

食品饮料

价值初心不改，反弹有望持续

投资要点：

【白酒】建议围绕估值+二季报高确定性进行布局，建议关注贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖。

【啤酒】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。

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

【预调酒】百润股份作为预调酒行业龙头企业，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。

【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】建议关注渠道端线上红利持续释放叠加积极挖掘第二增长曲线的西麦食品；发力新兴渠道，股权激励目标清晰的三只松鼠。

【调味品&餐饮】调味品重点推荐安琪酵母：短期经营边际改善、成本红利提振业绩弹性、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：业绩承压靴子落地、经营边际向好、改革红利逐步兑现下未来业绩有望提速。餐饮供应链重点推荐安井食品：作为速冻和餐供龙头，当前公司经营韧性以及相对优势已得到充分显现，且在政策利好餐饮产业链预期下，公司中长期布局价值凸显；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：轻装上阵、食品业务快速成长的龙大美食。

【烘焙】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、南侨食品。

【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；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。

【代糖】建议关注：莱茵生物（甜菊糖、罗汉果糖）、华康股份（木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、赤藓糖醇）、百龙创园（阿洛酮糖、膳食纤维、益生元）。

【黄金珠宝】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。

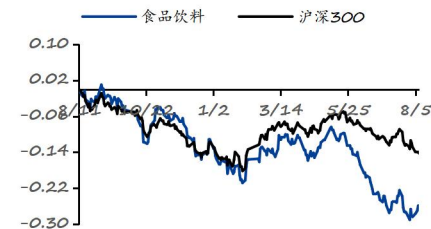
【宠物】推荐海内外双循环的中宠股份，自有品牌三大要素齐具的乖宝宠物，境外业务同环比改善、境内业务持续布局的佩蒂股份，出口业务具有较强弹性的依依股份，建议关注：流动性改善带来估值回升的路斯股份，食品和用品双轮驱动的源飞宠物。

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
联系人：林若尧(S0210123070039)
lry30204@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、日本调味品专题：味之素，跨界多元、持续进化的全球巨头——2024.08.07
- 2、扩大内需提振消费，估值底部反弹可持续——2024.08.04
- 3、食品饮料周观点更新(0722-0728)——2024.07.28



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	8
1.8 调味品&餐饮供应链	8
1.9 烘焙供应链	9
1.10 餐饮	9
1.11 代糖	10
1.12 黄金珠宝	11
1.13 宠物	11
2 风险提示	13



1 周观点

1.1 白酒

本周白酒 SW 指数+4.01% (沪深 300 指数-1.56%)，近一月白酒 SW 指数+0.08% (沪深 300 指数-3.14%)，当前白酒板块 PE(TTM)为 19.29X。个股表现来看，本周岩石股份 (+32.14%)、皇台酒业 (+15.79%)、山西汾酒 (+9.32%) 表现领先。

行业层面，二十届三中全会审议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》，强调“完善扩大消费长效机制”，近日召开的中央政治局会议部署“以提振消费为重点扩大国内需求”，带动包括白酒板块在内的内需方向大涨。根据 7 月 30 日的政治局会议提出的“稳增长”，下半年政策或有加码空间，宏观利好有望提振市场风险偏好。

个股层面，目前白酒板块水井坊、贵州茅台已发布半年报。

水井坊 24H1 实现营收 17.19 亿元，同比增长 12.6%，实现归母净利润 2.42 亿元，同比增长 19.6%。分产品看，24H1 中档产品（天字陈、系列酒等）营收同比增长约 13%，高档产品营收同比增长 6%。下半年公司坚持加倍下注次高端核心单品臻酿八号，同时加强对宴席业务的支持，在核心城市力推 100-300 元价格带产品。

贵州茅台披露半年报，24H1 公司实现营收 834.51 亿元，同比增长 17.56%；实现归母净利润 416.96 亿元，同比增长 15.88%。其中，24Q2 公司实现营收 369.66 亿元，同比增长 16.95%；实现归母净利润 176.30 亿元，同比增长 16.10%。茅台 Q2 直销渠道营收增长放缓，主要系受此前飞天批价波动影响，公司直营渠道严格控量所致。通过调节发货节奏和产品结构，随着市场悲观情绪和恐慌抛货缓解，7 月以来飞天批价回升到 2400 元左右，且 Q2 报表端仍保持较好增长，验证了公司在保持业绩稳增和调节市场供需平衡之间工具箱仍充足。长期来看，此前茅台直销渠道增长迅速，直销比例领先行业，是渠道扁平化先行者，但换届后在“稳字为先”的大方向上，直销渠道增长预计都不会太高。

盈利端，24Q2 公司实现毛利率 90.7%，同比-0.1pct；实现归母净利率 48.8%，同比-0.5pct。我们认为：1) 短期内，虽然毛利率更高的直销渠道增速放缓，叠加茅台酒以稳为主、系列酒提速，但去年年底飞天提价对今年全年盈利水平起到一定护航作用；2) 中期内，在需求承压的环境下，公司毛利率及净利率或有一定压力；3) 长期来看，公司依靠结构升级和提价，盈利水平仍可稳健增长。

此外，茅台本次还发布了 2024-2026 年度分红规划。根据计划，24-26 年每年度分配的现金红利总额将不低于当年实现归属于上市公司股东的净利润的 75%，每年年度和中期现金分红分两次。公司此前已连续两年发布特别分红，加上特别分红的分红率均在 75%以上。我们认为，明确未来三年最低分红水平有助于吸引长期资金，



向国际成熟消费品公司迈进，同时或将引领 A 股新的分红模式。

现阶段建议围绕估值+二季报高确定性进行布局，**建议关注贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖。**

1.2 啤酒

本周，啤酒板块涨跌幅为+1.83%，对比食品饮料板块(+3.1%)，超额收益为-1.27%，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+1.56%/+0.68%/+3.88%/+0.55%/+4.05%/-1.69%

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。

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+0.94%/+0.32%/+1.38%/+4.05%/+3.53%/-3.5%/+1.88%，对比食品饮料板块的超额收益分别为-2.16%/-2.78%/-1.72%/+0.95%/+0.43%/-6.6%/-1.22%。

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

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。

百润股份 24 年半年报披露，公司 24 年上半年预调酒业务实现营收 14.31 亿元，同比-1.42%，单 Q2 实现预调酒业务营收 7.19 亿元，环比+1.01%，同比-7.56%，报



告期内，公司清爽系列零糖新品“春雪蜜桃”上市深受消费者喜爱；微醺系列从“一个人的小酒”成功拓展到节庆餐饮、晚间小酌等场景，新口味“青提茉莉”上市表现出色，清爽系列品牌焕新升级，500ml大罐全新上市，通过深度梯媒投放等全方位多角度的强势品牌推广，我们认为新品的优异表现一定程度上支撑了公司预调酒业务在高基数下的稳健表现，并且公司在报告期内，稳步推进项目建设，巴克斯酒业上海生产基地扩建项目已竣工；天津生产基地扩建项目、广东生产基地扩建项目有序推进，预计将支撑未来公司该业务的持续成长。

百润股份作为预调酒行业龙头企业，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（8.2），主产区生鲜乳均价3.21元/公斤，持续下行，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-1.02%/8.44%/1.96%/1.72%/1.3%，对比食品饮料板块的超额收益分别为-4.12%/5.34%/-1.14%/-1.38%/-1.79%。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。

本周受热应激效应进一步影响，合同外生奶价格大幅上行，奶价上冲至3元上方，但华东副高气压开始松动，UHT奶受奶价影响，三线品牌价格恢复至50元每箱价格上方，我们认为产能去化仍需时间，奶价短期还将在低位。需求端经历Q2调整后，Q3有望迎来拐点。

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

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。其中，零食的渠道增长以零食量贩为核心快速扩展，产品红利的alpha则在于拓品和高景气度品类的份额占领。目前休闲食品板块甘源食品、好想你已发布半年报，盐津铺子、劲仔食品、三只松鼠已发布24H1业绩预告，进入业绩密集披露期。



甘源食品 24H1 实现营业总收入 10.42 亿元，同比增长 26.14%；归母净利润 1.67 亿元，同比增长 39.26。其中，公司 Q2 实现营业总收入 4.56 亿元，同比增长 4.90%；归母净利润 7523.52 万元，同比增长 16.92%。分产品来看，24H1 综合果仁及豆果系列实现收入 3.42 亿元，同比增长 48.54%，占营业收入的 32.77%；青豌豆系列收入 2.38 亿元，同比增长 16.87%，占营业收入的 22.81%；瓜子仁系列收入 1.38 亿元，同比增长 12.76%，占营业收入的 13.29%。

好想你发布半年报，24H1 公司实现营业收入 8.16 亿元，同比增长 16.44%。24H1 亏损 3623.47 万元，去年同期亏损 1823.29 万元。24H1 公司毛利率为 24.25%，同比增长 0.47%，但直播推广费投入增加导致销售费用同比增长 19.90%，短期影响盈利水平提升。此外公司发布 2024 半年度分配预案，拟 10 派 4 元（含税），预计派现金额合计为 1.75 亿元，股息率为 6.14%。

盐津铺子 24H1 实现营收 24-25 亿元，同增 27%-32%；实现归母净利润 3.1-3.3 亿元，同比增长 26%-34%。其中，24Q2 预计公司实现营收 11.77-12.77 亿元，同增 18%-28%；实现归母净利润 1.5-1.7 亿元，同比增长 12%-27%。公司坚持全渠道覆盖，在保持原有 KA、AB 类超市优势外，重点发展电商、零食量贩店、CVS、校园店等，与当下热门零食量贩品牌零食很忙、赵一鸣、零食有鸣等深度合作，在抖音平台与主播种草引流，品牌影响力和渠道势能持续增强。产品端，公司品类做减法，聚焦七大核心品类，2024 年“蛋皇”鹌鹑蛋进驻山姆会员商店，“大魔王”麻酱味素毛肚线上线下发力，鹌鹑蛋、休闲魔芋等品类高速发展。

劲仔食品 24H1 预计实现归母净利润 1.33-1.5 亿元，同比增长 60%-80%。其中，24Q2 预计公司实现归母净利润 0.59-0.76 亿元，同比增长 35-73%。产品端公司积极推动品牌化升级，以深海鳀鱼、“周鲜鲜”短保豆干、溏心鹌鹑蛋等创新升级产品为代表，持续加深健康零食品类认知。渠道端，坚持全渠道发展战略，精耕传统流通渠道，提高网点铺货率；重视现代型渠道，提高终端品牌势能；加强零食专营渠道合作，丰富品类及 SKU；同时积极推动海外市场开发，渠道布建持续推进。

三只松鼠 24H1 公司预计实现营收 50.40-51.00 亿元，同比增长 74.19 - 76.27%；实现净利润 2.86-2.92 亿元，同比增长 85.85-90.08%。其中 24Q2 预计实现营业收入 13.94-14.54 亿元，同比增长 40.45 - 46.49%；净利润预计亏损 0.97-0.16 亿元，去年同期为 0.38 亿元。2024 年公司坚定“高端性价比”战略，1) 推进“一品一链”的供应链持续创新升级，进一步激活了全渠道的业务潜能；2) 积极推动组织变革，通过“品销合一”协同的组织理念，形成了全新的组织活力；3) 渠道端“D+N”（短视频+全渠道）的协同打法进一步夯实，全渠道均实现高质增长。

建议关注：渠道端线上红利持续释放叠加积极挖掘第二增长曲线的**西麦食品**；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-10.88%/5.9%/2.15%/-2.61%，对比食品饮料板块的超额收益分别为-13.98%/2.8%/-0.95%/-5.71%。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。

本周汤臣倍健发布半年报，受去年同期高基数及新旧产品迭代影响，24H1 公司实现营收 46.13 亿元/-17.56%，实现归母净利 8.91 亿元/-42.83%，整体营收承压。分品牌看，汤臣倍健实现收入 26.35 亿元/-19.77%，LSG 实现收入 5.11 亿元/-4.72%；分渠道看，线上/线下分别实现收入 26.29/19.53 亿元，同比-15.82%/-20.54%。今年为公司调整之年，公司坚持实施多品牌和强品牌策略，期待后续调整表现。

1.8 调味品&餐饮供应链

在政策提振市场情绪下，本周（8.5-8.9）调味发酵品/预加工食品板块行情逆势反弹，周涨幅分别为 2.31%/3.77%。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+6.39%/+4.03%/+1.83%/+1.96%/+3.46%。

本周国家统计局披露 7 月 CPI 数据，7 月份，从环比看，CPI 由上月下降 0.2% 转为上涨 0.5%，涨幅处于近年同期较高水平。其中，食品价格由上月下降 0.6% 转为上涨 1.2%，影响 CPI 环比上涨约 0.21 个百分点。食品中，受部分地区高温降雨天气影响，鲜菜和鸡蛋价格分别上涨 9.3% 和 4.4%，合计影响 CPI 环比上涨约 0.20 个百分点，占 CPI 总涨幅的四成；生猪产能去化效应逐步显现，猪肉价格上涨 2.0%，影响 CPI 环比上涨约 0.03 个百分点。在出口放缓、内需预期改善提振下，大众食品板块延续估值修复趋势。个股方面，本周安琪酵母、中炬高新发布半年报公告；其中，



安琪酵母 Q2 营收同比+11.3%，归母净利润同比+17.26%；收入、利润环比 Q1 大幅改善主要系国外业务快速发展同时公司针对国内调整销售政策；中炬高新美味鲜 Q2 营收同比-12.1%，归母净利润同比-34.4%，其中酱油等核心品类受需求疲软、竞争加剧、改革调整等影响下滑较大，同时销售费用攀升进一步拖累整体利润表现；此外，统一企业 24H1 营收同比+6.02%，其中饮料、食品及其他产品营收分别同比+8.27%/+0.92%/+16.04%，而同期经营利润同比+12.89%。

调味品重点推荐**安琪酵母**：短期经营边际改善、成本红利提振业绩弹性、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**：业绩承压靴子落地、经营边际向好、改革红利逐步兑现下未来业绩有望提速。

餐饮供应链重点推荐**安井食品**：作为速冻和餐供龙头，当前公司经营韧性以及相对优势已得到充分显现，且在政策利好餐饮产业链预期下，公司中长期布局价值凸显；**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：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（8.5-8.9）立高食品、海融科技、南侨食品、五芳斋、佳禾食品股价整体继续反弹，期间涨跌幅分别为+2.12%/+0.87%/+1.78%/+0.53%/-3.53%。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，其中稀奶油有望受益于国内原奶价格低点实现加速进口替代，此外小 B 渠道复苏以及出海逻辑也值得关注。

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（8.5-8.9）SW 酒店餐饮指数涨跌幅为 0.83%，对比食品饮料板块（3.10%），表现较有差距，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+13.06%/-0.37%/-1.54%/-5.59%/+3.66%/+0.00%/+2.97%/+2.81%/-11.36%/-13.11%/+1.01%/+3.96%。

聚焦重点领域提出务实举措，推动经济结构优化升级。国务院日前印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》。文中提到，在餐饮住宿消费上，要培育名菜、名小吃、名厨、名店，培育特色小吃产业集群；在数字消费上，要发展“互联网+”



医疗服务、数字教育等新模式，加快无人零售店、自提柜、云柜等新业态布局，支持电子竞技、社交电商、直播电商等发展。《意见》涵盖了服务消费的各个领域，既有存量较大的传统服务消费，也有增长空间更大的改善型、新型服务消费，不仅有利于满足消费者日益多样化的需求，还能推动经济结构优化升级。

夜经济持续火热，头部餐企加码布局。自7月22日起，海底捞的全国门店在21:00后进入夜宵时间，牛蛙新品美蛙鱼火锅、麻辣小龙虾、杨枝甘露冰豆花等多款限定新品上市，激发夜间餐饮消费活力。作为服务消费的重要组成部分，“夜经济”备受各方关注。商务部此前发布的《城市居民消费习惯调查报告》显示，国内60%的消费发生在夜间，大型购物中心每天18时至22时的消费额占比超过全天的二分之一。与此同时，暑期文旅市场火热叠加高温天气影响，各地“夜经济”持续升温。如何打造出有烟火气氛围的夜宵场景，满足消费者享受型消费体验，是商家能否利用夜间经济实现门店夜间消费增长的重要因素。

优化供应链建设，为消费者消费体验保驾护航。近日，中国烹饪协会与海底捞和其他牛蛙养殖、加工上下游企业，联合发布了《牛蛙养殖及加工技术规范》团体标准。此次参与牛蛙标准制定为海底捞深耕供应链建设方面的缩影；目前公司专注于提供全面供应链服务的子公司蜀海在全国已经布局40余个仓配物流中心及覆盖全国90%城市的超级仓配网络，并在全国配有超4000辆的常温/冷链物流车，可以满足多种食材的冷链仓储要求，保障食材货品精准送达。在餐饮市场竞争白热化背景下，连锁餐企要想保持持续的竞争优势，强大的供应链能力不仅能够确保食品质量和安全，还能提高运营效率、提升市场需求响应速度，最终转化为餐企的市场竞争力。

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。

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-3.69%/-4.07%/-2.24%/-0.62%/-0.42%/+0.47%，对比食品饮料板块的超额收益分别为-6.79%/-7.16%/-5.34%/-3.72%/-3.53%/-2.63%，呈现小幅调整。

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；此外在合成生物学制备路线的加持下，产品力有望持续提升，进一步打开市场空间。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，国内使用获批在即，全球需求伴随多数国家逐步获批快速增长。

建议关注：莱茵生物（甜菊糖、罗汉果糖）、华康股份（木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、赤藓糖醇）、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（8.5-8.9）伦敦现货黄金价格 8 月 9 日收于 2427.35 美元/盎司，环比上周下降 1.72%，上海金交所黄金现货收盘价环比下降 1.79% 至 560.94 元/克，周内金价震荡明显，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 6 月金银珠宝类同比下降 3.7%，弱于整体社零（+2.0%），上半年金银珠宝类同比+0.2%，基本持平，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，6 月金价基本稳定，消费者观望逐渐缓解，叠加近期金价大幅上行，我们认为短期高金价带来的观望情绪仍将延续。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增长。根据海关总署，24 年 6 月我国宠食出口量为 33403 吨，同比+57.66%，以美元计价，出口金额同比+34.72%，从单价来看，美元计价下，6 月同比-14.55%，总体来看，出口量和总额同比继续高速修复，且增速环比 3-5 月进一步加速，单价端波动。从主要贸易伙伴看，6 月美国市场加速恢复，出口总额/出口量分别同比 27.41%/27.46%。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，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。



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