



# 食品饮料行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）  
liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：李本媛（执业 S1130523090002）  
libenyuan@gjzq.com.cn

联系人：陈宇君  
chenyujun@gjzq.com.cn

## 如何看待 24 年大众品成本改善？

### 投资逻辑

受疫情影响，全球生产供应链、运输等环节受限，2021年起大宗商品价格持续上涨，带动 PPI 指数一路升高。此外，终端消费场景受限，尤其食品类消费疲弱，CPI 指数稳定在低位，PPI-CPI 剪刀差持续扩大。随后全球主要经济体陆续放开疫情管控，生产端和需求端均呈现回暖态势，PPI-CPI 剪刀差收窄，大宗商品价格自 2022 年 10 月呈下降趋势，传导至下游大众品行业表现毛利率改善。但仍有部分行业及个股原材料占比高，且供需关系比较特殊，23 年成本依旧维持高位，本文旨在探究此类企业 24 年成本预期修复程度，及对利润带来的影响。

从行业对比分析来看，乳饮毛利率先于食品改善，但绝大多数板块未恢复至疫前水平。1) 食品细分子板块中调味品受损最明显，20-22 年板块毛利率/净利率分别-6.9pct/-8.7pct，且受制于酿造周期较长，23 年并未完全体现成本下行红利。休闲食品 23 年毛利率初具改善，但较疫前仍有缺口。食品加工受益于产业链优势，毛利率 22 年启动恢复。2) 乳饮板块共同原材料为包材（玻璃、瓦楞纸等），且包材占比高（普遍占 30%+）、降幅大（平均下降 20%+），因此乳饮毛利率恢复快于食品。但各子板块毛利率修复时点有差异，如生牛乳价格 22 年初开始回落，乳制品板块最早开启成本修复周期。而白糖 23 年持续处于上涨通道中，因此软饮料板块 23 年毛利率改善不充分，后续仍有修复空间。

**啤酒板块：**24 年预计大麦成本下降大个位数到小双位数（H2 澳麦双反红利有望释放更明显），包材维稳（玻璃价格持平或上涨但会通过回瓶提升摊薄，回瓶率+2pct 将降低 5%、纸箱和易拉罐低个位数下降），折旧摊销维稳（重啤佛山投产预计影响约 0.5%），预计吨成本同比下降 1-2%（青啤测算 24 年综合成本将减少 4e 多，单吨降幅约 2%）。考虑结构升级预计吨成本最终下降幅度将在 1%左右，敏感性分析下青啤毛利率有望改善 2-3pct、华润改善约 1.5-2.5pct。

**卤味板块：**以龙头绝味为例，鸭副类占比总成本超 30%，其中鸭脖最高占比 15%+。疫情期间供给端减产，而需求端疫后快速恢复，供需不匹配导致 23H1 鸭副成本再次大幅上行，19 年-23 年前三季度公司毛利率约下滑 9pct。我们观测到 23 年日均投苗量稳定在高位，且随着鸭苗、饲料价格下行，供给盈利改善、产能扩张，23Q3 鸭副成本已明确下降，24 年有望维持低位。假定 24 年鸭副综合成本下降 10%~20%，敏感性分析下毛利率有望提升 2.9~4.3pct。

**洽洽食品：**核心原材料为葵花籽，占比成本约 47%，19-22 年葵花籽种植面积缩减约 30%，而需求端基本稳定，导致葵花籽价格自 19 年起逐年提升，公司此前通过小幅多次提价对冲，但仍无法完全抵消成本上涨压力，23H1 瓜子毛利率降至历史低位，仅 24.1%，同比-7.5pct。受益于 23 年葵花籽种植面积扩大，10 月新采购季价格高位回落，考虑到 24 年采购季接近尾声，以目前价格作为参考，假定 24 年葵花籽价格同比下降 5%~10%，毛利率有望提升 2.2~3.6pct。

**安琪酵母：**核心原材料为糖蜜，占比成本约 40%。糖蜜为制糖副产物，2020 年起上游甘蔗种植面积趋于饱和同时进口受限，而下游酒精、酵母扩产对糖蜜需求增加，导致糖蜜均价 3 年涨幅接近翻倍，公司毛利率 20 年-23 前三季度约下滑 9pct。随着上游种植收益增加，23/24 新榨季预计上游种植面积、产量（甘蔗+甜菜）提升 22%。叠加公司自建水解糖项目缓解对糖蜜的刚性成本依赖，近期价格已有回落。假定 24 年糖蜜价格下行 5%~10%，毛利率有望提升 1.4~2.1pct。

### 投资建议与估值

综合考虑到成本改善多为对 24 年业绩的一次性催化，且存在不确定性因素扰动，我们建议结合收入增速预期表现、估值安全边际等因素选择个股，其中啤酒仍处于高端化升级中，吨价提升趋势不变，行业 β 仍存；洽洽春节旺季需求改善，24 年将加大新品投放力度、积极合作新渠道，收入有望恢复双位数增长。推荐青啤、华润、洽洽，建议关注安琪酵母、绝味食品。

### 风险提示

原材料降幅不及预期风险、行业竞争加剧风险、食品安全风险等。



## 内容目录

一、回顾 23 年：大众品成本下行，毛利率初步修复.....	5
1.1 宏观层面：22 年 10 月起 PPI-CPI 剪刀差收窄.....	5
1.2 行业对比：乳饮毛利率先于食品改善，绝大多数板块未恢复至疫前水平.....	5
二、展望 24 年：细分行业和个股具备较大成本弹性.....	6
2.1 啤酒：大麦有望双位数改善、包材低位，毛利率或将普遍上行 2pct 左右.....	6
2.2 卤制品：鸭副价格有望稳定在低位，预期绝味 24 年毛利率改善 2.9~4.3pct.....	12
2.3 独立原材料：葵花籽、糖蜜新采购季扩产，预期洽洽/酵母 24 年主业毛利率改善 2.5pct/1.5pct....	15
2.4 小结：成本改善视角偏短，需结合多因素综合看待.....	18
三、投资建议与估值.....	18
四、风险提示.....	20

## 图表目录

图表 1： 21-23 年 PPI 指数波动较大.....	5
图表 2： 22 年 10 月起 PPI-CPI 剪刀差收窄.....	5
图表 3： 20-23 年调味品板块毛利率降幅最明显.....	5
图表 4： 20-23 年调味品板块净利率降幅最明显.....	5
图表 5： 啤酒高端化升级，毛利率波动幅度小.....	6
图表 6： 乳制品核心成本最先开启下行趋势.....	6
图表 7： 重庆啤酒历年营业成本拆分.....	6
图表 8： 青岛啤酒历年营业成本拆分.....	6
图表 9： 珠江啤酒历年营业成本拆分.....	7
图表 10： 燕京啤酒-啤酒业务历年成本拆分.....	7
图表 11： 珠江啤酒玻璃和铝材接近 1:1.....	7
图表 12： 燕京啤酒玻璃和铝材接近 1:1.....	7
图表 13： 嘉士伯拟注入资产采购占比.....	8
图表 14： 嘉士伯拟注入资产采购单价（元/个）.....	8
图表 15： 啤酒各家罐化率对比.....	8
图表 16： 啤酒各家渠道结构对比（2021 年）.....	8
图表 17： 燕京啤酒业务 2022 年营业成本各项拆分.....	8
图表 18： 重庆啤酒 2021 年营业成本各项拆分.....	8
图表 19： 华润啤酒 2021 年成本各项拆分.....	9
图表 20： 回瓶率和啤酒成本变动关系较大.....	9
图表 21： 啤酒板块各公司 21 年直接材料增速提升.....	9



图表 22: 啤酒板块各公司 21 年吨成本增幅明显	9
图表 23: 23H2 大麦国内均价下行 (元/吨)	10
图表 24: 23H2 大麦进口均价下行 (元/吨)	10
图表 25: 2015-2023 年澳麦双反政策扰动进口结构	10
图表 26: 23 年纸箱价格维持低位 (元/吨)	10
图表 27: 22 年打包易拉罐价格上涨 (元/吨)	10
图表 28: 22 年宝钢包装二片罐单价上涨	10
图表 29: 23 年铝期货价保持低位 (美元/吨)	11
图表 30: 23 年玻璃价格保持低位	11
图表 31: 青岛啤酒结构与吨成本的关系	11
图表 32: 燕京啤酒结构与吨成本的关系	11
图表 33: 啤酒板块各公司吨人工成本下行 (元/吨)	11
图表 34: 啤酒板块各公司裁员率差异较大	11
图表 35: 啤酒板块各公司产能利用率提升	12
图表 36: 啤酒板块公司单吨折旧费对比 (元/吨)	12
图表 37: 青岛啤酒 2024 年毛利率敏感性测算	12
图表 38: 华润啤酒 2024 年毛利率敏感性测算	12
图表 39: 绝味食品鸭脖占比统采成本均值为 17%	12
图表 40: 鸭脖价格自 23Q2 开始大幅下行	12
图表 41: 19-23 年绝味食品、煌上煌毛利率持续下行	13
图表 42: 23Q3 绝味存货大幅增加 (单位: 亿元)	13
图表 43: 白羽肉鸭产业链全周期流程图	13
图表 44: 祖代在产白羽肉鸭存栏量 2021 年同比+14%	14
图表 45: 父母代在产白羽肉鸭存栏量 2020 年大幅减产	14
图表 46: 23 年 5 月鸭苗价格高位回落	14
图表 47: 饲料 (玉米、豆粕) 价格 23 年底开始下行	14
图表 48: 23 年 4-5 月鸭苗投放量达到高位 (单位: 万羽)	15
图表 49: 23 年养殖户利润较为可观, 预期 24 年可延续 (单位: 元/只)	15
图表 50: 24 年绝味毛利率有望提升 2.9~4.3pct	15
图表 51: 洽洽食品原材料中葵花籽占比最高	15
图表 52: 葵花籽全国均价有所回落	15
图表 53: 19-22 年葵花籽产量、种植面积大幅下降	16
图表 54: 洽洽受原材料影响毛利率持续下行	16
图表 55: 24 年洽洽毛利率有望提升 2.2~3.6pct	16
图表 56: 安琪酵母成本结构中糖蜜占比最高	17



图表 57: 糖蜜价格连续 3 年维持高位上涨.....	17
图表 58: 安琪酵母毛利率逐年下行.....	17
图表 59: 糖蜜下游酵母需求占比提升.....	17
图表 60: 23/24 年度糖料种植面积预测值增加, 糖蜜产量有望提升 22%.....	17
图表 61: 24 年安琪酵母毛利率有望提升 1.4~2.1pct.....	18
图表 62: 大众品成本改善影响对比.....	18
图表 63: 啤酒重点公司盈利预测.....	19
图表 64: 食品重点公司盈利预测.....	19

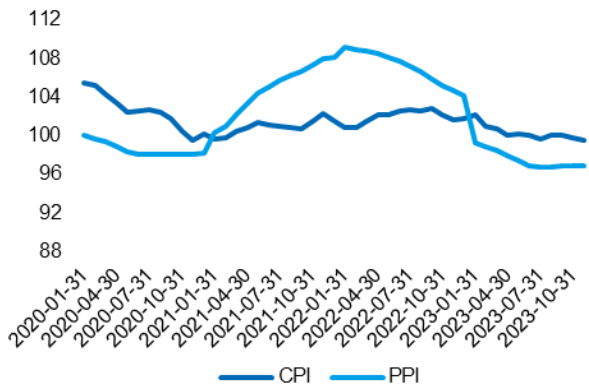


## 一、回顾 23 年：大众品成本下行，毛利率初步修复

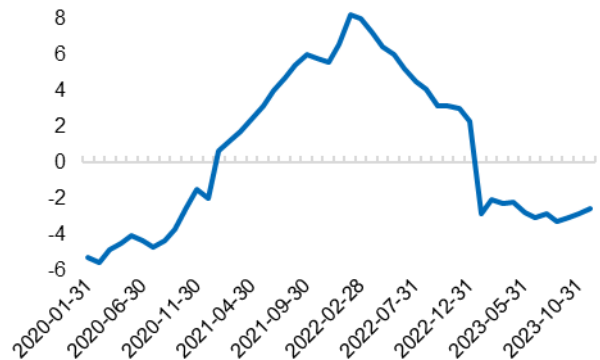
### 1.1 宏观层面：22 年 10 月起 PPI-CPI 剪刀差收窄

受疫情影响，全球生产供应链、运输等环节受限，21 年起大宗商品价格持续上涨，带动 PPI 指数一路升高。此外，终端消费场景受限，尤其食品类消费疲弱，CPI 指数亦稳定在低位，PPI-CPI 剪刀差扩大。22 年 2 月俄乌冲突导致大宗商品供给端进一步收缩，剪刀差缺口扩至最大。而后随着全球主要经济体全面放开疫情管控，生产端和需求端均呈现回暖态势，PPI-CPI 剪刀差收窄，22 年 10 月之后基本恢复正常，23 年大众品行业开始享受成本下行红利。

图表1：21-23 年 PPI 指数波动较大



图表2：22 年 10 月起 PPI-CPI 剪刀差收窄



来源：iFinD，国金证券研究所（注：数据截至 2023 年 12 月）

来源：iFinD，国金证券研究所（注：数据截至 2023 年 12 月）

### 1.2 行业对比：乳饮毛利率先于食品改善，绝大多数板块未恢复至疫前水平

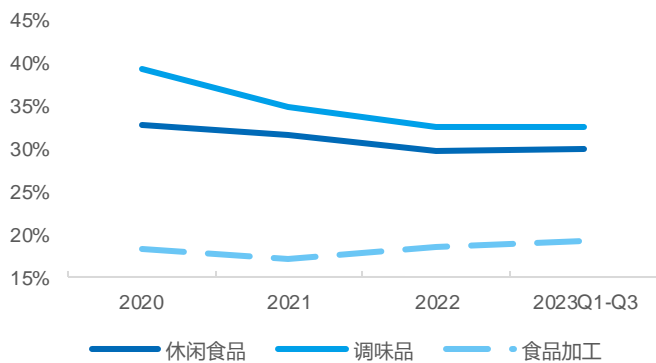
受剪刀差扩大影响，20-22 年大众品成本端承压，食品细分子板块毛利率和净利率大体呈下降态势，尤其调味品降幅最明显。随着成本下行、需求改善，23 年大众品子板块毛利率、净利率边际修复，但对比 20 年同期仍有缺口。

1) 休闲食品板块基本恢复，其原材料多为常见大宗农产品且单一原材料依赖度低，23 年前三季度板块毛利率/净利率分别同比+0.4pct/2.0pct，毛利率弱改善系渠道朝着高效率方向变革，品牌溢价贡献较少，但同时费用率随之收缩，整体效率提升，净利率改善更明显。

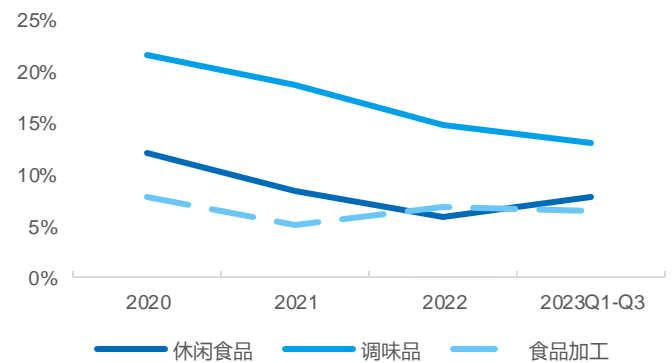
2) 调味品板块持续承压，且 23 年前三季度仍在下行，一方面系原材料集中于黄豆、大麦、包材，且单一原材料占比比较高，叠加会计准则调整后运输费计入营业成本。另一方面行业增速明显放缓，龙头销量表现持平或者下滑，规模效应减弱。20-22 年板块毛利率/净利率分别-6.9pct/-8.7pct，考虑到生产酿造周期，23 年利润率尚未明显改善。

3) 食品加工板块受冲击最弱，系多数标的兼具上下游业务，如养殖、屠宰、预制菜等多类业务，可内部平滑成本上行压力。食品加工板块自 22 年毛利率/净利率逐步修复，分别同比+1.4pct/1.6pct，23 年延续改善态势。

图表3：20-23 年调味品板块毛利率降幅最明显



图表4：20-23 年调味品板块净利率降幅最明显



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

从乳饮板块来看，占比较高的共同原材料为包材（玻璃、瓦楞纸等），其次乳制品/软饮料/啤酒分别为生牛乳（占比 30~40%）/白砂糖（10~15%）/大麦（占比 10~15%）。受原材料单价影响，各板块毛利率修复时点不同，如生牛乳价格 22 年初开始回落，而白糖、大麦价格 22 年仍处于上涨通道，因此乳制品毛利率最早开始修复。

1) 乳制品板块修复基本完成，剔除掉运费准则影响大体上 23 年前三季度毛利率恢复至 20 年同期水平。21 年生鲜牛

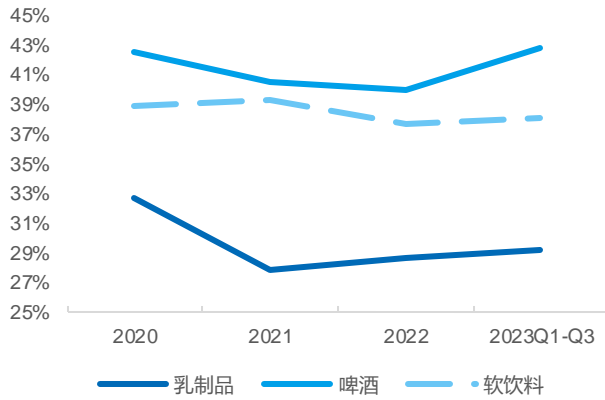




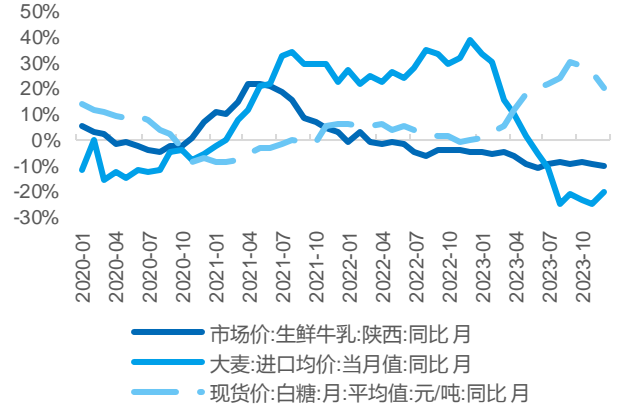
乳市场价涨幅约 20%，导致板块毛利率大幅下降。22-23 年原材料价格持续回落，毛利率稳步修复。

- 2) 软饮料板块仍有修复空间，虽 23 年各项包材成本大幅下行，但白糖步入快速上涨通道，二者对冲下板块毛利率仅小幅改善，23 年前三季度同比+0.4pct。但近期白糖价格同比具备向下趋势，预期 24 年软饮料毛利率持续修复。
- 3) 啤酒板块基本不受扰动，高端化升级有效对冲成本压力。产品价格带逐年抬升，即便 22 年包材、大麦成本处于历史高位，板块毛利率同比仅-0.5pct。23 年成本压力减弱后，毛利率同比+2pct，毛利率甚至超过 20 年同期水平。

图表5: 啤酒高端化升级, 毛利率波动幅度小



图表6: 乳制品核心成本最先开启下行趋势



来源: iFind, 国金证券研究所

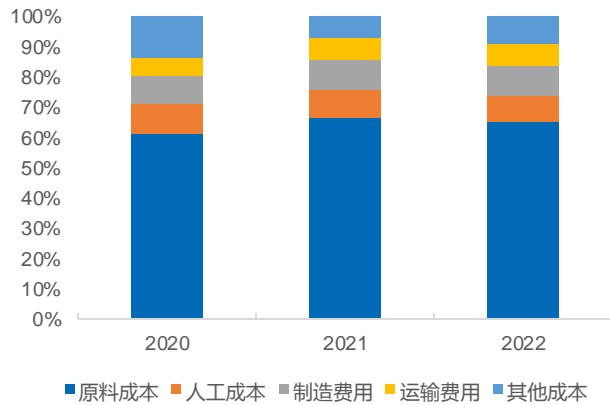
来源: iFind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 12 月)

## 二、展望 24 年: 细分行业和个股具备较大成本弹性

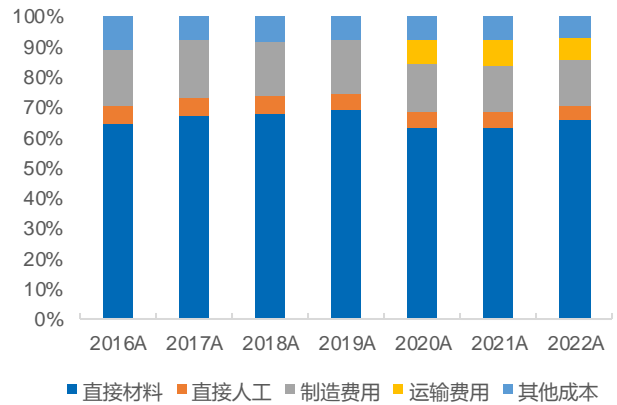
### 2.1 啤酒: 大麦有望双位数改善、包材低位, 毛利率或将普遍上行 2pct 左右

从成本构成看, 啤酒的直接材料占营业成本的比重在 60-70%, 其中麦芽的占比在 10-15%, 酒花、大米等合计在 10%不到, 包材占比在 40-50% (其中纸箱在 10%左右)。

图表7: 重庆啤酒历年营业成本拆分



图表8: 青岛啤酒历年营业成本拆分

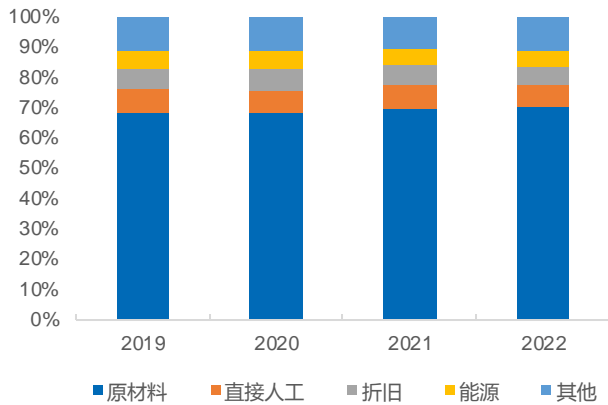


来源: 重庆啤酒公司公告, 国金证券研究所

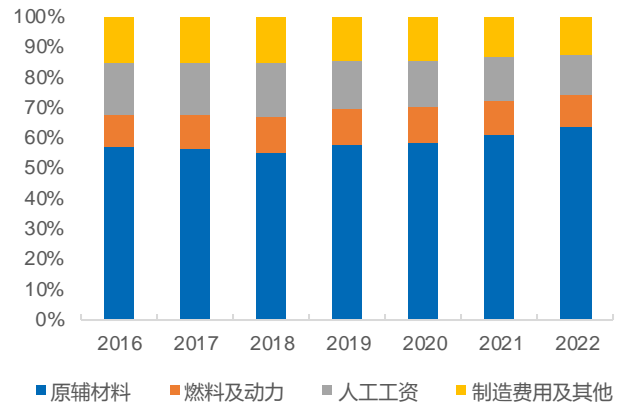
来源: 青岛啤酒公司公告, 国金证券研究所



图表9：珠江啤酒历年营业成本拆分



图表10：燕京啤酒-啤酒业务历年成本拆分



来源：珠江啤酒公司公告，国金证券研究所

来源：燕京啤酒公司公告，国金证券研究所

各家包材中玻璃和铝材的比例也存在差异，成本中玻璃：铝罐比例华润接近 1:2，燕京和珠江接近 1:1，重啤在 3:1，背后反应的是：

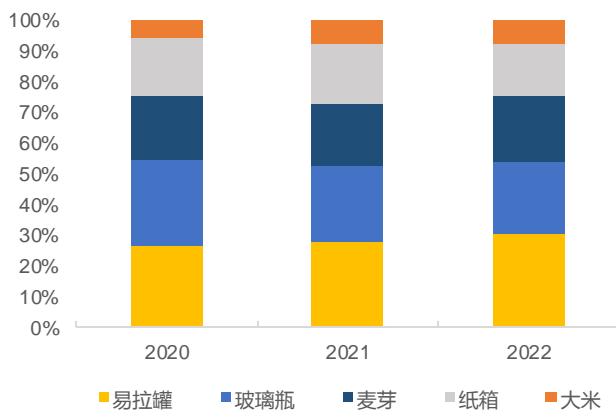
1) 罐化率的差异。23 年罐化率珠江约 40%、百威 40-50%、华润 40%左右、青啤 31-32%、燕京 20%多（部分子公司在 30%），重啤约 22%（行业偏低），故重啤铝罐占比在行业中偏高。

罐化率的差异取决于渠道的占比，流通占比高、罐化率占比高。随着疫后非现饮场景重要性提升，罐化率趋势向上，珠江啤酒罐化率已从 2015 年的 22%提升至 23H1 的 40%；嘉士伯也从 18 年的 15%提升至 22 年的 22%。

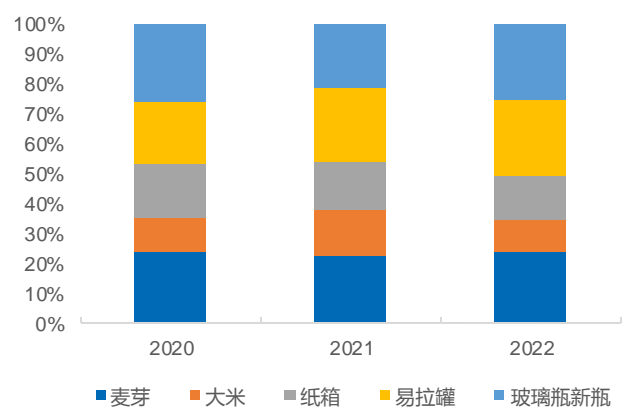
2) 回瓶率的差异。当前单个玻璃新瓶价格约 1-1.2 元，可使用的年限为 2 年，每年周转次数为 6-10 次，单个玻璃瓶使用次数在 12-20 次，成本将被明显摊薄。当前行业的平均回瓶率约在 80-90%，青啤回瓶率在 70%，重庆纯生回瓶率在 80%，珠江再 70-80%。以 70%为基数测算，回瓶率每降低 5pct 单个玻璃瓶综合成本将提升 15%，每降低 2pct 将提升 5%+。青岛啤酒以前的回瓶率在 60%，19 年提至 70%，22 年继续提升至 72%左右，23 年略有降低接近 2pct 导致单个玻璃瓶综合成本上升、抵消了玻璃瓶新瓶成本的改善。

回瓶率的差异取决于：①公司管理能力和经销商回瓶政策支持；②工厂布局及销售半径，一般销售半径越小越容易回瓶（如：重庆、新疆区域回瓶率在 80-90%，但广东乌苏、1664 等高端产品回瓶率偏低）。

图表11：珠江啤酒玻璃和铝材接近 1:1



图表12：燕京啤酒玻璃和铝材接近 1:1

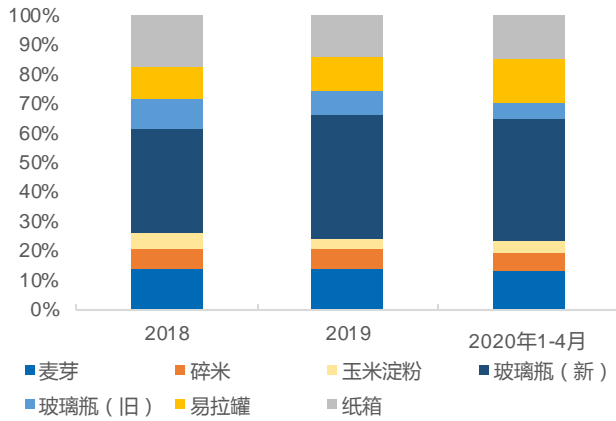


来源：珠江啤酒公司公告，国金证券研究所

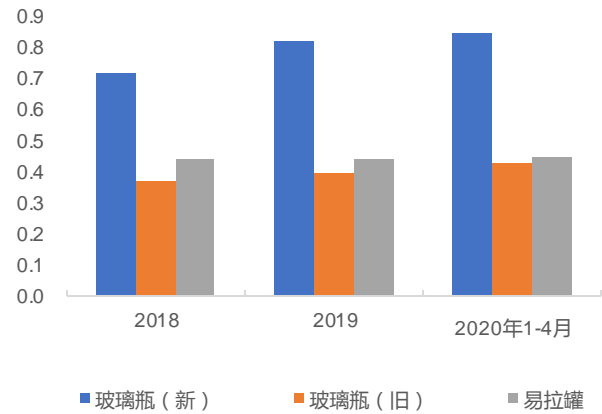
来源：燕京啤酒公司公告，国金证券研究所



图表13: 嘉士伯拟注入资产采购占比



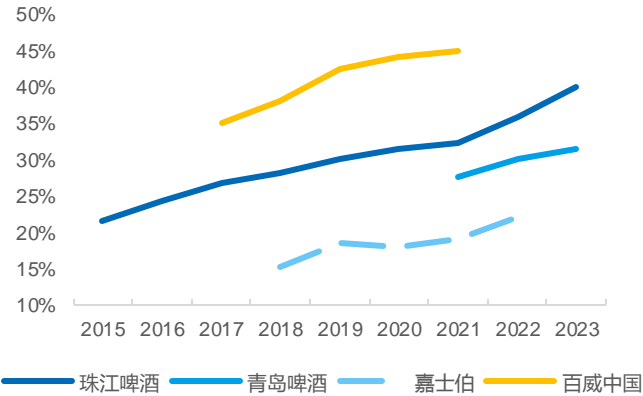
图表14: 嘉士伯拟注入资产采购单价(元/个)



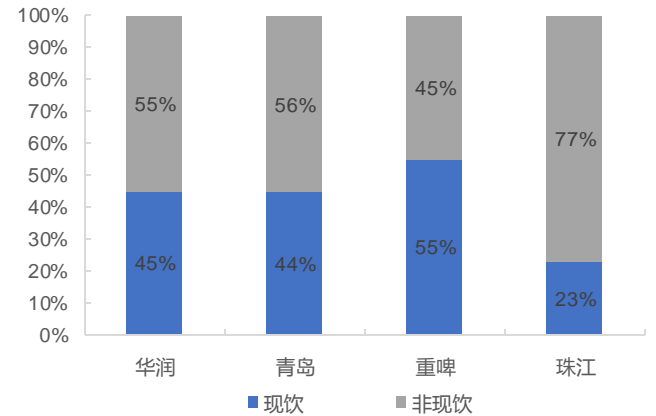
来源: 重庆啤酒公司公告, 国金证券研究所

来源: 重庆啤酒公司公告, 国金证券研究所

图表15: 啤酒各家罐化率对比



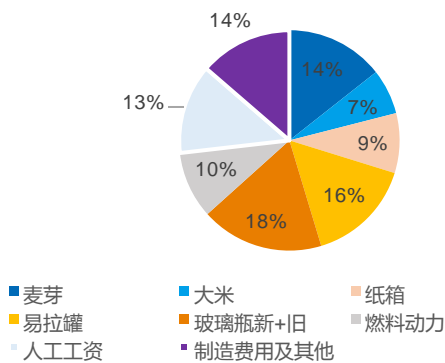
图表16: 啤酒各家渠道结构对比(2021年)



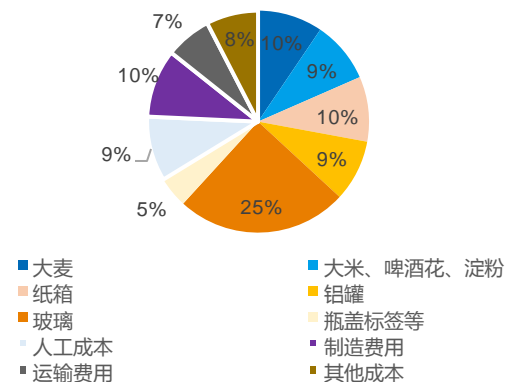
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表17: 燕京啤酒业务2022年营业成本各项拆分



图表18: 重庆啤酒2021年营业成本各项拆分



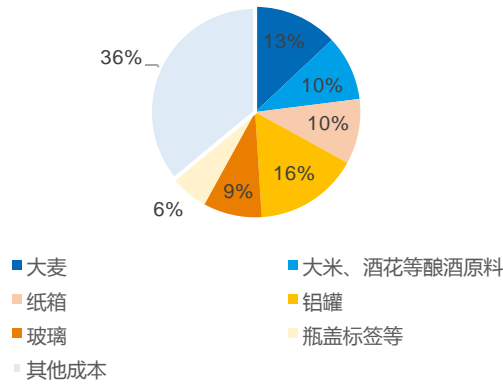
来源: 燕京啤酒公司公告, 国金证券研究所

来源: 重庆啤酒公司公告, 国金证券研究所





图表19: 华润啤酒 2021 年成本各项拆分



图表20: 回瓶率和啤酒成本变动关系较大

单个玻璃瓶使用次数 (2 年)	单个玻璃瓶使用次数 (2 年)						
	12	14	16	18	20		
成本 (新瓶 1.2 元/个)							
回瓶率	60%	65%	70%	75%	80%	85%	90%
	0.54	0.49	0.43	0.38	0.32	0.27	0.21
	0.53	0.48	0.42	0.36	0.31	0.25	0.20
	0.53	0.47	0.41	0.36	0.30	0.24	0.19
	0.52	0.46	0.41	0.35	0.29	0.24	0.18
	0.52	0.46	0.40	0.35	0.29	0.23	0.17

来源: 华润啤酒公司公告, 国金证券研究所

来源: 国金证券研究所测算

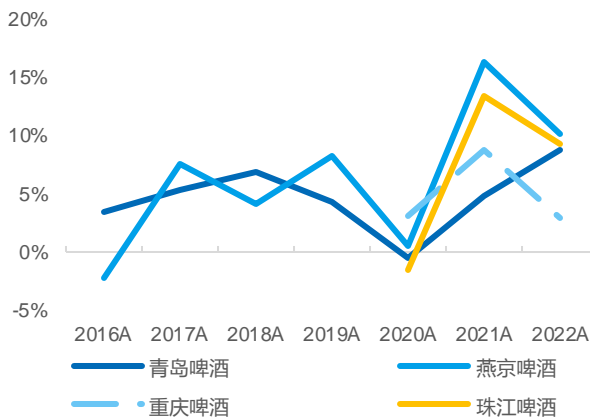
复盘历史, 最近 2 期成本高点出现在 17-18 年和 21-22 年 (疫后复苏+俄乌冲突)。从成本回落周期看, 19 年吨成本增幅已普遍收窄, 20 年吨直接材料成本普遍持平 (海内外疫情下大宗需求疲软), 吨成本普遍下滑小个位数 (华润改善幅度偏大系回瓶率大幅上升影响)。

■ 复盘 22 年: 俄乌冲突下大宗价格飙升, 22 年吨成本普遍中大个位数, H2 小幅收窄。

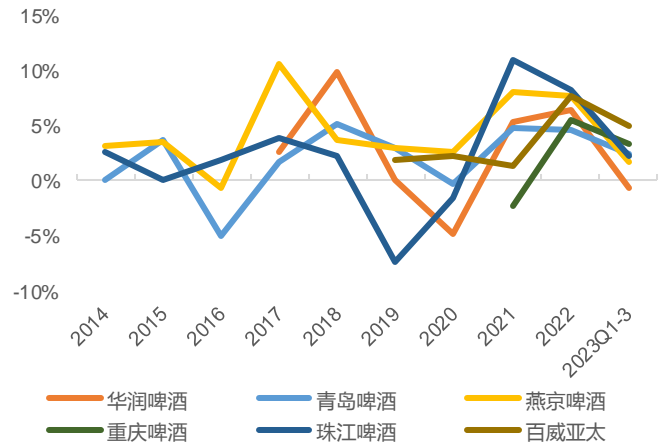
22 年华润/青啤/重啤/燕京/珠江/百威亚太的吨成本同比+6.5%/4.6%/4.8%/5.4%/10.1%/7.7%。主要涨价来自: 大麦 (涨价个位数到双位数上涨)、铝材 (俄乌冲突下两位数上涨)、玻璃 (因为有回瓶仅个位数上涨)、纸箱 (个位数上涨)、运费 (俄乌冲突下双位数上涨), 22 年青啤/重啤/燕京/珠江的吨直接材料成本同比+9%/3%/10%/8%。

复盘 23 年: 大麦由于俄乌冲突减产涨价, 包材维持低位。23Q1-3 华润/青啤/重啤/燕京/珠江/百威亚太的吨成本同比低个位数下滑/+3.3%/+2.9%/+1.8%/+2.3%/+4.9%, 大部分增幅在小个位数, 主要涨价来自: 大麦 (上涨 15-20%)、包材整体 (低个位数下滑), 但 23 年受到个股影响而分化。华润表现相对较好, 系采购策略差异+22 年基数因素影响 (22 年涨幅较大); 青啤 23 年玻璃新瓶价格降低、但回瓶率下降近 2pct 产生抵消, 结构升级也将带动吨成本上行; 燕京 23 年实施卓越管理体系建设、规范子公司生产各环节, 原材料使用要求也更严格; 重啤有产能利用率、铝材锁价周期偏长等因素影响。

图表21: 啤酒板块各公司 21 年直接材料增速提升



图表22: 啤酒板块各公司 21 年吨成本增幅明显



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

## ■ 展望 24 年成本

### 1) 大麦成本将确定性改善, 24H2 起体现将更明显

澳麦品质高、价格偏低, 在双反之前一直是啤酒大麦的主要来源。由于澳麦双反取消政策, 23 年全年大麦进口占比从 0% 提升至 14%, 24 年及后续仍有继续提升的空间。澳大利亚大麦是订单农业, 23 年 8 月双反取消落地后耕种面积难以大幅扩大, 故 10 月收割季释放的红利不够充分, 预计 24H2 将迎来更多改善。从商品价格看, 大麦现货全国均价 12 月底同比-23%, 进口大麦均价同比-30%。从当前锁价进度看, 青啤将在春节锁价、改善幅度尚不确定; 重啤招标基本完成 (预计下降高个位数), 华润预计大麦下跌双位数。



图表23: 23H2 大麦国内均价下行 (元/吨)



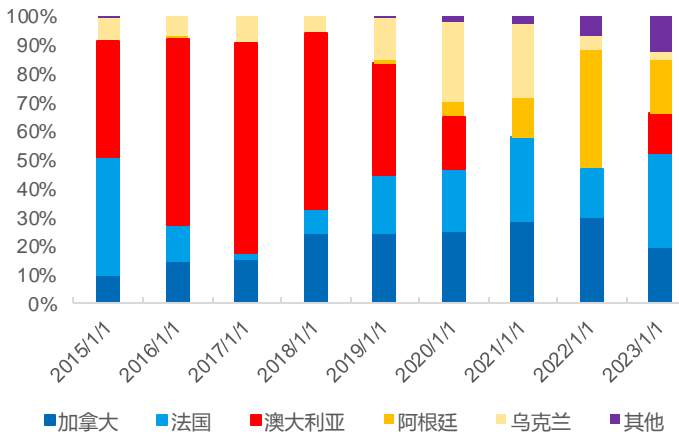
来源: ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 12 月)

图表24: 23H2 大麦进口均价下行 (元/吨)



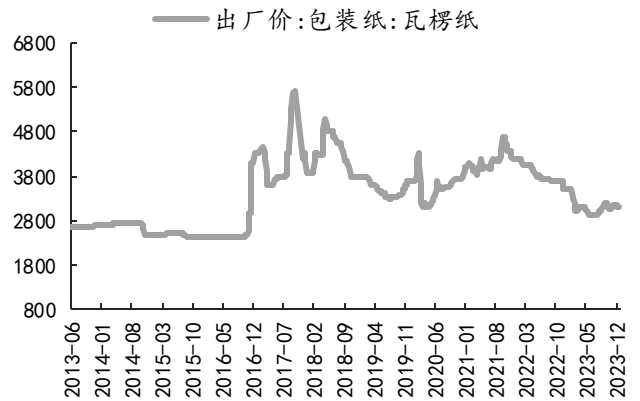
来源: wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 12 月)

图表25: 2015-2023 年澳麦双反政策扰动进口结构



来源: wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 1 月)

图表26: 23 年纸箱价格维持低位 (元/吨)



来源: ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 12 月)

2) 包材维持低位, 驱动因素是需求疲弱、铝等大宗原料处于低位

从商品价格看, 当前现货铝同比-15%, 广东、佛山易拉罐打包均价同比去年+14%、+9%、环比上月-1%、-2%; 现货玻璃同比去年+12%、环比上月持平; 瓦楞纸价格同比-11%、环比上月-2%。

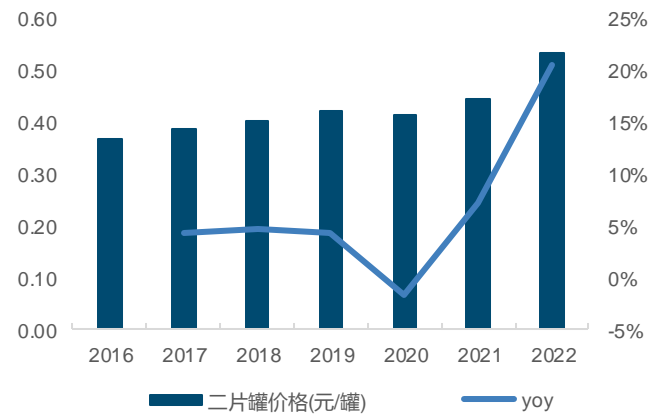
包材大多是 1-2 个季度滚动采购, 24 年青啤预计玻璃瓶价格持平左右 (青啤 24 年将加大对经销商回瓶政策支持, 回瓶率提升有望降低综合成本), 易拉罐、纸箱价格下降; 重啤预计玻璃瓶上涨、铝材低位数下降; 华润预计包材压力不大、维持低位。

图表27: 22 年打包易拉罐价格上涨 (元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 12 月)

图表28: 22 年宝钢包装二片罐单价上涨



来源: wind, 国金证券研究所



图表29: 23 年铝期货价保持低位 (美元/吨)



图表30: 23 年玻璃价格保持低位



来源: wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 1 月)

来源: ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 1 月)

3) 产品结构升级: 吨成本发生变化

重啤的高档吨成本是中档的 1.2x、低档的 1.5x, 青岛品牌的吨成本是其他品牌的 1.2x, 燕京中高档的吨成本是其他的 1.5X。结构升级天然会导致吨成本自然提升。据测算, 青岛品牌销量占比每提升 5pct, 将会带来吨成本提升 1%; 燕京中高档占比每提升 2pct 将会带来吨成本提升 1.5%。

图表31: 青岛啤酒结构与吨成本的关系

	单吨成本 (元)	2022 销量占比	情景 1	情景 2	情景 3
青岛品牌	2713	55%	58%	60%	63%
其他品牌	2202	45%	42%	40%	37%
综合吨成本 (元)		2483	2498	2509	2524
增幅			0.6%	1.0%	1.6%

图表32: 燕京啤酒结构与吨成本的关系

	单吨成本 (元)	2022 销量占比	情景 1	情景 2	情景 3
燕京中高档	2940	37%	39%	41%	43%
燕京其他	1420	63%	61%	59%	57%
综合吨成本 (元)		1989	2019	2050	2080
增幅			1.5%	3.1%	4.6%

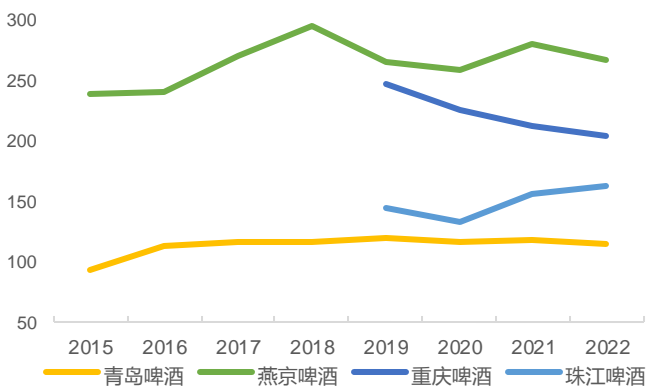
来源: 青岛啤酒公司公告, 国金证券研究所

来源: 燕京啤酒公司公告, 国金证券研究所

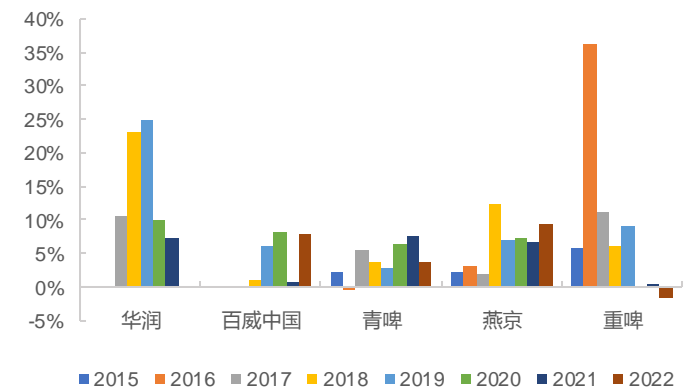
4) 人工成本: 关厂裁员、销量扩大将使吨生产成本降低

从历史复盘看, 青啤吨人工成本多年保持稳定, 考虑青啤、华润销量维稳, 预计未来吨人工成本将维稳。重啤受益于规模效应明显下降 (19-22 年单吨累计-17%、总人工成本持平), 燕京未来有较大改善空间 (幅度取决于裁员比例)。

图表33: 啤酒板块各公司吨人工成本下行 (元/吨)



图表34: 啤酒板块各公司裁员率差异较大



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

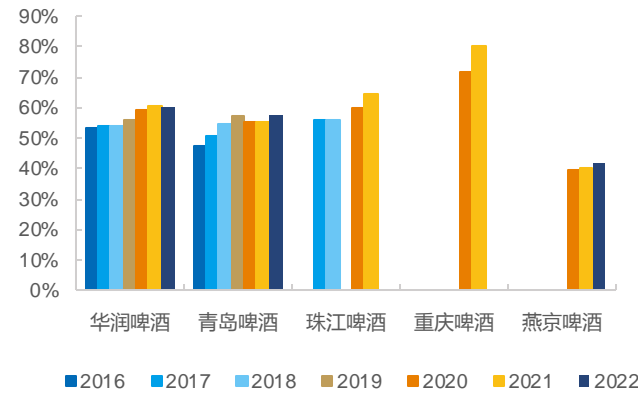
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

5) 折旧: 取决于产能利用率

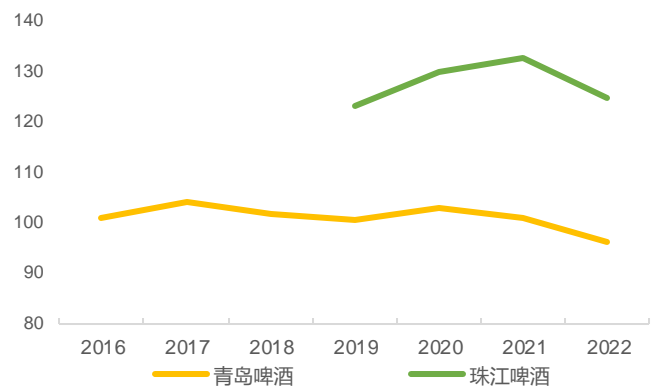
青啤 16-22 年营业成本中的折旧费单吨累计-5%, 预计未来几年也将维持相对稳定 (更多是做相邻工厂的整合); 重啤 24Q2 佛山工厂将投产, 预计将新增折旧摊销 5-6kw、运费节省 1kw (单吨成本将增加 12-15 元, 增幅在 0.5%左右)。



图表35: 啤酒板块各公司产能利用率提升



图表36: 啤酒板块公司单吨折旧费对比 (元/吨)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

综合看, 24 年预计大麦成本下降大个位数到小双位数, 包材维稳 (玻璃价格持平上涨但会通过回瓶率提升摊薄、纸箱和易拉罐低个位数下降), 折旧摊销维稳 (重啤预计影响 0.5%左右), 预计吨成本同比下降 1-2% (比如: 青啤测算 24 年综合成本将减少 4e 多, 对应单吨降幅约 2%)。考虑结构升级将带动吨成本上涨 1%左右, 预计吨成本最终下降幅度将在 1%左右, 测算得青啤毛利率改善 2-3pct、华润改善约 1.5-2.5pct。

图表37: 青岛啤酒 2024 年毛利率敏感性测算

初始毛利率	38.8%	吨价变动				
		2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%
毛利率变动						
吨成本变动	1.5%	0.6%	0.9%	1.2%	1.5%	1.8%
	0.5%	1.2%	1.5%	1.8%	2.1%	2.3%
	-0.5%	1.8%	2.1%	2.4%	2.6%	2.9%
	-1.5%	2.4%	2.7%	3.0%	3.2%	3.5%
	-2.5%	3.0%	3.3%	3.5%	3.8%	4.1%

图表38: 华润啤酒 2024 年毛利率敏感性测算

初始毛利率	41.0%	吨价变动				
		1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
毛利率变动						
吨成本变动	2.0%	-	0.0%	0.3%	0.6%	0.9%
	1.0%	0.3%	0.6%	0.9%	1.1%	1.4%
	0.0%	0.9%	1.2%	1.4%	1.7%	2.0%
	-1.0%	1.5%	1.7%	2.0%	2.3%	2.6%
	-2.0%	2.0%	2.3%	2.6%	2.9%	3.1%

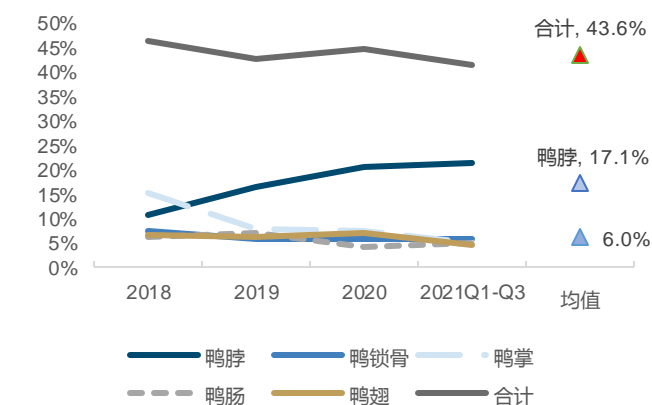
来源: 国金证券研究所

来源: 国金证券研究所

## 2.2 卤制品: 鸭副价格有望稳定在低位, 预期绝味 24 年毛利率改善 2.9~4.3pct

我们以卤味龙头绝味食品为例, 其原材料采购占总成本 80%以上, 鸭副类在原材料统采中占比大头, 前五名合计占比超 40%。其中鸭脖占比最高, 2018-2021 年占统采金额比重均值约 15%, 部分年份如 2020、2021 年占比提升至 20%+。受疫情影响, 餐饮方面鸭肉需求减少导致上游减产, 而鸭副需求偏刚性, 供不应求导致价格提升。以鸭脖为例, 21Q1-23Q1 持续上行, 期间价格从 11.6 元/公斤上涨至 19.9 元/公斤, 期间涨幅超 70%。23Q2-Q3 价格逐渐回落, 目前稳定在 10~11 元/公斤, 但仍未恢复至 20 年同期水平 (公司 2020 年采购内部均价为 9.9 元/公斤)。

图表39: 绝味食品鸭脖占比统采成本均值为 17%



图表40: 鸭脖价格自 23Q2 开始大幅下行



来源: 绝味食品公司公告, 国金证券研究所

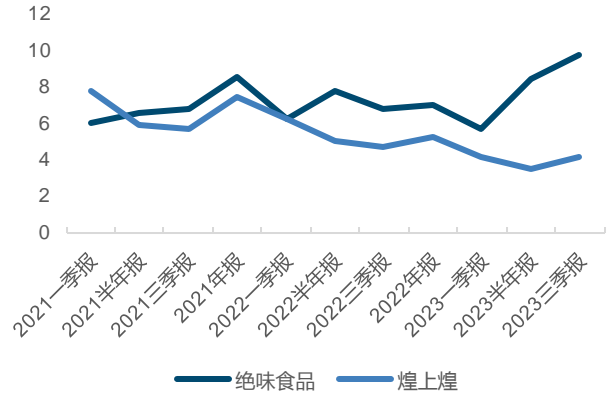
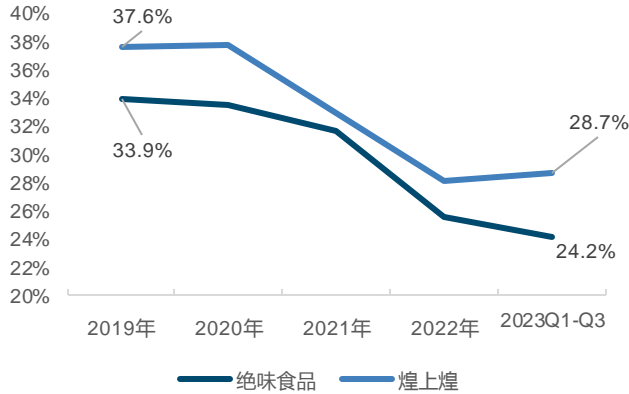
来源: 水禽行情网, 国金证券研究所



20 年以来，鸭副采购价格上行导致卤制品板块毛利率持续承压，叠加运费计入成本略有 1-2pct 扰动，煌上煌、绝味 23 年前三季度毛利率较 19 年同期分别下降 9.7pct/8.9pct。尽管各项鸭副原材料价格自 23Q2 环比逐步下行，考虑到存货因素，反馈至报表端需滞后 1 个季度，公司毛利率预计在 Q4 得到明显修复。同时，我们观察到绝味和煌上煌均在 23Q3 加大了原材料囤货力度，预计 24Q1 各家毛利率延续改善趋势。

图表41：19-23 年绝味食品、煌上煌毛利率持续下行

图表42：23Q3 绝味存货大幅增加（单位：亿元）



来源：Wind, 国金证券研究所

来源：Wind, 国金证券研究所

如何看待后续成本压力？

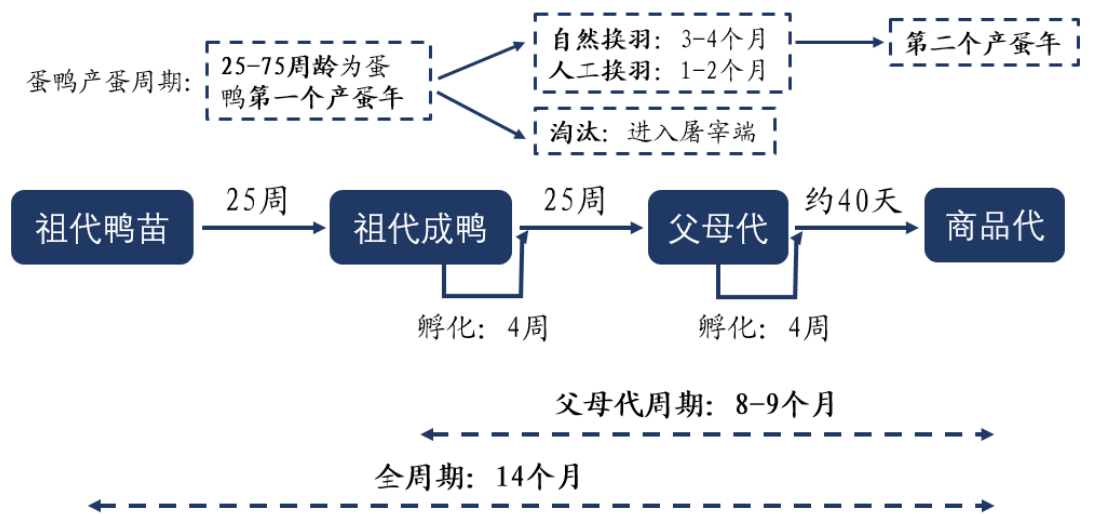
供给端：养殖周期短，投苗量恢复

白羽肉鸭生产具有如下特点：①生产周期性强。祖代鸭苗或父母代鸭苗经过 18 周进入产蛋前期，在 25 周左右进入第一个产蛋年（25-75 周），达到正常生产高峰。从祖代鸭苗起至商品代肉鸭出栏大约需要 14 个月，从父母代鸭苗起至商品代肉鸭出栏大约需要 8-9 个月。②生产能力具有较大弹性。无论是祖代种鸭养殖户，还是父母代种鸭养殖户，都可以通过人工强制换羽、延迟或提前淘汰来调整生产能力；此外，还可以通过商品代转父母代提升蛋鸭供给，但因其并非严格选育用以繁衍后代的种鸭，容易造成后代鸭苗存在成长较慢、肉料比效益低、存活能力较差等问题。

上一轮去产能原因在于肉鸭价格下跌。20 年初父母代种鸭存栏达到峰值，随着 21 年猪肉产能恢复和疫情所致的鸭肉消费减少，肉鸭价格迅速下跌，父母代养殖企业采用屠宰蛋鸭等方式调整产能，21 年存栏量大幅下降，较 19 年缺口达 30%。但 21 年祖代种鸭存栏量同比提升 15%，达近十年高位 61.03 万套，预计父母代种鸭量可以得到一定修复。

23 年上半年投苗量恢复，鸭苗价格明显回落。2023 年 2 月起父母代投苗量已有明显提升，商品代鸭苗产能恢复仍需周期。据樱桃谷负责人，或受 23 年春节前毛鸭价格高增影响，春节后父母代鸭苗需求量大幅增长，投产旺季 4 月的父母代鸭苗订购量已达供给饱和。按父母代周期推算，商品代鸭苗出栏量在 23Q4 得到提升，因此我们观察到 23H2 鸭苗价格回落幅度较大。

图表43：白羽肉鸭产业链全周期流程图

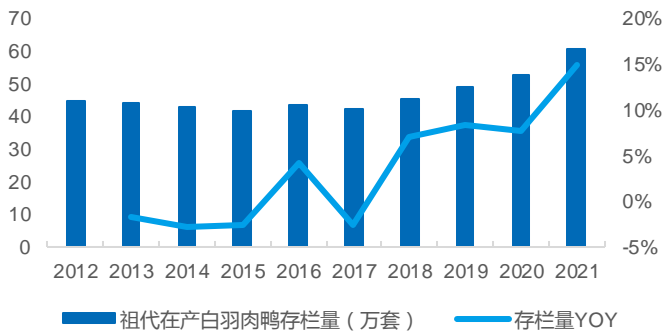


来源：樱桃谷, 国金证券研究所





图表44: 祖代在产白羽肉鸭存栏量 2021 年同比+14%



图表45: 父母代在产白羽肉鸭存栏量 2020 年大幅减产



来源: 中国畜牧业协会, 国金证券研究所

来源: 中国畜牧业协会, 国金证券研究所

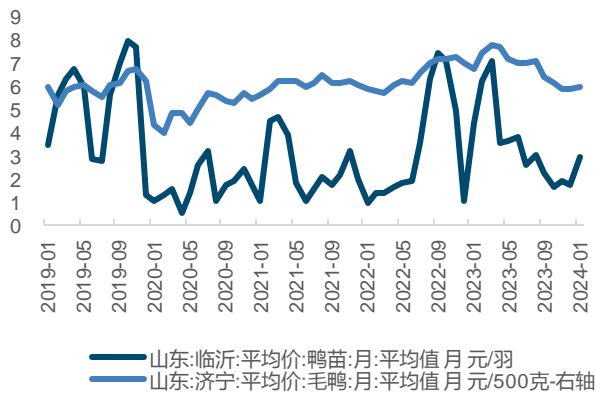
需求端: 鸭肉消费与餐饮恢复联系较为紧密, 社零餐饮数据整体呈现弱复苏态势, 我们预计 24 年鸭肉需求有望随餐饮持续恢复。通常农户为减轻养殖亏损, 鸭肉价格下行时期, 会提高需求偏刚性的鸭副价格。我们预计后续随着鸭肉价格企稳回升, 鸭副价格回落并稳定在低位。从替代品角度看, 23 年猪肉、牛肉等替代品价格下跌, 24 年预期产能去化后价格提升, 替代品鸭肉价格随之提升。

通过复盘上一轮减产期相关指标的变化, 我们发现主要原因在于养殖户亏损较多。我们的利润测算包含以下假设: 1) 单只利润=毛鸭售价-鸭苗采购价-期间饲投入-水电人工等费用; 2) 毛鸭出栏重 6.5 斤; 3) 饲养投放的肉料比为 2.2, 即 6.5 斤毛鸭需要 14.3 斤饲料; 4) 水电、疫苗、药品假定耗费 1 元/只。

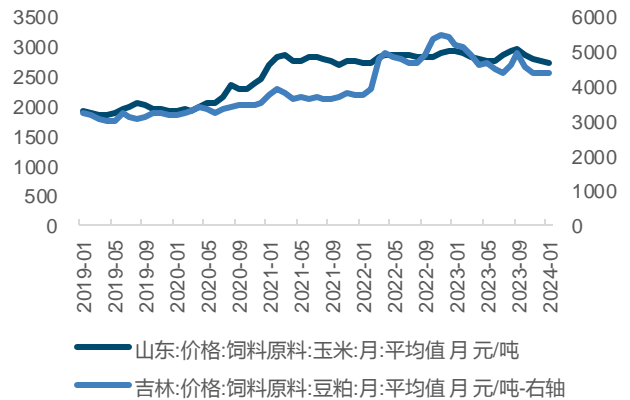
例如, 19 年 9 月鸭苗价格高至 8 元/羽, 而毛鸭价格同期下降至 2.6 元/斤, 导致 2020 年初养殖户亏损较为严重, 同年父母代在产白羽肉鸭存栏量年大幅减产, 从而传导至后续鸭副价格攀升。23 年初养殖户扭亏为盈, 而后鸭苗投放量逐月攀升至 1000 万只/日。随着供给端产能跟上, 毛鸭及鸭副等价格在 23 年 5 月开始下行。尽管测算养殖利润目前略微亏损, 但处于可接受范围内, 随着春节餐饮需求量较大, 价格有望动态调整回升。

预期 24 年鸭苗价格平稳、饲料价格下行, 上游养殖意愿充足且具备正循环, 鸭副价格有望企稳在目前低位。

图表46: 23 年 5 月鸭苗价格高位回落



图表47: 饲料 (玉米、豆粕) 价格 23 年底开始下行

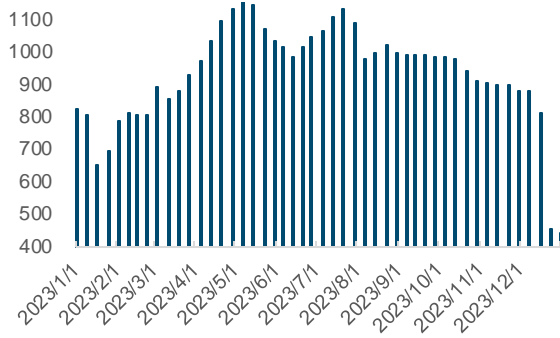


来源: Wind, 国金证券研究所

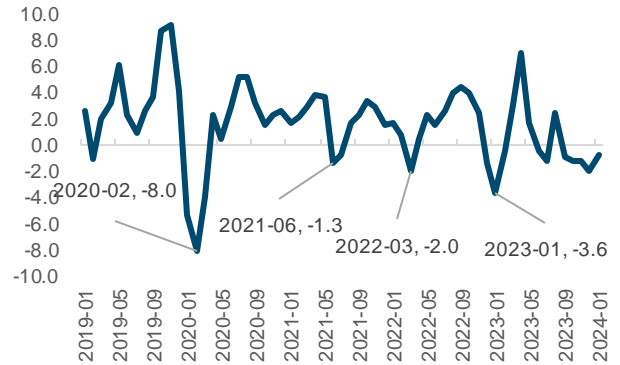
来源: Wind, 国金证券研究所



图表48: 23年4-5月鸭苗投放量达到高位(单位:万羽)



图表49: 23年养殖户利润较为可观, 预期24年可延续(单位:元/只)



来源: Mysteel, 国金证券研究所(注: 12月为种鸭淘汰期, 具备季节性影响) 来源: Wind, 国金证券研究所

敏感性测算: 结合上述判断, 我们假定24年全年鸭副原材料价格稳定在近期低位水平, 则鸭脖/鸭掌/鸭锁骨/鸭头/鸭翅分别同比-35%/-7%/-7%/-12%/-11%, 假定鸭副总体价格变动比例在10%~20%, 考虑到鸭副占比总成本约30%, 则吨成本有望下降3%~6%, 假定吨价受消费力影响下行可能性较高, 中性假设下公司主业毛利率有望恢复至30%+, 同比+2.9~4.3pct。

图表50: 24年绝味毛利率有望提升2.9~4.3pct

	成本变动	价格变动				
		-3%	-2%	-1%	0%	1%
卤制食品销售	-6%	2.2%	2.9%	<b>3.6%</b>	<b>4.3%</b>	5.0%
	-5%	1.5%	2.2%	<b>2.9%</b>	<b>3.6%</b>	4.3%
	-4%	0.7%	1.5%	2.2%	2.9%	3.6%
	23E 毛利率	-3%	0.0%	0.7%	1.5%	2.2%
27.80%	-2%	-0.7%	0.0%	0.7%	1.4%	2.1%

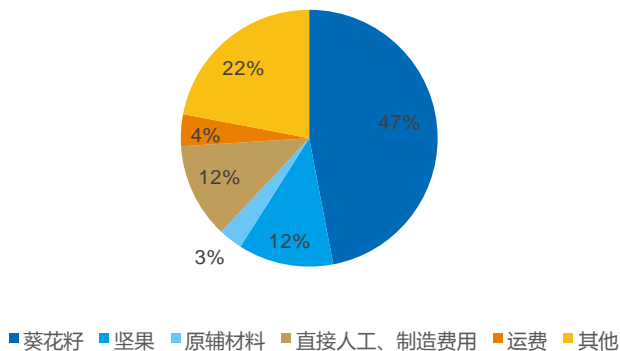
来源: 国金证券研究所

### 2.3 独立原材料: 葵花籽、糖蜜新采购季扩产, 预期洽洽/酵母24年主业毛利率改善2.5pct/1.5pct

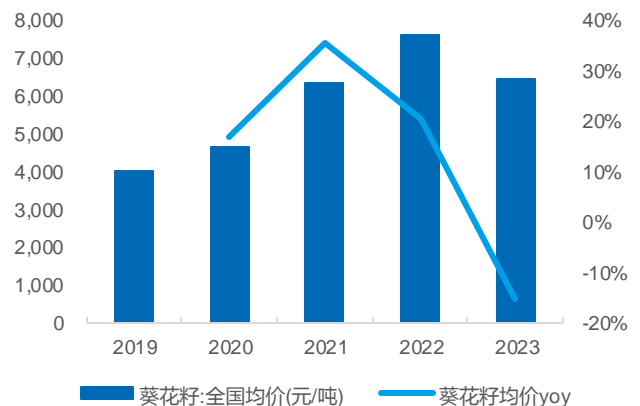
#### 洽洽食品

公司核心原材料葵花籽、坚果分别占比成本为47%/12%。葵花籽近年来价格涨幅明显, 19-22年全国均价从3985元/吨上涨至7581元/吨, 年均涨幅在20%+。尽管公司期间曾小幅多次提价, 21年10月、22年8月对瓜子品类部分产品进行提价, 提价幅度分别为8%-18%和3.8%, 依旧无法完全抵消成本上涨压力, 近年来毛利率持续下滑, 23H1葵花籽毛利率为24.1%, 同比-7.5pct, 达到历史低位水平。

图表51: 洽洽食品原材料中葵花籽占比最高



图表52: 葵花籽全国均价有所回落



来源: 洽洽食品公司公告, 国金证券研究所

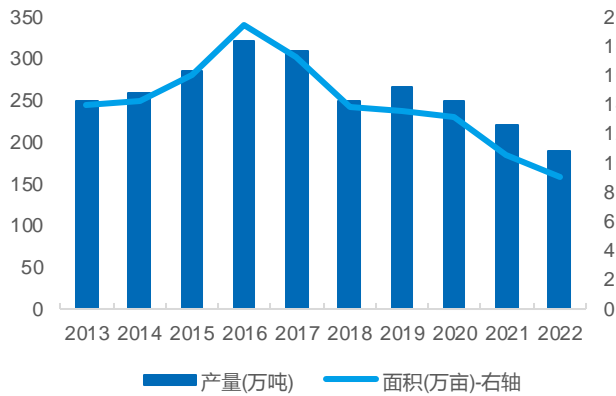
来源: iFind, 国金证券研究所



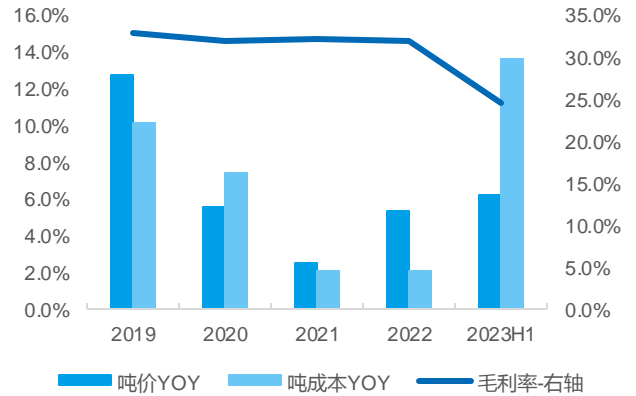
从供给端来看，葵花籽种植人力、肥料成本不断上升，17-21 年我国葵花籽种植面积由 1171 千公顷下降至 704 千公顷，产量从 315 万吨下降至 215 万吨，供给端降幅约 32%，但消费量近年来基本稳定在 250 万吨左右，供不应求导致瓜子价格攀升。

自 23Q3 起，公司通过控制瓜子发货、降低原材料库存储备，毛利率得到明显恢复。23 年 10 月起，葵花籽进入新一轮采购周期，受益于葵花籽种植面积扩大，全国均价较 23 年高位下滑超 15%，23Q4 毛利率有望持续改善。由于公司原材料通常集中在 10 月~次年 4 月进行采购，一般年前价格合适则增加战略库存储备，结合目前采购价我们预判 24 年瓜子成本稳定在低位。

图表53: 19-22 年葵花籽产量、种植面积大幅下降



图表54: 洽洽受原材料影响毛利率持续下行



来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：洽洽食品公司公告，国金证券研究所

敏感性测算：结合上述判断，我们假定 24 年葵花籽成本与 23 年 10 月-24 年 1 月期间均价近似，同比 23 年降低约 5~10%，考虑到葵花籽占比总成本约 50%，则吨成本有望下降 3%~5%。假定吨价受产品结构扰动（红袋占比提升，蓝袋占比下降）略有下降，中性假设下公司主业毛利率有望恢复至 31%左右，同比+2.2~3.6pct。

图表55: 24 年洽洽毛利率有望提升 2.2~3.6pct

	成本变动	价格变动				
		-3%	-2%	-1%	0%	1%
休闲食品	-5%	1.5%	2.2%	<b>2.9%</b>	<b>3.6%</b>	4.2%
	-4%	0.7%	1.5%	<b>2.2%</b>	<b>2.9%</b>	3.5%
	-3%	0.0%	0.7%	1.4%	2.1%	2.8%
毛利率	-2%	-0.7%	0.0%	0.7%	1.4%	2.1%
28.50%	-1%	-1.5%	-0.7%	0.0%	0.7%	1.4%

来源：Wind，国金证券研究所

## ■ 安琪酵母

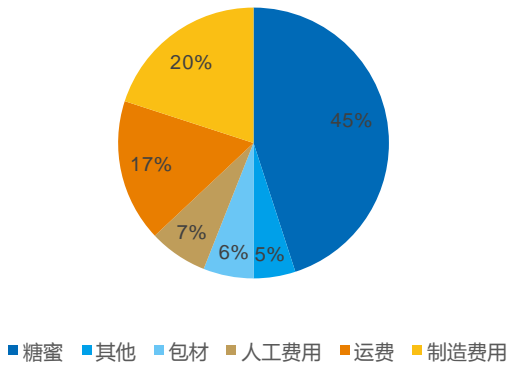
公司主要的原材料为糖蜜，占比总成本约 45%。早期糖蜜受上游甘蔗种植面积规律性波动，采购价每年涨跌幅双位数，进而传导至公司报表端扰动毛利率。近年来，上游甘蔗种植面积趋于饱和同时进口受限；下游酒精、酵母扩产对糖蜜需求增加。糖蜜价格 20 年开始逐年上涨，均价从 860 元/吨上涨至高峰期 1684 元/吨，同比涨幅接近翻倍。公司 20-23 年也采取小幅提价方式应对，但毛利率仍受到挤压，23Q3 毛利率为 25%。

供给端：国内糖蜜供给量逐年下行，海外糖蜜虽价格较低但因政策无法进口。国内糖蜜主要产地包括广西、云南等，以甘蔗糖蜜为主。受国家粮食种植政策引导，20-22 年全国甘蔗播种面积从 1191 千公顷下降至 1102 千公顷，换算糖蜜产量也从 250 万吨降至 200 万吨。除此之外，糖料作物亦受气候影响，如 22 年收获季雨水较少，单产明显下降。近年来，随着甘蔗种植收益提升，种植面积逐步增加，23/24 榨季上游种植面积和单产均有改善，预计糖蜜产量恢复 19/20 年同期水平，同比增加 20%。

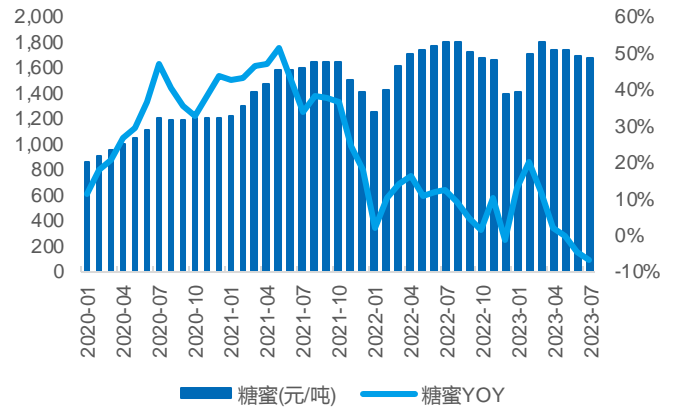
需求端：糖蜜是制糖工业的副产物，因含有大量的发酵蔗糖，因而可以作为酵母、味精、有机酸等发酵物的底物或基底。早些年酵母厂产能较低，对糖蜜的需求仅占比 30%，酒精/建筑建材等行业占比分别为 60%/10%。近年来随着安琪产能逐步扩张至 30 万吨以上，单安琪一家公司每年对糖蜜的消耗量约 150 万吨，约占比总供给的一半。由于酵母产能扩张速度快，且其对糖蜜需求偏刚性，上游议价权较强，近年来涨价压力较大。



图表56: 安琪酵母成本结构中糖蜜占比最高



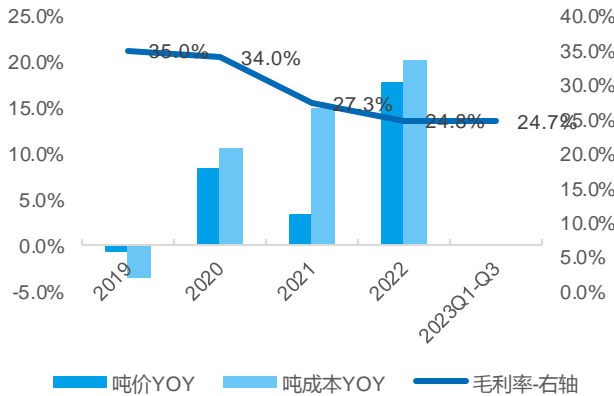
图表57: 糖蜜价格连续3年维持高位上涨



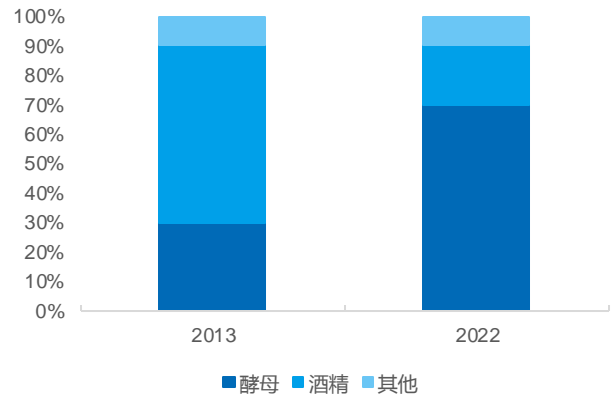
来源: 安琪酵母公司公告, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

图表58: 安琪酵母毛利率逐年下行



图表59: 糖蜜下游酵母需求占比提升



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

来源: 泛糖科技, 国金证券研究所

图表60: 23/24 年度糖料种植面积预测值增加, 糖蜜产量有望提升 22%

指标	2019/2020 年度		2020/2021 年度		2021/2022 年度		2022/2023 年度		2023/2024 年度	
	甘蔗	甜菜	甘蔗	甜菜	甘蔗	甜菜	甘蔗	甜菜	甘蔗	甜菜
糖料播种面积 (千公顷)	1165	215	1191	262	1122	141	1102	182	1160	180
单产 (吨/公顷)	62.7	56.1	64.35	52.5	68.6	51	56.4	47	66.4	53.9
糖料产量 (万吨)	7305	1206	7664	1376	7697	719	6215	855	7702	970
糖蜜产量 (万吨)	241	60	253	69	254	36	205	43	254	49
合计糖蜜产量 (万吨)	301		322		290		248		303	
同比	-11.6%		6.7%		-9.9%		-14.5%		22.1%	

来源: 中国糖业协会, 国金证券研究所 (注: 假定甘蔗/甜菜糖料产量: 糖蜜产量换算比例分别为 3.3%/5%)

为了缓解糖蜜供给紧张、价格攀升的现象, 公司于 22 年开始规划 45 万吨水解糖项目, 替代糖蜜单一原材料供给。水解糖原料为碎米、玉米, 原材料易得且价格波动较小, 23 年随着大宗品成本下行及公司技术优化, 水解糖生产成本可做到略低于糖蜜高位价格。除了缓解原材料上涨压力外, 更重要地水解糖有效缓解未来糖蜜产量不足压力, 保证公司产能建设按规划推进。

敏感性测算: 考虑到上游扩产且水解糖已发挥替代作用, 我们假定 24 年糖蜜成本下降约 5%~10%, 考虑到糖蜜占比总成本约 40%, 则吨成本有望下降 2%~4%。假定公司近年来海外提价, 整体吨价呈现上升趋势, 我们假定公司吨价变动范围为-2%~2%。中性假设下公司主业毛利率有望恢复至 31.4%左右, 同比+1.4~2.8pct。



图表61: 24 年安琪酵母毛利率有望提升 1.4~2.1pct

	成本变动	价格变动				
		-2%	-1%	0%	1%	2%
酵母及其衍生品	-3%	0.7%	1.4%	<b>2.1%</b>	2.8%	3.5%
	-2%	0.0%	0.7%	<b>1.4%</b>	2.1%	2.8%
	-1%	-0.7%	0.0%	0.7%	1.4%	2.1%
	0%	-1.4%	-0.7%	0.0%	0.7%	1.4%
29.20%	1%	-2.2%	-1.4%	-0.7%	0.0%	0.7%

来源: Wind, 国金证券研究所

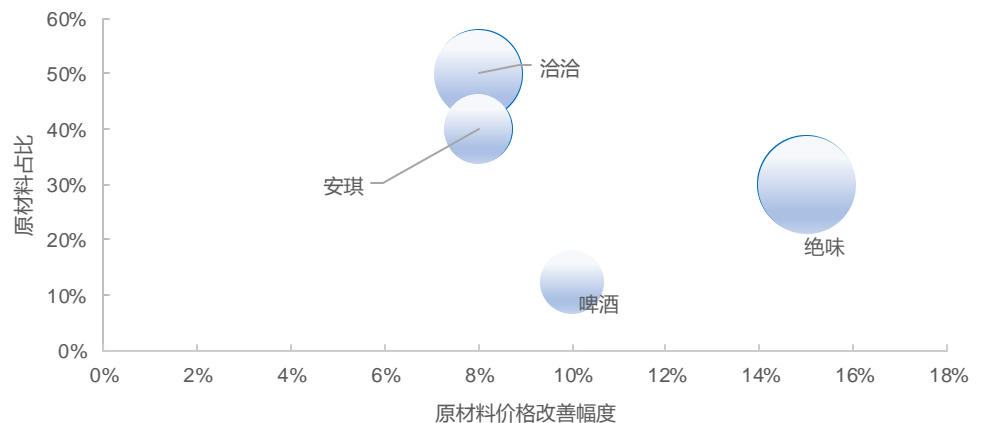
### 2.4 小结: 成本改善视角偏短, 需结合多因素综合看待

我们将以上板块及个股成本改善幅度及成本占比做气泡图进行综合比较, 其中横轴为核心原材料价格改善幅度, 纵轴为核心原材料占比, 气泡大小为预计毛利率改善幅度, 最终预期 24 年毛利率改善幅度排序为卤味(绝味)>洽洽>酵母>啤酒。

综合考虑到单一成本改善多为对 24 年业绩的一次性催化, 且存在不确定性因素扰动(如卤味无法锁价全年、洽洽和酵母采购周期延至 4 月), 我们建议结合行业需求改善、个股阿尔法、运营效率提升、估值安全边际等因素选择个股, 更具备中长期逻辑支撑。

- 1) 行业需求改善: 消费仍处于弱复苏态势, 叠加近年来消费降级、人口缩量等因素, 行业需求从量的维度难以得到明显改善, 价的维度啤酒板块或有持续升级机会。
- 2) 个股阿尔法: 如绝味具备投资项目并表红利, 廖记有望延申第二曲线。酵母有望通过俄罗斯、埃及子公司产能释放, 加快出海速度, 支撑收入双位数增长。
- 3) 运营效率提升: 洽洽早期渠道集中于商超, 23 年加快与零食量贩、会员商超等新渠道合作力度, 有望提升总资产周转率。同时原材料采购、工厂智能化、费用精准投放等方面均有净利率提升空间。
- 4) 估值安全边际: 目前食品饮料板块估值全面回落, 大部分公司对应 24 年仅 15x, 匹配利润端增速在 1 倍 PEG 合理范围内。

图表62: 大众品成本改善影响对比



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 气泡大小为预期毛利率改善幅度)

## 三、投资建议与估值

### ■ 啤酒板块

供给端升级+提效共识不变, 中高端大单品本身符合“消费降级”的趋势(高性价比、更好的原料包装&体验), 5-12 元升级韧劲强, 中低端主动整合, 啤酒业绩仍有较强确定性。Q4 大概率减亏, 12 月各家主动放慢节奏、蓄力来年, 关注 1-2 月高基数下的超跌机会。青啤 23 年 1 月-3%、2 月+18%, 1-2 月+5%, 24 年存在春节错期影响, 预计 1 月表现平稳(青啤山东在 12 月-25%背景下, 1 月+8%); 重啤、百威 1 月低基数下预计正增长, 推荐青啤(24 年港股 11X/A 股 19X)、华润(15X), 24 年 PEG 已回落至 1X 左右; 关注重啤(20X)、燕京(26X)。





图表63: 啤酒重点公司盈利预测

公司名称	营业总收入 (亿元)				YOY			归母净利润 (亿元)				YOY			PE		
	22A	23E	24E	25E	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E
青岛啤酒	322	340	358	375	6%	5%	5%	37	44	51	59	18%	17%	15%	23	19	17
青岛啤酒股份	322	340	358	375	6%	5%	5%	37	44	51	59	18%	17%	15%	13	11	10
华润啤酒	353	393	420	447	11%	7%	6%	43	51	59	69	16%	17%	17%	18	15	13
重庆啤酒	140	148	158	167	6%	6%	6%	13	13	15	16	6%	10%	11%	22	20	18
燕京啤酒	132	146	159	170	11%	9%	7%	4	6	9	12	79%	43%	33%	38	26	20

来源: Wind, 国金证券研究所(注: 股价截至 2024 年 1 月 30 日)

■ 洽洽食品

23Q4 公司面临春节错峰高基数压力, 瓜子和坚果收入增长承压。瓜子结构中, 蓝袋下滑更多、红袋表现稳健、毛嗑、葵珍具备增长。Q4 已投入低价葵花籽原料进行生产, 预期净利率环比改善。12 月正式开启春节备货, 1 月进入备货旺季, 坚果礼盒装产品动销较快, 瓜子和坚果均有增长, 预期 24 年春节备货同比增长 15%。

24 年预计收入目标增速落在 10%~15%, 拆分瓜子高个位数增长, 坚果 20%+ 增长。我们认为实现概率较大, 一方面客观因素连续 2 个春节备货均落在 24 年进行, 低基数下收入有望恢复双位数增长。另一方面, 公司持续推进下沉市场精耕、拓展百万终端, 坚果目前覆盖网点数量约为瓜子一半, 预期瓜子和坚果均有铺货空间改善。产品方面, 公司推出葵珍、毛嗑等子品牌, 满足不同价位带的消费需求。我们认为短期消费降级背景下, 行业面临去“品牌化”冲击, 公司价增逻辑受阻, 但量增仍具备较大空间。

我们预计 24-25 年公司归母净利润分别为 10.6/12.3 亿元, 同比+31%/16%, 对应 PE 分别为 15x/13x。

■ 安琪酵母

23Q4 冲刺全年任务目标, 尽管 10-11 月未完成月度预算, 但 12 月加大出货力度, 经销商库存亦有提升, 国内外增速均维持 20%+。分产品来看, 12 月烘焙酵母同比+30%, 衍生品业务+10%以上, 收入增长质量具备支撑。成本端, 广西甘蔗糖蜜价格约在 1400~1500 元/吨之间, 海外埃及甜菜糖蜜价格 1000 元/吨, 俄罗斯糖蜜价格 300 元/吨, 预期综合采购成本较去年同期下降 10%。

“十四五”规划持续推进, 24 年收入维持双位数增长。主要增量来自, 1) 海外埃及、俄罗斯子公司 Q1-Q2 具备新产能投放, 分别计划 2/1 万吨酵母产能。叠加海外原材料价格下降(尤其是埃及, 糖蜜成本至少下降 30%), 采购成本和运输成本可大幅节约, 目前海外需求确定性较强, 预计 24 年仍有 20%+ 收入增长。2) 国内主要集中在 YE 产能释放, 云南普洱、德宏约有 1.5/1 万吨 YE 可以投产。23 年整体看来衍生品增速好于烘焙酵母, 预期人口总量承压背景下延续此趋势, 衍生品扩产有助于公司结构升级、开拓新的业务增长点, 预期 24 年国内收入增速约 10%。

我们预计 24-25 年公司归母净利润分别为 16.5/19.9 亿元, 同比+24%/19%, 对应 PE 分别为 17x/14x。

■ 绝味食品

23Q4 进入销售淡季, 公司在抖音平台推出 9.9 消费券进行引流, 单店收入同比小个位数增长。23 年全年新增门店数量落在 1300 家以上, 预计 Q4 总收入增速落在 10% 左右。成本端, 各类鸭副价格恢复并稳定在历史正常水平, 23Q4 卤制食品毛利率恢复至 30%+, 但促销活动力度较大, 预计销售费率略有提升, 净利润预期较 Q3 环比提升。

按照股权激励指引, 以 21 年营业收入为基数, 24 年营业收入增长率不低于 39%, 考虑到 23 年末完成 18% 的增长目标, 因此我们预计 24 年收入增速目标落在 15%~20% 之间。其中门店数量仍以每年 1000~1500 家净增量为目标扩张, 同比预计实现 6%~8% 增长, 单店收入预计随着新增门店逐步爬坡具备低个位数增长, 主业预计增长 8%~10%。另外廖记在西南地区持续巩固, 预期 24H1 门店数量增至 1000 家, 考虑到廖记模型单日营收高于绝味鸭脖门店, 若能实现并表, 预计增厚收入约 5 亿元。

我们预计 24-25 年公司归母净利润分别为 8.9/10.5 亿元, 同比+59%/19%, 对应 PE 分别为 15x/13x。

图表64: 食品重点公司盈利预测

公司	收入 (亿元)			收入 YOY			归母净利润 (亿元)			归母净利润 YOY			PE	
	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E	24E	25E
安琪酵母	141.91	160.44	182.80	10%	13%	14%	13.51	16.75	19.91	2%	24%	19%	17	14
洽洽食品	69.64	79.48	88.02	1%	14%	11%	8.07	10.56	12.29	-17%	31%	16%	15	13
绝味食品	73.01	84.08	95.10	10%	15%	13%	5.58	8.86	10.54	140%	59%	19%	15	13

来源: Wind, 国金证券研究所(注: 股价截至 2024 年 1 月 30 日)



#### 四、风险提示

- 1、原材料降幅不及预期风险：若原材料价格下降幅度不及预期，将影响企业利润改善幅度。
- 2、行业竞争加剧风险：行业竞争加剧有可能引发价格战，对企业收入和毛利率均造成冲击。
- 3、食品安全风险：食品安全问题会对公司、行业造成严重负面影响，进而影响业绩增长。



**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究