



## 食品饮料

### 周观点 | 关注低估值、高增长确定性标的，旺季来临把握低度酒机会

#### 投资要点：

【白酒】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、贵州茅台。

【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】事件层面，百润股份当前公告董事长取消留置查看，且 Q4 预计按时推出威士忌业务，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 23 倍上下，我们认为具备较大赔率，建议重点关注。

【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】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。

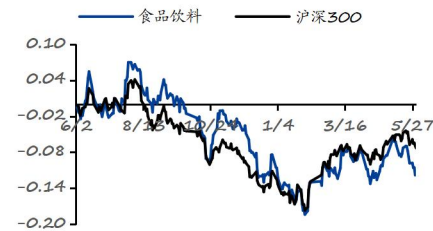
【宠物】24Q1 上市公司利润端表现良好，建议关注 Q2 订单情况及同环比改善情况。推荐海内外双循环的中宠股份，自有品牌三大要素齐备的乖宝宠物，境外业务同环比改善、境内业务持续布局的佩蒂股份，出口业务具有较强弹性的依依股份，建议关注：流动性改善带来估值回升的路斯股份。

#### 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等。

## 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

联系人：李妍冰(S0210123060028)

lyb30131@hfzq.com.cn

### 相关报告

1、植提甜味剂专题：快速扩容的代糖黄金赛道——2024.05.31

2、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——2024.05.26

3、【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



## 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 休闲食品 .....      | 6  |
| 1.7 保健品 .....       | 7  |
| 1.8 调味品&餐饮供应链 ..... | 8  |
| 1.9 餐饮 .....        | 8  |
| 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-2.28% (沪深 300 指数-0.60%), 近一月白酒 SW 指数-3.67% (沪深 300 指数-0.68%), 当前白酒板块 PE(TTM)为 22.71X。具体来看, 本周古井贡酒 (+0.45%), 其余个股本周下行。

本周, 由贵州省白酒产业发展促进会、茅台集团共同主办的 2024 贵州白酒企业发展圆桌会议在茅台镇召开。根据会议披露的数据, 24Q1 全国规模以上白酒企业 981 家, 其中亏损企业 342 个, 企业亏损面为 34.9%, 比上年 (29.6%) 提高 5.3 个百分点, 白酒产业增长放缓, 目前仍在去库期, 存量竞争下内卷加剧。作为引领行业发展的龙头, 茅台公司在会上表示必须坚持长期主义, 进一步深化“茅台好, 大家才能好; 大家好, 茅台才会更好”的发展共识。

本周, 四川省酒业协会成立。四川省酒业协会由五粮液、泸州老窖、剑南春、郎酒、舍得、水井坊、四川省酒业集团、四川酒业茶业投资集团等八家领军企业联合发起, 协会的会长由五粮液党委书记、董事长曾从钦出任, 显示了区域发展“川酒”产业、以龙头酒企带动产业发展的决心。本次大会公布了“2027 年, 四川白酒产业营业总收入突破 5000 亿元、利润总额超过 1200 亿元”的目标。2022 年四川省白酒产量 348.1 万千升, 实现营收 3447.2 亿元, 产量及营收均占全国对应数值的 52%, 利润总额 754.7 亿元, 占比达 34%。

个股方面, 本周贵州茅台召开股东大会。本次股东大会系新董事长张德芹履新后的首次股东大会亮相, 会上张董事长以“让我们携手, 共同致力于茅台的稳定、健康、可持续发展”为题发表演讲, 提出了茅台要“在行稳致远的基础上, 保持健康和可持续发展”, 并明确了茅台的核心竞争力是品质、品牌、工艺、文化、环境, 五大方面。张德芹曾在茅台工作多年, 对一线情况了解深厚, 在白酒行业经验丰富。履行后, 张董事长先后调研了制酒车间, 组织了茅台集团老领导座谈会、贵州茅台浙闽苏三省经销商座谈会等诸多会议, 深入一线, 作风务实, 在当前消费修复阶段, 有利于公司平稳穿越周期, 稳定市场信心。

5 月 29 日, 古井贡酒召开股东大会。2024 年是古井集团的“重整归零年”。在省外市场, 古井贡酒已分批次、分梯队打造规模市场, 未来公司将持续聚焦、持续叠加, 打造一批规模市场, 为 300 亿乃至更高目标打好基础。同时, 随着清香热度走高, 古井抓住清香风口, 聚焦黄鹤楼的大单品, 聚焦重点市场, 将把武汉作为重点市场来打造, 同时做好随州、黄冈、咸宁、孝感四个地级市场。

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、贵州茅台。

## 1.2 啤酒

本周,啤酒板块涨跌幅为-3.88%,对比食品饮料板块(-2.26%),超额收益为-1.62%,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-6.62%/-7.59%/-3%/-1.58%/-1.2%/-0.81%

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-3.62%/+1.34%/-0.18%/-0.68%/+0.28%/-4.04%/-0.14%,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 预计按时推出威士忌**



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 23 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 -1.97%/-6.14%/-2.37%/-3.43%/-1.62%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 0.29%/-3.88%/-0.11%/-1.17%/0.65%。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。

618 第一轮售卖期间，认养一头牛以差异化定位和精细化营养成分，延续线上良好表现，获得乳制品店铺销售榜第一，特仑苏、原始黄金、伊利、蒙牛占据第二至第五名，与特仑苏相同定位的金典位列第九，伊利奶粉表现出色，位列第八，也是唯一上榜的奶粉店铺。

**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 休闲食品

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。

行业层面，5 月 31 日晚 8 点，天猫 618 迎来第二波开卖，截至 5 月 31 日晚 9 点，185 个品牌在天猫 618 成交破亿，超过 37000 个品牌成交翻倍，50 个趋势品类成交



规模破 10 亿。作为投入力度最大的一届天猫 618，今年天猫在满 300 减 50 基础上，额外投入 150 亿红包，同时 88VIP 升级“无限次退货包运费”权益，激发消费活力。根据天猫发布的 2024 年天猫 618 第一波（5 月 20 日-5 月 28 日）店铺、品牌销售额排行榜，在休闲零食店铺销售榜中，前三名分别是三只松鼠、比比赞、良品铺子，上市公司中卫龙食品（第七名）、盐津铺子（第九名）也位居前十。

个股方面，5 月 29 日三只松鼠在上海召开 2024 全域生态大会，董事长章燎原亲自主持，反思过去公司陷入困局的原因，并披露最新战略规划和目标。会议上，渠道端，三只松鼠提出了“D+N”的渠道架构，其中“D”不是单指抖音，而是“短视频”，即以传播效率最高的短视频平台为基础，进行规模和内容打造，以最短时间铺到全渠道。公司已先后自建完成了每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大核心坚果品类示范工厂建设，定位“制造型自有品牌零售商”，未来，三只松鼠会在华东、华北、华南等 5 个地方要构建真正的产业生态园和集散基地。根据公司的股权激励，2024/2025/2026 年公司目标营收分别为 115/150/200 亿元。

**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；发力新兴渠道，股权激励目标清晰的三只松鼠。

### 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 -0.53%/-1.79%/-0.78%/-1.01%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 1.74%/0.48%/1.49%/1.25%。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，我国保健食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。



今年 618 在 5 月 28 号结束第一轮销售，根据最新战报，汤臣倍健、wonderlab、哈药、swisse、钙尔奇分别揽获保健店铺销售榜 TOP5，头部企业在大促期间更加具备流量优势。

### 1.8 调味品&餐饮供应链

本周（5.27-5.31）调味发酵品/预加工食品板块继续面临调整，周跌幅分别为 0.86%/3.02%，对比食品饮料板块（-2.26%），市场情绪较弱。

本周，我们发布安琪酵母的覆盖报告《坚守主业成就酵母巨头，放眼寰宇、比学赶超》，看好公司未来业绩边际改善、盈利周期向上机会；具体而言，安琪酵母深耕酵母产业近四十载；依托酵母技术与产品优势，公司成功建立一条覆盖上下游、辐射全世界的产业链，并形成了多产品、多业务、多事业的战略布局。其中，在烘焙面食、烘焙国际、YE 食品调味等主业持续增长下，公司目前已成为亚洲第一、全球第二的酵母公司，经营基本盘牢固，产业议价力强大。公司未来的看点如下：1）短期调价带动销售回暖，叠加经销商补库，预计 Q2 营收、业绩表现边际改善，全年在海外业务、YE 抽提物等持续放量下，预计全年酵母系列营收实现较快增长，进而支撑公司实现 15%+的营收增长目标；2）公司对全年利润增长预期不高，但考虑到海外业务持续放量带动毛利率改善、糖蜜等原料边际使用成本下降，股权费用收窄以及保健品业务扭亏等，预计公司利润增长呈现先低后高，全年归母净利润接近 14 亿元；3）水电燃气等公共事业价格持续上涨，带动 PPI 上扬逐步传导，提振 CPI，全年目标 3%，大众品龙头存在潜在的旺季提价行情，而公司在国内市占率高、行业定价权强，期间再经历一轮产能出清后，公司在年底下游需求旺季存在潜在的提价动机；4）从中期看，在海外高毛利业务供不应求、糖蜜等原料价格周期向下，公司盈利能力持续改善预期较强。此外，自小龙虾进入旺季以来，数据显示，近一个月小龙虾产品销售呈现稳步增长，并带动小龙虾调味品销量显著增长。

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。建议关注安琪酵母：短期经营表现回暖、旺季存在潜在提价催化、中期展望盈利能力持续改善。

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：主业增长预期改善、渠道规模优势显著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（5.27-5.31）SW 酒店餐饮指数涨跌幅为-0.77%，对比食品饮料板块（-2.26%），





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-0.93%/-5.34%/-7.00%/-0.66%/-6.16%/+0.00%/-4.36%/-2.58%/-3.89%/-8.63%/-1.62%/-2.18%。

**海底捞下沉赛道孵化持续发力，顺应 Z 时代消费趋势。**近日，海底捞旗下子品牌苗师兄香锅宣布调整自身定位，进军拌饭市场，两家新店也先后在高校内开业，客单价仅有 15-20 元。米村拌饭实惠好吃、方便快捷、增值服务到位的消费模式赢得了生活节奏快、注重性价比的年轻消费者的青睐，苗师兄紧跟米村拌饭步伐的自我转型，折射出海底捞对年轻人市场的重视。年轻人是消费者中的主力群体，善于使用社交媒体，并且在未来能够持续作出消费贡献。为年轻消费者推出契合他们消费特点与偏好的餐饮服务，有助于餐饮品牌提升年轻消费者对品牌的印象与黏性，并通过高认同度的年轻消费者在社交媒体的传播，达到品牌知名度的提升，带来客户规模和销售的持续增长。因此，餐饮品牌着力吸引年轻消费者群体，不仅在当下激烈的市场竞争中巩固了自身市场规模与品牌力，也能在未来的市场竞争确保市场份额，占据有利位置。

**餐企联名活动紧抓热点，IP 赋能假日经济。**六一儿童节之际，各大餐饮品牌纷纷推出了自己的节日活动。肯德基、必胜客、奈雪的茶分别与宝可梦、三丽鸥、天线宝宝联名带来节日限定套餐，海底捞、怂火锅和太二都推出儿童或亲子套餐。餐饮品牌在儿童节发力营销，以高度的趣味性抓住孩子的眼球，以精心设计的产品和服务吸引家长，更以时下热点 IP 增加品牌话题度，为自己带来热度；并打破消费者对品牌的旧有认知，构建新的品牌形象，吸引更多消费者。在以多样的营销手段提高“存在感”的同时，餐饮品牌也要做好自身产品与服务，用自己的核心业务紧紧吸引住目标群体，才能将其转变为高黏性的忠实顾客。

**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。

**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（5.27-5.31）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-1.28%/-0.72%/-2.72%/-0.5%/+0.15%。南侨食品发布增加关联日常交易公告，24 年年度新增与控股股东及其关联方日常关联交易预计金额 500 万元，2024 年度日常关联交易预计总额为 6134 万元。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辑。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 3.38%/-3.85%/-2.51%/-5.08%/-0.29%/-4.24%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 +5.65%/-1.58%/-0.25%/-2.82%/+1.98%/-1.98%。

本周，百龙创园投资建设的“年产 3 万吨可溶性膳食纤维项目”和“年产 1.5 万吨结晶糖项目”生产线已于近期正式全面投产，公司产能、竞争力、盈利能力得到明显增强，也将对公司未来业绩带来积极影响。其主要解决了：1、大幅改善公司产能不足的问题；2、完善产品矩阵、优化产品布局；3、产业链延伸，价值链提高；4、减少柔性产线生产不同产品的停工、调试成本。。此外，本周我们发布专题报告《植提甜味剂：快速扩容的代糖黄金赛道》，我们认为植提甜味剂顺应当今天然、健康等消费意识崛起，整体行业处于快速扩容阶段。而其中的主流产品甜菊糖苷及罗汉果甜苷在下游已逐步占据消费者心智，渗透率逐步提升且远未到其规模上限，正处在



快速增长的黄金时期。而合成生物学制备路线的研发以及工业化落地，则进一步打开植提甜味剂的产品开发思路以及下游应用空间。

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（5.27-5.31）伦敦现货黄金价格 531 日收于 2348.25 美元/盎司，环比上周上行 0.24%，上海金交所黄金现货收盘价环比上涨 0.39%至 553.60 元/克，本周金价在回落后慢爬，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。

618 第一轮销售期间，头部企业表现良好，前十位分别为克徕帝、曼卡龙、周大福、周生生、菜绅通灵、周大生、千叶珠宝、老庙、周六福和菜百。

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。

618 第一波战报来看，宠物板块表现良好，猫烘焙粮同比增长超 800%，猫狗主食罐同比增长超 450%，猫狗主食冻干同比增长超 700%，鲜朗、蓝氏、诚实一口延续 23 年双十一热度，叠加头部主播宣传，分别揽获宠物品牌销售榜前三。皇家保持





稳健，位列 TOP4，乖宝旗下麦富迪和弗列加特分别位列 TOP5 和 TOP6，弗列加特增势喜人。中宠旗下领先位列天猫宠物品牌成交榜 TOP20，成长较快。细分零食品类来看，麦富迪、顽皮、领先分别位列猫零食品牌榜 TOP1、TOP8、TOP9，爵宴、麦富迪、zeal、顽皮分别位列狗零食品牌榜 TOP1、TOP2、TOP3、TOP5，国内头部品牌在零食品类的优势显著。爵宴在高端狗食品赛道表现出色，并且其风干粮已上线，5 天实现超 100 万销售，后续在高端主粮板块的成长可期。

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等。

## 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：hfyjs@hfzq.com.cn