

食品饮料

周观点 | 理性看待价格走势，把握白酒超跌反弹

投资要点:

【白酒】近期飞天批价出现急跌，影响板块估值修复。我们认为本次茅台批价波动的直接原因系618线上促销引发渠道之间利益纷争，但根本原因仍在于需求景气度不足。在当期行业调整期内，上游“放水”的酒厂理性克制，“接水”的下游需求边际变化不大，中间渠道“蓄水池”角色强化，叠加茅台渠道链条长、参与者众多，负面担忧容易产生更多大涟漪。预计受需求压力，叠加渠道利益冲突等因素影响，飞天中短期批价仍有一定压力，但不会出现持续性的断崖下滑，后续出现反弹修复的概率较大。

【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点所驱动的PE扩张，行情较快，操作上更适合左侧布局，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】当前食品饮料板块以结构性机会为主。在商务消费乏力、大众消费相对刚性；板块内多数行业价增放缓，依靠量增驱动的背景下，休闲食品板块景气度相对较好，此前的产品和渠道红利依然在延续。推荐西麦食品、洽洽食品、三只松鼠。

【调味品&餐供】调味品重点推荐安琪酵母：短期业绩边际改善、股权激励提振、全年营收或逐季提速。天味食品：复调板块效应好、主业成长逻辑顺、并购食萃打造B端新曲线。中炬高新：Q1业绩大超预期、改革红利持续兑现速。餐饮供应链重点推荐千味央厨：当前估值置信度高，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。建议关注安井食品以及轻龙大美食。

【餐饮】餐饮、食品以及宾馆业务三轮驱动，协同发展的同庆楼；深耕下沉餐饮市场的呷哺呷哺。建议关注：广州酒家、海底捞、九毛九、百胜中国、全聚德、茶百道。

【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】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）。

【黄金珠宝】金价高位震荡，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。

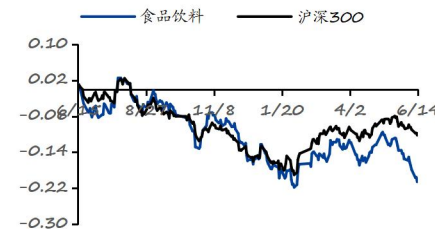
【宠物】推荐海内外双循环的中宠股份，自有品牌三大要素齐具的乖宝宠物，境外业务同环比改善、境内业务持续布局的佩蒂股份，出口业务具有较强弹性的依依股份，关注流动性改善带来估值回升的路斯股份。

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、盐为百味源，改革塑新机——2024.06.14
- 2、古茗招股书梳理：拓店提速稳固市场规模基本盘，深耕下沉市场发展动能强劲——2024.06.10
- 3、周观点 | 暑季酒类赛事催化，餐饮关注边际改善——2024.06.09



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	8
1.8 调味品及餐饮供应链	8
1.9 烘焙供应链	9
1.10 餐饮	10
1.11 代糖	11
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-3.84%（沪深 300 指数-0.91%），近一月白酒 SW 指数-9.66%（沪深 300 指数-3.16%），当前白酒板块 PE(TTM)为 21.29X。具体来看，本周泸州老窖（-6.13%）、老白干酒（-5.24%）、迎驾贡酒（-5.12%）跌幅较大，另外板块龙一贵州茅台受批价影响，本周下滑 3.96%，对板块造成较大影响。

近期飞天批价出现急跌，我们认为，本次茅台批价波动的直接原因系 618 线上促销引发渠道之间利益纷争，但根本原因仍在于需求景气度不足。电商“百亿补贴”等活动虽并非新手段，但本次对飞天批价造成影响，系需求持续承压，叠加电商竞争生态恶化、加大价格竞争，受损的渠道对中长期茅台渠道协同和公司后续改革思路不够明晰，紧张情绪放大加剧批价波动。

我们在专题包括《茅台批价波动复盘与思考启示》中对 24 年春节以来飞天批价、茅台基本面与股价变化进行了回顾，解析了本次批价出现急降的原因，并对前两年飞天历史批价波动进行了复盘和对比思考。

从 22 年 3 月批价波动的经验看：彼时上海、广东等地正逢疫情爆发，需求景气度、消费者信心也在承压期。从结果上看，“i 茅台”宣布不直接销售普飞之后，茅台酒批价在 22 年 3 月 28 日立刻出现回升，说明当时批价波动很大程度是因为市场对短期后续供给端的经营思路不清楚，而不是出于长期担忧。我们认为，本次批价波动与前次在这一点上会有相似，即公司干预维护价盘、未来线上线下渠道间如何协同进一步明确后，批价大概率还是会出现一定反弹修复。

从 21 年 8 月的经验看：彼时飞天批价与股价出现负相关，批价高位波动，而股价下探。我们认为，无论价格走高还是走低，市场本质希望飞天批价在符合时代背景的节奏和基本面走势的前提下，在健康区间内波动。因此，无论是涨还是跌，批价数字上的边际变化并不影响公司的长期价值，当下对此轮波动每天批价的涨跌也不应该是关注的重点，核心仍将回归到基本面。此外，21 年 8 月波动也正逢茅台换帅，此期间内由于市场对新领导战略不清楚，公司的举动易被放大解读，随着公司策略的逐步清晰，批价也慢慢回稳到理性区间

我们认为影响批价的因素可分为三类：1）宏观政策、消费大环境和需求变化；2）茅台公司可控的动作（如发货、提价、产品结构调整、渠道结构调整等）；3）茅台公司难以直接控制的渠道动作（包括各级经销商、黄牛、电商平台等）。行业调整期内，上游“放水”的酒厂理性克制，“接水”的下游需求边际变化不大，中间渠道“蓄水池”角色强化，叠加茅台渠道链条长、参与者众多，负面担忧容易产生更多大涟漪。



预计受需求压力，叠加渠道利益冲突等因素影响，飞天中短期批价仍有一定压力，但不会出现持续性的断崖下滑。信息时代，周期的压缩一方面激化了市场参与的各方的情绪状态，导致短期内表现容易更加激烈，风吹草动更容易被过分解读并引起波澜，但同时信息对称也有助于公司协同各个渠道，实现软着陆。

当前行业淡季，动销较弱，批价更受关注，基本面变化不大，建议关注：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、老白干。

1.2 啤酒

本周，啤酒板块涨跌幅为-1.88%，对比食品饮料板块（-2.89%），超额收益为+1.01%，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-2.54%/-2.06%/-0.1%/-3.16%/-1.11%/+2.71%

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-1.33%/-0.83%/-2.4%/-1.18%/+0.22%/-3.51%/-2.87%，对比食品饮料板块的超额收益分别为+1.56%/+2.06%/+0.49%/+1.71%/+3.11%/-0.62%/+0.02%。

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、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 22 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 0.41%/-10.77%/0.48%/1.59%/0.2%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 3.3%/-7.88%/3.37%/4.49%/3.09%。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

本周，休闲食品板块重点个股中，盐津铺子 (+4.85%)、西麦食品 (+2.28%)、黑芝麻 (+1.01%) 领涨，劲仔食品 (-2.33%)、洽洽食品 (-1.78%) 有所下滑。

宏观层面，5 月份，受部分国际大宗商品价格上行及国内工业品市场供需关系改善等因素影响，全国 PPI 环比由降转涨，同比降幅收窄。从环比看，PPI 由上月下降 0.2% 转为上涨 0.2%，改变了前 6 个月连续下降趋势。从 CPI 数据看，23 年政府 CPI 目标为 3% 左右，5 月份，消费市场运行总体平稳，全国 CPI 环比季节性下降，同比



涨幅与上月相同。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，当前食品饮料板块缺乏总量机会，以结构性机会为主。在商务消费乏力、大众消费相对刚性；板块内多数行业价增放缓，依靠量增驱动的背景下，休闲食品板块景气度相对较好，此前的产品和渠道红利依然在延续。

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。

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。

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-1.35%/-4.46%/-5.48%/1.82%，对比食品饮料板块的超额收益分别为1.54%/-1.57%/-2.59%/4.71%。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 调味品及餐饮供应链

本周（6.11-6.14）调味发酵品/预加工食品板块市场表现有所分化，周涨跌幅分别为+0.31%/-2.22%。主要标的表现方面，安井食品、千味央厨、天味食品、中炬高新、安琪酵母本周对应涨跌幅分别为-1.72%/-5.25%/-0.56%/-1.16%/-1.33%，速冻板块整体承压，主要受下游餐饮行业淡季，需求不振影响。

本周，我们发布雪天盐业的深度报告《强钠战略，双轮驱动的持续深化》，雪天是一家治理结构优、乘盐改大势崛起、综合竞争力强的盐产业链企业；公司以盐为轴，近年通过内生、外延双轮驱动，持续深化“盐+食品、化工、新能源”的三位一体布局。23 年公司营收、利润主要由食用盐+纯碱两大核心品类贡献，其中纯碱在 21 年并表湘渝盐化后，成为公司利润增长的重要来源，23 年毛利润占比达 38%。所以公司的核心看点或未来投资逻辑：1) 盐业改革催生食用盐需求高端化、供给集中化机遇，尤其在小包盐市场，公司加速全国销售网络建设与消费者品牌心智占领，



同时通过省内加速结构升级，省外持续铺市扩张、渠道补能，推动食盐业务量价齐升；2) 纯碱品类新周期中具备价格韧性，同时公司通过积极扩产、并购孵化，把握周边市场 460 万吨外采需求机遇；23 年公司纯碱销量接近 80 万吨，今年 Q3 将扩产至 100 万吨，还有 26 年衡碱纯碱新产能项目。3) 氯化铵品类短期充分受益于替代品尿素涨价+产能扩张与产能置换，全年预计实现量价齐增、盈利改善。此外，公司新能源业务还涉及盐穴储能、钠离子电池正极材料等，进一步打开未来想象空间。总之，在小包盐量价起升推动、纯碱、氯化铵扩产并购提振下，看好公司未来困境反转的投资机会。此外，本周雪天盐业披露 2023 年年度股东大会材料，其中公司提出 2024 年营收目标为 76.3 亿元，归母净利润 9.5 亿元，分别同增 21.8%/34%。本周天味食品披露调整员工持股计划购买价格公告，并将 2024 年员工持股计划购买价格由 6.53 元/股调整为 6.13 元/股；同时，日辰股份披露调整公司向特定对象发行股票募集资金规模的公告：将定增募资规模从不超过 8 亿元调整至不超过 1.5 亿元。

调味品重点推荐安琪酵母：短期业绩边际改善、股权激励提振、全年营收或逐季提速、中期展望盈利能力持续改善。**天味食品：**复调板块效应好、主业成长逻辑顺、并购食萃打造 B 端新曲线。**中炬高新：**Q1 业绩大超预期、改革红利持续兑现、未来业绩有望提速。

餐饮供应链重点推荐千味央厨：当前估值置信度高，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 烘焙供应链

本周（6.11-6.14）立高食品、海融科技、南侨食品、五芳斋、佳禾食品股价出现较大调整，期间涨跌幅分别为-0.37%/0%/0%/-4.23%/-4.74%。本周南侨食品发布 5 月经营情况简报，公司 2024 年 5 月实现营收约 2.64 亿元，同比-3.01%。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。



1.10 餐饮

本周(6.10-6.14)SW 酒店餐饮指数涨跌幅为-2.66%，对比食品饮料板块(-3.30%)，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-3.12%/-8.83%/-4.66%/-1.36%/+1.21%/+0.00%/-2.83%/-1.36%/-2.10%/-3.51%/-1.82%/-0.55%。

弘扬端午传统文化，餐企挖掘“龙舟经济”。5月中下旬以来，不少餐饮品牌围绕端午主题推出了特色新产品或者活动，海底捞在多地推出了端午民俗活动，肯德基则在节假日期间上新了多款端午节限定产品。端午节作为一个具有深厚文化底蕴的传统节日，为各大餐饮品牌提供了丰富的营销素材和创意空间，餐饮品牌在端午节期间开展营销活动，有助于构建与消费者的情感沟通和文化传承，拉近与消费者的距离，增强消费者对品牌的认可度和自身的品牌力。

消费者追求性价比，火锅价格不断下沉。5月15日，呷哺呷哺宣布全面下调套餐价格；近日怂火锅也发出公告，将锅底价格下调至8.8元起、荤菜9.9元起。火锅行业集体降价，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。过去部分火锅店以网红宣传博取客流量，输出情绪价值以获取高额溢价的商业模式在现今消费者的消费观念下，竞争力逐渐衰减。在“性价比”的大趋势下，火锅品牌如何平衡经营的量价关系，会成为企业发展的长期命题。

新中式餐饮发展火热，差异化成品牌重要课题。6月14日，红餐产业研究院发布《新中式餐饮洞察报告2024》。报告指出，近些年新中式概念进入了餐饮领域并得到了快速发展，孕育了一批知名的新中式餐饮品牌，尤以汉堡、茶饮等赛道表现最为突出。新中式餐饮的兴起背后，是我国国力不断增强的背景下，国民的民族自信与对传统文化传承重视度的提高。餐饮品牌传承传统文化并与现代饮食结合，在迎合国人的饮食习惯与生活方式的基础上积极创新，有助于将大众文化认知和品牌优势结合，打造自身新颖的品牌调性。但随着市场竞争激烈程度加剧，新中式餐饮品牌在品牌定位、主打产品、门店风格设计等方面出现了一定程度的同质化。面对未来的竞争，企业要更多思考如何塑造品牌差异化，将传统文化更深刻地融入品牌基因，才能获得更高的品牌认可度，转化为自身的商业成绩。

海底捞积极寻求创新，多元化经营赋能未来发展。近日，海底捞召开股东大会，会上公司宣称未来会将探索多元化经营策略作为长期重点之一，丰富餐饮业务形态和顾客基础。海底捞去年在总部层面成立了创新创业办公室，已有“小嗨火锅”、“苗师兄香锅”等品牌，初步实现了多种经营业态。海底捞火锅处于餐饮市场竞争最为激烈的赛道，探索多品牌、多业态的商业策略，帮助公司降低竞争烈度，探索新的增长点；不同品牌之间品类、价位与目标客户群体各不相同，有利于品牌间协



同发展，避免相互内耗；海底捞品牌的知名度与集团的供应链布局为品牌发展带来额外竞争优势。预计未来多元化经营将成为海底捞重点布局之一。

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。

1.11 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-0.27%/-0.90%/-0.70%/+7.27%/+0.04%/-1.03%，对比食品饮料板块的超额收益分别为+2.63%/+2.00%/+2.19%/+10.16%/+2.93%/+1.86%。其中，本周晨光生物调整股份回购资金总额，从3-4亿元调整至3-5亿元，按回购价格上限16.38元/股测算，可回购1831.5-3052.5万股，占总股本3.44%-5.73%；回购股份将用于注销减少公司注册资本。

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（6.10-6.14）伦敦现货黄金价格6月14日收于2330.45美元/盎司，环比上周上行0.85%，上海金交所黄金现货收盘价环比上涨2.44%至546.24元/克，本周金价表现震荡，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。

本周周大福发布年报，24FY公司实现营收1087.13亿港元/+14.8%，主要经营溢



利 121.63 亿港元/+28.9%，实现毛利率 22.80%/-0.8pct（经调整，下同），主要系黄金产品持续高景气度，收入增长的同时产品结构调整，毛利率略有下降。公司拟每股派发 0.3 港元，全年派息率 84.6%。24 年 4-5 月零售值下降 20.2%，其中中国内地/中国港澳及其他市场分别变动-18.8%/-29.0%，主要系金价冲高后高位震荡，消费者观望情绪加重。分地区，中国内地同店销售/销量同比-27.6%/-39.7%，珠宝镶嵌等/黄金首饰等同比-32.9%/-29.8%；中国港澳及其他市场同店销售/销量同比-32.0%/-37.3%，珠宝镶嵌等/黄金首饰等同比-31.1%/-34.6%。

金价在高位震荡，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：hfjys@hfzq.com.cn