食品饮料

周观点丨赛程过半，静待花开

强于大市（维持评级）

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**；发力新兴渠道，股权激励目标清晰的**三只松鼠。**

【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）。

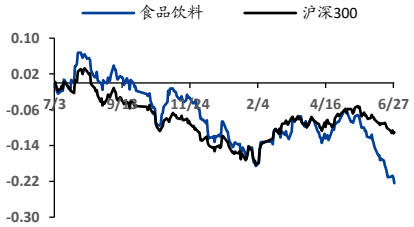
【黄金珠宝】建议关注：产品及渠道双增长的**潮宏基；**结构调整基本完成，高股息的**周大生；**拥有强渠道和强品牌力，股改焕发新增长的**老凤祥。**

【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。

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、饮料产业研究系列（一）：从东鹏饮料看食饮企业数字化转型——2024.06.30
2、FANCL 系列报告二：庖丁解牛，全方位拆解公司增长秘诀——2024.06.24
3、周观点丨茅台批价企稳改善，618 承压有亮点——2024.06.23

华福证券

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 8
1.10 烘培供应链 10
1.11 代糖 10
1.12 黄金珠宝 10
1.13 宠物 11
2 风险提示 12

华福证券

1 周观点

1.1 白酒

本周白酒 SW 指数-1.70%（沪深 300 指数-0.97%），近一月白酒 SW 指数-13.80%（沪深 300 指数-4.09%），当前白酒板块 PE(TTM)为 19.86X。

本周五粮液、泸州老窖召开股东大会。

五粮液公司在产品端计划围绕 39 度五粮液、五粮液 1618，将加快打造新的增长点。针对 45 度五粮液、68 度五粮液加大空白市场、潜力市场的拓展力度，在产品布局上，通过 700 元价格带的 39 度五粮液、900 元的 45 度五粮液和 1618 的稳定增长来弥补普五的缺口，同时推动价格的稳定提升。此外，公司将着力做强年份酒系列，推出经典五粮液 10 年、20 年、30 年、50 年，不断满足 2000 元价位段以上需求。经典五粮液未来会以团购客户为主，与全国优质商家共同组建经典五粮液系列的平台运营商，直达 C 端，在江苏、北京、广东、上海等地重点投放。今年 5 月，公司对五粮液 1618 扫码开瓶活动进行了升级，扫码奖金上限提高至 20000 元，加大宴席活动和红包扫码等反向激励动作，五粮液 1618、39 度五粮液回款和动销增速较快；45 度五粮液、68 度五粮液的招商签约、回款等工作也在按照计划有序推进之中。

泸州老窖方面，公司明确 24 年 15%的增长目标不动摇，不会让短期利益影响长期价盘，力图在良性基础上能跑多快是多快。目前国窖开瓶率无边际下降，经销商库存偏高，但终端及消费者库存良性。产品端，在年轻消费者饮酒低度化趋势下，公司 38 度国窖 1573 销售较好，过去 38 度国窖和特曲的量很少，占比只有 15%，现已占比 50%，未来公司会坚定不移做低度化。出于公司对低度产品的战略重视，公司在股东大会后的 6 月 28 日发布公告，控货挺价。6 月 28 日，国窖酒类销售股份有限公司发布《关于停止接受国窖 38 度经典装订单及货物发运的通知》，即日起停止接收低度国窖的订单及发货。

我们认为，五粮液淡季以来严格执行控货挺价，效果较好，去年 Q2 基数较低，今年 Q2 报表端增长确定性强；老窖经过此前高双位数增长，Q2 报表或有压力，但全年报表端确定性仍强，且思路清晰、执行力强，中长期竞争力仍高。今年在需求压力下，酒企普遍表现更加理性，当前选择控货挺价保障大单品价盘，有利于穿越周期后保障公司高端品牌调性。

此外，飞天批价波动对行业在情绪面造成扰动较大，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不稳定性，但公司目前已在积极干预，批价急跌已止住，预计后续也不会出现持续性的断崖下滑。我们在专题报告《茅台批价波动复盘与思考启示》中进行了详细分析，欢迎阅读。

华福证券

1.2 啤酒

本周，啤酒板块涨跌幅为-1.04%，对比食品饮料板块（-1.71%），超额收益为+0.67%，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-0.6%/-5.38%/-2.43%/+0.08%/-2.88/-5.29%

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**、分红率稳定的**重庆啤酒**。

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-0.41%/-2.77%/-0.65%/-1.01%/-3.23%/-7.72%/-2.56%，对比食品饮料板块的超额收益分别为+1.3%/-1.06%/+1.06%/+0.7%/-1.52%/-6.01%/-0.85%。

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。

华福证券

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。

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。

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，百润股份此前董事长刘晓东因涉嫌行贿而被留置的消息传出，当前该事件暂未有后续进展，但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

华福证券

年 PE 为 19 倍上下，我们认为仍具备较大赔率，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 0.23%/6.38%/-4.19%/-6.01%/-3.95%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 1.94%/8.09%/-2.48%/-4.3%/-2.24%。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 天猫全周期销售来看，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、伊利、原始黄金、蒙牛占据第二至第五名，与特仑苏相同定位的金典位列第六，伊利奶粉表现出色，位列第十，主打中老年人羊奶粉品牌臻牧冲上 TOP9 榜单，反射出高涨的银发经济热情，成人奶粉赛道或将持续扩容。

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

整体来看，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。

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。

华福证券

此外，6 月 21 日天猫 618 全周期（5 月 20 日-6 月 20 日）品牌成交排行榜发布，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，上市公司中盐津铺子（第七名）、卫龙食品（第八名）、也位居前十。

值得关注的是，今年休闲零食店铺销售榜中，2019 年创立的比比赞在天猫店铺中畅销的产品包括每包 0.29 元的干脆面、单颗 0.27 元的鹌鹑蛋等，618 大促排名提升到第 2 位；此外，另一白牌每果时光也位列第十。我们认为，由于休闲食品品质性能差异不大，精神层面附加值相对低，且我国休闲食品行业起步晚、格局分散，品牌之间的层次差距没有拉出足够差距，故在消费者转向更加理性的过程中，渠道效率短期更能发挥效用。但白牌崛起，并不意味着品牌式微，而是品牌溢价过高的部分需要挤掉泡沫，更清晰透明进行价值表述，并长期通过在产品质量、研发能力、供应链把控、消费者互动沟通上深耕，打造长期的品牌力护城河。

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-0.88%/-6.32%/-6.09%/-7.07%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 0.83%/-4.61%/-4.38%/-5.36%。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。

天猫 618 全周期榜单来看，汤臣倍健稳坐第一，wonderlab、哈药、钙尔奇、swisse

华福证券

四大头部品牌位列第二到第五，线上品牌五个女博士自去年双十一爆发后延续良好增势，今年位列第七。

1.8 调味品&餐饮供应链

受下游需求淡季、大盘情绪低迷等影响，本周（6.24-6.28）调味发酵品/预加工食品板块行情较弱，周跌幅分别为-1.28%/-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-0.32%/-6.76%/-5.23%/-8.43%/-2.31%。

本周，涪陵榨菜在投资者平台表示下半年公司原料成本环比下降，主要系今年收购的低价青菜头将在 5-6 月份逐步投入使用，贡献成本弹性。中炬高新发布关于签订征地补偿合同的公告，具体征地面积约 53 亩，预计将为公司新增营业收入约 3 亿元；同时，厨邦在上周末举办 2024 年经销商大会，渠道等多项市场改革仍在持续推进，新品方面推出“厨邦零添加特级鲜生抽”、“厨邦香醋”和“厨邦零添加镇江陈醋”；总之，静候公司经营蓄势后的“质变”。

回顾 Q2 表现，餐饮下游需求疲软、客单价承压传导至供应链；其中，大 B 渠道系少数增量市场，但短期格局有所恶化，影响供应链龙头部分品类份额。从中长期看，提前卡位的供应链龙头有望受益连锁化、工业化红利。调味发酵品方面，供需错配导致行业整体出厂价整体承压；其中酱油等基调当前面临需求疲软、品牌竞争加剧；而复调受益于 B 端连锁化、预制化，需求逻辑顺、增长势能高；此外，调味酱行业同样存在品类 β 机遇，并提振个股业绩表现。

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 餐饮

本周(6.24-6.28)SW 酒店餐饮指数涨跌幅为-3.25%，对比食品饮料板块(-1.71%)，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-3.36%/-0.98%/-8.94%/+21.33%/-7.02%/+0.00%/-8.83%/-0.87%/-8.85%/-8.05%/-1.72%/-1.00%.

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

华福证券

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。

文旅推动特产出圈，贵州酸汤成餐饮新爆款。酸汤是黔东南苗族的一种特色美食，近两年逐渐走出贵州，走入了全国各大城市的餐厅。海底捞于去年 11 月在部分地区推出酸汤锅底，九毛九于今年 2 月创立酸汤火锅品牌“山的山外面”。截至 2024Q1，全国店名包含“酸汤”的餐饮门店超过 8700 家，近一年增长率超 40%，“酸汤”菜品近一年增长率则超过 60%。贵州酸汤成为近来餐饮行业的新潮流，一方面是因为其酸辣上瘾的口味容易收获消费者的喜爱，另一方面也是贵州地方文化推广的结果。近两年贵州的文旅产业蒸蒸日上，2023 年贵州旅游总收入达到 1.46 万亿元，比起 2019 年增加了约 2300 亿元，贵州“村超”爆火，成为了贵州的一张名片。餐饮行业与文旅产业互相作用，推动了酸汤等贵州特色美食的商业发展。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：餐饮、食品以及宾馆业务三轮驱动，协同发展的**同庆楼**；极致化供应链，快餐龙头的**百胜中国**；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、全聚德、茶百道。

华福证券

1.10 烘培供应链

本周（6.24-6.28）立高食品、海融科技、南侨食品、五芳斋、佳禾食品股价持续调整，期间涨跌幅分别为-5.9%/-2.24%/-2.07%/-0.24%/-5.77%。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-6.65%/-0.39%/-0.58%/-0.12%/-2.15%/-1.78%，对比食品饮料板块的超额收益分别为-4.93%/+1.32%/+1.13%/+1.59%/-0.44%/-0.07%。其中，华康转债将于下周一开始转股，转股价格 16.89 元/股。

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（6.24-6.28）伦敦现货黄金价格 6 月 28 日收于 2330.90 美元/盎司，环比上周下行 0.18%，上海金交所黄金现货收盘价环比下降 1.15%至 549.88 元/克，本周在外部扰动下金价博弈明显，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 5 月金银珠宝类同比下降 11%，弱于整体社零（+3.7%），主要系 3 月以来金价急涨，4 月呈现高位震荡，且 5 月金价表现为猛冲创新高后大幅回调，消费者观望情绪浓重。参考 23 年 10 月金价急涨下金银珠宝成

华福证券

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。

618 整体结束，根据天下商网数据，天猫 618 全周期店铺累计 GMV 排名前十分别为：克徕帝、周大福、曼卡龙、老庙、周大生、周生生、老铺黄金、菜绅通灵、潮宏基、中鑫珠宝。今年 618 期间黄金品类价格战激烈，头部品牌更关注电商渠道的高质量发展，排名略有波动，但整体稳定，头部品牌势能明显。

金价在高位震荡，需持续关注高金价下终端消费情况，等待旺季表现。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，主要贸易伙伴美国持续修复，东南亚等新兴地区正高速成长。根据海关总署，24 年 5 月我国宠食出口量为 305.61 吨，同比+30.89%，以美元计价，出口金额同比+21.40%，从单价来看，美元计价下，4 月同比-7.25%，总体来看，出口量和总额同比继续高速修复，且增速环比 3、4 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+17.40%/+41.11+20.22%。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。

天猫榜单来看，24 年 618 全周期品牌累计 GMV 排名中，前十名分别为：麦富迪、皇家、鲜朗、蓝氏、网易严选、诚实一口、渴望、弗列加特、爱肯拿、instinct。其中麦富迪保持全周期发力，一改第一波战报排名引起的市场担忧，稳居第一，同时弗列加特表现优异，成功进入 TOP8。

华福证券

根据京东榜单，猫粮烘焙粮、毛主食冻干、猫湿粮、老年犬粮、狗零食礼包均有三位数增长，侧面反应当前消费趋势向高含肉量及中老年健康转向。细分来看，猫食品方面，猫干粮麦富迪上升 1 名至 TOP4，猫湿粮&猫零食麦富迪持平保持 TOP2，顽皮上升 1 名至 TOP4，领先首次进入 TOP10，表现优异；狗食品方面，狗干粮伯纳天纯、麦富迪上升 1 名，分别位列 TOP1、TOP2，狗零食中麦富迪保持第一，爵宴上升 1 名至 TOP2，zeal 上升 3 名至 TOP4，顽皮持平为 TOP5。

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，食品和用品双轮驱动的源飞宠物。**

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。

华福证券

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