

2024年05月07日

新品贡献增量收入，费投加大利润部分承压

—饮料行业 2023 年及 2024 年一季度总结

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

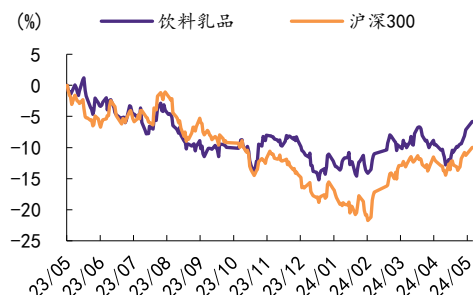
联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
饮料乳品(申万)	4.1	6.3	-5.0
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、《饮料乳品行业专题报告：新品贡献增量，利润释放明显》2023-11-20
- 2、《软饮料行业专题报告：新品增量叠加成本改善，利润释放可期》2023-05-11

■ 软饮料：营收稳增，利润释放

业绩端：2023 年软饮料行业总营收/归母净利润分别为 334.44/60.08 亿元，分别同比+18.31%/+25.39%，其中，东鹏饮料/百润股份/欢乐家/佳禾食品/香飘飘营收分别同增 32.42%/25.85%/20.47%/17.04%/15.90%，取得双位数增长，业绩表现突出。**利润方面，**2023 年软饮料行业销售费用率/管理费用率分别为 15.25%/3.53%，分别同比+0.22pct/-0.06pct，费用整体优化效果较好。2024Q1 软饮料行业销售费用率/管理费用率分别为 15.06%/3.07%，分别同比+1.12/+0.14pcts，Q1 整体费投力度加大。**盈利端：**2023 年软饮料行业销售毛利率/销售净利率分别为 41.03%/17.96%，分别同比+1.88/+1.01pcts，全年受益于成本改善与费用优化，整体盈利能力有效提升。2024Q1 软饮料行业销售毛利率/销售净利率分别为 42.26%/21.73%，分别同比+0.31/+0.49pcts，Q1 费投整体加大。**现金流端：**2023 年软饮料行业销售回款共 388.78 亿元，同比增长 21.62%，现金流取得双位数增长，与营收表现较一致。

■ 成本利好走弱，费用投放力度加大

香飘飘：看好公司生产端持续降本增效，期待新总裁销售策略改革成效，即饮板块实现快速增长。**养元饮品：**看好公司核桃乳产品持续做渠道开拓寻求增量，功能性饮料顺应行业增长持续放量。**李子园：**看好公司作为甜牛奶龙头进行品牌焕新，早餐及小餐饮渠道招商提高占有率，全国化扩张贡献增量，员工持股计划提振信心，长期增长动力足。**东鹏饮料：**看好公司在能量饮料主赛道上继续提升市场份额，同时电解质水等新品实现较快增长，成为第二增长曲线。**佳禾食品：**公司短期承压主要受下游连锁客户稳定性影响，长期粉末油脂业务预计稳增；咖啡业务期待咖啡豆放量；植物基业务增长取决于 C 端投放力度与效果。**承德露露：**看好公司作为杏仁露龙头，持续开拓市场，空间仍足。在股权激励和员工持股计划的加持下，有望提升内部信心，激活经营活力。**百润股份：**看好公司发力预调酒赛道，产品轮动培育并放量，前瞻布局威士忌业务。**欢乐家：**看好 C 端椰子汁方面完善产品矩阵，同时以椰子水等产品提升高线城市销售占比；罐头方面继续打造水果罐头龙头，稳定基本盘；B 端厚椰乳

产品发挥产品端和供应端优势进军咖啡赛道，贡献新增长。

行业评级及投资策略

收入端，2023 年整体保持稳健增长，2024Q1 收入双位数增长，较 2023Q1 略下降主要系去年同期消费复苏下基数较高所致。利润端，2023 年利润明显释放，主要系成本利好叠加费用优化所致；2024Q1 利润表现分化，主要系部分标的 Q1 费用投入力度加大叠加成本利好走弱所致。我们认为，饮料作为消费频次较高的同时需求多元化的快消品，短期受到整体消费力降级影响，长期增长仍取决于其所在行业的容量大小与公司禀赋。我们看好软饮行业中尚在培育期的细分板块和差异化新品放量带来的较快增长，重点推荐：东鹏饮料、香飘飘、欢乐家，建议关注：养元饮品、百润股份。

维持食品饮料行业“推荐”投资评级。

风险提示

疫情波动风险；宏观经济波动风险；推荐公司业绩不及预期的风险；行业竞争风险；食品安全风险；行业政策变动风险；消费税或生产风险；原材料价格波动风险等。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-05-06 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
603711.SH	香飘飘	19.21	0.68	0.84	0.99	28.25	22.87	19.40	买入
605337.SH	李子园	13.05	0.60	0.69	0.78	21.75	18.91	16.73	买入
603156.SH	养元饮品	26.92	1.16	1.29	1.43	23.21	20.87	18.83	买入
605499.SH	东鹏饮料	220.31	5.10	6.79	8.72	43.20	32.45	25.26	买入
605300.SH	佳禾食品	14.49	0.64	0.72	0.85	22.64	20.13	17.05	买入
000848.SZ	承德露露	9.44	0.61	0.66	0.74	15.48	14.30	12.76	买入
002568.SZ	百润股份	21.60	0.77	0.90	1.09	28.05	24.00	19.82	买入
300997.SZ	欢乐家	15.68	0.62	0.73	0.88	25.29	21.48	17.82	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、 软饮料：收入稳健，利润分化.....	5
1.1、 业绩概况：Q1 营收增长整体稳健，部分利润释放.....	5
1.2、 费用端：全年优化为主，Q1 力度加大.....	6
1.3、 盈利端：全年明显提升，Q1 有所分化.....	7
1.4、 现金流：全年整体稳定增长，Q1 增速略缓.....	8
2、 成本利好走弱，费用投放力度加大.....	10
2.1、 香飘飘：利润高增超预期，降本增效成果显著.....	10
2.2、 养元饮品：一季度业绩稳增，高分红价值凸显.....	11
2.3、 李子园：利润略不及预期，直销渠道发力明显.....	12
2.4、 东鹏饮料：业绩增长亮眼，新品维持高增.....	13
2.5、 佳禾食品：一季度业绩不及预期，连锁客户销售承压.....	14
2.6、 承德露露：业绩略超预期，市场开拓初显成效.....	15
2.7、 百润股份：Q1 加快费投节奏，利润略承压.....	16
2.8、 欢乐家：成本改善明显，渠道势能延续.....	18
3、 行业评级及投资策略.....	19
4、 风险提示.....	19

图表目录

图表 1：2023 年软饮料总营收 334.44 亿元，同比+18.31%.....	5
图表 2：2023 年软饮料归母净利润 60.08 亿元，同比+25.39%.....	5
图表 3：2024 年 Q1 软饮料总营收 99.78 亿元，同比+13.35%.....	6
图表 4：2024Q1 软饮料归母净利润 21.69 亿元，同比+15.94%.....	6
图表 5：2023 年软饮料销售费用率/管理费用率分别为 15.25%/3.53%.....	7
图表 6：2024 年 Q1 软饮料销售费用率/管理费用率分别为 15.06%/3.07%.....	7
图表 7：2023 软饮料销售毛利率/销售净利率分别为 41.03%/17.96%.....	8
图表 8：2024Q1 软饮料销售毛利率/销售净利率分别为 42.26%/21.73%.....	8
图表 9：2023 软饮料销售回款 388.78 亿元，同比+21.62%.....	9
图表 10：2024Q1 软饮料销售回款 96.40 亿元，同比+16.49%.....	9
图表 11：2024Q1 末软饮料合同负债 35.76 亿元，环比-28.75%.....	9
图表 12：2024Q1 香飘飘总营收 7.25 亿元，同比+5.96%.....	11
图表 13：2024Q1 香飘飘归母净利润 0.25 亿元，同比+331.26%.....	11
图表 14：2024Q1 养元饮品总营收 23.16 亿元，同比+3.95%.....	12
图表 15：2024Q1 养元饮品归母净利润 8.79 亿元，同比+19.96%.....	12
图表 16：2024Q1 李子园总营收 3.34 亿元，同比-3.35%.....	13
图表 17：2024Q1 李子园归母净利润 0.57 亿元，同比-3.79%.....	13
图表 18：2024Q1 东鹏饮料总营收 34.82 亿元，同比+39.73%.....	14

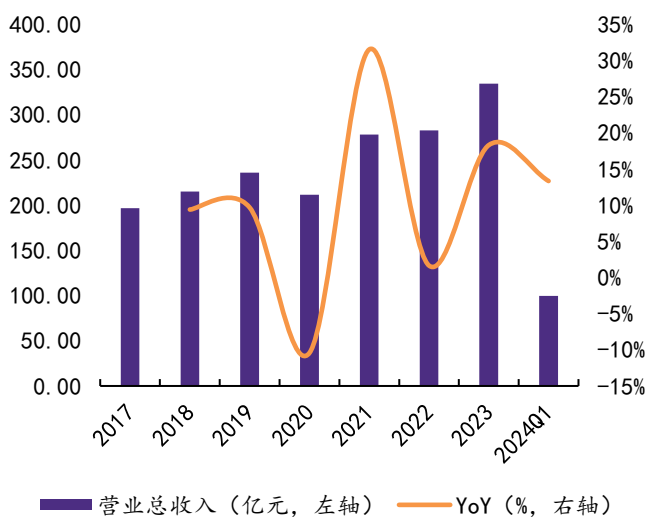
图表 19: 2024Q1 东鹏饮料归母净利润 6.64 亿元, 同比+33.51%.....	14
图表 20: 2024Q1 佳禾食品总营收 5.41 亿元, 同比-15.62%.....	15
图表 21: 2024Q1 佳禾食品归母净利润 0.46 亿元, 同比-27.71%.....	15
图表 22: 2024Q1 承德露露总营收 12.27 亿元, 同比+7.76%.....	16
图表 23: 2024Q1 承德露露归母净利润 2.46 亿元, 同比+3.04%.....	16
图表 24: 2024Q1 百润股份总营收 8.02 亿元, 同比+5.70%.....	17
图表 25: 2024Q1 百润股份归母净利润 1.69 亿元, 同比-9.80%.....	17
图表 26: 2024Q1 欢乐家总营收 5.51 亿元, 同比+6.70%.....	18
图表 27: 2024Q1 欢乐家归母净利润 0.82 亿元, 同比-3.74%.....	18
图表 28: 重点关注公司及盈利预测.....	19

1、软饮料：收入稳健，利润分化

1.1、业绩概况：Q1 营收增长整体稳健，部分利润释放

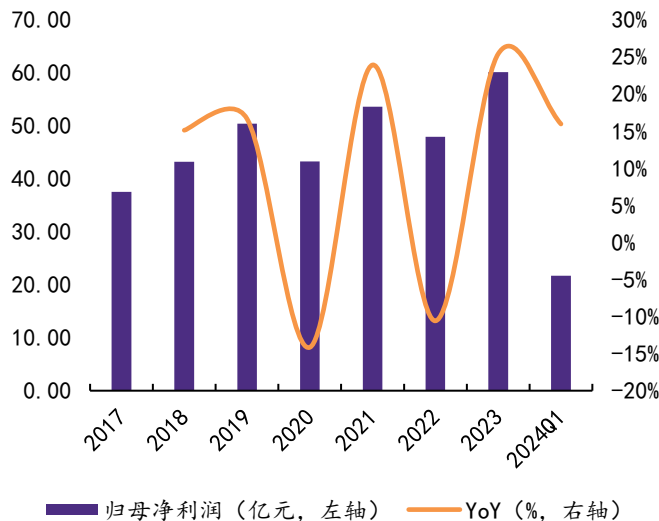
全年收入稳健增长，部分企业利润弹性释放。2023 年软饮料行业总营收/归母净利润分别为 334.44/60.08 亿元，分别同比+18.31%/+25.39%，其中，东鹏饮料/百润股份/欢乐家/佳禾食品/香飘飘营收分别同增 32.42%/25.85%/20.47%/17.04%/15.90%，取得双位数增长，业绩表现突出。利润方面，2023 年佳禾食品/百润股份/东鹏饮料/欢乐家/香飘飘归母净利润分别同比+123.39%/55.28%/41.60%/36.87%/31.04%，主要系原材料成本下行及费用优化。

图表 1：2023 年软饮料总营收 334.44 亿元，同比+18.31%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

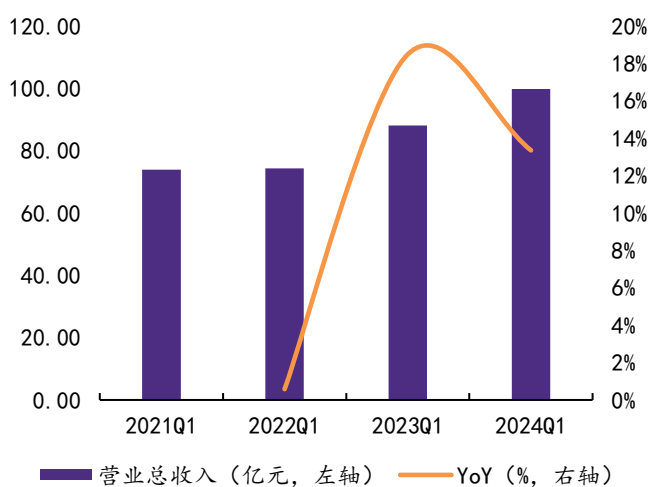
图表 2：2023 年软饮料归母净利润 60.08 亿元，同比+25.39%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

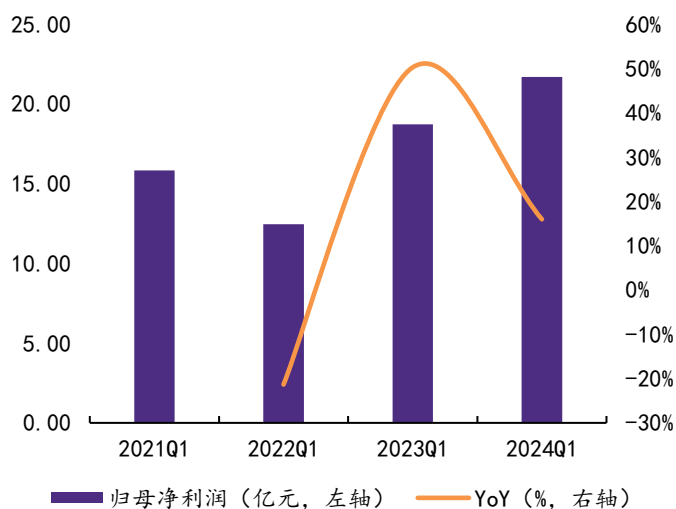
一季度营收增长稳健，利润主要受益于成本费用改善。2024Q1 软饮料行业总营收/归母净利润分别为 99.78/21.69 亿元，分别同比+13.35%/+15.94%，较 2023Q1 增速略下降，主要系 2023Q1 消费复苏明显带来基数较高所致。其中，2024Q1 东鹏饮料营收同比+39.80%，保持高双位数同比增长，实现超预期增长。其他软饮料企业除李子园/佳禾食品 2024Q1 营收增长略承压外，均实现个位数增长，在即饮淡季情况下表现基本符合预期。利润方面，2024Q1 香飘飘/东鹏饮料/养元饮品归母净利润增速分别为 331.26%/33.51%/19.96%，实现较好增长，其中香飘飘主要系毛利率提升同时期间费用率下降，降本增效成果显著；东鹏饮料主要系收入高增下费用端投入加大，致利润增速略低于收入；养元饮品利润双位数增长主要系央视广告投放费用下降所致。

图表 3：2024 年 Q1 软饮料总营收 99.78 亿元，同比 +13.35%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 4：2024Q1 软饮料归母净利润 21.69 亿元，同比 +15.94%



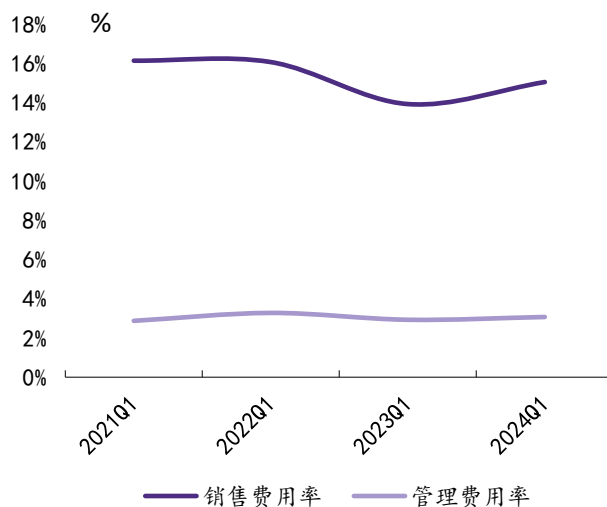
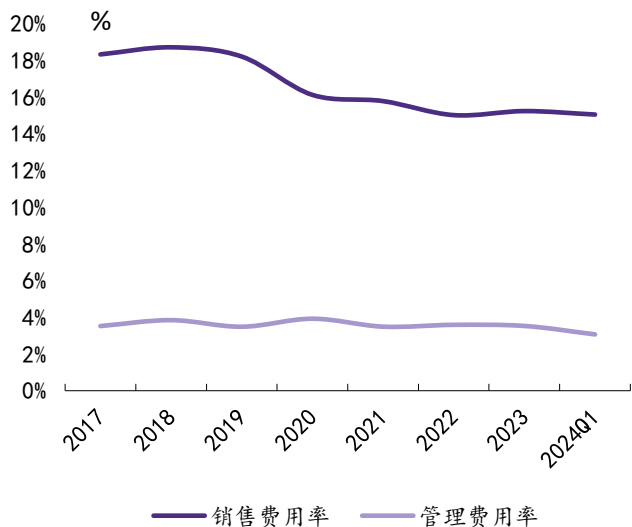
资料来源：WIND，华鑫证券研究

1.2、费用端：全年优化为主，Q1 力度加大

全年费用优化明显，Q1 费用投放力度普遍加大。2023 年软饮料行业销售费用率/管理费用率分别为 15.25%/3.53%，分别同比-0.22pct/-0.06pct，费用整体优化效果较好。其中，2023 年百润股份/养元饮品/承德露露销售费用率分别同比-2.43/-2.23/-1.89pcts，费用投放力度略有收缩，香飘飘销售费用率同比+5.80pcts，主要系推广即饮产品加大费投力度所致。2023 年香飘飘/百润股份管理费用率分别同比-1.08/-0.74pcts，其中香飘飘着力开展智能化精益化生产，管理费用率优化明显。2024Q1 软饮料行业销售费用率/管理费用率分别为 15.06%/3.07%，分别同比+1.12/+0.14pcts，Q1 整体费投力度加大，其中，2024Q1 百润股份/欢乐家/佳禾食品/东鹏饮料销售费用率分别同比+8.77/+3.87/+2.27/+1.43pcts。

图表 5：2023 年软饮料销售费用率/管理费用率分别为 15.25%/3.53%

图表 6：2024 年 Q1 软饮料销售费用率/管理费用率分别为 15.06%/3.07%



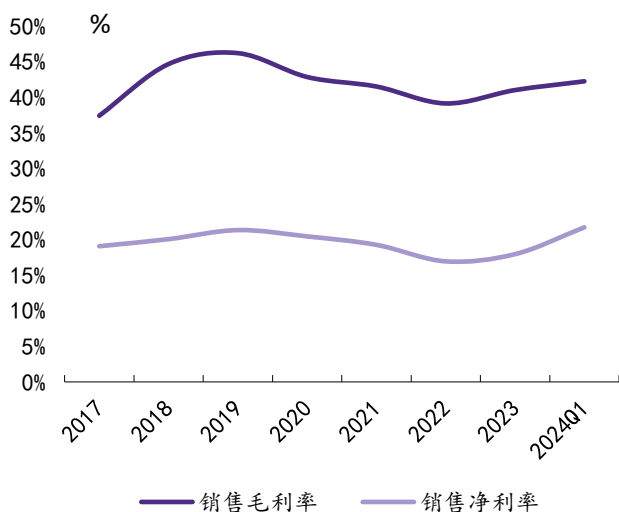
资料来源：WIND，华鑫证券研究

资料来源：WIND，华鑫证券研究

1.3、盈利端：全年明显提升，Q1 有所分化

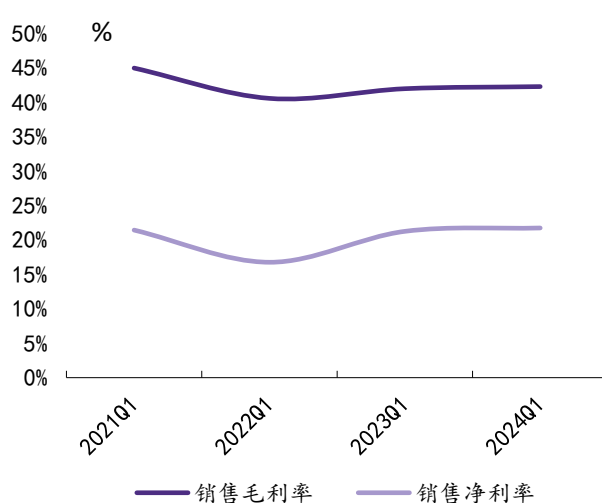
全年盈利能力整体提升，Q1 表现分化。2023 年软饮料行业销售毛利率/销售净利率分别为 41.03%/17.96%，分别同比+1.88/+1.01pcts，全年受益于成本改善与费用优化，整体盈利能力有效提升。其中，2023 年佳禾食品/香飘飘/百润股份/李子园销售毛利率分别同比+5.60/+3.85/+3.77/+3.15pcts，成本改善带来毛利率明显提升。2024Q1 软饮料行业销售毛利率/销售净利率分别为 42.26%/21.73%，分别同比+0.31/+0.49pcts，Q1 费投整体加大致净利率较毛利率提升幅度更小，但仍处于同比增长态势，盈利能力仍保持提升。其中，2024Q1 养元饮品/香飘飘销售净利率同比+5.08/2.62pcts，其他软饮料企业净利率均有所承压，同比下降，主要系费投力度加大所致。

图表 7：2023 软饮料销售毛利率/销售净利率分别为 41.03%/17.96%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 8：2024Q1 软饮料销售毛利率/销售净利率分别为 42.26%/21.73%

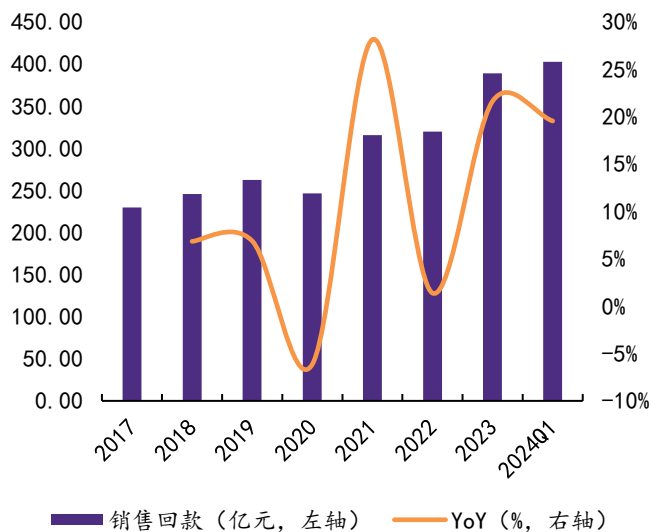


资料来源：WIND，华鑫证券研究

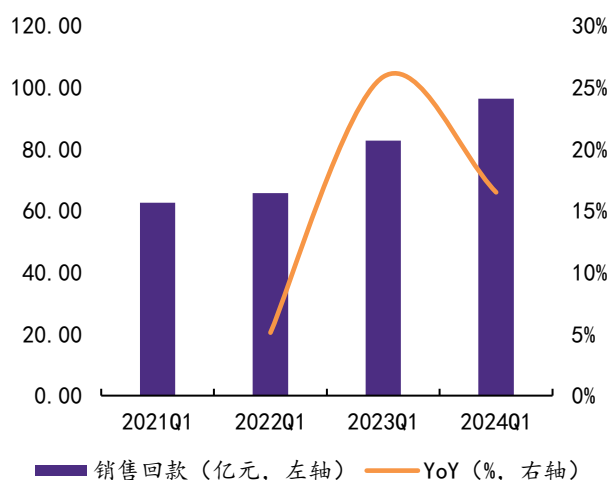
1.4、现金流：全年整体稳定增长，Q1 增速略缓

全年现金流整体双位数增长，Q1 增长略放缓。2023 年软饮料行业销售回款共 388.78 亿元，同比增长 21.62%，现金流取得双位数增长，与营收表现较一致，其中东鹏饮料/佳禾食品/承德露露销售回款同比分别+37.07%/+26.03%/+20.10%，现金流质量较优。2024Q1 软饮料行业销售回款共 96.40 亿元，同比增长 16.49%，增速略放缓。其中，东鹏饮料/承德露露/香飘飘销售回款同比分别为+39.13%/+30.77%/+16.70%，实现较好增长。2024Q1 末软饮料合同负债共 35.76 亿元，环比下降 28.75%。

图表 9: 2023 软饮料销售回款 388.78 亿元, 同比+21.62%



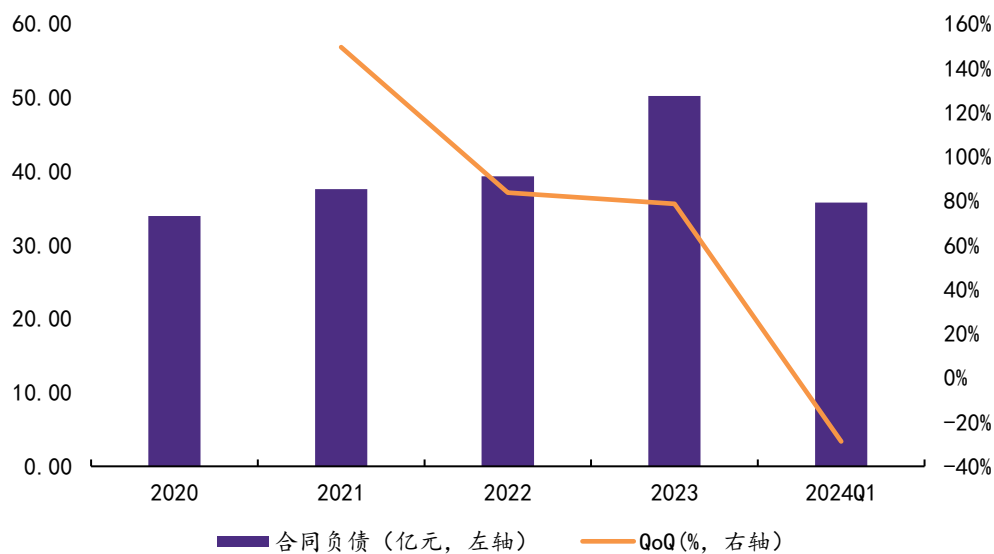
图表 10: 2024Q1 软饮料销售回款 96.40 亿元, 同比+16.49%



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 11: 2024Q1 末软饮料合同负债 35.76 亿元, 环比-28.75%



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

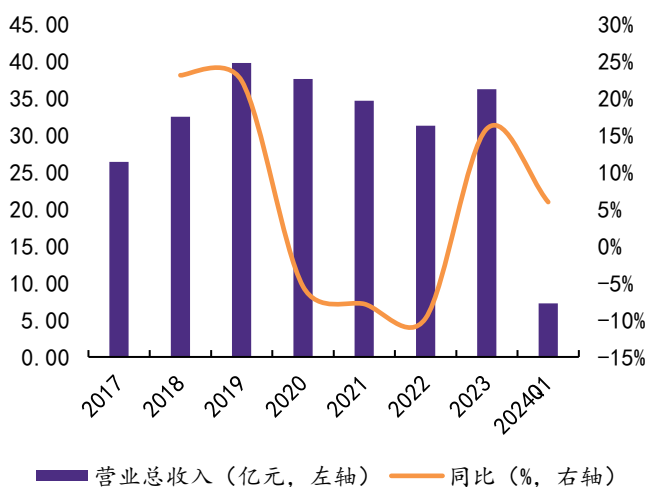
2、成本利好走弱，费用投放力度加大

2.1、香飘飘：利润高增超预期，降本增效成果显著

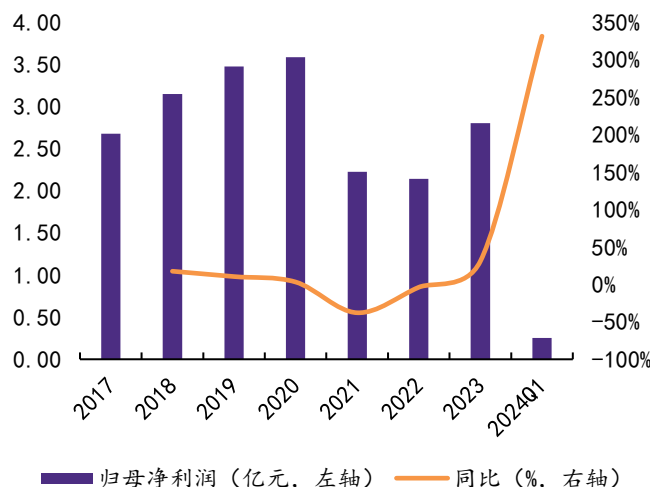
利润超预期，后续动力足。多重利好催化，利润表现超预期。2023 年总营收 36.25 亿元（同增 15.90%），归母净利润 2.80 亿元（同增 31.04%）；其中 2023Q4 总营收 16.47 亿元（同增 3.06%），归母净利润 2.77 亿元（同减 4.20%）。全年收入符合预期，利润增长超预期，主要系成本下降、提价及精益化生产等多重因素影响。2024Q1 总营收 7.25 亿元（同增 5.96%），归母净利润 0.25 亿元（同增 331.26%），Q1 收入增长略不及预期主要系春节销售折扣较多，同时注重消化库存放缓出货节奏；Q1 利润超预期大幅增长，主要系毛利率提升同时期间费用率下降。降本增效成果显著，盈利能力提升明显。2023 年毛利率/净利率分别为 36.69%/7.73%，分别同比+3.85/0.89pcts，毛利率提升明显主要系降本增效成果显著，全年实现固体产线峰值人力节约超 800 人。2023 年销售/管理费用率分别同比+5.80/-1.08pcts，主要系公司对即饮板块大力度及规模投入。2024Q1 毛利率同比+1.87pcts，生产效率提高为主因；同时销售/管理费用率同比-2.81/-0.33pcts，费用端收缩带来净利率同比+2.62pcts。现金指标较好，后续动力充足。2023/2024Q1 销售回款分别为 40.42/8.20 亿元，分别同增 11.39%/16.70%，合同负债分别同比-10.86%/+13.92%，表明 2024Q1 回款表现较好，蓄水池充足。

基本盘增长稳健，即饮增长动力充足。冲泡稳健增长，着力健康化创新升级。2023 年冲泡/即饮营收分别为 26.86/9.01 亿元，分别同增 9.37%/41.16%，冲泡板块稳健增长，即饮板块实现高增。2023 年冲泡毛利率 44.68%，同比+4.03pcts，主要系生产效率提升所致。2023 年冲泡销量/均价分别同增 8.51%/0.79%，销量增长为主驱动力，得益于公司强化品牌“暖”的定位，并持续配合大媒介内容提高产品曝光度，在较多节目中重点推广。同时公司顺应趋势推出“如鲜”手作燕麦奶茶、“鲜咖主义”手作燕麦拿铁咖啡，着力推进“健康化”升级；亦创新推出“CC 柠檬液”等泛冲泡产品，试销反馈较好。即饮快速增长，品牌势能逐步扩大。2023 年即饮毛利率为 18.41%，同比+6.73pcts，主要受益于销售规模扩大后摊薄生产成本且精益化生产。2023 年即饮销量/均价分别同增 39.58%/1.13%，以销量提升为主。2023 年果汁茶以“泛零食”与“礼盒装”消费场景作为新增长点，在线上节目与线下快闪活动中加强与消费者链接；对冻柠茶进行较大力度广告投放，同时重点进行冰柜投放，实现税前 2 亿销售规模。公司饮料板块目前已形成稳定团队，拥有 600 余名销售人员，2024 年继续以果汁茶和冻柠茶为重点推进饮料业务放量。我们看好公司生产端持续降本增效，期待新总裁销售策略改革成效，即饮板块实现快速增长。

图表 12: 2024Q1 香飘飘总营收 7.25 亿元, 同比+5.96%



图表 13: 2024Q1 香飘飘归母净利润 0.25 亿元, 同比+331.26%



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

资料来源: WIND, 华鑫证券研究

2.2、养元饮品：一季度业绩稳增，高分红价值凸显

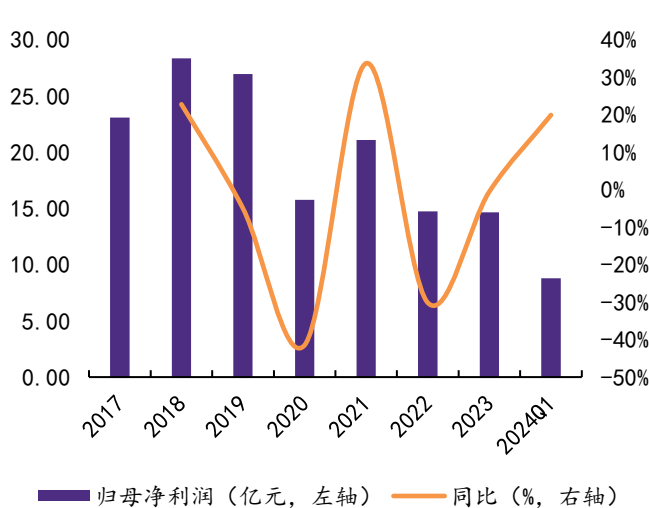
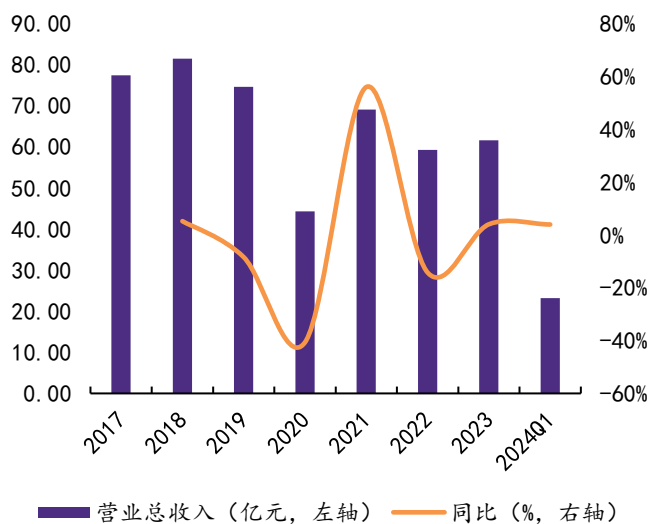
收入符合预期，维持高分红。全年收入符合预期，Q1 利润略超预期。2023 年总营收 61.62 亿元（同增 4.03%），归母净利润 14.67 亿元（同减 0.46%），扣非归母净利润 13.63 亿元（同增 3.89%），收入符合预期，利润略低于预期，主要系 Q4 天气原因发货受影响叠加全年投资收益同比下滑 43.10%。2023Q4 总营收 15.75 亿元（同减 9.38%），归母净利润 1.78 亿元（同减 61.87%），扣非归母净利润 2.97 亿元（同减 22.92%）。2024Q1 总营收 23.16 亿元（同增 3.95%），归母净利润 8.79 亿元（同增 19.96%），扣非归母净利润 7.06 亿元（同增 15.43%），Q1 收入符合预期，利润略超预期，主要系央视投放费用下降故销售费用率下降所致。盈利能力表现平稳，Q1 费用优化明显。2023 年毛利率/净利率分别为 44.66%/23.82%，分别同比+0.58/-1.08pcts；销售/管理费用率分别同比-2.23/-0.21pcts。2024Q1 毛利率/净利率分别为 46.16%/37.95%，分别同比+0.27/+5.08pcts；销售/管理费用率分别同比-1.23/-0.05pcts。全年净现金流高增，维持高分红。2023 年经营净现金流/销售回款分别同比+107.55%/+15.88%。截至 2024Q1 末，公司合同负债为 2.77 亿元，环比-84.02%。2023 年公司每股派发现金红利 1.6 元（含税），合计拟派发现金红利 20.23 亿元（含税），2023 年度现金分红比例为 137.85%。

核桃乳增长稳健，功能性饮料增长超预期。核桃乳收入保持稳增，毛利率提升主要系折让力度减小。2023 年核桃乳/功能性饮料/其他植物饮料营收分别为 57.08/4.48/0.01 亿元，同比+1.11%/+68.24%/-82.57%。2023 年公司开发多规格多包装产品，扩大价格带以承接更多消费需求，同时继续与央视节目合作扩大品牌声量，升级打造“六六大顺”符号系统。2023 年核桃乳毛利率为 47.04%，同比+1.25pcts，销量/均价增速分别为+1.77%/-0.65%。功能性饮料收入高增，均价下降主要系渠道投放力度较大。2023 年功能性饮料毛利率为 28.39%，同比-1.45pcts，销量/均价增速分别为+75.99%/-4.41%。受益于能量饮料赛道快速增长及公司采取更换口味、升级品牌等措施，功能性饮料实现高增，2024 年增长势能有延续。其他植物饮料收入略承压，以自然动销为主。2023 年其他植物饮料毛利率同比-6.32pcts 至 40.84%，销量/均价增速分别为-79.66%/-14.31%。养元植物奶采取全豆生

产工艺，目前豆奶饮品赛道竞争加剧同时需求较疲软，养元销售策略以自然动销为主。我们看好公司核桃乳产品持续做渠道开拓寻求增量，功能性饮料顺应行业增长持续放量。

图表 14：2024Q1 养元饮品总营收 23.16 亿元，同比+3.95%

图表 15：2024Q1 养元饮品归母净利润 8.79 亿元，同比+19.96%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

资料来源：WIND，华鑫证券研究

2.3、李子园：利润略不及预期，直销渠道发力明显

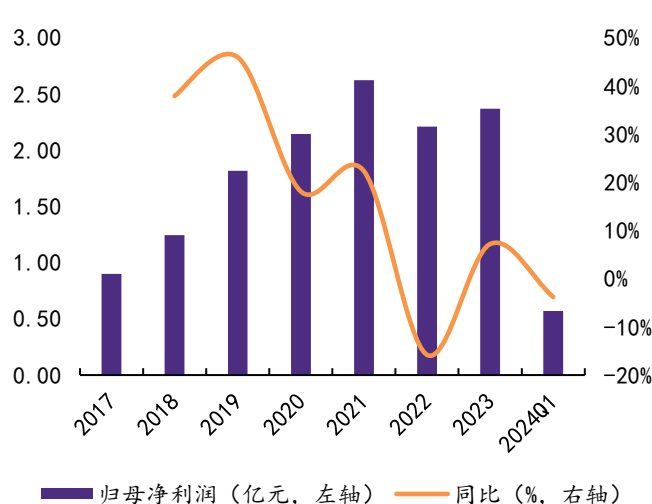
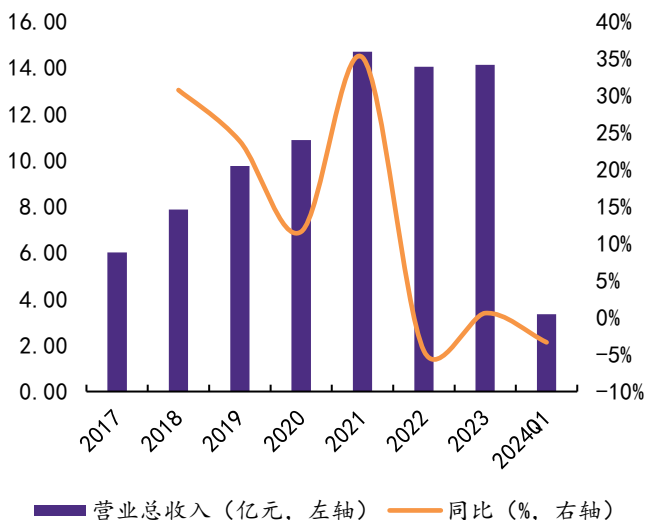
业绩符合预期，分红率大幅提升。2023 年总营收 14.12 亿元（同增 0.6%），归母净利润 2.37 亿元（同增 7.21%）；2023Q4 总营收 3.43 亿元（同增 0.22%），归母净利润 0.48 亿元（同减 27.31%），整体业绩符合预期，收入基本持平，利润受益于全年成本利好及上半年涨价因素而实现个位数增长。全年盈利能力提升，Q4 销售费用率提升明显。2023 年毛利率/净利率分别为 34.65%/16.78%，同比分别+3.15/+1.03pcts，毛利率提升主要系原材料和能源价格下降及上半年单价提升所致。2023 年销售/管理/研发费用率分别同比-0.52/+0.55/+0.27pcts，其中 2023Q4 分别同比+4.18/+0.31/+0.59pcts，主要系 2023 年 7 月公司进行品牌焕新活动后加大费用投放以扩大品牌宣传力度，故 2023Q4 净利率承压，同比-5.29pcts。经营净现金流高增，分红率大幅提升。2023 年经营净现金流 4.14 亿元（同增 59.47%），主要系购买商品带来的现金流出同比减少所致；销售回款 15.91 亿元（同增 2.11%），与收入表现基本一致。分红方面，2023 年公司拟向回购账户外的全体股东每 10 股派发现金红利 5 元（含税），共派发 1.90 亿元现金红利，占归母净利润 80.32%；2022 年为 41.18%。2024Q1 总营收 3.34 亿元（同减 3.35%），归母净利润 0.57 亿元（同减 3.79%）。成本红利带来毛利率提升，净利率保持平稳。

含乳饮料积极创新，形象打造焕新品牌。2023 年含乳饮料/乳味风味饮料/复合蛋白饮料营收分别为 13.81/0.08/0.05 亿元，分别同比+1.62%/-56.70%/-24.39%；其中含乳饮料仍为公司主力产品，毛利率同比+3.00pcts，占比同比+0.99pcts 至 97.78%。2023 年公司品牌升级推出新广告语“青春甜不甜，喝瓶李子园”，打造青春形象，并对甜牛奶产品进行包装换新。价增为主旋律，提产增效利于摊薄成本。2023 年含乳饮料销量 25.07 万吨（同

减 1.67%)，吨价 5507.08 万元/吨 (同增 3.34%)，主要由价增带动销售额增长。2023 年公司发行可转债以进行技改项目，计划在金华本部率先升级改造智慧化工厂，浙江李子园产能利用率将明显提升；另外龙游二期、江西二期亦将陆续投产使用。我们看好公司作为甜牛奶龙头进行品牌焕新，早餐及小餐饮渠道招商提高占有率，全国化扩张贡献增量，员工持股计划提振信心，长期增长动力足。

图表 16: 2024Q1 李子园总营收 3.34 亿元, 同比-3.35%

图表 17: 2024Q1 李子园归母净利润 0.57 亿元, 同比-3.79%



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

资料来源: WIND, 华鑫证券研究

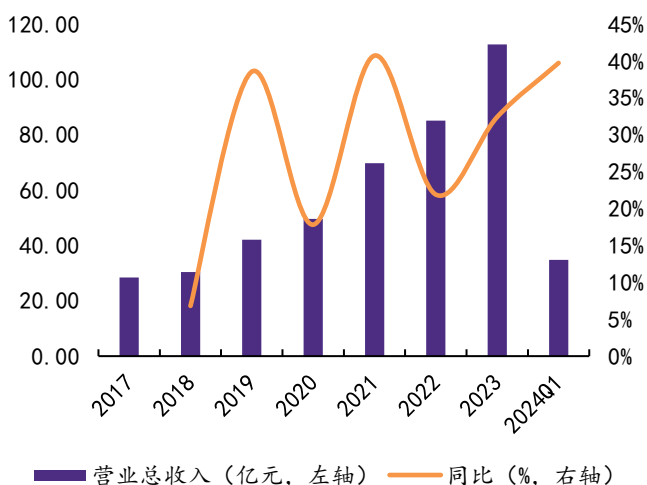
2.4、东鹏饮料：业绩增长亮眼，新品维持高增

业绩表现优异，成本持续利好。收入利润双高增，继续坚实龙头地位。2023 年总营业收入 112.63 亿元 (同增 32.42%)，归母净利润 20.40 亿元 (同增 41.60%)；2023Q4 总营业收入 26.22 亿元 (同增 40.88%)，归母净利润 3.84 亿元 (同增 39.69%)。根据尼尔森，东鹏特饮在我国能量饮料市场销售量占比由 2022 年末的 36.07% 提升至 43.02%，排名保持第一。盈利能力平稳提升，市场投入持续加大。2023 年毛利率/净利率分别为 42.00%/18.11%，分别同比+0.76/1.17pcts，盈利能力平稳向上，毛利率提升主要系聚酯切片、纸箱等原材料采购价格同比下降。其中 2023Q4 毛利率/净利率分别同比+0.52/-0.12pcts，单 Q4 净利率同比下降主要系费用率同比提升较多，销售/管理/研发费用率分别同比+0.85/1.16/0.05pcts，主要系增加销售人员数量、冰柜投放及管理人员支出。现金流高增，整体现金质量较优。2023 年经营净现金流 32.81 亿元 (同增 61.95%)，销售回款 139.00 亿元 (同增 37.07%)。2024Q1 总营收 34.82 亿元 (同增 39.73%)，归母净利润 6.64 亿元 (同增 33.51%)。

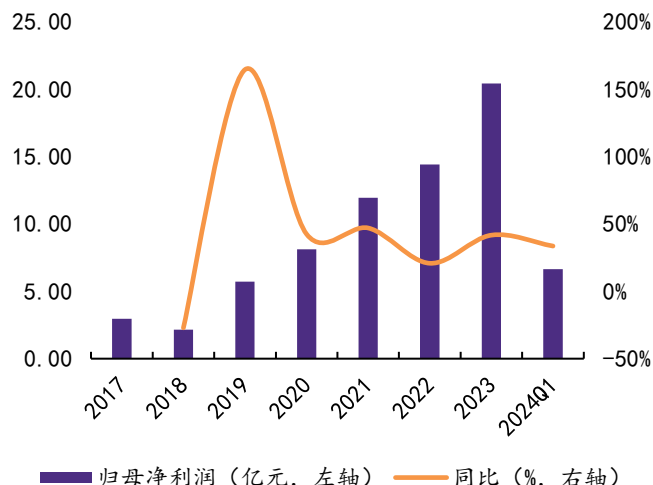
基本盘势能延续，新品矩阵强势推进。基本盘维持快速增长，大单品势能延续。2023 年东鹏特饮/其他饮料营收分别为 103.36/9.14 亿元，分别同增 26.48%/186.65%，其中基本盘东鹏特饮维持两位数增长，销量同增 28.24%，主要系产品顺应高性价比消费趋势叠加公司加大人员布局高效率执行专案。据尼尔森，2023 年 500ml 东鹏特饮按销售金额排名已成

为我国市场饮料单品 SKU 第三位。2023 年东鹏特饮毛利率同比+2.09pcts 至 45.35%，主要受益于原材料价格下降带来的成本改善。另外，公司通过赞助杭州亚运会、植入热播剧、加大体育营销等宣传方式加深消费者认知，加固品牌形象。新品逐步起势，印证产品运营能力。2023 其他饮料销量/均价分别同增 140.96%/18.96%，2023Q4 其他饮料营收同增 252.57%，新品放量明显，实现量价齐升。2023 年公司推出电解质饮料“补水啦”、无糖茶饮料“乌龙上茶”、咖啡新品“东鹏大咖生椰拿铁”、椰汁产品，今年推出预调鸡尾酒产品，着力打造第二增长曲线。目前电解质水饮料“补水啦”动销表现较好，555ml 与 1L 产品均具备较高性价比，同时公司推出多元口味以满足需求，期待第二单品放量。我们看好公司在能量饮料主赛道上继续提升市场份额，同时电解质水等新品实现较快增长，成为第二增长曲线。

图表 18：2024Q1 东鹏饮料总营收 34.82 亿元，同比 +39.73%



图表 19：2024Q1 东鹏饮料归母净利润 6.64 亿元，同比 +33.51%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

资料来源：WIND，华鑫证券研究

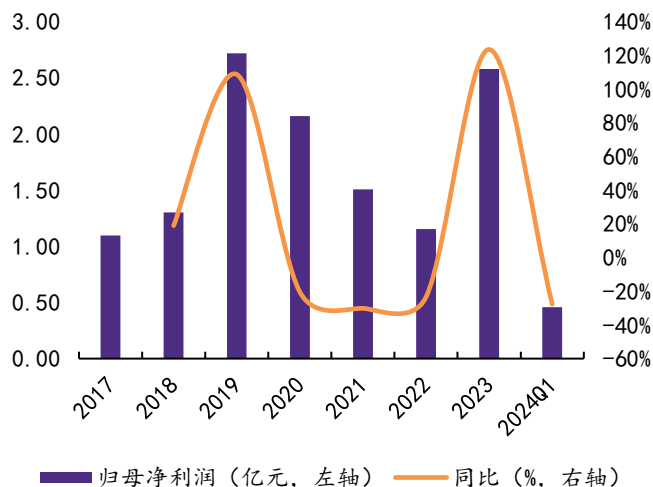
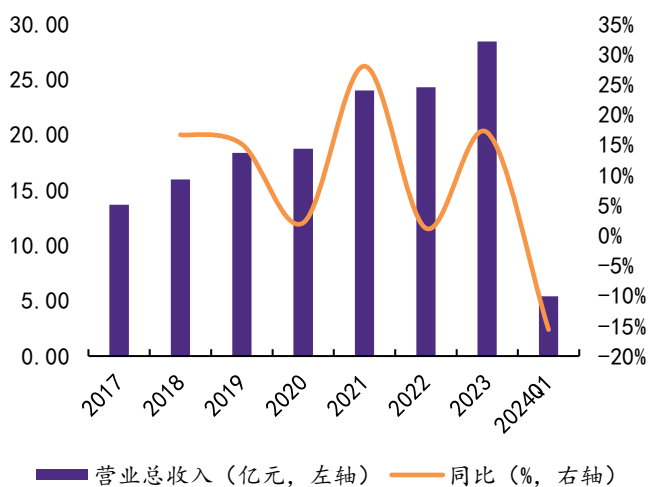
2.5、佳禾食品：一季度业绩不及预期，连锁客户销售承压

业绩不及预期，下游需求走弱及竞争加剧为主因。全年收入符合预期，利润靠近业绩预告区间下沿。2023 年总营收 28.41 亿元（同增 17.04%），归母净利润 2.58 亿元（同增 123.39%）；其中 2023Q4 总营收 7.55 亿元（同减 5.62%），归母净利润 0.52 亿元（同减 5.80%）。一季度业绩略不及预期，利润承压明显。2024Q1 总营收 5.41 亿元（同减 15.62%），归母净利润 0.46 亿元（同减 27.71%）。全年成本下降释放利好，一季度费用投放力度加大。2023 年毛利率/净利率分别为 17.46%/9.07%，分别同比+5.60/4.32pcts，主要受益于原材料价格下降。2024Q1 毛利率/净利率分别同比+0.98/-1.41pcts，净利率下降主要系期间费用率提升所致，销售/管理/研发费用率分别同比+2.27/1.24/0.12pcts。一季度经营净现金流高增，销售回款基本持平。2023/2024Q1 销售回款分别为 31.64/7.58 亿元，分别同增 26.03%/0.03%；经营净现金流分别同增 137.58%/480.12%，主要系去年原材料成本下行，而今年上行趋势明显故采购同比下降所致。

植脂末承压明显，其他产品表现亮眼。粉末油脂营收承压明显，其他产品营收高增。2023 年粉末油脂/咖啡/植物基/其他产品营收为 19.26/2.61/1.06/3.61 亿元，同增 10.07%/22.20%/20.80%/41.18%；2024Q1 以上各类产品营收分别同比-35.18%/-22.22%/-9.61%/+51.04%。下游茶饮客户议价能力增强，向上游布局意愿提高。2023 年植脂末销量/均价分别同比+15.81%/-4.96%，毛利率同比+9.80pcts，量增为主，原材料价格变化向下游传导能力强。目前公司已成为植脂末行业龙头，加大研发投入和工艺创新，开发打造冷溶植脂末、耐酸植脂末等多款细分差异化产品，提高客户粘性。咖啡业务结构变化，期待产能利用率提升带来盈利能力提高。2023 年门店咖啡市场竞争激烈，对上游生产企业形成较大压力，公司由精品速溶咖啡为主转向咖啡豆为主，产业链上移造成均价下降，2023 年咖啡销量/均价分别同比+40.85%/-13.24%，毛利率同比+2.18pcts。公司目前拟募投资金以建设咖啡豆为主的生产基地，项目建成后预计年产能达到 16,000 吨焙烤咖啡豆、3000 吨研磨咖啡粉、8000 吨冷热萃咖啡液、10000 吨 RTD 即饮咖啡及 610 吨冻干和混合风味咖啡。植物基业务加大费用投放，其他业务销量高增。2023 年植物基销量/均价分别同比+26.79%/-4.72%，毛利率同比+6.40pcts。2023 年公司推出“非常麦”有机燕麦奶，推动健康化升级，提高产品形象。2023 年其他产品销量/均价分别+58.47%/-10.91%，毛利率同比-3.76pcts，公司将 UHT 无菌灌装技术应用于果冻、布丁等产品，标准化程度高，利于客户一站式购买。我们认为公司短期承压主要受下游连锁客户稳定性影响，长期粉末油脂业务预计稳增；咖啡业务期待咖啡豆放量；植物基业务增长取决于 C 端投放力度与效果。

图表 20：2024Q1 佳禾食品总营收 5.41 亿元，同比-15.62%

图表 21：2024Q1 佳禾食品归母净利润 0.46 亿元，同比-27.71%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

资料来源：WIND，华鑫证券研究

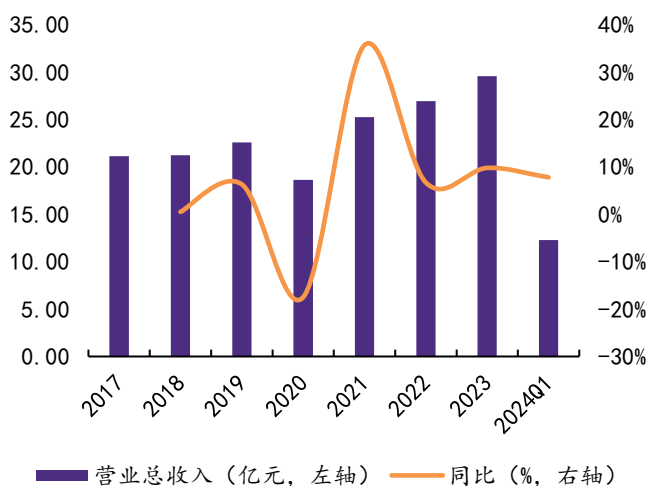
2.6、承德露露：业绩略超预期，市场开拓初显成效

全年收入略超预期，一季度利润稍承压。全年业绩略超预期，单四季度实现双位数增长。2023 年总营收 29.55 亿元（同增 9.76%），归母净利润 6.38 亿元（同增 6.02%）；2023Q4 总营收 9.19 亿元（同增 27.54%），归母净利润 1.95 亿元（同增 7.39%）。一季度利润稍承压，略不及预期。2024Q1 总营收 12.27 亿元（同增 7.76%），归母净利润 2.46 亿

元（同增 3.04%）。成本变动致毛利率承压，费用投放规模减少以平滑净利率。2023 年毛利率/净利率分别为 40.62%/21.60%，分别同比-3.27/-0.76pcts，毛利率变动预计主要系原材料价格波动带来的，2024Q1 毛利率/净利率分别同比-3.72/-0.87pcts。2023 年销售/管理/研发费用分别同比-1.89/-0.12/+0.19pcts，2024Q1 分别同比-2.00/-0.15/+0.01pcts，预计主要系费用投入规模减少带来销售费用率同比下降。全年净现金流近持平，销售回款增速表现较好。2023/2024Q1 经营净现金流分别为 6.27/0.61 亿元，分别同比+1.92%/-19.48%；销售回款分别为 32.43/12.32 亿元，分别同比+20.10%/+30.77%。分红比例提升，回馈投资者。2023 年公司现金分红比例达 64.35%，较 2022 年提升 13.18pcts，股息率提升至 4.68%。

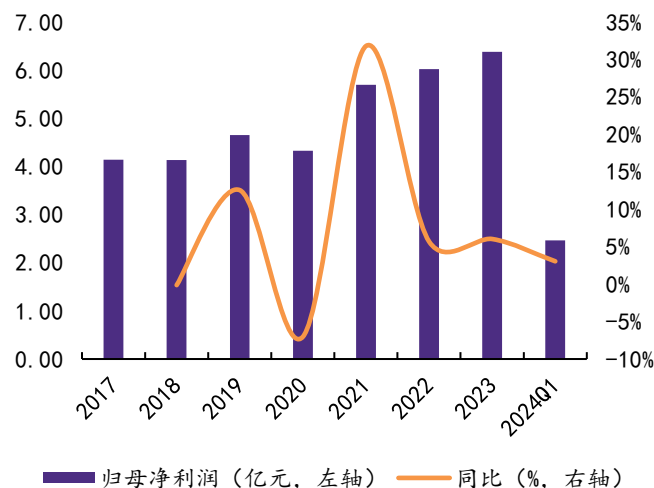
基本盘稳定增长，期待第二增长曲线。杏仁露加大品牌年轻化建设，稳定增长。2023 年杏仁露/核桃露/杏仁奶营收分别为 28.62/0.87/0.03 亿元，杏仁露/核桃露营收分别同比+8.32%/81.50%。其中，杏仁露为公司基本盘，2023 年通过建设品牌年轻化推动产品稳定增长，如 2023 年年底至春节投放 1100 家电影院、20 个城市 300 辆公交车媒体、15 个北方核心城市高铁站。2023 年杏仁露销量/均价分别同比+13.58%/-4.63%，毛利率同比-3.15pcts。核桃露实现高增，以量增为主。2023 年核桃露销量/均价分别同增 93.06%/-5.98%，毛利率同比-3.30pcts。2023 年杏仁奶毛利率为 31.89%，2024 年公司将在杏仁露的基础上，着力打造“杏仁+”产品，满足多元化植物基需求，同时重点开发 LOLO 水系列产品。我们看好公司作为杏仁露龙头，持续开拓市场，空间仍足。在股权激励和员工持股计划的加持下，有望提升内部信心，激活经营活力。

图表 22：2024Q1 承德露露总营收 12.27 亿元，同比+7.76%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 23：2024Q1 承德露露归母净利润 2.46 亿元，同比+3.04%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

2.7、百润股份：Q1 加快费投节奏，利润略承压

Q1 收入符合预期，利润略不及预期。2023 年总营收 32.64 亿元（同增 25.85%），归母净利润 8.09 亿元（同增 55.28%）。其中，2023Q4 总营收 8.07 亿元（同减 14.90%），归母净利润 1.44 亿元（同减 33.37%），去年强爽爆火后高增带来高基数，四季度承压明显。

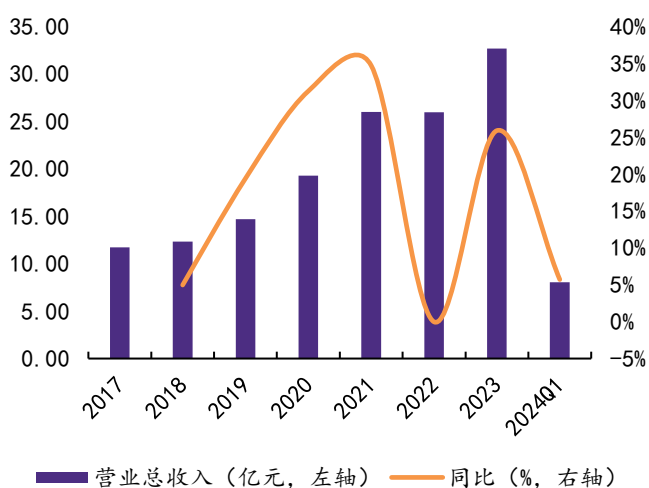
请阅读最后一页重要免责声明

16

Q1 收入符合预期，利润略低于预期。2024Q1 总营收 8.02 亿元（同增 5.70%），归母净利润 1.69 亿元（同减 9.80%）。一季度费用投放力度加大，毛利率持续提升。2023 年毛利率/净利率分别为 61.29%/24.80%，分别同比+3.77/+4.70pcts，毛利率持续提升，叠加费用率同比下降带来净利率同比提升，销售/管理费用率分别同比-2.43/-0.74pcts。2024Q1 毛利率/净利率分别为 62.92%/21.13%，分别同比+3.03/-3.58pcts，毛利率延续提升态势，净利率同比下降主要系公司以“龙罐”为抓手提高一季度投放占比，2024Q1 销售/管理费用率分别同比+8.77/+1.34pcts。Q1 经营净现金流高增，销售回款稳定增长。2023/2024Q1 经营净现金流分别为 5.62/2.71 亿元，分别同比-37.77%/+340.09%，一季度经营净现金流高增主要系营收、税收返还及扶持资金增加所致；销售回款分别为 34.99/9.71 亿元，分别同比+7.05%/+4.28%。截至 2024Q1 末，合同负债 0.69 亿元，环比-37.95%。

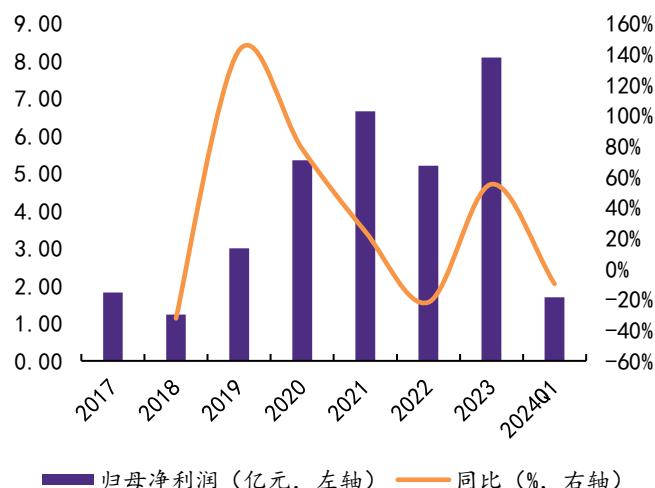
持续发挥品牌优势，营销推广成效显著。预调酒稳增，产品矩阵联合发力。2023 年预调酒/食用香精营收分别为 28.84/3.17 亿元，分别同比+27.76%/+13.18%。2023 年公司加大品牌投入力度，“强爽”系列通过贴片、赛事营销、游戏联名等方式扩大品牌知名度；“清爽”系列包装换新，通过代言、植入、IP 联动等方式渗透消费人群；“微醺”系列执行“更年轻更开心”品牌策略，进一步夯实品牌基础。2023 年预调酒毛利率为 67.61%，同比+3.21pcts，2023 年预调酒销量/均价分别同比+27.80%/-0.03%，以量增驱动为主。2024Q1 预调酒营收为 7.12 亿元，同增 5.67%。香精业务毛利率提升明显，量价齐升带来增长。2023 年香精毛利率为 67.64%，同比+4.41pcts，毛利率提升明显。2023 年销量/均价分别同比+7.61%/+5.18%，量价驱动香精业务收入增长。威士忌进展顺利，期待产品推出。2023 年底峡州蒸馏厂正式灌注第三十万只陈酿桶，独创黄酒桶威士忌单桶首次开售后 3 分钟内售罄，2024 年公司将继续加快烈酒基地升级建设，确保威士忌成品酒按计划推出。我们看好公司发力预调酒赛道，产品轮动培育并放量，前瞻布局威士忌业务。

图表 24：2024Q1 百润股份总营收 8.02 亿元，同比+5.70%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 25：2024Q1 百润股份归母净利润 1.69 亿元，同比-9.80%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

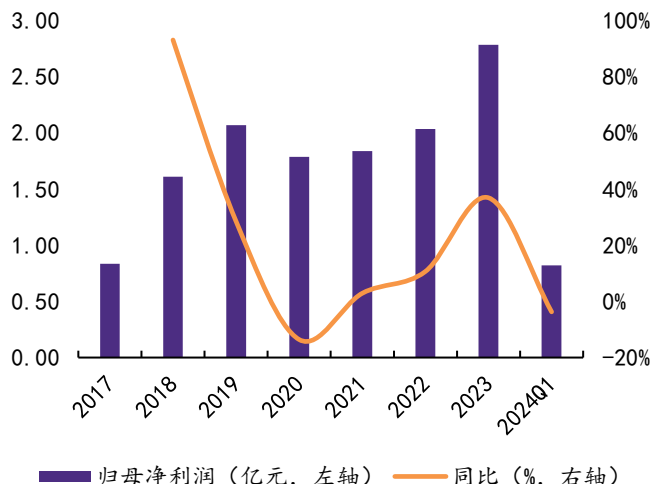
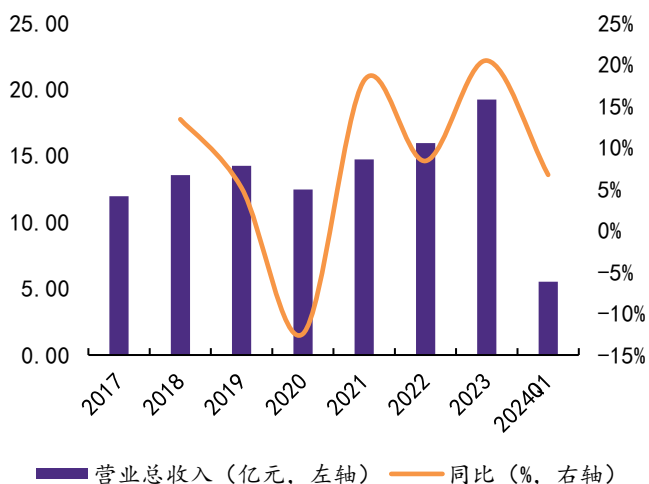
2.8、欢乐家：成本改善明显，渠道势能延续

成本改善费投加大，利润充分释放。2023 年公司总营收 19.23 亿元（同增 20.47%），归母净利润 2.78 亿元（同增 36.85%）；2023Q4 总营收 6.17 亿元（同增 15.58%），归母净利润 1.03 亿元（同增 19.66%）。公司利润超预期主要系成本改善明显，2023 年毛利率同比+5.15pct 至 37.85%，1) 大宗商品价格回落带来包材辅料成本改善；2) 橘子水果增产致采购成本下降。费用率提升加码销售，2023 年销售费用率同比+1.95pcts，主要系公司加大理货员及兼职人员投入，对终端进行维护以提高椰汁铺市率及有效网点数。另外管理费用率/研发费用率分别+0.58/+0.10pcts，呈稳中略升态势。销售质量较佳，2023 年公司经营净现金流 3.51 亿元（同增 2.20%），实现销售回款 21.57 亿元（同增 14.98%），经营指标向好。

椰汁增长迅速，罐头吨价提升。椰汁为饮料增长主因，2023 年饮料/罐头业务收入分别为 11.43/7.58 亿元，分别同增 22%/17%；其中椰汁 2023 年收入 10.00 亿元（同增 24%），毛利率同比+3.5pcts 至 45.7%，主要得益于椰汁在餐饮、超市、特通等不同渠道上的发力，通过不同规格产品进军同时着力下沉。2023 年椰汁销量 17.58 万吨（同增 21%），吨价 0.57 万元/吨（同增 2%），体现其以量增扩大规模为主线。黄桃罐头带动增长，2023 年水果罐头营收 7.09 亿元（同增 17%），毛利率同比+7pcts 至 31%；其中橘子/黄桃罐头营收分别为 1.96/2.97 亿元，分别同增 7%/50%，黄桃罐头增长主要系 2023 年上半年销售高增拉动。2023 年水果罐头销量 6.75 万吨（同增 7%），吨价 1.05 万元/吨（同增 10%），价格提升占主导地位。我们看好 C 端椰子汁方面完善产品矩阵，同时以椰子水等产品提升高线城市销售占比；罐头方面继续打造水果罐头龙头，稳定基本盘；B 端厚椰乳产品发挥产品端和供应端优势进军咖啡赛道，贡献新增长。

图表 26：2024Q1 欢乐家总营收 5.51 亿元，同比+6.70%

图表 27：2024Q1 欢乐家归母净利润 0.82 亿元，同比-3.74%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

资料来源：WIND，华鑫证券研究

3、行业评级及投资策略

收入端，2023 年整体保持稳健增长，2024Q1 收入双位数增长，较 2023Q1 略下降主要系去年同期消费复苏下基数较高所致。利润端，2023 年利润明显释放，主要系成本利好叠加费用优化所致；2024Q1 利润表现分化，主要系部分标的 Q1 费投力度加大叠加成本利好走弱所致。我们认为，饮料作为消费频次较高的同时需求多元化的快消品，短期受到整体消费力降级影响，长期增长仍取决于其所在行业的容量大小与公司禀赋。我们看好软饮行业中尚在培育期的细分板块和差异化新品放量带来的较快增长，重点推荐：东鹏饮料、香飘飘、欢乐家，建议关注：养元饮品、百润股份。

维持食品饮料行业“推荐”投资评级。

图表 28：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-05-06 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
603711.SH	香飘飘	19.21	0.68	0.84	0.99	28.25	22.87	19.40	买入
605337.SH	李子园	13.05	0.60	0.69	0.78	21.75	18.91	16.73	买入
603156.SH	养元饮品	26.92	1.16	1.29	1.43	23.21	20.87	18.83	买入
605499.SH	东鹏饮料	220.31	5.10	6.79	8.72	43.20	32.45	25.26	买入
605300.SH	佳禾食品	14.49	0.64	0.72	0.85	22.64	20.13	17.05	买入
000848.SZ	承德露露	9.44	0.61	0.66	0.74	15.48	14.30	12.76	买入
002568.SZ	百润股份	21.60	0.77	0.90	1.09	28.05	24.00	19.82	买入
300997.SZ	欢乐家	15.68	0.62	0.73	0.88	25.29	21.48	17.82	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究

4、风险提示

疫情波动风险；宏观经济波动风险；推荐公司业绩不及预期的风险；行业竞争风险；食品安全风险；行业政策变动风险；消费税或生产风险；原材料价格波动风险等。

■ 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。本报告清晰准确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。