

证券研究报告

2024年02月18日

行业报告 | 行业专题研究

食品饮料

食品行业23年业绩预告总结：
需求温和复苏，关注结构性机会

作者：

分析师 陈潇 SAC执业证书编号：S1110519070002



天风证券

【综合金融服务专家】

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

截至2月1日，申万一级行业分类下的食品行业（酒水、饮料及调味品外），沪深两市80家食品上市公司中合计39家公司已进行了2023年度业绩预告/业绩快报披露。整体来看，在已经披露的39家食品公司中：预计2023年全年归母净利润为正的26家，预计归母净利润同比实现正增长的26家。分板块看，食品加工板块2023年业绩分化较大，其中涉及上游养殖业务的食品加工企业净利润同比大幅下滑，如龙大美食、春雪食品；乳制品板块公司净利润有所分化，例如光明乳业、燕塘乳业等公司全年实现正利润，但西部牧业、庄园牧场等公司则出现亏损。

1、休闲零食板块：1) **行业复盘：**休闲零食行业规模增速逐年放缓，近年维持在中个位数水平。从产品端来看，23年鹌鹑蛋实现快速放量，我们预计魔芋零食有望进一步扩容；从渠道端来看，休闲零食行业今年继续呈现商超退潮，量贩渠道分流扩容的态势。2) **公司业绩：**整体来看，在24年春节滞后的不利条件下，23Q4行业公司利润端基本实现盈利，且部分公司存在超预期表现。3) **行业展望：**进入2024年，产品层面的大单品逻辑仍在持续，产品力过硬的公司有望凭借自身市占率提升，以及所处赛道持续扩容获得双重红利。渠道端，在年货节已过半的情况下，我们观察到各家企业普遍选择发力新兴渠道，带动了渠道的快速增长，我们预计行业渠道红利逻辑有望持续演绎。标的上，重点推荐【劲仔食品】、【盐津铺子】、【甘源食品】、【三只松鼠】，建议关注【良品铺子】。

2、乳制品板块：1) **行业复盘：**①单价：2023年，全国液体乳价格逐步下行，全年降幅超10%。②成本：原奶价格位于阶段性底部，已跌破成本线，价格低迷或导致奶源出清、低效、后备奶牛提前淘汰。③产品：整体来看，今年乳制品需求呈弱复苏态势，乳企继续发力潜力更大的低温白奶板块，且开始逐步布局非奶业务。2) **公司业绩：**光明、燕塘等综合类公司受益于原奶价格下行红利，利润端实现了较为快速的增长；妙可蓝多则由于主营的奶酪业务收入下滑，利润同比下滑。3) **行业展望：**①空间：中国人均奶消费量较低，随年龄结构改善及用奶习惯养成，我们预计人均消费量将趋势提升，行业空间显著。②上游养殖：我们预期未来随中小散户退出，奶源集团化、奶源集中度有望进一步提升。③成本端：我们预计未来原奶成本有望趋势下降，但南方奶价整体仍将高于北方。标的上，建议关注【伊利股份】、【蒙牛乳业】、【新乳业】、【妙可蓝多】。

3、烘焙板块：1) **行业复盘：**2023年收入端稳步增长，主要受益于低基数及终端消费场景恢复；利润端略有改善，主要系棕榈油等原材料成本下降带来的毛利率修复。2) **公司业绩：**结合已发布业绩预告/快报的标的看，2023全年业绩下滑，主要系Q4费用增加及减值损失等影响导致利润端受损明显。3) **未来展望：**2024年需求端压力或仍存，注重把握优质龙头企业的市占率提升及利润端触底修复。我们认为，未来烘焙板块机遇主要在：①产品端：大单品的打造及放量，如麻薯、甜甜圈，考验企业的研发能力和消费市场敏感度；②渠道端：积极布局餐饮、商超等大B渠道，提升大B渗透率。2023年以来，流通渠道承压明显，头部餐饮、商超渠道订单稳定且体量较大，有望为企业贡献增量。标的上，重点推荐【立高食品】。

4、卤制品板块：1) **行业复盘：**2023年收入端整体承压，主要系终端需求恢复不及预期；利润端大幅改善，主要系原材料价格下降带来及费用端投入有所控制。2) **公司业绩：**结合已发布业绩预告/快报的标的看，2023全年业绩改善明显，主要系原材料下降增厚毛利及龙头公司加强供应链管控、降本增效。3) **未来展望：**2024年或继续受益成本端改善，注重把握低估值龙头标的。我们认为，未来卤制品板块机遇主要在：①前期营销、推广等带来的单店收入修复进展；②原材料下降带来的利润端改善。标的上，重点推荐【绝味食品】、【紫燕食品】。

风险提示：原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；食品安全风险。预告数据仅为初步核算数据，具体准确的财务数据以各公司正式披露的2023年年度报告为准。



一、2023年业绩回顾：板块盈利公司数量较多，涉及上游业务公司存在压力

1.1 业绩预告/快报整体披露情况

➢ 截至2月1日，申万一级行业分类下的食品行业（酒水、饮料及调味品外），沪深两市80家食品上市公司中合计39家公司已进行了2023年度业绩预告/业绩快报披露。整体来看，在已经披露的39家食品公司中：预计2023年全年归母净利润为正的26家，预计归母净利润同比实现正增长的26家。分板块看，食品加工板块2023年业绩分化较大，其中涉及上游养殖业务的食品加工企业净利润同比大幅下滑，如龙大美食、春雪食品；乳制品板块公司净利润有所分化，例如光明乳业、燕塘乳业等公司全年实现正利润，但西部牧业、庄园牧场等公司出现亏损。

图：2023年业绩预告/快报部分公司盈利亏损情况（盈、亏幅度前十名）

TOP10	预告净利润下限（亿元）	预告净利润上限（亿元）
汤臣倍健	15.94	18.71
中炬高新	15.34	18.41
光明乳业	9.30	10.30
千禾味业	5.09	5.78
盐津铺子	5.00	5.10
紫燕食品	3.23	3.65
甘源食品	2.95	3.35
佳禾食品	2.53	2.79
上海梅林	2.10	2.50
广弘控股	1.85	2.40
LAST10	预告净利润下限（亿元）	预告净利润上限（亿元）
春雪食品	-0.38	-0.32
佳隆股份	-0.50	-0.41
克明食品	-0.75	-0.46
西部牧业	-0.65	-0.50
庄园牧场	-0.90	-0.60
品渥食品	-0.92	-0.68
麦趣尔	-1.25	-0.95
加加食品	-2.28	-1.60
青海春天	-2.87	-2.22
龙大美食	-17.60	-13.60

图：2023年业绩预告/快报部分公司同比变动情况（涨、跌幅度前十名）

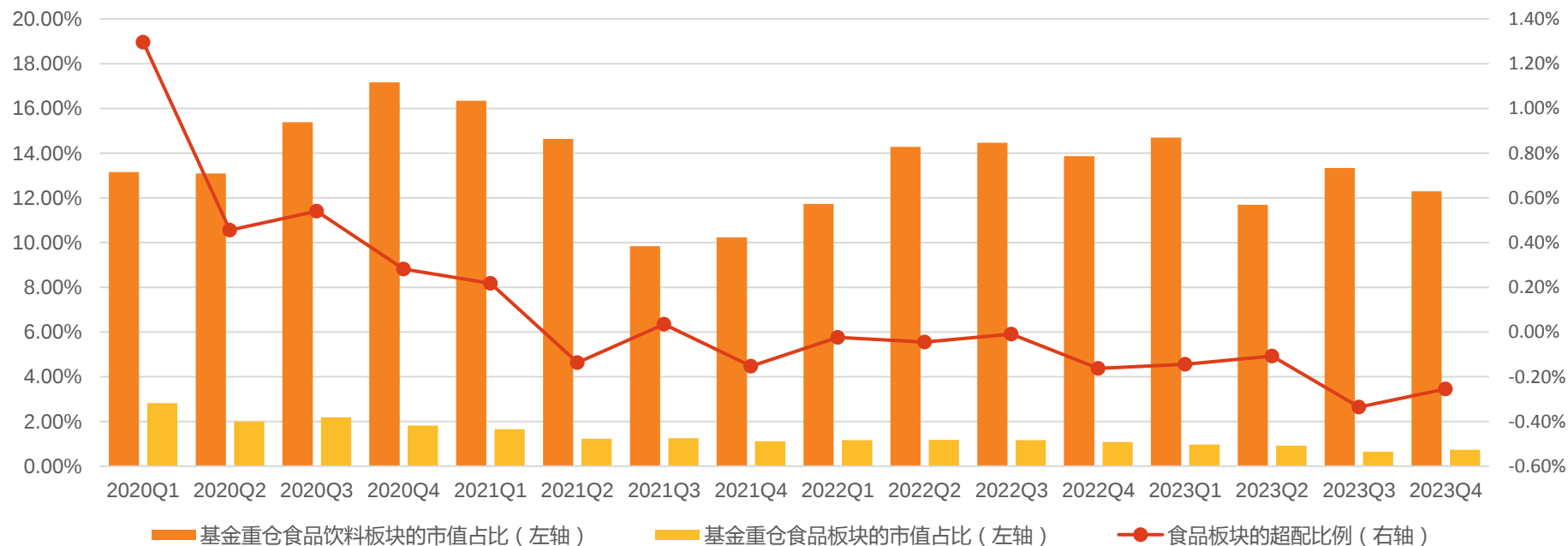
TOP10	预告净利润同比增长下限（%）	预告净利润同比增长上限（%）
皇氏集团	482.19	648.53
中炬高新	359.12	410.98
莲花健康	159.92	224.91
桂发祥	180.32	194.66
光明乳业	157.84	185.57
安记食品	101.79	155.98
煌上煌	110.93	143.38
佳禾食品	118.97	142.02
黑芝麻	129.20	139.18
贝因美	122.73	134.09
LAST10	预告净利润同比增长下限（%）	预告净利润同比增长上限（%）
广弘控股	-79.82	-73.82
海欣食品	-96.84	-95.25
加加食品	-186.32	-100.93
克明食品	-144.53	-127.31
得利斯	-141.09	-131.63
春雪食品	-147.95	-140.38
庄园牧场	-247.67	-198.44
西部牧业	-600.59	-485.07
品渥食品	-921.15	-706.94
龙大美食	-2434.97	-1904.30

1.2 基金持仓情况

➤ 食品行业整体分析：Q4资金关注度略微提升，超配比例有所增加

- 2023Q4重仓食品股的基金个数环比略有增加，从2023Q3的457只提升至2023Q4的541只；全部重仓股中，食品股数量占比0.63%，环比+0.09pct；重仓市值占比0.91%，环比+0.09pct；超配比例-0.26%，环比+0.08pct。

图：2020Q1–2023Q4食品行业持仓比例（左轴）及食品板块超配情况（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

备注：食品板块超配比例=食品股市值/基金重仓总市值-食品股流通市值/流通股总市值。本报告基金持仓指主动偏股型基金持仓，对应wind基金分类中普通股票型+偏股混合型+灵活配置型基金，下同。

1.2 基金持仓情况

➤ **细分板块：各版块资金关注存在分化，乳制品、食品加工板块资金关注度提升明显**

- **休闲食品板块：**23Q4资金关注度有所降温，23Q4持有基金数为132只，环比减少11.41%，重仓市值为37.05亿元，环比减少3.64%，重仓市值占基金持仓总市值比例为0.20%；23Q4超配比例为-0.03%，环比+0.02pct。其中零食板块23Q4资金关注度稳中有升，超配比例有所提升且由负转正；烘焙食品板块23Q4资金关注度相对稳定，超配比例环比持平；卤制品板块23Q4资金关注度相对稳定，重仓市值、超配比例等指标同比变化持平。
- **饮料乳品板块：**23Q4资金关注度小幅提高，23Q4持有基金数为246只，环比提高16.59%，重仓市值为59.89亿元，环比提升28.06%，重仓市值占基金持仓总市值比例为0.33%；23Q4超配比例为-0.29%，环比+0.09pct。乳制品板块Q4资金关注度自连续6个月下降后迎来拐点，超配比例环比略有提升但仍处低位。
- **食品加工板块：**23Q4资金关注度明显提高，23Q4持有基金数为231只，环比提高40.00%，重仓市值为78.06亿元，环比提升9.23%，重仓市值占基金持仓总市值比例为0.43%；23Q4超配比例为-0.05%，环比-0.01pct。

表：食品饮料行业细分板块基金持仓及超配情况

申万II级行业	2023Q4持有基金数 (个)	2023Q4持有基金数占比 (%)	2023Q4持有基金数环比变动 (%)	2023Q4重仓市值 (亿元)	2023Q4重仓市值占食品饮料行业比例 (%)	2023Q4重仓市值占基金持仓总市值比例 (%)	2023Q4重仓市值环比变动 (%)	2023Q4超配比例 (%)	2023Q4超配比例环比变动 (pct)
食品加工	231	6.49%	40.00%	78.06	3.50%	0.43%	9.23%	-0.05%	-0.01%
白酒II	2675	75.12%	-18.79%	1906.37	85.41%	10.50%	-17.40%	4.80%	-0.77%
非白酒	182	5.11%	-27.78%	116.82	5.23%	0.64%	-29.99%	0.06%	-0.07%
饮料乳品	246	6.91%	16.59%	59.89	2.68%	0.33%	28.06%	-0.29%	0.09%
休闲食品	132	3.71%	-11.41%	37.05	1.66%	0.20%	-3.64%	-0.03%	0.02%
调味发酵品II	95	2.67%	-4.04%	33.79	1.51%	0.19%	3.66%	-0.35%	0.01%

1.2 基金持仓情况

- **个股配置：以各板块龙头配置为主，休闲零食股表现亮眼**
- **个股配置来看，食品行业基金持仓主要以各版块龙头为主**，如速冻食品龙头安井食品、乳制品龙头伊利食品、保健品龙头汤臣倍健等，23Q4持股市值分别为39.67/39.24/10.94亿元。此外，基金持仓前十名中休闲食品股占据6成，如盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等零食股表现亮眼。从超配比例来看，安井食品存在比较突出的超配现象，23Q4超配比例为0.17%，而伊利股份、双汇发展处于低配状态，23Q4超配比例分别为-0.04%和-0.12%。

表：食品行业基金重仓比例前10个个股

排名	名称	23Q4重仓基金数（个）	重仓基金数环比变化（个）	23Q4重仓持股数（亿股）	重仓持股数环比变化（个）	23Q4持股市值（亿元）	持股市值环比变化（亿元）	23Q4超配比例（%）	申万二级行业	区间涨跌幅（季）（%）
1	安井食品	90	-18	0.38	-0.01	39.67	-8.51	0.17%	食品加工	-15.11
2	伊利股份	170	58	1.47	0.50	39.24	13.64	-0.04%	饮料乳品	0.83
3	汤臣倍健	12	0	0.64	-0.01	10.94	-1.37	0.02%	食品加工	-10.32
4	盐津铺子	25	2	0.14	0.02	9.78	0.65	0.03%	休闲食品	5.56
5	甘源食品	16	-8	0.09	-0.02	6.24	-1.08	0.02%	休闲食品	1.74
6	绝味食品	19	-30	0.20	-0.09	5.26	-5.49	0.00%	休闲食品	-23.53
7	洽洽食品	24	9	0.14	0.07	4.85	2.61	0.00%	休闲食品	5.52
8	立高食品	12	0	0.10	0.01	4.62	-0.95	0.01%	休闲食品	-23.72
9	劲仔食品	12	5	0.32	0.22	3.87	2.89	0.01%	休闲食品	15.39
10	双汇发展	19	8	0.11	0.04	2.82	1.18	-0.12%	食品加工	1.21

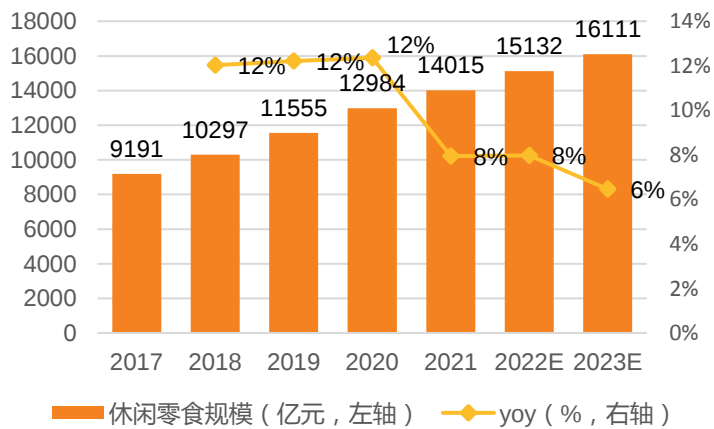


二、休闲零食板块：春节错期无碍23Q4增长， 24年大单品、渠道红利逻辑持续

2.1.1 产品复盘：鹌鹑蛋实现快速放量，魔芋品类持续创新

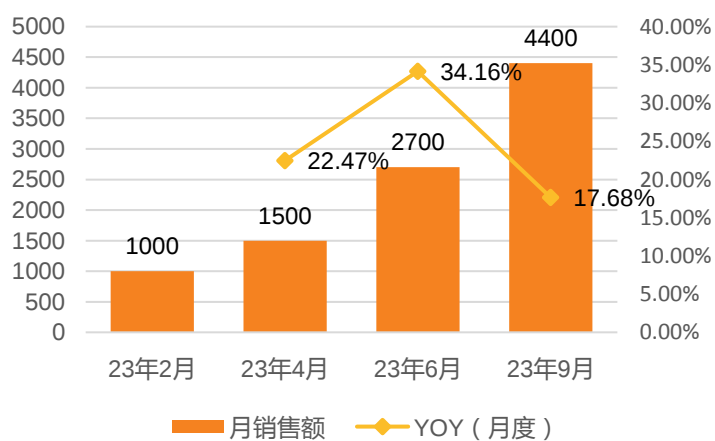
- 休闲零食行业规模增速逐年放缓，近年维持在中高个位数水平。中商产业研究院数据显示，2017年至2023年，中国零食食品行业市场规模持续增长，市场总规模预计从9191亿元增长至约16111亿元，期间复合增长率约为9.8%。市场规模增速略有放缓，但仍受可支配收入增长、城镇化进程加快、消费场景日益丰富、现有产品持续升级及新产品推出以及销售渠道不断改善等因素的推动。
- 鹌鹑蛋快速放量，魔芋零食有望进一步扩容。鹌鹑蛋为23年的明星单品，从行业层面来看，休闲鹌鹑蛋制品行业目前集中度较低，主流企业产品规模均在十亿以下，其中鲜本鲜鹌鹑蛋类年销2亿；劲仔食品鹌鹑蛋年销类达到亿元；盐津铺子全年规模预计可达2亿元。魔芋产品方面，自卫龙于2014年首次推出魔芋爽产品以来，凭借其低脂肪、低热量、高膳食纤维、高饱腹感的优点，契合了轻食理念，逐步获得了消费者青睐，实现了行业扩容，行业规模已达到150亿元至200亿元的量级。在行业已实现初步扩容的情况下，23年10月，卫龙、盐津铺子先后上新了魔芋素毛肚产品“小魔女”及“大魔王”，其中后者还推出了5款不同口味产品，加码魔芋市场。

图：2017年至2023年，零食行业平均增速维持在10%左右水平



资料来源：中商产业研究院公众号，天风证券研究所

图：劲仔鹌鹑蛋产品23年月销快速增长（单位：万元）

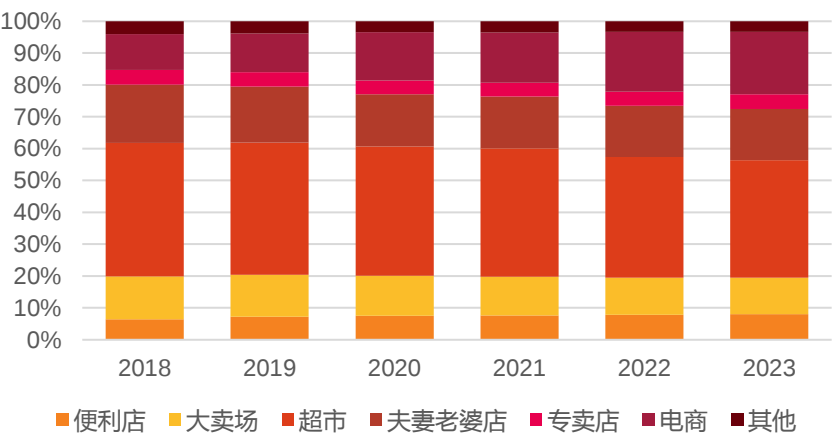


资料来源：劲仔食品公告，天风证券研究所

2.1.2 渠道复盘：卖场衰退，量贩持续扩张

- 从渠道端来看，休闲零食行业今年继续呈现商超退潮，量贩渠道分流扩容的态势。由于自身所能提供的品类深度和宽度有限，产品价格又相对存在劣势，商超渠道持续面对着来自于量贩零食渠道的分流压力。在2020-2022年间，异军突起的零食量贩店承接了约15%的商超释放的零食市场份额，这一变化使得商超面临更加激烈的竞争压力，而零食量贩店则以其独具的价格优势和业务模式迅速抢占到市场份额。随着下游渠道热度的转变，上游零食企业也在积极拓展与量贩渠道的合作，部分企业也在不断优化自身KA渠道的打法策略。以盐津铺子为例，公司从2021年开始，逐步将部分商超系统和门店卖场转场给经销商经营，截至2023年上半年，公司直营KA渠道营收占比已下降至10.2%，而2017年这一数字是53.6%。
- 量贩零食渠道已进入整合阶段，局部拓店热战持续升温。随着零食很忙与赵一鸣在11月宣布合并，23年9月万辰系旗下四大零食零售品牌合并命名为“好想来”，我们看到量贩渠道的整合呈现加速态势，行业发展进入下半场。随着各家逐步开始提出24年开店目标，并推出大规模补贴计划后，部分区域出现了头部品牌相互挖角对方品牌加盟商的行为，行业的局部热战或将持续。

图：2018年以来，商超于零食中的渠道占比持续收缩



资料来源：中国副食流通协会营销总监专委会微信公众号，天风证券研究所

图：量贩零食品牌分布区域及门店数量（截至23年10月）

品牌名称	主要分布区域	门店数量
零食很忙+赵一鸣	湖南、江西、湖北、安徽、 贵州、广东、广西	4000+，2300+
好想来	安徽、江苏、河南、山东、 河北、湖北	3700+
零食有鸣	四川、重庆、广东	2000+
爱零食	湖南、湖北、江西	1400+
糖巢	福建	1400+
零食优选	湖南、湖北、广东、广西等 14个省份	1300

资料来源：联商网微信公众号、食品板微信公众号，天风证券研究所

2.1.3 趋势展望：大单品逻辑有望持续，高势能渠道存在结构性机会

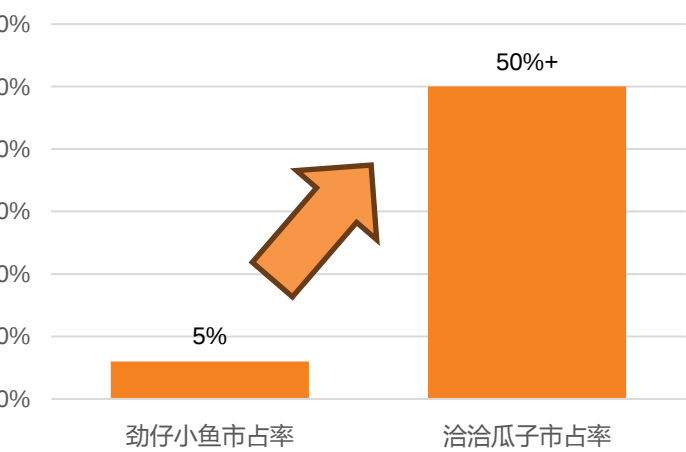
➤ **产品：大单品逻辑有望持续演绎，产品型公司有望受益市占率提升及赛道扩容双重红利**

进入2024年，我们认为产品层面的大单品逻辑仍在持续，产品力过硬、通过品牌即品类打法的公司有望凭借自身市占率提升，以及所处赛道持续扩容获得双重红利。劲仔食品拳头产品小鱼干收入规模已达十亿元以上，行业销量第一，市占率约为5%（2020年数据）。相较洽洽于瓜子品类超50%的市占率仍存在较大提升空间。同时，考虑到消费者对于健康零食的关注度持续提升，我们认为鱼制品品类也存在扩张机会，公司有望受益双重红利。

➤ **渠道：线上新兴渠道爆发力强劲，量贩渠道集中度或将出现提升**

2024年，在年货节已过半的情况下，我们观察到各家企业普遍选择发力抖音、快手等新兴渠道，带动了线上渠道的快速增长。我们认为，在传统电商平台去中心化的影响持续的情况下，各家公司有望继续选择拥抱扩张态势迅猛的抖快等新兴渠道，带动自身线上业务放量；量贩渠道进入发展下半场，盐津控股、好想你拟向零食很忙集团增资10.5亿，为公司向空白市场进军提供了坚实的保障。随着头部品牌进入价格战、补贴战、相互翻牌的阶段，我们预计中小量贩零食品牌生存空间或被进一步压缩，行业集中度有望出现提升趋势。

图：相较洽洽，劲仔于小鱼赛道的市占率存在较大提升空间



资料来源：证券市场周刊市场号，中欧商业评论公众号，天风证券研究所（劲仔数据为2020年，洽洽数据为2023年）

图：双十一期间，三只松鼠表现优异



资料来源：三只松鼠官微微信公众号，天风证券研究所

2.2.1 23Q4收入：春节错期无碍Q4增长，预计单季度均实现增长

➤ **增量渠道延续高景气，积极把握新渠增量红利。**我们预计，23全年盐津铺子/劲仔食品/甘源食品/三只松鼠分别实现营收 41.1/20.9/20.3/68.8 亿元，其中Q4分别实现11.1/6.0/7.1/23.0亿元，全渠道布局下业绩呈现高增速。其中**盐津铺子**23 年聚焦核心品类，助推潜力大单品高速发展，渠道端公司与量贩渠道合作进一步加深，线上渠道快速发展。**甘源食品**产品结构持续调整，逐步构建多品类发展策略，坚持全渠道战略，量贩、会员店渠道合作深化。**劲仔食品**产品端聚焦“大单品”发展战略、助推潜力大单品实现了高速发展，渠道端，公司与量贩渠道合作持续深入、新媒体渠道增长也十分亮眼。

公司	23全年预计收入（亿元）	yoy	23Q4预计收入（亿元）	yoy
盐津铺子	41.0-42.0	41.7%~45.2%	11.0-12.0	18.6%~29.4%
劲仔食品	20.9	43.3%	6.0	33.0%
甘源食品	20.3	39.7%	7.1	48.0%
三只松鼠	68.8	-5.6%	23.0	17.3%

资料来源：各公司公告，天风证券研究所（粗体字为公司公告数据，其他为天风证券预测值）

2.2.2 23Q4成本：棕榈油维持低位，葵花籽成本快速下行

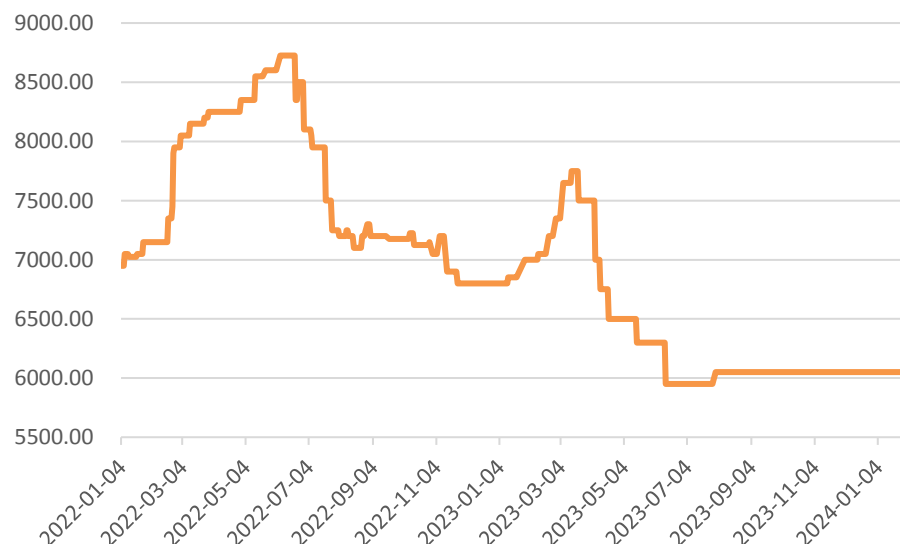
- **棕榈油维持低位，葵花籽成本快速下行。**1) **棕榈油**：自22年6月见顶后，棕榈油行情进入快速下行区间，进入23年后，行情环比继续呈现逐步回落态势。23Q4 来看，棕榈油价格同比仍有双位数下滑，从平均价格来看，23Q4棕榈油价格同比-11.3%，预计行业内公司成本压力有望进一步缓解；2) **葵花籽**：葵花籽成本连续两年上涨较快，主要原因为土地租金、人力成本的上升、因天气影响带来减产以及葵花籽出口需求量的增加；但进入新的播种季后，随着上游反馈种植面积有较大提升，葵花籽价格也出现了快速回落的态势，预计部分企业Q4已经开始使用部分低价葵花籽产品，成本端压力预计有所缓解。

图：22年至今棕榈油价格（单位：元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图：22年至今葵花籽价格（单位：元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

2.2.3 23Q4利润：春节较晚、Q4同比基数较高，但行业内公司仍实现了较快增长

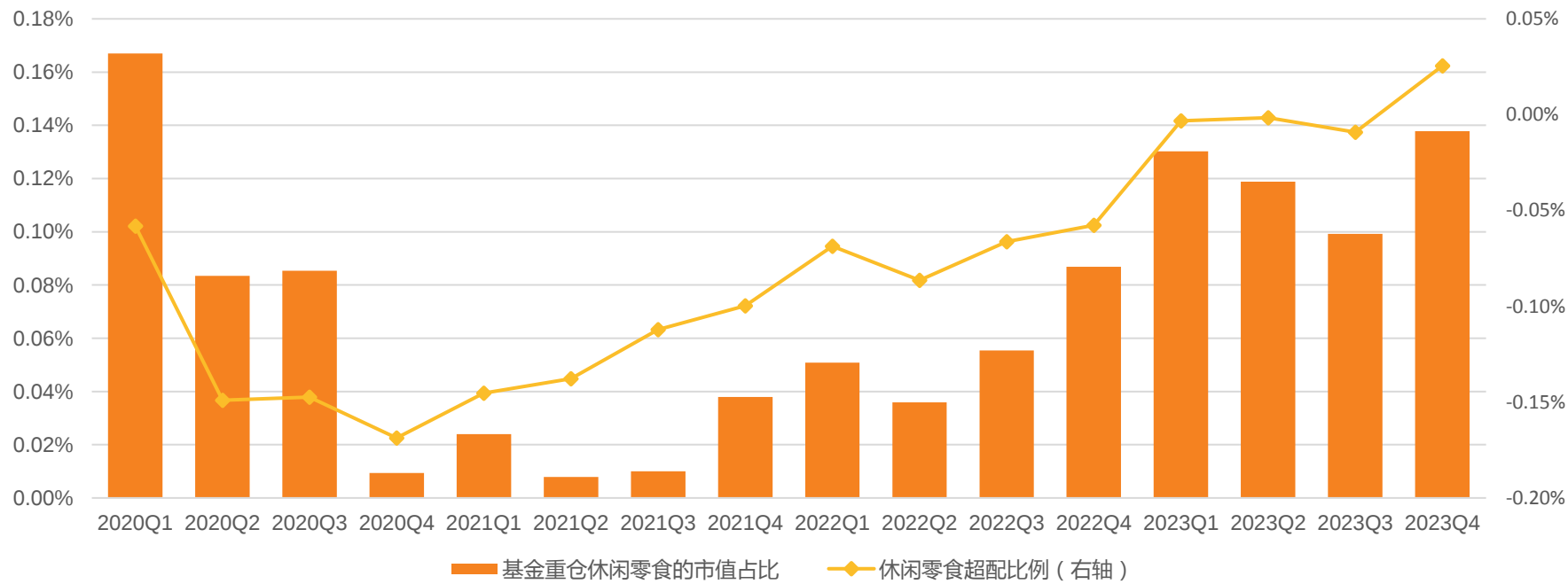
公司	23Q4归母净利润下限 (亿元)	23Q4归母净利润上限 (亿元)	yoy	22Q4归母净利润 (亿元)	超预期原因	投资建议
盐津铺子	1.04	1.14	25.7%~37.8%	0.83	符合预期。 考虑到今年春节较晚，而22Q4又存在高基数影响，23Q4实现相对的高增长已实属不易，也反映出公司“产品+渠道”双轮驱动增长模式有效性在终端持续验证。	随着公司持续完善“产品+渠道”双轮驱动增长模式，坚持执行“多品牌、多品类、全渠道、全产业链、(未来)全球化”的中长期战略，凭借自身品牌、品类、生产以及产业链定价的优势，公司未来业绩有望持续高增。
劲仔食品	0.67	0.80	97.0%~133.4%	0.34	超预期 ，主因：①产品端全品类驱动带动收入持续增长；②成本端公司部分原材料价格23全年同比下滑。	随着公司持续推进“大包装+散称”策略，同时在渠道端不断深耕，公司未来业绩有望维持高速增长。
三只松鼠	0.30	0.50	-14.6%~+41.7%	0.36	符合预期。 考虑到今年年货节后移，因此23Q4公司仍有营收、利润双增的表现已实属不易。且截至1月15日，公司2024年货节销售时间进程达三分之二，全渠道销售已超去年年货节全周期总额，动销势头强劲。	随着公司继续以“高端性价比”为导向，线上持续发力新兴渠道，线下专注分销渠道基本盘的改革，同时持续推动门店向社区零食店转型，专注于“全渠道、全品类”布局，公司各品类产品销售有望逐季回暖。
甘源食品	0.81	1.21	+18%~76%	0.69	符合预期。 在今年春节假期较晚，旺季整体后移的情况下，23Q4公司仍然实现了归母净利润双位数以上的增长，我们预计主因：①主要原材料棕榈油、夏威夷果仁价格有所回落（根据wind数据显示，2023年棕榈油最低价格相较2022年的高点15000元以上的单吨价格有超50%的下降）。②非经常性损益同比增加。	随着公司继续巩固自身核心产品优势，并快速开发新口味、新品类，壮大自身产品矩阵；渠道端依靠线下零食量贩店、商超会员店快速放量，线上通过多种措施持续渗透，公司未来业绩有望保持高增。考虑到公司净利润增速维持较高水平。
好想你	-0.09	0.11	93.3%~108.0%	-1.36	2023年，公司营业收入实现快速增长，固定资产折旧摊销费用比例降低，叠加公司通过精细化管理实现费用率同比下降，整体实现了净利润大幅减亏的表现。	

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

2.3 休闲零食基金持仓

- 休闲零食板块：Q4资金关注度略有提升，超配比例有所增加
- 2023Q4重仓休闲零食股的基金个数环比略有增加，从2023Q3的75只提升至2023Q4的86只；全部重仓股中，休闲零食股数量占比0.09%，环比+0.04pct；重仓市值占比0.14%，环比+0.04pct；超配比例+0.03%，环比+0.03pct。

图：2020Q1-2023Q4重仓零食食品比例及休闲零食板块超配情况



资料来源：wind，天风证券研究所

备注：休闲零食板块超配比例=休闲零食股市值/基金重仓总市值-休闲零食股流通市值/流通股总市值。本报告休闲零食板块包含黑芝麻、洽洽食品、好想你、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、三只松鼠、有友食品、良品铺子、来伊份，下文休闲零食板块均此采用该分类。

2.3 休闲零食基金持仓

- **休闲零食板块：Q4资金关注度略有提升，超配比例有所增加**
- 个股重仓情况方面，休闲零食板块中盐津铺子、洽洽食品、甘源食品、劲仔食品和三只松鼠等股受资金关注度较高，仅甘源食品的基金重仓数量环比Q3有所下滑。**从重仓持股市值来看**，盐津铺子重仓市值仍居休闲零食板块首位，重仓市值占比为0.05%，劲仔食品、洽洽食品重仓市值环比增幅较为亮眼，环比分别为2.89亿元/2.61亿元，23Q4持仓市值占比分别为0.02%/0.03%。**从超配比例来看**，盐津铺子、甘源食品、劲仔食品均存在一定超配，23Q4超配比例分别为0.03%/0.02%/0.01%。

表：休闲零食板块个股重仓及超配情况

休闲零食 板块公司	2023Q4重仓 基金数（个）	环比2023Q3 变化（个）	2023Q4 重仓基金数比例 （%）	2023Q4重 仓持股数量 （亿股）	环比 2023Q3变 化（亿股）	2023Q4 重仓 持股数量占比 （%）	2023Q4重 仓持股市 值(亿元)	环比 2023Q3变 化（亿元）	2023Q4重 仓市值占 比（%）	2023Q4超 配比例 （%）	环比 2023Q3变 化（pct）	2023Q4区 间 涨跌幅（%）
休闲零食	86	11	0.20%	0.70	0.30	0.09%	25.02	5.21	0.14%	0.03%	0.03%	
盐津铺子	25	2	0.06%	0.14	0.02	0.02%	9.78	0.65	0.05%	0.03%	0.01%	-6.56%
洽洽食品	24	9	0.06%	0.14	0.07	0.02%	4.85	2.61	0.03%	0.00%	0.01%	6.52%
甘源食品	16	-8	0.04%	0.09	-0.02	0.01%	6.24	-1.08	0.03%	0.02%	0.00%	1.74%
劲仔食品	12	5	0.03%	0.32	0.22	0.04%	3.87	2.89	0.02%	0.01%	0.02%	15.39%
三只松鼠	9	3	0.02%	0.02	0.01	0.00%	0.28	0.15	0.00%	-0.01%	0.00%	0.84%
黑芝麻	0	0	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00%	-0.01%	0.00%	-10.42%
好想你	0	0	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00%	-0.01%	0.00%	-0.39%
有友食品	0	0	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00%	-0.01%	0.00%	6.90%
良品铺子	0	0	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00%	-0.01%	0.00%	-3.45%
来伊份	0	0	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00%	-0.01%	0.00%	-1.54%

资料来源：wind，天风证券研究所



三、乳制品板块：整体受益原奶下行红利，中长期人均消费量提升空间大

3.1 乳制品板块：整体受益原奶下行红利，中长期人均消费量提升空间大

- **披露2023年业绩预告/快报的大部分乳制品公司利润实现了较快增长。**光明、燕塘等综合类乳制品公司受益于原奶价格持续下行红利，利润端实现了较为快速的增长；妙可蓝多则由于主营的奶酪业务收入下滑，叠加原材料成本由于行情波动以及汇率问题出现了同比上升，因此利润同比下滑。
- **行业复盘：**①**单价：**2023年，全国液体乳价格逐步下行，由年初的4.12元/公斤，下降至年末的3.66元/公斤，同比下降超11%。②**成本：**原奶价格位于阶段性底部，已跌破成本线。价格低迷或导致奶源出清、低效甚至后备奶牛提前淘汰。③**产品：**整体来看，23年乳制品需求呈现弱复苏态势，乳企继续发力潜力更大的低温白奶板块，通过乳蛋白含量、新鲜度等特点，吸引消费者选择低温产品。同时，23年我们也看到了乳企逐步向其他品类拓展的动作，例如蒙牛推出的面包类产品，妙可蓝多推出的芝士鳕鱼肠、芝士玉米片等产品，均是乳企在其他品类上做出的初步尝试。
- **行业趋势展望：**①**空间：**中国人均奶消费量较低，随着年龄结构改善及用奶习惯提升，牛奶的可选消费属性有望升级为必选消费。我们预计人均奶品消费量将趋势性提升，奶制品行业空间显著。②**上游养殖：**养殖→生产→消费，部分供需脱节，养殖的无序扩张导致原奶价格周期性波动，影响行业稳定及升级，同时又叠加了疫病等因素影响。我们预期未来随中小散户退出，奶源集团化、奶源集中度有望进一步提升。③**成本端：**我们预计未来原奶成本有望趋势下降，但南方整体仍将高于北方，主因防暑降温、疫病防控、高温减产等因素的影响。

表：乳制品板块重点公司业绩预告情况（单位：亿元）

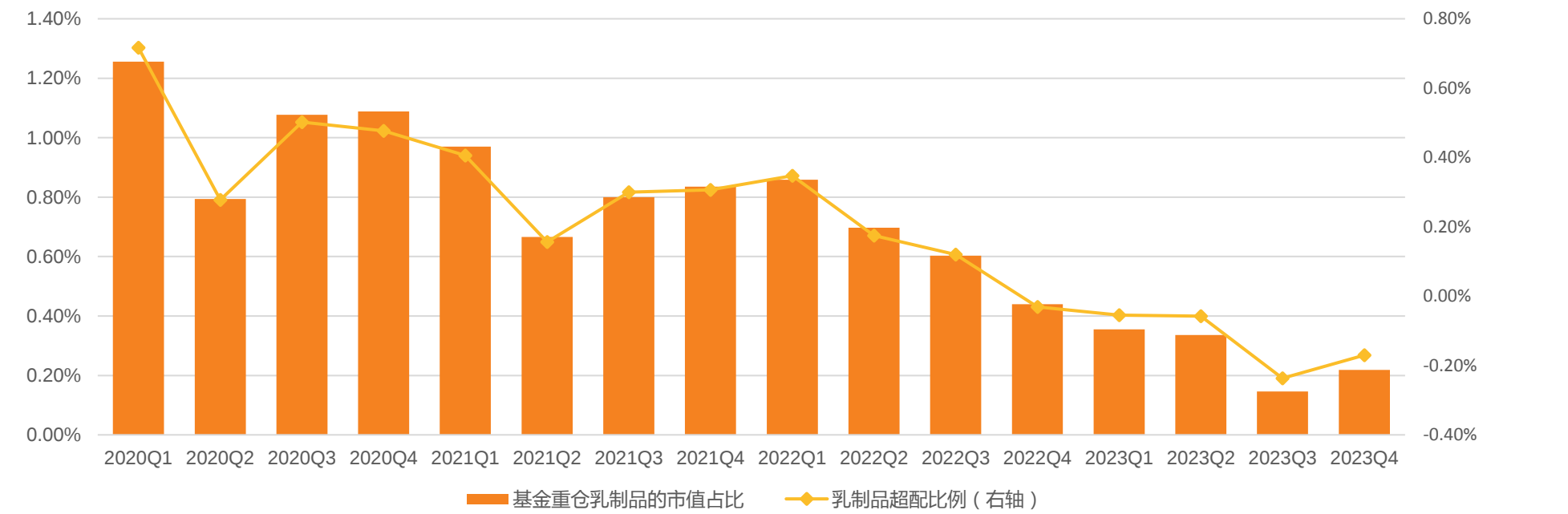
名称	预告净利润下限	预告净利润上限	预告净利润同比增长下限（%）	预告净利润同比增长上限（%）	预告扣非净利润下限	预告扣非净利润上限	预告扣非净利润同比增长下限（%）	预告扣非净利润同比增长上限（%）
光明乳业	9.30	10.30	157.84	185.57	5.00	6.00	196.41	255.69
佳禾食品	2.53	2.79	118.97	142.02	2.18	2.45	133.65	162.12
燕塘乳业	1.69	1.99	70.00	100.00	1.42	1.67	70.00	100.00
妙可蓝多	0.48	0.72	-64.55	-46.83	0.05	0.07	-92.83	-89.54

资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2 乳制品基金持仓

- **乳制品板块：Q4资金关注度自连续6个月下降后迎来拐点，超配比例环比略有提升但仍处低位**
- 2023Q4重仓乳品股的基金个数环比有所增加，从2023Q3的143只提升至2023Q4的178只；全部重仓股中，乳品股数量占比0.19%，环比+0.04pct；重仓市值占比0.22%，环比+0.07pct，重仓市值占比自连续下降6个月后首次迎来拐点；超配比例-0.17%，环比+0.07pct，但整体仍处于低配状态。

图：2020Q1-2023Q4重仓乳制品比例及乳制品板块超配情况



资料来源：wind，天风证券研究所

备注：乳制品板块超配比例=乳品股市值/基金重仓总市值-乳品股流通市值/流通股总市值。本报告乳制品板块包含阳光乳业、皇氏集团、贝因美、麦趣尔、燕塘乳业、庄园牧场、新乳业、西部牧业、品渥食品、熊猫乳品、海融科技、天润乳业、三元股份、光明乳业、妙可蓝多、伊利股份、一鸣食品、佳禾食品、均瑶健康、骑士乳业，下文乳制品板块均此采用该分类。本报告基金持仓指主动偏股型基金持仓，对应wind基金分类中普通股股票型+偏股混合型+灵活配置型基金，下同。

3.2 乳制品基金持仓

➤ 乳制品板块：Q4资金关注度自连续6个月下降后迎来拐点，超配比例环比略有提升但仍处低位

➤ 个股重仓情况方面，乳制品板块中龙头伊利股份独占鳌头，且23Q4关注度显著增加，重仓基金数从23Q3的112个增加至23Q4的170个，重仓市值从23Q3的25.60亿元增至23Q4的39.24亿元，重仓市值占比从0.13%增至0.22%；新乳业、天润乳业、燕塘乳业、光明乳品、一鸣食品、佳禾食品均有不同幅度减持；妙可蓝多、品渥食品为新增持仓，重仓市值分别为0.33/0.001亿元。从超配比例来看，乳制品板块整体超配比例有所增加，但仍处低配状态，龙头伊利股份超配比例为-0.04%，环比+0.08pct。

表：乳制品板块个股重仓及超配情况

乳制品板块公司	2023Q4重仓基金数 (个)	环比 2023Q3 变化 (个)	2023Q4 重仓基金数 比例 (%)	2023Q4重仓 仓持股数量 (亿股)	环比 2023Q3变 化 (亿股)	2023Q4 重 仓持股数量 占比 (%)	2023Q4重 仓持股市值 (亿元)	环比 2023Q3变 化 (亿元)	2023Q4重 仓市值占比 (%)	2023Q4 超配比例 (%)	环比 2023Q3 变化 (pct)	2023Q4区 间涨跌幅 (%)
乳制品	178	35	0.20%	1.49	0.25	0.19%	39.63	10.45	0.22%	-0.17%	0.07%	
伊利股份	170	58	0.19%	1.47	0.50	0.19%	39.24	13.64	0.22%	-0.04%	0.08%	0.83%
妙可蓝多	2	2	0.00%	0.02	0.02	0.00%	0.33	0.33	0.00%	-0.01%	0.00%	-7.70%
新乳业	2	-14	0.00%	0.00	-0.06	0.00%	0.05	-0.90	0.00%	-0.01%	0.00%	-20.17%
天润乳业	2	-2	0.00%	0.00	-0.12	0.00%	0.01	-1.54	0.00%	-0.01%	-0.01%	-11.80%
燕塘乳业	1	-2	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	-0.08	0.00%	0.00%	0.00%	-11.97%
品渥食品	1	1	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	-1.87%
光明乳业	0	-3	0.00%	0.00	-0.06	0.00%	0.00	-0.59	0.00%	-0.02%	0.00%	-15.24%
一鸣食品	0	-1	0.00%	0.00	-0.02	0.00%	0.00	-0.30	0.00%	-0.01%	0.00%	24.37%
佳禾食品	0	-4	0.00%	0.00	-0.01	0.00%	0.00	-0.12	0.00%	-0.01%	0.00%	-16.83%
阳光乳业	0	0	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00%	-0.01%	0.00%	8.40%
皇氏集团	0	0	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00%	-0.01%	0.00%	6.93%
贝因美	0	0	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00%	-0.01%	0.00%	-6.18%
麦趣尔	0	0	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	8.63%
庄园牧场	0	0	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
西部牧业	0	0	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	-4.49%
熊猫乳品	0	0	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	2.94%
海融科技	0	0	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	-13.96%
三元股份	0	0	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00%	-0.01%	0.00%	-10.26%
均瑶健康	0	0	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00%	-0.01%	0.00%	-2.41%
骑士乳业	0	0	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	68.06%

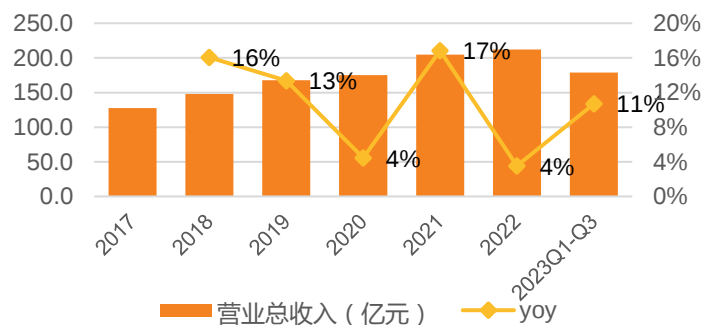


四、烘焙板块：23年收入端稳步增长，24年注重把握结构性机会

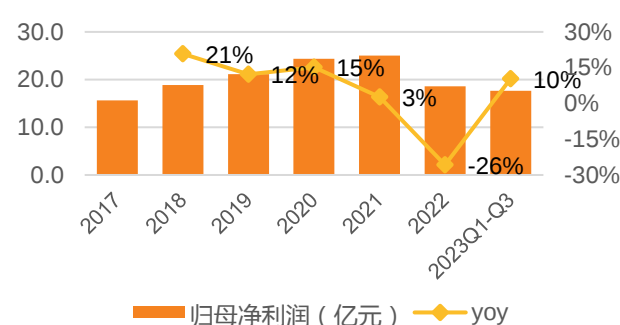
4.1 烘焙板块：2023年收入端稳步增长，利润端有所改善

- **收入端稳步增长。**2023Q1-Q3，烘焙板块收入同比增长11%，主要系2022年基数较低，2023年终端消费场景恢复。
- **利润端有所改善。**2023Q1-Q3，烘焙板块归母净利润同比增长10%，主要来自原材料成本下降带来的毛利率修复（2022年板块毛利率32%，2023Q1-Q3毛利率33%）。主要原材料中，2023年棕榈油价格同比下降30%，面粉价格同比下降1%。

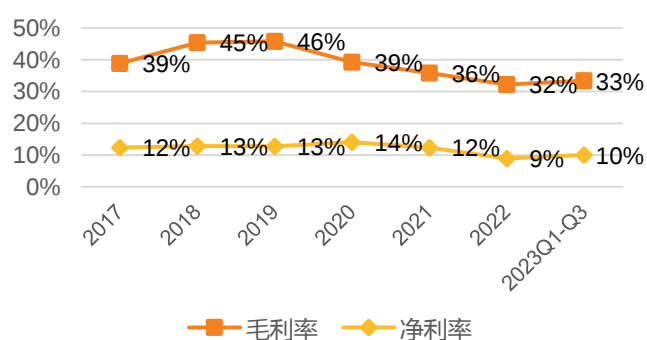
图：2017-2023Q1-Q3烘焙板块收入及YOY



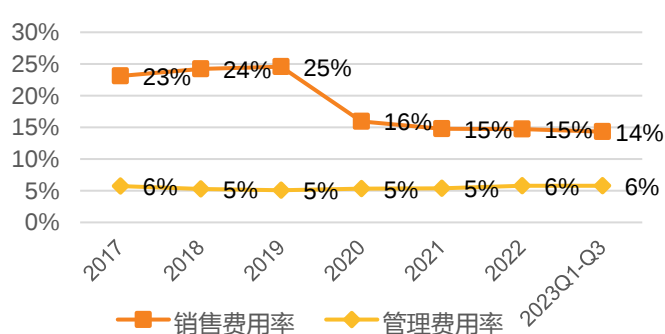
图：2017-2023Q1-Q3烘焙板块归母净利润及YOY



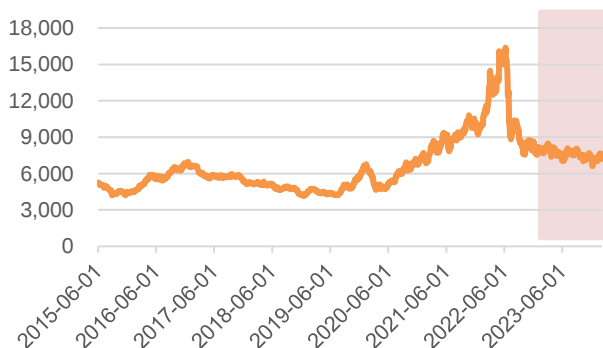
图：2017-2023Q1-Q3烘焙板块毛利率及净利率



图：2017-2023Q1-Q3烘焙板块销售费用率及管理费用率



图：2015年至今棕榈油价格（单位：元/吨）



图：2015年至今面粉价格（单位：元/吨）



4.2 业绩表现：费用端及减值影响，Q4部分公司业绩略低预期

- 截止2024年2月1日，烘焙板块披露业绩预告/快报的公司有立高食品、桃李面包。具体看：
- 立高食品：2023年归母净利润同比下降，主要系四季度亏损所致。单四季度，归母净利润同比-281%~-223%，剔除股权激励费用后的归母净利润同比-118%~-76%，主要系：1）费用端：①物流费用增加；②为扩大品牌影响力，增加业务推广费；③加大产品研发投入；2）股份支付：合计计提约1.2亿元；3）资产减值：上市新品及产能爬坡带来的存货跌价损失约2800万元。
 - 桃李面包：2023年归母净利润同比-10%；单四季度，同比-23%，主要系：1）毛利率略下降：部分原材料价格同比上涨、返货率增加及部分新建项目投产后产能未完全释放；2）费用端增加：①管理费用同比增加，主要系新投产的项目前期进行人员储备，工资费用增加；②利息支出增加。

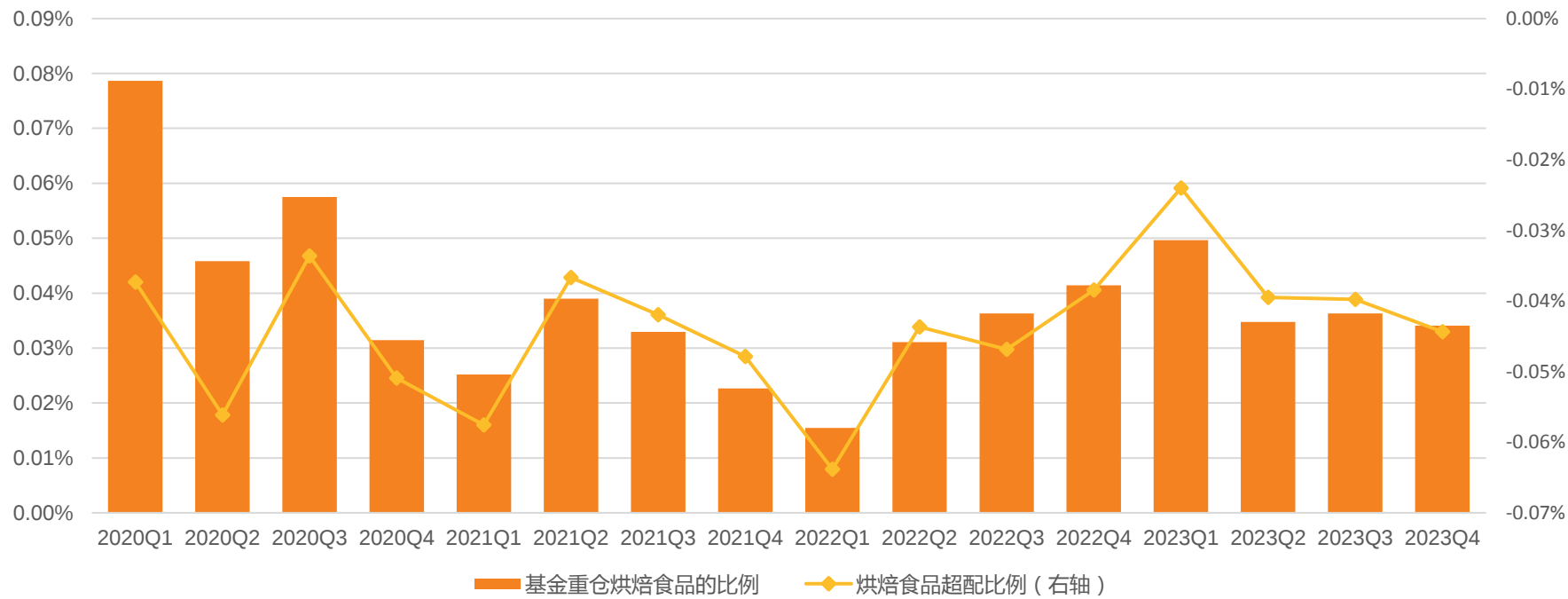
表：2023年烘焙公司业绩情况

业绩		2023 (亿元)	同比	2023q4 (亿元)	同比	环比	备注
立高食品	归母净利润	0.80~1.05	-44%~-27%	-0.78~-0.53	-281%~-223%	-256%~-206%	费用端：①物流费增加，主要系业务拓展、增加中转仓；②业务推广费增加；③研发投入增加。 资产减值：计提2800万元。
	还原股权激励费用的归母净利润	2.00~2.25	-8%~3%	-0.11~0.14	-118%~-76%	-115%~-80%	
桃李面包	归母净利润	5.75	-10%	1.16	-23%	-31%	毛利率略下降：主要系部分原材料价格同比上涨、返货率增加及部分新建项目投产后产能未完全释放且前期费用较高。 费用端：①管理费用增加，主要系新投产项目前期进行人员储备，工资增加；②利息支出增加。

4.3 烘焙食品基金持仓

- 烘焙食品板块：Q4资金关注度相对稳定，超配比例环比持平
- 2023Q4重仓烘焙食品股的基金个数环比略微增加，从2023Q3的19只提升至2023Q4的22只；全部重仓股中，烘焙食品股数量占比0.02%，环比持平；重仓市值占比0.03%，环比持平；超配比例-0.04%，环比持平。

图：2020Q1-2023Q4重仓烘焙食品比例及烘焙食品板块超配情况



资料来源：wind，天风证券研究所

备注：烘焙食品板块超配比例=烘焙食品股市值/基金重仓总市值-烘焙食品股流通市值/流通股总市值。本报告烘焙食品板块包含青岛食品、桂发祥、西麦食品、立高食品、广州酒家、桃李面包、元祖股份、南侨食品，下文烘焙食品板块均此采用该分类。本报告基金持仓指主动偏股型基金持仓，对应wind基金分类中普通股票型+偏股混合型+灵活配置型基金，下同。

4.3 烘焙食品基金持仓

- **烘焙食品板块：Q4资金关注度相对稳定，超配比例环比持平**
- 个股重仓情况方面，烘焙食品板块中冷冻烘焙龙头立高食品受资金关注度较高，重仓持股数从23Q3的875.25万股增至23Q4的951.24万股。但受股票价格波动影响，重仓持股市值从23Q3的5.57亿元降至23Q4的4.62亿元，23Q4重仓市值占比为0.03%，环比持平。烘焙食品板块中持仓市值排名第二的元祖股份重仓持股数和重仓市值均有所下降，23Q4重仓市值占比为0.01%；桃李面包、桂发祥、广州酒家有较小的关注度，且重仓股数和市值的波动幅度较小。**从超配比例来看**，受股票价格波动影响，烘焙食品板块个股超配比例均略微下降，整体下降幅度低于0.01pct，其中立高食品仍存在一定超配，23Q4超配比例为0.01%。

表：烘焙食品板块个股重仓及超配情况

烘焙食品 板块公司	2023Q4 重仓基金 数 (个)	环比 2023Q3 变化 (个)	2023Q4 重仓基金 数比例 (%)	2023Q4 重仓持股 数量 (亿 股)	环比 2023Q3 变化 (亿 股)	2023Q4 重仓持股 数量占比 (%)	2023Q4 重仓持股 市值(亿 元)	环比 2023Q3 变化 (亿 元)	2023Q4 重仓市值 占比 (%)	2023Q4 超配比例 (%)	环比 2023Q3 变化 (pct)	2023Q4 区间涨跌 幅 (%)
烘焙食品	22	3	0.03%	0.19	0.00	0.02%	6.19	-1.07	0.03%	-0.04%	0.00%	
立高食品	12	0	0.01%	0.10	0.01	0.01%	4.62	-0.95	0.03%	0.01%	0.00%	-23.72%
元祖股份	4	1	0.00%	0.08	0.00	0.01%	1.42	-0.10	0.01%	0.00%	0.00%	-1.62%
桃李面包	3	1	0.00%	0.01	0.00	0.00%	0.10	-0.01	0.00%	-0.02%	0.00%	-3.81%
桂发祥	2	2	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.02	0.02	0.00%	0.00%	0.00%	10.44%
广州酒家	1	-1	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.03	-0.02	0.00%	-0.02%	0.00%	-14.27%
青岛食品	0	0	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00%	-0.01%	0.00%	30.30%
西麦食品	0	0	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.77%
南侨食品	0	0	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00%	-0.01%	0.00%	0.80%

资料来源：wind，天风证券研究所

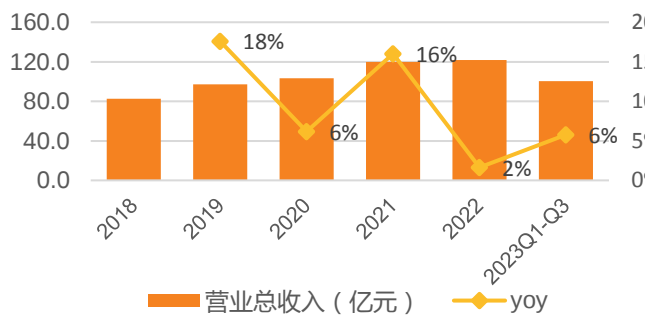


五、卤制品板块：23年业绩大幅提升，24年有望持续受益上游成本端改善

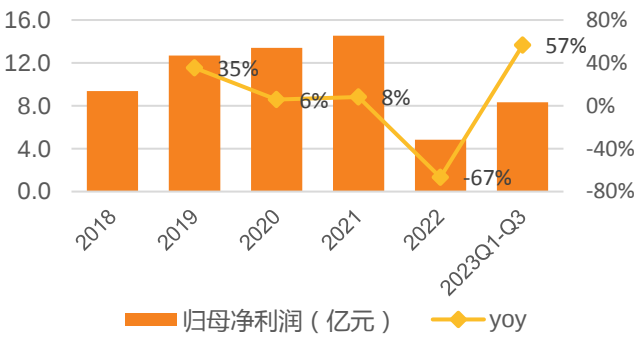
5.1 卤制品板块：2023年收入端整体依然承压，利润端修复明显

- 收入端整体依然承压。2023Q1-Q3，卤制品板块收入同比增长6%，主要系需求端恢复不及预期。
- 利润端修复明显。2023Q1-Q3，卤制品板块归母净利润同比增长57%，修复明显，主要系：1）毛利率同比改善。据博亚和讯，2022Q3~2023Q1，原材料端鸭产品价格高位运行；2023Q2开始鸭产品价格逐步下滑，增厚毛利率。2023Q1-Q3，毛利率同比+1pct。2）费用端收缩明显。2023Q1-Q3，卤制品板块销售及管理费用率合计同比-2pct。

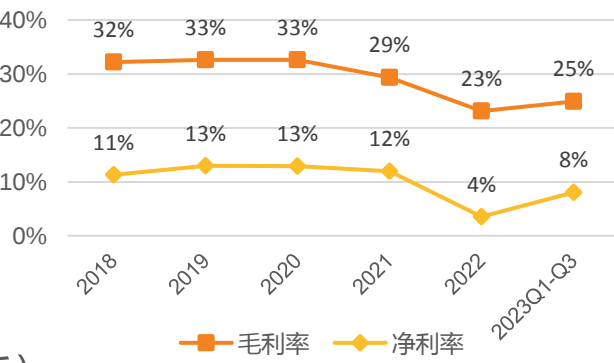
图：2017-2023Q1-Q3卤制品板块收入及YOY



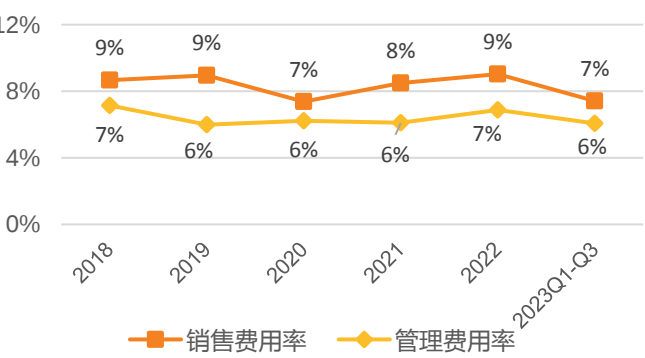
图：2017-2023Q1-Q3卤制品板块归母净利润及YOY



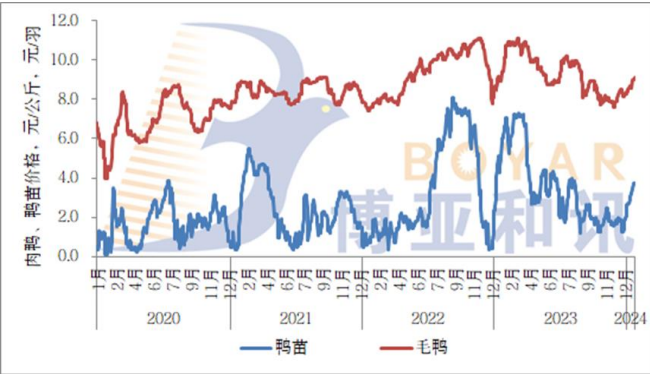
图：2017-2023Q1-Q3卤制品板块毛利率及净利率



图：2017-2023Q1-Q3卤制品板块销售费用率及管理费用率



图：2020年至今鸭苗价格（元/吨）及毛鸭价格（元/公斤）



资料来源：wind，博亚和讯，天风证券研究所

5.2 业绩表现：受益原材料降价及费用端控制较好，2023年整体业绩大幅改善

- 截止2024年2月1日，卤制品板块披露业绩预告的公司有紫燕食品、煌上煌。具体看：
- 紫燕食品：2023年归母净利润同比明显改善，同比+46%~65%；单四季度，归母净利润同比-208%~+492%。2023年业绩同比改善明显，主要系：1）毛利率提升：原材料价格趋近往年区间；2）费用端改善：公司优化供应链、提升生产工艺、加强技术改造，降本增效。
 - 煌上煌：2023年归母净利润同比大幅提升，同比+111%~143%；单四季度，同比+34%~52%。2023年业绩同比改善明显，主要系：1）毛利率改善：2023Q2以来，鸭副产等主要原材料价格下行，2023年毛利率同比+2pct。2）期间费用率下降：加速门店渠道转型，优化直营店管理，门店租赁费、市场促销费用同比减少。

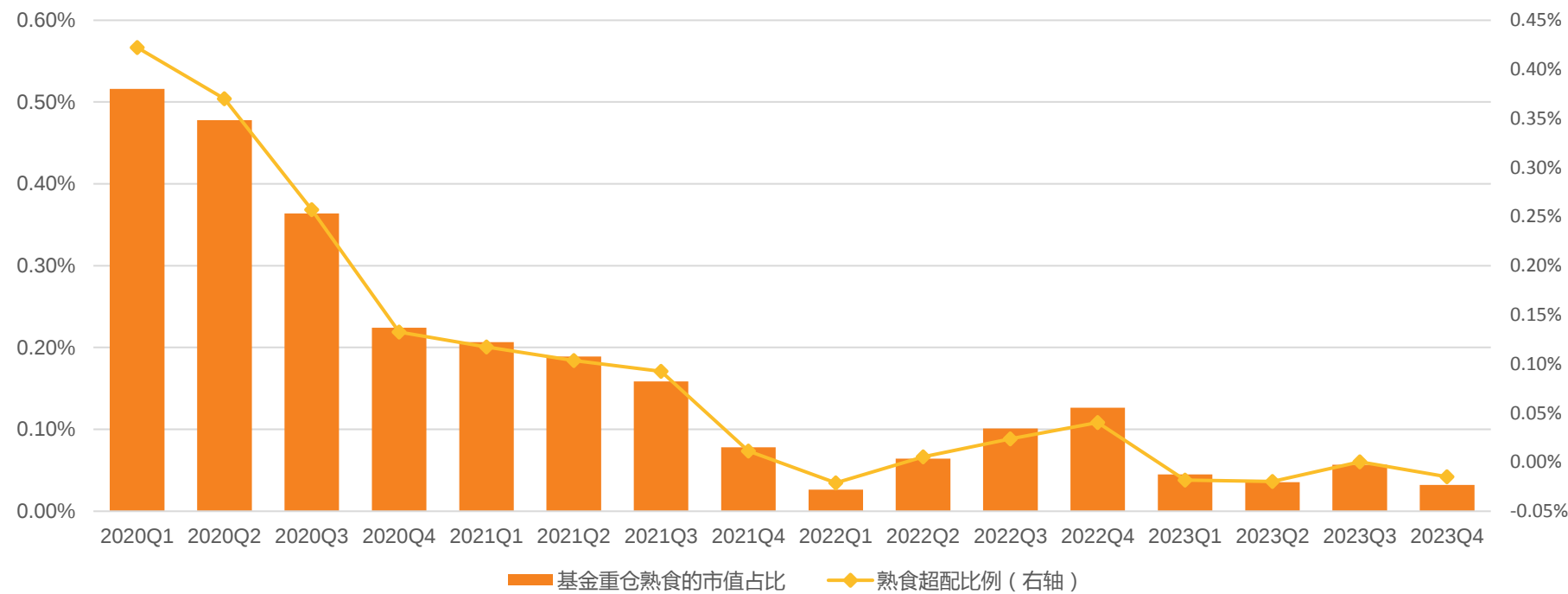
表：2023年卤制品公司业绩情况

业绩	2023 (亿元)	同比	2023q4 (亿元)	同比	环比	备注
紫燕食品	3.23~3.65	46%~65%	-0.19~0.24	-208%~+492%	-111%~-86%	毛利率改善：原材料价格趋近往年区间。 费用端改善：公司优化供应链、提升生产工艺、加强技术改造，降本增效。
煌上煌	0.65~0.75	111%~143%	-0.36~-0.26	34%~52%	-299%~-244%	毛利率改善：2023Q2以来，鸭副产等主要原材料价格下行，2023年毛利率同比+2pct。 期间费用率下降：加速门店渠道转型，优化直营店管理，门店租赁费、市场促销费用同比减少。 非经常损益：影响利润2200万元。

5.3 卤制品基金持仓

- 卤制品板块：Q4资金关注度相对稳定，重仓市值、超配比例等指标同比变化持平
- 2023Q4重仓熟食股（卤制品）的基金个数环比有所下降，从2023Q3的54只下降至2023Q4的23只；全部重仓股中，熟食股数量占比0.03%，环比-0.01pct；重仓市值占比0.03%，环比-0.02pct；超配比例-0.02%，环比-0.02pct。

图：2020Q1-2023Q4重仓熟食股比例及熟食板块超配情况



资料来源：wind，天风证券研究所

备注：熟食板块超配比例=熟食股市值/基金重仓总市值-熟食股流通市值/流通股总市值。本报告熟食板块包含煌上煌、紫燕食品、绝味食品，下文熟食板块均此采用该分类。本报告基金持仓指主动偏股型基金持仓，对应wind基金分类中普通股票型+偏股混合型+灵活配置型基金，下同。

5.3 卤制品基金持仓

- **卤制品板块：Q4资金关注度相对稳定，重仓市值、超配比例等指标同比变化持平**
- 个股重仓情况方面，熟食板块中卤制品龙头绝味食品重仓基金数从23Q3的49个降低至23Q4的19个，重仓持股数从23Q3的0.29亿股降至23Q4的0.20亿股，持仓市值从23Q3的10.75亿元降至23Q4的5.26亿元；紫燕食品、煌上煌持仓变化幅度较小，23Q4重仓市值分别为0.33/0.20亿元。从超配比例来看，23Q4熟食板块超配比例有所下降，主要系龙头绝味食品超配变化导致，23Q4绝味食品超配比例为+0.004%，环比-0.0016pct。

表：卤制品板块个股重仓及超配情况

卤制品板 块公司	2023Q4 重仓基金 数（个）	环比 2023Q3 变化 （个）	2023Q4 重仓基金 数比例 （%）	2023Q4 重仓持股 数量（亿 股）	环比 2023Q3 变化（亿 股）	2023Q4 重仓持股 数量占比 （%）	2023Q4 重仓持股 市值(亿 元)	环比 2023Q3 变化（亿 元）	2023Q4 重仓市值 占比 （%）	2023Q4 超配比例 （%）	环比 2023Q3 变化 （pct）	2023Q4 区间涨跌 幅（%）
卤制品	23	-31	0.03%	0.23	-0.10	0.03%	5.78	-5.54	0.03%	-0.02%	-0.02%	
绝味食品	19	-30	0.02%	0.20	-0.09	0.03%	5.26	-5.49	0.03%	0.00%	-0.02%	-28.53%
紫燕食品	3	-1	0.00%	0.02	0.00	0.00%	0.33	0.05	0.00%	-0.01%	0.00%	-4.26%
煌上煌	1	0	0.00%	0.02	-0.01	0.00%	0.20	-0.10	0.00%	-0.01%	0.00%	-7.18%

资料来源：wind，天风证券研究所



六、投资建议

6. 投资建议

- **休闲零食**：①**空间广阔，细分赛道孕育新机遇**。目前市场规模已突破万亿，呈现长期稳定增长。细分品类众多，其中糖果巧克力、膨化食品、饼干等西式零食，外资介入早+头部品牌成型，格局难颠覆；坚果、卤制品等中式传统品类，未形成头部垄断，或存在新品牌孕育机会，重视具备产品创新基因的龙头公司。重点推荐【**劲仔食品**】、【**盐津铺子**】、【**甘源食品**】等。②**渠道变革浪潮下，积极拥抱变化的品牌有望挖掘增量空间**。重视积极把握行业风口、布局零食渠道且具备强供应链的生产商。重点推荐【**三只松鼠**】，建议关注【**良品铺子**】。
- **乳制品**：从**总量角度**，在行业保持稳步增长的情况下，乳制品动销有望延续双节趋势进一步改善。我们建议关注拥有优质奶源供给壁垒的龙头【**伊利股份**】【**蒙牛乳业**】，目前对应2024年业绩均仅为13-14x（wind一致预期数据）。**成本端来看**，原奶价格阶段性底部，已跌破成本线。整体价格低迷有望推动奶源出清、低效甚至后备奶牛提前淘汰。我们建议关注营收保持高增长、受益原奶价格低迷毛利率改善的【**新乳业**】。**其他乳制品赛道来看**，奶酪消费仍处培育阶段，未来增长前景广阔，我们建议关注奶酪行业龙头、新品创新能力突出的【**妙可蓝多**】等。
- **烘焙**：2024年需求端压力或仍存，注重把握优质龙头企业的市占率提升及利润端触底修复。我们认为，未来烘焙板块机遇主要在：**1）产品端**：大单品的打造及放量，如麻薯、甜甜圈，考验企业的研发能力和消费市场敏感度；**2）渠道端**：积极布局餐饮、商超等大B渠道，提升大B渗透率。2023年以来，流通渠道承压明显，头部餐饮、商超渠道订单稳定且体量较大，有望为企业贡献增量。标的上，重点推荐【**立高食品**】。
- **卤味**：2024年或继续受益成本端改善，注重把握低估值龙头标的。我们认为，未来卤制品板块机遇主要在：**1）前期营销、推广等带来的单店收入修复进展**；**2）原材料下降带来的利润端改善**。标的上，重点推荐【**绝味食品**】、【**紫燕食品**】。

风险提示

- 原材料价格波动风险。如原材料种植面积减少以及自然灾害等情况发生，行业公司将面临因原材料不足而导致的经营风险；如原材料收购价格波动较大，将导致行业公司原料采购成本大幅上升。
- 市场竞争加剧风险。国内行业蓬勃发展，可能会吸引国内外其他企业加大投入，实现技术优化和产能扩张，从而加剧市场竞争，导致主要产品价格下跌、毛利率下降，影响行业公司的盈利能力。
- 食品安全风险。主要体现为三个方面：一是食品质量安全监管的趋严，将促使行业公司加大投入而导致成本上升；二是国家有关添加剂的政策发生变化，如禁止添加某种添加剂或要求大幅减少，在短期难以迅速调整工艺配方的情况下可能会影响某种产品的生产经营；三是行业公司的运营过程中出现疏忽，发生食品安全问题或事故，可能影响公司的品牌和美誉度，从而对公司的业务、财务状况或经营业绩产生重大不利影响。
- 预告数据仅为初步核算数据，具体准确的财务数据以各公司正式披露的2023年年度报告为准。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS