

# 食品饮料

## 新常态下新思路，栉风沐雨砥砺前行

### ——2024年中期行业策略报告

➤ **实事求是面对当前消费环境，追求升级中的性价比。**消费整体处于缓慢复苏的趋势中，但仍有结构性的机会。当前仍处于消费时钟第三阶段，升级中寻找性价比。在短期内，消费者可以通过减少对品牌的追求，回归产品本身，得到更具性价比的消费体验；长期来看，随着市场竞争更加激烈，品牌价值被市场洗牌和重新定位后，品牌溢价作为产品价格的合理构成，价格与产品错配将无法实现。镜鉴日本，我国消费底层逻辑不同，内外需共振向上空间大，广义升级是社会发展的必然选择。

➤ **横看纵看，当前食品饮料的估值水位具备吸引力。**食品饮料行业自2021年以来持续调整，全A比较来看，目前PE（TTM）仅为十年以来4%分位，估值已回落至安全区间，具备较强支撑。而从消费比较来看，食品饮料同样具备较强吸引力，调味发酵品、乳制品、预加工食品和烘焙食品的十年PE分位均在0.3%以内，处在极低估值水平；且从PB-ROE角度看，白酒、乳制品、烘焙食品、预加工食品也有低估表现，板块吸引力和性价比凸显。

➤ **成熟行业基本面有韧性，处于攻守兼备状态。****白酒：**当前价增量降的增长模式以及库存动销压力下，行业加速分化。基本面整体保持稳健，茅台批价波动对板块修复形成压制，但飞天外主要单品价盘表现稳定。报表端确认性仍强，Q1开门红为全年奠基良好基础。估值端宏观压力抑制弹性，但龙头韧性仍在，估值安全垫较高。**啤酒：**高端化行至中局，空间仍广阔但节奏有所放缓。成本侧弹性初步兑现，全年盈利增长有支撑，业绩置信度预计仍较高。**调味品：**酱油等基调面临需求疲软、竞争加剧等问题；而复调受益于B端连锁化、预制化，需求逻辑顺、增长势能高。**餐饮链：**行业整体承压，但集中度和连锁化趋势仍为成长看点。从中长期看，提前卡位的供应链龙头有望充分受益行业成长红利。

➤ **“相对必选”登堂入室，渗透率逆周期持续提升。**相对必选品适应当前消费者新需求，渗透率有望实现逆势高增，同时在当前消费者灵活消费预算增加的背景下，或有望推出更多高端特色产品吸引消费者尝新，带动产品升级，实现品类量价双击。**低度酒：**消费人群和场景持续扩容，当代年轻人的饮酒方式和场景的转变均促进行业健康发展。**大类保健品：**疫情及老龄化驱动消费者健康意识提升，需求端潜力较强，若政策端放开，供需双向奔赴，有望实现两级跳，复刻日本功能性标示食品成长路径。**宠物：**老龄少子化下，精神追求带动宠物数量持续扩容、渗透率提升；中长期来看，国内宠物市场仍然具备量价双增的逻辑。**天然食品配料：**原料端健康化迭代和升级是当前行业发展的主线之一，这为天然甜味剂以及稀奶油等供应链企业带来逆周期渗透率提升的机会。

➤ **食品饮料及上下游产业链出海机会可行性。**以邻为鉴，品牌国际化是一个宜早不宜晚，“十年磨一剑”的过程。国际餐饮市场从疫情影响中快速恢复，中式餐饮兼具文化属性，市场份额不断提高，国内餐茶饮加速出海步伐或催生供应链扩张机会。而产能出海是品牌出海过程中强化竞争力、夯实全球市场的第二阶段；可以对冲地缘贸易风险，灵活应对宏观经济环境变动；也可以是针对全球产业链中供需矛盾的投资布局。

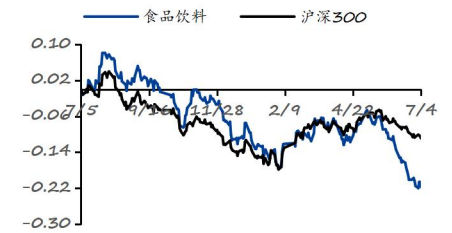
➤ **投资建议：**白酒当前估值水位低，龙头增长目标兑现确定性强，建议围绕超跌和半年报确定性布局，重点关注贵州茅台、五粮液，建议关注山西汾酒；啤酒重点关注青岛啤酒、燕京啤酒；餐饮链重点关注天味食品、安井食品、千味央厨、同庆楼。相对必选品类中，低度酒重点关注百润股份；大类保健品重点关注伊利股份；宠物行业重点关注乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、依依股份；健康原料及添加剂重点关注：海融科技、立高食品、南侨食品、百龙创园。从品牌及产能出海角度，建议重点关注安琪酵母、家联科技。

#### 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的风险

## 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、周观点 | 赛程过半，静待花开——2024.07.01
- 2、饮料产业研究系列（一）：从东鹏饮料看食品饮料企业数字化转型——2024.06.30
- 3、FANCL 系列报告二：庖丁解牛，全方位拆解公司增长秘诀——2024.06.24



## 正文目录

1 实事求是面对当前消费环境，追求升级中的性价比	6
1.1 整体看经济数据下的消费指标，逆光中有微光	6
1.2 当前仍处于消费时钟第三阶段，升级中找寻性价比	6
1.3 以邻为镜，放慢脚步倾听花开的声音	11
1.3.1 全景扫描日本四次消费时代	11
1.3.2 镜鉴日本，同源不同命消费花开总有时	15
2 横看纵看，当前食品饮料的估值水位具备吸引力	18
2.1 全 A 比较来看，目前回落至安全区间，向下强支撑	18
2.2 消费比较来看，食品饮料具备较强吸引力	20
3 成熟行业基本面有韧性，处于攻守兼备状态	22
3.1 新视角看量价，白酒基本面、估值和供需的对立和统一	22
3.1.1 消费降级影响行业价增量降的增长模式，中小酒企持续出清	22
3.1.2 基本面：整体保持稳健，茅台批价波动对板块修复形成压制	25
3.1.3 报表端：确认性仍强，开门红为全年奠基良好基础	27
3.1.4 估值端：宏观压力抑制弹性，但龙头韧性仍在，估值安全垫较高	30
3.2 啤酒结构升级边际放缓，但业绩置信度预计仍较高	32
3.3 餐饮全链阶段性承压，连锁化趋势仍为未来看点	36
4 “相对必选”登堂入室，渗透率逆周期持续提升	40
4.1 酒精低度化拥抱饮酒新常态	42
4.2 大类保健品成就食品板块发展新动能	47
4.3 老龄少子化趋势带来宠物行业大时代	53
4.4 健康化需求迎来添加剂和餐饮大 B 供应商的新篇章	58
4.4.1 减糖成为全球消费共识，甜味剂需求持续提升。	58
4.4.2 奶油行业高端化趋势有增无减，国产奶油占比有望提升	61
5 食品饮料及上下游产业链的出海机会	63
5.1 国际餐饮市场空间广阔，文化输出引领品牌出海	64
5.2 餐饮品牌积极出海，催生供应链海外扩张机会	66
5.3 产能出海应对时代变局，提升增长质量	67
6 投资建议	69
7 风险提示	71

## 图表目录

图表 1：社零数据来看消费仍在复苏（单位：%）	6
图表 2：社会消费品零售总额:除汽车以外的消费品零售额同比增长（单位：%）	6
图表 3：我国当前消费时钟在第三阶段，从左往右展现了不同线城市的发展节奏差异	7
图表 4：价格 vs 品质矩阵	8
图表 5：消费者更加理性冷静	9
图表 6：钟薛高在发展黄金窗口期持续通过营销强化附加价值	9
图表 7：白酒消费场景与对应价格水平	10
图表 8：白酒龙一更迭	10
图表 9：1920-1940 年东京人口变化	11
图表 10：1920-1940 年大阪人口变化	11
图表 11：大正时代日本现代化建设充满西方元素	12
图表 12：日本战后复苏经济增长提速	13
图表 13：昭和时代日本人口突破一亿	13
图表 14：1990 年日本资产价格泡沫破裂经济长期停滞	14
图表 15：日本四大消费时代的时代特征	15
图表 16：日本小型家庭占比持续提升	16



图表 17:	我国家庭逐步小型化	16
图表 18:	日本人口结构于 90 年代逐步开启老龄化	16
图表 19:	我国人口结构逐步步入老龄化	16
图表 20:	消费者信心指数	17
图表 21:	我国总储蓄率上升 (%)	17
图表 22:	申万一级行业 2019 至今年涨跌幅	18
图表 23:	申万食品饮料指数 10 年 PE Band	19
图表 24:	申万一级行业市盈率及十年历史分位数	19
图表 25:	申万一级行业 PB (倍) -ROE (%) 水平	20
图表 26:	食品饮料行业 2019 年以来 ROE (%)、PB (倍) 变化	20
图表 27:	24 年初至今消费二级行业涨跌幅 (%)	20
图表 28:	申万二级消费行业市盈率 (倍) 及十年历史分位数 (%)	21
图表 29:	申万食饮三级行业 2019 年至今年涨跌幅	21
图表 30:	食饮三级行业市盈率 (倍) 及十年历史分位数 (%)	22
图表 31:	食饮三级行业当前 PB (倍) -ROE (%) 水平	22
图表 32:	居民人均可支配收入同比 (%)	23
图表 33:	社会消费品零售总额同比	23
图表 34:	制造业 PMI (%)	23
图表 35:	烟酒类零售额	23
图表 36:	规上酒企营收规模及利润保持上行	24
图表 37:	2016 年白酒产销量触顶回落	24
图表 38:	白酒主力消费群体结构老龄化	24
图表 39:	今年 1-3 月, 白酒亏损企业占比创新高	25
图表 40:	23 年白酒 SW 指数整体震荡调整, 24 年板块修复受茅台批价波动影响	25
图表 41:	2024 年 2 月至今飞天批价与茅台收盘价	26
图表 42:	八代普五批价走势 (元/瓶)	27
图表 43:	部分次高端产品批价走势 (元/瓶)	27
图表 44:	白酒上市公司 23 年目标完成情况与 24 年目标	28
图表 45:	白酒板块 24Q1 营收增速基本保持, 利润增速同比下滑	29
图表 46:	23Q4 及 24Q1 部分高端次高端及区域龙头真实营收测算	29
图表 47:	23Q4+24Q1 合并来看, A 股白酒上市公司营收/归母净利润分别同增 15%/17%	30
图表 48:	2022.11.10 至今白酒板块部分个股分位值	31
图表 49:	2020 年至今白酒板块个股分位值	31
图表 50:	2017 年前后主要啤酒厂商均制定了高端发展策略	32
图表 51:	95 后具备更高的高端消费倾向	32
图表 52:	啤酒过去几年吨酒价格涨幅较为明显	33
图表 53:	啤酒零售价逐年提升	33
图表 54:	当前我国高端啤酒销量占比仍低于 15%	33
图表 55:	24Q1 各厂商吨价保持较高增长	34
图表 56:	24Q1 利润增势延续	34
图表 57:	24Q1 青啤企业吨酒成本下滑显著	34
图表 58:	对比同期, 24Q1 毛利率	34
图表 59:	啤酒公司利润率、毛销差均有改善	35
图表 60:	部分餐饮品牌性价比举措	36
图表 61:	2018-2023 中国餐饮连锁化率	37
图表 62:	美国、日本以及中国餐饮连锁率数据对比	37
图表 63:	连锁餐饮行业的基本盘与成长盘	37
图表 64:	下游餐饮客单价承压	38
图表 65:	速冻食品线下渠道今年 4 月销售表现	38
图表 66:	长期竞争格局推演, 综合服务能力支撑供应链龙头竞争端终将“人地皆存”	39
图表 67:	调味发酵品出厂价格指数向下	40
图表 68:	调味品核心品类发展现状	40
图表 69:	22 年大中城市新建商品住宅价格以下降为主旋律 (个)	40



图表 70: 居民可支配收入仍保持中个位数增长, 农村居民增长为重要驱动力	40
图表 71: 消费信心短期承压	41
图表 72: M2 与 M1 增速差距大, 更多储蓄比例提升	41
图表 73: 消费品新分类矩阵	42
图表 74: 2018 年后鸡尾酒市场迎来新一轮增长期	42
图表 75: 养宠人群持续扩容	42
图表 76: 新人群, 当前酒饮消费群体主要为 80 后	43
图表 77: 新场景, 当代年轻人喜欢聚会也细化独酌	43
图表 78: 年轻群体主动饮酒更偏好洋酒、啤酒、预调酒等	43
图表 79: 日本第三消费时代下大众消费者更注重个性化消费, 预调酒兴起	44
图表 80: 一张图读懂预调酒行业历程	45
图表 81: 以市场为锚点, 预调酒行业远期规模预计将达 168.46 亿元, CAGR 达 11.3%	46
图表 82: 以啤酒/非烈酒为锚, 预调酒远期空间可看 200 亿以上	46
图表 83: 以女性消费者为锚点, 预调酒行业远期规模预计将达 173.88 亿元, CAGR 达 11.74%	47
图表 84: 大类保健品定义	47
图表 85: 疫情带来人们健康意识与行为的提升	48
图表 86: 疫情后人们对心理健康的关注度提升	48
图表 87: 日本保健品政策梳理, FFC 市场规模大增	49
图表 88: 中国保健品市场持续扩容可期	50
图表 89: 中日保健食品市场准入机制比较	50
图表 90: 中国乳制品、饮用奶(非酸奶)零售额及增速(亿元)	51
图表 91: 中国乳制品零售结构	51
图表 92: 中美日乳制品零售结构对比	51
图表 93: 白奶、奶酪品类增长, 酸奶短期承压	52
图表 94: 各类杀菌技术对比	52
图表 95: 常温白奶稳定发展	52
图表 96: 常温白奶格局集中, 高端化占比提升	52
图表 97: 低温白奶仍处于发展期	52
图表 98: 中国与成熟国家白奶结构对比	52
图表 99: 结婚率走低	53
图表 100: 老龄少子趋势明显	53
图表 101: 我国小家庭化趋势明显	53
图表 102: 我国宠物数量增长	53
图表 103: 美国宠主年龄结构占比	53
图表 104: 我国宠主年龄结构占比	53
图表 105: 家人和朋友是对宠物的主要定位	54
图表 106: 宠均消费整体保持向上趋势	54
图表 107: 预计 2028 年我国宠物市场规模达到 4037 亿元	55
图表 108: 24 年 618 期间天猫和京东平台主要数据	56
图表 109: 24 年 618 期间天猫和京东平台猫狗食品榜单	56
图表 110: 麦富迪+弗列加特 618 间全网销售额同增 40%	57
图表 111: 爵宴 618 期间三平台销售额同增 67%	57
图表 112: 出口宠食 5 月继续高速增长	58
图表 113: 主要甜味剂品种属性对比	59
图表 114: 甜菊糖苷全球市场规模	60
图表 115: 罗汉果提取物全球市场规模(亿美元)	60
图表 116: Reb M 为例两种制备方法横向对比	60
图表 117: 2017-2021 中国糖醇行业市场规模及增速	61
图表 118: 2017-2021 中国糖醇产量及销量	61
图表 119: 各品类奶油对比	62
图表 120: 2022 年中国奶油行业竞争格局预测	62
图表 121: 我国奶油进口格局(万吨)	62
图表 122: 我国进口奶油总量下滑	63



图表 123:	我国进口奶油单价下行 .....	63
图表 124:	国内奶油龙头企业产能规划 .....	63
图表 125:	国内原奶价格持续下行 (元/KG) .....	63
图表 126:	龟甲万酱油等主业国际化历程 .....	64
图表 127:	全球餐饮市场规模 (亿美元) .....	65
图表 128:	国际市场的中式餐饮的市场规模 (十亿美元) .....	65
图表 129:	海底捞变脸表演输出中华 IP .....	66
图表 130:	对比星巴克, 我国茶饮品牌在东南亚出海空间很大 .....	66
图表 131:	海融科技境外业务稳健增长, 占比同样稳定 .....	66
图表 132:	特海国际近年快速增长 .....	67
图表 133:	颐海国际供应特海的规模及增长 .....	67
图表 134:	近三年海外营收, 增长及增量占比 (亿元, %) .....	68
图表 135:	海外持续招商、下沉 (家, 百元, %) .....	68
图表 136:	家联科技公司护城河 .....	69

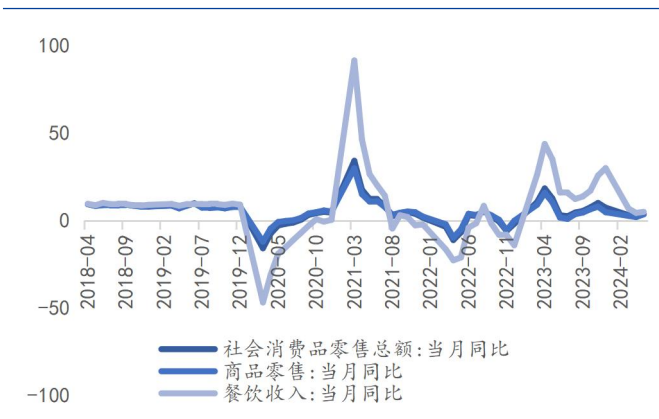


## 1 实事求是面对当前消费环境，追求升级中的性价比

### 1.1 整体看经济数据下的消费指标，逆光中有微光

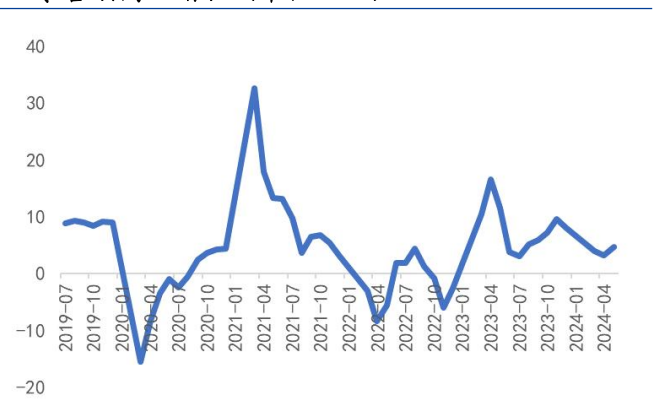
销售复苏趋势仍在继续，根据社零数据趋势，5月份社会消费品零售总额同比增速回升，主要受到“五一”假期效应、“618”网络购物节促销以及消费品以旧换新政策等因素带动，5月社零同比增速明显高于4月，我们认为销售复苏趋势仍在继续，服务增速仍高于实物，线上实物零售累计增速环比上升，电商渗透率环比继续提升。消费整体处于缓慢复苏的趋势中，但仍有结构性的机会。

图表 1：社零数据来看消费仍在复苏（单位：%）



来源：iFind，华福证券研究所

图表 2：社会消费品零售总额:除汽车以外的消费品零售额同比增长（单位：%）



来源：iFind，华福证券研究所

关于消费升级与降级的讨论一直在进行，我们在此前的原创理论《中国消费百年时钟》中，提及了当前我国正处于时钟第三阶段，即消费升级阶段，在经历了供不应求的物质匮乏时代、需求呈现出差异化的品牌化时代，消费者对品质的追求提高，故而出现了消费升级趋势。

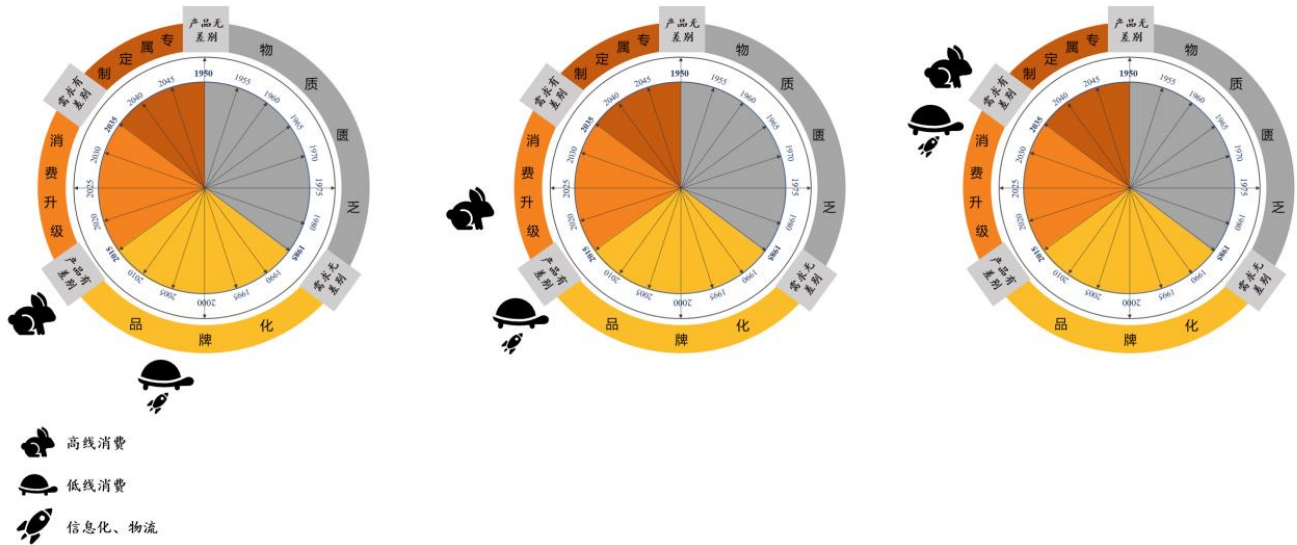
当前消费呈现出K型复苏趋势，按照收入和资产水平划分，我国高产和低产人群占比高，中产占比较低的社会结构，反应在消费结构上，则对应高端消费品的坚挺表现和低端消费品的性价比追求，即消费习惯的“K型分化”，在消费趋势的转变下，高端消费品对消费的顶层逻辑更具标杆作用，而消费者对“性价比”的追求引发了“消费升级”还是“消费降级”的探讨，即消费时钟是否会逆转。

### 1.2 当前仍处于消费时钟第三阶段，升级中找寻性价比

我们认为，首先对性价比的追求与对低价的追求存在差异，对高性价比的追求代表着消费者开始重视产品本身，愿意为更高的产品质量付出更多溢价，而非付出过多品牌溢价，造成这种现象的原因有二：（1）疫情期间形成的消费习惯及理念得以保留；（2）新消费人群的变化带来新的消费升级地带，原有的主流消费升级地带

不再延续。

图表 3：我国当前消费时钟在第三阶段，从左往右展现了不同线城市城市的发展节奏差异



来源：华福证券研究所

“性价比”不等于“低价”。性价比通常指的是商品或服务的性能与价格之间的比率。一个高性价比的商品或服务意味着它以较低的价格提供了相对较高的性能或质量。低价则是指商品或服务的价格低于市场平均水平或竞争对手的价格。我们认为，“性价比”是一个双维度概念，但在实际生活中，消费者开始追求“性价比”时，短期内对部分品类产品的“性”不易探查，而对价格的概念则非常直观，故笼统来说，短期部分消费者对“性价比”的追求容易偏离，误演变为对单一维度“价”的追求，演化为消费降级。

追求真正的性价比，在短期内，消费者可以通过减少对品牌的追求，回归产品本身，得到更具性价比的消费体验。如下图的价格 vs 品质矩阵所示，在市场均衡状态下，产品性能品质与价格应该是能够对应的，即只有低价低质的经济产品、价格与品质均普通的正常产品，以及高价高质的高端产品存在。但这里我们指的价格并非价格绝对值，而是较于同层次品牌的竞品的相对价格。因此，从消费者的角度看，短期内若想追求性价比，只有放弃一些对品牌的关注，愿意在品牌层次上降档，更多回归到产品本身的性能品质来，才有可能脱离市场均衡状态，达到物超所值和极致性价比状态。



图表 4：价格 vs 品质矩阵

性能 品质	高	极致性价比	物超所值	高端
	中	物超所值	正常 (Average)	价格过高
	低	经济	价格过高	毫无性价比
		低	中	高
		相较于同层次品牌的竞品的相对价格		

来源：华福证券研究所（灰色为市场均衡状态；绿色为低性价比；橙色为高性价比）

长期来看，随着市场竞争更加激烈，品牌价值被市场洗牌和重新定位后，品牌溢价作为产品价格的合理构成，价格与产品错配将无法实现。在此前的新消费浪潮下，出现了以高价为手段打造高端认知的产品。这些新消费品牌打造的网红产品（例如以钟薛高为代表的“雪糕刺客”）大多具有社交属性的附加价值，消费者购买时很多时候购买的不是商品本身，而是“体验感”与“新鲜感”。因此，这些产品即使在发展窗口期通过饱和式营销获得了消费者关注，价格与价值的绑定也不牢固。

消费是收入的函数，随着人均可支配收入增长出现放缓，消费者预算出现变化后，开始重新审视产品的性能品质、以及品牌溢价作为产品价格的合理性。根据《2023中国消费者洞察报告》，62.5%的消费者相较于前一年，在消费时会思考自己是否真的有购买需求；76.2%的消费者减少了冲动消费。我们认为，经过新消费浪潮的繁花锦簇，现阶段消费者更加冷静和理性，消费品牌的实际价值正在进行洗牌和重估，未来品牌溢价作为产品价格的构成会更加合理。在长期市场均衡的状态下，从理论层面上来说，相对价格与产品品质性能的错配不会实现，即消费者无法在包含合理的品牌溢价的同等价格下，享受超额的产品性能和品质，获得更高性价比的产品和服务。





图表 5: 消费者更加理性冷静



来源: Marketing 2023 中国消费者调研, 华福证券研究所

图表 6: 钟薛高在发展黄金窗口期持续通过营销强化附加价值



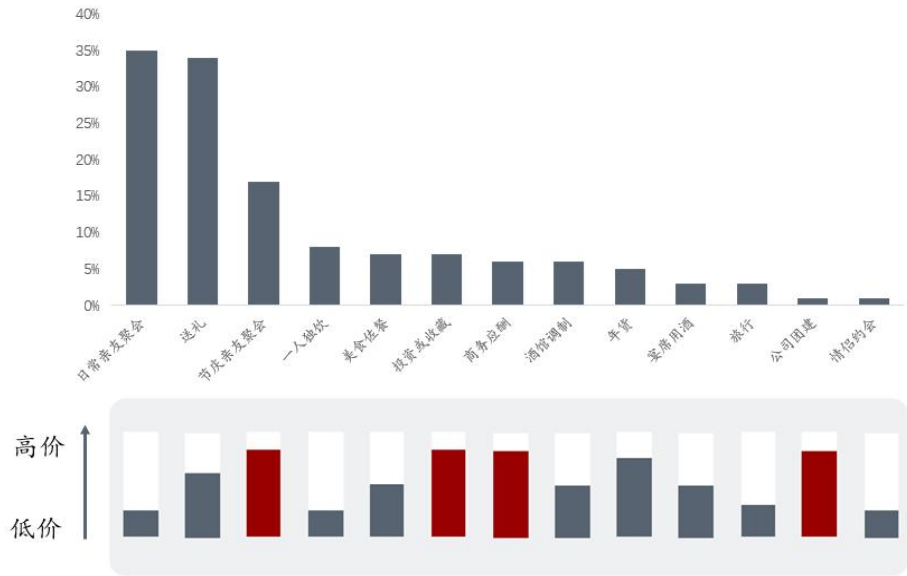
来源: SocialBeta, 华福证券研究所

性价比概念不可脱离消费场景和价格带竞争。在高端消费里，以白酒消费为例，高价格带白酒的主要消费场景主要以商务应酬、投资收藏、节庆亲友聚会、公司团建等场景为主，有较高的精神属性，导致消费者愿意为此类产品付出品牌溢价。即使由于预算变化，消费者加大了对性价比的追求，也不会出现跨价格带的升级和降级。

举例来说，23年汾酒势能较好，营收突破300亿元，成为行业中从200亿元迈入300亿元用时最短的企业之一，在多个白酒龙头净利润增速低于营收增速的背景下，汾酒净利润在两年间实现了近翻倍增长，青花系列销售占比达到46%，产品结构持续提升，次高端400-500元价格带的大单品青花20首破百亿。我们认为，汾酒在23年的逆势突破，一方面系此前公司在产品和渠道端的持续深耕，但同时也有在当前消费者性价比的追求中，其品牌价值得以进一步凸显的因素。汾酒作为80年代的白酒龙一，历史上曾大放光彩，消费者心智占领和KOL对品牌的认知基础较好。在五粮液、老窖营收占比最大的核心大单品均在千元价格带的时候，青20在400-500元价格带的性价比凸显。



图表 7: 白酒消费场景与对应价格水平



来源: 头豹, 华福证券研究所

图表 8: 白酒龙一更迭



来源: Wind, 华福证券研究所

对于大众消费来说, 以休闲食品为例, 由于其精神属性较低、多数品类准入壁垒低、产品同质化程度偏高等特征, 后疫情时代以来, 在消费需求疲软、同行同质化竞争、平台低价策略下, 主打低价、依靠线上电商和线下量贩零食店的渠道效率, 白牌实现了较好的增长。

举例来说, 在刚刚过去的 24 年 618 活动中, 在休闲零食店铺销售榜上, 2019 年创立的比比赞在天猫店铺中畅销的产品包括每包 0.29 元的干脆面、单颗 0.27 元的鹤鹑蛋等, 618 大促排名提升到第 2 位; 此外, 另一白牌每果时光也位列第十。参考价格 vs 品质矩阵, 我们认为, 由于休闲食品品质性能差异不大, 精神层面附加值相对较低, 且我国休闲食品行业起步晚、格局分散, 品牌之间的层次差距没有拉出足够差



距，故在消费者转向更加理性的过程中，渠道效率短期更能发挥效用。但白牌崛起，并不意味着品牌式微，而是品牌溢价过高的部分需要挤掉泡沫，更清晰透明进行价值表述，并长期通过在产品质量、研发能力、供应链把控、消费者互动沟通上深耕，打造长期的品牌力护城河。

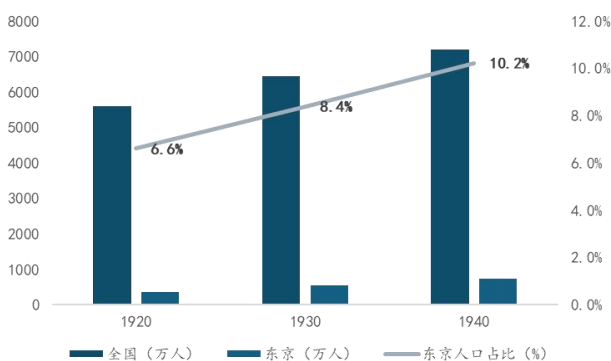
### 1.3 以邻为镜，放慢脚步倾听花开的声音

#### 1.3.1 全景扫描日本四次消费时代

日本作家三浦展根据日本近百年来时代特色，从社会现状，人口情况，价值观等维度定义消费，描绘时代特色，分割四次社会消费具象。其特征是：1912-1941年的个体消费时代，在向西方社会看齐，仅限于东京等大城市的少数中产阶级享受的消费；家庭消费时代（1945-1974）时年日本经济高速发展，社会大量生产商品，形成了以家庭为中心的消费，西式生活方式下沉到中小城市；个性消费时代（1975-2004）人无我有替人有我有成为新消费理念；理性化消费时代（2005年-2034）简约主义大行其道，更注重共享，精神追求。时间线拉长，AI、数字化越来越盛行的社会下，人在自己的私生活中更加喜欢真实或是自然的东西，第五次消费时代正在加速到来。

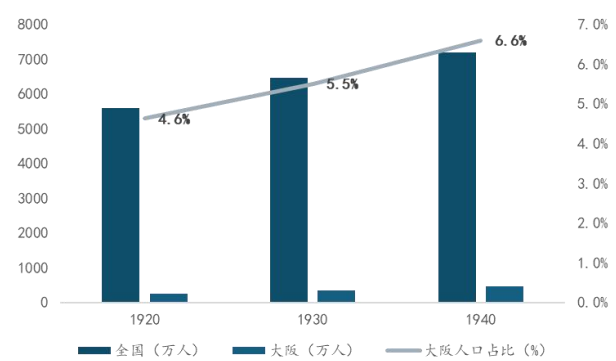
上个世界初期日本正处于战后繁荣时期，大城市人口增加促进城市地区消费增长，大资本力量得到了强化，很多人一夜“暴富”，东京、大阪等大城市为中心的中等阶级诞生，摩登都市文化涌现。

图表 9：1920-1940 年东京人口变化



来源：第四消费时代，华福证券研究所

图表 10：1920-1940 年大阪人口变化



来源：第四消费时代，华福证券研究所

人口增加带来消费可能性，以城市为中心，东京大阪中等阶级的享受时代。大正时代日本西化加深，从饮食到住行，整体消费环境开始融入西方属性。1921年森永治国开始发售奶粉，1922年《周刊朝日》及《Sunday 每日》创刊加速了西方文化，西方生活习惯向日本的渗透。1922年红瓦西式住宅成为东京博览会的焦点。1923年西化从饮食向住行渗透，整体西化背景下新消费元素已融入大正时代。到昭和时代

持续深化。西化全面融入现代化建设，1932年地铁三越前站开始运营，东京35区确立，钢筋水泥公寓开始建设。

图表 11：大正时代日本现代化建设充满西方元素



来源：联合报、朝日新闻、每日新闻、Postcard Museum、YAHOO、Tiger、东京地铁历史、东京独立图书馆、The Parkhouse、GO OUT、华福证券研究所

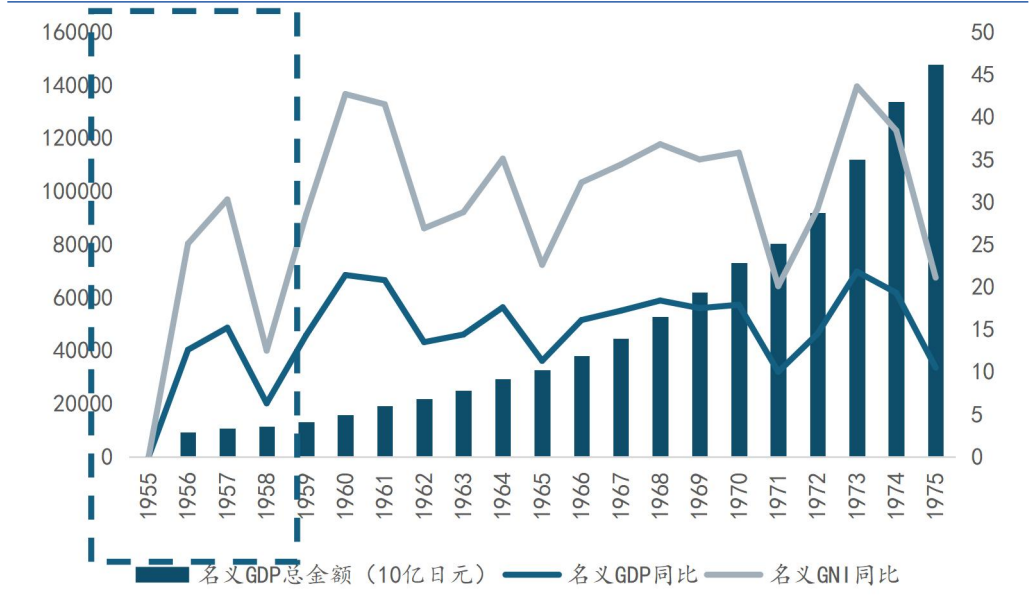
明治维新后，日本开始了快速的西化和现代化过程，大力推动工业化和军事现代化。人口开始从农村向城市迁移，随着城市化进程的加速，城市消费市场扩大。新兴的中产阶级及工人阶级开始形成，他们的消费需求推动了日用品、时尚服装及进口商品的消费。此外，明治政府的教育政策扩大了识字率，促进了报纸、书籍和教育用品的需求。

昭和时代经历了极端的经济波动，包括大萧条、战时经济以及战后高速增长。大萧条初期，消费显著下降，但到了战后，随着经济的快速恢复和增长，消费模式也发生了重大变化。战后的经济奇迹带来了人口的增长和城市化的继续，消费主义兴起，大量家庭购买了汽车、电视和其他耐用消费品。此外，高收入增加了对高质量生活的追求，旅游、外出就餐和休闲活动成为消费的重要部分。

池田内阁“收入倍增计划”大获成功，令人怀念的昭和三十年代。1955-1970年间日本名义GDP几乎每五年就会翻一番。20世纪五十年代后半期至20世纪六十年代后半期，日本年平均名义GDP保持10%以上的增速。人均收入增速伴随GDP增长在这一时期同样有不错的表现。



图表 12: 日本战后复苏经济增长提速



来源: 内阁府、华福证券研究所

日本第二消费社会被昭和时代全部覆盖, 此时日本全国人口已经突破一亿, 达到了近现代人口增长的峰值, 战后修复让西化有了更精确的到导向, 消费美式倾向风靡, 大的就是好的。

图表 13: 昭和时代日本人口突破一亿

公历 (年)	时代、年号	人口 (人)
1873	明治 6 年	3229 万
1890	明治 23 年	4131 万
1920	大正 9 年	5596 万
1950	昭和 25 年	8390 万
1975	昭和 50 年	1 亿 1194 万
1995	平成 7 年	1 亿 2557 万

来源: 从人口看日本历史、华福证券研究所

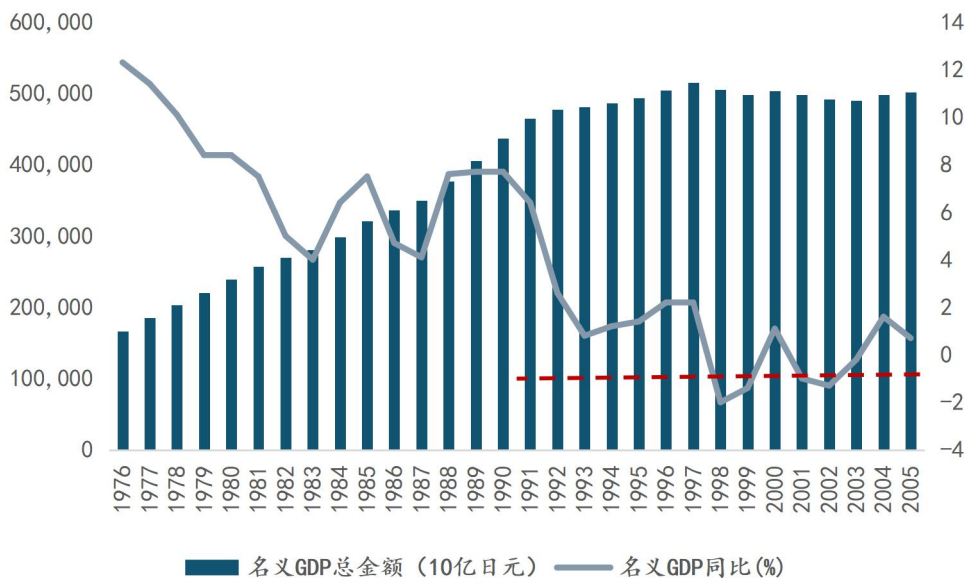
高速增长农业社会向工业社会发展, 日常生活也随着工业化发展发生了巨大的变化。城市人口急剧增加, 城乡人口比例从 1950 年得 6: 10 到 1965 年已经变成 21: 10。全国国道历程增加了七倍以上, 从 1950 年的不到 2000 公里到 1965 年已经增加至 16500 公里以上。自昭和三十年代始日本人的生活水平得到飞速提高, 1950-1965 年间装有冲水马桶的房屋从 11 万户增加值 143 万户; 卫生条件改善, 婴儿死亡率大幅降低至 18%; 私家车数量增加近 50 倍。

平成时代开始不久, 日本经历了“失去的十年”, 这是指 1990 年代初期日本资产价格泡沫破裂后的经济长期停滞状态。在此期间, 日本的经济增长缓慢, 企业和银



行面临巨大困难，日本社会结构发生变化，妇女进入劳动力市场，人口开始出现老龄化。2000年代中后期，日本经济开始缓慢复苏，但面临的挑战依然严峻。此时日本进入第三消费社会，社会背景下引导价值观从重视家庭向重视个人，消费开始有个性化、多样化、差别化，人口老龄化也催生健康化消费意识觉醒。

图表 14：1990 年日本资产价格泡沫破裂经济长期停滞



来源：内阁府、华福证券研究所

1975年“健康并且物质精神都丰富的生活”在《关于暇时代国民生活结构的调查研究》中排在第一位，其次是“自由发挥”换言之就是强调个性。此时婴儿潮一代已经成年，与出生于经济高速增长最中间时期的新人类一代，共同引领日本第三消费社会。这两个世代共同特点是物质主义倾向很强，换言之就是一买东西就感到幸福，被誉为天生的消费者。

从价格机制来看，1990年，日本的土地价格和股票价格开始下降。这就是所谓“泡沫经济”的崩溃。此后十多年，日本经济持续低迷。长期的衰退引发了通货紧缩，除此之外，各种放松管制和反垄断法也得到加强。结果，许多行业都出现了“价格破坏”。与此同时，海外的奢侈品牌商店和知名餐厅也纷纷在日本开业。低价格和高端偏好相结合的消费行为已经开始出现，人们在寻求低价的生活必需品的同时，慷慨地投资于符合自己生活方式价值观的产品和服务。


**图表 15：日本四大消费时代的时代特征**

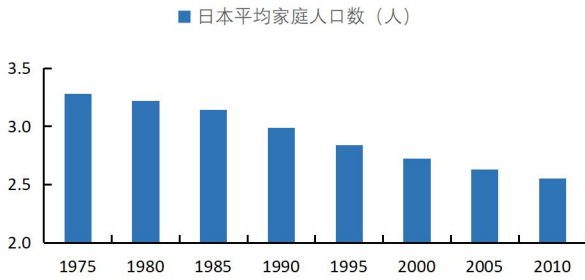
年号	公历	社会背景	消费	价值观
明治元年	1868	明治维新加速了日本现代化进程，是日本社会结构和文化认同的重塑	西化运动在服饰、建筑、教育等领域引入西方文化	
大正元年	1912	战后繁荣期（日俄战争胜利），大城市人口增加，东京、大阪中等阶级诞生	西化向大城市渗透，东京大阪中等阶级的享受时代，属于大城市的摩登都市文化涌现	National 消费属于私有主义，整体更重视国家
昭和元年	1926			
昭和20年	1945	经济奇迹（二战后池田内阁“收入倍增计划”大获成功），令人怀念的昭和三十年人口突破一亿，中产阶级化	家庭消费兴起西化向全国渗透，大量消费，美式倾向，大城市倾向	family 消费属于私有主义重视国家和社会
	1975	昭和后期到平成初期失去的十年（1990-2000），日本的经济增长缓慢，企业和银行面临巨大困难，日本社会结构发生变化，妇女进入劳动力市场，人口开始出现老龄化	欧式倾向，大城市倾向，品牌倾向消费向个性化、多样化、差别化、健康化	Individual 私有主义，重视个人
平成元年	1989			
	2005	人口减少消费市场缩小、经济长期不景气收入减少	日本本土倾向，朴素倾向去品牌化	Social 共享，重视社会
令和元年	2019			

来源：第四消费时代、华福证券研究所

### 1.3.2 镜鉴日本，同源不同命消费花开总有时

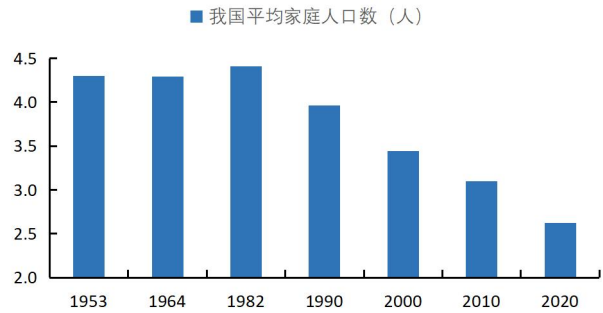
我国与日本饮食习惯、文化属性以及家庭小型化、人口结构、都市圈集中趋势等方面均较为相似，在发展趋势的趋同下，以日为鉴，分析日本消费时代变迁具有重要启示意义。中日共通性大：中日两国饮食差异较小，我国家庭结构、人口年龄结构均与日本历史发展趋势一致，同时高线城市人口密度、城镇化率和日本都市圈相似。日本 92 年后社会变迁：家庭规模缩小、人口老龄化加速、日本家庭可支配收入下滑。

图表 16: 日本小型家庭占比持续提升



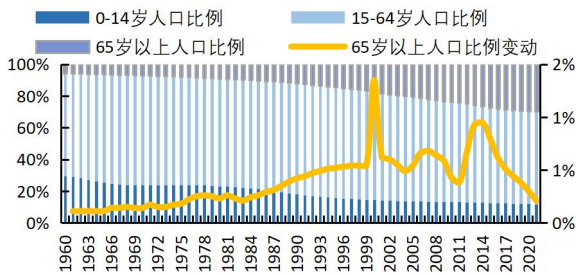
来源: 中国知网, 华福证券研究所

图表 17: 我国家庭逐步小型化



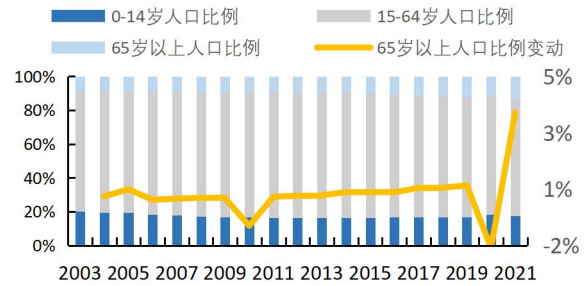
来源: 第一财经, 华福证券研究所

图表 18: 日本人口结构于 90 年代逐步开启老龄化



来源: ifind, 华福证券研究所

图表 19: 我国人口结构逐步步入老龄化



来源: Choice, 华福证券研究所

中日消费底层逻辑不同，内外需共驱向上空间大。日本工业技术发达，产业链地位整体处于全球价值链分配上游，向上空间小；我国经济处转型阵痛期，全球价值链分配链身位跃迁，刺激消费边际效益更大。定性看，我国未来消费空间与日本存在两点差异：

**I 内需机会之差。**日本泡沫破裂后人均 GDP、收入水平远高于我国当前，日本消费增长只有高端化向超高端化方向，发展困难重重；而我国人均收入水平不高，基尼系数大，近 7 成人口在三线下沉市场，基础需求升级空间大。

**II 出口机会之差。**日本各大细分赛道集中度高，大企业集中度提升空间小，因此只能依靠海外出口驱动。而我国寡头垄断细分消费赛道既可以出口，同时格局分散的赛道仍可挖掘国内市场，未来仍有巨大扩张潜力。

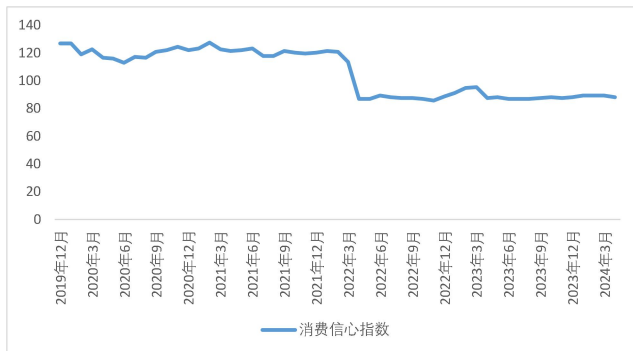
**信心提振，广义升级是社会发展的必然选择。**镜鉴日本，第三消费时代特色与我国目前发展现状有相似性，我国现阶段消费升级逻辑及大消费板块有提升机会。疫情突如其来，自 15 年开始的消费升级环境受到挑战，经济增速放缓，消费者信心指数下降，疫后储蓄情绪增强，流动性催化力度偏弱。但从广义升级概念来看，人





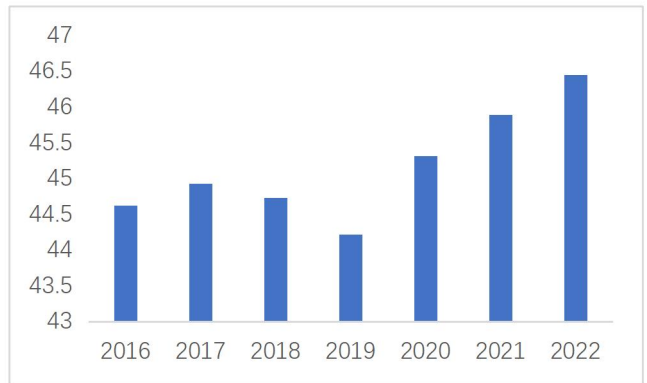
们对高品质、个性化、多元化的消费需求并没有发生本质的改变，短期市场面临的蛰伏更能拥抱长期高质量的消费升级。

图表 20：消费者信心指数



来源：东方财富网，华福证券研究所

图表 21：我国总储蓄率上升（%）



来源：CEIC，华福证券研究所

消费时钟第三阶段的后期是消费升级的深度演绎。经历过疫情消费新四化均有了新的属性。溢价消费主动性下面有了更多悦己、体验、理性的，甚至是精神层面的含义。我们强调消费升级不是线性的，而是一个渐进的过程，消费者从尝试性探索到理性体验伴随着消费价格的波动，这是消费升级的必然过程，疫情加速了这个过程，使得居民可以更好的审视这一阶段预算约束下的真实需求。

对于未来预期不确定的情况下，从收入角度来看，高收入人群悦己消费加强，由于高收入人群通常受益于经济刺激政策，且消费占支出的比例较低，因此对奢侈品和黄金珠宝等具有保值功能的商品的需求仍将保持强劲。其他收入人群更注重性价比及理性消费体验，对于普通消费者来说，一些需要提前制定预算如家居家电的购买行为可能会受到其预算和固定资产价格波动的影响，但通过提升产品的设计、功能和情感价值等方面，仍然可以吸引那些原本购买更贵品牌产品的消费者。对于一些非耐用品，考虑到它们在普通消费者总体收入中的比例较低，产品的口味、功能、外观和情感价值等方面的提升仍然使产品存在升级可能性。

我们从消费品赛道上能看到调味品的有机、零添加、少盐的品类扩张，泛健康类产品的发展潜力，理性体验的低度酒消费崛起，硬折扣和量贩零食的真实高质需求，老龄少子的宠物需求潜力，便捷化下预制菜的深度渗透等；此外技术发展再引导到消费深度跃升，数字化带来的新生活方式，商业机构，数字化模式积累下智能化在这一阶段也有了更大的发展平台。这一阶段消费市场精彩纷呈，这不是脱缰野马那样的随性，也不算是沉默羔羊那样的压抑，是大象的起舞，是真正的升级。



## 2 横看纵看，当前食品饮料的估值水位具备吸引力

### 2.1 全 A 比较来看，目前回落至安全区间，向下强支撑

行业自 2021 年以来持续调整，申万食品饮料指数今年以来跌幅 13.23%，在申万一级行业中排名 20/31，跑输沪深 300 约 14.66pcts。

图表 22：申万一级行业 2019 至今年涨跌幅

	2019	2020	2021	2022	2023	2024 至今
沪深 300	36.07%	27.21%	-5.20%	-21.63%	-11.38%	1.43%
银行	22.93%	-3.25%	-4.58%	-10.47%	-7.89%	15.53%
煤炭	10.89%	7.05%	39.60%	10.95%	4.12%	12.80%
公用事业	5.12%	0.98%	31.38%	-16.36%	-1.16%	10.54%
家用电器	56.99%	31.08%	-19.54%	-20.95%	3.77%	10.46%
石油石化	11.13%	6.72%	20.25%	-13.93%	4.32%	7.25%
交通运输	17.28%	0.24%	2.57%	-3.41%	-15.63%	3.24%
有色金属	24.27%	34.77%	40.47%	-20.31%	-8.70%	3.11%
通信	19.96%	-8.33%	3.05%	-15.60%	25.75%	3.03%
汽车	14.60%	45.85%	17.20%	-20.13%	3.29%	-2.25%
非银金融	45.51%	6.11%	-17.55%	-21.34%	-2.67%	-6.30%
建筑装饰	-2.12%	-7.92%	16.39%	-10.96%	-5.37%	-8.13%
电子	73.77%	36.05%	16.04%	-36.54%	7.25%	-9.15%
钢铁	-2.09%	4.90%	34.06%	-23.78%	-8.18%	-9.21%
基础化工	24.22%	34.98%	37.19%	-19.08%	-14.69%	-9.91%
国防军工	27.19%	57.98%	11.17%	-25.30%	-6.79%	-11.44%
建筑材料	51.03%	23.74%	4.46%	-26.13%	-22.64%	-11.70%
美容护理	26.31%	57.94%	0.13%	-6.74%	-32.03%	-12.09%
机械设备	23.92%	31.06%	14.83%	-20.74%	3.31%	-12.33%
农林牧渔	45.45%	18.29%	-4.93%	-11.43%	-13.13%	-12.55%
食品饮料	72.87%	84.97%	-6.01%	-15.12%	-14.94%	-13.23%
电力设备	24.37%	94.71%	47.86%	-25.43%	-26.19%	-13.95%
环保	0.50%	-1.48%	20.64%	-22.84%	-7.04%	-14.16%
纺织服饰	7.09%	-7.08%	3.39%	-14.66%	0.34%	-14.94%
房地产	22.75%	-10.85%	-11.89%	-11.17%	-26.39%	-17.83%
轻工制造	19.27%	15.76%	11.65%	-20.04%	-7.25%	-18.35%
医药生物	36.85%	51.10%	-5.73%	-20.34%	-7.05%	-18.82%
传媒	21.20%	7.86%	-0.47%	-26.07%	16.80%	-19.75%
社会服务	27.92%	99.38%	-10.27%	-2.23%	-22.01%	-22.51%
商贸零售	8.80%	-0.22%	-4.60%	-7.08%	-31.30%	-22.60%
计算机	48.04%	9.75%	1.37%	-25.47%	8.97%	-22.96%
综合	26.13%	13.05%	13.81%	10.57%	-12.23%	-32.46%

来源：iFind，华福证券研究所（统计截至 2024 年 6 月 24 日）

从估值角度看，行业 PE(TTM)已从 2021 年年初高点约 63x 调整至当前 21x 的低位。与全 A 其他一级行业对比，PE (TTM) 排名 18/31；预期 PE (2024) 18x，排名 8/31。板块估值持续调整的同时，风险已逐步释放充分。当前，行业估值分位仅为十



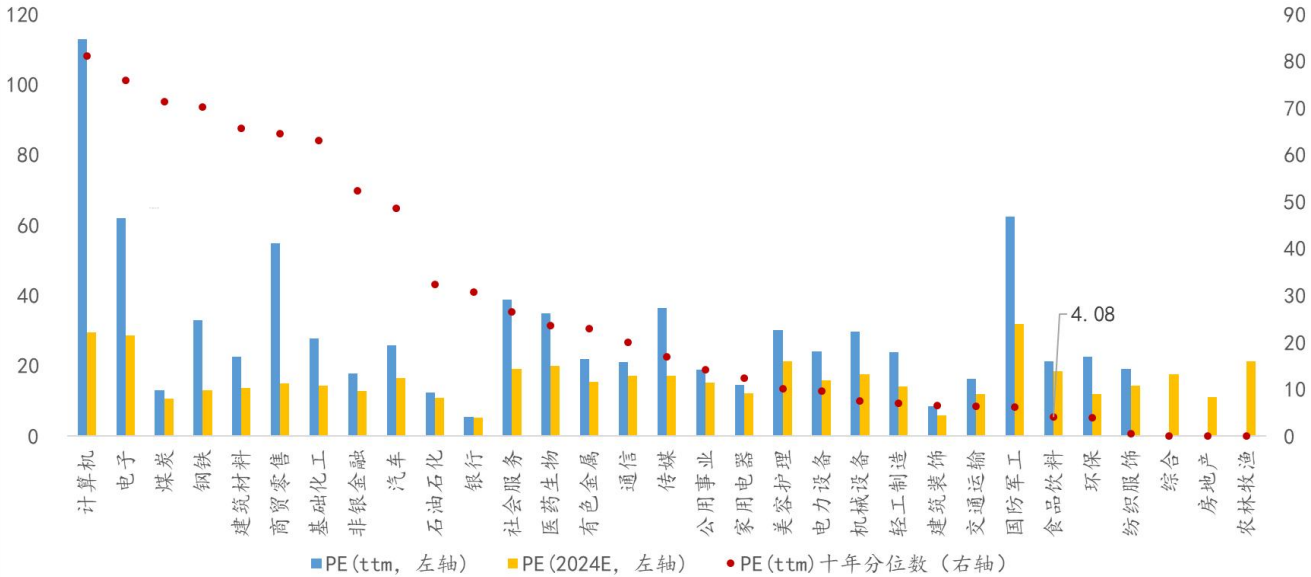
年以来的 4.08%，在 31 个一级行业中排名 26，持续下行风险较小，具备较强支撑力。

图表 23：申万食品饮料指数 10 年 PE Band



来源：iFind，华福证券研究所（统计截至 2024 年 6 月 24 日）

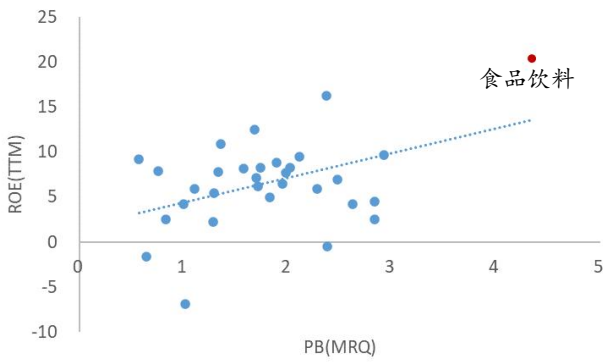
图表 24：申万一行业市盈率及十年历史分位数



来源：iFind，华福证券研究所（统计截至 2024 年 6 月 24 日）

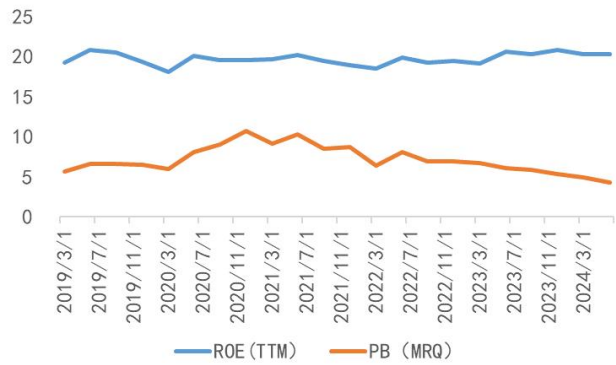
从 PB-ROE 角度来看，食品饮料行业依然具备全行业中最高的净资产收益率水平，且在 2021 年后 ROE 依然维持相对稳定水平；而市净率自 2021 年持续调整，从高点 10x 以上回落至目前 4.3x，PB 估值位于 10 年 19.1%分位。总体来说，食品饮料行业当前整体下行风险可控，经过两年以上时间消化调整，估值已经回落到安全区间。

图表 25: 申万一级行业 PB (倍) -ROE (%) 水平



来源: iFind, 华福证券研究所 (统计截至 2024 年 6 月 24 日)

图表 26: 食品饮料行业 2019 年以来 ROE (%), PB (倍) 变化

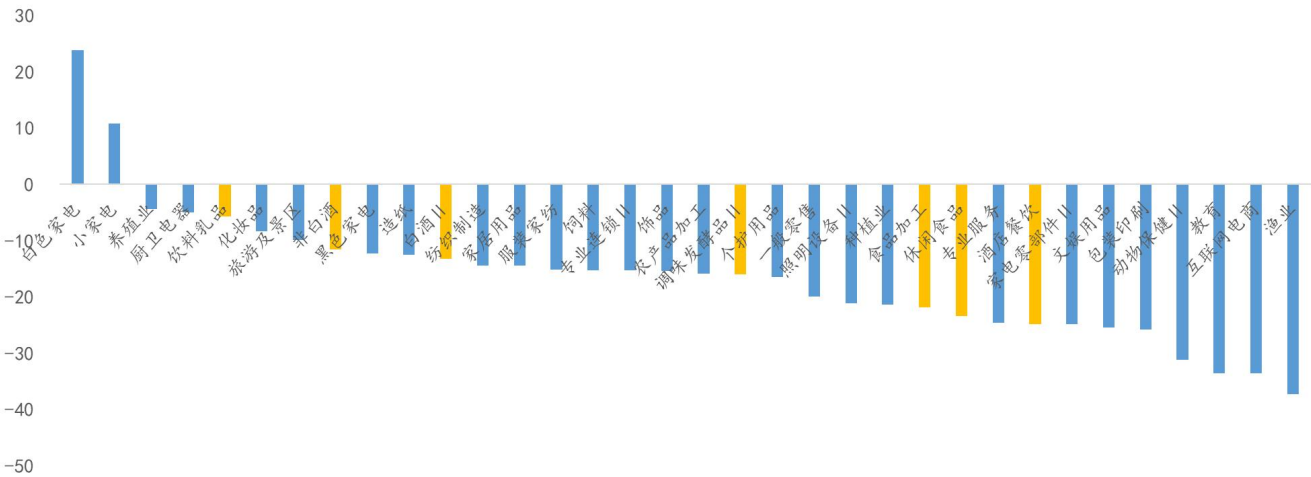


来源: iFind, 华福证券研究所 (统计截至 2024 年 6 月 24 日)

### 2.2 消费比较来看, 食品饮料具备较强吸引力

从消费行业整体来看, 34 个申万二级行业中, 年初至今仅有白电及小家电取得正收益; 食品饮料二级子行业中, 饮料乳品/非白酒/白酒/调味发酵品/食品加工/休闲食品跌幅分别为 5.65%/11.53%/13.17%/16.00%/21.77%/23.42%。与此同时, 从 PE 角度看, 食饮二级行业均已回落至十年估值分位的 20% 以内; 饮料乳品、休闲食品、非白酒、调味发酵品的 10 年估值分位均在 1% 以内, 处在极低估值水位。

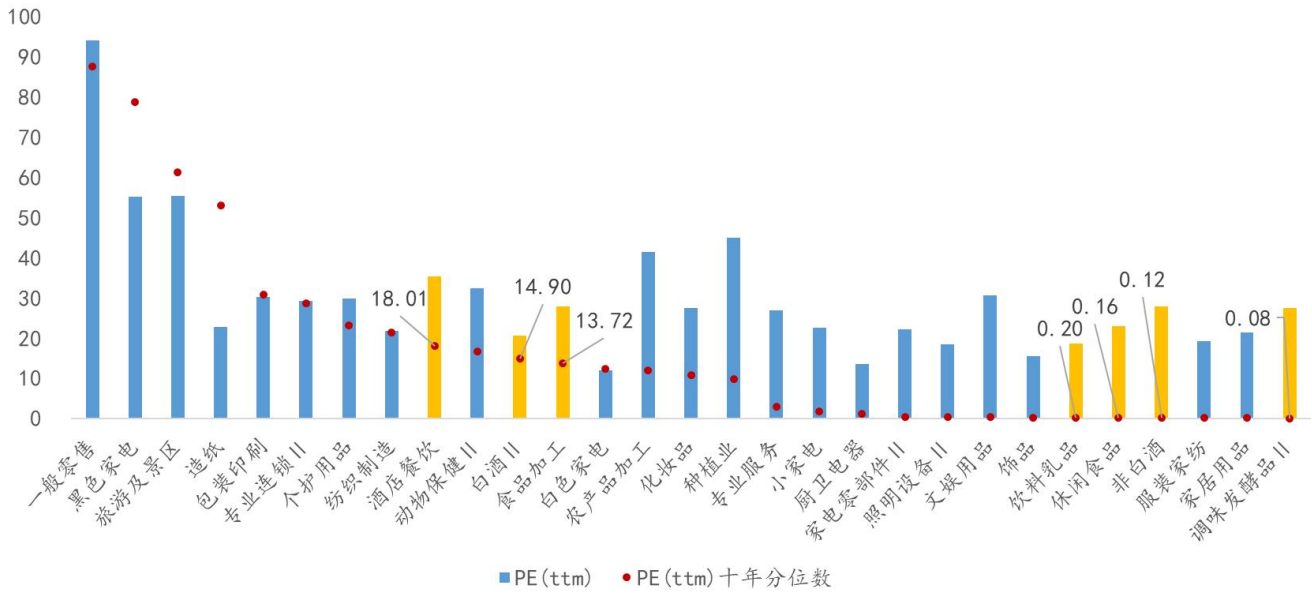
图表 27: 24 年初至今消费二级行业涨跌幅 (%)



来源: iFind, 华福证券研究所 (统计截至 2024 年 6 月 24 日)



图表 28: 申万二级消费行业市盈率(倍)及十年历史分位数(%)



来源: iFind, 华福证券研究所 (统计截至 2024 年 6 月 24 日)

复盘食品饮料细分行业年初至今表现, 软饮料 (+1.35%) 表现最好, 预加工食品 (-29.47%) 表现最差。其中, 白酒 (-13.17%) 受茅台批价波动影响, 板块估值回落; 预加工食品、调味品 (-16.00%)、烘焙食品 (-25.33%) 等受制于下游餐饮需求承压, 整体动销放缓。

图表 29: 申万食饮三级行业 2019 年至今年涨跌幅

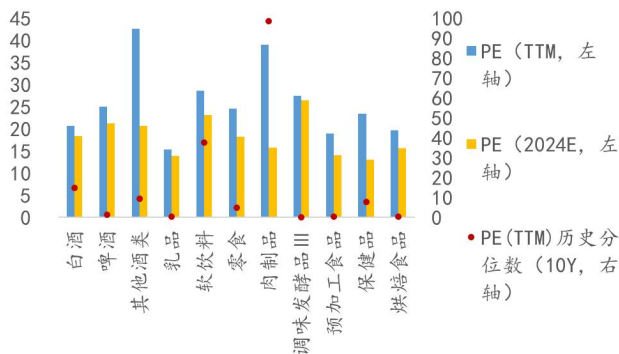
	2019	2020	2021	2022	2023	2024 至今
白酒	102.15%	96.43%	-2.58%	-15.37%	-11.68%	-13.17%
啤酒	38.30%	85.09%	8.53%	-0.41%	-31.71%	-2.76%
其他酒类	78.59%	197.32%	-5.01%	-5.78%	-20.93%	-23.96%
乳品	34.02%	43.95%	-6.26%	-23.73%	-15.76%	-7.34%
软饮料	0.48%	23.46%	14.86%	-17.71%	1.68%	1.35%
零食	50.85%	54.02%	-9.33%	-5.21%	-22.50%	-17.06%
肉制品	17.55%	42.32%	-26.33%	-12.83%	0.11%	-15.44%
调味发酵品	49.43%	106.97%	-30.54%	-12.30%	-30.19%	-16.00%
预加工食品	70.47%	151.36%	-9.92%	-6.61%	-29.34%	-29.47%
保健品	6.23%	51.79%	2.73%	-14.81%	-24.60%	-21.23%
烘焙食品	21.83%	20.38%	-14.25%	-13.60%	-28.54%	-25.33%

来源: iFind, 华福证券研究所 (统计截至 2024 年 6 月 24 日)

反观估值端, 除肉制品和软饮料外, 多数子行业已经处于历史低点: 调味发酵品、乳制品、预加工食品和烘焙食品的十年 PE 分位均在 0.3% 以内, 且从 PB-ROE 角度观察, 白酒、乳制品、烘焙食品、预加工食品也有低估表现, 板块吸引力和性价比凸显。

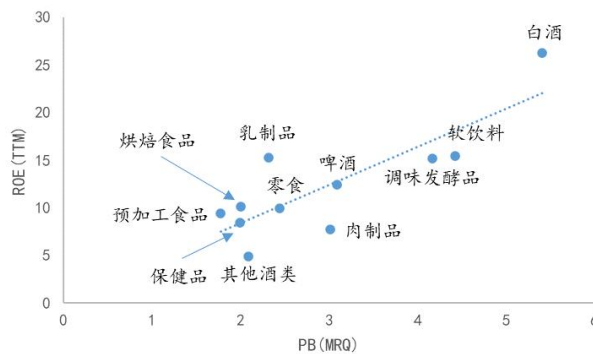


图表 30: 食品饮料三级行业市盈率(倍)及十年历史分位数(%)



来源: iFind, 华福证券研究所 (统计截至 2024 年 6 月 24 日)

图表 31: 食品饮料三级行业当前 PB(倍)-ROE(%)水平



来源: iFind, 华福证券研究所 (统计截至 2024 年 6 月 24 日)

### 3 成熟行业基本面有韧性，处于攻守兼备状态

食品饮料作为日常消费品，通常被认为是防御性行业，因为人们对食品和饮料的需求相对稳定，并不会随着经济波动而波动，其中，白酒、啤酒以及餐饮产业链相关的大众品经过多年发展，已成为相对成熟的细分行业，由于竞争态势相对稳定，各行业龙头企业已打造出稳固的市场基础和品牌知名度，因此能够更好地抵御经济波动，当前处于攻守兼备的状态。未来倘若经济重回高速增长，消费升级预计将进一步赋能这些行业规模扩张，若倘若经济维持稳定，这些企业也具备较强的基本面韧性。

#### 3.1 新视角看量价，白酒基本面、估值和供需的对立和统一

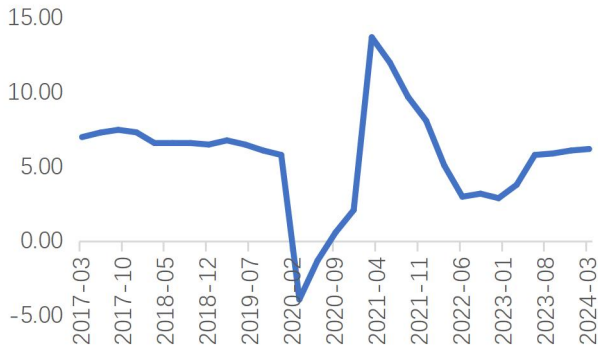
##### 3.1.1 消费降级影响行业价增量降的增长模式，中小酒企持续出清

从宏观层面看，供给端产需有序恢复带动企业预期。24Q1 社会消费品零售总额同比增长 4.1%，其中 5 月社会消费品零售总额同比增长 3.7%，增速较上月加快了 1.4 个百分点。受“618”活动提前开始影响，1-5 月实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 24.7%，较 1-4 月上升了 0.8 pct，但与去年同期（25.6%）相比下降了 0.9pct。消费是收入的函数，收入是就业的函数，就业是企业投资发展的函数。从根本上说，企业信心不足，则居民消费预期难以改善。从经济先行指标 PMI 来看，5 月制造业 PMI 指数较上月回落 0.9pct 至 49.5%，时隔两个月重返荣枯平衡线之下(3 月/4 月分别为 50.8%/50.4%)。在房地产行业持续调整背景下，宏观经济修复基础尚不牢固，稳增长政策有待进一步发力。

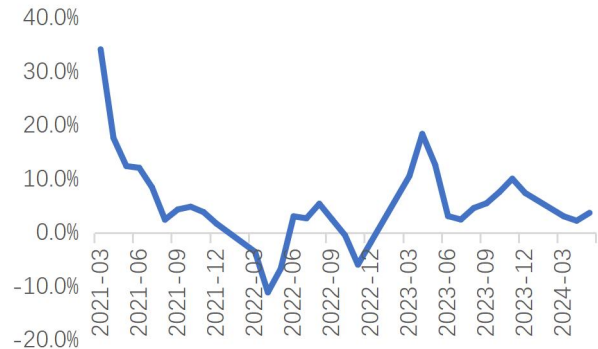
从需求层面看，人均可支配收入增速不断提升，带动白酒消费复苏。企业端的投资增长和发展不能一蹴而就，扩大内需将主要依靠消费，而消费增长则很大程度上依赖于居民可支配收入的增长。在疫情持续冲击下，民企吸纳就业的能力被削弱，



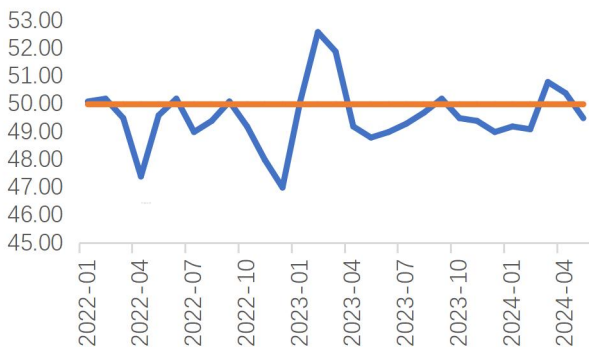
导致居民可支配收入增长放缓。疫情三年里居民可支配收入平均增长 4.3%，低于疫情前最低（2019 年）5.8% 的增长水平，而 2018 年之前增速在 6% 以上。今年 Q1 我国人均可支配收入同比增长 6.2%，增势向好，边际修复已在途中。

**图表 32：居民人均可支配收入同比（%）**


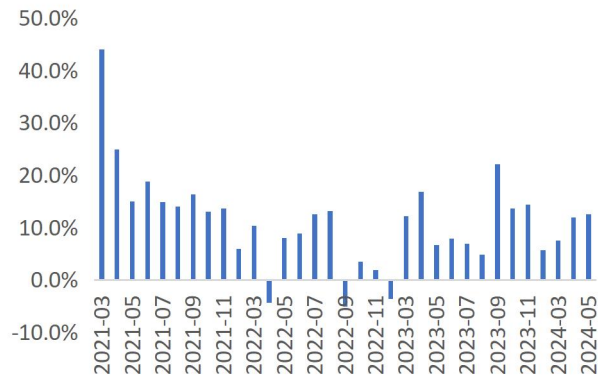
来源：Wind, 华福证券研究所

**图表 33：社会消费品零售总额同比**


来源：Wind, 华福证券研究所

**图表 34：制造业 PMI (%)**


来源：Wind, 华福证券研究所

**图表 35：烟酒类零售额**


来源：Wind, 华福证券研究所

从行业增长驱动力上看，现阶段行业增长面临一定压力，主要系在行业量减价增的大方向上，短期受到消费降级的影响所致。21 世纪以来，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 年全国白酒产量持续下滑，相对前期高点已经减少半数以上。而随着“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，23 年白酒行业完成销售收入 7563 亿元，同比增加 9.7%；实现利润总额 2328 亿元，同比增长 7.5%。目前行业供需两端均不存在结构性致变因子，尽管短期价增受到消费降级影响，但中长期随着经济修复仍有空间。

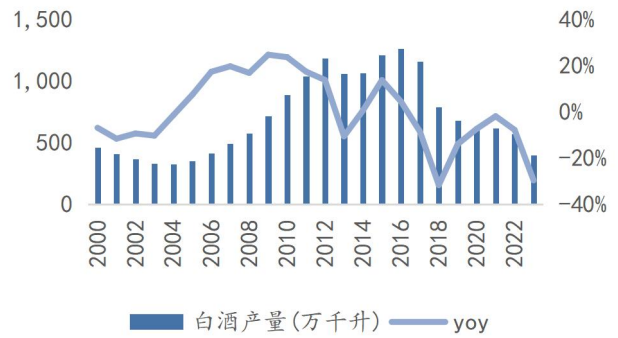


图表 36: 规上酒企营收规模及利润保持上行



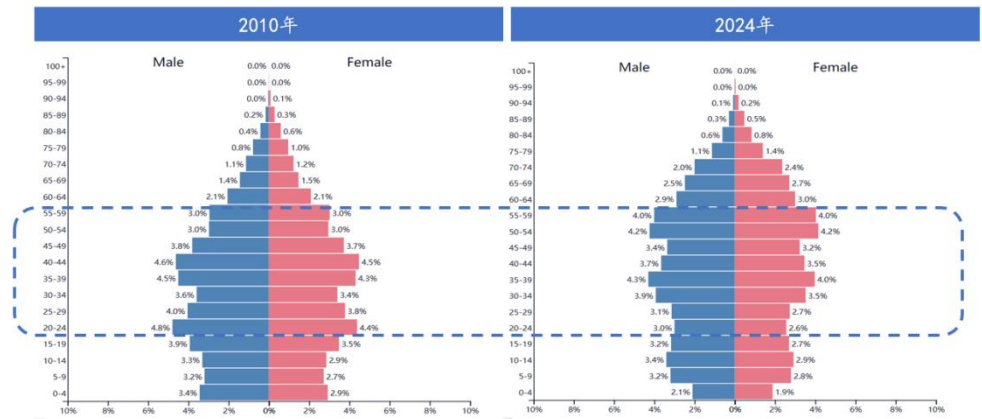
来源: 国家统计局, 前瞻产业研究院, 酒业内参, 酒类零售与连锁, 酒业家, 华福证券研究所

图表 37: 2016 年白酒产销量触顶回落



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 38: 白酒主力消费群体结构老龄化



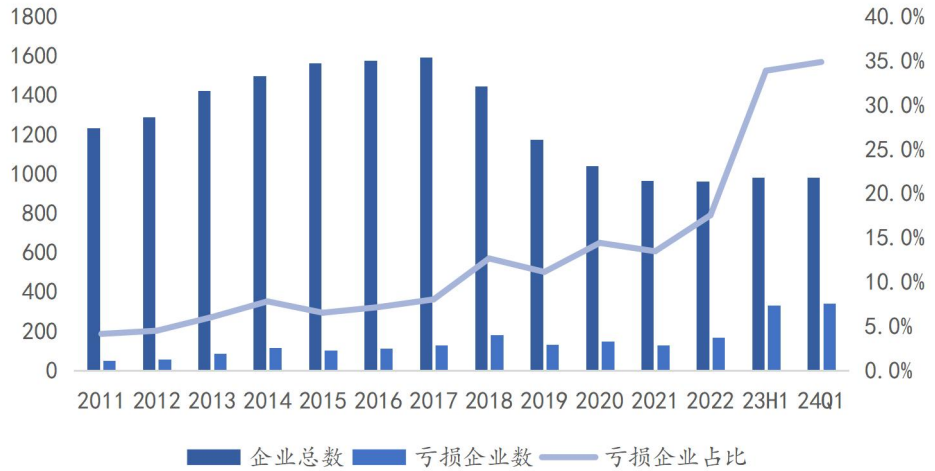
来源: Population Pyramid, 华福证券研究所

马太效应凸显, 库存与动销压力下, 行业加速分化。今年一季度, 全国规模以上白酒企业 981 家, 其中亏损企业 342 个, 企业亏损面为 34.9%, 比上年同期 (29.6%) 提高 5.3pct, 为 2011 年以来的峰值。白酒上市公司作为行业龙头, 疫情至今多数上市公司业绩相对稳健, 中小型酒企则加速出清。





图表 39: 今年 1-3 月, 白酒亏损企业占比创新高

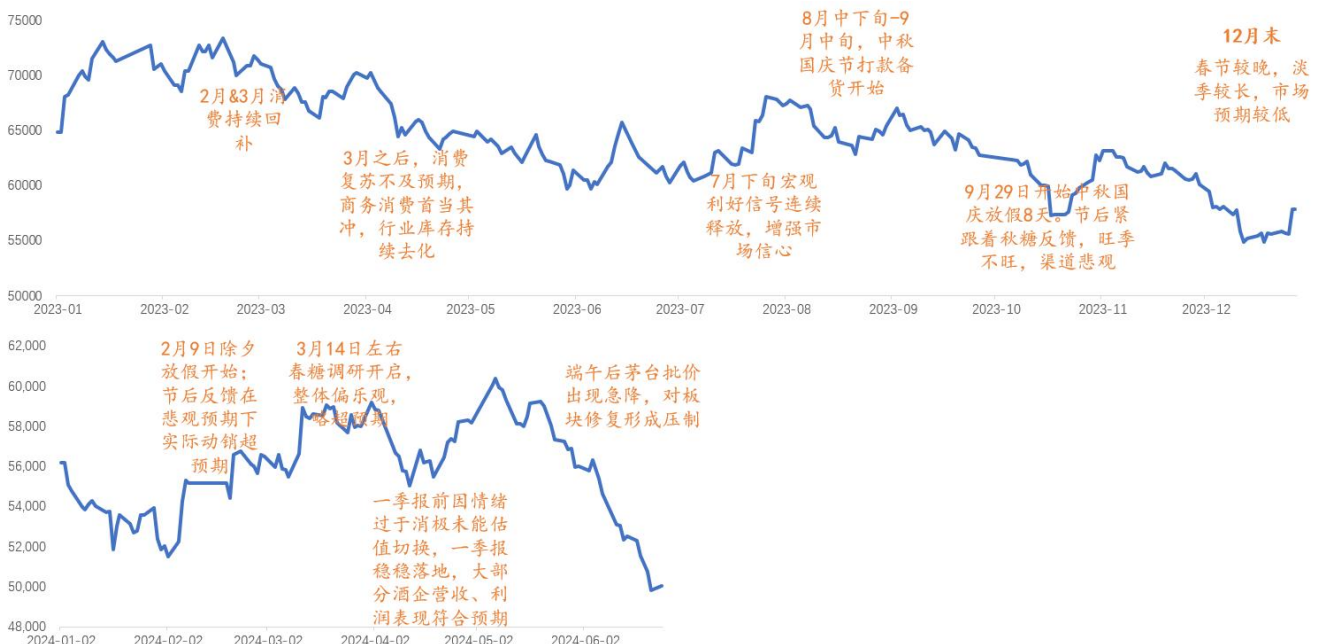


来源: Wind, 人民网, 中国酒业新闻网, 酒志网, 国家统计局, 新浪新闻, 《2019 中国酒业经济运行报告》, 华福证券研究所

### 3.1.2 基本面: 整体保持稳健, 茅台批价波动对板块修复形成压制

春节后板块震荡回升, 多数酒企开门红圆满完成成为全年打下基础。由于 24 年春节较晚, 叠加渠道端信心偏弱, 备货更为谨慎, 导致 23 年年底多数白酒开门红节奏略慢于往年, 板块年底估值切换亦未能顺利过度。2 月 9 日除夕放假, 节后反馈在悲观预期下实际动销超预期, 经销商积极性普遍得到提振, 节后出现修复行情。随后 3 月中旬春糖调研开启, 由于今年春糖会时间较早, 春糖反馈基本延续春节的乐观基调, 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。春节旺季驱动成长, 一季报稳稳落地, 大部分酒企营收、利润表现符合预期, 板块迎来震荡修复。

图表 40: 23 年白酒 SW 指数整体震荡调整, 24 年板块修复受茅台批价波动影响

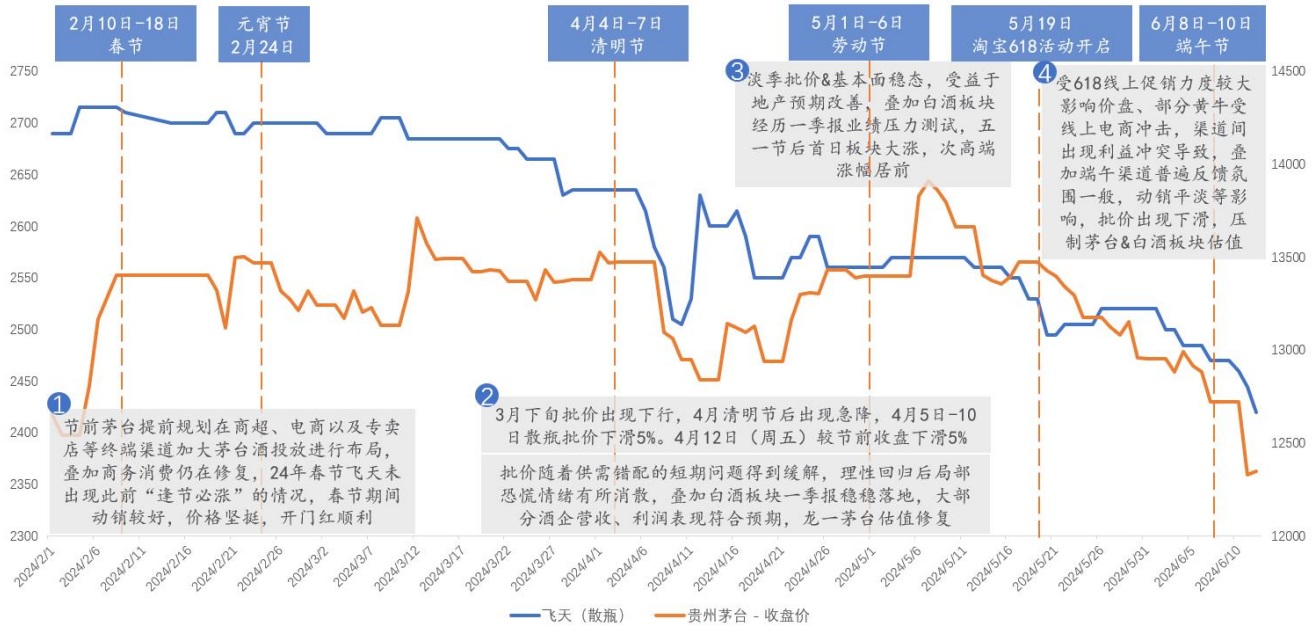


来源: Wind, 华福证券研究所



端午后，飞天批价出现急跌，对板块形成一定压制。我们认为，本次茅台批价波动的直接原因系618线上促销引发渠道之间利益纷争，但根本原因仍在于需求景气度不足。电商“百亿补贴”等活动虽并非新手段，但本次对飞天批价造成影响，系需求持续承压，叠加电商竞争生态恶化、加大价格竞争，渠道对中长期茅台渠道协同和后续改革思路不够明晰，紧张情绪放大加剧批价波动。

图表 41：2024 年 2 月至今飞天批价与茅台收盘价



来源：Wind，华福证券研究所

我们在专题报告《茅台批价波动复盘与思考启示》中对24年春节以来飞天批价、茅台基本面与股价变化进行了回顾，解析了今年批价出现急降的原因，并对前两年飞天历史批价波动进行了复盘和对比思考。

**从22年3月批价波动的经验看：**彼时上海、广东等地正逢疫情爆发，需求景气度、消费者信心也在承压期。从结果上看，“i茅台”宣布不直接销售普飞之后，茅台酒批价在22年3月28日立刻出现回升，说明当时批价波动很大程度是因为市场对短期后续供给端的经营思路不清楚，而不是出于长期担忧。我们认为，本次批价波动与前次在这一点上会有相似，即公司干预维护价盘、未来线上线下渠道间如何协同进一步明确后，批价大概率还是会出现一定反弹修复。

**从21年8月的经验看：**彼时飞天批价与股价出现负相关，批价高位波动，而股价下探。我们认为，无论价格走高还是走低，市场本质希望飞天批价在符合时代背景的节奏和基本面走势的前提下，在健康区间内波动。因此，无论是涨还是跌，批价数字上的边际变化并不影响公司的长期价值，当下对此轮波动每天批价的涨跌也不应该是关注的重点，核心仍将回归到基本面。此外，21年8月波动也正逢茅台换帅，此期间内由于市场对新领导战略不清楚，公司的举动易被放大解读，随着公司



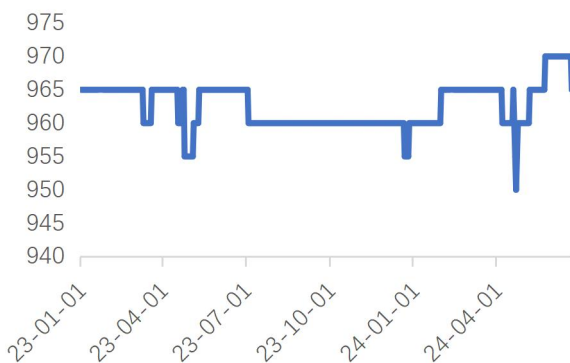
策略的逐步清晰，批价也慢慢回稳到理性区间。

在当期行业调整过程中，上游“放水”的酒厂理性克制，“接水”的下游需求边际变化不大，中间渠道“蓄水池”角色强化，叠加茅台渠道链条长、参与者众多，负面担忧容易产生更多大涟漪。预计受需求压力，叠加渠道利益冲突等因素影响，飞天中短期批价仍有一定压力，但不会出现持续性的断崖下滑。信息时代，周期的压缩一方面激化了市场参与的各方的情绪状态，导致短期内表现容易更加激烈，风吹草动更容易被过分解读并引起波澜，但同时信息对称也有助于公司协同各个渠道，实现软着陆。

此外，虽然茅台批价对板块短期走势产生了较大影响，但飞天外主要单品价盘表现稳定，其中，普五作为千元价格带乃至次高端的风向标，相较于飞天更能体现板块 beta。茅台由于身兼奢侈品等属性，产品溢价较高，已与其他白酒产品的价格拉开较大差距。而作为千元价格带领跑者，普五的批价则在白酒价格带上成为了“一夫当关，万夫莫开”的存在，对次高端产品在千元价格带的布局，以及次高端品牌核心产品的价格带天花板的打开有关键作用。当前，千元价格带主要产品的建议零售价普遍以普五为标杆进行对标，但批价上，与普五有相同或相近的建议零售价的大单品的实际批价普遍低于普五，批价的增长亦多跟从普五批价变化。

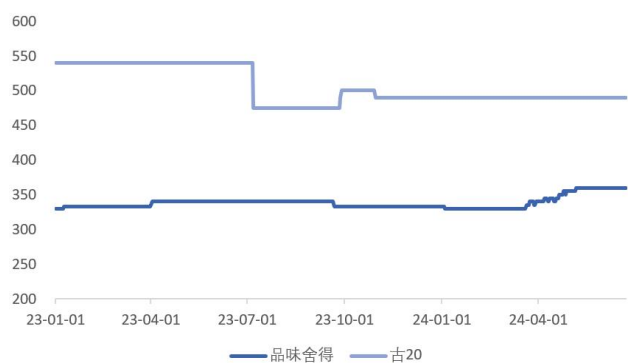
**Q2 进入白酒淡季，普五经营策略坚定，酒企淡季挺价普遍成效较好。**去年 12 月公司明确计划内的八代五粮液合同量缩减 20%，24 年 2 月 5 日起，第八代五粮液出厂价将由 969 元/瓶调整为 1019 元/瓶，公司层面 24 年量价策略明晰。今年五粮液新任营销负责人蒋总上任后，采用控量、严查窜货等措施，力度与决心均较大，并明确第一阶段目标批价为 970 元/瓶，节后开始普五批价开始提升，带动渠道信心。

图表 42：八代普五批价走势（元/瓶）



来源：Wind, 华福证券研究所

图表 43：部分次高端产品批价走势（元/瓶）



来源：Wind, 华福证券研究所

### 3.1.3 报表端：确认性仍强，开门红为全年奠基良好基础

从白酒上市公司 23 年目标完成情况及 24 年目标变化来看，多数酒企顺利完成 23 年的目标任务。披露目标但未能完成的公司 24 年下调了目标，此前市场担忧渠道



与报表端断层，目前看来渠道压力已在报表端体现。例如 23 年未完成目标的洋河，23 年营收目标增速 15%，实际完成 10%，24 年营收目标 5%-10%。此外，头部酒企 24 年增长目标与 23 年变化不大。说明 24 年存量市场中龙头保持增速不变，已经承压的中小酒企只会更加内卷。24 年多数酒企只披露了营收目标，而在披露营收和利润目标的酒企中，部分酒企自己已减轻利润增长诉求，例如今年古井的营收增速目标与去年基本一致，但利润增速目标出现下调；金徽 30 亿营收目标，利润 4 亿，利润增长规划相对不激进。

**图表 44：白酒上市公司 23 年目标完成情况与 24 年目标**

	23年目标	23年营收增速	23年利润增速	实际表现	24年目标
贵州茅台	全年营收15%的增长目标	18%	19%	完成	全年营收15%的增长目标
五粮液	营业总收入力争实现两位数增长	13%	13%	完成	营业总收入持续保持两位数稳健增长
泸州老窖	营业收入同比增长不低于15%	20%	28%	完成	24年公司的增长目标为营业收入同比增长不低于15%
山西汾酒	全年营收20%的增长目标	22%	29%	完成	2024年公司力争营业收入较上年增长20%左右。
舍得酒业	按照股权激励，营收目标+22%，利润15.7亿元	17%	5%	完成	按照股权激励，2024年营业收入不低于100.2亿元或归母净利润不低于20.5亿元
水井坊	主营业务收入和净利润均保持增长	6%	4%	完成	主营业务收入和净利润均保持增长
洋河股份	全年营收15%的增长目标	10%	7%	未完成	2024年公司力争营业收入同比增长5%-10%
今世缘	2023年经营目标为总营收100亿元左右，净利润31亿元左右	28%	25%	完成	2024年经营目标为总营收122亿元左右，净利润37亿元左右，同比分别增长20.8%/18.0%
古井贡酒	2023年计划实现营业收入201亿元，同比增长20.26%；计划实现利润总额60亿元，同比增长34.21%	21%	46%	完成	2024年计划实现营收244.50亿元，同+20.72%；利润总额79.50亿元，同+25.55%
迎驾贡酒	N/A	22%	34%	N/A	实现经营业绩双位数增长
伊力特	2023年6月股东大会修正目标，将2025年营收目标下调15亿元，从50亿元目标调整为35亿元，2023年25亿元营收目标不变	37%	105%	未完成	2024年公司营收目标28亿元，利润目标4.95亿元，较23年同比增长26%/46%
老白干酒	收入目标+11.11%	13%	-6%	完成	2024年公司目标营收57.8亿元（对应增速11.8%），营业成本控制在20.7亿元以内，费用不超过17.5亿元，营业税金及附加力争实现9.5亿元，营业总成本控制在47.7亿元以内。
金徽酒	力争2023年实现营业收入25.00亿元，同比增长24.27%；净利润4.00亿元，同比增长42.73%	27%	17%	收入目标完成	营收目标30亿元（同比+17.7%），利润目标4亿元（此前目标6亿元多次下调，24年维持4亿，利润增速诉求不激进）

来源：公司公告，华福证券研究所

**24Q1 板块整体营收/利润分别同增 15%/16%，整体而言表现稳健。与 23Q1 相比，24Q1 板块营收增速基本维持，利润增速下降。分价格带看，24Q1 营收增速徽酒>高端酒>其他区域龙头>板块整体>扩张型次高端>苏酒。与 23 年全年相比，徽酒依然保持强势领先的增长位置；高端酒增长稳健，其中茅台 24Q1 公司实现营业总收入 464.85 亿元，同比增长 18.04%；实现归母净利润 240.65 亿元，同比增长 15.73%，营收略超预期，24Q1 公司开门红圆满完成，为全年营收 15% 的增长目标奠定了良好开局，利润端税率影响，导致高端酒整体利润增速低于营收增速。其他区域龙头中，伊力特 24Q1 依然在改革前的模式下运营，改革红利尚未开始释放；扩张型次高端整体增速依然主要依靠山西汾酒带动，酒鬼 Q1 表现不及预期系于一季度内参甲辰版尚处于市场拓展阶段，未形成销量支撑，加之其它内参产品因控货、停货未形成规模**



收入，导致公司一季度高端产品收入及利润均同比有大幅度下滑，随着内参核心单品市场价盘逐步恢复，新品市场拓展有序推进，预计二季度内参产品将恢复正常销售节奏。舍得 23Q1 基数较高，预计二季度开始基数影响逐步减小后，营收逐季表现向上可期。苏酒洋河及今世缘整体和 23 年表现趋势相同，洋河增速放缓拉低苏酒整体增速，且 23 年苏酒营收增速大于利润的情况在 24Q1 持续未变。

图表 45: 白酒板块 24Q1 营收增速基本保持，利润增速同比下滑

	Q1 营收及利润变化													
	21Q1		22Q1				23Q1				24Q1			
	营收	利润	营收	营收增速	利润	利润增速	营收	营收增速	利润	利润增速	营收	营收增速	利润	利润增速
贵州茅台	280.65	139.54	331.87	18%	172.45	24%	393.79	19%	207.95	21%	464.85	18%	240.65	16%
五粮液	243.25	93.24	275.48	13%	108.23	16%	311.39	13%	125.42	16%	348.33	12%	140.45	12%
泸州老窖	50.04	21.67	63.12	26%	28.76	33%	76.10	21%	37.13	29%	91.88	21%	45.74	23%
山西汾酒	73.32	21.82	105.30	44%	37.10	70%	126.82	20%	48.19	30%	153.38	21%	62.62	30%
舍得酒业	10.28	3.02	18.84	83%	5.31	76%	20.21	7%	5.69	7%	21.05	4%	5.50	-3%
水井坊	12.40	4.19	14.15	14%	3.63	-14%	8.53	-40%	1.59	-56%	9.33	9%	1.86	17%
酒鬼酒	9.08	2.68	16.88	86%	5.21	94%	9.65	-43%	3.00	-42%	4.94	-49%	0.73	-76%
洋河股份	105.20	38.63	130.26	24%	49.85	29%	150.46	16%	57.66	16%	162.55	8%	60.55	5%
今世缘	23.97	8.05	29.88	25%	10.02	24%	38.03	27%	12.55	25%	46.71	23%	15.33	22%
古井贡酒	41.30	8.14	52.74	28%	10.99	35%	65.84	25%	15.70	43%	82.86	26%	20.66	32%
迎驾贡酒	11.48	3.69	15.76	37%	5.50	49%	19.16	22%	7.00	27%	23.25	21%	9.13	30%
口子窖	11.73	4.20	13.12	12%	4.85	16%	15.92	21%	5.36	10%	17.68	11%	5.89	10%
金种子酒	2.94	-0.49	3.45	17%	-0.13	-74%	4.32	25%	-0.41	-228%	4.19	-3%	0.18	-143%
伊力特	5.44	1.31	6.24	15%	1.08	-18%	7.40	19%	1.48	37%	8.31	12%	1.59	7%
老白干酒	7.54	0.56	9.08	20%	2.66	94%	10.03	10%	1.02	-62%	11.30	13%	1.36	33%
金徽酒	5.08	1.15	7.06	39%	1.65	43%	8.93	27%	1.82	10%	10.76	20%	2.21	22%
顺鑫农业	54.86	3.73	39.07	-29%	1.04	-72%	40.88	5%	3.28	-214%	40.57	-1%	4.51	37%
整体	948.56	355.15	1132.30	19%	448.21	26%	1307.46	15%	534.43	19%	1501.94	14.9%	618.97	16%
高端酒	573.93	254.45	670.47	17%	309.43	22%	781.28	17%	370.50	20%	905.06	15.8%	426.84	15%
次高端	105.08	31.71	155.17	48%	51.24	62%	165.21	6%	58.48	14%	188.71	14.2%	70.72	21%
苏酒	129.17	46.68	160.14	24%	59.88	28%	188.49	18%	70.21	17%	209.26	11.0%	75.88	8%
徽酒	67.46	15.55	85.06	26%	21.22	36%	105.24	24%	27.64	30%	127.98	21.0%	35.86	30%
其他区域龙头	18.07	3.03	22.38	24%	5.39	78%	26.36	18%	4.33	-2%	30.37	15.2%	5.16	19%

来源: iFind, 华福证券研究所

按照“季度营业收入+季度间预收账款变动”所体现出来的真实营收，受春节错期影响，23Q4 及 24Q1 酒企报表端营收与真实营收增速之间差距普遍较大。从 24Q1 单季度来看，五粮液、老窖、汾酒、洋河真实营收增速较高，分别为 40%/36%/41%/43%。

图表 46: 23Q4 及 24Q1 部分高端次高端及区域龙头真实营收测算

		23Q4		24Q1	
		营收增速	真实营收增速	营收增速	真实营收增速
600519.SH	贵州茅台	20%	26%	18%	16%
000858.SZ	五粮液	14%	-17%	12%	40%
000568.SZ	泸州老窖	9%	-5%	21%	36%
600809.SH	山西汾酒	27%	12%	21%	41%
600702.SH	舍得酒业	28%	35%	4%	-20%
000799.SZ	酒鬼酒	22%	6%	-49%	-51%
002304.SZ	洋河股份	-22%	-12%	23%	43%
603369.SH	今世缘	27%	40%	26%	10%
000596.SZ	古井贡酒	9%	360%	26%	9%

来源: iFind, 华福证券研究所

考虑到春节错期的影响，23Q4+24Q1 合并来看，A 股白酒上市公司营收/归母净利润分别同增 15%/17%。23Q4+24Q1 营收增速：其他区域龙头>次高端>徽酒>高端酒>板块整体>扩张型次高端>苏酒。其他区域龙头中，伊力特此前受疫情影响基数较小，23Q4+23Q1 增幅较大；次高端增长领先主要系汾酒强势增长叠加水井基数影响。苏酒落后主要系洋河 23Q4 控货去库存业绩下滑影响。


**图表 47: 23Q4+24Q1 合并来看, A 股白酒上市公司营收/归母净利润分别同增 15%/17%**

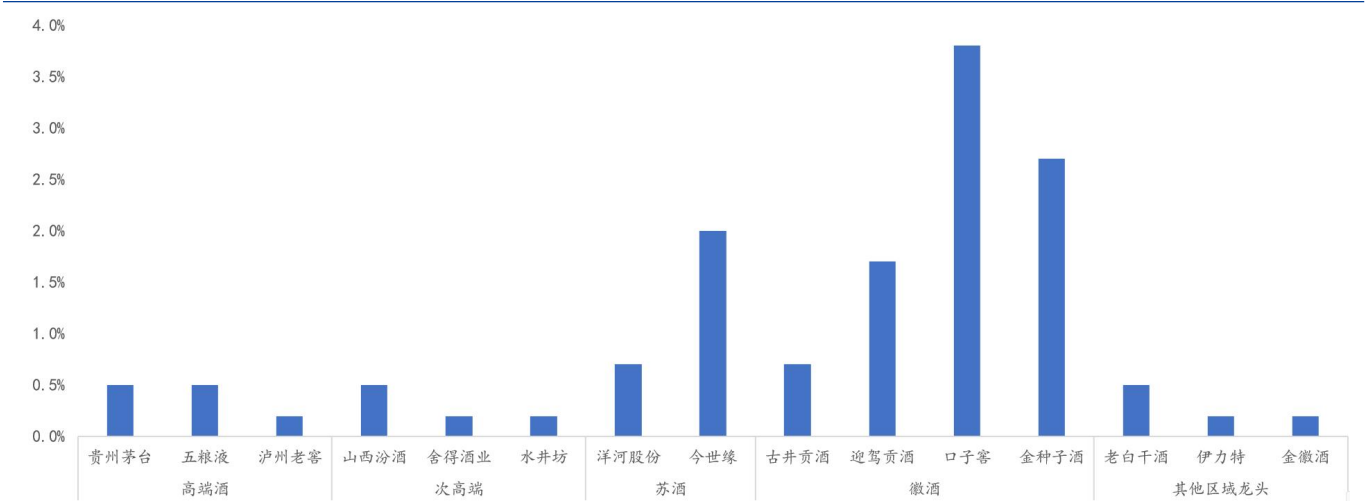
	营收			利润		
	22Q4+23Q1	23Q4+24Q1	增速	22Q4+23Q1	23Q4+24Q1	增速
贵州茅台	771.47	917.29	19%	391.12	459.23	17%
五粮液	493.28	555.69	13%	192.43	214.23	11%
泸州老窖	152.09	174.79	15%	58.61	72.54	24%
山西汾酒	167.52	205.22	23%	58.07	72.69	25%
舍得酒业	34.60	39.41	14%	10.55	10.26	-3%
水井坊	17.55	22.98	31%	3.20	4.33	35%
酒鬼酒	15.29	11.81	-23%	3.77	1.42	-62%
洋河股份	186.68	190.98	2%	60.72	58.68	-3%
今世缘	51.73	64.06	24%	16.76	20.33	21%
古井贡酒	105.33	125.87	20%	20.90	28.42	36%
迎驾贡酒	35.29	42.41	20%	12.02	15.46	29%
口子窖	29.65	32.84	11%	8.84	9.62	9%
金种子酒	8.04	8.16	2%	-0.93	0.30	-133%
伊力特	10.56	14.19	34%	1.74	2.70	55%
老白干酒	22.01	25.41	15%	2.77	3.84	39%
金徽酒	13.44	16.04	19%	2.48	2.77	12%
顺鑫农业	66.60	58.42	-12%	-3.73	4.47	-220%
<b>整体</b>	<b>2181.12</b>	<b>2505.58</b>	<b>15%</b>	<b>839.33</b>	<b>981.31</b>	<b>17%</b>
<b>高端酒</b>	<b>1416.84</b>	<b>1647.77</b>	<b>16%</b>	<b>642.16</b>	<b>746.00</b>	<b>16%</b>
<b>次高端</b>	<b>234.97</b>	<b>279.42</b>	<b>19%</b>	<b>75.59</b>	<b>88.71</b>	<b>17%</b>
<b>苏酒</b>	<b>238.41</b>	<b>255.04</b>	<b>7%</b>	<b>77.49</b>	<b>79.01</b>	<b>2%</b>
<b>徽酒</b>	<b>178.30</b>	<b>209.28</b>	<b>17%</b>	<b>40.84</b>	<b>53.81</b>	<b>32%</b>
<b>其他区域龙头</b>	<b>46.01</b>	<b>55.65</b>	<b>21%</b>	<b>6.99</b>	<b>9.31</b>	<b>33%</b>

来源: iFind, 华福证券研究所

### 3.1.4 估值端: 宏观压力抑制弹性, 但龙头韧性仍在, 估值安全垫较高

从短期视角看, 23 年白酒板块走低的核心很多部分在于想象中的疫后报复性消费及迅速修复未能如期发生。22 年 11 月开始, 我国疫情防控政策开始松动, 11 月 11 日国务院联防联控机制公布《进一步优化疫情防控的二十条措施》, 后疫情时代的即将开启为市场注入高预期。虽然 23Q2 开始板块震荡向下, 23 年年底白酒板块的估值切换亦未能如期推进, 但 23H2 下降幅度边际收窄, 24 年 2 月开始已在估值修复途中。截至 2024 年 6 月 25 日, 白酒板块估值已低于发布《优化疫情防控的二十条措施》的 11 月 11 日 (29.5X), 市场对后疫情时代的高预期带来的 PE 上行预期已调整完毕。从个股来看, 22 年 11 月 11 日至今 (2024 年 6 月 25 日), 白酒板块除酒鬼酒 (91%分位值) 以外, 其他低于 4%分位值, 其中主要高端酒、次高端、区域一线龙头均已跌至 1%分位值以下。

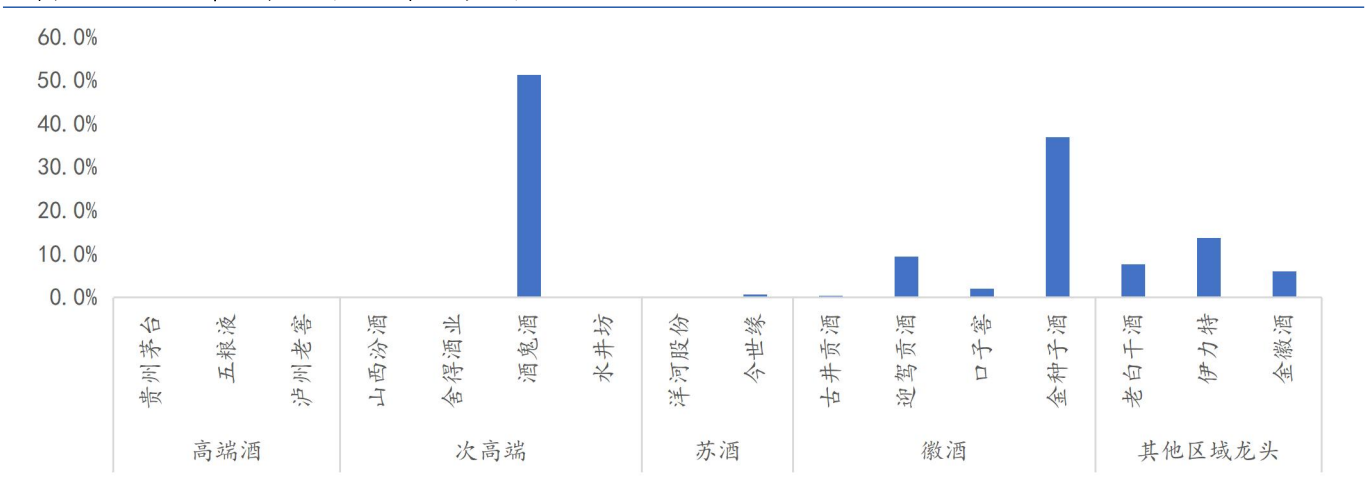
图表 48: 2022.11.10 至今白酒板块部分个股分位值



来源: Wind, 华福证券研究所

从长期视角看, 板块从 19 年开始的牛市估值溢价已基本回落, 估值已具较高性价比。18Q4 贵州茅台/五粮液/泸州老窖营收分别同增 34.1%/31.3%/21.8%, 高端酒业业绩表现较好, 叠加随后的 2019 年春节期间白酒消费氛围较好, 拉开新一轮白酒牛市序幕。虽然 20Q1 受疫情停工影响, 消费场景缺失, 导致白酒板块出现短期下调, 但随后由于我国疫情封控得当, 经济较海外势头较好, 消费者信心不减, 白酒消费韧性凸显, 多数酒企业绩迎来快速回补, 带动白酒新一轮牛市, 本轮牛市涨幅超前两轮, 2021 年白酒板块触达峰值 (最高获 63x 估值)。2020 年至今, 除了酒鬼以外, 其他高端、次高端、区域一线龙头估值均已跌至 1%分位值以下。

图表 49: 2020 年至今白酒板块个股分位值



来源: Wind, 华福证券研究所

考虑到目前板块估值水位较低, 龙头全年增长目标兑现确定性强, 建议加大关注, 短期建议围绕超跌和半年报确定性进行布局, 建议关注: 1) 此前受批价影响, 市场情绪过分悲观的贵州茅台; 2) 控货挺价效果良好且 Q2 低基数的五粮液; 3) 势能延续的山西汾酒。



## 3.2 啤酒结构升级边际放缓，但业绩置信度预计仍较高

高端化行至中局，空间仍广阔，但节奏有所放缓。当前几大啤酒厂商均已跑通高端化的盈利增长主线，而这一趋势从 2017 年前后就已形成供需合力，成为啤酒行业的盈利增长主线。

1) 供给侧：高端啤酒高毛利属性有助于打开厂商盈利天花板，更赋予了供给侧的强推力。高端产品高盈利能力使得供给侧啤酒厂有意愿推动高端化升级进程，在 18 年前后均制定了高端发展战略。

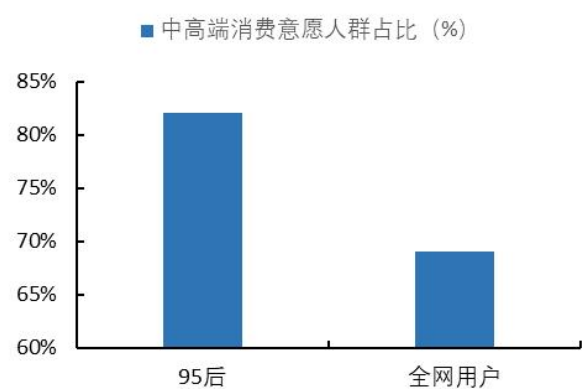
2) 需求侧：人口结构和消费习惯的转型使得啤酒行业以量驱动的增长逻辑不可持续，而近年来人均收入持续增长以及更高边际消费倾向的 95 后人群出现，为啤酒行业打开了价增空间。

图表 50：2017 年前后主要啤酒厂商均制定了高端发展战略

厂商	发展策略
青岛啤酒	18年黄克兴上任董事长，全面推进高端化；20年颁布的股权激励计划中考核目标为ROE及净利润。
华润啤酒	17年推出“3+3+3”战略，摆脱包袱发力高端，18年收购喜力品牌推行“4+4”高端产品矩阵
嘉士伯中国	17年推出“扬帆22”实现增长，22年推出“扬帆27”加速增长

来源：公司公告，公司官网，中国经济报，中国经济网，华福证券研究所

图表 51：95 后具备更高的高端消费倾向



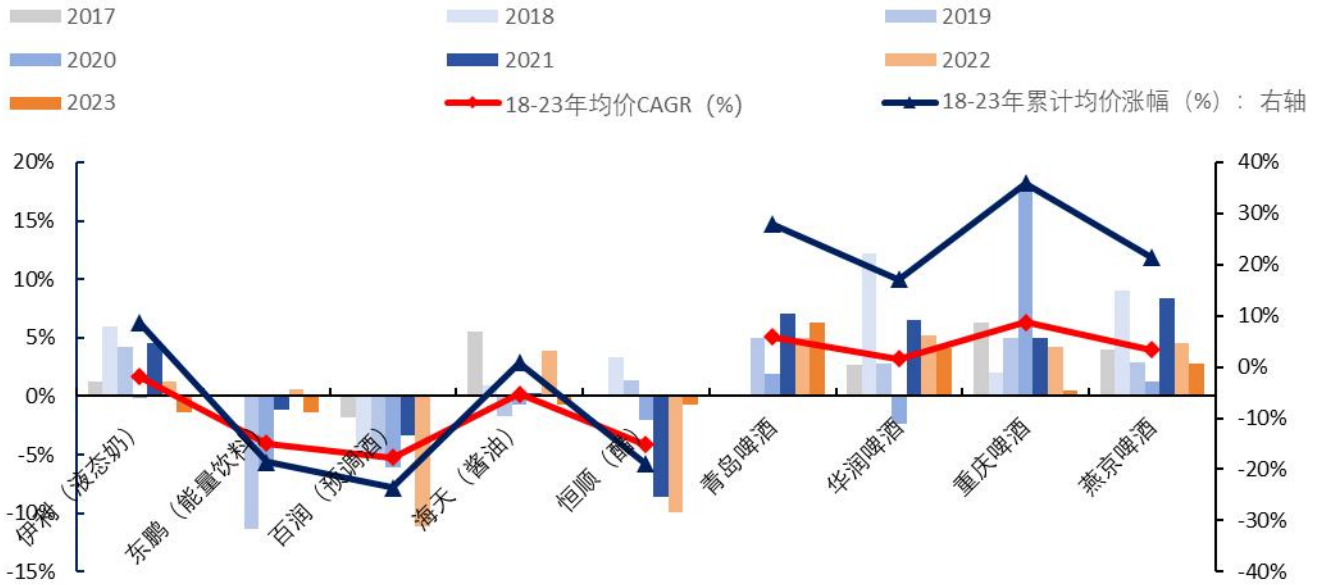
来源：《95 后人群消费行为调研》，创业邦，华福证券研究所

过去五年，啤酒企业出厂价格涨幅相比于其他细分子板块企业更为强劲。各啤酒厂商在 18-23 年间价增持续，甚至在 2022 年疫情期间仍保持了正向增长，高端化韧劲十足。同时，啤酒零售价格同样保持增长，亦在一定程度上说明了高端化趋势为需求侧所接受，并非供给端单方面推动





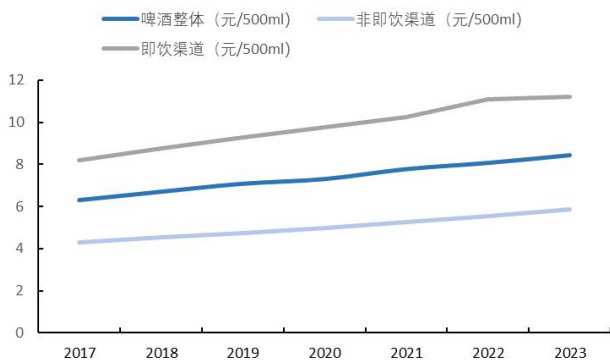
图表 52：啤酒过去几年吨酒价格涨幅较为明显



来源：公司公告，华福证券研究所

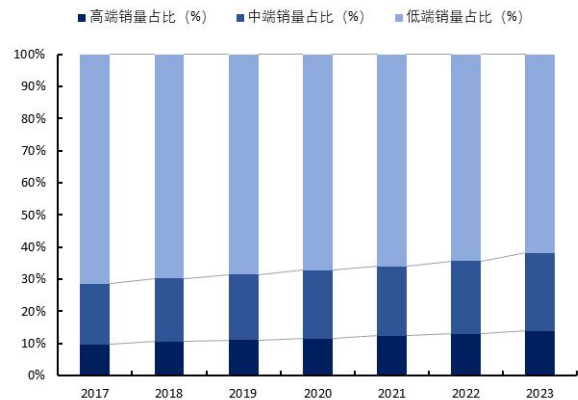
**啤酒价增仍具提升空间。**根据欧睿 2023 年数据，当前啤酒整体均价为 8.42 元/500ml，较高端化刚开始的 2018 年仅增加 1.7 元左右，且非即饮渠道啤酒零售均价仍处于 5.86 元左右的水平，对应产品为雪花清爽、青岛崂山、山城啤酒、哈尔滨冰纯等中端以下产品，结合我国目前高端档次啤酒销量占总销量比重仍处于 15% 以下，对比成熟市场美国 33% 以上的高端啤酒销量占比仍有较大发展空间。

图表 53：啤酒零售价逐年提升



来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 54：当前我国高端啤酒销量占比仍低于 15%



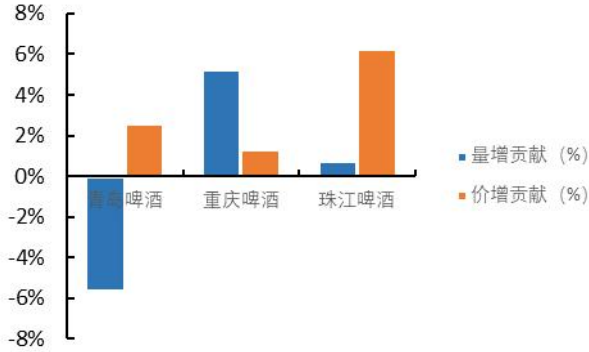
来源：Euromonitor，华福证券研究所

**外部环境扰动不改增长趋势，24Q1 增势延续。**市场担忧由于外部经济环境的影响，啤酒高端化或将难以推进，但我们认为由于啤酒的价格绝对值比较低，哪怕 6 元的中端档次啤酒涨价 17%，价格绝对值也仅提升 1 元，需求端对价格的敏感性相对较弱，高端化短期内由供给侧推动仍可持续。同时，当前健康饮酒的消费心理已逐步普及，“少喝酒，喝好酒”的消费偏好预计也将促进高端啤酒的进一步增长，持续推动啤酒的结构升级。2024 年第一季度，青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒销量分别



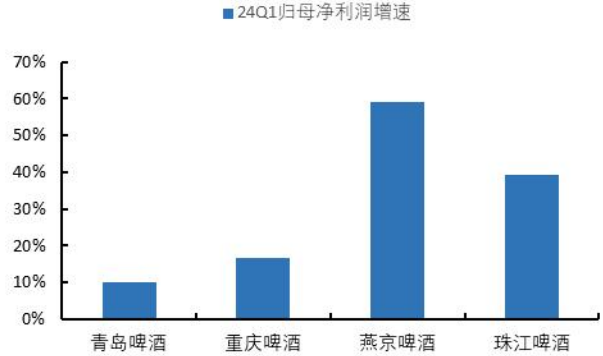
同比-5.64%/+5.25%/+0.76%，虽然由于各个厂商主要市场不同有所波动，但吨酒价格均实现了正增长，分别为+2.58%/+1.28%/+6.24%，虽然伴随着高端化行至中局吨价增速边际放缓，但考虑到行业结构仍有较大的升级空间，低档仍占据较大比重，预计该增速仍将持续，高端化发展逻辑并没有扭转。

图表 55: 24Q1 各厂商吨价保持较高增长



来源：公司公告，华福证券研究所

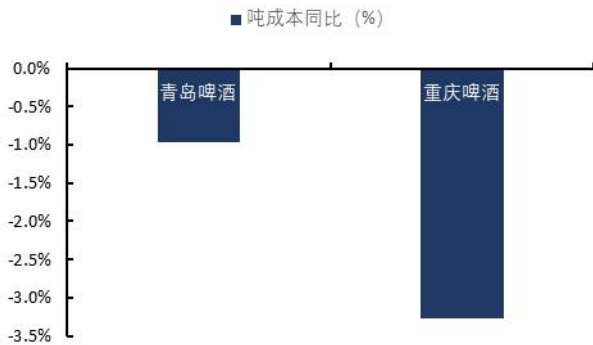
图表 56: 24Q1 利润增势延续



来源：公司公告，华福证券研究所

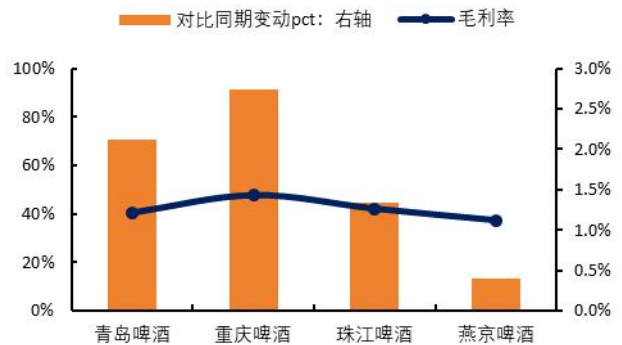
**成本侧弹性初步兑现，全年盈利增长有支撑。**根据此前报告的推演，取消大麦反倾销政策后，大麦采购成本下降预计可以提升啤酒厂商毛利率 1pct 以上。根据一季报，当前部分厂商已实现了吨成本的同比改善，毛利率在成本侧改善和高端化的推进下延续增长态势，盈利弹性持续释放。

图表 57: 24Q1 青啤企业吨酒成本下滑显著



来源：公司公告，华福证券研究所

图表 58: 对比同期，24Q1 毛利率



来源：公司公告，华福证券研究所

图表 59：啤酒公司利润率、毛销差均有改善

名称	毛利率								
	22Q4	22年	23Q4	对比同期	23年	对比同期	23Q1	24Q1	对比同期
青岛啤酒	25.25%	36.85%	27.47%	2.22%	38.66%	1.81%	38.32%	40.44%	2.12%
重庆啤酒	55.59%	50.48%	48.79%	-6.79%	49.15%	-1.33%	45.16%	47.90%	2.74%
燕京啤酒	4.21%	37.44%	-6.57%	-10.79%	37.63%	0.19%	36.78%	37.18%	0.40%
珠江啤酒	35.14%	42.44%	27.70%	-7.44%	42.82%	0.38%	40.79%	42.13%	1.35%
销售费用率									
青岛啤酒	31.86%	13.05%	41.42%	9.55%	13.87%	0.82%	13.84%	12.83%	-1.02%
重庆啤酒	28.22%	16.57%	33.10%	4.88%	17.10%	0.53%	12.95%	13.13%	0.18%
燕京啤酒	7.28%	12.37%	-0.58%	-7.86%	11.08%	-1.29%	12.49%	11.93%	-0.57%
珠江啤酒	21.92%	14.97%	23.43%	1.51%	15.20%	0.23%	15.36%	16.62%	1.27%
毛销差									
青岛啤酒	-6.61%	23.79%	-13.94%	-7.33%	24.79%	0.99%	24.47%	27.62%	3.14%
重庆啤酒	27.37%	33.91%	15.70%	-11.67%	32.05%	-1.86%	32.21%	34.77%	2.56%
燕京啤酒	-3.06%	25.06%	-5.99%	-2.93%	26.55%	1.48%	24.29%	25.26%	0.97%
珠江啤酒	13.22%	27.47%	4.27%	-8.96%	27.62%	0.16%	25.43%	25.51%	0.08%
管理费用率									
青岛啤酒	12.54%	4.58%	16.73%	4.19%	4.48%	-0.10%	2.99%	3.40%	0.41%
重庆啤酒	6.65%	3.81%	7.10%	0.45%	3.34%	-0.47%	3.11%	3.13%	0.02%
燕京啤酒	5.97%	10.70%	13.39%	7.43%	11.40%	0.70%	11.97%	11.76%	-0.21%
珠江啤酒	11.13%	6.90%	12.56%	1.43%	7.43%	0.53%	8.42%	8.03%	-0.39%
研发费用率									
青岛啤酒	1.07%	0.20%	2.21%	1.14%	0.30%	0.10%	0.10%	0.18%	0.08%
重庆啤酒	1.28%	0.79%	0.72%	-0.55%	0.18%	-0.61%	0.04%	0.11%	0.07%
燕京啤酒	-3.13%	1.79%	-4.50%	-1.38%	1.73%	-0.06%	1.97%	1.90%	-0.06%
珠江啤酒	3.76%	3.37%	2.81%	-0.95%	2.81%	-0.56%	3.39%	3.05%	-0.34%
净利率									
青岛啤酒	-18.33%	11.83%	-21.99%	-3.66%	12.81%	0.99%	13.76%	15.99%	2.23%
重庆啤酒	10.01%	18.43%	0.15%	-9.86%	18.30%	-0.12%	19.34%	20.94%	1.60%
燕京啤酒	-14.20%	4.16%	-16.75%	-2.55%	6.01%	1.86%	2.55%	3.61%	1.06%
珠江啤酒	3.07%	12.29%	-2.12%	-5.19%	11.97%	-0.32%	8.87%	11.37%	2.50%

来源：ifind, 华福证券研究所

我们认为后续仍可关注两大主线：

1) 自由市场的消费趋势演变：自由市场指的是尚未有厂商占据主导地位的区域，如广东地区，在没有供给侧能够提供主导力量的情况下，啤酒主流价格带的变化将取决于经济环境的影响，而啤酒消费人群不变，倘若出现消费降级，对应的是渠道降级，即高端夜场、高端餐饮容量萎缩，中低端餐饮渠道销量扩容，我们认为应关注该类市场中在高端以下价格带具备优势的厂商，主要系其或将享受自身优势渠道在当前经济环境下的被动扩容。

2) 优势市场中主流价格带较低的厂商：由于啤酒厂商在优势市场可以通过买店等方式决定终端售卖的啤酒产品档次，进而主导市场内的主流价格带，因此我们认为基地市场的结构升级为厂商能够把握住的确定性高端化空间，需要关注基地市场

具备较低起点、较大容量可以进行结构升级的厂商。

**重点关注：**高端化核心标的青岛啤酒（港股青岛啤酒股份 ROE/PB 更高）、提效改革叠加大单品逻辑的燕京啤酒，建议关注机构持仓较低的珠江啤酒、分红率稳定且 ROE/PB 较高的重庆啤酒。

### 3.3 餐饮全链阶段性承压，连锁化趋势仍为未来看点

**餐饮行业整体分化承压，一线城市承压明显。**国家统计局数据显示，今年1-4月，全国餐饮收入17360亿元，增长9.3%。以2023年全国GDP排名前9的重点城市表现来看，在期间北京整体餐饮收入422.2亿元，同比下降2.3%。其中4月北京餐饮收入为104.19亿元，同比降幅达到了8.9%；上海餐饮情况类似，整体住宿和餐饮业实现零售额490.26亿元，下降2.5%；同时广州、深圳地区的1-4月的餐饮收入增速分别为4.1%和0.7%，低于全国9.3%增速，可以看出一线城市餐饮行业承压较为明显。

**经营下沉加深，性价比是主线。**在当今经营趋势下，高端餐饮首当其冲，部分高端餐饮门店都进行了经营调整，在闭店停业或下沉经营进行艰难的选择。同时下沉餐饮的盛行充分体现性价比餐饮的大趋势，“地摊经济”、“夜市经济”以及小吃街等在上半年火爆出圈，部分商场通过提升餐饮品类占比来增加利润。价格战作为消费者对于性价比追求的体现，也在部分城市被充分演绎。例如呷哺呷哺、九毛九旗下的怂火锅都于上半年不同程度降低了菜品或套餐的价格。根据麦肯锡预测，到2030年国内超过66%的个人消费增长将来自下沉市场，我们认为餐饮企业对于性价比的考量将会是后续行业竞争的主线。

图表 60：部分餐饮品牌性价比举措

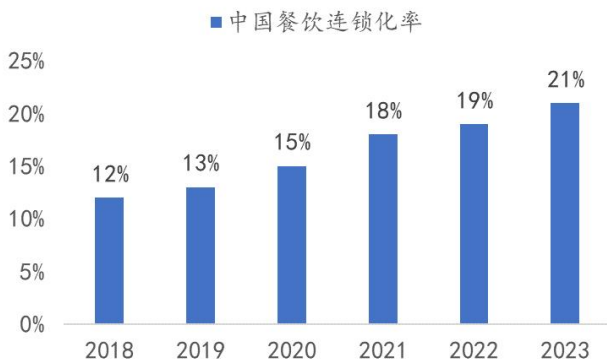


来源：大众点评、华福证券研究所



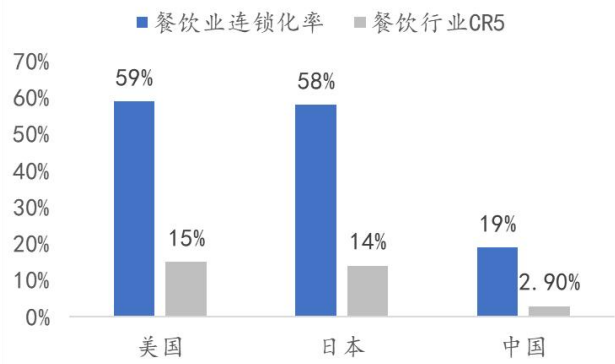
**集中度待提升，连锁化是方向。**从餐饮品牌集中度来看，我国餐饮行业竞争格局较为分散，据美团发布的《2024 中国餐饮加盟行业白皮书》显示，截止 2023 年年末，中国餐饮连锁化率为 21%。2022 年中国餐饮品牌 CR5 仅为 2.9%，同期美、日分别为 15%、14%。从连锁化率维度来看，据美团披露的数据，2022 年我国餐饮连锁化率为 19%，而美国和日本的餐饮连锁化率分别达 59%和 58%。横向看餐饮市场，我国餐饮行业市场集中度有望持续提升，疫后复苏红利有望惠及头部，我国餐饮连锁化率较美日仍有较大提升空间，餐饮连锁化率定义餐企的风险管控、议价及产品能力，连锁化餐饮企业在营销、标准化、数字化等方面具备优势，后续有望在此趋势下充分发挥先前优势。

图表 61：2018-2023 中国餐饮连锁化率



来源：艾媒咨询、餐饮 O2O、美团、华福证券研究所

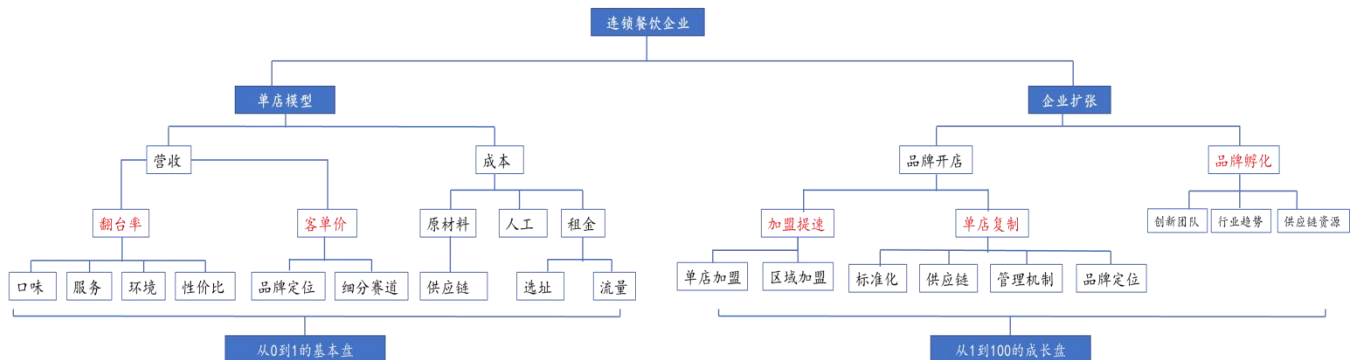
图表 62：美国、日本以及中国餐饮连锁率数据对比



来源：万度数科、华福证券研究所（注：数据统计时间为 2022 年）

**提升标准化，强化连锁化成为推动餐饮行业发展关键要素。**疫后健康化消费导向下，持续发展连锁化是提升餐饮业服务品质、塑造品牌优势和稳定市场份额的保障。连锁化餐饮品牌需要具备精细化的单店模型与成长性的企业扩张逻辑。在单店模型中，通过对于翻台率与客单价等指标的打磨，巩固好餐饮企业从 0 到 1 的基本盘。同时在企业扩张中，如何规划直营与加盟业态的拓店，以及品牌孵化的投入力度，都将成为餐饮企业从 1 到 100 的成长盘影响因素。

图表 63：连锁餐饮行业的基本盘与成长盘



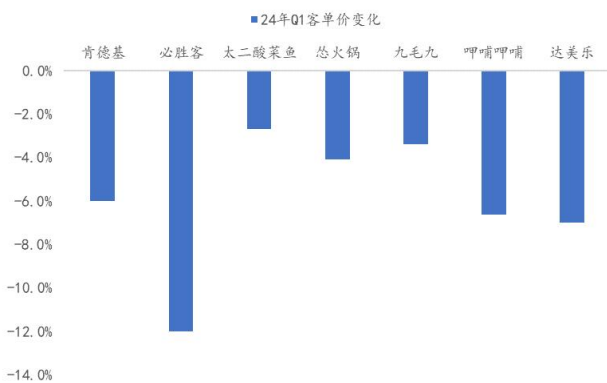
来源：华福证券研究所



餐饮下游需求疲软、客单价承压传导至供应链；其中，大B渠道系少数增量市场，但短期格局有所恶化，影响供应链龙头部分品类份额。从中长期看，提前卡位的供应链龙头有望受益连锁化、工业化红利。

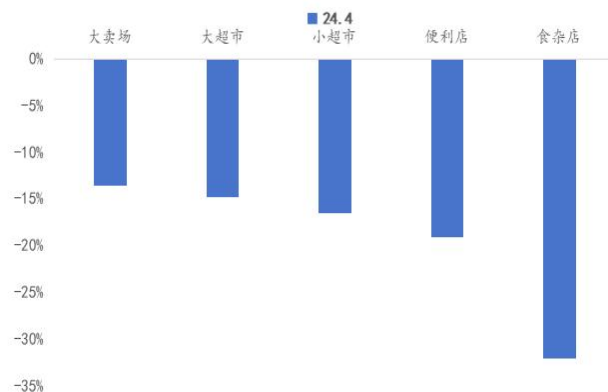
Q2 餐饮需求不景气、渠道库存消化放缓，导致速冻食品等板块供需错配，米面等细分赛道延续价格战趋势。其中，小B表现低迷、闭店率上升，而大B餐饮推动同店修复、翻台率上升同时持续连锁化、规模化扩张，但整体客单价下行进一步挤压供应链盈利空间，并导致大B渠道格局恶化。换言之，供应链生产壁垒相对较低，大B作为业内少有的增量赛道，吸引了原本在其他渠道强势的细分龙头布局，例如安井食品、三全食品等近年加码大B渠道。从竞争角度看，大B渠道特点是价值链中从需求端市场感知到供应端研发创造，基本由大B客户主导的，故存在综合服务能力的壁垒（隐性：供应商对餐饮需求痛点的理解力及快速响应、落地能力；显性：研发效率、产品出成率以及供应稳定性等）；然而，餐饮重客降本增效刚需与新进入者以价换量策略高度匹配，足以促使其让渡部分品类份额。因此，原供应链龙头会面临阵痛期，但从长期看，如果将主供丢失强势品类的部分份额比喻为战争中的“存人失地”，那么具备大B综合服务力的供应商在持久竞争中终将“人地皆存”。

图表 64：下游餐饮客单价承压



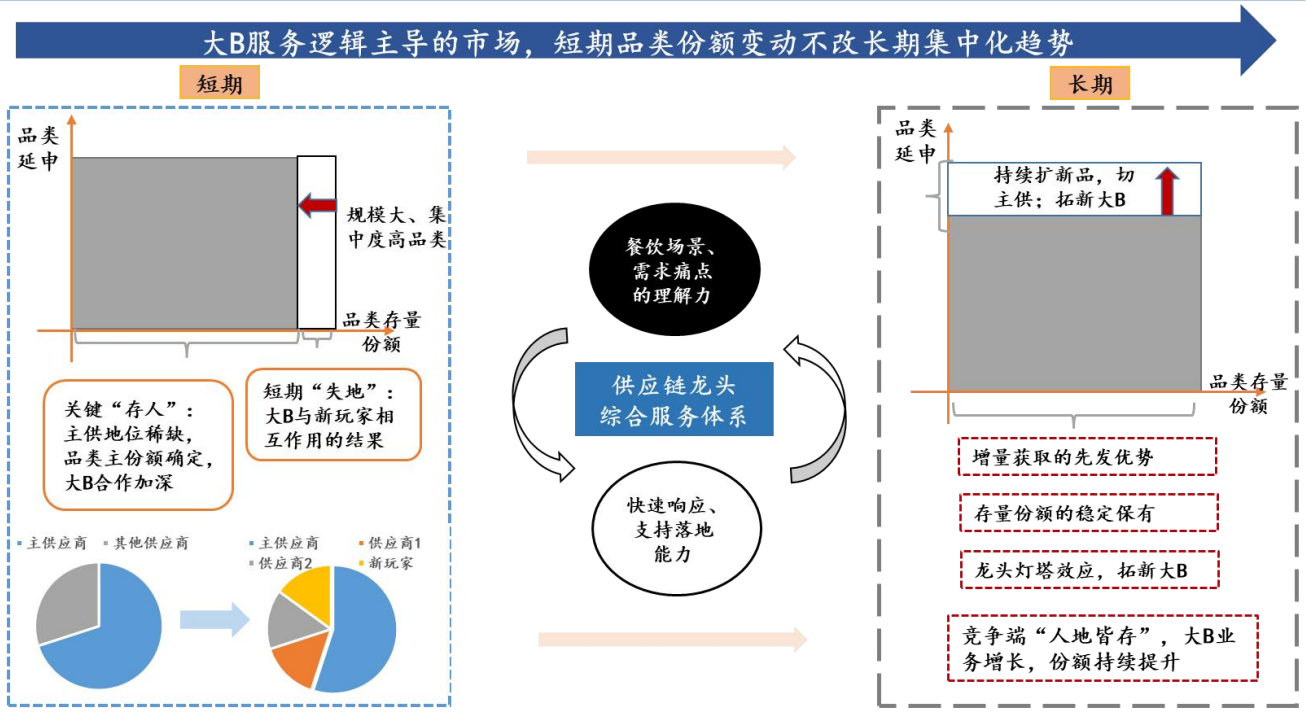
来源：21世纪经济报道，华福证券研究所

图表 65：速冻食品线下渠道今年4月销售表现



来源：马上赢，华福证券研究所

图表 66: 长期竞争格局推演, 综合服务能力支撑供应链龙头竞争端最终将“人地皆存”



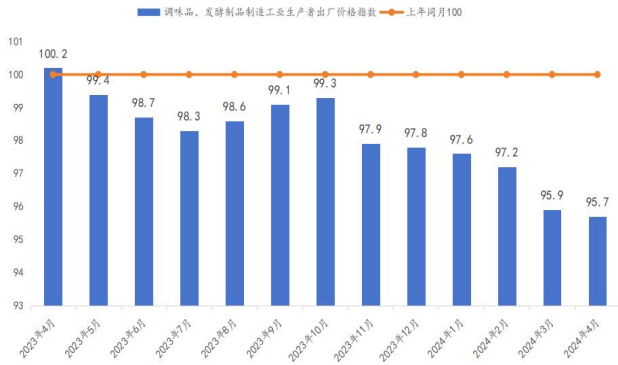
来源: 华福证券研究所自制

调味发酵品行业供需错配导致出厂价整体承压; 其中酱油等基调当前面临需求疲软、品牌竞争加剧; 而复调受益于B端连锁化、预制化, 需求逻辑顺、增长势能高; 此外, 调味酱行业同样存在品类β机遇, 并提振个股业绩表现。

23年以来, 需求复苏不及预期叠加新产能投产, 加剧调味发酵品供需矛盾。根据中国调味品协会大数据信息中心的统计, 2021年左右有超过200万吨产能规划建设, 其中大部分在2023年年底形成产能。然而, 疫后需求修复不及预期, 加剧了整体产销矛盾; 部分生产企业为提升产能利用率, 被迫以价换量。根据国家统计局统计, 从2023年5月以来, 调味发酵品制造工业生产者出厂价格指数一直低于100, 意味着最近一年企业产品出厂价格总体处于下降通道。分品类看, 酱油等基础调味品需求增长承压, 核心品牌之间竞争加剧, 挤压式增长成为新常态, 但渠道库存优于去年, 目前处于良性区间。而复调需求景气度相对较好, 增长势能也更高, 未来仍具备渗透率、集中度提升等驱动逻辑; 其中火锅底料需求逐步修复, 且C端升级扩容趋势不改, 而中式菜调产品逻辑更顺、渠道推力更强、需求增长空间大。此外, 调味酱行业伴随需求多元、场景丰富化以及渠道碎片化, 涌现一批新兴品类, 并成为优质个股的增长抓手; 以仲景食品为例, 公司充分受益于葱油酱品类红利与线上渠道势能, 预计保持稳健快增趋势。

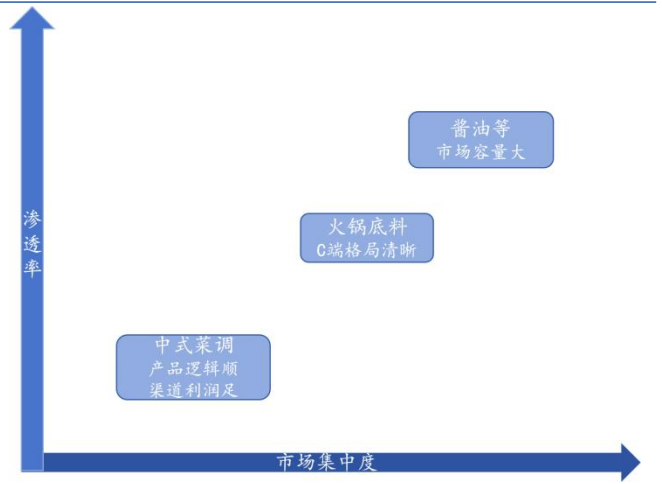


图表 67: 调味发酵品出厂价格指数向下



来源: 味界头条, 华福证券研究所

图表 68: 调味品核心品类发展现状



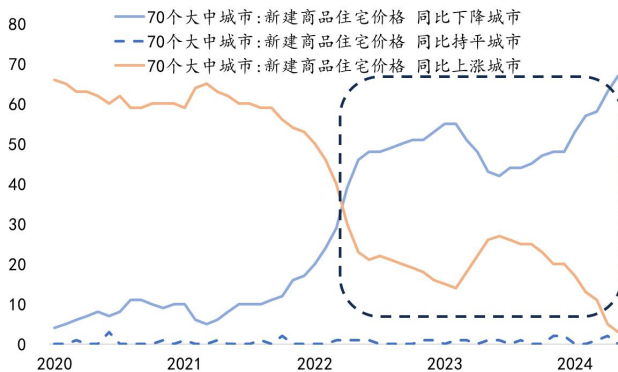
来源: 华福证券研究所自制

总体来看, 供应链端建议关注: 复调需求β优、成长逻辑顺的天味食品; 海外扩产引领、成本弹性渐显的安琪酵母; 改革红利持续兑现的中炬高新; 渠道生产优势强大且估值见底的安井食品以及增长势能有望逐步恢复的千味央厨。连锁餐饮端建议关注: 餐饮、食品以及宾馆协同发展的同庆楼; 极致供应链的快餐龙头百胜中国; 深耕下沉餐饮市场的呷哺呷哺、管理能力优秀的海底捞。

#### 4 “相对必选”登堂入室, 渗透率逆周期持续提升

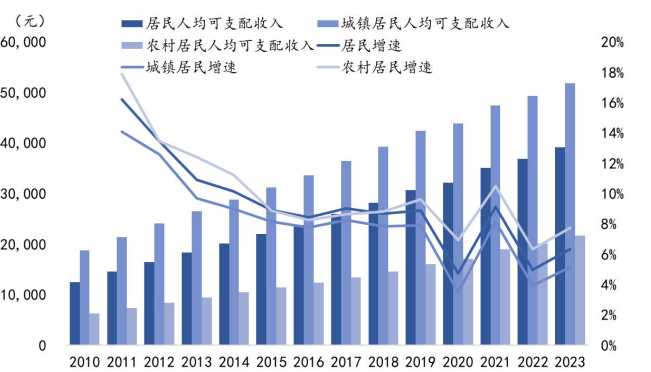
我国人均可支配收入 23 年仍然保持年均 6% 以上增长, 其中农村居民人均可支配收入增长达到 8%。但对消费业态而言, 体感发生了明显变化, 这一现状主要由于房价持续下探, 消费者在资产负债表缩水下, 消费信心短期承压, 储蓄意愿提升, 对大额消费的决策更偏谨慎。

图表 69: 22 年大中城市新建商品住宅价格以下降为主旋律 (个)



来源: iFind, 国家统计局, 华福证券研究所

图表 70: 居民可支配收入仍保持中个位数增长, 农村居民增长为重要驱动力

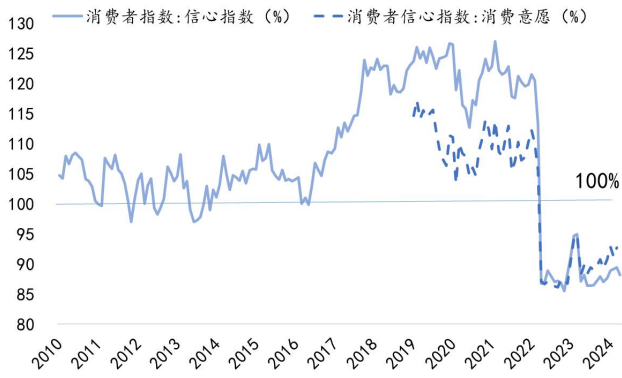


来源: iFind, 国家统计局, 华福证券研究所



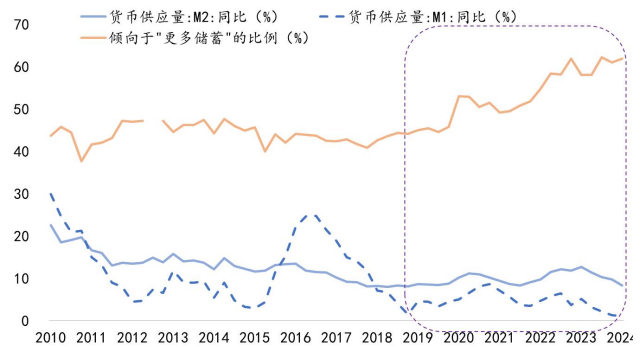


图表 71: 消费信心短期承压



来源: iFind, 华福证券研究所

图表 72: M2 与 M1 增速差距大, 更多储蓄比例提升



来源: iFind, 国家统计局, 华福证券研究所

在这样的背景下, 我们认为消费者的购买决策发生转移, 出于对大额消费品的消费更偏谨慎, 反而带来了更多的可灵活支配预算, 这些消费预算可以向一些**精神类、健康类等品类进行转移**, 因此我们认为过去传统的消费品分类框架迎来了改变, 从过去单纯的可选和必选分类, **进一步可以拆分为相对必选、相对可选、绝对必选和绝对可选。**

**相对必选:** 新消费常态下, 由于大额消费的支出预期下降, 以及即时消费带来的消费者满足感提升, 叠加健康化趋势下, **传统的可选品类逐渐变身当期的相对必选品类, 实现渗透率快速提升。**一方面, 消费者升级传统的必选消费品, 向健康化趋势转移: 比如从白糖向代糖转移, 从普通白奶向高端白奶转移, 以及保健品赛道近年来的兴起; **另一方面**, 消费者更倾向于满足自身精神诉求, 提升瞬时愉悦感: 比如具有社交属性和自饮属性的低度酒领域, 满足独居家庭、老龄化趋势下精神满足的宠物领域, 以及瞬时精神满足的酒旅领域。

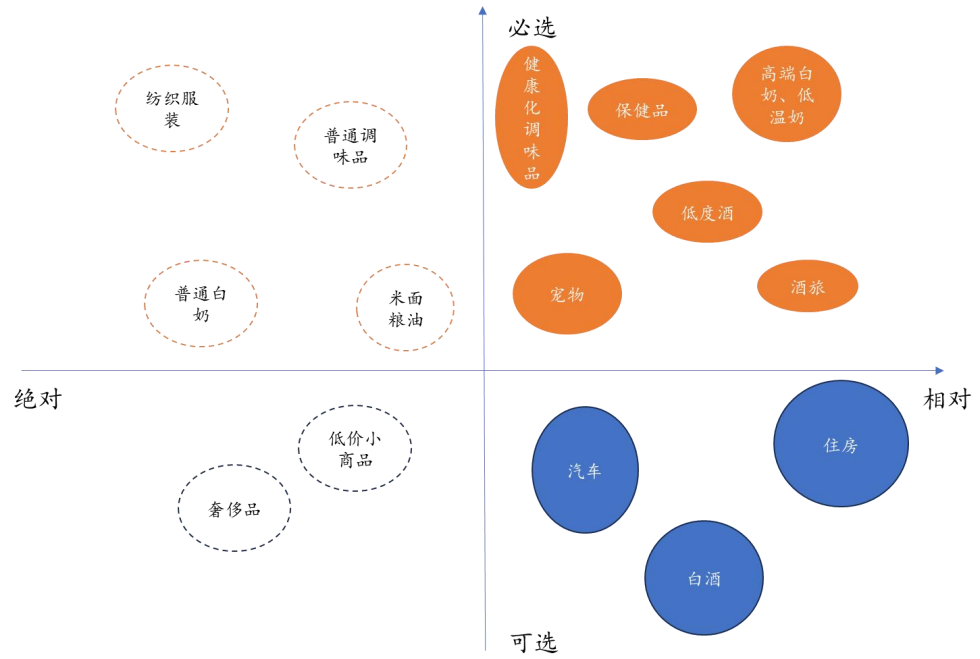
**相对可选:** 房价、车价等下行的背景下, 出于对长期预算及房价的悲观预期, 过去绝对必选的房、车的必须性逐渐减弱, 租房、旅居等形态替代了传统购房市场, 因此我们认为汽车、住房等品类从过去的绝对必选向当前相对可选品类转移。

**绝对可选:** 奢侈品、低价小商品等品类我们认为都具有绝对可选属性, 随消费者当期收入和预算进行弹性决策。

**绝对必选:** 传统食品饮料行业及纺织服装行业等民生基本行业具有绝对必选属性, 不随收入预算变动而转移, 具有良好的穿越周期能力。



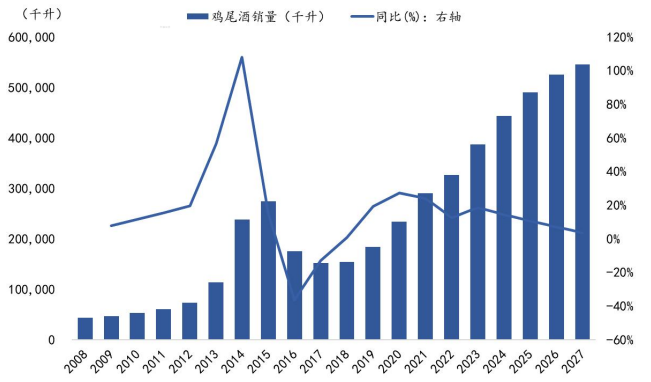
图表 73: 消费品新分类矩阵



来源: 华福证券研究所

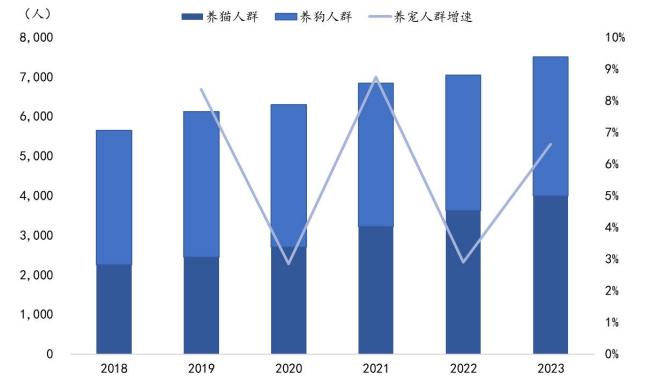
我们认为: 相对必选品类适应当前消费者的新需求, 渗透率有望实现逆势高增, 同时在当前消费者灵活消费预算增加的背景下, 或有望推出更多高端特色产品吸引消费者尝新, 带动产品升级, 实现品类量价双击。

图表 74: 2018 年后鸡尾酒市场迎来新一轮增长期



来源: 欧睿, 华福证券研究所

图表 75: 养宠人群持续扩容



来源: 中国宠物行业白皮书, 华福证券研究所

#### 4.1 酒精低度化拥抱饮酒新常态

新消费群体、新消费场景、新消费习惯, 持续在强化“悦己饮酒”的理念, 微醺感成为主流, 随之带来的是酒精低度化的饮酒新常态。

1) 低度酒消费人群和场景持续扩容: 无论是当前的露营、剧本杀、飞盘等新饮酒场景的开辟, 还是女性饮酒群体带来的增量, 均促进了低度酒行业持续增长, 并且年轻群体代际的更迭也带来了新的饮酒理念, 根据七普数据, 我国 80 后/90 后/00 后分别有 2.23/2.1/1.63 亿人, 合计占总人口约 42%, 消费者年轻化趋势显著;

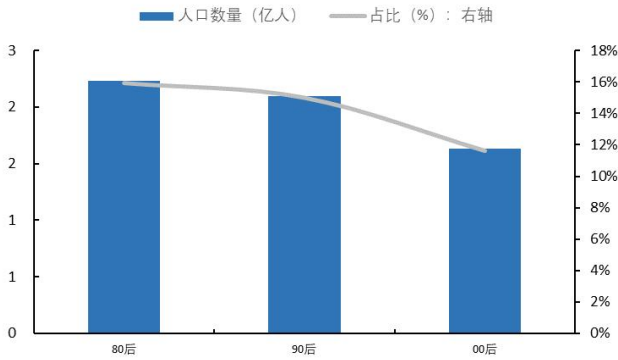
2) 传统饮酒场景和饮酒方式逐渐变化: 当前商务饮酒场景减少, 频次降低,



当代年轻人饮酒场景分为主动式喝酒和被动喝酒，喜欢主动微醺，抵触被动喝醉，更看重独饮和朋友聚会场景，饮酒方式和场景的转变在一定程度上均促进了低度酒行业的健康发展；

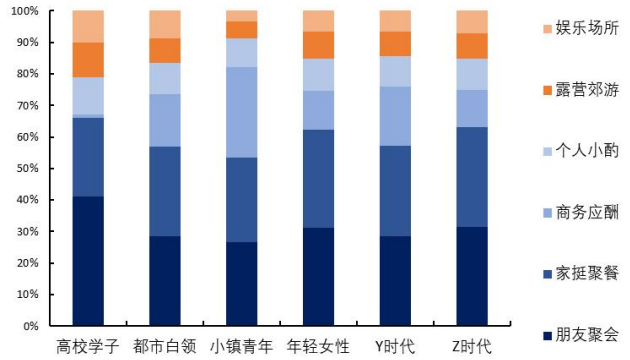
3) 酒精低度化和饮料酒精化的供给：酱香拿铁的爆火可以代表饮料酒精化的方向，茅台鸡尾酒则代表了高度酒的低度化趋势，即酒精低度化，供给侧的繁荣亦将配合需求侧促进低度酒行业迎来黄金发展期。

图表 76：新人群，当前酒饮消费群体主要为 80 后



来源：每日经济新闻，华福证券研究所

图表 77：新场景，当代年轻人喜欢聚会也细化独酌



来源：新浪财经，里斯咨询，华福证券研究所

图表 78：年轻群体主动饮酒更偏好洋酒、啤酒、预调酒等



来源：新浪财经，里斯咨询，华福证券研究所

从消费时代角度来看，我们认为我国当前消费行业进程与日本第三消费时代相似，日本第三消费时代开启后，预调酒销量快速兴起，背后的主因除了啤酒税收的影响，还有消费人群代际变更之下产生的消费偏好转变。

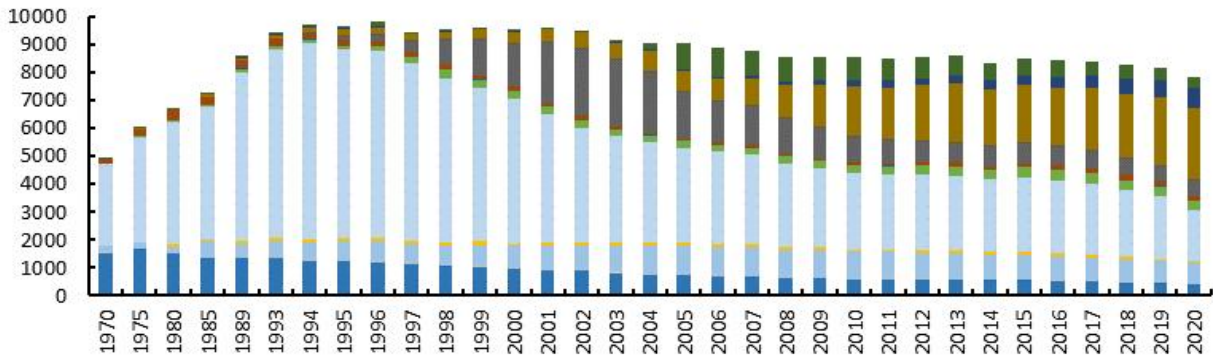
2000 年前后，日本新一代年轻人开登上历史舞台，消费逐渐开始呈现个性化、健康化和多样化的特征。预调酒作为创新驱动型品类，具备口味多元、包装年轻等特征，能较好的迎合第三消费时代的到来。同时女性工作参与率的提升增强了女性



消费力，而女性在酒类消费中的不同偏好也推动了酒类消费呈现多元化趋势。此外，预调酒作为低度数酒精饮料，能够作为入门饮料进行获客，同时也符合女性对低度酒精的需求。

图表 79：日本第三消费时代下大众消费者更注重个性化消费，预调酒兴起

时代划分	第一消费社会	第二消费社会	第三消费社会	第四消费社会
社会背景	从日俄战争胜利开始至日本侵华战争，以东京、大阪等大城市为中心的中产阶级诞生	从战败、复兴、经济高速增长开始至石油危机，大量生产、大量消费，全国一亿人口中产阶级化	从石油危机开始到低增长、泡沫经济、金融破产、小泉改革差距拉大	雷曼危机、两次大地震、经济长期不景气、不稳定等导致收入减少、人口减少导致消费市场缩小
人口	人口增长	人口增长	人口微增	人口减少
出生率	5%	5%→2%	2%→1.3%-1.4%	1.3%-1.4%
老年人比率	5%	5%-6%	6%-20%	20%-30%
国民价值观	national 消费属于私有主义，整体更重视国家	family 消费属于私有主意，重视国家和社会	individual 私有主义、重视个人	social 趋于共享、重视社会
消费取向	西洋化、大城市倾向	大量消费、大的就是好的、大城市倾向、美式倾向	个性化、多样化、差别化、品牌倾向、大城市倾向、欧式倾向	无品牌倾向、朴素倾向、休闲倾向、日本倾向、本土倾向
消费主题	文化时尚	每家一辆私家车、私人住宅、三大神器、3C	从量变到质变、每家数辆车、每人一辆、每人数辆	联系、几人一辆、汽车分享、住宅分享
消费承担者	中产家庭、时尚男女	小家庭、家庭主妇	单身者、啃老单身	所有年龄层里单一化的个人



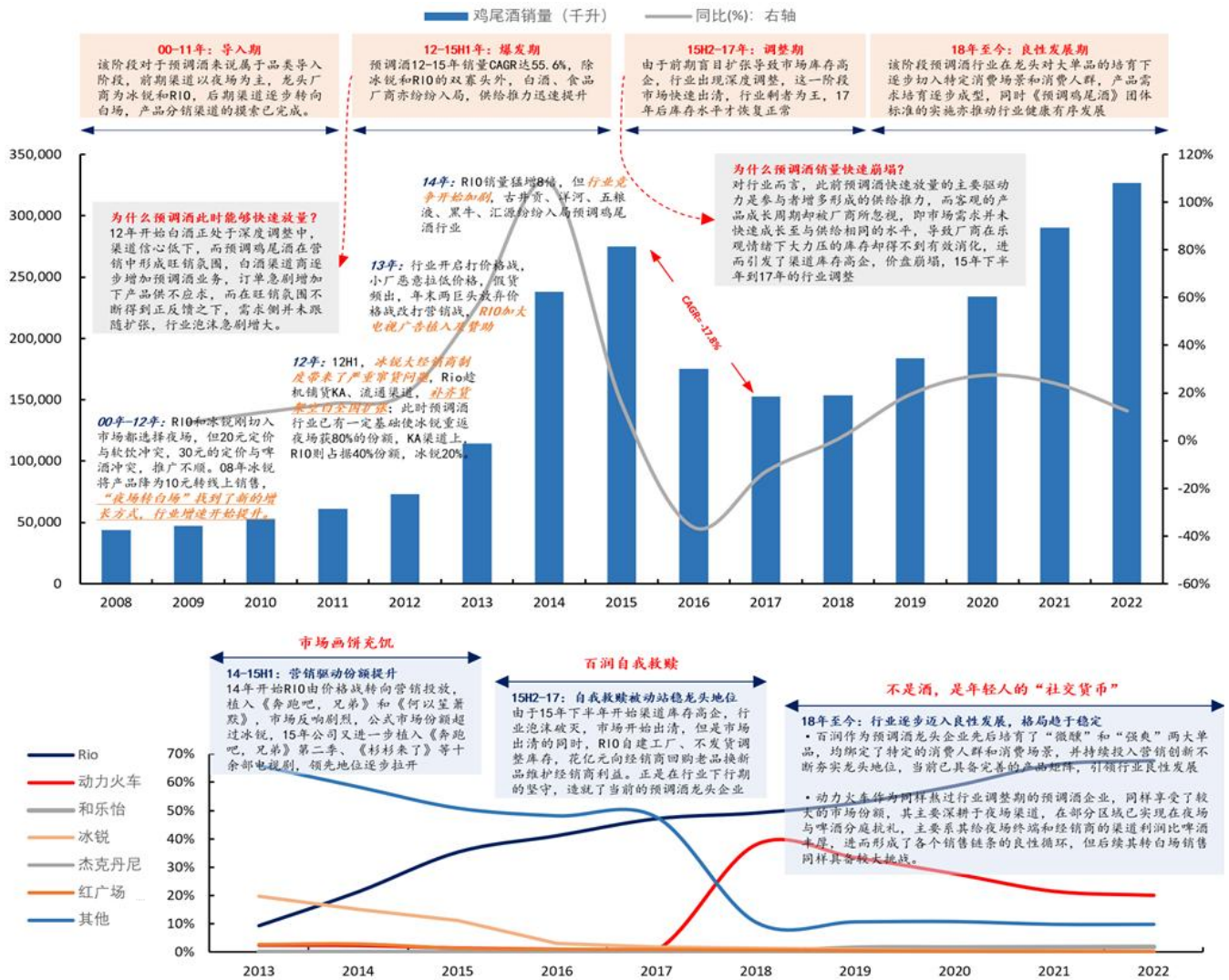
来源：《第四消费时代》，日本国税厅，华福证券研究所

他山之石可以攻玉，预计我国未来预调酒行业将沿着新人群、新消费理念路径持续发展。我国当前经济情况以及消费人群的变化在一定程度上可以对应日本的第三消费时代，即具备更加个性化的消费偏好，而预调酒产品属性天然具备创新潜力，以及更契合当前悦己的消费理念。

我国预调酒行业经过 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，行业步入健康发展道路，预计规模将伴随新场景的开辟、新人群的崛起、低线消费习惯的高线化而有序扩容



图表 80：一张图读懂预调酒行业历程



来源：Euromonitor, 长江商报, 中国经济网, 烈酒商业, 华夏酒报, 华商韬略, 锐公司, 公司公告, 华福证券研究所

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。

市场普遍对预调酒行业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，此前我们在专题报告《我们该如何判断预调酒的发展空间？》中，根据三大视角对行业空间进行了推演，远期规模乐观可看至 200 亿以上，22-30 年 CAGR 可达 11% 以上。

**1) 低线城市消费习惯的高线化趋势：**发达国家通常具备更高的人均预调酒消费量，对应我国经济较领先的华东、华南地区同样为预调酒的主要市场，通过消费时钟理论，我们认为低线城市消费习惯的高线化将持续，而这将被动增大预调酒的触达区域和消费群体，当前我国人均消费量仅 0.2L，未来随着渗透率提升，仍有较大



增长空间，经过我们此前的测算，此视角下预调酒行业 2030 年规模预计可达 168.46 亿元，22-30 年 CAGR 达 11.3%。

**2) 切割啤酒/非烈酒的份额:** 由于预调酒相比于高度酒更具大众品的高周转属性，而相比饮料又更偏酒属性，与啤酒相似，且更易创新和顺应年轻化消费趋势，一定程度上存在与啤酒互相替代的可能性，因此我们通过预调酒销量与啤酒的比值来测算行业发展空间。我们假设远期预调酒切割啤酒 1.5%-2% 的份额（当前仅 0.76%），预计市场规模可达 179.22-238.96 亿元，22-30 年 CAGR 达 12.16%-16.27%。若以非烈酒类酒饮为锚点，假设未来预调酒占非烈酒酒饮销量 1.3%-1.7%（当前仅 0.71%），预计市场规模可达 166.9-218.3 亿元，CAGR 达 11.17%-14.96%。

**3) 以女性消费群体为锚点:** 由于约 80% 的低度酒由女性消费，因此我们将预调酒空间以女性消费群体为锚点。我国年轻女性饮酒基数为 3445 万人，将饮酒频次加权计算，可得女性每年消费混合酒次数约 14.74 亿次，假设单次消费数量为 1.5 瓶/罐，客单价约 15 元/次，对应女性混合酒零售规模约 221.08 亿，结合 80% 消费来自女性来看，那么混合酒零售总规模约 276.35 亿元，不考虑女性饮酒率的提升，仅假预调酒将对混合酒渗透完毕，或预调酒可发展至当前混合酒规模，可得预调酒行业出厂规模空间约 173.88 亿元，23-30 年 CAGR 为 11.74%。

图表 81：以市场为锚点，预调酒行业远期规模预计将达 168.46 亿元，CAGR 达 11.3%

以市场为锚:
假设1: 其他地区人均消费量能够达到华东与华南地区的80%，对应0.32L/人/年，22-30年CAGR约12.37%;
假设2: 华东与华南地区人均消费量一直到2030年，复合增长率达5.5%，对应远期人均消费量约为0.61L/人/年;
假设3: 预调酒不存在结构升级等因素，未来出厂价年复合增速约为3%，略高于CPI增速，对应27718元/吨
2030年远期规模测算
= (华东华南地区人口数量 x 对应当地远期人均消费量 + 其他地区人口 x 对应当地人远期人均消费量) x 远期出厂价
= (56257万人 x 0.61L + 84718 x 0.32L) x 27718元/吨
<b>= 168.46 亿元</b>
<b>对比2022年71.6亿元，22-30年CAGR达11.3%</b>

来源：国家统计局，Euromonitor，Choice，华福证券研究所

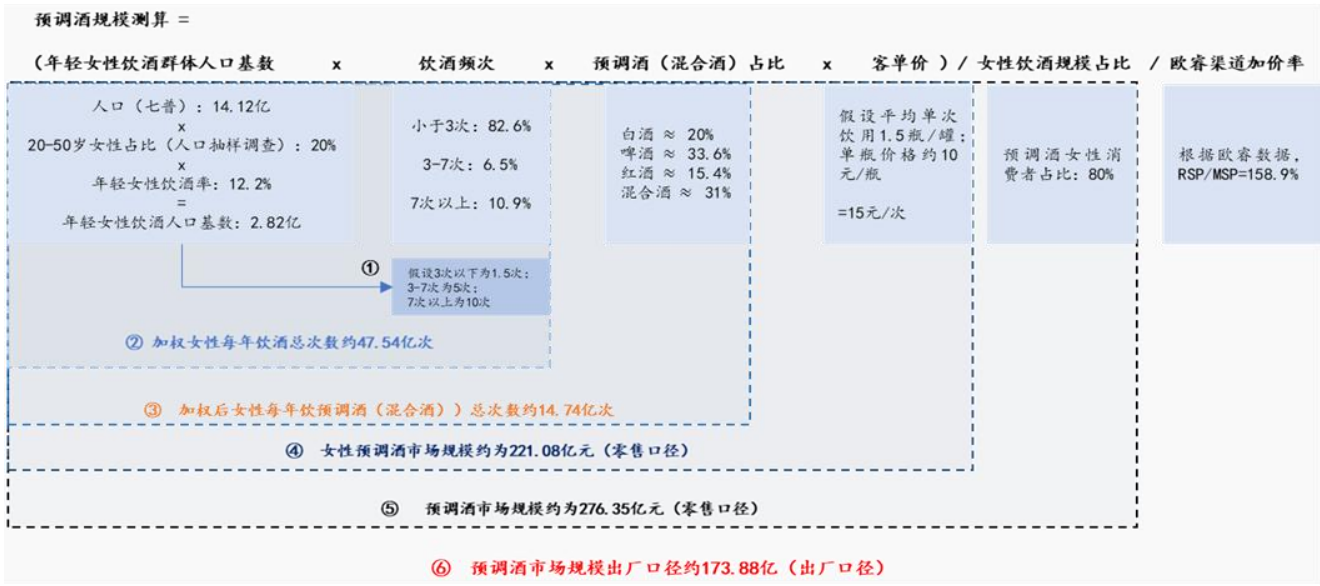
图表 82：以啤酒/非烈酒为锚，预调酒远期空间可看 200 亿以上

以啤酒为锚:
假设1: 我国啤酒和预调酒的合计销量总体稳定
假设2: 预调酒预计可以做到啤酒销量的1.5-2%（当前仅0.76%）。
2030年远期规模测算
= 2022年啤酒销量 x 目标预调酒占啤酒销量比重 x 远期出厂价
= 4310.49万吨 x 1.5% or 2% x 22718元/吨
<b>≈ 179.22 - 238.96亿元</b>
<b>对比2022年预调酒市场规模，22-30年CAGR约 12.16%-16.27%</b>
以剔除烈酒后的酒饮市场为锚:
假设1: 我国提出烈酒后的酒饮总体销量稳定
假设2: 预调酒预计可以做到剔除烈酒后酒饮销量的1.3-1.7%（当前仅0.71%）。
2030年远期规模测算
= 2022年剔除烈酒后的我国酒饮行业销量 x 目标预调酒占剔除烈酒后的酒饮规模比重 x 远期出厂价
= 4632.74万吨 x 1.3% or 1.7% x 22718元/吨
<b>≈ 166.93 - 218.3亿元</b>
<b>对比2022年预调酒市场规模，22-30年CAGR约 11.17%-14.96%</b>

来源：Euromonitor，华福证券研究所



图表 83: 以女性消费者为锚点, 预调酒行业远期规模预计将达 173.88 亿元, CAGR 达 11.74%



来源: 中华流行病学杂志, Euromonitor, 华福证券研究所

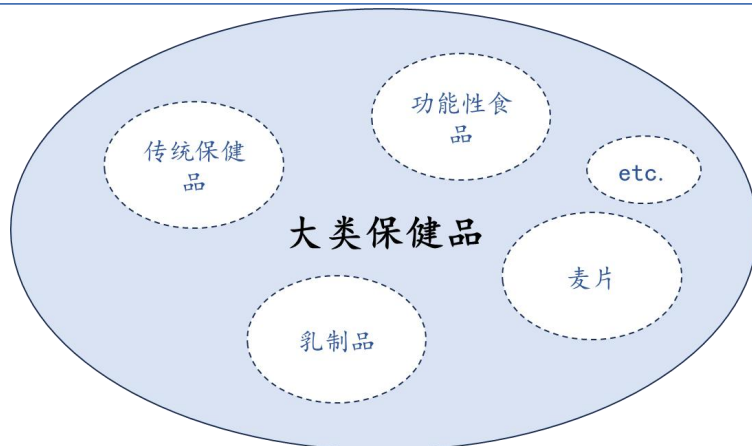
建议重点关注预调酒龙头百润股份, 预计行业渗透率提升、规模扩容背景之下, 龙头企业将被动提升产品触达率, 或最为受益。

#### 4.2 大类保健品成就食品板块发展新动能

疫情及老龄化驱动健康焦虑加重, 人民健康意识提升。人们对信息的筛选和判断能力欠缺, 因此疫情三年扰动及人口持续老龄化的背景下, 国内健康焦虑逐渐加重。据艾瑞咨询, 疫后人们对睡眠、饮食、心理、心血管等细分领域的关注度高企, 同时据国民健康洞察报告, 疫情后饮食营养搭配、饮食规律性、营养素补充等行为都受到关注, 饮食健康化趋势明显。

出于消费者健康意识的提升, 及对健康饮食的追求, 我们可以将大类保健品的概念进一步扩大, 将功能性食品、乳制品、麦片等品类纳入其中。

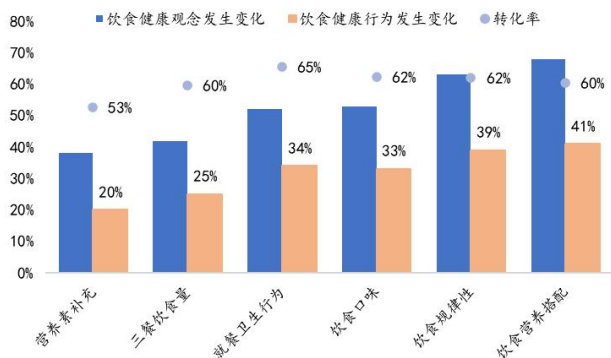
图表 84: 大类保健品定义



来源: 华福证券研究所

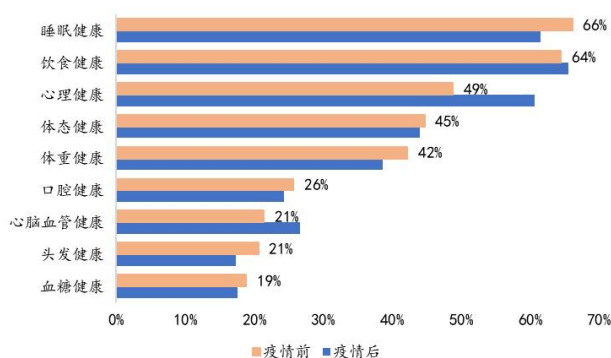


图表 85: 疫情带来人们健康意识与行为的提升



来源:《2021 国民健康洞察报告》, 华福证券研究所

图表 86: 疫情后人们对心理健康的关注度提升



来源: 艾瑞咨询, 华福证券研究所

参考日本 1990 年代后的做法, 保健品成为新风口。日本自 1970 年进入老龄化社会, 1990 年 75 岁及以上老人占比超过 5%, 全国医疗支出占 GDP 的比值也突增到 5% 的水平, 国家医疗支出压力增大。日本政府倡导借助保健品的使用减少慢性疾病的发生, 并于 1991 年设立了特定保健食品制度 (该制度允许标示保健功能, 可含降低疾病风险的相关提示), 在 2001 年进一步推出营养机能食品制度, 从政策端鼓励保健品市场发展。2015 年随日本国内老龄化和医疗负担进一步加剧, 日本进一步放开 FFC 政策, 将功能性标识食品引入保健品领域, 新产品、新形态 (如软糖、加工食品等) 的产品推动日本保健品市场供需两旺, 市场规模进一步扩容, 成为日本食品饮料赛道新亮点。





图表 87: 日本保健品政策梳理, FFC 市场规模大增

时间	1990年	2001年	2015年
社会背景	日本第三消费时代, 经济高速发展的后半场; 人口结构尚比较健康, 老龄化程度不明显	日本第三、四消费时代的转变, 经历了泡沫经济、金融破产的影响, 经济进入下行区间, 同时老龄化水平进一步加深	进入日本第四消费时代, 同时伴随着非常严重的老龄化现象
人口结构			
日本保健品规模	3620亿日元	9780亿日元	11839亿日元
颁布政策	特定功能保健品 (FOSHU)	营养机能食品 (FNHC)	功能性食品 (FFC)
具体内容	具有特定保健成分的食品, 有助于维持和促进健康;	提供以补充身体健康生长、发育和维持健康所必需的特定营养成分为目的食品;	适用于没有疾病的人群 (未成年人、孕妇和哺乳期的女性除外), 基于科学证据的补充某些营养成分
可标示成分	认证内容主要为七大功效类别	产品可用成分和用量需按照规定使用, 包含13种维生素、6种矿物质、1种脂肪酸	机能性相关成分, 需为可定量性的成分
审核方式	政府对其有效性、安全性进行审批, 认证严格, 需要经过临床试验, 大约需花费数十万美元并历经两年审查; 获得消费者事务厅批准后, 可以声称被批准的功能	其功能已经科学证据证实, 符合营养功能标准规定的声称, 无需审批或注册	上市前60天在消费者事务厅进行备案, 提供证明食品安全和有效性科学文献或临床试验等功能评估的依据, 政府不对产品的安全性和有效性进行审查, 但经营者需对产品负责

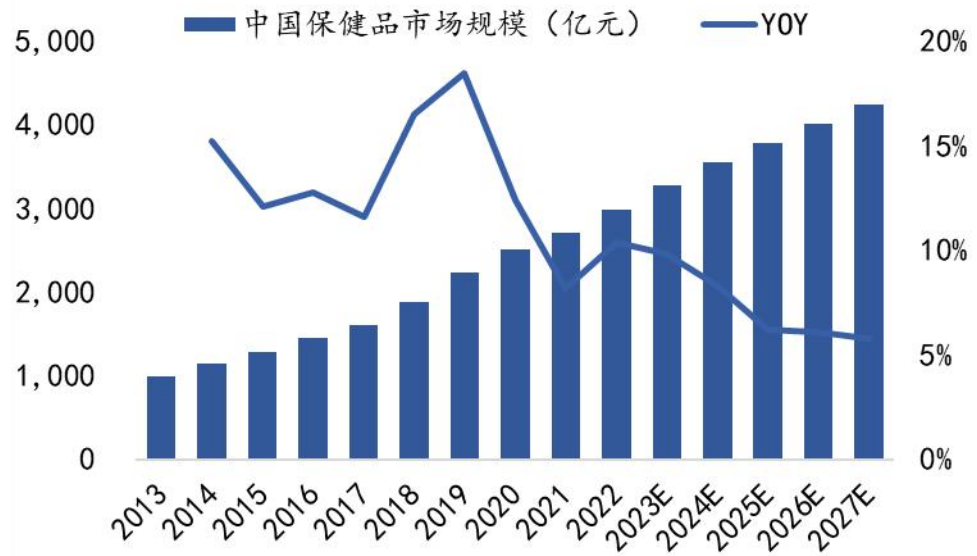


数据来源: 每日食品, 上观新闻, 富士经济, 矢野经济研究所, 日本健康营养食品协会, 欧睿, 日本内阁府, 日本厚生劳动省, 艾瑞咨询, 华福证券研究所

国内当前保健食品覆盖面较窄, 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。但是, 我国功能性食品赛道已初现雏形, 产品端来看, 益生菌、胶原蛋白肽口服液等品类持续补位功能性食品, 并获得高速增长; 从消费者教育来算, 跨境电商试点下, 国外保健品头部企业已帮助国内完成消费者教育, 功能性食品的需求潜力和增长弹性较大; 从政策端来看, 我们认为宏观环境驱动下, 政策端放开及指导是大势所趋。国内品牌当前产品储备较多且国内代工业态成熟, 需求端潜力较强, 若政策端放开, 供需双向奔赴, 有望实现两级跳, 复刻日本功能性标示食品成长路径, 3 年实现翻倍成长, 7 年实现 5 倍成长。



图表 88: 中国保健品市场持续扩容可期



来源: 艾媒咨询, 华福证券研究所

图表 89: 中日保健食品市场准入机制比较

国家	产品名称	定义	市场准入
中国	保健食品	声称并具有特定保健功能或者以补充维生素、矿物质为目的的食品。适用于特定人群食用, 具有调节机体功能, 不以治疗疾病为目的, 并且对人体不产生任何急性、亚急性或慢性危害的食品	注册 (目录外原料) 或 备案 (目录内原料)
日本	营养功能食品	以补充特定营养成分为目的的食品。国家对营养成分的种类、摄入量以及营养成分的功能声称做出明确规定, 企业根据规定生产和标示营养成分	自行上市
	特定保健用食品	具有调节机体功能或降低因生活习惯引起的健康风险, 经过批准, 可以标示具体保健用途的食品	注册
		<p><b>常规型:</b> 在饮食生活中, 消费者通过食用能达到所标示的保健目的</p> <p><b>条件限制型:</b> 有效性依据虽然不能完全达到特定保健用食品 (常规型) 批准的审查要求, 但经验证具有一定有效性, 应对限制型条件进行明确标示</p> <p><b>降低疾病风险型:</b> 有效成分降低疾病风险的效果已经获得医学和营养学界的广泛认知, 降低疾病风险可作为标示内容</p> <p><b>规格标准型:</b> 作为特定保健用食品的批准产品数量比较多, 已经积累较多的科学依据, 有效成分等相关标准已经确定, 无须经过个别审查, 通过规格标准是否适合等审查后, 即可许可</p>	注册
功能性标示食品	对未患病人群 (不包括未成年人、孕产妇、计划怀孕妇女、乳母), 以科学依据为基础, 可以在包装容器上标示功能性相关成分及其以维持和改善健康为目的的特定保健功能 (降低疾病风险除外) 的食品	简单注册	
			上市前 60 日备案

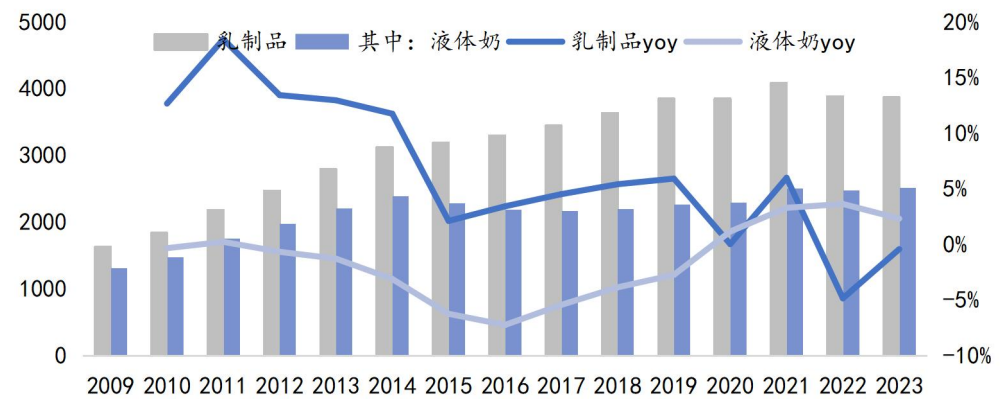
来源: 中国食品卫生杂志, 华福证券研究所

乳制品进入成熟市场, 但高营养的黄油、奶酪、低温白奶等细分赛道仍有机会。乳制品挂钩消费者补钙、饮用健康化等诉求, 因此我们将其归入广义的大类保健品分类中。据欧睿数据, 2023 年中国乳制品市场规模达到 3876 亿元, 同比下降 0.4%。其中, 饮用奶 (不含酸奶) 增速较快, 22/23 年增速分别为 -1%/+2%, 2023 年规模达



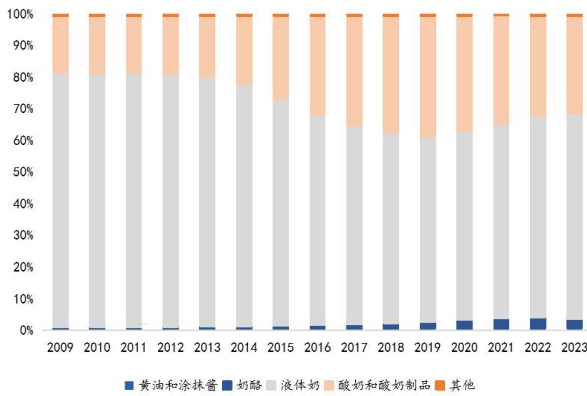
到 2523 亿元，占乳制品整体规模的 65%。从结构上看，中国乳制品结构比较单一，以液体乳为主，参考美日，我国奶酪、黄油和涂抹酱等品类仍有较大提升空间。

图表 90：中国乳制品、饮用奶（非酸奶）零售额及增速（亿元）



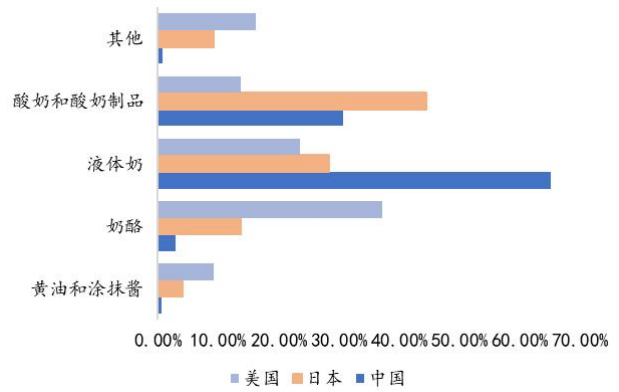
来源：欧睿，华福证券研究所

图表 91：中国乳制品零售结构



来源：欧睿，华福证券研究所

图表 92：中美日乳制品零售结构对比



来源：欧睿，华福证券研究所

细分液体奶，白奶受益于健康意识提升，市场规模稳步提高，酸奶品类零食属性重，规模略有收缩。再进一步细分白奶，常温白奶有礼赠属性，龙二（伊利、蒙牛）占据常温白奶 86.7%，金典和特仑苏两大品牌及有机、娟姗、A2 酪蛋白等品类推动常温白奶持续升级；低温奶含有更好的优质乳蛋白，营养价格更高，我国居民健康意识的提高为低温奶发展打下前提，冷链以及超巴奶技术突破扩大低温奶的辐射半径，为低温奶行业扩容打下基础，同时与国外相比，我国低温奶市场份额仍然较低，随技术及消费者心态转移，后续扩容空间大。



图表 93: 白奶、奶酪品类增长, 酸奶短期承压

	市场规模(亿元)	同比增速(%)	CR5(%)	零售额 CAGR (2018-2023)	增长趋势
UHT 奶	1198	4.90%	90.70%	6.70%	进入成熟期
酸奶	1192	-3.30%	75.00%	-7.80%	高速增长后停滞
巴氏奶	392	0.20%	60.60%	5.50%	加速增长
奶酪	约 110	-18.00%	CR3:70%	13.00%	初级阶段缺乏培育

来源: 勤策, 华福证券研究所

图表 94: 各类杀菌技术对比

产品类型	杀菌/灭菌方式	贮存	流行国家
超高温灭菌乳 (UHT)	110°C/15-40min	常温, 1-12 个月	中国、比利时、西班牙、法国、葡萄牙等
巴氏杀菌乳	低温长时间 62-65°C/30min 高温短时间: 72-75°C/15s	冷藏, 3-15 天	美国、英国、加拿大、澳大利亚等
超瞬时杀菌乳 (INF)	143-158°C/0.05-0.5s	冷藏: 21 天	德国、日本、韩国
超巴氏杀菌乳 (ESL)	英国标准: 90°C/5s 美国标准: 138°C/2s	冷藏: 15-30 天	
超巴氏杀菌乳 (ESL)		冷藏: 45-60 天	

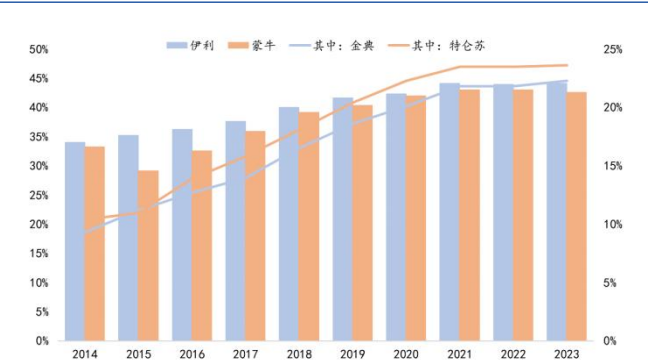
来源: 勤策, 华福证券研究所

图表 95: 常温白奶稳定发展



来源: 欧睿, 华福证券研究所

图表 96: 常温白奶格局集中, 高端化占比提升



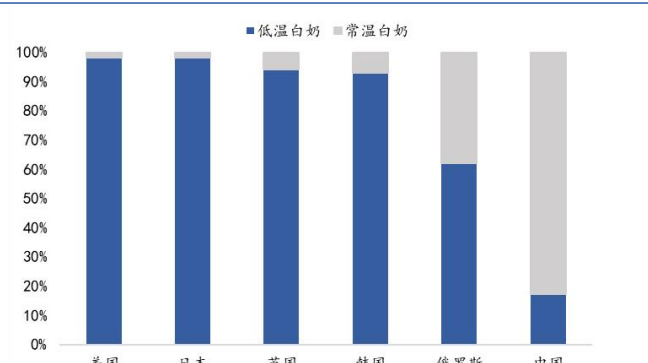
来源: 欧睿, 华福证券研究所

图表 97: 低温白奶仍处于发展期



来源: 欧睿, 华福证券研究所

图表 98: 中国与成熟国家白奶结构对比



来源: 欧睿, 勤策, 华福证券研究所 (注: 中国数据截止 2023 年, 其他国家数据截止 2020 年)



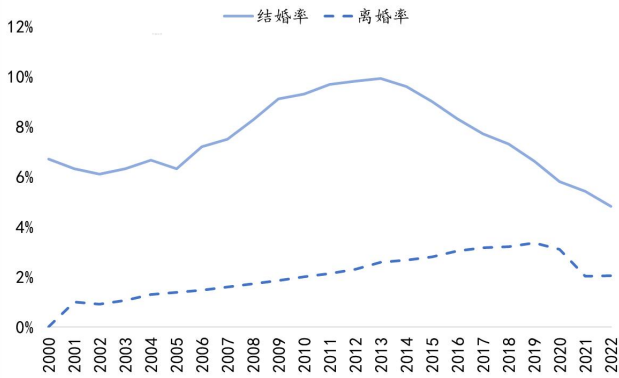
我国消费者对健康概念产品愿意付出更高的溢价和关注度，HPP、BLUEGLASS、益生菌等产品增速突出，同时多企业陆续布局大健康赛道，例如西麦宣布打造大健康产业发展新格局，新乳业等乳制品企业陆续进入益生菌赛道等。总体而言，我们认为大类保健品赛道或将成为食品饮料发展新动能。

**建议关注：**利润导向明确的伊利股份，低温奶优势企业新乳业，大健康转型的西麦食品，益生菌板块领先企业科拓生物，保健品龙头汤臣倍健、仙乐健康。

### 4.3 老龄少子化趋势带来宠物行业大时代

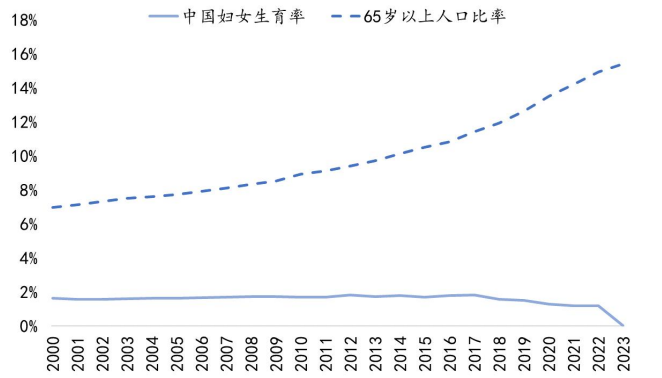
老龄少子化下，精神追求带动宠物数量持续扩容，渗透率提升。我国老龄少子化下，“一人户”家庭数量持续增大，宠物顺利补位家人、孩子、朋友的角色，成为消费者重要的精神寄托。23年我国养宠人数在高基数下继续高增7%，而宠物数量增长4%至1.22亿只，5年CAGR5.9%的增长。据测算，22年95后/90后/80后/80前养宠人群渗透率分别为33%/13%/7%/8%。展望未来，对标成熟市场，我国家庭养宠渗透率提升空间大，从年龄结构看，年轻一代受社交需求及互联网教育，随着逐渐进入社会及可支配收入提升，养宠可能性仍然较大，同时我国老年消费群体的消费力有望逐渐释放带动养宠增加，两端共振下，宠物赛道量增可期。

图表 99：结婚率走低



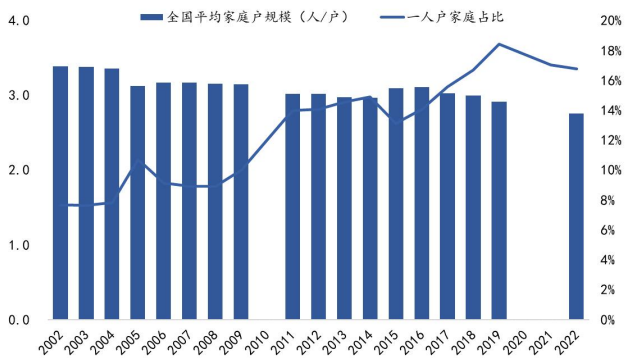
来源：ifind，华福证券研究所

图表 100：老龄少子趋势明显



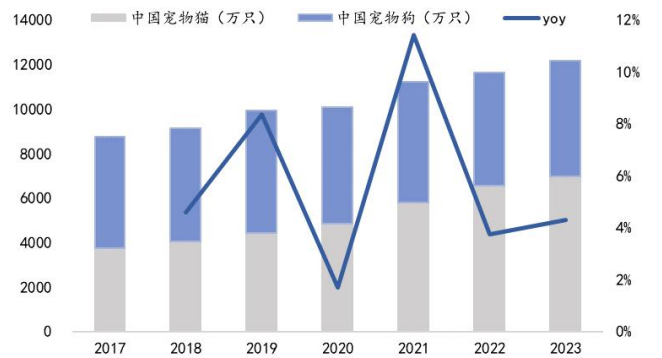
来源：ifind，华福证券研究所

图表 101：我国小家庭化趋势明显



来源：ifind，华福证券研究所

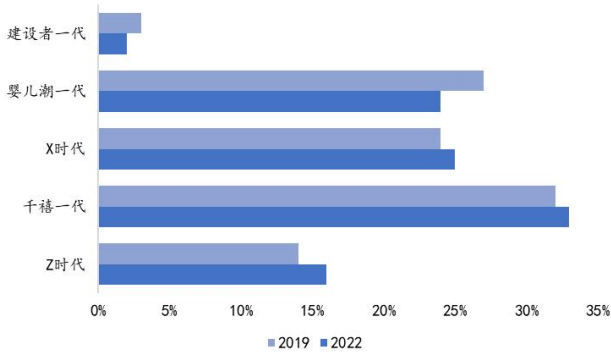
图表 102：我国宠物数量增长



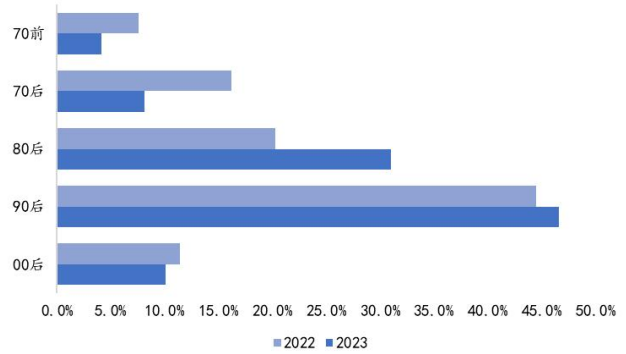
来源：宠物行业白皮书，派读宠物参考，华福证券研究所

图表 103：美国宠主年龄结构占比

图表 104：我国宠主年龄结构占比



来源: APPA, 依依股份公告, 华福证券研究所

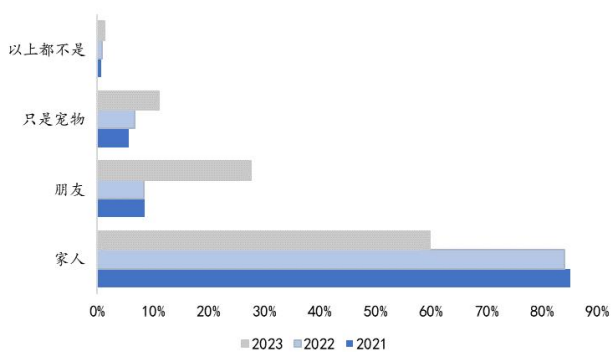


来源: 宠物行业白皮书, 依依股份公告, 华福证券研究所

**短期宠均支出波动不改长期趋势, 四条主线带动价增。** 23年宠均消费有所承压我们认为主要系: 1) 我国新增宠主当前以90后和00后宠主为主, 该部分消费者当前可支配收入较低, 因此宠均支出与高消费人群相比存在差距; 2) 高溢价的宠物用品、诊疗等下降, 且宠食国产替代趋势明显, 而国产宠食普遍价格低于同赛道下的进口宠食, 也对宠均支出有所扰动。3) 国内23年促销严重, 终端价格较低。

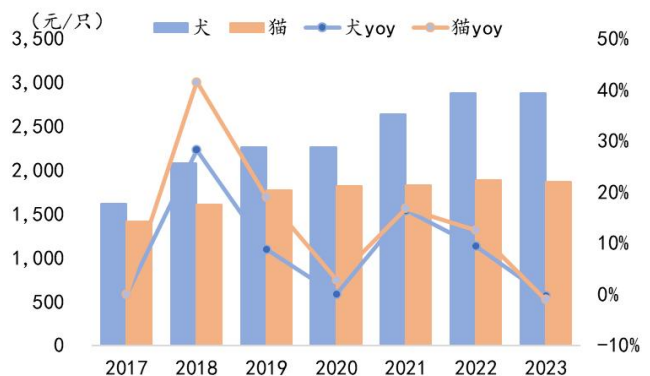
**虽短期受扰动, 但我们认为宠均支出未来仍有四大增长主线。** 1) **情绪价值:** 2023年我国有87.5%的人群将宠物视作亲友, 宠物拟人化激发消费者投入更多的感情, 从而能够转化为更高的宠均支出; 2) **收入增长:** 存量消费者随收入增长, 其可支配收入增加, 则带动在宠物消费上的预算增加; 3) **国产升级:** 国产宠食当前正向烘焙粮、冻干粮、双拼粮等工艺、原料等方面升级, 宠食升级带动宠均支出上行; 4) **宠物老龄化:** 我国宠物(特别是狗)未来将逐渐步入老龄化, 老龄化下, 一方面宠物用品和诊疗品类的支出将会增加, 另一方面高价的功能性食品占比将增加, 也会推动单宠消费支出增加。

图 105: 家人和朋友是对宠物的主要定位



来源: 宠物行业白皮书, 华福证券研究所  
注: 23年家人占比大幅下降而朋友占比大幅上升, 我们认为主要是因为23年80%以上新增宠主均为90后和00后, 该年龄段更多将宠物当做朋友

图 106: 宠均消费整体保持向上趋势



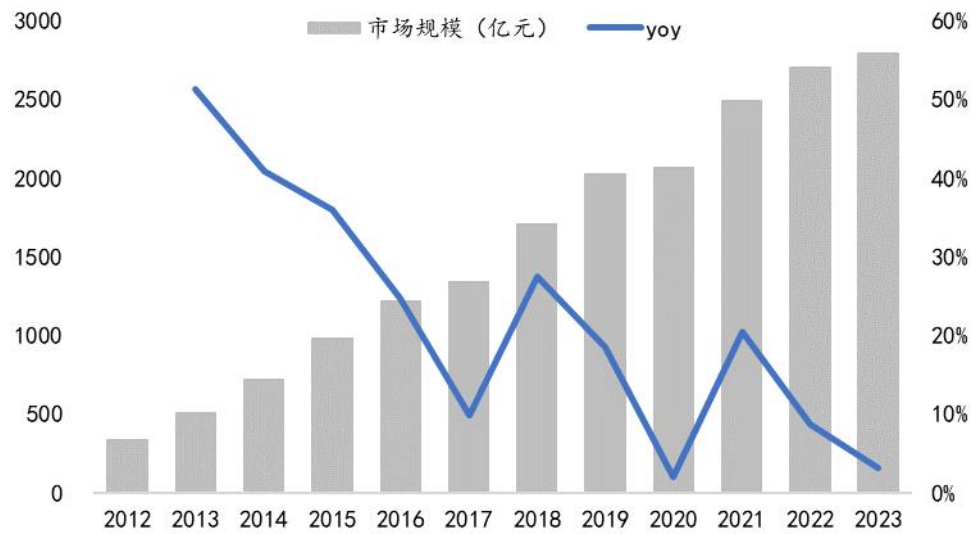
来源: 狗民网、中国畜牧业协会宠物产业分会、头豹研究院, 宠物行业白皮书, 依依股份公告, 华福证券研究所

中长期来看, 国内宠物市场仍然具备量价双增的逻辑, 正如我们在此前报告中的分析, 我们预计2028年国内宠物猫市场达到2053亿元, 5年CAGR9.48%, 宠物



犬市场达到 1984 亿元，5 年 CAGR5.93%，宠物市场规模达到 4037 亿元，5 年 CAGR7.65%。

**图表 107：预计 2028 年我国宠物市场规模达到 4037 亿元**



	2018 年	2023 年	5 年 CAGR	2028 年(预测)	5 年 CAGR
猫宠物市场规模 (亿元)	651.99	1305.26	14.89%	2052.87	9.48%
狗宠物市场规模 (亿元)	1056.00	1487.81	7.10%	1984.13	5.93%
中国宠物市场规模 (亿元)	1707.99	2793.07	10.34%	4036.99	7.65%

来源：宠物行业白皮书，36 氪，宠友汇，华福证券研究所

复盘 24 年 618，行业持续扩容，宠主处于尝新期，消费热点多变，新品类、新品牌仍有机会突围，国产替代趋势进一步明确。细分品类来看，风干/烘焙粮、老年犬粮、处方粮等高溢价的细分品类高速增长，并且零食类国产品牌优势稳固，麦富迪、顽皮、zeal、爵宴等品牌纷纷上榜 TOP10。主粮类国产品牌凭借新原料、新工艺和新渠道实现突围，其中蓝氏、鲜朗、麦富迪、弗列加特等品牌强势霸榜，表明主粮赛道国产替代明显且高端化产品逐渐受到消费者认可。直播仍然是当前流量聚集地，天猫、京东直播方式表现出色。

图表 108: 24 年 618 期间天猫和京东平台主要数据

天猫		京东		天猫直播	京东直播
猫全价风干/烘焙粮	110%	全周期成交量	42%	店铺直播成交同比超 50% 垂类达人直播成交同比超 70% 超 50 直播间成交破百万 超 200 个直播间同比增速超 100%	全直播观看人数同比提升 207% 直播成交用户数同比提升 193% 店铺直播新开插商家 283 家, 同比提升 504% 品牌直播销售额同比增长 292% 采销直播间高潮期场均破万单, 成交金额同比提升 217%
猫全价处方粮	60%	猫粮烘焙粮	170%		
狗全价风干/烘焙粮	50%	猫主食冻干	186%		
狗全价处方粮	40%	猫湿粮	149%		
猫条	30%	猫零食礼包	2615%		
猫零食湿粮	35%	老年犬粮	167%		
狗冻干零食	70%	狗零食礼包	273%		

来源: 宠物行业白皮书, 华福证券研究所

图表 109: 24 年 618 期间天猫和京东平台猫狗食品榜单

天猫				京东			
猫主粮	猫零食	狗主粮	狗零食	猫干粮	猫湿粮&猫零食	狗干粮	狗湿粮&狗零食
鲜朗	麦富迪	麦富迪	麦富迪	皇家	巅峰	伯纳天纯	麦富迪
皇家	网易严选	伯纳天纯	爵宴	渴望	麦富迪	麦富迪	爵宴
蓝氏	希宝	皇家	疯狂小狗	网易严选	珍致	皇家	疯狂小狗
诚实一口	瓜洲牧	爱肯拿	zeal	麦富迪	顽皮	渴望	zeal
弗列加特	朗诺	鲜朗	顽皮	蓝氏	网易天成	比乐	顽皮
渴望	顽皮	比乐	嬉皮狗	百利	希宝	网易严选	宝路
instinct	阿飞和巴弟	诚实一口	益和	爱肯拿	皇家	疯狂小狗	益和
网易严选	万物一口	汪爸爸	雅礼颂	素力高	蓝氏	冠能	巅峰
麦富迪	江小傲	力狼	凡可奇	冠能	朗诺	爱肯拿	hellojoy
爱肯拿	领先	渴望	凯锐思	卫仕	领先	海洋之星	蒙贝

来源: 宠物行业白皮书, 华福证券研究所

各公司战报:

**乖宝宠物:** 麦富迪 24 年霸榜天猫、抖音、拼多多平台 618 期间品牌综合排名第一, 京东平台品牌综合排名第二, 麦富迪+弗列加特全网销售额突破 4.7 亿元/+40%, 其中弗列加特/barf/双拼粮/羊奶肉销售额分别超 1.00/0.44/0.32/0.19 亿元, 高端系列弗列加特/barf 同比高增 230%/126%。细分品类来看, 麦富迪在天猫平台取得宠物食品及用品、全价狗主粮、猫零食、狗零食四榜第一, 京东平台宠物食品级用品/全价狗食品/猫零食/狗零食第 2/1/1/4 名, 弗列加特获天猫平台品牌综合榜/全价猫主粮/猫全价冻干粮/猫全价风干、烘焙粮/猫全价湿粮、主食罐品牌榜第 8/5/1/2/2 名, 抖音平台品牌综合排名第五。麦富迪行业第一位置稳固, barf 系列和弗列加特定位高端猫粮产品, 在猫主粮赛道强势追击, 看好两大品牌势能持续释放, 及高端化占比提升下, 公司营收及利润持续双轮增长。



**佩蒂股份：**618 期间，爵宴三大平台累计 GMV2500 万元，同比提升 67%，为天猫狗零食品牌榜、京东狗零食累计成交品牌榜第二。其中纯脆肉干产品斩获抖音幼犬零食爆款榜、天猫狗零食累计交易榜和京东狗零食累计成交单品榜三榜第一，同时新品方面，美食家狗罐获天猫狗零食罐交易量第一，风干粮获抖音鸭肉味主粮爆款榜、京东风干狗干粮榜第一，公司通过高端化狗零食切入国内宠物市场，已成功占领消费者心智，主粮新品首战告捷，期待后续精细化喂养下，公司自有品牌弹性进一步释放。

**中宠股份：**顽皮位列天猫猫零食品牌榜/天猫狗零食品牌榜/京东猫湿粮&猫零食品牌榜第 6/5/4 名，子品牌领先位列天猫猫全价烘焙粮品牌榜/天猫猫零食品牌榜/京东猫湿粮&猫零食品牌榜第 4/10/10 名，zeal 位列京东狗零食品牌榜第四。公司在零食品类持续领跑，子品牌在猫主粮赛道表现出色，期待后续顽皮调整结束后下半年的增长。

图表 110：麦富迪+弗列加特 618 间全网销售额同增 40%



来源：公司公众号，华福证券研究所

图表 111：爵宴 618 期间三平台销售额同增 67%

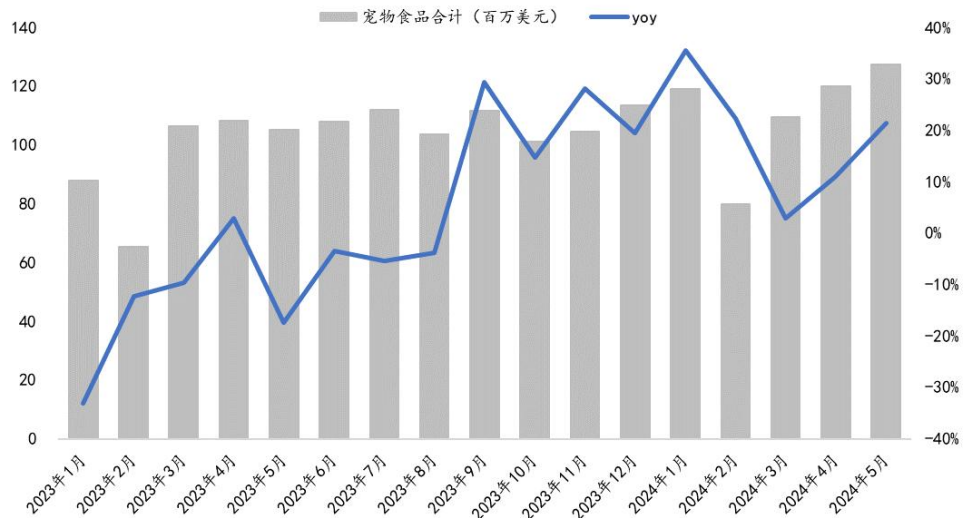


来源：公司公众号，华福证券研究所

出口端看，5 月出口宠食量同比高增 31% 至 3.06 万吨，以美元计价下，出口额同增 21.4%，环比 3、4 月增幅进一步扩大。其中主要出口地区美国 5 月出口量/出口额分别同增 20.22%/17.40%，继续保持高速修复，出口低基高增的情况预计将维持到 Q3。国内上市公司出口情况与行业端共振。



图表 112: 出口宠食 5 月继续高速增长



来源：海关总署，华福证券研究所

从汇率及成本端，均利于出口型企业，24Q1 上市公司利润端表现良好，建议关注 Q2 订单情况及同环比改善情况。国内来看，它博会及 618 期间的良好表现进一步展现国内宠物市场活力。建议关注国外恢复较快、国内自有品牌持续深耕的企业。重点关注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股份，食品和用品双轮驱动的源飞宠物。

#### 4.4 健康化需求迎来添加剂和餐饮大 B 供应商的新篇章

近期，无论“315 预制菜风波”、“饮料分级政策”等事件均指向消费者对食品健康以及的关注度持续提升。因此，食品原料端的健康化迭代和升级是当前食品饮料企业发展的主线之一，这也为天然甜味剂以及中高端奶油等行业带来逆周期渗透率提升的机会。

##### 4.4.1 减糖成为全球消费共识，甜味剂需求持续提升。

随着消费者健康意识的不断增强和各国减糖政策的推出，“减糖”逐渐成为新的消费趋势，由于代糖在产生甜味的同时可不参与代谢、低/无热量、慢/不升高血糖，行业规模快速扩容。而相较于人工代糖，天然代糖具备更好口感以及安全性。

天然代糖一般分为两类：一类为通过植物提取得到，甜度较高，甜度倍数一般为蔗糖的 200 倍以上，包括甜菊糖苷、罗汉果苷、甘草素等；另一类为糖醇类或稀有糖类功能性甜味剂，甜度倍数为蔗糖的 0.6-1.2 倍，包括木糖醇、山梨糖醇、赤藓糖醇、麦芽糖醇、阿洛酮糖等。

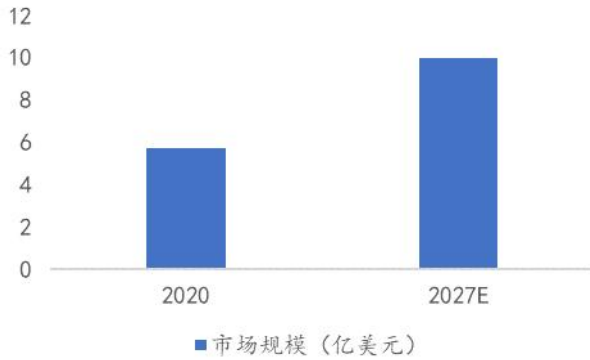
图表 113: 主要甜味剂品种属性对比

类别	安全性	甜度倍数	甜价比	升糖指数	口感特性	副作用	
天然甜味剂	木糖醇	安全	1.2	0.04	7-13	微清凉感	摄入量过高会引起腹泻
	山梨糖醇	安全	0.5-0.7	0.05	9	微清凉感	摄入量过高会引起腹泻
	赤藓糖醇	安全	0.6-0.7	0.03	0	微清凉感	摄入量过高会引起腹泻
	麦芽糖醇	安全	0.75-0.95	0.04	35	味道纯正, 接近蔗糖	摄入量过高会引起腹泻
	阿洛酮糖	安全	0.7	0.014-0.028	0	与蔗糖相近, 柔和细致	-
	甜菊糖苷	ADI: 4mg/kg	200	0.91	0	甘草味和薄荷醇味, 苦涩味浓重	-
	罗汉果甜苷	安全	300	1.25	0	清凉感、涩后味、甘草后味	-
人工甜味剂	糖精	ADI: 2.5mg/kg	500	12.5	0	后味苦	三级致癌物, 过量服用会中毒
	甜蜜素	ADI: 7mg/kg	50	3.33	0	余味欠佳	过量使用或危害肝脏及神经系统, 美国市场已经禁用, 国内对各类食品中的添加量设定了限制
	阿斯巴甜	ADI: 40mg/kg	200	2.5	0	纯正	被列为 2B 类致癌物
	安赛蜜	ADI: 15mg/kg	200	3.33	0	金属味	可能具有致癌性及神经毒性, 曾被 FDA 拒绝批准作为代糖使用
	三氯蔗糖	ADI: 16mg/kg	650	3.25	0	较纯正	-
	纽甜	ADI: 17mg/kg	6000	20	0	纯正	-

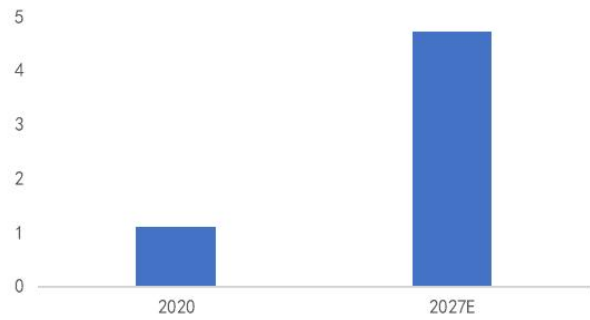
注: 蔗糖升糖指数在 60 以上, 甜价比为 1, 其他甜味剂甜价比以蔗糖为基准, 随价格波动变化  
来源: 华经产业研究院、公司公告、华福证券研究所

**植物提取甜味剂兼具口味与健康, 应用场景广泛, 更具替代优势。**植提甜味剂兼具植物提取天然健康和代糖甜味替代的优点, 不仅甜度高热量低, 并且普遍无毒、无副作用。目前主流植物提取甜味剂为甜菊糖苷何罗汉果甜苷, 在食品、医药、饮料等行业的使用渗透率逐年提升。

**甜菊糖苷被誉为是“世界第三天然糖原”, 因其具备低热量、高甜度、稳定性良好、价格便宜等特点得到广泛使用; 而罗汉果甜苷需求快速提升, 原产地充分享受区位优势。**根据观研天下数据, 2020 年全球甜菊糖市场规模约 5.7 亿美元, 预计 2027 年将达到 10 亿美元左右, 年复合增速为 8.4%; 而 2020 年中国甜菊糖市场规模为 9940 万美元, 预计到 2027 年中国的甜菊糖市场规模将达到 2.267 亿美元, 复合年增长率为 12.5%, 成为甜菊糖市场增速最快的国家, 其次为美国 (10.3%)、加拿大 (9.1%) 等。罗汉果喜温, 不耐严寒, 需要适宜的种植温度, 对土壤也有一定的要求, 多种植于我国广西一带。从全球需求端看, 根据 Bussiness Research Insights 数据, 2020 年全球罗汉果提取物市场规模为 1.1 亿美元, 预计到 2027 年将达到 4.7 亿美元, CAGR 达 22.8%, 属于甜味剂中高速成长的明星品种。


**图表 114: 甜菊糖苷全球市场规模**


来源: 观研天下、华福证券研究所

**图表 115: 罗汉果提取物全球市场规模 (亿美元)**


来源: Business Research Insights、华福证券研究所

**合成生物学制备方式打开行业植提甜味剂成长新路径。**传统植物提取方式受限于原材料属性,部分稀缺优质成分天然含量极低,若通过植提方式获取,成本高昂的同时无法实现稳定批量生产。相较于传统的植提技术,合成生物学酶转化法在经济、环保、效率、规模等方面都具有较大优势,其产出率可达传统植提法的 50 倍,终产品纯度更高,同时可以在保证终产品纯度的同时控制其他物质的产出,以此确保产品风味的一致性。

**图表 116: Reb M 为例两种制备方法横向对比**

	传统植物提取法	酶转化法
简述	以甜叶菊为原料,经提取、精制而得到 Reb M	以高纯度甜菊糖苷 Reb A 为原料经酶生物转化得到 Reb M
技术路径	叶片→物理提取技术→Reb M	叶片→物理提取技术→Reb A→酶反应→分离提纯→Reb M
工艺成熟度	成熟	成熟
终产品纯度	≥50%	≥95%
产出率	1 吨甜叶菊可提取 1.6kg Reb M	1 吨甜叶菊可产出 88.2kg Reb M
市场准入	在全球 100 多个国家获准使用	除日本、韩国外大部分国家与地区,中国于 2024 年 3 月 13 日第一次审批通过酶转化法

来源: 食业头条、食品圈、ID 资本、华福证券研究所

植提甜味剂顺应当今天然、健康等消费意识崛起,整体行业处于快速扩容阶段。而其中的主流产品甜菊糖苷及罗汉果甜苷在下游已逐步占据消费者心智,渗透率逐步提升且远未到其规模上限,正处在快速增长的黄金时期。而合成生物学制备路线的研发以及工业化落地,则进一步打开植提甜味剂的产品开发思路以及下游应用空间。在行业快速扩容的 Beta 下,建议关注植提甜味剂龙头企业莱茵生物。

功能性糖醇市场规模近年不断扩容,产销齐升。伴随着全球无糖/低糖的消费风

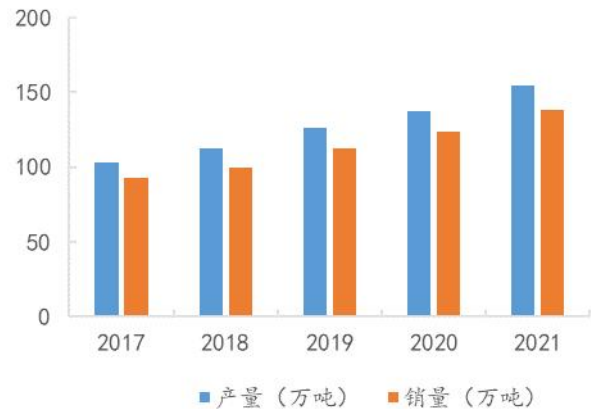
潮以及复配技术的不断优化，高倍甜味剂与糖醇类甜味剂的复配已成为目前最为常见的甜味解决方案，一方面通过风味增强和遮蔽可形成接近蔗糖的较好口感，另一方面也可降低甜味剂的使用成本。根据华经产业研究院数据，中国糖醇行业市场规模由 17 年的 54.22 亿元增长至 21 年的 89.78 亿元，CAGR 达 13.4%。同时糖醇产销规模也随之稳步扩张，2021 年我国糖醇产量为 154.38 万吨，同比增长 12.31%；销量为 138.01 万吨，同比增长 11.98%。而根据 Global Industry Analysts 预测，2030 年全球糖醇行业市场规模预计将达到 77 亿美元。

图表 117：2017-2021 中国糖醇行业市场规模及增速



来源：华经产业研究院，华福证券研究所

图表 118：2017-2021 中国糖醇产量及销量



来源：华经产业研究院，华福证券研究所

功能性糖醇受益于其除提供甜味外更多元的功效，使其相较于人工甜味剂以及植物提取甜味剂具备更广阔的应用空间。而其主要品类的稳定需求以及较长的生命周期，也使得其行业竞争相对有序，格局较为稳固。但其较低的甜价比以及仍具备热量和升糖指数一定程度上也使其在甜味剂应用层面未来可能较难出现爆发式扩容。主要品类山梨糖醇、麦芽糖醇以及木糖醇未来中期 CAGR 均为中高个位数，整体市场处在稳健扩容阶段，建议关注国内功能性糖醇龙头企业华康股份以及阿洛酮糖龙头企业百龙创园。

#### 4.4.2 奶油行业高端化趋势有增无减，国产奶油占比有望提升

奶油结构升级，高端化趋势显现。奶油主要分为动物奶油（稀奶油）、含乳脂植脂奶油、植脂奶油。随着消费者健康化理念的不断加深，部分含有对人体健康不利的反式脂肪酸的低价值植脂奶油逐渐不能满足当前消费者的需求。含乳植脂奶油兼具动物奶油奶香浓郁和植脂奶油塑性能力强的优点，价格适中，需求快速扩容。高价值动物奶油契合健康高质消费理念，需求高速增长，市场前景广阔。2018 年-2022 年国内植脂奶油生产量 CAGR 为 1.65%；国内淡奶油生产量 CAGR 为 9.12%；稀奶油进口量 CAGR 为 18.67%。

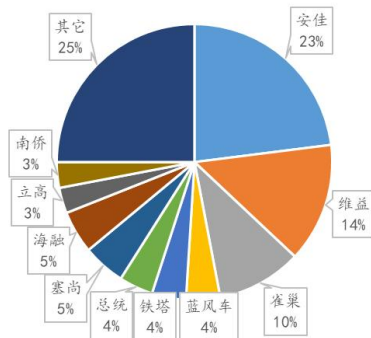
图表 119：各品类奶油对比

奶油种类	植脂奶油		动物奶油	
	纯植脂奶油	含乳脂植脂奶油	乳脂植脂混合奶油	纯动物奶油
原料及制备过程	是以水、糖、食用植物油、食用氢化油、乳制品等加工而成	在植脂奶油中添加乳脂成分制成	以牛奶中天然乳脂成分为主, 添加一定植物油脂如棕榈油、椰子油	以乳为原料, 分离出含脂肪的部分, 经加工制成的脂肪含量 10%到 80%的产品。乳脂含量越高, 打发速度越快。乳脂含量越低, 打发率越高
口感	化口性差、口感不好	相比纯植脂奶油, 口感更好	奶味香, 甜度低, 口感更好	口感细腻、奶香浓郁
性能	打发性好、稳定性和操作性强		相较纯动物奶油稳定性提高, 打发率较纯动物奶油高	打发率较乳脂植脂混合奶油低
保质期	一年, 可以冷冻保存		6-9 月, 不可冷冻保存, 需冷藏	
营养	有可能有无法被人体消化吸收的反式脂肪酸, 但是高品质植脂奶油反式脂肪酸含量低于 0.3%。脂肪含量多在 15%-25%		脂肪含量一般在 26%-32%	脂肪含量一般高于 35%

来源：观研天下，海融科技招股说明书，立高食品公告，华福证券研究所

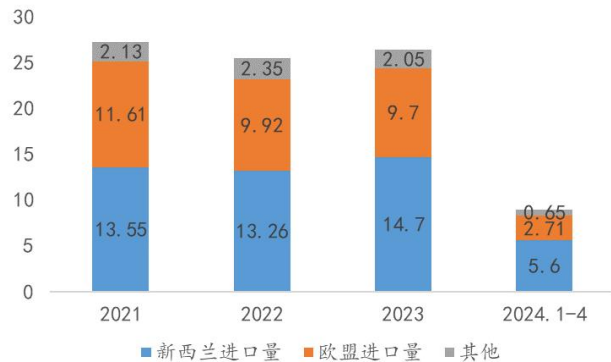
动物奶油国外品牌知名度较高，安佳占据统治地位，国内厂商份额较低。国外奶油发展较早，国外动物奶油品牌在国内市场有更大的知名度和认可度，因此我国动物奶油进口依赖度比较高。2013 年安佳进入中国市场后主动扩展团队进行下沉，2022 年市占率预计为 23%。美国维益最早发明植脂奶油，1997 年进入中国市场，早期市占率可达 90%，2022 预计市占率为 14%。雀巢优势集中在餐饮、咖啡渠道，2022 年市占率预计为 10%。其他外资品牌如蓝风车、总统、铁塔等是国内总代模式，2022 年市占率预计为 4%。此外，本土品牌中海融、塞尚、立高、南侨规模较大，2022 年市占率预计分别为 5%/5%/3%/3%。

图表 120：2022 年中国奶油行业竞争格局预测



来源：观研天下，华福证券研究所

图表 121：我国奶油进口格局（万吨）



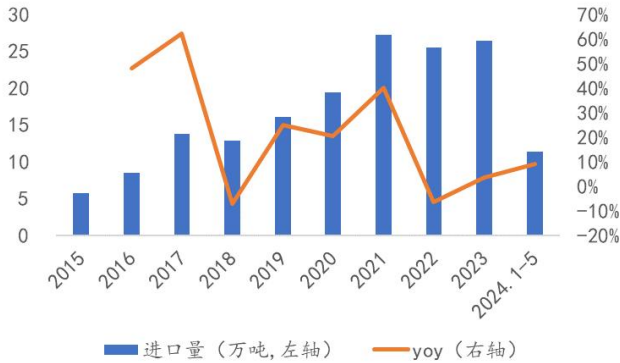
来源：奶业经济观察，华福证券研究所

奶油迎来国产替代发展机遇，国产奶油占比有望提升。国外品牌由于发展稀奶油较早，基础比较深厚，所以目前我国稀奶油还需要从国外大量进口，但是国外稀



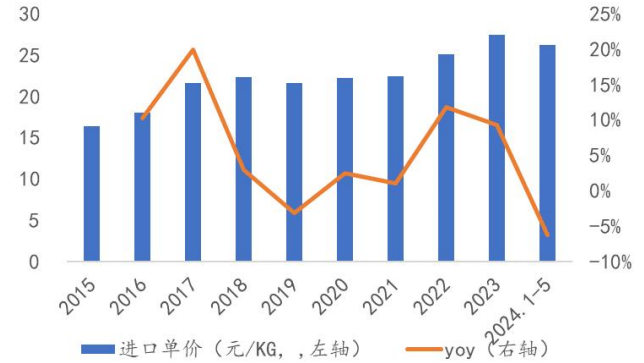
奶油面临价格较高和供应链的问题。稀奶油保质期短，易融化必须及时冷藏保存，进口稀奶油运输成本较高，同时运输时间较长可能导致产品临期。尤其 2022 年后由于国际局势、疫情、供应链等各类因素的影响，进口量及进口单价均出现下滑。

图表 122：我国进口奶油总量下滑



来源：中国海关，华福证券研究所

图表 123：我国进口奶油单价下行



来源：中国海关，华福证券研究所

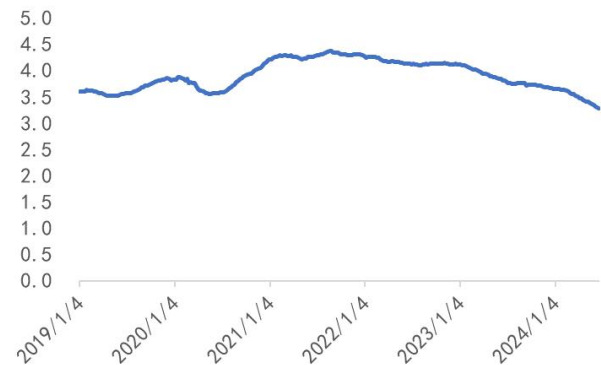
国产稀奶油具备价格和供应链优势，进口替代需求快速扩张。稀奶油的主要原料为牛乳，目前我国原奶产能过剩、价格下行，为国内稀奶油的生产提供了原料价格优势；同时供应链方面，运输时间相较更短，运输成本更低，保质期更为新鲜。国产奶油龙头企业也纷纷布局稀奶油、淡奶油赛道，产能扩张积极，国产奶油已进入进口替代的快速发展阶段。建议重点关注国内烘焙供应链龙头企业海融科技、立高食品、南侨食品。

图表 124：国内奶油龙头企业产能规划

	海融科技	立高食品	南侨食品
现有产能	13.1 万吨	6.85 万吨	2.98 万吨
在建产能	10.2 万吨	6 万吨	2.7 万吨

来源：公司公告，华福证券研究所

图表 125：国内原奶价格持续下行 (元/KG)



来源：iFind，华福证券研究所

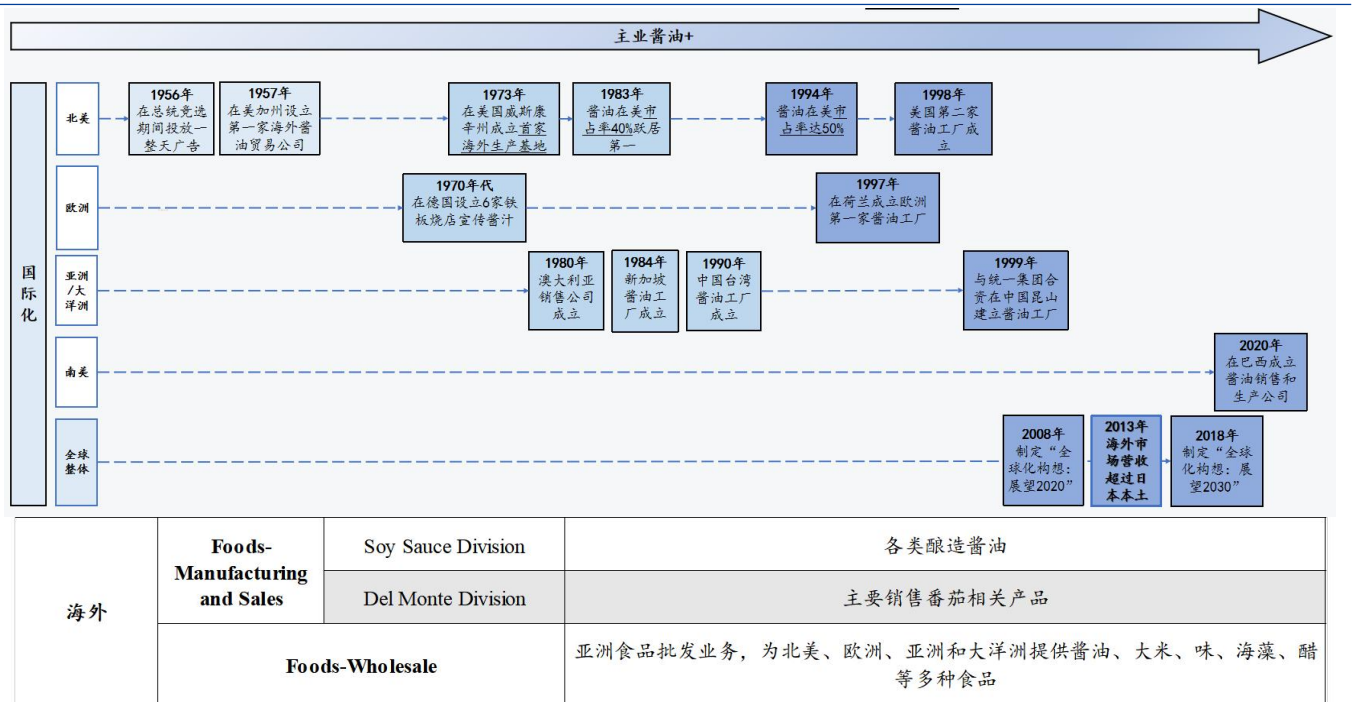
## 5 食品饮料及上下游产业链的出海机会

以邻为鉴，品牌国际化是一个宜早不宜晚，“十年磨一剑”的过程；例如，坚持出海的龟甲万，先营销再建厂、从 0 到 1 挖掘需求、“主业+”等皆成为其全球化的成功路径。



日本调味品龙头龟甲万草创时期便开始布局海外市场；19世纪，东方酱油独特口味、稀缺供给很快成为欧洲人眼中的“黑色黄金”，同时公司出口美国，并于1879年在加州注册商标。20世纪的工业化进一步提升公司酱油供给能力，1939年酱油出口就占每年产量的10%。尽管二战一度中断出口，但伴随1949年出口解禁与成功上市，公司丰富产品矩阵、扩产能、抢占国内市场话语权。同时，公司积极培育出口第二曲线，并通过“先营销再建厂”、日料营销等手段，在暂未具备日式酱油食用习惯的土壤上“创造需求”。例如（1）北美：1957年公司在美国加州设立第一家海外酱油贸易公司，待品牌、渠道基础牢固后，1973年在美国成立首家海外酱油生产基地，1983年便以40%市占率成为美国酱油龙头品牌等；（2）欧洲：通过日料餐饮培育客群，设立，1997年在荷兰成立欧洲第一家酱油工厂；（3）亚洲&大洋洲：1980年先在澳大利亚设立销售公司，1984/1990年分别在新加坡和中国台湾设立酱油工厂，99年合资在中国昆山建立酱油工厂。总之，伴随公司全面推进全球化战略，2014年海外营收占比超过国内，2023财年海外营收占比76%，营业利润占比达88%；而就酱油板块而言，23财年海外营收占比达73.6%。

图表 126: 龟甲万酱油等主业国际化历程



来源：龟甲万公告，公司官网，华福证券研究所

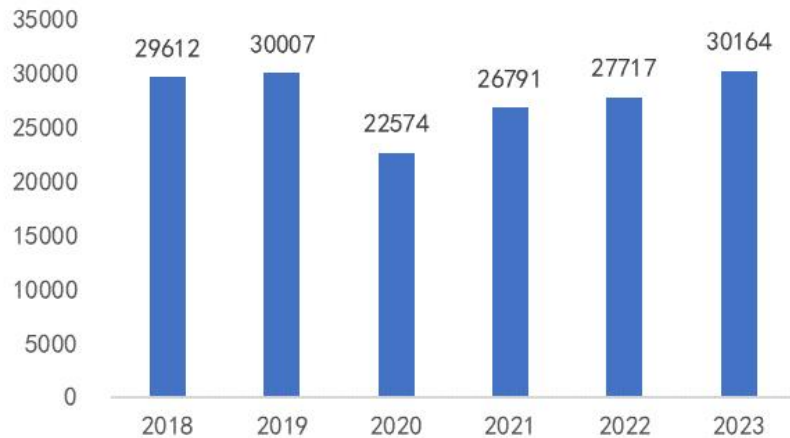
### 5.1 国际餐饮市场空间广阔，文化输出引领品牌出海

从疫情影响中快速恢复，国际餐饮市场规模不断攀升。根据窄门集团和番茄资本发布的数据，国际餐饮市场规模在2020年前保持增长态势，2019年一度达到高点30007亿美元。2020年由于疫情影响下降至22574亿美元。后续随着疫情得到控制，国际经济形势恢复，2023年市场规模已突破2019年高点，回升至30164亿美元，21-23年CAGR为6.1%。国际餐饮市场规模持续扩张，为中餐出海带来弹性发展空间。





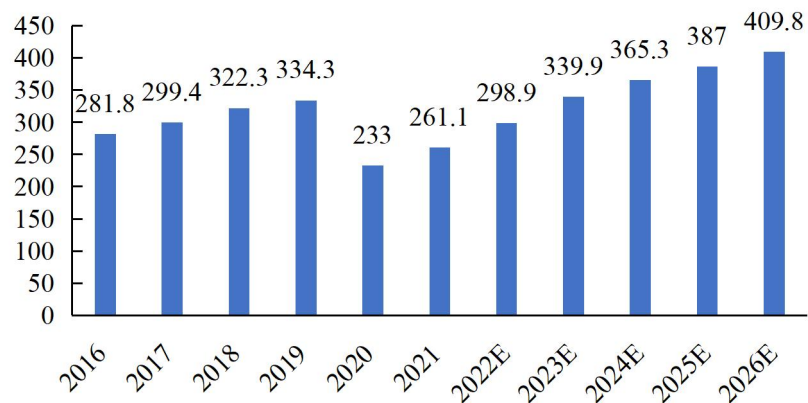
图表 127: 全球餐饮市场规模 (亿美元)



来源: 窄门集团、番茄资本、笔记侠公众号、华福证券研究所

**中式餐饮兼具文化属性, 引领市场份额不断提高。**随着中国的国际影响力日益增长, 文化软实力不断提升, 中式餐饮随中国文化传播至全球。结合中餐适应当地消费者饮食习惯与文化的创新, 国际市场对中餐的接受度随之提升。根据特海国际招股说明书数据, 中餐在国际市场的份额占比已从 2016 年的 9.7% 上升至 2021 年的 9.9%; 预计到 2026 年, 中餐的国际市场规模将从 2021 年的 2611 亿美元增长至 4098 亿美元, CAGR 达 9.4%, 市场份额增长至 10.8%。

图表 128: 国际市场的中式餐饮的市场规模 (十亿美元)



来源: 特海国际招股说明书、华福证券研究所

**IP 输出中华文化, 品牌出海引领发展。**海底捞作为中餐出海的优秀典范, 其优质的产品以及丰富的中华文化活动, 得到了海外华人与外国消费者的喜爱, 公司重视顾客感受, 将为顾客提供热情且创新的服务作为宗旨, 力图为顾客带去快乐的用餐体验。延续国内门店的成功经验, 海底捞海外门店提供免费美甲、为等候区顾客准备免费小吃饮料、川剧变脸、扯面表演等周到且富含中华元素的服务。同时公司鼓励让员工自行发现最佳待客之道, 并由当地习俗及文化规范调整服务的方法, 如公司筹办主题活动并装饰餐厅以庆祝复活节及万圣节等节日。海底捞通过“餐饮+文



化输出”的方式，为中餐企业指明品牌出海的方向。建议关注精细化运营，文化输出典范的特海国际。

图表 129：海底捞变脸表演输出中华 IP

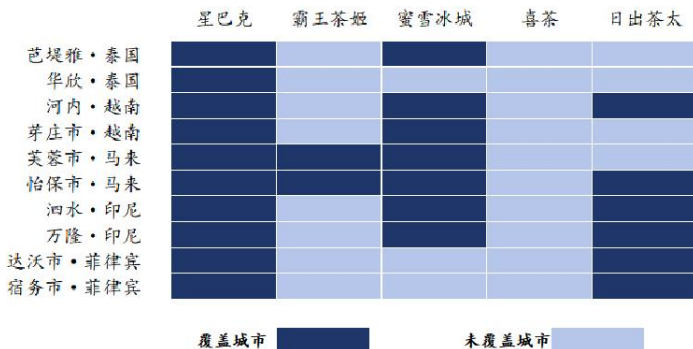


来源：新浪、华福证券研究所

5.2 餐饮品牌积极出海，催生供应链海外扩张机会

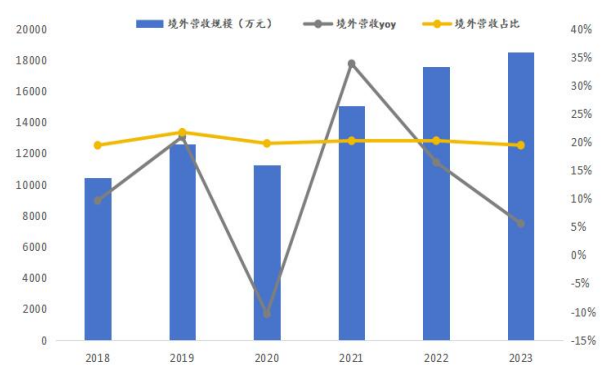
餐茶饮加速出海步伐，或催生供应链扩张机会。2023 年是中国餐饮品牌出海元年；包括出海品类更多元，例如茶饮，咖啡，火锅，面条，面点等；市场选择更多元，除了聚焦东南亚，也积极发力“一带一路”国家；出海模式更为多元，包括加盟，特许经营，合伙等经营形式等；以蜜雪冰城为例，其凭借高效供应链、广泛场景适应性等优势在东南亚的门店已经逼近 4000 家。而伴随餐饮相关品牌加速走向国际市场，上游企业也加快出海步伐；那些在海外已具备先发优势的公司有望充分收益。例如，海融科技是国产奶油龙头企业，90%+收入由奶油类产品贡献；而产品的最终客户主要是烘焙食品及餐茶饮连锁和加工销售企业。公司境外收入以印度、泰国等东南亚国家为主，2017 年以来营收表现与公司整体规模扩张节奏接近，销售占比稳定在 20%左右。具体来看，公司已经在印度生产基地实现本土化自产自销，同时 23 年分别在菲律宾、土耳其、马来西亚设立销售子公司，加快周边、欧洲等市场开拓，未来海外市场有望成为公司加速成长的重要抓手。

图表 130：对比星巴克，我国茶饮品牌在东南亚出海空间很大



来源：36 氪出海，华福证券研究所；截止 2024/3/31

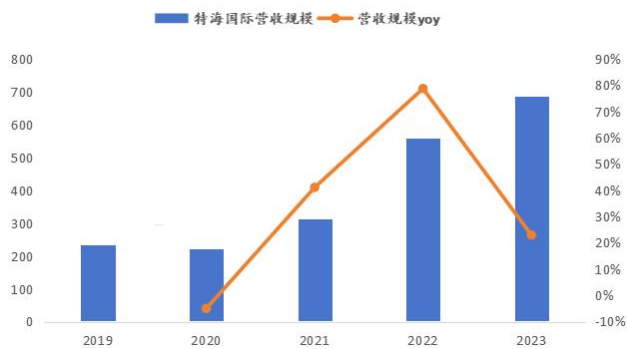
图表 131：海融科技境外业务稳健增长，占比同样稳定



来源：公司公告，华福证券研究所

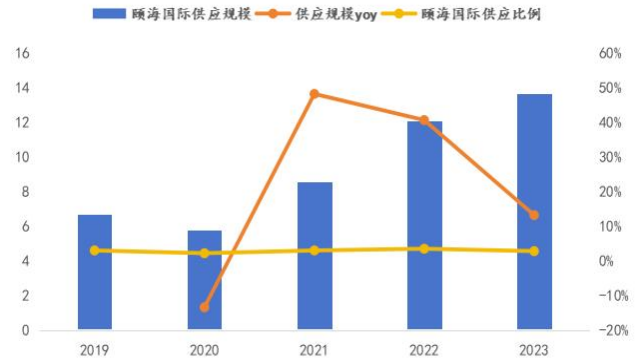
**颐海国际通过跟随品牌龙头出海，强化境外市场增长抓手。**除了本身在海外具备先发优势，深度绑定出海餐饮龙头的供应链企业同样具备发展前景。换言之，国内知名餐饮品牌率先布局海外并取得快速成长，从而带动关联供应链快速发展。例如，特海国际是海底捞旗下负责海外市场管理的上市公司，主要针对国际市场经营火锅类餐厅；而颐海国际是特海国际核心底料供应商，也是经营关联方。伴随特海国际在海外门店加速扩张、营收规模迅速提升，颐海国际对特海的供应规模快速增长至 1300+万美元，2019-23 年期间 CAGR 接近 20%，尤其 21-22 年平均增速约 44.5%。此外，颐海国际整体海外收入达 3.77 亿元，占总营收比例约 6%。海外产能部署方面，颐海产能集中在东南亚市场。其中，马来西亚工厂已于 20 年初投产，主要服务马来本土+新加坡市场，近年进展较快；而泰国工厂以火锅底料及复调等产品为主，年规划产能为 1.5 万吨，已于 23 年 Q2 投产。自此，公司海外供应链初步建立；未来公司深化东南亚市场，同时逐渐供应海外其他区域市场，如欧美、日韩等主流市场。因此建议关注跟随关联方特海扩张、泰国工厂投产强化增长抓手的颐海国际。

图表 132：特海国际近年快速增长



来源：特海公司公告，华福证券研究所

图表 133：颐海国际供应特海的规模及增长



来源：特海公司公告，华福证券研究所

### 5.3 产能出海应对时代变局，提升增长质量

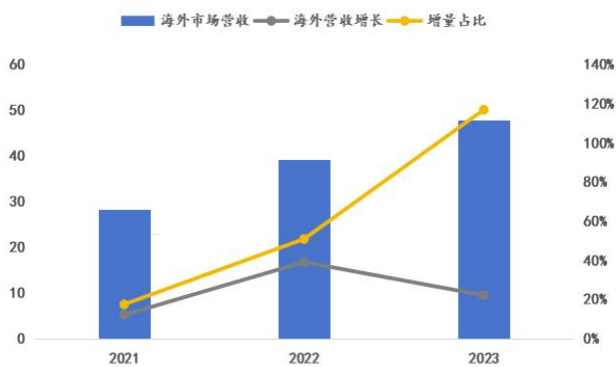
产能出海是品牌出海过程中强化竞争力、夯实全球市场的第二阶段；可以对冲地缘贸易风险，灵活应对宏观经济环境变动；也可以是针对全球产业链中供需矛盾的投资布局。

对于安琪酵母，海外产能扩张对于把握海外市场机遇、促进盈利能力改善至关重要。首先，酵母是一门刚需、重资产、高门槛生意；故供给格局相对稳定，例如，烘焙酵母市场主要由国内的安琪酵母以及乐斯福、英联马利等共同主导，CR3>60%。其中，安琪早在 96 年就开始布局出口市场，以中亚俄罗斯为主；2013 年，公司瞄准中东、北非等新兴市场酵母需求机遇（2012-16 年非洲酵母进口市场 CAGR11.7%），开始在埃及设立第一个海外工厂；埃及工厂投产后的供不应求与满产后的高利润进一步驱动公司设立俄罗斯工厂与扩建原工厂。期间国内需求欣欣向荣，ye 等衍生品充分受益于消费升级，公司产能扩充集中在国内，同时有序发展出口、海外工厂。

直到近年国内需求增长放缓、份额高度集中，公司加码海外市场，包括拓区域、扩新商、开大B。2019-2023年，安琪酵母海外经销商数量保持双位数增长，海外单商年收入从2021年约68万元增长至23年约89万元；近年海外业务已成为引领公司增长的核心驱动力，2021-2023年海外营收增量占比分别为17%/51%/117%。最后，剔除国内，安琪在全球市占率不到10%，未来提升空间大。

此外，地缘政治冲击全球供应链，推高原料以及运输等成本，同时贸易逆全球化加剧。以安琪为例，公司国内出口产品以2B为主，并凭借性价比优势持续开拓市场；而近年疫情、地缘政治事件导致糖蜜原料、运费攀升，并大幅削弱出口价格优势。另一方面，安琪出口海外B端产品吨价低，而国内糖蜜原料价格相对更高，故盈利能力也相对一般。因此，从中长期看，安琪扩充海外产能对于把握全球市场机遇、提升盈利能力都很关键。今年，公司埃及、俄罗斯工厂合计接近3万吨新产能即将投产，同时东南亚产能规划在逐步落地。

图表 134: 近三年海外营收, 增长及增量占比 (亿元, %)



来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 135: 海外持续招商、下沉 (家, 百元, %)



来源: 公司公告, 华福证券研究所

对于家联科技来看，海外产能布局有望深化公司护城河，赋能主营业务高速发展。公司产品与渠道口碑良好，渠道粘性强，多年与海外下游知名企业合作成为有力证明，海外渠道的不断拓展是公司产品经得起考验的表现。海外塑料制品存量市场份额仍在，近年来公司深耕海外市场，不断与国外知名企业达成合作，塑料制品业务增长空间巨大，公司已经构筑起了渠道、技术、产品三道护城河。**渠道粘性是公司塑料制品业务的第一道护城河，后来者价格战略不易撼动。**公司海外大客户更加关注采购产品高质量的稳定性，和对自身品牌形象的维护，公司现有竞争优势不易被后来者的产品价格优势取代。**PLA 改性技术是公司的第二道护城河。**公司专注改性材料及制品研究，连续攻克了PLA材质耐温、耐摔等技术难题。家联通过自主研发并掌握对生物降解材料进行定制化改性的工艺技术和流程，以PLA（聚乳酸）为基础的生物降解改性材料现已取得多项专利并投入规模化生产，可以满足不同品类的产品生产需求。**多元化产品满足不同客户的需求是公司的第三道护城河。**公司



注塑、吸塑、吹膜、吸管等应用领域都有领先技术，可以从设计、模具开发、工艺调整、到生物全降解产品生产，提供全方位一站式原料及技术服务。

图表 136：家联科技公司护城河



来源：招股说明书、华福证券研究所

**产能出海，穿越周期。**家联科技公司于 2023 年 5 月通过了拟设立泰国子公司并投资建设生产基地的议案，美国市场为公司最主要的海外销售市场，若今后中美贸易摩擦升级，美国继续扩大加征关税产品的范围，有可能会涉及公司对美出口其他产品，客户有可能要求公司适度降价以转嫁成本，为此会带来经营端的不确定性。公司后续会逐步完成在泰国、美国等生产基地的产线建设，积极赋能外销海外客户能力，多点产能布局海外产能，有利于公司更加灵活地应对宏观环境波动、产业政策调整以及国际贸易格局可能对公司的潜在不利影响，并能够有效提升公司规模、行业竞争力和海外市场占有率以及公司整体的抗风险能力，以此引领公司发展穿越周期。

**建议重点关注：1) 海外扩产引领增长、成本红利提振利润弹性的安琪酵母，2) 内外销共驱，高价值降解赛道龙头的家联科技。**

## 6 投资建议

目前 A 股食品饮料行业已回落至安全区间，估值端已具备较强支撑。成熟行业由于竞争态势相对稳定，能够更高的抵御经济波动，基本面韧性较强，当前已处于攻守兼备状态。

**白酒：**到目前板块估值水位较低，龙头全年增长目标兑现确定性强，建议加大关注，短期围绕超跌和半年报确定性进行布局，重点关注：1) 此前受批价影响，市场情绪过分悲观的贵州茅台；2) 控货挺价效果良好且 Q2 低基数的五粮液；建议关

注势能延续的山西汾酒。

**啤酒：**关注两大主线：1) 自由市场的消费趋势演变；2) 优势市场中主流价格带较低的厂商。重点关注高端化核心标的青岛啤酒（港股青岛啤酒股份 ROE/PB 更高）、提效改革叠加大单品逻辑的燕京啤酒，建议关注机构持仓较低的珠江啤酒、分红率稳定且 ROE/PB 较高的重庆啤酒。

**餐饮链：**阶段性承压，但连锁化趋势仍为未来成长看点。重点关注：天味食品、安井食品、千味央厨、同庆楼；建议关注：安琪酵母、中炬高新、百胜中国、呷哺呷哺、海底捞。

**相对必须品类**适应当前消费者新需求，渗透率有望实现逆势高增，同时在当前消费者灵活消费预算增加的背景下，或有望推出更多高端特色产品吸引消费者尝新，带动产品升级，实现品类量价双击。

**低度酒：**预计我国未来预调酒行业将沿着新人群、新消费理念路径持续发展。在行业渗透率提升、规模扩容背景之下，龙头企业将被动提升产品触达率，或最为受益，重点关注预调酒龙头百润股份，

**大类保健品：**疫情及老龄化驱动健康焦虑加重，人民健康意识提升，广义的大类保健品均有望受益。重点关注：利润导向明确的伊利股份；建议关注：低温奶优势企业新乳业，大健康转型的西麦食品，益生菌板块领先企业科拓生物，保健品龙头汤臣倍健、仙乐健康。

**宠物：**老龄少子化下，精神追求带动宠物数量持续扩容，渗透率提升。重点关注：自有品牌三大要素齐具的乖宝宠物，海内外双循环的中宠股份，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股份，食品和用品双轮驱动的源飞宠物。

**健康原料及添加剂：**健康化迭代和升级是当前食品行业发展的主线之一，这也为天然甜味剂以及中高端奶油等行业带来成长机会。重点关注：1) 阿洛酮糖龙头百龙创园，2) 国产奶油龙头海融科技、立高食品、南侨食品；建议关注：全球功能性糖醇龙头华康股份、植提代糖龙头莱茵生物。

**餐饮及上下游产业链出海：**国际化发展宜早不宜晚，催生品牌、产能、供应链出海良机。重点关注：1) 海外扩产引领增长、成本红利提振利润弹性的安琪酵母，2) 内外销共驱，高价值降解赛道龙头的家联科技；建议关注：1) 精细化运营，文化输出典范的特海国际，2) 跟随关联方特海扩张、泰国工厂投产强化增长抓手的颐海国际。



## 7 风险提示

**宏观经济波动影响消费水平：**宏观经济波动将对人们生产、消费、物流运输等多方面产生不利影响，这将制约行业及公司的发展。

**食品安全风险：**如若行业内或公司出现食品安全问题，将影响全行业及相关产业链的终端销售情况，从而对公司经营及盈利能力带来不利影响。

**政策风险：**由于政商消费在白酒高端酒消费中占比较大，若政策性文件出台将影响茅台等高端酒产品的需求，相关行业及公司的经营风险较大。

**经销商资金链问题抛售产品损害品牌：**一旦经销商因为资金链问题对经营产品进行抛售，将会损害产品价格以及品牌形象，从而对公司经营带来不利影响。

**原材料成本大幅波动的风险：**例如餐饮、啤酒、休闲食品原材料成本占比较高，上游原材料价格大幅波动将影响相关行业公司的盈利能力。



## 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