

渐进式回暖仍是主旋律，紧握四大投资主线

——大众品2024年年度策略

行业评级：看好

2023年11月16日

分析师	杨骥	分析师	孙天一	分析师	杜宛泽	分析师	张家祯
邮箱	yangji@stocke.com.cn	邮箱	suntianyi@stocke.com.cn	邮箱	duwanze@stocke.com.cn	邮箱	zhangjiazhen@stocke.com.cn
电话	13911632184	电话	18621835115	电话	17621373969	电话	18005238282
证书编号	S1230522030003	证书编号	S1230521070002	证书编号	S1230521070001	证书编号	S1230523080001

每日 免费 获取 报告



扫一扫二维码 关注公众号 回复：“**研究报告**” 加入“起点财经”微信群

- ✓ 每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- ✓ 每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- ✓ 行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

大众品24年年度策略：渐进式回暖仍是主旋律，紧握四大主线

我们认为23年经济的温和复苏与大众品的渐进式回暖为主旋律，但复苏亦存在新的消费特点，冲动型消费让位于理智型消费，在此背景下消费者希望以更合适的价格获得高品质产品，因此“高质性价比”产品更受消费者青睐，比如零食量贩、低温奶、高端啤酒、零添加调味品、保健品等；另外我们认为从终端恢复来看，由于中小餐饮和门店的修复稍显缓慢，使得相关线下场景恢复较慢；线上和家庭消费恢复较好，由此我们看到饮料、乳制品等在22年低基数且不依托餐饮和门店修复的板块在本轮复苏中具有较好的表现。

由此，我们针对以上情况，对推荐的板块/赛道进行归类：

- 1) 基于当前消费者希望以更合适的价格获得高品质产品，我们重点推荐具备“高质性价比”特点的标的，主要涉及零食板块、低温奶、高档啤酒、预制菜、保健品赛道等如盐津铺子、劲仔食品、东鹏饮料、新乳业等；
- 2) 基于餐饮供应链的修复，重视大B和小B在24年修复明显的标的，主要涉及餐饮供应链、烘焙等板块如宝立食品、立高食品、安井食品、千味央厨；
- 3) 基本面趋势改善明显/趋势反转的标的：仙乐健康、中炬高新等；
- 4) 估值具备性价比，亟待催化的龙头白马公司；如洽洽食品、青岛啤酒、伊利股份、海天味业等。

推荐：盐津铺子、洽洽食品、仙乐健康、青岛啤酒、劲仔食品、宝立食品、东鹏饮料、立高食品、中炬高新、安井食品、伊利股份、新乳业、海天味业。

风险提示：原材料价格大幅上涨、终端需求疲软或需求修复不及预期、食品安全风险、新品推出进展或销售表现不及预期的风险。

01

2023年板块

复盘

1、大众品23Q3单季度软饮料、零食、烘焙板块业绩表现相对较好

23Q3来看，大众品板块整体实现3.8%的收入端的增长，同比下降1.7pct；归母净利润实现15.4%的增长，同比提升19.8pct。我们认为23Q3收入端增速略有下降主要系基数影响，利润端同比改善明显主要系原材料价格有所下降所致。

分板块来看，23Q3单季度软饮料、零食、烘焙板块业绩表现相对较好，增速相比去年同期均有所提升。具体来看：

1) 软饮料板块：23Q3实现收入增速17.1%，同比提升16.1pct；实现归母净利润增速20.85%，同比提升33.78pct。软饮料板块表现较好，我们认为主要系消费场景恢复下，业绩的提升；叠加原材料价格上涨，毛利端改善明显。

2) 零食板块：23Q3实现收入增速12.5%，同比提升16.0pct；实现归母净利润增速5.74%，同比提升4.17pct。零食板块实现较好的业绩增长主要得益于板块渠道变革带来的行业性机会，板块内标的均有不错表现。

3) 烘焙板块：23Q3实现收入增速10.4%，同比提升6.0pct；实现归母净利润增速10.0%，同比提升28.1pct。烘焙板块业绩表现较好我们认为主要系终端场景的修复叠加成本的下行。

(%、pct)	2023前三季度收入增速	同比变动	2023前三季度利润增速	同比变动	23Q3收入增速	同比变动	23Q3利润增速	同比变动
大众品板块总览	5.40	2.45	6.61	10.29	3.77	-1.67	15.37	19.84
啤酒板块	6.62	-2.23	6.59	-10.42	2.15	-8.01	5.60	2.32
调味品板块	3.30	-3.80	1.50	-5.43	1.50	2.40	7.79	2.60
软饮料板块	15.22	15.82	31.99	50.39	17.09	16.10	20.85	33.78
卤制品板块	5.78	2.22	56.53	119.65	3.40	-0.56	38.15	100.47
烘焙板块	10.66	4.25	8.80	28.65	10.40	6.02	10.03	28.09
速冻板块	15.19	-1.35	27.79	-2.68	9.76	-7.79	43.45	5.41
休闲零食板块	-0.05	2.04	12.24	26.79	12.52	16.04	5.74	4.17
乳制品板块	2.70	-5.42	21.64	27.70	1.06	-2.76	55.23	87.80

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2、大众品2023年前三季度毛利率与净利率均有提高，各板块间差异化明显。

大众品盈利水平小幅提高，23前三季度大众品毛利率为29.05% (+0.09pct)，净利率为9.18% (-0.02pct)；23Q3大众品毛利率为29.00% (+0.94pct)，净利率为9.18% (+0.79pct)。

毛利率来看，除休闲零食、速冻及调味品板块外均录得同比正增长，软饮料板块增幅明显。具体如下：啤酒43.72% (+0.99pct)、调味品36.24% (-0.32pct)、软饮料38.10% (+1.55pct)、卤制品24.88% (+0.58pct)、烘焙34.06% (+0.24pct)、速冻21.75% (-0.45pct)、休闲零食29.27% (-0.90pct)、乳制品板块29.32% (+0.33pct)；

净利率来看，调味品板块降幅明显，卤制品及软饮料板块大幅增长。具体来看，啤酒15.66% (+0.97pct)、调味品15.00% (-5.57pct)、软饮料16.53% (+2.10pct)、卤制品8.06% (+2.88%)、烘焙9.99% (-0.05pct)、速冻8.76% (+0.93pct)、休闲零食6.28% (+0.77pct)、乳制品板块7.38% (+1.11pct)。

23Q3单季度来看，卤制品板块毛利率增长强劲，休闲零食板块下滑较为明显；除休闲零食板块外其他板块净利率均有提高，卤制品、乳制品及速冻板块增幅明显。

(%、pct)	2023前三季度毛利率	同比变动	2023前三季度净利率	同比变动	23Q3毛利率	同比变动	23Q3净利率	同比变动
大众品板块总览	29.05	0.09	9.18	-0.02	29.00	0.94	9.18	0.79
啤酒板块	43.72	0.99	15.66	0.97	45.11	1.53	16.18	1.11
调味品板块	36.24	-0.32	15.00	-5.57	35.28	-0.31	18.72	0.31
软饮料板块	38.10	1.55	16.53	2.10	37.38	1.92	15.10	0.49
卤制品板块	24.88	0.58	8.06	2.88	27.53	5.27	9.32	2.93
烘焙板块	34.06	0.24	9.99	-0.05	37.73	0.89	13.17	0.03
速冻板块	21.75	-0.45	8.76	0.93	21.33	0.91	8.66	2.11
休闲零食板块	29.27	-0.90	6.28	0.77	29.18	-1.45	5.41	-0.20
乳制品板块	29.32	0.33	7.38	1.11	28.26	1.08	6.66	2.32

3、大众品2023年前三季度提效降费为主旋律，烘焙品板块费用率均有增长

外部经济环境复苏压力仍存，大众品企业普遍维持费用收缩策略，23Q3大众品销售费用率为11.98%（-0.01pct），管理费用率为4.23%（-0.14pct）；23年前三季度大众品销售费用率为11.80%（-0.37pct），管理费用率为4.16%（-0.35pct）。

2023年前三季度销售费用率方面，卤制品、速冻、休闲零食板块大幅下滑，啤酒、烘焙板块费率略有提升，具体如下：啤酒12.52（+0.04pct）、调味品8.39%（-0.16pct）、软饮料14.14%（-0.21pct）、卤制品7.43%（-1.27pct）、烘焙14.20%（+0.11pct）、速冻7.29%（-1.05pct）、休闲零食16.06%（-1.48pct）、乳制品板块16.26%（-0.68pct）。

2023年前三季度管理费用来看，调味品、烘焙板块费率略有提升，具体来看，啤酒5.03%（-0.35pct）、调味品3.29%（+0.34pct）、软饮料3.84%（-0.31pct）、卤制品6.07%（-0.59pct）、烘焙5.47%（+0.04pct）、速冻3.62%（-0.54pct）、休闲零食5.72%（-0.26pct）、乳制品板块4.08%（-0.04pct）。

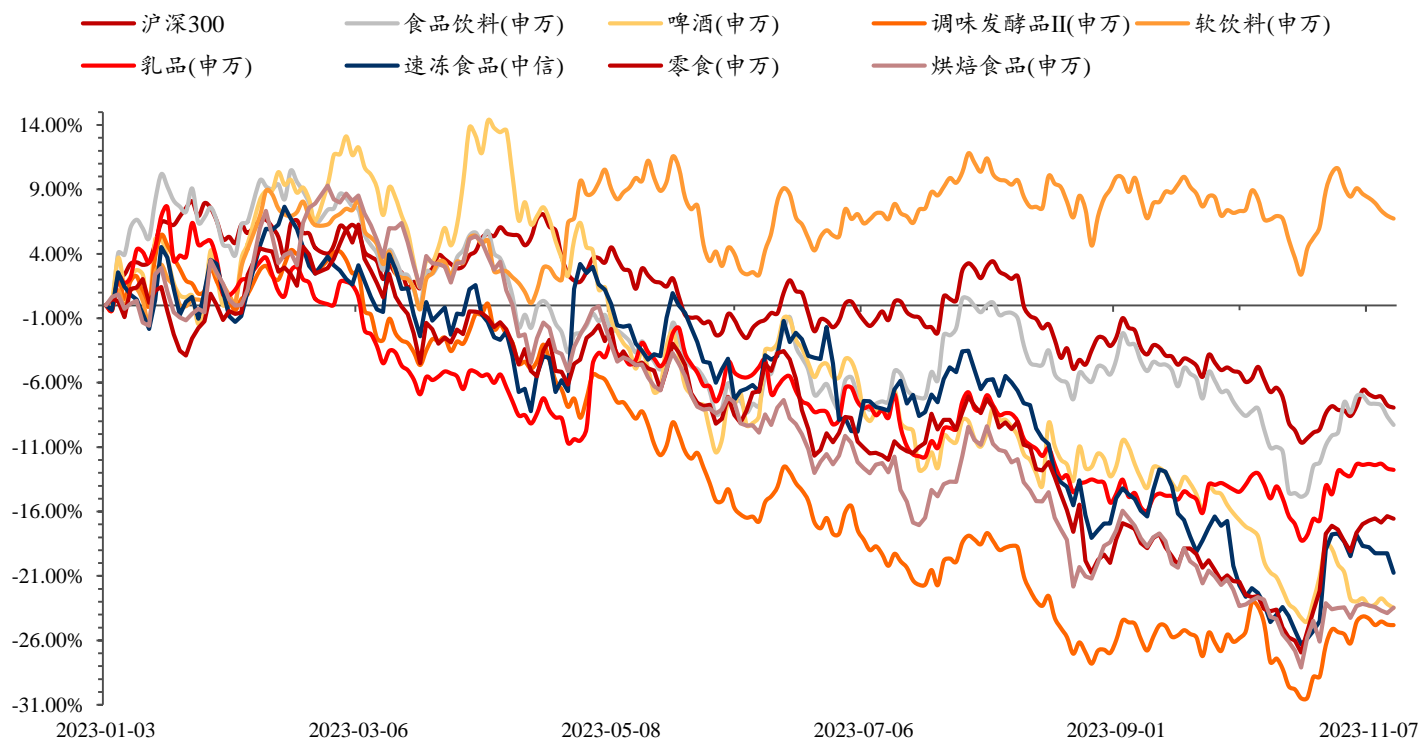
23Q3单季度来看，销售费用率普遍上调，软饮料、卤制品板块销售费用率上涨较多，软饮料、休闲零食板块管理费用率下滑明显，卤制品板块管理费用增长较大。

(%、pct)	2023前三季度				2023Q3			
	销售费用率	变动	管理费用率	变动	销售费用率	变动	管理费用率	变动
大众品板块总览	11.80	-0.37	4.16	-0.03	11.98	-0.01	4.23	-0.14
啤酒板块	12.52	0.04	5.03	-0.35	13.65	0.39	4.93	-0.49
调味品板块	8.39	-0.16	3.29	0.34	8.47	-0.96	3.52	-0.15
软饮料板块	14.14	-0.21	3.84	-0.31	14.19	1.12	3.79	-0.45
卤制品板块	7.43	-1.27	6.07	-0.59	7.73	1.08	6.15	0.16
烘焙板块	14.20	0.11	5.47	0.04	13.68	0.66	5.11	-0.03
速冻板块	7.29	-1.05	3.62	-0.54	7.28	-0.71	3.67	-0.16
休闲零食板块	16.06	-1.48	5.72	-0.26	16.55	-0.11	5.56	-0.63
乳制品板块	16.26	-0.68	4.08	-0.04	16.23	-0.77	4.10	-0.37

23年至今软饮料板块跑赢沪深300和食品饮料指数，其他子板块均跑输沪深300和食品饮料指数

从子板块涨跌幅来看，截至2023年11月13日，沪深300指数自年初以来下跌7.93%，食品饮料指数下跌9.28%，跑输沪深300指数1.34pct。其中软饮料板块表现优异，实现6.74%的涨幅，分别跑赢沪深300和食品饮料指数14.68pct和16.02pct；烘焙食品、啤酒、调味品、速冻食品表现相对一般，年初以来跌幅分别为23.47%/23.47%/24.80%/20.76%。

23年至今软饮料板块跑赢沪深300和食品饮料指数，其他子板块均跑输沪深300和食品饮料指数



板块/指数	涨跌幅	相对沪深300	相对食品饮料指数
沪深300	-7.93%	-	-
食品饮料(申万)	-9.28%	-1.34%	-
啤酒(申万)	-23.47%	-15.54%	-14.20%
调味发酵品II(申万)	-24.80%	-16.87%	-15.53%
软饮料(申万)	6.74%	14.68%	16.02%
乳品(申万)	-12.77%	-4.84%	-3.50%
速冻食品(中信)	-20.76%	-12.83%	-11.48%
零食(申万)	-16.56%	-8.63%	-7.29%
烘焙食品(申万)	-23.47%	-15.53%	-14.19%

02

2024年行业 机会挖掘

经营基本面视角

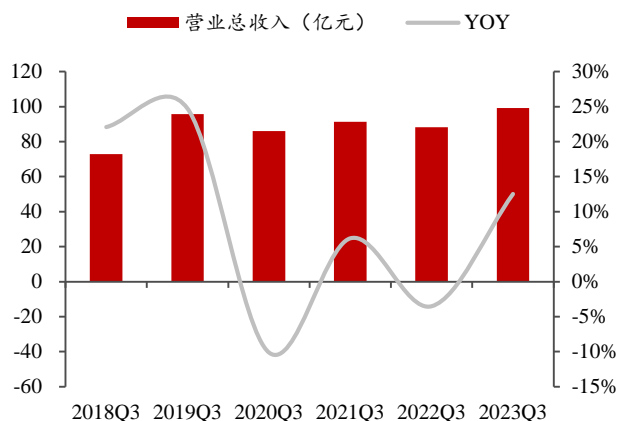
投资视角

1) **23年经营业绩：23Q3业绩表现优秀，收入利润增速相比去年同期均提升明显。**23年前三季度零食板块实现收入增速-0.1%，增速同比提升2pct；实现归母净利润12.2%的增长，增速同比提升26.8pct，是细分子板块中表现较好的子板块之一。23Q3单季度来看，零食板块收入增速实现12.5%，同比提升16pct；实现归母净利润增速5.7%，同比提升4.2pct。零食板块实现较好的业绩增长主要得益于板块渠道变革带来的行业性机会，板块内标的均有不错表现。

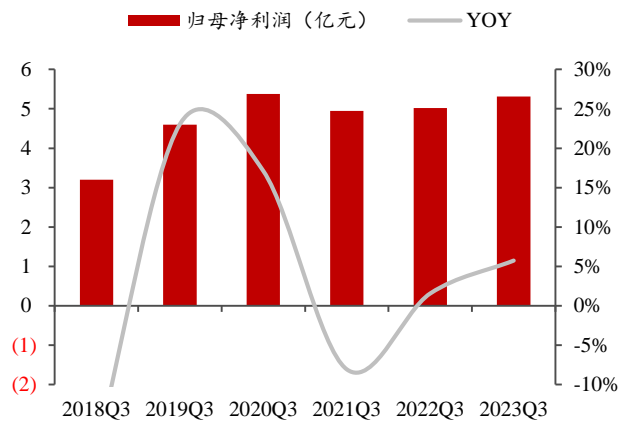
2) **23年所处周期：当前正处在渠道变革的红利期，行业景气度持续提升，仍处在成长期。**我们此前一直强调自21年开始休闲零食行业开启新一轮的渠道变革，行业内企业的改革效果在22年和23年得到实现。我们认为23年仍处在渠道变革红利期，且优质标的的改革举措效果继续显现，将为板块带来更多机会。从结果上来看，22年以来适应渠道变化的零食标的公司如盐津铺子、甘源食品、劲仔食品均取得良好的业绩表现。

3) **24年展望：24年行业渠道变革仍将持续，红利仍存，行业仍处在成长周期中，板块内改革企业有望抓住机遇实现快速增长。**我们认为当前行业仍处在板块渠道变革的红利期，但我们需要强调的是，后续也将存在催化，当前伴随业内更多玩家的进入，行业开始逐步进入内卷和价格战阶段，竞争愈发激烈，后续我们认为行业将会进入竞争的“阵痛期”，即部分尾部品牌和成本较高的后进入者将会面临淘汰或被兼并，行业市场份额将逐步向头部品牌集中，并最终形成稳定的竞争格局。在这个过程中，头部品牌有望持续受益，而和头部品牌深度合作和供货的供应商品牌如盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等将持续受益。

23Q3零食板块收入实现快速增长（亿元，%）



23Q3零食板块利润增速改善（亿元，%）



(亿元, %)	23Q3收入	同比变动	23Q3利润	同比变动
洽洽食品	17.93	5.12%	2.38	-13.53%
盐津铺子	11.11	46.17%	1.50	67.28%
甘源食品	4.87	37.27%	0.95	95.31%
劲仔食品	5.69	45.92%	0.50	48.36%
三只松鼠	16.89	38.56%	0.16	40.86%
良品铺子	20.13	-4.53%	0.02	-97.88%

1) 市场认知和差异：

我们认为市场当前对零食量贩渠道对于行业产生的积极影响和为行业带来的机遇是认知较为充足的，但是零食量贩渠道业态对于行业产生多大的影响，以及行业红利能够持续的时间存在一定的认知差异。

2) 与众不同的认知：

市场担心：零食量贩渠道当前已经进入内卷阶段，竞争愈发激烈，后续行业可能会出现竞争加剧下的品牌出清，影响供货企业在这个渠道的收入增长。

我们认为：诚然当前行业内竞争较为激烈的地区已经出现了品牌之间的价格战，但我们认为行业将会进入竞争的“阵痛期”，即部分尾部品牌和成本较高的后进入者将会面临淘汰或被兼并，行业市场份额将逐步向头部品牌集中，并最终形成稳定的竞争格局。在这个过程中，头部品牌有望持续受益，而和头部品牌深度合作和供货的供应商品品牌如盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等将持续受益。

3) 前瞻性机会：

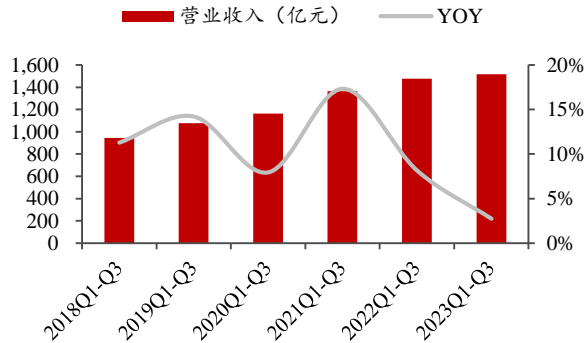
首先，我们认为休闲零食的渠道仍在持续不断的演变当中，基于近期头部品牌零食很忙和赵一鸣的合并，后续南很忙北万辰的竞争格局愈发清晰，竞争格局的演变将会给适合这一渠道的供货商带来新的机遇，我们认为主要有以下几个特征：① 拥有丰富的SKU，且拥有孵化新品类的创新能力的公司；② 拥有成本优势，主要体现在优秀的供应链或具备优势的采购价格；③ 管理层决策力强，团队执行效率高的公司。其次，新的渠道仍在孕育当中，后续也将为行业带来新一轮的机遇。

板块收入实现增长，需求偏弱。23Q1-Q3乳制品板块收入为1517.68亿元，同比增长2.7%（同比-5.42pct），收入上涨主要系：城乡居民健康意识提升，国内乳制品消费升级。增速放缓主要系：出生率下降，需求偏弱。板块利润增速快于收入增速，毛利率有所回升。23Q1-3乳制品板块归母净利润为111.62亿元，同比增长21.6%（同比+27.7pct）；23Q3板块归母净利润为33.56亿元，同比增长55.2%（同比+87.8pct）。原奶下行+产品结构提升，板块毛利率有所回升。各乳企费用控制良好，费用率整体持续走低。

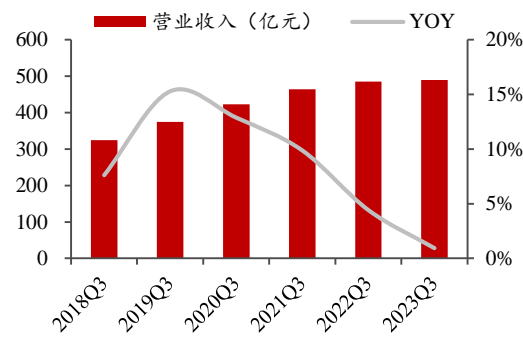
23年所处周期总结：乳制品在23年需求偏弱，上游原奶供给过剩情况突出，原奶价格23年下行显著，23年板块处于原奶下行周期。

24年所处周期的判断：判断24年乳制品需求温和复苏，上游原奶供过于求格局或延续至24年下半年。板块景气度边际催化有望来自于乳制品中各细分赛道收入增速和原奶成本拐点。

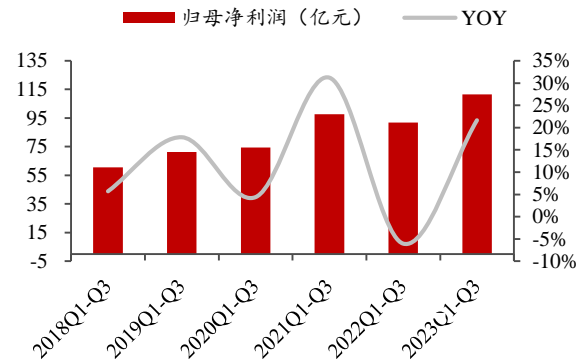
23Q1-Q3乳制品板块收入同增2.7%



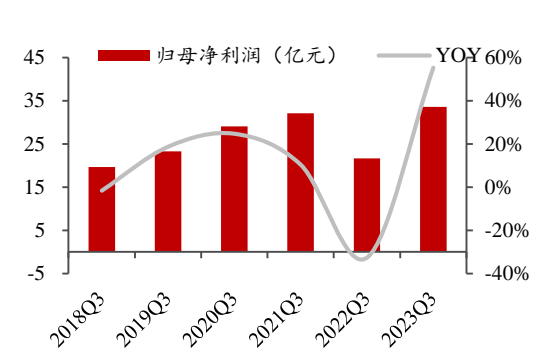
23Q3乳制品板块收入同比增速为0.9%



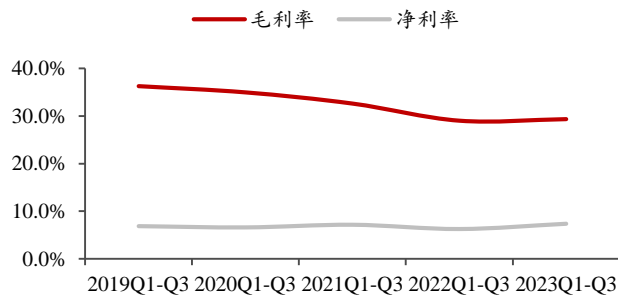
23Q1-3乳制品板块归母净利润同增21.6%



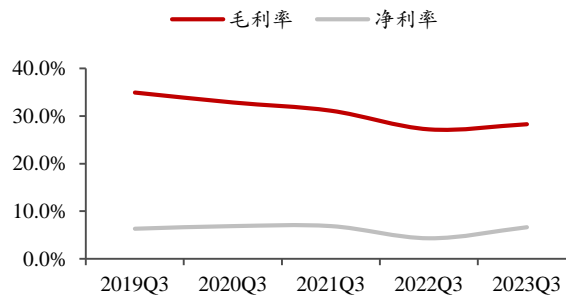
23Q3乳制品板块归母净利润同增55.2%



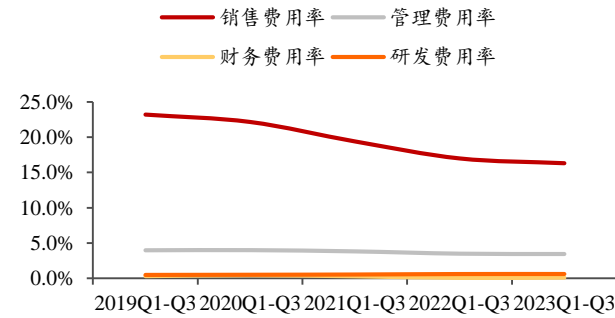
23Q1-3毛/净利率有所回升



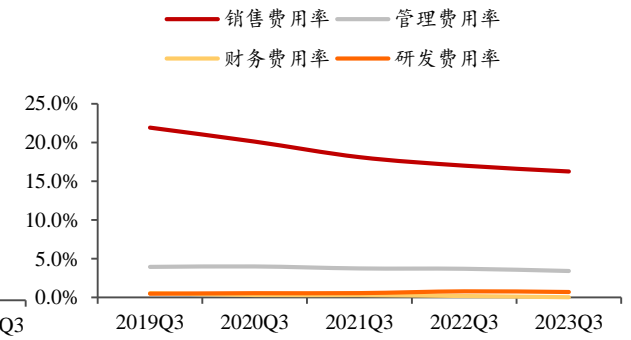
23Q3毛/净利率改善明显



23Q1-3费用率持续走低，控费效果显著



23Q3费用率持续走低



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：蒙牛作为港股未披露季度数据，因而计算过程中，Q3板块数据=23Q1-Q3板块数据-23H1板块数据（剔除蒙牛）

乳制品板块收入选取：皇氏集团、贝因美、燕塘乳业、新乳业、熊猫乳品、天润乳业、三元股份、光明乳业、妙可蓝多、伊利股份、一鸣食品、均瑶健康、麦趣尔、西部牧业、庄园牧场、佳禾食品

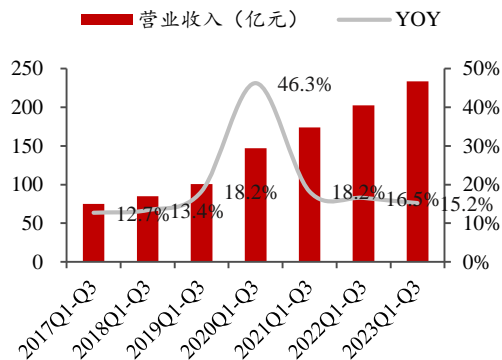
- 1、市场认知：**乳制品需求温和复苏，市场担忧本轮原奶下行后市场竞争或加大。
- 2、我们与众不同的观点：**我们认为本轮原奶下行期龙头企业更注重盈利能力。①伴随需求逐渐恢复，龙头乳企有望通过产品结构升级+渠道拓展+品类扩张实现收入稳增，②同时原奶下行，年内板块盈利能力或呈恢复性改善，③叠加费用使用效率提升，23年内板块业绩趋势向好。板块内需重视两类机会：①伴随经营逐季改善，全国性乳企估值有望修复；②区域乳企更受益原奶下行，如有新品新渠道逻辑，业绩有望实现高成长。
- 3、行业估值整体提升的前瞻性机会：**有望来自于三方面，一是行业收入增速上台阶，二是行业盈利能力提升，三是细分赛道格局优化。

B端弹性有序释放，整体板块收入稳健增长。 23Q1-Q3收入233.5亿元，同比增长15.2%（同比-1.3pct），收入稳健增长主要系：C端承压B端弹性释放，Q4旺季即将到来，餐饮需求逐渐向好，B端业务有望持续稳健增长。**23Q3板块业绩增速快于收入增速，主因盈利能力提升+成本有所回落。** 23Q1-Q3板块归母净利润为20.2亿元，同比增长27.8%（同比-2.7pct）；23Q3板块归母净利润为6.6亿元，同比增长43.5%（同比+5.4pct）。主要系行业原材料成本压力同比降低，同时费用端控制效果显著，23Q3板块业绩增速表现亮眼。**龙头规模优势显著，盈利能力稳步攀升。销售费用率收缩，费控效果显著。**

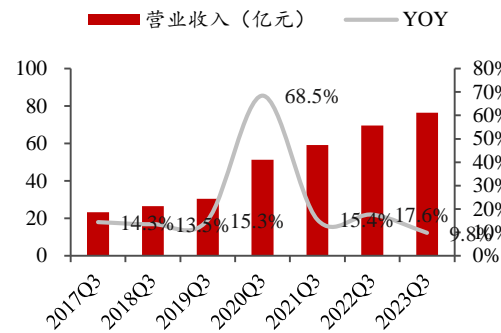
23年所处周期总结：速冻在23H2起需求偏弱，23H2起上游部分原料成本回落，23H2板块短周期收入规模增速放缓，业绩增速快于收入。

24年所处周期的判断：判断24年板块收入规模有望伴随新品面市和新渠道开拓加速成长，同时判断上游部分原料成本回落趋势延续，判断24年板块业绩增速快于收入趋势不改。板块景气度边际催化有望来自于新品势能、新渠道开拓进展和原料成本拐点。

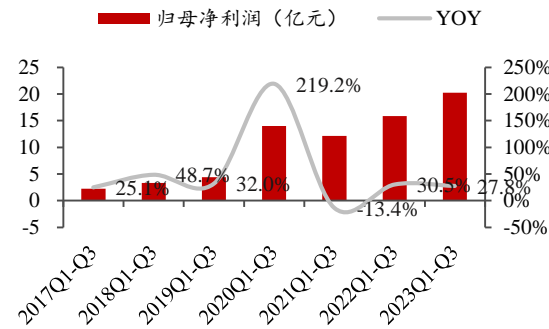
23Q1-Q3速冻板块收入同增15.2%



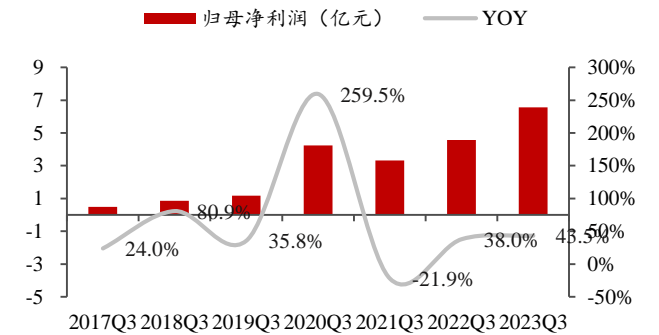
23Q3速冻板块收入同增9.8%



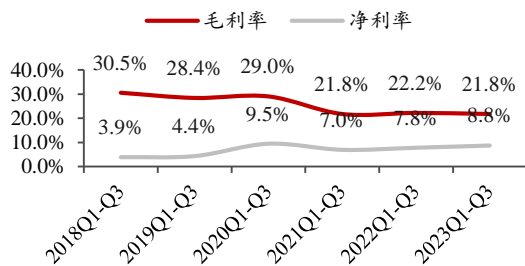
23Q1-Q3速冻板块归母净利润同增27.8%



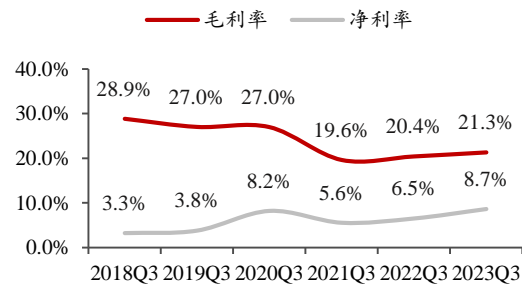
23Q3速冻板块归母净利润同增43.5%



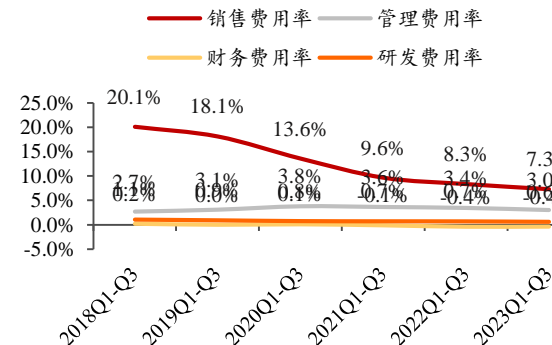
23Q1-Q3板块净利率略有回升



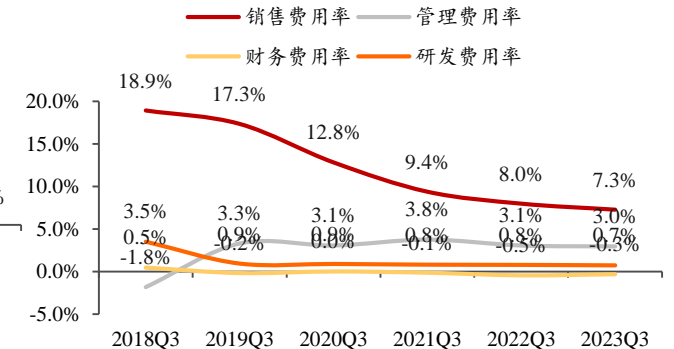
23Q3板块毛/净利率均有回升



23Q1-Q3板块销售费用率持续走低



23Q3板块销售费用率持续走低



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：速冻板块收入选取安井食品、三全食品、海欣食品、味知香、惠发食品、春雪食品、千味央厨、巴比食品

2.3 投资视角-速冻：质优公司多点发力，跨越行业周期

- 1、**市场认知：**23年速冻板块需求疲软，板块内企业C端业务苦练内功，B端业务密集推新。展望后市，市场担忧板块在三年高基数后增长中枢或下移。
- 2、**我们与众不同的观点：**首先23年板块收入稳健增长，业绩增速快于收入的趋势不变；其次更需重视通过潜力大单品推广+新渠道拓展+降本增效多点发力从而持续加强长期竞争力的质优公司。
- 3、**行业估值整体提升的前瞻性机会：**有望来自于三个方面，一是新品类放量，如预制菜、烧烤品类需求景气度提升，二是新渠道开拓，比如团餐渠道、烧烤渠道等，三是行业集中度提升。

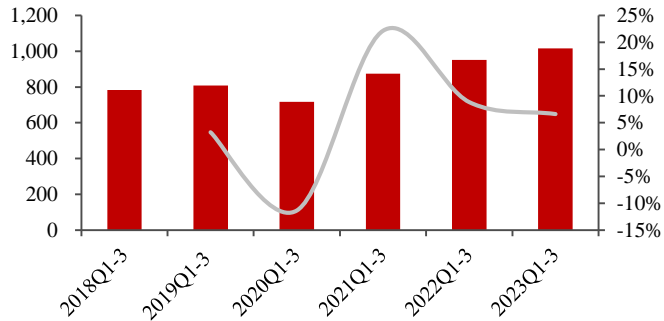
啤酒23Q1-3收入、利润实现稳健增长，量价齐升趋势延续，盈利能力持续提升。2023Q1-3啤酒板块收入、利润分别为1015.04亿元（+6.6%）、141.33亿元（+6.6%），收入利润增长主因：1) 量：2023Q1-3啤酒行业实现产量2993.30万吨（+2.0%），青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、百威亚太Q1-3量增分别为0.21%、4.95%、5.69%、6.03%；2) 价：结构提升+提价推动吨价提升，青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、百威亚太Q1-3吨价提升分别为6.2%、1.9%、3.8%、-0.1%；3) 盈利能力：结构升级+费用管控下23Q1-3啤酒板块毛利率、净利率分别提升1.1pct、1.2pct。

23年所处周期总结：6元以下中低档产品向6-10元主流价位升级趋势明显，叠加提价因素共同推动吨价提升，头部酒企销量稳健增长，高端化下盈利能力提升逻辑延续。

24年所处周期的判断：量稳价增趋势未变，成本压力有望缓解，预计24年吨价提升主要来自结构升级贡献，销量端维持稳定，结构升级+成本改善+费用管控共同驱动盈利能力提升。

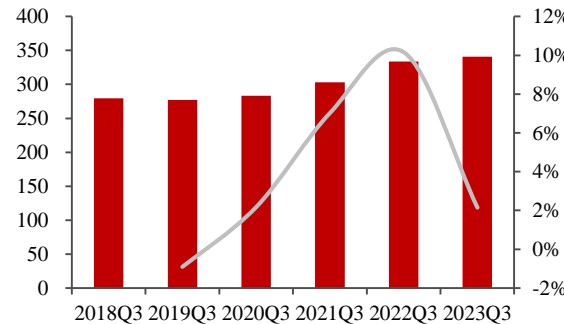
23Q1-3年啤酒板块收入实现稳健增长

■ 营业总收入（亿元） — YoY（右轴）



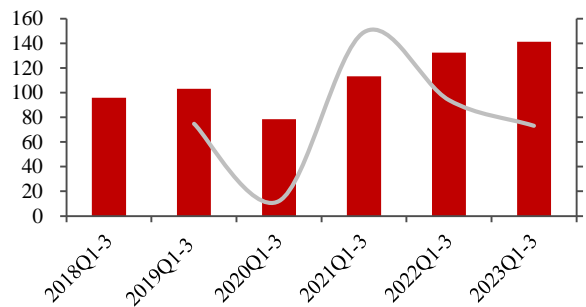
23Q3啤酒板块收入延续较快增长

■ 营业总收入（亿元） — YoY（右轴）



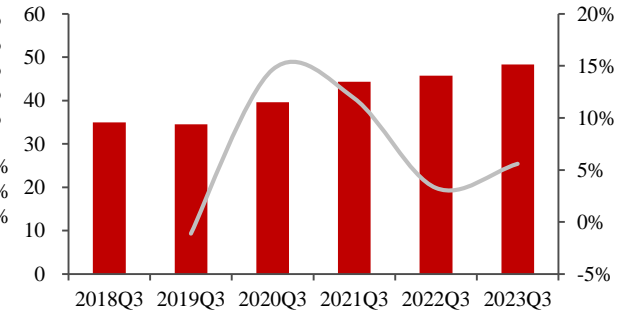
23Q1-3啤酒板块归母净利润实现快速增长

■ 归母净利润（亿元） — YoY（右轴）



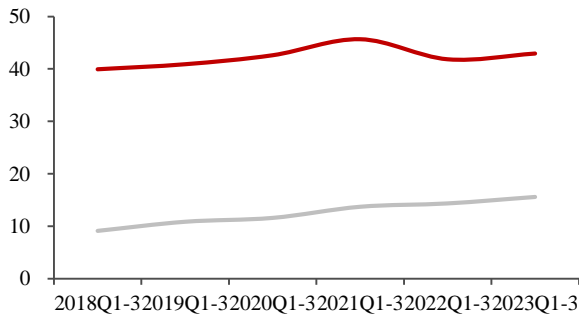
23Q3啤酒板块归母净利润延续较快增长

■ 归母净利润（亿元） — YoY（右轴）



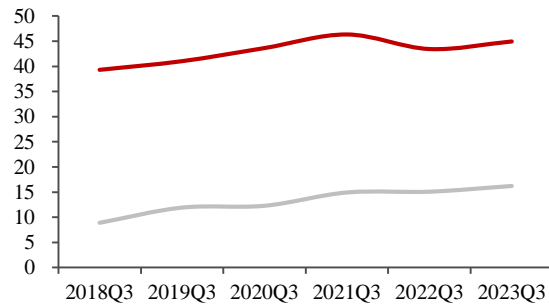
23Q1-3啤酒板块盈利能力有所提升

— 毛利率(%) — 净利率(%)



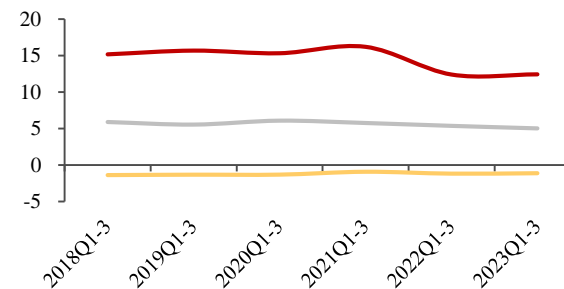
23Q3啤酒板块盈利能力持续提升

— 毛利率(%) — 净利率(%)



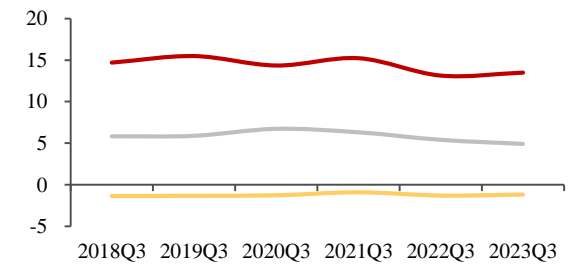
23Q1-3啤酒板块费用率得到管控

— 销售费用率(%) — 管理费用率(%)
— 财务费用率(%)



23Q3啤酒板块费用率得到管控

— 销售费用率(%) — 管理费用率(%)
— 财务费用率(%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：啤酒板块收入、利润选取青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、百威亚太，盈利能力、费用率选取青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、惠泉啤酒。

1) 市场认知和差异：

消费力承压影响啤酒销量，成本压力缓解下预计提价可能性较低、吨价提升或显著降速，盈利能力提升速度或显著放缓。

2) 我们与众不同的认知：

啤酒行业量稳价增趋势未变，结构升级+成本改善+费用管控共同驱动盈利能力提升。1) 量：虽23Q3部分酒企销量增速有所放缓，但主因高基数+极端天气影响，预计24年主要酒企将有稳量举措，销量将维持稳定；2) 价：结构升级仍在延续，6元以下产品向6-10元产品升级趋势仍明显，8-10元价位迎来显著扩容，若外部环境改善10元以上高档酒将迎来恢复性增长，吨价提升仍将延续。3) 盈利能力：2023年10月31日玻璃、瓦楞纸、铝价格较22年均值变动+12%、-17%、-5%；2023年9月进口大麦价格同比下降21%；近期商务部终止对澳麦征收反倾销税和反补贴税，24年原料成本端改善确定性强，叠加结构升级+费用管控，盈利能力仍将维持较快增长，利润弹性有望释放。

3) 行业估值整体提升的前瞻性机会：

当前啤酒板块估值分位数已跌至近10年最低点，估值性价比凸显。我们认为在量稳价增&盈利提升趋势延续下，啤酒板块24年业绩确定性仍强，伴随外部环境改善，叠加高端化及成本端改善催化，估值有望回升。

2.5 基本面视角-软饮料：消费场景复苏明显，成本高位回落释放利润弹性

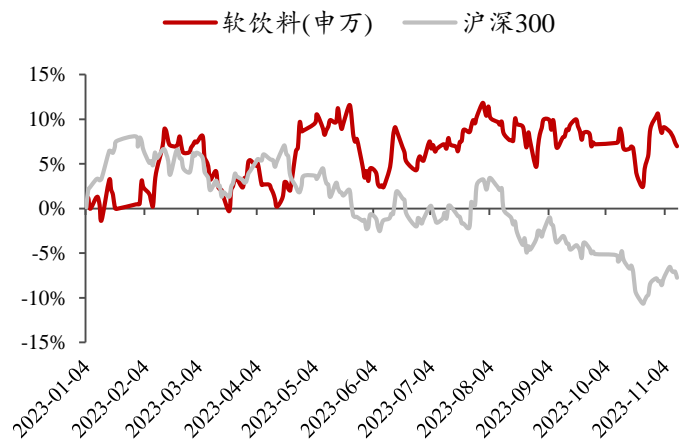
板块表现：业绩持续恢复性增长，利润端修复略超预期。23Q1-3软饮料板块收入实现总营收207.31亿元（同比+15.22%），实现归母净利润39.28亿元（同比+31.99%），同比去年均改善明显。从股价表现来看，23年年初至今（23年11月13日），软饮料板块涨幅为6.74%，市场表现优于沪深300。

估值表现：年初至今板块整体表现平稳，处于历史中等偏上位置。截至23年11月13日，软饮料板块PE（TTM）为25.25倍，处于三年板块估值分位数的58.68%，五年板块估值分位数的75.17%，处于中等水平。

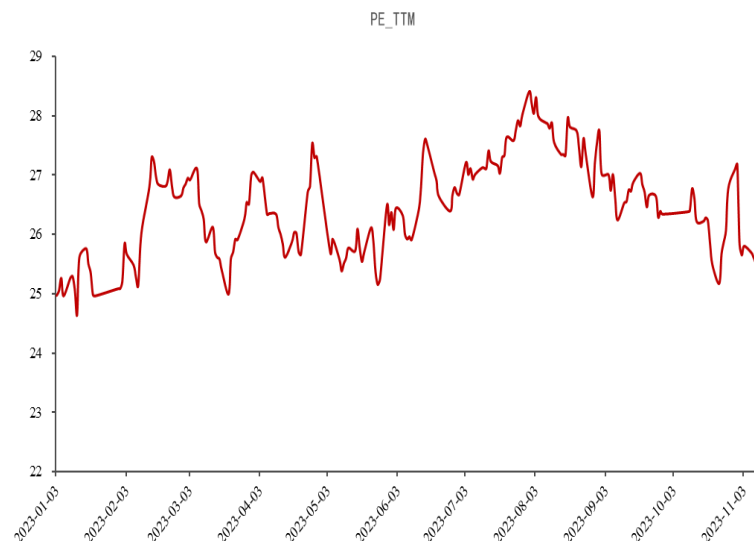
成本表现：已有下行趋势，预计24年成本压力将进一步减弱。21年开始包材+原物料成本均有所上涨，对行业盈利能力造成较大压力。截至23年11月，PET价格下降趋势明显，白糖价格已从23Q3高位回落，若原材料价格于24年继续回落有望进一步缓解企业成本压力，行业盈利能力或将持续改善。

重要变化：行业需求修复明显，新品和渠道拓展进行时。23年板块业绩大幅回升，主要系消费场景回暖带动动销+各大公司的新品贡献增量，同时各企业在线下渠道复苏的大环境下持续加大渠道端的投放力度，持续推进三四线城市下沉、冰冻化陈列等战略，整体行业实现快速、健康的成长态势。

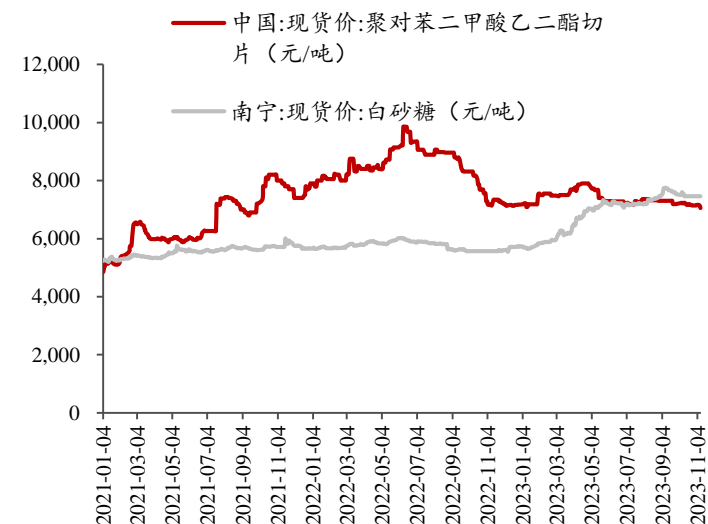
2023年软饮料板块收益率高于沪深300指数



2023年软饮料板块估值小幅波动，处于历史中等位置



2023年成本逐步回落



市场强调：板块场景修复下整个行业的业绩改善机会；

我们认为：行业优质企业的新品储备及后续推广铺货进程也有可能给行业带来新的变化，即企业通过发展第二增长曲线持续释放扩张潜力。个股方面来看，1) 香飘飘：瓶装柠檬茶试销情况良好，复购率较高，预计明年将会正式在市场大量铺货；同时公司近期推出“如鲜”+“鲜咖主义”两大创新冲泡单品，继续挖掘冲泡业务潜力；2) 东鹏特饮：大力推进冰冻化陈列，补水新品表现亮眼，大咖仍处于培育阶段；公司新品储备充足，乌龙上茶等新品预计也将在明年正式铺货；3) 养元饮品：拳头产品核桃乳系列已推出多个子品类以应对市场不同需求，能量饮料维持高增长态势主要系春节销售旺季+公司在江北市场有坚实基础，在产品推广方面有先发优势。

市场担心：现制茶饮产品价格不断下降，或将抢占软饮料板块的市场份额并传导价格战至瓶装饮料赛道。

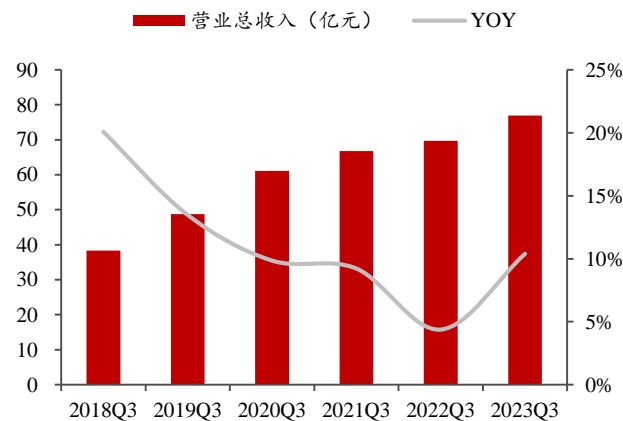
我们认为：短中期来看，现制茶饮的价格战为阶段性吸引客群手段且影响到软饮赛道的几率较小，主要系：1) 新茶饮品牌的低价活动选品并不涉及所有品类，也就意味着不是大范围全线降价，其本意为抢夺一部分对价格敏感的消费者。2) 经过多轮价格调整，目前现制茶饮产品的价格稳定在10-20元之间，若想在保证品质的前提下进一步压低价格，结合行业现状，企业只能在优化供应链+门店自动化等生产步骤中下功夫，而这并不是短中期内的可以完成的大工程。因此，相较于现制茶饮，软饮料产品依旧拥有高性价比。3) 长期的低价活动会逼迫加盟商割让其一部分的利润，如果加盟商选择不参与降价活动也会引起消费者的质疑。作为品牌市场扩张的重要推力，新茶饮品牌势必不会常态化牺牲加盟商的利润。

市场担心：软饮料赛道已进入成熟周期，未来增速或将逐渐放缓。

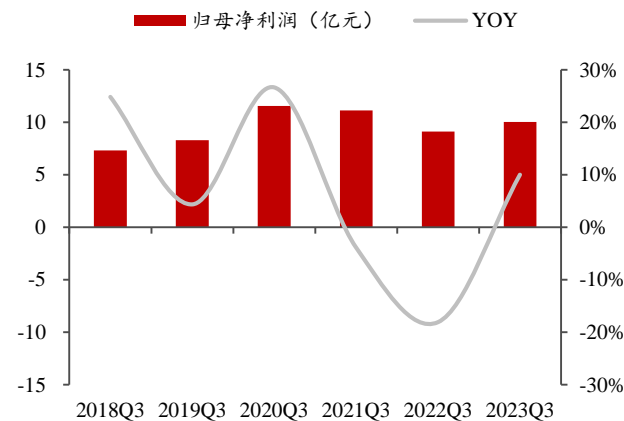
我们认为：虽然整体行业已有放缓的趋势，但正如我们在饮料品类周期部分所提，行业或将呈现双周期属性，即细分板块或因多元化需求的崛起享有成长期的高增速，有望超越软饮板块平均增速。

- 1) **23年经营业绩: 23Q3业绩表现优秀, 收入利润增速相比去年同期均提升明显。**23年前三季度烘焙板块实现收入增速10.7%, 增速同比提升4.25pct; 实现归母净利润8.8%的增长, 增速同比提升28.65pct, 是细分子板块中表现较好的子板块之一。23Q3实现收入增速10.4%, 同比提升6.02pct; 实现归母净利润增速10.0%, 同比提升28.1pct。烘焙板块业绩表现较好我们认为主要系终端场景的修复叠加成本的下行所致。
- 2) **23年所处周期: 冷冻烘焙仍处在成长红利期, 烘焙原料板块处在成熟期, 板块仍在持续修复当中。**23年烘焙终端整体处在缓慢恢复当中, 主要系: ①终端场景持续修复, 门店复开且终端需求提升; 2) 棕榈油价格同比持续下行, 成本端改善明显, 利润端有所修复。
- 3) **24年展望: 24年行业景气度有望提升, 板块内存在结构性机会, 应把握头部优质企业积极布局。**我们认为当前烘焙行业24年仍处在持续修复和边际改善当中, 且面临以下几大机遇: 1) 冷冻烘焙行业下渠道外延带来的新机遇, 主要集中在餐饮渠道; 当前冷冻烘焙仍处在成长期, 渠道从以往的流通和商超渠道为主的结构逐步向餐饮渠道渗透, 当前餐饮渠道仍存在广泛的空间, 也是业内玩家的必争之地, 能够有稳定的头部餐饮客户的订单, 将对标的后续的业绩和成长起到保驾护航的作用; 2) 烘焙原料的产品升级也将为行业带来新机遇; 3) 大单品的构建, 如有下一个麻薯这样的网红级大单品出现, 也将为企业提供新的机会。

23Q3烘焙板块收入实现稳健增长 (亿元, %)



23Q3烘焙板块利润增速有所改善 (亿元, %)



(亿元, %)	23Q3收入	同比变动	23Q3利润	同比变动
立高食品	9.46	30.07%	0.50	66.94%
海融科技	2.34	2.20%	0.18	-33.79%
南侨食品	7.28	11.35%	0.32	346.25%
桃李面包	18.60	2.08%	1.68	26.81%
爱普股份	6.33	-15.39%	0.20	-11.80%

1、市场认知：市场对于烘焙行业24年终端持续修复的预期较为充分，但是对于修复程度，以及标的盈利能力提升的幅度存在一定差异。

2、与众不同的观点：

市场担心：终端渠道之间竞争愈发激烈，最终有可能会压缩上游供应商的利润空间，影响企业的盈利能力。

我们认为：烘焙产品在渠道当中的盈利能力相对较高，渠道之间的竞争可能会引起短期的价格内卷，但对于终端渠道来说仍有较大的盈利空间，与大客户深度绑定的公司预计短期不会受到被压价的风险。与此同时，相比于产品价格，供应链的优化和内部管理效率的提升是后续行业竞争的重中之重，业绩企业盈利能力能够长期稳中求增长的核心关键因素

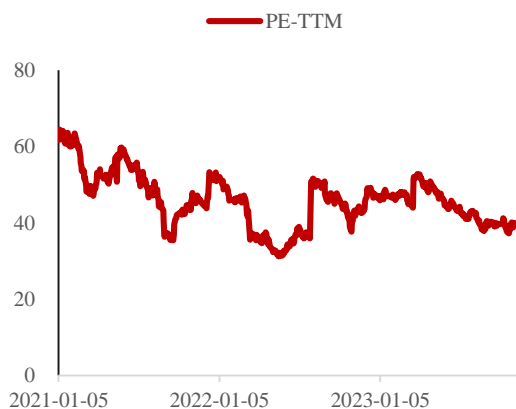
3、行业估值整体提升的前瞻性机会：有望来自于三个方面，行业性大单品的放量；餐饮大客户的进一步渗透；行业集中度的进一步提升。

板块表现：23Q1-Q3调味品板块需求恢复不及预期，营收相对稳健，盈利能力受损。23Q1-Q3调味品收入相对稳健，同比增长3.3%；归母净利润+1.5%，利润端增速低于收入增速的原因主要系，需求复苏不及预期与成本仍在历史相对高位，23年调味品板块业绩兑现周期拉长。23个股经营表现分化：①基础调味品：基础调味品中海天味业、涪陵榨菜、中炬高新等在行业需求承压的情况下经营较为稳健，千禾味业表现亮眼，主因为公司积极把握零添加之风带来的现象级机遇，持续强化“千禾=零添加=健康”的品牌标签。依托零添加品类放量，传统渠道持续扩张，公司全国化进程加快；②复合调味品：行业景气度高于传统调味，23年整体收入（主要是宝立食品、天味食品等）增速有望快于基础调味品。

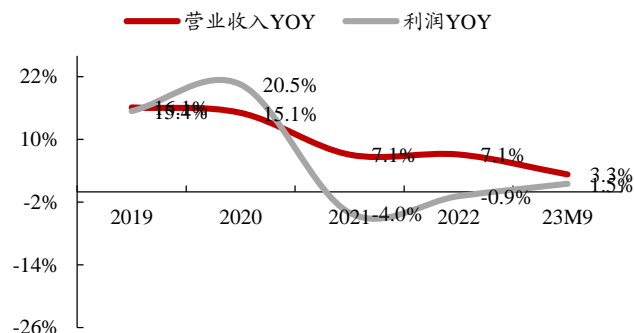
估值表现：估值持续下行，处于历史相对低位。23年年初至今，调味品板块PE（TTM）从50倍跌至37倍，处于近3年以来较低水平，主要是23年调味品板块主要企业业绩有所下滑，由此估值持续下滑。

可期待边际变化：行业需求修复+成本下降拐点出现，有望带来较高弹性。调味品板块21-23年连续3年受到较大的挑战，终端需求恢复不及预期，主要原材料与包材价格处于历史相对高位，导致企业内盈利受损。若24年行业修复加速，同时成本下降逐步兑现至报表端，板块有望迎来业绩改善。

图：2023年调味品估值波动下行



图：2019-23M9收入及业绩表现



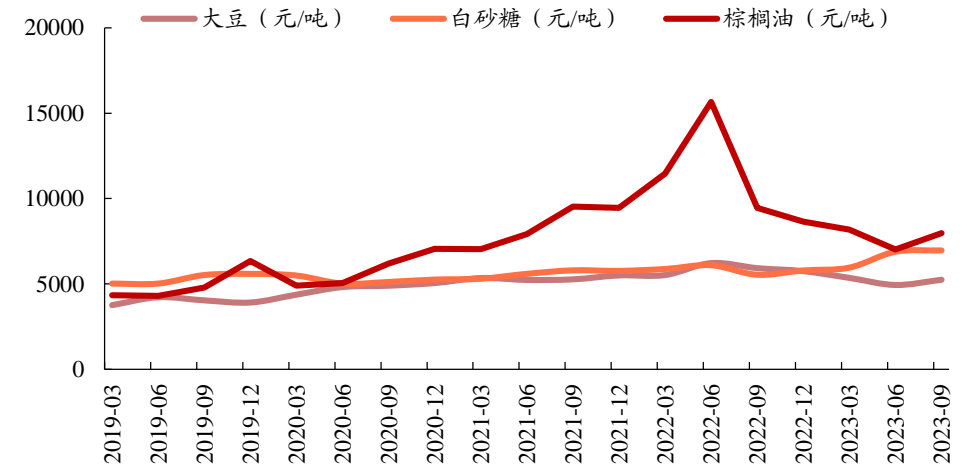
图：2019-22M9收入及业绩表现

	23M9收入 (亿元)	同比增速 (%)
海天味业	186.50	-2.3%
中炬高新	37.90	4.2%
千禾味业	23.31	50.0%
仲景食品	7.34	12.2%
天味食品	22.34	17.0%
宝立食品	17.59	19.2%
日辰股份	2.66	14.0%
涪陵榨菜	19.52	-4.6%
恒顺醋业	16.38	-2.6%
板块整体	333.54	3.3%

市场认为：23年需求修复不及预期+成本压力是压制调味品业绩与估值的核心因素，若24年需求改善+成本下行兑现，调味品板块业绩有望改善。

我们与众不同的观点：2023年行业景气度下行，调味品需求受损，特别是餐饮端需求受损严重；与此同时，大豆、白糖等主要原材料价格仍处于历史相对高位，对于调味品板块内企业的盈利能力造成较大影响。展望2024年，需重点观察行业需求复苏情况与成本变化，在需求复苏的过程中，渠道库存变化、终端真实动销情况与价盘稳定为核心指标，我们认为伴随需求持续改善&成本拐点显现，利润弹性有望得到释放，板块业绩有望持续改善。我们认为明年应重视α机会，即短期存在催化如数据恢复可持续以及边际改善明显、长期业绩持续提升的标的：①中炬高新：23年股权变更已落地&管理层调整已完成，24年基本面有望加速改善，长期盈利能力提升可期；②海天味业：龙头历经3年调整，估值已处于历史低位，明年需求恢复有望带动收入实现双位数增长，叠加成本下行逻辑兑现，业绩有望逐季改善。

图：调味品主要原材料价格趋势



分类	公司	23年基本面情况	24年基本面展望
基础调味品	海天味业	23Q1-Q3收入yoy-2.3%，利润yoy-7.5%。全年餐饮端销售受到较大程度影响，同时公司为保障终端市场健康主动优化库存，全年业绩表现压力较大。	渠道库存逐步降至良性，叠加需求修复，24年预计收入有望重回增长。
	中炬高新	23Q1-Q3美味鲜收入yoy+1.5%，利润yoy+24.1%。今年公司渠道良性，全年实现稳健增长。	23年大股东与管理层变更落地，公司渠道状态健康，24年收入与业绩有望加速。
	千禾味业	23Q1-Q3收入yoy+50.1%，利润yoy+106.6%。公司显著受益于零添加升级趋势，同时传统渠道加速扩张，23年年业绩超预期。	零添加品类增长动力充足，传统渠道持续扩张，24年公司收入有望维持较高增长。
	恒顺醋业	23Q1-Q3收入yoy-2.6%，利润yoy-10.5%。公司短期业绩承压。	23年公司管理团队调整完毕，24年预计收入与业绩有望改善，长期看改革红利持续释放。
复合调味品	日辰股份	23Q1-Q3收入yoy+14.3%，利润yoy+0.3%。餐饮端持续恢复，全年业绩较为稳健。	餐饮需求修复+大客户持续开发，24年预计业绩有望持续改善。
	宝立食品	23Q1-Q3收入yoy+19.2%，利润yoy+57.2%。BC两端齐发力，B端稳健，业绩得到有力支撑	公司B端稳定，边际修复相对较快，24年公司收入与业绩有望维持相对较快增长。
其他调味品	天味食品	23Q1-Q3收入yoy+17.0%，利润yoy+31.2%。渠道管理精细化，费用投放收缩，小龙虾&手工火锅底料放量，业绩实现较高增长。	公司大单品有望持续放量；团餐&预制菜带来新空间，24年公司收入与业绩有望维持相对较快增长。
	涪陵榨菜	23Q1-Q3收入yoy-4.6%，利润yoy-5.3%。动销承压&成本上行，公司23年业绩承压。	24年收入与业绩有望实现恢复性增长。

2.8 基本面视角-卤制品：社区、餐卤模型表现更优，商超客流同比明显下滑

板块表现—收入端：需求恢复不及预期背景下，以街边社区为主要渠道的品牌经营稳定性更高。23Q1-3营业收入增速：绝味食品（10.0%）>紫燕食品（2.7%）>煌上煌（-2.3%）。

从渠道结构的占比上来看，卤味连锁可分为三类：**1) 社区店为主-稳健型**：以紫燕百味鸡为代表的，渠道在需求恢复阶段受到干扰较小，门店经营稳定，且产品属性上更为接近日常刚需，23年仍能实现稳健增长；**2) 街边社区和高势能渠道兼备-蓄力型**：以绝味食品为代表，近年来主动调整开店渠道，23年集中发力街边社区体与高势能门店，叠加供应链业务逐步放量，收入得以保持较高增长；**3) 商超为主-弹性型**：以周黑鸭为代表的，高势能渠道店效仍在恢复阶段，公司长期深耕高势能渠道，具备一定渠道优势，在后续需求持续恢复背景下弹性较大。

板块表现—利润端：原材料成本仍是最大干扰因素。今年一季度以来鸭副原材料价格持续攀升至新高，导致23Q1-3板块盈利能力下行。4月份以来，鸭副价格开始回落，23Q4开始业绩有望逐季改善。

图：各公司门店数与渠道结构对比

品牌	门店数	街边社区店占比	商超体占比
绝味食品	15076	沿街体+社区体占比约70%	占比不到10%
周黑鸭	3429	社区店占比23%	商圈、商业体、商超占比61%
紫燕食品	5695	绝大多数门店点位在社区和农贸市场	占比较低

数据来源：公司公告，浙商证券研究所。注：1) 门店数：选自各公司22年报数据；2) 门店类型占比：绝味和紫燕选自21年报数据，周黑鸭选自22年报数据

表：23年卤制品板块业绩表现

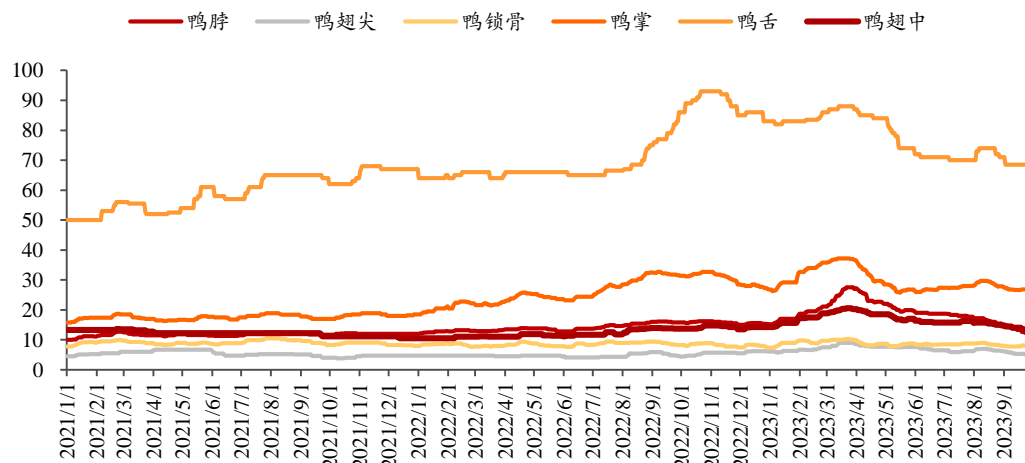
	营业收入			净利润			毛利率			净利率		
	23Q1	23H1	23Q1-3	23Q1	23H1	23Q1-3	23Q1	23H1	23Q1-3	23Q1	23H1	23Q1-3
绝味食品	1,824	3,700	5,631	137	242	390	24.3%	23.3%	24.2%	7.5%	6.5%	6.9%
yoy%	8.0%	10.9%	10.0%	54.4%	145.5%	77.6%	-6.0%	-4.7%	-2.3%	2.3%	3.6%	2.6%
周黑鸭	-	1,415	-	-	102	-	-	52.5%	-	-	7.2%	-
yoy%	-	19.8%	-	-	453.6%	-	-	-4.4%	-	-	5.6%	-
煌上煌	512	1,147	1,581	36	83	101	29.1%	27.7%	28.7%	7.1%	7.2%	6.4%
yoy%	-5.6%	-3.0%	-2.3%	-1.0%	3.3%	19.4%	-2.9%	-1.8%	-0.3%	0.3%	0.4%	1.2%
紫燕食品	755	1,743	2,816	45	180	341	18.7%	21.1%	24.2%	5.9%	10.3%	12.1%
yoy%	13.8%	6.5%	2.7%	60.3%	55.1%	50.0%	2.3%	4.0%	6.7%	1.7%	3.2%	3.8%

2.8 投资视角-卤制品：24年成本改善预期下，板块业绩有望逐步修复

1、市场认为：卤制品板块经历3年调整周期，估值已具备性价比，24年需求持续修复，叠加成本改善预期情况下，24年板块业绩有望改善。

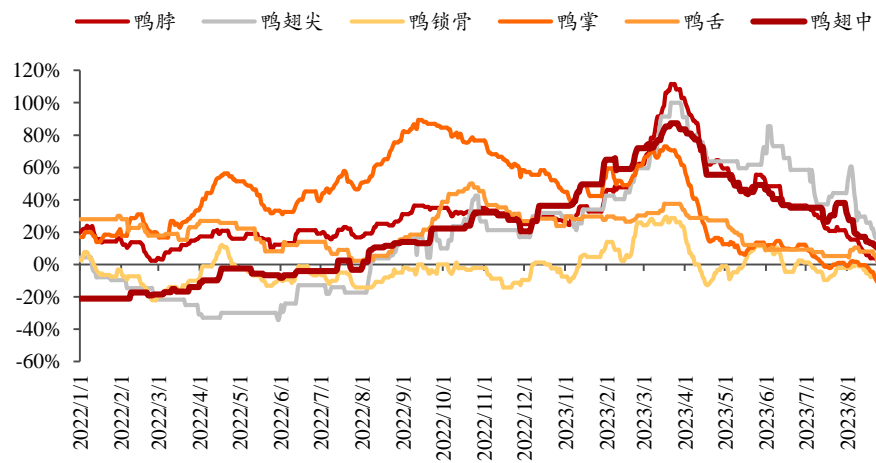
2、我们与众不同的观点：23年卤制品板块重点市场需求受到影响，卤味连锁企业普遍面临同店修复放缓与成本改善周期拉长的问题，重重压力下，卤味连锁板块业绩压力凸显。展望2024年，我们认为卤味连锁需重点关注3个维度：1) 前期加速开店对营收贡献的增厚贡献能否体现；2) 卤味旺季配合营销活动和新品推广带来的门店收入修复机会；3) 原材料走势及提价后带来的利润修复，截至2023年9月30日，鸭脖9月均价13.7元/公斤，同比下降14.0%，环比下降15.9%；鸭舌9月均价68.6元/公斤，同比下降13.3%，环比下降5.9%；鸭锁骨9月均价7.9元/公斤，同比下降10.8%，环比下降8.0%；鸭翅中9月均价14.1元/公斤，同比上涨2.2%，环比下降8.6%；鸭掌9月均价26.9元/公斤，同比下降16.3%，环比下降7.0%。我们认为明年应重视低估值龙头业绩修复带来的机会，具体来看：**①绝味食品：**公司为卤制品板块龙头，短期门店快速拓展、单店收入持续修复、原材料成本下降，24年业绩弹性可期；长期看公司管理能力优于同行，主业市占率有望持续提升，同时公司持续布局餐饮与连锁赛道，未来有望打造第二增长曲线。**②紫燕食品：**公司为佐餐连锁卤味行业龙头，公司凭借优秀的供应链能力与产品力，在成熟市场持续下沉，新市场发力培育，有望在餐桌卤味行业连锁化成长阶段加速布局，市占率仍有较大提升空间，公司长期空间广阔。作为龙头有望凭借优秀的产品&品牌力，成熟的单店模型，相对全国化的供应链布局，以及稳定的经销商团队率先抢占市场份额。

图：日度重点鸭副产品价格跟踪（元/公斤）



数据来源：水禽行情网，Wind，浙商证券研究所

图：重点鸭副产品同比跟踪



数据来源：水禽行情网，Wind，浙商证券研究所

03

2024年选股 思路 and 推荐

啤酒板块：量稳价增趋势不变，高端化升级持续推进，行业景气度上行。市场对于啤酒板块吨价提升和盈利提升尚存一定分歧，并未完全达成一致，故仍有预期差；

调味品：行业竞争加剧，需求逐步恢复，产品结构升级放缓，行业景气度仍有提升空间，市场认知较为充分；

卤制品：行业需求恢复不及预期，成本改善兑现周期拉长，行业景气度仍有提升空间，市场认知较为充分；

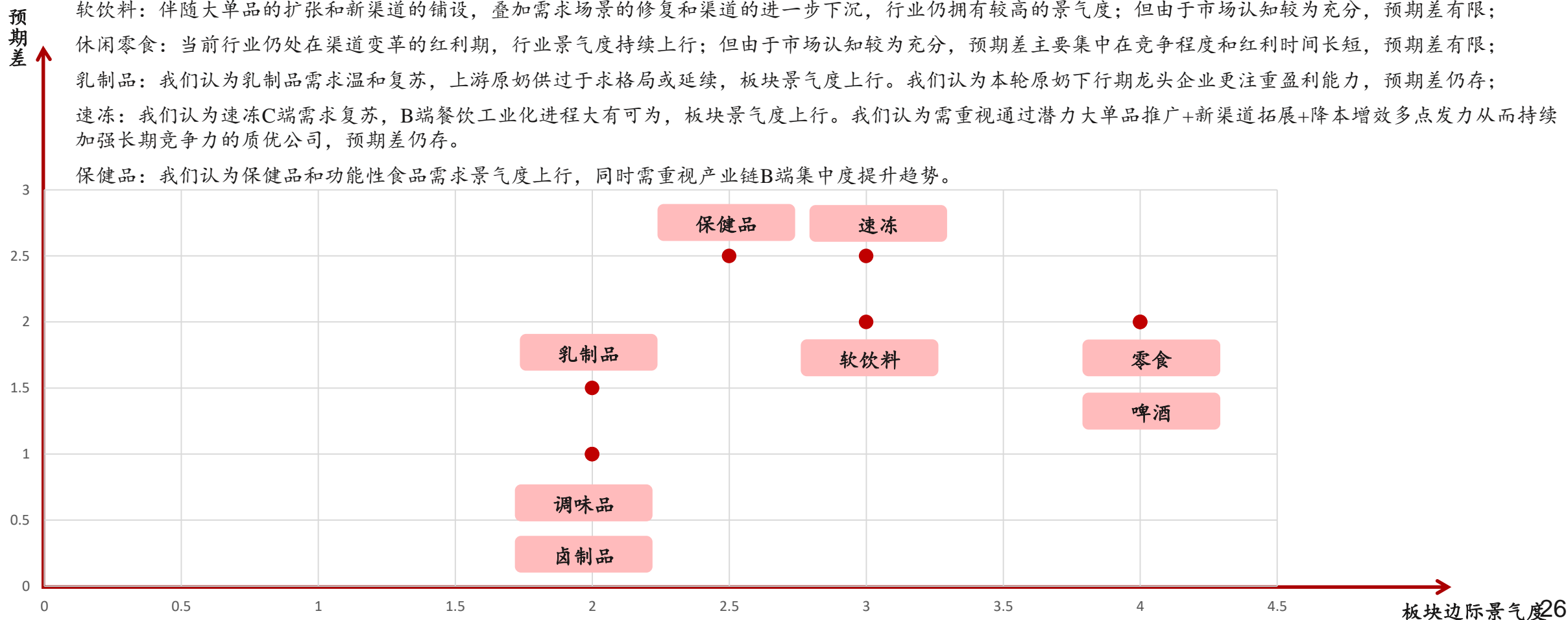
软饮料：伴随大单品的扩张和新渠道的铺设，叠加需求场景的修复和渠道的进一步下沉，行业仍拥有较高的景气度；但由于市场认知较为充分，预期差有限；

休闲零食：当前行业仍处在渠道变革的红利期，行业景气度持续上行；但由于市场认知较为充分，预期差主要集中在竞争程度和红利时间长短，预期差有限；

乳制品：我们认为乳制品需求温和复苏，上游原奶供过于求格局或延续，板块景气度上行。我们认为本轮原奶下行期龙头企业更注重盈利能力，预期差仍存；

速冻：我们认为速冻C端需求复苏，B端餐饮工业化进程大有可为，板块景气度上行。我们认为需重视通过潜力大单品推广+新渠道拓展+降本增效多点发力从而持续加强长期竞争力的质优公司，预期差仍存。

保健品：我们认为保健品和功能性食品需求景气度上行，同时需重视产业链B端集中度提升趋势。



我们认为23年经济的温和复苏与大众品的渐进式回暖为主旋律，但复苏亦存在新的消费特点，冲动型消费让位于理智型消费，在此背景下消费者希望以更合适的价格获得高品质产品，因此“高质性价比”产品更受消费者青睐，比如零食量贩、低温奶、高端啤酒、零添加调味品、保健品等；另外我们认为从终端恢复来看，由于中小餐饮和门店的修复稍显缓慢，使得相关线下场景恢复较慢；线上和家庭消费恢复较好，由此我们看到饮料、乳制品等在22年低基数且不依托餐饮和门店修复的板块在本轮复苏中具有较好的表现。

由此，我们针对以上情况，对推荐的板块/赛道进行归类：

- 1) 基于当前消费者希望以更合适的价格获得高品质产品，我们重点推荐具备“高质性价比”特点的标的，主要涉及零食板块、低温奶、高档啤酒、预制菜、保健品赛道等如盐津铺子、劲仔食品、东鹏饮料、新乳业等；
- 2) 基于餐饮供应链的修复，重视大B和小B在24年修复明显的标的，主要涉及餐饮供应链、烘焙等板块如宝立食品、立高食品、安井食品、千味央厨；
- 3) 基本面趋势改善明显/趋势反转的标的：仙乐健康、中炬高新等；
- 4) 估值具备性价比，亟待催化的龙头白马公司；如洽洽食品、青岛啤酒、伊利股份、海天味业等。

推荐：盐津铺子、洽洽食品、仙乐健康、青岛啤酒、劲仔食品、宝立食品、东鹏饮料、立高食品、中炬高新、安井食品、伊利股份、新乳业、海天味业。

风险提示：原材料价格大幅上涨、终端需求疲软或需求修复不及预期、食品安全风险、新品推出进展或销售表现不及预期的风险。

盐津铺子：多渠道发力驱动公司业绩持续增长，供应链优化提升盈利能力

公司依托渠道变革红利，积极进行品类和渠道的变革成效显著。电商渠道、零食量贩、定量流通渠道共同发力，驱动公司后续的持续增长；大单品铺设顺利，辣条、魔芋、鹌鹑蛋均处在行业前列；同时聚焦和新品类后公司规模优势凸显，供应链优化下，盈利能力持续提升，继续重点推荐。

洽洽食品：终端需求回暖叠加成本下行，估值具备性价比

需求端持续修复，瓜子业务有望保持稳健增长；渠道下沉背景下坚果业务有望保持快速增长；得加成本端的持续改善，盈利能力有望持续修复。

劲仔食品：小鱼单品稳健增长，鹌鹑蛋作为第二成长曲线潜力巨大

大包装推进下，公司鱼类零食单品正在持续放量，第二成长曲线鹌鹑蛋表现优异，当前公司品牌势能销售势能仍在快速提升的强势期，渠道铺设顺利；叠加公司成本端持续改善和产品结构优化后毛利率的进一步提升，盈利能力有望持续提升。

仙乐健康：美国渠道去库存基本结束，拐点确立，短长期逻辑共振，持续重点推荐

1) 基本面现拐点：伴随美国保健品渠道去库存步入尾声+BF有望逐季改善，判断23H2业绩同比/环比70%增长，静待弹性释放；2) 坚定看好公司长逻辑：全球化元年，有望带头提升全球营养健康食品产业链B端集中度；3) 限制性股票激励计划草案和中长期员工持股计划（24年4亿业绩目标）有利于激发员工积极性，利好公司长期稳健发展。

东鹏饮料：核心品类全国化持续推进，第二成长曲线表现优异，新品叠加渠道扩张，业绩高增长确定性强

核心大单品东鹏特饮全国化布局稳步推进，效果显著，仍有较大潜力；新品表现良好，补水啦后续有望持续贡献业绩成长为公司第二成长曲线，同时原材料价格下行+PET锁价措施，叠加公司效率的持续优化，盈利能力有望持续提升。

安井食品：潜力新品+渠道开拓有望打开新局面

原材料成本预期下行有望拉动利润率，潜力新品+渠道开拓打开新局面。1) 原材料成本：如鱼浆、猪牛肉均有不同幅度的下降，预计成本下降走势将持续到明年上半年。2) 预制菜方面，在水产菜肴类预制菜上，牛蛙有望接力小龙虾成为全新大单品；消费分层下，串烤项目部预计开发串串类、烧烤类的产品，进军烧烤领域。

伊利股份：弱市显韧性，凸显防御价值

在需求偏弱+原奶供给多等行业环境下，近期公司液奶端良好表现体现行业压力下龙头公司良好的经营韧性。展望全年，收入有望实现个位数增长，内生净利率有望提升，凸显防御价值。

新乳业：有望持续实现超越大盘的成长，盈利弹性有序释放

公司业绩收入双位数增长和利润率提升预期如期兑现，在需求偏弱+原奶供给多等行业环境下凸显成长性，实现了超越行业大盘的增长。公司通过产品结构优化+降本增效实现中期业绩改善的思路清晰、规划详细。中期维度内，净利率弹性或将有序释放。

立高食品：渠道持续拓展，单品快速放量，成本改善和费用管控下，盈利能力有望边际改善

公司23Q3收入保持高增，利润端略低于市场预期，但符合我们的预期。公司渠道融合以来效果显著，商超渠道依托新品不断渗透，餐饮大客户稳步推进，饼店渠道持续恢复，与此同时奶油新品铺设顺利，业绩有望保持高增。

青岛啤酒：结构升级引领吨价显著提升，净利率提升趋势不变。

1) 量：受旺季雨水天气较多&高基数影响，预计全年销量或表现平稳。2) 价：预计主品牌增速显著高于整体，经典、纯生、白啤等大单品延续较优表现，罐化率水平持续提升，预计吨价提升幅度可达中高单位数。3) 盈利：在结构升级、费用率稳定、成本端改善下，净利率提升确定性高，利润增速有望高于收入增速。

中炬高新：治理改善逐步兑现，基本面拐点确立，业绩有望超预期。

23年股权变更已落地&管理层调整已完成，24年基本面有望加速改善，长期盈利能力提升可期；

海天味业：去库存接近尾声，需求修复+成本下行，业绩有望改善

龙头历经3年调整，估值已处于历史低位，明年需求恢复有望带动收入实现双位数增长，叠加成本下行逻辑兑现，业绩有望逐季改善。

宝立食品：B端携手百胜有望延续高增，C端空客逐步改善，盈利能力稳中有升

大B端客户放量延续高增长，公司在西式连锁餐饮供应链份额有望加速提升；C端空客意面基数效应减弱，同时经销商渠道持续扩张，有望拉动C端重回增长，24年公司收入与业绩有望超预期。

04

风险提示

一、**原材料价格大幅上涨**:如果原材料价格及包材价格持续上涨,并维持在高位,会对大众品板块内各个标的的成本端造成较大压力,从而影响企业利润水平和盈利能力。

二、**终端需求疲软或需求修复不及预期**:消费者消费信心和能力下滑导致产品销售不及预期,则会导致需求疲软,直接影响企业销售,从而对经营造成较大影响。

三、**食品安全风险**:食品安全等风险事件会引起行业恐慌和股价下跌风险。

四、**新品推出进展或销售表现不及预期的风险**。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告行业数据存在主观分类和筛选，存在实际情况与数据结论不符的风险。本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告

免责声明：

本内容非原报告内容;报告来源互联网公开数据;

如侵权请联系客服微信，第一时间清理;

报告仅限平台个人学习，如需它用请联系版权方;

如有其他疑问请联系微信。



微信扫码 联系我