

2024年05月07日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

啤酒高端化趋势延续，卤味经营压力仍存

—食品饮料行业啤酒+卤制品 2023 年年报及 2024 年一季报总结 推荐(维持) 投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

分析师：廖望州 S1050523100001

liaowz@cfsc.com.cn

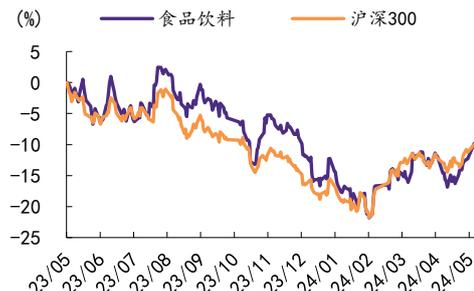
联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料(申万)	2.4	8.3	-10.9
沪深300	2.5	9.4	-8.9

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《食品饮料行业周报：五一白酒反馈良好，短期关注外资流入提振》2024-05-05
- 2、《食品饮料行业周报：业绩密集验证期，白酒一季度开门红》2024-04-28
- 3、《食品饮料行业周报：寻找板块结构性机会，五一备货已开启》2024-04-21

啤酒：量稳价增，高端化趋势延续

2023 年全年看，啤酒高端化趋势延续，产品结构升级推动行业业绩增长。2023 年啤酒行业营收及归母净利润为 695.34/85.68 亿元，同比增长 6.16%/15.15%，收入增速相比 2022 年同期略有下降，但归母净利润增速环比 2022 年同期有所提升。2023 年以来，啤酒企业在疫情管控结束后未能如年初预期般呈现销量的快速反弹，反而在消费环境较差的大背景下，现饮场景人流下滑、消费力减弱，各大啤酒厂商销量增长有所承压。综合看啤酒尽管属于可选消费品种，但消费习惯经多年培育已经深入人心，销量整体保持相对平稳。2024Q1 啤酒行业为传统消费淡季，由于 2023 年同期受疫情管控放开的报复性消费需求增长，销量基数较高，销量增速承压，但结构升级趋势仍存。2024Q1 啤酒行业营收及归母净利润 194.22/27.84 亿元，同比增长-0.78%/16.86%，增速较 2023 年同期有所下降。

卤味：成本同比改善，经营仍承受一定压力

经济的渐进式复苏使得卤味板块整体经营仍承受压力，卤味板块由于产品的可选属性较强、依赖加盟体系与门店经营，因此受到经济下行的冲击较大众消费品其他板块更大。门店经营承压的同时，单店模型恶化使得加盟商开店意愿下降，非上市的区域性连锁品牌受制于融资能力与资金流动性，抵御风险的能力相较于上市公司而言更弱。因此，屡次行业性危机均为龙头企业加速提高集中度的关键时点。我们观测到各家卤味板块 A 股上市公司均把门店扩张作为当前发展的第一要务，市占率有望持续提升。同时，原料成本价格自 2024 年起出现明显改善，帮助上市公司毛利率企稳回升，为上市公司释放业绩弹性。

行业评级及投资策略

维持行业“推荐”评级。我们重点推荐青岛啤酒、华润啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、乐惠国际、绝味食品、紫燕食品、煌上煌。

风险提示

宏观经济波动风险；行业竞争风险；食品安全风险；消费税或生产风险；原材料价格波动风险；推荐公司业绩不达预期等。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-05-07 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
000729.SZ	燕京啤酒	10.14	0.23	0.32	0.40	44.09	31.69	25.35	买入
002461.SZ	珠江啤酒	8.56	0.28	0.34	0.40	30.57	25.18	21.40	买入
002695.SZ	煌上煌	8.19	0.13	0.25	0.33	63.00	32.76	24.82	买入
600132.SH	重庆啤酒	73.32	2.76	2.98	3.30	26.57	24.60	22.22	买入
600600.SH	青岛啤酒	87.12	3.13	3.64	4.20	27.83	23.93	20.74	买入
603057.SH	紫燕食品	19.96	0.80	0.98	1.16	24.95	20.37	17.21	买入
603517.SH	绝味食品	20.94	0.55	1.15	1.64	38.07	18.21	12.77	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、啤酒：量稳价增，高端化趋势延续.....	5
1.1、 高端化趋势延续，盈利能力持续提升	5
1.2、 成本改善，叠加结构升级释放业绩弹性	6
2、啤酒：结构升级趋势仍存，高端化持续推进.....	7
2.1、 重庆啤酒：结构持续升级，业绩超预期	7
2.2、 珠江啤酒：收入增长平稳，多因素贡献利润增长弹性	8
2.3、 青岛啤酒：毛销差同比扩大，释放业绩弹性	9
2.4、 燕京啤酒：提效控费，释放利润弹性	10
3、卤味：成本压力明显释放，经营压力仍存.....	11
3.1、 绝味食品：门店数量稳定增长，成本下降盈利水平回升	11
3.2、 紫燕食品：成本下降盈利水平回升，经营态势环比改善	12
3.3、 煌上煌：成本下降盈利水平回升，经营态势环比改善	12
4、行业评级及投资策略.....	13
5、风险提示.....	13

图表目录

图表 1: 2023 年啤酒行业营收增速为 6.16%	6
图表 2: 2023 年啤酒行业归母净利润增速为 15.15%	6
图表 3: 2023 啤酒行业毛利率/净利率为 40.8%/12.3%	6
图表 4: 2023 年啤酒行业销售费用率/管理费用率 13.97%/5.96%	6
图表 5: 包材铝价格走势	7
图表 6: 包材玻璃价格走势	7
图表 7: 2023 重庆啤酒营收 148.15 亿元, 同比+5.53%	8
图表 8: 2023 重庆啤酒归母净利润 13.37 亿元, 同比+5.78%	8
图表 9: 2023 珠江啤酒营收 53.78 亿元, 同比+9.13%	9
图表 10: 2023 珠江啤酒归母净利润 6.24 亿元, 同比+4.22%	9
图表 11: 2023 青岛啤酒营收 339.37 亿元, 同比+5.49%	10
图表 12: 2023 青岛啤酒归母净利润 42.68 亿元, 同比+15.0%	10
图表 13: 2023 燕京啤酒营收 142.13 亿元, 同比+7.7%	11
图表 14: 2023 燕京啤酒归母净利润 6.45 亿元, 同比+83.0%	11
图表 15: 2023 年、2024Q1 啤酒公司财务一览表	11
图表 16: 2023 年、2024Q1 卤味公司财务一览表	13
图表 17: 重点关注公司及盈利预测	13

1、啤酒：量稳价增，高端化趋势延续

1.1、高端化趋势延续，盈利能力持续提升

2023 年全年看，啤酒高端化趋势延续，产品结构升级推动行业业绩增长。2023 年啤酒行业营收及归母净利润为 695.34/85.68 亿元，同比增长 6.16%/15.15%，收入增速相比 2022 年同期略有下降，但归母净利润增速环比 2022 年同期有所提升。2023 年以来，啤酒企业在疫情管控结束后未能如年初预期般呈现销量的快速反弹，反而在消费环境较差的大背景下，现饮场景人流下滑、消费力减弱，各大啤酒厂商销量增长有所承压。综合看啤酒尽管属于可选消费品种，但消费习惯经多年培育已经深入人心，销量整体保持相对平稳。

从公司角度来看，尽管销量增速略有放缓，但由于产品结构升级，量稳价升，支撑收入增速，并带动盈利能力平稳提升。2023 年全年看，重庆啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒/燕京啤酒营收分别为 148.15/339.37/53.78/142.13 亿元，同比 5.53%/5.49%/9.13%/7.7%，归母净利润为 13.37/42.68/6.24/6.45 亿元，同比 5.78%/15.0%/4.22%/83.0%。2023 年青啤酒主品牌/其他品牌销量分别为 456/344.7 万千升，同比+2.7%/-5.1%，产品结构持续优化。重庆啤酒 2023 年实现啤酒销量 299.75 万千升，同增 4.93%，其中高档/主流/经济型啤酒 2023 年销量分别增长 3.98%/5.97%/3.80%。珠江啤酒 2023 年总销量为 140.28 万千升（+4.80%），保持平稳增长态势，高档产品销量增长 15.96%，销售结构持续升级，带动公司 2023 吨价同增 4.13%至 3834 元/千升。燕京啤酒公司在 U8 为首的核心中高端单品快速放量带领下，销售结构持续升级，全年吨酒价格升至 3605.13 元/千升，高端化趋势显著。

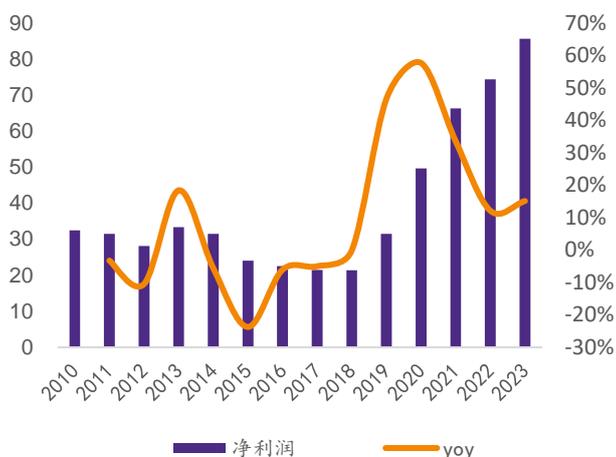
2024Q1 啤酒行业为传统消费淡季，由于 2023 年同期受疫情管控放开的报复性消费需求增长，销量基数较高，销量增速承压，但结构升级趋势仍存。2024Q1 啤酒行业营收及归母净利润 194.22/27.84 亿元，同比增长 -0.78%/16.86%，增速较 2023 年同期有所下降。从公司角度来看，2024Q1 重庆啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒/燕京啤酒营收分别为 42.93/101.50/11.08/35.87 亿元，同比 +7.16%/-5.19%/7.05%/1.72%，归母净利润分别为 4.52/15.97/1.21/1.03 亿元，同比 +16.78%/10.06%/39.37%/58.90%。其中重庆啤酒实现啤酒销量 86.68 万千升（同增 5.25%），其中高档啤酒（消费价格 8 元及以上产品）营收 25.72 亿元，同增 8.28%，主流啤酒（4-8 元产品）营收 15.20 亿元，同增 3.57%，经济型啤酒（4 元以下产品）营收 0.86 亿元，同增 12.39%。青岛啤酒 2024 年一季度青岛啤酒总销量 218.4 万千升（同比 -7.58%），其中主品牌/其他品牌销量分别为 132.2/86.2 万千升，分别同比减少 5.64%/10.40%；平均吨酒价格实现 4647.44 元/千升（+2.54%）。珠江啤酒 2024 年 Q1 啤酒销量实现 26.38 万吨，同比增长 0.77%，其中高档产品销量同比增长 15.05%；平均吨价实现 4201 元/吨，同比增长 6.23%。燕京啤酒持续推进包含供应链建设、信息化建设等九大变革，统筹资源配置，有效提升管理质效，费率管控得当，盈利水平稳步提升。

图表 1：2023 年啤酒行业营收增速为 6.16%（左轴：亿元）



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

图表 2：2023 年啤酒行业归母净利润增速为 15.15%（左轴：亿元）

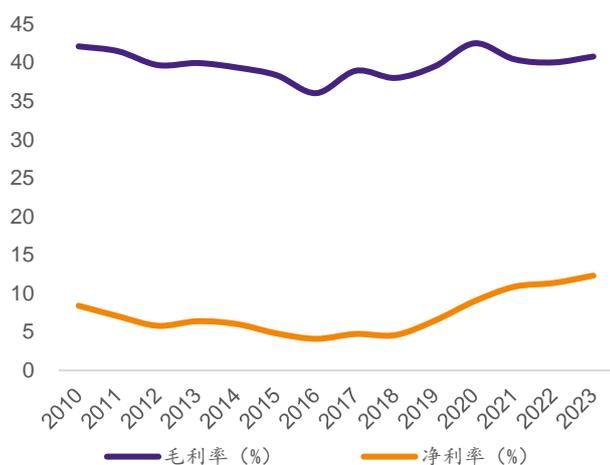


资料来源：Wind, 华鑫证券研究

1.2、成本改善，叠加结构升级释放业绩弹性

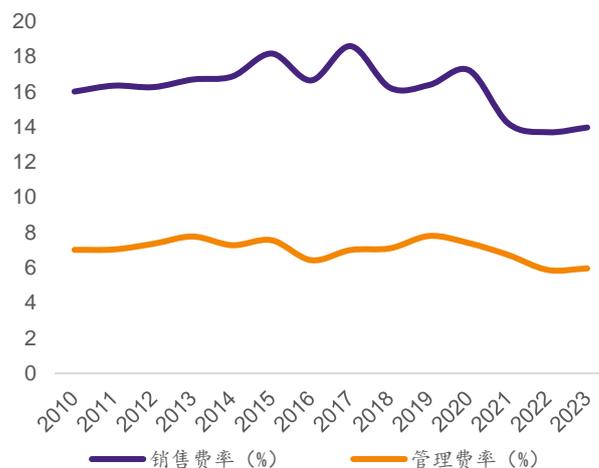
成本如期改善，释放业绩弹性。2023 年啤酒行业毛利率及净利率分别为 40.80%/12.32%，同比+0.76/+0.96pct。2024Q1 啤酒行业毛利率及净利率分别为 41.40%/14.33%，同比+2.02/+2.16pct。2022 年大麦、包材等成本上涨的压力之下，主要酒企利润端阶段性略有承压，2023 年原材料价格略有波动，但成本压力最大的时点已经过去，2024 年起预计成本将呈现环比改善趋势。

图表 3：2023 啤酒行业毛利率/净利率为 40.8%/12.3%



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

图表 4：2023 年啤酒行业销售费用率/管理费用率 13.97%/5.96%

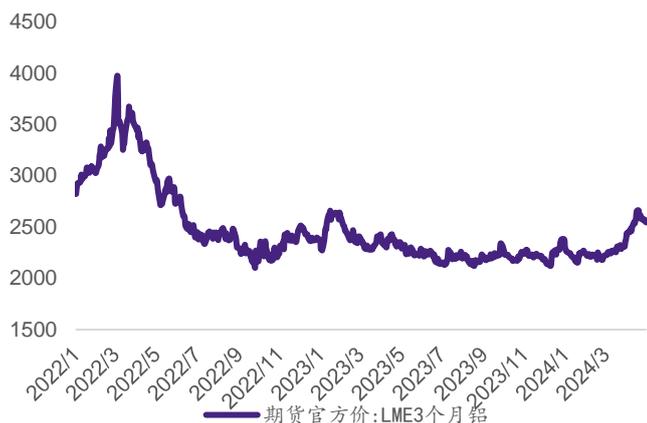


资料来源：Wind, 华鑫证券研究

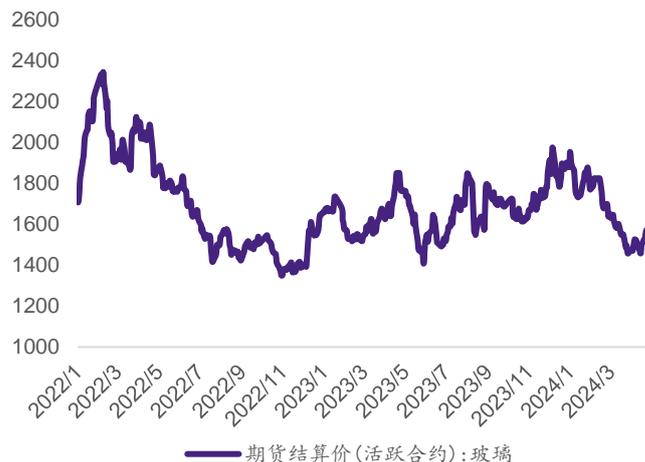
费用投放合理管控，费用率整体呈下降趋势。2023 年啤酒行业销售费用率/管理费用率

分别为13.97%/5.96%，2022年由于疫情管控营销活动未能正常开展，基数相对较低，2023年放开管控后营销活动有所恢复，销售费率同比保持持平微增。2024Q1啤酒行业销售费用率/管理费用率分别为12.88%/5.26%，同比-0.53/+0.26pct，啤酒企业在整体需求疲软的大环境下更多追求销售结构的升级，过往针对低价产品走量抢占市场份额的费用投放有所节约，销售费率有所下降。

图表 5: 包材铝价格走势 (元/吨)



图表 6: 包材玻璃价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

2、啤酒：结构升级趋势仍存，高端化持续推进

2.1、重庆啤酒：结构持续升级，业绩超预期

公司 2023 年营收 148.15 亿元（同增 5.53%），归母净利 13.37 亿元（同增 5.78%）；其中 2023Q4 营收 17.86 亿元（同减 3.76%），归母净利-0.07 亿元（2022Q4 同期盈利 0.81 亿元）。毛利率 2023 全年为 49.15%（同减 1.33pct），其中 2023Q4 为 48.79%（同减 6.79 pcts）。净利率 2023 年全年为 18.30%（同减 0.12pct）。2023 年销售费率 17.10%（同增 0.53pct），管理费率 3.34%（同减 0.47pct），费率整体管控得当。

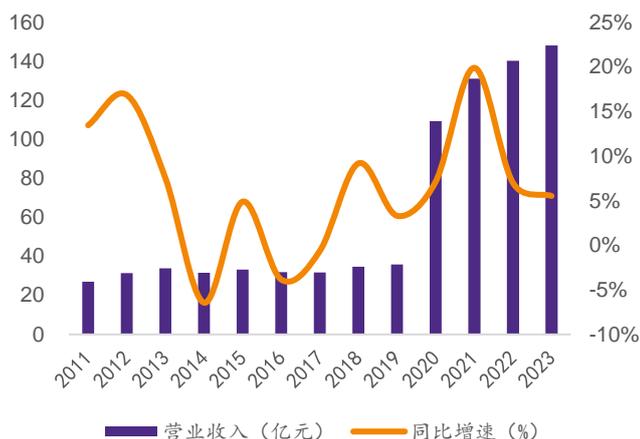
分产品来看，2023 高档啤酒（消费价格 8 元及以上产品）营收 88.55 亿元，同增 5.18%；主流啤酒（4-8 元产品）营收 52.97 亿元，同增 5.64%；经济型啤酒（4 元以下产品）营收 2.90 亿元，同增 10.06%。分区域来看，2023 年南区营收 43.34 亿元，同增 13.74%；中区营收 60.84 亿元，同增 3.01%；西北区营收 40.23 亿元，同增 1.10%。量价拆分来看，2023 啤酒销量 299.75 万千升，同增 4.93%，其中高档/主流/经济型啤酒 2023 年销量分别增长 3.98%/5.97%/3.80%；公司 2023 全年实现平均吨价 4942.40 元/千升，同增 0.57%。

公司 2024 年一季度营收 42.93 亿元（同增 7.16%），实现啤酒销量 86.68 万千升（同增 5.25%）；归母净利 4.52 亿元（同增 16.78%），扣非归母净利润为 4.46 亿元（同增

16.91%)。公司 2024 年一季度毛利率为 47.90% (同增 2.74pcts)，净利率为 20.94% (同增 1.60pcts)。2024 年一季度销售费率为 13.13% (同增 0.18pct)，管理费率为 3.13% (同增 0.02pct)，费率整体管控得当。

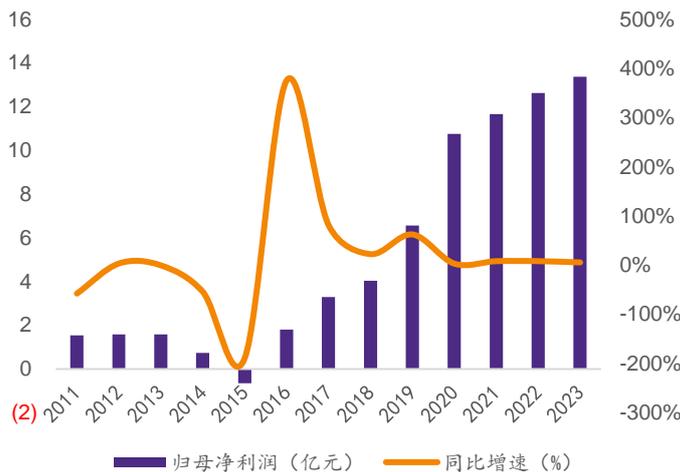
分产品来看，2024 年一季度高档啤酒 (消费价格 8 元及以上产品) 营收 25.72 亿元，同增 8.28%；主流啤酒 (4-8 元产品) 营收 15.20 亿元，同增 3.57%；经济型啤酒 (4 元以下产品) 营收 0.86 亿元，同增 12.39%。分区域来看，2024 年一季度南区营收 12.09 亿元，同增 9.32%；中区营收 18.09 亿元，同增 7.05%；西北区营收 11.60 亿元，同增 3.23%。

图表 7：2023 重庆啤酒营收 148.15 亿元，同比+5.53%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 8：2023 重庆啤酒归母净利润 13.37 亿元，同比+5.78%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.2、珠江啤酒：收入增长平稳，多因素贡献利润增长弹性

公司 2023 年营收实现 53.78 亿元 (+9.13%)，归母净利润实现 6.24 亿元 (+4.22%)。单四季度看，公司 2023Q4 营收实现 8.27 亿元 (+1.16%)，实现平稳增长。拆分量价来看，公司 2023 年总销量为 140.28 万千升 (+4.80%)，保持平稳增长态势，高档产品销量增长 15.96%，销售结构持续升级，带动公司 2023 吨价同增 4.13%至 3834 元/千升。单四季度销量实现 25.25 万千升 (+4.04%)，吨价同比下降 2.76%至 3274 元/千升，销售结构短期承压。

得益于结构升级提振，公司 2023 年毛利率稳步增长至 42.82% (+0.38pct)。公司销售、管理费率先同比持平微增，分别实现 15.20% (+0.23pct) 与 7.43% (+0.53pct)，同时利息收入同比减少约 4 千万，使得公司净利率实现 11.97% (-2.16pcts) 同比有所下滑。

公司 2024 年 Q1 营收实现 11.08 亿元 (同比+7.05%)，归母净利润实现 1.21 亿元 (同比+39.37%)，扣非归母净利润实现 1.04 亿元 (同比+45.79%)。公司 2024 年 Q1 啤酒销量实现 26.38 万吨，同比增长 0.77%，其中高档产品销量同比增长 15.05%；公司平均吨价实现 4201 元/吨，同比增长 6.23%。公司 2024 年 Q1 经营净现金流实现 0.76 亿元 (同比-4.66%)。

得益于结构升级提振与原材料成本下降，公司 2024 年 Q1 毛利率稳步增长至 42.13% (同比+1.35pcts)；公司销售、管理费率先分别实现 16.62% (同比+1.27pcts) 与 8.03% (同比-0.39pct)。存货跌价准备计提减少，资产减值损失比 2023 年 Q1 减少损失约 0.14

亿。同时所得税率由 2023 年 Q1 的 13.1% 下降至 2024 年 Q1 的 10.1%，帮助公司释放利润增长弹性。公司 2024 年 Q1 净利率实现 11.37%（同比+2.50pcts）。

图表 9：2023 珠江啤酒营收 53.78 亿元，同比+9.13%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 10：2023 珠江啤酒归母净利润 6.24 亿元，同比+4.22%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.3、青岛啤酒：毛销差同比扩大，释放业绩弹性

公司 2023 年营收 339.37 亿元（同增 5.49%），归母净利润 42.68 亿元（同增 15.0%），业绩符合预期；2023 年毛利率 38.66%（同增 1.8pcts），净利率 12.81%（同增 1.0pct）；销售费用率为 13.87%（同增 0.82pct），管理费用率为 4.48%（同降 0.1pct），毛销差为 24.79%（同增 1.0pcts）。其中 2023Q4 营收 29.58 亿元（同减 3.4%），归母净利润-6.4 亿元（同比 2022Q4 亏损加大）；毛利率 27.47%（同增 2.22pcts），净利率-21.99%（同降 3.66pcts），销售费用率 41.42%（同增 9.55pcts），管理费用率 16.73%（同增 4.19pcts），毛销差为-13.94%（同降 7.33pcts）。

分品牌看，2023 年青岛主品牌/其他品牌销量分别为 456/344.7 万千升，同比+2.7%/-5.1%。其中 2023Q4 青岛主品牌/其他品牌销量分别为 47/24.3 万千升，同比-3.5%/-20.6%，主要系公司全年发货节奏靠前及主动消化渠道库存，导致四季度销量同比出现下滑。2023 年公司中高端以上啤酒销量 324 万千升（同增 10.5%），高端化趋势仍存。吨价拆分来看，得益于产品销售结构持续升级，2023 年啤酒平均吨价 4239 元/千升（同增 6.4%），其中 2023Q4 啤酒平均吨价 4149 元/千升（同增 7.5%）。

公司 2024 年一季度营收 101.50 亿元（同比-5.19%），归母净利润 15.97 亿元（同比+10.06%），扣非归母净利润为 15.13 亿元（同比+12.11%）。2024 年一季度毛利率为 40.44%（同比+2.12pcts），净利率 15.99%（同比+2.23pcts）；销售费用率为 12.83%（同比-1.02pcts），管理费用率为 3.40%（同比+0.41pct），毛销差为 27.62%（同比+3.14pcts）。

分品牌看，2024 年一季度青岛啤酒总销量 218.4 万千升（同比-7.58%），其中主品牌/其他品牌销量分别为 132.2/86.2 万千升，分别同比减少 5.64%/10.40%；平均吨酒价格实现 4647.44 元/千升（+2.54%）。2024 年一季度公司中高端以上啤酒销量 96 万千升（同比-2.44%）。

图表 11: 2023 青岛啤酒营收 339.37 亿元, 同比+5.49%



图表 12: 2023 青岛啤酒归母净利润 42.68 亿元, 同比+15.0%



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

2.4、燕京啤酒：提效控费，释放利润弹性

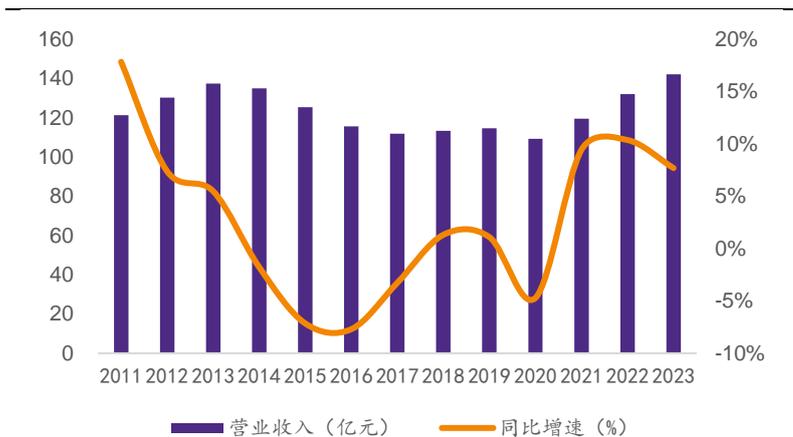
公司 2023 年营收实现 142.13 亿元 (+7.7%)，归母净利润实现 6.45 亿元 (+83.0%)。单四季度看，公司 2023Q4 营收实现 17.97 亿元 (-4.4%)，归母净利润为-3.11 亿元，同比基本持平。拆分量价来看，公司 2023 啤酒销量实现 394.24 万千升，同比增长 4.57%，其中 U8 同比增速超 36%。公司在 U8 为首的核心中高端单品快速放量带领下，销售结构持续升级，全年吨酒价格升至 3605.13 元/千升，高端化趋势显著。

得益于 U8 及其他中高档产品营收同比增长 13.32%，销售产品的结构升级有效对冲成本上涨压力，公司 2023 年毛利率平稳增长至 37.63% (+0.2pct)。公司持续推进包含供应链建设、信息化建设等九大变革，统筹资源配置，有效提升管理质效，费率管控得当。公司 2023 销售费率缩减约 1.3pcts 至 11.1%，管理费率微增至 11.4% (+0.7pct)，推动公司 2023 净利率实现 6.01% (+1.9pcts)，扣非归母净利润实现 5.00 亿元 (+84.2%)。

公司 2024 年 Q1 营收实现 35.87 亿元 (同比+1.72%)，营业利润实现 1.69 亿元 (同比+34%)，其中其他收入实现 0.22 亿元 (同比+135.83%)，主要系报告期内增值税进项加计抵免增加所致。公司实际所得税率同比下降 7.3pcts 至 21.41%，归母净利润实现 1.03 亿元 (同比+58.90%)，扣非归母净利润为 1.03 亿元 (同比+81.72%)。

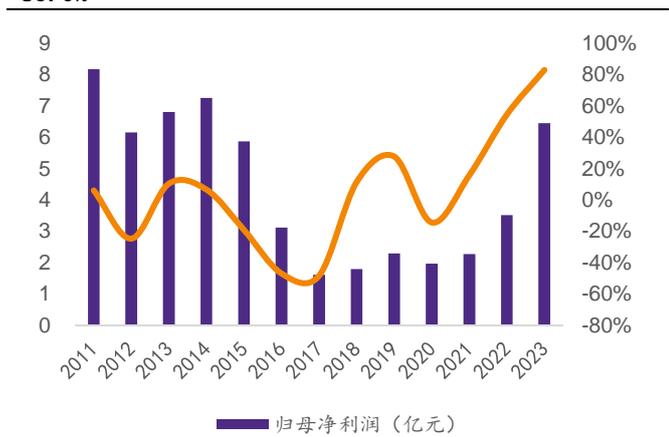
公司 2024 年 Q1 毛利率实现 37.18% (同比+0.4pct)。公司持续推进包含供应链建设、信息化建设等九大变革，统筹资源配置，有效提升管理质效，费率管控得当。公司 2024 年 Q1 销售费率同比缩减约 0.57pct 至 11.93%，管理费率微降至 11.76% (同比-0.21pct)，推动公司 2023 净利率实现 3.61% (同比+1.06pcts)，盈利水平提升。

图表 13: 2023 燕京啤酒营收 142.13 亿元, 同比+7.7%



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 14: 2023 燕京啤酒归母净利润 6.45 亿元, 同比+83.0%



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 15: 2023 年、2024Q1 啤酒公司财务一览表

	2023 营业收入 (亿元)	2023 归母净利润 (亿元)	2023 毛利率 (%)	2023 净利率 (%)	2023 销售费率 (%)	2023 管理费率 (%)	2024Q1 营业收入 (亿元)	2024Q1 归母净利润 (亿元)	2024Q1 毛利率 (%)	2024Q1 净利率 (%)	2024Q1 销售费率 (%)	2024Q1 管理费率 (%)
青岛啤酒	339.37	42.68	38.66	12.81	13.87	4.77	101.50	15.97	39.31	13.48	12.83	3.57
燕京啤酒	142.13	6.45	37.63	6.01	11.08	13.13	35.87	1.03	37.73	6.27	11.93	13.66
珠江啤酒	53.78	6.24	42.82	11.97	15.20	10.24	11.08	1.21	43.06	12.43	16.62	11.08
重庆啤酒	148.15	13.37	49.15	18.30	17.10	3.52	42.93	4.52	49.85	18.78	13.13	3.24

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

3、卤味：成本压力明显释放，经营压力仍存

经济的渐进式复苏使得卤味板块整体经营仍承受压力，卤味板块由于产品的可选属性较强、依赖加盟体系与门店经营，因此受到经济下行的冲击较大众消费品其他板块更大。门店经营承压的同时，单店模型恶化使得加盟商开店意愿下降，使得卤味上市公司门店数与单店收入增长均呈现较大压力，非上市的区域性连锁品牌受制于融资能力与资金流动性，抵御风险的能力相较于上市公司而言更弱。因此，屡次行业性危机均为龙头企业加速提高集中度的关键时点。我们观测到各家卤味板块 A 股上市公司均把门店扩张作为当前发展的第一要务，市占率有望持续提升。同时，原料成本价格自 2024 年起出现明显改善，帮助上市公司毛利率企稳回升，为上市公司释放业绩弹性。

3.1、绝味食品：门店数量稳定增长，成本下降盈利水平回升

公司发布 2023 年业绩报告，2023 年实现收入 72.61 亿元（同比+9.64%），其中全国门

店总数 15950 家（同比净增加 874 家或+5.8%）。2023 年毛利率实现 24.77%（同比-0.80pct），净利润率 4.37%（同比+1.44pcts），归母净利润 3.44 亿元（同比+48.07%），扣非归母净利润 4.01 亿元（同比+55.88%）。2023Q4 收入 16.30 亿元（同比+8.45%），毛利率 26.90%（同比+4.41pcts），归母净利润为-0.45 亿元（同比转盈为亏），扣非归母净利润为 0.35 亿元（同比扭亏为盈）。

2024 年一季度实现收入 16.95 亿元（同比-7.04%），毛利率 30.03%（同比+5.73pcts），净利率 9.40%（同比+2.18pcts），归母净利润 1.65 亿元（同比+20.02%），扣非归母净利润 1.56 亿元（同比+15.66%）。外部经济的渐进复苏带来的门店经营压力仍大，2024 年一季度的收入增速环比出现下降；成本下降推升毛利率，释放业绩弹性。

3.2、紫燕食品：成本下降盈利水平回升，经营态势环比改善

公司发布 2023 年业绩报告，2023 年实现收入 35.50 亿元（同比-1.46%），其中全国门店总数 6205 家（同比净增加 510 家或+8.96%），直营门店 29 家；平均同店收入下降约 10%。2023 年毛利率实现 22.46%（+6.49pcts），净利润率 9.61%（+3.63pcts），归母净利润 3.32 亿元（+49.46%），扣非归母净利润 2.78 亿元（+53.26%），基本符合预期。2023Q4 收入 7.34 亿元（-14.65%），毛利率 15.82%（+4.71pcts），归母净利润为-0.10 亿元（同比亏损幅度略微加大），扣非归母净利润为-0.15 亿元（同比亏损幅度略微收敛）。

2024 年一季度实现收入 6.95 亿元（-8.00%），毛利率 20.89%（+2.20pcts），净利率 7.74%（+1.92pcts），归母净利润 0.54 亿元（+20.87%），扣非归母净利润 0.39 亿元（+13.89%）。外部经济的渐进复苏带来的门店经营压力仍大，但 2024 年一季度的收入下降幅度环比已有所收敛，经营状态环比略有改善；同时预计原料价格仍在低位区间震荡，同比有所下降，推动毛利率与盈利水平同比增长。为锁定原料价格增加了供应商预付款，且为支持加盟商在旺季来临前快速开店，给与了一定的授信额度，2024 年一季度经营活动产生的现金流量净额同比-273.83%，全年看将有利于 2024 年的收入增长与成本控制。

3.3、煌上煌：成本下降盈利水平回升，经营态势环比改善

公司 2023 年营收实现 19.21 亿元（同减 1.7%），归母净利润 0.71 亿元（同增 129.05%）。其中 2023Q4 营收 3.40 亿元（同增 1.17%），归母净利润-0.30 亿元（亏损同比减少）。2023 全年毛利率为 29.06%（同增 0.9pct），其中 2023Q4 为 30.69%（同增 6.4pcts）。2023 全年净利率为 3.45%（同增 2.46pcts），其中 2023Q4 为-9.39%（同比有所改善），盈利能力同比提升主要系公司成本改善带动毛利率提升以及费率管控得当。2023 全年销售费率与管理费率综合看同比减少，分别同减 1.43pcts 与同增 0.47pct。经营活动现金流净额 2023 为 2.18 亿元（同减 43%）。

公司 2024 一季度营收实现 4.58 亿元（同减 10.56%），归母净利润 0.33 亿元（同减 10.08%）。2024 一季度毛利率为 35.60%（同增 6.5pcts），2024 一季度净利率为 6.95%（同增 0.4pct）。2024 一季度销售费率为 14.19%（同增 2.37pcts），管理费率 9.13%（同增 1.75pcts）。经营活动现金流净额 2024 一季度为 0.98 亿元（同减 20.4%）。

图表 16：2023 年、2024Q1 卤味公司财务一览表

	2023 营业收入 (亿元)	2023 归母净利润 (亿元)	2023 毛利率 (%)	2023 净利率 (%)	2023 销售费率 (%)	2023 管理费用率 (%)	2024Q1 营业收入 (亿元)	2024Q1 归母净利润 (亿元)	2024Q1 毛利率 (%)	2024Q1 净利率 (%)	2024Q1 销售费率 (%)	2024Q1 管理费用率 (%)
绝味食品	72.61	3.44	24.77	4.37	7.44	6.96	16.95	1.65	26.14	4.84	7.88	6.87
煌上煌	19.21	0.71	29.06	3.45	14.88	11.41	4.58	0.33	30.65	3.46	14.19	13.59
紫燕食品	35.50	3.32	22.46	9.61	6.13	5.04	6.95	0.54	22.97	10.06	5.22	6.86

资料来源：Wind, 华鑫证券研究

4、行业评级及投资策略

维持行业“推荐”评级。我们重点推荐青岛啤酒、华润啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、乐惠国际、绝味食品、紫燕食品、煌上煌。

图表 17：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-05-05 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
000729.SZ	燕京啤酒	9.89	0.23	0.32	0.40	43.00	30.91	24.73	买入
002461.SZ	珠江啤酒	8.43	0.28	0.34	0.40	30.11	24.79	21.08	买入
600132.SH	重庆啤酒	70.37	2.76	2.98	3.30	25.50	23.61	21.32	买入
600600.SH	青岛啤酒	81.96	3.13	3.64	4.20	26.19	22.52	19.51	买入
603057.SH	紫燕食品	19.61	0.80	0.98	1.16	24.51	20.01	16.91	买入
002695.SZ	煌上煌	8.22	0.13	0.25	0.33	63.23	32.88	24.91	买入
603517.SH	绝味食品	20.31	0.55	1.15	1.64	36.93	17.66	12.38	买入

资料来源：Wind, 华鑫证券研究

5、风险提示

- 1、疫情波动风险；
- 2、宏观经济波动风险；
- 3、行业竞争风险；
- 4、食品安全风险；
- 5、消费税或生产风险；
- 6、原材料价格波动风险；
- 7、推荐公司业绩不达预期等。

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 0%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。