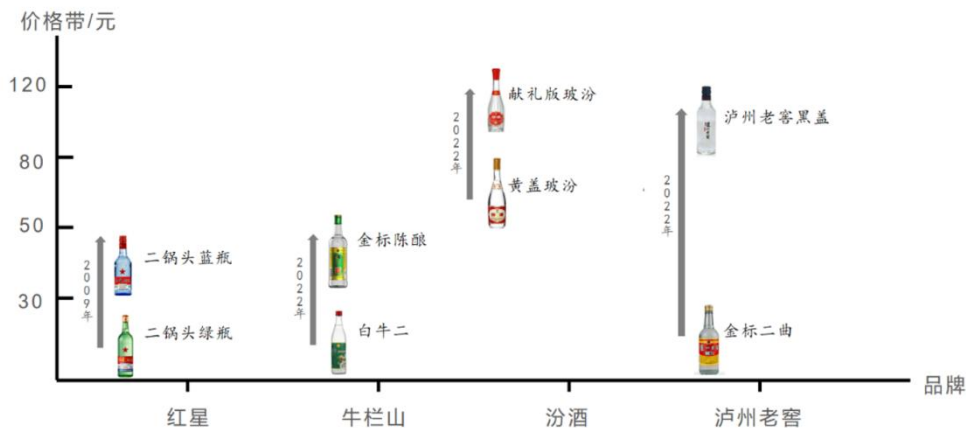
百元以下大众酒与光瓶酒两者间有较大的共同覆盖区间，在大众酒份额下滑的同时，光瓶酒持续增长，价格带明显上移。根据中国酒业协会的数据，光瓶酒市场规模由 2014 年的 400 亿元增长至 2021 年的 988 亿元，复合年均增长率为 14%，远高于白酒行业整体增长率 2%，预计 2024 年光瓶酒市场规模将达到 1500 亿元。在光瓶酒市场，高线光瓶酒的增长尤其明显，根据《2019 年中国光瓶酒营销白皮书》，未来百元以上将被高线光瓶取代，100-200 价位段将是名酒光瓶和品质光瓶的主流市场。

图表 5: 光瓶酒市场增速高于白酒行业



来源：华经产业研究院，华福证券研究所

图表 6: 大众光瓶酒纷纷升级



来源: 京东, 华福证券研究所

1.2 百元以下光瓶酒玩家众多，过去几年表现分化

在白酒行业进入量降价增的存量竞争时代、大众酒份额缩小、光瓶酒赛道扩容的背景下，疫情前的几年开始，光瓶酒成为各类玩家积极涌入布局的赛道。此前我们外发的《探讨光瓶酒市场升级的背后支撑》报告中，我们将供给端玩家分为了5大类，这五类玩家特征不同，面对光瓶酒的升级趋势表现和优势各异。5大类玩家分别是：1) 以玻汾、尖庄为代表的品牌名酒“下探”布局到百元以下价格带，品牌溢价为其光瓶酒产品价格提供支撑；2) 区域名酒，此类品牌虽难以走出基地市场，但在区域内口碑较好，渠道力强，随着需求端的升级具备跟随升级的基础；3) 江小白等新派玩家，其包装与营销更加时尚化，能够吸引价格敏感性更低的年轻消费者；4) 已形成较强品牌认知的大众光瓶酒龙头，如牛栏山、红星等，积极迎合提价风口，对价格更高的新品加速布局铺货；5) 以过去东北地产二锅头为代表的无品牌、价格低、规模较小的光瓶酒加速出清，份额让出。


图表 7: 五大类光瓶酒玩家特征与表现分化

| | 代表品牌/产品 | 特征 | 升级推动力 | 总结/展望 |
|---------|--|---|---|--|
| 品牌名酒 | 山西汾酒 - 玻汾 五粮液 - 尖庄 舍得 - 沱牌特级T68 泸州老窖 - 黑盖 | 品牌力强, 品质优, 国民认知度强, 渠道成熟, 但对较低端酒的倾斜资源有限 | 高端白酒2012年发展受阻, 名酒纷纷“下探”布局, 品牌溢价为其光瓶酒产品价格提供支撑 | 品牌名酒向下布局, 整体势能向上 |
| 新派玩家 | 江小白、光良 谷小酒、观云、开山等 | 包装时尚化、营销方式年轻化、消费场景的切入差异化 | 能够较好吸引价格敏感性更低的年轻消费者 | 属性偏向快消, 前期窗口期饱和和投放非常重要, 已从蓝海逐渐成为红海市场, 竞争加剧, 赛道先行者增速放缓, 品牌间出现分化 |
| 有品牌力光瓶酒 | 牛栏山 - 白牛二、金标 红星 - 大二、蓝八 老村长等 | 全国闻名, 渠道网络布局完善, 大单品认知度较高 | 以白牛二为例, 白牛二经过多年增长目前销量进入下行通道, 企业需要通过价格提升维持盈利水平, 积极迎合风口 | 作为百元以下价格带的核心力量, 在价格带规模下降的大背景下, 19年左右均出现下滑, 品牌升级势在必行 |
| 区域名酒 | 金种子 - 头号种子 衡水老白干 - 冰川光瓶系列 | 地方名产, 在当地品牌认知较强, 渠道力强, 但难以出省, 同时面临外来竞争者 | 在区域内通过渠道力和消费者认可度完成产品升级, 推动光瓶酒价格认知提升 | 目前体量相对不大, 头号种子等产品在持续培育中 |
| 无品牌力光瓶酒 | 太白酒 古道江湖2900 叙府大曲 红荔牌红米酒 ... | 贴近本地消费者, 但品牌力较弱, 对成本更敏感, 正在加速出清 | 新国标对工艺提出更高要求, 叠加高粱、玉米价格17年以来走高, 纸壳、玻璃价格亦整体保持上行, 成本上行推动价格提升在该部分企业表现更明显, 整体份额下降 | 企业转型升级挑战大, 面临较大出清压力 |

来源: 华福证券研究所

复盘主流光瓶酒过去几年的表现, 我们发现过去表现较好的明星光瓶酒产品表现出现了明显分化。总结来说, 向下布局的品牌名酒整体势能向上; 新派玩家不乏短期实现快速增长的品牌引领赛道增长, 但品牌间因成长周期、投入重心和目标客群等方面的不同, 已发生分化; 牛栏山、红星等有品牌力的大众酒 2019 年左右开始承压, 目前升级势在必行; 区域名酒多有布局该赛道, 但现阶段基本体量不大; 无品牌力的光瓶酒目前面临着升级转型不成功则会出清的挑战, 其让出的份额将成为前四类品牌量增的来源。对于前三大类玩家, 具体来看:

1) 布局塔基产品的品牌名酒整体势能向上, 在消费降级的环境下酒企发力更加积极。举例来看, 玻汾在 2012-2017 年销售额 CAGR 达 37%, 2019-2022 年 CAGR 约 23%, 持续放量, 已成为五十元价格带第一大单品, 有望冲刺百亿。五粮液尖庄历史悠久, 国民认知度较高, 2017 年系列规模超 20 亿+, 近年来随着公司明确其战略地位, 作为公司百元以上唯一塔基产品, 增长路径逐渐清晰, 2020 年目标 30 亿, 23 年是 18 年提出的 5 年 50 亿目标的最后一年, 目前来看尖庄整体保持向上势头。泸州老窖 21 年因新国标出台对二曲进行停货换代, 新二曲 (68 元/瓶) 21 年上市后反响不大, 22 年公司推出更年轻化的升级版黑盖, 3 年目标百亿, 属于在价格带提前布局占位, 产品还在培育期, 尚未进入快速放量阶段。舍得酒业的沱牌特级 T68 近三年自然动销增速较高, 目前在打造样本市场中, T68 已被定位为沱牌第一大单品, 发力积极。



我们认为，名酒酒企向下布局对光瓶酒价格带的天花板打开和认知塑造具有重要意义。名酒品牌力强、品质优、国民认知度强、渠道成熟，未来持续增长的确定性高、升级难度小。但从酒企整体来看，酒企对较百元以下价格产品的倾斜资源往外有限，且特别是对有产能限制的酒企来说，产能或为光瓶酒发展的桎梏。

2) 此前增长较快的新派玩家江小白、光良等品牌表现出分化。具体来说，在品牌化搭建壁垒较高的白酒行业，江小白作为黑马，经过2017-2019年的快速成长，营收分别突破10/20/30亿元，成为赛道先行者和领头羊。但2020年开始，由于疫情对即饮消费场景的影响较大，叠加赛道竞争者增多、公司内部聚焦分散（例如江小白公司旗下还有米酒品类和22年在零售市场的总规模超25亿元的梅见）等原因，江小白白酒营收出现下滑，在小酒市场份额从19年的20%下降到2020年的0.5%。光良作为2019年上市后取得爆发式增长的另一新兴白酒品牌，在首个财年实现销售额5.8亿元，2020年实现16.35亿元，21年30亿目标预计未达成，但整体仍保持较好增长，23年营收同增30%，持续扩大份额。

对比来看，江小白与光良虽均在消费属性上更偏快消、并均在获得市场关注的窗口期进行饱和攻击占领消费者心智，实现了快速增长，但值得注意的是，两个品牌的目标客群具有差异。在此前我们外发的《探讨光瓶酒市场升级的背后支撑》报告中，我们将新兴光瓶酒消费者分为三类。江小白对标三类中“刚进入社会学会喝酒的年轻人”，而光良酒则对比的是愿意消费回归理性、关注更注重酒体的口感和品质的30-40岁消费者。我们进行对比并非为了体现两个不同年龄段的光瓶酒消费群体的消费能力差异，而是强调新派玩家的布局之间的区别。

图表 8: 消费端变化驱动光瓶酒市场升级



老一代白酒消费者—消费场景的变化：在经历过长时间的一线名酒和省级名酒品牌的精神消费后，随着年龄渐长，政商务消费场合出现的频次下降，更多以自饮需求为主，消费场景变化导致用酒向光瓶酒转移



中生代白酒消费者—对光瓶酒认知的变化：消费逐渐回归理性消费，经历了大众酒市场加速品牌化的过程，且高线光瓶酒的出现也较好的迎合了高端消费群体的需求，导致中生代对大众光瓶酒的印象不再单单是“低端化、低品质、便宜酒”



新生代白酒消费者—消费观念的变化：消费能力相对较低，且对新鲜事物的接受度更高，美观和品质较好的光瓶酒更易在年轻消费群体中获得一席之地。此外，部分新生代消费者由于经历了海外光瓶酒的教育，对光瓶酒升级的接纳度较高。

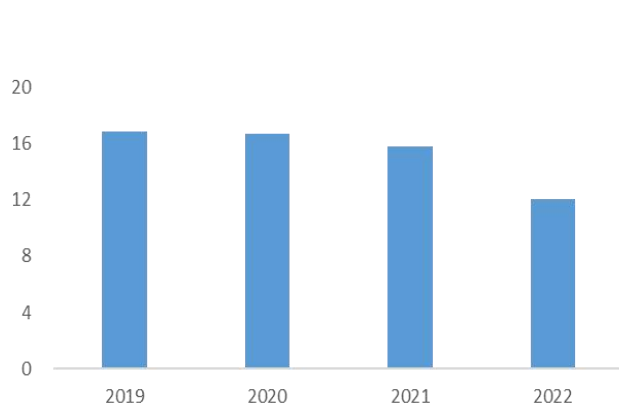
来源：华福证券研究所

3) 牛栏山、红星、老村长等长期深耕百元以下价格带的有品牌力的大众酒品牌，在百元以下价格带整体规模下降的大背景下，2019年前后均出现收入下滑的情况，未来品牌升级势在必行。具体来看，牛栏山的核心大单品白牛二2019年之后销量持续下滑，公司22年推出30-40元的金标陈酿，定

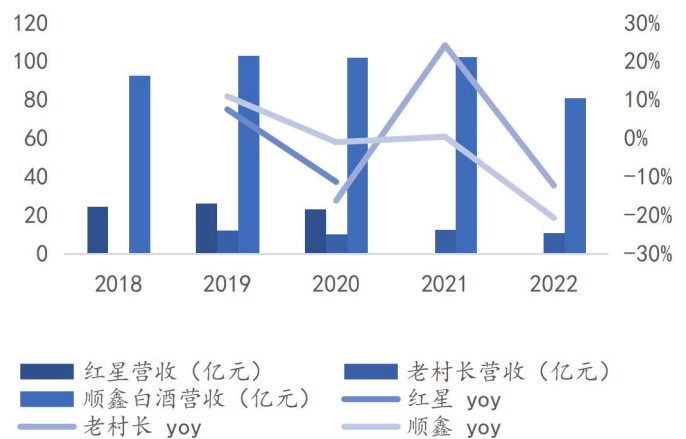


位其为第二支百亿大单品产品，但金标现阶段尚未能弥补白牛二下滑缺口。老村长 2013 年实现 60 亿销售高峰，2017 年开始营收下降，2019-2022 年营收 CAGR 约-3%，近年来体量徘徊在 10 亿元左右。红星二锅头 2010 年销售收入约 18 亿元，2019 年实现 26 亿元，2020 年开始营收开始下滑。

我们认为，大众酒品牌 2019 年后下滑确有疫情导致场景缺失的影响，但由于大众光瓶的消费场景精神消费的成分低，对性价比的关注高，故升级需要跟随需求端的消费升级匹配进行，强化消费者对品牌的价值认知具有挑战，但在长期量增支撑力不足背景下，结构升级是寻求增长的必行之路，仍需积极配合渠道端优势积极调整。

图表 9: 牛栏山 42%vol500ml 白牛二销量 (千升)


来源：顺鑫农业公告，华福证券研究所

图表 10: 牛栏山、红星、老村长 19 年左右起表现均承压


来源：顺鑫农业公告，云酒头条，企查查，酒业内参，长江商报，黑龙江制造业企业 100 强榜单，搜狐财经，澎湃新闻，界面新闻，中国经济网，华福证券研究所

1.3 百元以下细分价格带需求和场景多元，面临不同的机遇和挑战

我们认为，百元以下价格带的细分需求和对应的场景及消费人群较为多元，不能一概而论。从需求端看，传统主力消费群体收入较低、价格敏感度更高，主要为在一二线城市的重体力劳动者；而随着光瓶酒消费者不断趋于多元化、年轻化、城市化，新兴光瓶酒消费者的价格敏感度较传统群体更低，更愿意付出溢价，这部分新消费群体的转化将为光瓶酒升级带来空间，如此前我们外发的《探讨光瓶酒市场升级的背后支撑》报告中所述。在当前 20-30 元主流价格带满足口粮酒消费需求的基础上，价格敏感度更低的新光瓶酒消费者带来的高品质自饮、亲友聚饮等场景，形成了百元以下光瓶酒的多元化消费生态。

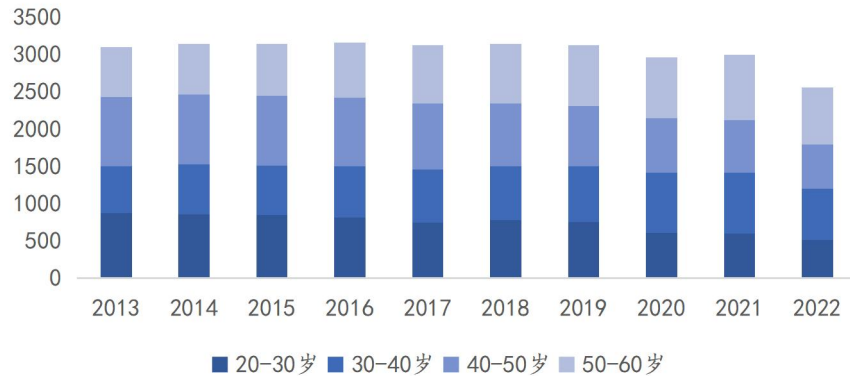
1.3.1 30 元以下价格带量增承压，价格端升级降速

量 - 维度一：以性别为锚出发，传统大众光瓶酒的主力消费群体主要为男性，主力饮酒人群长期看处于下降通道。河南被称为“微缩版中国”，与我国整体年龄层分布相似度较高，城市经济竞争力和可持续竞争位于全国中游水平。按性别划分，



传统白酒消费者以男性为主。我们以河南省男性为样本对象来看，根据河南省统计局，2013-2022年河南20-30岁/30-40岁/40-50岁/50-60岁的男性群体人数分别变化-41%/10%/-36%/13%。若定义20-60岁为主力饮酒年龄，2013-2022年之间河南省男性主力消费者减少了约545万人左右，下降了18%。

图表 11: 河南省男性分年龄结构变化 (万人)

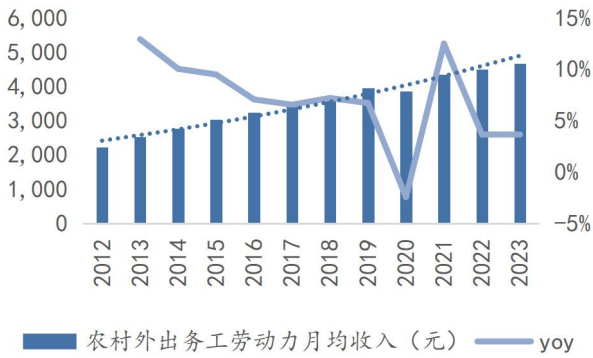


来源：河南省统计局，华福证券研究所

量 - 维度二：传统大众光瓶酒的主力消费群体主要为一二线城市的重体力劳动者，未来依靠消费群体扩容支持量增已不可期。改革开放以来，伴随着工业化、城市化和大规模的外资进入沿海地区，大量农民进城打工，我国出现了规模巨大的外来务工群体“农民工”。根据国家统计局的数据，截至2023年，全国农村外出务工劳动力人数达1.76亿人。2012年至今，除2020年受疫情影响农村外出务工劳动力人数出现负增长以外，此群体规模同比持续增长，2023年已经超越了2019年的规模水平。但随着我国人口增长放缓，该群体扩容速度也逐渐放缓，已从2012-2017年的1% CAGR下滑到近五年的0.5% CAGR。

价：从农村外出务工劳动力月均收入来看，农民工收入增速趋势与城镇居民人均可支配收入基本保持趋同，但相对来说疫情期间受损更大，疫后修复速度更慢，疫后收入年增塑从2016-2019年的年增速7%下滑到2022-2023年的4%的水平(同期城镇居民人均可支配收入年均增长率分别为8%/5%)。由于大众光瓶酒满足的是酒精饮用需求，相对偏刚需，故收入预计对消费频次的影响相对有限，更多或会在短期内体现为升级进度放慢，被动跟随物价变化升级。

图表 12: 农村外出务工劳动力月均收入及增速



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 13: 农村外出务工劳动力人数及增速



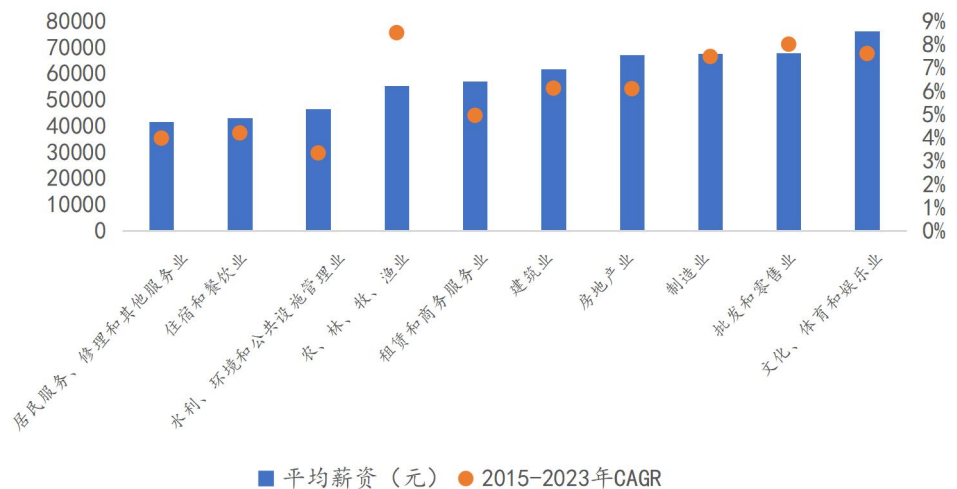
来源: Wind, 华福证券研究所

1.3.2 产业发展和人口流动对低端大众光瓶酒的影响较大

低端光瓶酒受人口流动影响较大。由于低端大众酒从升级的难度更大，长期来看消费群体扩容或人均消费量提升支撑量增已不可期，在当前的存量价格带中，人口的流动更应被关注。人口流动一般遵守人随产业走、人往高处走的规律。传统大众光瓶酒的消费者就业主要在劳动密集型行业，比如制造业、建筑业和消费服务业，近年来，从事传输等行业的新生代农民工占比大幅提高。

传统大众光瓶酒的消费者所在的劳动密集型行业的平均薪资较低，且薪资增速低于整体水平。从被称为“微缩版中国”的河南省的情况看，2022 年城镇单位就业人员平均工资较低的依次是居民服务、修理和其他服务业/住宿和餐饮业/水利环境和公共设施管理业/农林牧渔/租赁和商务服务业/建筑业/房地产业/制造业/批发和零售业。在以上 9 个平均薪资较低的行业中，城镇单位就业人员数占比较高（3%以上）的有制造业/建筑业/批发和零售业/租赁和商务服务业，2023 年占比分别为 21%/14%/4%/3%，2015-2023 年薪资 CAGR 分别为 7%/6%/8%/5%，基本低于河南省全行业平均 8% 的 CAGR。

图表 14: 河南省城镇单位 2023 年平均薪资从低到高排列前十名及增速

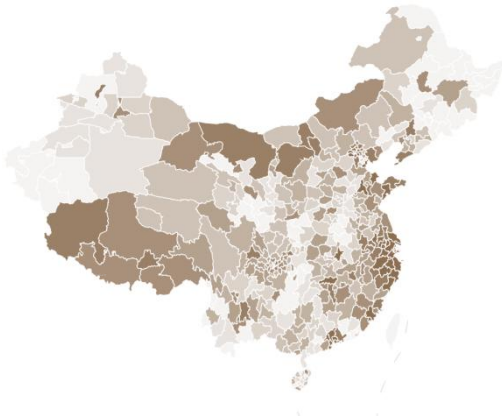


来源: 河南省统计局, 华福证券研究所

产业结构的变化为传统大众光瓶酒消费者的收入提升带来机遇。虽然传统低端酒消费者的收入较低且增长较慢，但进一步以产业为锚来观测传统大众光瓶酒的消费者的流动和收入变化，我们发现制造业、建筑业、批发和零售业的人数占比 2016-2023 年分别下滑 10.8/2.2/1.3pct，对劳动力的吸纳下降，而平均薪资相对更高一些、且过去几年增长相对更快一些的（2016-2023 年平均薪资 CAGR 为 8%）的交通运输、仓储和邮政业的从业人数占比则在持续提升。

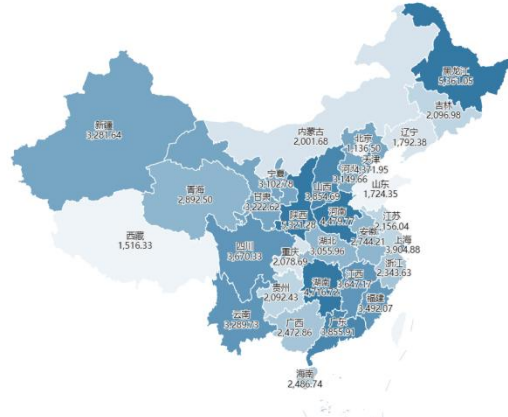
分区域看，各地的经济发展水平和产业结构的差异是推动人口流动的主要原因。改革开放以来，我国的人口迁移基本遵循从农村到城市、从内陆到沿海地区的规律，人口持续向就业机会和公共资源较多的一二线城市集中。但 2022 年，北上广深四大一线城市的常住人口均出现下降，除了疫情原因以外，亦有产业结构调整导致的变化。

图表 15: 我国沿海地区人均可支配收入偏高



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 16: 全国各地人口密集度不均衡



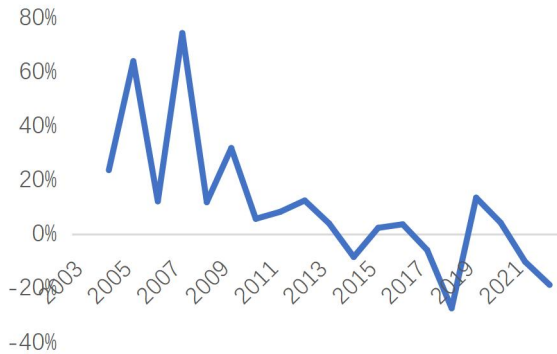
来源: Wind, 华福证券研究所

举例来说，上海 2015 年产业结构调整导致劳动力流出。受国家供给侧结构性改革的影响，2015 年上海市 6 个重点行业的工业现价总产值低于 2012 年，而这几乎都是产业工人最聚集的行业，例如石油和精细化工行业近三年间下降了 15%、钢铁下降了 26%。此外，2015 年上海建筑业竣工面积下降 4.3%，导致建筑工人需求量萎缩。2015 年末上海外来常住人口数减少 14.77 万人，同比下降 1.5%，为上海 15 年来首次出现外来常住人口负增长的情况。

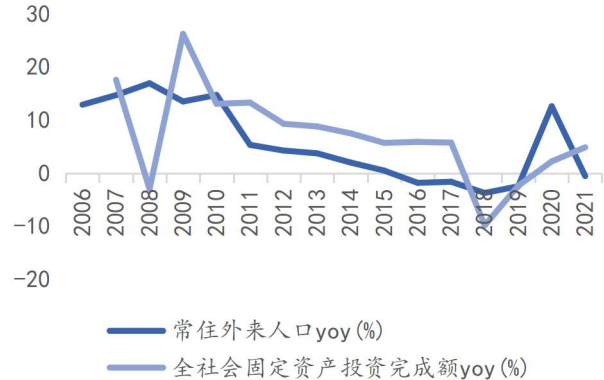
北京的人口流入下降或系京味二锅头龙头增长放缓的原因之一。2004 年北京市共有农民工（不含北京市各郊区县的农民）286.5 万人，在外来人口中占 66.2%，比 1999 年增长 90.4%，平均每年递增 13.7%。从年龄结构看，主要是 15-49 岁之间的青壮年劳动力，集中在建筑业、住宿和餐饮业、批发与零售业、以及制造业等行业。随着北京市城镇化建设的逐步推进，经过多年的发展和外来人口涌入后，近年来北京也在持续推进非首都功能疏解，农民工总量下降。根据北京市统计局，2017 年全



市农民工总量为 72.4 万人，比 2004 年减少 214 万人，相当于 2004 年的 25%。随着北京低收入青壮年劳动力停止增长，叠加前述提到的多个影响量增的原因，19 年左右北京光瓶酒龙头牛栏山、红星、老村长也相继出现增长压力。

图表 17: 2013 年后顺鑫牛栏山在北京市场营收下降


来源: Wind, 华福证券研究所

图表 18: 北京外来人口和固定资产投资完成额增速


来源: Wind, 华福证券研究所

1.3.3 百元以下盒装酒份额出清，60 元以上价格带出现分化

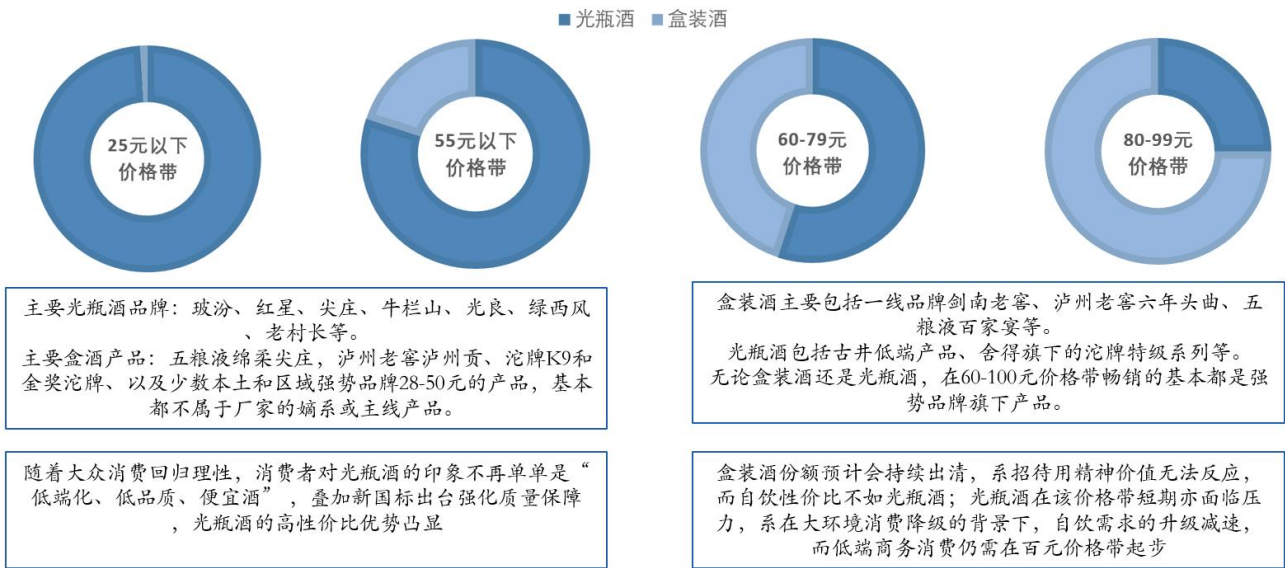
以盒装酒替代为锚：百元以下盒装酒份额出清，60 元以上价格带短期升级趋势放缓，玻汾所在的 50-60 元价格带预计还有承接份额的空间。随着光瓶酒从 5 元起步不断向上升级，当前 25 元以下盒装酒份额较小，55 元以下价格带的光瓶酒已占据 80% 的市场份额，盒酒仅剩大约 20% 的市场份额，预计未来也会持续让出舞台。

在 60 元以上价格带，盒装酒份额预计也会持续出清，系招待用无法反映精神价值，而自饮性价比不如光瓶酒。光瓶酒在该价格带短期亦面临压力，系在大环境消费降级的背景下，自饮需求的升级减速，而低端商务消费仍需在百元价格带起步。基于此，我们判断玻汾所在的 50-60 元价格带还有份额承接空间。

百元左右光瓶酒主要包括老窖黑盖（98 元）、玻汾献礼版（119 元）、江小白金盖（108 元）等，2023 年之前在消费升级大背景下酒厂布局较多，在当前消费降级的环境里，预计会有份额转移到 60 元左右价格带，导致沱牌 T68 近年来实现了高速增长。



图表 19: 百元以下细分价格带光瓶酒与盒装酒份额占比



来源：糖酒快讯，华福证券研究所

1.4 总结：整体来看长期景气向上，价格带和玩家之间分化演绎

整体来看，光瓶酒赛道长期仍在景气扩容期，但经过几年的快速发展，玩家之间已经出现了明显的分化。我们将百元以下光瓶酒赛道分价格带进行了总结：

30元以下价格带主要品牌在19年前后出现了增长乏力，升级需要时间。从量的角度看，该价格带面临对应消费者群体人数下滑、产业转型导致聚饮场景缺失的问题，但盒装酒份额的转移仍可带动一定量增；从价格端看，低收入群体的价格敏感性高，愿意为品牌付出溢价的程度相对较低，未来升级需要伴随全社会物价水平和财富增长被动推进，价增是大势所趋和供给端发力的必行之路，但需要时间。

40-60元价格带近几年表现较好，预计还会扩容。向下，此前几年该价格带受益于消费升级带来的红利承接了的份额在品质、品牌和群体效应的加持下，即使在前出现降级压力的背景下预计也不会出现明显下移。向上，60元以上光瓶酒短期受环境影响面临压力，系自饮更加追求性价比，而低端商务消费仍需在百元价格带起步，故预计40-60元价格带或将受益，承接部分份额。

60元以上价格的品牌面临抉择，百元左右价格带的供给端布局目前主要出于前瞻性考量。其中，百元价格带的产品布局基本集中在22年及之前，在消费升级大背景下酒厂布局较多，当前环境下预计短期该价格带的扩容会放缓，部分份额转移到60-70元价格带，导致我们看到例如沱牌T68等产品近年来高速增长。但在光瓶酒需求多元化、整体升级的长期趋势下，酒企提前布局仍有必要。对比同价格带的盒装酒，预计盒装酒份额会持续出清，系招待用该价格带的产品无法反映精神价值，处境尴尬，而自饮性价比不如光瓶酒，盒装酒份额让出预计也会为光瓶酒带来一定空间。



2 周观点

2.1 白酒板块

本周白酒 SW 指数-6.42% (沪深 300 指数-2.58%)，近一月白酒 SW 指数-6.61% (沪深 300 指数-3.38%)，当前白酒板块 PE(TTM)为 23.69X。板块下跌主因散飞近期批价持续走弱，引发市场担忧。

复盘散飞价盘走势，上次淡季后飞天批价迅速下滑为 22 年 3 月，月末散瓶飞天批价落到 2530 元左右，主因 1) 春节结束，白酒步入淡季；2) 广东华东等消费量较大的区域疫情严重，需求短期疲软；3) 投放节奏；4) 经销商信心受损，部分地区抛货导致恐慌放大；5) 公司推进营销变革、22 年 3 月 31 日“i 茅台”试运营，对传统渠道造成影响。

我们认为，当前飞天批价走低幅度虽大于去年同期，但仍在正常范围内，预计全年走势仍会保持平稳。从战略角度看，茅台价格过高抑制了部分消费需求，批价的阶段性回落刺激实际开瓶，有利于去库，化解未来的隐性风险，批价在可控范围内即符合公司价格改革的战略意图。报表端看，茅台 23 年年报已出，Q1 开门红预计实现无虞，表现稳健，彰显龙头实力的同时更为板块注入稳定剂。今年茅台全年增长目标 15%，去年年底飞天提价后今年量价预计保持平衡增长。根据今日酒价公众号，本周后半周开始飞天批价已开始反弹，市场无需过分担忧。

四月末为白酒企业年报密集披露期。当前建议关注终端反馈较优、估值性价比较高的标的：泸州老窖、五粮液、舍得酒业、今世缘、金种子。

2.2 啤酒板块

本周，啤酒板块涨跌幅为-4.05%，对比食品饮料板块 (-5.66%)，超额收益为+1.61%，其中青岛啤酒/华润啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/乐惠国际涨跌幅分别为-7.95%/-6.35%/+0.96%/-0.93%/-2.14%/-4.76%。

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。尽管 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，但当前龙头 24 年 PE 在 20 倍左右，我们认为当前估值已一定程度上反应了一季报高基数压力，建议可开始重点关注。

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 -2.55%/+0.77%/-3.91%/-0.95%/+0.86%/-1.91%/-4.03%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 +3.11%/+6.43%/+1.75%/+4.71%/+6.52%/+3.75%/+1.63%。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。

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 预调酒板块

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。

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 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 -3.98%/-4.62%/-3.61%/-4.8%/-4.69%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 1.69%/1.04%/2.05%/0.86%/0.98%。蒙牛已发布年报，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 4 月 3 日，根据 wind 数据，我国主产区生鲜乳均价



3.48 元/公斤，周环比/周同比分别为-0.90%/-11.70%；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 4 月 5 日，国产/国外婴幼儿奶粉品牌零售价分别为 225.71 /269.08 元/公斤，中老年奶粉价格 106.11 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 8.06%/-4.85%/1.48%/0.35%/-5.84%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 13.72%/0.81%/7.15%/6.02%/-0.18%。量贩零食店在下沉市场销售表现优异，客群定位清晰，未来零食店 SKU 扩张范围较大，可称为食品类贩卖平台，建议重点关注该业务模式。

我们预计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 24 年一季报预告，业绩表现突出。公司预计 24Q1 归母净利润 7055.92 万元—7839.91 万元，同比增长 80%-100%；扣非净利 5538.39 万元—6322.38 万元，同比增长 68.30%—92.13%。考虑到 24 年春节错配，我们计算 23Q4+24Q1 归母净利预计在 1.47-1.55 亿元，同比增长 100%-111%，业绩增长超预期。公司围绕大单品，坚定聚焦“大单品、全渠道、品牌化、国际化”发展战略，根据消费者需求持续研发升级，从刚上市单一的鱼制品到目前形成鱼制品、禽类制品、豆制品三大优质蛋白健康品类，营业收入与净利润均实现了高质量增长。

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%）。公司坚持全渠道发展战略，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，销售规模进一步扩大。其次，公司持续优化产品结构，加速新品研发，精进升级产品力，逐步提高新产品销售量。公司主要原材料棕榈油、夏威夷果仁价格有所回落，其他部分原材料价格有小幅波动，整体原材料采购成本有所回落。

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。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“吡啱吡啱”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 -4.16%/-0.54%/4.06%/-4.95%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 1.51%/5.12%/9.72%/0.72%。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），而不同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 代糖

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 -0.31%/-3.65%/-4.28%/-19.22%/-0.80%/-4.69%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 +5.35%/+2.01%/+1.38%/-13.56%/+4.87%/+0.97%。莱茵生物发布 2023 年年报，2023 年公司实现营业收入 14.94 亿元，同比+6.65%，归母净利润 0.83 亿元，同比-53.84%；其中 23Q4 实现营收 6.05 亿元，同比+43.40%，归母净利润 0.42 亿元，同比+1318.95%，



下游库存去化明显环节、需求逐步恢复，公司业绩实现强势改善。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）。

2.9 餐饮产业链

本周（4.08-4.12）调味发酵品/预加工食品板块跌幅分别为 3.75%/4.23%，对比食品饮料板块（-4.11%），整体面临回调。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 -4.83%/-17.24%/-3.96%/-5.51%/+4.97%。其中，千味央厨本周出现较大调整预计系大 B 客户表现疲软影响。

本周国家统计局披露，24 年 3 月全国居民消费价格同比上涨 0.1%，但环比下降 1%，其中食品价格同比下降 2.7%，环比下降 3.2%；叠加 3-4 月餐饮淡季影响，供应链板块整体表现承压。其中，千味央厨短期面临大 B 客户业务节奏扰动与 Q2 高基数压力，但从中长期看，公司内外部利益相关者深度绑定，未来发展模式清晰，大小 B 有效联动有望持续孵化大单品，并共同构成公司增长系统闭环。因此，悲观预期逐步被定价后，公司估值性价比或不断凸显。此外，本周中国连锁经营协会发布其与美团联合编撰的《2024 年中国餐饮加盟行业白皮书》，其中下游连锁化提速，23 年餐饮连锁化率提升至 21%，且对比美日仍有较大增长空间，供应链龙头长期量增逻辑不改。最后，本周多家公司披露 23 年报，其中雪天盐业 23 年实现营收约 62.62 亿元，同比-2.77%；实现归母净利润约 7.09 亿元，同比-7.86%；而仲景食品逆势快增，23 年实现营收同增 12.77%，归母净利润同增 36.72%，其中调味食品在葱油大单品放量快增下实现量价齐升，同时电商渠道取得翻倍式增长，未来公司沿着多品类、多渠道的“多点开花”战略发展；莲花健康公告，预计 Q1 实现净利润 4500-5000 万元，同增 114.42%-138.24%，主要系销售收入实现较大增长同时，降本增效举措取得良好成效。



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。

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（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。

2.10 餐饮

本周(4.8-4.12)SW 酒店餐饮指数涨跌幅为 7.31%，对比食品饮料板块(-5.66%)，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-2.15%/+0.57%/+12.06%/+6.38%/+0.81%/+0.00%/+1.97%/+3.82%/+4.74%/-1.84%/+6.72%/+12.62%。

多因素共同影响，“过气网红”热度回升。2023 年年初，淄博烧烤冲上热搜，火热持续短暂时间后，淄博烧烤进入低谷期，餐厅扩张趋缓。企查查显示，2023 年 1—6 月，淄博的烧烤相关企业共新增 775 家，几乎是 2022 年全年数据的 2 倍。但从 5 月开始，新增企业数量就开始下滑至 81 家，6 月进一步下滑至新增 15 家。“翻红”的背后，是旅游消费潮背景、产品的性价比、以及商家的良心经商。今年春节假期旅游出行大热，淄博烧烤已经开始逐渐回温。同程旅行数据显示，2024 年春节假期期间淄博旅游热度同比上涨 137%。到了清明节假期，旅游热情依旧高涨不下。近期不少网友发现烧烤店的价目表上一串烤肉的单价低至 1-2 元，和去年相比几乎没有差异。不因“翻红”而提价宰客，始终保持价廉物美，餐饮品牌如果想保持长红不衰，坚持走“性价比”的道路或为不二之选。始终保持高质量产品和合理定价，才能有效应对激烈的市场竞争。



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。

重点推荐：食品业务省外扩张带来新增长的广州酒家，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。

2.11 烘焙供应链

本周（4.08-4.12）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-8.82%/-1.11%/-8.44%/-4.35%/-2.04%。其中，本周南侨食品发布经营简报，3 月公司实现营收 2.7 亿元，同比下滑 7%，结合前面公司公布的 M1-2 经营简报，24 年 Q1 公司实现营收 7.75 亿元，同比+4.5%。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。

重点推荐：立高食品，关注：海融科技、南侨食品、佳禾食品。

2.12 黄金珠宝

据 iFind，本周（4.8-4.12）伦敦现货黄金价格 4 月 12 日收于 2401.5 美元/盎司，环比上周上行 4.48%，上海金交所黄金现货收盘价环比 4 月 3 日上行 5.53%至 567.21 元/克。黄金价格屡破新高，投资+避险+金融属性凸显，整体来说，我们预计美联储政策预期，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，也需持续关注高金价下终端消费情况，建议关注 4 月订货会。**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。**

2.13 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。

从汇率及成本端，均利于出口型企业，同时它博会的火爆进一步展现国内宠物市场活力，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，境外业务同环比改善、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。**

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