

目录索引

一、零食：业绩亮眼，景气延续	6
（一）收入端：“变革者”先行，“后觉者”跟进	6
（二）利润端：成本表现分化，修内功成共识	10
二、连锁：走出谷底，静待复苏	13
（一）收入端：开店策略调整，单店复苏偏缓	13
（二）利润端：成本已有改善，促销影响费率	14
三、速冻：短期扰动，不改长期价值	16
（一）收入端：景气缓慢恢复，龙头韧性强劲	16
（二）利润端：市场竞争加剧，静待盈利改善	18
四、乳制品：需求阶段性承压，盈利能力改善	21
（一）乳制品行业需求阶段性承压，原奶价格加速下行	21
（二）收入端：2023 年液奶弱复苏，婴幼儿奶粉/奶酪表现承压	22
（三）利润端：奶价下行期，乳企利润率普遍提升	24
五、保健品：国内短期承压，出海表现亮眼	27
（一）保健品行业：需求持续细化，线上占比进一步提升	27
（二）收入端：24Q1 内需承压，出海表现亮眼	28
（三）利润端：2023 年龙头业绩高增，24Q1 表现分化	29
六、投资建议	30
七、风险提示	31

图表索引

图 1: 零食板块单季度收入及归母净利润增速	6
图 2: 零食板块单季度净利率和毛利率情况	6
图 3: 渠道变革下流量蛋糕重新分配 (%)	7
图 4: 零食量贩渠道市场规模及门店数量	7
图 5: 抖音电商零食/坚果/特产销售表现	7
图 6: 主要上市公司 2022-24Q1 抖音电商销售 (亿元)	7
图 7: 制造类食品公司单季度收入增速 (%)	9
图 8: 渠道类食品公司单季度收入增速 (%)	9
图 9: 主要进口坚果原材料价格同比表现	10
图 10: 大豆油/棕榈油价格同比表现	10
图 11: A 股连锁业态公司单季度收入增速 (%)	13
图 12: 周黑鸭累计营业收入增速 (%)	13
图 13: 鸭副冻品主要价格走势 (元/kg)	15
图 14: 紫燕主要原材料价格走势 (%)	15
图 15: 餐饮收入增速 (%)	17
图 16: 餐饮新增与吊销数据 (万家)	17
图 17: 速冻及烘焙食品营收 (亿元)	18
图 18: 速冻及烘焙食品单季度营收同比增速 (%)	18
图 19: 烘焙食品营收 (亿元)	18
图 20: 烘焙食品单季度营收同比增速 (%)	18
图 21: 24Q1 国内乳制品生产量同比增长 1.0%	21
图 22: 2024 年 1-2 月全渠道乳制品同比-6.1%	21
图 23: 2024 年以来原奶价格延续下行趋势	22
图 24: 1-2 月大包粉进口量/均价同比-3.1%/-20.2%	22
图 25: 重点乳制品公司 2023 年液奶业务增速普遍略回升	23
图 26: 2023 年我国新出生人数为 902 万人 (万人&%)	24
图 27: 2023 年婴幼儿奶粉销售额同比-13.9%	24
图 28: 重点乳制品公司 2023 年奶粉收入普遍下滑	24
图 29: 2023 年国内 VDS 行业收入 2253 亿元	28
图 30: 春节后保健品线上销售同比下滑	28
图 31: 保健品品牌商 2023 年以来单季度收入增速对比	29
图 32: 保健品生产商 2023 年以来单季度收入增速对比	29
表 1: 零食公司战略调整/新渠道拥抱的时间及内容	7
表 2: 零食公司营业总收入及增速 (亿元)	9
表 3: 零食公司毛利率表现对比 (%)	10

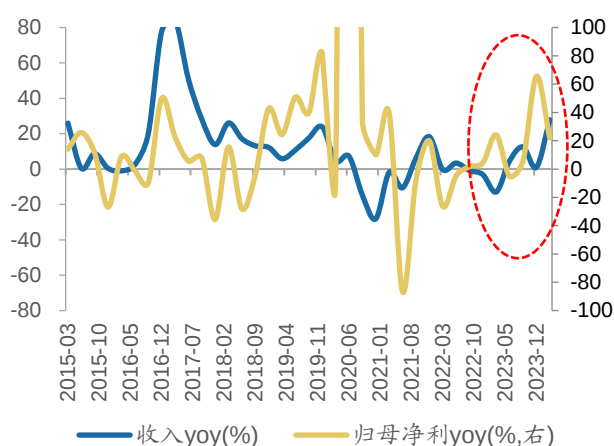
表 4: 零食公司销售费用率表现对比 (%)	11
表 5: 零食公司管理费用率 (含研发) 表现对比 (%)	11
表 6: 零食公司销售净利率表现对比 (%)	12
表 7: 零食公司扣非净利率表现对比 (%)	12
表 8: 连锁食品公司 2023 年门店及单店表现	13
表 9: 连锁食品公司分节奏表现	14
表 10: 连锁卤味毛利率、销售费用率、管理费用率 (含研发)、净利率和扣非净利率对比 (%)	15
表 11: 营收增速与扣非归母净利润增速 (%)	16
表 12: 主要速冻原材料价格同比变动 (%)	19
表 13: 速冻烘焙企业毛利率对比 (%)	19
表 14: 速冻烘焙企业费用率对比 (%)	20
表 15: 速冻烘焙企业净利率对比 (%)	20
表 16: 重点乳制品上市公司 2023 年及 2024Q1 收入表现 (亿元)	22
表 17: 重点乳制品公司 2023 年及 2024Q1 归母净利润 (亿元)	25
表 18: 重点乳制品公司毛销差和同比变动	26
表 19: 重点乳制品公司管理费用率和同比变动	26
表 20: 重点乳制品公司 2023 年及 2024Q1 归母净利率及同比变动	26
表 21: 重点乳制品公司 2023 年及 2024Q1 扣非后净利率及同比变动	27
表 22: 重点保健品公司 2023 年及 2024Q1 收入 (亿元)	29
表 23: 重点保健品公司 2023 年及 2024Q1 归母净利润 (亿元) 及同比增速	29
表 24: 重点保健品公司毛利率和销售费用率及同比变化	29
表 25: 重点保健品公司 2023 年及 2024Q1 归母净利率及同比变化	30

注：如未特别说明，本文数据来源为wind。

一、零食：业绩亮眼，景气延续

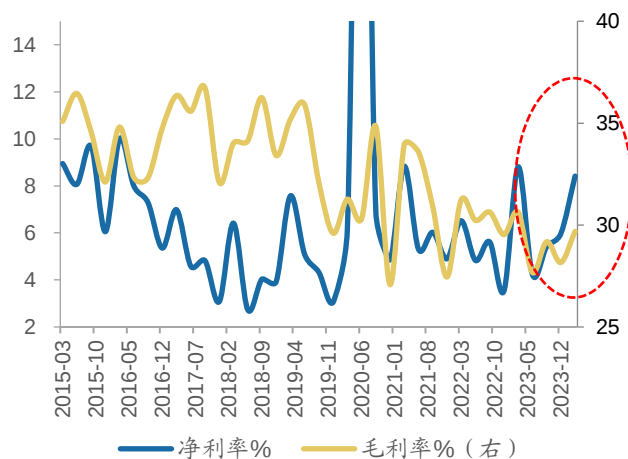
板块表现：2023年零食整体迎来收入和利润双向增长，其中24Q1利润率提升明显。具体看，A股零食板块2023Q1-4收入同比分别为-12.9%/+4.6%/+12.5%/+1.0%，24Q1零食收入同比+27.9%，在连续两年新渠道和新产品贡献下，整个板块均处于高景气区间，其中24Q1在春节旺季错期下迎来收入端高增。利润端，因原材料波动及渠道策略调整，综合毛利率表现相对平稳，但在提质增效的大环境下零食板块整体净利率迎来逐季提升。2023Q1-Q4毛利率分别为30.6%/27.7%/29.2%/28.2%，24Q1毛利率29.7%，规模效应下环比提升明显。2023Q1-4销售净利率分别为8.8%/4.2%/5.4%/6.0%，24Q1销售净利率为8.4%，接近2023年同期。板块24Q1整体归母净利润增速为+22.0%，收入和利润共振向上，Q1旺季特征明显。

图1：零食板块单季度收入及归母净利润增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，注：零食板块包括洽洽食品、好想你、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、三只松鼠、有友食品、黑芝麻、良品铺子、来伊份

图2：零食板块单季度净利率和毛利率情况



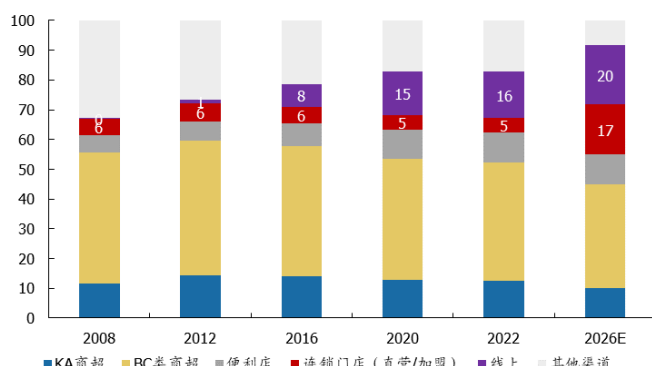
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，注：零食板块包括洽洽食品、好想你、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、三只松鼠、有友食品、黑芝麻、良品铺子、来伊份

（一）收入端：“变革者”先行，“后觉者”跟进

新渠道红利奠定零食板块过去两年高景气，零食企业思变的节奏决定其业绩的拐点。行业角度看，2022年以来，以零食量贩和抖音电商为代表的新渠道成为流量风口，在消费行业整体承压下均带来翻倍的成长速度。以零食量贩为例，根据艾媒咨询和灼识咨询统计，2022年零食量贩门店数或超万家，2023年在各地品牌快速跑马圈地下总门店数或超3万家（详见《盐津铺子：三问三答探究空间与节奏》）；此外，根据蝉妈妈统计，2023年抖音零食类销售额合计达464亿元，24Q1销售额达174亿元，已和2023年上半年销售额相当，同期三只松鼠、盐津铺子等抖音销售额均迎来翻倍以上的增长。面对流量场的变革，我们梳理上市公司转型布局的时间节点发现，积极响应或前瞻布局的公司率先享受流量红利。例如，盐津铺子2021年便针对商超流量承压，消费倾向分层等进行渠道和供应链调整，2021年末便积极推进零食量贩等新兴渠道合作，改革也在2022H2率先迎来兑现期。随后甘源食品、好想你、三只松

鼠等品牌针对消费环境的变化依次调整渠道策略，积极拥抱以零食量贩、抖音电商为代表的渠道，并注重产品性价比且分层布局，收入也逐步迎来逐季加速。

图3：渠道变革下流量蛋糕重新分配（%）

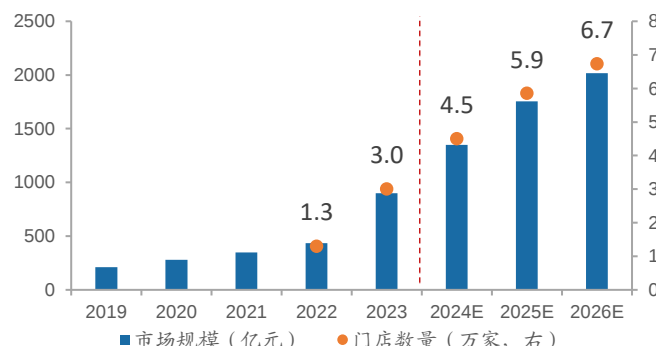


数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

注：2026年渠道结构为预测值或与实际情况存在出入

图4：零食量贩渠道市场规模及门店数量

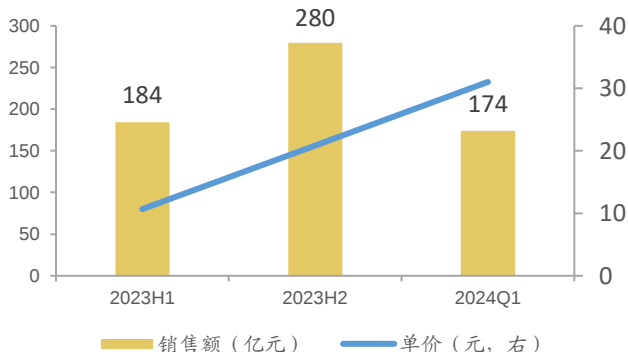
2023年末预计行业门店数超3万家，CR3超40%，渗透率超40%



数据来源：艾媒咨询，灼识咨询，广发证券发展研究中心，

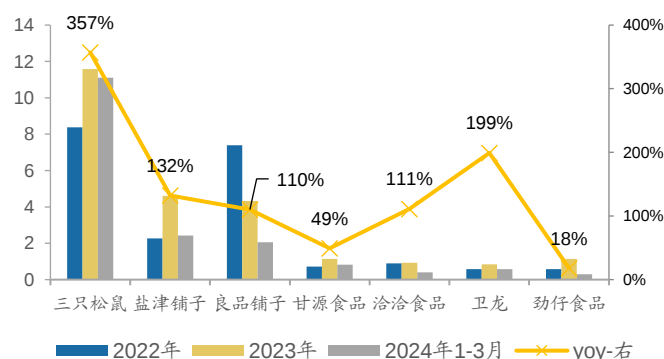
注：2023年及之后为预测值或与实际情况存在出入

图5：抖音电商零食/坚果/特产销售表现



数据来源：蝉妈妈，广发证券发展研究中心

图6：主要上市公司2022-24Q1抖音电商销售（亿元）



数据来源：蝉妈妈，广发证券发展研究中心

表1：零食公司战略调整/新渠道拥抱的时间及内容

分类	公司	调整时间及相关内容	2024年工作重心
制造型	盐津铺子	2021年全面战略转型 ：2021年公司按照“多品牌、多品类、全渠道、全产业链、(未来)全球化”中长期战略，全面启动供应链转型升级提升产品力，品类做减法（聚焦核心品类），渠道做加法（拓展全渠道），供应链数量做减法体量做加法，并整合上下游延伸打造全产业链，公司产品品牌定位【好吃不贵，国民零食】，致力于【以尽可能低的价格向消费者提供安全、美味、健康的品牌零食】	1、聚焦核心品类，推进品牌种树战略；2、精耕全渠道战略，积极开发新市场（发力零食量贩、强化多品类电商优势、定量装聚焦核心品类、散装渠道持续深耕）；3、打造韧性供应链，用优质原料造精品；4、推进数字化升级，加速驱动企业现代化转型；5、主动担当社会责任，持续开展社会公益活动。
	劲仔食品	2021年以来发展“大包装+散称”策略 ，量贩及抖音等新渠道合作相对克制：公司以“大包装+散称”产品组合为基础，	1、品牌升级，提升价值感知；2、完善渠道布建，提高渠道质量（将经销商铺货率作为销售考核指标之一，提高经

		推动产品进入线下高势能渠道。2023Q1 公司已与超 40 家零食专营系统合作，单季度收入超 2kw。	销商质量，增加单店产出）；3、围绕战略单品核心，打造丰富产品矩阵；4、提升自主制造能力，降本增效；5、完善供应链布局，提高公司竞争力；6、加大数字化投入，持续提高经营效率；7、提升组织凝聚力；8、规范治理，投关维护
	甘源食品	2022H2 跟随调整 ：2022 年原计划增加五千条专柜，但是根据目前商超人流的情况变化，公司没有将投柜作为首要工作，2022 年下半年的重点工作主要是 零食渠道的开发以及商超渠道的大包装投放 。	1、增强品牌建设；2、稳步推进全渠道发展策略（ 线下将继续稳步推进传统商超渠道业务发展，进一步拓展高端会员店、零食量贩店等 ）3、持续开发创新优质产品；4、完善科学生产运营及信息化管理；5、加强人才引进与培养
	洽洽食品	2023 年初拥抱新渠道 ：2023 年初公司加大零食专营和量贩渠道的合作，2-3 月份陆续有新增渠道和产品进场合作。2023 年 12 月份销售额约 3000 万元，2024 年 1 月份销售额近 5000 万元。公司会加大零食量贩渠道的布局，开拓新的产品，不断提升在零食量贩渠道的渗透率。	1、加大内容营销，整合、统筹营销资源，不断提升品牌力；2、聚焦品类产品创新发展，不断提升产品力；3、全面开展渠道精耕， 拓展下沉市场，线上渠道、新渠道等同步发展 ；4、持续推动供应链升级，不断提高运营效益；5、组织配称战略，激发组织活力。
	好想你	2023 年末投资零食很忙，加大对零食量贩合作力度 ：2023 年 12 月好想你出资 7 亿持有零食很忙（含赵一鸣）6.64%股权。2023 年零食渠道收入达 0.55 亿元且主要集中在 Q4。	1、“两个健康双增长”战略；2、品牌文化因果逻辑战略；3、科技创新持续改进发展战略；4、红枣纵深可持续发展战略 5、健康锁鲜食品引领发展战略；6、产品层级优化再造发展战略；7、深耕渠道发展战略；8、供应链三保一降一创新发展战略；9、系统数据化赋能发展战略；10、组织人才体制机制发展战略。
渠道型	三只松鼠	2022 年 4 月推出全面战略转型面向全渠道，2023 年定调“高端性价比” ：2022 年定调“聚焦坚果产业，打造多品牌模式，逐步向健康化、数字化、全球化迈进”战略；以“高端性价比”为总战略，牵引内外部变革；聚焦坚果品类深耕，推动零食大单品，构建“全品类”基本盘；全面拥抱新兴渠道，调整传统渠道，构建“全渠道”经营能力。	2024 年公司规划的总体目标是：“重回百亿，在全中做强” 1、以“一品一链”为核心，做强一批大单品（ 实现总成本领先 ）；2、以“抖+N”协同为核心，做强全渠道（ 在渠道建设上特别聚焦分销业务逐步推动日销品区域化深度分销的打造以及社区零食店在根据地市场的密度布局 ）；3、以“品销合一”为核心，做强新组织；4、以“儿童高端健康零食”为定位，做强子品牌小鹿蓝蓝。
	万辰集团	2022 年 8 月公司通过收并购实现农业向零食量贩扩张 ：于 2023 年 10 月将旗下“陆小馋”、“好想来”、“来优品”和“丫嘀丫嘀”四大品牌统一合并为“好想来品牌零食”。23 年门店 4726 家门店，合计收入 87.6 亿元。	1、在优势区域加密拓店，依托优势区保持稳健快速扩张；2、拓宽供应链深度与广度（ 将加大与现有供应商的合作力度，并积极寻找同行业头部供应商以及当地优秀供应商的合作 ）3、持续发力品牌建设。

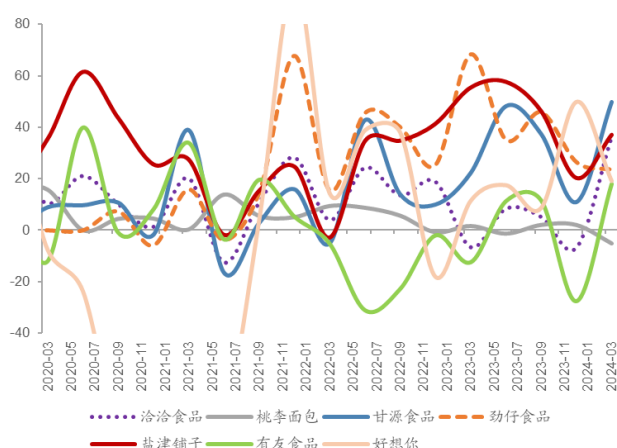
数据来源：投资者关系活动记录表、各家公司 2022/2023 年年报、对外增资公告、战略转型公告、广发证券发展研究中心

制造类：新渠道及新产品贡献下，大多数制造类零食公司表现较优。2023 年盐津铺子、劲仔食品和甘源食品等景气延续，收入均快于板块平均。24Q1 零食各公司在春节贡献及新渠道或新产品贡献下多数迎来收入高增，其中甘源和西麦表现居前。为剔除春节错期的影响，综合 Q4 和 Q1 整体看，好想你/西麦/盐津/甘源/劲仔分别同比 +34.6%/+34.5%/+28.5%/+28.3%/+25.1%，好想你和西麦 Q4 和 Q1 综合表现明显快于 2023 年全年，其中好想你主要系 Q4 红枣贸易贡献部分增量，西麦主要系电商、零食量贩及复合麦片高速增长所致，与之形成对比的是桃李和有友，收入端均有所承

压。洽洽和卫龙因占据品类品牌心智，2023年整体表现相对稳健，其中洽洽在春节坚果礼赠需求较旺下Q1收入增速创2020年以来新高。

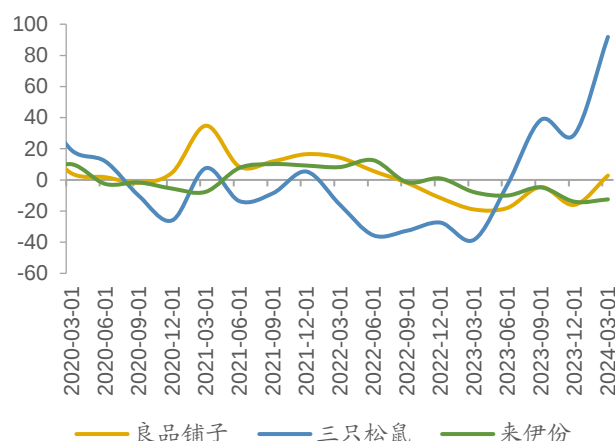
渠道类：以三只松鼠为例，审时度势积极应对流量变化的公司重获新生。渠道类公司分化较为明显，因直面新流量冲击且变革多会动摇原有渠道根基，因此改革较难一蹴而就，找到适合自身渠道基因的转型之路更为重要。三只松鼠2022年4月推出全面战略转型，2023年定调“高端性价比”，抖音电商先行并加速线下分销及零食社区店拓张，多点发力下于23H2走出低谷期，并在24Q1创下92%的收入增长弹性。与之形成对比的是仍在探索适合自身转型之路的良品铺子和来伊份。

图7：制造类食品公司单季度收入增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：渠道类食品公司单季度收入增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表2：零食公司营业总收入及增速（亿元）

分类	公司	2023	YOY (%)	23Q4	YOY (%)	24Q1	YOY (%)	Q4+Q1-YOY (%)
制造型	洽洽食品	68.1	-1.1	23.3	-6.9	18.2	36.4	8.2
	桃李面包	67.6	1.1	16.9	2.0	14.0	-5.2	-1.4
	盐津铺子	41.2	42.2	11.1	20.2	12.2	37.0	28.5
	卫龙	48.9	5.1	---				
	甘源食品	18.5	27.4	5.3	10.9	5.9	49.8	28.3
	劲仔食品	20.7	41.3	5.7	26.5	5.4	23.6	25.1
	西麦食品	15.8	18.9	4.5	22.2	5.7	46.1	34.5
	好想你	17.3	23.4	6.4	49.8	4.9	19.1	34.6
	有友食品	9.7	-5.7	2.1	-27.6	2.8	18.0	-7.1
渠道型	三只松鼠	71.1	-2.4	25.3	29.2	36.5	91.8	60.0
	良品铺子	80.5	-14.8	20.5	-16.0	24.5	2.8	-6.7
	来伊份	39.8	-9.2	9.7	-14.0	10.6	-12.5	-13.2

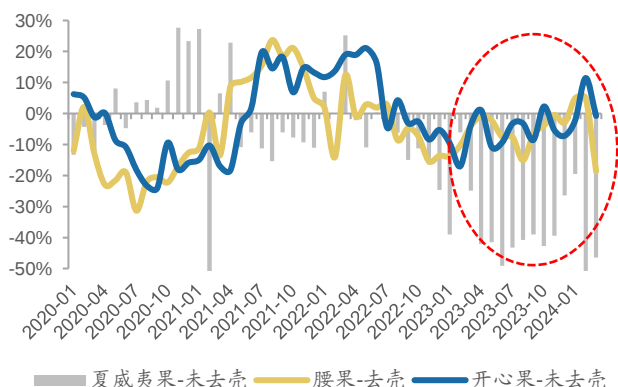
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：公司分类以主要收入模式界定，其中三只松鼠处于渠道型向制造型转型

(二) 利润端：成本表现分化，修内功成共识

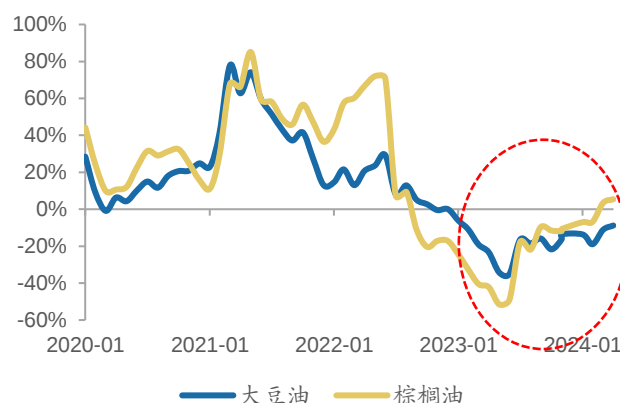
毛利率：因成本各异呈现分化，渠道结构调整亦有扰动。从2023年零食公司毛利率表现看，卫龙、甘源、劲仔、西麦、好想你等毛利率均同比略有提升，其中卫龙、甘源的主要原材料之一棕榈油等在2023年同比大幅回落；劲仔的毛利率提升主要集中在2023H2，系小鱼采购价格回落及鹤鹑蛋毛利率环比持续爬坡。2023年毛利率同比回落的主要包括洽洽、桃李、盐津、有友和松鼠等，其原因又可分为三类，其中洽洽主要系原材料成本上涨带来的毛利率扰动，剩余包括需求疲软影响，折旧摊销增加及渠道结构调整影响。例如，盐津铺子在“性价比策略”下通过让利消费者实现以价换量，带动整体销售周转效率提升，需结合净利率看实际经营表现。综合Q4和Q1毛利率情况，整体与2023年节奏相似，其中劲仔食品毛利率弹性更佳，2024年我们认为在成本红利释放叠加规模效应贡献下或为其利润率抬升的元年。

图9：主要进口坚果原材料价格同比表现



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：大豆油/棕榈油价格同比表现



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表3：零食公司毛利率表现对比（%）

分类	公司	2023	Δ-pcts	23Q4	Δ-pcts	24Q1	Δ-pcts	Q4+Q1	Δ-pcts
制造型	洽洽食品	26.8	-5.2	29.3	-5.3	30.4	1.9	29.8	-2.7
	桃李面包	22.8	-1.2	21.2	-3.0	23.1	-0.8	22.1	-2.0
	盐津铺子	33.5	-1.2	31.1	-0.2	32.1	-2.5	31.6	-1.3
	卫龙	47.7	5.4						
	甘源食品	36.2	2.0	36.0	1.1	35.4	-1.0	35.7	0.2
	劲仔食品	28.2	2.5	32.6	7.9	30.0	4.0	31.4	6.0
	西麦食品	44.5	1.4	45.7	3.6	43.7	1.3	44.6	2.3
	好想你	25.7	2.9	25.5	6.7	29.4	2.7	27.2	4.5
	有友食品	29.4	-1.9	24.8	-9.5	31.4	-2.4	28.6	-5.5
渠道型	三只松鼠	23.3	-3.4	20.8	-3.8	27.4	-0.9	24.7	-1.7
	良品铺子	27.7	0.2	25.4	-0.4	26.4	-2.7	26.0	-1.5
	来伊份	42.2	-0.9	41.4	0.4	41.5	-1.6	41.5	-0.7

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

费用率：终端需求分层下促销政策分化，行业竞争加剧下降本增效修内功成共识。

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

从2023年零食公司销售费用率表现看，洽洽、盐津、甘源、好想你、松鼠等同比均有明显回落，而卫龙、西麦和有友销售费用率同比略有提升，其余公司表现相对平稳。综合Q4和Q1表现看，西麦因线上增速加快对费用率略有影响，有友因渠道拓张且收入略承压，销售费用率同比仍上升，其余制造类零食公司在春节旺季下销售费用率同比均回落，其中盐津铺子若还原股权激励费用回落幅度更多。管理费用率方面，2023年主要零食公司多以降本增效为主，仅有友、良品和来伊份管理费用率（含研发）略有提升，综合Q4和Q1看，仅劲仔、甘源和有友同比提升，其中劲仔主要系管理人员薪酬、股份支付费用增加、原料采购量增加导致冷藏费增加所致；甘源主要系2022年研发费用投放节奏影响。

表4：零食公司销售费用率表现对比（%）

分类	公司	2023	Δ-pcts	23Q4	Δ-pcts	24Q1	Δ-pcts	Q4+Q1	Δ-pcts
制造型	洽洽食品	9.1	-1.1	9.0	-2.9	12.3	1.7	10.4	-1.0
	桃李面包	8.1	0.0	8.4	0.1	8.2	-0.1	8.3	0.0
	盐津铺子	12.5	-3.3	13.2	0.4	13.0	-0.8	13.1	-0.2
	卫龙	16.5	2.9						
	甘源食品	11.5	-2.5	11.1	-1.9	13.1	-0.6	12.1	-1.2
	劲仔食品	10.8	0.1	9.0	-2.0	13.1	1.2	11.0	-0.4
	西麦食品	31.5	1.8	36.3	7.3	30.2	4.1	32.9	5.3
	好想你	21.1	-1.5	17.3	-6.3	21.8	2.1	19.3	-2.4
	有友食品	12.2	2.9	14.8	5.6	11.8	2.4	13.1	3.8
渠道型	三只松鼠	17.4	-3.6	16.3	-0.4	16.3	1.1	16.3	0.3
	良品铺子	19.5	0.9	20.6	1.4	16.3	0.4	18.9	0.8
	来伊份	27.9	0.5	27.0	-0.2	25.4	0.5	26.2	0.2

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表5：零食公司管理费用率（含研发）表现对比（%）

分类	公司	2023	Δ-pcts	23Q4	Δ-pcts	24Q1	Δ-pcts	Q4+Q1	Δ-pcts
制造型	洽洽食品	5.2	-0.5	3.8	-1.5	4.7	-1.9	4.2	-1.6
	桃李面包	2.5	0.1	2.4	-0.4	3.1	0.3	2.7	-0.1
	盐津铺子	6.4	-0.7	6.3	-0.4	5.5	-1.6	5.9	-1.0
	卫龙	9.4	-1.0						
	甘源食品	5.0	-1.0	4.4	2.2	4.5	-0.9	4.5	0.8
	劲仔食品	6.0	-0.6	6.7	1.2	5.7	0.2	6.2	0.7
	西麦食品	6.4	-0.2	6.8	0.5	4.7	-0.6	5.8	-0.2
	好想你	9.2	-1.9	8.3	-0.9	7.5	-0.9	8.8	-0.9
	有友食品	5.4	0.5	8.9	4.8	3.9	-0.7	6.0	1.8
渠道型	三只松鼠	3.5	-0.9	2.8	-2.1	1.5	-2.0	2.0	-2.2
	良品铺子	6.1	0.5	6.3	1.0	5.1	-0.5	5.6	0.1
	来伊份	13.3	0.4	11.1	-0.3	10.8	-0.7	10.9	-0.5

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

净利率：2023年卫龙、甘源食品、盐津铺子利润弹性较佳，2024年重点关注劲仔和洽洽。从2023年零食公司净利率表现看，卫龙、好想你和甘源居前，其中卫龙主要系2022年上市存在IPO一次性支付及雇员报酬扰动，还原后扣非净利率提升2.8pcts，主要源自毛利率提升；好想你主要系2022年集中减值影响，2023年仍亏损；甘源主要系2023年棕榈油成本大幅回落带叠加渠道效率提升和税率减免等贡献，2023年利润率处于历史较高水平。综合Q4和Q1表现，甘源和好想你同比仍较优，此外劲仔自Q4以来净利率环比提升明显，根据前文所述预计2024年其利润率弹性值得期待。考虑洽洽Q1扣非净利率同比已实现正增长，成本改善或在24Q2迎来报表弹性，全年维度看利润率有望迎来修复式增长。

表6：零食公司销售净利率表现对比（%）

分类	公司	2023	Δ-pcts	23Q4	Δ-pcts	24Q1	Δ-pcts	Q4+Q1	Δ-pcts
制造型	洽洽食品	11.8	-2.4	12.8	-1.3	13.2	-0.1	13.0	-0.8
	桃李面包	8.5	-1.1	6.8	-2.3	8.2	-1.2	7.4	-1.8
	盐津铺子	12.5	2.0	9.9	0.9	13.1	0.5	11.6	0.8
	卫龙	18.0	14.8	—					
	甘源食品	17.8	6.9	21.5	7.2	15.6	1.5	18.4	4.2
	劲仔食品	10.3	1.9	13.5	6.1	13.8	4.8	13.6	5.5
	西麦食品	7.3	-0.9	5.2	-1.5	8.0	-2.2	6.7	-1.8
	好想你	-3.3	11.2	-2.0	32.4	2.5	-0.3	-0.1	16.0
	有友食品	12.0	-3.0	4.9	-12.5	15.7	-4.6	11.1	-7.6
渠道型	三只松鼠	3.1	1.3	2.0	0.2	8.5	-1.6	5.8	-0.1
	良品铺子	2.2	-1.3	-0.6	-2.5	2.5	-3.7	1.1	-2.9
	来伊份	1.6	-0.8	5.9	3.1	5.8	0.0	5.9	1.5

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表7：零食公司扣非净利率表现对比（%）

分类	公司	2023	Δ-pcts	23Q4	Δ-pcts	24Q1	Δ-pcts	Q4+Q1	Δ-pcts
制造型	洽洽食品	10.4	-1.9	12.3	-0.6	12.2	1.5	12.2	0.1
	桃李面包	8.2	-1.2	6.4	-2.2	7.8	-1.1	7.0	-1.7
	盐津铺子	11.6	2.0	9.0	0.1	11.3	0.2	10.2	0.2
	卫龙	17.1	2.8	—					
	甘源食品	15.8	5.6	19.5	4.6	14.3	1.6	16.8	2.9
	劲仔食品	9.0	1.3	13.5	6.8	10.8	3.3	12.2	5.1
	西麦食品	6.0	-0.2	2.5	-4.1	7.4	-1.5	5.2	-2.5
	好想你	-3.4	11.8	-0.7	35.3	2.9	5.1	0.9	20.2
	有友食品	9.2	-4.6	0.0	-16.3	12.6	-4.0	7.2	-9.3
渠道型	三只松鼠	1.4	0.9	0.6	0.0	7.2	0.0	4.5	0.7
	良品铺子	0.8	-1.4	-2.8	-2.4	2.2	-2.2	0.0	-2.1
	来伊份	0.3	-1.1	4.4	3.3	4.4	-0.7	4.4	1.2

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

二、连锁：走出谷底，静待复苏

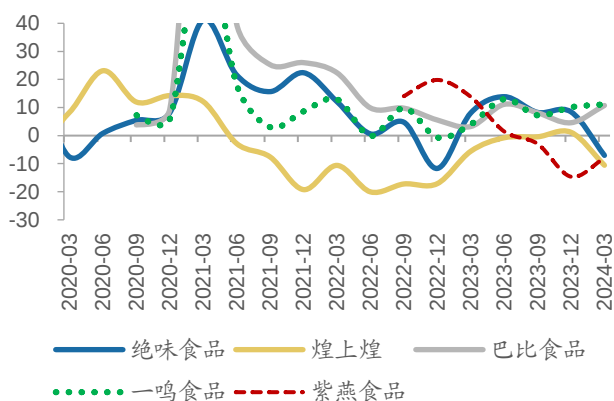
（一）收入端：开店策略调整，单店复苏偏缓

连锁类公司在经历连续三年的宏观环境扰动下，2023年逐步走出谷底，但因终端需求相对疲弱且“性价比”消费当道下整体复苏节奏仍较为缓慢。从结构看，自营类（多高势能店型）门店更优，单店加盟类拓店更具韧性。

开店：2023H2卤味龙头首次面临闭店调整，2024年整体开店节奏或放缓。2023年绝味/紫燕/周黑鸭/煌上煌/一鸣食品净增门店为874/510/387/572/129家，其中23H2绝味/紫燕/周黑鸭/煌上煌/一鸣食品净增门店为-212/68/110/284/240/62家，绝味和周黑鸭的加盟店在2023年下半年均迎来调整，主要针对经营质量相对欠佳的门店做系统性的梳理。此外，绝味引入新的加盟商来提升整体门店的运营效率。从战略角度看，2024年的工作重心多以提振单店为主，以有质量的增长为先，我们预计在行业竞争激烈且低价格带蓬勃发展下，上市连锁食品类公司2024年开店节奏或略放缓。

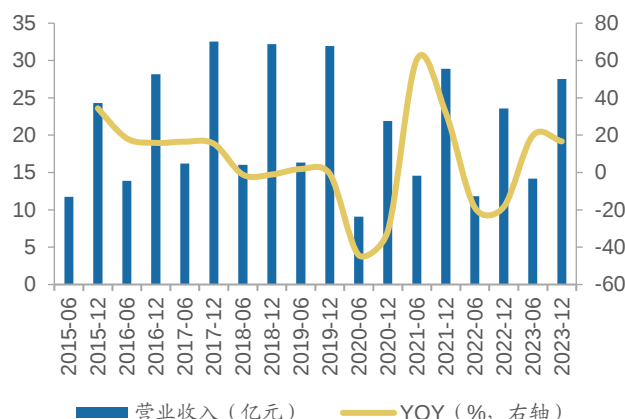
单店：2023H2终端需求疲软下单店压力加大，2024年整体修复斜率仍需观察。2023年自营门店（多高势能店型）在客流快速恢复且价格低敏感下恢复较快，周黑鸭和一鸣的自营门店2023年均实现单店同比正增长。节奏上看，2023H2单店整体恢复节奏被打断，在2022年同期低基数下同比回落幅度拉大。其中，紫燕和煌上煌单店同比出现双位数以上的下滑。2024年单店恢复节奏仍为连锁食品公司估值支撑的核心影响因素，考虑终端竞争的复杂性，目前仍需观察。

图11：A股连锁业态公司单季度收入增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图12：周黑鸭累计营业收入增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表8：连锁食品公司2023年门店及单店表现

分类	公司	门店数（家）			单店表现（万元/年）			2023（亿元）	
		2023	净增	YOY（%）	2023	YOY（%）	VS 2021 年	营业总收入	YOY（%）
连锁卤味	绝味食品	15950	874	5.8	39.0	-0.6	89%	72.6	9.6

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

	紫燕食品	6205	510	9.0	56.3	-10.7	92%	35.5	-1.5
	周黑鸭-自营	1720	274	18.9	92.6	7.9	68%	27.5	16.7
	周黑鸭-加盟	2096	113	5.7	38.4	-2.7	69%		
	煌上煌	4,497	572	14.6	33.6	-3.5	88%	19.2	-1.7
速冻	巴比食品	5043	570	12.7	26.3	-8.3	77%	16.3	6.9
乳品	一鸣食品-自营	618	-37	-5.6	103.6	14.9	127%	26.4	8.7
	一鸣食品-加盟	1440	166	13.0	71.5	4.9	97%		

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

注：绝味食品为卤制品销售收入（含包装食品）、紫燕食品为鲜货+预包装收入、巴比食品为加盟店收入、煌上煌为鲜货收入

表9：连锁食品公司分节奏表现

分类	公司	门店数（家）			单店表现（%）			24Q1（亿元）	
		2022	2023H1	2023H2	2022-yoy	23H1-yoy	23H2-yoy	收入	YOY（%）
连锁卤味	绝味食品	15076	16162	15950	-10.8	-0.9	-0.9	17.0	-7.0
	紫燕食品	5695	6137	6205	2.8	-6.0	-19.1	6.9	-8.0
	周黑鸭-自营	1446	1542	1720	-37.3	12.0	6.5	---	
	周黑鸭-加盟	1983	2164	2096	-28.9	-1.2	-7.0		
	煌上煌	3925	4213	4497	-9.1	3.8	-12.4	4.6	-10.6
速冻	巴比食品	4473	4803	5043	-16.2	-1.3	-8.1	3.5	10.7
乳品	一鸣食品-自营	655	622	618	10.2	27.6	10.9	6.4	11.1
	一鸣食品-加盟	1274	1374	1440	-7.2	2.8	-2.8		

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

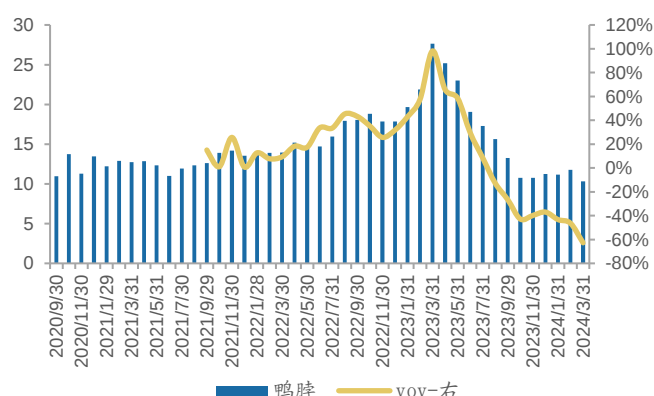
注：绝味食品为卤制品销售收入（含包装食品）、紫燕食品为鲜货+预包装收入、巴比食品为加盟店收入、煌上煌为鲜货收入

（二）利润端：成本已有改善，促销影响费率

毛利率：2023H1鸭脖高位影响休闲卤味公司表现，2024年利润弹性有待释放。2023年绝味、周黑鸭、巴比毛利率同比回落，其中休闲卤味主要原材料鸭脖23Q2攀升至历史高点28元/kg，随后逐月回落至目前11元/kg附近，核心原材料价格上涨为绝味和周黑鸭2023年毛利率阶段性承压的主要影响因素。紫燕、煌上煌因部分餐卤产品为牛肉等，其2023年价格同比持续回落，因此毛利率同比有所支撑。巴比毛利率主要系产能爬坡带来的折旧摊销影响。2024年考虑休闲卤味主要原材料鸭脖目前维系在11元/kg附近，24Q2有望迎来较强的毛利率弹性。餐卤等主要原材料价格相对稳定，预计毛利率波动幅度或不大。

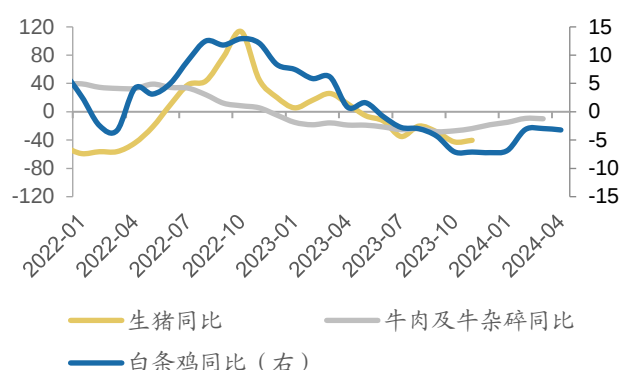
净利率：门店调整叠加降本增效，大部分连锁类公司的扣非净利率均实现正增长。销售费用率方面，2023年除紫燕外连锁食品公司的费用率均同比回落，其中周黑鸭和一鸣食品回落较为明显，或系自营门店折旧摊销的减少带来销售费用率的改善。管理费用率（含研发）表现分化，绝味、周黑鸭和一鸣食品同比回落，其余公司同比略有提升，主要系股权激励费用影响。综合看，2021-2023年主要连锁食品公司均逐步走出净利率低点，24Q1除紫燕外其余公司扣非净利率环比持续提升，2024年利润或先于收入率先迎来修复。

图13: 鸭副冻品主要价格走势 (元/kg)



数据来源: 水禽行情网, 广发证券发展研究中心

图14: 紫燕主要原材料价格走势 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表10: 连锁卤味毛利率、销售费用率、管理费用率 (含研发)、净利率和扣非净利率对比 (%)

分类	公司	过去三年表现			2023 年 同增 pct	2023Q4		2024Q1	
		2021	2022	2023		23Q4	同增 pct	24Q1	同增 pct
毛利率	绝味食品	31.7	25.6	24.8	-0.8	26.9	4.4	30.0	5.7
	紫燕食品	21.6	16.0	22.5	6.5	15.8	4.7	20.9	2.2
	周黑鸭	57.8	55.0	52.4	-2.6	---			
	煌上煌	33.0	28.2	29.1	0.9	30.7	6.4	35.6	6.5
	巴比食品	25.7	27.7	26.3	-1.4	27.0	-0.9	25.9	1.7
	一鸣食品	31.1	29.5	30.5	1.0	31.6	5.1	30.6	1.3
销售费用率	绝味食品	8.0	9.8	7.4	-2.3	8.3	-0.6	7.9	1.1
	紫燕食品	3.2	3.8	6.1	2.3	9.7	4.1	5.2	0.7
	周黑鸭	37.6	39.5	35.7	-3.7	---			
	煌上煌	16.9	16.3	14.9	-1.4	27.2	-1.4	14.2	2.4
	巴比食品	6.6	5.7	5.6	-0.1	5.6	-1.2	5.0	-2.3
	一鸣食品	22.6	25.6	20.4	-5.2	23.8	4.6	18.5	-0.6
管理费用率	绝味食品	6.9	8.3	7.0	-1.4	6.3	-2.5	6.9	0.1
	紫燕食品	5.8	4.9	5.0	0.2	6.7	2.4	6.9	0.1
	周黑鸭	10.7	13.2	11.5	-1.6	---			
	煌上煌	8.9	10.9	11.4	0.5	18.6	0.8	13.6	3.2
	巴比食品	6.8	7.8	8.0	0.3	6.5	-1.4	8.5	-2.0
	一鸣食品	7.6	7.8	7.5	-0.3	6.9	-3.9	8.3	0.1
净利率	绝味食品	14.8	2.9	4.4	1.4	-3.2	-3.7	9.4	2.2
	紫燕食品	10.3	6.0	9.6	3.6	0.2	1.0	7.7	1.9
	周黑鸭	11.9	1.1	4.2	3.1	---			
	煌上煌	6.2	1.0	3.4	2.5	-9.4	9.1	7.0	0.4
	巴比食品	22.8	14.4	13.2	-1.2	13.5	-7.1	11.4	-1.1
	一鸣食品	0.9	-5.3	0.8	6.2	-1.9	8.5	1.6	0.8
扣非	绝味食品	11.0	3.9	5.5	1.6	2.1	2.8	9.2	1.8

净利率	紫燕食品	8.8	5.0	7.8	2.8	-2.1	0.0	5.6	1.1
	周黑鸭	8.5	-3.3	3.0	6.3	—			
	煌上煌	5.0	0.2	2.5	2.3	-11.3	8.2	5.8	0.0
	巴比食品	11.1	12.1	10.9	-1.2	12.5	1.5	10.7	4.3
	一鸣食品	0.3	-4.8	0.9	5.7	-1.4	6.1	1.6	1.1

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

三、速冻：短期扰动，不改长期价值

我们将安井食品、三全食品、惠发食品、海欣食品、千味央厨、味知香划分为速冻及预制食品板块，立高食品、海融科技、南侨食品划分为烘焙食品板块，并复盘了2023年及2024Q1上述两个板块内各公司分季度的营收增速、扣非归母净利润增速情况，可以发现：

（1）速冻及预制食品：2023年板块整体营收/扣非归母净利润分别同比增长9.6%/22.7%，单Q4板块整体营收/扣非净利润同比-4.1%/-1.8%，营收及利润增速放缓主要系终端餐饮需求转淡影响。2024Q1板块营收/扣非归母净利润分别同比增长7.6%/4.5%，其中行业龙头企业安井食品在板块整体增速放缓的情况下仍然实现较为亮眼的业绩表现。

（2）烘焙食品：线下消费受到冲击，饼店闭店率相对较高，制约销量增长，同时棕榈油、面粉等原材料价格大幅波动挤压利润空间，因此烘焙板块2023年整体营收/扣非归母净利润同比+13.5%/+14.3%，其中2023Q4营收/扣非归母净利润分别同比+5.1%/+19.2%。2024Q1板块整体营收/扣非归母净利润分别同比+9.5%/+70.7%，利润端显著改善主要系主要系原材料价格下行及成本采购管理初显成效贡献。

表11：营收增速与扣非归母净利润增速（%）

分类	公司	收入增速						扣非归母净利润增速					
		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q4+24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q4+24Q1
速冻	安井食品	36%	26%	17%	-6%	18%	4%	94%	72%	48%	-14%	22%	3%
	三全食品	1%	0%	3%	-22%	-5%	-13%	0%	17%	21%	-39%	-18%	-29%
	惠发食品	25%	22%	5%	52%	8%	32%	44%	48%	101%	172%	72%	141%
	海欣食品	6%	7%	-1%	11%	14%	12%	-30%	-1358%	-91%	-236%	-31%	-110%
	千味央厨	23%	40%	25%	25%	8%	17%	24%	39%	25%	27%	14%	21%
	味知香	9%	12%	-12%	-6%	-18%	-12%	13%	23%	-17%	-7%	-46%	-29%
烘焙	立高食品	26%	21%	30%	7%	15%	11%	23%	101%	53%	-149%	40%	-55%
	海融科技	12%	15%	2%	12%	6%	9%	-17%	21%	-37%	158%	53%	83%
	南侨食品	12%	7%	11%	1%	4%	3%	-40%	-19%	417%	333%	128%	214%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（一）收入端：景气缓慢恢复，龙头韧性强劲

速冻及预制食品：2023年速冻行业受复杂外部因素及市场竞争加剧等因素影响，板
识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/517031146122006110>