



Research and
Development Center

供需重塑，顺势为王

—2024 年中期食品饮料策略报告

2024 年 07 月 22 日

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

食品饮料行业

投资评级 看好

上次评级 看好

马铮 食品饮料行业首席分析师
执业编号：S1500520110001
邮箱：mazheng@cindasc.com

程丽丽 食品饮料行业分析师
执业编号：S1500523110003
联系电话：15680937306
邮箱：chenglili@cindasc.com

赵丹晨 食品饮料行业分析师
执业编号：S1500523080005
联系电话：13806086406
邮箱：zhaodanchen@cindasc.com

满静雅 食品饮料行业分析师
执业编号：S1500523080004
联系电话：15026413613
邮箱：manjingya@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编：100031

供需重塑，顺势为王

2024年07月22日

本期内容提要：

- **食品饮料消费整体平淡，资本市场对未来消费提升的预期不明，新的供给体系正在孕育。**商业模式具有时代特征，需求并非单一维度，更不是所谓“越卖越贵”的消费升级，供给的灵活适配在一个需求快速变化的时期显得尤为重要，很多特定时代形成的词语的内涵也应跟随时代而变。
- **四十年消费复盘，抓住大势，方得始终。**20世纪80年代以来，供应端从产能不足到逐步丰富，掌握产能即可具备竞争优势。90年代进入品牌打造初期，保真、品质、高端等品牌主张迎来快速发展期。2000年前后，消费品发展进入渠道深度分销和需求高端化的时代。2010年前后，伴随产能扩大和线上零售的蓬勃发展，消费者可选择的商品数量大幅上升。2020年前后，消费者的消费理念逐渐成熟，健康、悦己、体验成为消费新趋势。消费偏好具有时代特征，供给的充分竞争带来创新难度增大。
- **投资思路：**
 - **1.性价比消费与线下零售重新崛起。**消费者对性价比的理解始终是商品是否“物超所值”，能够精准满足消费需求而不用让消费者付出额外溢价的商品更受青睐。能够提供物美价廉的好产品，无论是生产厂家还是零售端都有望出现更具竞争力的公司。
 - **2.社交品消费继续头部集中。**满足社交需求的品牌分化为超高端的社交需求和性价比的需求，在不确定的消费环境中更加倾向选择价位带第一、第二品牌产品。结合渠道能力综合判断，具有明显差异化的品类品牌或主流价位带的头部品牌具有继续提升份额的机会。
 - **3.丰富的产品矩阵与多渠道适配度更高。**相比品牌力强的大单品公司，具有丰富产品矩阵的公司可以更好地适应多种销售渠道的需求，在供应链端和销售端的内耗更少。比如直播电商、硬折扣渠道的发展，对宽产品线的公司更有利。
 - **4.品类品牌具有先发优势和成本优势。**零售企业的崛起带来更多差异化商品的需求，对于头部厂家，如果可以针对新渠道背后的人群，开展更加贴近一线的产品研发，则有望实现超预期的增长。
 - **5.处在优势品类的公司具有更快的发展机会。**我们认为同行业的横向对比中，品类优势在预判短期增长确定性的因素中权重最高。品类势能代表了消费人群需求的增长和空间，进而为销售渠道提供更多动能。在品类具有红利期的时候，结合适配渠道，聚焦资源发展核心品类往往呈现出超预期的增长结果。
- **白酒板块：**
弱复苏导致周期调整拉长，分化加剧中优选确定性。弱复苏导致周期

调整拉长，分化加剧中优选确定性。当前白酒行业面临宏观经济周期和自身发展周期的调整叠加，各价位、各区域的品牌分化仍较突出，大众价位具有坚实的老百姓消费基础，高端价位的送礼、社交需求仍然刚性，商务活动恢复不及预期，次高端价位进一步消费升级的动力不足，行业各价位间进一步分化，高端酒及地产酒龙头的增长相对稳健，而次高端酒则面临一些压力。

重视消费者培育及渠道工作，延续长期发展势能。行业进入茅台做市场时代，过去靠渠道快速扩张获取市场份额的时代已过，当下更需要精心做好消费者培育工作，考验着各酒企的团队组织力和渠道管理效率。当行业红利的浪潮退去，各酒企应该重视起核心市场的有效终端网点覆盖度提升，挖掘渠道下沉深度，加快县区市场的精耕，以实现行业周期波动中的平稳过渡。

投资建议：推荐需求刚性、品牌护城河突出、业绩稳定强的高端白酒，如**贵州茅台、五粮液、泸州老窖**；具有较独立势能、全国化单品路径清晰的**山西汾酒**；在区域市场组织力、渠道力突出且仍具消费升级逻辑的地产酒龙头，如**古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘**；消费复苏好转下仍具成长弹性的次高端品牌，如**舍得酒业、水井坊**，以及改革调整驱动下的**洋河股份、金种子酒、酒鬼酒**。

➤ **大众食品板块：**

啤酒：长期应当关注啤酒公司内部结构性变化，低端啤酒向上整合的趋势对公司吨酒收入的提升仍有一定贡献，且啤酒成本改善确定性较大，有望贡献较好的利润增速，推荐**青岛啤酒、重庆啤酒、华润啤酒**。

饮料：我们认为饮料行业主要有两大变化：1) 品类结构重塑，健康化趋势明显；2) 价格优势突出，大包装饮料受消费者青睐。推荐能量饮料高增、通过新品补水啦+乌龙上茶持续构建“能量+”的品类矩阵的**东鹏饮料**；推荐在健康化趋势下，包装饮用水和无糖茶有望持续增长的**农夫山泉**；推荐持续深耕主业、积极布局量贩零食新渠道、椰子水新品类的**欢乐家**。

乳制品：当前乳制品行业供给阶段性过剩，而需求复苏缓慢，导致终端产品价格持续下行。乳制品行业公司股价已充分反应当前经营状况，静待供需两端回暖。推荐行业龙头、基本面预期充分、具有高股息率的**伊利股份**。

食品添加剂：食品添加剂公司主要 to B，海外收入占比较 C 端食品饮料公司更高。当前海外市场需求普遍较好，部分对冲国内弱复苏。股价及估值已充分反应近期各公司业绩情况及未来预期，我们推荐新产能已经投产、海外营收占比约 50%、需求持续旺盛、具备中期成长逻辑的**百龙创园**。

休闲食品：投资主线一：当前处于供需关系转换推动的变革阶段，面对需求主导的时代，关注实现供应链效率提升的厂商以及零售商，给终端提供性价比产品的业态。渠道端推荐渠道效率提升的量贩零食行

业头部品牌**万辰集团**、提出高端性价比策略的**三只松鼠**，关注降价积极变革的**良品铺子**，厂商端推荐积极拥抱量贩零食高效率渠道的**盐津铺子**、**甘源食品**，关注积极拥抱零食量贩渠道的**洽洽食品**、**好想你**。投资主线二：休闲食品行业部分细分品类集中度提升逻辑仍在演绎当中，下沉市场消费潜力大有望加速头部品牌市占率提升，关注休闲食品行业经典品类头部品牌市占率提升及品类扩张带来的投资机会。推荐通过大包装持续提升渗透率具备品类整合红利的**劲仔食品**。卤味连锁业态品类长周期，关注原材料价格回落，门店积极调整以期提振单店的**绝味食品**、**周黑鸭**。

- **风险因素：**宏观经济不确定风险；食品安全风险；行业竞争加剧风险；成本上行风险。

目录

1. 供需重塑，效率提升	7
1.1 四十年消费复盘：抓住大势，方得始终	7
1.2 新消费趋势下的投资机会	9
2. 白酒：集中趋势不改，分化中首选龙头	10
2.1 市场行情回顾	10
2.2 行业分化仍在加剧	10
2.3 数字化赋能渠道管理	12
2.4 重点公司	12
3. 啤酒：稳健增长，成本改善仍有空间	15
3.1 市场行情回顾	15
3.2 稳健增长，成本改善明显	15
3.3 重点公司	18
4. 饮料：品类结构重塑，健康无糖需求旺盛	18
4.1 市场行情回顾	18
4.2 无糖即饮茶蓬勃发展，健康化趋势明显	19
4.3 重点公司	22
5. 乳制品：经营周期低点，静待供需回暖	23
5.1 经营周期低点，股价充分反应	23
5.2 重点公司	24
6. 食品添加剂：海外需求强劲，业绩表现分化	24
6.1 海外需求强劲，业绩表现分化	24
6.2 重点公司	25
7. 休闲食品：需求主导时代开启，性价比为王	26
7.1 股价&基本面复盘	26
7.2 需求主导，性价比为王	28
7.3 品类红利，强者愈强	31
7.4 重点公司	32
8. 投资策略	33
8.1 白酒板块	33
8.2 大众品板块	33
9. 风险因素	34

表目录

表 1: 顺应性价比消费趋势以及具备品类红利的公司收入增长上表现更为突出	27
--------------------------------------	----

图目录

图 1: 截至 2024 年 6 月 30 日 A 股白酒板块走势	10
图 2: 今年以来五粮液表现出明显的超额收益	10
图 3: 今年以来茅台股价与批价的变动情况	10
图 4: 今年以来次高端酒股价分化加剧	11
图 5: 2023A&24Q1 次高端酒企的业绩出现分化	11
图 6: 今年以来各区域地产酒内部分化突出	11
图 7: 2023A&24Q1 地产酒的业绩同样出现分化	11
图 8: 二线地产酒普遍跑输白酒指数	12
图 9: 2023A&24Q1 地产酒的业绩同样出现分化	12
图 10: 数字化扫码红包运作示意	12
图 11: 截止 2024 年 6 月 28 日 A 股啤酒板块年初至今涨跌幅	15
图 12: 截止 2024 年 6 月 28 日华润啤酒年初至今涨跌幅	15
图 13: 青岛啤酒 Forward 净利润和 PE 走势图	15
图 14: 重庆啤酒 Forward 净利润和 PE 走势图	15
图 15: 2024 年 3-4 月全国规模以上啤酒企业产量同比-10.2%	16
图 16: 2024Q1 啤酒上市公司销量走势分化(单位: 万千升)	16
图 17: 2024Q1 青岛啤酒主品牌销量增速高于副品牌	16
图 18: 2024Q1 重庆啤酒高端酒收入增速高于主流酒	16
图 19: 2024Q1 青岛啤酒、重庆啤酒吨酒收入增速相差不多	16

图 20: 2024Q1 青岛啤酒、重庆啤酒收入增速分化	16
图 21: 青岛啤酒股份公司啤酒制造成本拆解	17
图 22: 2024Q1 啤酒吨成本改善明显	17
图 23: 大麦进口均价 2024 年 1-5 月同比下跌 20-30%左右	17
图 24: 打包易拉罐价格 2023 年 7 月后继续上涨	17
图 25: 瓦楞纸价格持续下跌, 2024Q1 跌幅在 10-15%左右	17
图 26: 玻璃价格 2024 年 4 月后转跌	17
图 27: 截止 2024 年 6 月 28 日 A 股饮料板块年初至今涨跌幅	18
图 28: 截止 2024 年 6 月 28 日农夫山泉年初至今涨跌幅	18
图 29: 东鹏饮料 Forward 净利润和 PE 走势图	19
图 30: 欢乐家 Forward 净利润和 PE 走势图	19
图 31: 品类结构重塑, 即饮茶超越碳酸饮料占据市场销额第一	19
图 32: 无糖汽水走势	20
图 33: 无糖茶走势	20
图 34: 无糖茶的消费人群并不是局限于传统爱茶人士, 而是渗透到年轻人中	20
图 35: 椰子水饮品热量较低	21
图 36: 国内椰子水的行业规模 2009-2022 CAGR 为 14%	21
图 37: 中国能量饮料市场规模 2016-2023 年 CAGR 为 8.6%	21
图 38: 2024Q1 东鹏饮料收入同比+30.1%	21
图 39: 脉动上新“脉动+电解质”饮料	22
图 40: 统一海之言等渗电解质饮料新品上市	22
图 41: 当前奶价已达上轮周期低点	23
图 42: 奶类 CPI 同比持续低于去年	23
图 43: 申万乳品指数今年表现优于申万食品饮料指数, 但逊于沪深 300	24
图 44: 多家乳制品公司正处于近年来估值低位	24
图 45: 食品添加剂公司海外业务占比较高	25
图 46: 原材料成本高位向下	25
图 47: 除嘉必优外, 公司股价涨幅次序与其 23Q4 及 24Q1 业绩增速次序吻合	25
图 48: 公司估值反应市场预期	25
图 49: 今年年初以来休闲食品整体板块行情表现弱于食品饮料	27
图 50: 盐津铺子、劲仔食品等具备品类红利及积极拥抱渠道变革的个股表现更强	27
图 51: 三只松鼠 23 年初提出高端性价比战略, 股价表现显著由于食品饮料板块	27
图 52: 万辰集团 23 年布局量贩零食业务, 股价表现突出	27
图 53: 消费者变得更为理性成熟	28
图 54: 快消品整体进入存量竞争时代, 竞争回归产品和效率	29
图 55: 消费进入需求主导的时代	29
图 56: 拼多多、量贩零食、会员店等性价比渠道近年迎来快速发展	30
图 57: Costco 等折扣业态能够穿越经济周期实现长期的蓬勃发展	30
图 58: 三只松鼠提出高端性价比战略推动营收	31
图 59: 盐津铺子 21Q2 优化供应链推动营收实现快速增长	31
图 60: 农村居民可支配收入增长快于城镇居民, 支撑下沉消费更强活力	31

1. 供需重塑，效率提升

食品饮料消费整体平淡，资本市场对未来消费提升的预期不明，新的供给体系正在孕育。相较 2021 年前以“价格提升”为表征的消费升级而言，2022-2023 开始出现“消费分级”的探讨，进而逐步进入整体“消费降级”的表述。我们在《2024 年度食品饮料策略报告：供需要素重新匹配，大变局中迎价值重估》提到，从消费者视角出发，消费升级或降级不能以消费价格的升降来定义，而是围绕消费者效用，诸如更多的选择权，更便捷的触达、消费理性程度提升等都可以提高消费者效用，以此对应消费升级。消费者从高品质、高价格转向高品质、中低价格，不应该被理解为消费降级。从供给侧看，哈佛商学院教授克里斯坦森在《创新者的窘境》一书中提出“破坏性创新”或“颠覆式创新”的创新理论，行业领先者一味的提升功能并辅以更高价格（“延续性创新”），为创新者提供了“削减”部分功能而大幅降价以赢得消费者需求的发展机会。由此我们看出，商业模式具有时代特征，而需求并非单一维度，更不是所谓“越卖越贵”的消费升级，供给的灵活适配在一个需求快速变化的时期显得尤为重要，很多特定时代形成的词语的内涵也应跟随时代而变。

1.1 四十年消费复盘：抓住大势，方得始终

强行者有志，莫若顺势而为。做生意关键要识别趋势，进而在势上做事，这一点在变化快速的国内消费品市场尤为重要。当大势发生变化时，还坚持所谓长期定位，激励员工努力拼搏，或将错失发展机会，甚至面临被抓住大势的商业模式所颠覆的可能。回看近三十年国内的零售业的变化就可见一斑。战略不是未来做什么，而是今天做什么才能抵达未来。企业的增长桎梏关键在于错判了大势，成型于特定历史时期的商业模式无法更好满足新的需求特征。

消费偏好具有时代特征，供给的充分竞争带来创新难度增大。从需求角度，消费者消费的并非商品本身，而是在特定场景使用商品所完成的特定任务。大部分食品饮料的品类满足消费者的基础需求，比如解渴、解饿，进而进阶享受的好吃、好喝，再进而在一些品类上追求健康、悦己等。有些品类可以满足特定的社交需求，比如白酒在商务宴请、朋友聚饮、婚喜宴等场景。有些品类具有一定的成瘾性，比如白酒、咖啡等，这些品类为消费者提供一种工具价值，而服务型消费或者体验性强的消费给消费者带来情绪价值。消费回归理性的特征在于消费者对消费商品完成特定任务有了更清晰的认知。在时间、金钱、情绪等多重约束下，消费偏好会时有调整。真正成熟的消费观是享受社会发展成果，而不是陷入消费主义被外物所累。从供给角度，商品丰富化必将带来高端化和平价化的发展趋势，消费者的选择权逐步扩大，消费存在的根基是制造需求，进而引导消费者对美好生活的向往，逐步丰富的供给使得创新对需求把握的难度增大。

简要复盘国内四十年消费发展历程：

20 世纪 80 年代以来，供应端从产能不足到逐步丰富，掌握产能即可具备竞争优势。80 年代物资紧缺，消费者在满足基本温饱基础上，愿意存钱购买“高价”的自行车、手表、丝巾等商品，这种从无到有的消费状态加上人们对美好生活的向往，人们通过消费表达对生活的热爱。因为紧缺，所以向往拥有，一旦拥有往往群体特征同质化，消费者进而向往差异化。消费者便在追求美好生活的向往中，在同质化和差异化之间螺旋上升，不断追求更多、更好、更高级的物质消费。

90 年代进入品牌打造初期，保真、品质、高端等品牌主张迎来快速发展期。品牌一词来自西方农场养殖户为牲畜盖的印章，以此形成区分。市场经济改革初期，公司开始通过建立品牌来区隔竞品，同时对消费者购买决策产生影响。21 世纪初的主打保真的胖东来在假货

横行的竞争环境中建立起优势。五粮液、茅台的高端定位在满足市场经济改革下的社交需求中迎来快速的发展机会。反过来，性价比的概念在当时不仅在供应链上难以实现，消费者或也不会买单，所谓“便宜没好货”。当时定位民酒路线的品牌贻误了发展的战略机遇期。从解决产品质量的不信任感到社交场景的功能消费满足，生产厂家的品牌迎来了飞速发展的三十年，完成了快速的规模化，通过大量广告投入，在消费者需求从无到有、从有到好的过程中成就了品牌的发展。与此同时渠道快速裂变，厂家品牌与经销商一起织起了纵深和广阔的渠道网络，快速扩大的产能以更多品类大单品的形式推出，通过渠道网络触达消费者，构筑了生产厂家的竞争优势。

2000年前后，消费品发展进入渠道深度分销和需求高端化的时代。那时的大势是产能的释放需要全国范围的渠道建设，所以厂家一方面扩大产品研发，更好的满足消费者对美好生活的向往，一方面强化地面渠道的搭建，通过深度分销方便消费者的购买。消费者在满足基础吃饱喝好的需求之后，进一步提出了更加多元且更高品质的需求。厂家对高端化趋势的识别成就了很多发展机会。比如高端零食定位的来伊份、良品铺子分别在2001年、2005年组织更高端的零食组合，60-70平米的小店，500-800个SKU，便满足了消费者高端化的需求。而当下量贩零食连锁的发展是在供应链发展成熟的基础上，满足消费者回归平价需求的结果，呈现出的结果是150平米的面积，1500-1800个SKU，更明亮的装修。很长一段时间，线下零售商更多扮演着货架经营者的角色，盈利来源包括陈列费、条码费、导购费以及复杂的前后台毛利计算，品牌商与零售商的“零供博弈”现象突出，选择商品满足消费者需求更多由品牌方完成。品牌方在动销的基础上，会有意借助现代渠道推广新品，提高品牌势能。

2010年前后，伴随产能扩大和线上零售的蓬勃发展，消费者可选择的商品数量大幅上升。线上是“无限”的货架、“无限”的心智，消费者不断学会在互联网购物，感官和心理也得到了极大的满足。互联网平台制造了很多刺激消费的节日，比如双11、双12、618等，将更多消费者拉入互联网进行消费。中国的电子商务在全球处在领先水平，这也加速了消费者对商品的审美疲劳，促使商家更快速的进行产品创新。反观当下，以拉新为目的的线上购物节日已经逐渐失去存在的意义，天天低价、七天无理由退货、内容电商等方式让商家完全站到消费者视角考虑问题，不断提升零售效率，竞争也变得更加激烈。

2020年前后，消费者的消费理念逐渐成熟，健康、悦己、体验成为消费新趋势。消费理性即消费者借助商品完成特定任务的认知愈加明确。基础功能性如好吃、好喝等存在消费边际效用递减的规律，而生产能力在一轮又一轮的线上线下渠道迭代中持续提升，从供需角度自然引起消费者对商品性价比的追求，即使不考虑经济增速放缓等宏观问题，这也是正常的发展趋势。社交功能性如高端、次高端白酒的消费也存在性价比考量，即消费者使用白酒作为一种“生产资料”，自然会考虑投入产出比的问题，不过，消费者在婚喜宴、朋友聚饮存在一定的面子消费的增加，少喝酒、喝好酒的理念也助推了品牌酒的头部集中过程。特定功能如健康、提神等消费出现明显增加，如NFC果汁、咖啡品类、能量饮料、电解质水等。

简单回顾过去四十年消费发展历史，我们可以发现消费具有典型的时代特征。比如在80-90年代推出NFC果汁可能难以销售，在2020年之后的一些满足基础功能的消费品里面做高端化同样是困难重重，这都是商业模式不能很好的捕捉时代需求特征的例子。因此，我们只能说时代的企业，因为每一个时代都有能很好捕捉需求的商业模式，成就这些企业的地位，而不能临渊羡鱼，刻舟求剑，试图复制过去成功的案例，比如一些休闲食品的大单品都是特定历史时代形成的，放到当下不见得能将这个品类大单品化、品牌化。

1.2 新消费趋势下的投资机会

性价比消费与线下零售重新崛起。物质的功能性消费服从消费者效用边际递减的规律，所以满足基础功能性的消费品，伴随供给增加和需求收紧，存在价格下行的压力。品质升级带来消费量的逻辑更强，消费者对性价比的理解始终是商品是否“物超所值”，能够精准满足消费需求而不用让消费者付出额外溢价的商品更受青睐。线下零售企业在更加激烈的竞争环境中，倒逼提升零售的基本能力，如成本控制、选品组合、门店服务等。山姆为代表的会员店、强心智认知的品质零售代表胖东来、量贩零食为代表的硬折扣社区店都是极具竞争力的零售业态。我们认为站在消费者角度，提供物美价廉的好产品，无论是生产厂家还是零售端都有望出现更具竞争力的公司，实际上，近两年明显表现出性价比的商品或零售呈现超预期的增长，比如万辰集团的量贩零食零售、汾酒的玻汾、东鹏能量饮料、瑞幸咖啡、三只松鼠的礼盒、盐津铺子的好吃不贵产品定位等。反之一些新推出的定位高端的产品销售良好的很少。

满足社交需求的品牌分化为超高端的社交需求和性价比的需求，价位带第一选择可以提供更好的情绪价值。从社交属性看消费品的场景功能，超高端的品牌依然可以在社交场景提供情绪价值，尤其是在特定场景下具有唯一选择的品牌依然具有广阔的市场需求。而更多社交产品遵循“生产资料”的投入产出原则，消费者会更加理性的衡量特定场景完成特定任务的“投入产出比”，在不确定的消费环境中更加倾向选择价位带第一、第二品牌产品。结合渠道能力综合判断，具有明显差异化的品类品牌或主流价位带的头部品牌具有继续提升份额的机会。

丰富的产品矩阵与多渠道适配度更高。无论线上还是线下，零售正在进行新一轮的效率升级，这对传统渠道和零售终端形成挤压，能够平衡好传统渠道和新渠道关系的公司具有更好的发展机会。相比品牌力强的大单品公司，具有丰富产品矩阵的公司可以更好地适应多种销售渠道的需求，在供应链端和销售端的内耗更少。比如直播电商、硬折扣渠道的发展，对宽产品线的公司更有利。

品类品牌在具有先发优势和成本优势，针对新渠道背后人群的需求进行适应性研发的公司有望突围。由于成熟品牌在人群中的高辨识度，品类品牌核心单品在新渠道崛起中充当引流商品。但从价盘稳定角度考虑，多渠道利益平衡难度大。我们认为新渠道的崛起刚开始需要更多流量品牌的加持，而随之将产生更多差异化商品的需求，背后是零售企业需要将产品结构组织的更加有特色以形成差异化经营的抓手。所谓白牌红利来自于此。对于头部厂家，如果可以针对新渠道背后的人群，开展更加贴近一线的产品研发，则有望实现超预期的增长。不同零售体系由于消费人群不同，所需商品的底层逻辑存在差异，例如山姆需要更多健康属性且个性化的产品，而硬折扣渠道需要消费者熟知的流通产品。渠道分层对生产厂家的研发和供应链提出了挑战，但这也是未来竞争超越的核心。

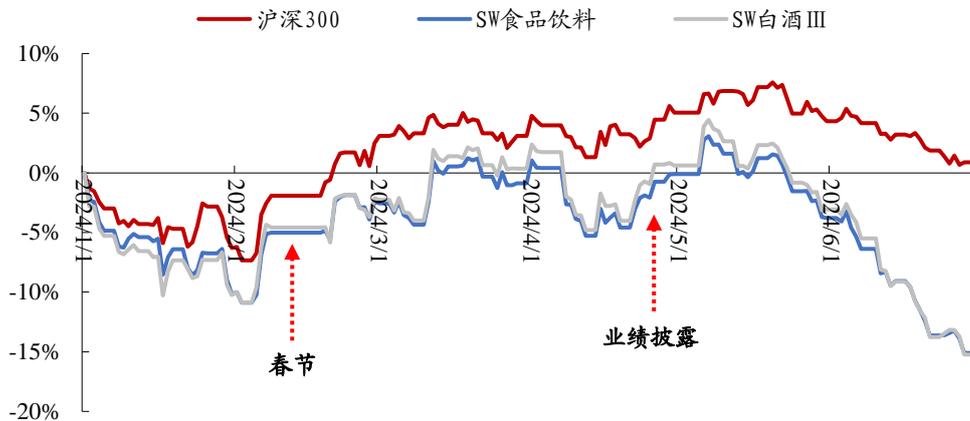
处在优势品类的公司具有更快的发展机会。我们认为同行业的横向对比中，品类优势在预判短期增长确定性的因素中权重最高。品类势能代表了消费人群需求的增长和空间，进而为销售渠道提供更多动能，例如白酒中清香品类的汾酒、饮料中能量饮料品类的东鹏、休闲食品中辣卤品类的劲仔、咖啡品类的瑞幸、奶茶品类的霸王茶姬等。在品类具有红利期的时候，结合适配渠道，聚焦资源发展核心品类往往呈现出超预期的增长结果。

2.白酒：集中趋势不改，分化中首选龙头

2.1 市场行情回顾

截至 2024 年 6 月 30 日，SW 白酒 III 年内下跌 15.2%，与 SW 食品饮料跌幅基本持平，跑输沪深 300 指数 16.1pct。今年以来，白酒板块与食品饮料整体的涨跌走势基本一致；与沪深 300 相比，白酒板块的涨跌波动更大，尤其是在下跌行情中分化明显。其中，相较食品饮料的超额收益体现在春节后，与春节动销表现的正向反馈有关，市场信心有所恢复。此后，在 4 月中下旬的业绩披露期，白酒板块一季报兑现情况较好，再次表现出相较食品饮料的超额收益。步入 5 月中旬，白酒行业的淡季行情再次扰动市场信心，弱消费反馈致使白酒股价大幅走弱。

图 1：截至 2024 年 6 月 30 日 A 股白酒板块走势

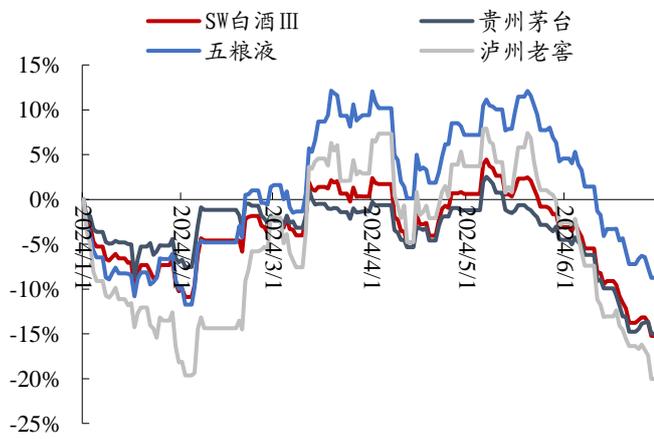


资料来源：iFind，信达证券研发中心

2.2 行业分化仍在加剧

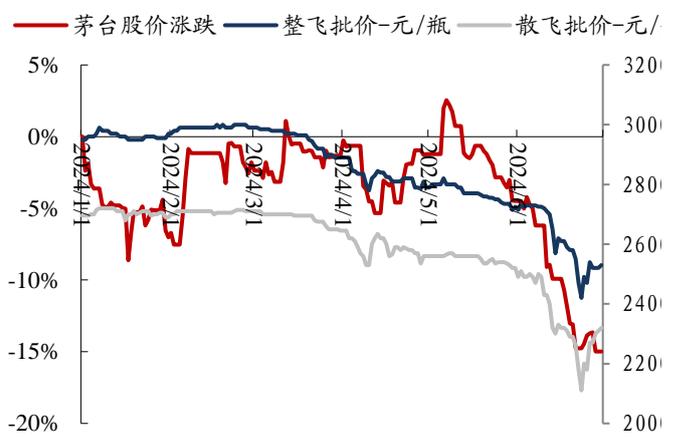
高端酒中，五粮液超额收益明显。春节前的下跌行情中，泸州老窖在高端酒中跌幅居前，主要系市场对非价位第一品牌的春节动销情况有所担忧，而贵州茅台则在春节前较白酒板块跌幅较轻。春节后，五粮液和泸州老窖的股价表现出较大回弹，主要系节后动销反馈改善，且五粮液在春糖期间向市场传递“抓动销、稳价格、提费效、转作风”的积极信号，市场预期进一步增强，推动估值修复。5 月以来，茅台批价持续走低，引发市场悲观情绪加重，千元价位品牌或有被传导的风险，因此五粮液和泸州老窖的股价下探幅度较贵州茅台更大。

图 2：今年以来五粮液表现出明显的超额收益



资料来源：iFind，信达证券研发中心

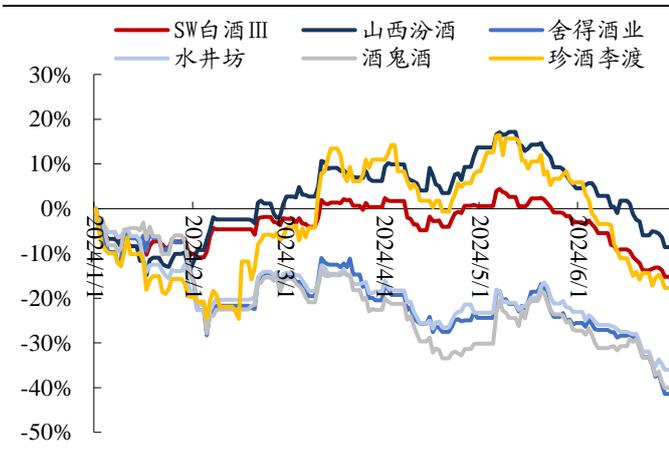
图 3：今年以来茅台股价与批价的变动情况



资料来源：iFind，茅粉鲁智深，信达证券研发中心

次高端酒中，股价分化加剧，汾酒与珍酒跑出超额。在行业调整期，与商务宴请、消费升级关联性最高的次高端价位分化加剧，舍得酒业、水井坊、酒鬼酒的股价明显走弱，其业绩表现也侧面印证了销售压力；相比而言，汾酒在过去五年的发展完成了较好的渠道建设，凭借清香型差异化与品牌底蕴优势，市场氛围及渗透率不断提升，在 400 元价位打造出百亿单品，面对行业变化，依然保持发展势能；珍酒借助上市进一步扩大市场影响力，基于后发优势，在历史包袱较轻的基础上，抢占更多的酱酒消费需求，完成业绩兑现。

图 4：今年以来次高端酒股价分化加剧



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 5：2023A&24Q1 次高端酒企的业绩出现分化

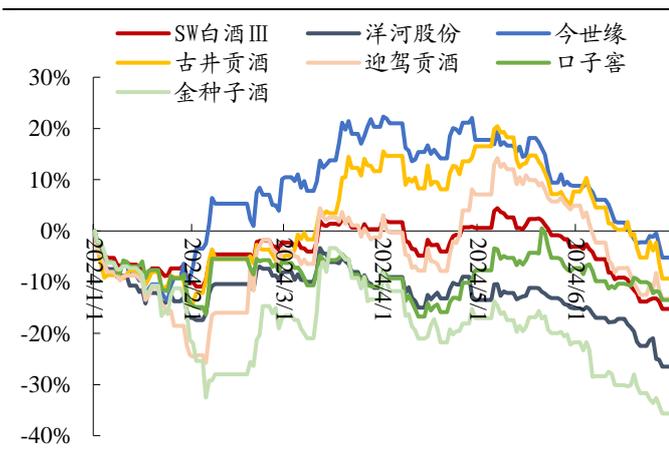
单位：百万元		2023A			
酒企	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	
山西汾酒	31,928	21.80%	10,438	28.93%	
珍酒李渡	7,030	20.06%	1,623	35.52%	
舍得酒业	7,081	16.93%	1,771	5.09%	
水井坊	4,953	6.00%	1,269	4.36%	
酒鬼酒	2,830	-30.14%	548	-47.77%	

单位：百万元		24Q1			
酒企	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	
山西汾酒	15,338	20.94%	6,262	29.95%	
舍得酒业	2,105	4.18%	550	-3.37%	
水井坊	933	9.38%	186	16.82%	
酒鬼酒	494	-48.80%	73	-75.56%	

资料来源：iFind，信达证券研发中心

苏皖区域也呈现分化，今世缘、古井成长稳定，跑出超额。年初以来以古井贡酒、迎驾贡酒为代表的徽酒表现较为强劲。我们认为主要由于徽酒仍处于消费升级的 β 之下，在白酒行业整体消费较为疲软、次高端升级乏力的背景之下，体现出较强的韧性和活力，股价表现明显高于市场预期。比如古井贡酒开门红回款进度较快，迎驾贡酒消费者自点率提升，动销表现较优等。我们认为，尽管端午节白酒整体表现较为平淡，但对于徽酒板块来说，300 元以下的大众酒价位带具备较强韧性，我们认为古井贡酒、迎驾贡酒的实际动销较优，报表端的良好表现有望延续；金种子酒目前仍处于困境反转的调整期，2024 年是公司进行战略聚焦、集中力量做市场的关键性一年，随着渠道布局的进一步深化，增长潜力有望逐步体现。

图 6：今年以来各区域地产酒内部分化突出



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 7：2023A&24Q1 地产酒的业绩同样出现分化

单位：百万元		2023A			
分类	酒企	营业收入	YOY	归母净利润	YOY
苏酒	洋河股份	33,126	10.04%	10,016	6.80%
	今世缘	10,098	28.07%	3,136	25.30%
徽酒	古井贡酒	20,254	21.18%	4,589	46.01%
	迎驾贡酒	6,720	22.07%	2,288	34.17%
	口子窖	5,962	16.10%	1,721	11.04%
	金种子酒	1,469	23.92%	-22	-88.24%

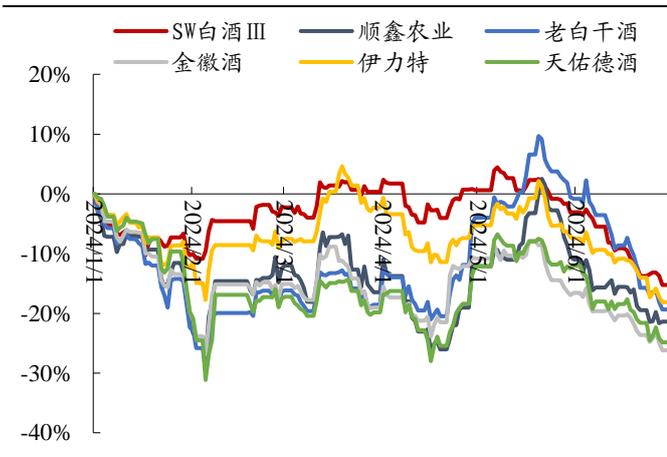
单位：百万元		24Q1			
分类	酒企	营业收入	YOY	归母净利润	YOY
苏酒	洋河股份	16,255	8.03%	6,055	5.02%
	今世缘	4,671	22.84%	1,533	22.12%
徽酒	古井贡酒	8,286	25.85%	2,066	31.61%
	迎驾贡酒	2,325	21.33%	913	30.43%
	口子窖	1,768	11.05%	589	10.02%
	金种子酒	419	-3.02%	18	-142.87%

资料来源：iFind，信达证券研发中心

二线地产酒普遍跑输白酒指数。在调整周期中，市场对行业分化的担忧使得二线地产酒股价表现更为低迷。今年一季报披露后，二线地产酒的业绩兑现超出市场预期，股价获得大幅反弹，后也随行业淡季悲观情绪的蔓延而再度回调。从报表上看，2023 年二线地产酒

的利润端增幅大多跑输收入端，反映出一定的费用端压力，市场扩张的阻力客观存在。市场对其改革预期的分歧也较多，获得估值溢价的难度较大。

图 8：二线地产酒普遍跑输白酒指数



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 9：2023A&24Q1 地产酒的业绩同样出现分化

单位：百万元		2023A			
分类	酒企	营业收入	YOY	归母净利润	YOY
二线地产酒	老白干酒	5,257	12.98%	666	-5.89%
	金徽酒	2,548	26.64%	329	17.35%
	伊力特	2,231	37.46%	340	105.43%
	天佑德酒	1,210	23.50%	90	19.02%
光瓶酒	皇台酒业	154	12.96%	-15	-304.04%
光瓶酒	顺鑫农业	10,593	-9.30%	-296	-56.09%

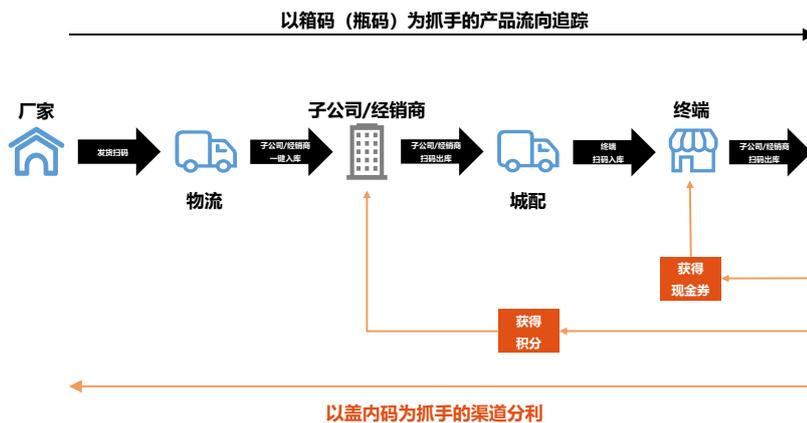
单位：百万元		24Q1			
分类	酒企	营业收入	YOY	归母净利润	YOY
二线地产酒	老白干酒	1,130	12.67%	136	33.04%
	金徽酒	1,076	20.41%	221	21.58%
	伊力特	831	12.39%	159	7.08%
	天佑德酒	526	32.77%	108	40.43%
光瓶酒	皇台酒业	36	-5.73%	1	-64.64%
光瓶酒	顺鑫农业	4,057	-0.75%	451	37.42%

资料来源：iFind，信达证券研发中心

2.3 数字化赋能渠道管理

扫码红包从重促销转向重渠道。2023 年的白酒行业主旋律是扫码红包的应用，在抢夺消费者方面提供更高的吸引力。但随着大部分酒企纷纷上线数字化后，消费者促销活动大同小异，现金返利也致使酒企费用端支出加大，工具壁垒被磨平，提振动销的边际效用减弱，从费效比考虑，酒企可加码的力度空间也在缩小。其实，数字化的核心更在于对渠道的管理效率提升，精准识别客户能力和市场真实的消费水平，更好服务于酒企的营销布局。同时，对渠道而言，更快的费用兑现也使其做市场的积极性提升，有助于改善厂商利益矛盾。其次，数字化之于物流监测的作用也尤为重要，越是行业出现调整，越需要酒企维持好市场秩序，保持价盘的稳定。

图 10：数字化扫码红包运作示意



资料来源：信达证券研发中心

2.4 重点公司

贵州茅台：新管理层上任，基调稳健。今年以来，茅台批价出现了两次大幅波动，但公司通过有效介入，实现了对价格的维稳，体现出较强的渠道掌控力。面对宏观经济周期、行业发展周期和茅台自身周期调整“三期叠加”的市场形势，公司拥有更强的核心竞争力、更优的市场渠道生态和更足的风险防范韧性来穿越周期。在维护好现有客群和消费场景的

基础上，公司也将围绕客群、场景、服务等方面实现转型，发挥自营、经销商、电商、商超等全覆盖的渠道优势，实现高质量、可持续发展。

五粮液：稳中求进，矩阵发力。2024年是公司的营销执行年，矩阵式发展加快。八代计划量只减不增，39度、1618借助扫码红包成为新的增长点，45度、68度补充潜力市场拓展；经典系列重构建，不断满足2000元以上消费需求；加强文化概念挖掘，提供个性化产品选择。借助数字化公司，公司也将更加精准识别市场结构、商家能力、费用效率，持续提高做市场能力。我们认为，在行业调整阶段，五粮液具备“占有率高、复购率高、开瓶率高、社会库存低”的特点，在千元价位有明显优势，叠加公司主动加强营销管理，有望较好抵御行业风险。

泸州老窖：发挥执行力优势，做强供应链部署。公司最大的优势在于团队的专业化、年轻化、执行效率高。2024年公司继续加快数字化运用，结合渠道网点的深挖布局，熨滑行业周期波动。经过二十多年发展，国窖品牌基础坚实，低度化战略持续，向下对腰部特曲、窖龄品牌可提供拉动作用，特曲60版加快成为中坚力量，头曲借助红包力度加快开瓶消费，公司发展不再单靠“火车头”，而有齐发力之势。

山西汾酒：强化势能，高质量发展。当前，汾酒仍然保持着名酒势能、清香势能和自身势能，在玻汾和青花20两个全国化大单品的牵引下，不断强化腰部产品和向上延伸品牌张力。从行业调整冲击看，汾酒受到的影响相对较小，其赛道优势突出，品牌效应也在持续发挥，依靠较宽的价位布局，战略自由度较高。今年以来，公司也在数字化管理上进行强化，青花20、老白汾焕新上市，有助于渠道精细化运营的再提升，持续改善渠道动能，把握发展机遇加快推进复兴纲领。

舍得酒业：组织优化，保持定力。面对行业调整，公司仍然具备多价位带互补的能力，品味舍得稳基本盘，T68、舍之道在中低价位持续发力，藏品十年肩负高端形象塑造，夜郎古酒庄差异化布局。虽然一季度营收增速出现放缓，但保持市场健康仍然是公司的重要工作之一，品牌基础尚在，等待行业机遇助力。

水井坊：回归稳增长，发展可持续。公司在疫情期间已完成渠道的轻装调整，2023年三季度起回归稳增长，经营状态持续改善，八大核心市场稳定发展。2024年，公司重点发力珍酿八号，提高其在300-400元价位的市场份额，持续塑造井台、典藏、第一坊在500+、800+、2000+价位的价值形象，并增加布局天号陈和水晶系列在200+价位的探索，为F25财年更好启动铺垫市场基础。

酒鬼酒：深度调整重聚焦，强基固本牢市场。营销战略转型存在阵痛期，虽然业绩承压，但市场在向良性改善，开瓶动销得到提升、渠道库存有所降低。2024年公司营销工作聚焦在省内及省外样板市场，加强红坛及甲辰版内参的市场推广，做好市场培育，为成长恢复打好基础。

洋河股份：直面问题，聚焦转型。在行业调整期解决自身发展问题的思路是正确的，也是实现长期可持续发展的基础。2024年公司适应自身节奏，主动做出降速调整，从组织、经销商、终端维度，解决渠道利润透明化的问题，费用聚焦消费者，持续加强大本营及高地市场的发展。

今世缘：营收百亿后，势能延续。目前今世缘在江苏省内的400元价位仍具有品牌势能优势，向上持续培育V系，向下带动对开、淡雅等产品在大众价位的成长。2024年是今世缘上市十周年，也是国缘品牌创牌二十周年，公司将借助事件营销，持续发扬品牌势能，借四开、对开换代之际，改善产品价格体系，加快在省内市场的份额突破，并坚定在省外样

板市场探索，保持健康持续发展。

古井贡酒：费用投放规模效应显现，冲向 300 亿营收目标。 1) 公司锚定“全国化、次高端”战略，持续深化“三通工程”，优化产品结构和客户结构。公司计划 24 年营收 244.5 亿 (+21%)，利润总额 79.5 亿 (+25.6%)。2) 公司 24Q1 毛利率 80.4% (+0.7pct)；净利率 25.7% (+1.1pct)。毛销差 53.2% (+2.3pct) 显著提升。分区域看，23 年华中营收 171.1 亿 (+19%) 占比 91%，华北 18.4 亿 (+39%)，华南 12.8 亿 (+27%)。公司省外扩张提速，但费用投放力度未见明显增强，说明其规模效应逐步体现，盈利能力有望提升。3) 公司在 2023 年底经销商大会上提出，冲向 300 亿目标。我们认为，公司作为区域龙头，依靠安徽省消费升级的红利，古 16、古 20 增速有望维持较高水平，扎实做市场的渠道深耕能力和优良的团队建设，有望为公司冲击 300 亿目标奠定坚实基础。

迎驾贡酒：“1233”工程助力百亿目标，品牌势能有望延续。 1) 公司 24Q1 净利率 39.3% 盈利能力提升，我们认为一方面由于产品结构升级（洞 9 在合肥等市场表现较优），另一方面体现在公司费用投放较为精准，消费者自点率维持较高水平。尽管市场担心大众酒价位带竞争加剧，但从实际的市场表现中，我们可以看到随着消费者自点率、自带率的提升，品牌拉力提升、渠道拦截的阻力逐步下降。2) 2024 年是迎驾贡酒冲击百亿至关重要的一年，迎驾将通过“1233 工程”，即一个引领：以文化迎驾战略为引领，提升品牌影响力；两个深化：深化产品市场布局，深化厂商战略合作；三个赋能：强化制度内控，为业务管理赋能，优化人力资源，为经销商服务赋能，深化数字化建设，为智慧营销赋能；三个强抓：强抓网点质量，提升核心终端占比，强抓操作规范，提升业务工作质量，强抓服务质量，提升消费者满意度。3) 我们认为，近年来公司管理提质增效，渠道精耕细作能力逐步提升，有望支撑其百亿目标的发展。

金种子：渠道布局逐步深化，目标重返皖酒第一阵营。 1) 公司围绕“一体两翼”品牌战略，即以馥合香为体，柔和种子酒和高端品牌醉三秋为两翼。全面优化产品结构，对“8+5+2”主线产品中的 13 支已上市产品细节优化，推动 2 支新品上市推广。2) 以渠道升级和组织能力提升为抓手，全面实施馥合香“攻坚战”、光瓶酒“阵地战”和底盘盒装产品“爆破战”三场战役，为重返皖酒第一阵营奠定坚实基础。省内核心市场以阜阳/合肥为重心，线路联动打造样板市场；省外聚焦一线城市、省会城市等重点城市；环皖布局“江浙沪”先发，推动“豫鄂赣”一带发展。根据股东大会披露，环皖地区渠道布局完成率超 70%，省外重点市场渠道布局超 80%，渠道建设逐步深化。3) 公司拟转让金太阳药业股权，聚焦主业。4) 我们认为，2024 年是公司集中力量做市场的关键一年，随着渠道建设和产品推广的逐步深化，受益于百元以下价位带的刚性饮酒需求，公司增长潜力有望逐步释放。

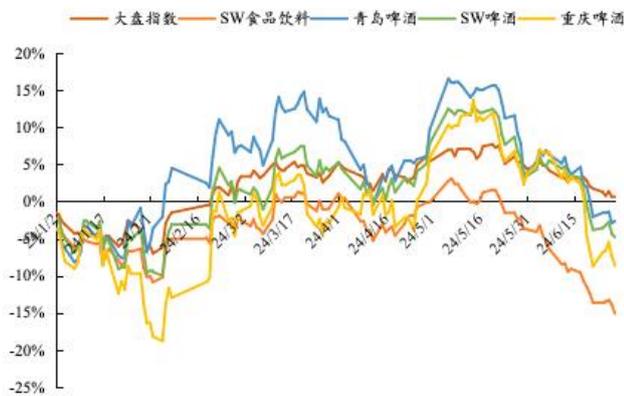
金徽酒：省内升级结构优化，品牌引领布局全国。 1) 西北市场近年来随着经济发展水平的提升，白酒市场容量逐步扩张且竞争相对温和，渠道建设成本较高，整体易守难攻。2) 龙头地产酒受益于省内消费升级，与全国性名酒形成错位竞争，市占率提升空间大。金徽酒经营战略务实，组织管理效率逐步提升，省内“全区域布局”+省外“不对称营销”，有望实现多点开花。3) 公司管理层较为年轻，内部改革不断激发组织活力，管理效率提升。

3.啤酒：稳健增长，成本改善仍有空间

3.1 市场行情回顾

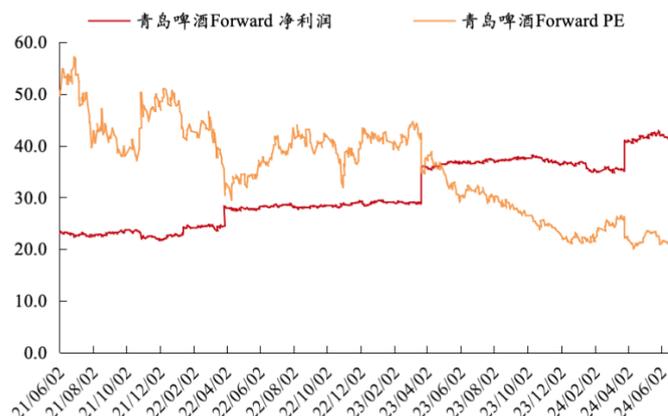
截止 2024 年 6 月 30 日，SW 啤酒下跌 4.82%，跑赢食品饮料板块 10.29pct。啤酒板块超额收益主要集中在一季度，我们认为主要原因是板块经历 2023H2 估值大幅下杀后、2024Q1 估值修复所致，白马龙头股青岛啤酒 PE (FY1) 从 23 年年底的 20 倍左右修复到 24Q1 的 25 倍。从基本面来看，尽管市场对行业高端化预期走弱，但是成本下降带来的利润改善也对市场情绪有一定的提振。从个股走势来看，截止 2024 年 6 月 30 日，青岛啤酒年初至今下跌 2.65%，重庆啤酒年初至今下跌 8.65%，分别跑赢食品饮料行业 12.46pct、6.46pct；港股方面，华润啤酒年初至今下跌 23.25%，跑输恒生指数 27.18pct，我们认为主要原因在于外资对国内啤酒高端化预期较为悲观。

图 11：截止 2024 年 6 月 28 日 A 股啤酒板块年初至今涨跌幅



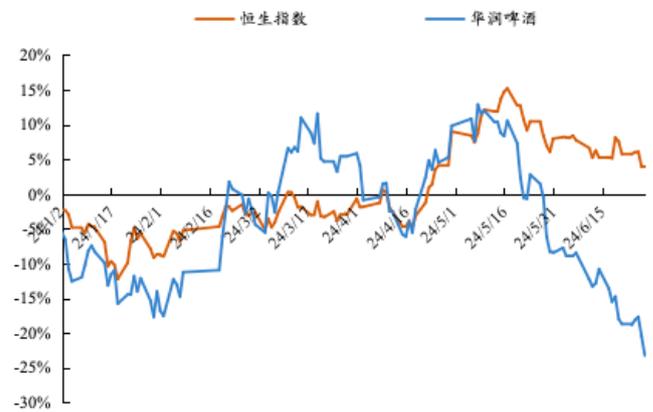
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 13：青岛啤酒 Forward 净利润和 PE 走势图



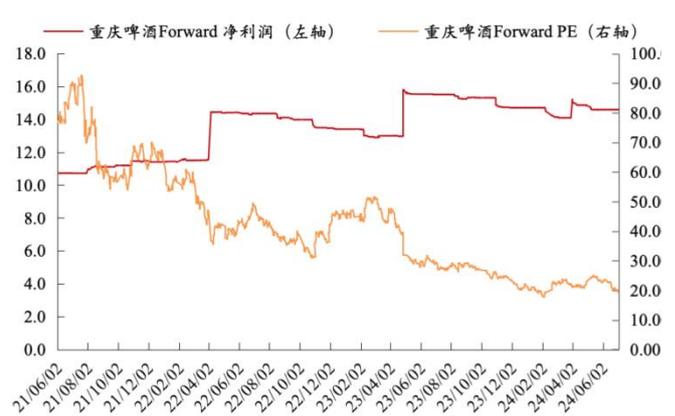
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 12：截止 2024 年 6 月 28 日华润啤酒年初至今涨跌幅



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 14：重庆啤酒 Forward 净利润和 PE 走势图



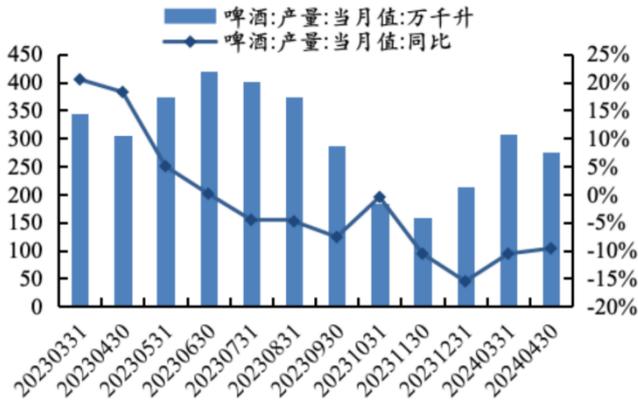
资料来源：iFind，信达证券研发中心

3.2 稳健增长，成本改善明显

受基数影响，我们预计行业上半年销量有所承压。2024 年 3 月-4 月全国规模以上啤酒企业产量合计同比-10.2%，我们认为主要原因在于去年同期基数较高所致，2023 年 3 月和 4 月分别同比+20.5%、+18.25%。2024Q1 啤酒上市公司销量走势分化，其中青岛啤酒销量同比-7.7%，重庆啤酒销量同比+5.2%，我们认为主要系重庆啤酒部分基地市场受益于旅游人流

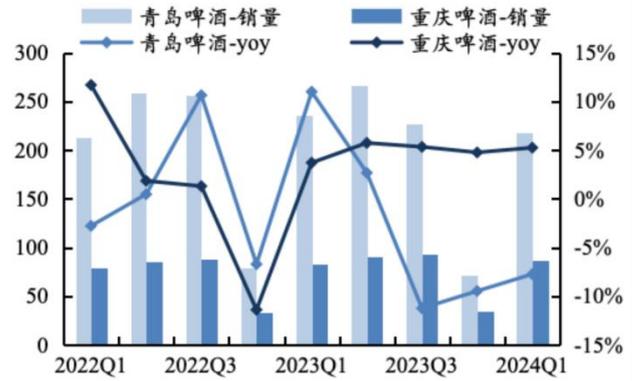
恢复。

图 15: 2024 年 3-4 月全国规模以上啤酒企业产量同比-10.2%



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

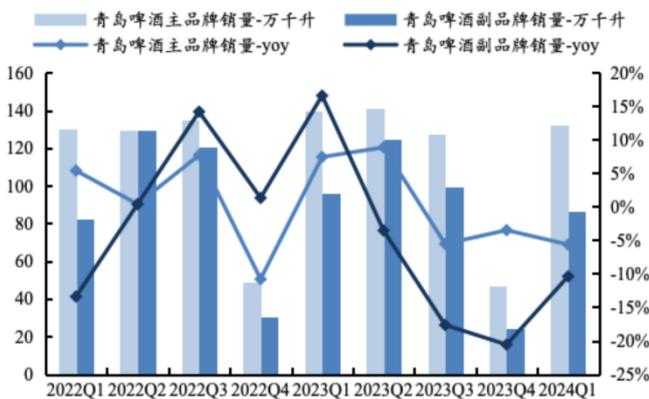
图 16: 2024Q1 啤酒上市公司销量走势分化(单位: 万千升)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

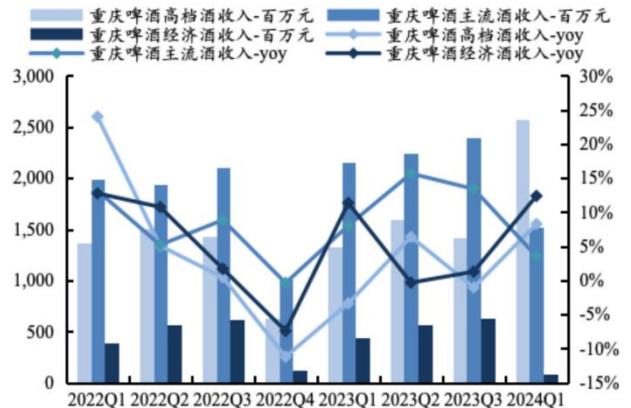
8-10 元价格带稳步增长, 超高端产品略有承压。从啤酒高端化进程来看, 超高端啤酒略有承压, 但是 8-10 元价格带仍保持了较好的增长。在 2024Q1 整体基数较高的情况下, 青岛啤酒主品牌销量同比-5.6%, 降幅好于副品牌情况 (销量同比-10.4%); 重庆啤酒高档酒收入同比+8.3%、高于主流酒收入增速+3.6%。**市场担忧啤酒高端化是否仍会持续, 我们认为应当关注啤酒公司内部结构性变化, 低端啤酒向上整合的趋势对公司吨酒收入的提升仍有一定贡献, 2024Q1 青岛啤酒吨酒收入同比+2.8%, 重庆啤酒吨酒收入同比+1.8%。**

图 17: 2024Q1 青岛啤酒主品牌销量增速高于副品牌



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 18: 2024Q1 重庆啤酒高端酒收入增速高于主流酒



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 19: 2024Q1 青岛啤酒、重庆啤酒吨酒收入增速相差不多

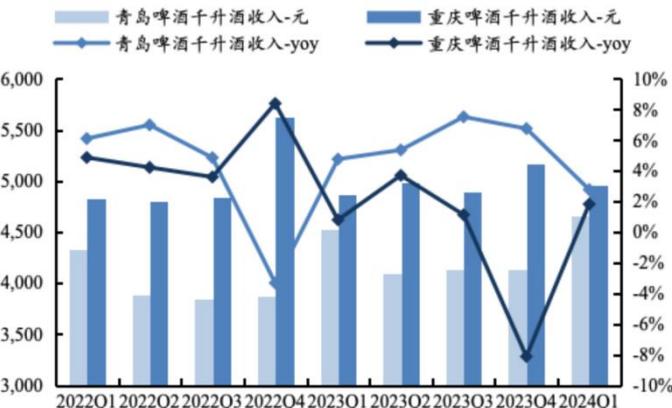
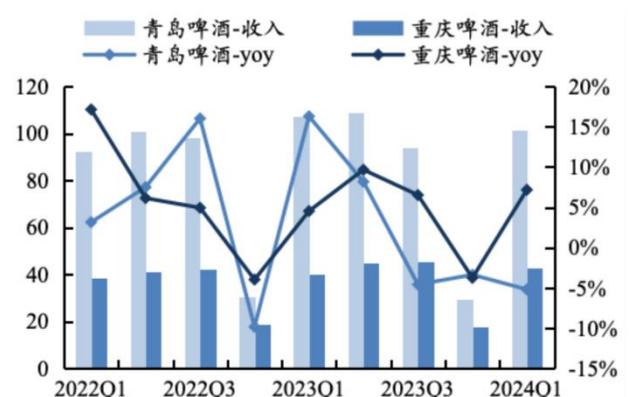


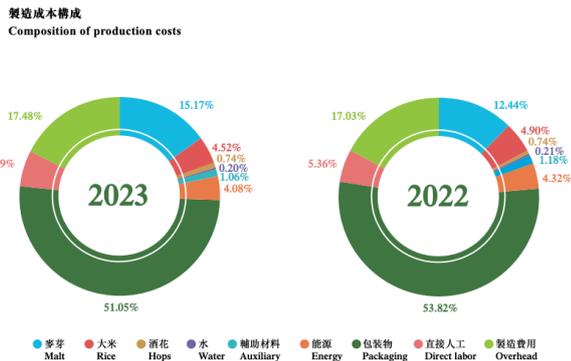
图 20: 2024Q1 青岛啤酒、重庆啤酒收入增速分化



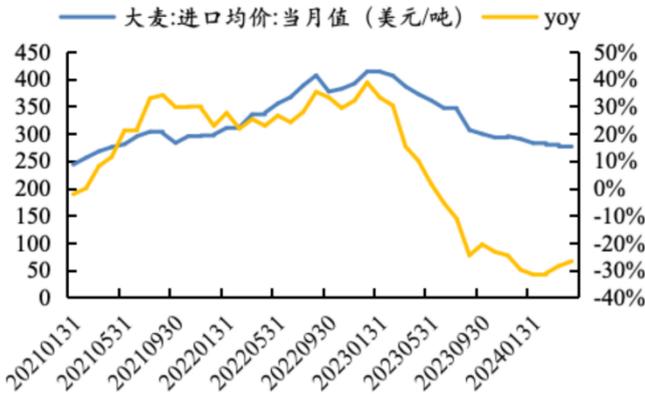
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

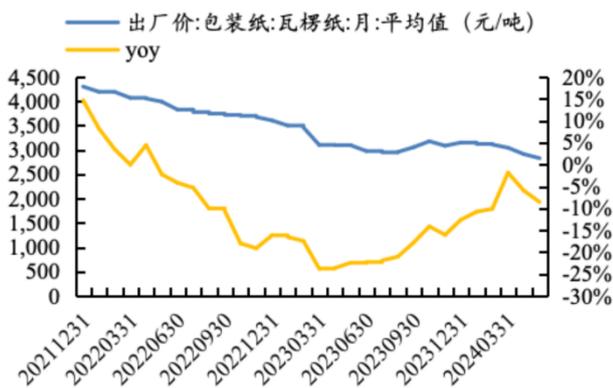
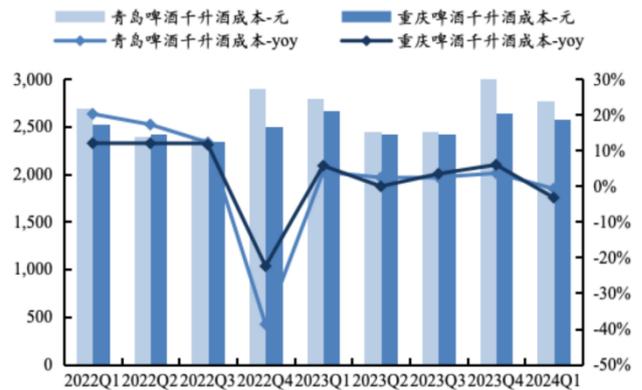
啤酒成本改善明显, 贡献利润增速。大麦和包材价格是啤酒成本研究的核心变量, 以青岛啤酒 2023 年披露的成本构成来看, 制造成本中占比最高的为包装物, 包含了玻璃瓶、铝罐、瓦楞纸等, 占比 51.05%; 麦芽占比 15.17%。目前成本走势有所分化, 其中进口大麦均价 2024 年继续下跌、4 月同比-26.8%; 瓦楞纸价格持续下跌, 2024Q1 跌幅在 10-15%左右; 玻璃价格在 4 月后转跌, 4 月-5 月跌幅扩大, 同比-20%左右。而打包易拉罐价格继续上涨, 涨幅在 10-20%左右。在大麦、大部分包材价格下跌的背景下, 啤酒行业成本改善明显, 2024Q1 青岛啤酒千升酒成本同比-0.8%, 重庆啤酒千升酒成本同比-3.3%, 我们认为千升酒成本改善的趋势有望在 2024 年延续。

图 21: 青岛啤酒股份公司啤酒制造成本拆解


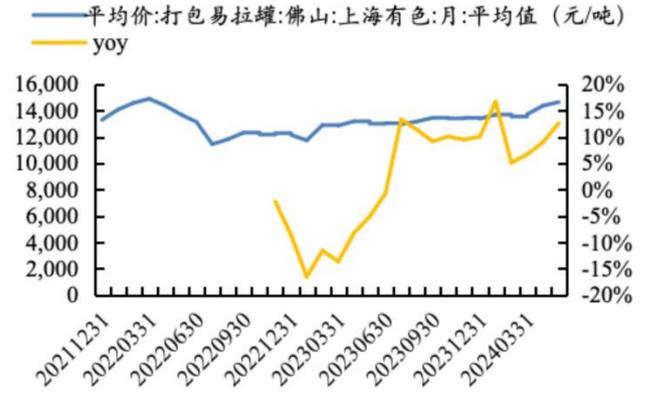
资料来源: 青岛啤酒公司公告, 信达证券研发中心

图 23: 大麦进口均价 2024 年 1-5 月同比下跌 20-30%左右


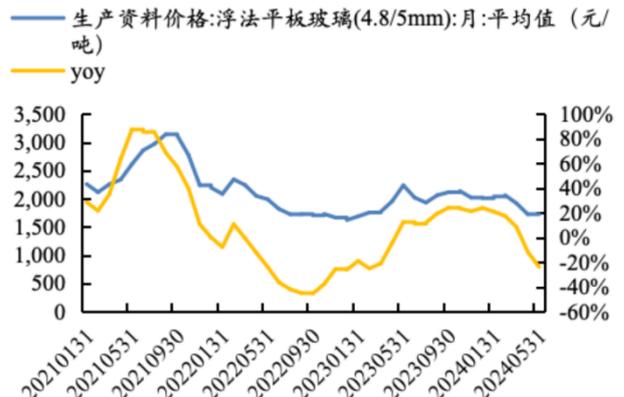
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 25: 瓦楞纸价格持续下跌, 2024Q1 跌幅在 10-15%左右

图 22: 2024Q1 啤酒吨成本改善明显


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 24: 打包易拉罐价格 2023 年 7 月后继续上涨


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 26: 玻璃价格 2024 年 4 月后转跌


3.3 重点公司

华润啤酒：啤酒决胜高端，白酒积极探索。啤酒方面，我们认为在最后一个三年发展战略“高端制胜，卓越发展”下，公司次高端及以上的啤酒销量有望保持双位数增长，带动吨价的稳步增长，叠加成本下跌，我们认为啤酒仍贡献较好的利润增速。白酒方面，公司积极推进贵州金沙的投后整合、赋能及提升，一方面推出新品“敬赞”摘要产品面向企业客户以及特色小光瓶“金沙小酱”，另一方面积极处理遗留问题，恢复渠道信心，展望未来，我们认为贵州金沙全面重塑后，白酒业务收入有望保持较好的增长。

青岛啤酒：成本改善明显，盈利能力持续提升。在 2024 年消费力走弱的环境下，市场担忧啤酒行业高端化增速放缓，但我们认为核心要关注啤酒公司内部结构性变化，低端啤酒向上整合的趋势对公司吨酒收入的提升仍有一定的贡献。青岛啤酒是国内啤酒酿造历史长达百年的企业，品牌底蕴深厚，产品品质优异，我们认为，经典+纯生+白啤三大主力升级产品有望继续在沿黄河流域的主力市场实现较好的增长，优势市场的结构升级+成本改善释放的利润弹性有望超出市场预期。

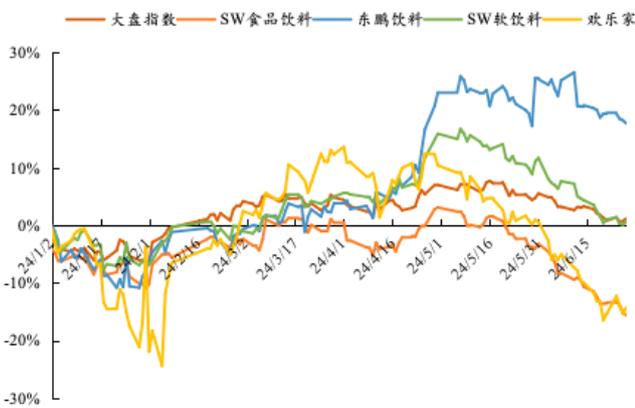
重庆啤酒：创新驱动，“嘉”速扬帆。公司的核心竞争力在于 6+6 品牌矩阵，对啤酒生意的理解更强调产品创新，因此我们看好重庆啤酒对旗下品牌调性的提炼，品牌资产的沉淀是不可复制的。目前，公司积极应对宏观挑战，不断优化经销商体系并且加大投入。展望 2024 年，我们认为疆外乌苏有望逐渐回暖，乐堡、重庆、大理等主流产品有望在优势市场继续保持较好的增长。此外从分红角度来看，公司从 2021 年至今的分红率基本维持在 80% 以上，具备较好的资本回报。

4. 饮料：品类结构重塑，健康无糖需求旺盛

4.1 市场行情回顾

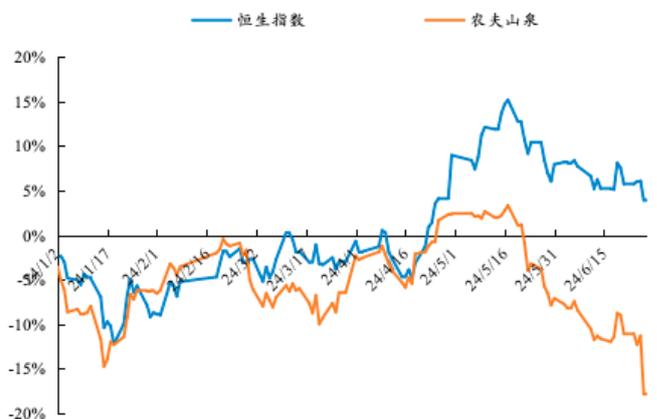
截止 2024 年 6 月 28 日，SW 软饮料上涨 0.61%，跑赢食品饮料板块 16.25pct。软饮料板块超额收益主要集中在二季度，我们认为主要系板块 2024Q1 估值回落，而春节后市场对偏居民消费的板块情绪有所好转。从个股走势来看，截止 2024 年 6 月 28 日，欢乐家下跌 14.32%；东鹏饮料上涨 17.69%，尽管消费疲软，但是公司全国化提速，业绩表现较好，质地优秀受机构青睐；港股方面，农夫山泉年初至今下跌 17.94%，跑输恒生指数 21.88pct。

图 27：截止 2024 年 6 月 28 日 A 股饮料板块年初至今涨跌幅

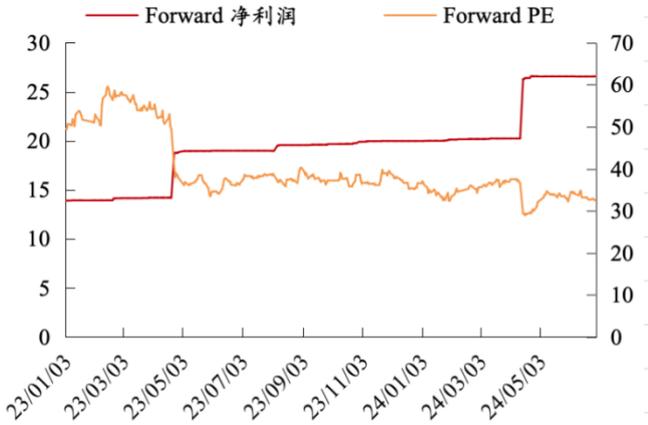


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 28：截止 2024 年 6 月 28 日农夫山泉年初至今涨跌幅



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 29: 东鹏饮料 Forward 净利润和 PE 走势图


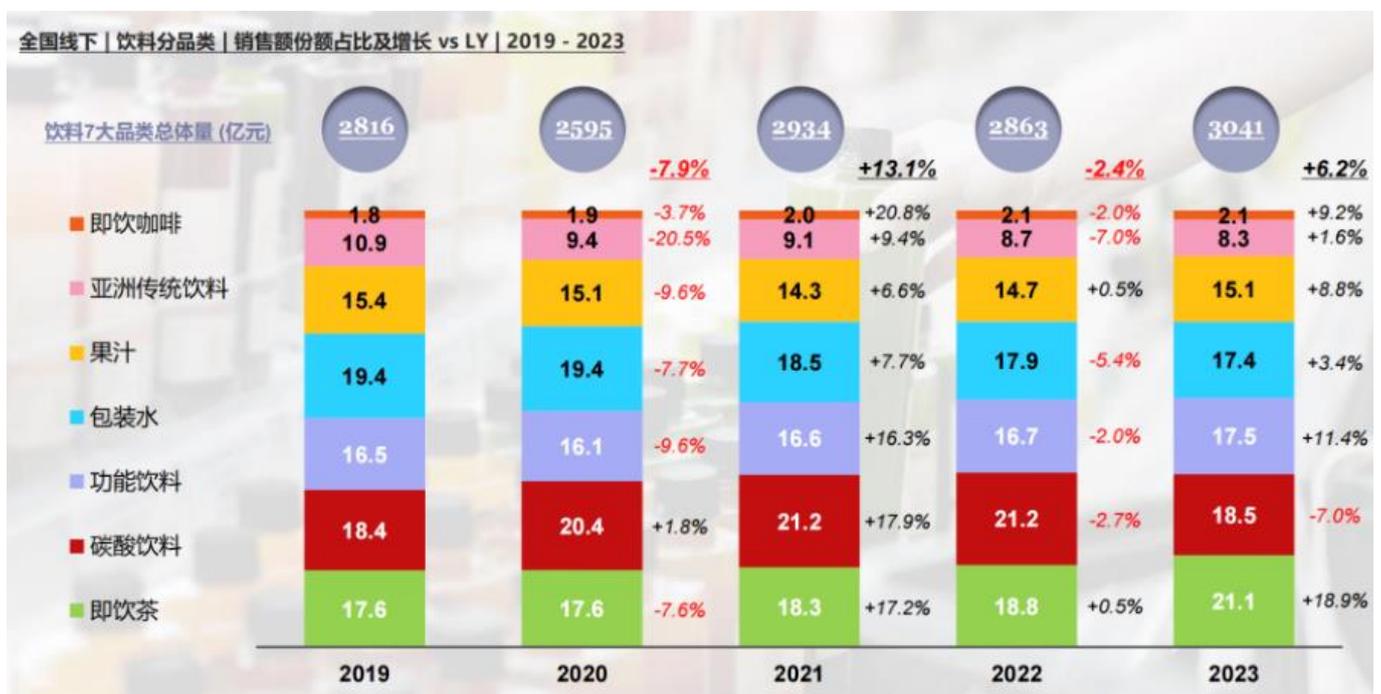
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 30: 欢乐家 Forward 净利润和 PE 走势图


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

4.2 无糖即饮茶蓬勃发展，健康化趋势明显

从饮料行业变化来说，我们认为主要有两大变化：**1) 品类结构重塑，健康化趋势明显。**经过疫情三年后，消费者对饮料的需求从单一的好喝过渡到更加注重健康天然等功能诉求，根据尼尔森 IQ，即饮茶、功能饮料、包装水、果汁等品类在 2023 年皆表现出了较好的增长趋势，而其中即饮茶超越碳酸饮料成为软饮料市场中销额第一的品类。**2) 价格优势突出，大包装饮料受消费者青睐。**面对消费者更加注重性价比的需求，很多品牌方都顺势推出了经典单品的大包装，比如农夫山泉推出东方树叶两个口味的 900ml 包装。从价格来看，大包装更加实惠，500ml 东方树叶的终端零售价一般在 5 元左右，而 900ml 则是 6 元，大包装的平均单价要便宜 33% 左右。

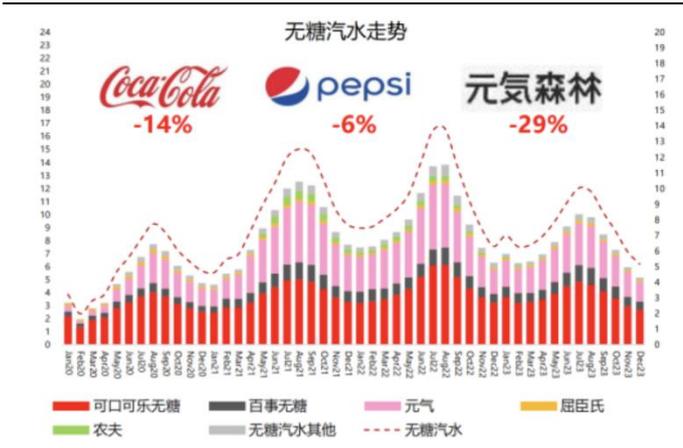
图 31: 品类结构重塑，即饮茶超越碳酸饮料占据市场销额第一


资料来源: 尼尔森 IQ, 信达证券研发中心

无糖茶: 热度不减，消费人群渗透率持续提升。在过去 2-3 年中，饮料减糖化趋势明显，以农夫山泉东方树叶和三得利为代表的无糖茶在 2023 年表现的尤其明显，而无糖碳酸的市

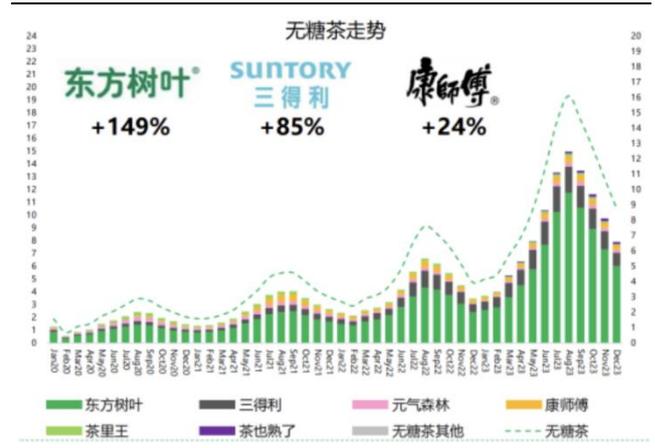
场规模也由于无糖茶的发展受到了一定的积压。在东方树叶的快速增长下，农夫山泉 2023 年茶饮业务同比+83.3%，超过了 2022 年的增速 50.8%。市场担忧无糖茶增长的持续性，我们认为核心是要看无糖茶是否满足了消费者的需求，而这一需求是否处于增长的阶段。从消费者需求角度来看，相比于含糖饮料，无糖茶特点体现在更为解渴且可以一天内饮用多瓶，并不需要担心蔗糖或者代糖对身体造成的负担，因此能够满足消费者希望解渴、但比包装饮用水更有味道、比含糖饮料健康的产品。此外，无糖茶的消费人群并不是局限于传统爱茶人士，而是渗透到年轻人中。根据亿欧智库，经常消费无糖茶的群体中，30 岁（含 30 岁）以下人群占 70.8%；近半年的新用户中，30 岁（含 30 岁）以下的消费群体占比达到 84.1%；25 岁（含 25 岁）以下的消费者尝鲜意愿更强。

图 32：无糖汽水走势



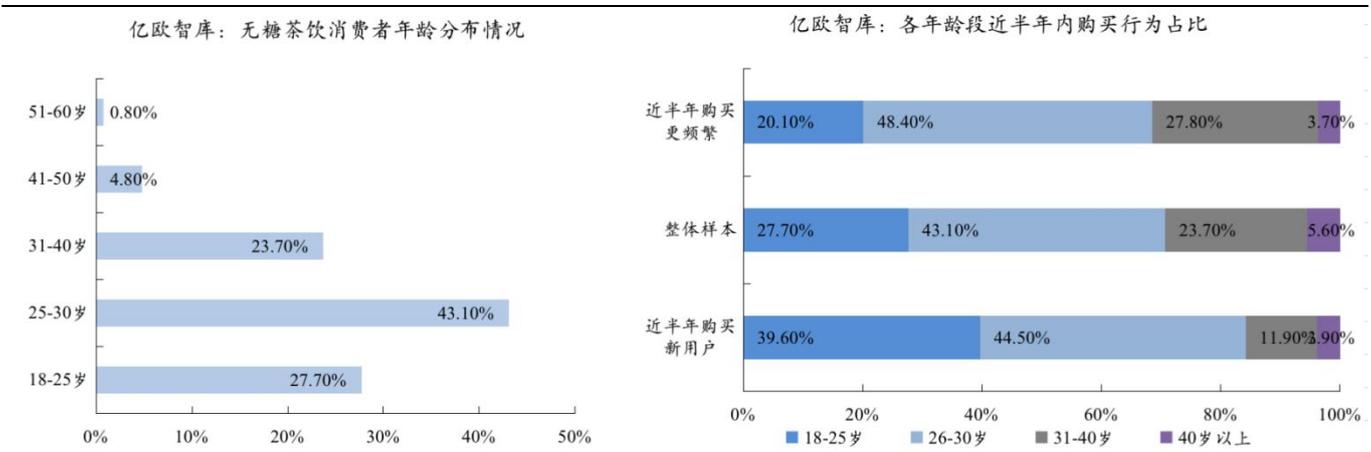
资料来源：尼尔森 IQ，信达证券研发中心

图 33：无糖茶走势



资料来源：尼尔森 IQ，信达证券研发中心

图 34：无糖茶的消费人群并不是局限于传统爱茶人士，而是渗透到年轻人中



资料来源：亿欧智库，信达证券研发中心

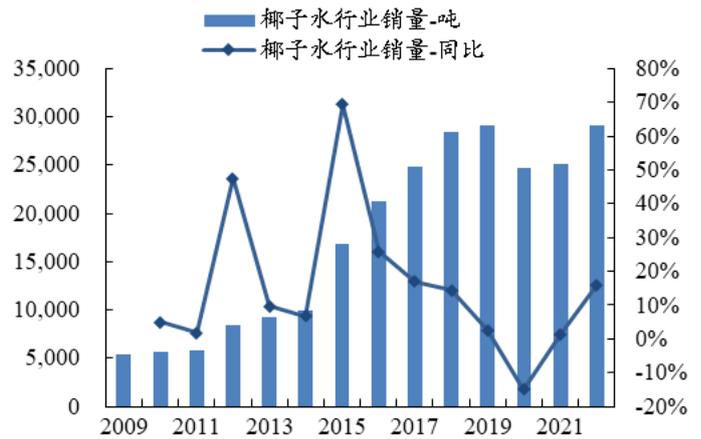
椰子水：健康需求持续增长，性价比或是破局之道。椰子水营养成分主要是含可溶性糖、矿物质以及少量的蛋白质和油脂，是给身体补充电解质、替代白水的健康选择，因此购买椰子水的消费者主要以追求健康和解渴的个人即饮为主，一瓶 Vita Coco 330ml 的椰子水的热量仅为 63 千卡左右，每瓶钾含量是 580.8mg，约等于 1.2 根香蕉的含钾量。在健康化的消费趋势下，国内椰子水的行业规模 2009-2022 年 CAGR 为 14%，高于椰子液体饮品整体水平。我们认为主要原因是消费者更加关注饮料健康天然的属性，2023 年夏天椰子水更是热销，以致厂家供不应求。市场担忧椰子水增长的可持续性，我们认为核心要关注到椰子水在 2023 年夏天的爆发是由消费需求变化推动的，并非供给侧的单一推动。从定价来看，椰子水在零售终端定价通常在 7-8 元以上，和传统饮料 3-5 元相比售价较高，因此我们认为上游具备供应链优势、消费端具备价格优势的椰子水品牌有望实现较好的增长。

图 35: 椰子水饮品热量较低



资料来源: Vita Coco 天猫旗舰店, 信达证券研发中心

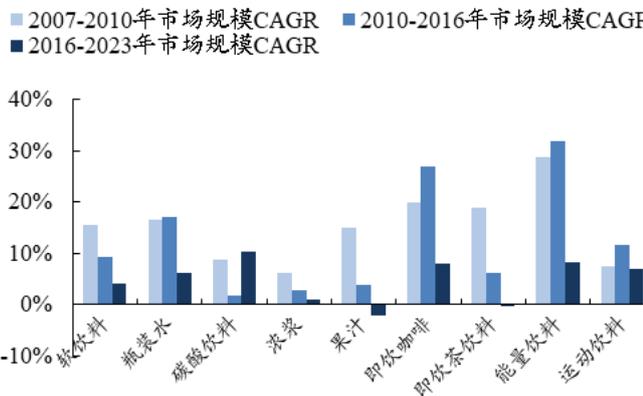
图 36: 国内椰子水的行业规模 2009-2022 CAGR 为 14%



资料来源: 欧睿数据, 信达证券研发中心

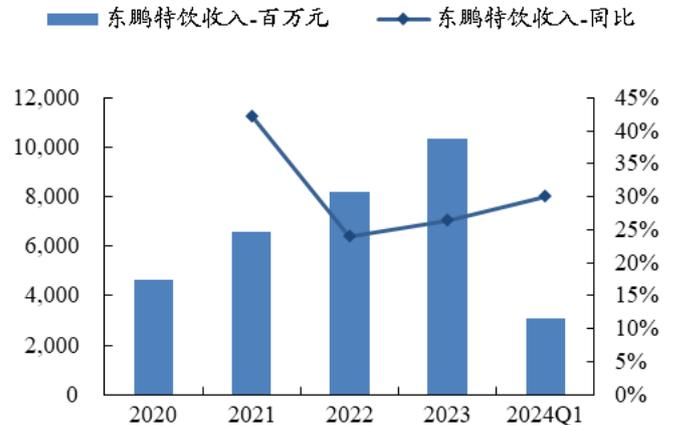
功能饮料: 能量饮料强需求绑定, 电解质水仍是推新主流。 能量饮料是指含有一定能量并添加适量营养成分或其他特定成分、能为机体补充能量释放和吸收的制品, 具有“抗疲劳”、“提神”等功效。2016 年之后, 国内能量饮料行业进入了较为稳健增长的阶段, 根据欧睿数据, 市场规模从 2016 年的 317 亿元增长至 2023 年的 553 亿元, CAGR 为 8.3%。从格局来看, 相较于行业老大红牛, 东鹏饮料 500ml 通过性价比、强实用性开拓新人群。一方面, 目前红牛仍然陷入商标纠纷, 无暇顾及市场投入, 另一方面性价比消费趋势明显, 因此我们认为品牌+渠道+产品综合实力强的东鹏饮料有望继续保持较好的增长。而在消费者更加关注饮料的功能属性下, 电解质水仍是市场热点, 2024Q1 东鹏补水啦带动公司其他饮料收入同比+257%, 脉动官宣旗下运动饮料“脉动+电解质”焕新上市, 统一旗下的海之言上新西柚味等渗电解质饮料。

图 37: 中国能量饮料市场规模 2016-2023 年 CAGR 为 8.3%



资料来源: 欧睿数据, 信达证券研发中心

图 38: 2024Q1 东鹏饮料收入同比+30.1%



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 39: 脉动上新“脉动+电解质”饮料



资料来源: 食品饮料行业微刊 Pro, 信达证券研发中心

图 40: 统一海之言等渗电解质饮料新品上市



资料来源: 食品饮料行业微刊 Pro, 信达证券研发中心

4.3 重点公司

农夫山泉: 长期主义践行者, 穿越周期的力量。公司深耕包装天然水, 但是并未受困于单一品类, 在“天然、健康”的理念下, 持续完善茶饮料、功能饮料、果汁饮料、咖啡饮料等细分品类的布局, 成为不可多得、能够多品类经营的饮料公司。我们认为, 这背后映射的不仅仅是公司在品类选择、产品打造、品牌建设的战略眼光以及团队执行能力, 更是长久地坚持, 久久为功。包装饮料水方面, 受益于疫情政策调整后, 人流恢复, 2023 年公司包装饮用水成为收入超过 200 亿的大单品。而中长期看, 小规格包装水将继续三四线城市渠道下沉; 而公司在小规格包装水积累下的品牌认知能够转换到主打家庭消费的中大包装水, 中大包装水的渗透率有望进一步提升。茶饮料方面, 公司 2023 年茶饮料收入同比+83.3%、超过 22 年同期增速。我们认为, 东方树叶不仅是代表一个品牌、而且引领了无糖茶细分赛道的发展, 因此从竞争格局的演绎上, 我们认为行业的扩容下, 头部品牌东方树叶仍将实现较快的增长, 而新锐品牌与东方树叶的差距进一步扩大, 因此我们长期看好东方树叶的持续增长。在新品方面, 公司积极布局即饮咖啡赛道、推出炭仸系列, 果汁饮料陆续上线 NFC 常温系列、冷藏系列、17.5 度系列, 这些产品目前销量尚低, 但是基于所处细分赛道的成长性, 我们认为新品进展值得持续关注。

东鹏饮料: 全国提速发展, 品类拓展未来可期。作为能量饮料的成长性品牌, 公司在广东省内持续深耕, 省外不断优化经销体系、完善业务团队, 2024Q1 广东省收入占比已经从 2018 年的 61.1% 下降到 26.5%, 华北、西南、华东、华中区域皆实现了中高双位数的增长, 全国化进程提速。在公司主力品牌东鹏饮料持续高增的基础上, 2023 年 2 月新上市的电解质饮料“东鹏补水啦”仍然保持了较好的增长, 2024Q1 公司其他饮料同比+257%。截至 2024Q1, 公司拥有 2912 家经销商, 实现 100% 地级市覆盖, 因此“东鹏补水啦”和乌龙上茶等新品有望通过已有的渠道覆盖面实现较好增长, 持续构建公司“能量+”的品类矩阵。

欢乐家: 持续深耕主业, 积极布局量贩零食。公司成立于 2001 年广东省湛江市, 发家于罐头行业, 黄桃和橘子罐头是主力产品。2014 年公司进入植物蛋白饮料市场, 依靠总部位居岭南的地理优势, 推出“欢乐家生榨”产品, 是公司第二大支柱品类, 2021 年公司椰子汁产品的市场占有率位居第五。市场认为公司成长性不足, 我们认为公司深耕罐头业务二十余年, 市场需求稳定; 椰子汁在宴席和送礼方面有较好的品牌基础, 公司加大终端网点开拓, 未来有望加速发展。此外, 公司持续打造“椰子+”产品矩阵, 面对椰子水行业高速增长趋势, 公司顺势而为, 2023 年推出椰子水品牌椰鲨, 在品牌代言人奥尼尔的加持下, 我们认为椰

鲨有望享受行业扩容红利。新渠道方面，公司积极拥抱量贩零食渠道，我们认为罐头和椰子饮料有望在该渠道获得较好的增量。

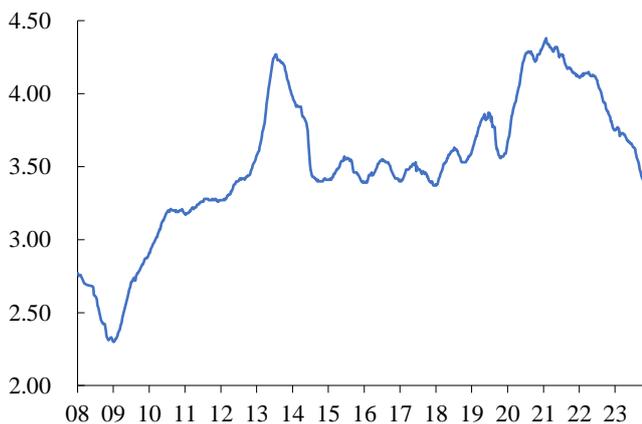
5. 乳制品：经营周期低点，静待供需回暖

5.1 经营周期低点，股价充分反应

供给阶段性过剩，奶价持续下行。行业层面看，当前国内原奶供应出现阶段性过剩。国内生鲜乳平均价自 2022 年起呈现下行趋势，2023 年同比-7.7%，2024 年至今呈环比继续下跌的趋势，5 月 30 日已达 3.34 元/公斤，已达上轮原奶周期低点。公司层面上看，上游牧业公司 2023 年多出现业绩大幅下滑，优然牧业和澳亚集团 2023 年已出现本轮原奶周期首度亏损。下游乳制品公司中，包含部分牧业的公司也出现淘汰牛只和原奶喷粉的情况，经营压力加大。

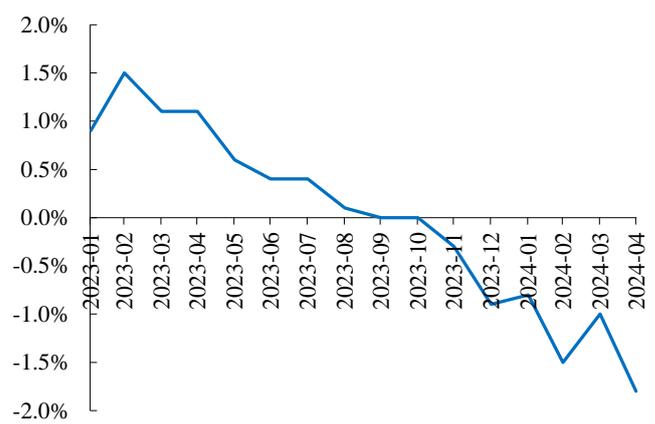
需求缓慢复苏，终端价格持续下行。行业层面看，在消费品整体需求复苏较慢的背景下，奶类终端产品价格表现平淡，2024 年单月 CPI 奶类价格同比持续低于去年。同时，2024 年 1-4 月乳制品产量也同比下降 0.7%。公司层面看，24Q1 申万乳品指数收入同比-4.33%，上市公司收入同比呈收缩趋势，部分企业反馈渠道库存有所上升，市场动销减慢。

图 41: 当前奶价已达上轮周期低点



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

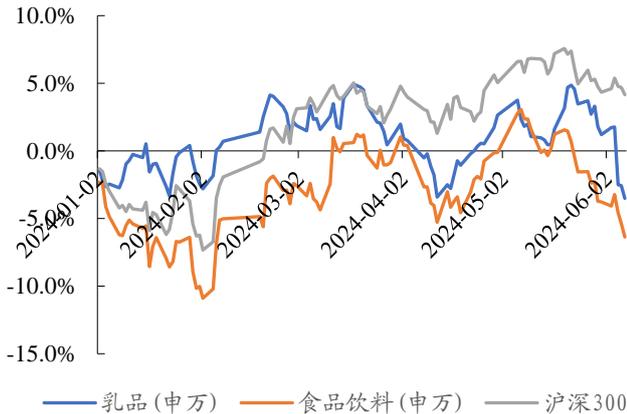
图 42: 奶类 CPI 同比持续低于去年



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

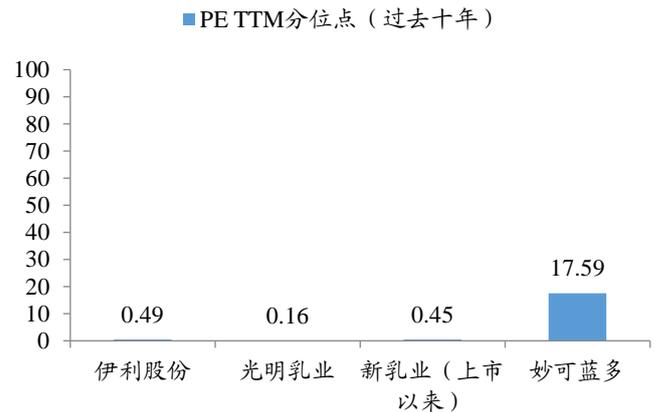
股价充分反应当前经营情况，静待供需两端回暖。从股价层面上看，1 月 1 日至 6 月 30 日，申万乳品指数累计涨幅-8.29%，表现优于申万食品饮料指数 (-15.11%)，但逊于沪深 300 指数 (+0.89%)，主要原因系伊利股份在申万乳品指数中权重占比达约 86%。个股层面看，大盘股表现优于小盘股，其中伊利股份 1 月 1 日至 6 月 30 日累计涨幅为 0.83%，光明乳业为-8.50%，新乳业为-23.69%，妙可蓝多为-22.40%，天润乳业为-32.05%，贝因美为-40.76%。估值上看，申万乳品指数截至 6 月 30 日 PEG TTM 已达 13.73，接近过去十年最低位，充分反应市场对当前行业经营状况的悲观预期。其中，伊利股份和光明乳业 PE TTM 均接近过去十年最低水平，新乳业 PE TTM 接近上市以来最低水平。我们预计供需两端回暖后，业绩回升有望带动行业中公司估值水平的提升。

图 43: 申万乳品指数今年表现优于申万食品饮料指数, 但逊于沪深 300



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 44: 多家乳制品公司正处于近年来估值低位



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

5.2 重点公司

伊利股份: 渠道调整在途, 红利坚定信心。公司 Q1 收入同比-2.58%, 归母净利润因子公司昌吉盛新的出售同比+63.84%。公司销售端出现罕见下滑, 主要系消费者消费力及消费习惯变化, 春节后动销偏弱造成。公司正通过引导上游调整规模结构、喷粉、调整下游出货节奏等手段, 稳定整体公司经营和销售节奏, 公司预计下半年液奶销售有望企稳。与此同时, 公司推出高分红叠加回购方案, 每股派发现金红利人民币 1.2 元 (含税), 占 23 年归母净利润比例为 73.25%, 以 10-20 亿元自有资金通过集中竞价交易方式对股票进行回购并注销, 增强投资者信心。公司股息率截至 6 月 30 日达 4.6%, 同时回购注销有望再增厚投资者约 0.60%-1.20% 的间接收益, 因此也对当前的股价形成了有力的支撑。

妙可蓝多: 控费降本见效, 期待需求复苏。公司 Q1 收入同比-7.14%, 同样受到乳制品行业需求恢复较慢的影响。归母净利润在控费和少数股东权益收购的影响下大幅提升, 同比+70.63%。我们认为, 公司接下来的营收及业绩增长一方面需要消费大环境的改善, 另一方面也需要公司内部的努力, 特别是新品的推出和渠道的拓展所带来的营收增长以及积极降本增效所带来的净利率提升。

天润乳业: 利润阶段性承压, 关注供需两端变化。公司 Q1 收入同比+1.47%, 归母净利润受新农并表及淘汰牛只影响, 同比-91.74%。公司受新农并表影响, 奶源自给率进一步提高, 在当前奶价下行期间经营压力增大。公司开源节流, 一方面加快淘汰牛只, 优化牛群结构, 另一方面在线上 and 线下采取多种方式, 进行品牌推广, 同时在山东齐源大力拓展市场, 树立佳丽品牌形象。我们预计公司下半年受新农并表影响将减弱, 同时未来行业供需情况的好转有望放大公司奶源自给率的优势, 为未来业绩提供弹性。

此外, 我们也积极关注估值低位、收入与业绩增速领先行业、践行鲜战略的**新乳业**和**婴配粉**行业有望边际改善、表现超越行业、经营稳健的**贝因美**。

6. 食品添加剂: 海外需求强劲, 业绩表现分化

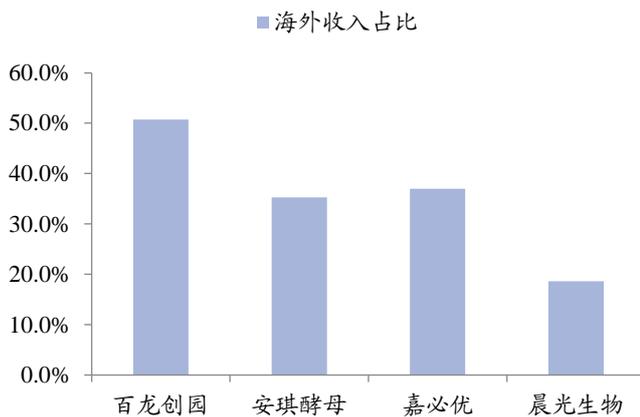
6.1 海外需求强劲, 业绩表现分化

海外需求普遍较好, 部分对冲国内弱复苏。不同于国内多数 C 端食品饮料公司, 食品添加剂企业处于其产业链上游, 产品文化属性更弱, 而功能属性更强, 因此在不同地域的可拓展性更强, 多数食品添加剂上市公司均有海外销售。今年 Q1, 多家食品添加剂公司海外业

务维持较好增长，包括安琪酵母海外收入增速达 16.8%，百龙创园海外收入增速达 17.8%。国内来看，尽管消费品整体呈现弱复苏趋势，但部分营养健康相关的产品需求良好，消费者对于自身健康更加关注，带动包括嘉必优、三元生物和百龙创园等添加剂公司业绩增长。

成本高位向下，毛利率整体稳定。食品添加剂公司成本中所用原材料主要为大宗农产品及相关衍生物，如玉米淀粉、糖蜜、葡萄糖等，价格与大宗农产品息息相关。去年三季度起，玉米和豆粕价格从高位回落，为食品添加剂公司成本端打开空间。在原材料、产品结构和产品价格等因素的共同作用下，我们跟踪的食品添加剂公司毛利率整体保持稳定。

图 45: 食品添加剂公司海外业务占比较高



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

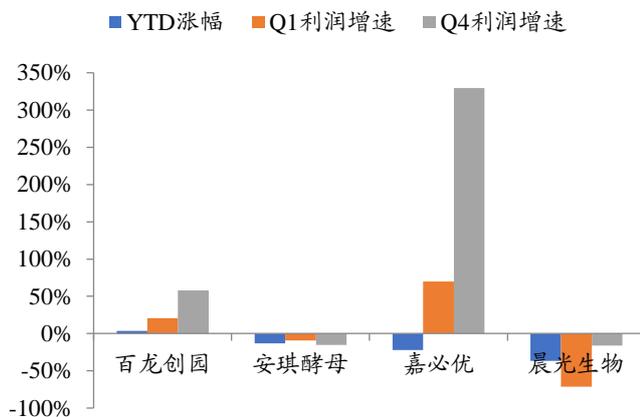
图 46: 原材料成本高位向下



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

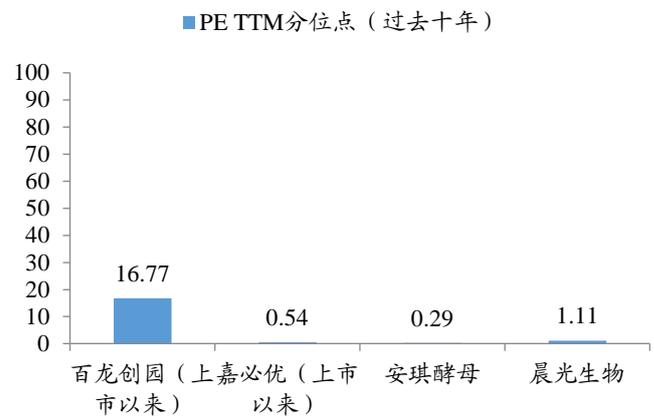
业绩表现分化，股价展现预期。市场目前尚无食品添加剂相关指数，但结合业绩表现来看，股价及估值已充分反应市场预期。在我们跟踪的食品添加剂公司中，百龙创园 1 月 1 日至 6 月 30 日跌幅最小，达 -5.96%，其后依次为安琪酵母 (-19.34%)，嘉必优 (-24.90%) 和晨光生物 (-36.35%)，除嘉必优存在基数影响外，涨跌幅次序与公司 23Q4 及 24Q1 业绩增速次序基本吻合。估值层面上看，多数公司 PE TTM 均处于低位，其中安琪酵母和晨光生物处于过去十年低位，而嘉必优处于上市以来低位，充分反应市场悲观预期。但对于业绩表现及预期很好的百龙创园而言，PE TTM 分位点略高。

图 47: 除嘉必优外，公司股价涨幅次序与其 23Q4 及 24Q1 业绩增速次序吻合



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 48: 公司估值反应市场预期



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

6.2 重点公司

百龙创园：新产能顺利投产，把握持续成长机遇。公司 Q1 收入维持高速增长，同比

+29.63%，扣非归母净利润同比+25.80%。近期看，公司年产 30000 吨膳食纤维和年产 15000 吨结晶糖项目已全面投产，有望大幅改善公司先前产能不足的问题，同时提高公司产线生产效率。中期看，公司已公布泰国工厂建设计划，拟投资 4.52 亿元建设新型功能糖生产基地，产能及东南亚市场空间有望进一步打开。此外，公司明星产品阿洛酮糖也正在卫健委进行审批，若审批通过，将成为新食品原料在中国市场开始应用。公司股东大会资料显示，公司今年收入预算为 11.5 亿元，同比+32.49%；利润预算为 2.6 亿元，同比+34.72%。伴随公司国内外产能的逐步充沛，叠加当下消费者对于功能性和健康食品的旺盛需求，我们预计公司业绩在未来几年有望持续保持高速增长态势。

安琪酵母：股权激励落地，目标稳中有进。公司 Q1 收入同比+2.52%，收入增速偏慢主要系国内需求偏弱所致；归母净利润同比-9.45%，公司产品降价及费用率的上升使得利润短期承压。近期，公司公布 2024 年股权激励计划草案，拟将约占总股本 1.37% 的回购股票，以每股 15.41 元的价格，授予公司高管及核心技术人员、管理骨干等共 1006 人。根据解锁条件推算，公司 2024-2026 年主营业务收入增长率应不低于 10.2%/9.9%/9.8%，目标稳中有进。二季度以来，公司销售有所恢复，4 月收入增长达双位数，5 月增速快于 Q1，我们预计 Q2 表现有望好于 Q1。

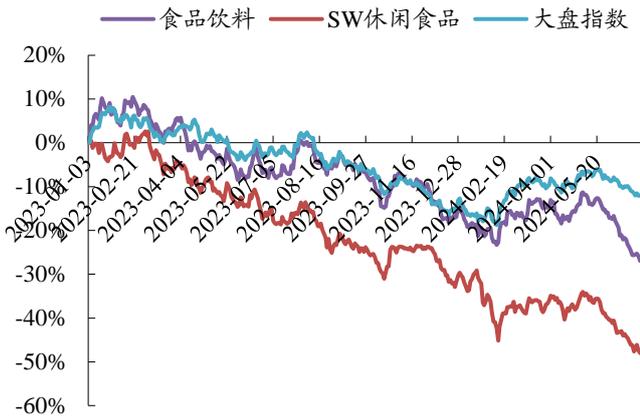
嘉必优：Q1 开局亮眼，今年亮点颇多。公司 Q1 受新国标效应持续释放、海外订单表现较好、新粉剂产能开始供货等影响，收入同比+33.34%；归母净利润在管理费用率下降、财务费用缩减的情况下，同比+69.93%。展望全年，我们预计疫情影响的淡去和龙年的传统习俗有望推动出生人口阶段性回暖；其次，婴配粉新国标效应仍在延续，今年和明年仍有望为上游原配料供应商带来增量；第三，已陆续有客户向公司新粉剂产能进行切换，公司粉剂产能利用率有望提升。我们预计伴随这些亮点的展开，公司今年有望实现业绩恢复性增长。

此外，我们也积极关注当前估值低位、业绩有望逐季修复、公司积极回购注销、天然提取物市场宽广、具有平台型竞争力的**晨光生物**。

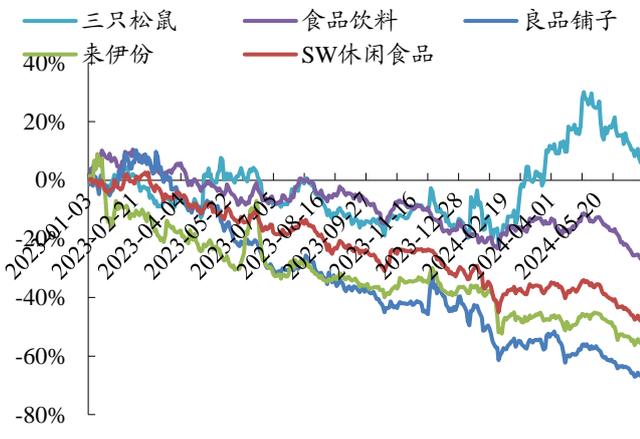
7. 休闲食品：需求主导时代开启，性价比为王

7.1 股价&基本面复盘

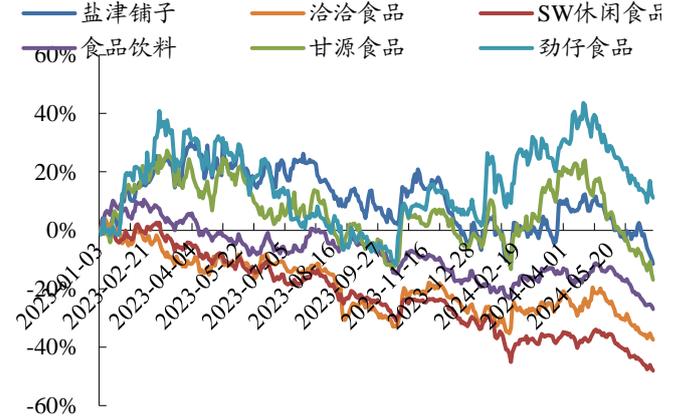
个股行情两级分化明显，厂商端具备品类红利&积极拥抱渠道变革的公司 23 年年初至 24 年中跑出显著超额收益，零售端积极布局更高效率的量贩零食业态跑出超额收益。1) 具备品类红利：品类集中度提升红利或者成功推出新品，比如劲仔食品 21Q4 通过大包装产品加速 KA/BC 等现代渠道的渗透率推动原有大单品小鱼干体量快速提升，22 年成功推出新品鹤鹑蛋，并在 23 年鹤鹑蛋新品放量明显。2) 渠道变革红利：盐津铺子、甘源食品等通过拥抱量贩零食、电商等新兴渠道加速产品渗透率提升。渠道变革红利背后是厂商供应链效率的提升，比如三只松鼠 23 年年初提出高端性价比战略，供应链效率提升优化成本成效显著，24H1 股价表现突出。3) 量贩零食业态：万辰集团 23 年年初布局量贩零食业态，并逐步成为头部品牌，股价自 23 年年初表现突出。由于休闲食品整体板块小市值公司较多，受到微盘股等影响，24H1 今休闲食品板块整体表现弱于食品饮料大行业。

图 49: 今年年初以来休闲食品整体板块行情表现弱于食品饮料


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 51: 三只松鼠 23 年初提出高端性价比战略, 股价表现显著由于食品饮料板块


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 50: 盐津铺子、劲仔食品等具备品类红利及积极拥抱渠道变革的个股表现更强


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 52: 万辰集团 23 年布局量贩零食业务, 股价表现突出


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

顺应性价比消费趋势以及具备品类红利的休闲食品公司业绩表现更为突出。基本面来看，1) 厂商端：积极拥抱量贩零食渠道（比如盐津铺子、甘源食品）以及具备品类红利（比如大包装推动现代渠道放量、成功推出第二增长曲线鹤鹑蛋的劲仔食品）的自主生产型公司 23 年-24Q1 收入增速表现更为突出。2) 零食连锁：顺应消费趋势，布局量贩零食业态（比如万辰集团）的性价比连锁收入增速快。3) 卤味连锁：由于终端消费疲软，卤味连锁业态 24Q1 收入增速相对疲软。整体来看，休闲食品板块收入增长有分化，顺应性价比消费趋势以及具备品类红利的公司收入增长上表现更为突出。

表 1: 顺应性价比消费趋势以及具备品类红利的公司收入增长上表现更为突出

单位: 百万元		2024Q1				2023			
公司	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	
自主生产型	卫龙美味				4,872	5%	880	482%	
	洽洽食品	1,822	36%	240	35%	6,806	-1%	803	-18%
	盐津铺子	1,223	37%	160	43%	4,115	42%	506	68%
	甘源食品	586	50%	91	65%	1,848	27%	329	108%
	劲仔食品	540	24%	74	88%	2,065	41%	210	68%
	有友食品	275	18%	43	-9%	966	-6%	116	-24%
	好想你	494	19%	13	3%	1,728	23%	73	-52%
零食连锁&量贩零食	三只松鼠	3,646	92%	308	61%	7,115	-2%	220	70%
	良品铺子	2,451	3%	62	-58%	8,046	-15%	180	-46%

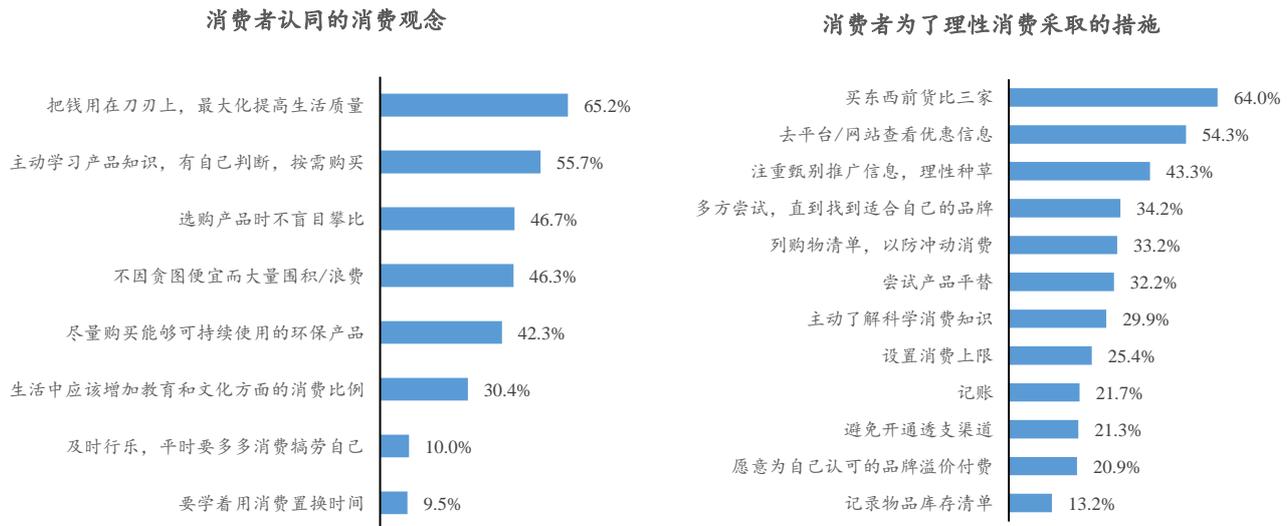
	来伊份	1,061	-12%	61	-14%	3,977	-9%	57	-44%
	万辰集团	4,830	534%	6	-88%	9,294	1592%	-83	-274%
卤味连锁	绝味食品	1,695	-7%	165	20%	7,261	10%	344	47%
	煌上煌	458	-11%	33	-10%	1,921	-2%	71	129%
	周黑鸭					2,744	17%	116	357%
	紫燕食品	695	-8%	54	21%	3,550	-1%	332	49%

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

7.2 需求主导，性价比为王

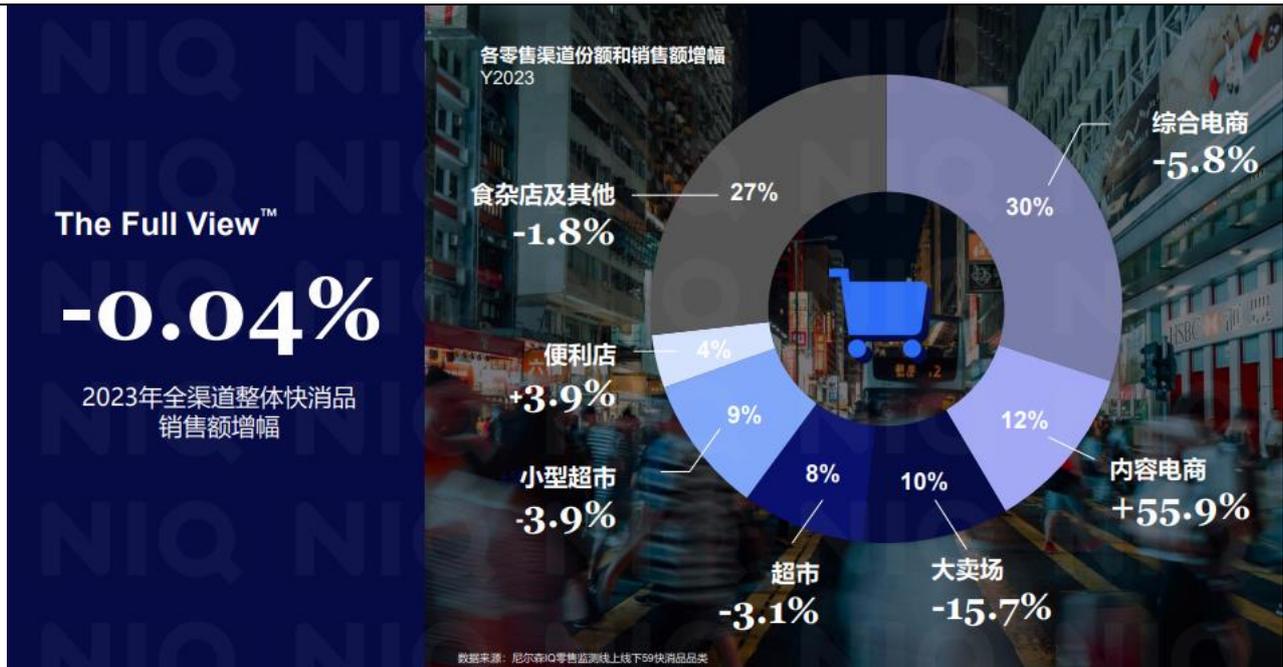
消费进入需求主导时代，性价比业态为趋势。 1) 经济增速换挡: 当前中国经济正从一个高速的增量经济时代进入到相对低速的存量经济时代，消费者对于性价比或者物美价廉的商品需求更为明显。2) 供需关系发生变化: 供给端，工业的本能是提供更多的产量，然后逐步进入产能过剩的阶段。需求端，受国内宏观环境、人口结构、经济预期变化的影响，消费者面对不确定的外部消费逐步回归理性，23 年整体快消品销售额同比略微下降，需求端进入了偏存量竞争的时代，消费市场逐步从供给驱动进入到需求导向的时代，产业链的话语体系将逐步从品牌主导下的渠道渗透转移到消费者主导的供应链效率提升上，倒逼厂商/零售等环节构成的供应链体系效率全面提升，体现为终端为物美价廉产品的供给增加。**投资主线一: 当前处于供需关系转换推动的变革阶段，面对需求主导的时代，关注实现供应链效率提升的厂商以及零售商，给终端提供性价比产品的业态。**

图 53: 消费者变得更为理性成熟



资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

图 54：快消品整体进入存量竞争时代，竞争回归产品和效率

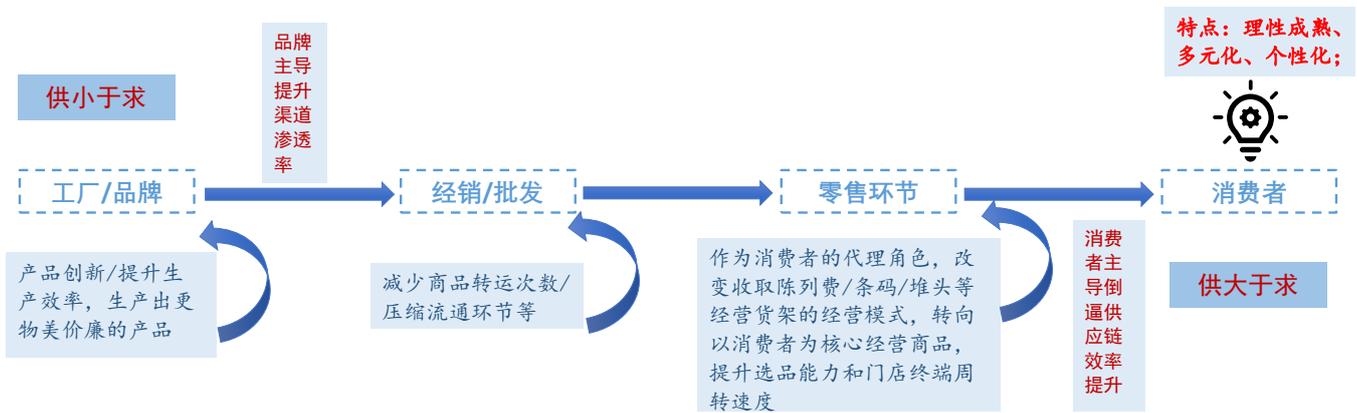


资料来源：尼尔森IQ《2024 中国零售业发展报告：拥抱“性价比时代”》，信达证券研发中心

性价比的背后是产业链效率提升和产品创新，具体到产业链的各个环节（主要为厂商和零售商），1）关注零售环节效率提升的投资机会：消费者变得更为理性以及行业供需关系的变化倒逼零售商进行效率革命，零售商作为厂商和消费者产品传递的桥梁，生意的核心在于效率，量贩零食作为目前更高效率的业态，持续迭代传统零售渠道的份额，头部品牌具备较好的投资价值。

图 55：消费进入需求主导的时代

产业链供需变化，由品牌主导转为消费者主导

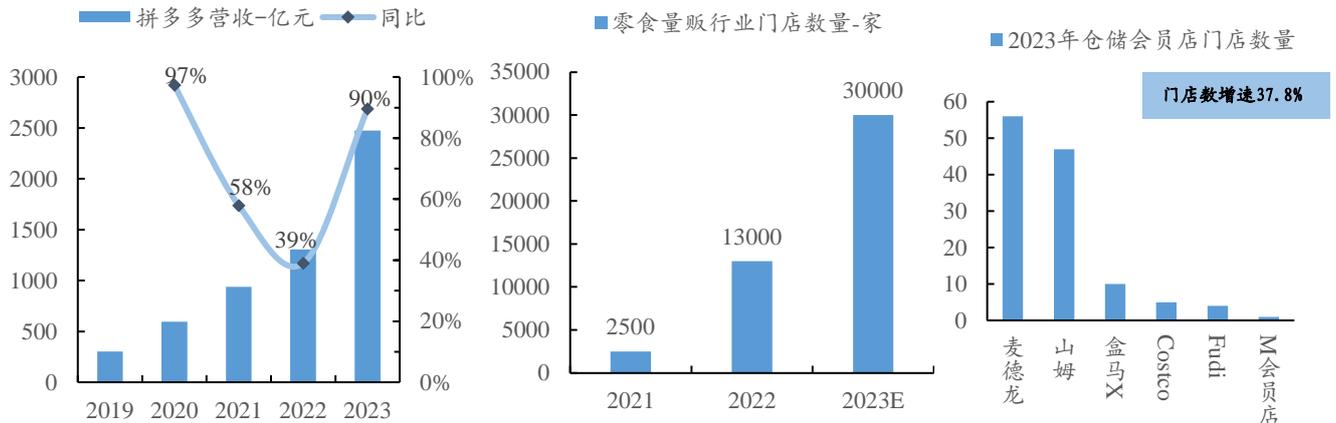


资料来源：信达证券研发中心

市场担心零售业态更新迭代快，质疑量贩零食业态的生命力，我们认为量贩零食业态以硬折扣作为核心的经营理念，对标欧美等成熟国家来看，Costco、ALDI 等优秀的硬折扣零售商能够持续穿越经济周期实现长期的蓬勃发展。而国内过去零售业态迭代较快，主要受到国内消费品供需关系经历两轮较大的切换：供需关系从 80-90 年代的供不应求逐步进入到目前供大于求的阶段，那么大众品的供需关系在自然商业发展路径下通常是不可逆的，所以硬折扣业态有望成为零售偏终极的商业模式，量贩零食业态作为休闲食品板块里面的硬折扣模型有望持续积累价值。零售生意品牌竞争的核心在于供应链效率和差异化竞争，供应链效率和差异化竞争均离不开规模，头部品牌有望强者愈强，长期持续看好零食量贩

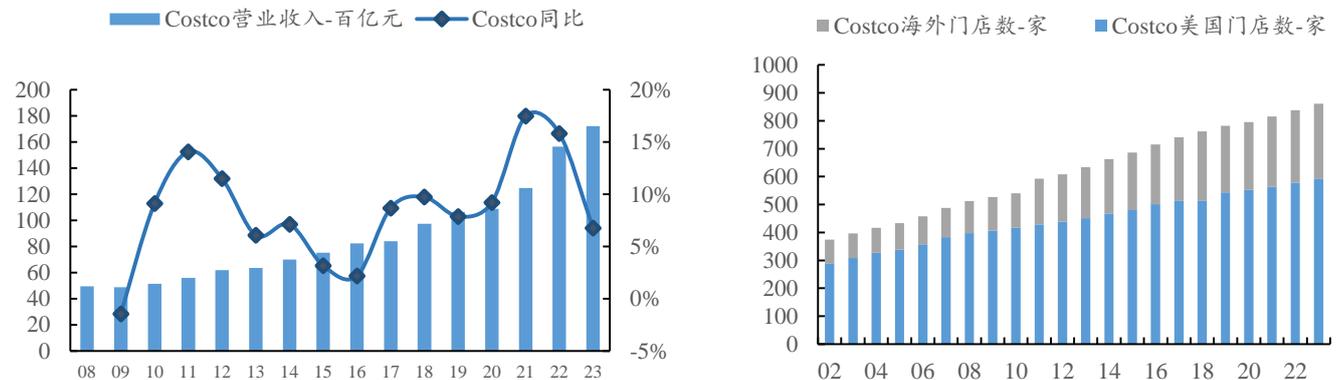
业态头部品牌的投资机会。

图 56: 拼多多、量贩零食、会员店等性价比渠道近年迎来快速发展



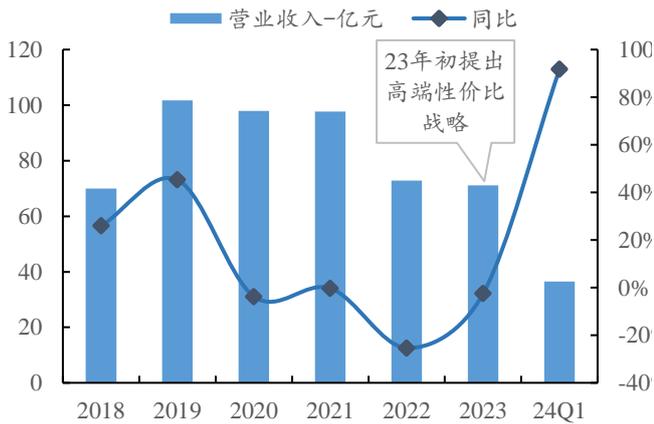
资料来源: iFind, 三联生活周刊, 尼尔森 IQ 《2024 中国零售业发展报告: 拥抱“性价比时代”》, 信达证券研发中心

图 57: Costco 等折扣业态能够穿越经济周期实现长期的蓬勃发展

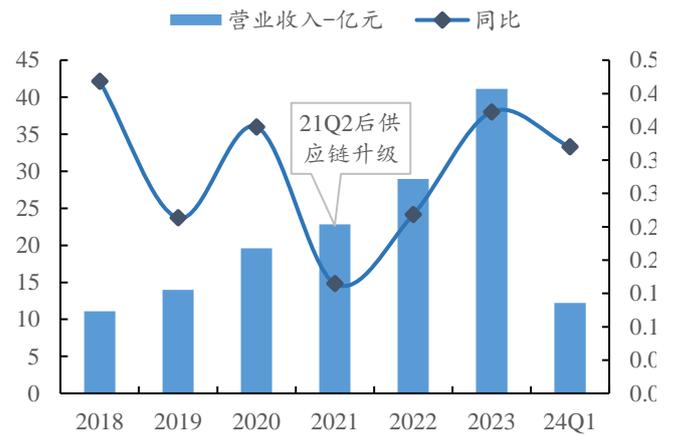


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

2) 关注厂商供应链效率提升的投资机会: 主要体现在采购、生产、仓配等供应链环节效率提升, 底层逻辑为供给竞争烈度不减的背景下, 消费者对于性价比产品更为偏好, 那么对于能够提供物美价廉产品的厂商将持续积累价值。其次厂商完成供应链效率升级后可以积极拥抱高效率的渠道能加速对于需求端的反应, 加速公司渠道渗透率的提升进度, 比如盐津铺子通过积极拥抱量贩零食渠道近两年实现了高速增长, 三只松鼠自 2023 年年初提出高端性价比战略, 线上渠道市占率显著提升。对于厂商而言, 市占率提升的速度曲线与原有的市占率水位相关, 若是此前核心品类渠道渗透率极低, 那么通过优化后端供应链及积极拥抱新兴高效率渠道有望实现更为陡峭的市占率增长曲线或者弯道超车。

图 58: 三只松鼠提出高端性价比战略推动营收


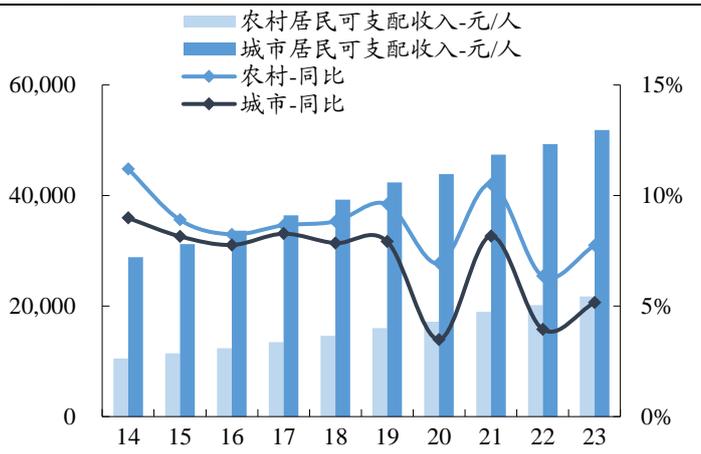
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 59: 盐津铺子 21Q2 优化供应链推动营收实现快速增长


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

7.3 品类红利，强者愈强

下沉市场消费潜力大，休闲食品头部品牌具备市占率提升及新品扩张红利。休闲食品具有万亿市场，细分品类众多，行业整体竞争格局较为分散，市场质疑休闲食品行业能否出现类似于农夫山泉等饮料集团或者国外亿滋等休闲食品集团类型的公司，我们认为休闲食品行业属于食品饮料行业后发展阶段的子板块，尤其是辣卤零食等中式零食渠道渗透率仍有较大的提升空间，叠加当前行业正处于渠道变革红利期，且下沉市场消费潜力大，部分休闲食品头部品牌经历过去几年产品均价下行，目前价格水平逐步匹配下沉市场的消费水平，有望加速下沉市场市占率的提升，长期行业有望跑出多大单品的零食集团。**投资主线二：休闲食品行业部分细分品类集中度提升逻辑仍在演绎当中，下沉市场消费潜力大有望加速头部品牌市占率提升，关注休闲食品行业经典品类头部品牌市占率提升及品类扩张带来的投资机会。**

图 60: 农村居民可支配收入增长快于城镇居民，支撑下沉消费更强活力


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

市场担心渠道多元化、折扣化会提升跑出消费品品牌的难度，我们认为渠道变革、多元化确实对于头部厂商提出渠道价值链分配、价盘管理等挑战，但背后是对于厂商的供应链效率提出更高的要求，并非折扣化浪潮下消费品公司市占率一定被分化，我们认为在经典品类上仍将持续有头部品牌跑出。对标欧美等发达国家快消品及零售渠道的发展历程，头部品牌可以通过适应渠道变革的趋势提供性价比的产品持续提升销量，比如可口可乐提价克制始终保持产品价格竞争力，市占率始终维持在较高的水平，成为消费者心目中经典的消

费品品牌。

7.4 重点公司

万辰集团：看好万辰集团从渠道效率提升向供应链效率提升的硬折扣发展方向，竞争优势有望越加凸显。行业当前处于快速开店的红利期，公司快速跑马圈地足以体现其战略前瞻性，行业竞争格局正在加速形成，头部集中趋势明显，公司当前门店数量处于行业第一梯队，竞争优势有望愈加凸显。零食量贩是一个高频、低价、长保的生意，门店标准化程度高，具备万店连锁的基因。公司当前在江苏/安徽/浙江等区域优势地位显著，参考头部品牌在局部区域的市占率，公司万店可期。量贩零食供应链的规模效应明显，当前零食量贩业务利润拐点或已来临。我们看好万辰集团从渠道效率提升向供应链效率提升的硬折扣发展方向，竞争优势越加凸显。

三只松鼠：高端性价比战略成效显著，全渠道有望放量。往后展望，公司抖音渠道快速放量验证公司战略转型成功融入新兴电商平台，线上业务有望持续收复失地。公司在坚果等核心品类上具备品牌心智，战略转型下性价比产品顺应消费趋势，四款核心坚果品类进入量贩零食渠道可见一斑，分销业务有望快速提升市占率。公司这一轮供应链升级的成效已经逐步呈现，驱动全渠道放量可期。供应链持续优化及规模效应下，公司盈利能力亦有望持续向上。

盐津铺子：构建总成本领先优势，好吃不贵顺应消费趋势，独立品类品牌起势明显。盐津注重激励，持续培养具备内部企业家精神的高管团队，实现强组织驱动力，内部运营效率（人效）高，渠道反应速度快，电商和零食量贩渠道持续放量可见一斑。精细化管理逐步在供应链端实现多品类成本领先的优势，休闲魔芋、鹤鹑蛋等新品培育速度显著加快，好吃不贵特点凸显。鹤鹑蛋、素毛肚等独立品类品牌起势，公司逐步体现出培育品类品牌大单品的能力。长期来看，公司产品性价比战略切合此轮零售渠道折扣化变革趋势，有望逐步提升市占率。

甘源食品：产品型公司，契合渠道变迁趋势。甘源为坚果炒货细分品类头部品牌，渠道变革大背景下，头部细分品类有望持续提升市占率，甘源强产品力，契合渠道变革的方向，将持续享受渠道变革的红利。往后展望，公司内部事业部架构调整、引进优质人才、加强人员激励，花生、调味坚果等新品近年放量，渠道红利和新品有望双轮驱动。市场对公司24年持续增长确定性有所担忧，但甘源23年快速增长背后不仅受益于零食量贩、社交电商等新渠道的红利，亦有扩品+组织架构调整带来的内生动力。往后展望，坚果品类当前处于红利期，公司强产品力，具备渠道变革红利和品类红利。

劲仔食品：大包装加速渠道渗透率提升+鹤鹑蛋新品增长亮眼，有望演绎利润率提升逻辑。劲仔流通起家，KA/BC等现代渠道空白网点多。大包装本质为助力现代渠道放量，21Q4现代渠道开始逐步放量，当前BC等渠道渗透率仍有提升空间，24年大包装持续推动渠道放量动能仍在。鹤鹑蛋品类有红利，鹤鹑蛋富含营养，消费者品类认知度高，24年产能进一步释放有望贡献明显增量。鹤鹑蛋23年原材料价格水平波动大，影响品类利润率，24年来看，鹤鹑蛋体量提升规模效应有望凸显，利润率有望提升。大包装加速提升渗透率+鹤鹑蛋打造亮眼第二曲线，公司后续成长路线清晰，且公司小鱼干产品多年未提价，利润率相比其他零食公司有较大提升空间，公司有望演绎利润率提升逻辑。

绝味食品：长周期品类，经营韧性强，静待花开。短期来看，原材料价格24Q1处于平稳低位，我们预计24年全年毛利率有望维持在24Q1的较好水平。对于加盟连锁业态而言，单店作为微观的模型如果承压导致门店关闭将损失全门店的供应链收入，因而我们认为24年单店经营质量比开店更为重要，关注单店提振的效果。长期来看，卤味品类消费基础积淀

深厚，为生命周期长的消费品类，鲜货口感更好，品类景气度我们预计长期仍在。公司对于加盟连锁理解深刻，经营稳健，短期静待单店恢复，长期餐桌卤等第二曲线可期。

周黑鸭：积极调整，单店有望向上。短期来看，当前行业单店端因消费疲软有所承压，公司积极调整，推出二合一门店，有望提振单店水平，引领公司进入新一轮经营向上周期。长期来看，公司提出回归经典口味，且持续加强和年轻人的品牌互动，品牌高势能。行业来看，卤味品类消费基础深厚，单店调整到位后有望重新开启新一轮的增长，长期可期。

洽洽食品：渠道深耕有增量，坚果第二曲线动能延续。公司作为瓜子品类头部品牌，品类仍有渠道下沉和深耕的空间，体量有望维持平稳的增长。我国人均坚果消费量和国外差距仍大，每日坚果切中健康的消费趋势，目前渠道渗透率提升空间仍大，经过多年的品类消费者教育，第二曲线有望持续保持快速增长。

此外，我们也关注产品策略聚焦核心两大单品的**卫龙美味**，降价积极顺应消费趋势的**良品铺子**，以及积极拥抱零食量贩渠道的**好想你**。

8. 投资策略

8.1 白酒板块

弱复苏导致周期调整拉长，分化加剧中优选确定性。当前白酒行业面临宏观经济周期和自身发展周期的调整叠加，各价位、各区域的品牌分化仍较突出，大众价位具有坚实的老百姓消费基础，高端价位的送礼、社交需求仍然刚性，商务活动恢复不及预期，次高端价位进一步消费升级的动力不足，行业各价位间进一步分化，高端酒及地产酒龙头的增长相对稳健，而次高端酒则面临一些压力。

重视消费者培育及渠道工作，延续长期发展势能。行业进入茅台做市场时代，过去简单靠渠道获取市场份额的时代已过，当下更需要精心做好消费者培育工作，考验着各酒企的团队组织力和渠道管理效率。当行业红利的浪潮退去，各酒企应该重视起核心市场的有效终端网点覆盖度提升，挖掘渠道下沉深度，加快县区市场的精耕，以实现行业周期波动中的平稳过渡。

投资建议：推荐需求刚性、品牌护城河突出、业绩稳定强的高端白酒，如**贵州茅台、五粮液、泸州老窖**；具有较独立势能、全国化单品路径清晰的**山西汾酒**；在区域市场组织力、渠道力突出且仍具消费升级逻辑的地产酒龙头，如**古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘**；消费复苏好转下仍具成长弹性的次高端品牌，如**舍得酒业、水井坊**，以及改革调整驱动下的**洋河股份、金种子酒、酒鬼酒**。

8.2 大众品板块

啤酒：长期应当关注啤酒公司内部结构性变化，低端啤酒向上整合的趋势对公司吨酒收入的提升仍有一定贡献，且啤酒成本改善确定性较大，有望贡献较好的利润增速，推荐**青岛啤酒、重庆啤酒、华润啤酒**。

饮料：我们认为饮料行业主要有两大变化：1) 品类结构重塑，健康化趋势明显；2) 价格优势突出，大包装饮料受消费者青睐。推荐能量饮料高增、通过新品补水啦+乌龙上茶持续构建“能量+”的品类矩阵的**东鹏饮料**；推荐在健康化趋势下，包装饮用水和无糖茶有望持续增长的**农夫山泉**；推荐持续深耕主业、积极布局量贩零食新渠道、椰子水新品类的**欢乐家**。

乳制品：当前乳制品行业供给阶段性过剩，而需求复苏缓慢，导致终端产品价格持续下行。乳制品行业公司股价已充分反应当前经营状况，静待供需两端回暖。推荐行业龙头、基本

面预期充分、具有高股息率的**伊利股份**。

食品添加剂：食品添加剂公司主要 to B，海外收入占比较 C 端食品饮料公司更高。当前海外市场需求普遍较好，部分对冲国内弱复苏。股价及估值已充分反应近期各公司业绩情况及未来预期，我们推荐新产能已经投产、海外营收占比约 50%、需求持续旺盛、具备中期成长逻辑的**百龙创园**。

休闲食品：投资主线一：当前处于供需关系转换推动的变革阶段，面对需求主导的时代，关注实现供应链效率提升的厂商以及零售商，给终端提供性价比产品的业态。渠道端推荐渠道效率提升的量贩零食行业头部品牌**万辰集团**、提出高端性价比策略的**三只松鼠**，关注降价积极变革的**良品铺子**，厂商端推荐积极拥抱量贩零食高效率渠道的**盐津铺子**、**甘源食品**，关注积极拥抱零食量贩渠道的**洽洽食品**、**好想你**。投资主线二：休闲食品行业部分细分品类集中度提升逻辑仍在演绎当中，下沉市场消费潜力大有望加速头部品牌市占率提升，关注休闲食品行业经典品类头部品牌市占率提升及品类扩张带来的投资机会。推荐通过大包装持续提升渗透率具备品类整合红利的**劲仔食品**。卤味连锁业态品类长周期，关注原材料价格回落，门店积极调整以期提振单店的**绝味食品**、**周黑鸭**。

9. 风险因素

宏观经济不确定风险：宏观经济增长不达预期，会影响居民收入及消费意愿。

食品安全风险：食品安全事故可能对公司乃至行业产生不利影响。

行业竞争加剧风险：过度竞争或影响企业目标完成度及盈利水平。

成本上行风险：原材料成本上行影响企业盈利水平。

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，2年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。