

食品饮料

预期持续修复，布局攻防兼备

投资要点：

【白酒】在消费政策刺激、预期向好的背景下，我们看好板块的后续走势。后续建议关注三季报表现、酒企25年目标及开门红目标。建议关注五粮液、泸州老窖、贵州茅台、舍得酒业、山西汾酒、古井贡酒。

【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、分红率稳定且ROE/PB较高的重庆啤酒。

【软饮料】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。

【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，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】建议关注成本红利释放、需求相对刚性的瓜子龙头洽洽食品；发力新兴渠道，股权激励目标清晰的三只松鼠，业绩兑现能力强，大单品持续增长的劲仔食品。

【调味品&餐饮】调味品重点推荐安琪酵母：国内量的韧性强、海外增长势能高，新榨季成本红利释放有望提振公司业绩增长弹性。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未来引领成长，后续增长势能恢复将带动估值回归。

【烘焙】烘焙供应链重点推荐海融科技：Q2利润持续高增，未来出海逻辑最为通顺，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。

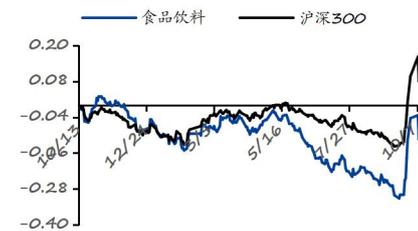
【宠物】推荐海内外双循环的中宠股份，自有品牌三大要素齐具的乖宝宠物，境外业务同环比改善、境内业务持续布局的佩蒂股份，出口业务具有较强弹性的依依股份，建议关注：流动性改善带来估值回升的路斯股份，食品和用品双轮驱动的源飞宠物。

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：周翔(S0210123070087)
zx30222@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、国内糖蜜价格周期复盘&展望——2024.10.09
- 2、预期强改善,修复可持续——2024.09.28
- 3、以邻为鉴,看日本休闲食品行业及折扣零售龙头唐吉诃德——2024.09.27



正文目录

1 周观点	3
1.1 白酒	3
1.2 啤酒	3
1.3 软饮料	4
1.4 预调酒	4
1.5 乳制品	5
1.6 休闲零食	5
1.7 保健品	5
1.8 调味品&餐饮供应链	6
1.9 烘焙供应链	6
1.10 餐饮	6
1.11 代糖	7
1.12 黄金珠宝	8
1.13 宠物	8
2 风险提示	9



1 周观点

1.1 白酒

行业层面，9月23日央行向银行系统注入2346亿元人民币，并将14天逆回购利率下调至1.85%。9月24日，央行、证监会和金管局联合宣布下调存款准备金率0.5%、7天逆回购利率降至1.5%，同时降低存量房贷利率0.5%，并调降首套和二套房的首付比例。此外，还推出了针对股票市场的专项贷款工具，支持上市公司和大股东融资。随后，9月27日宣布将进一步下调存款准备金率，强化市场流动性。

白酒作为顺周期、低估值、高韧性板块，受超预期重大利好政策的提振，SW白酒PE从9月23日的16.4X提升至10月8日的23.1X，涨幅较大。期间，泸州老窖(+55.35%)、舍得酒业(+54.56%)、古井贡酒(+53.33%)涨幅领先。经过普涨后，10月8日至今白酒板块有所回调，除了舍得酒业(+9.42%)和岩石股份(+1.69%)其他个股都经历了回调，其中皇台酒业(-23.02%)、伊力特(-13.88%)、迎驾贡酒(-13.75%)回调幅度相对领先。

我们认为，从9月24日开启的本轮行情的修复是从信心、到预期、到基本面逐步进行的，现阶段随着宏观利好政策不断出台、股市财富效应开始发挥作用，已经进行到预期修复的阶段。因此，虽然到现在的节点开始出现波动，但后续整体方向已经相对明确，全面逐级修复已经到来，市场风格迅速切换回原来的极度保守风格的可能性比较低。

从基本面上来看，虽然政策端目前积极推出利好政策，稳增长举措积极，助力经济修复的信号明显，但需求的恢复不能一蹴而就，宏观各项政策落地带来的效果需要时间去陆续显现，短期内白酒板块的量价压力仍在。后续半年维度中，预计短期真正的拐点还是无法出现，但出现需求明显恶化的可能性也不大，我们判断主流大单品批价大幅下滑的可能性不大。

估值端，在2019年开启的牛市中，年初PE从全年最低点的18.6X增长40%用了2.5个月的时间，到3月15日达到25.5X。从时间的维度上，本轮6个交易日日内走完了19年牛市开启的时2.5个月的涨幅，在经历较大的增长后，板块从普涨到分化属于正常情况。目前白酒SWPE为21X，也只是回到19年2月的估值水位，距离19年全年平均估值29X也还有一定距离。

在消费政策刺激、预期向好的背景下，我们看好板块的后续走势。后续建议关注三季报表现、酒企25年目标及开门红目标。建议关注五粮液、泸州老窖、贵州茅台、舍得酒业、山西汾酒、古井贡酒。

1.2 啤酒

本周，啤酒板块涨跌幅为-8.67%，对比食品饮料板块(-7.46%)，超额收益为-1.21%，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-9.83%/+43.98%/-5.87%/-10.84%/-4.17%/-17.91%

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，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**、分红率稳定且 ROE/PB 较高的**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+6.83%/-11.02%/-13.58%/-6.1%/-5.53%/-0.93%/-9.63%，对比食品饮料板块的超额收益分别为+14.29%/-3.56%/-6.12%/+1.36%/+1.93%/+6.53%/-2.17%。

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。

我们认为，当前我国预调酒行业未来发展预计有三大路径：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 26 倍上下，我们认为具备较大赔率，建议重点关注。

1.5 乳制品

10 月 11 日，主产区生鲜乳平均价 3.14 元/公斤，环比前周持平；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 -5.92%/-13.27%/-7.45%/-6.69%/-5.35%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 +1.55%/-5.8%/+0.01%/+0.78%/+2.12%。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。

中秋节前双节备货告一段落，散奶价格跌破 3 元，UHT 奶价格再次跌破 60 元，与此前我们预期一致。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

我国休闲零食行业受渠道革新红利影响较大，目前渠道红利较明显的主要在于线上抖音渠道、以及线下量贩零食渠道。其中，零食量贩店对于消费者的吸引力，在于其店内丰富的低价零食。低价的实现，部分是通过与源头工厂直接建立联系，减去了传统经销商环节，从而减少了商品溢价；甚至对于部分品牌零食，量贩店还会自行补贴。受低毛利的影 响，量贩渠道需要不断扩张以维持规模优势，实现成本的极致压缩。在渠道加速竞争中，龙头加速跑马圈地，低线级市场出现了门店加密情况。根据零食圈转引的《2023 中国零食量贩行业蓝皮书》，2017-2022 年是零食量贩模式弯道超车阶段，期间以 114.6% 的复合增长率迅速发展。2022-2027 年，零食量贩模式依然有望继续保持高速增长，但复合增长率预计降到 27.3%。由于量贩零食渠道重度红利期已过，渠道整体增速出现放缓，市场对板块渠道红利可持续性有一定担忧。但我们认为，量贩零食市场距离饱和期还有较远距离，从 Q2 万辰集团的表现来看，受收入规模增长和门店密度的提升，量贩零食业务规模效应日益显现，同时仓储利用率和周转效率、拓展和运营人效持续提升，物流费率不断优化，推动量贩零食业务的费效比有效提升，带动量贩净利率仍在持续提升。

目前企业开始逐渐进入新一期原材料采购阶段，新采购季原料成本值得关注。建议关注：成本红利释放、需求相对刚性的瓜子龙头**洽洽食品**；发力新兴渠道，股权激励目标清晰的**三只松鼠**，业绩兑现能力强，大单品持续增长的**劲仔食品**。

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 -10.4%/-8.4%/-8.01%/-12.34%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 -2.94%/-0.93%/-0.55%/-4.87%。我国保健品行业空间广阔，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。

1.8 调味品&餐饮供应链

本周（10.8-10.11）调味发酵品/预加工食品板块行情出现调整，周跌幅分别达4.03%/6.94%。主要标的表现方面，海天味业、安琪酵母、天味食品、中炬高新、安井食品、千味央厨本周对应涨跌幅分别为-4.46%/+2.09%/+3.36%/-5.53%/-4.42%/-12.86%。

伴随天气转冷，调味品、速冻食品需求逐步转旺。对此，各细分龙头在加紧市场布局；例如，天味食品加大山东市场开发力度，包括研发本土化产品、推进零售渠道建设与品牌宣传推广；中炬高新本周上市厨邦减盐25%鸡精，完善健康化产品矩阵的布局，同时公司坚定推进营销改革。此外，本周安琪酵母在投资者交流活动中反馈：公司Q3经营稳健，其中海外收入保持高增，国内业务随需求回暖有所恢复。最后，我们本周发布了《国内糖蜜价格周期复盘&展望》专题报告：首先，复盘国内糖蜜三轮价格周期，我们发现下游需求变局催生糖蜜价格弹性，其他因素加剧价格变化或周期趋势；展望24/25新榨季，糖蜜价格周期向下趋势比较明确：包括需求端出现结构性调整，供给端在种植面积+单产双击下有望持续回升至320-330万吨，还有国内碳源对糖蜜的替代率不断增加；因此，我们判断，在供需改善下，新榨季糖蜜价格有望跌破1300元/吨。

调味品重点推荐**安琪酵母**：国内量的韧性强、海外增长势能高，新榨季成本红利释放有望提振公司业绩增长弹性。**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未来引领成长，后续增长势能恢复将带动估值回归。

1.9 烘焙供应链

本周（10.8-10.11）立高食品、海融科技、南侨食品、五芳斋、佳禾食品股价迎来调整，期间跌幅分别为5.86%/5.32%/4.27%/6.67%/5.85%。本周南侨食品发布9月营收情况简报，公司2024年9月实现营收约2.76亿元，同比-0.9%。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H1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**：Q2利润持续高增，未来出海逻辑通顺，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（10.7-10.11）SW酒店餐饮指数涨跌幅为-12.22%，对比食品饮料板块（-7.47%），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-6.21%/-16.40%/-26.26%/+6.15%/-11.26%/+0.00%/-13.26%/-11.37%/-14.21%/-18.30%/-11.25%/-15.91%。

国庆假期餐饮业火爆，海底捞外送与门店双线创佳绩。今年国庆假期，假日经济持续升温，餐饮业呈现出“烟火沸腾”的景象。海底捞方面透露，国庆期间全国外送订单量较节前增长超60%，尤其在成都、天津、杭州等热门旅游城市，订单量同比去年同期大幅上升。为满足假期顾客“随时随地海底捞”的需求，多地海底捞延长了外送营业时间至深夜。数据显示，2024年国庆假期前六天，海底捞全国1300多家门店接待顾客超过1000万人次，仅10月1日当天，全国海底捞门店就接待顾客超190万人次，同比去年增长超过5%。随着旅游热潮的带动，北京、西安、上海、广州、深圳等重点城市的海底捞门店刷新了年内最高单日接待量，部分门店更是创下历史最高客流记录。

煌上煌创新业态引领餐饮新风潮。随着国庆假期的到来，国内旅游和消费市场迎来一波强劲增长。文化和旅游部数据显示，假期7天全国国内出游人次达到7.65亿，出游总花费7008.17亿元，双双实现同比增长。与此同时，餐饮行业也表现抢眼，美团数据显示，国庆前五天的餐饮堂食消费日均值较去年同期增长33.4%。在此热潮下，煌上煌紧抓机遇，推出了全新的国潮风概念店，并在南昌双店齐开。新店不仅提供传统卤味，还增加了手撕酱鸭等零售产品，并创新推出“卤味随心杯”、热卤拼盘等新吃法，同时上线了梨汁、椰子水和胡萝卜汁等饮品，为消费者带来更多元化的选择。

瑞幸咖啡加速扩张：创新门店与强大供应链助力市场领跑。随着中国咖啡市场的持续扩容，瑞幸咖啡以创新的门店设计和强大的供应链体系，迅速在全国范围内扩展。近日，瑞幸咖啡第20000家门店——北京中关村·在握旗舰店入选“名城名店优秀案例”，成为城市与品牌文化深度融合的典范。数据显示，截至2023年，瑞幸的门店数量从1万家增至2万家仅用了1年时间，体现了其惊人的扩展速度与市场占有率的提升。北京中关村旗舰店以“幸运在握”为主题，结合了科技与人文的设计理念，通过提供高品质咖啡与“万店限定”产品，进一步提升了顾客的消费体验。瑞幸的强劲扩张离不开其全球供应链的支持，自建烘焙基地使其年产能达到10万吨，确保了咖啡品质的一致性。作为中国市场营销规模最大的咖啡连锁品牌，瑞幸2023年总净收入达到249.03亿元人民币，同比增长87.3%，这一成绩不仅彰显了瑞幸在市场上的领军地位，也为中国咖啡产业的发展树立了新的标杆。

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-7.01%/-12.06%/-7.82%/-5.71%/-6.88%/-2.22%，市场反弹带来板块集体上涨，对比食品饮料板块的超额收益分别为+0.45%/-4.60%/-0.36%/+1.75%/+0.58%/+5.25%。其中，百龙创园实控人及部分董事高管增持计划实施完毕，合计增持25.6万股，增持金额535.71万元；截至9月30日，三元生物累计回购公司股份46.07万股，占公司总股本0.23%，累计成交总金额1111.25万元（不含交易费用）；保龄宝实控人控制企业松径投资计划于2024年10月8日起6个月内增持公司总股本5%-10%，计划实施前，松径投资持有公司股份1367.48万股，占总股本3.70%

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：植提甜味剂需求旺盛、业绩有弹性且合成生物产能落地的莱茵生物（甜菊糖、罗汉果糖）、下半年重大产能扩张即将落地华康股份（木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、赤藓糖醇）、阿洛酮糖获批在即龙头受益的百龙创园（阿洛酮糖、膳食纤维、益生元）。

1.12 黄金珠宝

据 iFind, 本周(9.30-10.11)上海金交所黄金现货收盘价环比上升 0.34% 至 597.3 元/克，伦敦现货黄金环比+0.72% 至 2648.8 美元/盎司，周内金价高涨，主要系美联储宣布降息 50bps，降至 4.75%-5.00% 区间。根据国家统计局数据，2024 年 8 月金银珠宝类商业零售额同比下降 12.0%，弱于整体社零（+2.1%），金价在高位持续上涨，终端压力仍然较大。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。24 年 8 月我国宠食出口量为 28462 吨，同比 30.68%，以美元计价，出口金额同比+33.97%，从单价来看，美元计价下，8 月同比+2.51%，总体来看，出口量和总额、单价端均表现出同比增长。从主要贸易伙伴看，8 月美国市场继续恢复，出口总额/出口量分别同比 15.68%/21.29%。24 年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。



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