

# 食品饮料

## 周观点 | 旺季来临重点关注低度酒行业变化，把握白酒估值底部修复机会

### 投资要点:

【白酒】当期建议把握估值低位、仍有预期修复空间的标的，建议关注泸州老窖、迎驾贡酒、今世缘、五粮液、舍得酒业。

【啤酒】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。

【软饮料】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。

【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。建议重点关注百润股份因该事件而导致的超跌机会。

【乳制品】重点推荐：利润导向明显的全国乳企巨头伊利股份，关注其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。

【休闲零食】建议关注：估值性价比较高且发力零食专营渠道及抖音平台有望带来业绩增量的西麦食品；受益于成本压力缓解的洽洽食品；折扣化趋势及量贩门店增量受益标的劲仔食品、盐津铺子。

【调味品&餐供】调味品重点推荐天味食品：存在C端主业回暖、并购食萃带动渠道补能破圈预期（孵化B端新曲线）。中炬高新：Q1业绩大超预期、改革红利持续改善、未来业绩有望提速。建议关注：市场份额高、渠道议价力较强的安琪酵母。餐饮供应链重点推荐千味央厨：商业模式领先行业，大B逐步恢复、小B引领成长，后续增长势能恢复将带动估值回归。建议关注：龙大美食。

【餐饮】重点推荐：餐饮、食品以及宾馆业务三轮驱动，协同发展的同庆楼；业务立品牌，食品业务带来新增长的广州酒家；深耕下沉餐饮市场的呷哺呷哺。

【烘焙】重点推荐海融科技：出海逻辑最为通顺，已有海外产能&渠道且有扩产预期，24年有望持续放量；且在员工持股计划中，增速目标逐年提升体现公司未来发展信心。建议关注立高食品：主业在稀奶油产线高增、餐茶饮渠道补能下有望稳步快增，同时业绩充分受益于采购优化、成本改善以及精控费用，预计全年展现增长弹性。

【代糖】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）。

【黄金珠宝】建议关注：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。

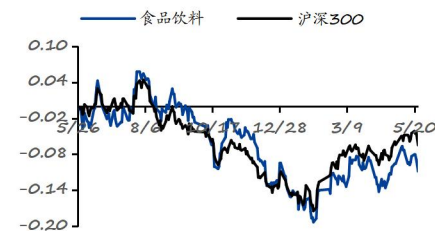
【宠物】推荐海内外双循环的中宠股份，自有品牌三大要素齐具的乖宝宠物，境外业务同环比改善、境内业务持续布局的佩蒂股份，出口业务具有较强弹性的依依股份，建议关注：流动性改善带来估值回升的路斯股份。

### 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、【华福食品饮料】微生物蛋白专题：蛋白新能源，探究微生物蛋白的投资机遇——2024.05.24
- 2、周观点 | 密切关注大众品涨价预期——2024.05.19
- 3、短期波动不改C端升级扩容趋势，需求修复、格局优化提振龙头成长——2024.05.17



## 正文目录

1 周观点 .....	3
1.1 白酒 .....	3
1.2 啤酒 .....	4
1.3 软饮料 .....	4
1.4 预调酒 .....	5
1.5 乳制品 .....	6
1.6 休闲零食 .....	6
1.7 保健品 .....	7
1.8 调味品&餐饮供应链 .....	8
1.9 餐饮 .....	9
1.10 烘焙供应链 .....	10
1.11 代糖 .....	10
1.12 黄金珠宝 .....	11
1.13 宠物 .....	12
2 风险提示 .....	13



## 1 周观点

### 1.1 白酒

本周白酒 SW 指数-3.07%（沪深 300 指数-2.08%），近一月白酒 SW 指数-0.10%（沪深 300 指数+2.27%），当前白酒板块 PE(TTM)为 23.23X。具体来看，地产业务剥离后净利率提升的顺鑫农业本周+0.49%，其余个股本周下行。

宏观层面，近期各项楼市优化政策频发，地产市场回暖预期再度增强。从历史规律来看，白酒与 GDP、流动性、房地产投资、基建投资等宏观因素有紧密关系。房地产业作为国民经济的支柱产业，行业规模大、社会影响面广、上下游产业链关联行业众多，房地产行业景气回升能够带动白酒商务消费，对中高档白酒需求有一定拉动作用。

报表端，从白酒上市公司 23 年目标完成情况及 24 年目标变化来看，多数酒企顺利完成 23 年的目标任务。披露目标但未能完成的公司 24 年下调了目标，此前市场担忧渠道与报表端断层，目前看来渠道压力已在报表端体现。例如 23 年未完成目标的洋河，23 年营收目标增速 15%，实际完成 10%，24 年营收目标 5%-10%。此外，头部酒企 24 年增长目标与 23 年变化不大。说明 24 年存量市场中龙头保持增速不变，已经承压的中小酒企只会更加内卷。24 年多数酒企只披露了营收目标，而在披露营收和利润目标的酒企中，部分酒企自己已减轻利润增长诉求，例如今年古井的营收增速目标与去年基本一致，但利润增速目标出现下调；金徽 30 亿营收目标，利润 4 亿，利润增长规划相对不激进。

估值端，板块当前估值水位低于 2020 年年初水平，2020 年至今的多数高端酒、次高端、区域一二线龙头的估值均在 10%分位值以下。20Q1 受停工影响，消费场景缺失，市场存在恐慌情绪导致白酒板块出现下滑，但随后 20Q2 起，受益于疫情封控，我国经济较海外势头较好，消费者信心不减，多数酒企业绩迎来快速回补，白酒板块韧性凸显，Q3 旺季拉开白酒新一轮牛市，本轮牛市涨幅超前两轮。以 2020 年为起点算起，目前白酒板块多数高端酒、次高端、区域一二线龙头的估值均在 10%分位值以下，估值具较高性价比。

个股层面，本周五粮液召开线上业绩说明会。产品端，公司坚持“1+3”产品体系，持续巩固八代五粮液的核心大单品地位。此外，1618 作为五粮液千元价格带的护城河产品，主要承担抢占第八代五粮液提价后的市场空间，助推第八代五粮液走出独立行情，定位千元价格带宴席第一品牌。五粮液 39 度是第八代五粮液的侧翼，既阻击跟随者、建立护城河，又要培育年轻消费群体、扩大消费需求，2024 年将结合重要节庆，由大区协同商家开展更灵活更精准的消费群体培育工作。此外，五粮液近期将推出经典五粮液 10、经典五粮液 30、经典五粮液 50，抢占 3000+及以上市场份额。



当前行业进入淡季，动销较弱，批价更受关注，基本面变化不大，预计端午小旺季也会趋于平稳，绩期以来白酒板块的上涨更多的是业绩确定性加强市场信心，从而带来的估值切换行情，当前位置应把握估值低位、仍有预期修复空间的标的，同时关注资金面北上资金变化和宏观经济环境变化。**建议关注泸州老窖、迎驾贡、今世缘、五粮液、舍得酒业。**

## 1.2 啤酒

本周，啤酒板块涨跌幅为-2.92%，对比食品饮料板块(-2.73%)，超额收益为-0.19%，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-3.38%/-7.87%/-5.76%/-4.95%/-2.33%/-3.99%

销量方面，我们预计 24 年全年啤酒销量将保持稳定，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。

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。

重点推荐高端化核心标的**青岛啤酒**，提效改革叠加大单品逻辑的**燕京啤酒**，建议关注机构持仓较低的**珠江啤酒**。

## 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-1.48%/-5.07%/-2.89%/-2.44%/-1.05%/-6.57%/-4.17%，对比食品饮料板块的超额收益分别为+1.25%/-2.34%/-0.16%/+0.29%/+1.68%/-3.84%/-1.44%。

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 $\alpha$ 而非板块 $\beta$ ，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。

建议关注: 1) 业绩表现积极的**欢乐家**; 2) 分红率稳定高股息标的**养元饮品**; 3) 管理层变更下基本面具备积极预期的**香飘飘**; 4) 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

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。因此我们低度酒深度研究系列报告也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。



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，百润股份当前公告董事长取消留置查看，且 Q4 预计按时推出预调酒业务，预计将有效提振公司后续基本面预期，建议重点关注，当前公司不仅具备“微醺”、“强爽”两大预调酒大单品，威士忌产品也将推出，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 25 倍上下，我们认为具备较大赔率，建议重点关注。

### 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 2.74%/-8.93%/-2.32%/-1.54%/-3.76%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 5.47%/-6.19%/0.42%/1.2%/-1.02%。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，例如呼伦贝尔有机、安慕希牛油果燕麦果肉口味等。天润乳业：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。

重点推荐：利润导向明显的全国乳企巨头**伊利股份**，关注其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 休闲零食

本周，劲仔食品/洽洽食品/甘源食品/西麦食品/卫龙/万辰集团涨跌幅分别为 -1.82%/-6.27%/-4.35%/-1.77%/0%/0.57%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 0.92%/-3.53%/-1.62%/0.96%/2.73%/3.31%。

宏观层面，4 月我国 PPI 同比下降 2.5%，降幅比上月收窄 0.3 个百分点。其中，生产资料价格下降 3.1%，降幅收窄 0.4 个百分点；生活资料价格下降 0.9%，降幅收窄 0.1 个百分点。从 CPI 数据看，23 年政府 CPI 目标为 3%左右，4 月份居民消费需求持续恢复，全国 CPI 环比由降转涨，同比连续三个月上涨，且 4 月同比涨幅扩大，边际已在修复途中。从历史经验看，包括休闲食品在内的大众品收入及净利润与 CPI



趋势一致，CPI 提升利好大众品实现全年量价平衡。预计随着 CPI 逐步提振，消费信心回升，板块 beta 提升红利将逐步释放。

基本面来看，23Q4 受春节错期、备货后置等因素影响，休闲食品板块表现有所承压；24Q1 春节旺季需求提升驱动营收增长，叠加盈利端受益于春节返乡，毛利更高的礼赠消费占比增大，叠加部分企业受益于成本回落及费效优化，板块 24Q1 整体表现较好。

产品端，具有健康营养，价格实惠，产品可塑性强，拥有广泛的消费认知特征的魔芋和鹌鹑蛋品类热度延续。魔芋品类相对更成熟，未来“魔芋+”产品有望延续品类热度。鹌鹑蛋发展阶段更为早期，目前产品风味更多的是以卤制、盐焗为主，同质化较高，玩家持续入局驱动品类创新发展。

渠道端，零食量贩业态在 2021 年后迅速崛起，以高性价比、丰富品种、直接工厂采购等优势迎合了消费者需求。门店数量从 2017 年的 1250 家激增至 2023 年的 22,000 家至 25,000 家，CAGR 高达 108%，销售额从 37 亿元跃升至 700-800 亿元，CAGR 为 112%。近年来多家零食品牌公司探索全渠道发展、拥抱量贩零食新业态。劲仔食品、甘源食品、盐津铺子、洽洽食品、好想你均陆续入局，并且凭借量贩零食新渠道的增量带来业绩的增长。我们认为，量贩零食新渠道出现加速行业内卷，通过并购加速扩张。从目前来看，大多数零食品牌还在跑马圈地的过程中，以湖南地区的零食很忙为例，2023 年 11 月与赵一鸣战略合并组建形成新的“零食很忙集团”，截至 2024 年 3 月合并后门店超 7500 家，合并后两家力争形成业务上的协同、减少内耗，进军全国化；另一家量贩零食龙头万辰集团全国门店 6500+家。各品牌主要基于发源地市场向周边扩张，区域分布特性明显，同时量贩零食门店大多分布在华南华东和西南区域，华北市场仍具开发空间。

成本端，零食坚果类原料如葵花籽价格趋于稳定，夏威夷果、腰果、开心果等因全球供应增加导致价格下降。肉禽类价格或呈现分化，白羽鸡价格受鸡源减少支撑但产品端价格传导受阻，牛肉价格预计将在低位波动，鹌鹑蛋价格则因成本压力缓解而下降。

建议关注：估值性价比较高且发力零食专营渠道及抖音平台有望带来业绩增量的**西麦食品**；受益于成本压力缓解的**洽洽食品**；折扣化趋势及量贩门店增量受益标的**劲仔食品**、**盐津铺子**。

## 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 -4.46%/-3%/-5.69%/-7.76%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 -1.73%/-0.27%/-2.95%/-5.03%。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），而不同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。

### 1.8 调味品&餐饮供应链

本周（5.20-5.24）调味发酵品/预加工食品板块继续面临调整，周跌幅分别为 3.03%/1.41%，对比食品饮料板块（-2.78%），市场情绪较弱。主要标的表现方面，安井食品、千味央厨、天味食品、中炬高新本周对应涨跌幅分别为 -4.23%/+0.88%/-6.02%/-3.32%。

本周，我们发布仲景食品的覆盖报告《稳健基因孕育长期价值，产品、渠道破圈谱写成长新篇》，看好公司未来成长性机会；具体而言，仲景食品是调味品行业内一家经营稳健、目前处于成长红利期的小而美公司，23 年营收规模接近 10 亿元，**且已经实现连续十余多年稳健正增长**。期间，公司成功打造调味配料、调味食品两大核心主业，其中包括仲景香菇酱、上海葱油、花椒油等三大核心单品；而公司近两年营收稳步快增主要来源于成功培育出新的大单品上海葱油、以及线上电商渠道的放量，尤其后者在近两年公司营收增量中占比达 80%以上。整体来看，**公司内部基本盘日渐牢固、市场竞争力不断提升**。总之，公司未来的看点有三：1）上海葱油品类红利及线上渠道势能支撑主业短期快速成长，根据魔镜线上数据跟踪，公司 4 月在天猫、京东、抖音平台保持高增长态势；2）原料价格回落、成本改善与产品结构优化驱动公司盈利能力持续上修；3）布局餐饮等新渠道有望打开中期增长天花板，进而提振估值表现；预计公司 2024-26 年归母净利润将达到 2.2 /2.6/3 亿元，23-26 年 CAGR 在 20%以上。另一方面，再次提示公共事业等涨价有望催化大众品龙头旺季提价行情；近期水电燃气等公共事业价格持续上涨，有望带动 PPI 上扬并逐步传导、提振 CPI 表现，而且 4 月份全国 CPI 环比由降转涨，同比上涨 0.3%，连续三个月上涨，且 4 月同比涨幅扩大；考虑到全年目标，故存在潜在的旺季提价行情。





**调味品**重点推荐**天味食品**：存在C端主业回暖、并购食萃带动渠道补能破圈预期（孵化B端新曲线）。**中炬高新**：Q1业绩大超预期、改革红利持续改善、未来业绩有望提速。建议关注：市场份额高、渠道议价力较强的**安琪酵母**。

**餐饮供应链**重点推荐**千味央厨**：商业模式领先行业，大B逐步恢复、小B引领成长，后续增长势能恢复将带动估值回归。建议关注：市场份额高、渠道议价力强的**安井食品**以及轻装上阵、食品业务快速成长的**龙大美食**。

## 1.9 餐饮

本周(5.20-5.24)SW酒店餐饮指数涨跌幅为-4.79%，对比食品饮料板块(-2.73%)，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-9.91%/-13.21%/-18.03%/-12.56%/-7.22%/+0.00%/+0.31%/-1.71%/-9.19%/-9.63%/-3.23%/-3.40%。

**健康化饮食引领潮流，餐饮品牌与健身跨界联动**。消费者对健康饮食关注度持续增高，近来众多餐饮品牌选择与健身界合作推出联名产品。4月，霸王茶姬与健身教练刘畊宏合作推出控糖产品；饿了么与Keep携手推出“健身搭子计划”，汉堡王随即响应，推出符合健身人士需求的新产品。《餐饮外卖营养健康化发展趋势研究报告》指出，随着消费者健康意识的提高，对餐饮服务已开始转向关注营养健康，更加注重低卡、减糖、减盐。未来餐饮业的跨界联名要将健康消费的理念更加融入餐饮体验中，持续满足消费者对健康餐饮的需求。

**消费者追求性价比，餐饮业价格不断下沉**。5月15日，呷哺呷哺宣布全面下调套餐价格；同日，必胜客于广州推出了新店型，价格对标同属下沉餐饮赛道的萨莉亚；麦当劳也加大了优惠活动的频率和力度，于本月初推出为期两周的“10元吃堡”活动。餐饮行业集体降价，大打价格战，源于近年来消费者越来越注重餐饮消费的性价比。在互联网信息对称性逐渐增高的环境下，消费者对于餐饮产品的质量以及价格有着更加深度的考量。《2023年中国消费者洞察暨2024年展望》显示，近半受访者严格把控整体花费，37%受访者将改变消费方式寻求最优价格/更低价格产品。在“性价比”的大趋势下，餐饮企业如何平衡经营的量价关系，会成为企业发展的长期命题。

**从港、澳、新出发，中国餐饮聚焦全球化**。4月15日，木屋烧烤在香港的首家门店于旺角开业，并计划5月在西环石塘咀开第二家分店。此前，已有大批内地餐饮品牌进驻香港，并以此为跳板向海外发展。《2024年中国零售商调查：全球化视角之海外门店拓展》指出，内地的餐饮品牌正积极履行全球化战略，以扩大品牌的国际影响力。半数以上的餐饮行业受访者表示，有计划在1-3年内开拓海外市场或加



大对其的投入，香港、澳门、新加坡等由于相近的文化成为其首选地。内地品牌在这里进行海外探索的初步尝试，并积累海外经营的经验。展望未来，对海外市场的探索，有望为餐饮行业带来一个新的增长点。

**社会经济持续回升，餐饮业发展前景向好。**根据国家统计局数据，4月份社会消费品零售总额 35699 亿元，同比增长 2.3%。按消费类型分，4月份商品零售 31784 亿元，同比增长 2.0%；餐饮收入 3915 亿元，增长 4.4%。1—3 月份，商品零售 138666 亿元，同比增长 3.5%；餐饮收入 17360 亿元，增长 9.3%。由于节假日错月去年基数较高，今年 4 月增速有所放缓，但势头依然强劲。随着社会经济恢复常态化运行，消费信心增强、消费场景恢复拓展，餐饮业前景依然向好。

重点推荐：餐饮、食品以及宾馆业务三轮驱动，协同发展的**同庆楼**；业务立品牌，食品业务带来新增长的**广州酒家**；深耕下沉餐饮市场的**呷哺呷哺**。建议关注：**海底捞、九毛九、百胜中国、全聚德、茶百道**。

### 1.10 烘焙供应链

本周（5.20-5.24）立高食品、海融科技、南侨食品、五芳斋、佳禾食品期间涨跌幅分别为-5.17%/-3.92%/-2.07%/-1.65%/-3.35%。本周南侨食品发布4月经营情况简报，公司 2024 年 4 月实现归母净利润约 2208 万元，同比增长 46.4%。行业方面，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，23-24 年烘焙原料展现业绩增长弹性；而且 24 年 Q1 板块呈结构性复苏，其中国产奶油等原料升级替代加速。全年随着烘焙和茶饮行业景气度的持续提升，烘焙原料需求有望进一步回暖；重点关注小 B 渠道复苏以及出海逻辑。

烘焙供应链重点推荐**海融科技**：出海逻辑最为通顺，已有海外产能&渠道且有扩产预期，24 年有望持续放量；且在员工持股计划中，增速目标逐年提升体现公司未来发展信心。**建议关注**：**立高食品**（主业在稀奶油产线高增、餐茶饮渠道补能下有望稳步快增，同时业绩充分受益于采购优化、成本改善以及精控费用，预计全年展现增长弹性）、**南侨食品**。

### 1.11 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-2.07%/-0.99%/-6.24%/-4.55%/-3.02%/-1.05%，对比食品饮料板块的超额收益分别为+0.67%/+1.74%/-3.51%/-1.82%/-0.29%/+1.69%。本周，华康股份实施权益分派，每股分红 0.7 元，股息率达 3.23%，股利支付率 44.21%，并以资本公积金向全体股东每股转增 0.3 股；莱茵生物实施权益分派，每股分红 0.2 元，股息率达 2.57%，股利支付率 177.91%；三元生物实施权益分派，每股分红 0.25 元，股息率 0.87%，股利支付率



85.91%。

整体来看，近年随着全球“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。植物提取甜味剂来源天然，市场广阔，且作为高倍甜味剂相较蔗糖依然具备价格优势，有望维持快速扩容。功能性糖醇风味表现优异，也是高低倍甜味剂复配中不可或缺的组成部分，且功能性糖醇在提供甜味外仍有食品添加剂、医药、日化等用途，需求端稳步扩容。此外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、具备美拉德反应等特点，与蔗糖甜感相近，全球需求伴随使用逐步获批快速增长。

建议关注：**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）、**百龙创园**（阿洛酮糖、膳食纤维、益生元）。

### 1.12 黄金珠宝

据 iFind，本周（5.20-5.24）伦敦现货黄金价格 5 月 24 日收于 2342.70 美元/盎司，环比上周下降 2.49%，上海金交所黄金现货收盘价环比下降 1.78% 至 551.43 元/克，本周金价在冲高后回落，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 4 月金银珠宝类同比下降 0.1%，弱于整体社零（2.3%），主要系 3 月以来金价急涨，4 月呈现高位震荡当值。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，待消费者对黄金价格的预期抬升，终端消费有望回暖，建议关注终端销售情况。

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。

金价持续上行且在高位震荡，需持续关注高金价下终端消费情况。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4月我国宠食出口量为26021.08吨，同比+14.63%，以美元计价，出口金额同比+10.91%，从单价来看，美元计价下，4月同比-3.25%，总体来看，出口量和总额同比继续高速修复，且增速环比3月进一步加速，单价端波动。从主要贸易伙伴看，4月美国市场加速恢复，出口总额/出口量分别同比+43.07%/+41.11%。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）4月出口总额同比-7.54%；纸浆、纸等制的其他家庭、卫生或医院用品4月出口额同比+14.99%，偏可选品类更强的挽具类仍处于持续磨底中，而偏向必选属性的纸类用品进一步增长。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。

从汇率及成本端，均利于出口型企业，24Q1上市公司利润端表现良好，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股份。



## 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