

食品饮料

周观点 | 业绩集中披露，关注优质标的

投资要点：

【周观点】：

【白酒】白酒板块内多家公司已披露年报及一季报，贵州茅台为全年营收15%增增奠定良好开局，山西汾酒24年力争营业收入较上年增长20%左右，水井坊2024年的经营目标是主营业务收入和净利润均保持增长，舍得去年一季度基数较高，预计二季度开始无基数影响后逐季表现向上可期，老白干23年实现营收52.57亿元，同增12.98%，伊力特2024年营收目标28亿元，利润目标4.95亿元，较23年同比增长26%/46%，顺鑫农业23年公司实现营收105.93亿元，同比减少9.3%。

【啤酒】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。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。

【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】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。

【乳制品】预计24年原奶价格仍处于下行区间，企业端降本控费、龙头乳企追求净利率目标、区域乳企新品新渠道拓展拉动营收增长仍将是竞争主旋律。

【休闲食品】休闲零食企业受益于新渠道带来的增长，同时降本控费下，预计24年业绩端仍将维持不错表现。

【保健品】长期来看“银发一族”和“年轻一代”作为驱动行业增长的核心群体，在健康意识提升、老龄化背景下，行业发展动能充足、空间广阔。

【餐饮产业链】展望后市，伴随调味品、速冻食品板块逐步进入库存消化期；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。随着各公司Q1业绩相继披露，板块整体也随大盘完成前期的情绪铺垫；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），调味品等板块Q1展现业绩增长弹性，我们认为板块整体仍具备估值修复空间。

【餐饮】目前来看，餐饮业充分复苏，整体势头强劲。总体表现为，经济回升向好，餐饮行业实现较快增长。

【烘焙供应链】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，行业龙头有望持续受益。

【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。

【宠物】海外去库存后出口加速恢复，海关数据同比高增。宠物总体市场规模增长减缓，但稳步向好。

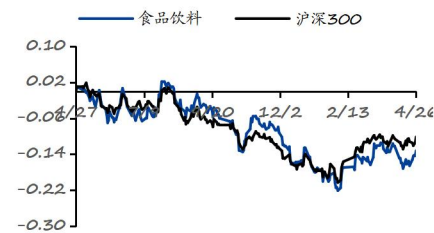
【黄金珠宝】金价持续上行，投资+悦己+婚庆三重支撑下，黄金消费仍处于高景气周期，也需持续关注高金价下终端消费情况。

➤ 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、日本酱油行业专题一：龟行稳健“甲”天下，“万”千风味再出发——2024.04.26
- 2、浅析功能性糖醇的应用空间及市场格局——2024.04.24
- 3、光瓶酒专题（二）：后疫情时代光瓶酒的分化演绎——2024.04.15



正文目录

1 周观点	3
1.1 白酒板块	3
1.2 啤酒板块	4
1.3 软饮料	5
1.4 预调酒板块	6
1.5 乳制品	7
1.6 休闲食品	8
1.7 保健品	9
1.8 代糖	10
1.9 餐饮产业链	11
1.10 餐饮	13
1.11 烘焙供应链	14
1.12 黄金珠宝	14
1.13 宠物	16
2 风险提示	17

1 周观点

1.1 白酒板块

本周白酒 SW 指数+4.93% (沪深 300 指数+1.20%), 近一月白酒 SW 指数-0.61% (沪深 300 指数+1.14%), 当前白酒板块 PE(TTM)为 25.02X, 较上周有所回升。具体来看, 老白干酒 (+5.36%)、金徽酒 (+5.05%)、迎驾贡酒 (+3.54%) 表现领先。

目前, 白酒板块内多家公司已披露年报及一季报。贵州茅台 24Q1 实现总营收 464.85 亿元, 同比增长 18.04%; 实现归母净利润 240.65 亿元, 同比增长 15.73%。24Q1 公司开门红圆满完成, 为全年营收 15% 的增长目标奠定良好开局。

次高端中, 本周山西汾酒发布 23 年年报及 24Q1 季报。23 年公司实现营收 319.3 亿元, 同比增长 21.8%; 实现净利润 104.38 亿元, 同比增长 28.93%。单季度来看, 23Q4 公司实现营收 51.84 亿元, 同比增长 27.38%; 实现归母净利润 10.07 亿元, 同比增长 1.95%; 24Q1 公司实现营收 153.4 亿元, 同比增长 20.94%; 实现净利润 62.62 亿元, 同比增长 29.95%。2024 年公司力争营业收入较上年增长 20% 左右。

水井坊发布 23 年年报及 24Q1 季报。23 年公司实现营收 49.53 亿元, 同比增长 6.0%; 实现归母净利润 12.69 亿元, 同比增长 4.36%。回顾 23 年, Q1 公司的主要任务是降低社会库存、稳定价值链, 由此导致一季度业绩同比出现较大幅度下降; 二季度以来, 经销商库存回到健康水平, 门店库存也显著减少, 恢复正常水平; Q3-Q4 公司营业收入恢复双位数增长。全年来看, 公司收入与利润均较上一年度保持增长, 完成了年初制定的经营目标。公司 2024 年的经营目标是主营业务收入和净利润均保持增长。

舍得发布 24 年一季报, 24Q1 公司实现营收 21.05 亿元, 同比+4.13%; 实现归母净利润 5.50 亿元, 同比-3.35%。公司去年一季度基数较高, 预计二季度开始无基数影响后逐季表现向上可期。

区域龙头老白干 23 年公司实现营收 52.57 亿元, 同比增长 12.98%; 实现归母净利润 6.66 亿元, 同比下降 5.89%。2024 年公司目标营收 57.8 亿元 (对应增速 11.8%), 营业成本控制在 20.7 亿元以内, 费用不超过 17.5 亿元, 营业税金及附加力争实现 9.5 亿元, 营业总成本控制在 47.7 亿元以内。

新疆白酒龙头伊力特发布 23 年年报及 24Q1 季报。23 年公司实现营收 22.31 亿元, 同比增长 37.46%; 实现归母净利润 3.4 亿元, 同比增长 105.53%。单季度来看, 23Q4 公司实现营收 5.88 亿元, 同比增长 85.72%; 实现归母净利润 1.11 亿元, 同比增长 332.52%; 24Q1 公司实现营收 8.31 亿元, 同比增长 12.39%; 实现归母净利润 1.59 亿元, 同比增长 7.08%。2024 年公司营收目标 28 亿元, 利润目标 4.95 亿元, 较 23 年同比增长 26%/46%。



大众酒龙头顺鑫农业 23 年公司实现营收 105.93 亿元，同比减少 9.3%；实现归母净利润亏损 2.96 亿元，上年同期净亏损 6.73 亿元，亏损缩窄。白酒业务中，每 500ml 价格 50 元以上的高档酒/10-50 元的中档酒/10 元以下的低档酒分别实现营收 9.78/11.12/47.33 亿元，同比分别变化+45.31%/-18.09%/-22.14%。公司中档及低档酒承压，高档酒增长较好。其中，42 度 500ml 牛栏山陈酿销量同比下降 18.29%，承担公司产品升级的战略性产品金标销量同比下滑 41.86%。

1.2 啤酒板块

本周，啤酒板块涨跌幅为+2.77%，对比食品饮料板块（+4.01%），超额收益为-1.24%，其中青岛啤酒/华润啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/乐惠国际涨跌幅分别为+2.84%/+12.71%/+0.1%/+3.63%/+1.22%/+13.15%。

销量方面，我们保守预计 24 年全年啤酒销量将与去年保持稳定，而啤酒板块各公司由于基地市场的不同，销量方面预计将有所差异，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。

高端化方面，由于 23 年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 年华润啤酒、青岛啤酒均保持了吨酒价格增速的中单位数增长，考虑到啤酒价格绝对值较低，我们预计高端化趋势将得以延续。

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。

当前市场情绪抢跑旺季行情，我们认为主要系 1) 气温升温较早，预计旺季将提前开启；2) 担心后续无法实现与当前一般的买入价格；3) 成本端改善与前期具备预期差。尽管 23Q1 有销量高基数压制，因此今年一季报预计收入端仍有压力，但当前龙头 24 年 PE 在 20 倍左右，我们认为当前估值已一定程度上反应了一季报高基数压力，建议可开始重点关注。

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。

本周燕京啤酒发布 23 年年报，公司 2023 年改革增效成效显著，员工数量减少



了 2303 人，辞退红利较去年同期增长了 158.56%，占 23 年归母净利润的 21.44%，预计随改革进程逐步深入，该项费用将在后期给公司创造盈利弹性。公司 23 年销售费用率对比同期下降了 1.29pct 至 11.08%，驱动公司毛销差对比同期增长了 1.49pct 至 26.55%，其余管理/研发/财务费用率分别+0.7/-0.06/-0.02pct 至 10.7%/1.79%/-1.16%，整体费用率水平管控良好。同时公司所得税率 2023 年对比同期下降了 3.2pct，我们推测主要系受益于子公司减亏工作的有效推进，综合推动公司 23 年净利率提升了 1.85pct 至 6.01%。我们预计在公司改革增效的持续深化下，2025 年净利率水平有望持续增长至接近 10%水平，与啤酒龙头看齐。

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，以及提效改革叠加大单品逻辑的燕京啤酒。

1.3 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分别为 +3.52% / -1.37% / +3.59% / -0.22% / -3.42% / +5.04% / +1.37%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 -0.49% / -5.38% / -0.42% / -4.23% / -7.43% / +1.03% / -2.64%。

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。

本周东鹏饮料本周发布一季报，公司在持续精耕广东市场的同时积极开拓全国市场，500ml 金瓶及补水啦等新品销售持续提升，拆分产品来看，公司东鹏特饮/其他饮料收入分别为 31.01/3.77 亿元，分别同比增长了 30.1%/257%，其他饮料占比由上年 4.24%提升至当前的 10.84%，其中东鹏补水啦和东鹏大咖合计收入占比达 6.92%。

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、植物蛋白饮料等；

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。

欢乐家本周发布 2024 年一季报，公司 24Q1 年实现营收 5.51 亿元，同比增长 6.61%，实现归母净利润 0.82 亿元，同比-3.74%，实现扣非净利润为 0.8 亿元，同比-5.14%。



1) 公司饮料产品在 2024 年 Q1 实现收入 3.11 亿元,同比增长达 23.47%, 收入占比达 56.49%, 其中椰子汁产品完成营收 2.67 亿元, 同比增长达 25.96%;

2) 公司罐头业务在 2024 年 Q1 实现收入 2.2 亿元, 同比下滑 15.86%, 收入占比达 39.84%。公司 24Q1 水果罐头产品完成营收 2.08 亿元, 同比下滑 16.8%, 其中, 黄桃罐头完成营收 0.89 亿元, 同比下滑 31.91%, 橘子罐头完成营收 0.62 亿元, 同比增长 5.29%。由于去年同期公司因受黄桃罐头关注热潮的影响, 水果罐头产品收入出现了大幅增长, 由此产生较高的基数导致 24Q1 罐头业务收入同比增速有所下滑, 但对比 2021 年 Q1 仍有 57.17% 的增长, 我们认为该项业务发展较为良性, 后续高基数影响预计将逐步减弱

重点推荐业绩表现积极的欢乐家, 建议关注: 1) 分红率稳定高股息标的养元饮品; 2) 管理层变更下基本面具备积极预期的香飘飘; 3) 功能饮料赛道龙头且逐步探索出第二增长曲线的东鹏饮料。

1.4 预调酒板块

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。

重点公司来看：百润股份作为预调酒行业龙头企业，当前已发布 23 年年报及 24 年一季报，公司 23 年实现预调酒业务收入 28.84 亿元，同比增长 27.76%，其中主要以销量增长驱动，量增和价增分别贡献+27.8%/-0.03%的增速；香精香料业务实现收入 3.17 亿元，同比+13.18%。2024 年一季度，公司预调酒业务在 23 年较高的基数下仍旧实现了 7.12 亿元的收入，同比增长达 5.67%，我们认为在公司“358”品类矩阵各系列产品市场更加清晰的背景下，当前的增速表现应当积极看待，预计后续威士忌业务的布局亦将进一步增强公司产品组合竞争力。

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，当前公司 24 年 PE 为 20 倍上下，建议关注。

1.5 乳制品

本周，伊利股份/蒙牛乳业/光明乳业/天润乳业/新乳业涨跌幅分别为 1.27%/6.05%/1.53%/1.79%/0.3%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 -2.74%/2.04%/-2.48%/-2.22%/-3.7%。我们预计 24 年原奶价格仍处于下行区间，企业端的降本控费、龙头乳企追求净利率目标、区域乳企新品新渠道的拓展拉动营收增长仍将是整个竞争格局的主旋律，双寡头伊利蒙牛的竞争趋于常态化，并且全国性乳企也在布局低温品类，蚕食区域乳企的竞争优势，全国性乳企的竞争优势更加明确。分重点公司来看：

伊利股份：公司基本面稳健，在消费需求较弱下通过推出创新产品，调动春节消费热情，例如呼伦贝尔有机、安慕希牛油果燕麦果肉口味等，预计 24Q1 受益公司新品推出+礼赠场景恢复+疫情驱动下健康意识提升，春节动销表现积极，拉动 24Q1 业绩增长。

天润乳业：公司 23 年营业总收入为 27.14 亿元，同比增长 12.6%；归母净利润 1.42 亿元，同比下降 27.7%。单四季度来看，2023Q4 营业收入 6.31 亿元，同比增长 13%；归母净利润亏损 47 万元，由盈转亏。2023 年 6 月 1 日，公司合并新农乳业，



剔除合并新农影响，公司 2023 年营收 25.09 亿元，同比增长 4.1%；剔除并表新农影响后公司归母净利润 2.37 亿元，同比增长 20.8%。公司在原奶下行周期中开启新一轮的出疆战略，此轮出疆主要依靠专卖店渠道，避开 KA、便利店等白奶竞争激烈的主流渠道，产品上以奶啤、桶酸、主打新疆奶源的常温白奶等为主，差异化特色明显。24Q1 预计公司新品奶啤、桶酸等产品有望打开增量；盈利能力仍受全资子公司新农亏损影响业绩有一定下降，预计亏损在原奶上行后逐步缓解且有望作为上游成本端为公司赋能。

妙可蓝多：本周公司发布 2024 年一季报，24Q1 公司营业总收入 9.5 亿元，同比变动-7.1%；归母净利润 0.41 亿元，同比增长 70.6%；扣非净利 0.31 亿元，同比增长 426%。综合考虑 23Q4+24Q1 公司营收/归母净利分别为 19.24/ 0.71 亿元，同比-4.9%/344.4%。分产品来看，24Q1 公司奶酪/贸易/液态奶营收分别为 7.85 / 0.82 / 0.81 亿元，同比变动-3.3%/-35.8%/-0.4%。综合考虑 23Q4+24Q1，公司奶酪/贸易/液态奶同比变动-12.5%/72.5%/8.9%。奶酪业务实现环比改善。

行业重点数据更新：

1) 液奶方面。截至 2024 年 4 月 18 日，根据 wind 数据，我国主产区生鲜乳均价 3.45 元/公斤，周环比/周同比分别为-0.60% /-12.20%；根据 wind 数据，2024 年 3 月我国乳制品产量 239.00 万吨，同比变动-4.8%，2024 年 1-3 月我国乳制品产量累计 724.30 万吨，同比增长 1.0%。

2) 奶粉方面。根据 wind 数据，截至 2024 年 4 月 19 日，国产/国外婴幼儿奶粉品牌零售价分别为 226.12/268.93 元/公斤，中老年奶粉价格 106.00 元/公斤。

关注：利润导向明显的全国乳企巨头伊利股份，建议关注产品结构优化带来的毛利率改善情况以及费用率投放情况。

1.6 休闲食品

本周，劲仔食品/洽洽食品/甘源食品/卫龙/万辰生物这几个主要的休闲零食上市企业的涨跌幅分别为-2.36%/4.53%/-4.89%/-1.65%/8.02%，对比食品饮料板块的超额收益分别为-6.36%/0.52%/-8.89%/-5.66%/4.02%。量贩零食店在下沉市场销售表现优异，客群定位清晰，未来零食店 SKU 扩张范围较大，可称为食品类贩卖平台，建议重点关注该业务模式。

我们预计休闲零食企业在受益新渠道如量贩零食以及内容平台抖音渠道的放量，以及新品类例如鹤鹑蛋、魔芋等产品的推出将继续带来营收端的增长，同时考虑降本控费下，预计 24 年业绩端仍将维持不错表现，但后续仍有情绪回落以及整体渠道放量有限、新渠道竞争格局恶化、新品不及预期的风险。



劲仔食品：本周公司发布 24Q1 业绩公告，24 年 Q1 公司实现营收 5.40 亿元，同比增长 23.6%；实现归母净利润 0.74 亿元，同比增长 87.7%；实现扣非归母净利润 0.58 亿元，同比增长 77.5%；考虑到春节错配情况，我们测算 23Q4+24Q1 公司营收为 11.12 亿元，同比增长 25.1%；归母净利 1.50 亿元，同比增长 104.1%。对比盐津铺子同口径收入/归母净利同比增长 28.5%/38.6%，公司成本及控费优势更加突出。

甘源食品：23 年公司实现营收 18.48 亿元，同增 27.36%；实现归母净利润 3.29 亿元，同比增长 107.82%。24Q1 公司实现营收 5.86 亿元，同增 49.75%；实现归母净利润 9129.27 万元，同比增长 65.30%。分产品看，23 年公司综合果仁及豆果系列/青豌豆系列/瓜子仁系列/蚕豆系列/其他系列分别实现营收 4.29/3.95/2.36/1.95/3.15 亿元，同比分别增长 38.75%/21.64%/15.03%/6.63%/51.41%，全品类营收实现增长，其中花生等其他品类营收增长领先。

洽洽食品：公司 23 年实现营收 68.06 亿元，同比减少 1.13%；实现归母净利润 8.03 亿元，同比减少 17.77%。分产品看，23 年公司葵花子/坚果类/其他产品分别实现营收 42.70/17.53/7.16 亿元，同比分别变化-5.36%/+8.00%/+1.51%，营收占比最大的葵花子产品（占比 62.75%）增长承压。

西麦食品发布 23 年年报及 24Q1 季报。23 年公司实现营收 15.78 亿元，同比增长 18.89%；实现归母净利润 1.15 亿元，同比增长 6.08%。单季度来看，23Q4 公司实现营收 4.45 亿元，同比增长 22.21%；实现归母净利润 0.23 亿元，同比下降 6.20%；24Q1 公司实现营收 5.66 亿元，同比增长 46.07%；实现归母净利润 0.45 万元，同比增长 14.59%。

万辰集团作为量贩零食店稀缺标的，在合并“陆小馋”、“好想来”、“来优品”和“叮嘀叮”品牌后，截止 2024 年 1 月，万辰集团量贩零食板块门店数量超过 6000 家，并保持月均超 500 家门店的开业速度。公司积累了丰富的行业经验，选品、物流仓储等全链路供应链体系完善，在量贩零食店渠道红利加速释放背景下，公司积极拓店，有望形成以华东为大本营，并逐步延伸全国的门店布局。

关注：折扣化趋势及量贩门店增量受益标的劲仔食品、洽洽食品；量贩零食稀缺标的万辰集团。

1.7 保健品

本周，汤臣倍健/仙乐健康/H&H 国际控股/科拓生物涨跌幅分别为 1.03%/3.16%/1.39%/8.97%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 -2.98%/-0.85%/-2.62%/4.96%。我国保健品行业空间广阔，根据艾媒咨询，2022 年我国保健品市场规模为 2989 亿元，五年内 CAGR 为 13.1%，增长迅速。短期来看，保健品行业受“百日行动”打假负面新闻、跨境电商法带来的监管趋严等事件影响增



速有一定回落，但长期来看“银发一族”和“年轻一代”作为驱动行业增长的核心群体，在健康意识提升、老龄化背景下，行业发展动能充足、空间广阔。

中日对比来看，目前我国保健品行业在逐步规范过程中，各品类发展不均。2015年日本内阁会颁布《规制改革实施计划和日本再兴战略》，将功能性标示食品以备案制形式纳入监管条例，此次改革覆盖了可能涉及功能性的全部食品（包括膳食补充剂形态的加工食品、膳食补充剂形态以外的加工食品、生鲜食品），而限于狭义的保健功能食品，此次新规让日本保健品行业叠加“多重buff”——强医疗背景、行业严监管、先进技术、优质原材料以及更广的覆盖面等，催化保健品行业加速发展。相比之下，我国保健食品覆盖面较窄，截至目前，我国保健品的备案范围主要涵盖营养素补充剂和辅酶Q10、灵芝孢子粉等单方产品，备案产品组方、功能声称并未突破注册制产品的可控范围，政策方面尚待完善。

个股来看，仙乐健康发布 23 年年报及 24 一季报。2023 年公司营业总收入 35.82 亿元，同比增长 42.9%；归母净利润 2.81 亿元，同比增长 32.4%。单四季度来看，2023Q4 营业收入 10.79 亿元，同比增长 50.1%；归母净利润 0.96 亿元，同比增长 165.5%。24Q1 公司营业总收入 9.52 亿元，同比增长 35.5%；归母净利润 0.63 亿元，同比增长 114.4%。业绩增长超预期。公司目前主要辐射全年龄阶层，剂型来看仍以片剂、软胶囊、硬胶囊等传统保健食品剂型为主，但休闲化、便利化和社交化等场景需求推动软糖、小规格饮品等剂型迅速增长，根据欧睿国际研究，未来三年软糖增速将超过 30%。分区域来看，不同于美国市场的成熟，中国市场仍处于快速增长期，益生菌、运动营养等赛道未来三年仍有望实现双位数增长。

科拓生物发布 23 年年报及 24 一季报。2023 年公司营业总收入 2.99 亿元，同比变动-18.9%；归母净利润 0.93 亿元，同比变动-14.9%。单四季度来看，2023Q4 营业收入 0.82 亿元，同比变动-21.7%；归母净利润 0.21 亿元，同比变动-7.6%。24Q1 公司营业总收入 0.59 亿元，同比变动-18.2%；归母净利润 0.19 亿元，同比变动-7.7%。公司长期专注益生菌生产工艺开发创新、核心菌株研发等，为公司 B 端业务的开发提供有力资源，通过 B 端技术开发推动 C 端市场发展已成为公司食用益生菌市场开发重要渠道之一。

1.8 代糖

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+3.42%/-0.92%/+2.14%/+1.97%/+4.66%/+6.61%，对比食品饮料板块的超额收益分别为-0.59%/-4.92%/-1.87%/-2.04%/+0.65%/+2.60%。

百龙创园发布 2023 年年报及 2024 年一季报，公司 2023 年实现营业收入/归母净利润 8.68/1.93 亿元，同比+20.28%/+28.02%。其中，益生元/膳食纤维/健康甜味剂/



其他淀粉糖（醇）分别实现收入 2.57/4.44/1.37/0.16 亿元，同比 +4.49%/+31.08%/+44.91%/-5.52%。分区域看，境内/境外分别同比+21.55%/+23.78%。24Q1 公司实现营业收入/归母净利润 2.52/0.54 亿元，同比+29.63%/+20.47%。其中，益生元/膳食纤维/健康甜味剂/其他淀粉糖（醇）分别实现收入 0.73/1.35/0.24/0.02 亿元，同比+55.40%/+32.88%/-34.86%/-51.28%；分区域看，境内/境外分别同比+32.74%/+17.78%。公司整体延续快速成长态势，随着年产 30,000 吨可溶性膳食纤维项目和年产 15000 吨结晶糖项目于 24 年 5 月建成投产，后续产能逐步爬坡，将持续贡献业绩增量。现阶段我们预计全年业绩有望逐季持续提升。

华康股份发布 2024 年一季报，公司 24Q1 实现营业收入/归母净利润 6.35/0.80 亿元，同比-2.39%/-11.15%。一季度业绩小幅下滑主要受海外收入同比-19.25%拖累；且直销收入同比-9.26%，贸易收入+29.86%，推测对公司毛利有结构性影响。

莱茵生物发布 2024 年一季报，公司 24 年 Q1 实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 3.41/0.27/0.40 亿元，同比+35.07%/+34.37%/+372.05%。收入快速增长，扣非归母净利润高增，盈利能力大幅修复。其中，非经常性损益中公允价值变动损益及处置金融资产和金融负债损益为-1408 万元，主要系子公司所持 Ispire 股票价格大幅下跌所致。

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（含糖醇类甜味剂）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、膳食纤维、益生元）、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）。

1.9 餐饮产业链

本周（4.22-4.26）调味发酵品/预加工食品板块迎来反弹，周涨幅分别为 5.31%/1.40%，对比食品饮料板块（+4.01%），经营业绩兑现、情绪回暖。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+0.91%/+1.5%/+3.87%/+12.33%/+14.1%。

目前，调味品、速冻预制菜板块内多家公司已披露年报、一季报。24 年 Q1，调味品板块在节日效应和返乡聚会场景催化下营收稳健增长，根据凯度大数据统计，Q1 调味品在全国 1~6 线城镇的销售额同比增速达 8%；业绩方面则充分受益于成本改善、结构升级等，Q1 展现高增长态势。具体而言，酱油等基调板块中，海天味业



Q1 营收、利润均略超预期，且全年给出 10% 以上的增长指引，而中炬高新在成本改善、产品结构及费用优化等共振下，Q1 业绩更是大超预期，归母净利润增幅约 60%，同时公司加快改革步伐、为实现百亿目标积蓄发展势能，而千禾味业受益于兼具性价比和健康属性的零添加产品持续渗透，预计 Q1 延续稳健快增态势；复调板块 Q1 呈现渗透率、集中度双升态势，行业龙头业绩稳中有进；其中天味食品 Q1 营收受火锅底料拖累增长放缓，但在食萃并表、成本改善下实现业绩超预期，归母利润增速超 37%；宝立食品的复调主业受益于春节旺季大 B 备货、B 端占有率提升而保持快增，但 Q1 业绩被少数股东权益攀升、去年资产处置收益高基数拖累下滑；日辰股份 Q1 则保持稳健增长态势。此外，聚焦调味品其他细分品类，仲景食品在葱油大单品放量、线上渠道红利下实现开门红，Q1 营收、归母净利润增速分别达 23%/30%；此外，安琪酵母 Q1 表现低迷主要系国内营收不及预期，具体由于 3 月市场需求转弱、行业降价叠加考核周期变动形成的高基数。

速冻预制菜板块整体表现略弱，但头部效应逐步凸显。其中，安井食品 Q1 业绩增长略超预期，营收、归母净利润在高基数下分别同增 18%/21%，全渠道龙头展现出强者恒强，其中安井主业保持快增，预计 Q1 锁鲜装稳增，小厨进度较快，全年高目标可期，而小龙虾等水产价格持续低迷导致新宏业、新柳伍经营承压。千味央厨受大客户业务节奏扰动等影响 Q1 表现低迷，营收归母净利润分别同比 +8.04%/+14.16%，但公司内外部利益相关者深度绑定，未来发展模式清晰，大小 B 有效联动有望持续孵化 3-5 亿级大单品，并共同构成公司增长系统闭环。三全食品 Q1 经营同样面临压力，营收、归母净利润分别同比 -5.01%/-17.76%。此外，龙大美食预制食品主业进展较好，业务结构优化（食品端礼盒装放量以及贸易及养殖业务量下降等）带动 Q1 盈利能力改善，同期归母净利润同比 +43%。

展望后市，伴随调味品、速冻食品板块逐步进入库存消化期；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。随着各公司 Q1 业绩相继披露，板块整体也随大盘完成前期的情绪铺垫；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），调味品等板块 Q1 展现业绩增长弹性，我们认为板块整体仍具备估值修复空间。

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、Q1 业绩略超预期、估值处于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（估值性价比高，长期价值凸显）。

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，存在主业稳健增长、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：Q1 业绩大超预期、高目标引领以及改革势能红利持续释放的中炬高新。

1.10 餐饮

本周(4.22-4.26)SW 酒店餐饮指数涨跌幅为 1.93%，对比食品饮料板块(4.01%)，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 +7.95%/+5.73%/+18.38%/+9.42%/+12.66%/+0.00%/-11.33%/-1.32%/+18.58%/+9.32%/+0.50%/+6.20%。

经济回升向好，餐饮行业实现较快增长。根据国家统计局数据，3 月份，社会消费品零售总额 39020 亿元，同比增长 3.1%。按消费类型分，3 月份，商品零售 35056 亿元，同比增长 2.7%；餐饮收入 3964 亿元，增长 6.9%。1—3 月份，商品零售 106882 亿元，增长 4.0%；餐饮收入 13445 亿元，增长 10.8%。良好发展态势的背后，除了消费者信心的增强，也有餐饮行业经营者对于数字化应用和供应链的持续优化，以及对市场需求的精准把控。尽管全球经济承压，餐饮完全回暖仍需时间，但波动回升的基本面不会变，未来前景仍然向好。

多品牌开放加盟，推动行业规模化发展。近年来，众多品牌相继开放加盟。从茶饮赛道起；今年 2 月，九毛九集团宣布开放加盟业务；3 月，海底捞在官网挂出申请加盟二维码，公开招募加盟商。根据《中国餐饮发展报告 2023》，中国餐饮市场连锁化率从 2018 年的 12%到 2020 年的 15%，再到 2022 年的 19%和 2023 年的 21%，加盟品牌在此过程中发挥了关键作用。加盟模式的不断推广，有益于品牌快速拓店，提高连锁化率和市占率，增加自身市场竞争力。“加盟潮”在未来或将持续，在加盟规模越来越大的同时，也需要做好品牌和加盟商的双向选择，同时不断创新多样的加盟形式。

身处餐饮行业风口，预制菜面临挑战。预制菜在疫情三年得到不断发展，据 2024 年 3 月 15 日发布的《2023 年中国预制菜产业发展蓝皮书》，2023 年中国预制菜市场规模为 5165 亿元人民币，同比增长 23.1%，到 2026 年有望超过 10720 亿元。在预制菜热度不断上升，越来越深入消费者生活的同时，“315 晚会”披露的“槽头肉”预制菜也引起了消费者的担心。对此，市场监管总局等六部门于 2024 年 3 月 21 日联合发布《关于加强预制菜食品安全监管 促进产业高质量发展的通知》，首次明确预制菜定义和范围，以强化食品安全监管。预制菜的未来发展，势必要满足营养化、标准化、工业化的市场需求，相关监管的逐渐收紧，预制菜发展挑战与机遇并存。

继淄博烧烤之后，甘肃天水麻辣烫出圈。依靠社交网络，“好吃不贵”优势加持，天水麻辣烫近日成为热点。截至 2024 年 3 月 18 日，B 站天水麻辣烫最高播放量已经



突破 270W；小红书关于天水的帖子 32W+；抖音关于“天水麻辣烫”“甘肃麻辣烫”的话题播放量累次突破 15 亿，与之相关的话题已有百余个。抖音生活服务数据显示，过去两周，天水市麻辣烫订单环比上涨近 180%。天水麻辣烫的走红，是因为独特的口味与工艺、社交媒体的推动、地方文化的推广、旅游业的带动等因素。餐饮行业与文旅产业相辅相成，已成为趋势，发挥餐饮行业和文旅产业的协同作用，将有效助力地方特色餐饮成长。

重点推荐：食品业务省外扩张带来新增长的广州酒家，深耕下沉餐饮市场的呷哺呷哺。**建议关注：**同庆楼、海底捞、九毛九、百胜中国、全聚德。

1.11 烘焙供应链

本周（4.22-4.26）立高食品、五芳斋、海融科技、南侨食品、佳禾食品期间涨幅分别为 11.95%/0.29%/12.95%/6.49%/0.37%。其中，本周五芳斋、海融科技发布年报与一季报，其中五芳斋 23 年营收同比+7%，归母净利润同比+20%，粽子等核心品类稳步增长，连锁门店渠道实现营收快增，期待新一轮旺季表现。海融科技业绩超预期，24 年 Q1 营收同比+5.84%，归母净利润同比+52.99%，同时公司发布第一期员工持股计划，参与骨干成员不超过 18 人，受让价格 14.12 元/股，对应 24/25/26 年营收考核目标 11.5/14.5/19 亿元，分别同比增长 20%/26%/31%。

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。

1.12 黄金珠宝

据 iFind，本周（4.22-4.26）伦敦现货黄金价格 4 月 26 日收于 2343.10 美元/盎司，环比上周上下降 1.54%，上海金交所黄金现货收盘价环比下降 2.22%至 553.00 元/克，



本周金价在高位有所回调，但整体来说，我们预计美联储政策预期，叠加地缘政治风险，以及美国通胀超预期下，实际利率下行带动黄金配置属性凸显，金价具备支撑。根据国家统计局数据，2024年3月金银珠宝类同比增长3.2%，略强于整体社零（3.1%），Q1金银珠宝类同增4.5%，略弱于整体社零（4.7%），拆分量价来看，3月上海金交所黄金均价同增18.10%，反推3月金银珠宝类销量约下降12.62%，1-3月上海金交所黄金均价同增16.35%，反推Q1金银珠宝类销量约下降10.18%。参考23年10月金价急涨下金银珠宝成交量减，随11月金价高位企稳缓增后成交量逐步回暖，我们认为由于终端黄金价格急涨，消费者和经销商观望情绪加重，待黄金价格预期抬升，终端消费有望回暖，建议关注4月订货会及五一假期终端销售情况。

金价上行从多角度利好上市品牌方。1) 原材料套期等交易。目前品牌方普遍通过银行租借+套期保值方式对冲金价波动风险，但部分品牌仍然保留风险敞口，并且具备上海金交所交易席位的公司可以通过买卖黄金存货获得利润。2) 备货期间存货黄金增值。在备货期或具备部分黄金库存的企业，在金价上行周期有望将黄金存货增值转化为毛利，如老凤祥。3) 品牌使用费变相上行。部分品牌方按照成本加成的方式收取品牌使用费等，金价上行周期，产品成本上行，变相提高品牌使用费。4) 终端需求积极。消费者和经销商均存在买涨不买跌的心理催化，在金价盘整后持续高增的背景下，消费者对金价的心理预期抬升，预计消费者需求和加盟商囤货积极性双高。

从金价的影响渠道而言：1) 低毛利率产品对金价波动的弹性较强，如金条等产品，对应标的：菜百股份、中国黄金；2) 直营模式直接受益于黄金存货增值，对应标的：菜百股份；3) 在备货期金价上行的企业，存货增值将直接反映到品牌毛利率中，对应标的：老凤祥等。

周大生23年实现营收162.90亿元/+46.52%，毛利率18.14%/-2.64pct，归母净利润实现13.16亿元/+20.67%。24Q1公司实现营收50.70亿元/+23.01%，毛利率15.57%/-2.34pct，归母净利润实现3.41亿元/-6.61%。24Q1春节后黄金急涨，消费者及加盟商观望情绪加重，公司抓住春节前备货周期，实现稳健增长；受产品结构变化，黄金产品占比提升导致毛利率下行；报告期黄金租赁业务到期归还，24Q1投资收益-0.12亿元/-1640.41%。据公告，公司拟每十股派发6.5元分红。黄金产品和门店拓展顺利，镶嵌产品尚处于承压周期，同时销售费用率受营销、电商渠道及自营店开拓带来薪酬、租赁等增加带动，费用端有所上行。2024年度公司营业收入预计同比增长15%-25%，净利润预计同比增长5%-15%。2024年净增门店数量400-600家。

金价持续上行，投资+悦己+婚庆三重支撑下，黄金消费仍处于高景气周期，也需持续关注高金价下终端消费情况，建议关注4月订货会及五一假期销售情况。推荐：产品及渠道双增长的潮宏基；结构调整基本完成，高股息的周大生；拥有强渠

**道和强品牌力，股改焕发新增长的老凤祥。****1.13 宠物**

海外去库存后出口加速恢复，海关数据同比高增。海外：看去库存修复及产能落地后新订单的兑现，目前宠物食品出口同比高增，主要贸易伙伴美国、日本等正在加速修复，东南亚等新兴地区正高速增长。根据海关总署，24年1月/2月我国宠食出口量为27707/17350吨，同比+43.53%/+22.80%，以美元计价，出口金额同比+35.55%/+22.25%，从单价来看，美元计价下，同比-5.56/-0.45%，总体来看，出口量和总额同比继续高速增长，单价端波动。从主要贸易伙伴看，1-2月美国市场加速恢复，出口总额/出口量分别同比+68.81%/+71.67%。从用品端来看，各种材料制成的鞍具及挽具（适合各种动物用）1月/2月出口总额同比-9.24%/+29.17%；纸浆、纸等制的其他家庭、卫生或医院用品出口额同比+31.58%/+24.76%。预计24H1出口数据表现将持续亮眼，上市公司的出口业务增长与行业共振，且由于稳固的客户关系及更强的交货能力，有望迎来更强恢复弹性。

宠物总体市场规模增长减缓，但稳步向好。国内：在激烈竞争背景下，一级投融资步调放缓，腰部企业过去大额投放营销费用的模式或不可持续，看好品牌格局的进一步优化，另一方面，伴随费效比和营销策略打磨，叠加规模效应的显现，利润端的释放或可期待。根据中国宠物行业白皮书，23年我国物城镇宠物消费市场规模为2793亿元，同比增长3.2%，增速放缓。23年宠物犬数量同比增长1.1%至5175万只，宠物猫数量同比增长6.8%至6980万只，宠物犬重回增长区间，宠物猫仍是近年来主旋律。从宠均消费来看，23年宠物犬年均消费2875元/只，同比下降0.20%。宠物猫年均消费1870元/只，同比下降0.75%。我们认为，宠物市场的增长仍然具有确定性，但是单宠的年均消费下降也侧面反映出了市场的强竞争环境和消费者倾向于高性价比消费的趋势。根据魔镜数据显示，麦富迪/弗列加特/顽皮/zeal/领先/爵宴/好适嘉等品牌1-2月在三大平台销售额同比+17.41%/+234.19%/-14.41%/+20.84%/+76.62%/+18.82%/-24.30%，顽皮、好适嘉仍在调整阶段，弗列加特、领先等品牌持续高增。

中宠发布业绩，23年实现营业收入37.47亿元，同增15.37%，实现毛利率26.28%，同增6.49pct，归母净利润2.33亿元，同增120.12%，主要系原材料价格下降及海外工厂利润端大幅提振。24Q1实现营收8.78亿元，同增24.42%，实现毛利率27.85%，同增3.50pct，归母净利润0.56亿元，同增259.00%，主要系去年同期公司受海外去库存影响基数低，今年汇率、原料、海外工厂等多重提振下，利润弹性较大。公司拟定利润分配，拟向股东每10股分派红利2.4元（含税）。**主粮板块收入及毛利率均实现上涨，期待后续自有品牌调整后表现。**

佩蒂发布业绩，23年实现营业收入14.11亿元，同减18.51%，实现毛利率19.33%，



同降 2.97pct，归母净利润-0.11 亿元，转负。24Q1 实现营收 3.84 亿元，同增 142.37%（与 22 年同期相比+11.95%），实现毛利率 24.36%，同增 10.32pct（与 22 年同期相比-0.03pct），归母净利润 0.42 亿元，同增 209.56%（与 22 年同期相比+46.09%），大幅超预期。订单修复及汇率利好，业绩表现亮眼。公司公告，将回购的 459.36 万股变更为注销并减少注册资本用途。总体来说，公司境内业务持续高增长，境外业务迎来拐点，期待自有品牌新产品放量。

依依股份发布业绩，23 年实现营业收入 13.37 亿元，同减 11.80%，实现毛利率 17.02%，同增 3.30pct，归母净利润 1.03 亿元，同减 31.41%。24Q1 实现营收 3.84 亿元，同增 35.18%，实现毛利率 18.22%，同增 11.22pct，归母净利润 0.42 亿元，扭亏为盈。海外订单修复、节能降耗叠加原材料价格回落、汇兑利好，毛利率显著提升，利润端利好。公司公告，公司拟 10 股派发现金红利 4.00 元（含税）。海外客户订单修复叠加新客户持续拓展，期待公司今年新增量。

从汇率及成本端，均利于出口型企业，乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、天元宠物、依依股份均发布业绩，利润端表现良好，建议关注 Q2 订单情况及同环比改善情况。国内来看，它博会的火爆进一步展现国内宠物市场活力，关注国外恢复较快、国内自有品牌持续深耕的企业。推荐海内外双循环的中宠股份，自有品牌三大要素齐具的乖宝宠物，境外业务同环比改善、境内业务持续布局的佩蒂股份，出口业务具有较强弹性的依依股份，建议关注：流动性改善带来估值回升的路斯。

2 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