

优选确定性，把握复苏后弹性

——食品饮料行业2024年投资策略

2023年11月2日

 作者：叶倩瑜、陈彦彤、杨哲、李嘉祺、汪航宇、董博文、鲁俊

 证券研究报告

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。

-  2023年以来食品饮料走势跑输大盘。2023年年初至今（截至10月25日），申万食品饮料指数跌幅达14%，在申万一级行业分类中排名最后、明显跑输大盘。2023年以来整体需求环境略显疲软、消费力的恢复仍需时间，特别二季度以来市场对于经济复苏的预期回落、板块情绪较为低迷，七月伴随着积极政策信号的释放，板块有所反弹，但产业实际反馈较为平淡，整体表现有所波动。
-  **白酒投资主线：24年需求有望继续修复，优选确定性龙头。**23年行业需求相对平淡，但头部酒企实际经营与渠道秩序稳健，报表端表现仍较优，后续受春节旺季刚性需求驱动，行业有望继续向好修复，虽然市场对于明年预期平稳，但对于酒企管理能力/市场运作水平的提升有所低估。长期看，存量/缩量竞争下龙头受益、具备较强的提价能力。此前市场层面风险已经得到明显释放，当前估值水平的配置价值进一步提升。**优先推荐经营质地优、增长确定性强的龙头公司，维持高端白酒核心推荐（贵州茅台/五粮液/泸州老窖），地产酒推荐成长性强、动销亮眼的今世缘，次高端板块继续推荐规划积极、管理优势突出的舍得酒业，建议关注有环比改善趋势的水井坊。**
-  **大众品板块：**1) **啤酒板块：**短期业绩主要由产品结构和成本决定，股价受月度数据影响；中长期景气度延续。短期维度：23年吨价提升+成本压力缓解的确定性强。**长期维度：**行业高端化空间大、确定性高，龙头利润诉求增强。推荐喜力增长势能释放的华润啤酒；利润释放确定性强、高端产品增长稳健的青岛啤酒。2) **调味品板块：**需求端，明年B端弱复苏、C端“零添加”浪潮预计延续；成本端，综合成本有所回落，利润弹性有望兑现。板块估值相对处于低位，**关注主线：**需求强劲以及低估值下的成长标的。推荐颐海国际。3) **卤制品：**疫后经营改善，成本压力持续缓解，推荐绝味食品。4) **餐饮供应链：**BC分化，关注渠道及产品新机会，推荐安井食品。5) **烘焙：**流通渠道有所修复，餐饮+商超收入增长可观，推荐立高食品。6) **休闲食品：**渠道变革推动发展，关注成本变化走势，推荐盐津铺子、劲仔食品。7) **乳制品：**需求有所恢复，成本持续下行。
-  **风险提示：宏观经济下行风险，行业竞争加剧，成本大幅波动。**

- **1、白酒：韧性仍足，优选确定性龙头**
- **2、大众品板块：需求修复，关注成本走势**
 - 2.1 板块回顾：大众食品板块估值的历史复盘
 - 2.2 啤酒：高端升级持续，场景修复后有较高弹性
 - 2.3 调味品：龙头承压，关注结构性机会
 - 2.4 卤制品：疫后经营改善，成本压力缓解
 - 2.5 餐饮供应链：BC分化，关注渠道及产品新机会
 - 2.6 烘焙：流通渠道修复，商超+餐饮增长可观
 - 2.7 休闲食品：渠道变革推动发展，关注成本变化
 - 2.8 乳制品：需求有所恢复，成本持续下行
- **3、投资建议**
- **4、风险提示**

1、白酒：韧性较足，优选确定性龙头

- ❑ 1.1、23年食品饮料跑输大盘，白酒表现相对平稳
- ❑ 1.2、上市酒企业经营韧性较强，增长动能仍足
- ❑ 1.3、长期趋势：行业存量竞争，龙头受益
- ❑ 1.4、高端白酒发展稳健，次高端内部分化

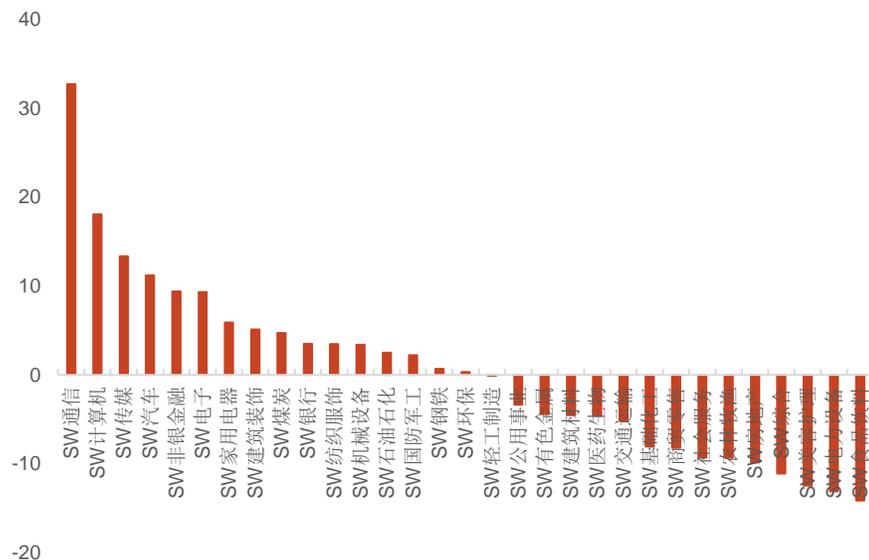
1.1、23年食品饮料跑输大盘，白酒表现相对平稳

- ❑ 1.1.1、2023年以来食品饮料走势跑输大盘
- ❑ 1.1.2、白酒在食品饮料板块内部表现相对平稳
- ❑ 1.1.3、业绩亮眼的区域酒龙头股价涨幅较优
- ❑ 1.1.4、复盘：对经济复苏的预期回落压制白酒板块表现

1.1.1、2023年以来食品饮料走势跑输大盘

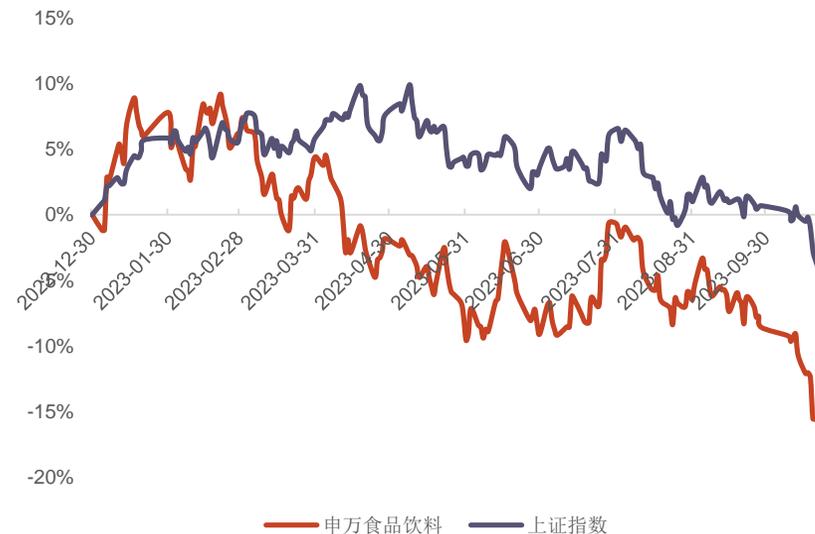
2023年年初至今（截至10月25日），申万食品饮料指数跌幅14.14%，在申万一级行业分类中排名最后、明显跑输大盘。虽然2023年以来防疫政策优化，但整体需求环境略显疲软、消费力的恢复仍需时间，特别二季度以来市场对于经济复苏的预期回落、板块情绪较为低迷，七月伴随着积极政策信号的释放，板块有所反弹，但产业实际反馈较为平淡，八九月整体表现有所波动。

图1：SW食品饮料指数23年以来股价表现位列最后



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：数据区间为2023/1/3-2023/10/25

图2：SW食品饮料与上证指数23年以来涨跌幅

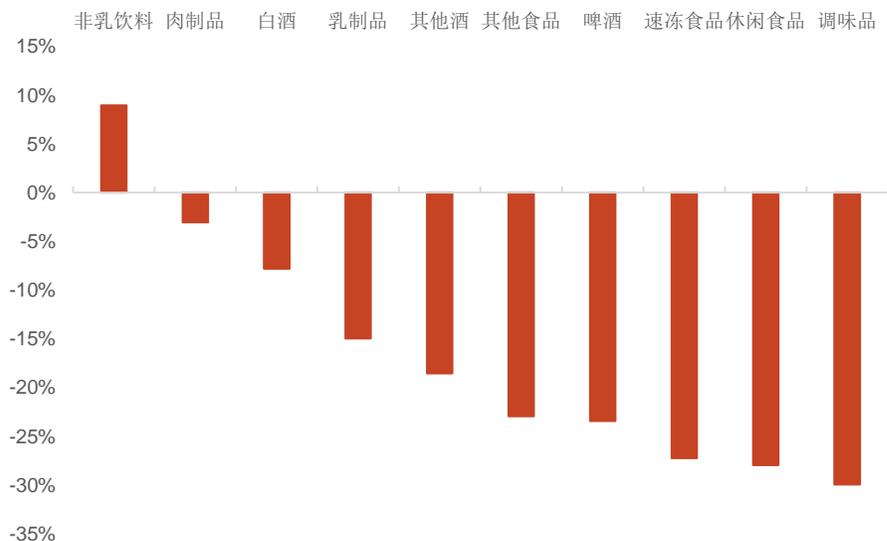


资料来源：Wind，光大证券研究所
注：涨跌幅统计区间为2023/1/3-2023/10/25

1.1.2、白酒在食品饮料板块内部表现相对平稳

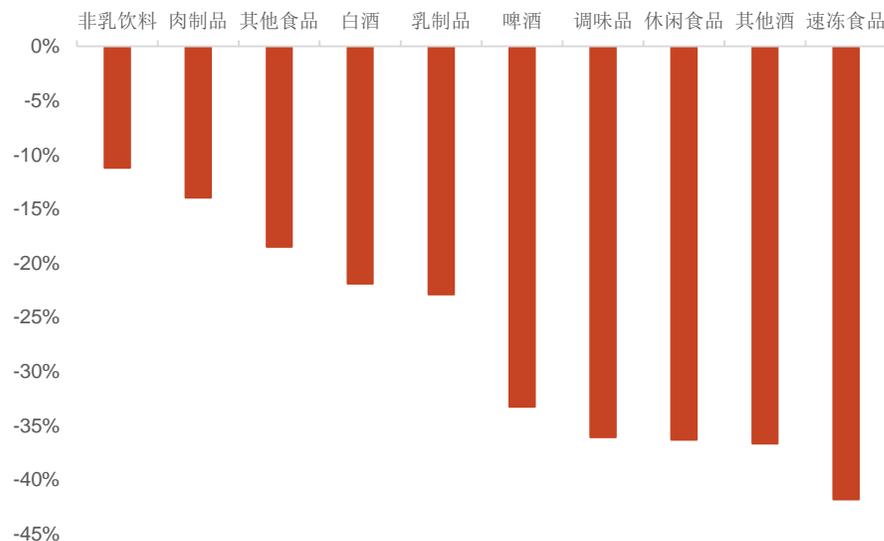
2023年年初至今（截至10月25日），中信白酒指数跌幅约7.8%，在食品饮料子板块（中信三级分类）中位列第三。截至10月25日，中信白酒指数PE（TTM，剔除负值）约27倍，较22年年末下滑约22%，估值调整幅度在各子板块中位列第四。

图3：食品饮料子板块股价涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：数据区间为2023/1/3-2023/10/25

图4：食品饮料子板块估值涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：涨跌幅统计区间为2023/1/3-2023/10/25

1.1.3、业绩亮眼的区域酒龙头股价涨幅较大

2023年以来行业需求仍略显平淡，多数上市酒企估值承压，但业绩表现亮眼的区域名酒迎驾贡酒、今世缘股价涨幅相对突出，贵州茅台23年以来营收增长呈现环比加速、市场表现较为稳健，全国性次高端酒企基本面有所受损，股价调整幅度较大。

表1：主要白酒公司23年以来股价涨跌幅及2023-25年盈利预测

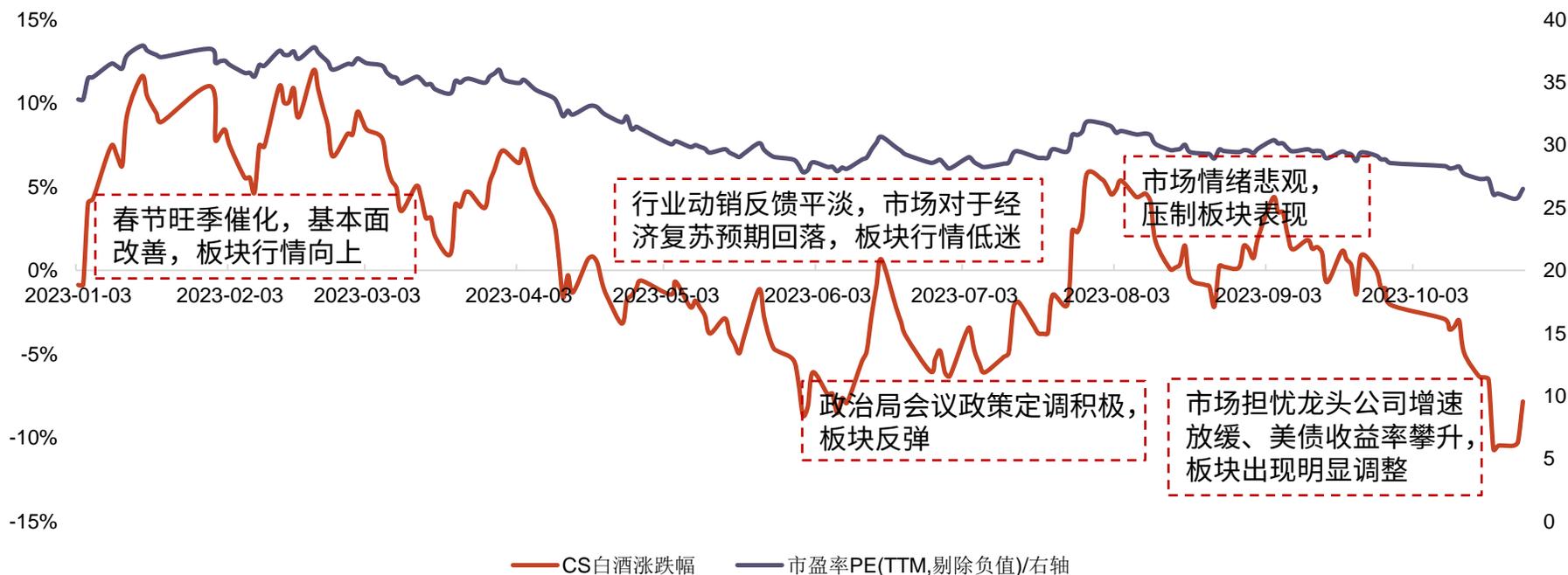
上市酒企	23年年初至今股价涨跌幅	23年年初至今估值涨跌幅	总市值/亿元	净利润/亿元			P/E		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
迎驾贡酒	14.19%	-9.64%	562.40	22.43	28.04	34.50	25	20	16
今世缘	12.77%	-9.08%	710.67	31.51	39.35	48.54	23	18	15
古井贡酒	-0.57%	-28.06%	1385.67	44.12	56.33	70.27	31	25	20
贵州茅台	-1.38%	-18.68%	21072.72	741.00	865.41	1004.04	28	24	21
金徽酒	-2.84%	-11.48%	130.32	3.77	4.98	6.40	35	26	20
泸州老窖	-6.42%	-24.32%	3033.03	131.80	162.25	196.98	23	19	15
伊力特	-12.34%	-12.68%	99.96	3.57	4.87	6.33	28	21	16
山西汾酒	-14.59%	-36.08%	2921.20	105.02	130.77	160.28	28	22	18
五粮液	-15.43%	-24.40%	5796.79	301.99	344.11	391.27	19	17	15
口子窖	-15.95%	-22.55%	283.02	18.08	21.30	24.83	16	13	11
老白干酒	-17.62%	-30.08%	205.18	6.52	8.59	11.33	31	24	18
洋河股份	-24.05%	-33.08%	1788.15	109.05	128.24	149.89	16	14	12
舍得酒业	-29.79%	-42.79%	368.51	18.55	22.83	28.34	20	16	13
水井坊	-30.77%	-16.22%	282.52	12.83	15.62	18.64	22	18	15
酒鬼酒	-44.67%	-17.38%	244.87	7.97	10.40	13.31	31	24	18

资料来源：Wind，光大证券研究所，注：2023-25年净利润采用Wind一致盈利预测，股价涨跌幅区间为2023/1/3-2023/10/25，总市值截至2023/10/25

1.1.4、复盘：对经济复苏的预期回落压制白酒板块表现

23年春节开门红反馈超出产业预期，过去三年因疫情累积的消费效应释放，返乡大众消费表现较好，高端礼赠延续稳健表现。四五月消费场景回补逐渐回归常态，相对平淡的需求背景下酒企库存水平有所抬升，同时，二季度宏观及消费数据略显疲软，投资者对于经济复苏的预期回落，板块估值下行、行情较为低迷。七月中央政治局会议对政策定调积极，市场对顺周期板块关注度提升，板块有所反弹。八月受市场整体悲观情绪、外资流出等影响，板块表现有所压制，九月以来表现有所波动，十月受市场担忧龙头公司增速放缓以及美债收益率攀升影响，板块出现明显调整。

图5：2023年以来白酒板块股价/估值变化复盘



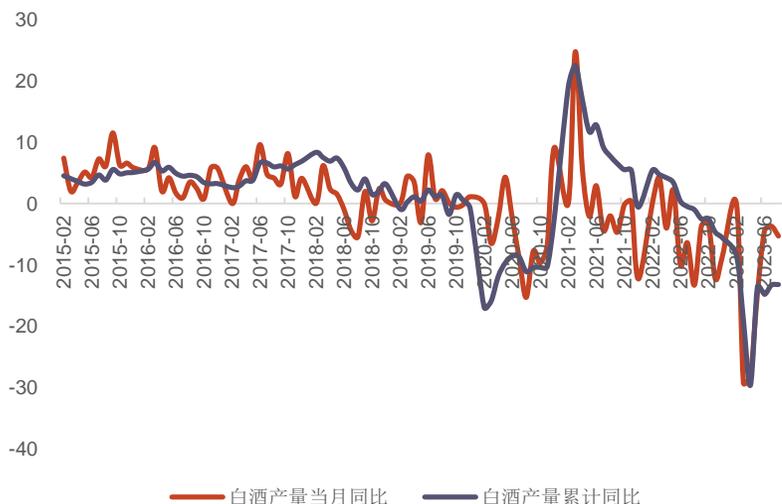
1.2、上市酒企经营韧性较强，增长动能仍足

- ▣ 1.2.1、上市酒企实际经营和渠道秩序较为稳健
- ▣ 1.2.2、报表端亮点仍足，头部酒企增长韧性强
- ▣ 1.2.3、上市酒企后续经营有望继续向好修复
- ▣ 1.2.4、酒企管理能力提升，增长动能仍较充足

1.2.1、上市酒企实际经营和渠道秩序较为稳健

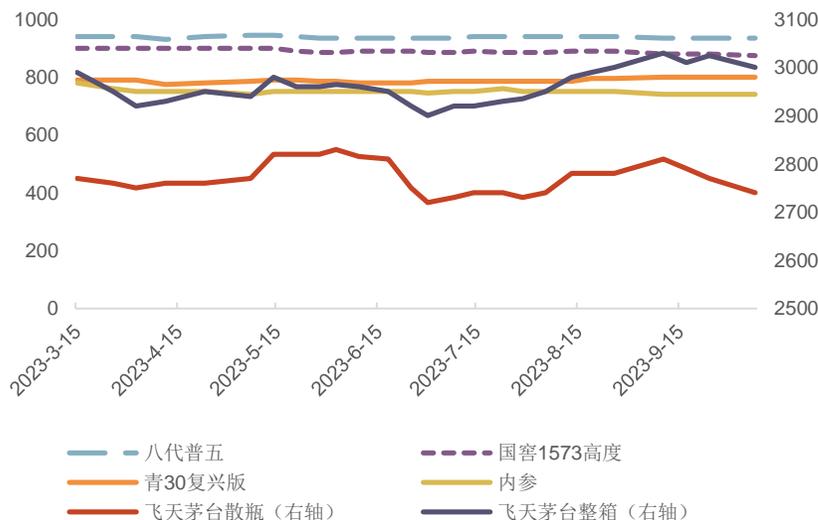
虽然部分行业指标表现较弱、消费意愿的恢复相对较慢，23年以来板块量缩趋势延续，据国家统计局数据，23年1-8月白酒累计产量同比下降13.2%。但龙头公司依旧呈现较强的经营韧性，主要单品价盘保持平稳，主流上市酒企的库存仍在良性可控范围。中秋旺季酒企积极备战，“双节”假期实际动销符合此前预期，行业整体延续平稳修复态势，宴席、日常聚饮等场景贡献主要增量。目前多数酒企打款发货顺利推进，高端和区域酒龙头全年任务已接近完成。

图6：国内白酒产量当月及累计同比



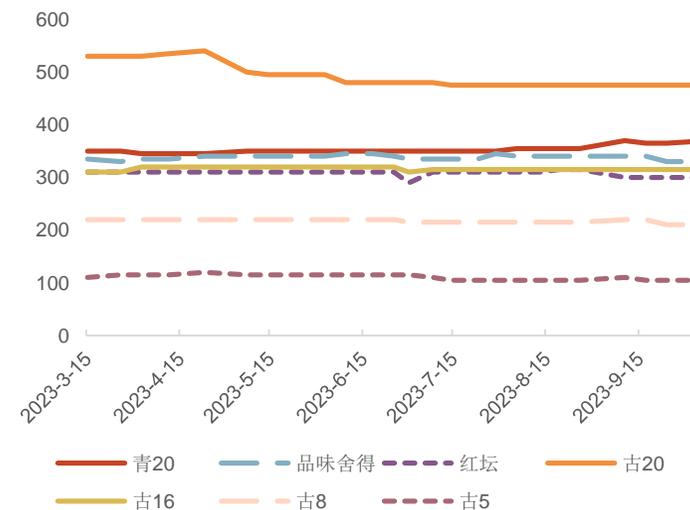
资料来源：Wind，光大证券研究所
注：单位/%，截至2023-08

图7：主要高端单品批价



资料来源：酒价参考，光大证券研究所
注：单位：元/500ML，截至2023/10/08

图8：主要次高端单品批价

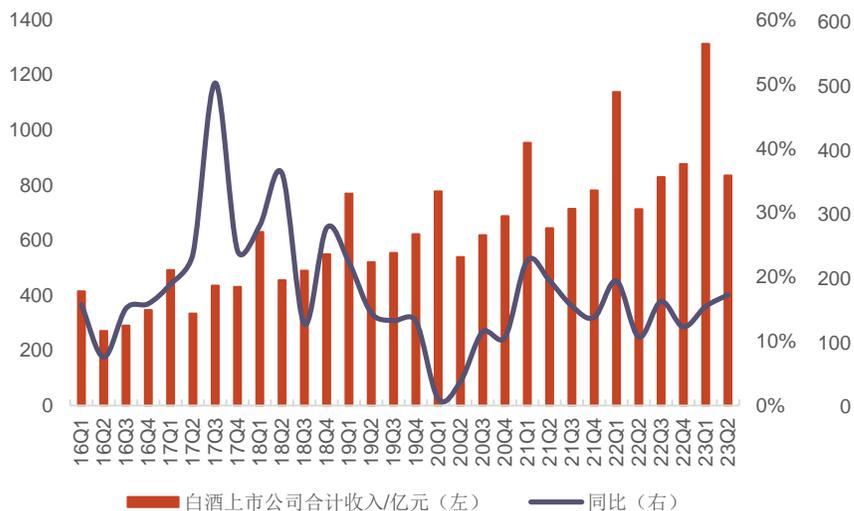


资料来源：酒价参考，光大证券研究所
注：单位：元/500ML，截至2023/10/08

1.2.2、报表端亮点仍足，头部酒企增长韧性强

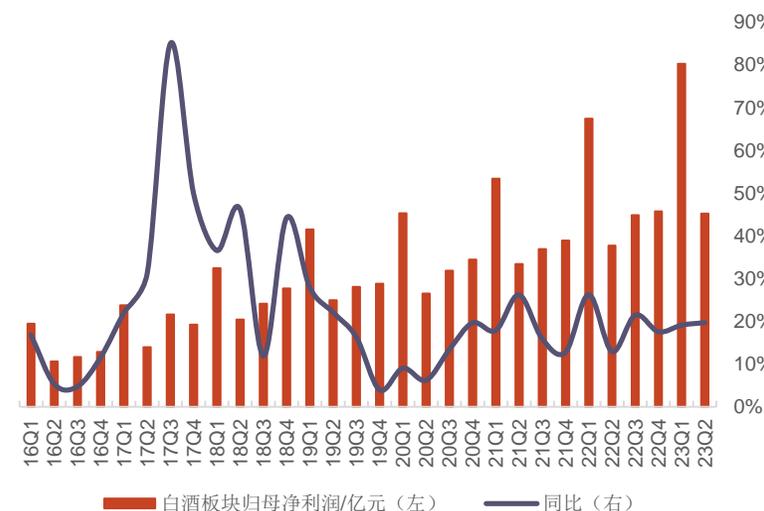
■ 报表层面来看，上市白酒企业23Q1/Q2总营收同比增幅为15.4%/17.2%，归母净利润同比增幅为19.1%/19.7%，贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘等中报收入/盈利增长超出此前市场预期，“双节”期间白酒动销延续平稳恢复态势，三季度业绩亦有望平稳落地。龙头具备较强的抗风险能力，特别品牌力/渠道力突出、产品矩阵全面、具有优势基地市场的酒企抗风险能力较强，主流酒企通过提升市场份额，销售额仍有增长空间。

图9：白酒板块单季总营收及同比



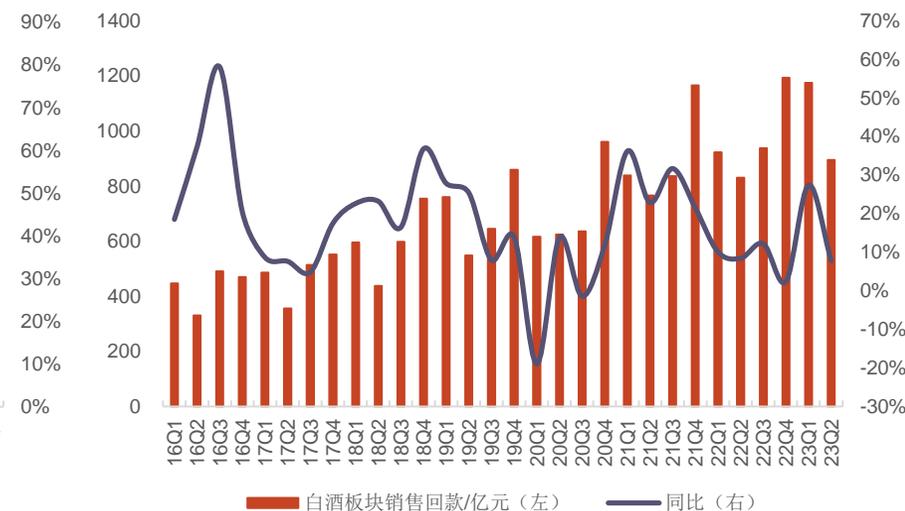
资料来源：Wind，光大证券研究所

图10：白酒板块单季归母净利润及同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图11：白酒板块单季销售回款及同比

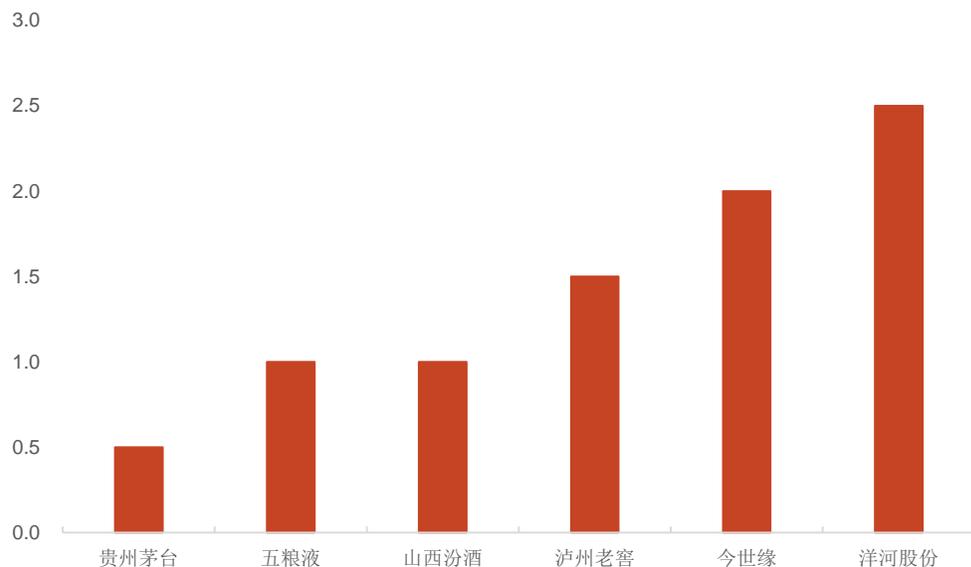


资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2.3、上市酒企后续经营有望继续向好修复

展望后续，当前主流酒企库存水平较去年同期有所抬升但整体处于合理水平，估计之后将以相对稳定的渠道秩序迎接来年开门红，头部酒企完成全年任务确定性较高。24年春节旺季需求更加刚性，从往年来看春节动销好于预期的可能性较高，24年上半年有望持续向好恢复。另外伴随宏观层面积极信号释放、经济/需求层面复苏，商务需求亦有望继续修复。

图12：主流酒企库存水平



资料来源：渠道调研，光大证券研究所
注：单位/月，截至2023年九月底

表2：上市白酒公司增长规划

酒企	规划
贵州茅台	23年总营收增长15%左右，25年茅台集团营业收入目标2000亿元。
五粮液	23年总营收保持两位数稳健增长，“十四五”末酒业主业目标千亿。
泸州老窖	23年营收同比增长不低于15%，“十四五”期间保持20%左右增速。
山西汾酒	23年营收增长20%左右。
洋河股份	23年营收同比增长达到15%。
古井贡酒	2023年计划实现营收201亿元，较上年增长20.26%，实现利润总额60亿元，较上年增长34.21%。
今世缘	23年营收百亿目标，“十四五”挑战营收150亿元目标。

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

1.2.4、酒企管理能力提升，增长动能仍较充足

目前看市场对于消费及需求恢复的预期相对谨慎，但对于酒企管理水平提升/市场运作日趋成熟的信心不足、对报表增长的持续性存在担忧。但本轮名酒企业持续推进改革，在平衡短期增速的同时更加注重动销质量、渠道秩序与长期主义，市场秩序有望维持良性，且产品矩阵丰富、渠道结构优化、数字化体系赋能等亦为酒企后续发展提供充足保障，龙头公司有望保持稳定的业绩增长，确定性与成长性无需过分担忧。

表3：主要酒企改革动作及规划

酒企	主要改革措施/战略思路
贵州茅台	“五线”道路丰富升华为“五线”生态体系，产能继续扩充，保持供求关系与价格稳定，战略布局国际化，产品和渠道生态多元化
五粮液	有序优化产品投放，渠道端推动改革，实现高质量发展，持续完善“1+3”产品矩阵，浓香酒围绕大单品，推动普五价格向价值的合理回归
泸州老窖	五码关联体系已经推出，数字化体系赋能渠道管理，围绕双品牌战略，高端以国窖1573重心不变，由守转攻抓住市场机遇提高份额
山西汾酒	五个聚焦（营销发力、品质路线、文化赋能、深化改革、管理优化），产品策略抓两头强腰部，通过数字化体系维护价格
洋河股份	挖掘省内外空白市场，费用投放更加精准，主要针对品牌和消费者运营，继续推动数字化进展，十月拟上线数字化指挥中心
古井贡酒	长期坚持次高端战略，产品端重点在古20，塔基腰部产品保持布局，另布局保健酒、养身酒等，改变费用管控模式、提高费用使用效率
酒鬼酒	费用投向消费者动销，做强基地、突破高地、深度全国化，23年开始基本所有产品借助数字化手段管理
舍得酒业	C端置顶、加强消费者培育，核心为老酒战略，产品端品味舍得为主，同时推广藏品十年，启动首府战役，做好重点省会城市
水井坊	品牌高端化为核心策略，井台和典藏突破核心市场圈层和团购，天号陈在200-300元价格带铺货，开展会战，针对重点城市额外投入资源
珍酒李渡	发力次高端，加大广东市场开发，优化渠道/团购客户，加大线下体验营销，千元价位发力高端光瓶酒，布局大众价位产品（映山红、老珍酒）

资料来源：酒业家，各公司2022年度股东大会反馈，光大证券研究所

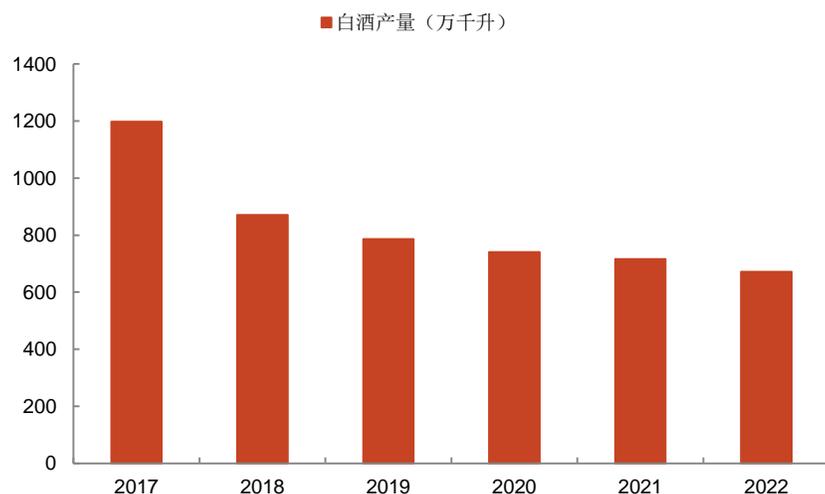
1.3、长期趋势：行业存量竞争，龙头受益

- ❑ 1.3.1、长期看行业量缩趋势延续
- ❑ 1.3.2、均价提升弥补量的萎缩
- ❑ 1.3.3、存量/缩量竞争下龙头受益
- ❑ 1.3.4、高端龙头酒企具备较强提价能力
- ❑ 1.3.5、市场风险释放，配置价值提升

1.3.1、长期看行业量缩趋势延续

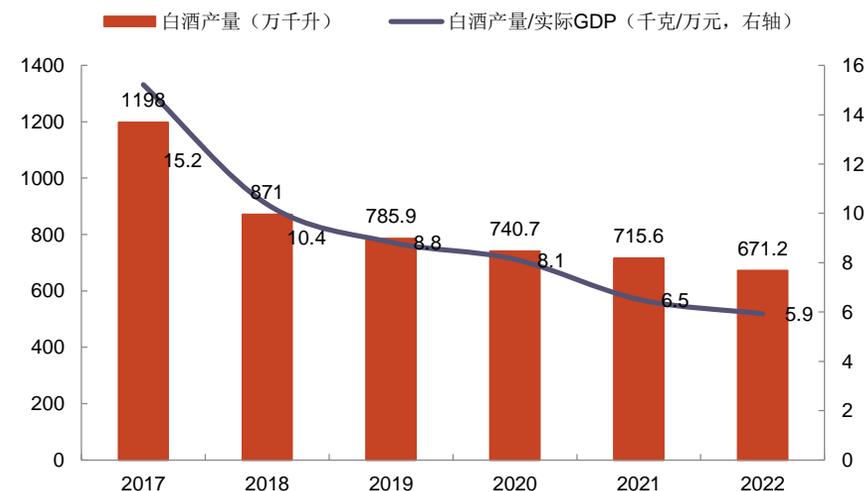
从长期来看，白酒的产业逻辑已不再是单纯的需求驱动，供给收缩才是核心矛盾，有别于绝大多数其他行业的是，白酒行业的吨价天花板较高甚至没有天花板。虽然23年二季度以来投资者对于经济复苏的预期回落，引发了市场对于白酒需求端持续萎缩进而传导至报表端的担忧。但是其在供给层面的剧烈收缩往往被忽视，据统计，2018-22年国内白酒总产量降幅达到23%、CAGR为-6%，在此期间实际GDP（不变价）CAGR达到8%。

图13：2018-2022年国内白酒产量下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所

图14：白酒产量/GDP实际值下降



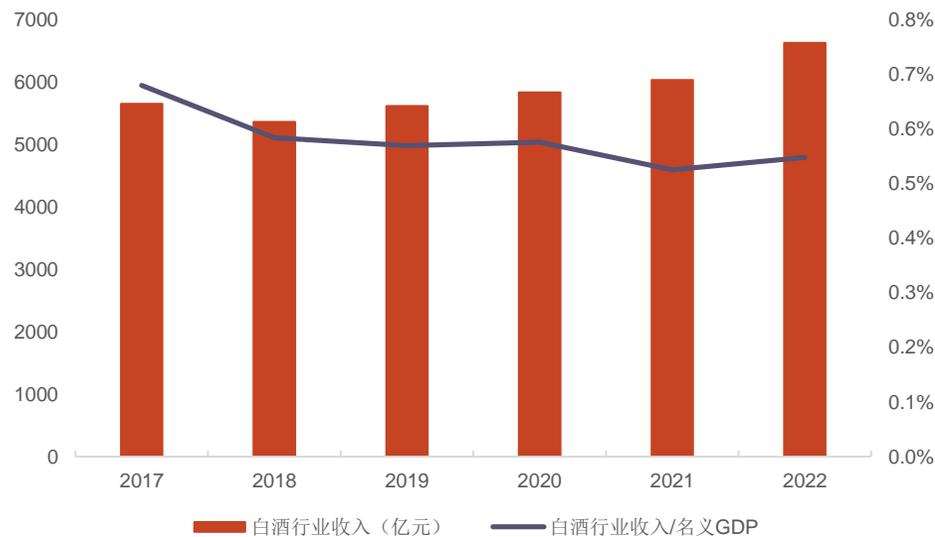
资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3.2、均价提升弥补量的萎缩



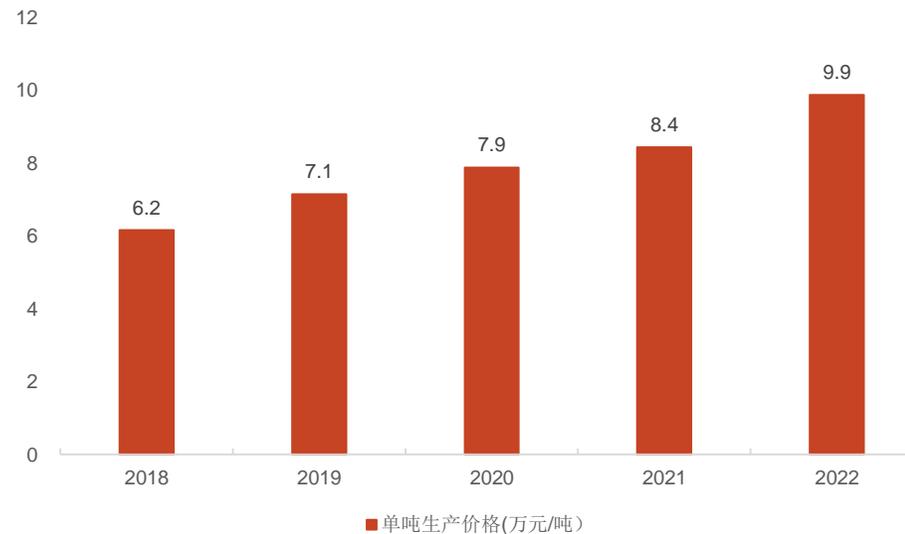
如果把国内白酒消费简单类比为GDP产出的销售费用，白酒行业销售收入/名义GDP（现价）比值在2018年和2022年为0.58%和0.55%、基本稳定，表明白酒作为经济润滑剂的功能并没有显著降低、在经济总产出中的占比相对稳定。但是其消费价格发生了显著变化，以行业收入除以产量衡量的白酒单吨价格从2018年的6.16万元/吨上升至2022年的9.87万元/吨，吨单价的年复合增速达到13%，弥补了产量端的持续萎缩。

图15：白酒行业销售收入/名义GDP（现价）比值基本保持稳定



资料来源：Wind，光大证券研究所

图16：以行业收入除以产量衡量的白酒单吨价格上升

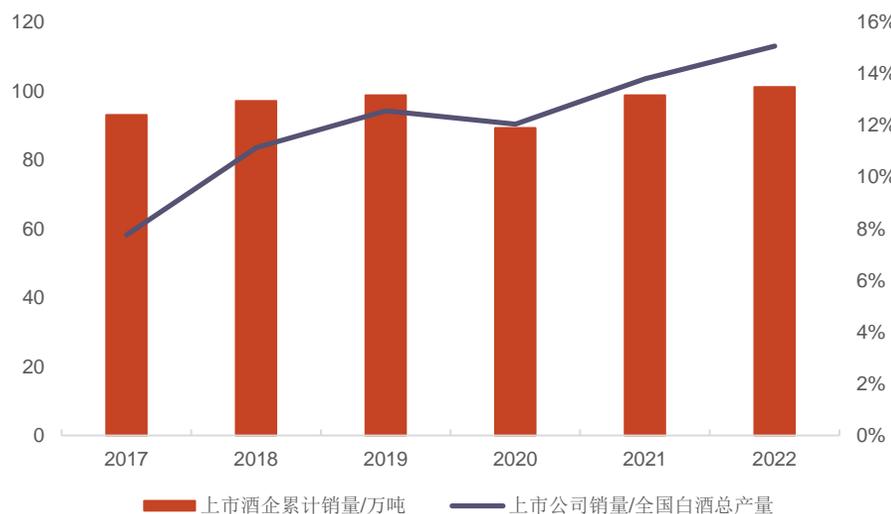


资料来源：Wind，中国酒业协会，光大证券研究所

1.3.3、存量/缩量竞争下龙头受益

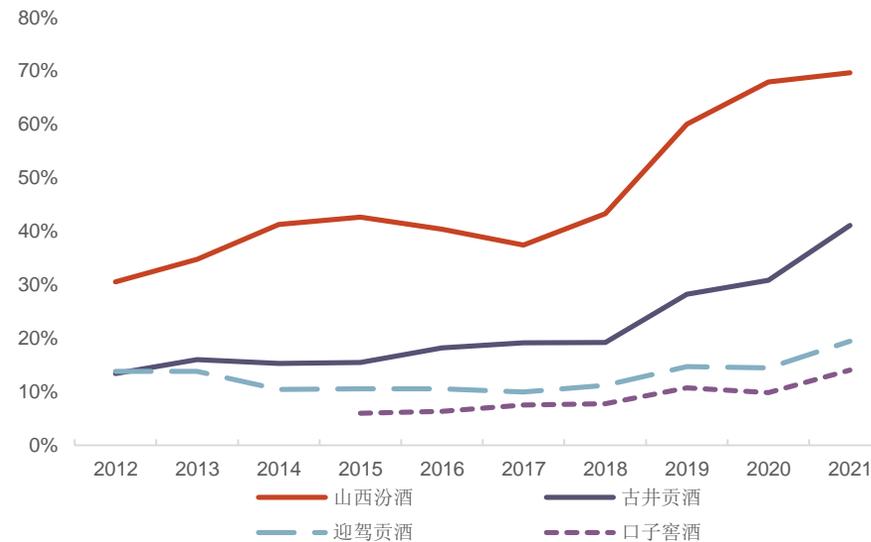
存量竞争下，市场份额进一步向龙头集中。以白酒上市公司的口径来看，行业的量增逻辑在2017年基本结束，2018-2022年主流白酒上市公司（不含顺鑫农业）销量之和基本没有变动，占全国白酒总产量的比重由2018年的11%提升至2022年的15%。区域龙头的份额提升更为显著，例如2017-2021年山西汾酒销量占山西白酒产量的份额从37%提升至70%，古井贡酒/口子窖/迎驾贡酒三家销量占安徽白酒产量的合计占比从37%提升至75%。

图17：主流上市酒企销量之和及其在总产量占比



资料来源：各公司公告，Wind，光大证券研究所

图18：区域龙头在当地市场的销量份额提升

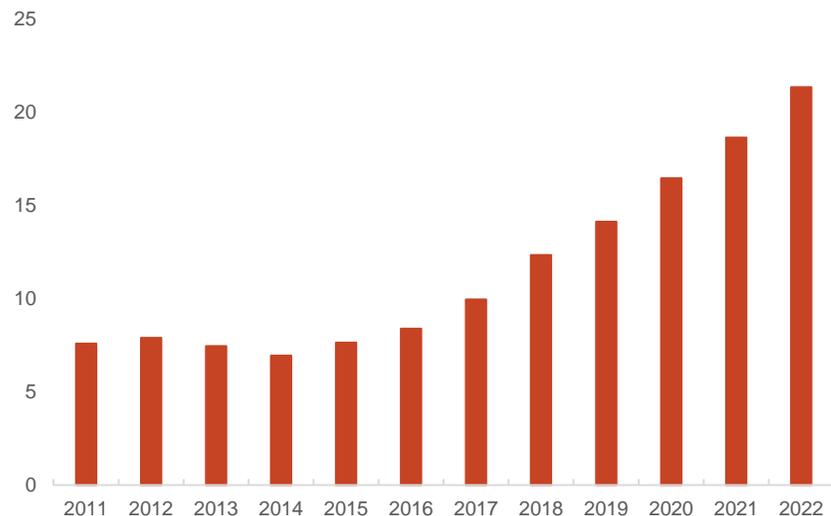


资料来源：各公司公告，各省统计局，光大证券研究所

1.3.4、高端龙头酒企具备较强提价能力

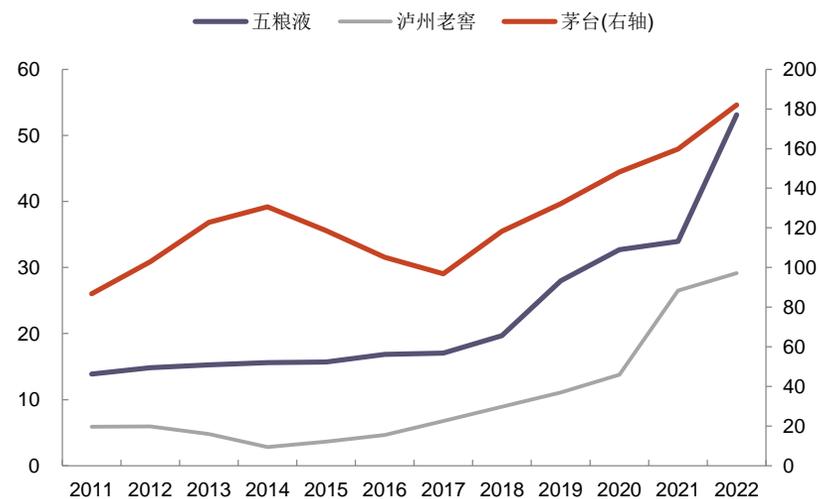
从价格维度来看2017年成为分水岭，白酒上市公司（剔除茅台）2017-2022年销售吨单价的复合增速高达16%。在此期间，茅/五/泸通过提价和产品结构的优化调整，全口径的吨价复合增速分别达到13%/26%/34%（五粮液和老窖在22年和21年调整了全系产品的销量结构）。

图19：白酒上市公司销售吨单价（万元/吨，剔除茅台）提升



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图20：茅/五/泸通过提价和产品结构的优化带动吨价提升



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，单位：万元/吨

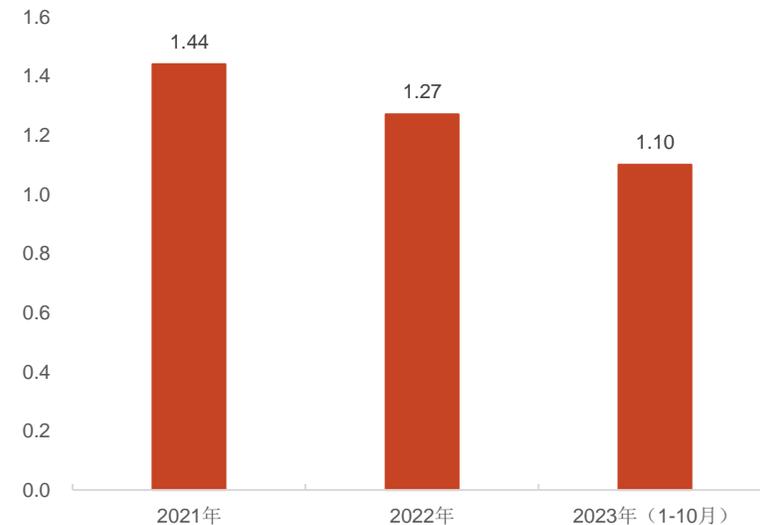
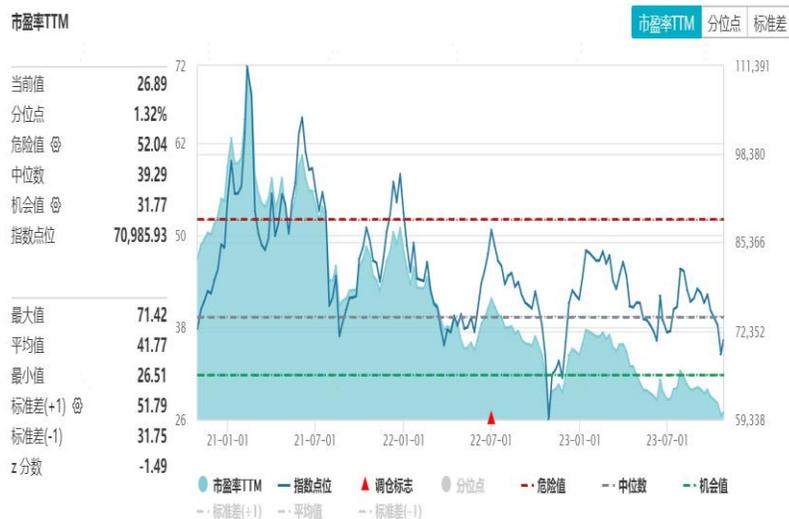
1.3.5、市场风险释放，配置价值提升

市场层面，截至2023/10/25，CS白酒指数PE（TTM，剔除负值）约27倍，处于三年内1.3%的分位点，CS白酒指数风险溢价为1.01%、处于接近99%的较高分位。茅台的β系数从2021年的1.44降至2022年的1.27、再到今年1-10月的1.10。板块市场层面风险已经达到明显释放。

图21：CS白酒指数PE在三年内1.3%分位点

图22：CS白酒指数风险溢价在三年内约99%分位

图23：贵州茅台β系数



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：截至2023/10/25

资料来源：Wind，光大证券研究所
注：截至2023/10/25

资料来源：Wind，光大证券研究所

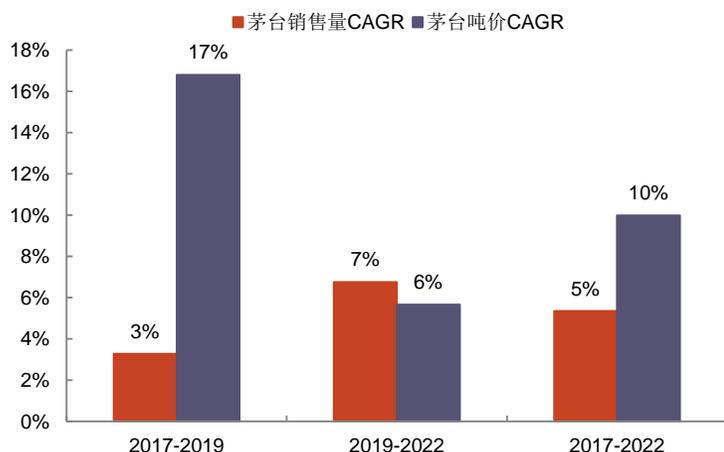
1.4、高端白酒发展稳健，次高端内部分化

- ▣ 1.4.1、高端白酒：品牌势能释放，份额头部集中
- ▣ 1.4.2、地产名酒：受益区域β，竞争力继续强化
- ▣ 1.4.3、扩张型酒企：内部分化，待后续释放弹性

1.4.1、高端白酒：品牌势能释放，份额头部集中

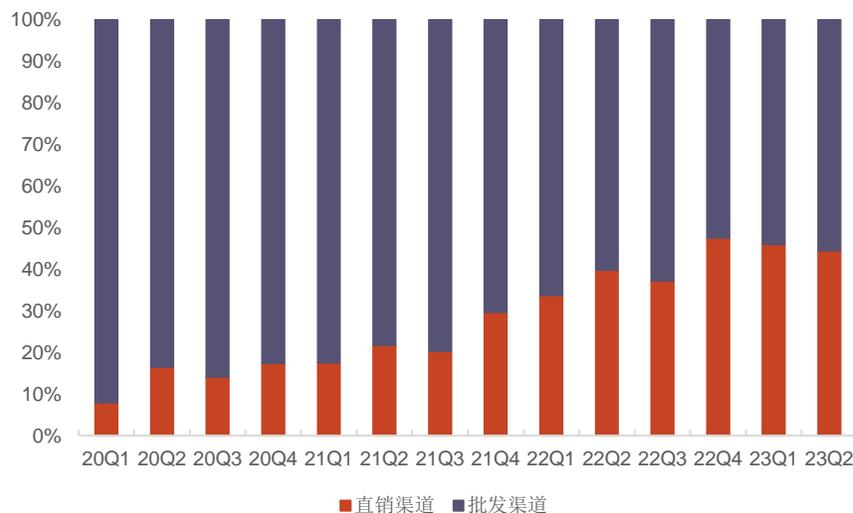
□ 高端白酒营收确定性较强。贵州茅台22年以来连续六个季度保持15%以上的营收同比增速，需求弱复苏下韧性凸显，公司经营理念和治理水平持续提升，销售方面产品和渠道体系持续多元化建设，茅台1935在23年冲刺百亿营收目标、放量较为明显，二十四节气等文化酒进一步丰富产品矩阵，同时公司积极进行国际化、年轻化探索。按照茅台集团25年2000亿元营收目标（22年收入1364亿元），2022-25E集团目标收入CAGR接近14%。

图24：贵州茅台销售量与吨价CAGR



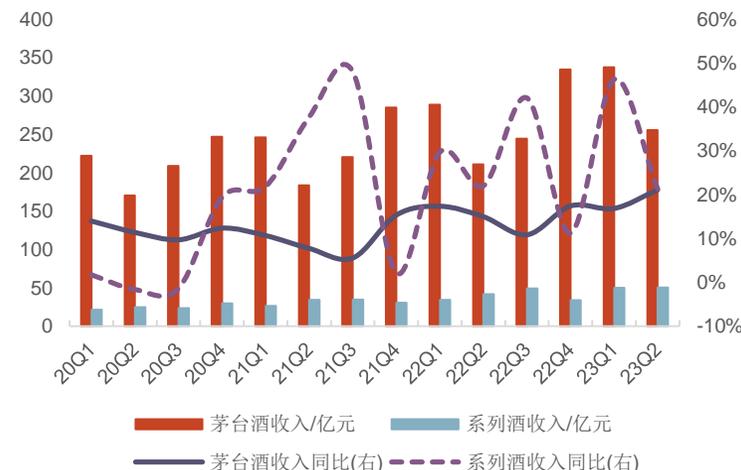
资料来源：贵州茅台公告，光大证券研究所

图25：贵州茅台直销渠道收入占比持续提升



资料来源：贵州茅台公告，光大证券研究所

图26：茅台酒/系列酒收入及同比



资料来源：贵州茅台公告，光大证券研究所

1.4.1、高端白酒：品牌势能释放，份额头部集中

千元价格带有所分化、份额向头部品牌集中，五粮液、国窖1573势能依旧。五粮液实际动销表现优秀，二季度淡季公司主动控量、清理渠道秩序，同时市场营销动作强化，例如中秋推出“和美五粮液，幸福中国节”营销整合推广，包括中秋晚会互动亮相、加大低度五粮液/1618/金装五粮液宴席开瓶奖励力度等，泸州老窖管理能力/市场化运作/团队执行力优势明显，上半年国窖增长贡献较多、驱动均价持续提升，五码关联体系推出后渠道管理有望进一步强化，成长势能相对较强。

表4：五粮液/泸州老窖量价变化

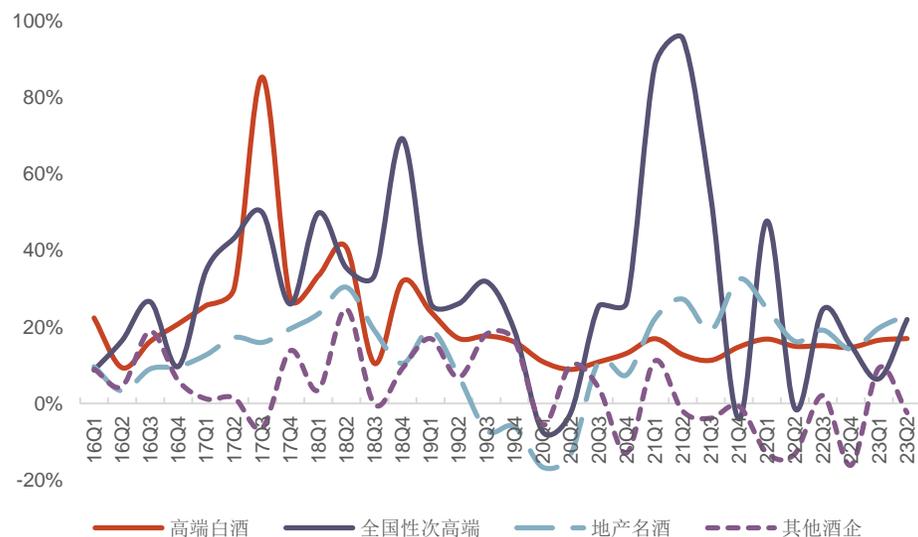
	2019	2020	2021	2022	2023H1
五粮液销售量/万吨	16.54	16.04	18.18	12.72	9.27
同比		-3.00%	13.30%	-30.04%	29.04%
五粮液均价(万元/吨)	27.99	32.68	33.96	53.13	45.18
同比		16.75%	3.92%	56.45%	-15.70%
泸州老窖销售量/万吨	14.27	12.09	7.78	8.62	4.34
同比		-15.25%	-35.64%	10.75%	10.45%
泸州老窖均价(万元/吨)	10.94	13.60	26.23	28.74	33.42
同比		24.29%	92.85%	9.54%	13.75%

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

1.4.2、区域名酒：受益区域β，竞争力继续强化

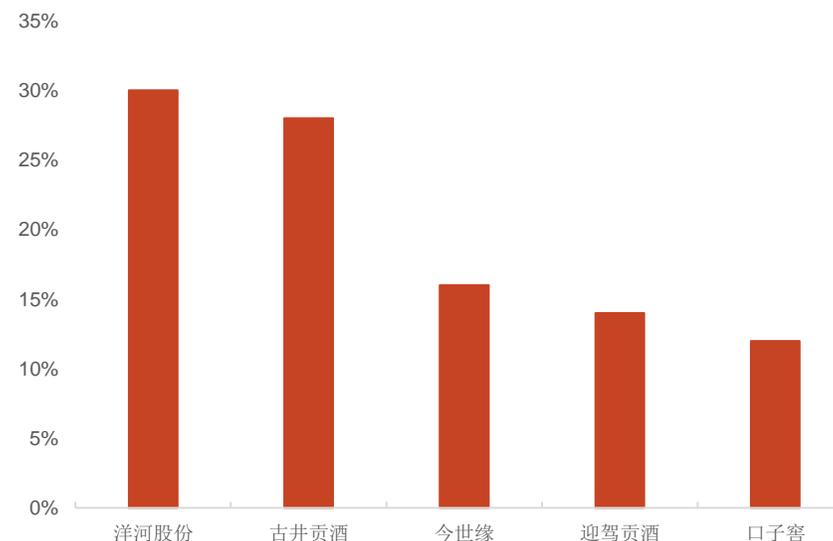
区域酒龙头受益于当地经济韧性、基地市场自点率较高、份额继续提升，特别大众价位带/宴席场景性价比高、周转较快，龙头业绩表现亮眼。23Q1/Q2区域名酒收入同比增幅分别为20%/23%、增速较为突出，一方面受益于区域经济优势，另外地产酒具备在当地流通性和周转较快的大单品、宴席场景亦贡献较多增量。次高端阶段性承压的背景下，地产酒品牌有望进一步提升市场份额。

图27：地产名酒23年以来收入增速较为明显



资料来源：Wind，光大证券研究所

图28：地产酒在基地市场的销售额份额相对突出

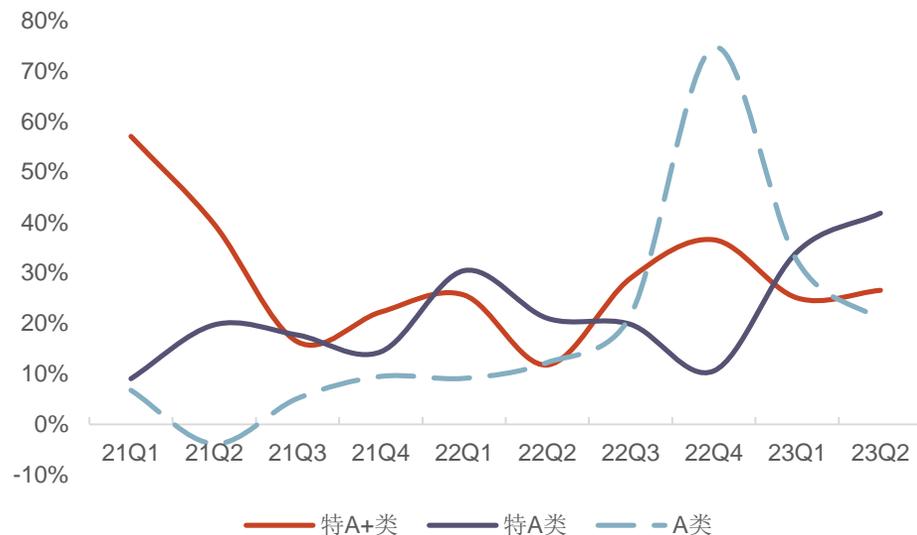


资料来源：江苏省人民政府，Wind，搜狐，光大证券研究所
注：2021年

1.4.2、区域名酒：受益区域β，竞争力继续强化

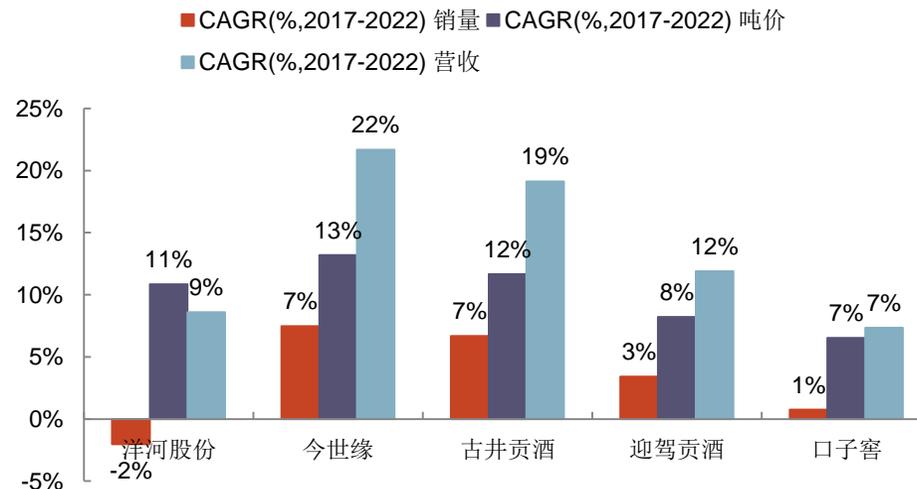
地产名酒继续强化在上沿价格带的产品布局，加大对于终端/消费者的费用投放，竞争力持续强化。苏酒龙头优势依旧显著，洋河股份梦6+表现稳健，水晶梦在宴席场景动销改善，今世缘保持较高费用投入，四开、大众价位产品动销较好，V系列亦在加强培育。徽酒场景的恢复进展在全国范围内相对较快，古井贡酒利润弹性明显释放，古16在婚宴等场景表现亮眼，迎驾贡酒三季度业绩亦超预期、重点发力洞藏系列，口子窖推进渠道改革，期待后续成效显现。

图29：今世缘特A类产品23年以来收入增长较快



资料来源：今世缘公告，光大证券研究所

图30：地产名酒量价复合增长率

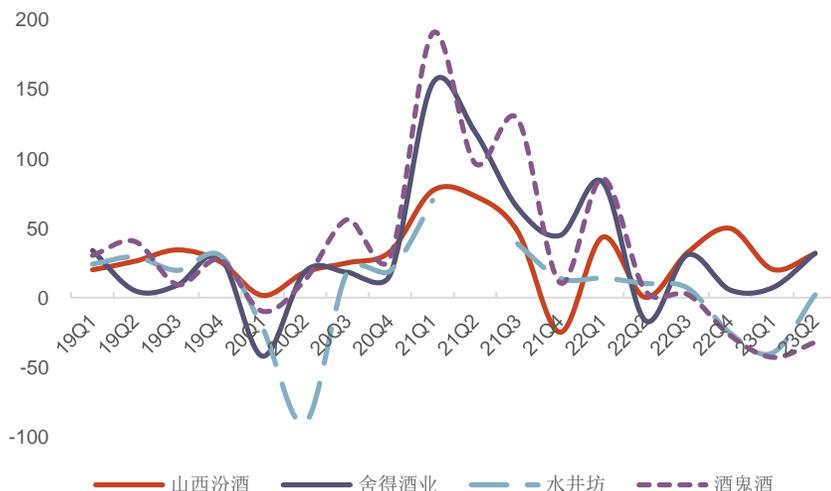


资料来源：各公司公告，光大证券研究所

1.4.3、扩张型酒企：内部分化，待后续释放弹性

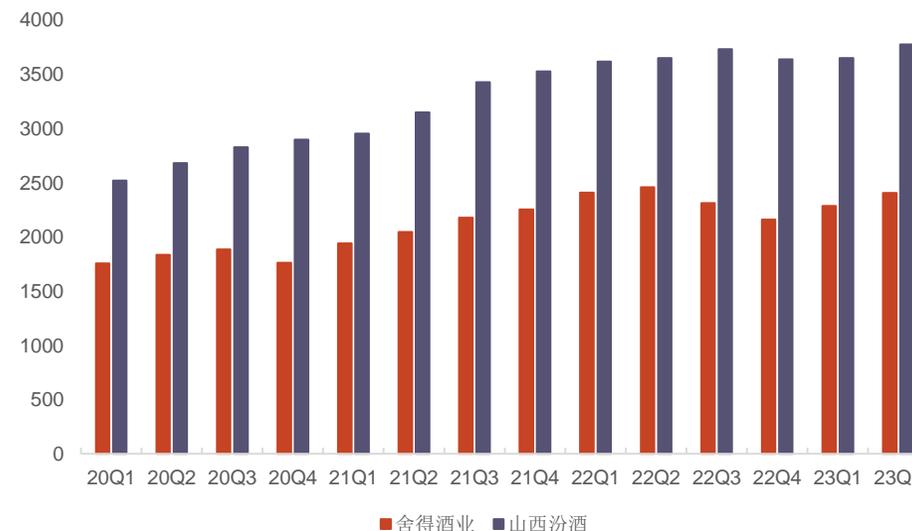
扩张型酒企在需求偏弱背景下，业绩增长较之前有所放缓，内部分化较为明显。山西汾酒销售管理层调整落地，品牌积淀、产品矩阵、团队执行力等优势依旧显著，近两年招商节奏放缓，二季度收入增长提速，旺季前坚定对青花系列控量挺价、效果明显；舍得酒业多措并举规划积极，公司进一步加大市场费用投入/消费者培育活动、扩充销售团队、开拓新兴市场，23年经销商数量有所扩充，并推出员工持股计划强化激励；酒鬼酒坚定推动费用改革，虽然短期业绩承压，但改革成效已初步显现；水井坊二季度营收恢复增长、下半年有望继续环比改善。

图31：扩张型酒企营收端增长分化



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：水井坊21Q2营收同比增幅691%

图32：山西汾酒/舍得酒业经销商数量

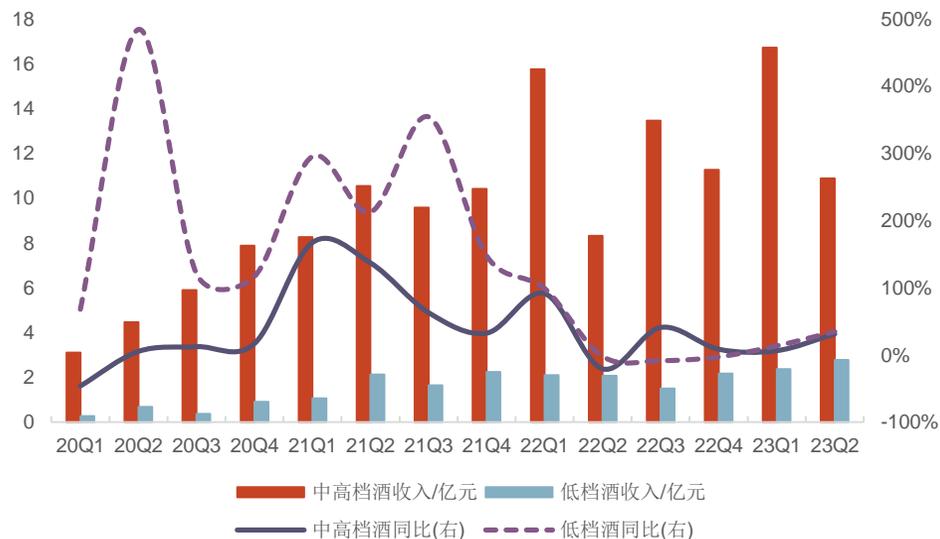


资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：单位/家

1.4.3、扩张型酒企：内部分化，待后续释放弹性

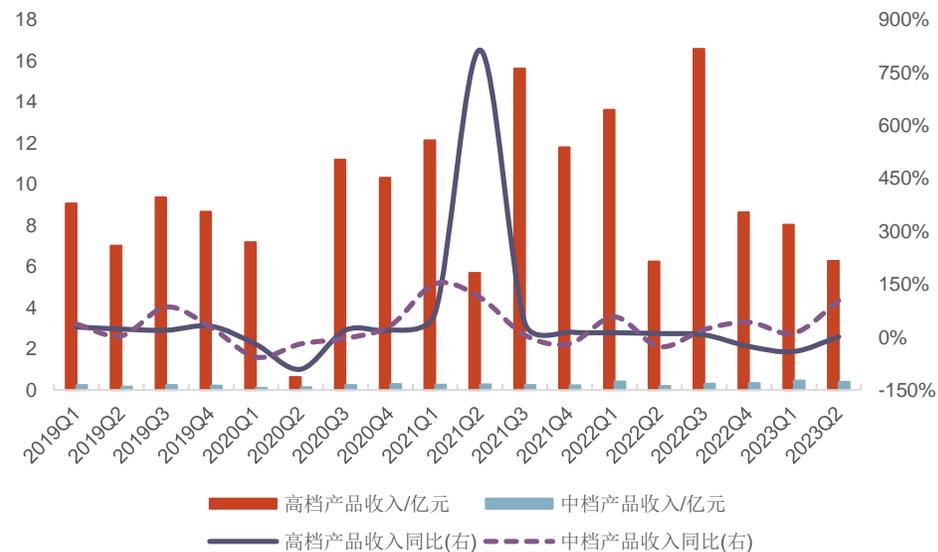
扩张型酒企后续增长有赖于经济恢复强度，随着酒企管理能力/渠道运营强化、且继续布局上沿价格带，待外部环境好转后有望释放弹性。山西汾酒重点发展次高端及以上的青花系列；舍得酒业以品味舍得为核心，九月定位高端的藏品十年开始铺货推广，舍之道、T68等维持较快增长；水井坊在新财年重点发展新版井台、资源相对聚焦，高端化依旧为核心战略。

图33：舍得酒业分产品收入及增长



资料来源：舍得酒业公告，光大证券研究所

图34：水井坊分产品收入及增长



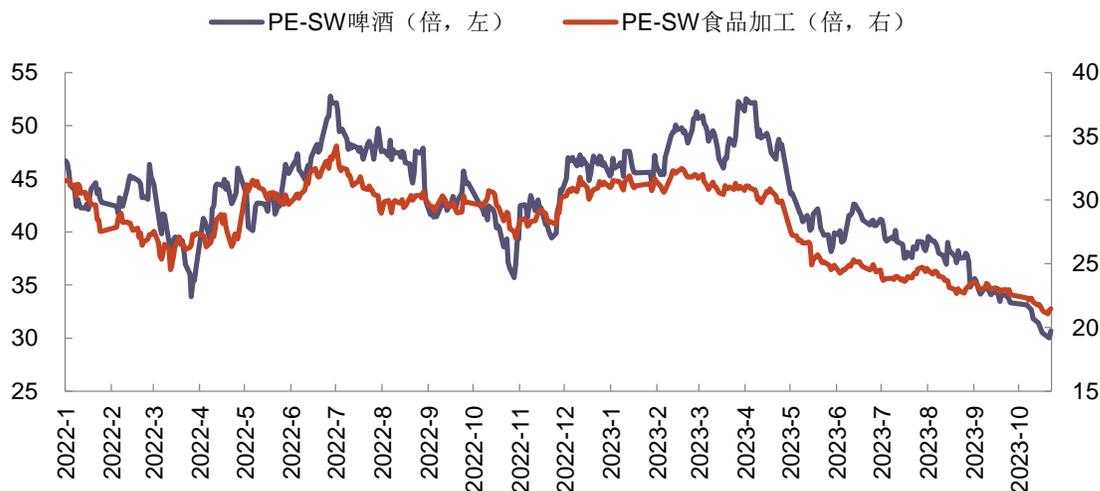
资料来源：水井坊公告，光大证券研究所

- 1、白酒：韧性仍足，优选确定性龙头
- 2、**大众品板块：需求修复，关注成本走势**
 - 2.1 板块回顾：大众食品板块估值的历史复盘
 - 2.2 啤酒：高端升级持续，场景修复后有较高弹性
 - 2.3 调味品：龙头承压，关注结构性机会
 - 2.4 卤制品：疫后经营改善，成本压力缓解
 - 2.5 餐饮供应链：BC分化，关注渠道及产品新机会
 - 2.6 烘焙：流通渠道修复，商超+餐饮增长可观
 - 2.7 休闲食品：渠道变革推动发展，关注成本变化
 - 2.8 乳制品：需求有所恢复，成本持续下行
- 3、投资建议
- 4、风险提示

2.1、板块回顾：大众食品板块估值的历史复盘

- 2022年11月以来大众食品板块的估值先升后降：整体来看，22年11月以来大众食品板块估值经历了先上升后下降的过程，啤酒板块估值波动性比食品加工板块更大。22年11月起，随着防疫政策优化预期的加强和落地，啤酒及食品加工板块估值开始回升。2023年4月以来大众食品板块出现估值回调，主要来自股价下跌和利润回升的双重影响。

图35：2023年4月以来大众食品板块的估值不断回调

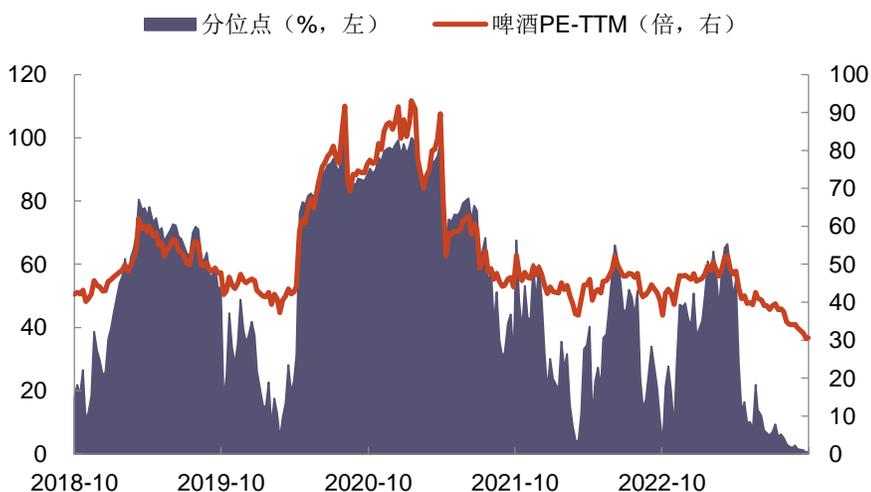


资料来源：Wind，光大证券研究所（注：数据日期为2022.1.4-2023.10.25）

2.1、板块回顾：大众食品板块估值的历史复盘

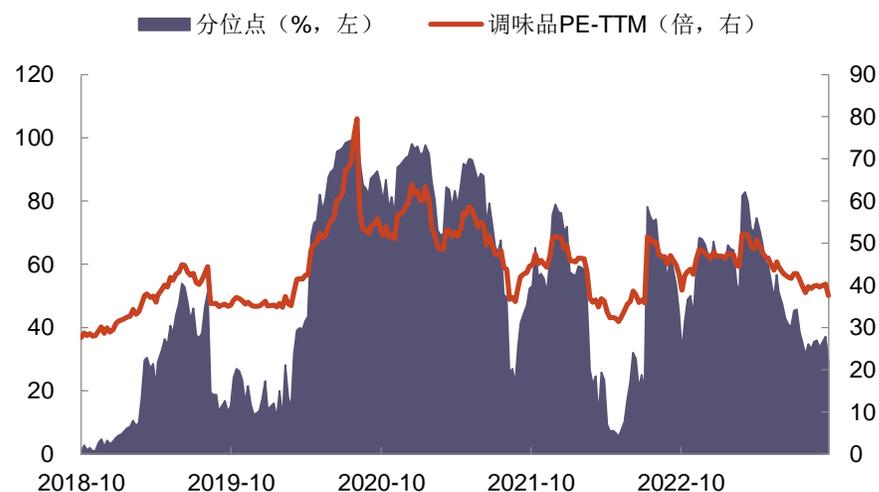
截至2023年10月25日，啤酒板块PE(TTM)低于22年年初的估值水平，处于近5年来的0.78%分位点；调味品板块PE(TTM)低于22年年初的估值水平，处于近5年来的30.86%分位点，两大板块估值均处于近5年较低水平，具有较好的估值安全垫。

图36：啤酒板块PE(TTM)及分位点



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：指数为啤酒（申万）指数，数据时间为2018.10.26-2023.10.25）

图37：调味品板块PE(TTM)及分位点



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：指数为调味发酵品（申万）指数，数据时间为2018.10.26-2023.10.25）

2.2、啤酒：高端升级持续，场景修复后有较高弹性

- ▣ 2.2.1、啤酒短期看点：业绩增长确定性高，关注成本改善
- ▣ 2.2.2、啤酒中期看点：行业高端化空间较大，龙头利润诉求增强
- ▣ 2.2.3、啤酒长期看点：二次高端升级，精酿、超高端品有望接力

2.2.1、啤酒短期看点：业绩增长确定性高，关注成本改善

- 23年吨价提升+成本压力缓解的确定性强，销量端短期存在博弈。
 - ✓ 吨价：22年受制于疫情带来的消费场景收缩，行业非现饮渠道收入占比提高。随着23年餐饮场景的逐渐恢复，高端产品销量有改善，叠加提价的带动，23年吨价预计有较快增长。
 - ✓ 成本：吨成本压力缓解，23年成本压力显著小于22年。近期澳麦双反关税取消，或利好行业成本压力进一步下行。
 - ✓ 销量：市场对短期销量的博弈情绪比较重，主要原因在于去年夏天炎热，啤酒企业22年旺季的整体销量较佳，抬高了月度销量的基数。短期来看，23年旺季啤酒销量承压，但23年全年销量仍有望同比增长（Q4基数低）。

- 啤酒的结构升级更依赖消费场景，23-24年消费场景复苏是啤酒行业的核心矛盾，行业景气度仍有望延续。23年全年来看，啤酒销量实现正增长可能性较高，同时全行业面临的成本压力较2022年有所缓解，预计报表端毛利率有望同比提升、贡献业绩弹性。

表5：22Q3-23Q2上市啤酒公司经营数据变化

公司	销量				ASP				收入				吨成本				销售费用率 (pct)			
	22Q3 同比	22Q4 同比	23Q1 同比	23Q2 同比	22Q3 同比	22Q4 同比	23Q1 同比	23Q2 同比												
青岛啤酒	10.6%	-6.7%	11.0%	2.7%	4.9%	-3.3%	4.8%	5.4%	16.0%	-9.8%	16.3%	8.2%	5.2%	-1.6%	4.0%	2.3%	1.3	-0.6	-0.4	0.2
重庆啤酒	1.3%	-11.4%	3.7%	5.7%	3.6%	8.4%	0.8%	3.7%	4.9%	-4.0%	4.5%	9.6%	4.5%	9.2%	5.7%	-0.1%	-1.4	3.9	-0.8	0.6
珠江啤酒	7.0%	6.6%	11.5%	5.2%	4.5%	-6.4%	6.5%	5.9%	11.9%	-0.3%	18.8%	11.4%	18.5%	-18.1%	5.8%	-0.9%	-3.4	13.4	-0.7	0.9
燕京啤酒	/	/	12.8%	2.2%	/	/	0.8%	5.3%	8.5%	19.4%	13.7%	7.6%	/	/	-2.6%	2.6%	1.9	-11.3	0.6	-1.7
百威亚太	6.3%	-2.2%	9.1%	9.5%	0.8%	-2.6%	3.5%	4.9%	7.2%	-4.8%	12.9%	14.9%	7.4%	5.5%	5.2%	2.4%	/	/	/	/

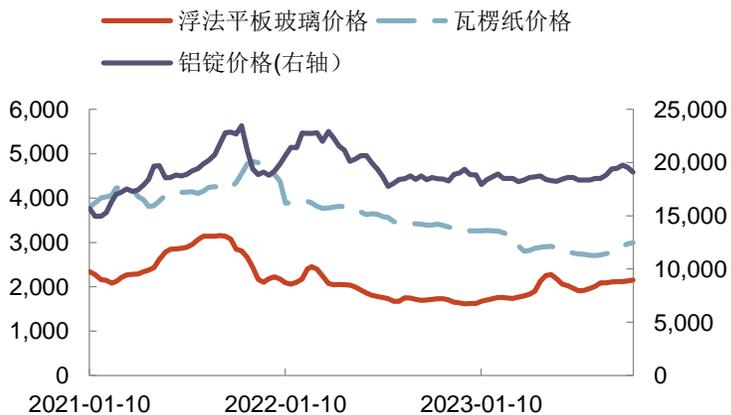
资料来源：wind，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

2.2.1、啤酒短期看点：业绩增长确定性高，关注成本改善

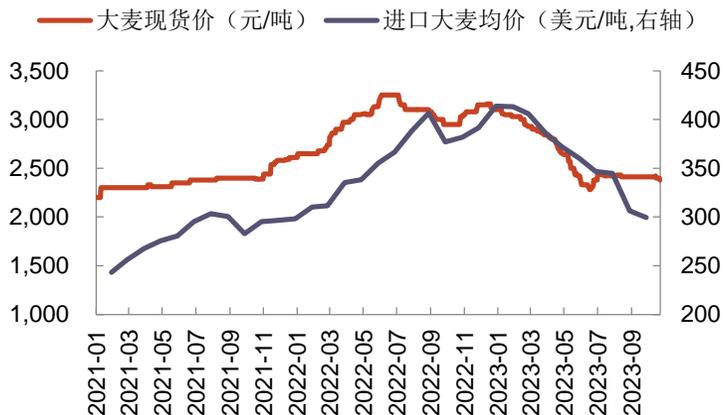
- **澳麦双反关税取消，大麦价格压力或趋缓，24年啤酒利润弹性可期。** 2023年8月4日商务部宣布停止征收原产于澳大利亚的进口大麦的反倾销税和反补贴税，自8月5日起执行。我国自2020年5月19日起对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税，实施期限5年。其中，反倾销税率73.6%，反补贴税率6.9%。政策实施后国内采购需求逐步向欧美转移。澳大利亚是全球第三大大麦产地和仅次于欧盟的大麦出口国，根据华润啤酒交流，澳麦征收双反关税之前，进口澳麦价格较其他地区进口大麦价格更低，随着年底新采季的到来，预计澳麦双反关税取消或对24年国内啤酒利润有贡献。
- 若假设大麦成本占比为15%，酒企毛利率为40%，澳麦占大麦采购量的50%，则大麦价格每下降10%，将提升毛利率0.3pcts（假设仅考虑替代效应的影响），预计24年国内酒企享受成本红利的确定性较高。

图38：2021年以来包材价格变化（元/吨）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所
（注：数据时间为2021.1.10-2023.10.20）
请务必参阅正文之后的重要声明

图39：2019年以来大麦价格变化



资料来源：汇易网，光大证券研究所（注：数据时间为2021.1.4-2023.10.25）

表6：澳麦双反关税取消后啤酒企业毛利率变化敏感性测算（pct）

澳麦占比/澳麦价格降幅	5%	10%	20%	30%	40%
30%	0.09	0.18	0.36	0.54	0.72
40%	0.12	0.24	0.48	0.72	0.96
50%	0.15	0.30	0.60	0.90	1.20
60%	0.18	0.36	0.72	1.08	1.44
70%	0.21	0.42	0.84	1.26	1.68

资料来源：wind，光大证券研究所测算

2.2.2、啤酒中期看点：行业高端化空间较大，龙头利润诉求增强

行业高端化阶段，啤酒厂商通过大单品来抢占高端市场：

- 青岛啤酒：2022年纯生销量大约40万吨，1903销量约14万吨，白啤销量近12万吨，经典系列销量超过200万吨；
- 重庆啤酒：大单品乌苏2022年销量接近80万吨；
- 华润啤酒：次高端及以上2022年销量同比增长超过10%，其中SuperX销量增长个位数，喜力销量增长超过30%，纯生销量个位数增长；
- 百威亚太：2022年尽管疫情反复，中国地区高端及超高端销量仍高于疫情前（2019年）水平。

图40：龙头利润诉求增强，净利率不断提升

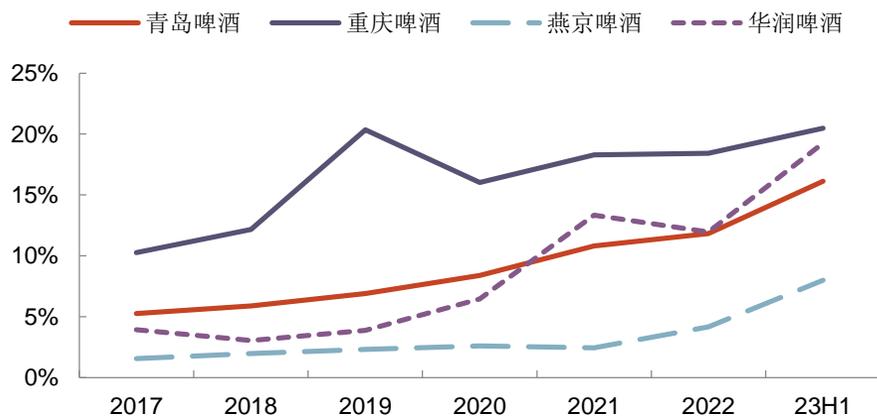


表7：2022年主要啤酒企业产品结构

公司	产品战略	分类	主要品牌产品
青岛啤酒	“1+1+N”品牌策略，聚青岛主品牌， 焦主品牌， 经典+纯生带动N新特产品	其他品牌：	纯生、白啤、1903、百年之旅、琥珀拉格、鸿运当头、奥古特、皮尔森等 崂山、山水、汉斯等
重庆啤酒	“6+6”品牌矩阵丰富高端 品类	国际品牌： 国内品牌：	1664、夏日纷、嘉士伯、乐堡、布鲁克林、格林堡 乌苏、重庆、西夏、大理、风花雪月、京A
华润啤酒	布局“4+4”品牌矩阵发力 高端	国内品牌： 国际品牌：	勇闯天涯superx、马尔斯绿、匠心营造、脸谱、老勇闯、黑狮白啤 喜力、苏尔、红爵、虎牌、悠世白啤
燕京啤酒	“1+3”品牌战略布局 高端	燕京主品牌： 三大副品牌：	U8、V10白啤、纯生、白啤、燕京八景等 漓泉、惠泉、雪鹿
百威亚太	多元化品牌布局	高端及超高端： 核心及核心+： 实惠：	百威、科罗娜、福佳、蓝妹、时代、乐飞、鹅岛、拳击猫 范佳乐、开巴等 哈尔滨啤酒、雪津啤酒 双鹿啤酒、金士百啤酒、雁荡山啤酒

资料来源：wind，光大证券研究所
请务必参阅正文之后的重要声明

2.2.2、啤酒中期看点：行业高端化空间较大，龙头利润诉求增强

- 经测算，2022年啤酒行业高端化率为22%，到2025年高端化率有望提升至29%（国外的高档酒占比40%左右），仍有较大提升空间。

表8：啤酒行业销量基本稳定（万千升）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
啤酒行业总销量	3,838.5	3,469.5	3,614.9	3,616.9	3,645.3	3,701.6	3,753.7
yoy		-10%	4%	0%	1%	2%	1%
重庆啤酒	243.8	242.4	278.9	285.7	302.0	321.1	340.0
yoy		-1%	15%	2%	6%	6%	6%
华润啤酒	1,143.4	1,110.2	1,105.6	1,109.6	1,121.3	1,146.6	1,171.8
yoy		-3%	0%	0%	1%	2%	2%
青岛啤酒	805.0	782.0	793.0	807.0	833.2	856.4	872.3
yoy		-3%	1%	2%	3%	3%	2%
百威亚太（中国地区）	692.7	623.0	681.2	659.9	688.4	720.0	744.9
yoy		-10%	9%	-3%	4%	5%	3%
进口啤酒	73.2	58.4	52.5	48.2	43.4	39.9	37.9
yoy		-20%	-10%	-8%	-10%	-8%	-5%
其他国产啤酒	880.4	653.5	703.7	706.5	657.1	617.6	586.8
yoy		-26%	8%	0%	-7%	-6%	-5%

表9：啤酒高端化率还有较大提升空间（万千升）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
高档啤酒总销量	641.3	648.5	750.7	779.3	885.4	992.7	1,092.1
行业高端化率	17%	19%	21%	22%	24%	27%	29%
yoy		1%	16%	4%	14%	12%	10%
重庆啤酒	34.4	47.1	66.2	67.4	71.5	84.2	98.1
重庆啤酒高端化率	14%	19%	24%	24%	24%	26%	29%
yoy		37%	40%	2%	6%	18%	17%
华润啤酒	114.3	146.0	186.6	210.2	254.8	302.4	349.5
华润啤酒高端化率	10%	13%	17%	19%	23%	26%	30%
yoy		28%	28%	13%	21%	19%	16%
青岛啤酒	121.1	120.5	112.7	112.0	135.7	152.4	165.1
青岛啤酒高端化率	15%	15%	14%	14%	16%	18%	19%
yoy		-1%	-6%	-1%	21%	12%	8%
百威亚太（中国地区）	227.7	217.7	262.4	268.0	298.8	329.8	353.7
百威亚太高端化率	33%	35%	39%	41%	43%	46%	47%
yoy		-4%	21%	2%	11%	10%	7%
进口啤酒	73.2	58.4	52.5	48.2	45.8	43.5	43.5
yoy		-20%	-10%	-8%	-5%	-5%	0%
其他国产啤酒	70.43	58.82	70.37	73.48	78.85	80.29	82.15
其他国产啤酒高端化率	8%	9%	10%	10%	12%	13%	14%
yoy		-16%	20%	4%	7%	2%	2%

2.2.3、啤酒长期看点：二次高端升级，精酿、超高端品有望接力

- 从美国啤酒行业发展经验来看，1960s美国啤酒行业开启高端化，先后经历了两轮大的升级。
 - ✓ 1960s以前，美国啤酒行业主要以经济型产品为主。1960-1980年美国啤酒开启第一轮高端化，经济型产品向高档产品升级，高档酒的销量份额从20%左右提升至约60%，大量替代了经济型产品。
 - ✓ 1980年至今美国啤酒行业进入成熟期，开启第二轮消费升级。该阶段美国啤酒主力消费人群数量仍在增长，但受到健康诉求提升的影响，美国啤酒人均消费量自1980年开始不断下滑，导致整体啤酒产量停止增长，维持着比较稳定的水平。同时受益于竞争格局改善带来产品定价权转移叠加居民消费升级，美国啤酒行业均价增长开始提速。该阶段，美国啤酒高端化升级进入后半程，高端啤酒占比开始下降，精酿、超高端等啤酒占比开始提升。从美国的经验看，啤酒行业的高端化历程漫长，而非一个短期过程。
- 当前我国正在经历高端化的第一阶段，随着高端产品销量逐渐见顶，精酿及超高端产品有望接力。从长期来看，应关注企业超高端及精酿产品的布局、运作情况。

图41：80年代起美国啤酒产量基本见顶

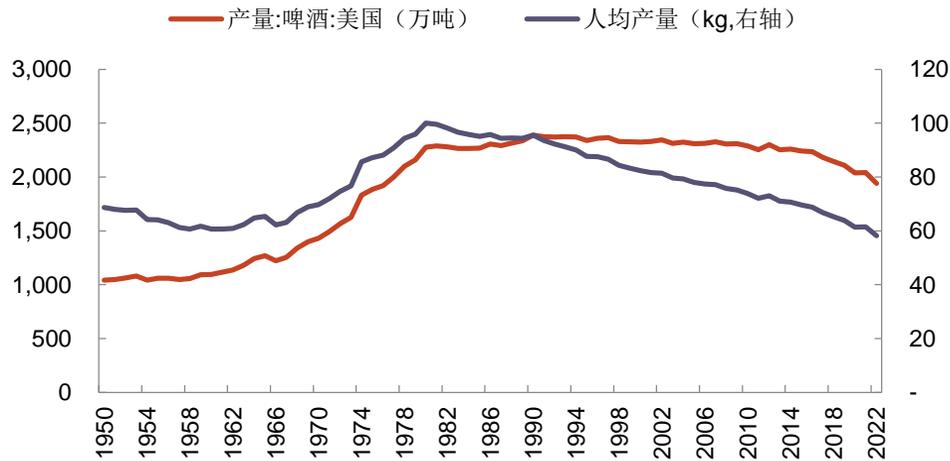
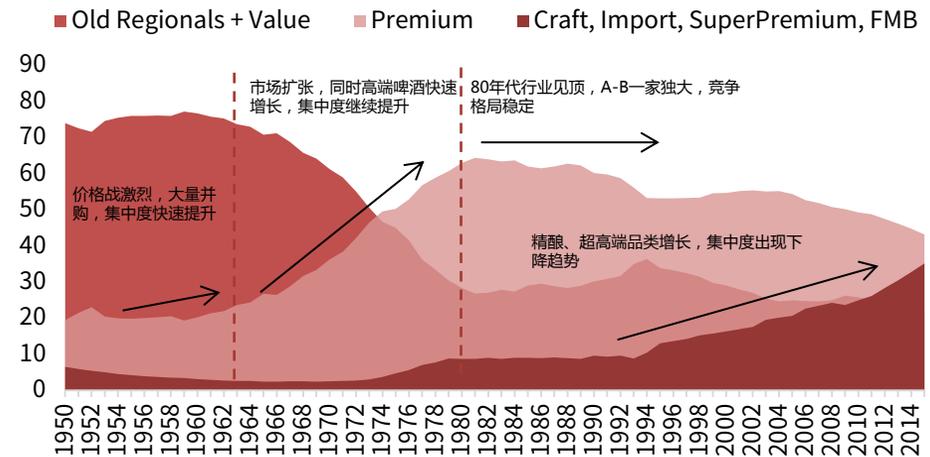


图42：1950-2015年各类啤酒销量占比变化 (%)



资料来源：美国经济分析局，巴特哈斯集团，美国酿酒师协会，光大证券研究所（注：左图截至2022年）

2.3、调味品：龙头承压，关注结构性机会

- ▣ 2.3.1、需求端：24年B端弱复苏、C端零添加浪潮预计延续
- ▣ 2.3.2、成本端：综合成本有所回落，利润弹性有望兑现
- ▣ 2.3.3、板块估值相对处于低位，关注结构性机会

2.3.1、需求端：24年B端弱复苏、C端零添加浪潮预计延续

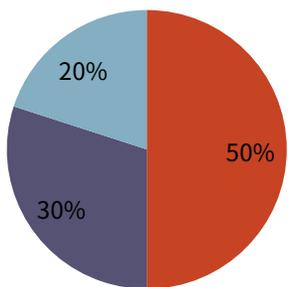
□ B端弱复苏，其中大B端表现更优

➢ 23年以来，B端呈现Q1补偿性需求快速释放、Q2起修复斜率趋缓的弱复苏态势。4月起全国餐饮收入增速快速下滑，4-6月分别同比+43.8%/+35.1%/+16.1%，7月以后同比增速维持10%+平稳增长。其中大B端表现更优，一方面体现在限额以上餐饮收入增速相对社零增速更高，另一方面海底捞（23H1收入同比+12.8%）、百胜中国（23Q1/Q2收入同比+9.3%/+24.7%）等连锁大B修复态势良好，带动上游宝立食品、颐海国际等业绩有不错表现。我们预计24年B端仍将延续平稳复苏，且中小B端修复后续有望提速。

□ C端“零添加”浪潮延续，助推行业结构升级

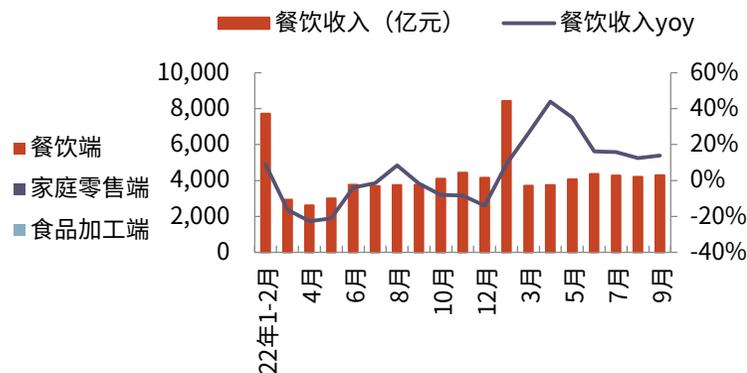
➢ 22年10月行业零添加事件发生，零添加浪潮持续演绎，助力行业结构升级。其中，22Q4起海天味业持续承压，而千禾味业紧抓零添加红利窗口期加大传统渠道布局招商，收入端持续高增。此外，各家基调企业纷纷推出零添加醋、料酒、蚝油等健康化调味品，复调龙头天味食品亦推出零添加的厚火锅底料，共同推动行业结构升级。

图43：2022年调味品行业渠道结构



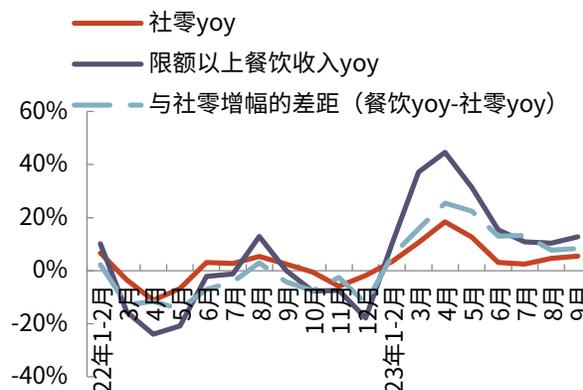
资料来源：调味品协会，光大证券研究所

图44：餐饮行业收入及增速



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图45：限额以上餐饮收入增速表现更优



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图46：天味推出零添加厚火锅底料



资料来源：天味食品公众号，光大证券研究所

2.3.2、成本端：综合成本有所回落，利润弹性有望兑现

今年大豆、包材等核心原料价格同比有所回落，明年成本预计保持稳定

- 22Q4以来主要原料价格持续回落，成本压力改善逐渐兑现至报表端。其中，大豆价格自22Q4起持续下降，至23年9月均价为5206元/吨，同比约-11%。23年初以来白砂糖价格同比持续上行，且7月至今涨幅再次扩大。包材方面，23年1-4月玻璃价格同比有所下滑，5月以来反弹后并保持相对平稳。此外23年以来聚酯切片价格指数震荡回落。
- 23Q2起原材料成本下降的影响逐渐传导至报表端，主要表现为部分龙头企业毛利率同比提升。我们认为明年成本端下行因素无变化，成本端仍将保持低位。

图47：大豆价格

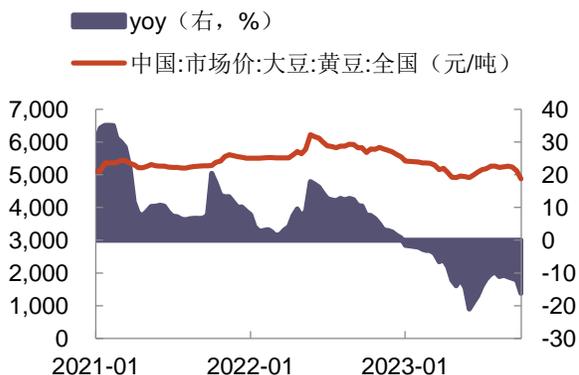


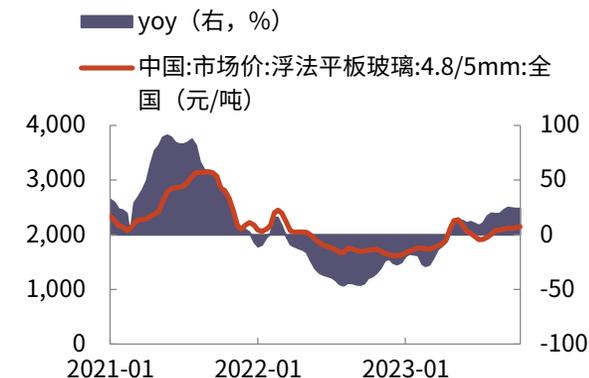
图48：白砂糖价格



图49：聚酯切片价格



图50：玻璃价格



资料来源：国家统计局，广西糖网，光大证券研究所（注：图从左到右数据时间范围分别为2021.1.10-2023.10.10、2021.1.4-2023.10.12、2021.1.4-2023.10.25、2021.1.10-2023.10.20）

2.3.3、板块估值相对处于低位，关注结构性机会

- 需求疲软导致整体板块估值不断下滑，截至2023.10.25，调味品（中信）指数PE-TTM为53x，处于近3年均值的下端。从上市公司估值来看，海天味业、千禾味业、天味食品、颐海国际的PE-TTM均处在近3年最低点附近。
- 从估值的绝对值角度来看，整体板块估值仍较高，其中龙头公司海天味业PE-TTM仍有33倍。板块仍为结构性机会。
- 关注主线：需求强劲以及低估值下的成长标的，推荐：颐海国际。

图51：过去3年调味品（中信）指数PE估值

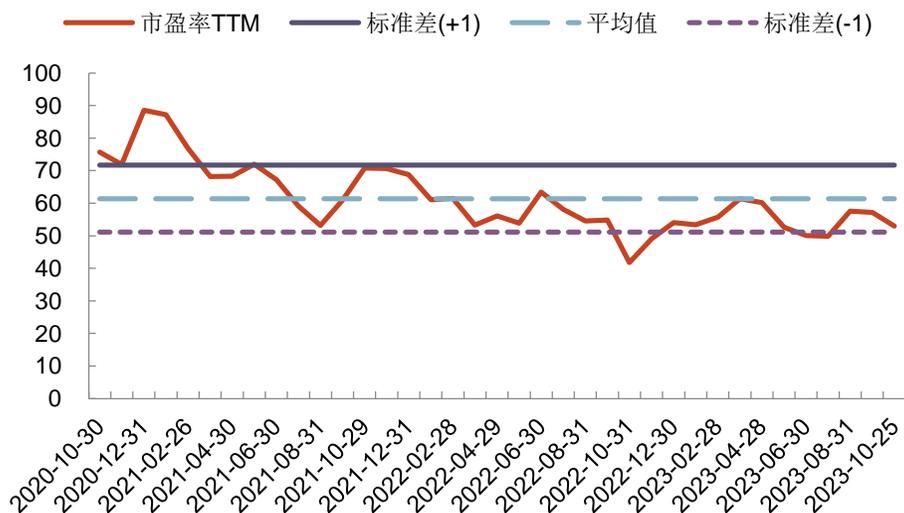


表10：上市调味品公司估值基本处在近3年低位

	海天味业	中炬高新	千禾味业	恒顺醋业	天味食品	日辰股份	颐海国际
最新PE-TTM (倍)	33	NA	34	82	36	56	15
近3年分位点	0.7%	19.6%	1.3%	52.9%	2.6%	32.7%	0.7%

资料来源：wind，光大证券研究所（注：数据时间为2020.10.30-2023.10.25）

2.4、卤制品：疫后经营改善，成本压力持续缓解

疫后企业经营逐步改善，利润明显修复。疫后尽管消费力有所承压，但头部企业表现相对稳健，积极扩店，尤其是绝味较好把握住时间窗口，布局了较多优质的点位，尽管当前各个企业收入增速弹性没有较好呈现，但稳健扩张也为后期消费力修复打下基础。此外，本轮鸭副（休闲卤）及牛肉（餐桌卤）成本下行周期将成为利润释放的重要推动因素，1H23各重点企业实现的利润均已超过2022年全年，下半年利润弹性有望继续扩大。

图52：卤制品企业收入（亿元，左轴）及增速（右轴）

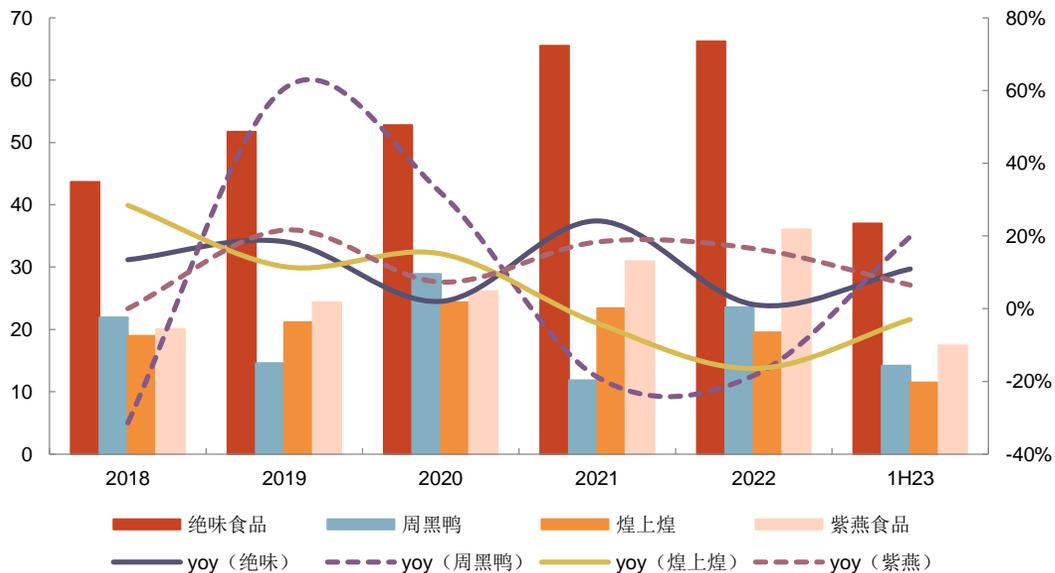
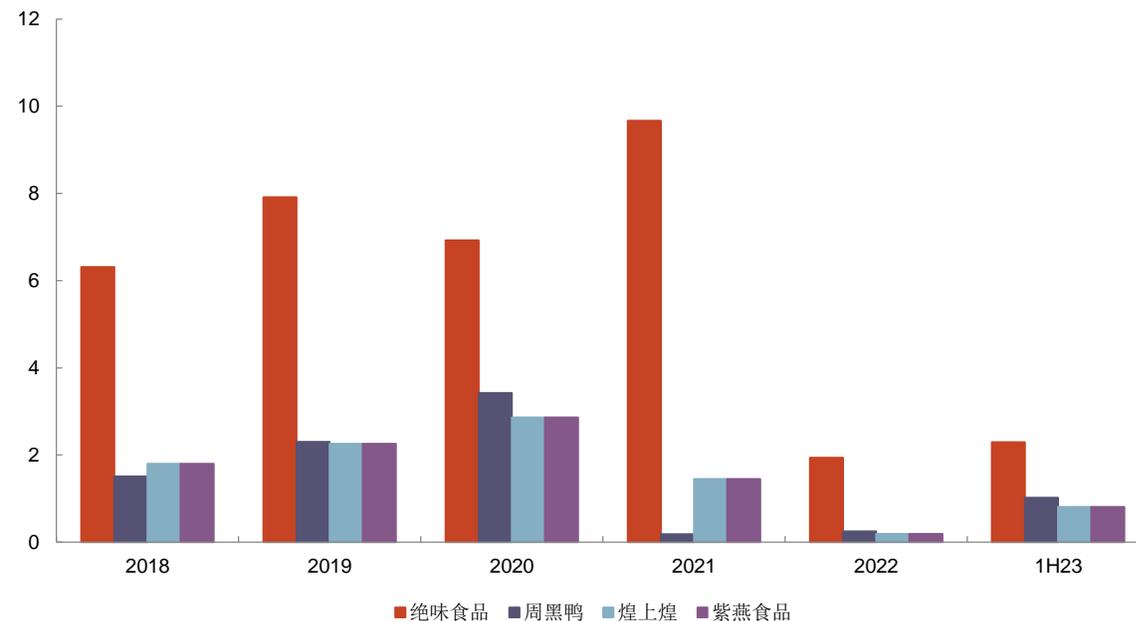


图53：卤制品企业净利润（亿元）



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：wind，光大证券研究所整理

2.4、卤制品：疫后经营改善，成本压力持续缓解

各企业拓店速度稳健，单店收入改善明显。休闲卤味企业依旧维持稳健的拓店目标，并在疫后积极抓住优势点位进行布局。从1H23单店收入上看，尽管通过财务口径计算，部分企业同比依旧有下滑，但下滑幅度有所收窄（其中周黑鸭直营店因高势能属性更强，反弹幅度也更为明显），而从可比的同店收入口径来看，各企业门店端均在持续修复，如绝味1H23同店收入已基本和2019年持平。消费力的修复是一个循序渐进的过程，企业需要维持定力，积极促销和推新，有望实现持续性的稳健增长。

图54：休闲卤味门店数同比增速

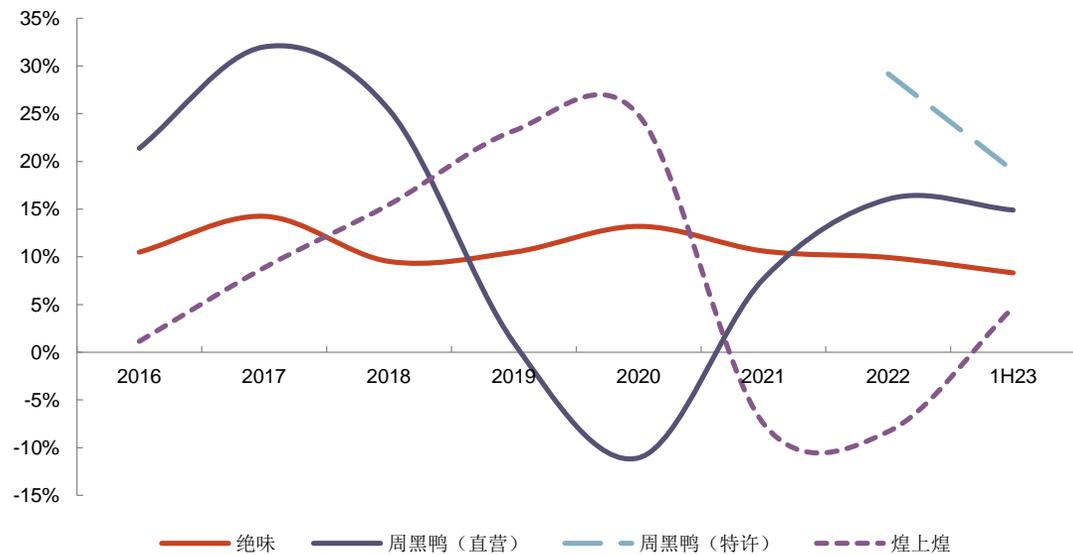
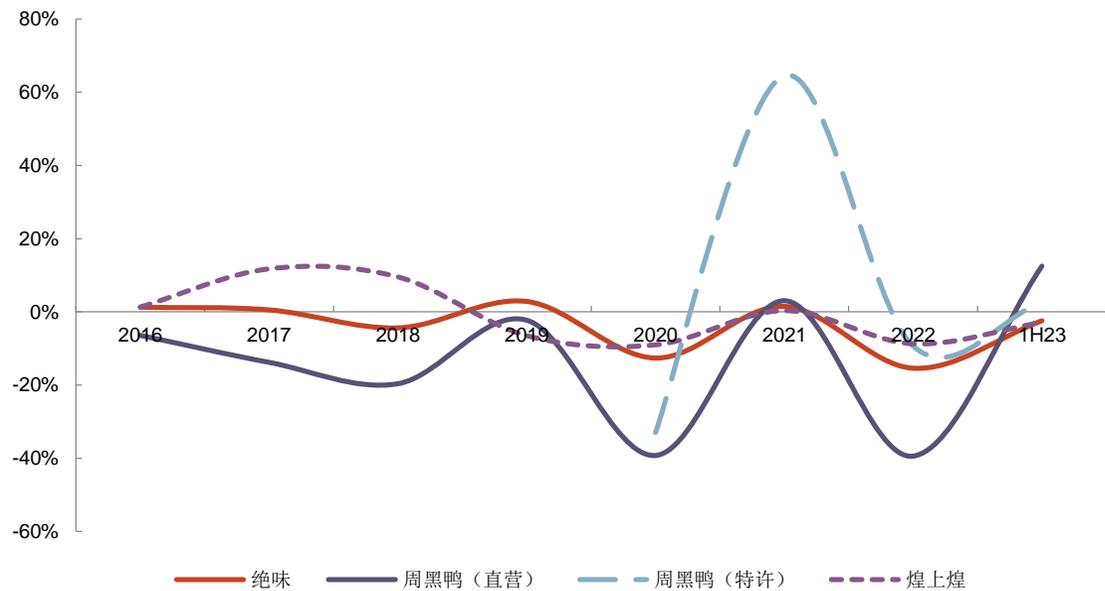


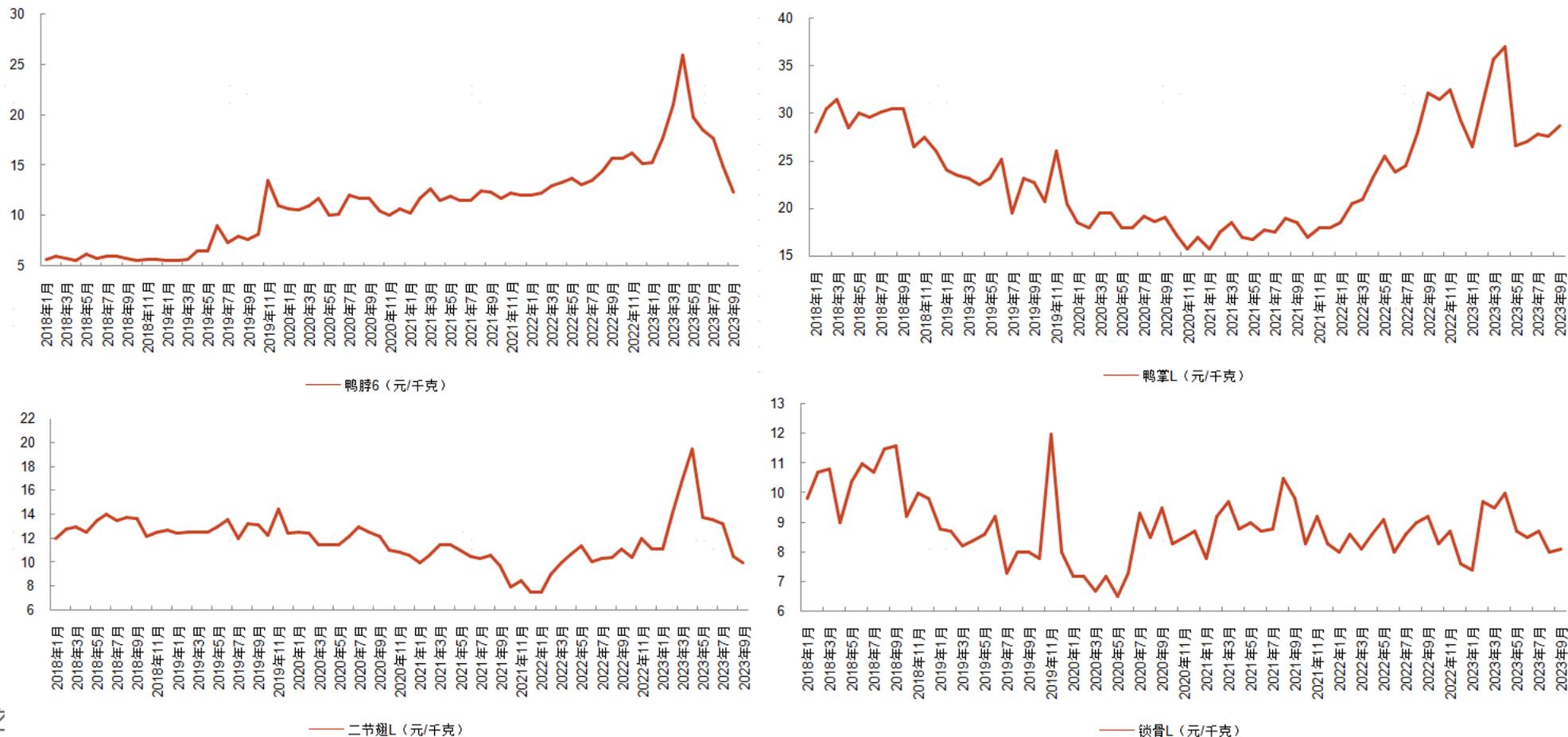
图55：休闲卤味单店收入同比增速



2.4、卤制品：疫后经营改善，成本压力持续缓解

供需格局持续优化，上游鸭副价格持续下行。疫后随着鸭苗供给持续修复，根据禽报网数据，经历了23年4月的价格高点后，鸭副价格开始进入下行通道，9月核心原料鸭脖价格已经降至12-13元/千克，企业由于前期存在高价库存，毛利率改善尚不明显，而随着高价库存消耗，预计下半年企业毛利率将体现更多弹性。

图56：鸭副核心品类成本走势



请务必参阅正文之

资料来源：禽报网，光大证券研究所整理

2.5、餐饮供应链：BC分化，关注渠道及产品新机会

从企业经营表现上看，大B>小B>C端，疫后企业经营逐步改善。

1) 大B：2022年疫情影响下大B受损严重，修复弹性更大，千味央厨1H23百胜渠道收入同比增长116%，第2-5名客户收入1H23同比增长94%/12%/53%/54%；

2) 小B：1H23安井食品主业/千味央厨经销/三全食品餐饮收入同比增长15%-20%/10%/20%，增长仍较为稳健，同时企业重视团餐渠道布局，如安井4-7月增长100多名团餐客户；

3) C端：1H23安井商超/三全直营收入同比下滑15%/28%，商超系统因人流量减少，渠道持续萎缩，修复相对较慢。

图57：各企业B端经销业务收入（亿元，左轴）及增速（右轴）对比

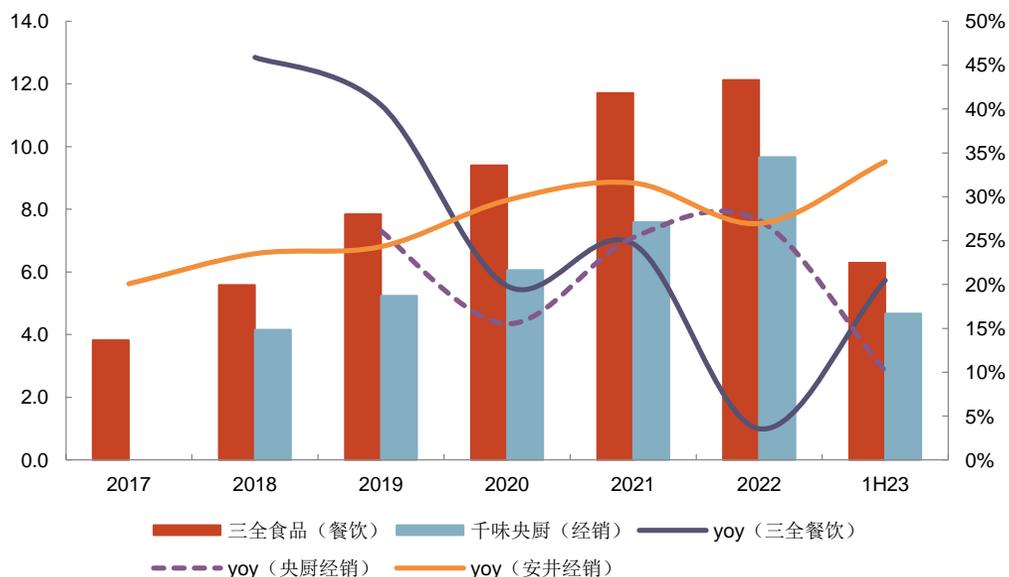
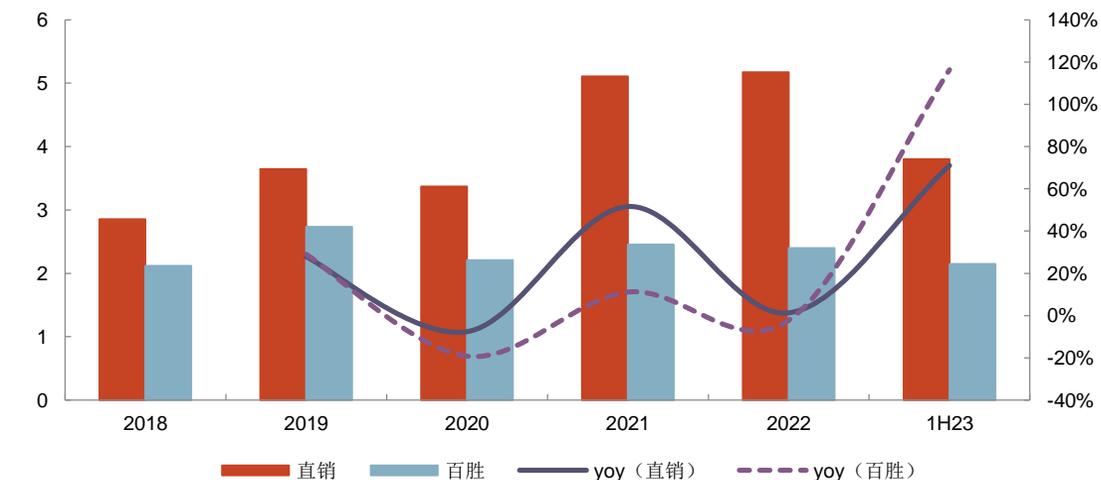


图58：千味央厨直销及百胜渠道对应收入（亿元，左轴）及增速（右轴）



2.5、餐饮供应链：BC分化，关注渠道及产品新机会

展望后续经营，机遇与挑战共存，依托自身渠道能力，积极扩张新品类与新渠道，企业有望进入新一轮增长周期：

品类上：除了在预制菜上推陈出新，一些次新品（如米糕、芝麻球、蒸煎饺等）仍然有不错的消费潜力，此外一些增长快速的细分行业（如安井布局烧烤行业）亦是不错的方向；

渠道上：一方面，企业在布局预制菜的同时也在拓宽专业经销商渠道，此外，依托米面类次新品完善团餐、乡厨、早餐等渠道场景，或将成为重要的增量来源。

图59：餐饮供应链企业收入（亿元，左轴）及增速（右轴）

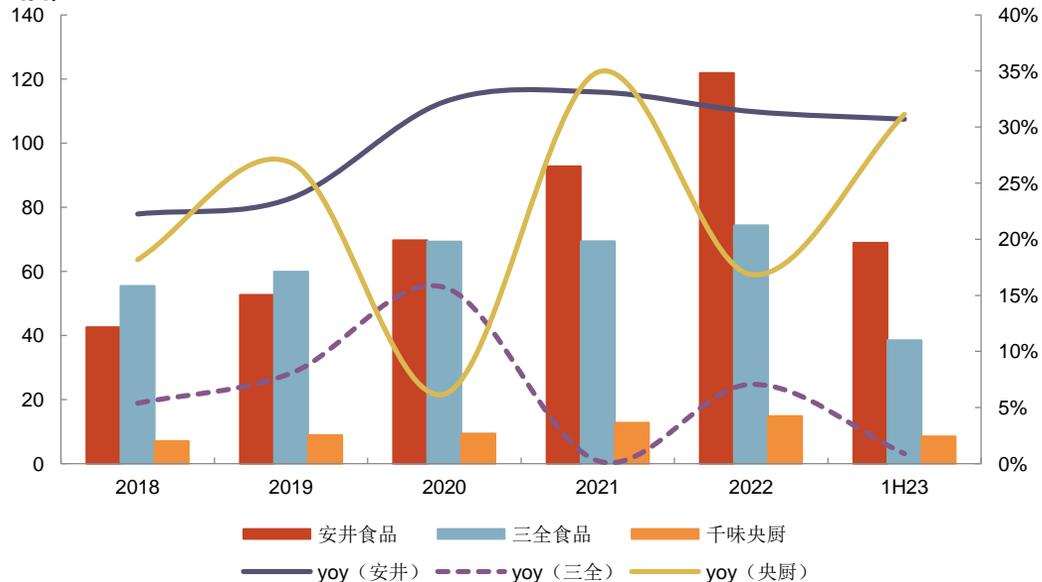
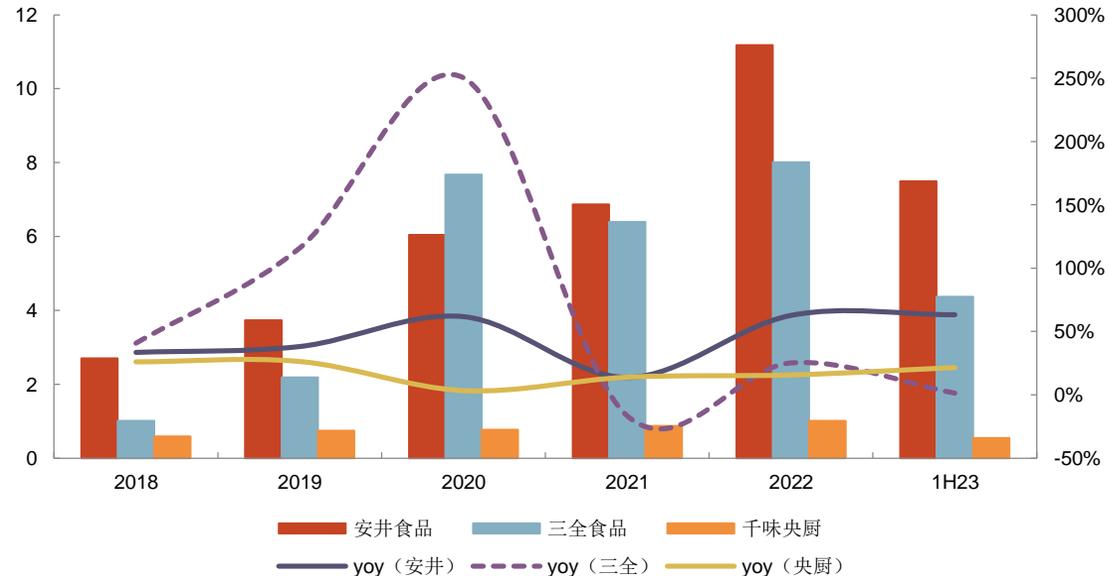


图60：餐饮供应链企业净利润（亿元，左轴）及增速（右轴）



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：wind，光大证券研究所整理

2.6、烘焙：流通渠道有所修复，餐饮+商超增长可观

截至2023年8月，烘焙/烘焙茶饮/烘焙餐饮店数量为33/18/112万家，且自6月起截至8月，已经有改善的趋势。

烘焙茶饮店：包括咖啡店在内，全国约有55.8万家茶饮门店，烘焙茶饮店占比约33%；

烘焙餐饮店：截至23年6月，全国餐饮门店数共863.6万家，烘焙餐饮店占比约13%。

图61：烘焙门店数（万家）

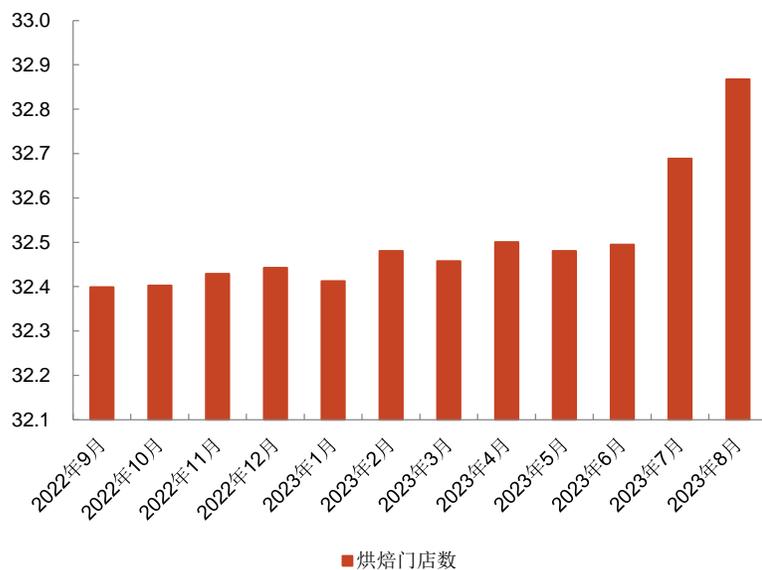


图62：烘焙茶饮店（万家）

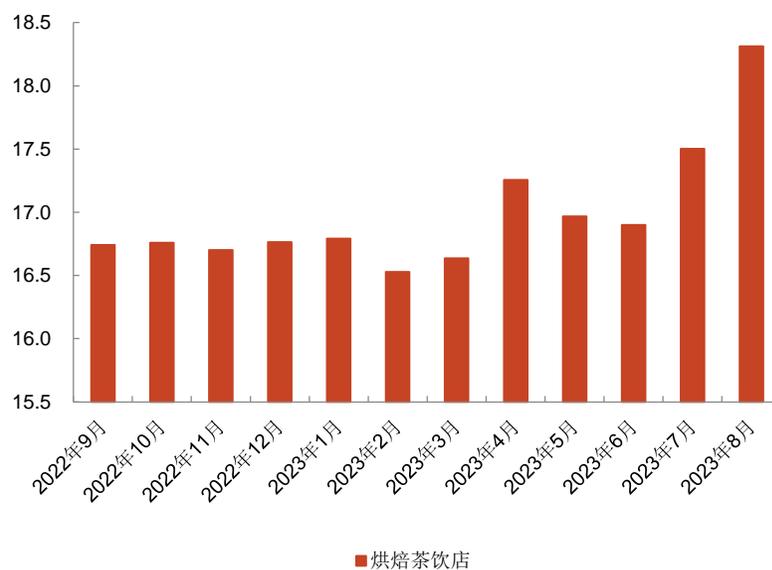
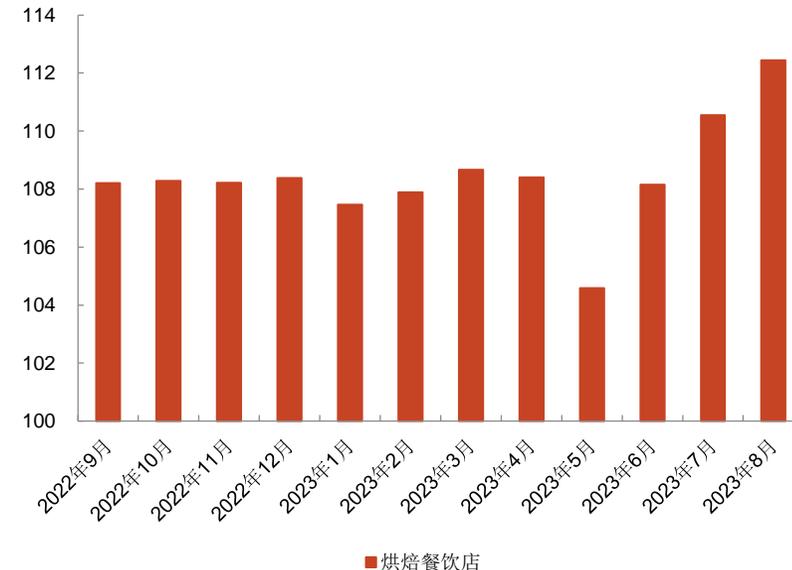


图63：烘焙餐饮店（万家）



2.6、烘焙：流通渠道有所修复，餐饮+商超增长可观

从门店连锁化程度来看，售卖烘焙的门店有一半为单店模式，此外烘焙餐饮场景中全国连锁品牌门店占比较高。从连锁化程度上看，烘焙店、烘焙茶饮店、烘焙餐饮店均有40%-50%的门店为单店，连锁化率仍然较低，但值得一提，餐饮烘焙门店中全国化连锁占比较高，推测系百胜、麦当劳等头部西式餐饮头部品牌贡献较大。

图64：烘焙门店连锁占比

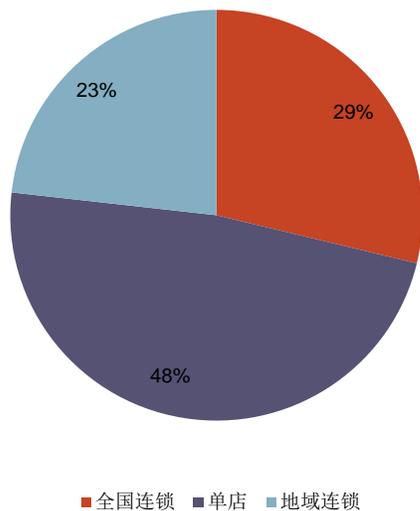


图65：烘焙茶饮店连锁占比

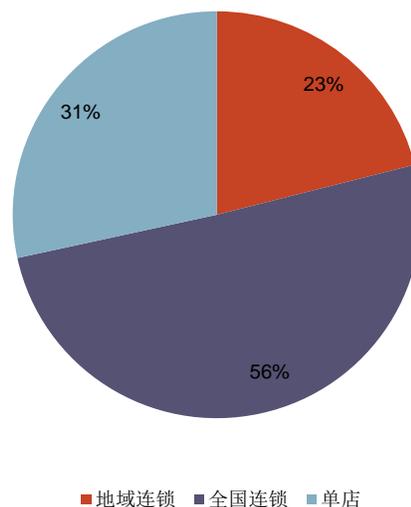
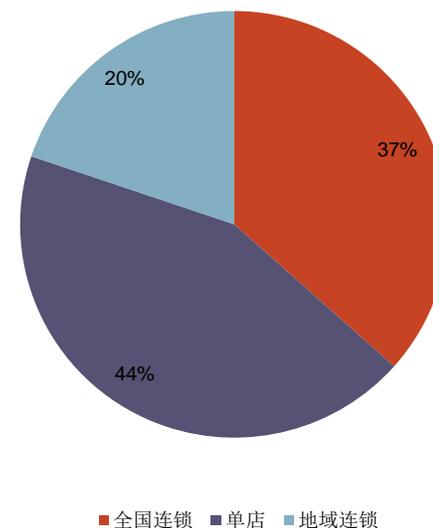


图66：烘焙餐饮连锁占比

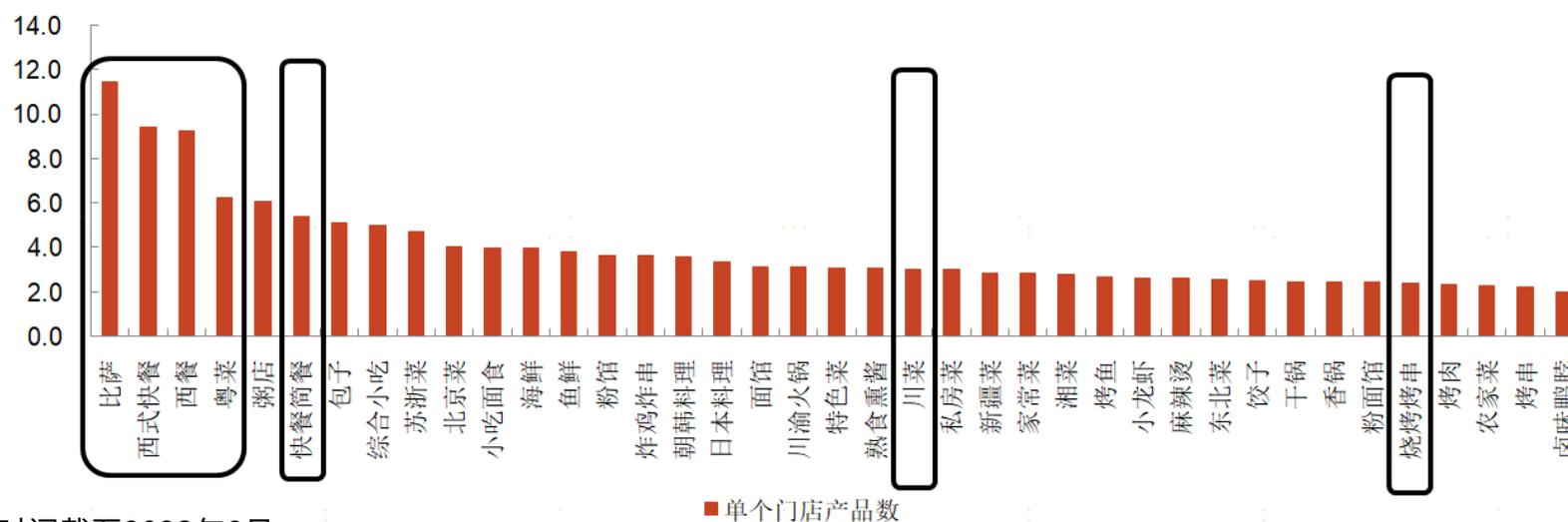


2.6、烘焙：流通渠道有所修复，餐饮+商超增长可观

从总产品数上看：门店数靠前的销售场景总产品数也较为靠前，主要有五类场景：简餐+西餐+川式菜肴+粤菜（清淡）+烧烤；

从单店销售的产品数上看：西餐、粤菜居前，川菜与烧烤靠后（主要靠门店数撑起销量）。此外，比萨单店产品数处于明显领先的位置。

图67：单店销售产品数与总产品数



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：章鱼小数据，光大证券研究所整理，统计时间截至2023年8月

2.6、烘焙：流通渠道有所修复，餐饮+商超增长可观

商超渠道表现强劲，企业提升内功促进流通端修复。1H23立高食品直销/海融科技直营收入同比增长66%/24%，立高食品经销/海融科技经销收入同比增长1%/12%，渠道收入增长上同样反映出大B优于小B，背后或反映了以山姆为代表的大单品模式因其效率优于流通渠道，从性价比上更容易受到消费者青睐。从立高经销渠道来看，1H23流通饼房收入同比基本持平，但Q2渠道收入已有所恢复，餐饮、茶饮及新零售等创新渠道收入同比增长超50%，餐饮渠道作为烘焙尚处红利期的赛道，有望愈发重要。

图68：烘焙企业收入（亿元，左轴）及增速（右轴）

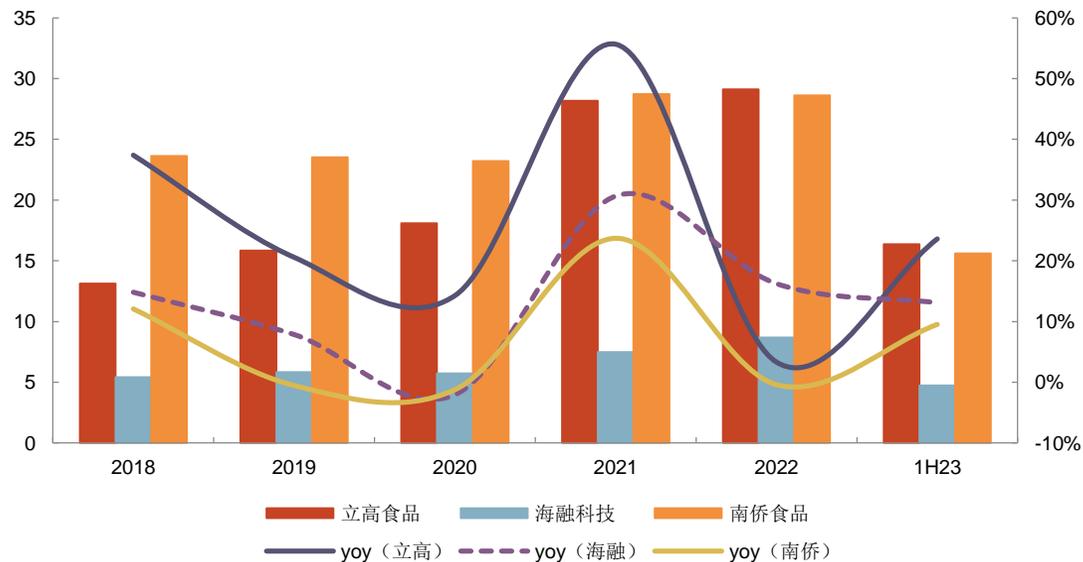
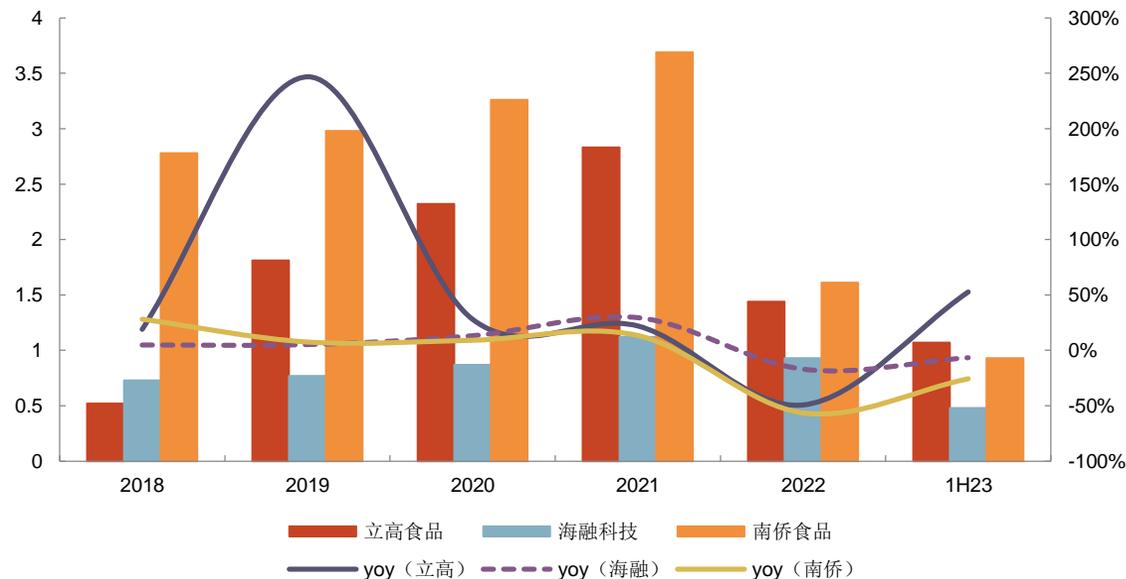


图69：烘焙企业净利润（亿元，左轴）及增速（右轴）



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：wind，光大证券研究所整理

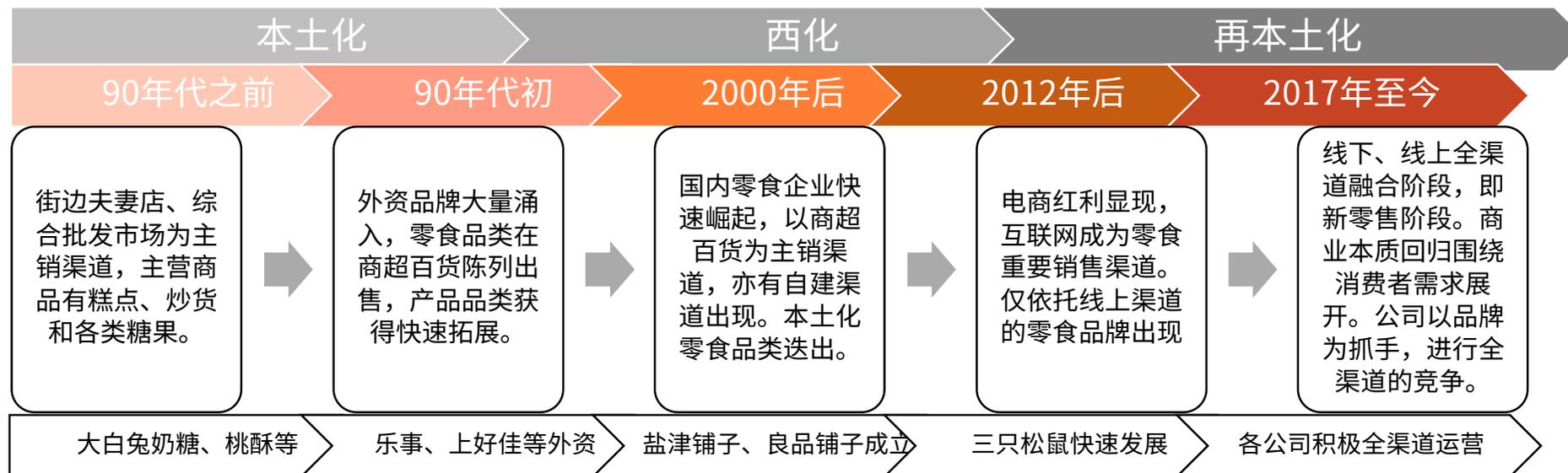
2.7、休闲食品：渠道变革推动发展，关注成本变化走势



休闲食品渠道端已演变至新阶段

受供应链持续发展及消费者终端需求变化影响，休闲食品销售端持续变革，每一轮变革均带来新发展机遇。近年来，高端会员店、新电商、零食量贩等新渠道快速发展，休闲食品渠道端已进入新发展阶段。展望明年，我们认为休闲食品的增长动力仍主要来源于两方面：1) 经历渠道变革的公司在渠道红利延伸下业绩端实现再增长；2) 前期受渠道变化影响的公司在调整后通过多渠道/全渠道的布局，业绩增长持续修复。此外，部分成本持续承压的公司在新的采购季下亦有通过成本降低改善利润的可能。

图70：休闲食品行业发展历程



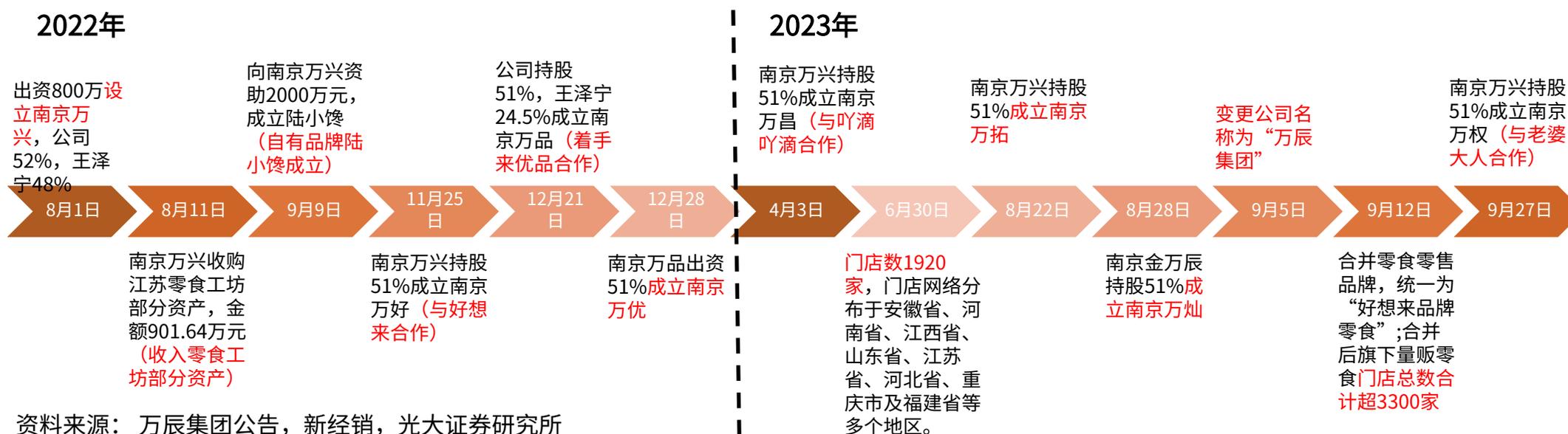
资料来源：各公司官网，36氪，光大证券研究所整理

2.7、休闲食品：渠道变革推动发展，关注成本变化走势

零食量贩新渠道机会仍存

新渠道的市场拓展速度及竞争格局演化是市场主要关注点，其中零食量贩渠道经过2022年的发展元年，2023年空白市场的快速开拓，我们认为2024年为“少部分剩余空白市场推进占领+区域市场摩擦加大+整合并购”的一年。如最早走整合并购道路的万辰集团进一步整合“老婆大人”并计划将旗下品牌统一更换命名为“好想来”；头部零食系统“零食很忙”战略投资“恰货铺子”；“爱零食”控股“恐龙和泰迪”。在此背景下，头部零食系统优势突出，上游供货商铺货空间仍存。

图71：万辰集团并购整合历程图

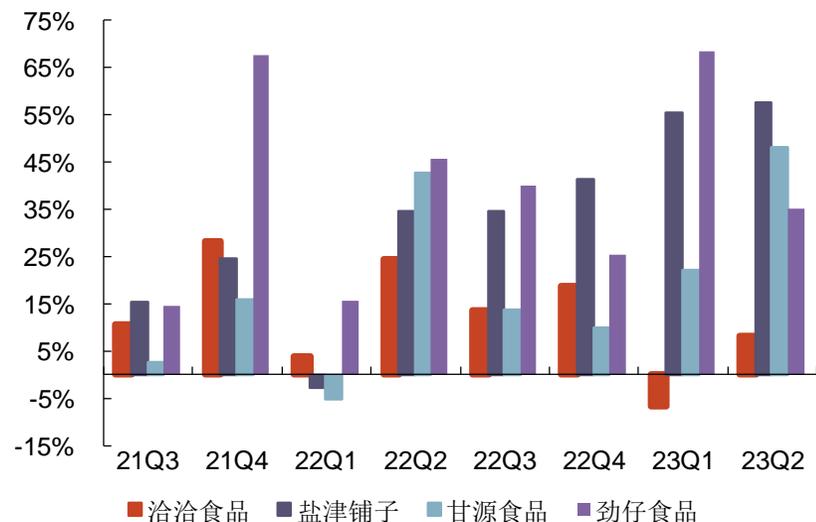


2.7、休闲食品：渠道变革推动发展，关注成本变化走势

上游供货商依托渠道变革获得业绩增量的空间

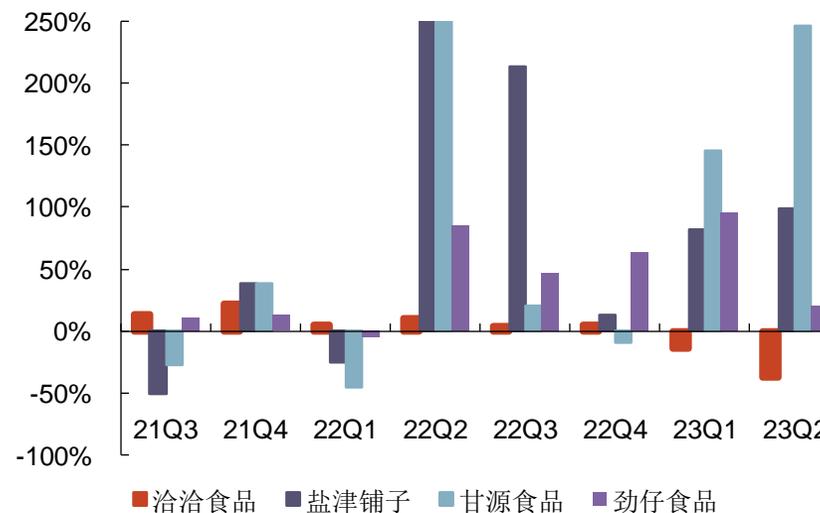
渠道为王的阶段下，铺货逻辑是休闲食品上游供应商发展的重要一环。盐津铺子通过零食量贩/新电商等渠道的切入持续获得较高增长，定量装的推进有望为公司带来新增长动力。劲仔食品在现代渠道开拓下维持较高增速，新品鹌鹑蛋打开散称渠道局面助力后续增长。甘源食品经组织架构调整推进全渠道布局，实现较快增长。洽洽食品、卫龙等大单品战略的公司2023年亦相继切入零食量贩、高端会员店等新渠道，有望获得新增量。

图72：部分休闲食品公司分季度营收同比



资料来源：wind，光大证券研究所

图73：部分休闲食品公司分季度归母净利润同比



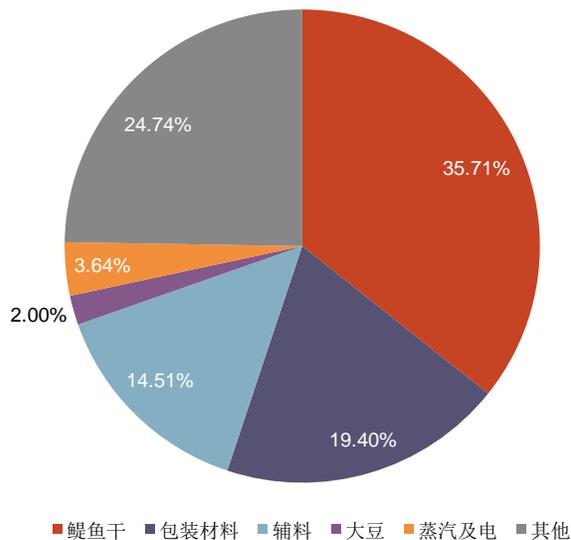
资料来源：wind，光大证券研究所；注：22Q2盐津铺子/甘源食品归母净利润增速分别为302%/550%，为图表清晰，增速在250%以上均显示为250%

2.7、休闲食品：渠道变革推动发展，关注成本变化走势

高原材料占比下，成本波动仍需关注

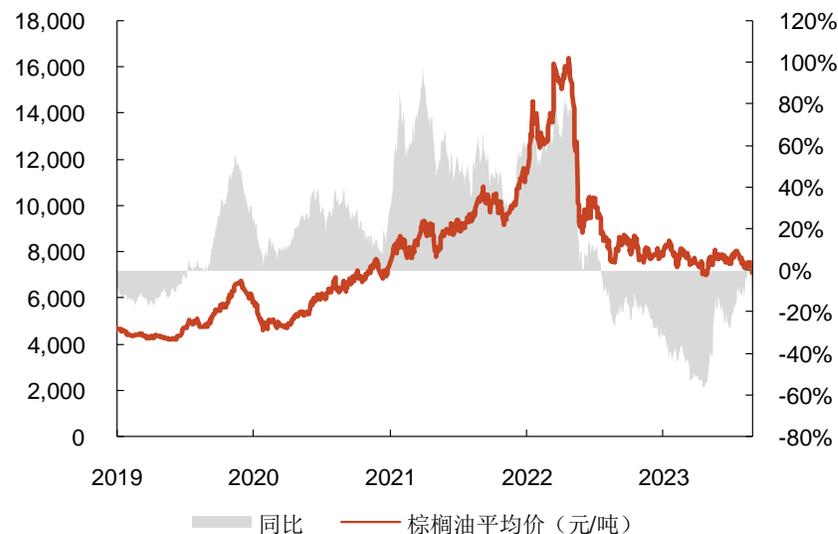
休闲食品原材料在成本中占比较高，而大单品战略公司受单一原材料价格波动的影响更大。23Q2洽洽食品/劲仔食品毛利率分别同比-6.9/-1.8pcts，毛利端波动原因均为主要原材料（葵花子/鳀鱼干）价格上行。甘源食品在主要辅料棕榈油价格下行背景下23Q1/23Q2毛利率分别同比+1.50/5.83pcts。23H2各公司相继进入新采购季，原材料价格走势为下半年至明年利润端主要关注点。

图74：劲仔食品生产成本拆分（2019年）



资料来源：劲仔食品公告，光大证券研究所

图75：棕榈油均价（元/吨）



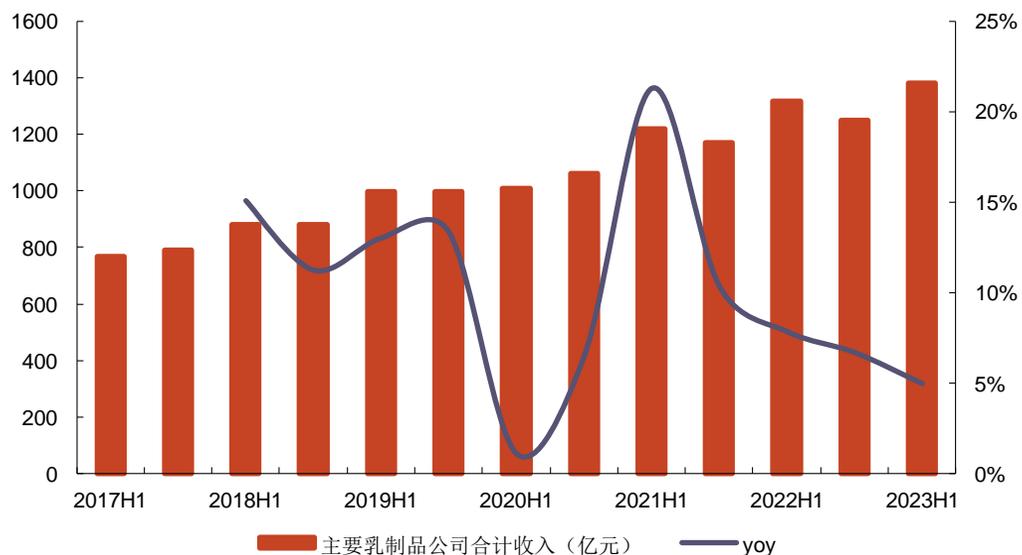
资料来源：wind，光大证券研究所，注：价格统计截至2023年10月10日

2.8、乳制品：需求有所恢复，成本持续下行

23年需求恢复较缓，动销有待恢复

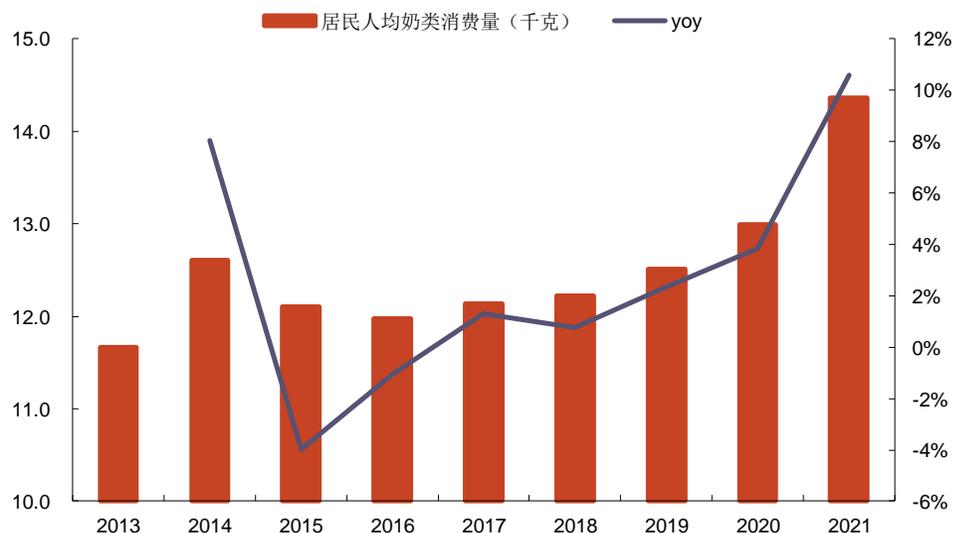
消费弱复苏背景下，乳制品动销情况有待恢复，报表端看，23H1主要乳制品公司合计营收同比增长4.96%，业绩表现相对稳健。考虑到居民健康意识提升下，乳制品消费量持续提升，终端需求逐季恢复下预计下半年业绩表现有望优于上半年。

图76：主要乳制品公司合计营收及同比



资料来源：wind，光大证券研究所，注：包含乳制品公司为伊利股份、蒙牛乳业、光明乳业、新乳业、天润乳业

图77：居民人均奶类消费量



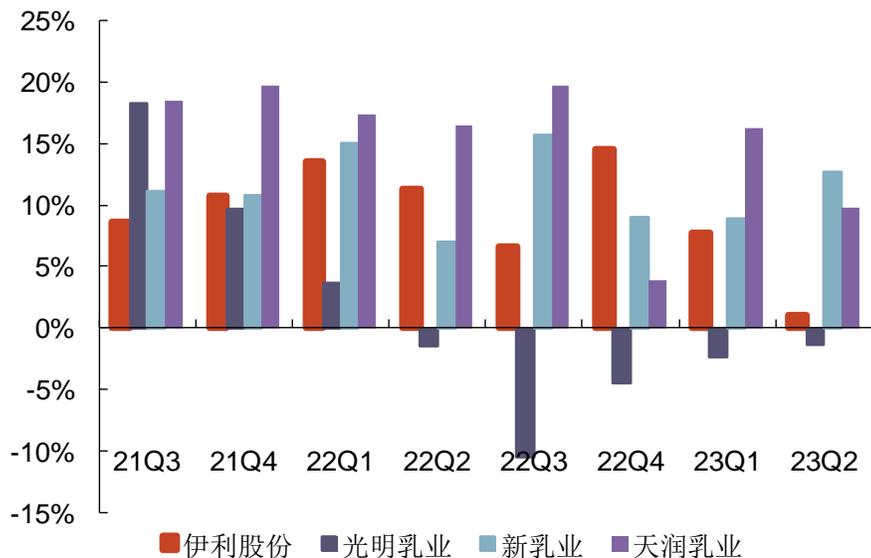
资料来源：wind，光大证券研究所

2.8、乳制品：需求有所恢复，成本持续下行

液态奶表现稳健，区域性乳企相对更优

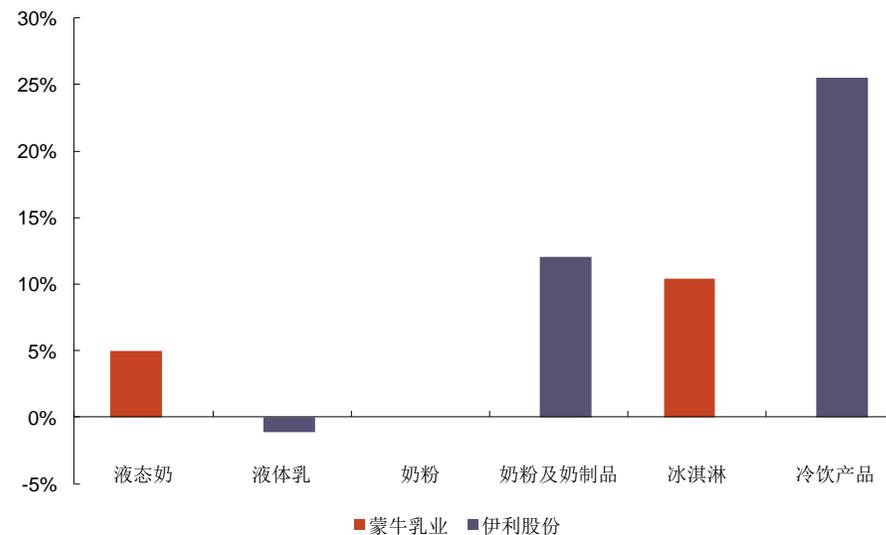
从不同类型乳企看，伊利股份及蒙牛乳业作为头部乳企品类布局完善，其中常温液奶增长稳健，产品结构持续优化。婴配粉业务受出生率影响相对疲软，成人粉业务收入增势良好。奶酪品类零食属性更强，受消费力下降影响整体收入增势放缓。新乳业/天润乳业等区域性乳企通过布局细分品类及外埠市场拓展，业绩表现相对好于全国性乳企。

图78：主要乳制品公司分季度营收同比



资料来源：wind，光大证券研究所

图79：头部乳企分品类23H1营收同比增速



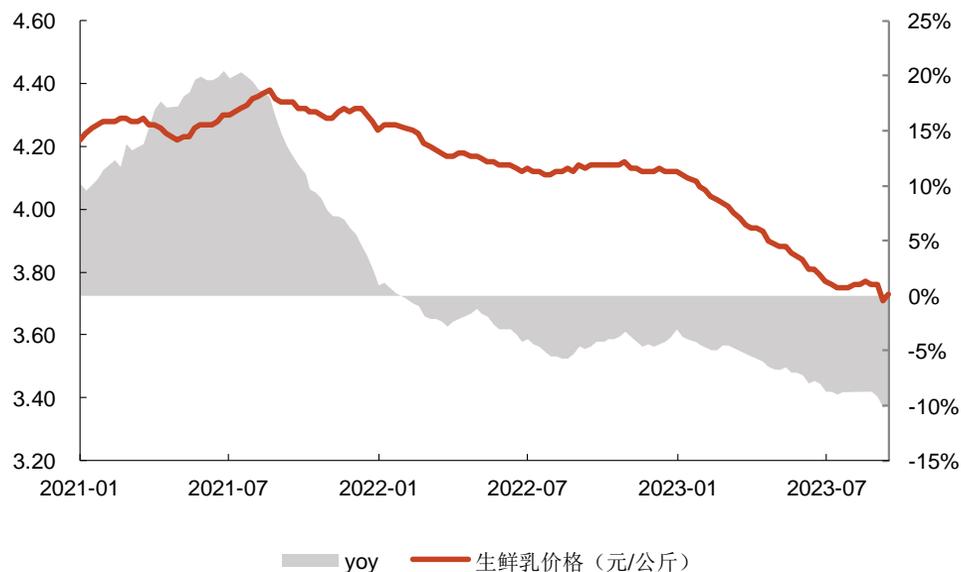
资料来源：wind，光大证券研究所

2.8、乳制品：需求有所恢复，成本持续下行

原奶价格持续下行，毛利端有所改善

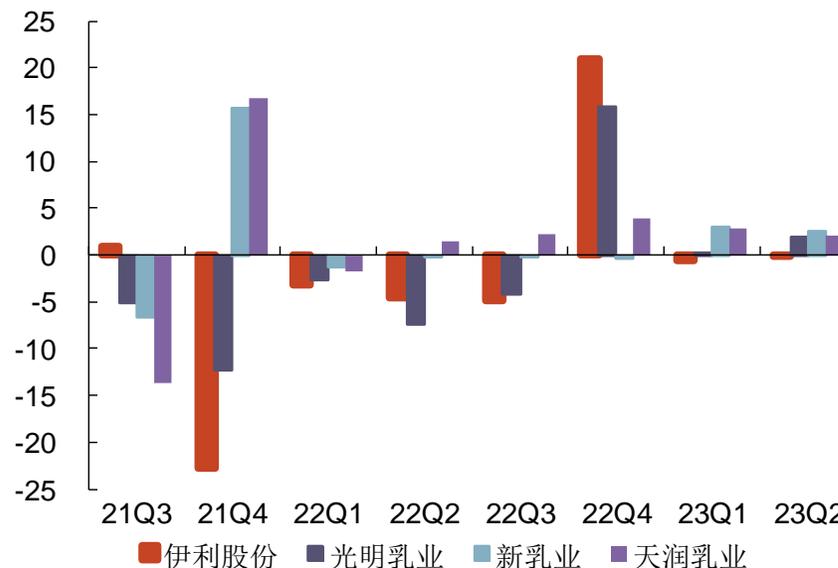
成本端看，2023年以来原奶价格持续回落，处于下行通道。原奶成本降低拉动乳制品公司毛利率端不同程度提升。上游供应过剩导致各公司23H1喷粉量出现不同程度增加，23Q3进入销售旺季，预计各公司23H2喷粉情况有所减少。

图80：奶价仍处于下行通道



资料来源：wind，光大证券研究所；注：数据统计截至2023年10月6日

图81：主要乳制品公司分季度毛利率同比变化 (pcts)



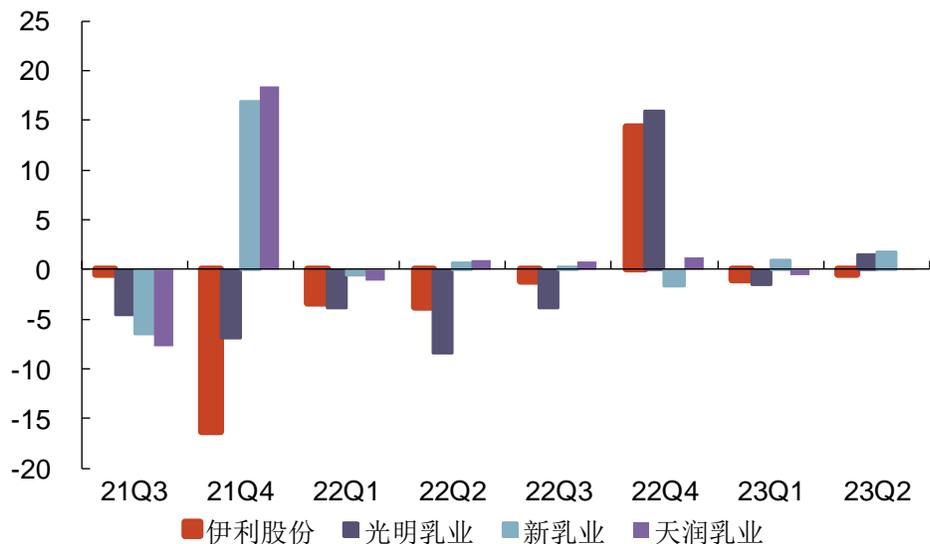
资料来源：wind，光大证券研究所

2.8、乳制品：需求有所恢复，成本持续下行

费投节奏有所恢复，利润诉求持续未变

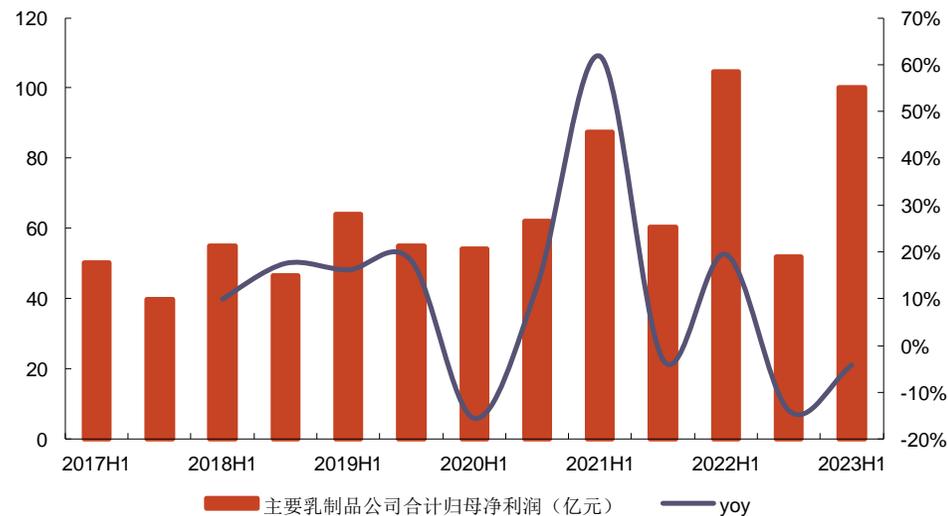
费用端受去年疫情期间低基数影响，23Q2部分乳企销售费用率同比略有提高，成本下行红利下各乳企自身业务净利率水平有所提升。我们认为2023年各企业经营目标中利润诉求更为明晰，预计随着动销的逐步恢复，费用投入效率有望改善，盈利能力有望增强。

图82：主要乳制品公司分季度销售费用率同比变化（pcts）



资料来源：wind，光大证券研究所

图83：主要乳制品公司合计归母净利润及同比



资料来源：wind，光大证券研究所，注：包含乳制品公司为伊利股份、蒙牛乳业、光明乳业、新乳业、天润乳业

- 1、白酒：韧性仍足，优选确定性龙头
- 2、大众品板块：需求修复，关注成本走势
 - 2.1 板块回顾：大众食品板块估值的历史复盘
 - 2.2 啤酒：高端升级持续，场景修复后有较高弹性
 - 2.3 调味品：龙头承压，关注结构性机会
 - 2.4 卤制品：疫后经营改善，成本压力缓解
 - 2.5 餐饮供应链：BC分化，关注渠道及产品新机会
 - 2.6 烘焙：流通渠道修复，商超+餐饮增长可观
 - 2.7 休闲食品：渠道变革推动发展，关注成本变化
 - 2.8 乳制品：需求有所恢复，成本持续下行
- 3、投资建议
- 4、风险提示

白酒：优先推荐经营质地优、增长确定性强的龙头公司，维持高端白酒核心推荐（贵州茅台/五粮液/泸州老窖），地产酒推荐成长性强、动销亮眼的**今世缘**，次高端板块继续推荐规划积极、管理优势突出的**舍得酒业**，建议关注有环比改善趋势的**水井坊**。

大众品板块：

- 1) **啤酒板块**：短期维度：23年吨价提升+成本压力缓解的确定性强。Q3企业间销量基数存在分化，关注旺季天气变化以及场景修复下高端产品表现。长期维度：行业高端化空间大、确定性高，龙头利润诉求增强。推荐喜力增长势能释放的**华润啤酒**；利润释放确定性强、高端产品增长稳健的**青岛啤酒**。
- 2) **调味品板块**：关注主线：需求强劲以及低估值下的成长标的，推荐**颐海国际**。
- 3) **卤制品**：疫后经营改善，成本压力持续缓解，推荐**绝味食品**。
- 4) **餐饮供应链**：BC分化，关注渠道及产品新机会，推荐**安井食品**。
- 5) **烘焙**：流通渠道有所修复，餐饮+商超收入增长可观，推荐**立高食品**。
- 6) **休闲食品**：渠道变革推动发展，关注成本变化走势，推荐**盐津铺子**、**劲仔食品**。

3.1、贵州茅台（600519.SH）

贵州茅台2023年前三季度实现总营收1053.16亿元，同比增长17.30%，归母净利润528.76亿元，同比增长19.09%。公司宣布自2023年11月1日起上调53度贵州茅台酒（飞天、五星）出厂价格，平均上调幅度约为20%。

公司下半年以来延续稳中有进态势，全年目标顺利达成确定性较高。飞天茅台供需关系紧俏，非标产品有望继续贡献增量，茅台1935今年放量较为明显，新版汉酱后续也有望为系列酒提供支撑。此外，飞天提价有望直接增厚收入/业绩、后续增长加速的趋势进一步明确，提价后飞天茅台无需通过太多放量即可以实现较好增长，批价/渠道秩序有望保持企稳。维持2023-25年归母净利润预测739.0/885.4/1014.6亿元，折合EPS为58.83/70.49/80.76元，维持“买入”评级。

风险提示：高端白酒需求疲软，渠道改革不及预期，飞天茅台批价大幅下行。

表11：贵州茅台盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	109,464	127,554	1,501	177,823	203,480
营业收入增长率	11.71%	16.53%	17.42%	18.73%	14.43%
净利润（百万元）	52,460	62,716	73,904	88,543	101,456
净利润增长率	12.34%	19.55%	17.84%	19.81%	14.58%
EPS（元）	41.76	49.93	58.83	70.49	80.76
ROE（归属母公司）（摊薄）	27.68%	31.75%	31.08%	30.67%	29.46%
P/E	40	34	29	24	21
P/B	11.2	10.7	8.9	7.3	6.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-10-31

3.2、五粮液（000858.SZ）

五粮液2023年前三季度总营收625.4亿元，同比增长12.1%，归母净利润228.3亿元，同比增长14.2%，Q3总营收170.3亿元，同比增长17.0%，归母净利润58.0亿元，同比增长18.6%，三季度收入与业绩增长均超出此前预期。

公司今年注重量与质同步发展，三季度旺季加速放量，主要产品动销表现良好，且行业压力下普五在千元价位品牌力优势更加凸显，1618、低度、系列酒等产品强化培育，今年实际动销亦有改善。公司积极推进改革、主动营销力度较过去明显增强，23年高质完成收入双位数增长的确定性较高，后续改革成效有望持续显现。维持2023-25年归母净利润预测301/339/383亿元，折合EPS为7.76/8.74/9.86元，维持“买入”评级。

风险提示：高端白酒需求疲软，普五挺价不及预期，市场竞争加剧。

表12：五粮液盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	66,209	73,969	82,126	91,715	102,928
营业收入增长率	15.51%	11.72%	11.03%	11.68%	12.23%
净利润（百万元）	23,377	26,691	30,117	33,926	38,288
净利润增长率	17.15%	14.17%	12.84%	12.65%	12.86%
EPS（元）	6.02	6.88	7.76	8.74	9.86
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.60%	23.41%	23.26%	22.92%	22.70%
P/E	26	23	20	18	16
P/B	6.1	5.3	4.7	4.1	3.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-10-31

3.3、泸州老窖（000568.SZ）

泸州老窖2023年前三季度总营收219.43亿元，同比增长25.21%，归母净利润105.66亿元，同比增长28.58%，Q3总营收73.50亿元，同比增长25.41%，归母净利润34.76亿元，同比增长29.43%。

公司保持强劲的增长势头，消费者培育力度不减，同时加大费用管理有效性，估计未来收入端保持较高成长性的同时，业绩弹性亦有望释放。产品端双品牌战略延续，国窖品牌表现较优，泸州老窖品牌后续增长有望提速。管理端优势继续强化，数字化体系赋能有助于加强渠道管控，同时公司加大对团购/核心消费群体的拓展，营销系统进一步精细化。维持2023-25年归母净利润预测为131.54/160.28/194.87亿元，折合EPS为8.94 /10.89/13.24元，维持“买入”评级。

风险提示：高端白酒竞争加剧，费用投放效果不及预期，需求恢复进程较慢。

表13：泸州老窖盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	20,642	25,124	31,239	37,731	45,582
营业收入增长率	23.96%	21.71%	24.34%	20.78%	20.81%
净利润（百万元）	7,956	10,365	13,154	16,028	19,487
净利润增长率	32.47%	30.29%	26.90%	21.85%	21.58%
EPS（元）	5.43	7.04	8.94	10.89	13.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	28.37%	30.30%	31.97%	31.69%	31.42%
P/E	40	30	24	20	16
P/B	11.2	9.2	7.7	6.2	5.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-10-31

3.4、今世缘（603369.SH）

□ 今世缘2023年前三季度实现总营收83.65亿元，同比增长28.34%，归母净利润26.36亿元，同比增长26.63%。Q3单季总营收23.95亿元，同比增长28.04%，归母净利润5.86亿元，同比增长26.38%。

公司三季度收入端延续较快的增长态势，估计四开、对开收入维持稳健增长，V系列收入基数较低、增速或相对较快，单开、淡雅等产品收入保持较高增长。省内淮安、盐城作为优势市场成长性依旧较强，南京市场保持良好势头，苏中大区作为过往优势区域在经过市场调整后、今年以来呈现恢复性高增长。维持2023-25年归母净利润预测为31.92/39.61/48.65亿元，折合EPS为2.54/3.16/3.88元，维持“买入”评级。

风险提示：V系列、四开销售不及预期，市场竞争加剧，省内需求疲软。

表14：今世缘盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6,406	7,885	10,037	12,336	15,044
营业收入增长率	25.12%	23.09%	27.29%	22.91%	21.95%
净利润（百万元）	2,029	2,503	3,192	3,961	4,865
净利润增长率	29.50%	23.34%	27.54%	24.10%	22.81%
EPS（元）	1.62	2.00	2.54	3.16	3.88
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.83%	22.62%	23.93%	24.48%	24.74%
P/E	36	29	23	19	15
P/B	7.9	6.6	5.5	4.5	3.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-10-31

3.5、舍得酒业（600702.SH）

舍得酒业2023年前三季度实现营业总收入52.45亿元，同比增长13.62%，归母净利润12.95亿元，同比增长7.93%，Q3单季总营收17.17亿元，同比增长7.86%，归母净利润3.75亿元，同比增长3.01%。

公司在不利环境下延续较快增长，后续继续保持冲刺状态，产品端坚持以品味舍得为核心，藏品十年亦开始铺货推广，同时发展沱牌/高线光瓶酒，夜郎古亦有望逐渐改善。三季度公司启动“首府战役”，聚焦资源突破重点省会城市，并向低线市场辐射、加快全国化建设。多措并举下品牌势能持续提升，后续需求向好修复下有望继续释放弹性。维持23-25年归母净利润预测为18.42/23.18/28.99亿元，折合EPS为5.53/6.96/8.70元，维持“买入”评级。

风险提示：白酒消费恢复不及预期，次高端白酒竞争加剧，渠道费用投放不及时。

表15：舍得酒业盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4,969	6,056	6,976	8,615	10,645
营业收入增长率	83.80%	21.86%	15.20%	23.50%	23.56%
归母净利润（百万元）	1,246	1,685	1,842	2,318	2,899
归母净利润增长率	114.35%	35.31%	9.26%	25.87%	25.07%
EPS（元）	3.75	5.06	5.53	6.96	8.70
ROE（归属母公司）（摊薄）	25.98%	26.63%	24.01%	23.20%	22.49%
P/E	30	23	21	17	13
P/B	8.0	6.1	5.0	3.8	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-10-31

3.6、华润啤酒 (0291.HK)

喜力销量增速亮眼，23H2起白酒有望逐步发力。23H1喜力销量同比增长接近60%，在12元及以上价格带中表现抢眼。喜力的高增长一方面来自于今年喜力在全国进行重点布局，拓展更广阔的区域和更深的渠道；另一方面来自喜力在发达地区如福建、浙江、江苏、上海等具备较好的品牌基础和销量增速，我们预计喜力23年全年销量增速有望达成40%+，24年销量仍将高速增长。

白酒业务方面，23H1金沙已实现并表。为解决此前酱酒普遍存在的库存高、价格倒挂等问题，公司积极采取措施对金沙进行重塑：1) 品牌和产品的重塑：面向年轻人的“金沙小酱酒”已上市；“摘要”推出了定价489元的产品，接下来再对500元以上高端产品和100-300元主流价格带产品进行重塑。2) 组织重塑：华润对白酒供应链、采购、营销管理组织进行重塑，目前销售组织建设基本完成。随着“啤白双赋能，白白共成长”模式的推进，公司白酒业务3年内收入100亿元，利润20-30亿元的目标有望实现。

盈利预测与评级：我们维持公司2023-2025年归母净利润预测分别为54.23/65.95/76.82亿元，折合2023-2025年EPS分别为1.67/2.03/2.37元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，区域竞争加剧。

表16：华润啤酒盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	33,387	35,263	40,606	43,611	46,626
营业收入增长率	6.2%	5.6%	15.2%	7.4%	6.9%
归母净利润 (百万元)	4,587	4,344	5,423	6,595	7,682
归母净利润增长率	119.1%	-5.3%	24.8%	21.6%	16.5%
EPS (元)	1.41	1.34	1.67	2.03	2.37
核心EBIT	4,652	5,462	6,697	7,790	8,826
yoy	21.5%	17.4%	22.6%	16.3%	13.3%
核心净利润	3,583	4,520	5,573	6,707	7,757
yoy	-1.2%	26.2%	23.3%	20.3%	15.7%
P/E (核心净利润)	34	27	22	18	16
P/E (归母净利润)	27	28	23	19	16

请务必参阅正文之后的重要声明

3.7、青岛啤酒（600600.SH）

具备高端基因，结构持续提升。青岛啤酒品牌价值连续多年保持行业第一，产品结构升级顺利。公司23Q3销量为227万千升，yoy-11.3%，其中中高端以上产品销量同比+3.3%（23年中高端以上产品统计范围有调整，22年对应数据按新口径重新计算）。旺季销量下滑主要系去年同期销量基数较高，以及今年雨水天气较频繁；分结构看，主要系低端产品销量下滑较多。

高端大单品表现亮眼，24年成本压力有望纾解。受基数影响，三季度销量整体承压，但高端升级趋势不改。23Q3吨价增速超预期，公司高端大单品白啤、经典均有良好表现。展望2024年，目前看新一季大麦采购价格确定性向下叠加澳洲大麦双反关税终止，成本端压力有望得到缓解。结构升级+成本下行，利润弹性确定性较高，值得关注。

盈利预测与评级：我们维持公司2023-2025年归母净利润预测分别为44.06/53.22/61.62亿元，对应EPS分别为3.23/3.90/4.52元，维持“买入”评级。

风险提示：局部地区竞争加剧；行业高端化进程低于预期；原料价格上涨超预期。

表17：青岛啤酒盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	30,167	32,172	34,299	36,647	38,746
营业收入增长率	8.67%	6.65%	6.61%	6.85%	5.73%
净利润（百万元）	3,155	3,711	4,406	5,322	6,162
净利润增长率	43.34%	17.59%	18.75%	20.79%	15.77%
EPS（元）	2.31	2.72	3.23	3.90	4.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.72%	14.55%	15.67%	16.98%	17.62%
P/E	36	31	26	21	19
P/B	5.0	4.5	4.1	3.6	3.3

3.8、颐海国际（1579.HK）



关联方回暖带动收入持续恢复，未来韧性强劲：餐饮复苏下，海底捞业绩向好，23H1关联方收入保持强劲增长，其中火锅调味料关联方收入+36.9%，中式复合调味料关联方收入+286%。未来增长势头仍较确定。

第三方收入有望整体改善，新品带来明年增长亮点：今年上半年第三方收入受部分单品因季节因素与疫后需求下滑影响承压，明年公司整体收入有望保持双位数增长。方便速食推出低客单产品后，明年规模有望超去年。复调方面小龙虾今年因上市较晚导致规模潜力未完全释放，明年将正常放量，酸菜鱼市场空间大，后续增长潜力强。底料牛油四小块新品推出后，接受度不错，9月优化口味，是未来增长点。

目前估值处于历史最底部，配置价值凸显。我们维持23-25年归母净利润预测为8.98/10.29/11.73亿元，折合23-25年EPS为0.92/1.05/1.20元，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧，新品牌推广不及预期，原材料成本上涨超预期。

表18：颐海国际盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5,943	6,147	6,818	7,765	8,694
营业收入增长率	10.9%	3.4%	10.9%	13.9%	12.0%
净利润（百万元）	766	742	898	1029	1173
净利润增长率	-13.4%	-3.2%	21.0%	14.6%	13.9%
EPS（元）	0.78	0.76	0.92	1.05	1.20
P/E	17	17	14	12	11

请务必参阅正文之后的重要声明

3.9、绝味食品（603517.SH）

- ✓ **经营上：**今年以来公司把握时间窗口积极开店，抢占优势点位，1H23公司净开店1086家，门店总数达到16162家，同比增长8.3%，此外，公司同店收入持续稳健改善，已较为接近2019年平均水平，而上半年抢占的优势点位有望进一步抬升公司单店收入中枢，巩固龙头优势地位。
- ✓ **成本&毛利率：**3Q23公司毛利率为25.77%，同比/环比提升2.19/3.44 pcts，根据禽报网数据，截至2023年10月25日，主产区白羽鸭苗价格已跌至1.5元/羽上下，鸭脖价格也跌至9-11元/kg，随着前期购买的高价库存的消耗，Q4毛利率弹性有望得进一步得到提升。
- ✓ **盈利预测与评级：**我们维持2023-25年归母净利润预测为5.71/9.73/12.86亿元，维持“买入”评级。
- ✓ **风险提示：**成本上涨，单店修复缓慢，公司拓店进展不及预期。

表19：绝味食品盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6,549	6,623	7,203	7,950	8,996
营业收入增长率	24.12%	1.13%	8.76%	10.37%	13.16%
净利润（百万元）	981	233	571	973	1,286
净利润增长率	39.86%	-76.29%	145.62%	70.30%	32.23%
EPS（元）	1.60	0.37	0.90	1.54	2.04
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.20%	3.37%	7.76%	11.67%	13.37%
P/E	22	96	39	23	17
P/B	3.8	3.2	3.0	2.7	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-10-31；注：2021年股本为6.15亿股，2022-2025年股本为6.31亿

3.10、安井食品（603345.SH）

- ✓ **产品上：**一方面，公司锁鲜装4.0已经推出市场，使得产品品类更为丰富；另一方面，丸之尊在1.0版本基础上进一步升级为2.0，打造B端火锅料升级品牌，有望在23Q4旺季明显放量；
- ✓ **渠道上：**公司在团餐渠道已取得一定成绩，上半年公司增加的经销商主要为团餐经销商，同时公司成立串烤事业部，积极布局烧烤市场，推出麦穗肠等产品铺设渠道，较好实现渠道补盲。
- ✓ **股权激励：**公司近期股权激励落地，稳定市场预期，对比上一轮股权激励，公司激励人员范围扩大，有望更好激发业务执行效能；
- ✓ **盈利预测与评级：**我们维持公司2023-25年归母净利润预测为16.0/19.0/22.5亿元，维持“买入”评级。
- ✓ **风险提示：**物流持续受限，渠道拓展受阻，原材料成本上行。

表20：安井食品盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	9,272	12,183	15,398	18,185	21,822
营业收入增长率	33.12%	31.39%	26.39%	18.10%	20.00%
净利润（百万元）	682	1,101	1,597	1,898	2,252
净利润增长率	13.00%	61.37%	45.01%	18.89%	18.64%
EPS（元）	2.79	3.75	5.44	6.47	7.68
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.45%	9.43%	12.33%	13.17%	13.97%
P/E	46	34	24	20	17
P/B	6.2	3.2	2.9	2.6	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-10-31

3.11、立高食品（300973.SZ）

- ✓ **业绩表现：**2023年前三季度冷冻烘焙收入占比64%，收入同比增长30%，在商超渠道收入的反弹和餐饮渠道收入的高增长下，核心的冷冻烘焙收入仍然维持稳健增长，烘焙原料收入占比36%，收入同比增长18%，在奶油等品类放量带动下，烘焙原料Q3收入增长提速，公司稀奶油产品360 PRO依靠优质的性价比打开市场，充分放量，奶油产品收入的高增长亦反映了公司渠道融合效果较好。
- ✓ **改进措施：**1) 缩减长尾产品，深化大单品策略；2) 继续强化渠道融合，进一步提升销售人员多品类推销的工作习惯；3) 持续优化产品中心的团队配置，提升大单品的成功率；4) 优化仓储物流体系，进一步优化物流费用。
- ✓ **盈利预测与评级：**我们维持23-25年归母净利润预测为1.82/3.84/5.09亿元，维持“买入”评级。
- ✓ **风险提示：**下游需求放缓，原材料成本上涨，新品销售不及预期。

表21：立高食品盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,817	2,911	3,681	4,558	5,507
营业收入增长率	55.66%	3.32%	26.48%	23.82%	20.82%
净利润（百万元）	283	144	182	384	509
净利润增长率	21.98%	-49.22%	26.49%	110.98%	32.58%
EPS（元）	1.67	0.85	1.07	2.27	3.00
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.26%	6.78%	8.20%	15.39%	18.32%
P/E	32	63	50	24	18
P/B	4.6	4.3	4.1	3.7	3.3

3.12、盐津铺子（002847.SZ）

- ✓ **多渠道拓展顺利，新品动销表现积极。**公司电商渠道和零食量贩渠道均保持含税月销售额环比提升的良好态势，定量装事业部作为公司后续主要发力渠道，虽占比较小，但已实现与整体业绩一致的收入增速表现。辣卤魔芋为公司最核心大单品，月度销售额持续向好；新品鹤鹑蛋快速放量，收入增速持续高于其他品类；蒟蒻+布丁品类处于爬坡阶段。
- ✓ **业绩确定性强，净利率提升逻辑清晰。**公司主要增量渠道中零食量贩渠道处于拓张期，渠道红利助力业绩增长。公司高性价比路线与当前消费背景适配度较高，其他新拓展渠道空间较大，助力公司实现产品体量的提升。同时，多品类、多工艺、深入上游的生产端布局使得盐津铺子产能供应及时，保证产品的快速放量，有效实现生产成本的降低，降低单一原材料对成本波动的影响。体量提升下，公司规模效应持续显现，可持续提升盈利能力。
- ✓ **盈利预测与评级：**公司单品体量提升下逐步显现规模效应，助力盈利能力提升。维持2023-2025年EPS分别为2.71/3.54/4.51元，维持“买入”评级。
- ✓ **风险提示：**原材料成本波动；渠道拓展不及预期；食品安全风险。

表22：盐津铺子盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,282	2,894	4,153	5,282	6,357
营业收入增长率	16.47%	26.83%	43.54%	27.16%	20.36%
净利润（百万元）	151	301	532	695	885
净利润增长率	-37.65%	100.01%	76.36%	30.67%	27.40%
EPS（元）	1.17	2.34	2.71	3.54	4.51
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.27%	26.57%	36.08%	38.68%	40.33%
P/E	68	34	29	22	17
P/B	11.7	8.9	10.5	8.6	7.0

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-10-31；注：2021-2022年股本为1.29亿股，2023-2025股本为1.96亿股。

3.13、劲仔食品（003000.SZ）

- ✓ **现代渠道持续开拓，散称渠道表现突出。**公司大包装+散称战略未变，渠道营收增长动力仍存。23年以来收入绝对值仍处于逐季攀升态势。分品规看，散装品规增长快速，营收占比进一步提升；大包装品规增势良好，前三季度收入增速高于整体水平；品牌势能提升拉动下，原有主要品规小包装前三季度收入维持较快增速。分产品看，公司各品类均实现不同程度业绩增长，第一大品类鱼制品动销良好；新品鹤鹑蛋快速放量，月销售额环比持续提升，已成为公司第二大单品；魔芋品类相对稳健，有望成为亿级单品。
- ✓ **增长动力仍存，成本持续改善。**公司拥抱新渠道，积极推进与多家零食量贩系统合作进程，散称渠道收入增长强劲，有望持续贡献增量。新品鹤鹑蛋收入增势良好，且公司持续推进鹤鹑蛋产能建设，盈利水平有望改善。核心单品鱼干进入新采购季，成本端改善下有望助力盈利能力恢复。
- ✓ **盈利预测与评级：**公司大包装战略推进下现代渠道拓展顺利，品牌势能提升亦拉动传统渠道营收增长加速。维持2023-2025年EPS分别为0.41/0.55/0.69元，维持“买入”评级。
- ✓ **风险提示：**原材料成本波动；现代渠道拓展不达预期；食品安全风险。

表23：劲仔食品盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,111	1,462	2,080	2,623	3,214
营业收入增长率	22.21%	31.59%	42.27%	26.12%	22.53%
净利润（百万元）	85	125	187	249	311
净利润增长率	-17.76%	46.77%	50.14%	32.94%	24.90%
EPS（元）	0.21	0.31	0.41	0.55	0.69
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.62%	12.88%	13.74%	16.81%	19.23%
P/E	57	39	29	22	17
P/B	5.5	5.0	4.0	3.6	3.3

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-10-31；注：2021-2022年股本为4.03亿股，2023-2025年股本为4.51亿股。

- ❑ **宏观经济下行风险：**若宏观经济下行明显，居民的消费能力和消费意愿将降低，可能会导致需求端疲软，造成企业收入及盈利不及预期。
- ❑ **成本大幅波动风险：**原材料成本对大众品公司业绩影响较大，若成本端出现大幅波动，则可能导致大众品公司盈利受损、业绩增长不及预期。
- ❑ **行业竞争加剧风险：**食品饮料各子行业内部竞争较为激烈，疫情后企业加大品牌宣传与推广投入，竞争加剧下企业盈利可能受损。

衷心 感谢

光大证券研究所



食品饮料研究团队

叶倩瑜

📄 执业证书编号: S0930517100003
☎ 电话: 021-52523657
✉ 邮件: yeqianyu@ebscn.com

陈彦彤

📄 执业证书编号: S0930518070002
☎ 电话: 021-52523689
✉ 邮件: chenyt@ebscn.com

杨哲

📄 执业证书编号: S0930522080001
☎ 电话: 021-52523795
✉ 邮件: yangz@ebscn.com

李嘉祺

📄 执业证书编号: S0930523070005
☎ 电话: 021-52523658
✉ 邮件: lijq@ebscn.com

汪航宇

📄 执业证书编号: S0930523070002
☎ 电话: 021-52523174
✉ 邮件: wanghangyu@ebscn.com

董博文

📄 联系人
☎ 电话: 021-52523798
✉ 邮件: dongbowen@ebscn.com

鲁俊

📄 联系人
☎ 电话: 021-52523835
✉ 邮件: lujun1@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。



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