

食品饮料行业跟踪周报

零食专题：效率为王，零食企业路径分化

增持（维持）

2024年06月03日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 罗頔影

执业证书：S0600523080002

luody@dwzq.com.cn

■ 投资要点

■ **零食下游渠道变革过程中，提高效率贯彻始终。**参考美日零售发展史，下游渠道长期向效率提升方向发展。从百货商店提供品牌商品为消费者降低选择成本，到美国会员制商超/日本折扣店等以渠道定位背书高质低价商品，都是渠道提效、为消费者提高购物体验的延伸。便利店、电商等渠道发展则依托于技术变革，为消费者缩短购物距离，同样提升了购物效率。下游如内容电商、零食量贩等渠道的蓬勃发展使得行业出现阶段性去品牌化，主动拥抱渠道的供应链型企业获得更高景气度。无论产品型企业，抑或是渠道/供应链型企业，在与渠道博弈共谋的过程里，高效供应链的要求贯彻始终。

■ **下游渠道多元发展将助推阶段性“去品牌化”，拥抱全渠+供应链提效的零食企业能在中短期把握高景气度。**从零售商自有品牌渗透率来看，中国与海外差距较大，截至2022Q2 西欧、东欧、北美分别达到36%、15%、14%，国内自有品牌渗透率约5%。目前国内零食下游渠道多元、碎片化的发展使得长尾品牌和白牌厂家收入快速增长，呈现出类自有品牌渗透率提升的趋势，步入阶段性“去品牌化”。类似美国会员制商超模式，快速发展的下游渠道更易以高周转、大规模获得更高议价权。积极主动拥抱它们的厂商能与渠道共振，获得更快的销售额增长。全渠道布局及与渠道博弈过程中，零食厂商的供应链效率将成为支撑销售额增速与利润率保障的致胜之法。

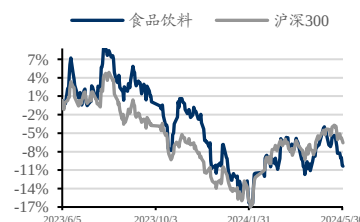
■ **零食行业品牌定价重塑进行时，短看红利期高景气，长看供应链竞争力提升。**1) **供应链/渠道型企业：**表观上在抓住渠道红利后，基本面和股价收获最佳表现。但本质上企业沉淀的高效供应链和品牌影响力是保障企业长期发展和抓取每次红利的重要竞争力。渠道/供应链型企业全品类扩张，可布局SKU数量多，在渠道红利期可释放更大动能。多SKU布局+不同渠道对商品定价、周转的不同要求，高效供应链是渠道/供应链型企业及时拥抱新渠道并健康发展的重要保障，长期沉淀的品牌影响力也将帮助企业在与下游渠道的博弈中获得更多话语权，实现全渠道布局。2) **产品型企业：**老牌产品型企业多在传统渠道、特殊渠道、或现代商超渠道时代获得基础成长，路径依赖下在渠道高速变革时代攫取红利略有迟缓。产品型企业均是自主生产，甚至在上游充分延伸，在大单品打造上，无论是完全自主创新还是Copy再创新路径，企业的研发、供应链能力都十分重要。虽然这类企业单一渠道可导入sku数量相对偏少，收入边际贡献低于供应链/渠道型企业；这类型企业的大单品对业绩贡献更大，全渠道放量后品类红利期更长。

■ **三只松鼠全域生态大会反馈：全渠布局思路清晰，锚定三年翻番目标。**5月29日，三只松鼠在上海召开全域生态大会，董事长章燎源提出三只松鼠将定位于制造型自有品牌零售商，实施高端性价比战略（本质是以更高效的全链条全要素底层架构实现更高端、更差异化的产品来创造顾客），为全渠道适配并运营全品类的零食。线上渠道端：公司短视频电商运营能力强，营销与销售共振，“抖+N”赋能全渠道。综合电商全面突破，供应链提效重新步入全面增长。线下渠道端：创始人亲自领衔线下分销渠道，定位双百战略（百万终端、百亿规模）；门店业务以五大店型布局线下门店业务。全渠布局思路清晰，锚定3年200亿收入目标。

■ **核心建议：**2024 食品饮料投资策略主线是低估值优质确定性成长+高股息率，辅线是经营改善，总体判断1月为中长期底部，随着稳定政策持续加码和风险偏好变化，主动改革和经营改善型公司值得加大重视，尤其部分公司初步得到数据验证，如三只松鼠。白酒淡季低位布局为主，推荐泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、老白干酒；贵州茅台、五粮液等，建议关注：珍酒李渡、伊力特。大众品看好成本红利的啤酒和部分零食调味品，青岛啤酒、重庆啤酒、三只松鼠、盐津铺子、劲仔食品、千禾味业、安井食品、中炬高新。建议关注：香飘飘。高股息推荐：颐海国际、海底捞、养元饮品、承德露露。

■ **风险提示：**原材料成本波动预期、行业竞争加剧风险、食品安全问题。

行业走势



相关研究

《小龙虾产业链专题：24年产量扩张

压低采购价格，复调有望受益》

2024-05-27

《大众品成本专题：原材料成本普遍

下行，盈利弹性凸显》

2024-05-13

内容目录

1. 周专题：效率为王，零食企业发展路径分化，	4
1.1. 零食行业渠道变革：提高效率贯彻始终	4
1.2. 个股复盘：短看红利期高景气，长看供应链竞争力提升	7
1.3. 三只松鼠全域生态大会：全渠布局思路清晰，锚定三年翻番目标	10
2. 食品饮料核心推荐及风险提示	12
3. 本周食品饮料行情回顾	12
3.1. 板块表现	12
3.2. 外资持股数据更新	13
3.3. 板块估值	13
4. 行业重点数据跟踪	14
4.1. 白酒批价数据	14
4.2. 乳制品重点数据	14
4.3. 肉制品重点数据	15
4.4. 啤酒重点数据	16
4.5. 调味品重点数据	16
5. 本周行业要闻	17
6. 风险提示	18

图表目录

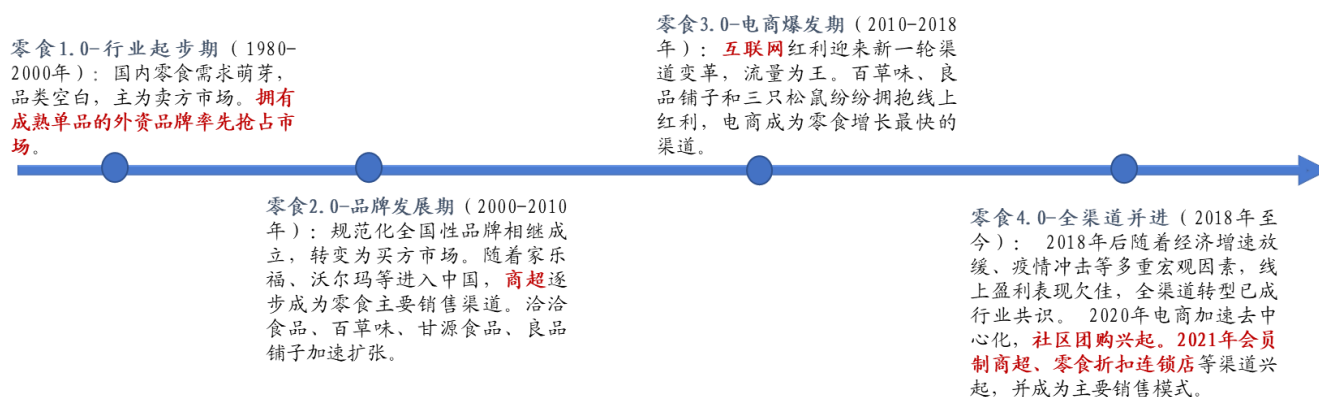
图 1:	中国零食行业渠道变革史.....	4
图 2:	日本零售业发展史.....	5
图 3:	美国零售业渠道发展史.....	6
图 4:	2022Q2 全球零售商自有品牌份额.....	7
图 5:	2023Q1 全球主要零售商自有品牌份额前十国家.....	7
图 6:	2023 年头腰尾部零食厂商在各渠道的销售份额.....	7
图 7:	渠道/供应链型零食企业（盐津铺子、三只松鼠）股价复盘（单位：元/前复权）.....	8
图 8:	产品型零食企业（洽洽食品、甘源食品、劲仔食品）股价复盘（单位：元/前复权）.....	9
图 9:	渠道/供应链型零食企业营收单季度 yoy（单位：%）.....	10
图 10:	产品型零食企业营收单季度 yoy（单位：%）.....	10
图 11:	本周申万一级行业涨跌幅.....	12
图 12:	本周食品饮料子板块涨跌幅.....	12
图 13:	食品饮料行业陆股通持股（%）.....	13
图 14:	各行业陆股通持股占流通市值的比例（%）.....	13
图 15:	餐饮行业当年归母净利润同比增速及动态 PE.....	14
图 16:	白酒行业当年归母净利润同比增速及动态 PE.....	14
图 17:	高端酒批价走势（元/瓶）.....	14
图 18:	次高端酒批价走势（元/瓶）.....	14
图 19:	生鲜乳均价（元/千克）.....	15
图 20:	牛奶及酸奶零售价（元/升）.....	15
图 21:	生猪和仔猪价格（元/千克）.....	15
图 22:	猪粮比价.....	15
图 23:	啤酒产量（万吨）.....	16
图 24:	进口大麦单价（美元/吨）.....	16
图 25:	黄豆期货价格（元/吨）.....	16
图 26:	国内大豆价格（元/吨）.....	16
图 27:	国内食糖价格（元/吨）.....	17
图 28:	食盐价格零售价（元/公斤）.....	17
表 1:	本周（2024/5/27-2024/6/2）食品饮料板块内个股涨跌幅前五.....	12

1. 周专题：效率为王，零食企业发展路径分化，

1.1. 零食行业渠道变革：提高效率贯彻始终

国内零食渠道历经四次变革，渠道效率不断提升。回溯我国零食行业四十余年渠道变迁，从过去以传统渠道为主，渠道效率低下，到 21 世纪后商超渠道迈入黄金发展期，商超渠道为消费者提供了重要品质背书，降低消费者选择成本；2010 年后互联网渠道引发新一轮渠道变革，传统电商渠道以其便利性、价格透明性为消费者提供了更高效的购物体验；2018 年以来渠道趋向多元化、碎片化，社区团购、会员制商超、零食量贩等新渠道崛起，本质是“性价比”新趋势的确立，不同消费群体能通过不同渠道获得更物美价廉、质高价优的商品。复盘每一轮零食渠道的变革，渠道不断向高效化演进，在去打变革背景下，零食企业发展态势有所分化，抓住渠道变革红利的企业都将乘风而上。

图1：中国零食行业渠道变革史



数据来源：36Kr，东吴证券研究所

我国现代渠道发展以前，零售商都是以小商铺的形式存在，称为夫妻老婆店，没有超市、百货中心、连锁店的概念。这些小店只是从批发商那里进货，然后加价出售给附近居民，或者城市游客，消费者消费体验较差，购物效率较低。参考美日零售发展史，效率提升贯彻始终。

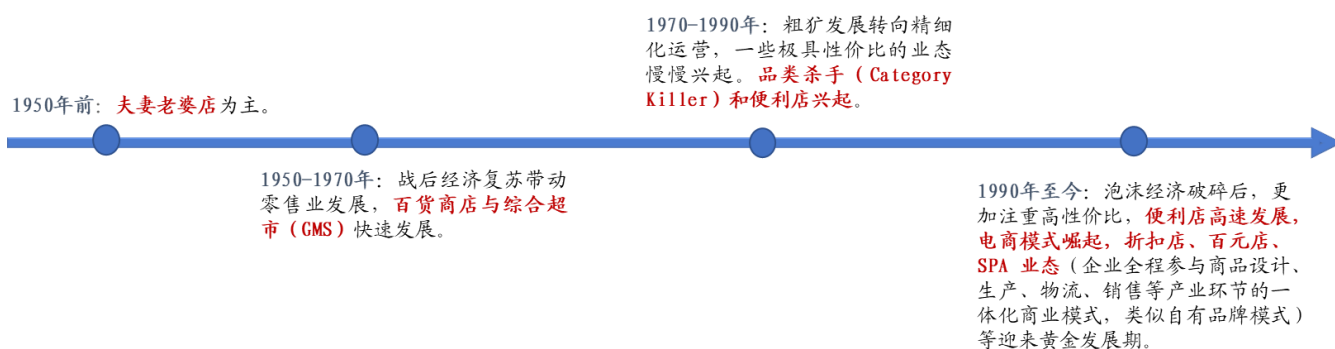
日本零售发展史：日本现代渠道从 1950 年开始主要历经三个阶段的变迁。

- 1950-1970 年，日本战后经济复苏带动百货商店与综合超市（GMS）快速发展，GMS = 连锁+超市+折扣店，主要满足“新中产”标准化与一站式购物的需求，提高了消费者选购商品的效率。
- 1970-1990 年，由于两次石油危机和布雷顿-森林体系的崩溃，整个日本经济都很低迷。日本在第一消费时代经历了一个粗犷扩张时期后，很多企业意识到对于资源匮乏的日本来说，低成本，低消耗和高效率的运营是至关重要的，于是开始转向精细运营，比如柔性制造、工程管理，一些极具性价比的业态慢慢兴起。1980 年后进入日本泡沫经济时期，阶层分化出现。GMS（大型综合超市）

依然是市场主力，但大量品类杀手（Category Killer）出现，比如早期只卖家具的 Nirori、早期只卖五金的 TokyuHands，他们在品类选择深度和性价比上比GMS 更有优势。80 年后期，日本进入泡沫经济疯狂期，百货店高速增长，同时主打高频刚需的便利店业态强势崛起。

- 1990 年以来：日本进入泡沫经济破灭期，高性价比、去品牌化（Muji 等兴起）助推了新一轮渠道变革。在日本代表大消费升级的百货业开始迅速进入萧条；便利店以时间、距离、商品的便利性取胜，迎来高速发展期；极致低价业态迅速崛起，大创、Seria 等日本百元店收入增长迅猛。电商模式也同步进入快速发展期。

图2：日本零售业发展史



数据来源：钟鼎资本，虎嗅网等公开资料，东吴证券研究所

美国零售发展史：美国现代渠道从 1850 年开始历经四个阶段的变迁：

- 1850-1950 年：美国的商业和经济领域发生了巨大变化，随着越来越成功和富裕的美国人拥有更广泛的品味，梅西百货（1858 年）、布鲁明戴尔百货（1861 年）和西尔斯百货（1886 年）等百货商店开始在纽约市和芝加哥等城市涌现。这些商店不仅仅销售商品，还提供演示、讲座和娱乐活动，以吸引那些寻求如何最好地利用可支配收入的新富顾客。
- 1950-1960 年：购物中心通常以一家大型百货公司为中心，周围还有一簇其他商店。二战结束后，美国经历了长达 20 年的经济快速增长，2/3 美国家庭达到中等收入水平，家庭可支配收入稳步上升。同时随着汽车普及，越来越多的人离开城市，从郊区通勤。购物中心不仅提供购物场所，还成为人们的文化和社交中心，是符合消费升级，提升消费购物体验的渠道变革。
- 1960-1990 年：超市、会员制商超模式快速发展。1962 年，第一家沃尔玛在阿肯色州罗杰斯开业。同年，塔吉特和凯马特也开设了第一家门店。性价比购物逐渐为消费者带来更强的吸引力，与百货商店和购物中心不同，这些大型零售商更注重自助服务和周转效率，消费者能以低得多的价格购买到所需商品。70 年代美国经济开始走向衰退，“滞胀”终结了二战后长达 20 多年的繁荣，期间

高失业率伴随高通货膨胀，美国家庭财富大量蒸发。提供折扣商品的会员制商超、折扣商超迎来黄金发展期，大型折扣商场迅速抢占了日用品消费市场并扩张自己的地盘，以高周转、大规模在与供应商的博弈上获得了更高议价权。

- 1990年以来:技术变革使电商模式以其便利性和高效快速发展(1995年的eBay和1996年的Amazon),电商能帮助消费者在一天中的任何时间、任何地点进行研究、查看评论、比较价格和购买。

图3: 美国零售业渠道发展史

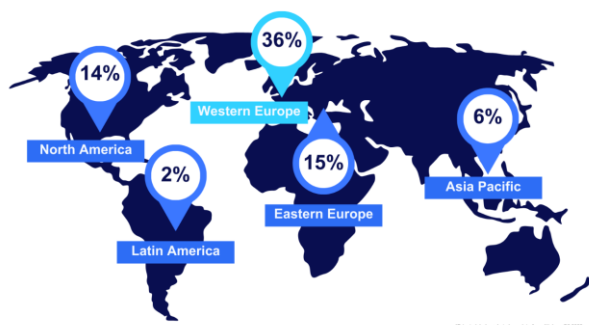


数据来源: Bigcommerce, 零售老板内参公众号, 东吴证券研究所

总结: 渠道变革适应了不同阶段的需求, 高效贯彻始终。经济高速发展期, 百货商店、购物中心、GMS 等为消费者提供一站式购物体验, 品牌能为消费者提供品质背书, 降低选择成本; 精细化发展期, 消费者出现需求分化, 性价比与品质要求兼而有之, 品类杀手(Category Killer)、便利店、会员制商超更能满足中产阶级需求, 品类杀手为消费者选择垂直品类的品质和价格提供了更高效率。便利店以购物便捷性获得快速发展, 会员制商超为美国中产直接提供了低价高质的商品; 日本泡沫经济破灭后, 折扣店、百元店等模式为消费者直接提供了极致高性价比的购物场所; 电商模式以其购物便捷性在各国快速发展。渠道的多次变革本质上都是为消费者降低选择成本, 提供更好、更便利的购物体验, 提高购物效率。

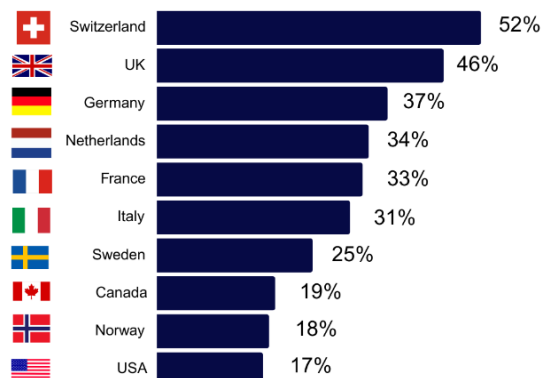
零食下游渠道多元发展将助推阶段性“去品牌化”。从零售商自有品牌渗透率来看, 中国与海外差距较大, 截至2022Q2 西欧、东欧、北美分别达到36%、15%、14%, 国内自有品牌渗透率约5%。目前国内零食下游渠道多元、碎片化的发展使得长尾品牌和白牌厂家收入快速增长, 呈现出类自有品牌渗透率提升的趋势, 步入阶段性“去品牌化”。以电商渠道为例, 头部零食厂商依旧依赖传统电商平台如天猫, 腰部零食厂商在京东、天猫都有发展, 并在京东成长更快, 而尾部零食厂商则更依赖于抖音电商平台。内容电商通过内容营销和直播销售, 将更多长尾品牌带到消费者面前。

图4：2022Q2 全球零售商自有品牌份额



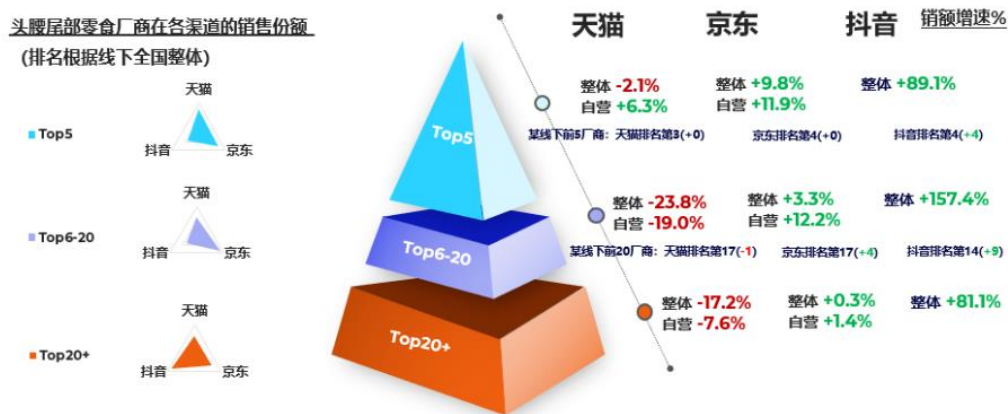
数据来源：Nielsen，东吴证券研究所

图5：2023Q1 全球主要零售商自有品牌份额前十国家



数据来源：Nielsen，东吴证券研究所

图6：2023 年头腰尾部零食厂商在各渠道的销售份额



数据来源：Nielsen，东吴证券研究所

拥抱全渠+供应链提效的零食企业能在中短期把握渠道变革红利，同时沉淀长期竞争力。类似美国会员制商超模式，快速发展的下游渠道更易以高周转、规模经济获得更高议价权。积极主动拥抱它们的厂商能与渠道共振，获得更快的销售额增长。同时，全渠道布局及与渠道博弈过程中，零食厂商的供应链效率将成为支撑销售额增速与利润率保障的致胜之法。

1.2. 个股复盘：短看红利期高景气，长看供应链竞争力提升

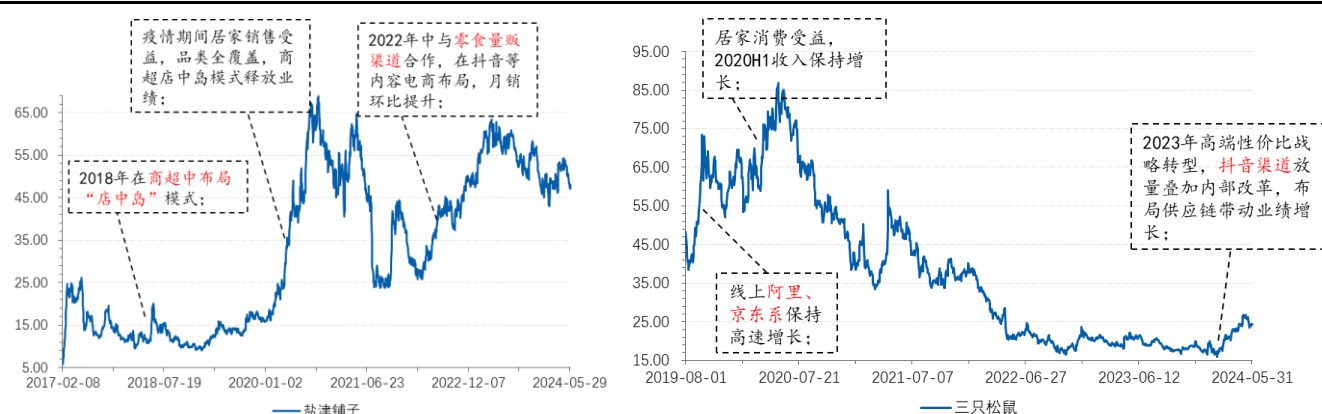
复盘零食个股表现，供应链&产品型零食企业分别在渠道和大单品红利期收获最佳表现，长期把握的仍是企业沉淀的竞争力。

供应链/渠道型企业：盐津铺子 2018 年在商超中加强布局“店中岛”模式，不断完善多品类运营，2020 年在商超居家疫情期实现业绩爆发，股价同样表现强劲；商超渠道人流下降后，盐津积极探索新渠道，在 2021 年中开始与零食量贩渠道、抖音等内容电商平台合作，收入进入连续快速增长期。三只松鼠在 2019 年传统电商流量红利末期仍

然保持高增，股价走强；在传统电商流量受到冲击后，业绩进入瓶颈期；2022 年底公司提出高端性价比战略转型，2023Q3 开始抖音渠道放量，收入止跌并实现快速增长。表观上看，供应链/渠道型企业在抓住渠道红利后，与渠道共振，基本面和股价收获最佳表现。但本质上企业沉淀的高效供应链和品牌影响力是保障企业长期发展和抓取每次红利的重要竞争力。渠道/供应链型企业全品类扩张，可布局 SKU 数量多，在渠道红利期可释放更大动能。多 SKU 布局+不同渠道对商品定价、周转的不同要求，高效供应链是渠道/供应链型企业及时拥抱新渠道并健康发展的重要保障，长期沉淀的品牌影响力也将帮助企业在与下游渠道的博弈中获得更多话语权，实现全渠道布局。

产品型企业：洽洽食品在 2015 年推出蓝袋瓜子，2017 年布局坚果并推出小黄袋每日坚果，收获第二成长曲线，叠加 2020 年居家消费受益，线上放量，蓝袋与小黄袋大单品红利助推公司业绩重回双位数增长。甘源食品过去以老三样为主，2021 年公司安阳工厂投产，口味型坚果、花生、烘焙等产品占比不断提升，同年 10 月为山姆芥末味坚果代工，进入放量期，该产品同时在其他渠道投放大单品红利释放；2022 年下半年以来公司布局零食量贩等渠道，收获渠道变革红利；劲仔食品过去主打小鱼产品，主要以小包定量装在流通渠道销售，2021 年底公司通过大包装战略布局现代渠道，2022 年业绩与股价表现向好；2022 年底新产品鹌鹑蛋开始成为行业明星单品，再为 2023 年收入增速添动能，大单品红利带动股价再次进入上升期。老牌产品型企业多在传统渠道、特殊渠道、或现代商超渠道时代获得基础成长，路径依赖下在渠道高速变革时代攫取红利略有迟缓。产品型企业均是自主生产，甚至在上游充分延伸，在大单品打造上，无论是完全自主创新还是 Copy 再创新路径，企业的研发、供应链能力都十分重要。虽然这类企业单一渠道可导入 sku 数量相对偏少，收入边际贡献低于供应链/渠道型企业；这类企业的大单品对业绩贡献更大，全渠道放量后品类红利期更长。

图7：渠道/供应链型零食企业（盐津铺子、三只松鼠）股价复盘（单位：元/前复权）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图8: 产品型零食企业(洽洽食品、甘源食品、劲仔食品)股价复盘(单位: 元/前复权)



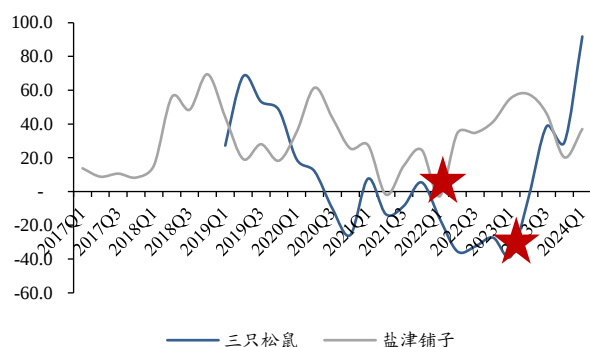
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

零食行业中短期仍在演绎高性价比趋势下的渠道变革, 供应链/渠道型企业将攫取更多红利。

供应链/渠道型企业: 盐津铺子、三只松鼠作为零食中的渠道型企业, 先后积极转型, 拥抱渠道变革机遇, 迎合“高性价比”趋势, 向全渠道转型。盐津铺子自2021年转型升级以来, 2022Q2收入端开始显现较强势能; 2022年底三只松鼠提出“高端性价比”战略, 积极布局抖音渠道, 辣卤礼包、鹌鹑蛋、沙琪玛、鳕鱼肠等多款新品位列抖音对应类目TOP1, 2023Q2收入端重新步入快速增长期间。

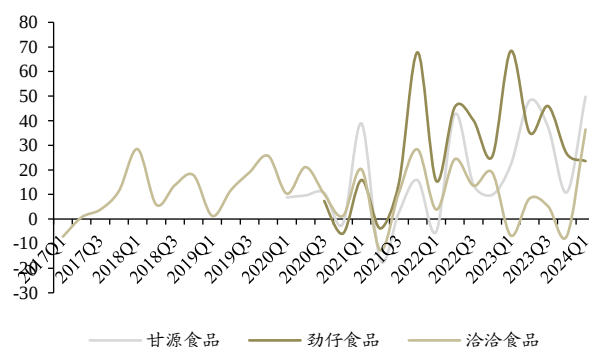
产品型企业: 产品型企业以强势大单品布局全渠道, 享受行业渠道变革红利。甘源食品在零食量贩渠道月销持续爬坡带动收入快速增长, 但电商渠道2023年收入增速略低于预期; 劲仔食品以大包装规格产品布局现代渠道、零食渠道同步放量, 尤其鹌鹑蛋明星大单品持续放量驱动公司收入快速增长, 2023年公司鹌鹑蛋实现营收超3亿元, 贡献20%增速; 洽洽食品瓜子大单品因需求疲软使得收入端整体承压, 零食量贩渠道布局边际贡献略显疲弱。

图9：渠道/供应链型零食企业营收单季度 yoy(单位：%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：产品型零食企业营收单季度 yoy(单位：%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

零食行业品牌定价重塑进行时，短看景气度，长看供应链效率+品牌竞争力。参考美日零售发展史，下游渠道长期向效率提升方向发展。从百货商店提供品牌商品为消费者降低选择成本，到美国会员制商超/日本折扣店等以渠道定位背书高质低价商品，都是渠道提效、为消费者提高购物体验的延伸。便利店、电商等渠道发展则依托于技术变革，为消费者缩短购物距离，同样提升了购物效率。下游如内容电商、零食量贩等渠道的蓬勃发展使得行业出现阶段性去品牌化，主动拥抱渠道的供应链型企业获得更高景气度。无论产品型企业，抑或是渠道/供应链型企业，在与渠道博弈共谋的过程里，高效供应链的要求贯彻始终，沉淀的品牌力也将是保障长期全渠发展的重要竞争力。

1.3. 三只松鼠全域生态大会：全渠布局思路清晰，锚定三年翻番目标

本周三（5月29日）三只松鼠召开全域生态大会，要点如下：

三只松鼠定位于制造型自有品牌零售商，实施高端性价比战略，锚定3年200亿收入目标。董事长章燎源认为当下国内零食行业的总矛盾是总供给过剩且多元与总需求的相对不足，2023年中国休闲零食市场1.1万亿规模，线上占比2成、线下占比8成（其中百强连锁2成，BCD门店6成，万亿零食里面品牌只占30%、剩下都是白牌）。公司锚定三年200亿目标，信心十足。三只松鼠将定位于制造型自有品牌零售商，实施高端性价比战略（本质是以更高效的全链条全要素底层架构实现更高端、更差异化的产品来创造顾客），布局D+N（抖音+全渠道），为全渠道适配并运营全品类的零食。

坚果/果干品类系未来3年最好的生意，公司将践行长期主义布局发展。公司预计未来5年全球坚果原料产量供应增加30%+，价格将更具备性价比；消费场景从零食延展至膳食主食；目前国内坚果人均消费量为世界平均水平的60%，为美国平均水平的20%，潜力空间大。公司品销合一，适配全渠道，布局全产品尺寸、全销售形式、全消费场景。供应链端与全球顶级原料农场深度合作，践行高端性价比。未来三年目标为一个品类适

配全渠道，目标品类矩阵是 3 个 10 亿+、5 个 5 亿+、20 个 1 亿+单品，坚果和果干品类在未来三年合计收入达到 130 亿元。

零食品类供应链提效，“抖+N”全渠道布局，三年“百亿”目标。2024 年 1-4 月公司零食板块实现翻番式增长，2023 年 1-12 月年度上新 1118 款，平均每天 3 款，缔造行业新速度（不含三方品类），2023 年 1 月-2024 年 4 月 54 款单品破千万，实现收入 19.27 亿。公司品类边界不断拓宽，全品类经营能力增强。提出“三十”计划，即 10 款亿级大单品、10 家过亿供应商、10 个投资供应链，三年瞄准“百亿”目标，实现售点数线上 100w+个，线下 100w+个，零食年销百亿元。

短视频电商运营能力强，营销与销售共振，“抖+N”赋能全渠道。年货创造 17 亿 GMV 新纪录。以短视频测品、40 万+达人动销、布局 25+个直播间。公司具备同时开播 100 直播间、每日生产 1000 条短视频、分销 1000 个大单品的能力。

创始人亲自领衔线下分销渠道，定位双百战略（百万终端、百亿规模）。区域经销三年目标 60 亿，KA 商超三年业绩目标 20 亿+，礼品团购实现三年业绩目标 20 亿+。分销品类 23 年礼盒占 67%，日常 33%；坚果 84%，零食 16%。BCD 超覆盖不足，公司将逐步从礼盒拓展到日销品，从坚果拓展到全品类、从现代渠道拓展至全渠道。分销组织模式实施分销三级扁平化架构，总部赋能支持，省区作为关键经营单元，区域合伙人负责终端有效铺市。

综合电商全面突破，供应链提效重新步入全面增长。2023 年 7 月至 2024 年 5 月底主站用户增长 50%，坚果品类增长 35%。零食 45 款超千万大单品，3 款过亿单品，7 款超 5000 万单品。在拼多多、微信私域、得物、1688、近场电商全面突破，以适配为原则实现核心渠道货盘重塑，物流供应链降本 20%。

五大店型布局线下门店业务。五大店型（旗舰店、标准店、精品店、Mall 店、档口店）匹配不同区域。6 月 30 日前推出 133 家新店型，0 加盟费、装修利润、货品费用，旗舰店/标准店/精品店分别投入 40/30/20 万。竞争优势来自货盘差异化、高效组织模式、多元店型、独有心智价值和国民品牌认知。

小鹿蓝蓝定位儿童高端健康零食品牌，全品类布局。24Q1 小鹿蓝蓝收入同比增长 85%，全品牌全渠道扭亏为盈，24 年目标 10 亿。22 号定位会员上新日，全品牌泛品销协同。

公司在高端性价比战略下经营拐点已现，持续重点推荐。我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 102/138/177 亿元，分别同比增长 43%/35%/28%，预计归母净利润 4.05/5.62/7.32 亿元，同比+84%/+39%/+30%，EPS 分别为 1.01/1.40/1.83 元，截止 2023 年 5 月 31 日对应 PE 分别为 24x、17x、13x，持续推荐。

2. 食品饮料核心推荐及风险提示

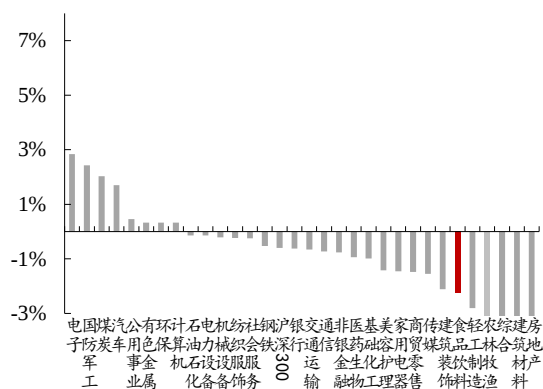
我们认为，完整的 2024 年食品饮料投资策略的主线是低估值优质确定性成长+高股息率标的，辅线是经营改善标的。从位置来看，1 月中旬是市场中长期底部，随着风险偏好变化，改革和改善型公司值得加大重视，尤其部分改善型公司初步得到数据验证，如三只松鼠等。白酒淡季低位布局为主，推荐泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、老白干酒；贵州茅台、五粮液等，建议关注：珍酒李渡、伊力特。大众品看好成本红利的啤酒和部分零食调味品，青岛啤酒、重庆啤酒、三只松鼠、盐津铺子、劲仔食品、千禾味业、安井食品、中炬高新。建议关注：香飘飘。高股息推荐：颐海国际、海底捞、养元饮品、承德露露等。

3. 本周食品饮料行情回顾

3.1. 板块表现

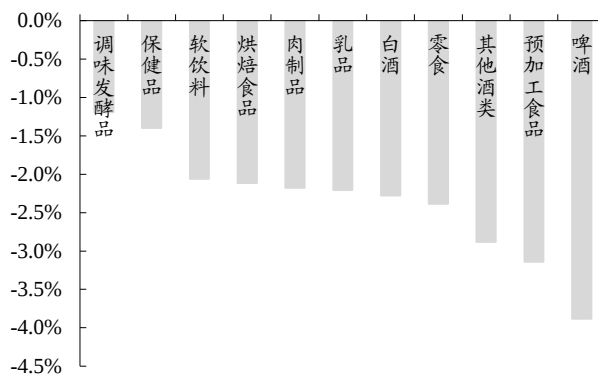
本周（2024/05/27-2024/06/02）上证指数下跌 0.07%，深证成指下跌 0.64%，申万食品饮料指数下跌 2.26%，在申万一级行业（2021）中排名第 27。从食品饮料子行业来看，本周板块涨幅前三的是调味发酵品（-1.19%）、保健品（-1.40%）、软饮料（-2.06%）。

图11：本周申万一级行业涨跌幅



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图12：本周食品饮料子板块涨跌幅



数据来源：Wind、东吴证券研究所

个股方面，食品饮料板块中总统计 110 家公司，其中上涨 14 家，下跌 96 家。涨幅前五分别是：*ST 西发（+7.54%）、西麦食品（+6.80%）、三只松鼠（+3.53%）、日辰股份（+2.75%）、泉阳泉（+1.84%）；跌幅前五分别是：西部牧业（-20.56%）、*ST 莫高（-9.86%）、顺鑫农业（-8.45%）、得利斯（-8.35%）、佳隆股份（-6.99%）。

表1：本周（2024/5/27-2024/6/2）食品饮料板块内个股涨跌幅前五

涨幅前五名	周涨幅(%)	收盘价(元)	跌幅前五名	周涨幅(%)	收盘价(元)
*ST 西发	7.54%	6.7	西部牧业	-20.56%	6.49

西麦食品	6.80%	15.4	*ST 莫高	-9.86%	5.85
三只松鼠	3.53%	24.31	顺鑫农业	-8.45%	18.95
日辰股份	2.75%	23.54	得利斯	-8.35%	4.17
泉阳泉	1.84%	7.73	佳隆股份	-6.99%	1.73

数据来源：Wind、东吴证券研究所

3.2. 外资持股数据更新

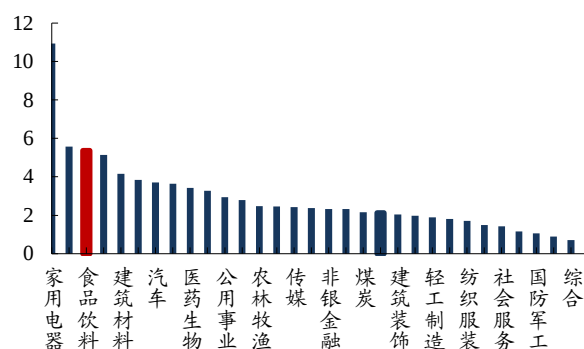
从沪（深）港通持股情况来看，2024 年 5 月 31 日食品饮料行业陆股通持股占流通市值比例为 5.23%，环比 4 月底下滑 0.08pct，排在 A 股各行业 90%分位。

图13：食品饮料行业陆股通持股（%）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图14：各行业陆股通持股占流通市值的比例（%）

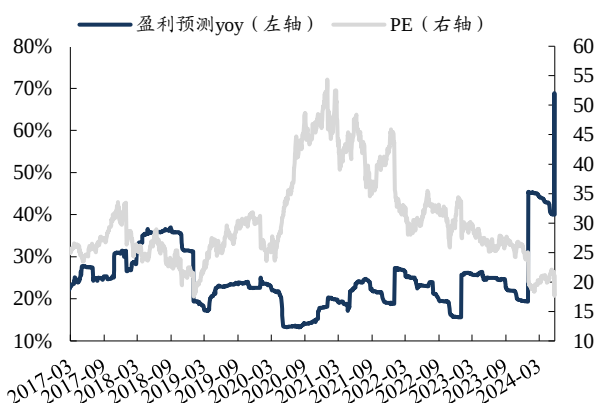


数据来源：Wind、东吴证券研究所

3.3. 板块估值

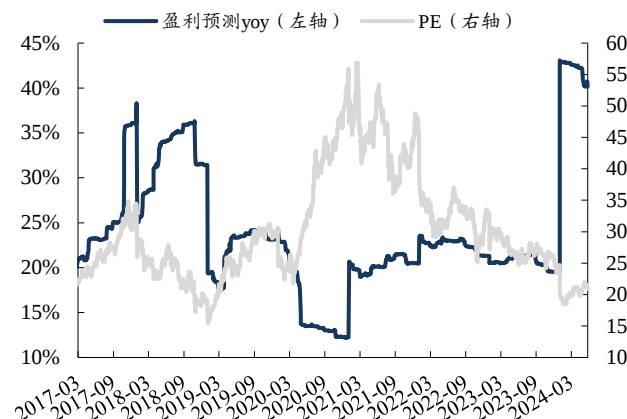
2024 年 5 月 31 日食品饮料行业 2024 年预期归母净利润同比增速为 39.98%，处于 17 年以来 93.43%的历史分位；24 年 5 月 31 日板块市值对应的 24 年动态 PE 为 20.6X，处于 17 年以来 5.47%的历史分位。白酒行业 2024 年预期归母净利润同比增速为 40.14%，处于 17 年以来 93.43%的历史分位；24 年 4 月 3 日板块市值对应的动态 PE 为 20.4X，位于 17 年以来 8.63%的历史分位。

图15: 餐饮行业当年归母净利润同比增速及动态 PE



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图16: 白酒行业当年归母净利润同比增速及动态 PE



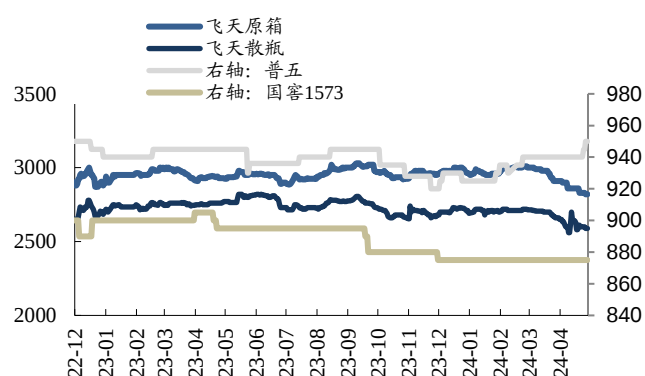
数据来源: Wind、东吴证券研究所

4. 行业重点数据跟踪

4.1. 白酒批价数据

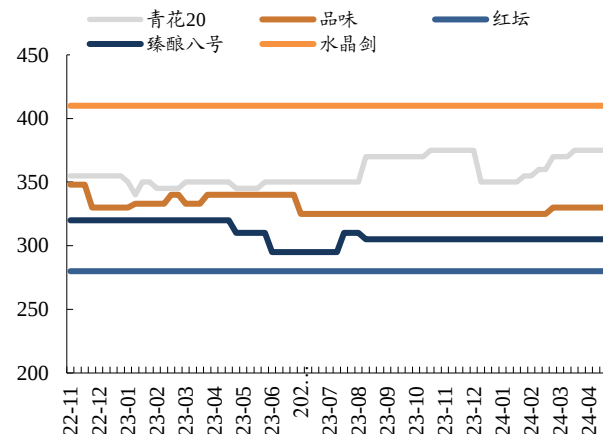
高端白酒批价: 截至 2024.06.02, 茅台 23 年整箱批价 2740 元/瓶 (单位下同), 环比前一周下降 30 元, 23 年散瓶批价 2540 元, 环比前一周下降 20 元, 茅台 1935 批价 830 元, 环比前一周下降 20 元; 五粮液批价 950 元, 环比前一周持平; 国窖 1573 批价 875 元, 环比持平。

图17: 高端酒批价走势 (元/瓶)



数据来源: 茅粉鲁智深、东吴证券研究所

图18: 次高端酒批价走势 (元/瓶)



数据来源: 今日酒价、东吴证券研究所

4.2. 乳制品重点数据

国内原奶价格: 2024 年 5 月 23 日内蒙、河北等 10 个奶牛主产省 (区) 生鲜乳平均价格 3.37 元/千克, 同比下降 12.7%, 环比下降 0.3%。

乳制品进口量及价格: 根据中国奶业协会数据显示, 2024 年 1-3 月我国大包粉进口数量 22.34 万吨, 进口金额 7.36 亿元; 均价 3293 美元/吨。

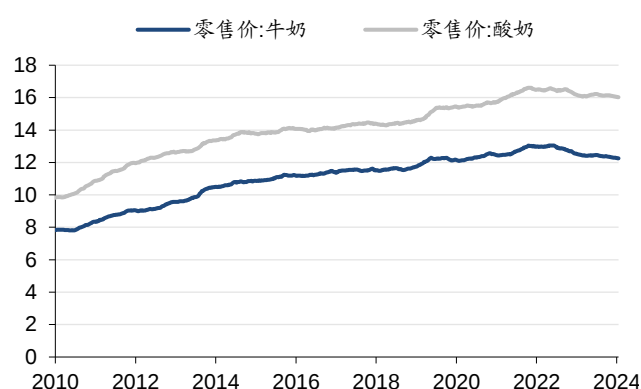
终端价格: 2024 年 5 月 24 日, 进口婴幼儿奶粉零售均价 268.36 元/千克, 同比上升 0.7%, 国产奶粉均价 226.24 元/千克, 同比上升 2.1%。牛奶零售价 12.23 元/升, 同比下降 1.9%; 酸奶 16.00 元/升, 同比下降 0.6%。

图19: 生鲜乳均价 (元/千克)



数据来源: wind、东吴证券研究所

图20: 牛奶及酸奶零售价 (元/升)



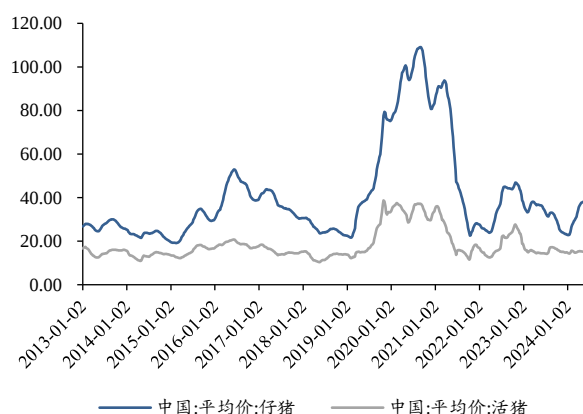
数据来源: wind、东吴证券研究所

4.3. 肉制品重点数据

生猪价格: 2024 年 5 月 23 日生猪价格为 15.65 元/千克, 环比+2.69%, 仔猪价格为 38.82 元/千克, 环比上升 1.68%。

猪粮比价: 2024 年 5 月 24 日为 7.21。

图21: 生猪和仔猪价格 (元/千克)



数据来源: wind、东吴证券研究所

图22: 猪粮比价



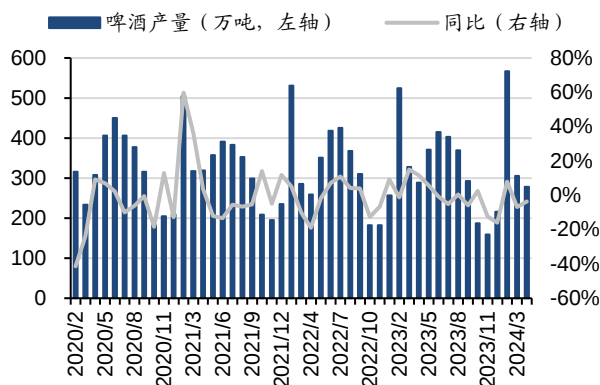
数据来源: wind、东吴证券研究所

4.4. 啤酒重点数据

啤酒产量：2024 年 4 月，我国啤酒产量为 278 万吨，同比下降 3.7%。

进口大麦价格：2024 年 4 月，进口大麦单价为 273 美元/吨，同比下降 26.9%，环比下降 1.4%。

图23：啤酒产量（万吨）



数据来源：wind、东吴证券研究所（注：每年2月数值为1-2月累计值，其他月份为当月值）

图24：进口大麦单价（美元/吨）



数据来源：wind、东吴证券研究所

4.5. 调味品重点数据

大豆价格：2024 年 5 月 31 日数据，非转基因大豆的主要标的黄大豆 1 号价格为 4652 元/吨，同比下降 7.7%，环比下降 0.45%。

食糖价格：2024 年 5 月 23 日数据，食糖价格 6689 元/吨，同比下降 8.76%，环比下降 0.01%。

食盐价格：近 5 年食盐价格呈上升趋势，2024 年 5 月 24 日价格为每公斤 5.29 元。

可可价格：可可价格环比上升，2024 年 4 月为 9876.58 美元/吨。

图25：黄豆期货价格（元/吨）

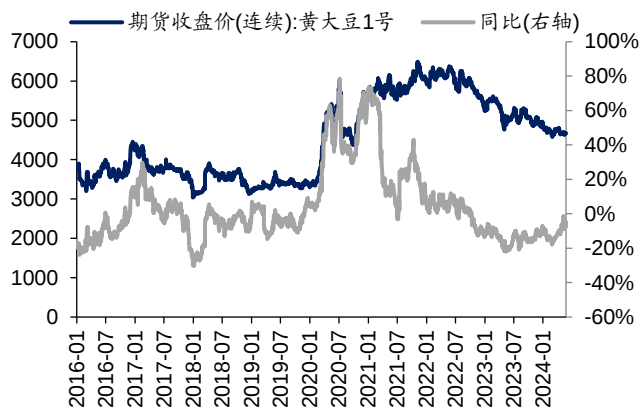


图26：国内大豆价格（元/吨）



数据来源：wind、东吴证券研究所

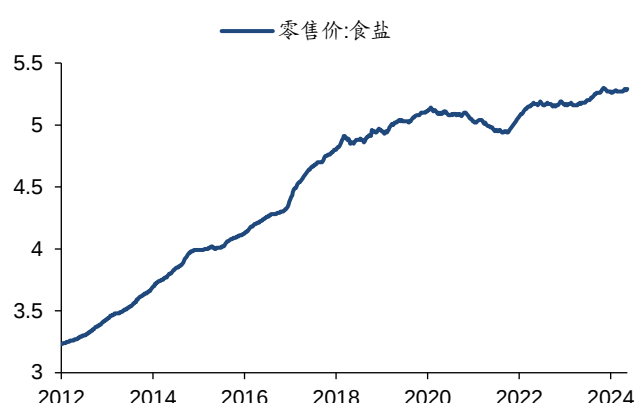
图27：国内食糖价格（元/吨）



数据来源：wind、东吴证券研究所

数据来源：wind、东吴证券研究所

图28：食盐价格零售价（元/公斤）



数据来源：wind、东吴证券研究所

5. 本周行业要闻

5月28日：地投产。茶百道自有原叶茶生产基地投产仪式在福建省福州市晋安区举行。随着基地正式投产，茶百道将直接深入茶叶原产地，锁定上游优质产区及供货量，基地所产茶叶可供应全国8000余家门店，茶叶品种覆盖所有饮品茶基底。（大河财立方）

5月29日：张德芹贵州茅台股东大会首秀。贵州茅台2023年度股东大会召开。这是张德芹履新茅台集团董事长后首次亮相茅台股东大会，“新帅”也是让本次股东大会备受市场关注的重要原因之一。会上，张德芹用质量、品牌、工艺、环境、文化来总结贵州茅台的核心竞争力。在演讲中，张德芹提出“三个服从”，即当产量与质量发生矛盾时，产量服从质量；当效益与质量发生矛盾时，效益服从质量；当速度与质量发生矛盾时，速度服从质量。“品牌是一份责任，品牌建设的关键在于提升美誉度。”茅台呼吁经销商、股东等相关方，一道努力提升茅台品牌美誉度。对于提高分红，张德芹回应称，怎么分红、怎么提高分红，从某种意义上讲，国资大股东与中小股东诉求是一致的。此外，张德芹表示，未来茅台会针对个性化的消费者（购酒）去努力。今年股东大会，贵州茅台为股东准备的伴手礼包括两瓶50ml53%vol飞天茅台礼盒、一套贵州茅台周边笔记本以及茅台冰淇淋兑换券。股东大会当日上午，还为股东安排了参观中国酒文化城活动。（界面、中国证券报等）

5月30日：舍得互联网新品正式发售。5月30日，舍得酒业互联网新品：品味大师宴，在元宇宙会场发售，引发大量粉丝会员的关注。当日发售会累

计观看人次突破 10 万人，品味大师晏发售销量突破 100 万元。舍得酒业领导、嘉宾、客户代表打破地域限制，以数字人形象在“元宇宙会场”齐聚一堂相互交流，共启发售仪式。（微酒）

5 月 31 日：五粮液与博鳌亚洲论坛签署合作协议。5 月 31 日下午，博鳌亚洲论坛与五粮液集团 2025 年年会荣誉战略合作伙伴签约仪式在成都举行。五粮液继续与博鳌亚洲论坛保持最高级别合作，成为“博鳌亚洲论坛 2025 年年会荣誉战略合作伙伴”“博鳌亚洲论坛 2025 年年会指定用酒”。博鳌亚洲论坛理事长潘基文对五粮液集团连续多年与博鳌亚洲论坛保持高级别合作表示赞赏。（微酒）

6. 风险提示

原材料成本波动预期、行业竞争加剧风险、食品安全问题。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>