

证券研究报告

2024年11月14日

行业报告 | 行业专题研究

食品饮料

一图看懂秋季糖酒会问卷调研总结

作者：

分析师 吴立 SAC执业证书编号：S1110517010002

分析师 陈潇 SAC执业证书编号：S1110519070002



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

1) 2024年10月28日-31日，天风食品团队深入深圳糖酒会现场进行调查问卷收集，从115份样本看，大部分受访者所在公司实现了销售收入的同比提升，但仍然有相当数量的企业销售收入未恢复至疫情前的水平。针对未来消费力恢复的走势情况，绝大部分受访者认为消费力有望恢复至疫情前甚至超越疫情前的水平，占比超八成。

2) **休闲食品：①空间广阔，细分赛道孕育新机遇。**目前市场规模已突破万亿，呈现长期稳定增长。细分品类众多，其中糖果巧克力、膨化食品、饼干等西式零食，外资介入早+头部品牌成型，格局难颠覆；坚果、卤制品等中式传统品类，未形成头部垄断，或存在新品牌孕育机会，重视具备产品创新基因的龙头公司。重点推荐【盐津铺子】、【甘源食品】、【劲仔食品】等。**②渠道变革浪潮下，积极拥抱变化的品牌有望挖掘增量空间。**重视积极把握行业风口、布局零食渠道且具备强供应链的生产商。重点推荐【盐津铺子】，建议关注【万辰集团】。

3) **乳制品：从总量角度**，在行业保持稳步增长的情况下，乳制品动销有望延续双节趋势进一步改善。我们建议关注拥有优质奶源供给壁垒的龙头【伊利股份】【蒙牛乳业】，目前对应2024年业绩均仅为15-16x (wind一致预期数据)。**成本端来看**，原奶价格阶段性底部，已跌破成本线。我们建议关注盈利能力持续提升、利润高速增长的【新乳业】。**其他乳制品赛道来看**，奶酪消费仍处培育阶段，未来增长前景广阔，我们建议关注奶酪行业龙头、新品创新能力突出的【妙可蓝多】等。

4) **速冻制品：①传统速冻行业集中度加速提升；②新兴预制菜板块处于高速成长期；③冷冻烘焙市场仍然处于高速成长阶段**，据欧睿国际预计，2025年有望超3000亿元，再加上烘焙渗透率低而烘焙比例高于其他国家，我们预计渗透率存在较大提升空间，重点推荐【安井食品】、【千味央厨】、【立高食品】、【圣农发展】（农林牧渔组覆盖）等。

5) **保健品：**我国VDS行业发展时间短，居民相关消费意识和习惯尚未成型，人均消费水平存在较高增长空间。主要市场增长驱动因素有三：①国民健康意识提升叠加生活改善带来健康需求跃升；②人口老龄化程度加深，银发经济带来新增长；③青年人心态转变，带来消费新势力。据欧睿国际，VDS市场2028年将达到2931.53亿元，未来增长空间可期。我们建议关注VDS龙头【汤臣倍健】、CDMO龙头【仙乐健康】、辅酶Q10供应商【金达威】（医药组联合覆盖）等。

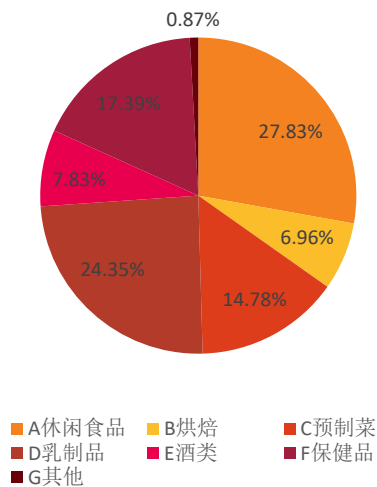
风险提示：1、食品安全风险；2、奶牛养殖疫病及自然灾害风险；3、环保风险；4、样本偏差值及样本代表性风险。

问卷背景：1) 本次调查问卷收集时间由2024年10月29日至2024年10月31日；2) 本次调查问卷共计收到115份有效问卷。

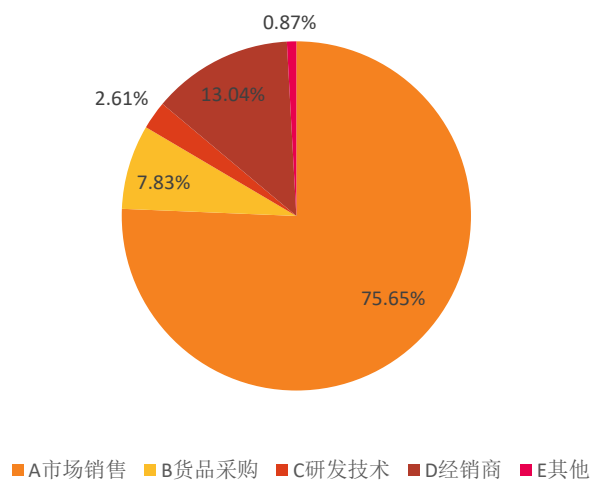
1、 总述： 部分企业销售水平仍恢复至疫前水平， 受访者对消费力恢复整体乐观

- 本次调查问卷共收集到115份， 其中对于休闲食品/烘焙/预制菜/乳制品/酒类/保健品/其他行业参会人员调查问卷分别为32/8/17/28/9/20/1份， 其中休闲食品占比28%， 乳制品占比24%、 保健品占比17%； 按受访对象的工作类型来看， 从事市场销售工作的受访者最多， 为76%。 按主要销售区域划分来看， 本次调查问卷来自华南区域的受访者最多， 占比23%。
- **销售收入同比疫情前恢复情况**： 不同于超九成的企业反馈销售额同比19年出现提升， 仅八成多的受访者反馈所在公司销售额同比去年仍然保持了提升， 分行业来看， 低于去年销售水平的主要集中于**乳制品行业**。
- **消费力恢复展望**： 分别有超三分之一受访者认为，“短期内消费能力仍然弱于疫情前水平， 但将逐步恢复到疫情前水平”， 以及“长期对于消费能力恢复乐观， 消费升级仍是大势所趋”， 此为样本中两大主流观点， 反映出主流受访者对于消费力恢复较为乐观。 而同样的， 有近四分之一的受访者认为“长期对于消费能力恢复不乐观， 消费降级将大行其道”， 反映出目前针对后续消费力恢复的观点仍存在分化。

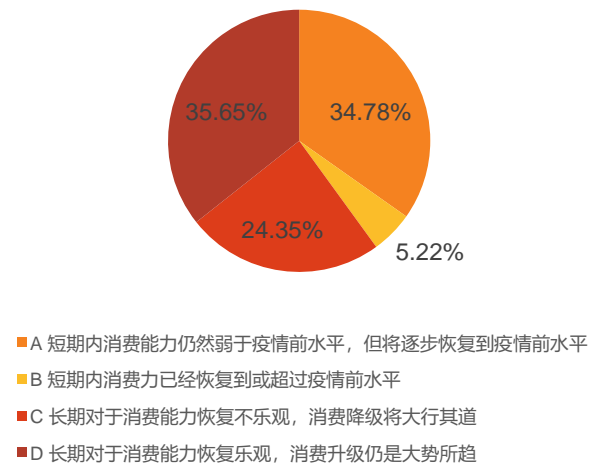
图： 受访者群体行业分布情况



图： 受访者群体职业分布情况



图： 受访者群体对消费力恢复的预期

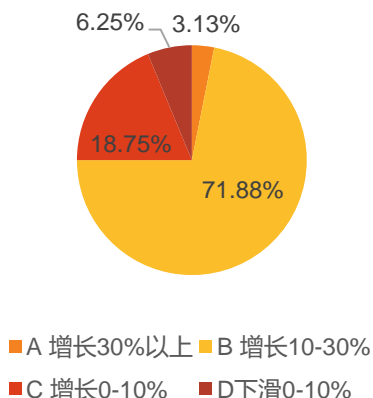


资料来源： 天风食品深圳115份调查问卷， 天风证券研究所

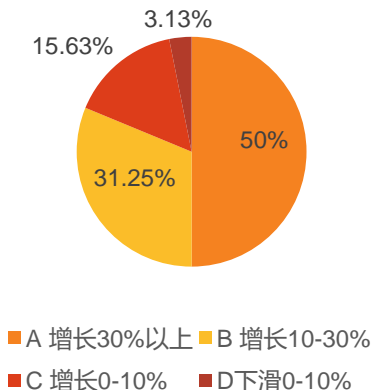
2、休闲食品：收入整体实现增长，盈利能力持续增强

- **收入恢复情况：**同比去年超九成受访者所在企业实现增长，仍有极小部分企业未恢复至疫情前水平。本次受访者所在公司的销售规模普遍在千万以上，占比超95%。从今年的情况来看，有超九成的受访者反馈所在公司今年销售情况同比去年实现增长，超七成反馈增速超10%，反映出行业今年需求端呈现高成长性的特点；与疫情前的2019年相比，大部分公司的营收实现增长，占比同样超95%。
- **盈利能力恢复情况：**大部分受访者所在企业毛利率季度环比实现恢复。本次受访者所在公司毛利率水平基本集中于30-50%的范围内，占比近六成。从毛利率季度环比变动情况来看，近九成的公司毛利率季度环比实现了增长。

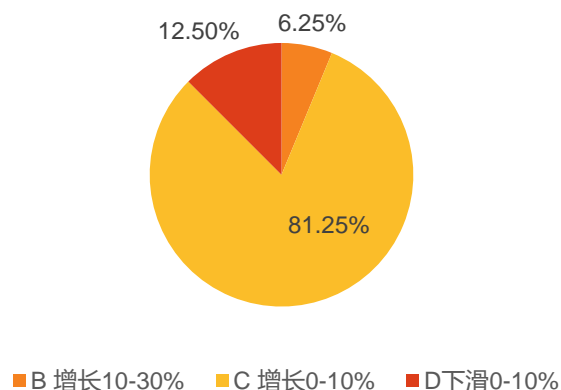
图：休闲食品公司销售收入同比2023年情况



图：休闲食品公司销售收入同比2019年情况



图：休闲食品公司毛利率季度环比情况

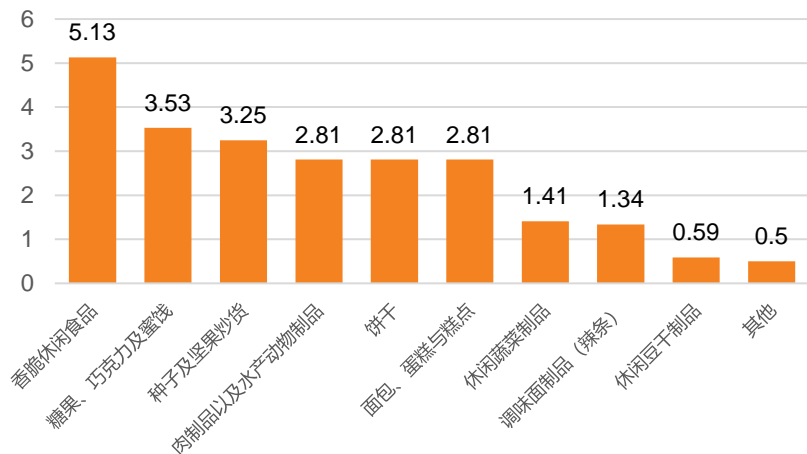


资料来源：天风食饮深圳115份调查问卷，天风证券研究所

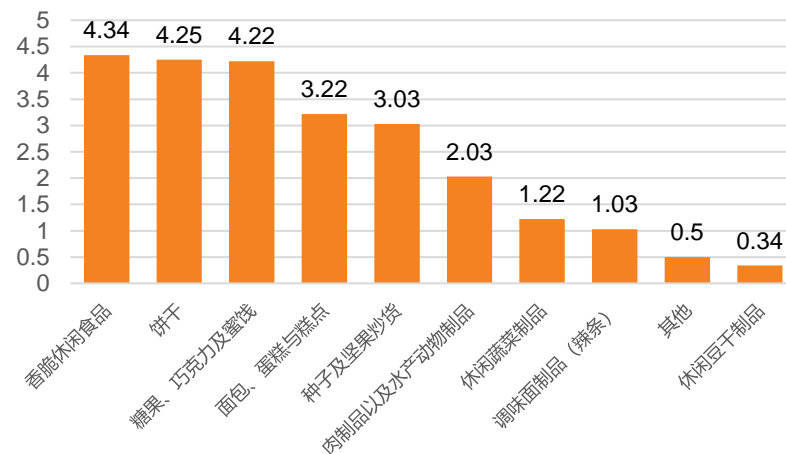
2、休闲食品：香脆食品、糖果为本次参会主流展商，且增速居前列

➤ **产品销售及增长情况：香脆食品、糖果为本次参会主流展商，且增速居前列。** 根据综合得分来看，本次受访者的主营产品排名前四的是香脆休闲食品、糖果、坚果、肉制品；从增长情况来看，今年增速排名前四的品类分别为香脆休闲食品、饼干、糖果、糕点。

图：按主营产品统计，各品类产品销售额综合得分排名



图：按主营产品统计，各品类产品销售额增速综合得分排名



资料来源：天风食饮深圳115份调查问卷，天风证券研究所

*综合得分计算方法为：选项平均综合得分 = $(\sum \text{频数} \times \text{权值}) / \text{本题填写人次}$

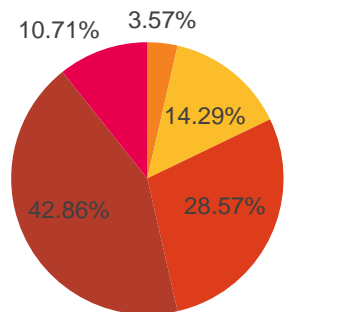
3、乳制品：收入整体实现增长，毛利率已进入修复轨道

➤ **收入恢复情况：** 同比去年半数以上受访者所在企业出现下滑，仍有极小部分受访者所在企业未恢复至疫情前水平。

本次受访者所在公司的销售规模普遍在千万以上，占比超85%。从今年的情况来看，有超半数的受访者反馈所在公司今年销售情况同比去年出现一定水平的下滑，反映出行业今年需求端呈现弱复苏的态势；与疫情前的2019年相比，大部分公司的营收实现增长，占比超九成。

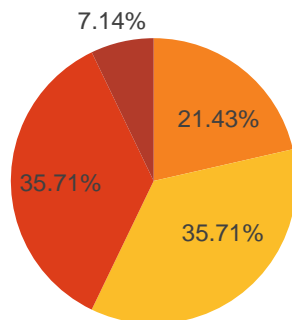
➤ **盈利能力恢复情况：** 大部分受访者所在企业毛利率季度环比实现恢复。本次受访者所在公司毛利率水平基本集中于30-50%的范围内，占比近三分之二。从环比变动情况来看，近九成的公司毛利率实现了增长。

图：乳制品公司销售收入同比2023年情况



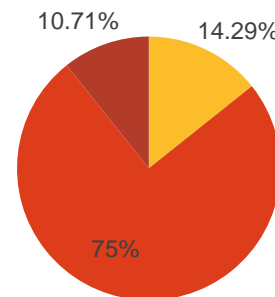
■ A 增长30%以上 ■ B 增长10-30% ■ C 增长0-10%
■ D 下滑0-10% ■ E 下滑10-30%

图：乳制品公司销售收入同比2019年情况



■ A 增长30%以上 ■ B 增长10-30%
■ C 增长0-10% ■ D 下滑0-10%

图：乳制品公司毛利率环比2023年情况



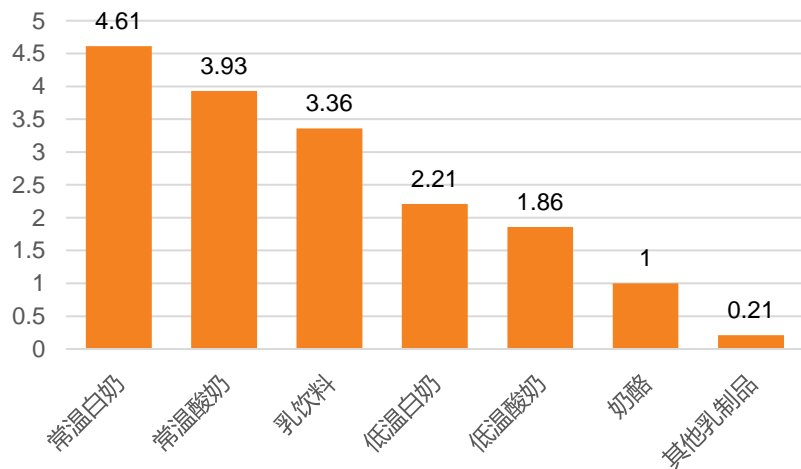
■ B 增长10-30% ■ C 增长0-10% ■ D 下滑0-10%

资料来源：天风食饮深圳115份调查问卷，天风证券研究所

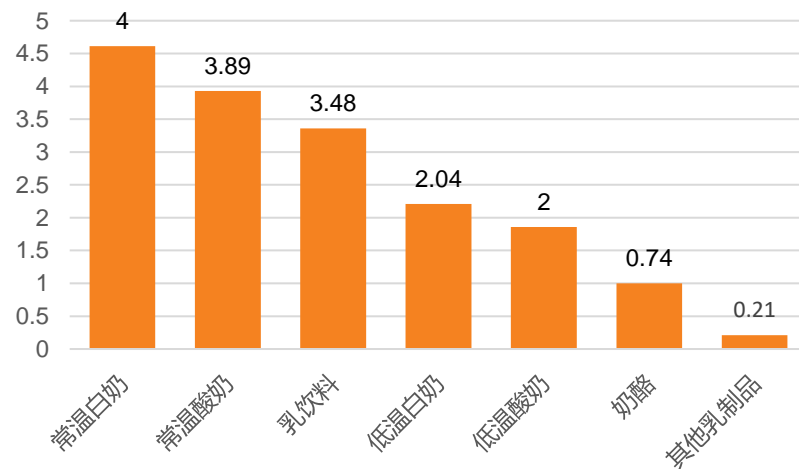
3、乳制品：常温仍为最主要品类，乳饮料增长居前列

➤ **产品销售及增长情况：**常温产品仍为主流，今年乳饮料增速居前列。根据综合得分来看，本次受访者的主销产品排名前四的是常温白奶、常温酸奶、乳饮料和低温白奶；从增长情况来看，今年增速排名前四的品类分别为常温白奶、常温酸奶、乳饮料和低温白奶。整体来看，乳饮料整体销售情况增长较快，已超越低温的白奶、酸奶品类。

图：按主销产品统计，各品类产品销售额综合得分排名



图：按主销产品统计，各品类产品销售额增速综合得分排名



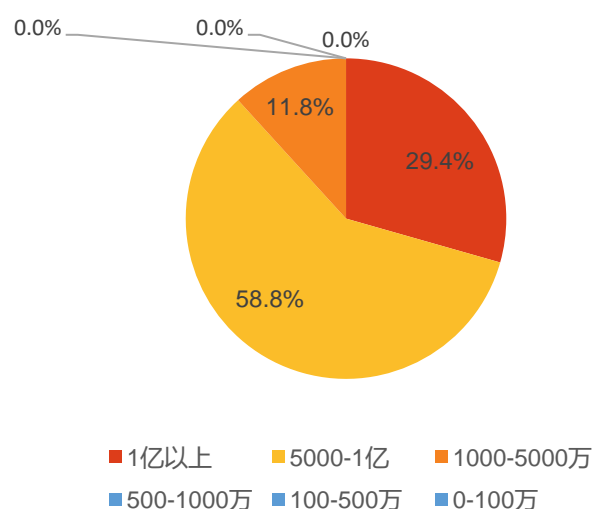
资料来源：天风食饮深圳115份调查问卷，天风证券研究所

*综合得分计算方法为：选项平均综合得分 = $(\sum \text{频数} \times \text{权值}) / \text{本题填写人次}$

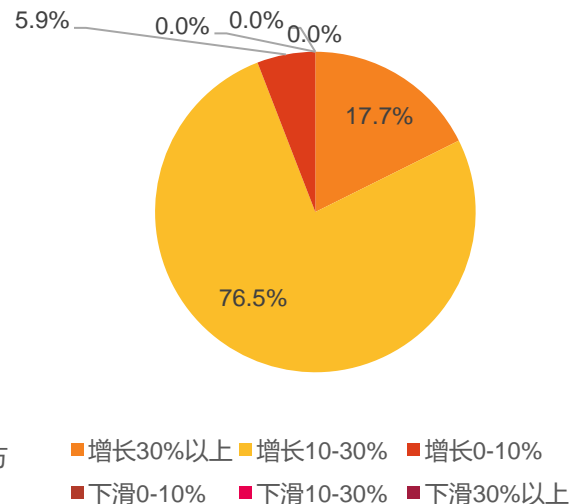
4、速冻制品-预制菜：复苏趋势明显，农产、水产、畜产产品销量增速最快

- **样本情况：年销售额1000-5000万元的企业占11.76%，5000万-1亿元的企业占58.82%，而1亿元以上的企业占29.41%。**
- **收入恢复情况：复苏趋势明显，规模较大的企业增速恢复更快。①同比2023年，约94%的受访企业实现同比正增长；年销售额规模1亿以上的企业恢复更明显。** 问卷显示，年销售额1亿元以上的企业中，超过50%的企业增速恢复至30%以上；年销售额5000万-1亿的企业中，90%的企业增速10-30%；年销售额1000-5000万的企业中，增速均在10%-30%区间。②**同比2019年，约60%的受访企业相较2019销售额增长在30%以上；其中，5000-1亿元销售规模企业恢复最快。**
- **盈利能力恢复情况：大部分企业的盈利能力逐步修复。** 公司目前毛利率普遍集中在30-50%；今年以来公司毛利率季度环比提升0-10pct和10-30pct的占比相同，为35.29%，季度环比下滑的占比为29.41%。横向对比看，不同规模的企业趋势类似。
- **对后市消费预期：短期看，小部分不同规模企业对短期消费恢复至疫情前水平存在忧虑；长期看，中大型企业长期消费能力恢复保持乐观，认为消费升级乃是大势所趋。**

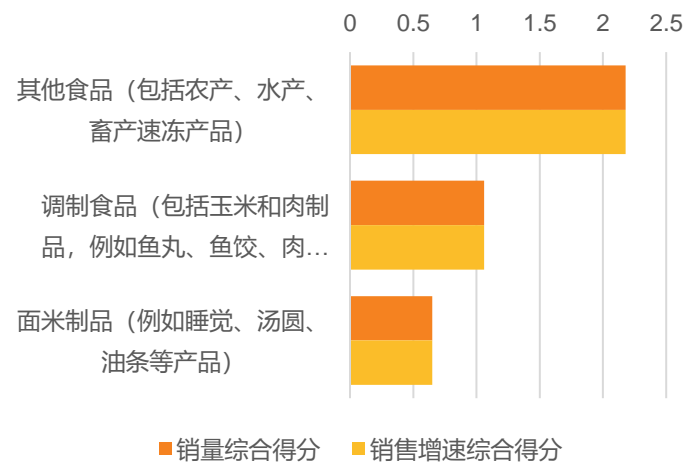
图：预制菜公司销售收入同比2023年情况



图：预制菜公司收入增速同比2023年情况



图：预制菜公司2024年销售量及销售增速最快的单品综合得分

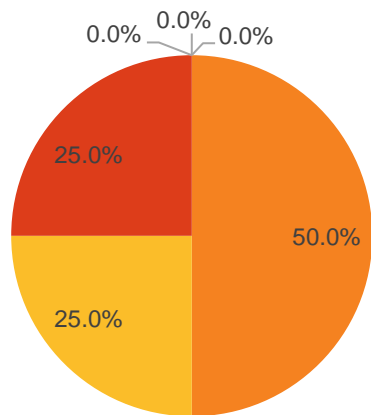


*综合得分计算方法为：选项平均综合得分 = (Σ 频数 × 权值) / 本题填写人次

4、速冻制品-烘焙类：大部分企业均实现增长，饼类成为销量及销售增速最快产品

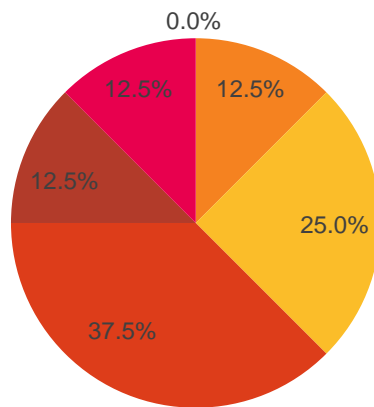
- **样本情况：**销售规模1000-5000万元的企业占25%，5000万-1亿元的企业占25%，1亿元以上企业占50%。
- **收入恢复情况：**同比去年大部受访分企业实现增长。本次受访者所在公司的销售规模均在千万以上。从恢复情况来看，有75%的受访者反馈所在公司今年销售情况同比去年实现了增长；与2019年相比，有50%的公司的营收增速达到了30%以上。
- **盈利能力恢复情况：**大部分受访者所在企业毛利率保持在15-50%，小部分毛利率在50%以上。本次受访者所在公司毛利率水平基本集中于10-50%的范围内，占比在62.5%。
- **对后市消费预期：**短期看，小部分不同规模企业对短期消费恢复至疫情前水平存在忧虑；长期看，中型企业对长期消费能力表示不乐观，而销售规模在1亿元以上的大型企业对消费能力恢复保持乐观，认为消费升级仍是大势所趋。

图：烘焙类公司销售收入同比2023年情况



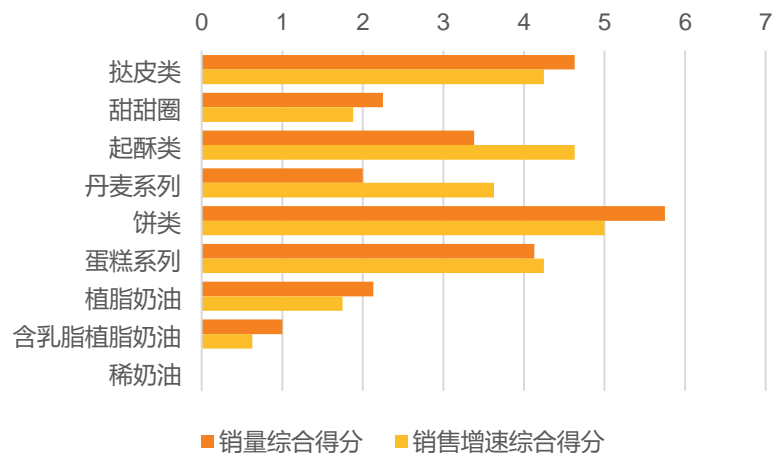
■ 1亿以上 ■ 5000-1亿 ■ 1000-5000万
■ 500-1000万 ■ 100-500万 ■ 0-100万

图：烘焙类公司收入增速同比2023年情况



■ 增长30%以上 ■ 增长10-30% ■ 增长0-10%
■ 下滑0-10% ■ 下滑10-30% ■ 下滑30%以上

图：烘焙类公司2024年销售量及销售增速最快的单品综合得分

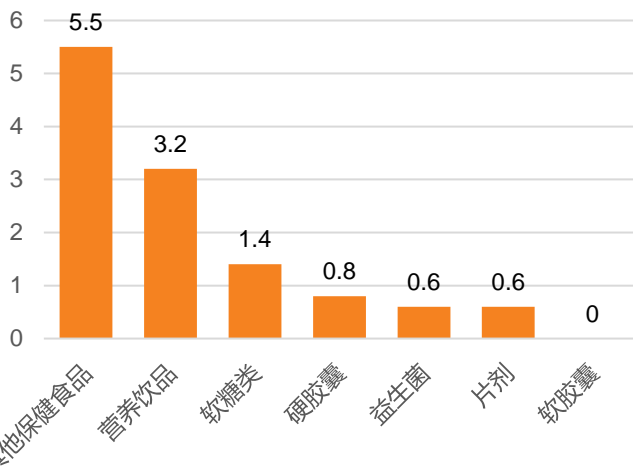


*综合得分计算方法为：选项平均综合得分 = (Σ 频数 × 权值) / 本题填写人次

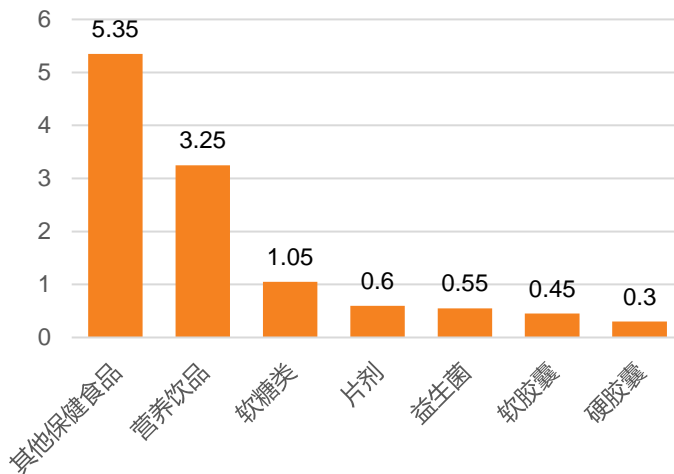
5、保健品：保健品公司盈利能力强，其他类保健食品增长较快

- **产品销售及增长情况：**参展商中其他保健食品类为主流，今年营养饮品增速仍在前列。根据综合得分来看，本次受访者的主销产品排名前三的是其他保健食品、营养饮品和软糖类保健品；从增长情况来看，今年增速排名前三的品类分别为其他保健食品、营养饮品和软糖类保健品。
- **销售规模及毛利率水平情况：**从销售规模来看，保健品类公司销售规模较大，95%的受访者的公司年销售额达5000万元以上，其中，70%的受访者销售额同比增速达10%-30%，全部受访者实现销售额正增长。九成受访者所在公司毛利率水平达30%以上，保健品类公司毛利率环比变动实现正增长。

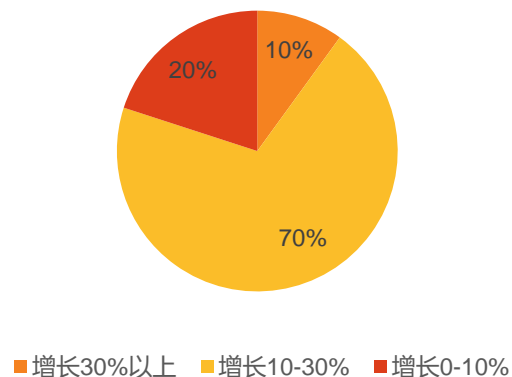
图：按主销产品统计，各品类产品销售额综合得分排名



图：按主销产品统计，各品类产品销售额增速综合得分排名



图：保健品公司销售收入同比2023年情况



*综合得分计算方法为：选项平均综合得分 = (Σ 频数×权值) / 本题填写人次

6、投资建议

- **休闲食品：**①**空间广阔，细分赛道孕育新机遇。**目前市场规模已突破万亿，呈现长期稳定增长。细分品类众多，其中糖果巧克力、膨化食品、饼干等西式零食，外资介入早+头部品牌成型，格局难颠覆；坚果、卤制品等中式传统品类，未形成头部垄断，或存在新品牌孕育机会，重视具备产品创新基因的龙头公司。重点推荐【盐津铺子】、【甘源食品】、【劲仔食品】等。②**渠道变革浪潮下，积极拥抱变化的品牌有望挖掘增量空间。**重视积极把握行业风口、布局零食渠道且具备强供应链的生产商。重点推荐【盐津铺子】，建议关注【万辰集团】。
- **乳制品：**从总量角度，在行业保持稳步增长的情况下，乳制品动销有望延续双节趋势进一步改善。我们建议关注拥有优质奶源供给壁垒的龙头【伊利股份】【蒙牛乳业】，目前对应2024年业绩均仅为15-16x（wind一致预期数据）。**成本端来看**，原奶价格阶段性底部，已跌破成本线。我们建议关注盈利能力持续提升、利润高速增长的【新乳业】。**其他乳制品赛道来看**，奶酪消费仍处培育阶段，未来增长前景广阔，我们建议关注奶酪行业龙头、新品创新能力突出的【妙可蓝多】等。
- **速冻制品：**①传统速冻行业集中度加速提升；②新兴预制菜板块处于高速成长期；③冷冻烘焙市场仍然处于高速成长阶段，据欧睿国际预计，2025年有望超3000亿元，再加上烘焙渗透率低而烘焙比例高于其他国家，我们预计渗透率存在较大提升空间，重点推荐【安井食品】、【千味央厨】、【立高食品】、【圣农发展】（农林牧渔组覆盖）等。
- **保健品：**我国VDS行业发展时间短，居民相关消费意识和习惯尚未成型，人均消费水平存在较高增长空间。主要市场增长驱动因素有三：①国民健康意识提升叠加生活改善带来健康需求跃升；②人口老龄化程度加深，银发经济带来新增长；③青年人心态转变，带来消费新势力。据欧睿国际，VDS市场2028年将达到2931.53亿元，未来增长空间可期。我们建议关注VDS龙头【汤臣倍健】、CDMO龙头【仙乐健康】、辅酶Q10供应商【金达威】（医药组联合覆盖）等。

7、风险提示

- 食品安全风险。主要体现为三个方面：一是食品质量安全监管的趋严，将促使行业公司加大投入而导致成本上升；二是国家有关添加剂的政策发生变化，如禁止添加某种添加剂或要求大幅减少，在短期难以迅速调整工艺配方的情况下可能会影响某种产品的生产经营；三是行业公司的运营过程中出现疏忽，发生食品安全问题或事故，可能影响公司的品牌和美誉度，从而对公司的业务、财务状况或经营业绩产生重大不利影响。
- 奶牛养殖疫病及自然灾害风险。如果国内大规模爆发牛类疫病或牧场奶牛遭受疫病侵害，则可能导致行业公司的奶牛生物资产带来减值或者原料供应不足的风险。
- 环保风险。乳制品及含乳饮料加工生产企业，属于国家环保部规定的重污染行业。公司的生产过程中会产生废水、废气、废渣等污染性排放物，如果处理不当会污染环境，对当地居民的生活带来不良影响；若公司员工未严格执行公司的管理制度，导致公司的污染物排放未达到国家规定的标准，可能导致公司被环保部门处罚甚至停产。
- 样本偏差值及样本代表性风险。因样本份数和地域差异，可能导致样本代表性具有差异。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS