

盈利弹性率先兑现，关注三大子板块

—非酒板块 23A 与 24Q1 业绩总结

核心观点：

- 非酒板块：需求逐步复苏，盈利弹性释放。**2023 全年，非酒板块收入/归母净利润分别同比+1.1%/+8.9%，行业在需求恢复有限的背景下实现正增长，且受益于原材料价格下降，叠加部分企业把握住新消费趋势释放规模效应，利润端实现较快增长。24Q1，收入/归母净利润分别同比-0.9%/+19.2%，盈利能力持续改善，主要得益于：1) 原料采购红利在 24Q1 延续，毛利率上行；2) 尽管终端需求较弱，但整体竞争有序进行，费用投放保持稳定；3) 调味品、休闲食品、乳制品等行业头部企业积极修炼内功、引导行业，既实现自身业绩边际改善，亦有助于行业后期良性发展。**分子板块，无论从收入还是扣非利润角度来看，24Q1 表现最为强劲的子行业均为饮料、零食与调味品。**
- 软饮料：板块业绩高景气延续，关注旺季动销与铺货节奏。**2023 全年，低基数+户外场景复苏+包材成本下降，板块业绩明显改善，收入/扣非归母净利润分别同比+17.6%/+23.7%。**24Q1**，品类景气+渠道精耕+成本红利，板块业绩向好趋势延续，收入/扣非归母净利润分别同比+16.7%/+20.6%，高基数下增速同比略有放缓但仍维持较快水平，主要得益于：1) 高景气度品类需求红利与渠道网点拓展持续，企业第二曲线实现高增；2) 产品结构优化整体推动行业毛利率上行，利润端增速环比明显提升。**展望 24Q2**，关注新品铺货节奏与旺季动销催化，例如东鹏饮料、香飘飘（未覆盖）、欢乐家、李子园等。
- 调味品：行业周期已触底反弹，关注产品升级与渠道修复。**2023 全年，需求复苏偏缓，行业有所承压，收入/扣非归母净利润分别同比-0.4%/-5.0%。**24Q1**，多重因素共振，行业周期触底反弹，收入/扣非归母净利润分别同比+7.3%/+14.2%，主要得益于基数压力缓解，终端动销明显改善，渠道库存消化良性，成本端红利释放。**展望 24Q2**，关注健康化推动的产品升级与渠道恢复性增长，以及具备自身改革逻辑的个股，例如中炬高新、海天味业、恒顺醋业。
- 零食：业绩景气度凸显，渠道与品类红利延续。**2023 全年，收入/扣非归母净利润分别同比+4.0%/+27.0%，收入端在新品放量、渠道革新等因素推动下实现较好增长，利润端得益于成本回落释放弹性。**24Q1**，旺季迎来开门红，成本红利持续，收入/扣非归母净利润分别同比+37.5%/+40.8%，同比环比均明显提速。**展望 24Q2**，预计渠道红利与品类红利围绕性价比主线延续，虽然竞争格局趋紧，但成本端红利仍存，利润端 24H1 仍有望保持较快增长。个股方面，建议关注布局健康品类、紧跟渠道轮动的制造型龙头，如劲仔食品（未覆盖）、盐津铺子（未覆盖）；性价比战略带动基本面边际改善企业，如三只松鼠；具备安全边际与高分红的企业，如洽洽食品。
- 投资建议：非酒板块，24Q2 建议继续优先关注饮料、调味品、零食板块**，待到宏观经济周期进一步上行后关注餐饮供应链、乳制品板块修复带来的投资机会。个股方面，建议关注东鹏饮料/中炬高新/伊利股份/海天味业/洽洽食品/欢乐家/三只松鼠/安井食品/天味食品/新乳业/李子园。
- 风险提示：需求复苏不及预期的风险；竞争超预期的风险；新品表现不及预期的风险；食品问题的风险。**

食品饮料

推荐 (维持)

分析师

刘光意

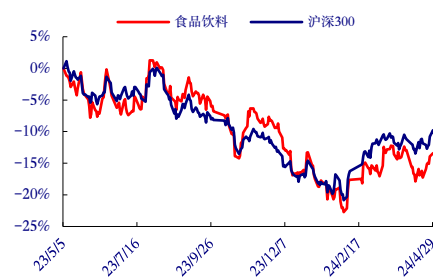
☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

相对沪深 300 表现图

2024-05-07



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河食饮】行业周报_食品饮料_关注价格修复和业绩催化

目 录

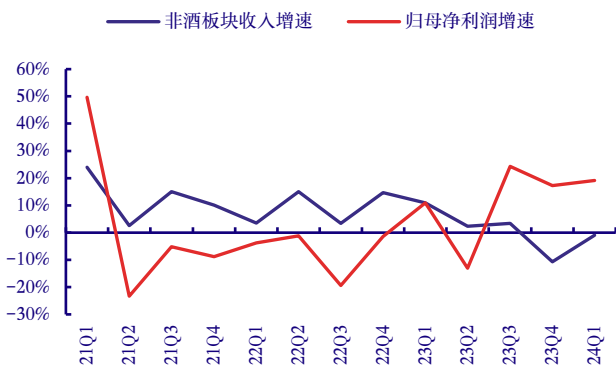
一、非酒板块：需求逐步复苏，盈利弹性释放.....	3
二、软饮料：板块业绩高景气延续，关注旺季动销与铺货节奏.....	4
（一）23A 与 24Q1 业绩：板块业绩延续较高景气.....	4
（二）2024 年展望：关注新品铺货节奏与旺季动销催化.....	5
（三）重点公司.....	6
三、调味品：行业周期已触底反弹，关注产品升级与渠道修复.....	7
（一）23A 与 24Q1 业绩：行业周期已呈现触底反弹特征.....	7
（二）2024 年展望：关注产品升级与渠道恢复，企业内部治理变革贡献 α	8
（三）重点公司.....	10
四、零食：业绩景气度凸显，渠道与品类红利延续.....	11
（一）23A 与 24Q1 业绩：渠道变革推动制造型企业的业绩景气度凸显.....	11
（二）2024 年展望：渠道与品类红利围绕性价比主线延续.....	12
（三）重点公司.....	14
五、风险提示.....	15

一、非酒板块：需求逐步复苏，盈利弹性释放

2023 全年：需求逐步复苏，盈利弹性释放。2023 全年非酒板块（中信指数口径，下同）收入/归母净利润分别同比+1.1%/+8.9%，行业在需求恢复有限的背景下实现正增长，且受益于多种原材料价格下降，叠加部分企业把握住新消费趋势释放规模效应，利润端实现较快增长。

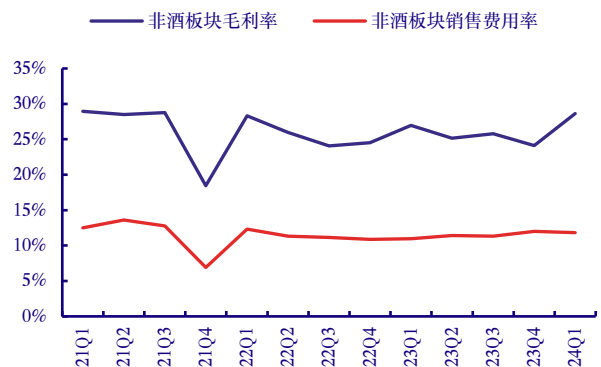
24Q1：盈利高增延续，良性发展可期。24Q1 非酒板块收入/归母净利润分别同比-0.9%/+19.2%，盈利能力持续改善，主要得益于：1）原料采购红利在 24Q1 延续，毛利率上行；2）尽管终端需求较弱，业内并未采取激进的促销或价格策略，整体竞争有序进行，费用投放保持稳定，进而提振净利率水平；3）调味品、休闲食品、乳制品等行业头部企业积极修炼内功、引导行业，既实现自身业绩边际改善，亦有助于行业后期良性发展。

图1：非酒板块单季度收入、利润增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

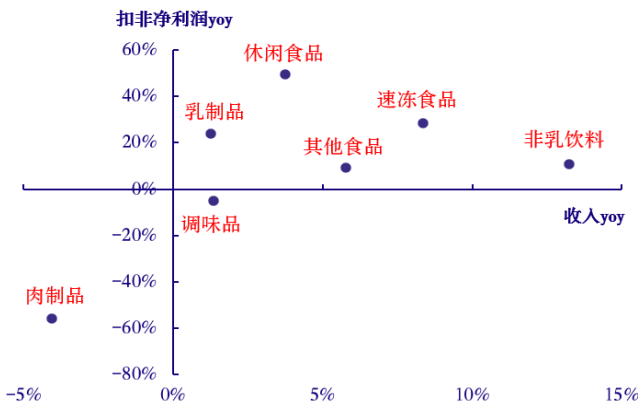
图2：非酒板块毛利率与销售费用率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

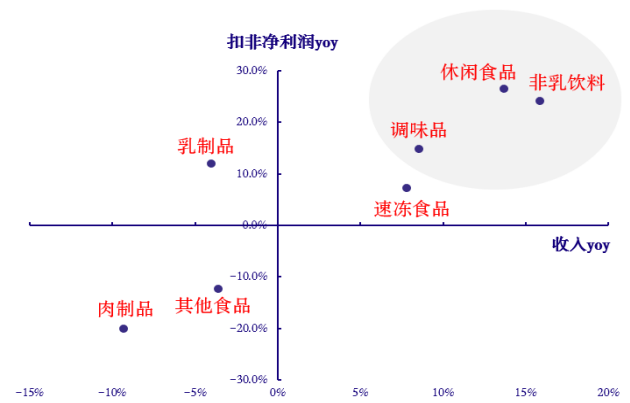
分子板块来看，饮料、休闲食品、调味品基本面较强劲。2023 全年，收入增速排名前三的分别为非乳饮料>速冻食品>其他食品；扣非净利润增速排名前三的分别为休闲食品>速冻食品>乳制品。24Q1，收入增速排名前三的分别为非乳饮料>休闲食品>调味品；扣非净利润增速排名前三的分别为休闲食品>非乳饮料>调味品。

图3：2023 年非酒板块各个子行业收入与利润增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：24Q1 非酒板块各个子行业收入与利润增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

综上所述，无论从收入还是扣非利润角度来看，24Q1 表现最为强劲的子行业均为饮料、休闲食品、调味品。展望 24Q2，建议继续优先关注饮料、调味品、零食板块，待到宏观经济周期进一步上行后关注餐饮供应链、乳制品板块修复带来的投资机会。

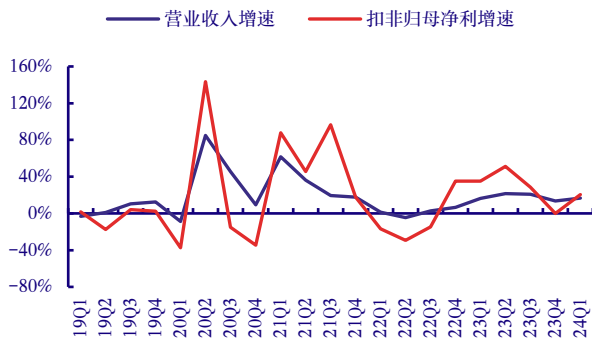
二、软饮料：板块业绩高景气延续，关注旺季动销与铺货节奏

(一) 23A 与 24Q1 业绩：板块业绩延续较高景气

2023 年：低基数+户外场景复苏+包材成本下降，板块业绩明显改善。2023 全年收入/扣非归母净利润分别同比+17.6%/+23.7%，实现较快增长，主要得益于低基数背景下消费场景修复推动需求改善，且成本端 PET 包材价格下降，利润弹性更加明显。

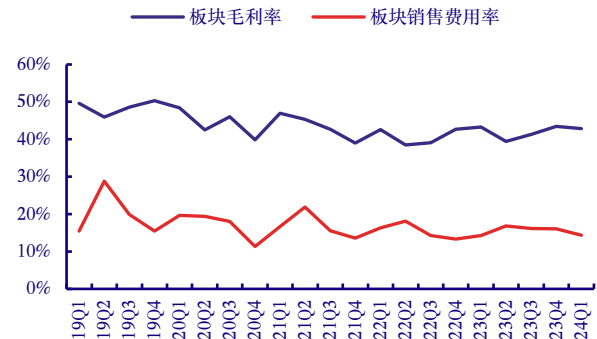
24Q1：品类景气+渠道精耕+成本红利，板块业绩向好趋势延续。24Q1 收入/扣非归母净利润分别同比+16.7%/+20.6%，高基数下增速同比略有放缓但仍维持较快水平，主要得益于：1) 高景气度品类需求红利与渠道网点拓展持续，企业第二曲线实现高增；2) 产品结构优化整体推动行业毛利率上行，利润端增速环比明显提升。

图5：软饮料板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

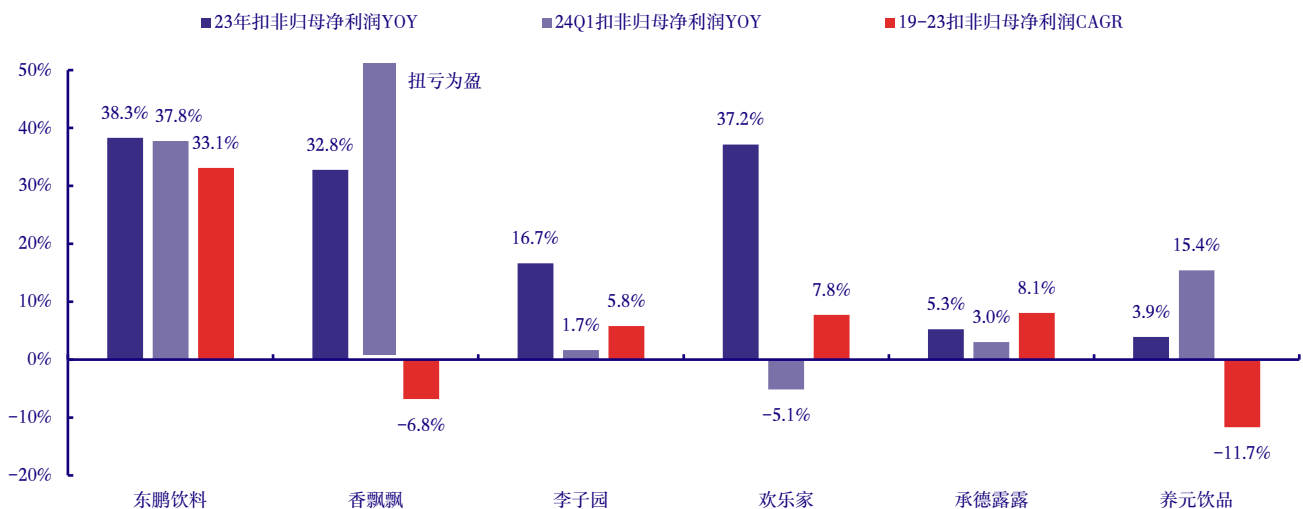
图6：软饮料板块毛利率与销售费用率（重点公司口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

功能饮料与即饮茶高景气度，部分饮料公司业绩表现突出。除板块基本面改善带来的系统性机会之外，东鹏饮料与香飘飘还存在品类红利与新品铺货的逻辑，分别推出电解质水“补水啦”、兰芳园冻柠茶，短期旺季贡献部分收入，长期则有望培育为第二增长曲线。而欢乐家主要受益于饮料渠道精耕下沉以及疫情催化罐头动销旺盛，李子园则更多受益于大包粉与包材价格回落贡献利润弹性。

图7：2023 年与 24Q1 软饮料企业的业绩表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 2024 年展望：关注新品铺货节奏与旺季动销催化

1. 品类：RTD 茶饮、椰子饮料、电解质水为热门品类，预计 24 年维持繁荣

符合健康化+功能化+高性价比的品类有望在未来 1-3 年内持续保持较高景气。**无糖茶增长**：得益于东方树叶与三得利等头部品牌前期对消费者的培育，目前市场进入高速增长阶段，现有客群复购+泛消费人群、下沉市场渗透率增加将为市场提供充足空间，远期看可能形成对有糖茶与饮用水的替代。**竞争方面**，一线企业、新兴茶饮与跨界品牌加速入局，24 年市场竞争或拓展至价格竞争，东方树叶 5 元/500ml 为行业价格带提供参考；青年神溯无糖茶 24 年春糖会推出 3 元/500ml 高性价比产品。整体来看，头部企业有望更好受益于行业繁荣，农夫山泉、三得利、康统具备深厚的消费基础与品牌认可，东鹏等凭借第一曲线产品强大的渠道系统与相似品类调性，亦有望突围。

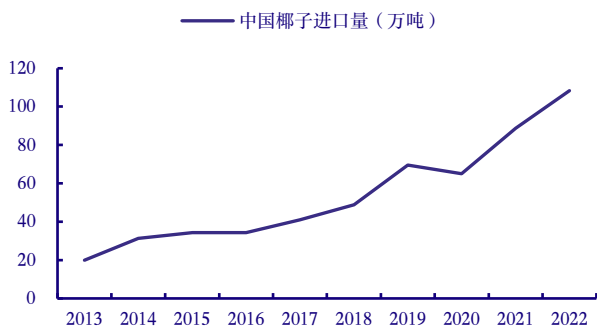
图8：2023 年无糖茶 TOP20 SKU 定价与净含量趋同

商品名称	集团	品牌	净含量 (ml)	中位价 (元)	均价 (元)	类目内市场份额
东方树叶茉莉花茶原味	农夫山泉	东方树叶	500	5	4.92	16.90%
东方树叶青柑普洱茶复合茶饮料	农夫山泉	东方树叶	500	5	4.95	9.71%
东方树叶乌龙茶	农夫山泉	东方树叶	500	5	4.96	8.52%
三得利乌龙茶	三得利	三得利	500	5	4.91	7.62%
东方树叶茉莉花茶	农夫山泉	东方树叶	900	7	7.11	7.56%
东方树叶绿茶原味	农夫山泉	东方树叶	500	5	4.99	6.96%
东方树叶红茶原味	农夫山泉	东方树叶	500	5	5.00	5.34%
东方树叶青柑普洱茶	农夫山泉	东方树叶	900	7	7.10	5.34%
东方树叶黑乌龙茶饮料原味	农夫山泉	东方树叶	500	5	4.92	3.30%
三得利茉莉乌龙茶	三得利	三得利	500	5	5.33	2.69%
三得利橘皮乌龙茶	三得利	三得利	500	5	5.29	1.81%
三得利乌龙茶	三得利	三得利	1250	9.8	9.81	1.60%
三得利茉莉乌龙茶	三得利	三得利	500	5	5.25	1.39%
康师傅冰红茶无糖柠檬味	康师傅	康师傅	1000	4	4.10	1.06%
纤茶玉米须茶植物饮料	元气森林	纤茶	500	6	6.15	0.86%
三得利栀意无糖乌龙茶	三得利	三得利	500	5	5.18	0.85%
燃茶茉莉花茶	元气森林	燃茶	500	5	5.30	0.83%
果子熟了乌龙茶栀子花味	果子熟了	果子熟了	500	5	5.01	0.80%
燃茶醇香乌龙茶	元气森林	燃茶	500	5	5.49	0.65%
燃茶青柑普洱茶	元气森林	燃茶	500	5	5.37	0.61%

资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

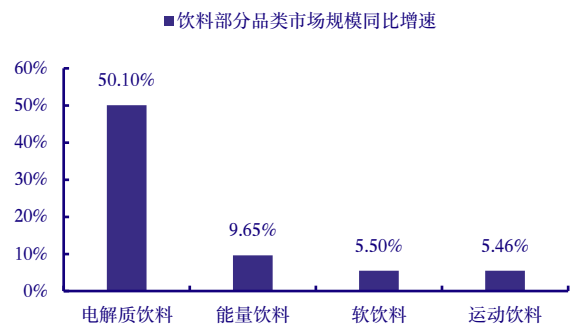
椰子饮料/电解质水：疫情等外因催化第二轮消费者培育，椰子作为植物基饮品天然具备低卡、零脂肪、零添加的属性，且含微量元素，迎合未来消费者减脂、健康消费趋势；伴随 BC 两端消费场景持续扩容，在餐饮宴席渠道或咖啡冲调、运动健身、街饮社交等场景都将形成新增空间。同样由流感等因素启发需求，据前瞻产业研究院《2023 中国电解质饮料行业市场洞察报告》显示，23 年电解质饮料市场预计由 22 年 27 亿增长至 70 亿元，产品功能性的消费者心智持续走强，行业处于积极增长阶段。

图9：我国椰子进口量 2021 年来高速增长



资料来源：联合国粮农组织，中国银河证券研究院

图10：2022 年电解质饮料行业规模增速领先

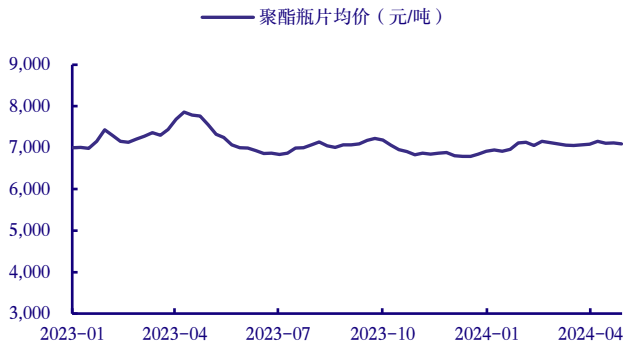


资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

2. 成本：原材料价格下行有望继续贡献利润弹性

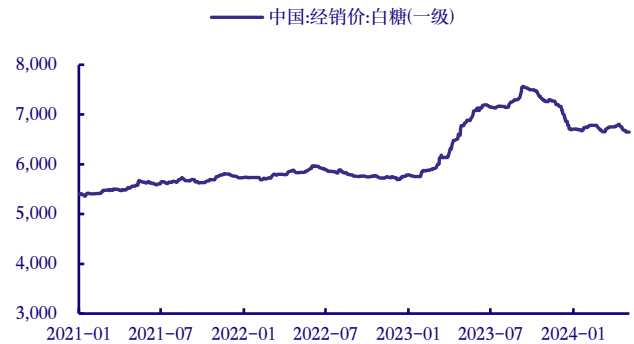
截至 2024 年 4 月，PET 瓶片价格同比-8.2%，白糖价格同比-1.2%。展望 2024 年，白糖价格预计维持高位震荡态势，主要原因在于：①国内开榨时间延迟；②下游库存水平较低，同时国内进口仍然偏紧张；但白糖在成本中占比相对较低。占比更高 PET 瓶片 2024 年有望延续较低价格，叠加多数企业已在 PET 低位的时候进行锁价，我们预计 24H1 成本压力延续缓和趋势。

图11：PET 瓶片价格（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：白糖价格（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）重点公司

东鹏饮料：核心大单品仍有下沉空间，关注旺季新品动销催化，多品类饮料集团扬帆启航。短期看，目前网点开发节奏较快（“补水啦”全年铺货网点目标 200 万家），旺季将重点打造电解质水与鸡尾酒，考虑到 24Q2 出行旺盛+气温偏高+网点开发较快，预计收入端将延续高增。长期看，“大金瓶”：西南、北方市场产品需求验证成功，市场下沉空间仍充足，前期渠道组织架构逐渐搭建完毕，23 年底天津工厂开建，有望复制 21 年华东的成功经验；新品：继 23 年推出补水啦与无糖茶后，公司 24 年加码椰汁、鸡尾酒等，持续扩大产品矩阵，以能量饮料为基，打造电解质饮料、茶饮、预调酒、即饮咖啡等新领域为第二发展曲线，多品类矩阵逐渐成型。

欢乐家：24Q2 关注新品动销催化，椰汁大单品持续渠道精耕。短期看，24Q2 基数压力逐渐缓解，椰汁大单品持续渠道精耕，椰鲨新品旺季开始线下铺货，叠加零食量贩渠道收入爬坡，预计收入端增速有望环比抬升。长期看，1）传统业务，公司水果罐头与椰汁饮料具备高性价比优势，并且渠道仍有较大下沉空间，在 24 年百万终端网点的目标下有望实现持续稳健增长；2）新业务，一方面罐头新品顺利导入零食量贩渠道，有望分享渠道红利，另一方面凭借供应链优势+奥尼尔品牌代言人+渠道优势有望将椰子水打造成第二增长曲线。此外，公司积极布局椰子原料销售业务，亦有望贡献收入增量。

李子园：短期业绩有望环比改善，长期关注品牌焕新与渠道扩张。短期看，关注 24Q2 旺季渠道变革进展与营销端的催化。长期看，1）品类维度，公司甜牛奶系列经过多年培育已成长为十亿级单品，对标头部品牌仍有较大增长空间；2）渠道维度，公司计划针对不同渠道类型推出不同规格产品，传统优势渠道继续下沉与裂变（分为流通渠道+早餐渠道+小餐饮渠道），新渠道亦积极布局，通过无蔗糖等产品布局现代渠道，通过定制产品布局零食折扣店；3）品牌维度，公司与华与华合作，通过打造“李子园同学”logo 以实现品牌年轻化，同时积极开展“腾讯音乐甜美女生大赛”线下活动，长期来看品牌升级红利有望逐渐释放。

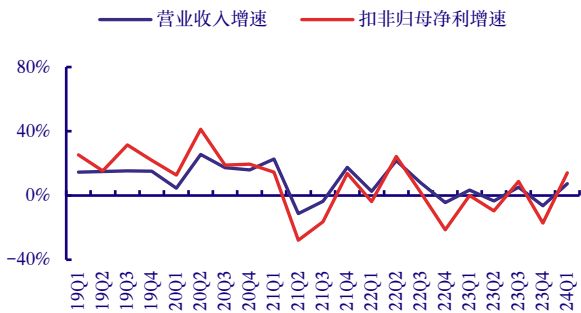
三、调味品：行业周期已触底反弹，关注产品升级与渠道修复

(一) 23A 与 24Q1 业绩：行业周期已经呈现触底反弹特征

2023 全年：需求复苏偏缓，行业有所承压。23 全年收入/扣非归母净利润分别同比-0.4%/-5.0%，渠道体系修复与 B 端复苏斜率偏慢，经销商面对宏观经济不确定性信心不足。

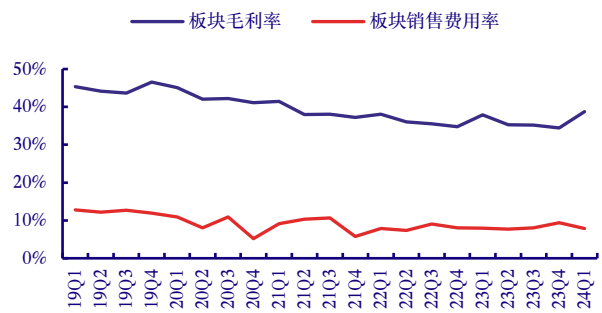
24Q1：多重因素共振，行业周期触底反弹。24Q1 收入/扣非归母净利润分别同比+7.3%/+14.2%，主要得益于基数压力缓解，终端动销明显改善，渠道库存消化良性，成本端红利释放。

图13：调味品板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

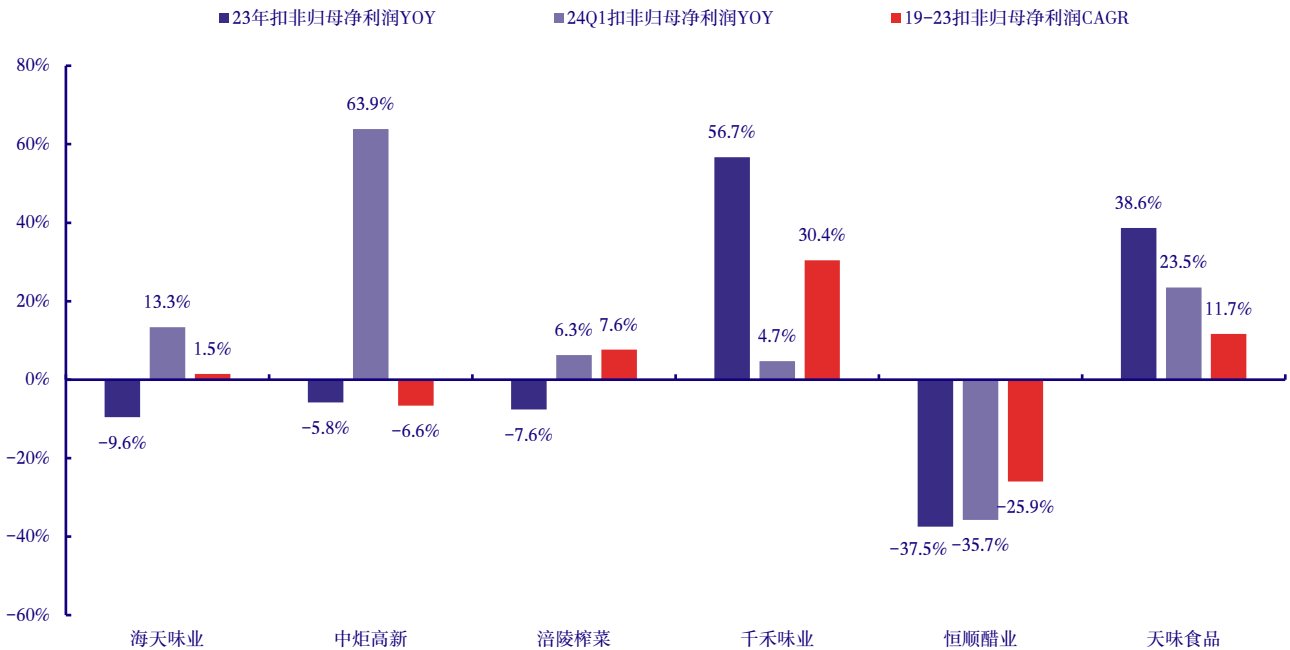
图14：调味品板块毛利率与销售费用率（重点公司口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

板块内部强分化，海天、中炬、天味盈利高增。海天味业、中炬高新在 23 年产品梳理与内部提效后，24Q1 变革成果在业绩端兑现；天味食品、千禾味业等前期需求高景气公司，23Q2 开始因高基数压力而逐季放缓，但仍保持较好的业绩韧性。

图15：2023 年调味品企业的业绩表现

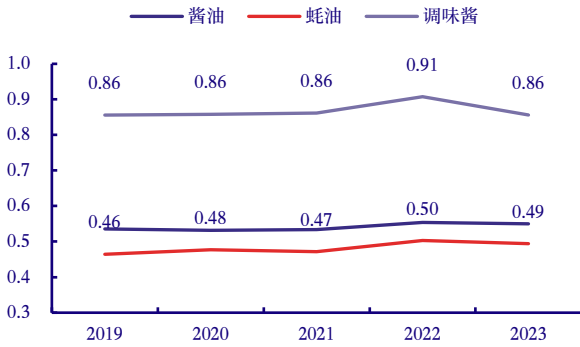


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 2024 年展望：关注产品升级与渠道恢复，企业内部治理变革贡献 α

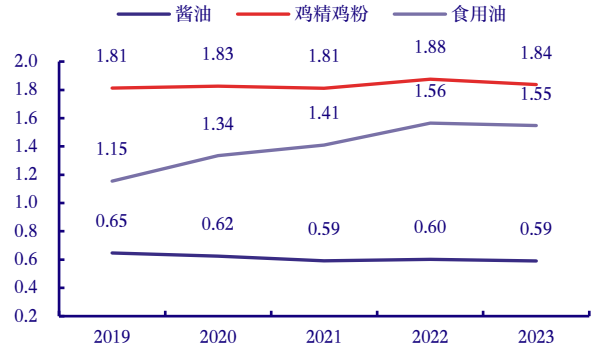
1. 单价：产品单价下行。消费分级导致中高端价格带产品增速偏缓，库存压力与弱复苏背景致使提价通路受到一定阻碍，海天等企业单价与毛利率均面临一定程度下行。从价格看，海天味业 2023 年酱油/调味酱/蚝油吨价分别同比下降-0.7%/-5.7%/-1.9%；中炬高新酱油/鸡精鸡粉/食用油吨价分别同比下降-1.7%/-2.0%/-1.1%。我们认为，2024 年库存影响或逐渐消弭，产品单价将成为品类调整与复苏进展的博弈，短中期内考虑维持现有水平。

图16：海天味业调味品出厂吨价（元/吨）



资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

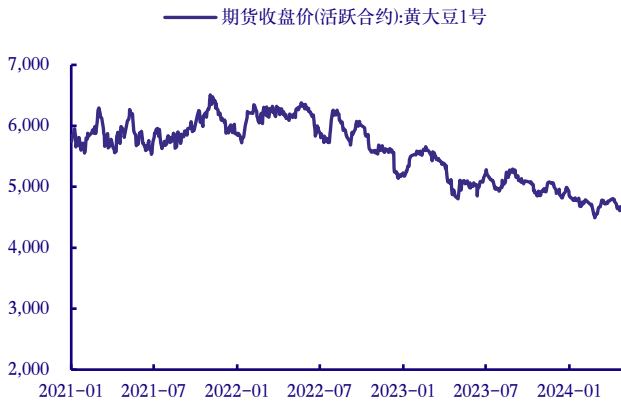
图17：中炬高新调味品出厂吨价（元/吨）



资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

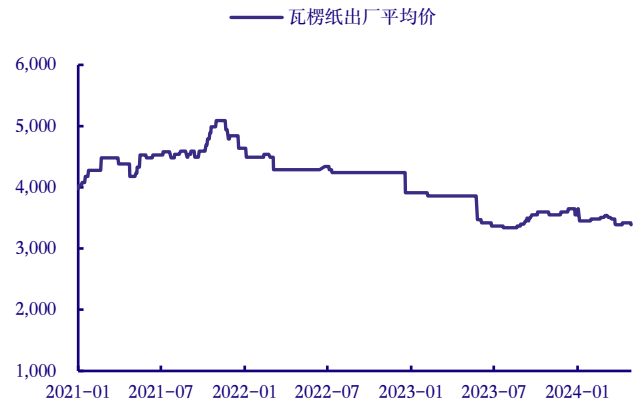
2. 成本：24 年主要原料价格将维持回落趋势，毛利率受益改善。全球大豆供应增加+饲料需求减少，预计 24H1 成本压力延续缓和趋势；糯米、青菜头、白糖供应端亦同比增加，玻璃、瓦楞纸等包材价格稳中有降。成本红利带动毛利率改善，24Q1 毛利率同比/环比+0.8/+4.3pcts，短期有望延续。

图18：大豆价格（元/吨）



资料来源：大连商品交易所，中国银河证券研究院

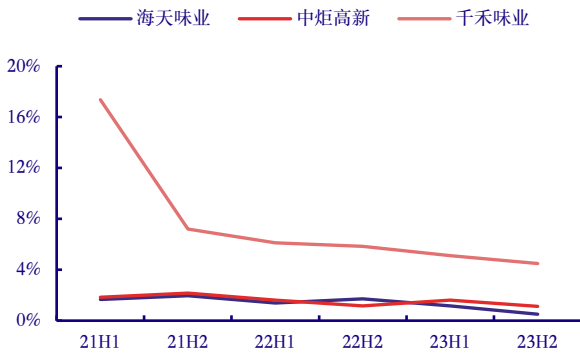
图19：瓦楞纸价格（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

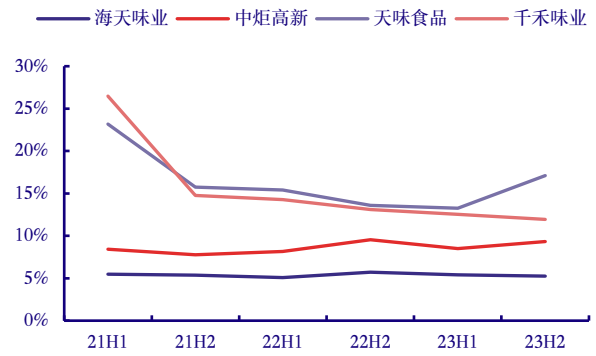
3. 渠道：库存去化顺利，费用投放平稳。23Q3 海天味业库存已经回落到正常水平；千禾味业、中炬高新等其他企业库存水平相对良性，因此 23 全年市场费用投放节奏平稳，仅涪陵榨菜因动销疲弱+新品推广等因素致 23H1 费用投放力度略有加大。考虑到目前终端消费场景与需求结构已经发生较大变化，经销商信心的提振仍需一段时间，现阶段更偏好于根据终端需求进行少量+多次补库存，因此我们预计 24 年调味品企业大概率仍将维持渠道库存良性和费用平稳投放，出现通过压库存而完成收入目标的可能性较小。

图20: 调味品板块半年度促销+广告费用率



资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

图21: 调味品板块半年度销售费用率

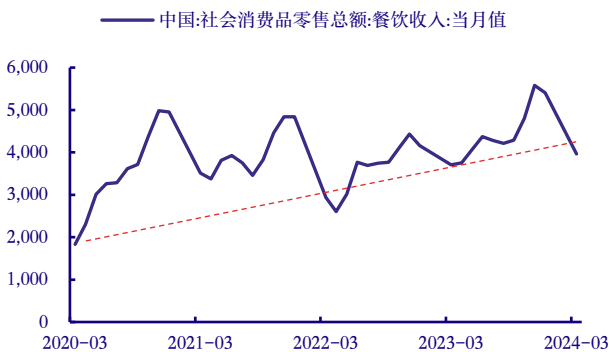


资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

4. 品类: 复调渗透率有望持续提升, 关注健康化带动的品类升级

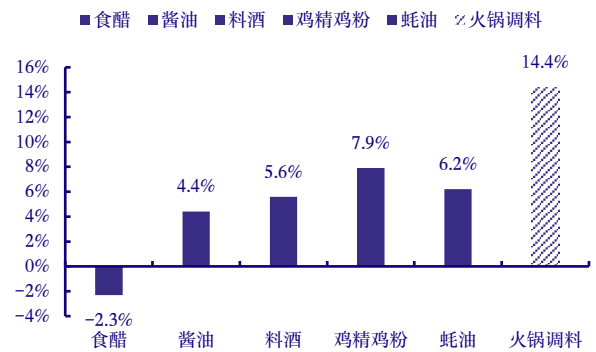
24年预计宏观经济持续复苏, 复调渗透率有望持续提升。B端出行与消费能力修复, 全国美食地域化轮动, 餐饮收入预计继续提升, 其中菜谱式调味品与预制菜将有所受益。品类上, 23年餐饮需求旺盛的菜式包括冒烤鸭、民族菜、烧烤等, 24年或将持续快速拓展店铺, 门店数量进一步增加。C端, 快节奏生活方式持续, 叠加家庭结构精简, 复调将有助于烹饪效率提升, 我们认为24年仍然关注两条主线: 1) 复调对传统调味品的替代效应; 2) B端菜式对家庭自制的辐射作用。

图22: 餐饮收入中枢上行(亿元)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

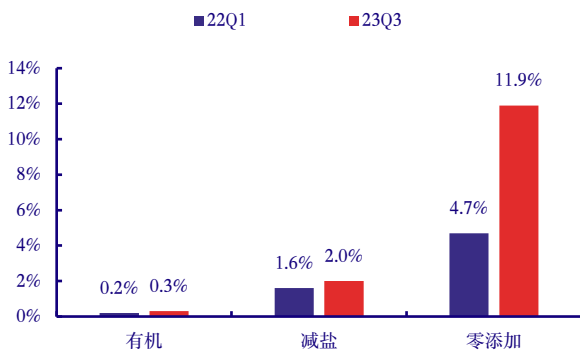
图23: B端美食可能驱动细分品类繁荣(19-22年复合增速)



资料来源: 中国调味品协会, 中国银河证券研究院

健康化与细分为品类升级方向, 减盐、有机或为24年趋势。品质健康化、功能精细化仍是未来品类的升级方向。1) 考虑到零添加渗透率已达一定空间, 且行业相关标准有望最终落地, 因此判断24年零添加渗透率或将步入稳定提升阶段, 且价格带进一步下沉至5-8元。2) 从调味品核心价值(功能与调味)出发, 我们认为2024年调味品的升级第一重要方向仍然是挖掘细分功能(例如蒸鱼酱油与凉拌酱油)。3) 酱油、调味酱、佐餐、蚝油等轻盐化发展也已成为健康化核心力量。

图24：健康化酱油产品销售额占比提升



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

图25：海天味业推出无麸质零添加酱油



资料来源：海天味业公众号，中国银河证券研究院

（三）重点公司

海天味业：短期静待动销回暖推动渠道修复，中长期关注产品与渠道变革。短期看，1) 收入端：若宏观经济持续复苏，有望推动 B 端餐饮需求进一步实现恢复性增长，同时 C 端基数走低，叠加前期库存经过三个季度的去化以及报表端的低基数，收入端有望保持较快增速；2) 成本端：24Q1 大豆与包材价格同比下降，预计全年延续这一趋势，同时公司对部分原料进行锁价，将贡献成本红利。长期看，一方面积极关注客户结构优化情况与渠道体系恢复进展，另一方面在产品端关注特色预制菜、餐饮复调、有机及低糖低盐类等健康导向的调味品。

中炬高新：24Q2 内部变革持续落地，业绩红利有望持续释放。短期来看，我们认为公司产品梳理与内部提效已取得一定成果，为此后变革工作奠定较好基础，24Q2 将愈加关注渠道端的变革，结合同期基数较低，预计收入端延续较快增，而产品结构优化+原料价格下降有望对冲销售费用的压力，利润端亦有望保持弹性。长期来看，2026 年美味鲜营收目标 100 亿元，营业利润目标 15 亿元，通过构建“精细营销、持续创新、精益运营”三大能力，以内涵+外延双轮驱动业绩高增，致力成为中国最好的调味品公司，力争进入世界调味品领先行列。

天味食品：短期关注小 B 端拓展节奏，中长期有望延续较快增长。短期看，24Q2 步入火锅底料淡季，建议关注小 B 端渠道拓展节奏。长期看，1) 考虑到新增企业数量与现有企业产能扩张进度，预计行业竞争延续阶段性趋缓；2) 经销商持续优化精耕，公司渠道长期竞争力有望增强；3) 客户结构优化，一方面加快小 B 端扩张与签约团餐客户贡献收入，另一方面积极布局电商、新零售渠道；4) 底料、酸菜鱼、小龙虾调料等核心单品通过产品矩阵优化延长产品生命周期，同时钵钵鸡、卤味料、大盘鸡调料等潜力单品有望推动收入延续较快增长；5) 毛利率与费用率中短期有望延续向好趋势。

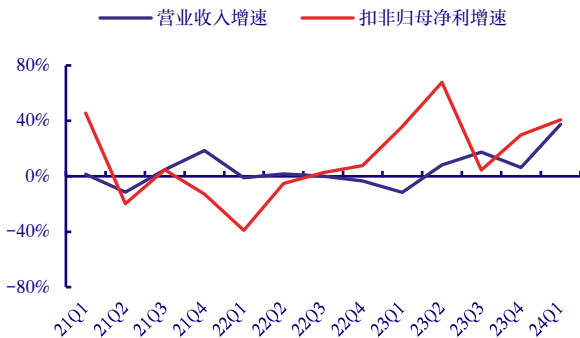
四、零食：业绩景气度凸显，渠道与品类红利延续

(一) 23A 与 24Q1 业绩：渠道变革推动制造型企业的业绩景气度凸显

23 年需求改善, 盈利弹性释放。23 全年休闲食品板块收入/扣非归母净利润分别同比+4.0%/+27.0%，收入端在新品放量、渠道革新等因素推动下实现较好增长，利润端得益于成本回落释放弹性。

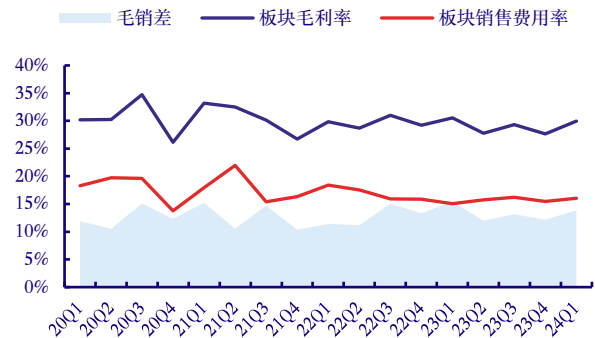
24Q1 旺季迎来开门红, 成本红利持续。24Q1 板块收入/扣非归母净利润分别同比+37.5%/+40.8%，同比环比均明显提速，排除春节跨期因素亦实现良性增长。

图26：休闲食品板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

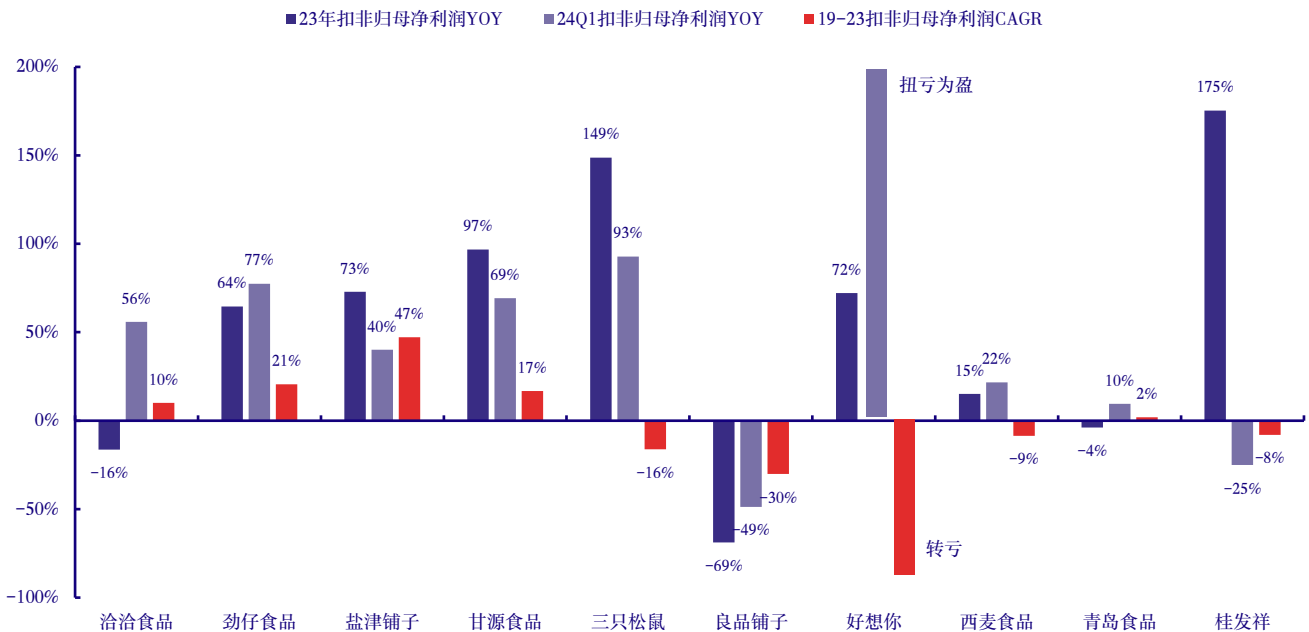
图27：休闲食品板块毛利率与销售费用率（重点公司口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

制造型零食企业的业绩表现突出。盐津铺子、劲仔食品与甘源食品等抓住零食渠道去中心化的历史机遇，叠加自身渠道与机制改革，以及部分新品处于生命周期成长阶段，实现高于行业的增速。三只松鼠积极践行高端性价比转型，业绩亦实现边际改善。

图28：2023 年与 24Q1 休闲食品企业之间业绩分化明显



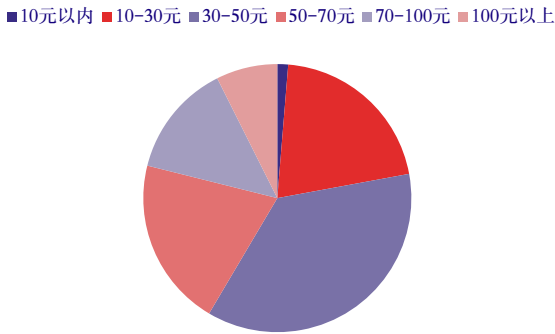
资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

(二) 2024 年展望：渠道与品类红利围绕性价比主线延续

1. 性价比：休闲食品行业固有属性与时代趋势

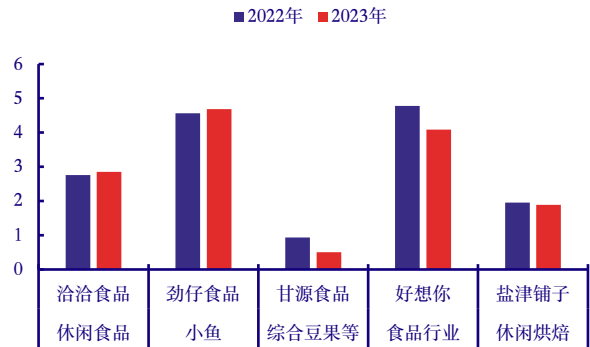
零食天然具有低客单价属性，22 年以来消费者信心指数低位运行，消费者对未来预期的不确定性致使折扣概念起风，零食也因此成为休闲食品新时代性价比选择。23 年部分零食企业单价出现下降，主要归因于 1) 新品类单价相对较低，产品结构调整；2) 主动践行性价比战略，通过效率优化与环节让利实现高品质与低价格共存。我们认为，伴随渠道与品类周期前行，24 年这一趋势仍将延续。同时，原本充分具备性价比的品类，单价在产品升级中也有一定幅度上修。

图29：2023 年消费者单次购买休闲零食金额



资料来源：iiMedia, 中国银河证券研究院

图30：零食企业 2022 年与 2023 年单价对比



资料来源：Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

2. 费用与利率：成本红利持续，竞争加剧下费用投放将增加

24Q1 板块毛利率环比上行 2.2pcts 至 29.9%，主要得益于原材料成本下降与规模效应释放。棕榈油采购价格从高位回落后基本维持，各企业主要产品原料价格也呈现下行趋势，预期成本红利在 24H1 有望持续。伴随品类与渠道竞争进入新周期中场，企业或有动机加大营销费用投放以促进销售，部分线上渠道也对补贴提出较高要求，总体来看 24 年销售费用率将同比提升。我们认为 24H1 成本红利与费用投入两相冲抵，叠加规模效应，24 年毛销差将基本保持稳定。

图31：棕榈油价格（元/吨）



资料来源：大连商品交易所, 中国银河证券研究院

图32：蛋类价格（元/公斤）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图33：花生价格（元/吨）



资料来源：郑州商品交易所，中国银河证券研究院

图34：葵花籽价格（美元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3. 渠道：量贩系统与内容电商步入中场，全渠道布局为必由之路

量贩系统：23年末零食折扣店从全面竞争逐渐步入品牌整合阶段，9月好想来零食集团组建，11月零食很忙与赵一鸣宣布战略合作，两强竞争格局逐渐清晰。在一段时间价格战后，市场竞争转向体验店与品牌场差异化塑造，重庆“超级·零食很忙”与“零食很大”以超大零食为亮点，极具视觉冲击；好想来零食乐园向消费者展示全新形象。据测算，超大包装产品实际单价高于传统包装，同时品牌产品的超大包装更受消费者青睐，提供了扭转“品牌产品如何在量贩低利润空间中生存”问题的一种解决方案。就渠道本身而言，我们判断，目前量贩门店布局尚不及天花板50%水平，未来增长将主要来源于弱势市场与空白市场拓展。对应行业门店增长节奏与产品SKU合作深化，品牌入局零食系统红利还将维持1年以上，其后品牌引流占比可能下行，但能打造出适应渠道独特品规的企业仍将受益。

图35：零食量贩门店远期拓店空间充足



资料来源：灼识咨询《零食量贩行业蓝皮书》，中国银河证券研究院

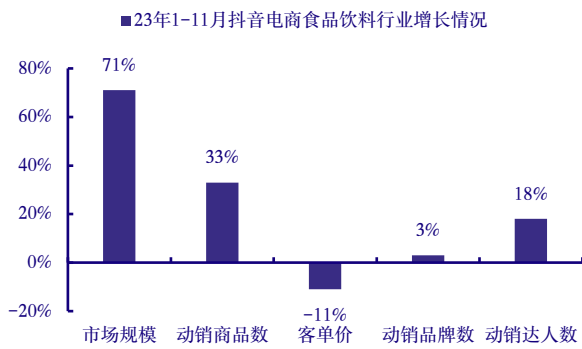
图36：长沙“零食很大”



资料来源：FBIF，港湘深一度，中国银河证券研究院

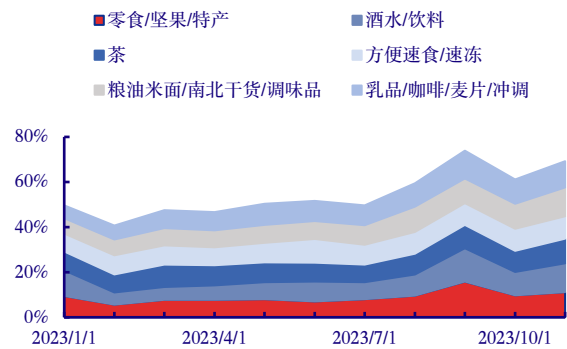
内容电商：通过情景视频模拟，带来与线下相似体验，内容电商接替传统电商快速增长。目前渠道处于动销商品数、品牌数、达人数量、市场规模多重高增时期，零食行业在其中占据10%规模。24年1月“价格力”被抖音列为首要战略，考核目标鼓励商家拉低客单价以刺激成交数量，流量将被倾斜至低价商品，对品牌企业提出一定挑战，在价格竞争中加重费用投放压力。然而，品牌企业若能适应，将会带动自身供应链效率优化；更多的流量曝光有助于品牌宣传，且借助渠道特性有效触达下沉市场。展望24年，我们认为内容电商渠道仍将为头部企业贡献收入增量，利润端压力将在长期逐步释放。

图37：抖音电商客单价同比降低



资料来源：蝉魔方，中国银河证券研究院

图38：23年1-11月零食占抖音电商食品饮料细分行业GMV最高



资料来源：蝉妈妈，中国银河证券研究院

（三）重点公司

此轮核心主线仍为性价比消费，渠道变革红利有望持续，关注鹌鹑蛋等细分品类布局。质价比时代下代餐化、健康化激发组合酸奶麦片、健康魔芋、蛋白代餐剧烈增长，其后向口味化拓展；相较已有的牛肉干等零食，新的休闲蔬菜与优质蛋白单品单次开袋价格相对更低。伴随渠道覆盖的地域拓展与渗透率增加，零食企业将继续享受渠道端变革带来的增长。建议关注布局健康品类、紧跟渠道轮动的制造型龙头，如**劲仔食品（未覆盖）、盐津铺子（未覆盖）、西麦食品（未覆盖）**；性价比战略带动基本面边际改善企业，如**三只松鼠**；具备安全边际与高分红主线企业，如**洽洽食品**。

三只松鼠：短期业绩有望延续景气，高端性价比战略驱动三年高增。短期看，预计24Q2业绩延续较快增长，主要系：1）抖音短视频电商红利持续释放；2）分销渠道终端快速建设，自有品牌社区零食店单店模型逐步优化。长期看，公司积极顺应市场趋势形成全品类+全渠道经营方式，更高品质+亲民价格+品牌声誉筑基可持续增长，渗透上游自建工厂叠加一品一链有助于实现总成本领先，全要素合力提供让利空间以深度践行“高端性价比”战略；远期子品牌小鹿蓝蓝做或有望开创全新品类，贡献第二增长曲线。

洽洽食品：收入端稳健增长叠加成本改善，24年盈利能力修复趋势明朗。短期看，预计前期布局的折扣渠道有望稳步起量，叠加24Q2葵花子采购价格延续同比回落趋势，低基数下营收端与利润端均有望实现较快增长。长期看，公司积极推动渠道精耕，县级市场下沉、线上电商与餐饮渠道多元发展，各品类有望在不同渠道场景提升渗透率，带来收入增量；供应链升级赋能柔性供应，规模效应逐步释放，盈利能力步入修复通道。

五、风险提示

需求复苏不及预期的风险；竞争超预期的风险；新品表现不及预期的风险；食品问题的风险。

图表目录

图 1: 非酒板块单季度收入、利润增速.....	3
图 2: 非酒板块毛利率与销售费用率.....	3
图 3: 2023 年非酒板块各个子行业收入与利润增速.....	3
图 4: 24Q1 非酒板块各个子行业收入与利润增速.....	3
图 5: 软饮料板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）.....	4
图 6: 软饮料板块毛利率与销售费用率（重点公司口径）.....	4
图 7: 2023 年与 24Q1 软饮料企业的业绩表现.....	4
图 8: 2023 年无糖茶 TOP20 SKU 定价与净含量趋同.....	5
图 9: 我国椰子进口量 2021 年来高速增长.....	5
图 10: 2022 年电解质饮料行业规模增速领先.....	5
图 11: PET 瓶片价格（元/吨）.....	6
图 12: 白糖价格（元/吨）.....	6
图 13: 调味品板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）.....	7
图 14: 调味品板块毛利率与销售费用率（重点公司口径）.....	7
图 15: 2023 年调味品企业的业绩表现.....	7
图 16: 海天味业调味品出厂吨价（元/吨）.....	8
图 17: 中炬高新调味品出厂吨价（元/吨）.....	8
图 18: 大豆价格（元/吨）.....	8
图 19: 瓦楞纸价格（元/吨）.....	8
图 20: 调味品板块半年度促销+广告费用率.....	9
图 21: 调味品板块半年度销售费用率.....	9
图 22: 餐饮收入中枢上行（亿元）.....	9
图 23: B 端美食可能驱动细分品类繁荣（19-22 年复合增速）.....	9
图 24: 健康化酱油产品销售额占比提升.....	10
图 25: 海天味业推出无麸质零添加酱油.....	10
图 26: 休闲食品板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）.....	11
图 27: 休闲食品板块毛利率与销售费用率（重点公司口径）.....	11
图 28: 2023 年与 24Q1 休闲食品企业之间业绩分化明显.....	11
图 29: 2023 年消费者单次购买休闲零食金额.....	12
图 30: 零食企业 2022 年与 2023 年单价对比.....	12
图 31: 棕榈油价格（元/吨）.....	12
图 32: 蛋类价格（元/公斤）.....	12
图 33: 花生价格（元/吨）.....	13
图 34: 葵花籽价格（美元/吨）.....	13
图 35: 零食量贩门店远期拓店空间充足.....	13
图 36: 长沙“零食很大”.....	13
图 37: 抖音电商客单价同比降低.....	14
图 38: 23 年 1-11 月零食占抖音电商食品饮料细分行业 GMV 最高.....	14

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，食品饮料行业分析师。经济学硕士，2020年加入民生证券研究院，2022年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn