

春节旺季动销亮眼，成本红利延续释放

2024 年 05 月 23 日

➤ **零食：景气度延续，成本改善+规模效应下释放利润弹性。**收入端：春节错期季度环比略有波动，制造型企业持续受益新渠渗透及新品扩容，积极转型的渠道型企业亦表现亮眼。盐津铺子产品渠道共振下营收快速增长，劲仔食品渠道升级与供应链优化持续推进，三只松鼠在抖音放量+线下渠道深度调整持续放量。**利润端：**棕榈油、鲰鱼、鹌鹑蛋价格同比回落，销售放量带来规模效应，盈利能力持续优化。

➤ **连锁：短期品牌连锁同店承压，降本提效改善盈利水平。**收入端：消费需求分级导致卤味、包子店等品牌连锁需求偏弱、同店缺口仍在，拓店节奏放缓，绝味食品持续调整门店结构、关闭低店效门店；巴比食品受供给端竞争等影响同店仍有小幅缺口。**利润端：**牛肉、鸭副采购价格同比下行，卤味连锁毛利率改善较为明显，绝味食品降本增效改善盈利水平；巴比食品受益猪肉等原料成本回落，24Q1 毛利率同比提升。

➤ **速冻：餐饮供应链供给逐步出清，C 端需求平稳。**收入端：23 年 BC 分化，大 B 景气度更高；24 年以来大 B 客户降本增效需求提升，小 B 端边际改善，C 端需求平稳。23 年大 B 占比更高的干味央厨表现更优、24Q1 受大 B 影响有所放缓，安井食品春节返乡客流带动下主业增长稳健；C 端高基数+需求疲软下延续承压，三全食品商超渠道持续调整，味知香开店放缓、单店下滑。**利润端：**肉类、油脂等采购价延续低位，受益成本下行、规模效应及产品结构优化，安井食品/干味央厨净利率有所提升；三全食品受水饺下滑、费投增加影响盈利承压。

➤ **烘焙：需求弱复苏，渠道表现分化。**收入端：餐饮茶饮、会员商超、零食量贩等渠道需求较为旺盛，流通饼房、传统商超渠道（中保包装烘焙）持续分流。立高食品 23 年流通渠道收入同比基本持平，烘焙产品渗透率提升下商超及餐饮渠道增速较快；C 端复苏较缓，桃李短期经营承压。**利润端：**棕榈油、面粉价格同比回落，白糖持续上行，立高经营压力释放下 24Q1 盈利改善，海融科技、南侨食品成本改善释放利润弹性。

➤ **投资建议：**把握三条主线，1) 零食板块在性价比趋势下品类及渠道扩张逻辑持续验证，关注渠道及供应链能力边际强化的公司：推荐三只松鼠（“高端性价比”改革成效持续显现，24 年目标重回百亿）、盐津铺子、洽洽食品、甘源食品、良品铺子，关注劲仔食品、卫龙、好想你；2) 餐饮弱复苏、低预期下关注后续需求改善：推荐干味央厨（大 B 供应品类突破，小 B 扩展场景）、立高食品、安井食品、三全食品，关注海融科技、味知香、五芳斋；3) 连锁类更重单店质量，关注同店修复进程：推荐绝味食品、紫燕食品、巴比食品、煌上煌，关注周黑鸭。

➤ **风险提示：**原材料价格大幅上涨，下游需求恢复不及预期，食品安全风险。

推荐

维持评级



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

相关研究

- 2024 年春季糖酒会专题：春糖总结—产业回归平常心，积极寻求结构性机会-2024/03/26
- 乳制品 10 月线下商超&11 月线上淘系月度数据跟踪：双十一提振短期需求，低温奶线上增速亮眼-2023/12/31
- 民生食品饮料周报 20231224：批价环比稳定，左侧优选确定性-2023/12/24
- 食品饮料行业 2024 年度投资策略（酒饮篇）：取势，优选高势能-2023/12/19
- 食品饮料行业 2024 年度投资策略（食品篇）：本立而道生——必选胜在规模，可选胜在场景-2023/12/15

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
002847.SZ	盐津铺子	71.28	2.58	3.54	4.55	28	20	16	推荐
300783.SZ	三只松鼠	24.77	0.55	0.96	1.49	45	26	17	推荐
603345.SH	安井食品	99.29	5.04	5.75	6.54	20	17	15	推荐
001215.SZ	干味央厨	39.73	1.35	1.69	2.08	29	23	19	推荐
603517.SH	绝味食品	21.01	0.56	1.19	1.30	38	18	16	推荐
300973.SZ	立高食品	36.60	0.43	1.57	1.84	85	23	20	推荐
605338.SH	巴比食品	16.93	0.85	0.98	1.09	20	17	15	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 5 月 22 日收盘价）

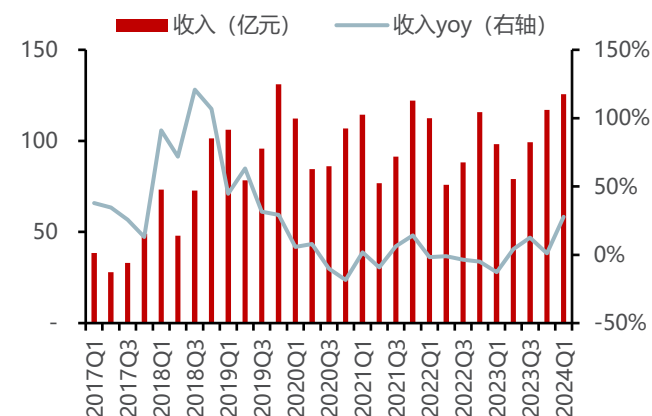
目录

1 零食：景气度延续，全渠多品布局	3
2 连锁：短期品牌连锁同店承压，降本提效改善盈利水平	8
3 速冻：餐饮供应链供给逐步出清，C端需求平稳	12
4 烘焙：需求弱复苏，渠道表现分化	17
5 投资建议	22
6 风险提示	24
插图目录	25
表格目录	25

1 零食：景气度延续，全渠多品布局

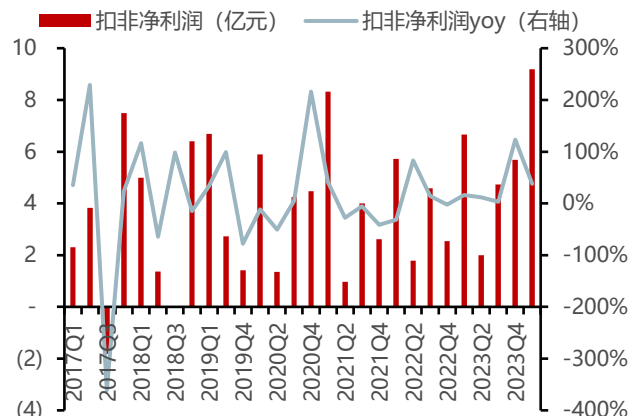
23Q4+24Q1 板块收入同比+13.3%，盈利能力相对稳健。受春节错期影响，24 年年节零食发货多集中在 Q1，SW 零食板块 23Q4/24Q1 单季度营业收入同比分别+0.96%/+27.87%，23Q4+24Q1 合并口径下营收同比+13.30%，整体增长稳健。费用端延续降本增效，23Q4/24Q1 管理费用率分别 4.86%/4.10%，同比-0.17/-1.33pcts；或受年节促销投放增加影响，23Q4/24Q1 销售费用率分别 15.14%/15.90%，同比-0.88/+0.46pcts。23Q4/24Q1 单季度扣非净利润同比分别+123%/+38.03%，盈利能力方面，自 23Q1 起毛利率、扣非净利率环比持续改善，或受渠道结构变化影响同比略有下滑，23Q4/24Q1 毛利率同比-1.37/-0.94pcts，23Q4/24Q1 扣非净利率同比+2.30/-0.40pcts。

图1：零食板块单季度收入及增速



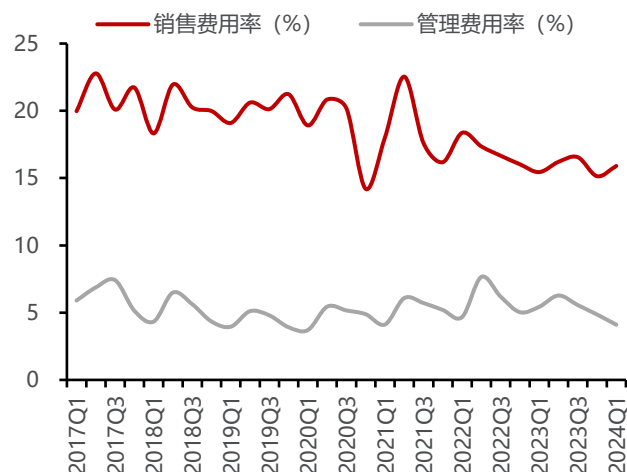
资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 零食，部分标的可能存在出入）

图2：零食板块单季度扣非净利润及增速



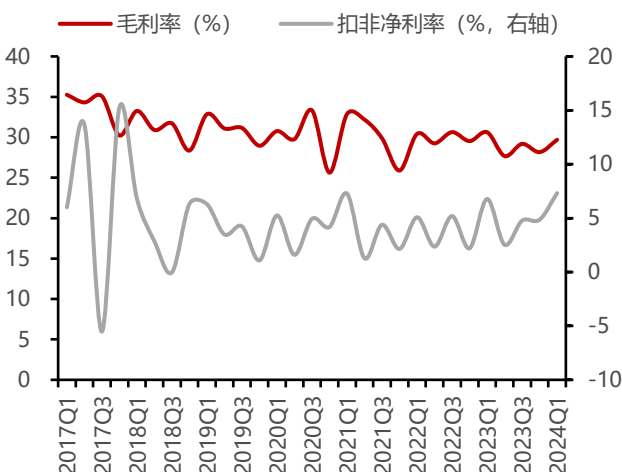
资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 零食，部分标的可能存在出入）

图3：零食板块单季度管理/销售费用率情况



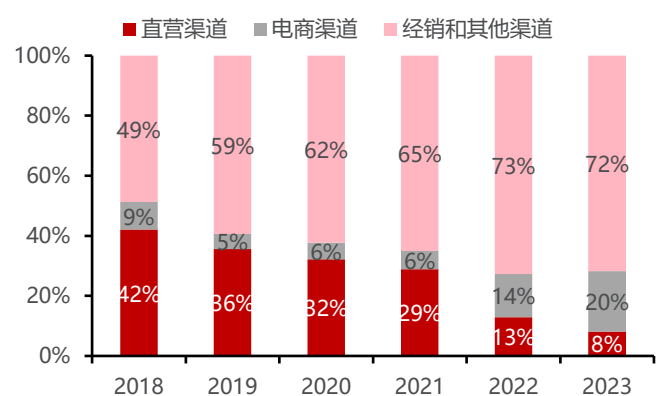
资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 零食，部分标的可能存在出入）

图4：零食板块单季度毛利率、扣非净利率情况

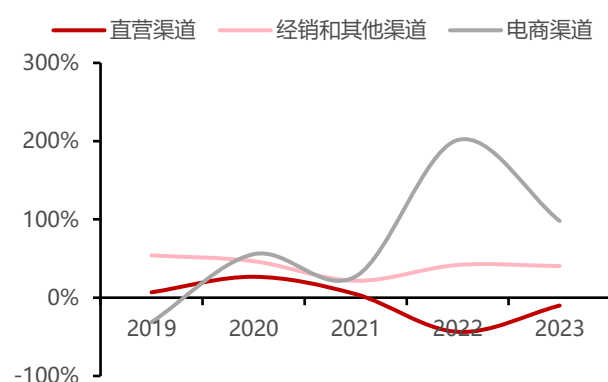


资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 零食，部分标的可能存在出入）

春节错期季度环比略有波动，全渠多品布局者持续受益。受春节错期影响，23Q4 营收增速环比有所放缓，24Q1 年货动销旺盛下全渠布局的制造型零食企业以及积极转型的三只松鼠表现亮眼。具体来看，**1) 制造型：**持续受益新渠渗透及新品扩容，23Q4+24Q1 合并口径下甘源食品/盐津铺子/劲仔食品营收同比+28.29%/28.47%/25.07%，自身基数偏高、品类发展相对成熟的洽洽食品同比+8.17%；**2) 渠道型：**受传统电商平台流量下滑、线下量贩零食门店冲击影响，良品铺子仍处调整期；三只松鼠“高端性价比”战略成效持续显现，抖音放量+线下渠道深度调整，23Q4/24Q1 营收同比+29.18%/91.83%。

图5：2018-2023 年盐津铺子渠道结构


资料来源：盐津铺子公司公告，民生证券研究院

图6：2019-2023 年盐津铺子分渠道收入增速


资料来源：盐津铺子公司公告，民生证券研究院

表1：部分零食企业 2023A 营收/归母净利润/扣非归母净利润情况（亿元）

证券名称	营业收入	yoy	归母净利润	yoy	扣非归母净利润	yoy
甘源食品	18.48	27.36%	3.29	107.87%	2.92	96.97%
盐津铺子	41.15	42.22%	5.06	67.76%	4.76	72.83%
劲仔食品	20.65	41.26%	2.10	68.12%	1.86	64.43%
洽洽食品	68.06	-1.13%	8.03	-17.75%	7.10	-16.23%
良品铺子	80.46	-14.76%	1.80	-46.26%	0.65	-68.82%
三只松鼠	71.15	-2.45%	2.20	70.30%	1.02	150.82%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表2：部分零食企业分季度营收情况（亿元）

证券名称	营业收入					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
甘源食品	3.91	4.35	4.87	5.34	5.86	22.15%	48.12%	37.27%	10.85%	49.75%
盐津铺子	8.93	10.01	11.11	11.11	12.23	55.37%	57.59%	46.17%	20.22%	37.00%
劲仔食品	4.37	4.88	5.69	5.72	5.40	68.40%	35.17%	45.92%	26.51%	23.58%
洽洽食品	13.36	13.50	17.93	23.27	18.22	-6.73%	8.34%	5.12%	-6.90%	36.39%
良品铺子	23.85	16.02	20.13	20.46	24.51	-18.94%	-17.96%	-4.53%	-16.02%	2.79%
三只松鼠	19.00	9.93	16.89	25.32	36.46	-38.48%	-3.12%	38.56%	29.18%	91.83%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表3：部分零食企业分季度归母净利润情况（亿元）

证券名称	归母净利润					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
甘源食品	0.55	0.64	0.95	1.15	0.91	145.02%	246.50%	95.31%	67.08%	65.50%
盐津铺子	1.12	1.34	1.50	1.10	1.60	81.67%	98.91%	67.28%	32.62%	43.11%
劲仔食品	0.39	0.44	0.50	0.76	0.74	95.39%	20.00%	48.56%	122.76%	87.73%
洽洽食品	1.78	0.90	2.38	2.97	2.40	-14.35%	-37.49%	-13.53%	-15.01%	35.15%
良品铺子	1.49	0.41	0.02	-0.11	0.62	59.78%	-59.46%	-97.88%	-122.91%	-57.98%
三只松鼠	1.92	-0.38	0.16	0.50	3.08	18.73%	51.99%	40.86%	41.07%	60.80%

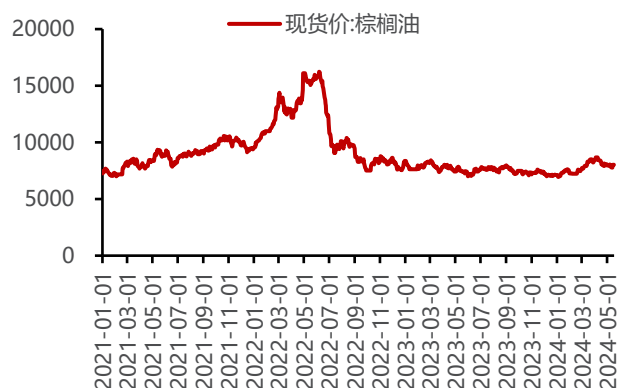
资料来源：iFinD，民生证券研究院

表4：部分零食企业分季度扣非归母净利润情况（亿元）

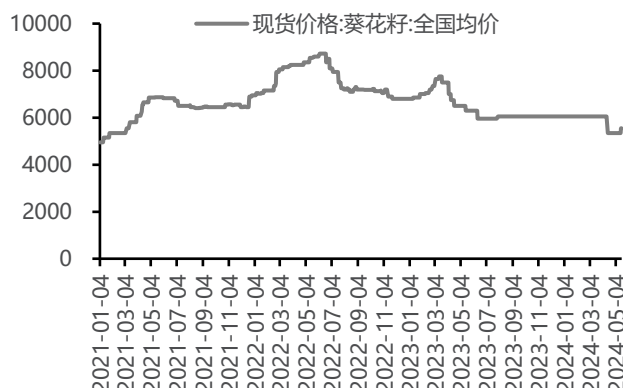
证券名称	扣非归母净利润					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
甘源食品	0.49	0.54	0.85	1.04	0.84	103.08%	533.49%	93.63%	45.39%	69.25%
盐津铺子	0.98	1.33	1.45	1.00	1.38	100.33%	105.85%	82.89%	21.23%	40.09%
劲仔食品	0.33	0.39	0.38	0.77	0.58	90.36%	8.17%	26.30%	153.92%	77.45%
洽洽食品	1.42	0.57	2.25	2.86	2.21	-21.73%	-37.25%	-10.68%	-11.51%	55.80%
良品铺子	1.07	0.17	-0.02	-0.57	0.55	72.50%	-74.68%	-102.31%	-514.99%	-48.69%
三只松鼠	1.37	-0.63	0.12	0.16	2.63	15.13%	33.02%	175.39%	34.95%	92.84%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

原材料价格波动、渠道及产品结构变化影响企业毛利表现。成本端来看，23Q4-24Q1 棕榈油价格同比有所回落，葵花籽成本价格回落陆续传导至报表端，洽洽食品 23Q3 新采购季原料逐步投入使用下 24Q1 毛利率同比+1.92pcts，成本压力逐步缓和；劲仔食品受益于鲢鱼、鹌鹑蛋成本回落，23Q4/24Q1 毛利率同比+7.91/4.04pcts。结构上来看，低毛利的零食量贩渠道、抖快等平台快速发展影响整体渠道结构，以及扩品放量等产品结构变化下毛利表现波动，24Q1 甘源食品/盐津铺子毛利率同比-0.95/-2.47pcts。

图7：棕榈油价格走势（元/吨）


资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：数据截至 2024 年 5 月 17 日）

图8：葵花籽价格走势（元/吨）


资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：数据截至 2024 年 5 月 17 日）

表5：部分零食企业 2023A 毛利率/管理费用率/销售费用率/净利率/扣非净利率情况

证券名称	毛利率	yoy (pcts)	管理费 用率	yoy (pcts)	销售费 用率	yoy (pcts)	净利率	yoy (pcts)	扣非净 利率	yoy (pcts)
甘源食品	36.24%	1.98	3.78%	-0.72	11.50%	-2.55	17.81%	6.90	15.80%	5.58
盐津铺子	33.54%	-1.18	4.44%	-0.08	12.53%	-3.27	12.29%	1.87	11.57%	2.05
劲仔食品	28.17%	2.54	4.04%	-0.44	10.76%	0.09	10.15%	1.62	9.03%	1.27
洽洽食品	26.75%	-5.21	4.25%	-0.72	9.06%	-1.12	11.80%	-2.38	10.43%	-1.88
良品铺子	27.75%	0.18	5.55%	0.47	19.55%	0.94	2.24%	-1.31	0.81%	-1.40
三只松鼠	23.33%	-3.41	3.20%	-0.69	17.39%	-3.62	3.09%	1.32	1.43%	0.87

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表6：部分零食企业分季度毛利率情况

证券名称	毛利率					同比变动 (pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
甘源食品	36.35%	34.93%	37.55%	36.04%	35.39%	1.50	5.83	0.41	1.14	-0.95
盐津铺子	34.57%	36.03%	32.94%	31.06%	32.10%	-4.02	-0.49	-1.58	-0.18	-2.47
劲仔食品	25.98%	26.51%	26.80%	32.61%	30.02%	-0.58	-1.81	3.22	7.91	4.04
洽洽食品	28.52%	20.56%	26.80%	29.30%	30.43%	-2.34	-6.92	-5.52	-5.29	1.92
良品铺子	29.16%	28.63%	27.74%	25.43%	26.43%	2.86	-0.60	-2.06	-0.43	-2.74
三只松鼠	28.27%	18.66%	24.35%	20.77%	27.40%	-1.29	-4.09	-2.16	-3.78	-0.87

资料来源：iFinD，民生证券研究院

年节影响下 24Q1 费投略有增加，规模效应释放带动盈利上行。24Q1 年节促销、推广等动作下，劲仔食品/洽洽食品/三只松鼠销售费用率同比+1.24/1.68/1.08pcts；甘源食品/盐津铺子受益规模效应释放，24Q1 销售费用率同比-0.57/-0.77pcts，管理费用率同比-0.83/-0.15pcts。利润端制造型企业受益规模效应普遍实现利润率提升，渠道型企业中良品铺子扣非净利率下滑系门店端降价调整，三只松鼠落地“高端性价比”影响毛利表现。

表7：部分零食企业分季度销售费用率情况

证券名称	销售费用率					同比变动 (pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
甘源食品	13.67%	11.82%	9.92%	11.09%	13.10%	-3.54	-4.21	-1.03	-1.94	-0.57
盐津铺子	13.77%	11.48%	11.84%	13.17%	13.00%	-6.29	-6.23	-2.84	0.41	-0.77
劲仔食品	11.88%	10.47%	11.94%	8.98%	13.12%	-0.13	-0.77	3.02	-1.97	1.24
洽洽食品	10.67%	8.52%	8.41%	8.95%	12.35%	1.44	-0.03	-1.34	-2.88	1.68
良品铺子	17.01%	20.49%	20.70%	20.63%	17.44%	-1.28	1.92	2.30	1.43	0.44
三只松鼠	15.18%	21.16%	19.29%	16.31%	16.26%	-6.92	-5.14	-1.41	-0.43	1.08

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表8：部分零食企业分季度管理费用率情况

证券名称	管理费用率					同比变动 (pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
甘源食品	4.32%	4.38%	3.45%	3.20%	3.49%	-1.04	-1.41	-1.45	0.36	-0.83
盐津铺子	4.38%	4.13%	4.45%	4.77%	4.23%	-1.33	-0.73	0.33	0.88	-0.15
劲仔食品	3.87%	3.72%	3.77%	4.71%	3.88%	-2.72	-1.22	-0.64	1.75	0.02
洽洽食品	5.22%	5.64%	4.31%	2.84%	3.74%	0.79	-0.97	-0.76	-1.54	-1.47
良品铺子	5.05%	5.35%	5.89%	5.95%	4.85%	0.45	-0.85	0.92	1.09	-0.20
三只松鼠	3.19%	5.26%	2.96%	2.55%	1.33%	1.47	-2.44	-2.38	-1.85	-1.86

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表9：部分零食企业分季度归母净利率情况

证券名称	归母净利率					同比变动 (pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
甘源食品	14.10%	14.81%	19.40%	21.53%	15.58%	7.07	8.48	5.77	7.25	1.48
盐津铺子	12.49%	13.40%	13.52%	9.90%	13.05%	1.81	2.78	1.71	0.93	0.56
劲仔食品	8.97%	9.01%	8.80%	13.36%	13.63%	1.24	-1.14	0.16	5.77	4.66
洽洽食品	13.32%	6.63%	13.30%	12.76%	13.20%	-1.19	-4.86	13.30	-1.22	-0.12
良品铺子	6.24%	2.54%	0.10%	-0.54%	2.55%	3.07	-2.60	-4.37	-2.51	-3.69
三只松鼠	10.09%	-3.84%	0.95%	1.98%	8.46%	4.86	3.90	0.02	0.17	-1.63

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表10：部分零食企业分季度扣非归母净利率情况

证券名称	扣非归母净利率					同比变动 (pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
甘源食品	12.61%	12.34%	17.37%	19.54%	14.25%	5.02	9.45	5.05	4.64	1.64
盐津铺子	11.02%	13.27%	13.02%	9.05%	11.26%	2.47	3.11	2.61	0.08	0.25
劲仔食品	7.53%	7.99%	6.60%	13.47%	10.82%	0.87	-1.99	-1.03	6.76	3.28
洽洽食品	10.64%	4.25%	12.54%	12.27%	12.15%	-2.04	-3.09	-2.22	-0.64	1.51
良品铺子	4.49%	1.05%	-0.10%	-2.76%	2.24%	2.38	-2.34	-4.37	-2.38	-2.25
三只松鼠	7.18%	-6.37%	0.73%	0.63%	7.22%	3.34	2.84	0.36	0.03	0.04

资料来源：iFinD，民生证券研究院

2 连锁：短期品牌连锁同店承压，降本提效改善盈利水平

需求弱复苏下，品牌连锁拓店相对稳健，同店恢复承压。2023 年全年绝味食品净增 874 家、煌上煌净增 572 家、紫燕食品净增 510 家、周黑鸭净增 387 家、巴比食品净增 570 家，拓店多集中于上半年。同店方面，各连锁企业同店缺口仍在，绝味食品持续调整门店结构、关闭低店效门店；紫燕食品受去年同期宅家高基数、四季度经营淡季影响同店压力仍存；24Q1 巴比食品受一季度春假较长、供给端竞争等影响预计同店仍有小幅缺口。

表11：部分连锁企业 2023A 营收/归母净利润/扣非归母净利润情况（亿元）

证券名称	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	扣非归母净利润	yoy
绝味食品	72.61	9.64%	3.44	48.07%	4.01	55.88%
煌上煌	19.21	-1.70%	0.71	129.05%	0.48	1041.10%
紫燕食品	35.50	-1.46%	3.32	49.46%	2.78	53.26%
巴比食品	16.30	6.89%	2.14	-3.86%	1.78	-3.58%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表12：部分连锁企业单季度收入（亿元）

证券名称	营业收入					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
绝味食品	18.24	18.76	19.32	16.30	16.95	8.04%	13.86%	8.26%	8.45%	-7.04%
煌上煌	5.12	6.35	4.34	3.40	4.58	-5.59%	-0.77%	-0.43%	1.17%	-10.56%
紫燕食品	7.55	9.88	10.73	7.34	6.95	13.84%	1.48%	-2.95%	-14.65%	-8.00%
巴比食品	3.20	4.18	4.49	4.44	3.54	3.24%	11.14%	8.13%	4.58%	10.74%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表13：部分连锁企业单季度归母净利润（亿元）

证券名称	归母净利润					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
绝味食品	1.37	1.05	1.48	-0.45	1.65	54.37%	998.10%	22.10%	-394.98%	20.02%
煌上煌	0.36	0.46	0.18	-0.30	0.33	-0.98%	6.95%	300.49%	43.56%	-10.08%
紫燕食品	0.45	1.35	1.62	-0.10	0.54	60.29%	53.47%	44.77%	-72.04%	20.87%
巴比食品	0.41	0.41	0.73	0.59	0.40	2724.36%	-64.85%	354.55%	-33.21%	-3.43%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

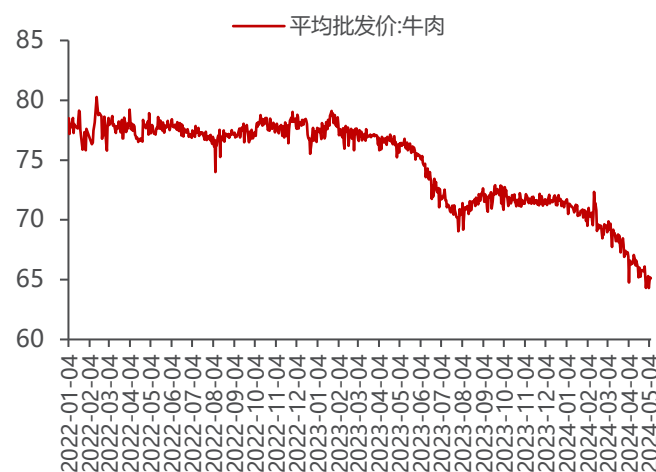
表14：部分连锁企业单季度扣非归母净利润（亿元）

证券名称	扣非归母净利润					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
绝味食品	1.35	0.92	1.40	0.35	1.56	63.66%	34.12%	20.32%	561.91%	15.66%
煌上煌	0.30	0.41	0.16	-0.39	0.27	2.42%	1.54%	2159.18%	41.28%	-11.02%
紫燕食品	0.34	1.08	1.51	-0.15	0.39	--	--	42.46%	15.93%	13.89%
巴比食品	0.20	0.47	0.56	0.56	0.38	-48.06%	-13.97%	23.70%	19.25%	87.07%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

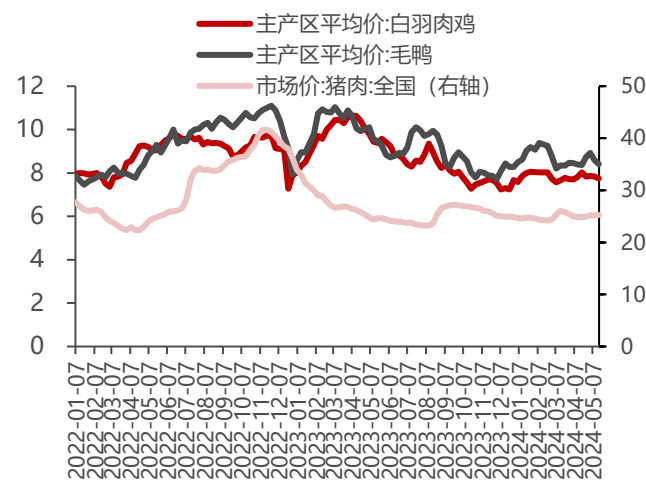
原料价格下行，成本红利持续兑现。23Q4-24Q1 牛肉、鸭副采购价格同比下行，卤味连锁毛利率改善较为明显，23Q4/24Q1 绝味食品毛利率同比+4.41/5.73pcts；紫燕食品受益牛肉、猪肉价格下行，以及供应链优化、生产工艺提升带来的降本增效，23Q4/24Q1 毛利率同比+4.71/2.20pcts；巴比食品 24Q1 毛利率同比+1.72pcts，主要系猪肉等主要原材料成本下行。

图9：牛肉价格走势（元/kg）



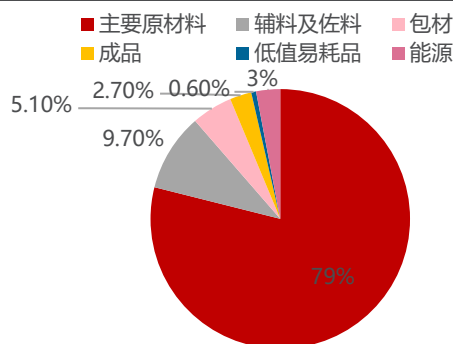
资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：数据截至2024年5月17日）

图10：毛鸭、白羽肉鸡、猪肉价格走势（元/kg）



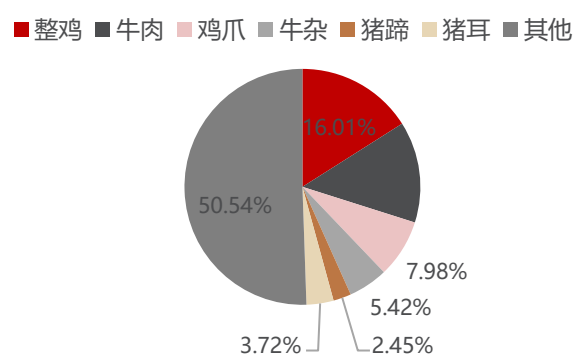
资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：数据截至2024年5月17日）

图11：2021年紫燕食品各类采购额占比情况



资料来源：紫燕食品招股说明书，民生证券研究院

图12：2021年紫燕食品主要原材料采购额占比情况



资料来源：紫燕食品招股说明书，民生证券研究院（注：上述占比为21年各原材料采购额/（总采购额-能源））

表15：部分连锁企业 2023A 毛利率/管理费用率/销售费用率/归母净利率情况

证券名称	毛利率	yoy (pcts)	管理费用率	yoy (pcts)	销售费用率	yoy (pcts)	归母净利率	yoy (pcts)
绝味食品	24.77%	-0.80	6.38%	-1.39	7.44%	-2.31	4.74%	1.23
煌上煌	29.06%	0.90	8.46%	0.47	14.88%	-1.43	3.68%	2.10
紫燕食品	22.46%	6.49	4.81%	0.19	6.13%	2.32	9.34%	3.18
巴比食品	26.35%	-1.36	7.28%	0.04	5.64%	-0.08	13.11%	-1.47

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表16：部分连锁企业单季度毛利率情况

证券名称	毛利率 (%)					同比变动(pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
绝味食品	24.30	22.34	25.77	26.90	30.03	-6.01	-3.34	2.19	4.41	5.73
煌上煌	29.10	26.61	31.30	30.69	35.60	-2.87	-0.85	3.87	6.40	6.49
紫燕食品	18.69	22.99	29.17	15.82	20.89	2.33	5.40	11.07	4.71	2.20
巴比食品	24.20	26.71	26.93	26.98	25.92	-3.15	-2.78	0.69	-0.86	1.72

资料来源：iFinD，民生证券研究院

费用投放相对稳定，成本回落盈利提升。23Q4 绝味食品/煌上煌/紫燕食品/巴比食品销售费用率分别变动-0.55/-1.43/+4.11/-1.25pcts，其中紫燕食品提升较为明显主要系发展新的子品牌、拓展新区域，加大广告费投入和增加销售人员；24Q1 卤味连锁相关市场投放有所增加，绝味食品/煌上煌/紫燕食品销售费用率分别变动+1.09/+2.37/+0.68pcts。受益成本压力缓解，24Q1 绝味食品/紫燕食品/巴比食品扣非净利率同比+1.81/+1.07/+4.35pcts。

表17：部分连锁企业单季度销售费用率情况

证券名称	销售费用率 (%)					同比变动(pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
绝味食品	6.79	7.39	7.39	8.31	7.88	-7.22	-2.30	0.85	-0.55	1.09
煌上煌	11.82	10.74	14.91	27.19	14.19	-3.40	0.33	-1.92	-1.43	2.37
紫燕食品	4.54	5.43	5.45	9.67	5.22	0.29	2.40	2.61	4.11	0.68
巴比食品	7.28	5.07	5.07	5.57	5.01	2.90	-0.41	-0.74	-1.25	-2.27

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表18：连锁企业单季度管理费用率情况

证券名称	管理费用率 (%)					同比变动(pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
绝味食品	6.32	6.78	6.73	5.58	6.27	-0.19	-3.46	0.28	-2.45	-0.04
煌上煌	7.38	5.72	9.10	14.40	9.13	0.63	0.37	0.99	-0.46	1.75
紫燕食品	6.46	3.29	3.91	6.48	6.38	0.27	-1.04	-0.49	2.45	-0.09
巴比食品	9.65	7.78	6.64	5.74	7.62	2.29	0.44	-0.38	-1.54	-2.02

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表19：部分连锁企业单季度归母净利率情况

证券名称	归母净利率 (%)					同比变动(pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
绝味食品	7.54	5.58	7.64	-2.78	9.73	2.26	5.00	0.87	-3.65	2.19
煌上煌	7.08	7.30	4.22	-8.91	7.12	0.33	0.53	3.17	7.06	0.04
紫燕食品	5.91	13.66	15.09	-1.35	7.77	1.71	4.63	4.97	-0.68	1.86
巴比食品	12.84	9.80	16.19	13.30	11.20	12.37	-21.18	12.34	-7.53	-1.64

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表20：部分连锁企业单季度扣非归母净利率情况

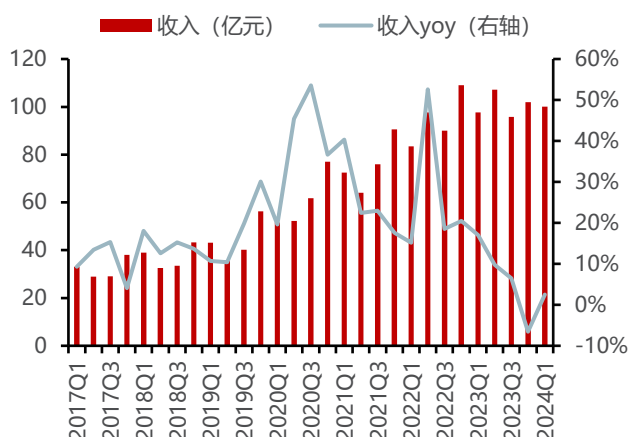
证券名称	扣非归母净利率 (%)					同比变动(pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
绝味食品	7.39	4.89	7.24	2.12	9.20	2.51	0.74	0.73	2.12	1.81
煌上煌	5.85	6.39	3.80	-11.35	5.82	0.46	0.15	3.63	8.20	-0.03
紫燕食品	4.50	10.92	14.10	-2.08	5.58	--	--	4.49	0.03	1.07
巴比食品	6.31	11.17	12.36	12.55	10.66	-6.23	-3.26	1.56	1.54	4.35

资料来源：iFinD，民生证券研究院

3 速冻：餐饮供应链供给逐步出清，C 端需求平稳

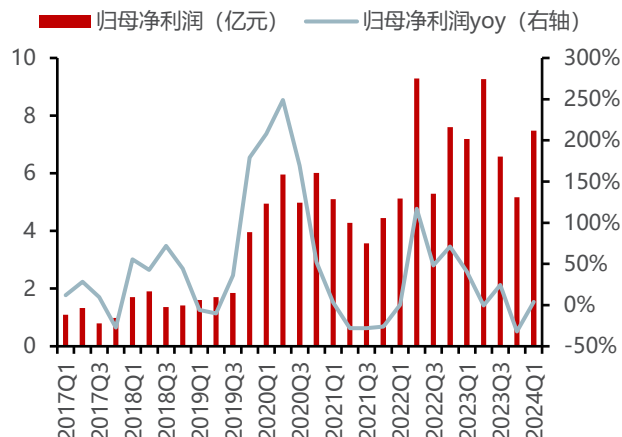
餐饮弱复苏下板块收入相对稳健，成本低位、费投收紧下盈利稳中提升。23Q4 受去年同期高基数、下游餐饮需求弱复苏影响，SW 预加工食品板块单季度收入同比-6.55%。板块 24Q1 收入同比+2.52%，后续恢复仍待下游进一步回暖。成本低位、费投收紧下板块盈利延续稳中提升趋势，23Q3 板块毛利率/归母净利率同比+0.22/-1.90pcts，24Q1 毛利率/归母净利率同比+1.36/0.11pcts。

图13：预加工食品板块单季度收入及增速



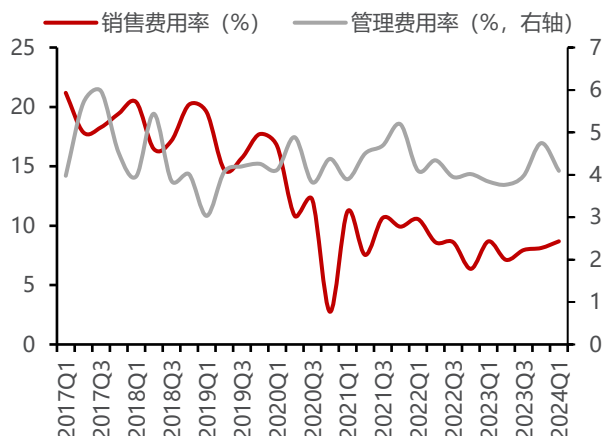
资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 预加工食品，部分标的可能存在出入）

图14：预加工食品板块单季度归母净利润及增速



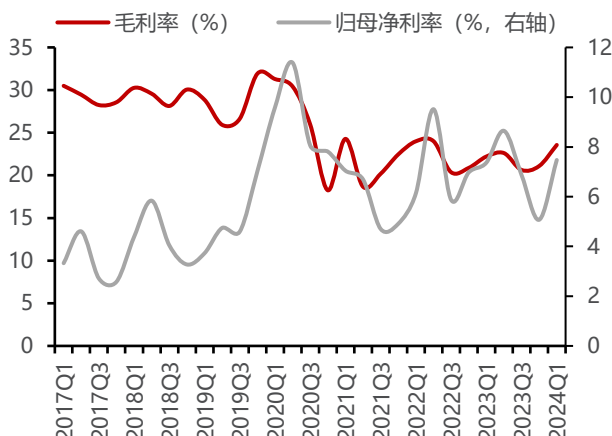
资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 预加工食品，部分标的可能存在出入）

图15：预加工食品板块单季度销售/管理费用率



资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 预加工食品，部分标的可能存在出入）

图16：预加工食品板块单季度毛利率/归母净利率



资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 预加工食品，部分标的可能存在出入）

需求复苏偏弱，竞争趋紧，后续新规逐步落地格局有望优化。(1) B 端：23 年餐饮弱复苏行业整体需求偏弱，BC 呈现分化，B 端内部来看大 B 受餐饮连锁化率提升及低基数影响整体增长更快，渠道结构中大 B 占比更高的干味央厨表现更

优，23A 营收同比+27.69%；24 年以来餐饮相对疲软，大 B 客户降本增效需求提升、竞争趋紧，24Q1 千味央厨营收同比+8.04%。**(2) C 端：**23 年商超等渠道受需求及渠道分流影响经营承压，三全食品直营商超渠道持续调整，23A 营收同比-5.09%。展望后续，伴随预制菜新规逐步落地，行业监管趋严加速中小企业出清，竞争格局有望优化。

表21：部分速冻企业 2023A 营收/归母净利润/扣非归母净利润情况（亿元）

证券名称	营业收入	yoy	归母净利润	yoy	扣非归母净利润	yoy
安井食品	140.45	15.29%	14.78	34.24%	13.65	36.80%
千味央厨	19.01	27.69%	1.34	31.76%	1.23	27.53%
三全食品	70.56	-5.09%	7.49	-6.44%	6.46	-8.82%
味知香	7.99	0.10%	1.35	-5.42%	1.31	2.07%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表22：部分速冻企业单季度收入情况（亿元）

证券名称	营业收入					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
安井食品	31.91	37.04	33.77	37.74	37.55	36.43%	26.14%	17.21%	-6.27%	17.67%
千味央厨	4.29	4.22	4.77	5.73	4.63	23.18%	40.36%	25.04%	25.02%	8.04%
三全食品	23.73	14.82	15.60	16.41	22.54	1.29%	0.26%	3.03%	-21.83%	-5.01%
味知香	2.02	2.15	2.02	1.80	1.66	8.61%	11.94%	-11.89%	-5.67%	-17.92%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表23：部分速冻企业单季度归母净利润情况（亿元）

证券名称	归母净利润					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
安井食品	3.62	3.74	3.86	3.56	4.38	76.94%	50.00%	63.75%	-13.41%	21.24%
千味央厨	0.30	0.26	0.38	0.40	0.35	5.49%	50.29%	60.35%	24.12%	14.16%
三全食品	2.79	1.58	1.15	1.97	2.30	7.03%	-7.45%	22.05%	-28.37%	-17.76%
味知香	0.36	0.39	0.33	0.28	0.19	-0.17%	12.59%	-18.76%	-13.91%	-46.94%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

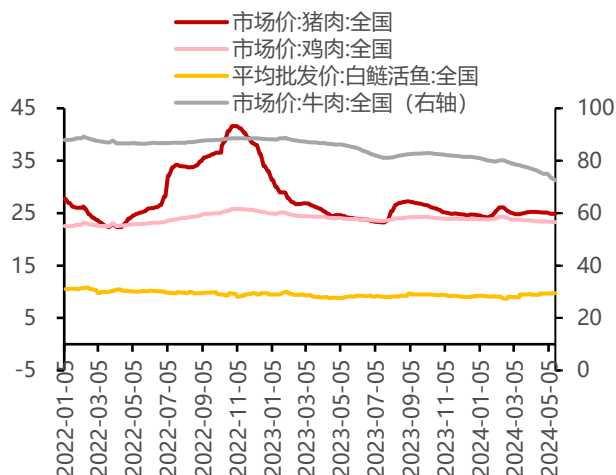
表24：部分速冻企业单季度扣非归母净利润情况（亿元）

证券名称	扣非归母净利润					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
安井食品	3.45	3.50	3.31	3.38	4.20	94.31%	72.42%	47.95%	-13.93%	21.56%
千味央厨	0.30	0.23	0.30	0.40	0.34	23.83%	38.96%	24.57%	26.50%	14.05%
三全食品	2.41	1.41	1.02	1.62	1.97	0.26%	17.09%	20.91%	-38.54%	-18.04%
味知香	0.35	0.38	0.32	0.27	0.19	13.41%	22.88%	-16.93%	-7.14%	-46.36%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

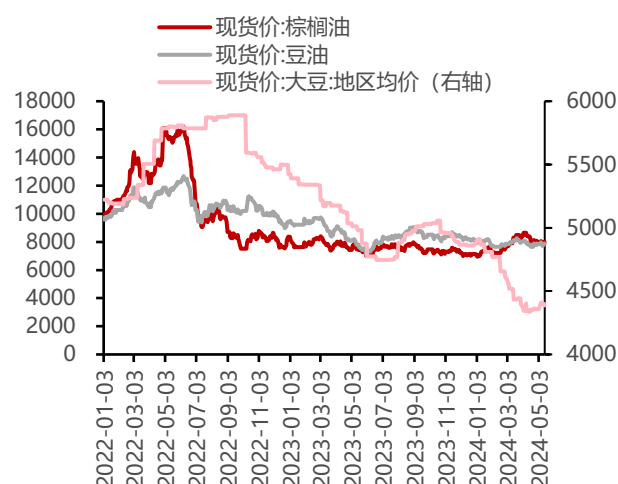
油脂、肉类原材料价格回落，安井、味知香毛利改善显著。成本端，23Q4-24Q1 肉类、油脂等采购价延续低位，受益成本端压力放缓，23Q4-24Q1 安井食品/干味央厨毛利率同比持续改善；三全食品受毛利偏高的水饺类产品营收占比持续下滑影响，23Q4/24Q1 毛利率同比-4.05/-1.68pcts。

图17：鸡肉/猪肉/牛肉/白鲢鱼价格走势（元/kg）



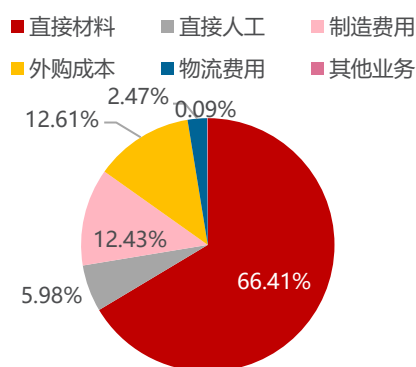
资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：数据截至2024年5月17日）

图18：大豆/棕榈油/豆油价格走势（元/吨）



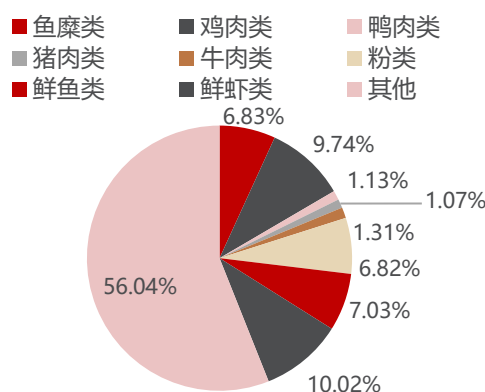
资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：数据截至2024年5月17日）

图19：2023年安井食品成本结构



资料来源：安井食品公司公告，民生证券研究院

图20：2023年安井食品直接材料构成



资料来源：安井食品公司公告，民生证券研究院（注：上述占比为当年原材料采购额/直接材料计算得出，上述构成为估计数）

表25：部分速冻企业2023A毛利率/管理费用率/销售费用率/归母净利率情况

证券名称	毛利率	yoy (pcts)	管理费用率	yoy (pcts)	销售费用率	yoy (pcts)	归母净利率	yoy (pcts)
安井食品	23.21%	1.25	2.74%	-0.07	6.59%	-0.57	10.52%	1.49
干味央厨	23.70%	0.29	8.43%	-0.91	4.68%	0.76	7.06%	0.22
三全食品	25.84%	-2.23	2.30%	-0.64	11.48%	-0.41	10.62%	-0.15
味知香	26.38%	2.30	5.37%	1.47	5.01%	1.16	16.95%	-0.99

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表26：部分速冻企业单季度毛利率情况

证券名称	毛利率					同比变动(pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
安井食品	24.71%	19.86%	21.97%	26.34%	26.55%	0.50	-0.13	2.37	2.57	1.85
千味央厨	23.95%	22.52%	22.41%	25.46%	25.45%	1.39	0.15	-0.70	0.46	1.49
三全食品	28.28%	26.67%	24.56%	22.76%	26.60%	-2.75	-1.39	-0.67	-4.05	-1.68
味知香	26.20%	26.04%	26.25%	27.15%	25.00%	1.39	2.03	2.39	3.43	-1.21

资料来源：iFinD，民生证券研究院

利润端，B端整体相对稳健，C端竞争趋紧费投增加、盈利承压。23Q4-24Q1 安井食品/千味央厨/三全食品/味知香销售费用率同比均有不同程度提升；管理费用率稳中向下，各企业持续优化管理效率。利润端，B端整体相对稳健，C端竞争趋紧费投增加，利润承压，23Q4/24Q1 三全食品扣非净利率同比-2.68/-1.39pcts，23Q4/24Q1 味知香同比-0.24/-5.96pcts。

表27：部分速冻企业单季度销售费用率情况

证券名称	销售费用率					同比变动(pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
安井食品	7.36%	4.93%	6.11%	8.00%	7.45%	-2.95	-0.75	-0.16	0.94	0.09
千味央厨	5.08%	4.65%	4.08%	4.91%	5.89%	1.87	1.58	-0.23	0.22	0.81
三全食品	12.61%	10.00%	12.94%	9.78%	12.23%	-1.79	-1.15	-2.91	3.04	-0.38
味知香	4.31%	4.26%	5.85%	5.73%	6.00%	0.21	0.90	2.30	1.29	1.69

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表28：部分速冻企业单季度管理费用率情况

证券名称	管理费用率					同比变动(pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
安井食品	2.82%	2.16%	2.14%	3.77%	3.12%	-0.21	-1.81	-0.18	1.60	0.30
千味央厨	7.81%	8.82%	8.07%	8.92%	8.35%	-0.93	-1.92	-0.74	-0.40	0.53
三全食品	2.04%	3.78%	2.90%	0.75%	1.87%	-0.16	-0.52	0.02	-2.07	-0.18
味知香	4.59%	3.47%	6.15%	7.63%	7.53%	0.83	0.01	2.57	2.77	2.94

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表29：部分速冻企业单季度归母净利率情况

证券名称	归母净利率					同比变动(pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
安井食品	11.33%	10.09%	11.45%	9.44%	11.68%	2.59	1.60	3.25	-0.78	0.34
千味央厨	7.06%	6.07%	8.04%	6.98%	7.46%	-1.18	0.40	1.77	-0.05	0.40
三全食品	11.77%	10.63%	7.40%	12.01%	10.19%	0.63	-0.89	1.15	-1.10	-1.58
味知香	17.62%	18.19%	16.10%	15.65%	11.39%	-1.55	0.10	-1.36	-1.50	-6.23

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表30：部分速冻企业单季度扣非归母净利率情况

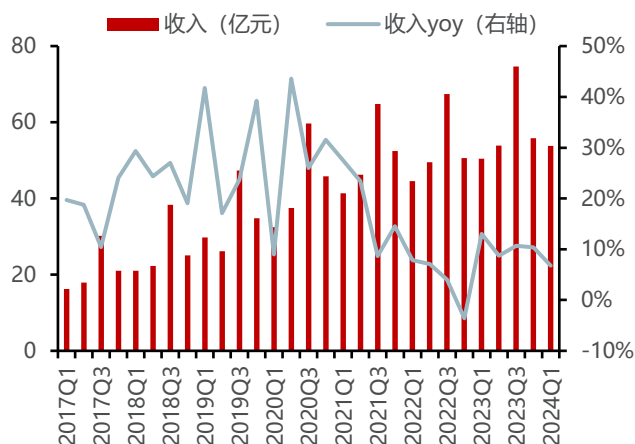
证券名称	扣非归母净利率					同比变动(pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
安井食品	10.82%	9.44%	9.82%	8.97%	11.18%	3.22	2.53	2.04	-0.80	0.36
千味央厨	6.88%	5.51%	6.22%	7.06%	7.27%	0.04	-0.06	-0.02	0.08	0.38
三全食品	10.15%	9.51%	6.57%	9.85%	8.76%	-0.10	1.37	0.97	-2.68	-1.39
味知香	17.19%	17.67%	15.65%	14.90%	11.23%	0.73	1.57	-0.95	-0.24	-5.96

资料来源：iFinD，民生证券研究院

4 烘焙：需求弱复苏，渠道表现分化

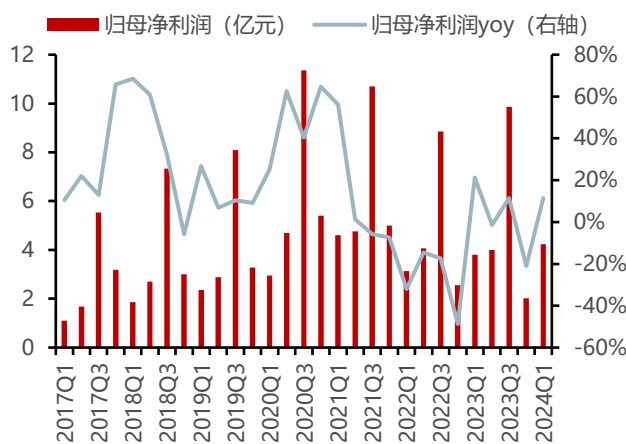
需求弱复苏，烘焙行业渠道表现持续分化。餐饮茶饮、会员商超、零食量贩等渠道需求较为旺盛，流通饼房、传统商超渠道（中保包装烘焙）持续分流，SW 烘焙食品板块 23Q4-24Q1 营收同比+10.35%/6.78%。原料成本回落但竞争有所加剧下板块费投增加，板块 23Q4/24Q1 毛利率同比+1.18/+1.12pcts，销售费用率同比+1.53/+0.90pcts，23Q4/24Q1 板块归母净利率同比-1.44/+0.33pcts。**分渠道来看**，1) 流通饼房弱复苏，立高食品 23 年流通渠道收入同比基本持平，其中奶油增速更快；2) 商超及餐饮渠道保持较快增速，烘焙产品渗透率持续提升；3) C 端受量贩零食渠道分流、需求偏弱影响，整体复苏较慢，23Q4/24Q1 桃李面包营收同比+12.12%/-5.15%。

图21：烘焙板块单季度收入及增速



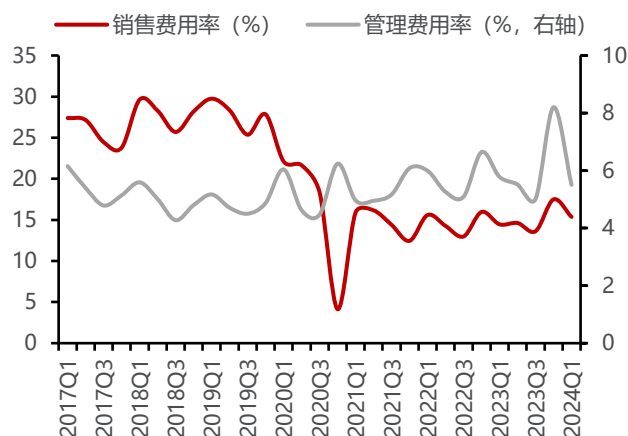
资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 烘焙食品，部分标的可能存在出入）

图22：烘焙板块单季度归母净利润及增速



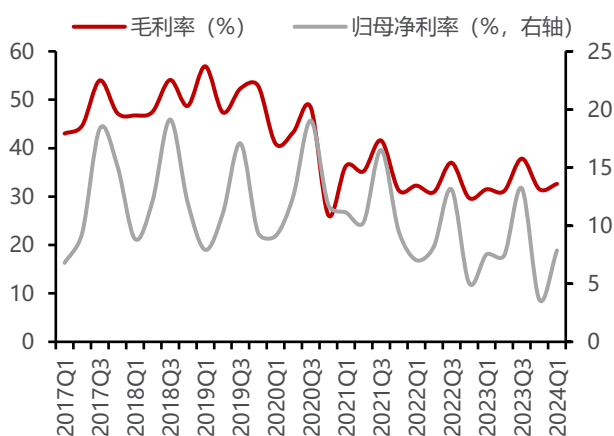
资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 预加工食品，部分标的可能存在出入）

图23：烘焙板块单季度销售/管理费用率



资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 预加工食品，部分标的可能存在出入）

图24：烘焙板块单季度毛利率/归母净利率



资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 预加工食品，部分标的可能存在出入）

表31：部分食品加工企业 2023A 营收/归母净利润/扣非归母净利润情况（亿元）

证券名称	营业收入	yoy	归母净利润	yoy	扣非归母净利润	yoy
立高食品	34.99	20.22%	0.73	-49.21%	1.22	-14.95%
桃李面包	67.59	1.08%	5.74	-10.31%	5.52	-12.33%
五芳斋	26.35	7.04%	1.66	20.56%	1.44	26.62%
海融科技	9.55	9.95%	0.90	-4.07%	0.73	5.98%
南侨食品	30.83	7.73%	2.32	44.73%	2.17	46.59%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表32：部分烘焙食品企业单季度收入情况（亿元）

证券名称	营业收入					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
立高食品	7.94	8.42	9.46	9.46	9.16	26.19%	21.26%	30.07%	10.14%	15.31%
桃李面包	14.76	17.30	18.60	18.60	14.00	1.66%	-1.32%	2.08%	12.12%	-5.15%
五芳斋	2.16	16.50	5.50	5.50	2.07	-28.74%	9.57%	20.86%	176.88%	-4.13%
海融科技	2.40	2.33	2.34	2.34	2.54	11.74%	14.51%	2.20%	5.76%	5.84%
南侨食品	7.41	8.20	7.28	7.28	7.75	12.29%	7.15%	11.35%	-6.88%	4.50%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表33：部分烘焙食品企业单季度归母净利润情况（亿元）

证券名称	归母净利润					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
立高食品	0.50	0.58	0.50	-0.85	0.77	24.60%	92.04%	66.94%	-297.22%	53.96%
桃李面包	1.39	1.53	1.68	1.15	1.15	-12.15%	-23.44%	26.81%	-23.59%	-16.95%
五芳斋	-0.64	3.20	-0.15	-0.76	-0.70	-100.57%	16.79%	-7.90%	16.89%	-9.11%
海融科技	0.24	0.25	0.18	0.23	0.36	-27.01%	26.57%	-33.79%	58.21%	52.99%
南侨食品	0.39	0.54	0.32	1.07	0.77	-26.53%	-25.14%	346.25%	286.45%	96.74%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表34：部分烘焙食品企业单季度扣非归母净利润情况（亿元）

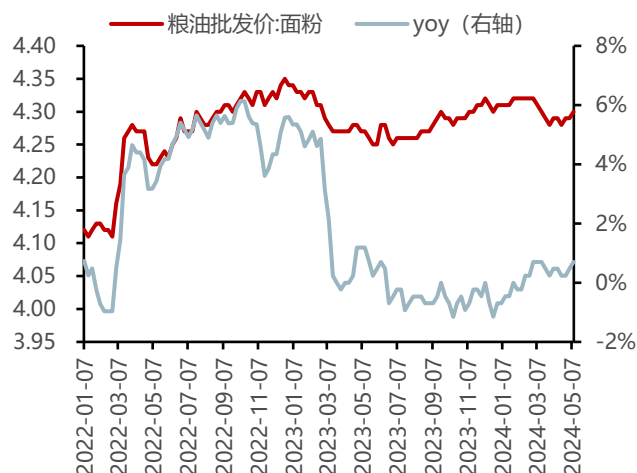
证券名称	扣非归母净利润					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
立高食品	0.48	0.55	0.42	-0.24	0.68	23.42%	101.37%	52.93%	-148.83%	40.29%
桃李面包	1.31	1.50	1.62	1.08	1.09	-12.76%	-21.44%	11.11%	-23.72%	-16.54%
五芳斋	-0.70	3.17	-0.16	-0.87	-0.71	-	-	5.60%	20.18%	-1.15%
海融科技	0.20	0.19	0.13	0.20	0.31	-17.24%	20.86%	-36.55%	158.44%	53.39%
南侨食品	0.32	0.54	0.33	0.99	0.72	-39.55%	-18.90%	417.01%	333.28%	127.94%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

棕榈油、面粉价格同比回落，白糖持续上行，产品结构差异下毛利表现分化。

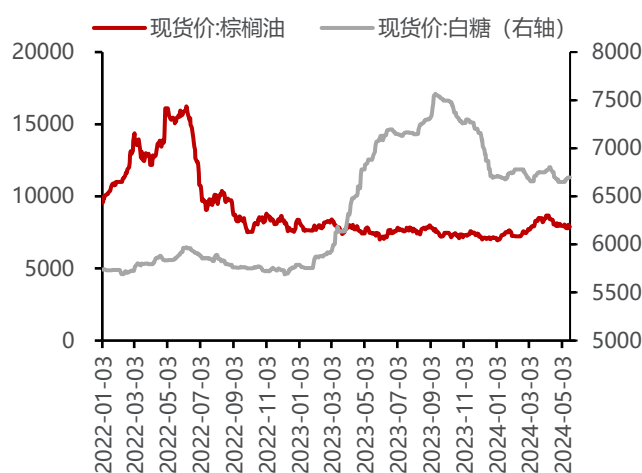
成本端，23Q4/24Q1 棕榈油现货价同比 -10.80%/-3.63%，白糖同比 +25.08%/+13.61%，面粉同比 -0.62%/-0.03%，成本结构差异影响毛利表现，奶油、烘焙油脂占比偏高的海融科技、南侨食品毛利率同比改善，23Q4 毛利率同比 +6.31%/+9.52pcts，24Q1 毛利率同比 +3.70/7.07pcts；立高食品 23Q4 受大客户返利兑付加大影响毛利率同比下行，24Q1 毛利率同比 +0.56pcts；桃李面包受产能利用率偏低、高返货率影响，23Q4/24Q1 毛利率同比 -2.99/-0.83pcts。

图25：面粉价格走势（元/kg）



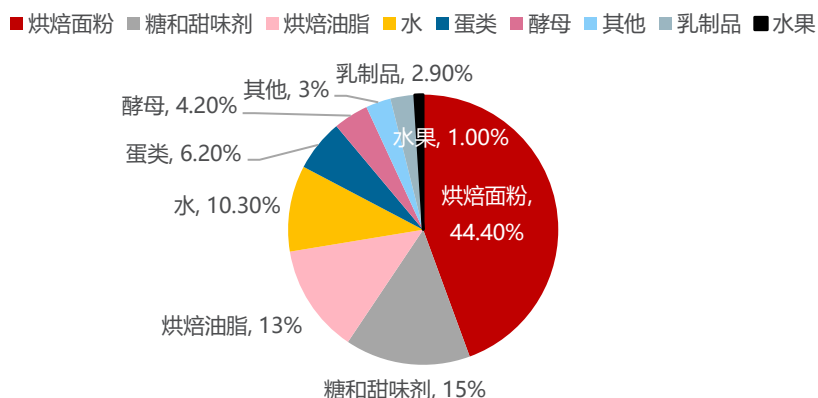
资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：数据截至2024年5月10日）

图26：棕榈油/白砂糖现货价（元/吨）



资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：数据截至2024年5月17日）

图27：21年我国烘焙食品原材料成本占比



资料来源：艾媒咨询，搜狐网，民生证券研究院

表35：部分烘焙食品企业 2023A 毛利率/管理费用率/销售费用率/归母净利率情况

	毛利率	yoy (pcts)	管理费用率	yoy (pcts)	销售费用率	yoy (pcts)	归母净利率	yoy (pcts)
立高食品	31.39%	-0.38	9.56%	1.05	13.54%	1.62	2.09%	-2.85
桃李面包	22.79%	-1.20	2.05%	0.08	8.13%	0.01	8.49%	-1.08
五芳斋	36.39%	-1.10	7.54%	0.67	20.93%	-1.01	6.29%	0.71
海融科技	35.07%	2.09	7.73%	0.93	14.98%	0.80	9.38%	-1.37
南侨食品	23.76%	2.03	5.55%	-0.17	7.75%	0.19	7.54%	1.93

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表36：部分烘焙食品企业单季度毛利率情况

证券名称	毛利率					同比变动(pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
立高食品	32.03%	33.70%	31.89%	28.19%	32.59%	-1.06	4.34	-0.21	-4.26	0.56
桃李面包	23.94%	23.08%	23.00%	21.24%	23.10%	-1.68	-1.64	1.26	-2.99	-0.83
五芳斋	34.67%	42.38%	28.67%	12.41%	34.28%	-5.71	-6.69	-5.12	-	-0.40
海融科技	34.34%	34.69%	34.02%	37.15%	38.04%	-1.98	2.15	1.70	6.31	3.70
南侨食品	19.93%	23.60%	23.92%	27.36%	27.00%	-6.27	-1.99	6.56	9.52	7.07

资料来源：iFinD，民生证券研究院

立高经营压力释放下 24Q1 盈利改善，海融科技、南侨食品成本改善释放利润弹性。23Q4 立高食品毛利率同比+6.41pcts，主要系仓储运输费及业务推广费增加，23Q4 管理费用率同比+5.99pcts 主因股权激励费用加速计提；桃李面包控费提效，五芳斋、海融科技、南侨食品等烘焙食品企业费用率表现相对稳定。利润端，立高食品经营压力释放后 24Q1 业绩环比改善明显，24Q1 归母净利率同比+2.10pcts；海融科技、南侨食品受益成本改善，24Q1 归母净利率同比+4.36/4.64pcts。

表37：部分烘焙食品企业单季度销售费用率情况

证券名称	销售费用率					同比变动(pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
立高食品	11.89%	11.96%	12.71%	17.27%	12.10%	-1.57	-0.55	-0.51	6.41	-0.73
桃李面包	8.35%	8.09%	7.74%	8.39%	8.23%	0.08	0.50	0.17	-0.44	0.21
五芳斋	46.52%	12.99%	25.23%	44.61%	47.84%	9.15	0.23	-1.68	-	0.31
海融科技	13.38%	16.52%	15.60%	14.47%	13.57%	0.60	1.69	1.43	0.06	0.07
南侨食品	7.32%	8.51%	8.68%	6.50%	7.69%	-0.54	0.12	0.22	-0.50	-0.03

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表38：部分烘焙食品企业单季度管理费用率情况

证券名称	管理费用率					同比变动(pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
立高食品	7.30%	7.77%	7.88%	14.90%	6.57%	-1.10	0.28	0.75	5.99	0.20
桃李面包	2.30%	2.04%	1.96%	1.94%	2.51%	-0.09	0.45	-0.37	0.05	-0.12
五芳斋	19.89%	3.54%	6.87%	27.16%	20.19%	9.94	-7.23	-5.53	-	1.32
海融科技	7.05%	7.92%	8.14%	7.84%	7.12%	-0.13	2.95	1.36	-0.86	0.18
南侨食品	5.79%	5.03%	5.90%	5.52%	5.77%	-0.51	1.00	0.46	-0.33	0.37

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表39：部分烘焙食品企业单季度归母净利率情况

证券名称	归母净利率					同比变动(pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
立高食品	6.28%	6.93%	5.31%	-9.02%	8.38%	-0.08	2.55	1.17	-14.06	2.10
桃李面包	9.40%	8.84%	9.01%	6.17%	8.23%	-1.48	-2.55	1.76	-2.88	-1.17
五芳斋	-29.59%	19.42%	-2.74%	-13.75%	-33.68%	-19.08	1.20	0.33	32.06	-4.09
海融科技	9.79%	10.70%	7.53%	10.04%	14.15%	-5.20	1.02	-4.09	3.33	4.36
南侨食品	5.25%	6.63%	4.37%	14.73%	9.89%	-2.78	-2.86	3.28	11.18	4.64

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表40：部分烘焙食品企业单季度扣非归母净利率情况

证券名称	扣非归母净利率					同比变动(pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
立高食品	6.08%	6.56%	4.47%	-2.53%	7.40%	-0.14	2.61	0.67	-8.24	1.32
桃李面包	8.02%	8.57%	8.85%	8.09%	8.73%	-3.09	-3.23	-1.46	-2.83	0.71
五芳斋	-3.70%	-54.74%	-32.27%	57.62%	-2.89%	-	-	-	-	0.81
海融科技	8.94%	3.55%	8.37%	8.27%	5.55%	-1.37	-10.62	-2.93	0.43	-3.39
南侨食品	0.96%	2.91%	4.27%	7.39%	4.47%	-13.44	-10.72	-3.66	-1.27	3.51

资料来源：iFinD，民生证券研究院

5 投资建议

板块整体估值处于近6年中偏低位置。1) 休闲食品：2017年初至今（截至2024年5月17日），SW休闲食品PE-TTM最高达到69.7x，最低降至16.9x，期间均值为37.8x，当前（2024年5月17日）收盘价对应PE为27.5x，处于历史20.3%分位。**2) 食品加工：**2017年初至今（截至2024年5月17日），SW食品加工PE-TTM最高达到55.3x，最低降至18.9x，期间均值为30.4x，当前（2024年5月17日）收盘价对应PE为24.6x，处于历史16.4%分位。

建议把握三条主线，**1) 零食板块在性价比趋势下品类及渠道扩张逻辑持续验证，关注渠道及供应链能力边际强化的公司：**推荐三只松鼠（“高端性价比”改革成效持续显现，24年目标重回百亿）、**盐津铺子**（供应链升级成本可控，渠道敏锐度高、执行力强）、洽洽食品、甘源食品、良品铺子，关注劲仔食品、卫龙、好想你；**2) 餐饮弱复苏、低预期下关注后续需求改善：**推荐**干味央厨**（大B供应品类突破，小B扩展场景）、**立高食品**（体系变革落定，经营压力释放）、安井食品、三全食品，关注海融科技、味知香、五芳斋；**3) 连锁类更重单店质量，关注同店修复进程：**推荐绝味食品、紫燕食品、巴比食品、煌上煌，关注周黑鸭。

图28：休闲食品板块 PE-TTM (2017 年至今)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图29：食品加工板块 PE-TTM (2017 年至今)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

表41：休闲食品行业重点关注个股

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS			PE			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
002847.SZ	盐津铺子	71.28	2.58	3.54	4.55	28	20	16	推荐
002991.SZ	甘源食品	76.59	3.53	4.48	5.59	22	17	14	推荐
002557.SZ	洽洽食品	34.57	1.58	2.15	2.49	22	16	14	推荐
300783.SZ	三只松鼠	24.77	0.55	0.96	1.49	45	26	17	推荐
603719.SH	良品铺子	14.82	0.45	0.34	0.50	33	43	30	推荐
603517.SH	绝味食品	21.01	0.56	1.19	1.30	38	18	16	推荐
603057.SH	紫燕食品	20.10	0.80	0.93	1.06	25	22	19	推荐
603866.SH	桃李面包	6.46	0.36	0.37	0.41	18	18	16	推荐

资料来源：Wind, 民生证券研究院（注：股价为 2024 年 5 月 22 日收盘价）

表42：食品加工行业重点关注个股

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS			PE			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
603345.SH	安井食品	99.29	5.04	5.75	6.54	20	17	15	推荐
001215.SZ	干味央厨	39.73	1.35	1.69	2.08	29	23	19	推荐
002216.SZ	三全食品	12.92	0.85	0.86	0.89	15	15	15	推荐
300973.SZ	立高食品	36.60	0.43	1.57	1.84	85	23	20	推荐
605338.SH	巴比食品	16.93	0.85	0.98	1.09	20	17	15	推荐

资料来源：Wind, 民生证券研究院（注：股价为 2024 年 5 月 22 日收盘价）

6 风险提示

- 1) **原材料价格大幅上涨。**休闲食品、食品加工行业原材料多为农副产品、肉类等，易受自然条件、市场供求等因素影响，其价格存在一定的波动性，行业采购成本存在随农副产品市场价格波动而变动的风险，若未来原材料价格大幅波动且无法及时消除原材料价格波动造成的不利影响，将对行业盈利能力和财务状况产生不利影响。
- 2) **下游需求恢复不及预期。**连锁企业通过门店触达消费者，速冻及烘焙食品企业作为 B 端餐饮等客户的上游供应商，同时也通过商超等渠道向消费者销售 C 端产品。在消费场景放开、门店等场景客流恢复下，下游需求若持续遇冷将对食品企业业绩产生负面影响。
- 3) **食品安全风险。**采购、生产及流通环节可能存在一定食品安全风险，企业层面无法完全管控；此外，行业层面若发生重大食品安全事故等会使消费者产生信任危机，对行业内企业的业绩产生负面影响。

插图目录

图 1: 零食板块单季度收入及增速	3
图 2: 零食板块单季度扣非净利润及增速	3
图 3: 零食板块单季度管理/销售费用率情况	3
图 4: 零食板块单季度毛利率、扣非净利率情况	3
图 5: 2018-2023 年盐津铺子渠道结构	4
图 6: 2019-2023 年盐津铺子分渠道收入增速	4
图 7: 棕榈油价格走势 (元/吨)	5
图 8: 葵花籽价格走势 (元/吨)	5
图 9: 牛肉价格走势 (元/kg)	9
图 10: 毛鸭、白羽肉鸡、猪肉价格走势 (元/kg)	9
图 11: 2021 年紫燕食品各类采购额占比情况	9
图 12: 2021 年紫燕食品主要原材料采购额占比情况	9
图 13: 预加工食品板块单季度收入及增速	12
图 14: 预加工食品板块单季度归母净利润及增速	12
图 15: 预加工食品板块单季度销售/管理费用率	12
图 16: 预加工食品板块单季度毛利率/归母净利率	12
图 17: 鸡肉/猪肉/牛肉/白鲢鱼价格走势 (元/kg)	14
图 18: 大豆/棕榈油/豆油价格走势 (元/吨)	14
图 19: 2023 年安井食品成本结构	14
图 20: 2023 年安井食品直接材料构成	14
图 21: 烘焙板块单季度收入及增速	17
图 22: 烘焙板块单季度归母净利润及增速	17
图 23: 烘焙板块单季度销售/管理费用率	17
图 24: 烘焙板块单季度毛利率/归母净利率	17
图 25: 面粉价格走势 (元/kg)	19
图 26: 棕榈油/白砂糖现货价 (元/吨)	19
图 27: 21 年我国烘焙食品原材料成本占比	19
图 28: 休闲食品板块 PE-TTM (2017 年至今)	22
图 29: 食品加工板块 PE-TTM (2017 年至今)	22

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 部分零食企业 2023A 营收/归母净利/扣非归母净利润情况 (亿元)	4
表 2: 部分零食企业分季度营收情况 (亿元)	4
表 3: 部分零食企业分季度归母净利润情况 (亿元)	5
表 4: 部分零食企业分季度扣非归母净利润情况 (亿元)	5
表 5: 部分零食企业 2023A 毛利率/管理费用率/销售费用率/净利率/扣非净利率情况	6
表 6: 部分零食企业分季度毛利率情况	6
表 7: 部分零食企业分季度销售费用率情况	6
表 8: 部分零食企业分季度管理费用率情况	7
表 9: 部分零食企业分季度归母净利率情况	7
表 10: 部分零食企业分季度扣非归母净利率情况	7
表 11: 部分连锁企业 2023A 营收/归母净利润/扣非归母净利润情况 (亿元)	8
表 12: 部分连锁企业单季度收入 (亿元)	8
表 13: 部分连锁企业单季度归母净利润 (亿元)	8
表 14: 部分连锁企业单季度扣非归母净利润 (亿元)	9
表 15: 部分连锁企业 2023A 毛利率/管理费用率/销售费用率/归母净利率情况	10
表 16: 部分连锁企业单季度毛利率情况	10
表 17: 部分连锁企业单季度销售费用率情况	10

表 18:	连锁企业单季度管理费用率情况	10
表 19:	部分连锁企业单季度归母净利率情况	11
表 20:	部分连锁企业单季度扣非归母净利率情况	11
表 21:	部分速冻企业 2023A 营收/归母净利润/扣非归母净利润情况 (亿元)	13
表 22:	部分速冻企业单季度收入情况 (亿元)	13
表 23:	部分速冻企业单季度归母净利润情况 (亿元)	13
表 24:	部分速冻企业单季度扣非归母净利润情况 (亿元)	13
表 25:	部分速冻企业 2023A 毛利率/管理费用率/销售费用率/归母净利率情况	14
表 26:	部分速冻企业单季度毛利率情况	15
表 27:	部分速冻企业单季度销售费用率情况	15
表 28:	部分速冻企业单季度管理费用率情况	15
表 29:	部分速冻企业单季度归母净利率情况	15
表 30:	部分速冻企业单季度扣非归母净利率情况	16
表 31:	部分食品加工企业 2023A 营收/归母净利润/扣非归母净利润情况 (亿元)	18
表 32:	部分烘焙食品企业单季度收入情况 (亿元)	18
表 33:	部分烘焙食品企业单季度归母净利润情况 (亿元)	18
表 34:	部分烘焙食品企业单季度扣非归母净利润情况 (亿元)	18
表 35:	部分烘焙食品企业 2023A 毛利率/管理费用率/销售费用率/归母净利率情况	20
表 36:	部分烘焙食品企业单季度毛利率情况	20
表 37:	部分烘焙食品企业单季度销售费用率情况	20
表 38:	部分烘焙食品企业单季度管理费用率情况	21
表 39:	部分烘焙食品企业单季度归母净利率情况	21
表 40:	部分烘焙食品企业单季度扣非归母净利率情况	21
表 41:	休闲食品行业重点关注个股	23
表 42:	食品加工行业重点关注个股	23

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026