

2024年05月24日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

渠道转型红利释放，盈利端增长可期

—休闲食品板块 2023 年及 2024Q1 总结

推荐(维持)

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

✉ sunss@cfsc.com.cn

分析师：廖望州 S1050523100001

✉ liaowz@cfsc.com.cn

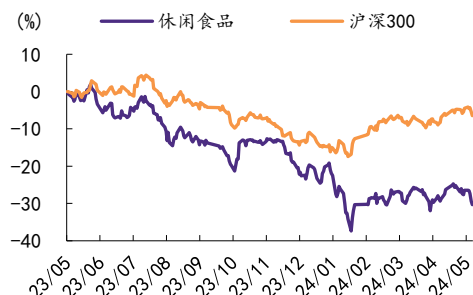
联系人：肖燕南 S1050123060024

✉ xiaoyan@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
休闲食品(申万)	-2.3	-2.6	-31.6
沪深300	2.3	3.2	-6.7

市场表现



相关研究

- 1、《休闲食品专题报告：零食专营渠道主线不变，重视休闲食品三剑客》2023-05-09

■ 休闲食品:营收利润双增长，利润端增势强劲

2023 年休闲食品行业营收/归母净利润分别为 755.45/51.27 亿元，分别同增 4%/19%。2023 年零食量贩渠道高速发展，劲仔食品、盐津铺子等渠道转型进程较快的公司在 2023 年持续释放红利，实现业绩增长。好想你、良品铺子在 2023 年积极进行渠道变革，利润端相对承压，良品铺子实施全国范围内一次性降价拉低净利润表现，且由于其价格和品牌定位仍处于调整过程中，消费者在再教育仍需一定成本，因此预计其利润端短期承压。而好想在 2023 年利润端承压主要系加大新兴渠道费投所致，2024Q1 利润端已实现边际改善。2024Q1 休闲食品行业营收及归母净利润分别为 207.87/17.31 亿元，分别同增 16%/18%。2024Q1 行业营收和利润双增长，三只松鼠利润端增速亮眼，主要系运营战略调整/精简费投所致。西麦食品、洽洽食品在 2024Q1 开门红中表现亮眼，西麦食品重视产品/渠道的协同创新，洽洽食品重视渠道多元化布局/产品结构升级，二者均在产品和渠道上协同发力，增势有望进一步延续。

■ 费用率优化，利润弹性持续释放

2023 年休闲食品行业销售费用率/管理费用率分别为 14.25%/5.78%，分别同比-1pct/-0.1pct，费用整体优化效果较好。2024Q1 休闲食品行业销售费用率/管理费用率分别为 14.71%/6.72%，分别同比+1pct/-0.4pct。由于各家公司重视费用精细化/供应链效率提升/规模效应释放，整体费率有所优化。2023 年休闲食品行业毛利率/净利率分别为 29.64%/6.83%，分别同比-0.03pct/+1pct，全年受益于成本改善与费用优化，行业盈利能力保持稳定。2024Q1 休闲食品行业毛利率/净利率分别为 30.32%/8.34%，分别同增 1pct/0.2pct。部分公司受原材料价格波动及渠道/品牌改革影响，盈利端短期相对承压。其中，三只松鼠“高端性价比”战略短期上需在产品定价上让步，因此拉低 2023 年毛利率。洽洽食品 2023 年受原材料价格影响，盈利端承压。有友食品新零售队伍建设所需渠道成本提高，且原材料成本维持高位，拉低毛利率。但各家公司积极优化费用、构建成本优势，行业盈利能力保持稳定。

■ 行业评级及投资策略

展望 2024 年，伴随各家公司费用精细化投放/供应链效率提升/规模效应释放等因素，以及零食专营渠道及电商渠道持续扩张，整体我们维持“推荐”评级，零食专营渠道仍是主线，我们继续重点推荐休闲食品三剑客（盐津铺子、劲仔食品、甘源食品），关注渠道转型变革的良品铺子、洽洽食品、三只松鼠，重视西麦食品、有友食品。

风险提示

宏观经济波动风险；行业竞争风险；食品安全风险；消费税或生产风险；原材料价格波动风险；推荐公司业绩不达预期等。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-05-24 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
002557.SZ	洽洽食品	33.05	1.58	2.13	2.53	20.92	15.52	13.06	买入
002582.SZ	好想你	6.91	-0.11	0.08	0.12	-62.82	86.38	57.58	买入
002820.SZ	桂发祥	8.63	0.30	0.47	0.68	28.77	18.36	12.69	买入
002847.SZ	盐津铺子	48.35	2.58	3.68	5.02	18.74	13.14	9.63	买入
002956.SZ	西麦食品	14.42	0.52	0.64	0.76	27.73	22.53	18.97	买入
002991.SZ	甘源食品	73.42	3.53	4.28	5.28	20.80	17.15	13.91	买入
003000.SZ	劲仔食品	13.51	0.46	0.70	0.86	29.37	19.30	15.71	买入
003030.SZ	祖名股份	16.73	0.32	0.38	0.47	52.28	44.03	35.60	买入
300783.SZ	三只松鼠	23.48	0.55	0.89	1.15	42.69	26.38	20.42	买入
603697.SH	有友食品	6.84	0.27	0.33	0.37	25.33	20.73	18.49	买入
603719.SH	良品铺子	14.10	0.45	0.50	0.59	31.33	28.20	23.90	买入
605179.SH	一鸣食品	11.03	0.06	0.16	0.23	183.83	68.94	47.96	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、 休闲食品：零食量贩红利释放，关注企业渠道与品牌变革.....	5
1.1、 业绩概况：零食量贩渠道延续高势能，行业增长韧性强.....	5
1.2、 盈利端：规模效应释放，费用率优化.....	7
2、 费用率优化，利润弹性持续释放.....	10
2.1、 三只松鼠：利润端延续高增速，转型升级见成效.....	10
2.2、 洽洽食品：一季度业绩超预期，多元渠道与产品升级齐发力.....	11
2.3、 良品铺子：利润端承压，品牌策略焕新调整.....	12
2.4、 盐津铺子：业绩高增势能延续，供应链护航渠道扩容.....	13
2.5、 劲仔食品：增长势能延续，升级路径清晰.....	14
2.6、 甘源食品：业绩增速亮眼，产品渠道双向发力.....	15
2.7、 祖名股份：聚焦区域拓展与渠道转型，双激励彰显信心.....	16
2.8、 有友食品：短期利润承压，渠道转型正当时.....	17
2.9、 好想你：盈利能力改善可期，渠道培育路径清晰.....	18
2.10、 桂发祥：一季度利润承压，品牌渠道齐发力.....	19
2.11、 一鸣食品：精益生产显成效，渠道变革可期.....	20
2.12、 西麦食品：营收增速亮眼，关注大健康战略推进.....	21
3、 行业评级及投资策略.....	22
4、 风险提示.....	23

图表目录

图表 1：2023 年休闲食品行业营收增速 4%.....	5
图表 2：2023 年休闲食品行业归母净利润增速 19%.....	5
图表 3：2024Q1 休闲食品行业营收增速 16%.....	6
图表 4：2024Q1 休闲食品行业归母净利润增速 18%.....	6
图表 5：重点关注公司总营收表现.....	6
图表 6：重点关注公司归母净利润表现.....	6
图表 7：2023 年休闲食品行业销售费用率/管理费用率 14.25%/5.78%.....	7
图表 8：2024Q1 休闲食品行业销售费用率/管理费用率 14.71%/6.72%.....	7
图表 9：中国棕榈油平均价格.....	7
图表 10：中国大豆现货价格.....	7
图表 11：中国面粉批发平均价.....	8
图表 12：中国制作或保藏的鳀鱼进口平均单价.....	8
图表 13：重点关注公司销售/管理费用率表现.....	8
图表 14：2023 年休闲食品行业毛利率/净利率 29.64%/6.83%.....	9
图表 15：2024Q1 休闲食品行业毛利率/净利率 30.32%/8.34%.....	9
图表 16：重点关注公司归母净利润表现.....	9

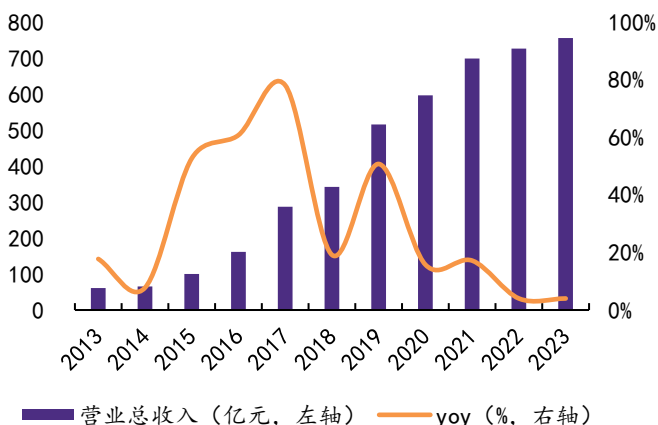
图表 17: 三只松鼠营收及归母净利润	11
图表 18: 三只松鼠毛利率与净利率	11
图表 19: 洽洽食品营收与归母净利润	12
图表 20: 洽洽食品毛利率与净利率	12
图表 21: 良品铺子营收与归母净利润	13
图表 22: 良品铺子毛利率与净利率	13
图表 23: 盐津铺子营收与归母净利润	14
图表 24: 盐津铺子毛利率与净利率	14
图表 25: 劲仔食品营收与归母净利润	14
图表 26: 劲仔食品毛利率与净利率	14
图表 27: 甘源食品营收与归母净利润	16
图表 28: 甘源食品毛利率与净利率	16
图表 29: 祖名股份营收与归母净利润	17
图表 30: 祖名股份毛利率与净利率	17
图表 31: 有友食品营收与归母净利润	18
图表 32: 有友食品毛利率与净利率	18
图表 33: 好想你营收与归母净利润	19
图表 34: 好想你毛利率与净利率	19
图表 35: 桂发祥营收与归母净利润	20
图表 36: 桂发祥毛利率与净利率	20
图表 37: 一鸣食品营收与归母净利润	21
图表 38: 一鸣食品毛利率与净利率	21
图表 39: 西麦食品营收与归母净利润	22
图表 40: 西麦食品毛利率与净利率	22
图表 41: 重点关注公司及盈利预测	22

1、休闲食品：零食量贩红利释放，关注企业渠道与品牌变革

1.1、业绩概况：零食量贩渠道延续高势能，行业增长韧性强

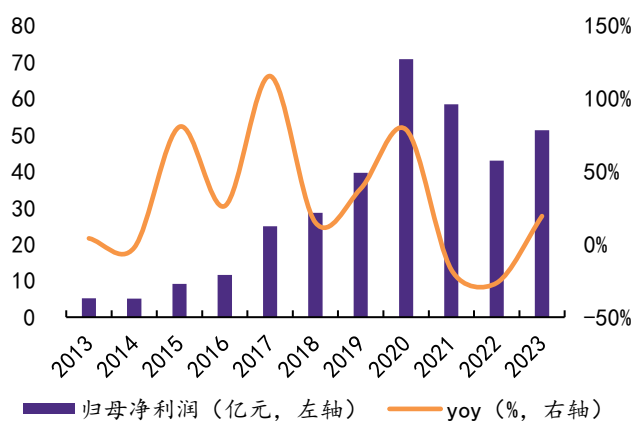
营收稳步增长，利润端增势强劲。2023 年休闲食品行业营收/归母净利润分别为 755.45/51.27 亿元，分别同增 4%/19%。2023 年行业持续进行渠道转型，劲仔食品、盐津铺子等公司借助零食量贩渠道扩张实现较快业绩增速，渠道红利持续释放；良品铺子实施全国范围内一次性降价拉低净利润表现，且由于其价格和品牌定位仍处于调整过程中，消费者在再教育仍需一定成本，因此预计其利润端短期承压；而好想你在 2023 年利润端承压主要系加大新兴渠道费投所致，2024Q1 利润端已实现边际改善。

图表 1：2023 年休闲食品行业营收增速 4%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

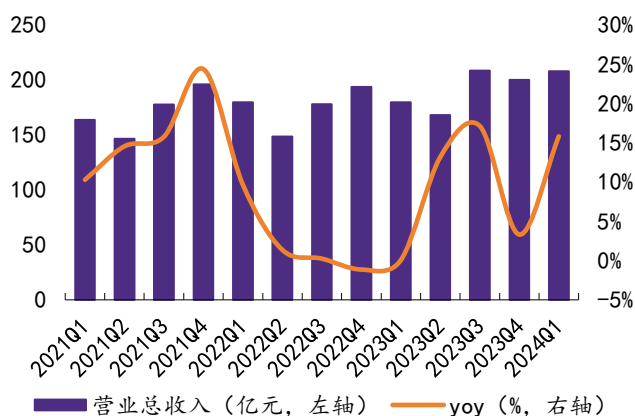
图表 2：2023 年休闲食品行业归母净利润增速 19%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

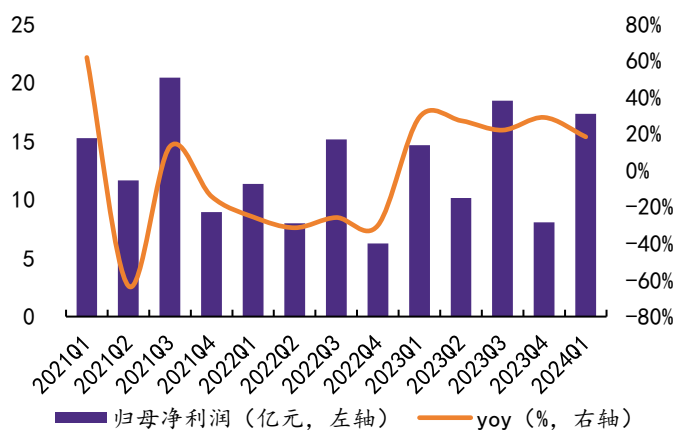
开门红表现亮眼，产品渠道协同创新正当时。2024Q1 休闲食品行业营收及归母净利润分别为 207.87/17.31 亿元，分别同增 16%/18%，行业营收利润双增长，三只松鼠利润端增速亮眼，主要系重构价值体系，“高端性价比”战略定位成效显著所致。西麦食品、洽洽食品在 2024Q1 开门红中表现亮眼，西麦食品确定“大健康”战略，围绕“燕麦+”做产品开发，并试点蛋白粉渠道推广新模式；洽洽食品重点布局礼盒产品做结构升级，同时推进县乡市场与零食系统渗透。休闲食品企业在产品和渠道上协同发力，叠加零食量贩渠道商业模式逐渐跑通，市场需求不断释放，板块整体保持强劲的增长势头。

图表 3：2024Q1 休闲食品行业营收增速 16%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 4：2024Q1 休闲食品行业归母净利润增速 18%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 5：重点关注公司总营收表现

公司	2023		2024Q1	
	营业总收入 (亿元)	yoy (%)	营业总收入 (亿元)	yoy (%)
三只松鼠	71.15	-2%	36.46	92%
洽洽食品	68.06	-1%	18.22	36%
良品铺子	80.46	-15%	24.51	3%
盐津铺子	41.15	42%	12.23	37%
劲仔食品	20.65	41%	5.40	24%
甘源食品	18.48	27%	5.86	50%
祖名股份	14.78	-1%	3.81	17%
有友食品	9.66	-6%	2.75	18%
好想你	17.28	23%	4.94	19%
桂发祥	5.04	113%	1.60	12%
一鸣食品	26.43	9%	6.43	11%
西麦食品	15.78	19%	5.66	46%

资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 6：重点关注公司归母净利润表现

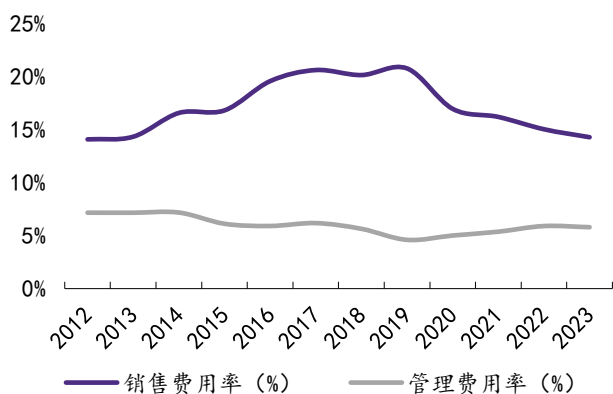
公司	2023		2024Q1	
	归母净利润 (亿元)	yoy (%)	归母净利润 (亿元)	yoy (%)
三只松鼠	2.20	70%	3.08	61%
洽洽食品	8.03	-18%	2.40	35%
良品铺子	1.80	-46%	0.62	-58%
盐津铺子	5.06	68%	1.60	43%
劲仔食品	2.10	68%	0.74	88%
甘源食品	3.29	108%	0.91	66%
祖名股份	0.40	5%	0.10	4%
有友食品	1.16	-24%	0.43	-9%
好想你	-0.52		0.13	3%
桂发祥	0.61		0.19	-27%
一鸣食品	0.22		0.10	126%
西麦食品	1.15	6%	0.45	15%

资料来源: wind, 华鑫证券研究

1.2、盈利端：规模效应释放，费用率优化

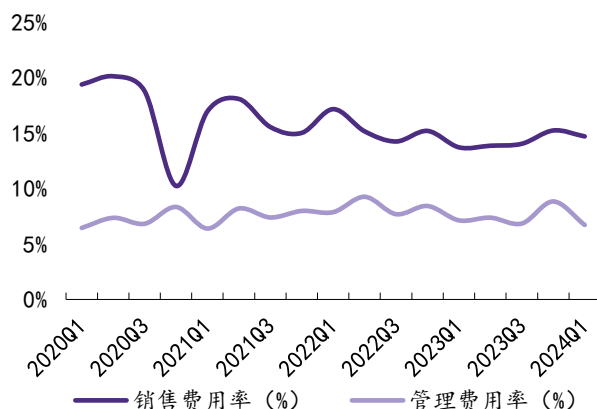
全年费用率有所优化，Q1 开门红营销活动增加导致销售费用率提升。棕榈油价格自 2022H2 开始从高位回落，面粉价格处于相对高位，塑料、瓦楞纸价格 2023 年以来同比平稳回落，综合成本趋于稳定，利好毛利端。2023 年休闲食品行业销售费用率/管理费用率分别为 14.25%/5.78%，分别同比-1pct/-0.1pct，费用整体优化效果较好。2023 年各公司着力开展精益化生产，行业管理费用率整体稳中有降。2024Q1 部分公司销售费用率有所提升，主要系开门红营销活动加大销售费用投入所致。尽管休闲零食企业为应对渠道结构变革，重视对电商渠道/零食渠道等新兴渠道的销售费用投入，但随着费用精细化管控/供应链效率提升/规模效应释放，行业整体费率实现优化。

图表 7：2023 年休闲食品行业销售费用率/管理费用率 14.25%/5.78%



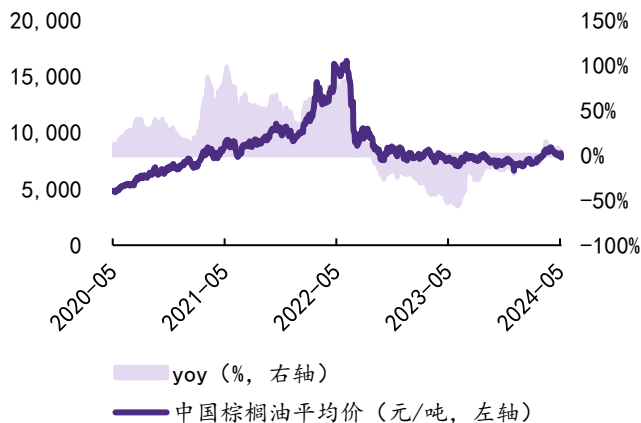
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 8：2024Q1 休闲食品行业销售费用率/管理费用率 14.71%/6.72%



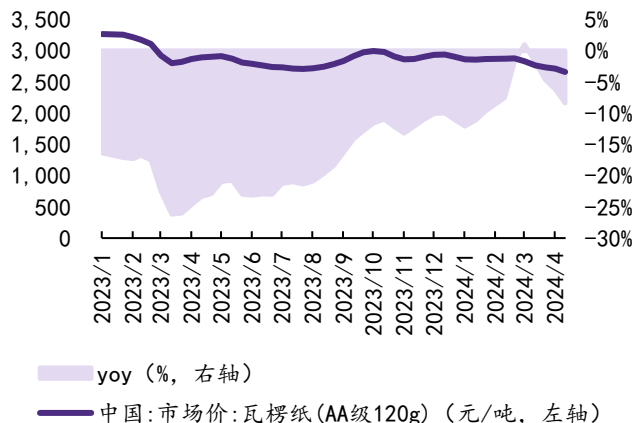
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 9：中国棕榈油平均价格自 2022H2 回落



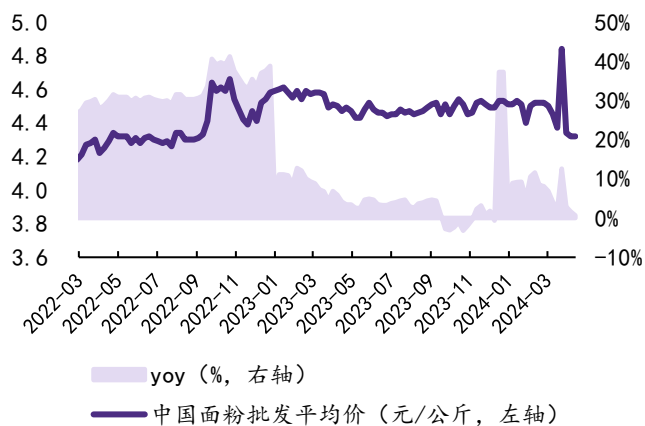
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 10：瓦楞纸市场价 2024 年稳定回落



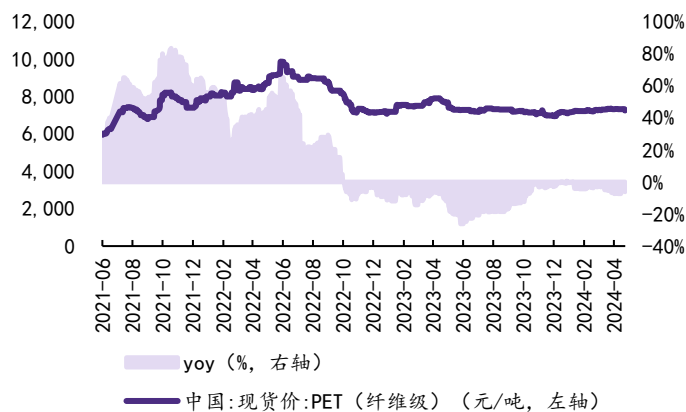
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 11: 中国面粉批发平均价



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 12: PET 现货价 2024 年同比下降



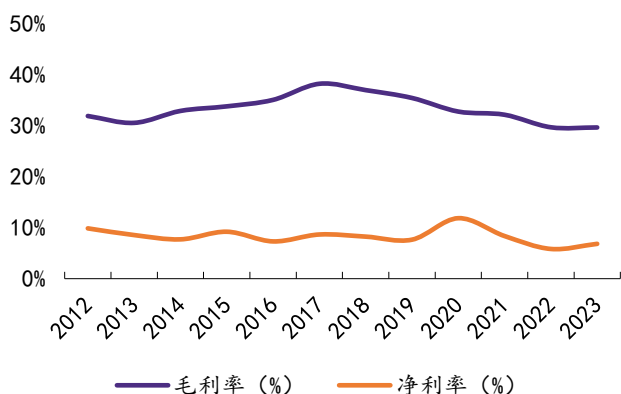
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 13: 重点关注公司销售/管理费用率表现

公司	2023		2023		2024Q1		2024Q1	
	销售费用率 (%)	同比 (pct)	管理费用率 (%)	同比 (pct)	销售费用率 (%)	同比 (pct)	管理费用率 (%)	同比 (pct)
三只松鼠	17.39%	-4	3.55%	-1	16.26%	1	1.48%	-2
洽洽食品	9.06%	-1	5.20%	-1	12.35%	2	4.69%	-2
良品铺子	19.55%	1	6.09%	0.5	17.44%	0.4	5.06%	-1
盐津铺子	12.53%	-3	6.38%	-1	13.00%	-1	5.52%	-2
劲仔食品	10.76%	0.1	5.96%	-1	13.12%	1	5.71%	0.2
甘源食品	11.50%	-3	5.04%	-1	13.10%	-1	4.54%	-1
祖名股份	15.09%	-0.2	6.30%	1	14.34%	-1	5.84%	0.1
有友食品	12.22%	3	5.41%	0.5	11.76%	2	3.89%	-1
好想你	21.07%	-1	9.25%	-2	21.85%	2	7.55%	-1
桂发祥	25.76%	-20	7.93%	-8	25.37%	4	8.25%	1
一鸣食品	20.42%	-5	7.50%	-0.3	18.48%	-1	8.28%	0.1
西麦食品	31.48%	2	6.36%	-0.2	30.17%	4	4.75%	-1

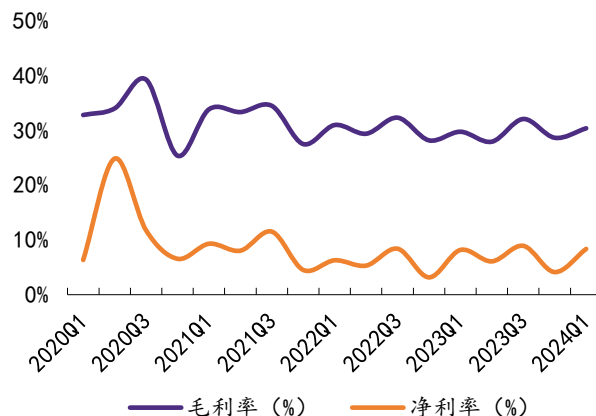
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 14：2023 年休闲食品行业毛利率/净利率 29.64%/6.83%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 15：2024Q1 休闲食品行业毛利率/净利率 30.32%/8.34%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

部分公司受原材料价格波动及渠道/品牌改革影响，盈利端短期相对承压。三只松鼠“高端性价比”战略短期上需在产品定价上让步，因此拉低 2023 年毛利率。洽洽食品 2023 年受原材料价格影响，盈利端承压。有友食品新零售队伍建设所需渠道成本提高，且原材料成本维持高位，拉低毛利率。但各家公司积极优化费用、构建成本优势，2023 年行业盈利能力保持稳定。劲仔食品持续构建总成本优势，通过深入产业链前端布局和精益制造来提升管理效率。盐津铺子和甘源食品分别通过签订原材料锁价协议和直采来优化成本端，提升盈利能力。

图表 16：重点关注公司毛利率/净利率表现

公司	2023		2023		2024Q1		2024Q1	
	毛利率 (%)	同比 (pct)	净利率 (%)	同比 (pct)	毛利率 (%)	同比 (pct)	净利率 (%)	同比 (pct)
三只松鼠	23.33%	-3	3.09%	1	27.40%	-1	8.46%	-2
洽洽食品	26.75%	-5	11.80%	-2	30.43%	2	13.21%	-0.1
良品铺子	27.75%	0.2	2.23%	-1	26.43%	-3	2.54%	-4
盐津铺子	33.54%	-1	12.47%	2	32.10%	-2	13.06%	1
劲仔食品	28.17%	3	10.27%	2	30.02%	4	13.80%	5
甘源食品	36.24%	2	17.81%	7	35.39%	-1	15.58%	1
祖名股份	27.26%	2	2.34%	-0.2	24.78%	-1	1.82%	-1
有友食品	29.37%	-2	12.02%	-3	31.43%	-2	15.74%	-5
好想你	25.74%	3	-3.27%	11	29.39%	3	2.45%	-0.3
桂发祥	46.04%	18	12.11%	42	45.59%	1	11.66%	-6
一鸣食品	30.54%	1	0.84%	6	30.60%	1	1.61%	1
西麦食品	44.55%	1	7.32%	-1	43.71%	1	7.96%	-2

资料来源：wind，华鑫证券研究

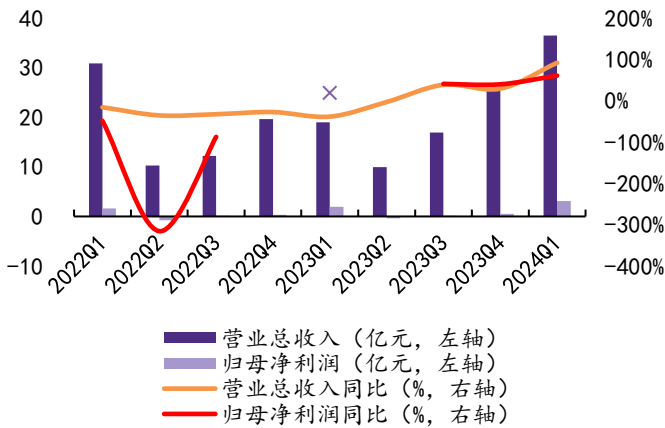
2、费用率优化，利润弹性持续释放

2.1、三只松鼠：利润端延续高增速，转型升级见成效

利润端增速亮眼，高端性价比战略逐步深化。2023年总营收71.15亿元（-2%），归母净利润2.20亿元（+70%），利润端增速亮眼，预计主要系运营战略调整、精简费投所致。单季度看，2023Q4/2024Q1总营收分别为25.32/36.46亿元，分别同增29%/92%；2023Q4/2024Q1归母净利润分别为0.50/3.08亿元，分别同增40%/61%，营收/利润增幅边际提升。公司实施“高端性价比”战略，短期需在产品定价上做出让步，因此在一定程度上拉低毛利率水平，公司2023年/2024Q1的毛利率分别为23.33%/27.40%，分别同减3pcts/1pct，预计未来毛利率仍有下探空间，但公司通过“一品一链”/广宣投入结构调整/“品销协同”带动运营效率提升，2023年/2024Q1销售费率分别为17.39%/16.26%，分别同比-4pcts/+1pct；2023年/2024Q1管理费率为3.20%/1.33%，分别同减0.7pct/2pcts。综合来看，公司2023年/2024Q1的净利率分别为3.09%/8.46%，分别同比+1pct/-2pcts，公司预期短期控制净利率稳定在3%-3.5%区间，随着全渠道布局完善/竞争格局优化，预计公司中期净利率将保持在5%上下。

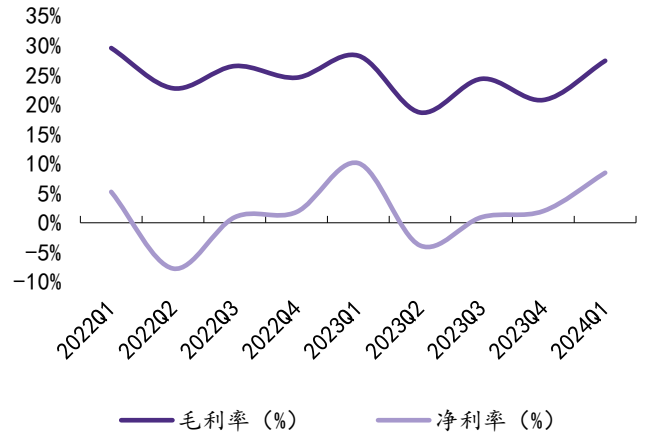
强化坚果自产优势，“抖+N”渠道协同可期。分产品看，2023年坚果/烘焙/肉制品/果干/综合/其他的营收分别为38.12/10.86/6.00/3.50/10.90/1.77亿元，分别同比-7%/-4%/-14%/+3%/+25%/+22%，公司针对坚果产品强化全品类布局/扩大自产比例/优化全链条成本，焕新品类经营损益模型；同时，公司通过联合集采/优化交付模式打造零食品类竞争力，产品推新助力综合品类快速增长。分品牌看，2023年三只松鼠/小鹿蓝蓝的营收分别为65.25/5.88亿元，分别同比-4%/+20%，其中小鹿蓝蓝2023Q4扭亏为盈，经营有望持续改善。分销售模式看，2023年线上/线下的营收分别为49.51/21.63亿元，分别同比+3%/-14%，公司以“高端性价比”为导向重构线下门店体系，针对原有店型进行集中优化，截至2023年末，公司社区零食店/原有店型分别为149/266家，由于线下分销模式更为适配行业竞争环境，2023年公司线下分销营收16.41亿元（+11%），公司有望借助线下渠道供应链稳定性特质拉平季度业绩波动，实现周期穿越。分线上销售平台看，公司天猫系/京东系/抖音的营收分别为17.38/11.97/12.04亿元，分别同比-12%/-31%/+119%，抖音平台营收增速亮眼，公司利用抖音渠道内容属性强、精准定位与高触达的特点，通过SKU优化/打造爆款/加大费投等方式实现渠道扩张与品牌势能建设，而“抖+N”经营体系的构建有望进一步推进公司全渠道协同发展。

图表 17: 三只松鼠营收及归母净利润



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 18: 三只松鼠毛利率与净利率



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

2.2、洽洽食品：一季度业绩超预期，多元渠道与产品升级齐发力

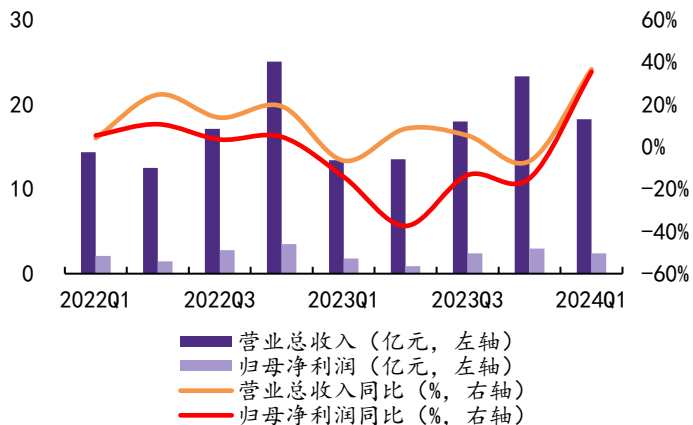
营收稳健增长，利润端改善可期。公司 2023 年/2023Q4/2024Q1 总营收分别为 68.06/23.27/18.22 亿元，分别同比-1%/-7%/+36%，2023 年业绩相对承压系消费信心不足/低价产品冲击所致。2024Q1 春节开门红表现亮眼，业绩恢复增长态势，预计系公司重视渠道多元化布局/产品结构升级所致。公司 2023 年/2023Q4/2024Q1 归母净利润分别为 8.03/2.97/2.40 亿元，分别同比-18%/-15%/+35%。2023 年/2024Q1 公司毛利率分别为 26.75%/30.43%，分别同比-5pcts/+2pcts，2023 年受原材料价格影响，盈利端承压，2024 年春节后葵花籽价格稳中有降，利好毛利端边际改善。2023 年/2024Q1 销售费率为 9.06%/12.35%，分别同比-1pct/+2pcts。2023 年/2024Q1 管理费率为 4.25%/3.74%，分别同减 1pct/1pct，公司计划在品牌传播和渠道方面进行优化调整，预计后续费用端维持稳定。综合来看，公司 2023 年/2024Q1 的净利率分别为 11.80%/13.21%，分别同减 2pcts/0.1pct。

产品升级持续推进，均价上涨有望改善盈利端。分产品看，2023 年葵花子/坚果类/其他产品/其他业务收入的营收分别为 42.70/17.53/7.16/0.66 亿元，分别同比-5%/+8%/+2%/+55%，坚果类保持稳定增长。量价拆分来看，2023 年总销售量为 23.65 万吨（同减 5%），销售均价为 2.88 万元/吨（同增 4%），量减价增，主要系规格调整/葵珍占比提升/礼盒类加大 100-200 元配比比重所致。此外，公司坚果礼盒在春节期间的销售增长显著，展望未来公司将继续推广中高端坚果礼盒，针对下沉市场推出组合式礼盒，持续进行产品结构与包装规格的升级，有望拉升整体盈利水平。

区域表现差异化，多元化渠道开拓催生增长潜能。分地区看，南方区/北方区/东方区/电商/海外的营收分别为 21.81/13.88/19.38/7.15/5.16 亿元，分别同比-1%/-6%/-1%/-1%/+8%。2023 年南方区营收与北方区相比承压较小，主要系南方区坚果产品销售情况佳所致；此外，海外市场增长明显，有望带来新的增长点。分销售模式看，经销和其他渠道/直销（含电商）的营收分别为 57.48/10.57 亿元，分别同减 1%/3%。公司重视渠道多元化拓展，

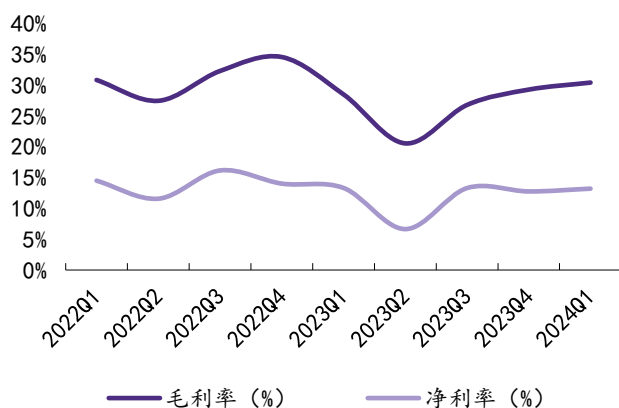
预计县乡市场与零食系统的渠道开拓有望催生新增长潜能：1) 公司发力县乡市场，2023 年经销商开拓 200-300 家，计划持续拓展经销商网络和特通渠道，适配相应的产品结构和定价策略进行县乡市场渠道精耕；2) 2023 年公司零食渠道销售额增长态势显著，公司计划扩大合作范围；3) 针对多元化消费场景进行渠道探索，如餐饮、特通渠道等。

图表 19：洽洽食品营收与归母净利润



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 20：洽洽食品毛利率与净利率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

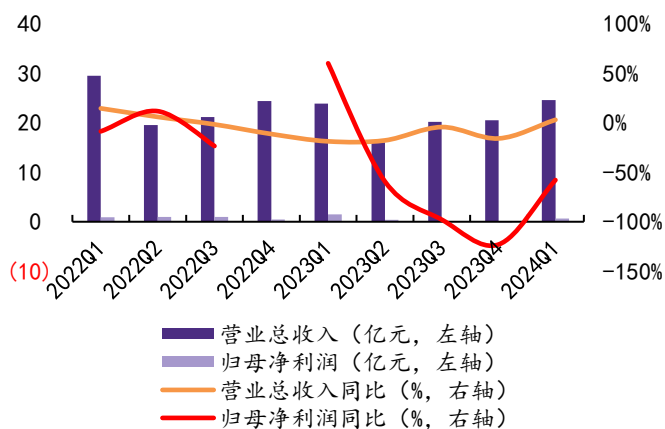
2.3、良品铺子：利润端承压，品牌策略焕新调整

利润端短期承压，品牌新定位焕发新生机。公司 2023 年/2023Q4/2024Q1 总营收分别为 80.46/20.46/24.51 亿元，分别同比-15%/-16%/+3%，2023 年营收同减主要系市场及平台变化导致线上渠道营收下降所致。公司 2023 年/2023Q4/2024Q1 归母净利润分别为 1.80/-0.11/0.62 亿元，分别同减 46%/123%/58%，主要系公司实施全国范围内的一次性降价所致，尽管降价有望大幅提升客单数，但客单价下行明显拉低净利润表现。2023 年/2024Q1 公司毛利率分别为 27.75%/26.43%，分别同比+0.2pct/-3pcts，2023 年毛利率同比稳中略升，主要系联合采购与委托加工降低成本/缩减长尾商品 SKU 所致。2023 年/2024Q1 销售费率为 19.55%/17.44%，分别同增 0.9pct/0.4pct。2023 年/2024Q1 管理费率为 5.55%/4.85%，分别同比+0.5pct/-0.2pct，综合导致公司 2023 年/2024Q1 的净利率分别为 2.23%/2.54%，分别同减 1pct/4pcts。公司 2024 年发布全新品牌价值主张“自然健康新零食”，由于公司正在进行价格和品牌定位调整，消费者再教育仍需一定时间与成本，因此利润端短期承压。长期来看，新品牌定位/优势区域开店有望引领公司扩大销售规模，叠加供应链优化推进，其长期盈利能力有望提高。

产品分层策略清晰，团购渠道值得期待。分产品看，坚果炒货/果干果脯/肉类零食/素食山珍/糖果糕点/其他营收分别为 13.23/6.67/16.96/4.90/18.71/19.04 亿元，分别同减 16%/19%/19%/20%/9%/12%。受缩减长尾 SKU/下调价格/行业渠道变革的影响，2023 年各品类营收有所下降。公司与零食顽家协同覆盖不同消费层级人群，通过产品货盘/价盘的差异化来满足各类消费需求，随着长尾 SKU 数量缩减及产品策略执行，未来运营效率有望改善。除此之外，2023 年公司年货礼盒销售额同增 25%，公司通过致力于产品创新与市场拓展，

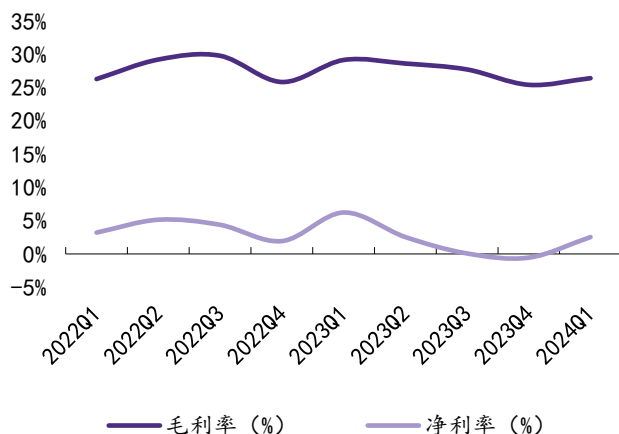
保持其在礼品礼盒市场的优势地位。分地区看，华中/华东/西南/华南/华北和西北/其他地区营收分别为 21.32/7.19/6.83/5.63/1.97/36.58 亿元，分别同比 +0.5%/-3%/+8%/+19%/+21%/-30%。分销售模式看，电商/加盟/直营零售/团购业务营收分别为 31.67/24.00/18.94/4.90 亿元，分别同比-33%/-7%/+22%/-1%。2024 年公司将深化团购渠道拓展，优化产品结构，推动业绩稳增长。

图表 21：良品铺子营收与归母净利润



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 22：良品铺子毛利率与净利率



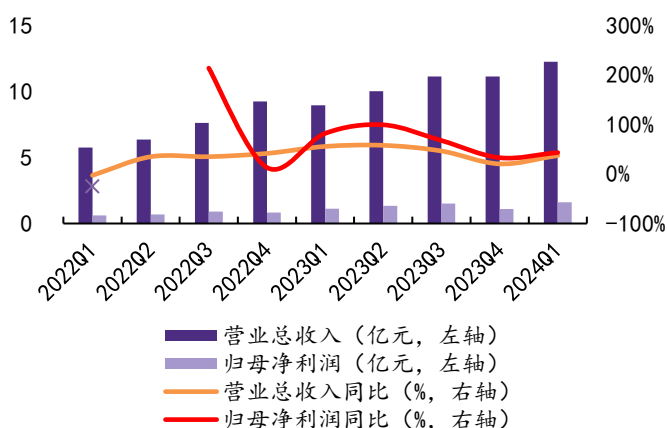
资料来源：WIND，华鑫证券研究

2.4、盐津铺子：业绩高增势能延续，供应链护航渠道扩容

业绩高质量增长，盈利能力有望持续优化。公司 2023 年/2023Q4/2024Q1 总营收 41.15/11.11/12.23 亿元，分别同增 42%/20%/37%。公司 2023 年/2023Q4/2024Q1 归母净利润分别为 5.06/1.10/1.60 亿元，分别同增 68%/33%/43%。

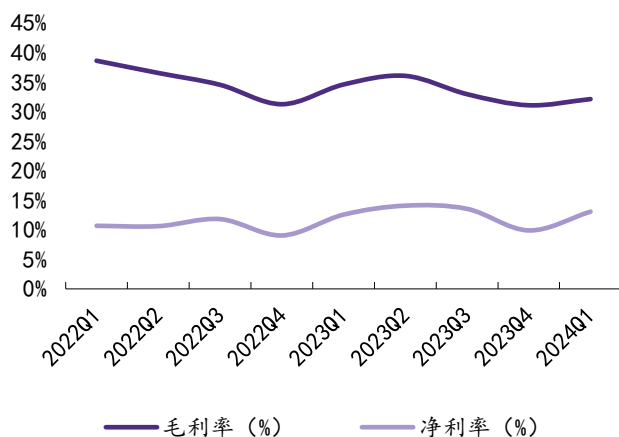
公司抓住零食扩容红利，通过产品推新拉升品牌势能。大魔王自 2023 年底推出以来，量价表现优秀，营收占比快速提升，同时公司推进魔芋类产品做供应链业务，进入茶饮、餐饮渠道，丰富品类可能性。对于鹤鹑蛋品类，公司于 2024 年初推出高毛利蛋皇单品，除优化品类盈利能力外，重心在于实现对鹤鹑蛋主产品的品牌势能拉动。后续公司计划不断跟踪市场火爆单品，通过电商自营平台试销，发掘潜力爆品，维持公司中长期势能。供应链优势保障战略推行，各渠道年货旺季表现高于预期。公司供应链在强激励推动下效率持续优化，在研发/制造/上游延伸能力上领先于行业，保障公司战略推行顺畅，致使渠道盈利优势显著。春节期间，公司在零食很忙渠道投放大规格的鱼豆腐定量装，获得超预期回报，并借助低营销费用，通过专柜特陈，在下沉 BC 超达到强势品牌效果，除此之外，抖音平台竞争因素影响趋弱，公司电商渠道市占率有望持续提升。

图表 23: 盐津铺子营收与归母净利润



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 24: 盐津铺子毛利率与净利率

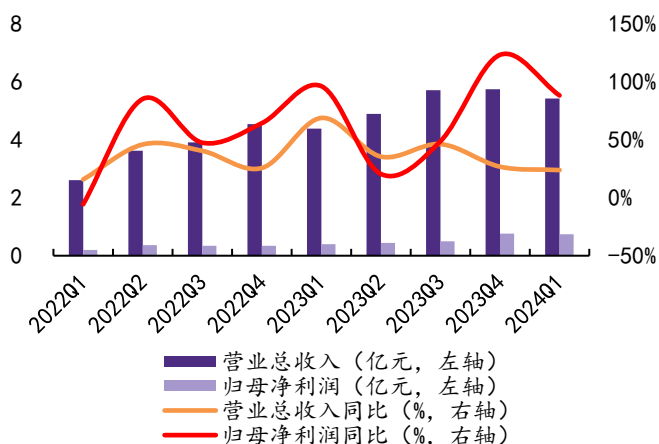


资料来源: WIND, 华鑫证券研究

2.5、劲仔食品：增长势能延续，升级路径清晰

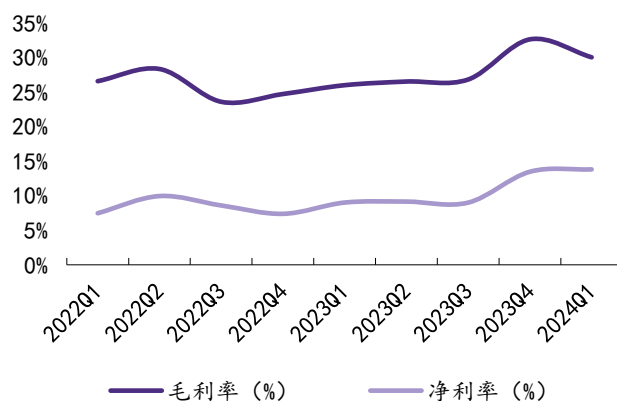
增长势能强劲，规模效应持续释放。公司 2023 年/2023Q4/2024Q1 总营收 20.65/5.72/5.40 亿元，分别同增 41%/27%/24%。公司 2023 年/2023Q4/2024Q1 归母净利润分别为 2.10/0.76/0.74 亿元，分别同增 68%/123%/88%，利润增长主要系营收增长带来规模效应/供应链效益优化所致。公司渠道升级策略清晰。公司坚定其渠道升级策略，通过优势市场辐射整个区域。而产品规格的打法与渠道升级策略配套，公司坚持“大包装+散称”策略，以大包装实现品牌势能提升/客单价升级/渠道客群升级，以散称实现在优质终端的多点陈列。散称经销商的招商是 2024 年核心工作，公司有望通过散称产品增强市场竞争力，与其他包装形式产品形成协同效应。夯实鱼类大单品，多方发力增强鹤鹑蛋竞争力。公司围绕消费者习惯持续升级鱼类产品，巩固鱼类产品的优势地位。同时在原料、制造研发升级等方面发力来增强鹤鹑蛋产品的发展势能，公司计划实现未来三年鹤鹑蛋/鱼制品实现年复合增长率为 25%/15%-20%，助力公司业绩延续增长趋势。

图表 25: 劲仔食品营收与归母净利润



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 26: 劲仔食品毛利率与净利率



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

资料来源：WIND，华鑫证券研究

资料来源：WIND，华鑫证券研究

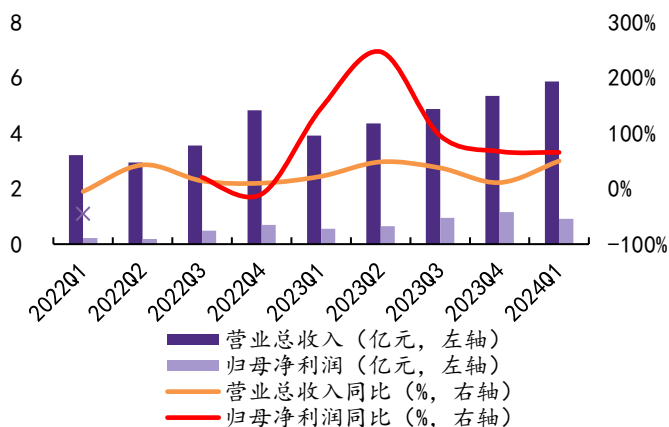
2.6、甘源食品：业绩增速亮眼，产品渠道双向发力

业绩快速增长，规模化效应优势明显。公司 2023 年/2023Q4/2024Q1 总营收分别为 18.48/5.34/5.86 亿元，分别同增 27%/11%/50%。公司 2023 年/2023Q4/2024Q1 归母净利润为 3.29/1.15/0.91 亿元，分别同增 108%/67%/65%。2023 年/2024Q1 的毛利率分别为 36.24%/35.39%，分别同比+2pcts/-1pct，2023 年毛利率同增主要系采购成本下降所致，2024Q1 毛利率同减主要系电商模式春节促销力度大所致。2023 年销售人员费用增长，但得益于销售规模摊平，2023 年/2024Q1 销售费率为 11.50%/13.10%，分别同减 3pcts/1pct。2023 年/2024Q1 管理费率为 3.78%/3.49%，分别同减 1pct/1pct，叠加高新技术企业认定带来的所得税率下降，公司 2023 年/2024Q1 的净利率分别为 17.81%/15.58%，分别同增 7pcts/1pct。

老三样优势地位夯实，产品结构持续优化。分产品看，2023 年综合果仁及豆干/青豌豆/瓜子仁/蚕豆/其他系列的营收分别为 5.04/4.65/2.73/2.32/3.62 亿元，分别同增 32%/26%/18%/11%/43%。拆分量价看，2023 年综合果仁及豆干/青豌豆/瓜子仁/蚕豆/其他系列的销量分别为 1.22/2.06/1.18/0.99/1.57 万吨，分别同比+77%/+25%/+18%/+10%/+50%，吨价分别为 4.14/2.26/2.31/2.33/2.31 万元/吨，分别同比-25%/+1%/-0.01%/+1%/-5%。2023 年综合果仁及豆干/青豌豆/瓜子仁/蚕豆/其他系列的毛利率分别为 27.51%/49.00%/45.04%/44.08%/19.97%，分别同增 1pct/5pcts/5pcts/1pct/2pcts。老三样产品（青豌豆/瓜子仁/蚕豆）营收保持稳定增长，且毛利率高位下持续提升。综合果仁干和其他系列在销量驱动下营收贡献显著，市场潜力强劲，公司计划在巩固老三样市场优势的同时，进行品类扩充及产品结构优化，并通过直采等方式优化成本端，提升产品盈利能力。

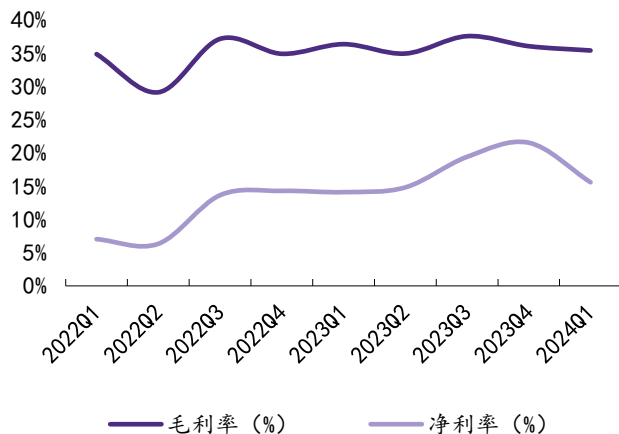
各区域营收稳定增长，新兴渠道拓展成效显著。分地区看，华东/华北/华中/西南/华南/西北/东北/其他的营收分别为 4.53/3.26/2.89/2.45/1.30/0.95/0.78/0.04 亿元，分别同比+53%/+13%/+20%/+22%/+37%/+9%/+22%/-7%，华东市场得益于传统渠道的优势经销商导入，增速较为强劲，同时公司致力于根据不同区域的特点和需求进行市场策略调整，打造样板城市和核心优质客户。分销售模式看，经销/电商/其他模式的营收分别为 15.72/2.16/0.49 亿元，分别同增 28%/29%/10%。经销渠道稳定增长，公司通过提高优质经销商占比实现客户结构优化，提升网点覆盖率。新兴电商渠道增速亮眼，公司计划通过提升运营团队专业化水平/产品线梳理等措施提升电商渠道增长潜力，随着电商渠道规模释放，渠道盈利能力将逐步提升。零食量贩稳步提升，零食量贩渠道 2023 年呈现逐步爬坡的增长趋势，公司计划通过对该渠道投入更多 SKU 来扩大产品覆盖率。

图表 27: 甘源食品营收与归母净利润



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 28: 甘源食品毛利率与净利率



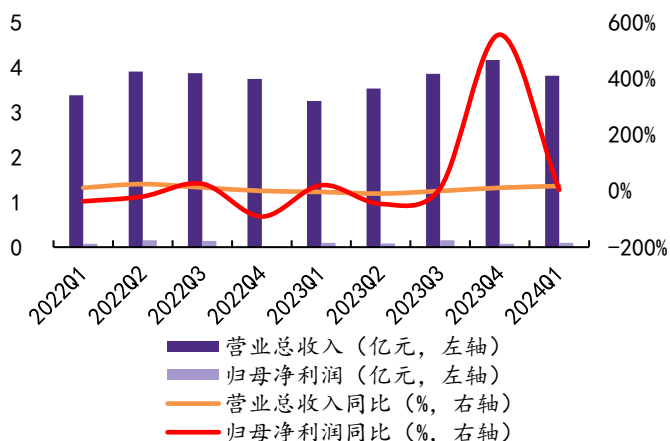
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

2.7、祖名股份：聚焦区域拓展与渠道转型，双激励彰显信心

成本回落改善利润端，2024 年增长可期。公司 2023 年/2023Q4/2024Q1 总营收分别为 14.78/4.16/3.81 亿元，分别同比-1%/+11%/+17%，营收增幅边际提升。公司 2023 年/2023Q4/2024Q1 归母净利润为 0.40/0.07/0.10 亿元，分别同增 5%/555%/4%，利润增长主要得益于 2023 年 9-10 月东北新大豆成本下跌。2023 年/2024Q1 的毛利率分别为 27.26%/24.78%，分别同比+2pcts/-1pct。2023 年/2024Q1 销售费率分别为 15.09%/14.34%，分别同减 0.2pct/1pct，2023 年/2024Q1 管理费率为 5.48%/5.16%，分别同增 0.8pct/0.5pct，管理费用增加，叠加并购后公司增加对原厂房的技改投入，公司 2023 年/2024Q1 的净利率分别为 2.34%/1.82%，分别同减 0.2pct/1pct。2024 年，公司合并口径收入目标为 20 亿元，不含并表的 2024 年收入目标为 13-14 亿元（同增 10%-15%）。

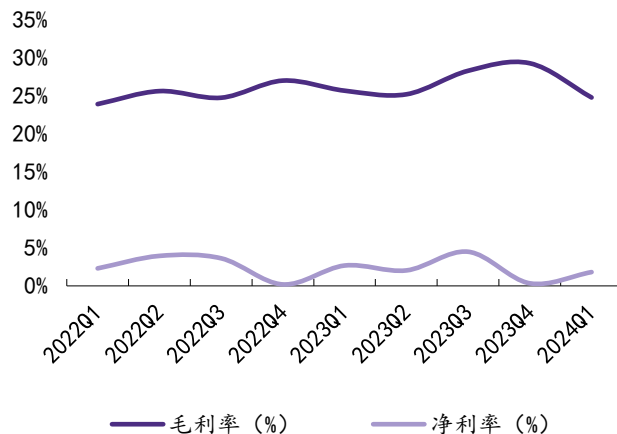
区域拓展稳步推进，渠道变革正当时。分产品看，2023 年生鲜豆制品/植物蛋白饮品/休闲豆制品/其他产品营收分别为 9.77/2.18/0.73/1.70 亿元，分别同减 0.1%/6%/2%/2%。分地区看，2023 年浙江/江苏/上海/其他地区/境外地区营收分别为 8.89/2.60/1.04/2.21/0.04 亿元，分别同比-8%/-1%/-39%/+168%/-29%，得益于太原、贵州、北京合资公司的设立，公司其他地区增速亮眼，贵州/太原祖名通过技改提升效率，北京祖名继续布局农贸市场，并持续推进盒马/大润发合作，全国化扩张按节奏稳步推进。分渠道看，2023 年经销/直销/商超营收为 9.10/2.44/3.24 亿元，分别同比-3%/+31%/-11%，公司顺应渠道去中心化的新零售业态，一方面，公司提高商超筛选标准，并将传统商超渠道的联营合作模式转变为进货模式，提高销售效率；另一方面，公司推进多渠道市场开拓策略，拓宽渠道覆盖面。截至 2023 年末，公司经销商总计 1914 家，净增加 270 家，主要系完成太原、贵州、北京合资公司的设立贡献增量。

图表 29：祖名股份营收与归母净利润



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 30：祖名股份毛利率与净利率

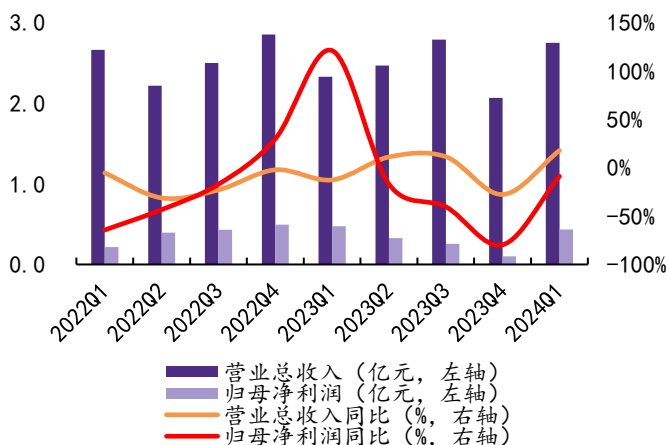


资料来源：WIND，华鑫证券研究

2.8、有友食品：短期利润承压，渠道转型正当时

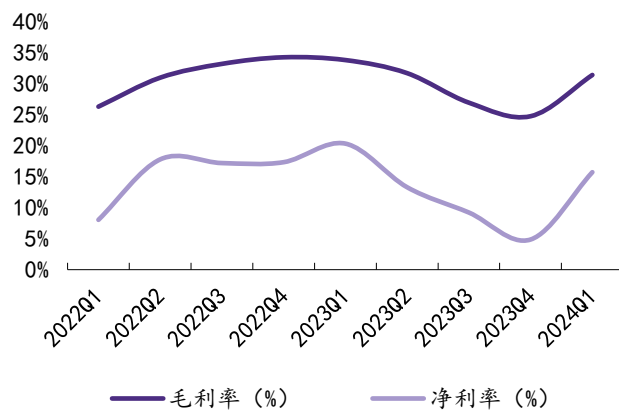
业绩略有承压，原材料成本提升拉低盈利。公司 2023 年/2023Q4/2024Q1 总营收 9.66/2.07/2.75 亿元，分别同比-6%/-28%/+18%。公司 2023 年/2023Q4/2024Q1 归母净利润分别为 1.16/0.10/0.43 亿元，分别同减 24%/80%/9%。分产品看，2024Q1 泡椒凤爪/猪皮晶/竹笋/鸡翅/豆干/花生/其他产品营收分别为 2.09/0.22/0.14/0.11/0.06/0.03/0.06 亿元，同比+19%/+20%/+19%/+26%/-4%/-8%/-15%。公司积极进入新媒体平台进行宣传和销售，后续公司选取部分潜力单品导入各渠道，主推会员制商超高举高打做品牌。分区域看，2024Q1 西南/华东/西北/华南/华北/华中/东北地区营收分别为 1.49/0.74/0.15/0.12/0.10/0.08/0.04 亿元，同比+9%/+41%/-0.1%/+45%/+7%/+20%/+6%。分渠道看，2024Q1 线上/线下营收为 0.13/2.59 亿元，分别同增 173%/14%，线上渠道实现高增。2024Q1 末经销商总数为 745 家，较年初净增加 79 家，通过提升经销商规模持续夯实线下市场。目前公司已筹建新零售的基本队伍，预计公司 2024 年大力拥抱平价连锁及发力新零售渠道。

图表 31：有友食品营收与归母净利润



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 32：有友食品毛利率与净利率



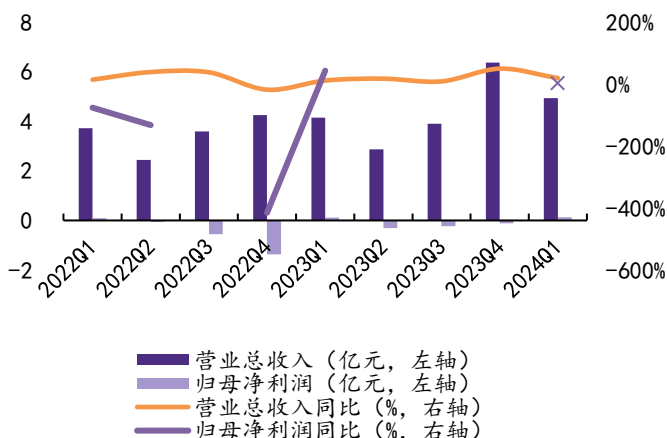
资料来源：WIND，华鑫证券研究

2.9、好想你：盈利能力改善可期，渠道培育路径清晰

营收稳健增长，利润端改善可期。公司 2023 年/2023Q4/2024Q1 总营收分别为 17.28/6.37/4.94 亿元，分别同增 23%/50%/19%。扣除与主营业务无关的营收后，2023 年实现营收 16.70 亿元（同增 35%）。公司 2023 年/2023Q4/2024Q1 归母净利润分别为 -0.52/-0.11/0.13 亿元，2022 年/2022Q4/2023Q1 同期分别为 -1.89/-1.36/0.12 亿元，2023 年利润端承压主要系抖音等平台营销费用投放增加及零食渠道中间费用投放所致，2024Q1 利润端实现边际改善，费用投放效果有望逐渐显现。2023 年/2024Q1 公司毛利率分别为 25.74%/29.39%，分别同增 3pcts/3pcts，预计系品类创新提高产品附加值/渠道变革所致。当前原材料红枣的期货价格回归常态，预计成本的稳定化趋势利好毛利端。2023 年/2024Q1 销售费率为 21.07%/21.85%，分别同比 -1pct/+2pcts。2023 年/2024Q1 管理费率为 7.60%/6.48%，分别同减 1pct/0.2pct，综合导致公司 2023 年/2024Q1 的净利率分别为 -3.27%/2.45%，分别同比 +11pcts/-0.3pct。由于公司目前重视线上/零食/商超渠道发力，预计公司后续销售费用投放有所增长，同时公司提出通过“三保一降一创新”来优化供应链效率，进行管理精细化和费用优化调整，伴随规模效应的释放，利润端有望改善。

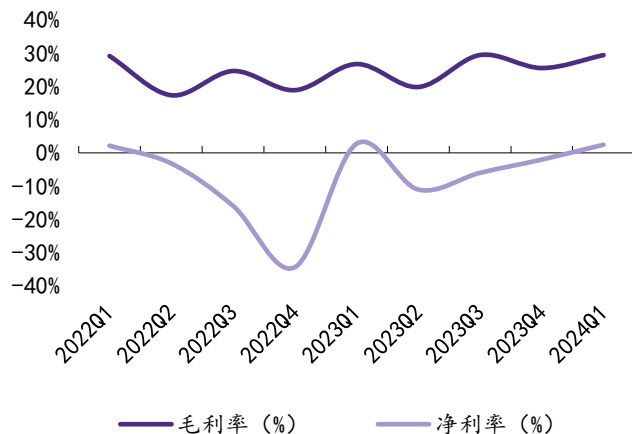
红小派增长势能强，零食+商超渠道可期。分产品看，2023 年红枣制品/健康锁鲜类/其他类/其他业务收入的营收分别为 13.11/0.86/2.76/0.55 亿元，分别同比 +49%/-9%/-24%/-9%。2023 年公司开启双曲线发展策略，以礼品业务为第一曲线实现稳健增长，重点打造红小派产品为第二曲线业务增长的主要推力，2023 年红小派系列产品的营收超 2 亿元。分销售模式看，线上/线下的营收分别为 5.68/11.06 亿元，分别同增 8%/35%。公司采取“线上引领，线下扎根”的渠道策略，通过兴趣电商打造爆款、传统货架电商延伸向上份额、专卖门店塑造品牌形象、商超渠道增加产品曝光度，实现多渠道覆盖和线上线下融合，2023 年兴趣电商/货架电商/商超渠道/零食渠道的营收分别为 2.48/3.19/0.45/0.55 亿元，其中抖音和零食很忙渠道发展态势较好，是增量渠道的引领。2024 年公司计划重点发力处于爬坡阶段的商超和零食渠道，有望催生新的增长潜力。线下分地区看，河南省内/河南省外/境外的营收分别为 4.84/6.13/0.08 亿元，分别同比 +19%/+53%/+10%，省外市场拓展情况较好。

图表 33: 好想你营收与归母净利润



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 34: 好想你毛利率与净利率



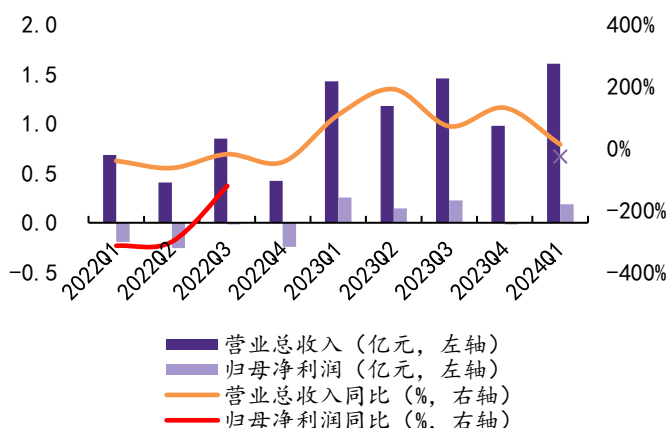
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

2.10、桂发祥：一季度利润承压，品牌渠道齐发力

营收实现稳增长，费用增加致利润承压。公司 2024Q1 总营收 1.60 亿元（同增 12%），归母净利润 0.19 亿元（同减 27%），营收实现稳增长，主要系公司把握节庆旅游市场活跃的机遇充分筹备春节销售旺季所致。由于产量提升进一步降低制造费用中固定成本的分摊，2024Q1 毛利率同增 1pct 至 45.59%，稳定在合理区间。2024Q1 销售/管理费用率分别为 25.37%/7.89%，分别同增 4pcts/1pct，其中，销售费用率提升主要系销售人员奖金随收入/直营店与电商平台建设费投/广告费同比增加所致，而员工双节奖金福利/专项奖励/办公楼装修摊销费同增则拉升管理费用率，综合导致 2024Q1 净利率同减 6pcts 至 11.66%。

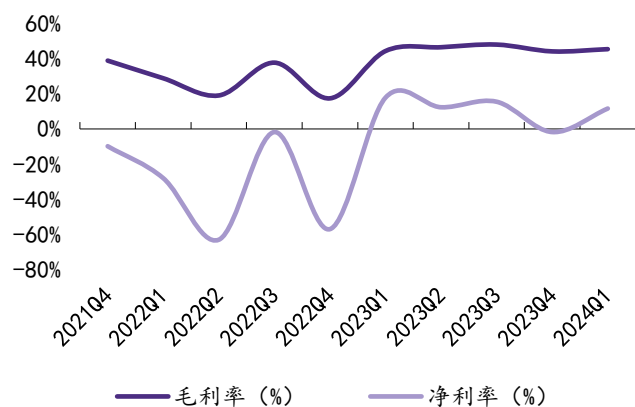
渠道开拓稳步推进，持续发力品牌建设。渠道开拓稳步推进，电商渠道未来可期。经销渠道新开发外埠经销商，成功引进多家知名商超，积极布局重要交通枢纽的销售网点。电商渠道持续优化梳理，抖音平台店铺于 2024 年 1 月顺利开播，线上渠道整体销售活跃。持续加强品牌宣传，为后续发展蓄能。公司持续加大广告投入力度，展示品牌文化。同时，桂发祥老字号品牌集合店于 2024 年初开业，汇集本地老字号、全国知名品牌天津首店，涵盖特色产品 500 余种、知名品牌 40 余家，举办丰富多样的老字号、文化主题活动，市场关注度显著提升。当前公司销售费用投放增长，电商平台抢夺流量亦需要较大的费用投放，短期导致盈利端承压，展望后续费投效率提升。

图表 35: 桂发祥营收与归母净利润



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 36: 桂发祥毛利率与净利率



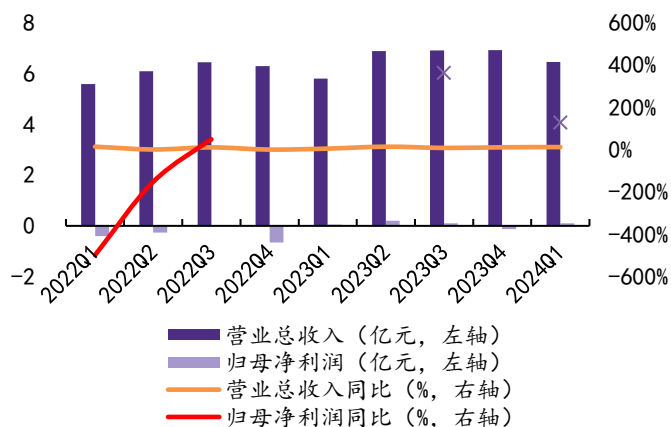
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

2.11、一鸣食品：精益生产显成效，渠道变革可期

利润端恢复性增长，精益生产建设成效渐显。公司 2023 年总营收 26.43 亿元 (+9%)，归母净利润 0.22 亿元 (2022 年同期为-1.29 亿元)，营收增长主要系线上销售/学童奶业务及大客部业务增长明显/加盟店数量增长所致，同时利润端亦实现恢复性增长。2023Q4 总营收 6.90 亿元 (+10%)，归母净利润-0.13 亿元 (2022 年同期为-0.65 亿元)，公司 2024Q1 总营收 6.43 亿元 (同增 11%)，归母净利润 0.10 亿元 (同增 126%)，利润端实现恢复性增长。2024Q1 毛利率同增 1pct 至 30.60%。2024Q1 销售/管理费用率分别为 18.48%/6.75%，分别同比-1pct/+0.3pct。综合来看，2024Q1 净利率同增 1pct 至 1.61%，盈利端有所改善，精益生产建设与供应链资源管理成效逐渐显现。

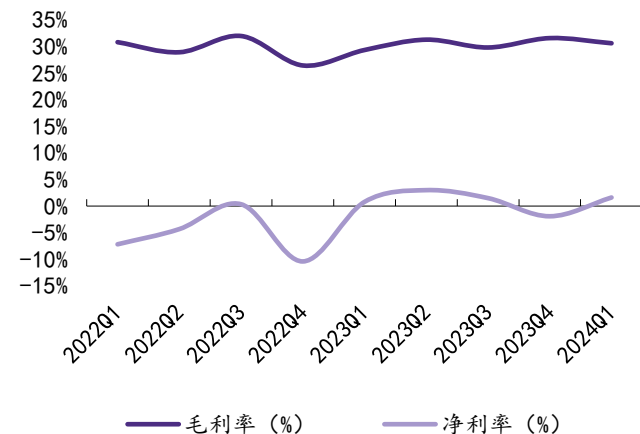
直销渠道高增，线上渠道未来可期。分经营业态看，公司 2024Q1 加盟门店/经销渠道/直销渠道/直营门店的营收分别为 2.22/0.76/1.16/1.43 亿元，分别同比+4%/-0.1%/+47%/-0.3%，网络渠道和直销渠道增速亮眼，大客户战略驱动直销渠道延续增长趋势。从门店数量看，公司 2024Q1 末华东地区直营门店/加盟门店的数量分别为 583/1449 个，相比 2024 年初分别净变化-35/+9 个。分地区看，公司 2024Q1 线上销售/华东地区的营收分别为 0.23/5.57 亿元，分别同增 28%/9%，毛利率分别为 39%/31%，在高毛利线上渠道高增趋势下，公司整体毛利有望进一步修复。

图表 37：一鸣食品营收与归母净利润



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 38：一鸣食品毛利率与净利率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

2.12、西麦食品：营收增速亮眼，关注大健康战略推进

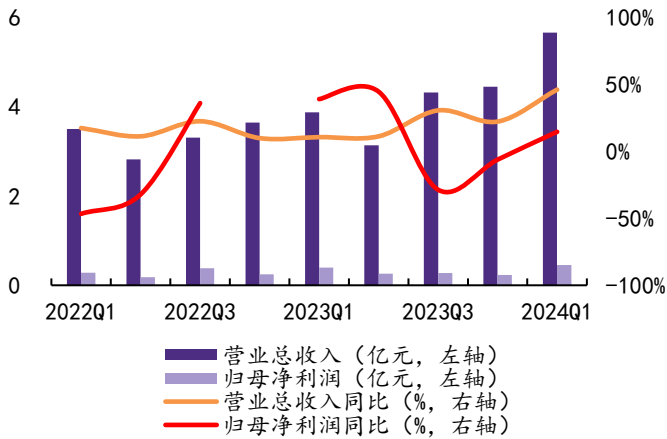
Q1 业绩开门红，规模效应释放有望优化盈利。公司 2023/2023Q4 营收分别为 15.78/4.45 亿元，分别同增 19%/22%，归母净利润分别为 1.15/0.23 亿元，分别同比+6%/-6%，营收增速高于利润增速。一季度开门红表现亮眼，2024Q1 公司总营收 5.66 亿元（同增 46%），主要系公司聚焦大单品战略，产品/渠道协同创新所致，归母净利润 0.45 亿元（同增 15%），全年完成营收 15% 增速目标可期。盈利端，2023/2024Q1 公司毛利率分别为 44.55%/43.71%，分别同增 1pct/1pct；销售费用率分别为 31.48%/30.17%，分别同增 2pct/4pct，主要系公司加大营销推广费用所致，管理费用率分别为 5.90%/4.43%，分别同减 0.2pct/1pct，预计主要系公司强化人才能力建设，组织运营效率提升所致。综合来看，公司 2023/2024Q1 净利率分别为 7.32%/7.96%，分别同减 1pct/2pct，目前燕麦原材料价格上涨，公司通过采购俄罗斯/东欧等地区燕麦等方式实现原材料多元化布局，平滑成本波动风险，随着收入规模增长摊平固定成本与费投，盈利能力有望稳步提升。

燕麦主业横向拓展，大健康战略稳步推进。2023 年公司燕麦食品营收 14.25 亿元（同增 18%），销量 7.79 万吨（同增 11%），吨价 1.83 万元/吨（同增 6%），燕麦主业实现量价齐增，其中 2023 年纯燕/复合燕麦/冷燕营收分别为 6.44/6.61/1.20 亿元，分别同增 4%/34%/22%。公司在成立三十周年之际，确定中长期发展规划，即一方面围绕燕麦主业做横向拓展并切入细分市场，伴随张北工厂赋能国产燕麦集约化种植，成本有望进一步降低；另一方面推进大健康领域开拓，2023 年蛋白粉产品通过资源对接会等模式整合私域渠道资源，在试点地区取得快速突破，预计 2024 年延续高势能放量；目前公司在规划健字号产品，进入药店渠道，基础夯实后，公司将于 2025 年把重心转向市场开拓，逐步完成大健康战略布局。

分区域做差异化战略布局，全渠道联动拓展。结合市场发展现状采取差异化打法，2023 年公司南方大区/北方大区营收分别为 8.70/6.65 亿元，分别同增 21%/13%，公司针对华东部分薄弱区域做燕麦产品的渠道/人群外延拓展，重点提升营收规模，针对山东等成熟市场做品类拓展，实现内延式增长。线下渠道逆势扩张，利用抖音溢出效应打造品牌形象，

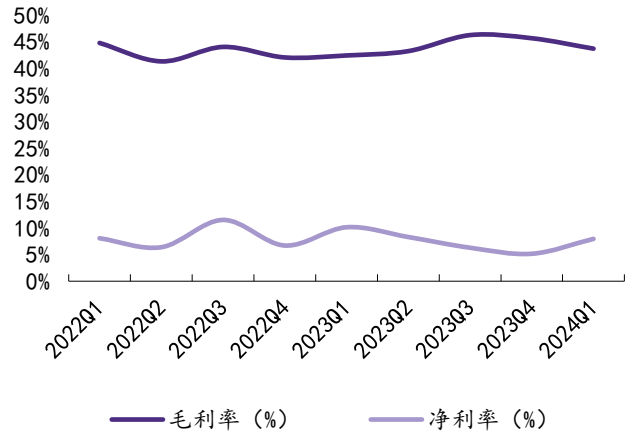
2023 年公司直营/经销渠道营收分别为 6.32/9.03 亿元，分别同增 28%/11%，公司在线下市场整体承压的环境下，实现传统商超渠道营收逆势增长，同时公司已进入零食量贩渠道，基本覆盖热食纯燕/复合燕麦，后续尝试推进大健康产品，规划 2024 年实现零食量贩渠道营收 1 亿元；除此之外，公司利用抖音溢出效应打造中高端品牌形象，通过加强内容创作能力提高投流效率，线上渠道盈利能力有望稳步优化。

图表 39：西麦食品营收与归母净利润



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 40：西麦食品毛利率与净利率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

3、行业评级及投资策略

展望 2024 年，伴随各家公司费用精细化投放/供应链效率提升/规模效应释放等因素，以及零食专营渠道及电商渠道持续扩张，整体我们维持“推荐”评级，零食专营渠道仍是主线，我们继续重点推荐休闲食品三剑客（盐津铺子、劲仔食品、甘源食品），关注渠道转型变革的良品铺子、洽洽食品、三只松鼠，重视西麦食品、有友食品。

维持食品饮料行业“推荐”投资评级。

图表 41：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-05-24 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
002557.SZ	洽洽食品	33.05	1.58	2.13	2.53	20.92	15.52	13.06	买入
002582.SZ	好想你	6.91	-0.11	0.08	0.12	-62.82	86.38	57.58	买入
002820.SZ	桂发祥	8.63	0.30	0.47	0.68	28.77	18.36	12.69	买入
002847.SZ	盐津铺子	48.35	2.58	3.68	5.02	18.74	13.14	9.63	买入
002956.SZ	西麦食品	14.42	0.52	0.64	0.76	27.73	22.53	18.97	买入
002991.SZ	甘源食品	73.42	3.53	4.28	5.28	20.80	17.15	13.91	买入
003000.SZ	劲仔食品	13.51	0.46	0.70	0.86	29.37	19.30	15.71	买入
003030.SZ	祖名股份	16.73	0.32	0.38	0.47	52.28	44.03	35.60	买入

公司代码	名称	2024-05-24		EPS			PE		投资评级
300783.SZ	三只松鼠	23.48	0.55	0.89	1.15	42.69	26.38	20.42	买入
603697.SH	有友食品	6.84	0.27	0.33	0.37	25.33	20.73	18.49	买入
603719.SH	良品铺子	14.10	0.45	0.50	0.59	31.33	28.20	23.90	买入
605179.SH	一鸣食品	11.03	0.06	0.16	0.23	183.83	68.94	47.96	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究

4、风险提示

- 1、宏观经济波动风险；
- 2、行业竞争风险；
- 3、食品安全风险；
- 4、消费税或生产风险；
- 5、原材料价格波动风险；
- 6、推荐公司业绩不达预期等。

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 0%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。