

食品饮料

蜜雪冰城招股书专题：国内现制饮料龙头，乘行业东风顺势而起

投资要点：

【蜜雪冰城招股书专题：国内性价比现制饮料龙头，海内外双轮驱动协同发展】
 蜜雪冰城作为国内性价比现制饮料龙头，深耕现制饮品行业超过20年，历史底蕴深厚，股权高度集中且稳定，通过设立员工持股平台绑定利益，引入战略投资者。其旗下包括现制茶饮“蜜雪冰城”和现磨咖啡“幸运咖”两大品牌，通过高性价比吸引客户。公司所处的现制饮品行业正飞速发展，其中平价现制饮品引领增长。截至2023年9月30日，蜜雪冰城已经在中国及海外11个国家拥有超过36000家门店。

【周观点】：

【白酒】白酒春节旺季后，大单品进入集中提价期。今年春节白酒节前预期悲观，春节期间实际动销优于节前预期，经销商积极性普遍得到提振。春季糖酒会将于下周在成都召开，行业信息集中发布和渠道调研密集进行，春糖会或成为白酒板块预期边际向上的有效催化剂。

【啤酒】预计全年销量将与去年保持稳定，预计全年高端化仍将维持中低个位数的增长。我们认为啤酒市场总量增长预计较为有限，收入端增长主要来自结构升级，当前啤酒高端化升级方兴未艾，而高端啤酒更高毛利的属性，预计也将持续抬升各厂商的盈利水平。

【软饮料】饮料板块复苏态势显著，但投资机会更多为个股 α 而非板块 β ，对于在该板块寻找投资机会而言，我们认为应精选具备企业所处赛道潜力高和企业自身管理能力优秀两大要素的相关公司。

【预调酒】市场普遍对预调酒行业销量能否实现持续增长有一定的分歧，我们认为未来预调酒行业的规模将稳定扩张。以市场为锚点、以女性群体为锚点、以啤酒/非烈酒酒饮为锚点的三大视角，预调酒行业均可看至150亿以上出厂规模，我们总结出行业未来发展的三大路径。

【餐饮产业链】我们认为24年消费增速整体呈边际改善态势。建议关注三条主线逻辑：1、紧盯成长确定性高、业绩可见度强的细分领域和龙头企业。2、重视关注主线逻辑通顺但复苏略有滞后，未来有望回归快速扩张的赛道机会。3、期待逻辑变化、管理改善等催化的个股 α 兑现。

【餐饮】目前来看，餐饮业充分复苏，整体势头强劲。总体表现为以下几点，下沉市场增长潜力显现，或成业绩新增长点；高质价比产品、刚需品类仍然是餐饮消费主流；餐饮连锁化程度进一步提升；为留住不同口味的顾客企业花样营销；餐饮市场“加盟潮”持续。

【烘焙供应链】烘焙标的整体表现承压，行业方面，随着烘焙和茶饮行业景气度的持续提升，需求有望进一步恢复。烘焙产品渠道方面，烘焙行业消费场景由传统的流通烘焙房渠道为主逐渐呈现出渠道多元化的趋势。

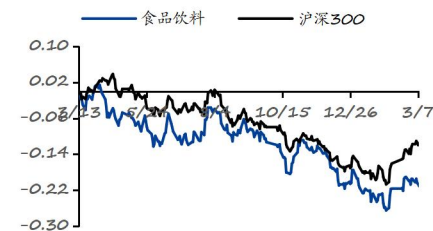
【代糖&植提】随着全球“减糖”趋势持续演绎、各国“糖税”及减糖政策陆续强化，无糖/低糖消费兴起，同时人工甜味剂的安全性不断被讨论，天然代糖的占比快速提升，我们认为未来天然甜味剂或将有更大的替代空间。

➤ 风险提示

经济波动影响消费水平、食品安全风险、经销商资金链问题抛售产品损害品牌、原材料成本大幅波动

强于大市（维持评级）

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)

lc30103@hfzq.com.cn

分析师：张东雪(S0210523060001)

zdx30145@hfzq.com.cn

分析师：童杰(S0210523050002)

tj30105@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、开门红积极，复苏韧性渐显——2024.03.04
- 2、新春旺季开门红，韧性凸显稳复苏——2024.02.27
- 3、低度酒产业研究系列三：他山之石——高度酒是否有低度化的可能性？——2024.02.23



正文目录

1 蜜雪冰城招股书专题：国内现制饮料龙头，乘行业东风顺势而起.....	3
1.1 国内性价比现制饮料龙头，海内外双轮驱动协同发展.....	3
1.1.1 公司概况：深耕现制饮品行业超过 20 年，持续优化加速成长.....	3
1.1.2 品牌与产品：高性价比、高 IP 热度、高密集度.....	3
1.1.3 公司股权架构.....	5
1.1.4 行业高增长，消费者更加追求性价比.....	6
1.2 财务分析：营收稳定增长，盈利持续增强.....	7
1.3 现制饮品行业势头正盛，加盟和供应链体系助力公司成长.....	12
1.4 募资用途：拟募资 64.96 亿元，生产、仓储物流配套项目提升.....	15
2 食品饮料周度观点（3.4-3.10）.....	16
2.1 白酒.....	16
2.2 啤酒.....	17
2.3 软饮料.....	18
2.4 预调酒.....	19
2.5 餐饮产业链.....	20
2.6 餐饮.....	21
2.7 烘焙供应链.....	23
2.8 代糖&植物提取.....	23
3 风险提示.....	23

图表目录

图表 1：蜜雪冰城发展历程.....	3
图表 2：公司最畅销的产品信息.....	4
图表 3：蜜雪冰城主题曲播放量超 2000 万.....	5
图表 4：2021 年蜜雪冰城主题曲推升品牌热度.....	5
图表 5：执行董事主要资料.....	6
图表 6：公司股权架构.....	6
图表 7：营业总收入（亿）与 YOY（%）.....	7
图表 8：加盟销售收入占比（%）.....	8
图表 9：公司门店总数（家）.....	8
图表 10：按城市线级划分门店数（家）.....	8
图表 11：利润总额变化（亿）.....	9
图表 12：毛利（亿）及毛利率（%）.....	9
图表 13：可比销售费用率（%）.....	9
图表 14：可比管理费用率（%）.....	9
图表 15：可比公司毛利率变化（%）.....	10
图表 16：公司偿债能力变化.....	10
图表 17：可比流动比率（倍）.....	10
图表 18：可比速动比率（倍）.....	11
图表 19：可比资产负债率（%）.....	11
图表 20：现制饮品市场规模.....	12
图表 21：现制饮品市场规模.....	13
图表 22：公司加盟流程.....	13
图表 23：线上培训.....	14
图表 24：线下培训.....	14
图表 25：供应链各个环节构成.....	14
图表 26：募投项目介绍.....	16



1 蜜雪冰城招股书专题：国内现制饮料龙头，乘行业东风顺势而起

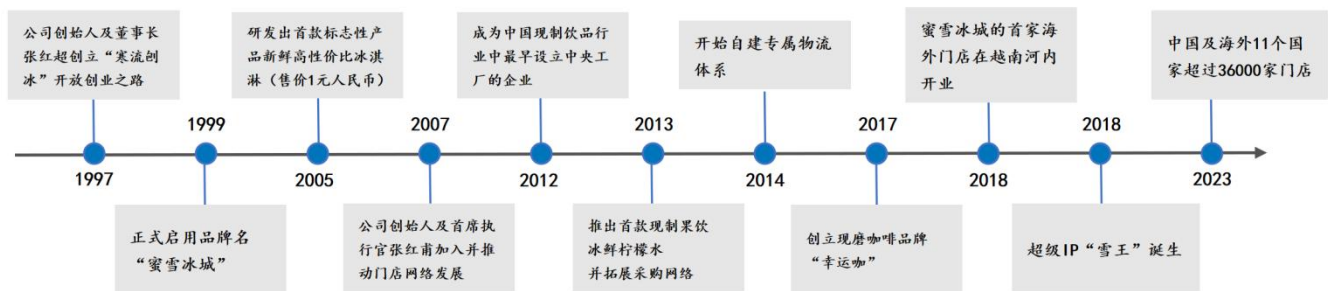
1.1 国内性价比现制饮料龙头，海内外双轮驱动协同发展

1.1.1 公司概况：深耕现制饮品行业超过 20 年，持续优化加速成长

公司历史底蕴深厚，自建供应链驱动发展。蜜雪冰城的起源可以追溯到 1997 年张红超创立的“寒流刨冰”。在 1999 年，代表着“甜蜜”与“冰爽”特质的品牌名称“蜜雪冰城”正式启用。在经历多次创业尝试后，2005 年公司推出的 1 元/支新鲜冰淇淋产品大受欢迎，从而开始了在河南省内的加盟扩张。2007 年，公司的联合创始人兼首席执行官张红甫先生加入“蜜雪冰城”，根据自身门店运营的成功经验，建立了一套标准化的运营管理体系，并通过加盟模式进行复制。到了 2008 年，门店数量已经达到了 180 家，但随之而来的三聚氰胺事件导致冰淇淋粉供应商关停，公司不得不开启自建供应链。此后在核心原料采购、生产、仓储物流等方面进行了布局，从省内扩张至省外，门店数量年增超千家。

乘借行业东风，公司应对市场变化飞速发展。2017 年，国内现制茶饮市场迎来了高速发展，据艾媒咨询数据显示，2017 年，行业规模增长率达到 97.6%。为了应对市场变化，公司在团队管理、供应链等方面进行了进一步提升，并继续扩张。2018 年，“蜜雪冰城”开设了首家海外门店，位于越南河内市，并在同年打造了“蜜雪冰城”的超级 IP 和终身代言人——“雪王”。截至 2023 年 9 月 30 日，蜜雪冰城已经在中国及海外 11 个国家拥有超过 36000 家门店。

图表 1：蜜雪冰城发展历程



来源：公司招股说明书，华福证券研究所

1.1.2 品牌与产品：高性价比、高 IP 热度、高密度

公司旗下两大核心品牌：

1) **现制茶饮-蜜雪冰城**：通过广泛的门店网络，蜜雪冰城主要向中国及海外消费者提供现制果饮、茶饮及冰淇淋。蜜雪冰城核心产品的价格通常为 2 元至 8 元人民币。产品矩阵既包含常青款产品，也包含季节性和区域性产品。

2) **现磨咖啡-幸运咖**：孵化于 2017 年，核心产品的价格通常为 5—10 人民币，在产品单价远低于主流品牌的情况下，幸运咖在原料的选择上使用海外进口的



阿拉比卡豆，辅料上也以牛奶以及水果为主，与主流咖啡品牌相比，幸运咖在风味上或尚有逊色，但产品性价比极高。

高性价比吸引广泛消费群体，经典款新品保持菜单吸引力。蜜雪冰城的产品价格基本在 10 元以下。2023 年前 9 个月，蜜雪的前五大畅销经典款产品占其在中国总出杯量的约 42.3%。按出杯量计，蜜雪的冰鲜柠檬水、新鲜冰淇淋和珍珠奶茶是中国现制饮品行业销量最高的三个单品。在广受欢迎的经典款产品的基础上，公司会根据对消费者喜好的洞察及市场趋势的分析定期推出符合时令和地域特色的季节性 & 区域性饮品。而幸运咖的现磨咖啡饮品包括经典款、流行款和创新款。由于咖啡 SKU 较多价格略高，但也基本在 15 元以下。其中，最受欢迎的的是美式咖啡、拿铁咖啡、椰椰拿铁系列产品。综合来看，这些产品性价比高，选择范围较为广泛。

图表 2：公司最畅销的产品信息

产品类型	产品名称	产品图片	价格（元）	销售情况
蜜雪冰城 常青款产 品	冰鲜柠檬水		4	2023 年前 9 个月， 在中国售出约 9.13 亿杯
	新鲜冰淇淋		2	2023 年前 9 个月， 在中国售出约 12 亿 支
	珍珠奶茶		6	2023 年前 9 个月， 在中国售出约 3.26 亿杯
	蜜桃四季春		7	2023 年前 9 个月， 在中国售出约 2.73 亿杯
	满杯百香果		7	2023 年前 9 个月， 在中国售出约 2.60 亿杯
蜜雪冰城 季节性和 区域性产 品	莓果三姐妹		7	上市首月销量约为 3300 万杯
	桑葚草莓		9	上市首月销量约为 1800 万杯
	厚芋泥奶茶		8	上市首月销量约为 1200 万杯
	香柠红茶		5	上市首月销量约为 300 万杯
	美式咖啡		6	



幸运咖	拿铁咖啡		7	
	椰椰拿铁		8	

来源：公司招股说明书，华福证券研究所

“雪王”和主题曲双成功，推动品牌知名度快速提升。随着蜜雪冰城的成功，为了将品牌形象进一步升华，2018年，公司打造了品牌终身代言人“雪王”。因为形象可爱、态度亲和、能与消费者产生共鸣，“雪王”推出后受到消费者的广泛喜爱。围绕“雪王”的可爱形象，公司又于2019年推出朗朗上口、旋律优美的蜜雪冰城主题曲“你爱我，我爱你，蜜雪冰城甜蜜蜜”，并由“雪王”担任主题曲音乐短片的主角。截至最后实际可行日期，“雪王”及“蜜雪冰城”主题曲的相关话题在主要社交平台上的累计曝光量分别超过87亿次及84亿次。经过两年积累，在21年成为热点，进一步提升品牌知名度。通过广泛的内容库，“雪王”吸引了来自不同国家、多元文化背景的消费者和粉丝群体，激发了粉丝的分享和二次创作欲望，引发广泛关注。

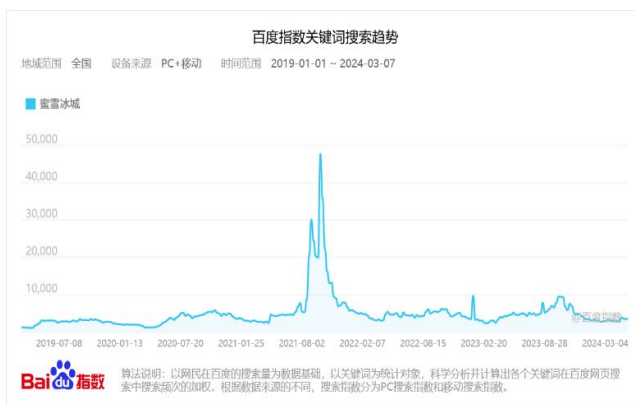
图表 3：蜜雪冰城主题曲播放量超 2000 万



蜜雪冰城主题曲MV 中英双语版

来源：bilibili 网站，华福证券研究所

图表 4：2021 年蜜雪冰城主题曲提升品牌热度



来源：百度，华福证券研究所

大规模开店提升知名度，形成招牌效应。根据公司公告，目前，蜜雪冰城国内门店网络已经遍布31个省、自治区和直辖市，覆盖了约300个地级市、1700个县城和3100个乡镇，涵盖了所有县级城市。公司全国3万+门店已形成极强招牌效应。同时，蜜雪冰城在下沉市场拥有行业领先的渗透率。门店网络的广度和深度将其与中国其他现制饮品品牌区别开来。而在海外，蜜雪冰城已经拥有约4000家门店。

1.1.3 公司股权架构

董事会由七名董事组成，包括四名执行董事及三名独立非执行董事。根据公司章程，董事由股东于股东大会上选举及委任，任期为三年，且可连选连任。



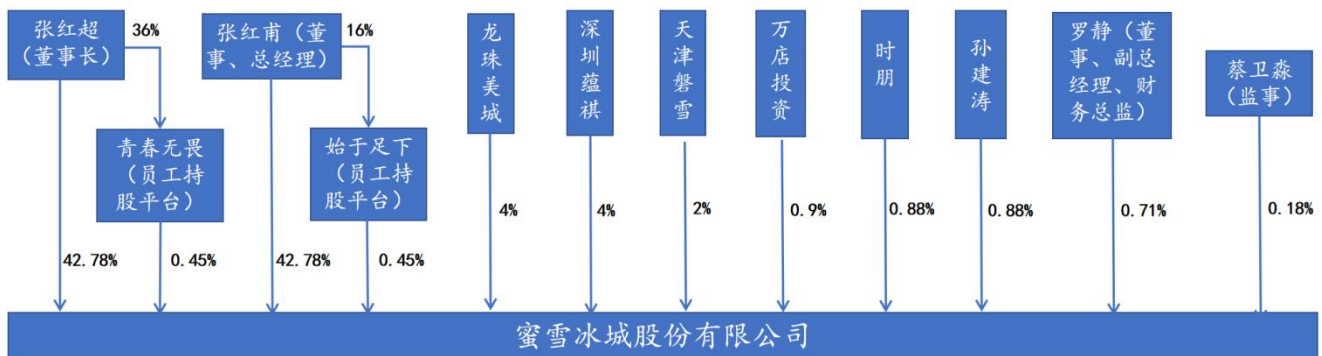
图表 5: 执行董事主要资料

姓名	年龄	职位	加入集团时间	或委任为董事的日期	职责
张红超先生	47岁	董事长兼执行董事	1997年	2008.4.30	全面负责本集团的发展战略和企业文化
张红甫先生	39岁	执行董事兼首席执行官	2007年	2019.1.7	全面负责本集团的整体经营管理并领导我们的高级管理团队
蔡卫淼女士	35岁	执行董事兼前端供应链负责人	2008年	2023.12.18	负责门店物料与设备的采购、物流、前端应用研发和上述事宜质量控制
赵红果女士	35岁	执行董事兼后端供应链负责人	2013年	2023.12.18	负责原材料采购、生产、后端基础研发和上述事宜的质量控制

来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

公司股权高度集中且稳定, 设立员工持股平台绑定利益, 引入战略投资者。根据公司公告, 张红超和张红甫兄弟是公司的控股股东和实际控制人, 直接持有公司85.56%的股权, 形成了高度集中的股权结构。并且两人于2022年9月6日签署《张红超与张红甫之一致行动协议》, 约定在意见不同时以张红超的意见为准, 进一步保证了公司的稳定。同时, 公司设立了“青春无畏”和“始于足下”两个员工持股平台, 两个平台的持股比例各为0.45%。员工持股平台的设立让员工共享发展红利, 是留人、用人、激发人的一剂强心针。公司还引入了战略投资者: 万店投资是公司的外部战略顾问。2020年12月, 蜜雪冰城完成一轮超过20亿元的融资, 由美团旗下的龙珠美城、高瓴资本旗下的深圳蕴祺、CPE源峰旗下的天津磐雪分别注资9.3亿元、9.3亿元、4.7亿元, 持股比例分别为4%、4%、2%。

图表 6: 公司股权架构



来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

1.1.4 行业高增长, 消费者更加追求性价比

现制饮品行业飞速发展, 平价现制饮品引领增长。全球现制饮品市场规模巨大并且未来预计将呈现加速增长态势。以中国和东南亚为代表的新兴市场的快速增长是全球现制饮品行业加速增长的重要引擎。根据公司公告, 中国现制饮品市场的规模预计在2028年达到约11805亿人民币, 2022年至2028年的复合年增长率为18.7%。其中, 平价现制饮品(单价不高于10元人民币)不但满足了消费者愈加追求性价比的大趋势, 而且在与其他平价饮料产品近似的价格带下提供了更新鲜的产品和更好

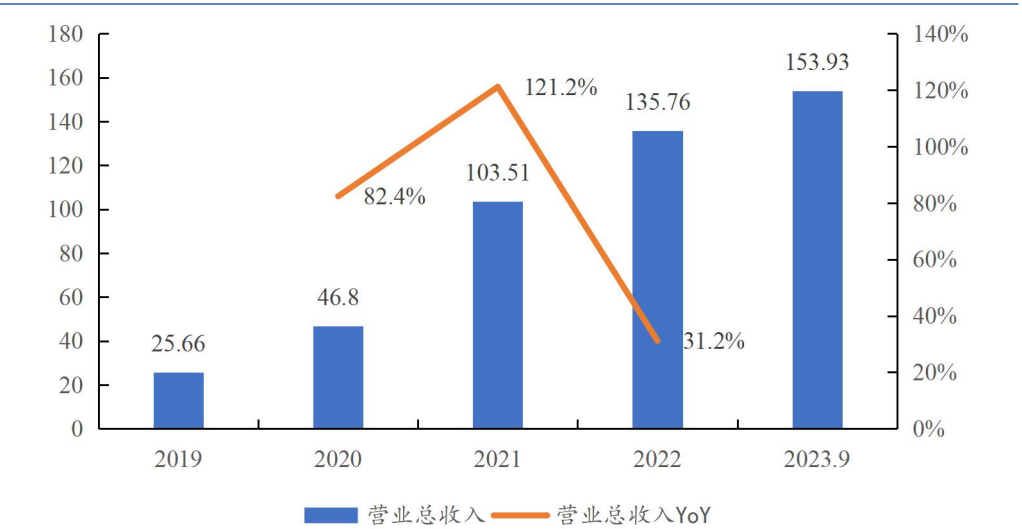


的消费体验。因此，平价现制饮品在不同价格带的现制饮品细分市场中增速最高，2022年至2028年的复合年增长率为24.0%。与行业内其他茶饮或冰淇淋玩家比较，蜜雪冰城性价比高，价格优势明显。

1.2 财务分析：营收稳定增长，盈利持续增强

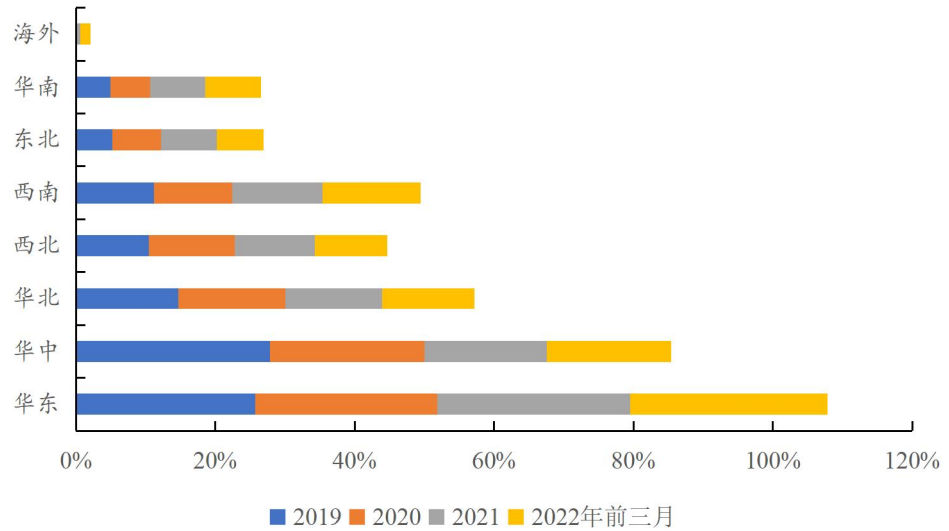
营业总收入增长迅猛，态势持续。2019年以来，公司营业总收入节节攀升，尤其在2021年“雪王”称号以及相关歌曲火爆出圈之后，营业总收入增长率达到121.18%，创下历史新高，并且在2022年能够持续增长，2023年前九个月的营业总收入已经超越2022年全年数据，增长态势迅猛。

图表 7：营业总收入（亿）与 YOY（%）



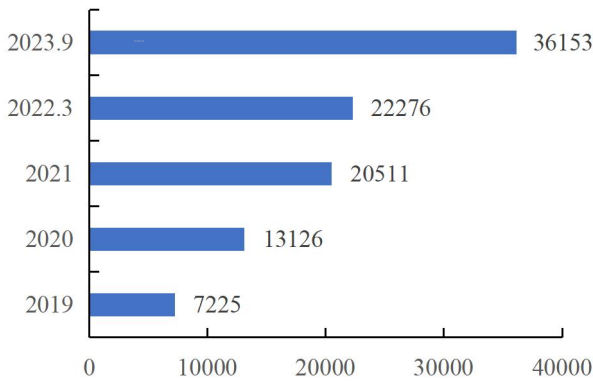
来源：公司招股说明书，华福证券研究所

从地理区域划分的角度来看，公司门店网络覆盖广泛，增长速度较快。公司产品销售区域的集中程度较低，其中华东和华中地区是公司加盟销售收入的核心组成部分，收入规模持续增长，销售占比较高，其他地区的销售规模也实现快速增长，表明公司在全国范围内的品牌影响力和认可度持续增强。

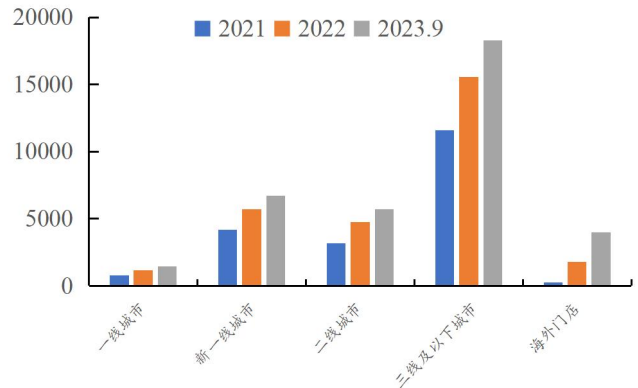

图表 8：加盟销售收入占比（%）


来源：公司招股说明书，华福证券研究所

门店总数火爆高速增长推动营收及利润双增长。公司的门店总数较多，门店网络庞大，拥有较高的曝光量与知名度，截至 2023 年 9 月 30 日，现有门店超过 36000 家，覆盖中国及海外 11 个国家，较 2019 年总门店数 7225 家增长 28928 家，增长迅速。目前已经成为中国第一、全球第二的现制饮品企业。

图表 9：公司门店总数（家）


来源：公司招股说明书，华福证券研究所

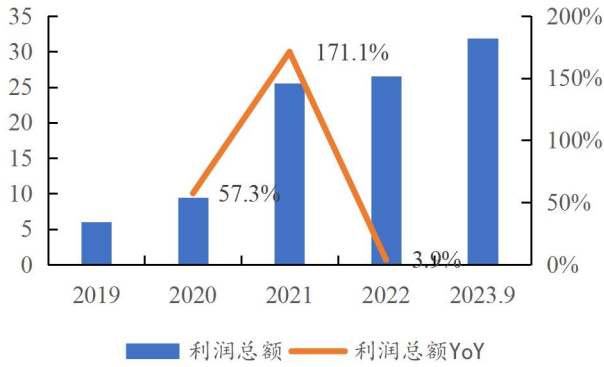
图表 10：按城市线级划分门店数（家）


来源：公司招股说明书，华福证券研究所

公司利润水平不断提升，期间费用率控制有力，盈利能力持续向好。2020 年利润增长率超过 50%，2021 年增长率达到 171.08%，利润水平不断攀升。其中主营业务毛利率在统计期内稳定保持在 30% 以上，截至 2023 年 9 月，整体毛利率也接近 30%。公司营业利润为公司利润的主要来源，主营业务对利润增长的贡献突出。此外，公司通过不断优化，积极推行成本管理，有力控制期间费用率，销售费用率和管理费用率都明显低于可比公司，销售规模的快速增长摊薄了销售费用中的各项费用占比，规模效应逐渐凸显，管理成本被摊薄，同时自身销售渠道逐步成熟，费用投放效率有所提升销售规模快速扩大，从来达到降本增效的目的。

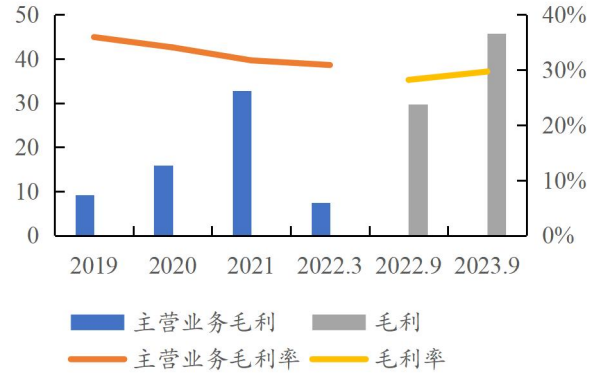


图表 11: 利润总额变化 (亿)



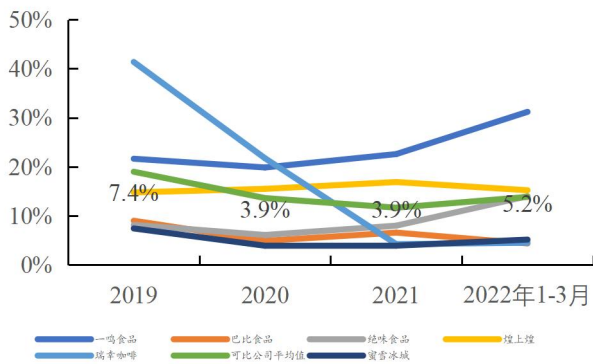
来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

图表 12: 毛利 (亿) 及毛利率 (%)



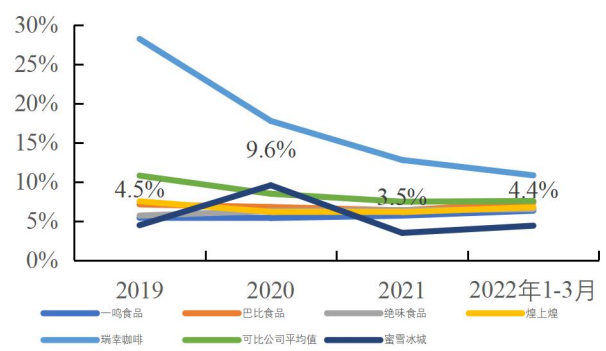
来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

图表 13: 可比销售费用率 (%)



来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

图表 14: 可比管理费用率 (%)

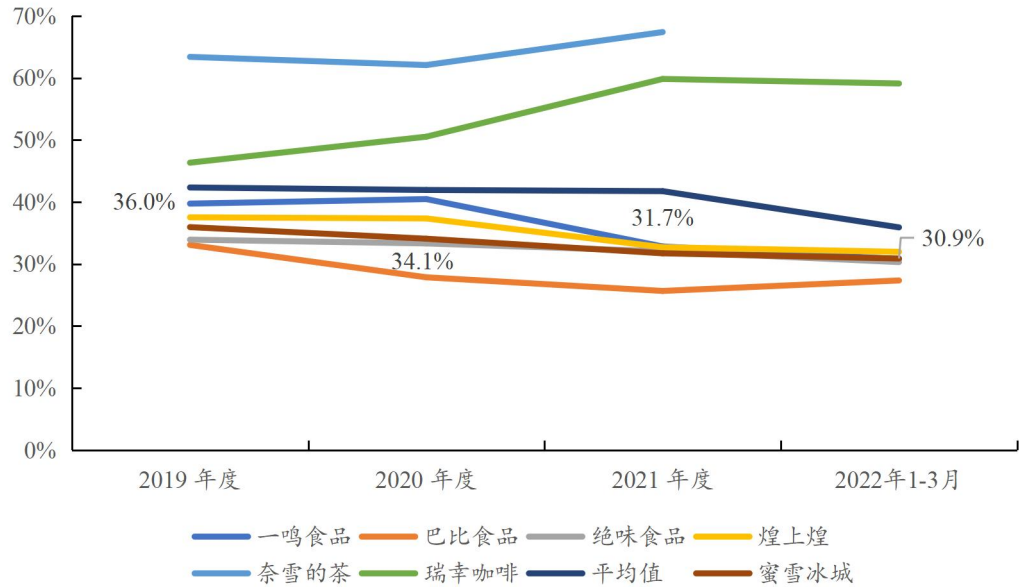


来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

毛利润水平符合行业特征, 稳定保持在 30% 以上。统计期内, 公司主营业务毛利率水平及其变动趋势, 与经营模式相同的绝味食品、一鸣食品、巴比食品及煌上煌基本保持一致, 符合行业特征; 由于奈雪的茶和瑞幸咖啡主打直营模式, 其收入为门店对外销售饮品等产品的收入, 其营业成本仅含材料成本, 因此其毛利率高于公司以及其他以加盟模式为主的同行业可比公司。



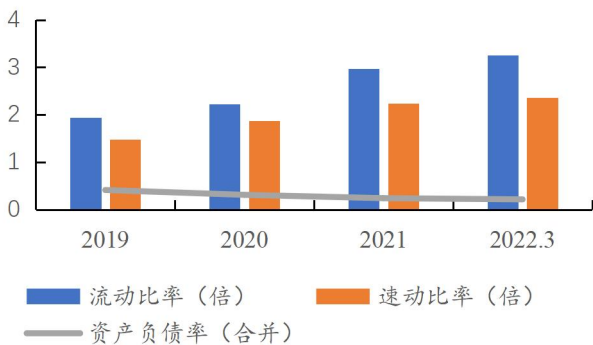
图表 15: 可比公司毛利率变化 (%)



来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

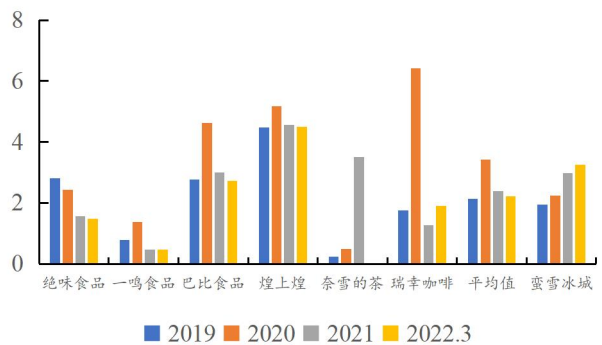
资产流动性较好, 具有较强的偿债能力。公司盈利能力日益增强, 偿债能力指标不断优化, 兼顾长期与短期。与同行业可比上市公司相比, 公司 2019 年末和 2020 年末的流动比率和速动比率较低, 2021 年末和 2022 年 3 月末的流动比率和速动比率较高, 主要系随着销售规模不断扩大, 公司的经营活动产生较大的现金流量净额, 后来流动比率和速动比率不断提升, 逐步优于同行业可比上市公司平均水平。公司资产负债率较低, 主要系公司盈利状况良好, 自有资金较为充足, 整体负债水平较低, 与同行业可比上市公司相比处于合理范围区间, 不存在重大异常。

图表 16: 公司偿债能力变化



来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

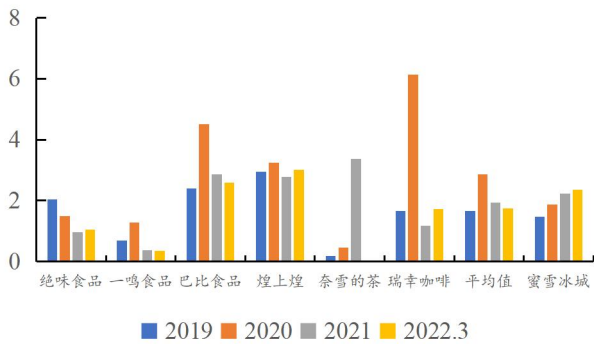
图表 17: 可比流动比率 (倍)



来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

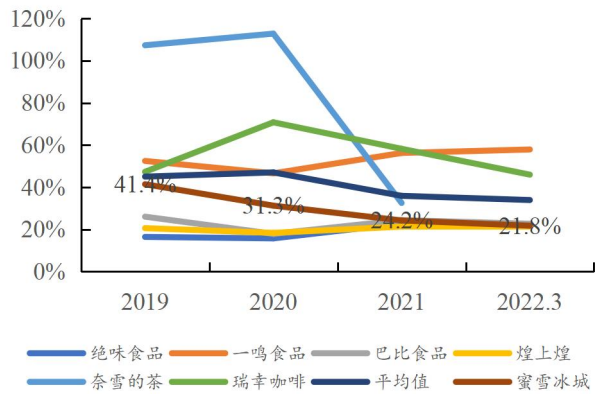


图表 18: 可比速动比率 (倍)



来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

图表 19: 可比资产负债率 (%)



来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

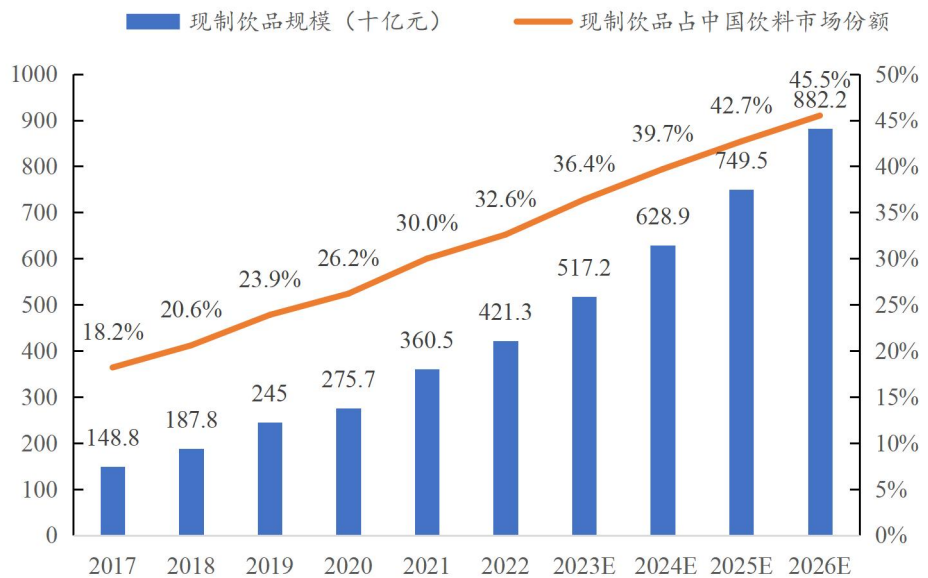


1.3 现制饮品行业势头正盛，加盟和供应链体系助力公司成长

我国饮料行业历史发展阶段清晰，近年来现制饮品逐渐成为主流。80年代以碳酸饮料为主，90年代瓶装饮用水十分流行，2000年后，消费者更加注重饮料消费对于生活品质和生活满足感的提升，现制茶饮开始起步。2010年后，市场主流饮料品类变化明显加快，立足“现制、休闲、即饮”的现制饮品概念形成，获得了消费者的接受和高度认同。“蜜雪冰城”门店中销售的主要产品为现制茶饮，属于现制饮品行业中的现制茶饮细分行业。而“幸运咖”品牌门店中销售的主要产品为现磨咖啡，属于现制饮品行业中的现磨咖啡细分行业。

现制饮品发展迅速，市场规模领跑饮料行业。现制饮品指现制饮品指现场制作的非酒精饮料产品，包括现制果饮、茶饮、冰淇淋及咖啡等。全球现制饮品市场规模巨大并且未来预计将呈现加速增长态势，与此同时，以中国和东南亚为代表的新兴市场的快速增长是全球现制饮品行业加速增长的重要引擎。以终端零售额计，中国现制饮品市场的规模预计将从2022年的4,213亿人民币增长到2028年的11,805亿人民币，复合年增长率达到18.7%，远超预包装饮料行业同期5.0%的复合年增长率。预计到2028年，中国现制饮品行业将超越预包装饮料行业，并占据中国饮料市场一半以上份额。

图表 20：现制饮品市场规模

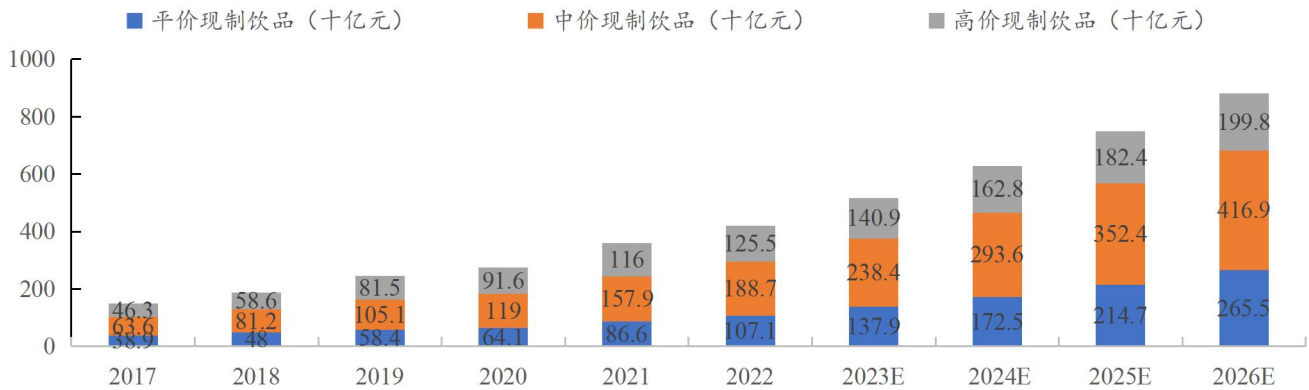


来源：公司招股说明书，华福证券研究所

价格成为重要因素，现制饮品平价化日益明显。随着不断扩大的门店网络持续提升消费者获得产品的便利性，平价现制饮品在中国整体饮料消费中的占比预计将进一步提升。根据灼识咨询的调研，受访者选择现制茶饮品牌的最关键因素为产品高质平价，兼顾了合理价格和高质量，物有所值。就现磨咖啡而言，价格是受访者认为导致其没有形成定期消费习惯的一个重要影响因素；在持该观点的受访者中，

约 90% 表示如果附近有单价不高于 10 元人民币的现磨咖啡可供选择, 会愿意去尝试。

图表 21: 现制饮品市场规模



来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

加盟模式拓展业务, 互惠共赢关系带动持续发展。一方面, 加盟商受益于品牌声誉、行业专长及资源。另一方面, 加盟商依照运营流程全权负责门店的日常运营, 公司得以全面加强品牌建设、研发和优化产品、提升供应链能力、扩大业务规模以及提升门店表现。这种利益与共的方式促进了加盟商与公司之间互利共赢的关系, 从而吸引更多加盟商加入。

图表 22: 公司加盟流程



来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

加盟流程完善, 专注于员工培训, 树立统一高标准经营规范。截至 2023 年 9 月 30 日, 公司有超过 220 名全职专业培训人员, 向加盟商及其门店员工提供最优质的培训。围绕线下培训体系及在线学习应用程序“蜜学堂”设计了一套先进的培训与发展体系, 从而在门店管理及运营的各个关键方面赋能加盟商。线下培训提供全面、标准化的课程, 涵盖门店运营的所有关键方面。加盟商及其员工须参加培训课程并通过若干。在线培训以“蜜学堂”应用程序为载体, 提供了丰富的门店运营课程, 例如饮品制作、食品安全及消费者服务等。2023 年前九个月期间, “蜜学堂”应用程序上提供了超过 5,700 门预先录制的课程。



图表 23: 线上培训



来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

图表 24: 线下培训



来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

端到端供应链体系覆盖采购、生产、物流、研发和品质控制等核心组成部分，是公司价值主张的基石。公司拥有中国现制饮品行业内最大和最完整的端到端供应链体系。公司提供给加盟商的饮品食材约 60% 为自产，是中国现制饮品行业中最高，其中核心饮品食材为 100% 自产。分析来看，公司在产品生产和物流运输具有很大优势。

图表 25: 供应链各个环节构成

公司供应链模式	采购	采购内容	主要采购生产所需的原材料，如食品类大宗商品、农产品及其他辅料，以及直接提供给门店的物料与设备，主要包括包材及门店设备
		成本控制	通过整合中国和海外供应商的供应资源，延伸全球采购网络至原材料产地，与上游供应商建立长期合作伙伴关系，提前商定价格或价格范围控制采购成本
	生产	基地	以建设建成五个生产基地
		生产流程	生产流程分为五个步骤，分别是原料检查、原料预处理、原材料加工、产成品筛查和包装
	物流	数字化	公司是行业里极少数做到商流、信息流、资金流、物流四流合一的企业
		物流网络	公司拥有自己的自主运营仓库和专属配送网络
	研发	研发优势	应用研发与基础研发紧密衔接，拥有糖、奶、茶、咖、果、粮、料七大品类整体性开发能力的协同优势
		质量控制	拥有约250名负责供应链质量控制的员工，其中管理人员平均拥有约九年的食品安全管理及质量控制相关经验

来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

布局五大生产基地，提供保质保量优秀产品。根据灼识咨询的报告，公司已经成为中国现制饮品供应链领域中生产品类最全和规模最大的企业。从 2012 年建立了第一家生产工厂，目前，公司在河南、海南、广西、重庆、安徽拥有五大生产基地，总占地面积约 67 万平方米，生产覆盖七大类用于制作现制饮品的食材，包括糖、奶、茶、咖、果、粮、料，年综合产能达到约 143 万吨。智能工厂所拥有 50 多条智能化生产线，均使用先进的自动化设备和数字化的工具，例如 ABB 的机器人及配套自动



化设备、Probat 的咖啡烘焙机、利乐的无菌高速纸包装灌装机等。

数字化技术应用下，自主运营的仓储体系和专属的配送网络支持广阔门店布局。

公司从 2014 年开始建设自主运营的仓储体系。截至目前，仓储体系由总面积达到 30 多万平方米的 26 个仓库组成，为行业内最大。与此同时，公司不断投入并探索自动化及智能化设备，来提高运营效率并扩大存储量，例如采用堆垛机、四向穿梭车等自动化的立体存储方案等。配送服务通过与当地的配送服务商合作提供，公司严格的质量控制确保按时交付并保证门店物料的质量与新鲜度。截至目前，配送网络覆盖了中国 31 个省份、自治区、直辖市，约 300 个地级市、1,700 个县城和 3,100 个乡镇，其覆盖广度和下沉深度为行业内最高。在超过 90% 的国内县级行政区划可实现 12 小时内触达；在国内 90% 以上的门店实现了冷链物流覆盖。

1.4 募资用途：拟募资 64.96 亿元，生产、仓储物流配套项目提升

公司募集资金主要投向生产建设类项目以及仓储物流配套类项目。公司计划募资 66.84 亿元，投向生产以及仓储物流项目，以提高公司对原料的自产能力，建设配套设施，构建更强大的供应链制造体系，降本增效，优化公司管理。



图表 26: 募投项目介绍

分类	项目名称	建设地址	建设总投资 (亿元)	募集资金投资额	
				金额 (亿元)	比例
生产建设类 项目	定安县蜜雪冰城食品加工项目(一期)	海南定安	10.76	10.76	16.56%
	大咖国际产业园二期项目	河南焦作	9.39	9.28	14.28%
	大咖国际冷冻水果深加工项目	广西崇左	4.77	4.77	7.34%
	数字农业产地仓暨冷冻深加工项目	重庆潼南	3.28	3.28	5.04%
	大咖国际产业园期冷冻加工车间项	河南焦作	1.40	1.40	2.15%
仓储物流配 套类项目	智能生产加工和进出口基地及亚洲总部项目(一二期工程)	四川成都	5.54	5.54	8.52%
	上岛智慧供应链中心项目	河南焦作	2.80	2.80	4.31%
	省级分仓及前置仓构建项目	全国各地	2.67	2.67	4.11%
其他综合配 套类项目	营销服务体系与直营网络建设项目	全国各地	3.16	2.48	3.82%
	数字化构架项目	河南郑州	2.74	1.97	3.03%
	研发中心项目	河南郑州	1.34	1.03	1.58%
	补充流动资金		19.00	19.00	29.25%
	合计		66.84	64.96	100%

来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

2 食品饮料周度观点 (3.4-3.10)

2.1 白酒

本周白酒 SW 指数下跌 1.79% (沪深 300 指数+0.20%), 近一月白酒 SW 指数 +0.60% (沪深 300 指数+5.35%), 当前白酒板块 PE(TTM)为 24.42X。具体来看, 古井贡酒 (+3.35%) 本周有所上行, 岩石股份 (-7.93%)、顺鑫农业 (-6.94%)、酒鬼酒 (-6.22%) 跌幅较高。

白酒春节旺季后, 大单品进入集中提价期:

今世缘从 2024 年 2 月 29 日起, 四代开系产品将不再接收销售订单; 自 3 月 1 日起, 五代国缘四开、对开、单开出厂价将分别上调 20 元/瓶、10 元/瓶、8 元/瓶; 国缘四开将严格执行配额制。今世缘 2023 年实现营收 100.5 亿元左右, 同比增长约

27.41%，百亿目标达成，25年目标营收150亿，在行业景气度较低背景下目标具有一定挑战性。本次提价迭代有助于公司缓解一定的量增压力，实现全年量价均衡增长，持续延续增长势能。

3月1日，剑南春核心产品水晶剑出厂价上涨15元/瓶。水晶剑作为剑南春旗下核心宴席产品，开瓶率较高，2020年水晶剑单品销售额占剑南春当年总销售额的80%以上。剑南春“十四五”末（2025年）的销售收入目标为200亿元，力争达到300亿元、实现“再造一个剑南春”的发展目标。

3月5日，据李渡酒业官方公众号消息，第二代李渡高粱1955正式上市，价格上调为1230元/瓶。李渡在珍酒李渡集团中，价格带覆盖相对较窄，“小而美”定位清晰，十年间李渡高粱1955价格从刚上市时的380元，至今已历经13次提价，被消费者誉为“中国最贵光瓶酒”，本次提价有助于强化其品牌定位。

3月15日起，山西汾酒旗下核心产品青花20出厂价每瓶上调20元。基于当前汾酒的增长势能和渠道掌控力，青花20作为山西汾酒核心单品、白酒行业下一个百亿大单品的有力争夺者，青花20具备通过提价缩小与竞品的价差的基础，本次提价有助于公司实现全年量价齐升，进一步增强业绩增长确定性，同时强化渠道信心，推动价盘持续向上。

行业层面，去年疫情放开，报复性消费回补后，3月开始商务消费复苏不及预期，乍暖还寒导致去年春糖会经销商情绪悲观，并在市场快速发酵，市场短期担忧放大。今年春节白酒节前预期悲观，春节期间实际动销优于节前预期，经销商积极性普遍得到提振。春季糖酒会将于下周在成都召开，行业信息集中发布和渠道调研密集进行，春糖会或成为白酒板块预期边际向上的有效催化剂。

建议关注基本面alpha较强的贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、珍酒李渡；具备较高估值性价比的五粮液；另有区域二线龙头今世缘、迎驾势头仍向上。

2.2 啤酒

本周，啤酒板块涨跌幅为-2.5%，对比食品饮料板块(-1.83%)，超额收益为-0.67%，其中青岛啤酒/华润啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/乐惠国际跌幅分别为-2.48%/0%/-3.46%/-1.98%/-2.61%/-3.32%。

销量方面，我们预计由于22年同期较高的基数，和台风、梅雨天气反复，对啤酒销售有所压制，预计全年销量将与去年保持稳定，啤酒板块各公司由于基地市场的不同，销量方面亦有所差异，23年单Q3青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒分别实现了-11.25%/+5.33%/+4.25%/+1.5%的同比增速

高端化方面，由于高端餐饮前期恢复进度略低于预期，一定程度上压制了高端档次啤酒的销售，但在各厂商高端化战略下，吨酒价格增速持续，23年单Q3青岛



啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒分别实现了+7.52%/+1.25%/+4.11%/+5.5%的同比增速，其中，除了重庆啤酒是由于新疆地区复苏（疆内产品结构偏低）导致高端化斜率下降，其余厂商均实现了吨价的平稳增长，我们预计全年仍将维持中低个位数的增长。

投资建议：展望 2024 年，我们认为啤酒市场总量增长预计较为有限，收入端增长主要来自结构升级，当前啤酒高端化升级方兴未艾，而高端啤酒更高毛利的属性，预计也将持续抬升各厂商的盈利水平。同时，当前大麦价格对比 22 年底已同比下降 15%以上，我们认为，在我国终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税的背景下，大麦价格的下行预计将给啤酒企业贡献高端化以外的盈利弹性。

重点推荐高端化核心标的青岛啤酒，建议关注机构持仓较低的珠江啤酒。

2.3 软饮料

本周，东鹏饮料/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品/农夫山泉/欢乐家这几大主要软饮料上市企业的涨跌幅为+0.49%/-4.54%/+2.1%/-0.76%/-1.76%/-3.26%/+3.36%，对比食品饮料板块的超额收益分别为+2.32%/-2.71%/+3.93%/+1.07%/+0.07%/-1.43/+5.19%。

我们维持此前观点，认为饮料板块中的个别公司有一定的超额收益机会，主要来自单个企业展现的复苏形态。

总体来看，我们认为饮料板块复苏态势显著，但投资机会更多为个股 α 而非板块 β ，对于在该板块寻找投资机会而言，我们认为应精选具备两大要素的企业：

1) 所处赛道潜力高：在负贝塔环境中寻找阿尔法机会，往往收益也将被一定程度上抵消，因此我们应首选具备增长潜力的细分赛道，如无糖茶、能量饮料等；

2) 企业自身管理能力优秀：若企业自身管理能力较强，加之行业向好发展，往往能够取得较强的市场地位，基本面将同时享受行业扩容和格局改善的双重提振，而 EPS 的高增往往伴随着市场信心的增强，PE 扩张将有望收获戴维斯双击的收益。

另外，欢乐家发布 23 年业绩快报，公司 2023 年实现营收 19.23 亿元，同比增长 20.5%，实现归母净利润 2.83 亿元，同比增长 39.4%，实现扣非净利润为 2.76 亿元，同比增长 39.7%；根据业绩快报预告，公司 Q4 实现营收 6.17 亿元，同比增长 15.6%，实现归母净利润 1.08 亿元，同比增长 25.6%。我们认为，公司水果罐头业务当前已步入健康发展道路，叠加公司自身的技术优势加持，预计未来该业务有望实现稳健增长，同时椰子汁渗透周期向上，公司在该业务上具备较强供应链实力，有望持续享受行业高增红利，供应链业务所带来 B 端市场的增量亦具备较大想象空间

重点推荐：1) 业绩超预期表现的欢乐家，建议关注分红率稳定高股息标的养元



饮品。

2.4 预调酒

市场普遍对预调酒行业销量能否实现持续增长有一定的分歧，我们认为未来预调酒行业的规模将稳定扩张。

a)从大方向出发，低度酒板块为全球销量占比最大的酒饮市场，我们认为伴随消费场景的持续丰富和消费习惯在代际变迁下的多样化，板块或存在结构性机会，而预调酒作为我国最具创新潜力的一大低度酒品类，预计将受益于该类消费趋势。

b)从行业出发，我们认为预调酒行业经过 12-15 年的盲目扩张、15-18 年的出清、18 年至今龙头引领的场景培育后，当前大众对预调酒的认知逐步提升，匹配的消费场景也逐渐开辟，如露营、飞盘、桌游等，行业已步入健康发展道路，预计行业规模将伴随新消费群体的崛起、新场景的开辟及消费习惯的高线城市化而有序扩容。

经过多年发展，当前我国预调酒行业规模约 71.56 亿元，恢复至 2015 年历史高峰水平以上，主要消费城市分布在华东、华南等沿海经济发达地区，主要消费群体为 90/95 后新一代消费者，其中女性消费者的快速增长，巩固了我国预调酒行业增长的态势。因此我们也发布了低度酒深度研究系列的第一篇，主要对预调酒就行业整体发展空间和驱动因素进行了推演，从结论来看，我们列举了以市场为锚点、以女性群体为锚点、以啤酒/非烈酒酒饮为锚点的三大视角，预调酒行业均可看至 150 亿元以上出厂规模，亦总结出行业未来发展的三大路径：1) 城镇化率提升带动消费习惯高线化，预调酒触达面积增大，行业渗透率被动提升；2) “她经济”进一步发展，同时 Z 世代崛起承接酒类主要消费群体，新消费场景和分众化的消费需求成为主流趋势，驱动具备个性化基因的预调酒行业扩容；3) 行业供给侧推力增强，市场教育力度提升，即参与者增多，包括但不限于传统啤酒、饮料企业；切割不同细分市场的大单品频频涌现，连线成面带动消费者认知深化。

百润股份发布 23 年业绩预告，公司 2023 年预调酒鸡尾酒业务及香精香料业务销售收入保持较快增长，完成年度计划目标。2023 全年实现归母净利润预计 7.56-8.6 亿元，同比增长 45-65%；实现扣除非经常性损益的净利润预计 7.3-8.27 亿元，同比增长 50-70%，对应每股收益为 0.73-0.83 元/股，上年同期为 0.5 元/股。我们认为我国预调酒行业相比日本仍处于发展初期，消费人群和场景仍在培育中，短期内行业规模主升浪仍需要素积累，包括但不限于城镇化率提升、啤酒高端化增速放缓等，但长期来看，随着 Z 世代崛起、消费场景的多元化，行业具备较大增长空间。

事件层面，百润股份近期董事长刘晓东因涉嫌行贿而被留置的消息传出，当前该事件仍未有后续进展，我们认为短期内公司业绩不会受到影响，建议重点关注百润股份因该事件而导致的超跌机会，基本面层面，当前公司不仅具备“微醺”、“强爽”



两大预调酒大单品，还储备了威士忌项目，未来发展想象空间较大，并且公司历史行情通常为大单品所驱动的 PE 扩张，行情较快，操作上更适合左侧布局，当前估值对应 24 年 PE 不及 18 倍，建议重点关注。

2.5 餐饮产业链

本周（3.4-3.8）调味发酵品/预加工食品板块跌幅分别为 3.90%/2.91%，对比食品饮料板块（-2.19%），整体表现较弱。主要标的表现方面，安井食品、千味央厨、天味食品、中炬高新、颐海国际本周对应涨跌幅分别为 -6.18%/+2.09%/-4.02%/-6.37%/+7.71%。

考虑到基数效应、刺激政策的影响周期，我们认为 24 年消费增速整体呈边际改善态势。首先，调味品赛道或保持复苏、分化并行状态，但在需求回暖、渠道库存去化以及厂商端让利加码下，酱油等销售端有望整体改善；尽管本次蚝油配料舆情事件或影响中炬高新短期销售，但有助于深化消费者对调味品配料等指标认知，进而促进零添加、减盐、有机等细分品类渗透。其次，复调依旧是行业内具备高增长势能的细分赛道，其中近期海底捞宣布开放加盟，进一步提振颐海国际基本面改善预期：一方面直接促进其火锅底料等关联业务（23H1 销售占比约 33.9%）增长，另一方面伴随海底捞品牌影响力提升，才有“海底捞”品牌的 C 端业务有望间接受益。此外，本周仲景食品在投资者互动平台表示，春节至现在公司订单充足，产销两旺，包括已开始对接服务部分团餐、预制菜等餐饮客户。最后，伴随海底捞、九毛九等头部餐企不断放开加盟，餐饮业有望延续加速连锁化趋势，其中深度绑定大 B、小 B 厚积薄发的千味央厨值得期待，即短期增长确定性与长期成长空间构筑布局价值。

展望后市，伴随年关高备货、快动销时期渐入尾声，调味品、速冻食品板块均开始进入库存消化期；而后市淡季动销检验期，或奠定全年行业景气高低的大基调。同时，由于旺季板块动销通过检验，板块整体也随大盘完成初期的估值修复；且考虑到板块当前的安全边际（从板块调整、估值、基金重仓配置以及股息率等视角），我们认为板块整体仍具备投资性价比。但我们认为，对于当下行业销售淡季逐步展开与估值修复逐步转入基本面验证的时点，Q1 业绩确定性强、短期催化多以及全年增长势能高的标的值得重点关注。

我们建议关注以下三条主线逻辑：

1、紧盯成长确定性高、业绩可见度强的细分领域和龙头企业。重点推荐主业优势突出、动销改善、估值性价高（底部区间）的预制菜龙头安井食品，聚焦餐饮供应链、增长逻辑清晰的千味央厨（业绩确定性强，内部增长势能高）。

2、重视关注主线逻辑通顺但复苏略有滞后，未来有望回归快速扩张的赛道机会。重点推荐，存在旺季动销催化（C 端主业有望改善）、并购食萃带动渠道补能破圈预期（孵化大、小 B 第二增长曲线）的天味食品。



3、期待逻辑变化、管理改善等催化的个股 alpha 兑现。重点推荐：诉讼达成和解、地产业务持续剥离以及改革红利逐步释放的中炬高新；建议关注短期关联方催化、基本上修的颐海国际。

2.6 餐饮

本周(3.4-3.8)SW 酒店餐饮指数涨跌幅为-2.81%，对比食品饮料板块(-1.83%)，表现略有分化，其中百胜中国/九毛九/海伦司/特海国际/海底捞/洪九果品/同庆楼/广州酒家/奈雪的茶/呷哺呷哺/全聚德/西安饮食期间涨跌幅分别为-5.19%/-7.10%/-11.89%/-2.17%/-1.68%/-0.29%/-0.97%/-4.40%/-5.11%/-9.18%/+0.51%/+2.80%。

餐饮业充分复苏，整体势头强劲。近日，多家餐企披露 2023 年财报信息，麦当劳、百胜中国、海底捞、瑞幸咖啡、九毛九、全聚德、同庆楼、西安饮食等多家餐企均实现营收净利双增长。这些企业的业绩增长和门店扩张是餐饮业充分复苏的缩影。国家统计局数据显示，2023 年，全国餐饮收入 52890 亿元，同比上升 20.4%。餐饮业增速高于 GDP 增速 5.2%。

迈入 2024 年，餐饮业的复苏脚步持续向前。龙年春节期间的消费市场持续回暖，春节聚会带动餐饮消费热潮。北京、上海、天津、广州、四川、江苏、河南等地的餐饮市场势头强劲；海底捞、喜茶、奈雪的茶、呷哺集团等多家餐饮品牌也迎来新的增长。

餐饮行业下沉市场增长潜力显现，或成业绩新增长点。2月15日，美团发布的2024春节“吃喝玩乐”消费洞察显示，生活服务业实现“开门红”，春节假期日均消费规模同比增长36%，较2019年增长超155%，广东、江苏、四川、浙江、山东等省份消费规模居全国前列。四线以下地区消费同比增速最快，下沉市场迎来强劲回暖，成为激发假日经济增长的“新引擎”。而这种趋势在过去一段时间已经有所显现，辰智大数据显示，2022年第四季度—2023年第三季度，西藏、云贵、江西、青海、新疆、甘肃、广西等中西部地区餐饮门店增长率超过全国平均值，未来可能成为中国餐饮发展的新增长点。

高质价比产品、刚需品类仍然是餐饮消费主流。红餐产业研究院发布的《2023年中国餐饮消费趋势》显示，目前国内消费市场已经出现第四消费时代的特征，消费者的朴素、实用意识正在引领社会的新消费潮流。换句话说，消费者在花钱方面会变得更保守、更理性。理性消费并不意味着放松对品质的追求，未来消费者本质上还是希望花最少的钱，享受不错的品质。在用餐方面，也会拒绝超额消费，选择刚需性的产品进行消费。红餐大数据相关数据显示，2022年10月到2023年4月，人均300元以上和人均50元以下的餐饮门店，占比均下降了0.4个百分点；而人均50—100元以及人均100—300元的门店占比则分别提高了0.4个百分点。这样的消费趋势短期内难以改变，在这样的消费趋势下，平价优质的餐饮模式更受市场青睐，



而那些高价低质的品牌会更难立足。

扩大门店规模仍然是主旋律，餐饮连锁化程度进一步提升。上述提到平价优质的产品会大行其道，这样的模式下，必然意味着微利，赚钱要靠薄利多销，而这并非所有餐饮企业都能承受。只有连锁品牌通过加密门店布局、加速扩大门店规模，才能构筑门店规模优势，从而在上游端获得更多议价能力，有效控制成本，支撑降价后的盈利。根据美团的数据分析，从2018年至2022年，中国的餐饮行业在连锁化方面呈现了稳定增长的趋势，连锁化率从2018年的12%上升至2022年的19%，这表明中国的餐饮市场正逐步加快其连锁经营的步伐。但相较于美国54%的餐饮连锁化率，中国的餐饮连锁市场仍有很大发展空间。

旅游业复苏带动餐饮消费，为留住不同口味的顾客企业花样营销。美团数据显示，23年冬天火爆的哈尔滨，异地消费者的堂食订单量同比增长430%。此外，上海迪士尼附近的**湊湊**餐厅同样受到家庭客群的欢迎。随着旅游和返乡的人数的增加，推动了旅游城市和下沉市场的餐饮消费增长。而为了抓住不同口味的消费者，餐企也打起了花式营销“组合拳”。如海底捞针对全国不同地区的过年习俗与消费习惯，因地制宜地推出了地区限定菜单。而这也显示出了行业未来的发展趋势，辰智大数据撰文指出，2024年，无论是开拓新的市场，还是探索更多商业运营模式，产品好吃是一切的根源，所有爆品的诞生都需要踩准时间节点，品牌只有抓住机会才能卖爆。

顺应市场发展，海底捞入局引领中餐连锁化率提升。3月4日，海底捞国际控股有限公司发布公告称将推行海底捞餐厅的加盟特许经营模式，以多元经营模式进一步推动餐厅网络的扩张步伐。此外，海底捞亦已成立加盟事业部，制定加盟特许经营相关模式细节及商务合作流程。海底捞对开放加盟的解释是顺应市场发展。2023年，中国餐饮市场迎来复苏，从海底捞近日发布的业绩预告也有所证明。相较于2022年持续经营业务收入约310.4亿元，海底捞截至2023年12月31日止年度的持续经营业务收入预计将不低于414亿元，增加比例不低于33.3%。

餐饮市场“加盟潮”持续，品牌优化加盟政策迈入“新万店时代”。从2023年末至今，“加盟”在连锁餐饮品牌来年中出现的频率最高。2024年2月3日，九毛九宣布自2024年2月1日起，逐步开放旗下太二酸菜鱼和山的山外面酸汤火锅的加盟与合作业务，这标志着九毛九从以直营为主向多元经营模式转变。在直营转加盟的路上，从茶饮咖啡，到西餐快餐，再到火锅中餐……越来越多的头部品牌躬身入局。同时，品牌通过优化加盟政策，降低加盟门槛，吸引加盟商入局。2月28日，奈雪公布2024年加盟新政策，单店投资58万元起，2024年6月30号前完成签约的加盟店，可享受单店6万元营销补贴，而2023年7月首次开放加盟，奈雪加盟费用高达98万元。新茶饮赛道的规模化竞争日益激烈，调整加盟政策的不只有奈雪，还有喜茶、书亦烧仙草以及瑞幸咖啡等。随着更多强者入局，以及头部餐饮企业“集



体拥抱”加盟连锁，中国餐饮正以更快的速度迈入“新万店时代”。

推荐深耕下沉餐饮渠道的呷哺呷哺，建议关注海底捞、广州酒家、九毛九、同庆楼。

2.7 烘焙供应链

本周（3.4-3.8）烘焙标的整体表现承压，其中立高食品、五芳斋、海融科技、南侨食品、佳禾食品期间跌幅分别为 5.31%/0.6%/3.01%/2.95%/1.84%。行业方面，23 年受益于下游现制烘焙茶饮需求恢复和棕榈油等原材料价格下行，板块展现业绩增长弹性；而 24 年随着烘焙和茶饮行业景气度的持续提升，需求有望进一步恢复；且目前棕榈油等原料成本整体处于低位；再叠加奶油等烘焙原料的国产替代，行业龙头有望持续受益。个股端，龙头立高食品预计春节旺季期间销售恢复较好，其中饼店渠道在稀奶油放量、需求恢复下或呈改善态势，餐渠在低基数、高发力下或延续快增；此外，伴随公司全方位精细运作，业绩弹性值得期待。

烘焙产品渠道方面，烘焙行业消费场景由传统的流通饼房渠道为主逐渐呈现出渠道多元化的趋势，传统烘焙饼房虽仍是首要购买场景，但占比呈现下降趋势，线下商超、便利店、餐饮渠道、茶饮咖啡店、酒店自助餐和线上 O2O 等新兴渠道占比日渐提升。23 年以来，流通饼店渠道恢复较为缓慢，但是商超餐饮茶饮场景修复较快，我们认为烘焙企业未来不仅需要关注流通渠道的修复，还需要进一步把握 KA、餐饮、便利店等烘焙新渠道的机会。

重点推荐：立高食品，关注：海融科技、南侨食品、佳禾食品。

2.8 代糖&植物提取

本周，百龙创园/华康股份/莱茵生物/晨光生物/三元生物/保龄宝涨跌幅分别为 -2.88%/+0.56%/-2.81%/-4.01%/-3.42%/-2.38%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 -1.04%/+2.40%/-0.97%/-2.18%/-1.58%/-0.55%。当前海外去库阶段告一段落，整体代糖行业供需逐步趋于平衡。我们认为近年来随着全球“减糖”趋势持续演绎、各国“糖税”及减糖政策陆续强化，无糖/低糖消费兴起，同时人工甜味剂的安全性不断被讨论，天然代糖的占比快速提升，我们认为未来天然甜味剂或将有更大的替代空间。其中阿洛酮糖作为新一代甜味剂，具有无糖、低热量、加工特性优良等特点，与蔗糖甜感相近，全球需求伴随使用逐步获批稳健增长。

建议关注：百龙创园（阿洛酮糖）、华康股份（木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、赤藓糖醇）、莱茵生物（甜菊糖、罗汉果糖）等。

3 风险提示

经济波动影响消费水平、食品安全风险、经销商资金链问题抛售产品损害品牌、原材料成本大幅波动。



分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn