


2024年05月06日
 食品饮料

SDIC


行业动态分析

证券研究报告

食品饮料板块2023年&24Q1业绩综述： 业绩存韧性内部有分化，分红提升经营 质量改善

 投资评级 **领先大市-A**
维持评级

目 食品饮料：营收旺季加速增长，盈利能力持续提升

板块收入2023年稳步提升，23Q4环比小幅下滑，24Q1受春节旺季拉动实现加速增长。2023年SW食品饮料板块实现营收10307.38亿元，同比+8.23%，23Q4同比+3.50%，环比-4.02%，24Q1同比+6.98%，环比+27.94%。归母净利率持续提升，板块盈利能力持续提升。2023年食品饮料板块实现归母净利润2058.86亿元，同比+17.37%，归母净利率19.97%，同比+1.6pct；23Q4同比+22.71%，环比-12.34%，归母净利率同比+2.8pct，24Q1同比+16.00%，环比+86.40%，归母净利率同比+2.0pct。

目 白酒：业绩夯实内部有分化，分红提升是亮点

1) 业绩综述：整体韧性强，名酒间分化加剧。子板块内部分化日益明显，行业集中度进一步提升，名酒优势愈发凸显。高端酒品牌力优势突出，需求韧性强，经营稳健；区域名酒具备强基地市场和丰富价格带的产品，充分受益于返乡礼赠需求旺盛，业绩表现亮眼；次高端酒仍在调整阶段，短期业绩承压。2) 盈利能力：量稳价增延续，酒企费投模式调整影响毛利率。高端酒及区域名酒盈利能力持续提升。3) 经营质量：销售回款进度正常，现金流及分红等指标增强报表质量。

目 啤酒：高端化稳步推进，成本端压力即将缓解

1) 收入端：基数扰动销量波动，吨价增速放缓但仍在提升。去年一季度由于疫情放开，渠道备货积极性高，导致啤酒企业销量普遍较高。我们认为进入二季度之后，啤酒销量基数逐步下降，叠加餐饮等消费场景进入旺季后回暖，啤酒销量同比增速有望回升。主要啤酒企业仍积极推进产品结构升级，高端产品增速亮眼。2) 盈利端：原材料成本压力将缓解，利润弹性逐步释放。

目 休闲食品：景气度延续，顺势者占优

新兴渠道持续扩容，看好积极拥抱新业态的公司。从行业发展趋势来看，当前量贩零食店全国化铺市布局步伐依然坚定。对于新兴渠道布局时间早、合作力度大的公司率先分享成长红利，前期对新渠道合作态度保守的公司当前转向积极拥抱也达成一定增量。1) 收入端：自产型公司扩渠道带动业绩增量，渠道型公司变革转型开启新篇章。量贩零食开店后半程，更加关注多品类+成本优势拓展供货能力的公司。2) 利润端：规模效应带动利润率上行，成本红利有望释放利润弹性。自产型公司成本变动分化利润表现，渠道型公司转型性价比短期利润

首选股票	目标价(元)	评级	
000858	五粮液	232	买入-A
603369	今世缘	85	买入-A
600559	老白干酒	27.00	买入-A
000596	古井贡酒	300	买入-A
000568	泸州老窖	276	买入-A
600519	贵州茅台	2400	买入-A
600600	青岛啤酒	110.00	买入-A
000729	燕京啤酒	11.55	买入-A
00291	华润啤酒	62.9	买入-A
600132	重庆啤酒	87.00	买入-A
600872	中炬高新	34.54	买入-A
603027	千禾味业	22.23	买入-A
603345	安井食品	113.92	买入-A
300973	立高食品	47.33	买入-A
001215	千味央厨	46.04	买入-A
300783	三只松鼠	28.54	买入-A
002847	盐津铺子	94.29	买入-A
002991	甘源食品	109.22	买入-A
003000	劲仔食品	18.80	买入-A
002582	好想你	8.74	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.0	-1.5	-0.8
绝对收益	0.9	9.5	-11.3

赵国防 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120008

zhaogf1@essence.com.cn

胡家东 分析师

率承压。费用方面，渠道结构调整及规模效应带动 2023 费用率下行，春节促销带动短期费用率增加。

目 调味品及餐饮链：需求稳步修复，盈利弹性释放

1) 收入端：节后需求放缓，仍待修复。春节期间餐饮反馈积极，节后反馈平淡。社零数据同比增速放缓，餐饮呈现弱复苏。分场景看，2023 年大 B 供应链表现亮眼，24Q1 高基数下表现略有承压。我们预计大 B 供应链仍具备韧性，上游供应商仍有望通过持续推新拓客获得稳健增长。小 B 端乡宴团餐表现稳健，社会餐饮仍待修复，我们预计社会餐饮或延续平淡表现，复苏势头仍待观察，小 B 供应商企业更多通过开拓增量渠道或持续推新等方式获得快于行业平均的增速。2) 利润端：成本弹性释放，费效比稳步提升。销售费用率整体下行，格局分散赛道投放更加积极。综合来看，23Q4 业绩表现相对偏弱，24Q1 环比改善趋势显著，龙头表现相对突出。

目 乳制品：需求弱复苏，奶价下行释放弹性

需求疲软供给高位，奶价下行释放利润空间但加剧竞争。原奶价格下行阶段，我们认为以结构性机会为主，龙头乳企更具市场竞争主动权，整体表现有望更趋稳健，以及部分区域乳企把握优势品类，拓展全国化布局有望实现更佳表现。1) 收入端：需求温和复苏，关注结构性机会。2) 利润端：奶价下行释放乳企利润空间，行业竞争相对理性。

目 基金持仓：持仓重回增长，白酒超配幅度提升

24Q1 基金食品饮料板块（A 股）配置比例为 14.99%，较 23Q4 增长 0.56pct。白酒股持仓环比+0.68pct，超配幅度扩大。大众品持仓分化，啤酒增长显著。北向逐步净买入，为板块带来增量资金。

目 投资策略：夯实业绩验证板块需求韧性，内部分化能够寻找结构性机会，分红提升叠加估值回归使得板块有配置价值

业绩夯实分红稳步提升，板块有配置价值；中长期看竞争格局变化，站在 24Q2 的短期维度要看企业经营的改善。24 年库存去化后厂商矛盾减弱企业管理难度降低，高端品的价格策略、大众品的渠道策略均有所体现，在第二季度应该重点观察白酒价格表现和啤酒销量表现。白酒：预计 Q2 普飞企稳、普五上涨，次高端及区域龙头管理优者上涨，重点推荐五粮液、今世缘、老白干酒、山西汾酒、古井贡酒、泸州老窖、贵州茅台，关注迎驾贡酒、金徽酒、伊力特等；啤酒：销量低基数叠加成本下行板块有机会，Q2 进入旺季后板块有催化，推荐青岛啤酒、燕京啤酒、华润啤酒、重庆啤酒等；餐饮供应链：预期低、需求或缓慢改善，推荐中炬高新、千禾味业、安井食品、立高食品、千味央厨，建议关注三全食品、天味食品、宝立食品等；休闲零食：推荐有新一轮渠道成长逻辑的标的，如三只松鼠，继续推荐盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、好想你、洽洽食品等；饮料：有成长有分红饮料各有看点，建议关注东鹏饮料、养元饮品、香飘飘、百润股份等。

目 风险提示：食品安全问题，行业竞争加剧，需求恢复不及预期，原材料成本超预期上行等。

SAC 执业证书编号：S1450523070001

hujd@essence.com.cn

王尧 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523110002

wangyao2@essence.com.cn

王玲瑶 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523070003

wangly1@essence.com.cn

侯雅楠 联系人

SAC 执业证书编号：S1450122070028

houyn2@essence.com.cn

相关报告

板块业绩稳健，超额来自经营质量	2024-04-29
24Q1 基金持仓分析：板块持仓增长，白酒超配幅度扩大，大众品龙头获青睐	2024-04-24
24Q1 业绩分析与前瞻：需求有韧性，节日效应凸显，关注结构性成长机会	2024-04-11
出行向上批价向下，消费结构变化几何？	2024-04-08
从茅五批价看需求结构性和市场特征——白酒思考系列报告	2024-04-04

目 录

1. 食品饮料：营收旺季加速增长，盈利能力持续提升	6
2. 白酒：业绩夯实内部有分化，分红提升是亮点	8
2.1. 业绩概述：整体韧性强，名酒间分化加剧	8
2.2. 盈利能力：量稳价增延续，酒企费投模式调整影响毛利率	9
2.3. 经营质量：销售回款进度正常，现金流及分红等指标增强报表质量	10
2.4. 展望今年：厂商矛盾降低企业管理有空间，Q2 看名酒价盘修复	12
3. 啤酒：高端化稳步推进，成本端压力即将缓解	13
3.1. 收入端：基数扰动销量波动，吨价增速放缓但仍在提升	13
3.2. 利润端：原材料成本压力将缓解，利润弹性逐步释放	14
4. 休闲食品：景气度延续，顺势者占优	17
4.1. 收入端：自产型公司扩渠道，渠道型公司迎变革	17
4.2. 利润端：规模效应带动利润率上行，成本红利有望释放利润弹性	18
5. 调味品及餐饮链：需求稳步修复，盈利弹性释放	20
5.1. 收入端：节后需求放缓，仍待修复	20
5.1.1. 餐饮行业春节反馈积极，节后弱复苏延续	20
5.1.2. 大 B 高基数下略有承压，小 B 仍待修复	21
5.2. 利润端：成本弹性释放，费效比稳步提升	23
5.2.1. 成本延续低位，盈利弹性凸显	23
5.2.2. 费效比优化，关注经营质量	24
6. 乳制品：需求弱复苏，奶价下行释放弹性	26
6.1. 收入端：需求温和复苏，关注结构性机会	26
6.2. 利润端：奶价下行释放乳企利润空间，行业竞争相对理性	26
7. 基金持仓：持仓重回增长，白酒超配幅度提升	28
8. 投资策略：夯实业绩验证板块需求韧性，内部分化能够寻找结构性机会，分红提升叠加估值回归使得板块有配置价值	30
9. 风险提示	31

目 录

图 1. 2023 年食品饮料板块营业收入增速	6
图 2. 23Q4 食品饮料板块营业收入增速	6
图 3. 24Q1 食品饮料板块营业收入增速	6
图 4. 2023 年食品饮料板块归母净利润增速	7
图 5. 23Q4 食品饮料板块归母净利润增速	7
图 6. 24Q1 食品饮料板块归母净利润增速	7
图 7. 食品饮料板块累季与单季净利率	7
图 8. 白酒板块整体收入及增速	8
图 9. 白酒板块整体利润及增速	8
图 10. 白酒子板块收入增速情况	9
图 11. 白酒子板块利润增速情况	9
图 12. 2023 年主要白酒上市公司盈利能力变化分析	9
图 13. 24Q1 主要白酒上市公司盈利能力变化分析	10
图 14. 反向红包内卷下，批价下滑导致渠道积极性减弱	10
图 15. 茅台一批价走势	12
图 16. 五粮液一批价走势	12

图 17. 主要啤酒上市公司 23 年营业收入及增速	13
图 18. 主要啤酒上市公司 23 年归母净利润及增速	13
图 19. 主要啤酒上市公司 23 年销量及增速	13
图 20. 主要啤酒上市公司 23 年吨价及增速	13
图 21. 主要啤酒上市公司销量增速变动 (24Q2 进入低基数区间)	14
图 22. 主要啤酒上市公司吨价增速变动	14
图 23. 主要啤酒上市公司吨成本及增速	15
图 24. 主要啤酒上市公司 23 年毛利率	15
图 25. 主要啤酒上市公司 23 年销售费用率及其变动	16
图 26. 主要啤酒上市公司 23 年管理费用率及其变动	16
图 27. 主要啤酒上市公司 23 年净利率	16
图 28. 休闲食品各季度收入增长情况	17
图 29. 休闲食品各季度收入贡献	17
图 30. 休闲食品各季度净利率情况	18
图 31. 休闲食品各季度利润贡献情况	18
图 32. 休闲食品各季度毛利率情况	19
图 33. 休闲食品各季度销售费用率情况	19
图 34. 调味品企业单季度营收增速 (%)	20
图 35. 调味品企业单季度扣非归母净利润增速 (%)	20
图 36. 餐饮链企业单季度营收增速 (%)	20
图 37. 餐饮链企业单季度扣非归母净利润增速 (%)	20
图 38. 社零餐饮收入及同比	21
图 39. 限额以上企业餐饮收入及同比	21
图 40. 千味央厨、宝立食品、颐海国际、天味食品、日辰股份大 B 端营收单季度同比增速	22
图 41. 千味央厨、安井食品、三全食品小 B 端营收单季度同比增速	23
图 42. 浮法玻璃价格 (元/吨)	23
图 43. PET 价格 (元/吨)	23
图 44. 黄豆价格持续向下	24
图 45. 海天、中炬、千禾等毛利率企稳回升	24
图 46. 棕榈油价格企稳 (元/吨)	24
图 47. 立高、天味、佳禾、海融等毛利率表现	24
图 48. 调味品企业单季度销售费用率	25
图 49. 餐饮链企业单季度销售费用率	25
图 50. 乳制品各季度营收增长情况	26
图 51. 2023 年各乳企营收及增速情况	26
图 52. 乳制品各季度毛利率情况	27
图 53. 原奶价格持续下行	27
图 54. 乳制品各季度销售费用率情况	27
图 55. 乳制品各季度利润增速情况	27
图 56. 食品饮料板块基金持仓变化	28
图 57. 白酒板块基金持仓变化	28
图 58. 2024 年以来 SW 食品饮料单日陆股通净流入 (亿元)	29
表 1: 白酒上市公司 2023 年及 2024Q1 现金流指标情况	11

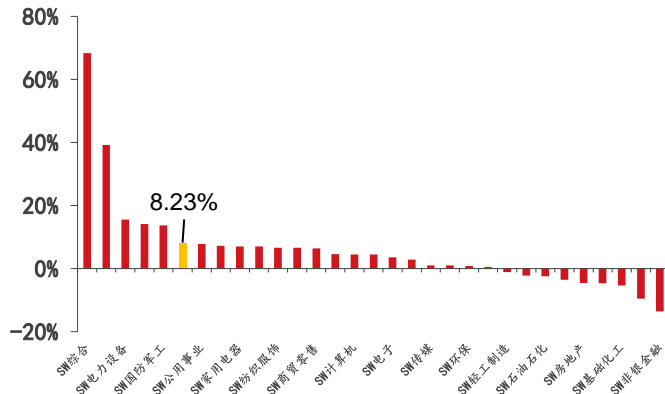


表 2: 多家酒企 2023 年提高分红率	11
表 3: 2024 年 5 月全国量贩零食店门店数量接近 3 万家	17
表 4: 休闲食品 2023 年及 24Q1 业绩情况	19
表 5: 乳制品 2023+24Q1 业绩情况	27
表 6: 最近 2 年基金食品饮料板块全市场口径持仓比例 (A+H 股)	28
表 7: 最近 2 年基金重仓股食品饮料板块持仓比例 (A+H 股)	28
表 8: 重点公司盈利预测表 (亿元)	30

1. 食品饮料：营收旺季加速增长，盈利能力持续提升

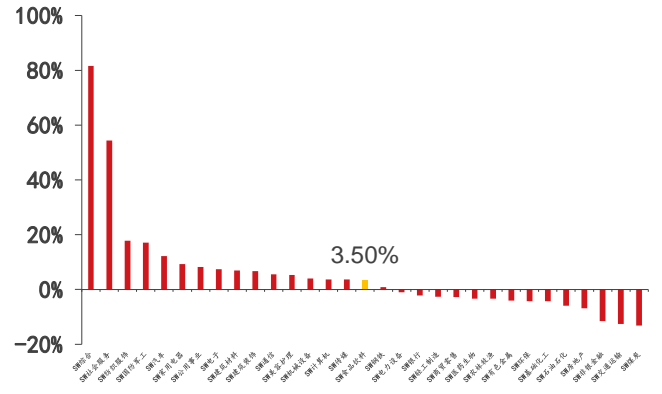
食品饮料板块收入 2023 年稳步提升，23Q4 环比小幅下滑，24Q1 受春节旺季拉动实现加速增长。总体来看，2023 年 SW 食品饮料板块实现营业收入 10307.38 亿元，同比+8.23%，收入增速居 31 个申万一级子行业第 6；23Q4 SW 食品饮料板块实现营业收入 2438.95 亿元，同比+3.50%，环比-4.02%，收入增速居 31 个申万一级子行业第 16；24Q1 SW 食品饮料板块实现营业收入 3120.48 亿元，同比+6.98%，环比+27.94%，收入增速居 31 个申万一级子行业第 9。

图1. 2023 年食品饮料板块营业收入增速



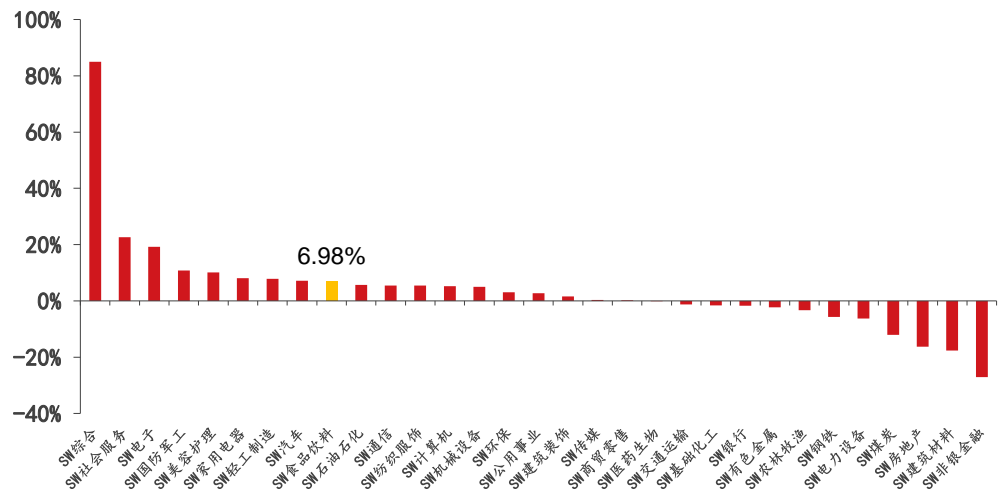
资料来源：Wind、国投证券研究中心

图2. 23Q4 食品饮料板块营业收入增速



资料来源：Wind、国投证券研究中心

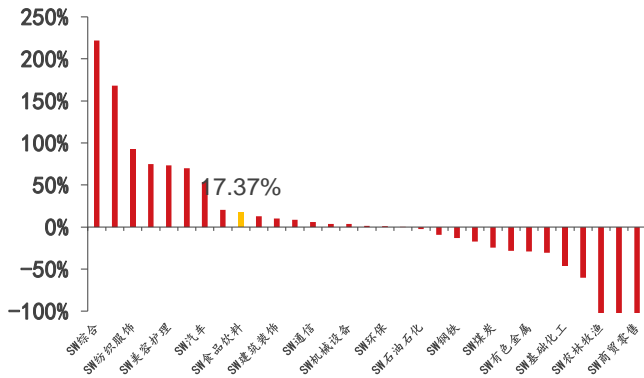
图3. 24Q1 食品饮料板块营业收入增速



资料来源：Wind、国投证券研究中心

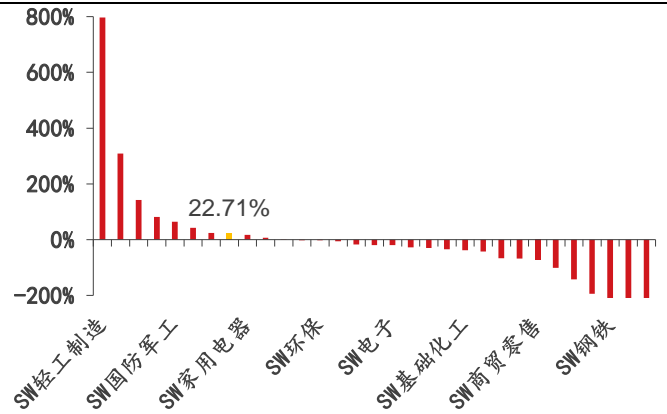
归母净利率持续提升，板块盈利能力持续提升。总体来看，2023 年食品饮料板块实现归母净利润 2058.86 亿元，同比+17.37%，增速居 31 个申万一级子行业第 9，实现归母净利率 19.97%，同比+1.6pct；23Q4 食品饮料板块实现归母净利润 435.98 亿元，同比+22.71%，环比-12.34%，增速居 31 个申万一级子行业第 8，实现归母净利率 17.88%，同比+2.8pct；24Q1 食品饮料板块实现归母净利润 812.68 亿元，同比+16.00%，环比+86.40%，增速居 31 个申万一级子行业第 10，实现归母净利率 26.04%，同比+2.0pct。

图4. 2023 年食品饮料板块归母净利润增速



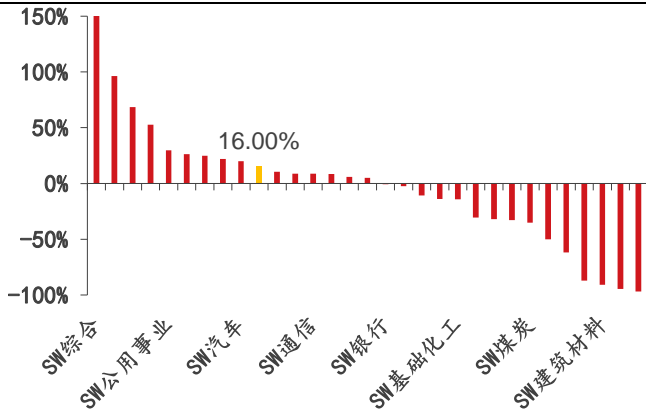
资料来源: Wind、国投证券研究中心

图5. 23Q4 食品饮料板块归母净利润增速



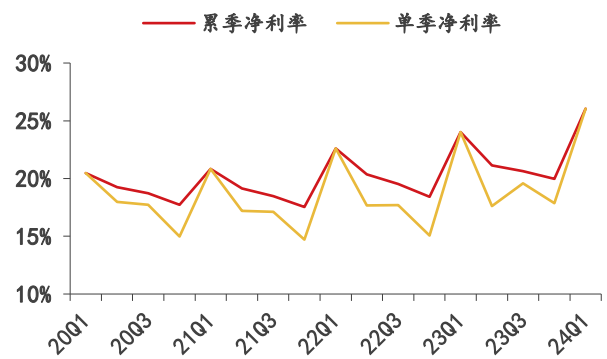
资料来源: Wind、国投证券研究中心

图6. 24Q1 食品饮料板块归母净利润增速



资料来源: Wind、国投证券研究中心

图7. 食品饮料板块累季与单季净利率



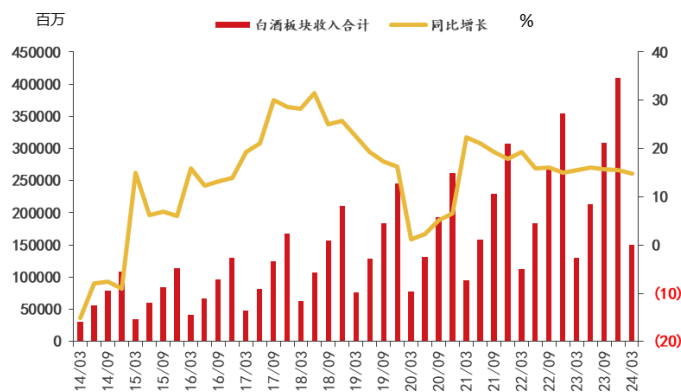
资料来源: Wind、国投证券研究中心

2. 白酒：业绩夯实内部有分化，分红提升是亮点

2.1. 业绩概述：整体韧性强，名酒间分化加剧

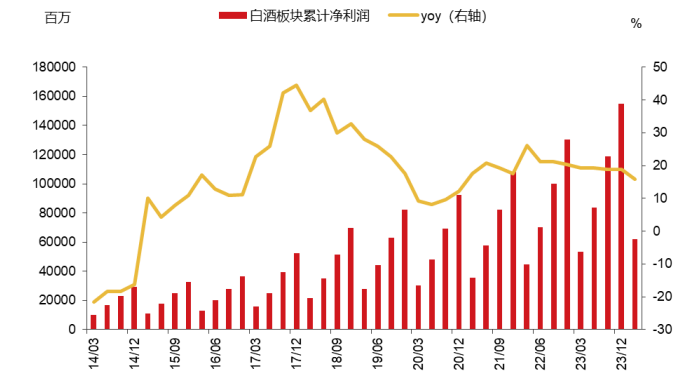
业绩韧性强，分化加剧。白酒企业业绩表现较强韧性，主流酒企业绩实现稳健增长，前期对于业绩的担忧也得以消除。2023 年全年收入增速区域名酒>高端酒>次高端，2024Q1 收入增速高端酒>区域名酒>次高端，其中区域名酒今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒合计增速达 24.2%，领先其他子行业。整体来看，高端酒业绩确定性强，均延续稳健增长；区域名酒以稳固的消费者和基本盘表现亮眼，次高端因商务需求低迷仍承压。子板块内部分化也日益明显，今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒、山西汾酒增速板块领先。行业集中度进一步提升，名酒优势愈发凸显。

图8. 白酒板块整体收入及增速



资料来源：Wind、国投证券研究中心

图9. 白酒板块整体利润及增速



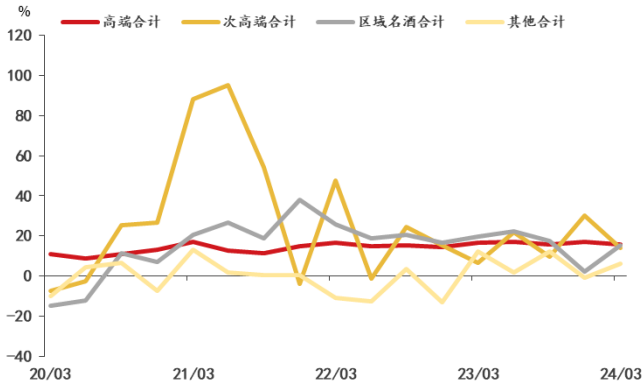
资料来源：Wind、国投证券研究中心

1) **高端酒：高端酒品牌力优势突出，需求韧性强，经营稳健。**茅台业绩工具箱充足，产品结构及渠道仍有优化空间，24Q1 顺利实现开门红，公司收入/利润分别+18.11%/15.73%。五粮液持续强化传统终端建设，Q1 增长稳健，节后通过坚定信心和较强的渠道管控能力实现普五挺价，量价同步高质量发展。泸州老窖受益于公司“春雷”“秋收”行动落实，市场消费盘不断增强，中高端吨价提升明显，国窖增速预计略高于整体。

2) **区域名酒：区域名酒具备强基地市场和丰富价格带的产品，充分受益于返乡礼赠需求旺盛，业绩表现亮眼。**受益于返乡潮带来浓厚消费氛围，大众礼赠及聚饮场景当地带来次高端及中低端价格带需求火爆，区域名酒今年春节凭借强渠道掌控力进一步夯实基地市场基本盘。得益于安徽地区宴席氛围浓厚，徽酒春节表现突出，迎驾贡酒及古井贡酒收入利润均实现高增，结构仍在优化，利润弹性更大。江苏地区经济发达，消费水平较高且韧性强，今世缘延续稳健较快增速。

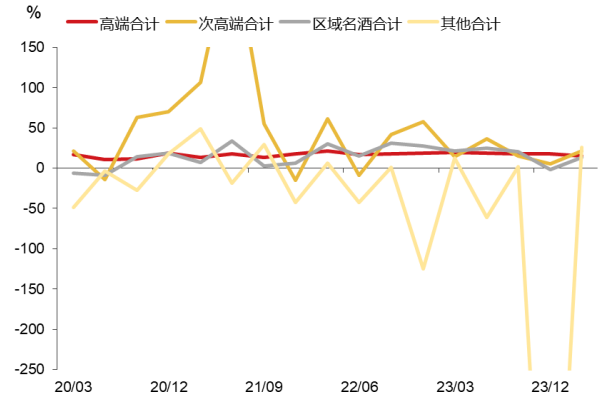
3) **次高端酒：仍在调整阶段，短期业绩承压。**次高端增长更依赖渠道扩张和商务宴请场景，经济弱复苏背景下依旧承压。山西汾酒由于省内市场品牌势能强，具备较扎实基地市场，省外市场持续拓展，延续较高增速。水井坊 23Q4 和 24Q1 业绩低基数下有较高增速，主动调整节奏修复渠道，随经济信心改善渠道库存持续去化。舍得酒业及酒鬼酒延续调整改革阶段，24Q1 业绩继续承压，预计经营状况持续改善。

图10. 白酒子板块收入增速情况



资料来源: Wind、国投证券研究中心

图11. 白酒子板块利润增速情况



资料来源: Wind、国投证券研究中心

2.2. 盈利能力: 量稳价增延续, 酒企费投模式调整影响毛利率

高端酒及区域名酒盈利能力持续提升, 区域名酒产品结构仍在持续优化。整体来看, 次高端2023年及2024Q1除山西汾酒和水井坊外, 盈利能力短期仍承压。2023年及2024Q1高端酒及区域名酒延续吨价提升趋势, 今年春节区域名酒次高端价格带及100-300元价格带产品同步发力, 产品结构好于此前预期, 一季度毛利率同比均有提升。部分酒企如今世缘、老白干酒等, 2024Q1实际产品结构改善, 但由于货折原因, 毛利率同比下降, 而同时销售费率也有同步下降, 实际毛销差变化并不大。

图12. 2023年主要白酒上市公司盈利能力变化分析

公司	利润YoY		同比Δ (pct)			1) 基数 2022利润	2) 结构提升	3) 费用调节	4) 税费影响
	2023	净利率	毛利率	销售费用率	税金/营收				
贵州茅台	19.2%	0.5	0.03	0.5	0.3	19.6%			
五粮液	13.2%	0.2	0.4	0.1	0.5	14.2%	↑五粮液系列增速快	↑加大消费者端费用投放	
泸州老窖	27.8%	2.6	1.7	-0.6	-0.4	30.3%	↑国窖及腰部产品增速快	↓精细化管控提高费效比	
山西汾酒	28.9%	1.8	-0.1	-2.9	0.7	52.4%	↑青花及腰部产品增速快	↓提高费效比	
水井坊	4.4%	-0.4	-1.3	-1.0	-0.04	1.4%	↓井台等高档酒增长略乏力	↓提高费效比	
舍得酒业	5.1%	-2.8	-3.2	1.4	-0.6	35.3%	↓中高档酒增长略乏力	↑加大消费者端费用投放	
酒鬼酒	-47.8%	-6.5	-1.3	6.9	1.8	17.4%	↓内参增长略乏力	↑加大消费者端费用投放	↑生产销售错位
洋河股份	6.8%	-0.9	0.6	2.4	1.3	24.9%	↑天及梦增速快	↑加大消费者端费用投放	
古井贡酒	46.0%	3.9	1.9	-1.1	-1.8	36.8%	↑古8及以上增速快	↓规模效应+提高费效率	
今世缘	25.3%	-0.7	1.7	3.1	-1.4	23.3%	↑A类及以上增速快	↑加大消费者端费用投放	
迎驾贡酒	34.2%	3.1	3.3	-0.5	0.4	23.4%	↑洞藏系列高增		
老白干酒	-5.9%	-2.5	-1.2	-3.2	0.6	81.8%	↓中高档酒增长略乏力	↓大幅提升费效比	
金徽酒	17.3%	-1.0	-0.3	0.1	0.1	-13.7%	↑中高档酒类增速快	↑加大消费者端费用投放	
伊力特	105.4%	5.0	0.2	-2.8	-2.4	-47.1%	↑伊力王增速快	↓提高费效比	↓生产销售错位

资料来源: Wind、国投证券研究中心

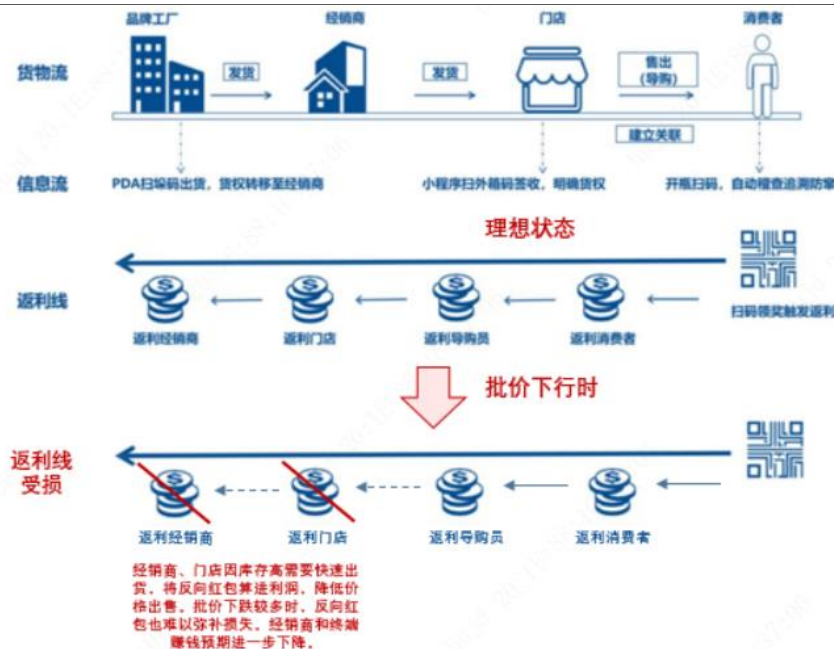
图13. 24Q1 主要白酒上市公司盈利能力变化分析

公司	利润YoY	同比Δ (pct)					1) 基数 2023Q1利润	2) 结构提升	3) 费用调节	4) 税费影响
	2024Q1	净利率	毛利率	销售费用率	毛销差变化	税金/营收				
贵州茅台	15.7%	-1.0	0.01	0.5	-0.5	1.6	20.6%			1生产销售错位
五粮液	12.0%	0.04	0.03	0.8	-0.7	-0.4	15.9%		1旺季加大消费者端费用投放	
泸州老窖	23.2%	1.0	0.3	-1.2	1.5	0.2	29.1%	1国窖及腰部产品增速快	1精细化管控提高费效比	
山西汾酒	30.0%	2.8	1.9	-0.5	2.4	-1.1	29.9%	1青花及腰部产品增速快	1提高费效比	
水井坊	16.8%	1.3	-2.7	3.2	-5.9	-2.1	-56.0%	1井台等高档酒增长略乏力	1旺季加大消费者端费用投放	1生产销售错位
舍得酒业	-3.4%	-2.0	-4.2	-2.9	-1.3	0.5	7.3%	1中高档酒增长略乏力	1提高费效比	
酒鬼酒	-75.6%	-16.3	-10.5	7.9	-18.4	3.5	-42.4%	1内参增长略乏力	1加大消费者端费用投放	1生产销售错位
洋河股份	5.0%	-1.1	-0.6	1.1	-1.7	0.3	15.7%		1旺季加大消费者端费用投放	
古井贡酒	31.6%	1.1	0.7	-1.7	2.3	0.6	42.9%	1年份原浆高增	1规模效应+提高费投效率	
今世缘	22.1%	-0.2	-1.2	-1.8	0.6	0.6	25.2%	1春节结构好于预期	1费投方式调整	
迎驾贡酒	30.4%	2.7	3.9	0.3	3.6	-0.2	27.2%	1洞藏系列春节亮眼	1旺季加大消费者端费用投放	
老白干酒	33.0%	1.8	-2.7	-3.0	0.3	1.7	-61.5%	1高档酒类增速快	1费投方式调整	1生产销售错位
金徽酒	21.6%	0.2	0.4	0.2	0.3	0.0	10.4%	1中高档酒类增速快	1旺季加大消费者端费用投放	
伊力特	7.1%	-0.9	0.4	0.0	0.4	1.6	37.0%	1伊力王增速快	1持平-费用端平稳投放	1生产销售错位

资料来源: Wind、国投证券研究中心

我们认为毛利率和销售费率同步变化，背后反应的是需求较弱&竞争加剧背景下，反向红包等消费者端的促销边际作用递减后，酒企营销层面举措的变革：1) 疫情酒企逐步将市场政策和费用投入向消费者倾斜，红包政策是其中重要手段之一。2021年前后各大酒企将红包政策作为抢占市场份额的重要手段，纷纷加大力度与投入范围，并延续至今。2) 2023年红包政策能够有效刺激动销，主要原因在于供给端库存较高、需求端宴席市场为主导对价格敏感。进入2024年，行业主要问题变成了渠道和终端不赚钱，返利政策导致的价格下行使得经销商和终端赚钱预期降低。3) 随着红包政策逐步大众化，多数酒企都已同步跟进，同质化竞争下经销商和消费者已经习惯红包政策。红包政策逐步成为一种“枷锁”，囚徒困境下各酒企只能持续加大投入力度，红包边际效用递减。部分意识到红包困境的酒企有意识调整品宣费投方式，收缩消费者端过多的促销费用，提高费投效率，体现在报表上即货折导致的毛利率和销售费率同步下行。

图14. 反向红包内卷下，批价下滑导致渠道积极性减弱



资料来源: 国投证券研究中心

2.3. 经营质量: 销售回款进度正常, 现金流及分红等指标增强报表质量

从经营性现金流和销售回款情况来看, 头部酒企经营质量良好。高端酒、次高端及区域名酒销售收现和现金流整体均实现稳定增长, 2023Q4 酒企销售收现普遍下滑主要系今年过年较晚, 元旦后的回款比例相对较高, 2024Q1 整体实现较快增长。2024Q1 高端酒报表端销售收现增速低于收入增速, 区域名酒 2023 年及 2024Q1 整体销售收现均有稳健增长。头部酒企的合同

负债均良好，虽因节奏不同，23Q4 和 24Q1 有季节性波动，但整体业绩蓄水池仍优秀。经营数据季度间变动主要系打款发货节奏因素，实际春节回款均较好，顺利实现回款目标。

表1：白酒上市公司 2023 年及 2024Q1 现金流指标情况

	销售收现增速 (%)			经营性现金流净额增速 (%)		
	23Q4	24Q1	23A	23Q4	24Q1	23A
贵州茅台	17.42	29.34	16.35	(39.21)	75.17	81.46
五粮液	17.67	(23.98)	28.84	41.83	(94.59)	70.86
泸州老窖	(28.84)	32.31	21.91	(18.18)	188.94	28.87
高端酒合计	(13.67)	8.59	21.04	(12.47)	(13.67)	71.47
山西汾酒	(5.74)	44.66	4.94	(103.62)	105.10	(29.92)
水井坊	48.47	5.96	7.53	84.77	(527.32)	31.98
舍得酒业	65.86	(14.27)	22.39	964.44	(52.41)	(31.28)
酒鬼酒	(2.14)	(58.14)	(26.07)	96.10	(259.83)	(87.21)
次高端合计	78.01	26.85	5.24	(80.52)	78.01	(25.56)
洋河股份	(0.26)	25.09	12.84	(61.19)	245.79	68.06
古井贡酒	2.71	7.88	19.88	37.42	(20.29)	44.67
今世缘	35.36	8.84	24.83	41.19	11.62	0.74
迎驾贡酒	4.94	19.17	17.69	14.27	26.69	19.44
区域名酒合计	52.11	16.53	17.02	(40.22)	52.11	37.35
老白干酒	35.83	17.61	14.64	72.22	61.87	27.90
口子窖	(11.39)	15.46	10.99	(36.52)	54.95	9.84
金徽酒	(8.60)	33.05	20.25	(27.46)	46.60	41.01
金种子酒	(95.97)	(3.40)	(8.10)	(139.81)	(7,685.71)	119.34
伊力特	84.09	8.73	32.78	1,379.60	(34.48)	301.75
其他酒合计	124.08	18.62	(6.51)	(34.61)	124.08	(30.65)

资料来源：Wind、国投证券研究中心

另外，多家酒企今年年报公布的分红率均有提升。其中五粮液、洋河股份、老白干酒等分红率提升明显，其余酒企分红率或略有增加，或维持此前较高比例。

表2：多家酒企 2023 年提高分红率

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023 年同比
贵州茅台	51.9%	51.9%	51.9%	51.9%	95.8%	84.0%	-11.8%(注)
五粮液	49.3%	49.1%	50.2%	50.2%	55.0%	60.0%	5.0%
山西汾酒	44.6%	40.5%	5.7%	41.3%	50.0%	51.1%	1.0%
泸州老窖	65.1%	50.2%	50.0%	60.0%	60.0%	60.0%	0.0%
洋河股份	59.4%	61.0%	60.0%	60.2%	60.1%	70.1%	10.0%
古井贡酒	44.6%	36.0%	40.7%	50.6%	50.5%	51.8%	1.4%
今世缘	36.0%	35.3%	36.0%	36.3%	36.4%	39.8%	3.4%
迎驾贡酒	71.9%	60.2%	58.7%	52.1%	51.6%	45.5%	-6.2%
口子窖	58.7%	52.3%	56.1%	51.8%	58.1%	52.2%	-5.8%
舍得酒业	10.1%	0.0%	25.8%	21.3%	29.7%	40.2%	10.5%
水井坊	96.3%	85.7%	80.1%	30.5%	30.1%	35.0%	5.0%
老白干酒	39.4%	33.3%	43.1%	35.3%	38.8%	61.8%	23.0%
酒鬼酒	21.9%	21.7%	46.3%	47.3%	40.3%	59.3%	19.0%
金徽酒	34.1%	34.9%	36.7%	34.4%	54.3%	60.0%	5.7%
金种子酒	9.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
伊力特	35.7%	42.6%	55.9%	61.9%	117.0%	54.2%	-62.8%

资料来源: Wind、国投证券研究中心; 注: 茅台剔除特别分红后 23 年分红率同比持平

2.4. 展望今年: 厂商矛盾降低企业管理有空间, Q2 看名酒价盘修复

我们认为今年白酒行业稳中有变, 变化在于今年集中度提升趋势更明显: 相比去年, 今年白酒消费依旧是居民消费为基本盘, 表现出较强的韧性, 同时也有节日聚集效应, 在节假日期间呈现集中爆发趋势。前几年居民品牌意识崛起, 更追求性价比, 需求端的集中已有体现。但行业渠道端行为产生变化, 渠道更偏向选择能稳定赚钱的名优酒企, 进一步加剧行业集中度提升趋势。经销商经历去年一年以价换量、品牌价格带瘦身等去库动作, 产业层面的相对库存量较为合理(相对于渠道和终端的资金实力), 经销商现金流也有明显改善。经销商对消费底也有大概预期, 去品牌动作在放缓, 开始积极寻找优质品牌替换。由此, 供给端与消费端产生共振, 导致行业加速集中。

在存量内卷阶段, 酒企运营能力、政策执行力及落地效果或将成为竞争胜负手。行业挤压式增长竞争背景下, 需要寻找竞争力强化的酒企。产品条线及价格带丰富的酒企, 针对不同类型的产品, 政策的制定、费用投入力度、客情关系的维护都会呈现出不同的特征, 在政策执行层面可以积累更加丰富的经验。同时产品线全的酒企在行业下行期间抗风险能力更强、政策灵活度更高。

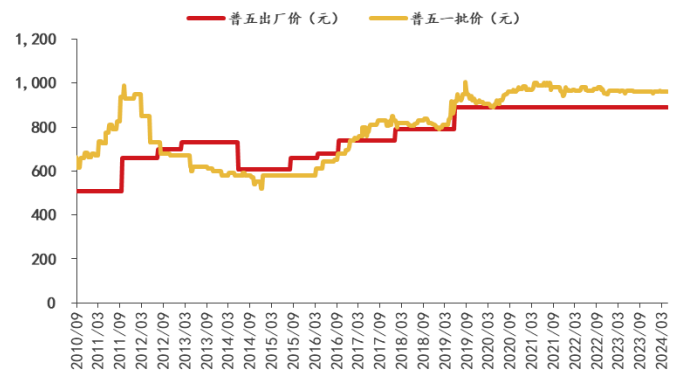
短期看酒企管控下的批价走势。当前今年淡季头部酒企多控货挺价, 24 年库存去化后厂商矛盾减弱企业管理难度降低, 价格策略能达到目的: 五粮液终端需求的稳定和经销商配合导致的管理难度降低, 淡季批价表现亮眼。随着茅台适当调整发货节奏与结构, 同时需求端的恐慌情绪也得到缓和, 茅台批价也近期企稳回升。我们认为 Q2 维度来看, 核心关注企业管理效果即批价走势。

图15. 茅台一批价走势



资料来源: 今日酒价, 国投证券研究中心

图16. 五粮液一批价走势



资料来源: 今日酒价, 国投证券研究中心

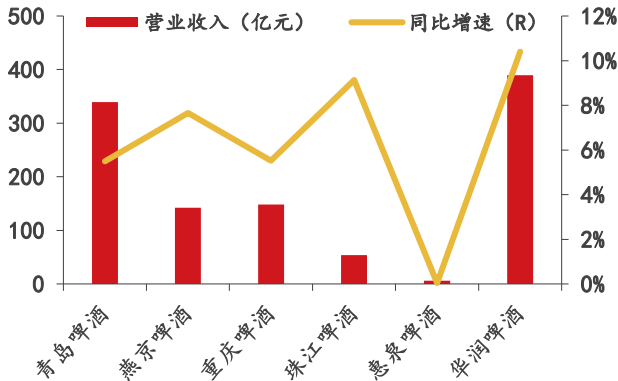
中长期维度看行业竞争格局发生变化, 次高端及区域龙头管理优秀者有结构性机会。经销商选品不再考虑短期利益, 倾向于选择品牌力强、有持续稳定动销预期的产品。由此导致经销商包括渠道可能会持续进行品牌瘦身和替换动作, 转而代理可持续稳定赚钱的产品。可能导致行业今年继续呈现份额向龙头集中趋势, 分化进一步加剧, 甚至名酒品牌之间也会出现明显分化。从厂商反馈的结果来看, 企业操盘需要对行业、渠道、终端做更清晰的定位, 企业甚至需要做到“一地一策”“一商一策”等精准判断才能捕捉行业机会。需求弱复苏背景下, 推荐竞争综合实力强, 有挤压竞品份额的空间和能力的名优酒企。重点推荐五粮液、今世缘、老白干酒、山西汾酒、古井贡酒、泸州老窖、贵州茅台、迎驾贡酒, 关注金徽酒、伊力特等。

3. 啤酒：高端化稳步推进，成本端压力即将缓解

3.1. 收入端：基数扰动销量波动，吨价增速放缓但仍在提升

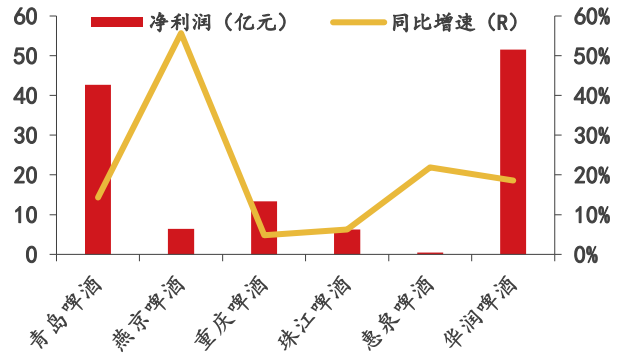
啤酒上市公司 2023 年全年业绩表现有分化：收入端表现整体稳健，青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒/华润啤酒营业收入分别同比+5.5%/+7.7%/+5.5%/+9.1%/+0.0%/10.40%；利润端分化明显，青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒/华润啤酒归母净利润分别同比+15.02%/+83.02%/+5.78%/+4.22%/+21.80%/18.60%。

图17. 主要啤酒上市公司 23 年营业收入及增速



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图18. 主要啤酒上市公司 23 年归母净利润及增速

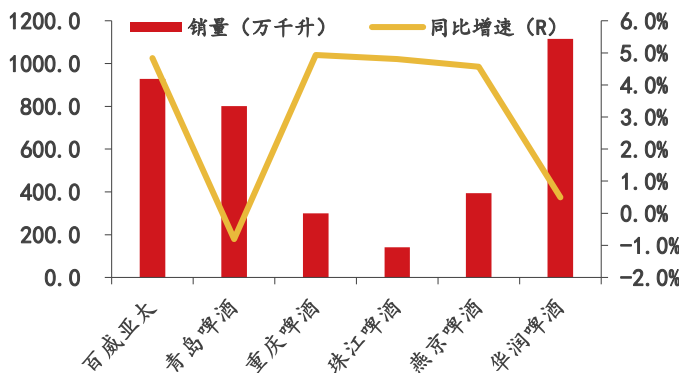


资料来源：公司公告、国投证券研究中心

量：全年来看，青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/百威亚太(亚洲西部)/华润啤酒销量分别同比-10.1%/+4.6%/+4.8%/+4.0%/+1.9/0.5%；分季度来看，去年一季度由于疫情放开，渠道备货积极性高，导致啤酒企业销量普遍较高。我们认为进入二季度之后，啤酒销量基数逐步下降，叠加餐饮等消费场景进入旺季后回暖，啤酒销量同比增速有望回升。

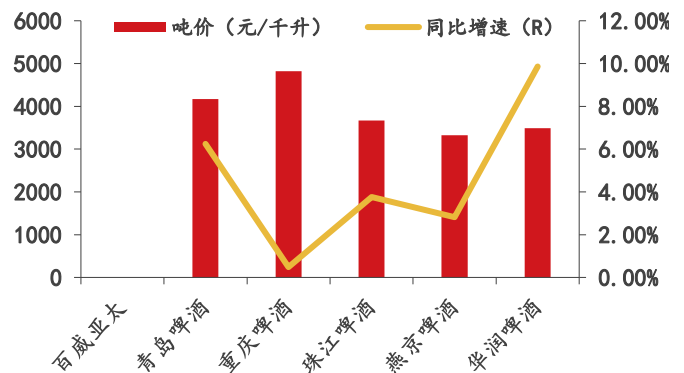
价：青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/华润啤酒吨价分别同比+6.2%/+2.8%/0.5%/+3.8%/9.86%。各家酒企吨价提升趋势延续，印证了啤酒高端化进程仍在快速推进。2023 年，主要啤酒企业仍积极**推进产品结构升级，高端产品增速亮眼**。具体来看，青岛啤酒坚持推进高质量发展战略，全年中高端以上产品实现销量 324 万千升，同比增长 10.5%。百威金尊和黑金等创新产品收入实现强劲的双位数增长，超高端产品收入亦实现双位数增长。重庆啤酒 23 年高档啤酒产品收入占比同比+25.19pct 至 61.31%。

图19. 主要啤酒上市公司 23 年销量及增速



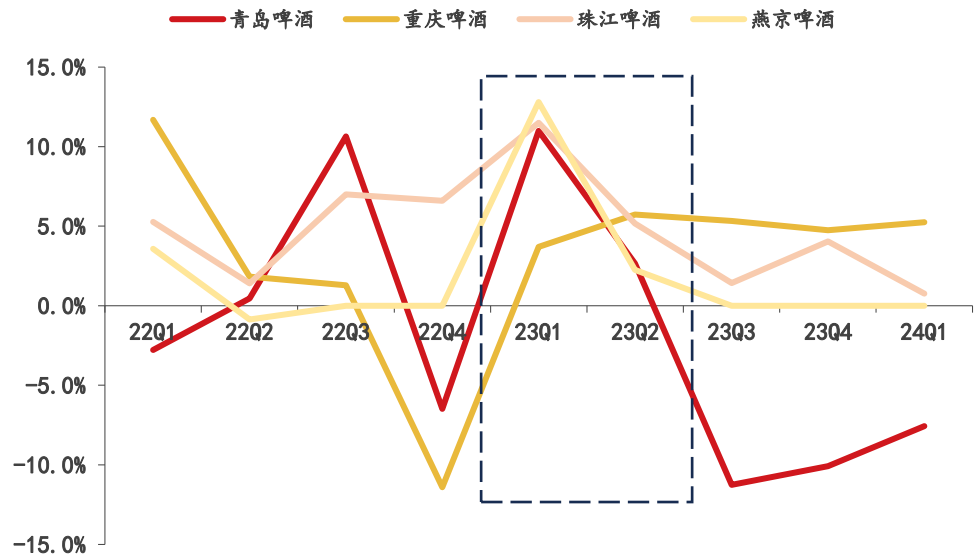
资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图20. 主要啤酒上市公司 23 年吨价及增速



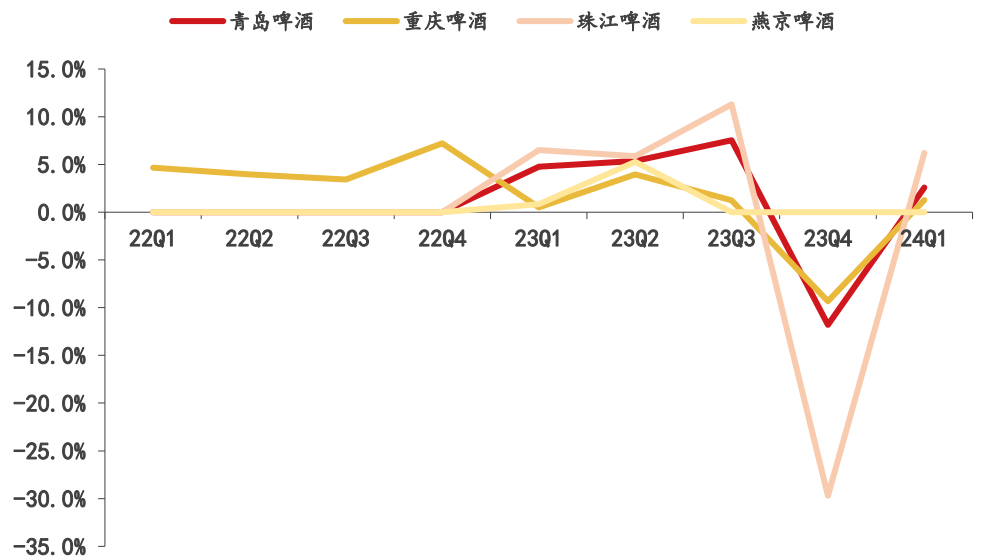
资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图21. 主要啤酒上市公司销量增速变动 (24Q2 进入低基数区间)



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图22. 主要啤酒上市公司吨价增速变动

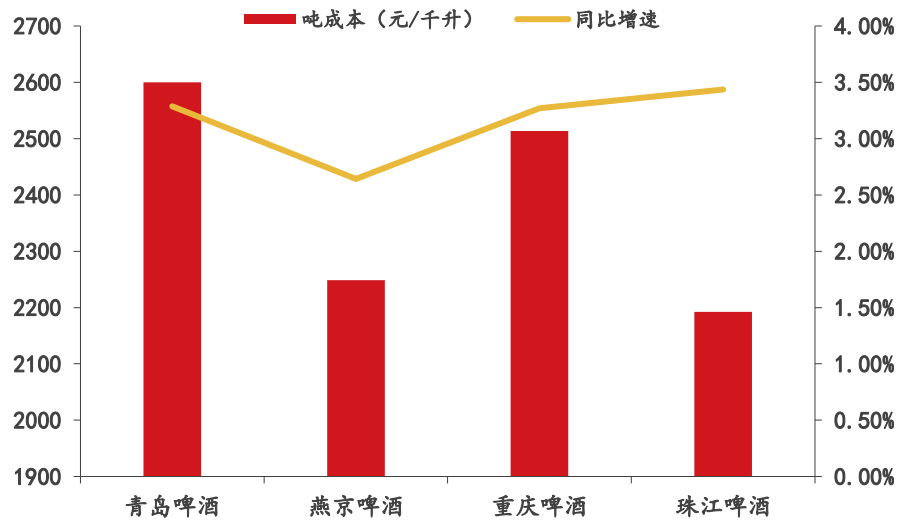


资料来源：公司公告、国投证券研究中心

3.2. 利润端：原材料成本压力将缓解，利润弹性逐步释放

吨成本仍承压，看好成本压力缓解后利润释放。23 年青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/燕京啤酒吨成本分别为 2565/2513/2155/1862/2656 元吨，同比+3.29%/+2.64%/3.27%/3.44%。展望 2024 年，啤酒企业成本端压力确定性改善，大麦价格持续下跌，包材价格整体回落，盈利能力弹性有望释放。

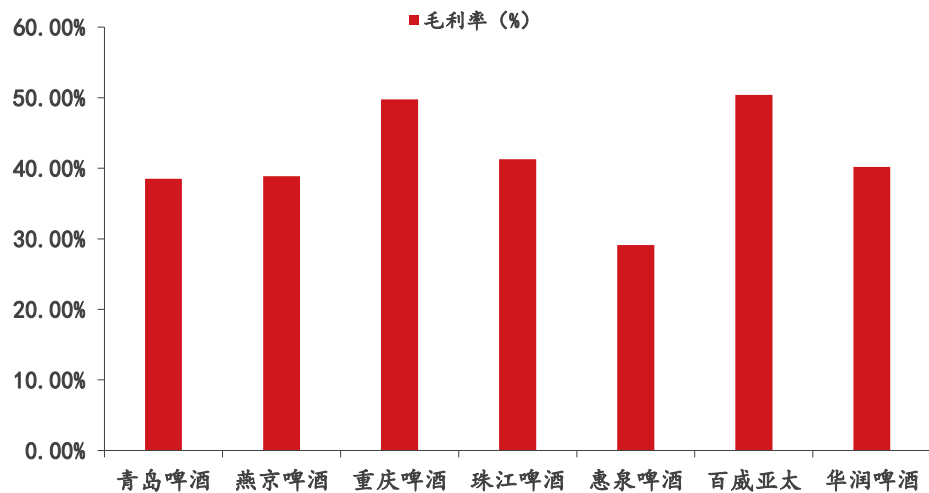
图23. 主要啤酒上市公司吨成本及增速



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

毛利率在结构升级的带动下提升。23年啤酒企业高端化成效显著，在成本承压背景下，多数企业毛利率仍然保持增长，具体来看，23全年青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒/百威亚太/华润啤酒分别实现毛利率38.51%/38.89%/49.75%/41.29%/29.12%/50.40%/40.20%，同比+1.73%/+0.45%/-1.31%/+8.75%/+2.37%/+0.59%/+1.70pct。

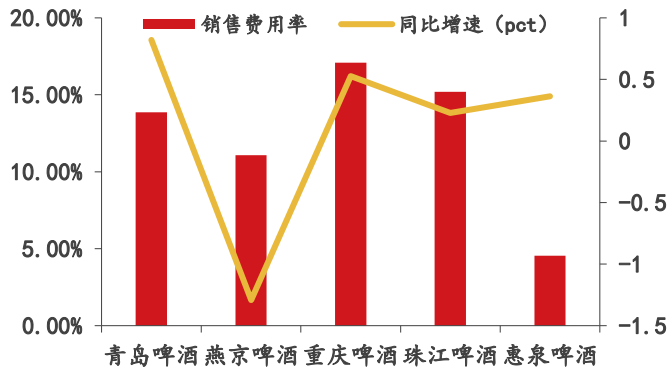
图24. 主要啤酒上市公司23年毛利率



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

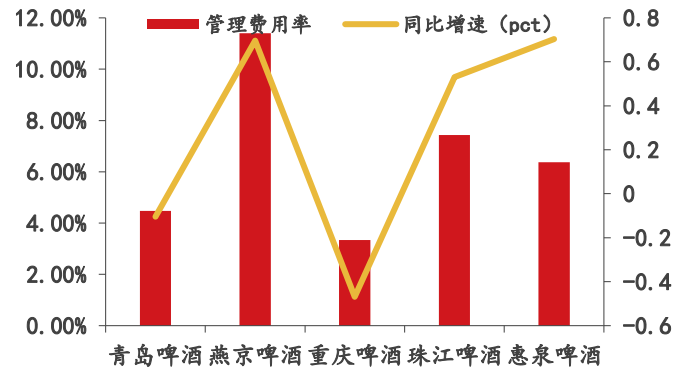
费用控制良好，利润弹性释放。销售费用方面，2023年多数啤酒企业费用投放节奏良好，旺季加大费用投放力度拉动消费，淡季适当收缩费用，整体费率波动可控，青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒分别实现销售费用率13.9%/11.1%/17.1%/15.2%/4.6%，同比+0.8%/-1.2%/-0.5%/-0.2%/+0.4pct。管理费用方面，23年青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒分别实现管理费用率4.5%/11.4%/3.3%/7.4%/6.4%，同比-0.1%/-0.7%/-0.5%/+0.5%/+0.7pct。

图25. 主要啤酒上市公司 23 年销售费用率及其变动



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

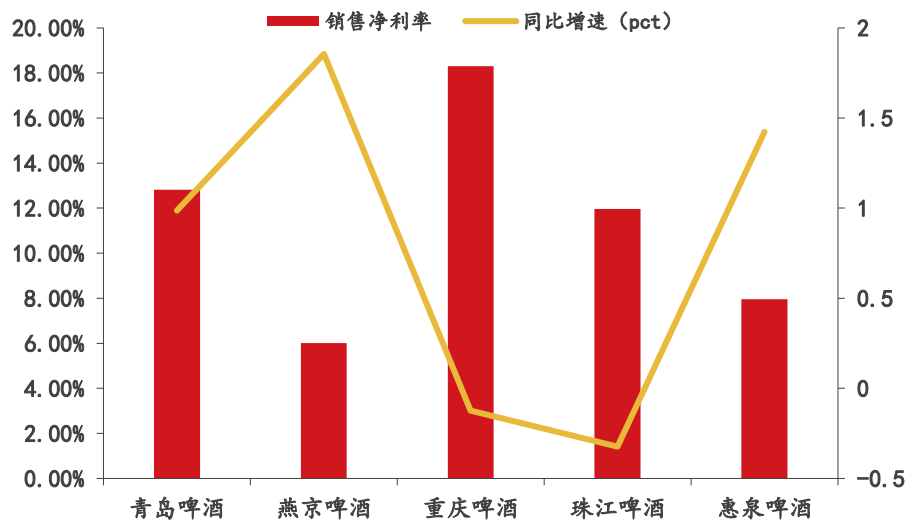
图26. 主要啤酒上市公司 23 年管理费用率及其变动



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

结构升级带动下，啤酒企业 23 年盈利能力稳步提升。受益于高端化战略，23 年青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒归母净利率分别同比+0.98/+1.85/-0.13/-0.32/+0.42pct 至 12.81%/6.01%/18.30%/11.97%/7.95%。

图27. 主要啤酒上市公司 23 年净利率



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

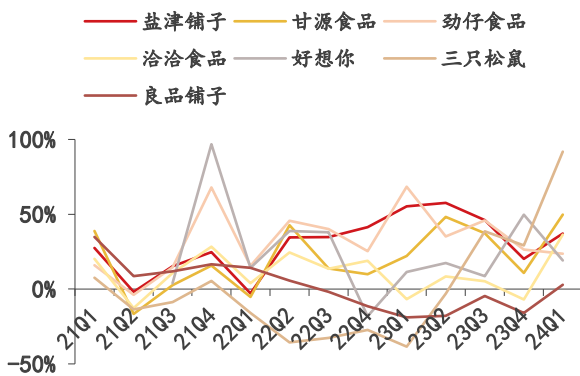
4. 休闲食品：景气度延续，顺势者占优

新兴渠道持续扩容，看好积极拥抱新业态的公司。从行业发展趋势来看，当前量贩零食店全国化铺市布局步伐依然坚定，抖音等兴趣电商分流传统货架电商依然实现快速增长，对于新兴渠道布局时间早、合作力度大的公司率先分享成长红利，前期对新渠道合作态度保守的公司当前转向积极拥抱也达成一定增量。

4.1. 收入端：自产型公司扩渠道，渠道型公司迎变革

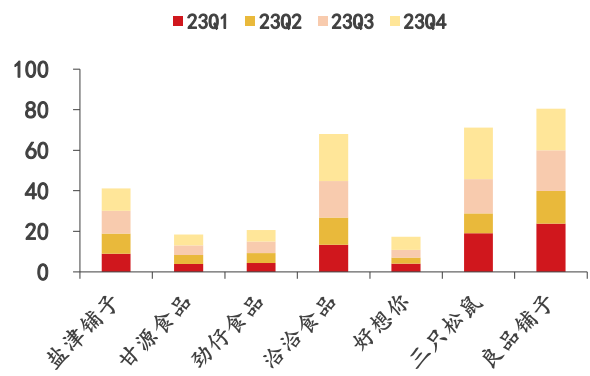
自产型公司扩渠道带动业绩增量，渠道型公司变革转型开启新篇章。休闲食品上市公司2023年普遍实现快速增长，但其中略有分化，对于自产型公司而言，积极拥抱市场变化、拓展增量渠道的公司均达成亮眼表现，居家消费场景缺失、新渠道布局时间靠后的公司营收增长相对放缓。对于渠道型公司而言，受限于天猫等传统货架电商行业缩量，整体营收表现相对承压，但三只松鼠改革转型“高端性价比”，逐季企稳回升趋势明确。24Q1在春节旺季备货带动下延续高增趋势，其中礼赠属性清晰、顺应性价比消费趋势的公司实现更高增速。

图28. 休闲食品各季度收入增长情况



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图29. 休闲食品各季度收入贡献



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

量贩零食开店后半程，更加关注多品类+成本优势拓展供货能力的公司。当前量贩零食店已基本实现全国化布局，正持续拓展相对空白区域及下沉市场，经过近两年加速开店阶段，全国接近3万家门店。在量贩零食店成长性和确定性已得到充分印证，进入开店后半程的当下，我们认为具备丰富产品体系，能够往量贩零食店中供应更多货品，且具备成本优势的公司更能达成增量收益。其次进驻时间早、合作态度积极，当前已积累一定供货基础的公司更易把握渠道红利，合作态度逐步由保守转向积极拥抱的公司有望迎来边际改善。因此我们首要看好自产且已实现规模效应的盐津铺子，以及OEM灵活覆盖多品类、坚果自产达成成本优势的三只松鼠，同时甘源等积极拥抱新业态的公司也将充分受益于行业成长红利。

表3：2024年5月全国量贩零食店门店数量接近3万家

量贩零食店	门店数量	量贩零食店	门店数量
零食很忙	4500	零食顽家	234
赵一鸣	3800	三只松鼠	200
好想来	5200	幸福松鼠	177
老婆大人	805	蓉一品	151
零食有鸣	2500	乖乖零食	99
爱零食	1400	小嘴零食	161
糖巢量贩零食	1755	好丽华	71
零食优选	1500	三关六码头	92
戴永红	1000	有滋零食	83

悠食佳	953	零食满屋	103
零食很嗨	623	好幸福全球零食集合店	65
座上客零食王国	402	锁味零食	113
零食站点	876	德雅村	50
一扫光零食家	278	爱上零食屋	76
网批码头	53	零食魔法	0
恐龙和泰迪	90	桔子花开	17
零食顽家	275	乐大嘴	51
怡佳仁	148	零食工坊	54
嘴上零食	128	言小木	40
快乐厨师	193	百姓量贩	45
恰货铺子	458	苏州阿小	82
零食舱	450	零零食	21
消闲果儿	234	零食坊	19
合计	29625		

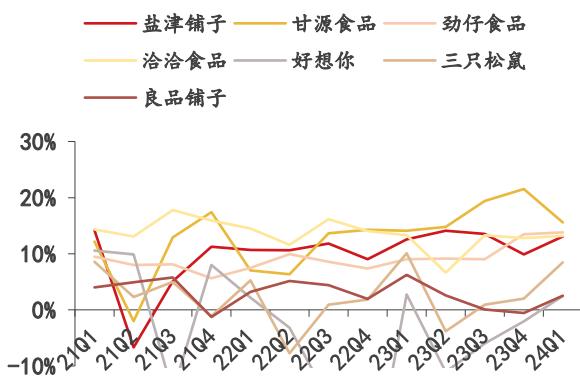
资料来源：各公司官网，百度地图，极海，窄门餐眼，国投证券研究中心
注：数据统计截至 2024 年 5 月 6 日

消费趋势演变之下，敏锐洞察灵活变革的公司更具竞争力。我们之所以认为“三只松鼠”以内源变革实现困境反转意义深重，是在于松鼠在简单的渠道铺货及建设之外，敏锐洞察当前消费市场变化，进而深度挖掘供应链潜力，调整内部组织模式优化流程链路，打造高端性价比属性，适配消费变化趋势。对比同业渠道型公司，松鼠已优化传统店型轻装上阵，并已构建抖音等成熟运营模式，对比自产型公司，以 OEM 代工天然实现多品类的灵活覆盖，但缺失一部分利润空间，松鼠当前正以自有工厂覆盖核心坚果品类，以供应链路优化释放利润空间。

4.2. 利润端：规模效应带动利润率上行，成本红利有望释放利润弹性

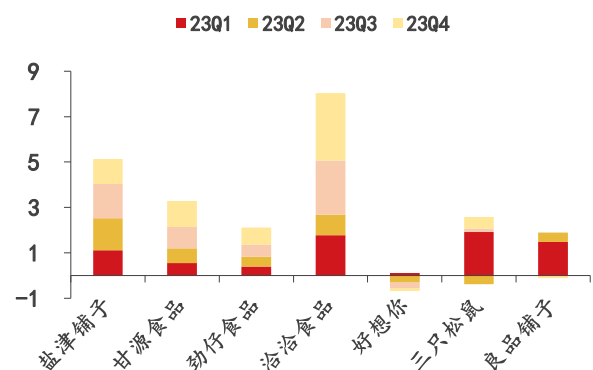
规模效应对冲渠道结构调整有力带动利润率提升，成本下行有望释放利润弹性。从利润维度来看，行业普遍实现了净利率的提升，印证规模提升所释放的规模效应能够对冲渠道结构的变化，带动整体盈利能力的提升。同时夏威夷果、食用瓜子等原料价格正处下降通道中，有望释放 2024 年利润弹性。

图30. 休闲食品各季度净利率情况



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图31. 休闲食品各季度利润贡献情况



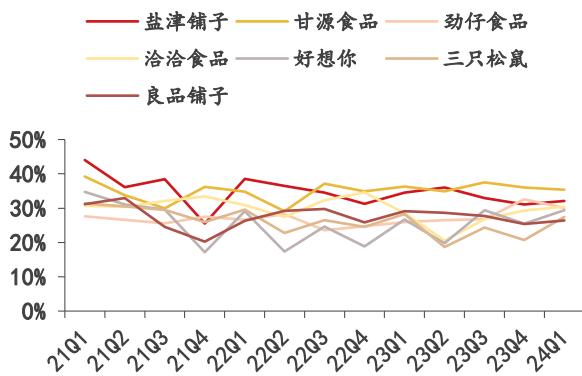
资料来源：公司公告、国投证券研究中心

自产型公司成本变动分化利润表现，渠道型公司转型性价比短期利润率承压。毛利率方面，对于自产型公司，由于各自大单品不同，锚定原材料价格走势不同，因此毛利表现有所分化，其中甘源食品受益于棕榈油及夏威夷果成本下降，2023 年毛利率同比+1.98pct，劲仔食品受益于鳀鱼干、鹌鹑蛋成本下降，毛利率同比+2.54pct，好想你受益于红枣价格下降毛利率同比+2.94pct，洽洽食品受限于瓜子采购成本上涨毛利率同比-5.21pct。渠道型公司中，三只

松鼠转型“高端性价比”全年毛利率同比-3.41pct，2023年11月底良品铺子对门店300余款产品降价，24Q1毛利率同比-2.74pct。

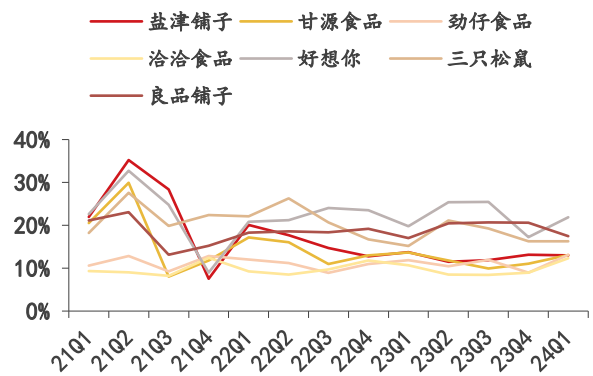
渠道结构调整及规模效应带动2023费用率下行，春节促销带动短期费用率增加。费用率方面，伴随渠道结构调整以及规模效应的显现，2023年普遍呈现费用率下降趋势，如盐津铺子全年销售费用率同比-3.27pct，甘源食品同比-2.55pct，三只松鼠调整运营战略，缩减流量费用投放，全年销售费用率同比-3.62pct。24Q1由于正处春节备货旺季，营销活动及终端费用增加，带动短期费用率同比提升。

图32. 休闲食品各季度毛利率情况



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图33. 休闲食品各季度销售费用率情况



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

表4: 休闲食品2023年及24Q1业绩情况

	营收				归母净利润			
	2023年营收 (亿元)	2023年营收 yoy	24Q1 营收 (亿元)	24Q1 营收 yoy	2023年归母 净利润(亿 元)	2023年利润 yoy	24Q1 归母净 利润(亿元)	24Q1 利润 yoy
盐津铺子	41.15	42.22%	12.23	37.00%	5.13	70.04%	1.60	42.54%
甘源食品	18.48	27.36%	5.86	49.75%	3.29	107.87%	0.91	65.50%
劲仔食品	20.65	41.26%	5.40	23.58%	2.12	73.79%	0.75	89.42%
洽洽食品	68.06	-1.13%	18.22	36.39%	8.03	-17.91%	2.41	35.23%
好想你	17.28	23.40%	4.94	19.05%	-0.57	-72.17%	0.12	6.62%
三只松鼠	71.15	-2.45%	36.46	91.83%	2.20	70.30%	3.08	60.80%
良品铺子	80.46	-14.76%	24.51	2.79%	1.79	-46.35%	0.62	-58.14%

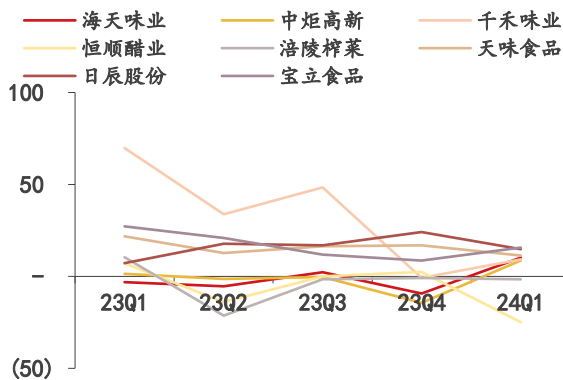
	毛利率				净利率			
	2023年毛利 率	2023 同比增 减	24Q1 毛利率	24Q1 同比增 减	2023年净利 率	2023 同比增 减	24Q1 净利率	24Q1 同比增 减
盐津铺子	33.54%	-1.18%	32.10%	-2.47%	12.47%	2.04%	13.06%	0.51%
甘源食品	36.24%	1.98%	35.39%	-0.95%	17.81%	6.90%	15.58%	1.48%
劲仔食品	28.17%	2.54%	30.02%	4.04%	10.27%	1.92%	13.80%	4.80%
洽洽食品	26.75%	-5.21%	30.43%	1.92%	11.80%	-2.41%	13.21%	-0.11%
好想你	25.74%	2.94%	29.39%	2.68%	-3.27%	11.23%	2.45%	-0.29%
三只松鼠	23.33%	-3.41%	27.40%	-0.87%	3.09%	1.32%	8.46%	-1.63%
良品铺子	27.75%	0.18%	26.43%	-2.74%	2.23%	-1.31%	2.54%	-3.69%

资料来源：公司公告、国投证券研究中心

5. 调味品及餐饮链：需求稳步修复，盈利弹性释放

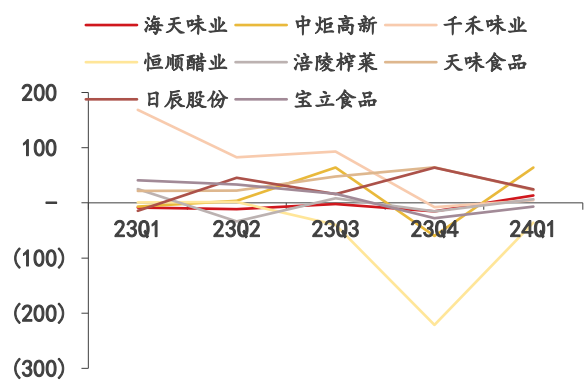
调味品板块 2023 年实现营收 433.4 亿元，同比+0.5%，其中 23Q4 营收 105.6 亿元，同比-5.4%，24Q1 实现营收 128.5 亿元，同比+7.8%。2023 年板块基本实现平稳增长，由于春节错峰等因素，24Q1 环比 23Q4 改善显著，需求稳步修复。板块 2023 年实现扣非归母净利润 79.6 亿元，同比-4.5%，其中 23Q4 扣非归母净利润 17.2 亿元，同比-17.2%，24Q1 实现扣非归母净利润 27.6 亿元，同比+13.8%。2023 年受需求承压的影响，盈利有所承压。24Q1 受原材料成本下行及费投效率提升的推动，板块盈利环比修复显著，利润率稳步上行。

图34. 调味品企业单季度营收增速 (%)



资料来源: Wind、国投证券研究中心

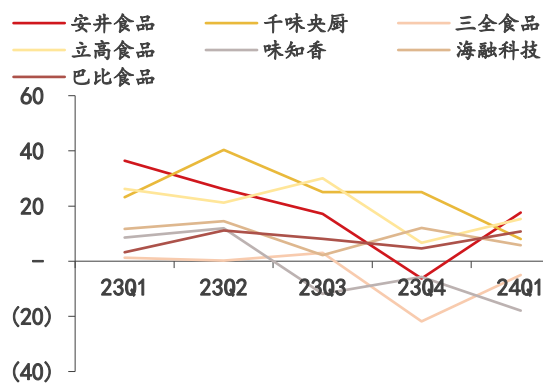
图35. 调味品企业单季度扣非归母净利润增速 (%)



资料来源: Wind、国投证券研究中心

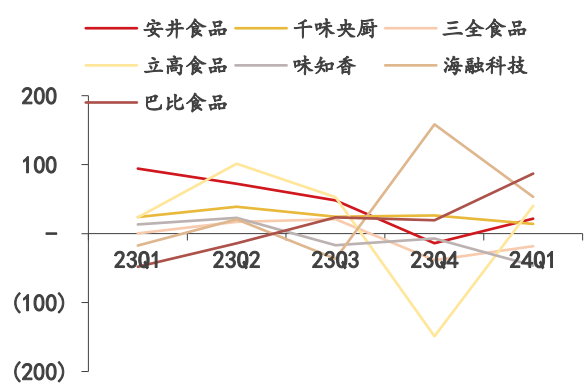
餐饮链板块 2023 年实现营收 298.9 亿元，同比+9.8%，其中 23Q4 营收 77.8 亿元，同比-6.1%，24Q1 实现营收 81.6 亿元，同比+8.1%。23Q4 受春节备货错峰影响出现小幅下滑，24Q1 旺季拉动显著。板块 2023 年实现扣非归母净利润 26.4 亿元，同比+13.3%，其中 23Q4 扣非归母净利润 6.2 亿元，同比-24.5%，24Q1 实现扣非归母净利润 8.1 亿元，同比+9.0%。23Q4 速冻板块价格战延续，且下游客户降本增效诉求提升，出现压价动作，综合导致 23Q4 板块净利润下滑，24Q1 受需求改善、费效比提升的拉动，盈利能力有所修复。

图36. 餐饮链企业单季度营收增速 (%)



资料来源: Wind、国投证券研究中心

图37. 餐饮链企业单季度扣非归母净利润增速 (%)



资料来源: Wind、国投证券研究中心

5.1. 收入端：节后需求放缓，仍待修复

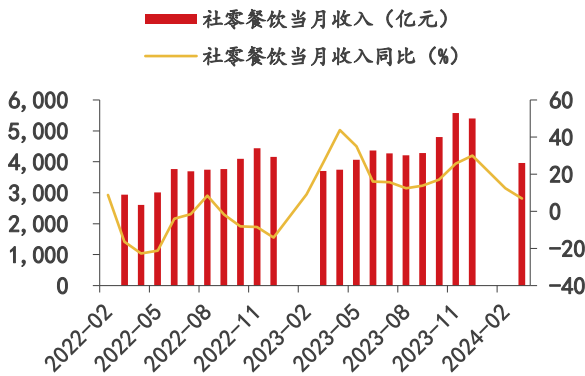
5.1.1. 餐饮行业春节反馈积极，节后弱复苏延续

春节期间餐饮反馈积极，节后反馈平淡。1-2 月春节期间，餐饮数据反馈积极，带动调味品及餐饮链板块需求修复，进入 3 月经销商补库需求有所放缓，叠加速冻板块进入淡季，整体

表现较为平淡。B 端需求表现环比放缓，B 端占比较高的调味品企业相对受损，C 端节后需求也有放缓，经销商进货相对谨慎。

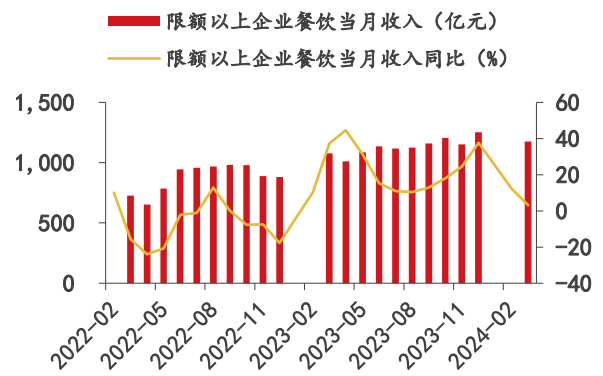
社零数据同比增速放缓，餐饮呈现弱复苏。根据国家统计局，2023 年社零餐饮收入 5.29 万亿元，同比+20.40%，其中限额以上企业餐饮收入 1.34 万亿元，同比+20.90%。2024 年 1-3 月社零餐饮收入为 1.34 万亿元，同比+10.80%，其中限额以上企业餐饮收入 3551 亿元，同比+9.20%。2023 年限额以上餐饮企业表现较优，而进入 24Q1 限额以上餐饮企业亦有所承压，同比增速慢于整体，餐饮业整体呈现弱复苏趋势。

图38. 社零餐饮收入及同比



资料来源: Wind、国投证券研究中心

图39. 限额以上企业餐饮收入及同比



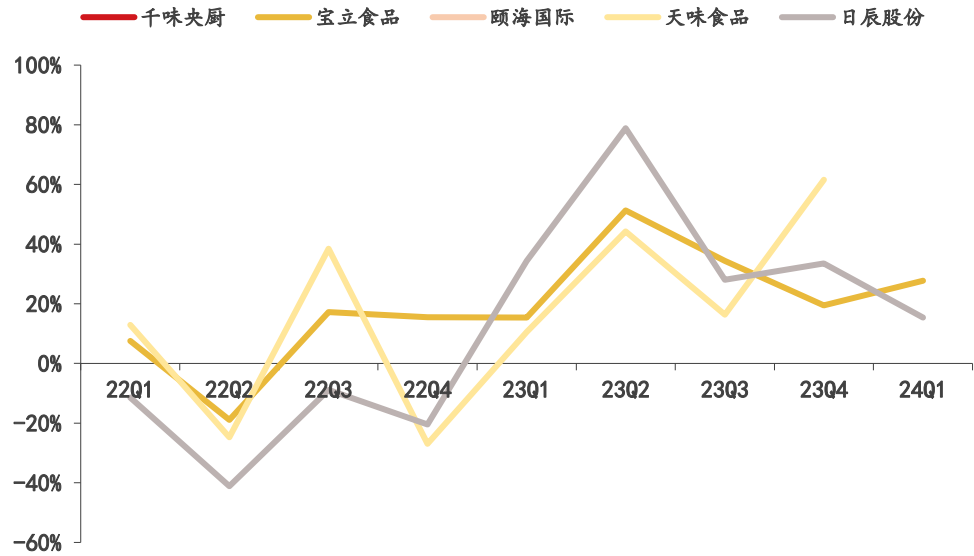
资料来源: Wind、国投证券研究中心

5.1.2. 大 B 高基数下略有承压，小 B 仍待修复

大 B: 2023 年大 B 供应链表现亮眼，24Q1 高基数下表现略有承压。大 B 受益于自身资金实力及供应链实力，疫情后修复较中小 B 更加明显，新开门店加速、单店营收恢复、推新力度也有所加强，如百胜中国 2023 年净增加 1697 家门店达到 14644 家，客单价亦相对稳定，促进大 B 供应链企业 2023 年实现较快增长，如千味、宝立、天味等。而进入 24Q1，由于餐饮恢复放缓且基数较高，24Q1 大 B 供应链企业表现有所放缓。**展望 24Q2，我们预计大 B 供应链仍具备韧性，上游供应商仍有望通过持续推新拓客获得稳健增长。**

具体来看：1) 千味央厨 2023 年直营（大 B）营收同比+49.9%，服务力度加大及大客户放量推动高增（第一大客户营收同比+68.5%），24Q1 受高基数及竞争加剧影响，直营小幅下降。公司持续开拓区域连锁客户及加速上新，我们预计直营压力有望缓解。2) 宝立食品 2023 年直销营收同比+12.81%，其中第一大客户百胜实现营收 3.9 亿元，同比+26%，公司作为大客户核心供应商地位稳固，24Q1 直销营收同比+16.1%，公司延续推新拓品，成效显著。3) 日辰股份 2023 年餐饮/食品加工营收同比+39.5%/9.7%，受客户修复的拉动实现高速增长，24Q1 分别同比+15.4%/20.4%，主要依靠大客户放量。4) 天味食品 2023 年定制餐调营收同比+32.2%，下游客户如张亮麻辣烫、李想大虾等稳步放量，24Q1 受高基数影响增速有所放缓。5) 颐海国际 2023 年关联方营收同比+35.0%，线下餐饮修复显著，促进关联方需求快速提升，海底捞 2023 年营收同比+33.6%，门店数及翻台数量均有所提升。

图40. 千味央厨、宝立食品、颐海国际、天味食品、日辰股份大B端营收单季度同比增速



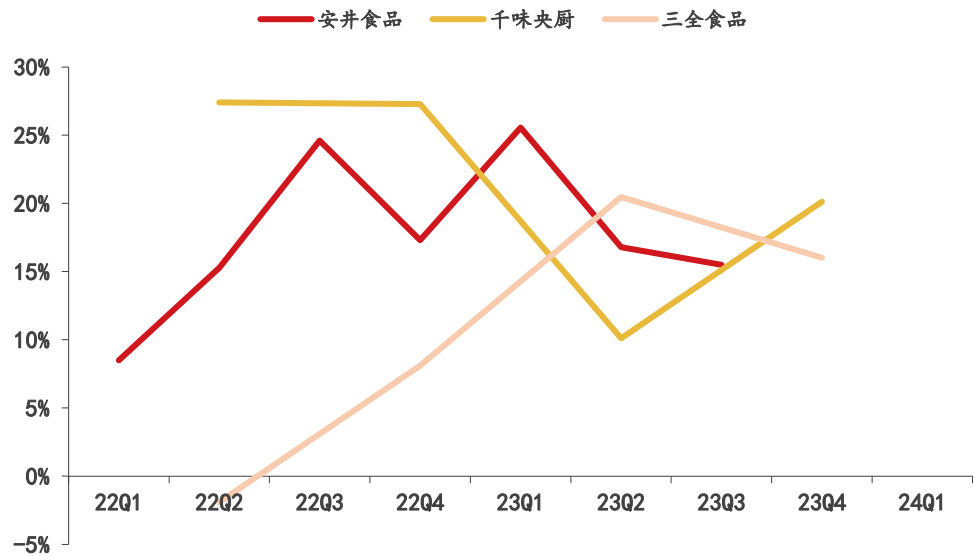
资料来源：公司公告、国投证券研究中心

注：千味央厨为直营收入增速，宝立食品为复合调味品增速，颐海国际为关联方增速，天味食品为定制餐调增速，日辰股份为餐饮增速；千味央厨和颐海国际增速为22H1/22H2/23H1/23H2增速

小B：乡宴团餐表现稳健，社会餐饮仍待修复。由于小B企业抗风险能力较弱，疫情影响导致资金、人员、订单情况等受损，同时在疫情放开初期恢复较慢，部分份额被头部大企业蚕食，创收能力相对较弱，且由于整体消费力尚未完全修复，部分闭店企业再开意愿较低，2023年及24Q1整体表现相对承压。**展望24Q2，我们预计社会餐饮或延续平淡表现，复苏势头仍待观察，小B供应商企业更多通过开拓增量渠道或持续推新等方式获得快于行业平均的增速。**

具体来看，1) 安井食品：2023年经销商渠道营收同比+16.0%，24Q1同比+22.6%，安井小厨亦实现高速增长。同时公司在小B渠道优势壁垒之上再添新动能，烤机渠道亦有望贡献增量。2) 千味央厨：2023年经销渠道营收同比+15.7%，24Q1延续稳健增长趋势，其中社会餐饮表现平淡，更加追求性价比，团餐稳步增长，宴席仍需观察复苏趋势，2023年经销商数量增加389个至1541个，进一步拓展渠道商，寻求细分渠道增长机遇。3) 立高食品：2023年流通营收同比持平，24Q1同比+25%，流通饼房渠道需求修复显著。4) 海天味业：2023年线下营收同比-3.9%，主要系餐饮需求疲软及公司优化产品矩阵，2023年公司优化581名经销商至6591名，经销商队伍质量增长，提升渠道效能。24Q1线下营收同比+10.8%，环比改善趋势延续。

图41. 千味央厨、安井食品、三全食品小 B 端营收单季度同比增速



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

注：安井食品为主业收入增速，千味央厨为经销收入增速，三全食品为餐饮渠道收入增速；千味央厨和三全食品增速为22H1/22H2/23H1/23H2 增速

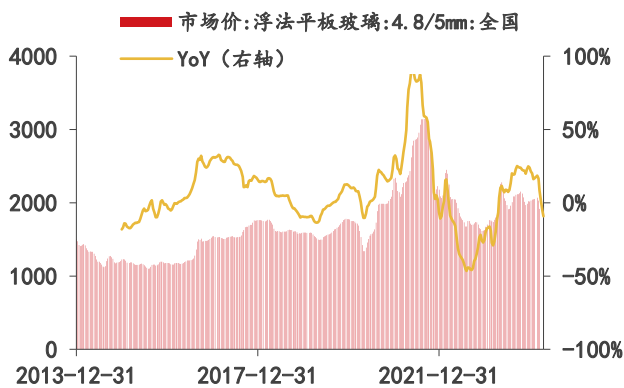
5.2. 利润端：成本弹性释放，费效比稳步提升

5.2.1. 成本延续低位，盈利弹性凸显

今年大宗商品价格走势整体向下，包材、大豆等原材料价格基本回落，成本压力基本减缓，且随着酿造周期逐步释放（酱油等企业）及成本延续向下趋势，我们预计后续季度毛利率仍有环比修复趋势。

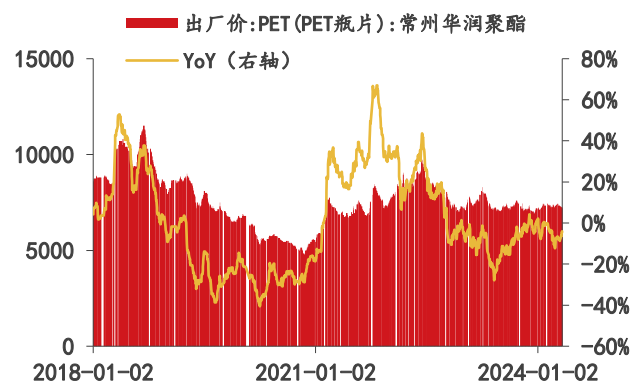
包材价格下行抬升毛利率空间。目前最新常州华润聚酯 PET 瓶片出厂价为 7200 元/吨，同比-4.0%，处于历史低位；浮法平板玻璃市场价约为 1729.7 元/吨，同比-9.2%，整体包材成本压力较小，促进毛利率提升，海天味业/中炬高新/千禾味业/安井食品等均受益于包材成本下行，实现毛利率抬升。

图42. 浮法玻璃价格（元/吨）



资料来源：Wind、国投证券研究中心

图43. PET 价格（元/吨）

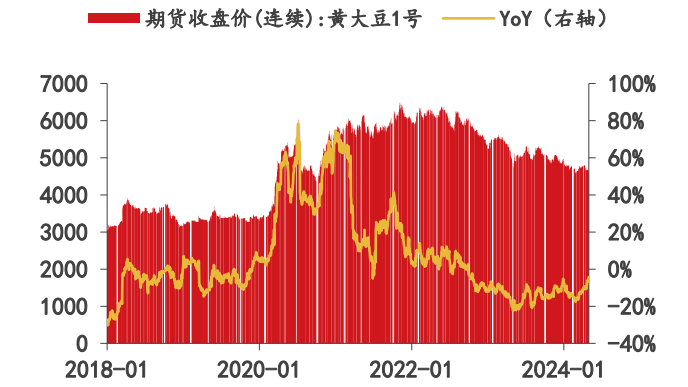


资料来源：Wind、国投证券研究中心

大豆价格自高点下行，充分释放成本弹性。4月30日大豆价格同比下降4.4%，自21年末的高点持续下行，随着3-6个月酿造周期的释放，低价大豆原材料逐步体现至报表端，促进调

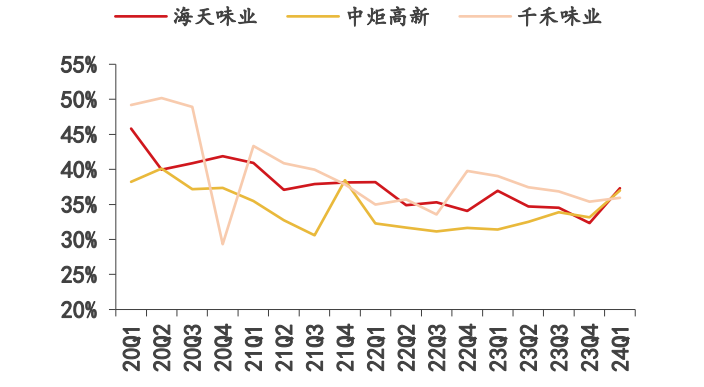
调味品企业毛利率改善，海天味业/中炬高新毛利率均有所改善，千禾味业受产品结构变化及成本释放节奏原因，24Q1 毛利率小幅下降。

图44. 黄大豆价格持续向下



资料来源：Wind、国投证券研究中心

图45. 海天、中炬、千禾等毛利率企稳回升



资料来源：Wind、国投证券研究中心

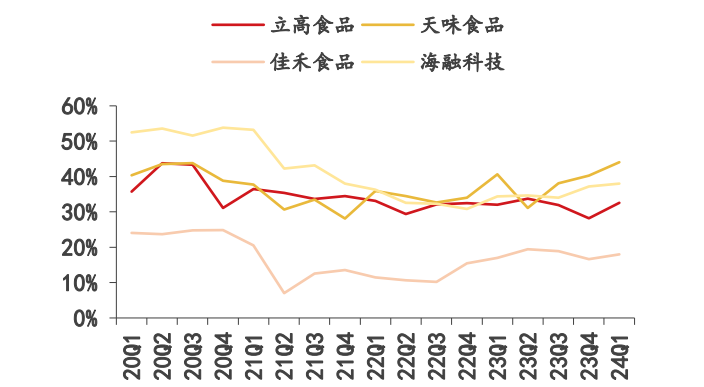
油脂低位震荡，毛利率受益抬升。目前最新棕榈油价格约7962元左右，同比+6.8%，虽然目前价格较前期7000元左右低价有所回弹，但下游企业积极进行锁价、囤货等原材料布局，我们预计毛利率改善空间有望延续，24Q1 立高食品、天味食品、佳禾食品、海融科技等毛利率均有所提升，分别同比+0.6/3.4/1.0/3.7pct。

图46. 棕榈油价格企稳（元/吨）



资料来源：Wind、国投证券研究中心

图47. 立高、天味、佳禾、海融等毛利率表现

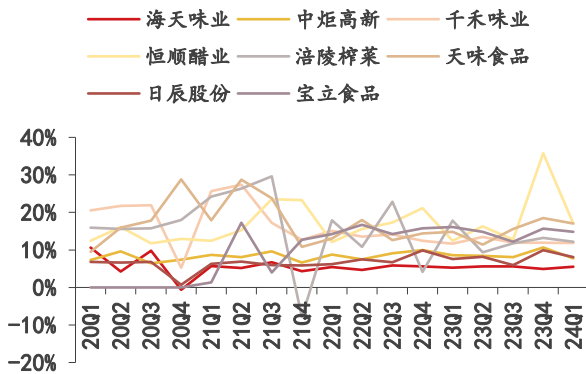


资料来源：Wind、国投证券研究中心

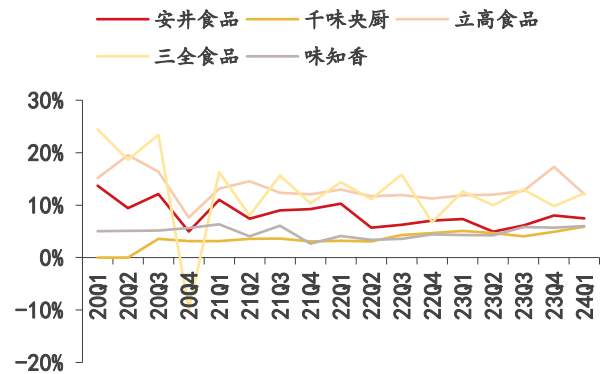
5.2.2. 费效比优化，关注经营质量

需求偏弱，费效比稳步提升，带动费用率下降。由于餐饮及C端需求整体偏弱，企业费用投放动作趋于谨慎，整体费效比稳步提升。

销售费用率整体下行，格局分散赛道投放更加积极。环比来看，24Q1 销售费用率较23Q4 基本均有所下行，我们认为主要与需求偏弱，加大费投边际效用较低相关。从绝对值来看，调味品企业费用投放均趋于谨慎，我们认为主要系行业格局较为稳固，企业较难通过短期高强度销售费用投入来提升市占率，叠加弱需求背景，企业更多通过提升费效比来优化经营质量。而餐饮链目前行业格局相对分散，企业相对投放更加积极，23Q4 以来速冻米面行业价格战延续至今，三全食品、安井食品、千味央厨均有一定参与，23Q4 销售费用率分别同比+3.0/0.9/0.2pct，24Q1 销售费用率亦处于高位，立高食品及味知香销售费用率环比亦逐步提升。

图48. 调味品企业单季度销售费用率


资料来源: Wind、国投证券研究中心

图49. 餐饮链企业单季度销售费用率


资料来源: Wind、国投证券研究中心

综合来看，23Q4 业绩表现相对偏弱，24Q1 环比改善趋势显著，龙头表现相对突出。整体而言，由于春节错期、需求偏弱等因素，23Q4 业绩表现相对偏弱，部分企业表现低于市场预期，24Q1 表现整体环比改善，如中炬高新、安井食品、立高食品等均较为亮眼。我们认为主要系行业弱复苏背景下，企业通过推新品类（安井食品推出烤肠、丸之尊 2.0、锁鲜装 4.0 及 5.0；立高食品推出稀奶油）、拓展增量渠道（千禾味业拓展流通渠道、安井食品拓展特通大 B 渠道、立高食品拓展餐饮新零售渠道、千味央厨开拓渠道商）等方式拓展新的增长点，促进营收稳健增长，盈利随着原材料成本下行及费效比提升体现出改善趋势。我们认为，行业弱复苏阶段中有自身成长逻辑的企业有望获得更亮眼业绩表现，同时随着餐饮需求稳步修复，龙头企业有望充分受益于需求提振及集中度提升，成长空间可期。

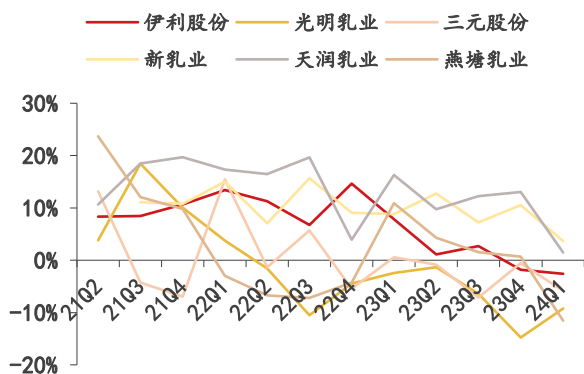
6. 乳制品：需求弱复苏，奶价下行释放弹性

需求疲软供给高位，奶价下行释放利润空间但加剧竞争。乳制品当前市场需求依然疲软，前一轮奶价高点扩充的牛只存栏正进入放量阶段推动原奶产量持续处于高位，供过于求导致奶价延续下行趋势，一方面成本红利依然存在，有力带动乳企净利率上行，另一方面如何消化过剩原奶成为行业重要议题，当前喷粉情况依然存在，乳制品市场促销力度依然相对较强，但与以往奶价低点乳企大力以促销换份额的情况不同，当前竞争相对保守。当前这一轮原奶周期相较于过往，底部阶段可能更长，经过几轮周期后规模化牧场占比更高，乳企参与牧业端建设程度更高，整体抗风险能力更强，叠加市场需求偏弱影响，预计奶价仍将在底部维持一段时间，当前部分牧场已开始去产能，行业供给缩量有望推动未来奶价回升。原奶价格下行阶段，我们认为以结构性机会为主，龙头乳企更具市场竞争主动权，整体表现有望更趋稳健，以及部分区域乳企把握优势品类，拓展全国化布局有望实现更佳表现。

6.1. 收入端：需求温和复苏，关注结构性机会

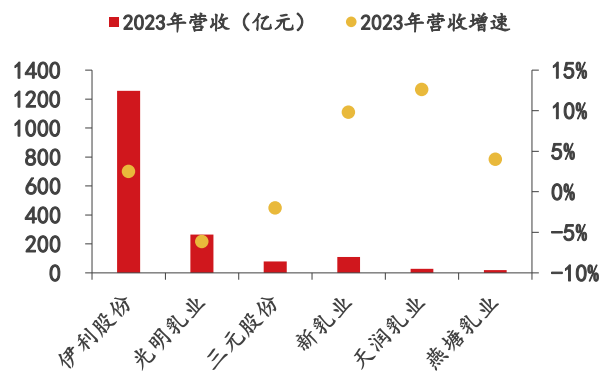
需求弱复苏，关注结构性机会。2023 年行业普遍保持中低个位数增长，乳制品渗透率偏高，刚需属性强，且疫情期间具备居家消费属性存在一定高基数，消费弱回暖背景下，乳制品市场需求呈现弱复苏状态，其中龙头乳企市场竞争地位更稳固，收入稳定性更强，区域乳企间表现分化，新乳业拓展区域市场实现超越同业增长，天润乳业收购新农乳业贡献一定增量实现双位数增长，但光明乳业及三元股份受区域竞争影响，呈现一定缩量。24Q1 春节错期，礼赠需求释放对乳企营收有所拉动，但节后需求回归常态，行业增速相对平稳。

图50. 乳制品各季度营收增长情况



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图51. 2023 年各乳企营收及增速情况

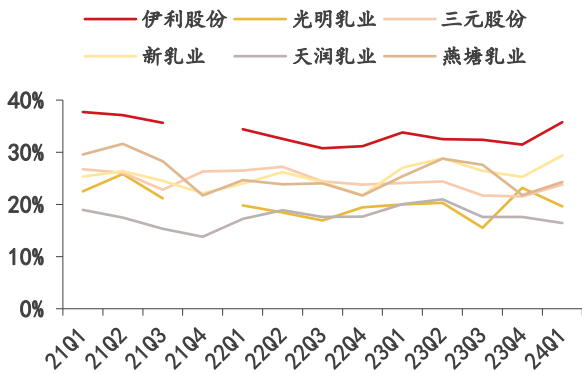


资料来源：公司公告、国投证券研究中心

6.2. 利润端：奶价下行释放乳企利润空间，行业竞争相对理性

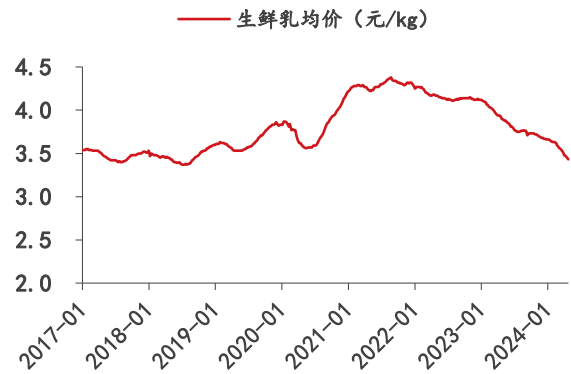
奶价下行阶段分化乳企业绩表现，行业竞争激烈中保持理性。原奶价格自 2023 年进入加速下降通道以来，持续带动乳企利润弹性释放，2023 年毛利率与净利率普遍呈现提升趋势，其中原奶自给率处于低位的乳企尤为受益，但牧场端配比较重的乳企需承受周期下行阶段牧场环节亏损。同时，产品结构提升持续优化乳企利润结构。销售费用率方面，市场价格竞争依然处于高位，但乳企销售费用投放相对稳健，行业竞争相对良性。24Q1 原奶价格持续下降，带动乳企毛利率持续提升，春节期间费用投放略有上行，整体净利率相对保持稳定。不同乳企间利润分化主因非经损益影响，伊利股份、新乳业转让子公司股权获投资收益、天润乳业子公司处置牛只产生损失。

图52. 乳制品各季度毛利率情况



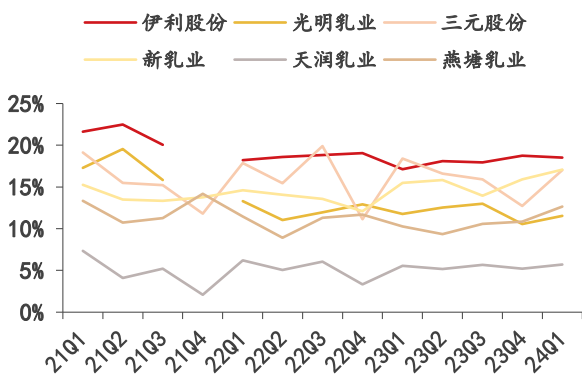
资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图53. 原奶价格持续下行



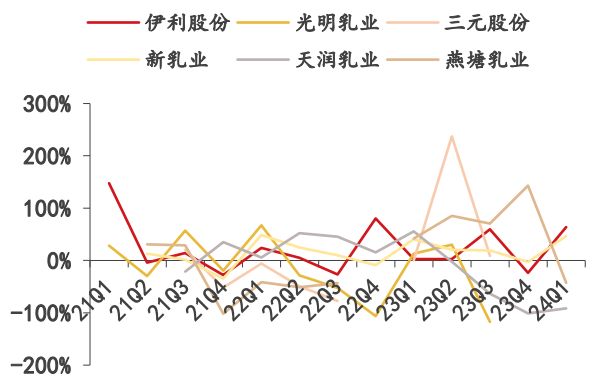
资料来源：农业农村部、国投证券研究中心

图54. 乳制品各季度销售费用率情况



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图55. 乳制品各季度利润增速情况



资料来源：农业农村部、国投证券研究中心

表5: 乳制品 2023+24Q1 业绩情况

	营收				归母净利润			
	2023 年营收 (亿元)	2023 年营收 yoy	24Q1 营收 (亿元)	24Q1 营收 yoy	2023 年归母净利润 (亿元)	2023 年利润 yoy	24Q1 归母净利润 (亿元)	24Q1 利润 yoy
伊利股份	1257.58	2.49%	324.63	-2.60%	104.29	10.58%	59.23	63.84%
光明乳业	264.85	-6.13%	64.17	-9.25%	9.67	168.19%	1.72	-8.07%
三元股份	78.41	-2.02%	20.41	-5.85%	2.43	564.78%	0.73	75.48%
新乳业	109.87	9.80%	26.14	3.66%	4.31	19.18%	0.90	46.93%
天润乳业	27.14	12.62%	6.41	1.47%	1.42	-27.74%	0.05	-91.74%
燕塘乳业	19.50	4.01%	3.79	-11.55%	1.80	81.60%	0.16	-42.91%

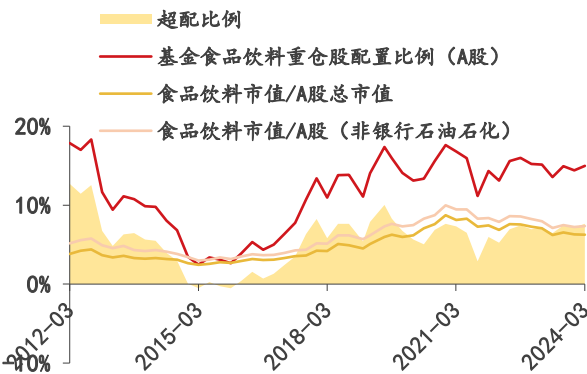
	毛利率				净利率			
	2023 年毛利率	2023 同比增减	24Q1 毛利率	24Q1 同比增减	2023 年净利率	2023 同比增减	24Q1 净利率	24Q1 同比增减
伊利股份	32.58%	0.32%	35.79%	2.02%	8.29%	0.61%	18.24%	7.40%
光明乳业	19.66%	1.00%	19.64%	-0.32%	3.65%	2.37%	2.69%	0.03%
三元股份	23.04%	-2.54%	23.81%	-0.29%	3.09%	2.64%	3.59%	1.66%
新乳业	26.87%	2.84%	29.38%	2.32%	3.92%	0.31%	3.43%	1.01%
天润乳业	19.11%	1.23%	16.43%	-3.62%	5.23%	-2.92%	0.71%	-8.00%
燕塘乳业	26.04%	2.50%	24.31%	-1.10%	9.25%	3.95%	4.26%	-2.34%

资料来源：公司公告、国投证券研究中心

7. 基金持仓：持仓重回增长，白酒超配幅度提升

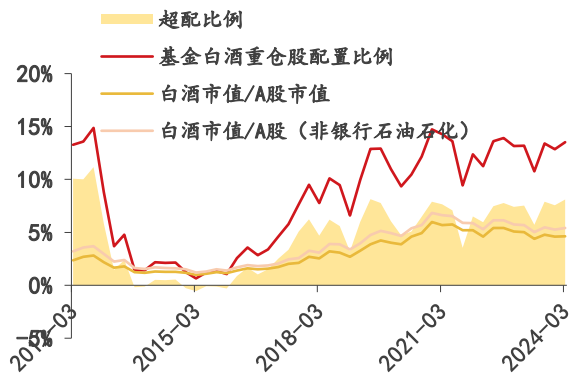
食品饮料机构持仓重回增长，白酒超配幅度提升。24Q1 基金食品饮料板块（A股）配置比例为 14.99%，较 23Q4 增长 0.56pct。白酒股持仓环比+0.68pct，超配幅度扩大。大众品持仓分化，啤酒增长显著。24Q1 乳品、食品综合、调味发酵品、肉制品全市场口径持仓比例为 0.22%/0.13%/0.05%/0.05%，环比变动-0.01/-0.05/+0.01/-0.01pct。啤酒板块持仓环比+0.11pct 至 0.20%。根据基金重仓股中食品饮料持股比例口径（A+H 股），24Q1 白酒持股总市值占基金重仓股总市值的比例为 12.54%，环比+0.64pct；食品饮料持股总市值占基金重仓股总市值的比例为 14.12%，环比+0.75pct。

图56. 食品饮料板块基金持仓变化



资料来源：Wind、国投证券研究中心

图57. 白酒板块基金持仓变化



资料来源：Wind、国投证券研究中心

表6: 最近 2 年基金食品饮料板块全市场口径持仓比例（A+H 股）

	24Q1 环比	24Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2
调味发酵品	0.01pct	0.05%	0.04%	0.05%	0.07%	0.08%	0.09%	0.07%	0.08%
肉制品	-0.01pct	0.05%	0.06%	0.03%	0.03%	0.03%	0.02%	0.03%	0.04%
乳品	-0.01pct	0.22%	0.23%	0.20%	0.26%	0.27%	0.32%	0.42%	0.47%
食品综合	-0.05pct	0.13%	0.18%	0.20%	0.24%	0.24%	0.29%	0.26%	0.23%
白酒	0.19pct	5.83%	5.63%	6.02%	5.33%	6.59%	6.71%	7.40%	7.26%
啤酒	0.11pct	0.20%	0.09%	0.25%	0.34%	0.44%	0.41%	0.48%	0.37%
食品饮料合计	0.23pct	6.56%	6.33%	6.85%	6.37%	7.77%	7.97%	8.74%	8.52%

资料来源：Wind、国投证券研究中心

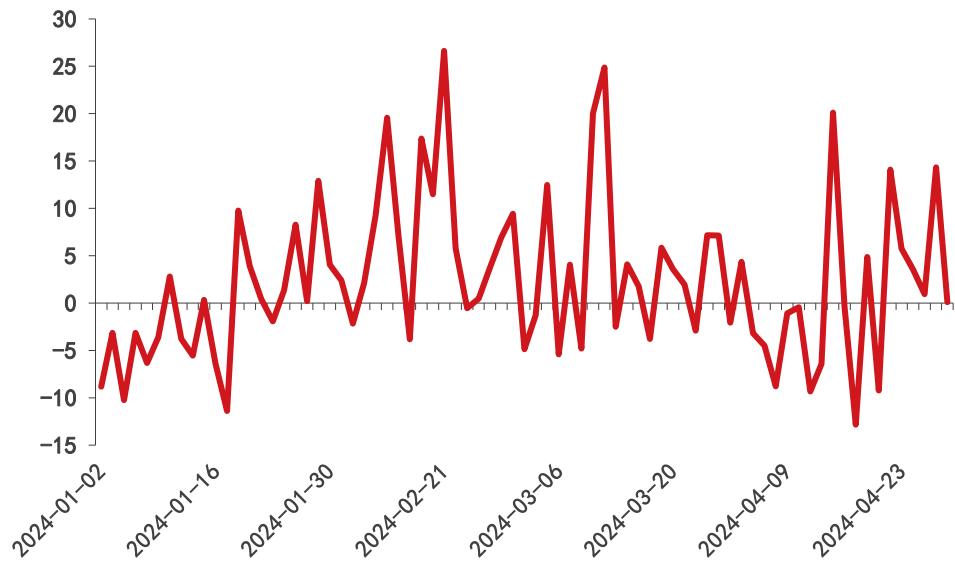
表7: 最近 2 年基金重仓股食品饮料板块持仓比例（A+H 股）

	24Q1 环比	24Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2
食品饮料	0.75pct	14.12%	13.37%	13.96%	12.85%	15.56%	15.63%	16.45%	15.97%
白酒	0.64pct	12.54%	11.90%	12.27%	10.76%	13.20%	13.17%	13.92%	13.61%
调味发酵品	0.02pct	0.11%	0.09%	0.11%	0.14%	0.16%	0.18%	0.14%	0.16%
乳品	-0.01pct	0.48%	0.49%	0.41%	0.53%	0.53%	0.63%	0.79%	0.88%
啤酒	0.24pct	0.43%	0.19%	0.52%	0.69%	0.89%	0.81%	0.90%	0.69%

资料来源：Wind、国投证券研究中心

北向逐步净买入，为板块带来增量资金。自 2 月开始北向资金对食品饮料板块净买入逐步增长，3 月有所放缓，4 月 15 日起重回净买入高点（单日净买入 20.10 亿元），板块龙头有所受益。

图58. 2024 年以来 SW 食品饮料单日陆股通净流入（亿元）



资料来源: Wind、国投证券研究中心

8. 投资策略：夯实业绩验证板块需求韧性，内部分化能够寻找结构性机会，分红提升叠加估值回归使得板块有配置价值

业绩夯实分红稳步提升，板块有配置价值；中长期看竞争格局变化，站在 24Q2 的短期维度要看企业经营的改善。24 年库存去化后厂商矛盾减弱企业经营难度降低，高端品的价格策略、大众品的渠道策略均有所体现，在第二季度应该重点观察白酒价格表现和啤酒销量表现。白酒：预计 Q2 普飞企稳、普五上涨，次高端及区域龙头管理优者上涨，重点推荐五粮液、今世缘、老白干酒、山西汾酒、古井贡酒、泸州老窖、贵州茅台，关注迎驾贡酒、金徽酒、伊力特等；啤酒：销量低基数叠加成本下行板块有机会，Q2 进入旺季后板块有催化，推荐青岛啤酒、燕京啤酒、华润啤酒、重庆啤酒等；餐饮供应链：预期低、需求或缓慢改善，推荐中炬高新、千禾味业、安井食品、立高食品、千味央厨，建议关注三全食品、天味食品、宝立食品等；休闲零食：推荐有新一轮渠道成长逻辑的标的，如三只松鼠，继续推荐盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、好想你、洽洽食品等；饮料：有成长有分红饮料各有看点，建议关注东鹏饮料、养元饮品、香飘飘、百润股份等。

表8：重点公司盈利预测表（亿元）

代码	简称	市值	营业收入			归母净利润			PE	
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	21,418.17	1,476.94	1,749.84	2,028.37	747.34	877.00	1,027.38	24	21
000568.SZ	泸州老窖	2,739.37	302.33	361.91	419.44	132.46	162.58	190.89	17	14
000858.SZ	五粮液	5,839.10	832.72	940.93	1,056.69	302.11	346.67	397.66	17	15
600809.SH	山西汾酒	3,200.09	319.28	385.34	457.77	104.38	131.39	156.46	24	20
600702.SH	舍得酒业	243.68	70.81	80.24	95.63	17.71	21.34	25.57	11	10
000799.SZ	酒鬼酒	166.01	28.30	32.21	39.05	5.48	7.88	9.64	21	17
603369.SH	今世缘	720.33	100.98	124.33	150.34	31.36	38.13	45.60	19	16
002304.SZ	洋河股份	1,432.18	331.26	364.51	393.91	100.16	106.72	113.37	13	13
000596.SZ	古井贡酒	1,248.29	202.54	245.15	293.64	45.89	59.98	74.80	21	17
600559.SH	老白干酒	198.04	52.57	60.39	69.74	6.66	8.79	11.44	23	17
600197.SH	伊力特	97.28	22.31	28.81	36.80	3.40	4.68	6.51	21	15
600600.SH	青岛啤酒	927.69	339.37	361.65	386.00	42.68	51.85	60.26	18	15
000729.SZ	燕京啤酒	278.75	142.13	156.51	169.24	6.45	9.35	12.06	30	23
600132.SH	重庆啤酒	340.57	148.15	159.69	170.48	13.37	15.07	16.58	23	21
002847.SZ	盐津铺子	149.20	41.15	52.71	64.61	5.06	6.85	8.67	22	17
003000.SZ	劲仔食品	67.57	20.65	26.44	33.21	2.10	3.14	4.05	22	17
002991.SZ	甘源食品	76.06	18.48	24.11	29.87	3.29	4.07	5.10	19	15
002557.SZ	洽洽食品	190.13	68.06	76.31	84.63	8.03	10.45	12.38	18	15
300783.SZ	三只松鼠	98.81	71.15	101.93	133.39	2.20	3.43	4.71	29	21
002582.SZ	好想你	29.01	17.28	19.02	21.89	-0.52	0.31	0.70	93	42
603345.SH	安井食品	270.65	140.45	158.82	174.77	14.78	16.71	19.06	16	14
001215.SZ	千味央厨	35.70	19.01	22.43	26.73	1.34	1.63	2.03	22	18
300973.SZ	立高食品	60.66	34.99	40.75	47.86	0.73	2.86	3.53	21	17
002216.SZ	三全食品	110.34	70.56	72.80	75.83	7.49	7.58	8.14	15	14
603170.SH	宝立食品	58.92	23.69	27.05	30.80	3.01	2.73	3.24	22	18
603288.SH	海天味业	2,183.09	245.59	275.11	304.27	56.27	62.32	69.16	35	32
600872.SH	中炬高新	231.69	51.39	57.60	67.89	16.97	7.75	9.91	30	23
603027.SH	千禾味业	159.20	32.07	37.34	43.11	5.30	6.53	7.77	24	20
603317.SH	天味食品	148.83	31.49	36.32	42.49	4.57	5.49	6.48	27	23
603755.SH	日辰股份	22.17	3.59	4.35	5.16	0.56	0.73	0.89	31	25
002507.SZ	涪陵榨菜	163.97	24.50	26.94	29.49	8.27	9.21	10.21	18	16

600419.SH	天润乳业	30.26	27.14	30.36	33.50	1.42	1.65	2.49	18	12
-----------	------	-------	-------	-------	-------	------	------	------	----	----

资料来源: Wind、国投证券研究中心; 注: 市值截至 2024 年 5 月 5 日, 均采用国投证券研究中心盈利预测

9. 风险提示

食品安全问题, 行业竞争加剧, 需求恢复不及预期, 原材料成本超预期上行等。

目 行业评级体系

收益评级：

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上；

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034