

# 食品饮料

## 置信度高，估值底过万重山

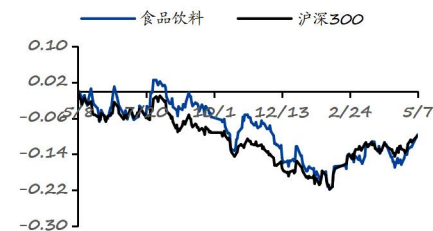
### ——2023 年报&2024 一季报总结

#### 投资要点:

- **【白酒】**白酒板块 23 年表现稳健，营收增速上徽酒>其他区域龙头>高端酒>板块整体>扩张型次高端>苏酒。多数酒企顺利完成 23 年的目标，24 年维持增长目标，预计存量市场中已经承压的中小酒企会更加内卷。24Q1 春节旺季驱动成长，板块整体营收/利润分别同增 15%/16%。盈利端，多数酒企毛利率及净利率出现波动，销售费用率整体保持下降。
- **【啤酒】**2023 年良好收官，24Q1 增势延续，量价均表现亮眼，成本侧改善逐步显现，全年盈利增长有支撑。我们认为由于啤酒的价格绝对值比较低，需求端对价格的敏感性相对较弱，并且，当前“少喝酒，喝好酒”的消费偏好预计也将促进高端啤酒进一步增长。另外，在大麦成本下降下，24Q1 部分厂商已实现吨成本的同比改善，毛利率在成本侧改善和高端化的推进下延续增长态势，预计全年盈利弹性释放将有较强支撑。
- **【饮料】**2023 年饮料企业呈现百花齐放的增长态势，我们认为业绩的高增除了得益于疫后消费的复苏态势，还来自个别公司所处赛道的β机会，而公司精益治理之下强渠道力、产品力、品牌力，更是赋能企业跑赢市场的阿尔法受益。24Q1，大部分企业在疫后复苏的高基数下仍延续收入增势，但利润表现略有差异，主要系各个厂商全年费投节奏不一导致。
- **【乳制品】**需求弱复苏，成本下行&结构升级带来乳企弹性向上。在原奶价格下行背景下，各乳企分化明显，建议关注作为乳企龙头兼具品牌力及低估值+高股息的伊利股份，以及业绩表现较好的区域乳企新乳业。
- **【休闲食品】**新渠道&新品类&成本红利拉动零食弹性增长，建议关注销售表现较好的西麦食品、量贩零食稀缺标的万辰集团。
- **【保健品】**建议关注受内生业务提速以及 BF 并表后盈利端的逐季改善的仙乐健康。
- **【餐饮供应链】**板块 Q1 开门红引领全年复苏，估值洼地仍有布局空间。调味品重点推荐天味食品和中炬高新。餐饮供应链重点推荐千味央厨；建议关注安井食品。烘焙供应链重点推荐海融科技；建议关注立高食品。
- **【连锁餐饮】**性价比消费成为餐饮业趋势，重点推荐下沉渠道扩张的呷哺呷哺、巴比食品以及守正创新，平衡餐饮食品业务的广州酒家，此外关注出海拓宽市场空间、海外持续扩张的特海国际。
- **【代糖】**无糖/低糖消费兴起，同时人工甜味剂的安全性不断被讨论，天然甜味剂或将有更大的成长空间，建议关注：百龙创园、华康股份、莱茵生物。
- **【黄金珠宝】**23 年量价双增趋势明显，品牌商收入利润均实现优质增长，24Q1 价增带动总量增长，金价暴涨后终端观望情绪加重，金价传导下不同企业表现分化。整体来说，金价持续处于高位，投资+悦己+婚庆三重支撑下，黄金消费仍处于高景气周期，也需持续关注高金价下终端消费情况，建议关注 4 月订货会及五一假期销售情况。
- **【宠物】**海外去库存结束，国内宠物市场热度仍存，叠加原材料和汇率利好，24Q1 头部企业收入及利润表现普超预期，全年来看，24Q2 开始随海外业务基数回升，整体弹性放缓，但看好头部品牌自有品牌放量带来的收入及利润双升。
- **【跨境电商】**关注 AI 渗透率提升以及赋能公司全链路的焦点科技，以及品牌出海标的安克创新。
- **风险提示：**疫情影响消费复苏、宏观经济波动影响消费水平、食品安全风险、政策风险、经销商资金链问题抛售产品损害品牌、原材料成本大幅波动。

## 强于大市（维持评级）

### 一年内行业相对大盘走势



#### 团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)  
lc30103@hfzq.com.cn  
分析师：张东雪(S0210523060001)  
zdx30145@hfzq.com.cn  
分析师：童杰(S0210523050002)  
tj30105@hfzq.com.cn

#### 相关报告

- 1、FANCL 历史复盘：成熟市场探索新需求，内外兼修问鼎健康美护赛道——2024.04.28
- 2、周观点 | 业绩集中披露，关注优质标的——2024.04.28
- 3、日本酱油行业专题一：龟行稳健“甲”天下，“万”千风味再出发——2024.04.26

## 正文目录

1 白酒：23 年整体表现稳健，24 年开门红奠定全年基础.....	5
2 乳制品：行业需求仍偏弱，具备一定利润弹性.....	11
3 休闲零食：渠道仍有红利，新品释放空间.....	14
4 保健品：健康化趋势持续，关注益生菌板块优质标的.....	18
5 啤酒：高端化贝塔仍存，成本改善红利逐步释放.....	20
6 饮料：板块阿尔法价值明显，细分赛道为基，管理能力为矛.....	24
7 餐饮供应链：Q1 开门红引领全年复苏，估值洼地仍有布局空间.....	26
7.1 宏观：CPI 回暖、社零餐饮快增提振板块情绪.....	26
7.2 收入端：餐饮供应链 Q1 旺季顺利度过，V 字改善趋势有望延续.....	28
7.3 成本端：原料价格回落，成本红利贡献业绩弹性.....	31
7.4 费用端：投入力度有分化，整体稳中有降，销售净利率边际改善.....	33
8 连锁餐饮：宏观结构不断迭代，性价比主线顺应环境.....	36
8.1 收入端：疫后场景恢复引领业绩复苏，多元化发展助推公司成长.....	36
8.2 成本端：22 年低基数背景下，23 年成本结构健康发展.....	37
8.3 费用端：低基数下费用率上行，销售净利率边际向上.....	38
9 代糖：23 年有所分化，24 年景气度或可持续提升.....	39
9.1 全球供应链主导地位，天然甜味剂快速扩容.....	39
9.2 收入业绩：高景气品种拉动公司成长，业绩弹性有望逐步释放.....	40
9.3 盈利能力：板块内公司盈利能力分化，控费积极有望释放业绩弹性.....	41
10 黄金珠宝板块年报及一季报总结：金价屡创新高，下游观望情绪渐浓.....	42
11 宠物板块年报及一季报总结：海外订单回暖+自有品牌持续增长，营收及利润普遍超预期.....	45
12 跨境电商：24Q1 出海景气度延续，关注细分方向机会.....	46
13 风险提示.....	48

## 图表目录

图表 1：白酒板块 23 年表现稳健，营收基本实现正增长.....	5
图表 2：白酒板块 24Q1 营收增速基本保持，利润增速同比下滑.....	6
图表 3：23Q4 及 24Q1 部分高端次高端及区域龙头真实营收测算.....	6
图表 4：23Q4+24Q1 合并来看，A 股白酒上市公司营收/归母净利润分别同增 15%/17%.....	7
图表 5：A 股白酒上市公司 23A 及 24Q1 毛利率.....	8
图表 6：A 股白酒上市公司 23A 及 24Q1 净利率.....	8
图表 7：A 股白酒上市公司 23A 及 24Q1 销售费用率.....	9
图表 8：白酒上市公司 23 年目标完成情况与 24 年目标.....	10
图表 9：白酒板块 CR5 分红率+3.5pct.....	10
图表 10：白酒企业 23 年分红情况.....	11
图表 11：乳制品行业进入成熟期.....	11
图表 12：乳制品细分行业增速亮眼.....	11
图表 13：原奶价格仍处于下行期.....	12
图表 14：乳制品产量及同比（万吨）.....	12
图表 15：单季度来看乳制品板块收入及同比.....	12
图表 16：2023 年 top10 乳企收入占比.....	12
图表 17：重点乳企 23 年销售量情况（万吨）.....	13
图表 18：重点乳企 23 年吨价及同比情况（元/吨）.....	13
图表 19：重点乳企毛利率及费用率情况.....	13
图表 20：重点乳制品企业收入&利润及同比情况（亿元）.....	14
图表 21：中国休闲食品市场规模.....	14
图表 22：2021 年中国休闲零食市场格局.....	14
图表 23：量贩零食主要品牌的门店分布情况.....	15



图表 24:	零食很忙门店扩张情况(家)	15
图表 25:	单季度来看零食板块收入及同比	16
图表 26:	单季度来看零食板块归母净利及同比	16
图表 27:	23H2 开始鳀鱼价格持续下行	16
图表 28:	23 年棕榈油价格持续走低	16
图表 29:	重点休闲零食企业毛利率情况	16
图表 30:	重点休闲零食企业收入&利润及同比情况(亿元)	18
图表 31:	部分益生菌产品单价变化趋势	18
图表 32:	益生菌产品形态多种多样	19
图表 33:	我国保健品行业空间广阔	19
图表 34:	重点保健品企业收入&利润及同比情况(亿元)	20
图表 35:	重点保健品企业毛利率及费用率情况	20
图表 36:	23 年大多数厂商销量保持较高增长	21
图表 37:	23 年各厂商高端化战略推动吨酒价格上涨	21
图表 38:	23 年多数厂商利润率持续提升	21
图表 39:	23 年各厂商净利润维持较快增长	21
图表 40:	24Q1 各厂商吨价保持较高增长	22
图表 41:	24Q1 利润增势延续	22
图表 42:	24Q1 吨成本改善明显	22
图表 43:	24Q1 盈利弹性逐步释放	22
图表 44:	啤酒公司营收、利润同比延续增势	22
图表 45:	啤酒公司利润率、毛销差均有改善	23
图表 46:	百润/东鹏/欢乐家/香飘飘营收表现亮眼	24
图表 47:	利润表现各有差异,香飘飘表现亮眼	24
图表 48:	饮料企业营收/利润大部分均延续了增长态势	25
图表 49:	饮料企业费投节奏不一致导致费率变化差异较大,但大部分企业 Q1 加大了费用投放	25
图表 50:	2014-2024 年 Q1 社零、餐饮收入增速对比	27
图表 51:	我国餐茶饮连锁化趋势加速	27
图表 52:	2023 年各月餐饮业新增与吊销企业数量分布	28
图表 53:	调味发酵品、预加工食品、烘焙食品板块 23 年以来各季度合计营收同比变化(%)	30
图表 54:	板块内公司营收、利润表现及变化情况	30
图表 55:	供应链公司毛利率及变化情况	32
图表 56:	核心原材料价格变化趋势	32
图表 57:	各板块内公司销售、管理费用率变化	34
图表 58:	板块内公司销售净利率同比变化	35
图表 59:	2022 年-2024 年 3 月社零餐饮收入增速(%)	36
图表 60:	板块内公司营收、利润表现及变化情况	37
图表 61:	餐饮公司毛利率及变化情况	38
图表 62:	餐饮板块公司销售、管理费用率变化	38
图表 63:	餐饮板块内公司销售净利率同比变化	38
图表 64:	中国代糖产业出口快速扩容	39
图表 65:	23-24Q1 中国糖精及其盐月度出口数据	40
图表 66:	23-24Q1 中国甜蜜素月度出口数据	40
图表 67:	23-24Q1 中国阿斯巴甜月度出口数据	40
图表 68:	23-24Q1 中国三氯蔗糖月度出口数据	40
图表 69:	23-24Q1 中国山梨醇月度出口数据	40
图表 70:	23-24Q1 中国木糖醇月度出口数据	40
图表 71:	代糖&植物提取公司营收、利润表现及变化情况	41
图表 72:	代糖&植物提取公司毛利率、费用率、净利率情况	41
图表 73:	代糖&植物提取公司毛利率、费用率、净利率变化情况	42
图表 74:	黄金珠宝各企业 23 年报及 24Q1 收入及利润表现	43
图表 75:	黄金珠宝各企业 23 年报及 24Q1 毛利率及费用端表现	44
图表 76:	宠物板块各企业 23 年报及 24Q1 收入及利润表现	45



图表 77: 宠物板块各企业 23 年报及 24Q1 毛利率及费用端表现 .....	46
图表 78: 2021-2024Q1 我国进出口金额情况 (亿美元) .....	47
图表 79: 2021-2024Q1 我国进出口金额同比 .....	47
图表 80: 重点跨境电商企业收入&利润及同比情况 (亿元) .....	48
图表 81: 重点跨境电商企业毛利率及费用率情况 .....	48

## 1 白酒：23 年整体表现稳健，24 年开门红奠定全年基础

整体来看，白酒板块 23 年表现稳健。23 年主要白酒上市公司营收和归母净利润同比分别增长 16%/19%。17 家主要白酒上市公司中，有除了此前高端化增长较粗放、正在推进渠道改革的酒鬼酒，以及进行地产业务剥离的顺鑫农业以外，其他酒企 23 年均实现营收正增长。在白酒消费渐进式复苏的背景下，多数企业维持了稳健增长，个股之间表现持续分化。

从营收增速来看，徽酒>其他区域龙头>高端酒>板块整体>扩张型次高端>苏酒。其中，高端酒表现稳健，利润增速均大于营收增速。次高端中，除山西汾酒营收利润均有亮眼增长，其余三家不同程度承压，酒鬼下滑最大，且三家都出现了营收增速大于利润增速的情况，产品结构承压。苏酒洋河处于调整期，而二线龙头今世缘增长强势，23 年全年营收增速在 17 家主要上市公司中位列第三名。23 年徽酒一二线龙头之间尚未进入挤压式增长，古井迎驾齐头并进，口子窖新品换代调整期增速相对慢。西北伊力特和金徽疫后均有修复反弹。

图表 1：白酒板块 23 年表现稳健，营收基本实现正增长

	年度营收及利润变化									
	21A		22A				23A			
	21A 营收	21A 利润	营收	营收增速	利润	利润增速	营收	营收增速	利润	利润增速
贵州茅台	1094.64	524.60	1275.54	17%	627.16	20%	1505.60	18%	747.34	19%
五粮液	662.09	233.77	739.69	12%	266.91	14%	832.72	13%	30211%	13%
泸州老窖	206.42	79.56	251.24	22%	103.65	30%	302.33	20%	132.46	28%
山西汾酒	199.71	53.14	262.14	31%	80.96	52%	319.28	22%	104.38	29%
舍得酒业	49.69	12.46	60.56	22%	16.85	35%	70.81	17%	17.71	5%
水井坊	46.32	11.99	46.73	1%	12.16	1%	49.53	6%	12.69	4%
酒鬼酒	34.14	8.93	40.50	19%	10.49	17%	28.30	-30%	5.48	-48%
洋河股份	253.50	75.08	301.05	19%	93.78	25%	331.26	10%	100.16	7%
今世缘	64.08	20.29	78.88	23%	25.03	23%	101.00	28%	31.36	25%
古井贡酒	132.70	22.98	167.13	26%	31.43	37%	202.54	21%	45.89	46%
迎驾贡酒	45.77	13.82	55.05	20%	17.05	23%	67.20	22%	22.88	34%
口子窖	50.29	17.27	51.35	2%	15.50	-10%	59.62	16%	17.21	11%
金种子酒	12.11	-1.66	11.86	-2%	-1.87	12%	14.69	24%	-0.22	-88%
伊力特	19.38	3.13	16.23	-16%	1.65	-47%	22.31	37%	3.40	105%
老白干酒	40.27	3.89	46.53	16%	7.08	82%	52.57	13%	6.66	-6%
金徽酒	17.88	3.25	20.12	12%	2.80	-14%	25.48	27%	3.29	17%
顺鑫农业	148.69	1.02	116.78	-21%	-6.73	-758%	105.93	-9%	-2.96	-56%
整体	3077.70	1083.51	3541.37	15%	1303.90	20%	4091.18	16%	1549.84	19%
高端酒	1963.16	837.93	2266.46	15%	997.72	19%	2640.66	17%	1181.91	18%
次高端	329.86	86.52	409.93	24%	120.46	39%	467.92	14.1%	140.26	16%
苏酒	317.59	95.37	379.93	20%	118.81	25%	432.27	13.8%	131.52	11%
徽酒	240.87	52.41	285.39	18%	62.11	19%	344.05	21%	85.76	38%
其他区域龙头	77.53	10.27	82.88	7%	11.53	12%	100.36	21%	13.35	16%

来源：iFind，华福证券研究所

春节旺季驱动成长，24Q1 板块整体营收/利润分别同增 15%/16%，整体而言表现稳健。与 23Q1 相比，24Q1 板块营收增速基本维持，利润增速下降。分价格带看，24Q1 营收增速徽酒>高端酒>其他区域龙头>板块整体>扩张型次高端>苏酒。与 23 年全年相比，徽酒依然保持强势领先的增长位置；高端酒增长稳健，其中茅台 24Q1 公司实现营业总收入 464.85 亿元，同比增长 18.04%；实现归母净利润 240.65 亿元，同比增长 15.73%，营收略超预期，24Q1 公司开门红圆满完成，为全年营收 15% 的增长目标奠定了良好开局，利润端税率影响，导致高端酒整体利润增速低于营收增速。其他区域龙头中，伊力特 24Q1 依然在改革前的模式下运营，改革红利尚未开始释放；扩张型次高端整体增速依然主要依靠山西汾酒带动，酒鬼 Q1 表现不及预期

系于一季度内参甲辰版尚处于市场拓展阶段，未形成销量支撑，加之其它内参产品因控货、停货未形成规模收入，导致公司一季度高端产品收入及利润均同比有大幅度下滑，随着内参核心单品市场价盘逐步恢复，新品市场拓展有序推进，预计二季度内参产品将恢复正常销售节奏。舍得 23Q1 基数较高，预计二季度开始基数影响逐步减小后，营收逐季表现向上可期。苏酒洋河及今世缘整体和 23 年表现趋势相同，洋河增速放缓拉低苏酒整体增速，且 23 年苏酒营收增速大于利润的情况在 24Q1 持续未变。

图表 2: 白酒板块 24Q1 营收增速基本保持，利润增速同比下滑

	Q1 营收及利润变化													
	21Q1		22Q1				23Q1				24Q1			
	营收	利润	营收	营收增速	利润	利润增速	营收	营收增速	利润	利润增速	营收	营收增速	利润	利润增速
贵州茅台	280.65	139.54	331.87	18%	172.45	24%	393.79	19%	207.95	21%	464.85	18%	240.65	16%
五粮液	243.25	93.24	275.48	13%	108.23	16%	311.39	13%	125.42	16%	348.33	12%	140.45	12%
泸州老窖	50.04	21.67	63.12	26%	28.76	33%	76.10	21%	37.13	29%	91.88	21%	45.74	23%
山西汾酒	73.32	21.82	105.30	44%	37.10	70%	126.82	20%	48.19	30%	153.38	21%	62.62	30%
舍得酒业	10.28	3.02	18.84	83%	5.31	76%	20.21	7%	5.69	7%	21.05	4%	5.50	-3%
水井坊	12.40	4.19	14.15	14%	3.63	-14%	8.53	-40%	1.59	-56%	9.33	9%	1.86	17%
酒鬼酒	9.08	2.68	16.88	86%	5.21	94%	9.65	-43%	3.00	-42%	4.94	-49%	0.73	-76%
洋河股份	105.20	38.63	130.26	24%	49.85	29%	150.46	16%	57.66	16%	162.55	8%	60.55	5%
今世缘	23.97	8.05	29.88	25%	10.02	24%	38.03	27%	12.55	25%	46.71	23%	15.33	22%
古井贡酒	41.30	8.14	52.74	28%	10.99	35%	65.84	25%	15.70	43%	82.86	26%	20.66	32%
迎驾贡酒	11.48	3.69	15.76	37%	5.50	49%	19.16	22%	7.00	27%	23.25	21%	9.13	30%
口子窖	11.73	4.20	13.12	12%	4.85	16%	15.92	21%	5.36	10%	17.68	11%	5.89	10%
金种子酒	2.94	-0.49	3.45	17%	-0.13	-74%	4.32	25%	-0.41	-28%	4.19	-3%	0.18	-143%
伊力特	5.44	1.31	6.24	15%	1.08	-18%	7.40	19%	1.48	37%	8.31	12%	1.59	7%
老白干酒	7.54	0.56	9.08	20%	2.66	54%	10.03	10%	1.02	-62%	11.30	13%	1.36	33%
金徽酒	5.08	1.15	7.06	39%	1.65	43%	8.93	27%	1.82	10%	10.76	20%	2.21	22%
顺鑫农业	54.86	3.73	39.07	-29%	1.04	-72%	40.88	5%	3.28	-24%	40.57	-1%	4.51	37%
整体	948.56	355.15	1132.30	19%	448.21	26%	1307.46	15%	534.43	19%	1501.94	14.9%	618.97	16%
高端酒	573.93	254.45	670.47	17%	309.43	22%	781.28	17%	370.50	20%	905.06	15.8%	426.84	15%
次高端	105.08	31.71	155.17	48%	51.24	62%	165.21	6%	58.48	14%	188.71	14.2%	70.72	21%
苏酒	129.17	46.68	160.14	24%	59.88	28%	188.49	18%	70.21	17%	209.26	11.0%	75.88	8%
徽酒	67.46	15.55	85.06	26%	21.22	36%	105.24	24%	27.64	30%	127.98	21.6%	35.86	30%
其他区域龙头	18.07	3.03	22.38	24%	5.39	78%	26.36	18%	4.33	-20%	30.37	15.2%	5.16	19%

来源: iFind, 华福证券研究所

按照“季度营业收入+季度间预收账款变动”所体现出来的真实营收，受春节假期影响，23Q4 及 24Q1 酒企报表端营收与真实营收增速之间差距普遍较大。从 24Q1 单季度来看，五粮液、老窖、汾酒、洋河真实营收增速较高，分别为 40%/36%/41%/43%。

图表 3: 23Q4 及 24Q1 部分高端次高端及区域龙头真实营收测算

		23Q4		24Q1	
		营收增速	真实营收增速	营收增速	真实营收增速
600519.SH	贵州茅台	20%	26%	18%	16%
000858.SZ	五粮液	14%	-17%	12%	40%
000568.SZ	泸州老窖	9%	-5%	21%	36%
600809.SH	山西汾酒	27%	12%	21%	41%
600702.SH	舍得酒业	28%	35%	4%	-20%
000799.SZ	酒鬼酒	22%	6%	-49%	-51%
002304.SZ	洋河股份	-22%	-12%	23%	43%
603369.SH	今世缘	27%	40%	26%	10%
000596.SZ	古井贡酒	9%	360%	26%	9%

来源: iFind, 华福证券研究所

考虑到春节错期的影响，23Q4+24Q1 合并来看，A 股白酒上市公司营收/归母净利润分别同增 15%/17%。23Q4+24Q1 营收增速：其他区域龙头>次高端>徽酒>高端酒>板块整体>扩张型次高端>苏酒。其他区域龙头中，伊力特此前受疫情影响基数较小，23Q4+23Q1 增幅较大；次高端增长领先系主要系汾酒强势增长叠加水井基数影响。苏酒落后主要系洋河 23Q4 控货去库存业绩下滑影响。


**图表 4: 23Q4+24Q1 合并来看, A 股白酒上市公司营收/归母净利润分别同增 15%/17%**

	营收			利润		
	22Q4+23Q1	23Q4+24Q1	增速	22Q4+23Q1	23Q4+24Q1	增速
贵州茅台	771.47	917.29	19%	391.12	459.23	17%
五粮液	493.28	555.69	13%	192.43	214.23	11%
泸州老窖	152.09	174.79	15%	58.61	72.54	24%
山西汾酒	167.52	205.22	23%	58.07	72.69	25%
舍得酒业	34.60	39.41	14%	10.55	10.26	-3%
水井坊	17.55	22.98	31%	3.20	4.33	35%
酒鬼酒	15.29	11.81	-23%	3.77	1.42	-62%
洋河股份	186.68	190.98	2%	60.72	58.68	-3%
今世缘	51.73	64.06	24%	16.76	20.33	21%
古井贡酒	105.33	125.87	20%	20.90	28.42	36%
迎驾贡酒	35.29	42.41	20%	12.02	15.46	29%
口子窖	29.65	32.84	11%	8.84	9.62	9%
金种子酒	8.04	8.16	2%	-0.93	0.30	-133%
伊力特	10.56	14.19	34%	1.74	2.70	55%
老白干酒	22.01	25.41	15%	2.77	3.84	39%
金徽酒	13.44	16.04	19%	2.48	2.77	12%
顺鑫农业	66.60	58.42	-12%	-3.73	4.47	-220%
<b>整体</b>	<b>2181.12</b>	<b>2505.58</b>	<b>15%</b>	<b>839.33</b>	<b>981.31</b>	<b>17%</b>
<b>高端酒</b>	<b>1416.84</b>	<b>1647.77</b>	<b>16%</b>	<b>642.16</b>	<b>746.00</b>	<b>16%</b>
<b>次高端</b>	<b>234.97</b>	<b>279.42</b>	<b>19%</b>	<b>75.59</b>	<b>88.71</b>	<b>17%</b>
<b>苏酒</b>	<b>238.41</b>	<b>255.04</b>	<b>7%</b>	<b>77.49</b>	<b>79.01</b>	<b>2%</b>
<b>徽酒</b>	<b>178.30</b>	<b>209.28</b>	<b>17%</b>	<b>40.84</b>	<b>53.81</b>	<b>32%</b>
<b>其他区域龙头</b>	<b>46.01</b>	<b>55.65</b>	<b>21%</b>	<b>6.99</b>	<b>9.31</b>	<b>33%</b>

来源: iFind, 华福证券研究所

**盈利端**, 多数酒企毛利率及净利率出现波动, 行业内卷之下销售费用率整体仍保持下降。23A 和 24Q1 净利率和毛利率均保持增长的酒企仅五粮液、泸州老窖、古井、迎驾、金种子 5 家。

**毛利率方面**: 23 年和 24Q1, 毛利率保持增长的酒企有高端酒茅台、五粮液、老窖, 徽酒古井、迎驾、金种子及疫后反弹修复的伊力特毛利率保持向上, 其他酒企均有波动, 次高端酒鬼、舍得、水井和老白干持续承压。从产品结构上看也可印证消费降级的趋势, 例如水井高档/中档酒营收分别增长 3.73%/64.08%、洋河中高档/普通酒分别增长 8.82%/20.70%、舍得中高档酒/普通酒吨价同比分别变化 -9.35%/+25.71%、老白干公司毛利率最高的武陵酒毛利率也在下降。在 17 家 A 股主要酒企中, 23 年 11 家毛利率同比上升(占比 65%), 24Q1 有 9 家毛利率提升(占比 53%)。

**净利率**: 毛利率保持增长而净利率下滑的主要有贵州茅台(24Q1)、五粮液(24Q1)、洋河今世缘(23A)、口子窖(23A)、伊力特(24Q1), 除了茅台和伊力特以外, 其他酒企毛利率增长而净利率下滑的当期销售费用率均有提升。其中, 茅台 24Q1 净利率下滑主要系受税率影响, 无碍基本面。

**费用端**: 23 年酒企之间存量竞争下虽然红包等奖励举措层出不穷、投放积极,

但多数酒企销售费用率基本都保持了下降，内部优化控费提效提升盈利水平的重要手段。23年销售费用率提升的有持续承压的次高端舍得、酒鬼、新品迭代调整中的口子窖、推进产品升级的顺鑫农业和竞争激励的苏酒龙头洋河及今世缘。

图表 5: A 股白酒上市公司 23A 及 24Q1 毛利率

	毛利率							
	22A	23A	22Avs23A	22Q1	23Q1	24Q1	23Q1vs24Q1	22Q1vs24Q1
贵州茅台	91.87	91.96	0.10	92.37	92.60	92.61	0.02	0.25
五粮液	75.42	75.79	0.37	78.41	78.39	78.43	0.03	0.02
泸州老窖	86.59	88.30	1.71	86.43	88.09	88.37	0.28	1.94
山西汾酒	75.36	75.31	-0.05	74.75	75.56	77.46	1.90	2.71
舍得酒业	77.72	74.50	-3.22	80.83	78.38	74.16	-4.22	-6.67
水井坊	84.49	83.16	-1.33	84.92	83.17	80.47	-2.71	-4.45
酒鬼酒	79.63	78.35	-1.29	79.77	81.54	71.08	-10.46	-8.69
洋河股份	74.60	75.25	0.64	77.30	76.60	76.03	-0.56	-1.26
今世缘	76.59	78.34	1.75	74.30	75.39	74.23	-1.16	-0.07
古井贡酒	77.17	79.07	1.90	77.90	79.67	80.35	0.68	2.45
迎驾贡酒	68.02	71.37	3.35	71.37	71.18	75.09	3.91	3.72
口子窖	74.16	75.19	1.03	78.03	76.63	76.48	-0.15	-1.55
金种子酒	26.45	40.32	13.88	34.60	27.23	44.52	17.29	9.92
伊力特	48.05	48.23	0.18	51.02	51.45	51.89	0.44	0.87
老白干酒	68.36	67.15	-1.20	70.23	65.42	62.72	-2.71	-7.51
金徽酒	62.78	62.44	-0.35	66.35	64.97	65.40	0.43	-0.95
顺鑫农业	31.73	31.80	0.07	32.85	37.72	37.15	-0.57	4.30

来源: iFind, 华福证券研究所

图表 6: A 股白酒上市公司 23A 及 24Q1 净利率

	净利率							
	22A	23A	22Avs23A	22Q1	23Q1	24Q1	23Q1vs24Q1	22Q1vs24Q1
贵州茅台	49.17	49.64	0.47	55.59	55.54	54.36	-1.18	-1.23
五粮液	37.81	37.85	0.04	41.28	42.09	42.02	-0.07	0.74
泸州老窖	41.44	43.95	2.52	45.81	48.91	49.83	0.92	4.02
山西汾酒	31.12	32.76	1.64	35.40	38.11	40.86	2.75	5.45
舍得酒业	28.08	25.03	-3.05	28.39	28.16	26.09	-2.07	-2.30
水井坊	26.02	25.62	-0.40	25.63	18.69	19.96	1.27	-5.67
酒鬼酒	25.89	19.36	-6.53	30.85	31.12	14.86	-16.26	-16.00
洋河股份	31.19	30.25	-0.94	38.29	38.39	37.24	-1.15	-1.05
今世缘	31.74	31.06	-0.69	33.55	33.01	32.81	-0.20	-0.74
古井贡酒	19.46	23.34	3.88	21.46	24.26	25.65	1.40	4.20
迎驾贡酒	31.03	34.12	3.09	35.05	36.71	39.41	2.69	4.35
口子窖	30.19	28.87	-1.32	37.00	33.66	33.34	-0.31	-3.66
金种子酒	-15.69	-1.34	14.35	-3.55	-9.36	4.38	13.74	7.93
伊力特	10.45	15.49	5.04	17.42	20.45	19.31	-1.14	1.89
老白干酒	15.21	12.67	-2.54	29.29	10.21	12.05	1.85	-17.23
金徽酒	13.88	12.66	-1.22	23.33	20.28	20.39	0.11	-2.94
顺鑫农业	-5.90	-2.82	3.08	2.61	7.97	11.14	3.17	8.53

来源: iFind, 华福证券研究所



图表 7: A 股白酒上市公司 23A 及 24Q1 销售费用率

	销售费用率							
	22A	23A	22Avs23A	22Q1	23Q1	24Q1	23Q1vs24Q1	22Q1vs24Q1
贵州茅台	8.91	8.63	● -0.28	7.27	6.12	5.99	● -0.12	● -1.28
五粮液	10.98	10.77	● -0.21	9.28	8.58	8.76	● 0.18	● -0.51
泸州老窖	18.04	16.43	● -1.60	14.67	12.22	9.96	● -2.26	● -4.71
山西汾酒	17.70	14.09	● -3.61	13.71	10.16	9.62	● -0.55	● -4.09
舍得酒业	27.07	28.33	● 1.26	28.81	27.85	25.46	● -2.39	● -3.35
水井坊	35.05	33.95	● -1.11	35.37	42.00	44.38	● 2.38	● 9.01
酒鬼酒	28.67	35.03	● 6.36	22.99	24.67	32.60	● 7.93	● 9.61
洋河股份	19.04	20.17	● 1.13	10.60	10.69	10.34	● -0.35	● -0.26
今世缘	20.93	23.62	● 2.68	14.77	17.11	15.82	● -1.29	● 1.05
古井贡酒	33.96	33.14	● -0.81	34.92	33.17	31.32	● -1.85	● -3.60
迎驾贡酒	13.72	12.79	● -0.93	11.69	9.88	9.50	● -0.38	● -2.18
口子窖	18.52	21.08	● 2.56	16.96	17.89	17.46	● -0.43	● 0.50
金种子酒	31.38	26.04	● -5.34	29.80	24.54	25.31	● 0.76	● -4.49
伊力特	17.65	13.98	● -3.68	10.27	10.30	9.81	● -0.50	● -0.46
老白干酒	38.95	35.01	● -3.94	47.90	37.15	31.45	● -5.70	● -16.45
金徽酒	33.57	33.03	● -0.54	23.86	26.07	26.10	● 0.03	● 2.25
顺鑫农业	17.79	21.38	● 3.60	16.48	15.67	11.79	● -3.88	● -4.70

来源: iFind, 华福证券研究所

从白酒上市公司 23 年目标完成情况及 24 年目标变化来看, 多数酒企顺利完成 23 年的目标任务。披露目标但未能完成的公司 24 年下调了目标, 此前市场担忧渠道与报表端断层, 目前看来渠道压力已在报表端体现。例如 23 年未完成目标的洋河, 23 年营收目标增速 15%, 实际完成 10%, 24 年营收目标 5%-10%。此外, 头部酒企 24 年增长目标与 23 年变化不大。说明 24 年存量市场中龙头保持增速不变, 已经承压的中小酒企只会更加内卷。24 年多数酒企只披露了营收目标, 而在披露营收和利润目标的酒企中, 部分酒企自己已减轻利润增长诉求, 例如今古井的营收增速目标与去年基本一致, 但利润增速目标出现下调; 金徽 30 亿营收目标, 利润 4 亿, 利润增长规划相对不激进。



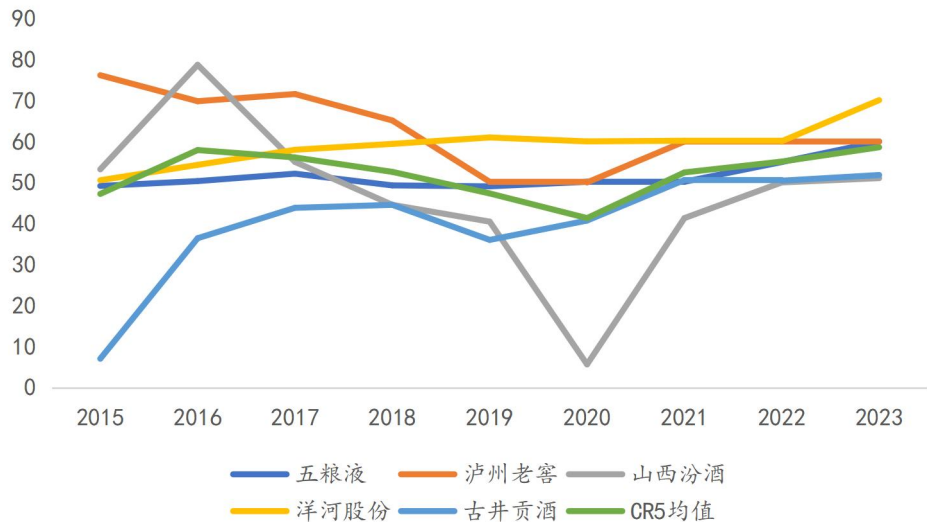
图表 8: 白酒上市公司 23 年目标完成情况与 24 年目标

	23年目标	23年营收增速	23年利润增速	实际表现	24年目标
贵州茅台	全年营收15%的增长目标	18%	19%	完成	全年营收15%的增长目标
五粮液	营业总收入力争实现两位数增长	13%	13%	完成	营业总收入持续保持两位数稳健增长
泸州老窖	营业收入同比增长不低于15%	20%	28%	完成	24年公司的增长目标为营业收入同比增长不低于15%
山西汾酒	全年营收20%的增长目标	22%	29%	完成	2024年公司为争营业收入较上年增长20%左右。
舍得酒业	按照股权激励, 营收目标+22%, 利润15.7亿元	17%	5%	完成	按照股权激励, 2024年营业收入不低于100.2亿元或归母净利润不低于20.5亿元
水井坊	主营业务收入和净利润均保持增长	6%	4%	完成	主营业务收入和净利润均保持增长
洋河股份	全年营收15%的增长目标	10%	7%	未完成	2024年公司为争营业收入同比增长5%-10%
今世缘	2023年经营目标为总营收100亿元左右, 净利润31亿元左右	28%	25%	完成	2024年经营目标为总营收122亿元左右, 净利润37亿元左右, 同比分别增长20.8%/18.0%
古井贡酒	2023年计划实现营业收入201亿元, 同比增长20.26%; 计划实现利润总额60亿元, 同比增长34.21%	21%	46%	完成	2024年计划实现营收244.50亿元, 同+20.72%; 利润总额79.50亿元, 同+25.55%
迎驾贡酒	N/A	22%	34%	N/A	实现经营业绩两位数增长
伊力特	2023年6月股东大会修正目标, 将2025年营收目标下调15亿元, 从50亿元目标调整为35亿元, 2023年25亿元营收目标不变	37%	105%	未完成	2024年公司营收目标28亿元, 利润目标4.95亿元, 较23年同比增长26%/46%。
老白干酒	收入目标+11.11%	13%	-6%	完成	2024年公司目标营收57.8亿元(对应增速11.8%), 营业成本控制控制在20.7亿元以内, 费用不超过17.5亿元, 营业税金及附加力争实现9.5亿元, 营业总成本控制在47.7亿元以内。
全椒酒	为争2023年实现营业收入25.00亿元, 同比增长24.27%; 净利润4.00亿元, 同比增长42.73%	27%	17%	收入目标完成	营收目标30亿元(同比+17.7%), 利润目标4亿元(此前目标6亿元多次下调, 24年维持4亿, 利润增速诉求不激进)

来源: iFind, 华福证券研究所

分红方面, 23年白酒板块除茅台外板块分红率提升至47.7%, CR5分红率+3.5pct。其中, 五粮液分红率提升5pct至60%, 和老窖持平。洋河23年虽然业绩不及预期, 但提升分红率10pct至70.1%, 除茅台外在白酒上市公司中目前位居第一名。此外, 舍得酒业分红率11pct至40.2%, 但提升后分红率仍低于板块整体水平, 未来仍有增长空间。23年分红率方面酒鬼酒提升19pct至59.3%, 老白干+23pct至61.8%, 天佑德+32.3pct至69.9%, 增幅领先。

图表 9: 白酒板块 CR5 分红率+3.5pct



来源: iFind, 华福证券研究所

图表 10: 白酒企业 23 年分红情况

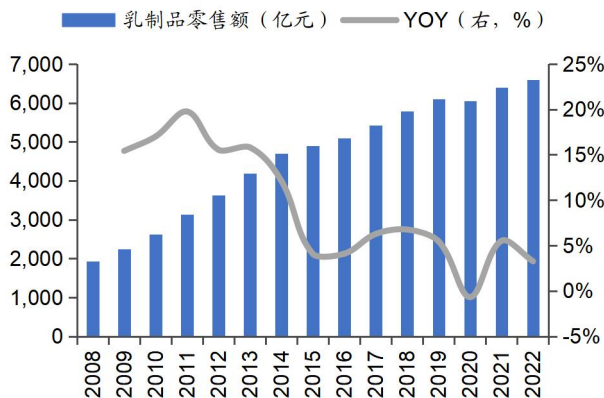
	上市以来分红率 (截至24Q1)	2023		
		股息率	年度现金分红比例	分红率变化
贵州茅台	49.41%	2.82	51.9	(茅台因有特别分红暂不算)
五粮液	35.29%	2.99	60.0	5.0
泸州老窖	46.74%	2.79	60.0	0.0
山西汾酒	26.10%	1.62	51.1	1.0
洋河股份	43.68%	4.73	70.1	10.0
古井贡酒	29.40%	1.60	51.8	1.4
今世缘	25.01%	1.72	39.8	3.4
舍得酒业	17.05%	2.73	40.2	10.5
迎驾贡酒	43.56%	1.72	45.5	-6.2
酒鬼酒	35.06%	1.72	59.3	19.0
口子窖	41.54%	3.43	52.2	-5.8
水井坊	52.12%	1.91	35.0	5.0
老白干酒	32.19%	2.03	61.8	23.0
金徽酒	29.02%	1.76	60.0	5.7
伊力特	47.93%	1.82	54.2	-62.8
天佑德酒	39.46%	1.02	69.9	32.3
顺鑫农业	23.82%	0.00	0.0	0.0
金种子酒	39.86%	0.00	0.0	0.0

来源: iFind, 华福证券研究所

## 2 乳制品: 行业需求仍偏弱, 具备一定利润弹性

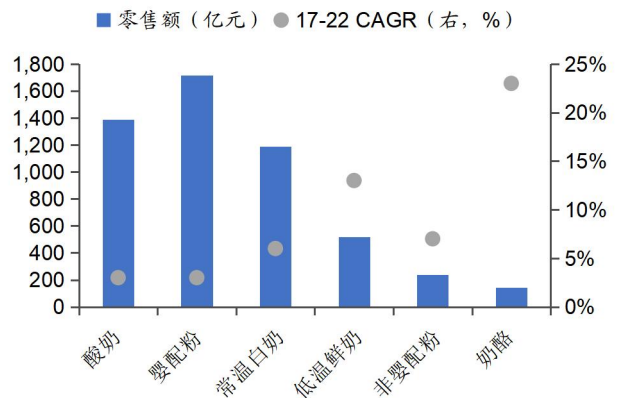
行业进入成熟期, 奶酪、低温行业增速仍较高。根据 Euromonitor, 2022 年中国大陆乳制品零售额为 6599.7 亿元, 同比增长 3.27%, 近 5 年 CAGR 为 4%。从细分赛道来看, 2022 年常温白奶/酸奶零售额 1187/1387 亿元, CAGR5 分别为 6%/3%, 已进入成熟期, 近五年增速较缓; 反观低温/奶酪零售额较低分别为 517/143 亿元, 但 CAGR5 达 13%/23%, 处于高速增长阶段, 细分市场增速出现差异化。

图表 11: 乳制品行业进入成熟期



来源: Euromonitor, 华福证券研究所

图表 12: 乳制品细分行业增速亮眼

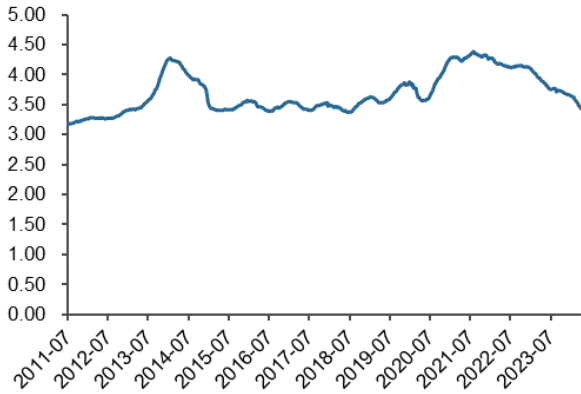


来源: Euromonitor, 华福证券研究所

原奶价格呈下行趋势, 乳企兑现利润空间。原奶价格自 2018 年 8 月开始上涨, 至 2021 年 8 月 25 日, 主产区生鲜乳平均价格为 4.38 元/公斤, 三年间原奶价格上涨幅度高达 29.6%。但自 2021 年 8 月 25 日开始, 原奶价格进入下行周期, 截至 2024 年 5 月 6 日, 原奶价格已累计下跌-21.7%, 成本端的价格下降给乳企利润端的释放带

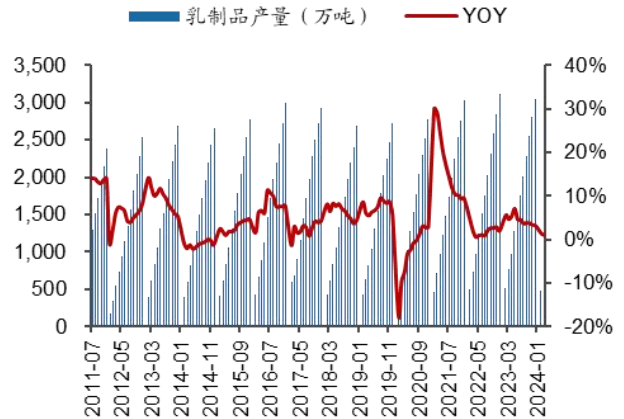
来利好。

图表 13: 原奶价格仍处于下行期



来源: wind, 华福证券研究所

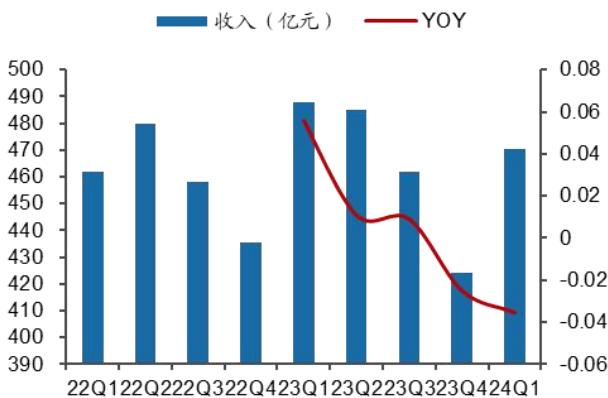
图表 14: 乳制品产量及同比 (万吨)



来源: wind, 华福证券研究所

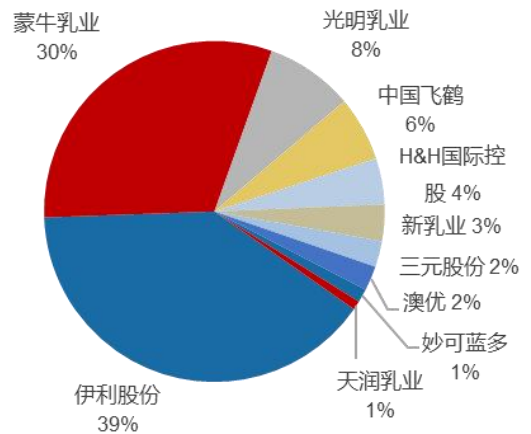
收入端来看, 竞争加剧导致板块整体收入呈下滑趋势, 不同乳企表现各有参差。2023 年乳制品板块收入 3,253.50 亿元, 同比增长 1.2%, 同时 22-23 年伊利蒙牛双寡头所占板块比重分别为 38.3%/38.8%和 29.9%/30.3%, 行业龙头地位稳固; 24Q1 板块收入 470.29 亿元, 同比下降 3.6%, 考虑到春节错配影响, 我们测算 23Q4+24Q1 板块收入为 894.59 亿元, 同比下降 3.1%。龙头乳企例如伊利收入端承压, 但区域乳企利润新乳业、天润乳业收入端实现同比增长。2023 年全年及 24Q1 新乳业/天润乳业营收同比增长 9.8%/3.7%和 12.6%/1.5%, 对比伊利 2.4%/-2.6%, 24Q1 部分区域乳企实现收入端的逆势增长。

图表 15: 单季度来看乳制品板块收入及同比



来源: iFind, 华福证券研究所

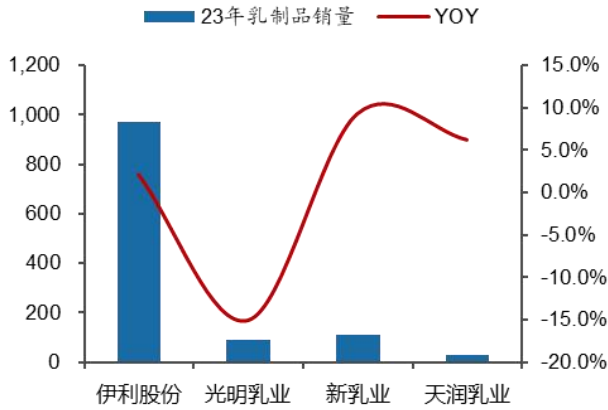
图表 16: 2023 年 top10 乳企收入占比



来源: iFind, 华福证券研究所

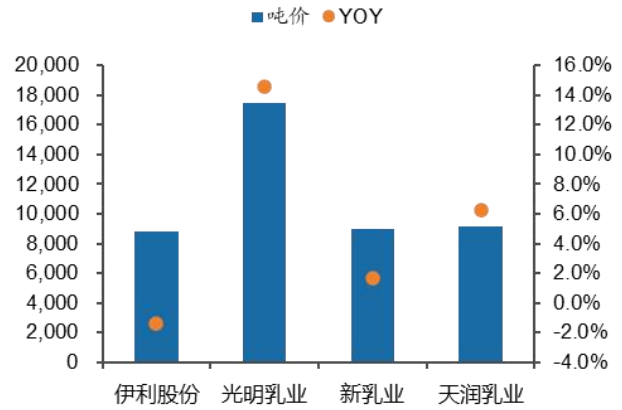
量价拆分来看, 2023 年伊利股份/光明乳业/新乳业/天润乳业销售量分别为 969.47/89.74/109.39/28.45 万吨, 同比变动 2.1%/-15.1%/9.3%/6.2%; 吨价分别为 8823.5/17437.4/8989.8/9173.5 元/吨, 同比变动-1.4%/14.5%/1.7%/6.3%, 伊利吨价同比下降推测系春节备货较多、终端货品积压而带来的产品货折增加所致, 随着出货量减少, 预计终端渠道趋于良性, 下半年液体乳销售将迎来好转; 光明乳业、新乳业及天润乳业吨价增长主要系产品结构优化所致。

图表 17: 重点乳企 23 年销售量情况 (万吨)



来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 18: 重点乳企 23 年吨价及同比情况 (元/吨)



来源: 公司公告, 华福证券研究所

费用端情况来看, 2023 年伊利股份/光明乳业/新乳业/天润乳业销售费用率分别为 17.89%/12.01%/15.28%/19.11%, 同比变动-0.7/-0.3/+1.7/+1.2pcts, 新乳业及天润乳业的费用率增长略高于伊利股份, 推测系面对行业竞争, 区域乳企往往选择增加费用投放来获得更高的关注度来提高竞争力, 以及增加折扣力度吸引消费者。

图表 19: 重点乳企毛利率及费用率情况

名称	毛利率								
	22Q4	22年	23Q4	对比同期	23年	对比同期	23Q1	24Q1	对比同期
伊利股份	31.15%	32.26%	31.48%	0.32%	32.58%	0.32%	33.77%	35.79%	2.02%
光明乳业	19.44%	18.65%	23.16%	3.71%	19.66%	1.00%	19.96%	19.64%	-0.32%
新乳业	21.72%	24.04%	25.25%	3.52%	26.87%	2.84%	27.06%	29.38%	2.32%
妙可蓝多	33.27%	34.15%	24.97%	-8.30%	29.24%	-4.92%	32.69%	33.09%	0.40%
天润乳业	17.65%	17.89%	17.58%	-0.07%	19.11%	1.23%	20.05%	16.43%	-3.62%
贝因美	50.21%	45.88%	47.22%	-2.99%	47.07%	1.19%	44.06%	44.34%	0.28%
燕塘乳业	21.73%	23.54%	21.79%	0.07%	26.04%	2.50%	25.41%	24.31%	-1.10%
熊猫乳品	18.16%	19.27%	22.32%	4.16%	23.13%	3.86%	20.86%	28.86%	8.00%
销售费用率									
伊利股份	19.00%	18.60%	18.68%	-0.32%	17.89%	-0.71%	17.07%	18.45%	1.38%
光明乳业	12.93%	12.31%	10.56%	-2.37%	12.01%	-0.30%	11.78%	11.52%	-0.26%
新乳业	12.09%	13.56%	15.91%	3.81%	15.28%	1.72%	15.49%	17.08%	1.59%
妙可蓝多	30.99%	25.24%	21.12%	-9.86%	23.18%	-2.06%	24.25%	22.40%	-1.85%
天润乳业	3.32%	5.17%	5.21%	1.89%	5.41%	0.23%	5.57%	5.72%	0.15%
贝因美	40.26%	32.73%	28.73%	-11.53%	31.34%	-1.39%	29.22%	28.45%	-0.77%
燕塘乳业	11.70%	10.78%	10.86%	-0.85%	10.24%	-0.54%	10.29%	12.65%	2.36%
熊猫乳品	6.50%	6.10%	4.01%	-2.49%	4.41%	-1.70%	4.71%	5.02%	0.32%
毛销差									
伊利股份	12.15%	13.66%	12.80%	0.65%	14.69%	1.03%	16.71%	17.34%	0.64%
光明乳业	6.51%	6.34%	12.59%	6.09%	7.64%	1.30%	8.18%	8.12%	-0.06%
新乳业	9.63%	10.48%	9.34%	-0.29%	11.60%	1.12%	11.57%	12.30%	0.73%
妙可蓝多	2.29%	8.91%	3.85%	1.56%	6.05%	-2.86%	8.44%	10.69%	2.25%
天润乳业	17.89%	17.89%	19.11%	1.23%	19.11%	1.23%	20.05%	16.43%	-3.62%
贝因美	45.88%	45.88%	47.07%	1.19%	47.07%	1.19%	44.06%	44.34%	0.28%
燕塘乳业	23.54%	23.54%	26.04%	2.50%	26.04%	2.50%	25.41%	24.31%	-1.10%
熊猫乳品	19.27%	19.27%	23.13%	3.86%	23.13%	3.86%	20.86%	28.86%	8.00%

来源: iFind, 华福证券研究所



利润端来看，均表现出一定弹性。2023 年伊利股份/光明乳业/新乳业/天润乳业归母净利分别为 104.29/9.67/4.31/1.42 亿元，同比变动 10.6%/168.2%/19.2%/-27.7%。主要系①成本红利，原奶价格仍处于下行期，以及乳企向上游布局构建成本优势；②控费用，23Q4+24Q1 费用率大部分有一定下降，但伊利、新乳业、天润的销售费用率有 1pcts 左右增长，考虑到是竞争带来的促销加剧所致。

图表 20: 重点乳制品企业收入&利润及同比情况 (亿元)

名称	23Q4				23年报				24Q1			
	收入	同比	利润	同比	收入	同比	利润	同比	收入	同比	利润	同比
伊利股份	287.75	-1.8%	10.48	-23.5%	1,257.58	2.5%	104.29	10.6%	325.77	-2.6%	59.23	63.8%
光明乳业	58.21	-14.8%	6.45	扭亏	264.85	-6.1%	9.67	168.2%	64.17	-9.2%	1.72	-8.1%
新乳业	27.93	10.6%	0.50	-2.6%	109.87	9.8%	4.31	19.2%	26.14	3.7%	0.90	46.9%
妙可蓝多	9.74	-2.6%	0.30	扭亏	40.49	-16.2%	0.63	-53.1%	9.50	-7.1%	0.41	70.6%
天润乳业	6.31	13.0%	0.00	-101.1%	27.14	12.6%	1.42	-27.7%	6.41	1.5%	0.05	-91.7%
贝因美	6.12	2.1%	-0.02	减亏	25.28	0.8%	0.47	-127.0%	7.20	2.3%	0.22	80.2%
燕塘乳业	4.69	0.7%	0.37	143.1%	19.50	4.0%	1.80	81.6%	3.79	-11.6%	0.16	-42.9%
熊猫乳品	2.38	-3.8%	0.27	101.84%	9.47	6.2%	1.09	104.11%	1.85	-14.0%	0.27	38.6%

来源: iFind, 华福证券研究所

我们预计 24 年原奶价格仍处于下行区间，企业端的降本控费、龙头乳企追求净利率目标、区域乳企新品新渠道的拓展拉动营收增长仍将是整个竞争格局的主旋律，春节备货催化的行业竞争会随着终端动销的疲软而弱化，维持双寡头伊利蒙牛的竞争趋于常态化的判断，并且全国性乳企也在布局低温品类，蚕食区域乳企的竞争优势，全国性乳企的竞争优势更加明确。

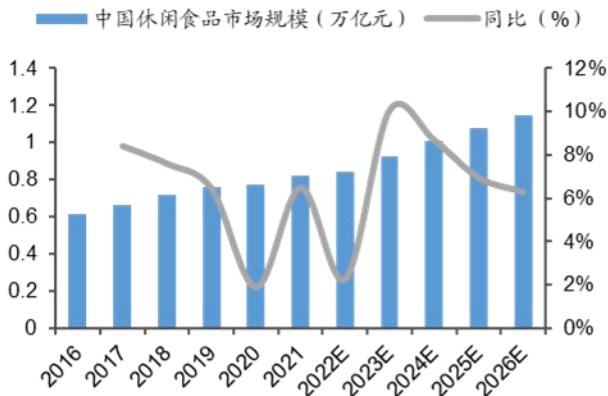
**推荐标的：伊利股份。**公司对于终端积压货品的梳理预计上半年结束，下半年有望快速增长。液奶方面策略以稳价盘为主，预计结构稳中向好。其中金典有机占比有望提升；安慕希新品逐渐成长；婴配粉 24 年有望实现较好的增长目标。**建议关注：新乳业。**公司业绩期表现亮眼，建议关注低温新品进展以及原奶价格拐点带来对公司成本端影响。

### 3 休闲零食：渠道仍有红利，新品释放空间

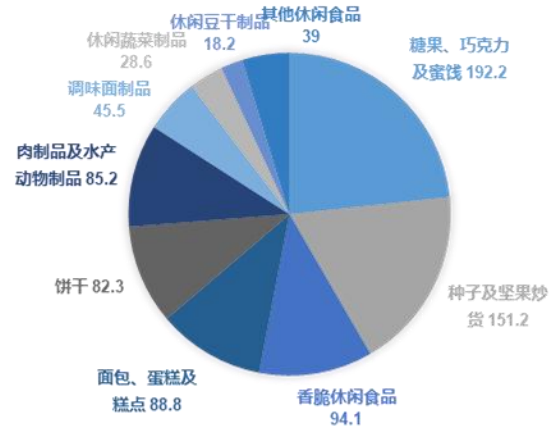
休闲零食万亿规模，行业集中度仍然较低，大单品缺少。随着我国人均可支配收入的持续增长与消费者群的不断扩大，休闲食品市场规模保持着稳健的增长态势。根据弗若斯特沙利文的相关统计数据，休闲食品行业规模从 2016 的 6128 亿元增至 2021 的 8251 亿元，预计 2024 年休闲食品市场将会突破 1 万亿元。根据 2021 年中国休闲食品细分产品需求结构，糖巧及蜜饯占比最大，达 23.3%，排在之后的依次是种子及坚果炒货、香脆休闲食品、面包、蛋糕与糕点、肉制品与水产动物制品，占比分别为 18.33%/11.40%/10.76%/10.33%。需求的相对分散也导致国内市场难以涌现出大单品，我们统计了下 10 亿量级及以上规模大单品包括劲仔深海小鱼，卫龙辣条及魔芋爽，洽洽瓜子及每日坚果等。

图表 21: 中国休闲食品市场规模

图表 22: 2021 年中国休闲零食市场格局



来源：弗若斯特沙利文，华福证券研究所



来源：弗若斯特沙利文，华福证券研究所

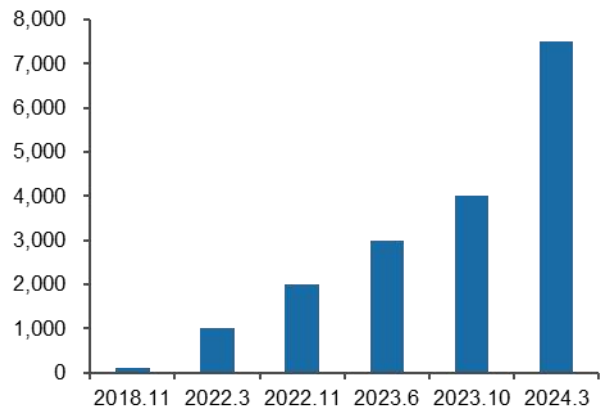
从渠道的角度来看，近年来多家零食品牌公司探索全渠道发展、拥抱量贩零食新业态。劲仔食品、甘源食品、盐津铺子、洽洽食品、好想你均陆续入局，并且凭借量贩零食新渠道的增量带来业绩的增长。我们认为，量贩零食新渠道出现加速行业内卷，通过并购加速扩张。从目前来看，大多数零食品牌还在跑马圈地的过程中，以湖南地区的零食很忙为例，2023年11月与赵一鸣战略合并组建形成新的“零食很忙集团”，截至2024年3月合并后门店超7500家，合并后两家力争形成业务上的协同、减少内耗，进军全国化；另一家量贩零食龙头万辰集团全国门店6500+家（截至2024年2月）。各品牌主要基于发源地市场向周边扩张，区域分布特性明显，同时量贩零食门店大多分布在华南华东和西南区域，华北市场待开发。

图表 23: 量贩零食主要品牌的门店分布情况

品牌	基地市场	总门店数*
零食很忙	湖南省	3,000+
零食有鸣	四川省	2,000+
赵一鸣	江西省	2,000+
好想来 (万辰旗下)	江苏省	1,000+
糖果	福建省	1,000+
老婆大人 (万辰旗下)	浙江省	1,000+
来优品 (万辰旗下)	安徽省	900+

来源：Euromonitor，华福证券研究所（数据截至2023年9月）

图表 24: 零食很忙门店扩张情况 (家)



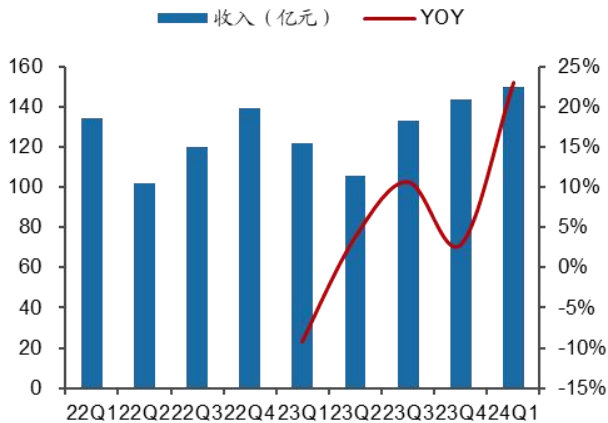
来源：零食很忙官网，澎湃，华福证券研究所

休闲零食行业整体情况来看，我们预计休闲零食企业在受益新渠道如量贩零食以及内容平台抖音渠道的放量、以及新品类例如鹤鹑蛋、魔芋等产品的推出将继续带来营收端的增长，同时考虑降本控费下，预计24年业绩端仍将维持不错表现，但后续仍有情绪回落以及整体渠道放量有限、新渠道竞争格局恶化、新品不及预期的风险。

休闲零食行业整体情况来看，2023年行业整体实现503.65亿元，同比增长1.6%，板块整体归母净利为503.65亿元，同比增长1.6%，考虑到春节错配情况，23Q4+24Q1板块整体收入292.99亿元，同比增长12.2%，归母净利20.12亿元，同比增长30.6%，

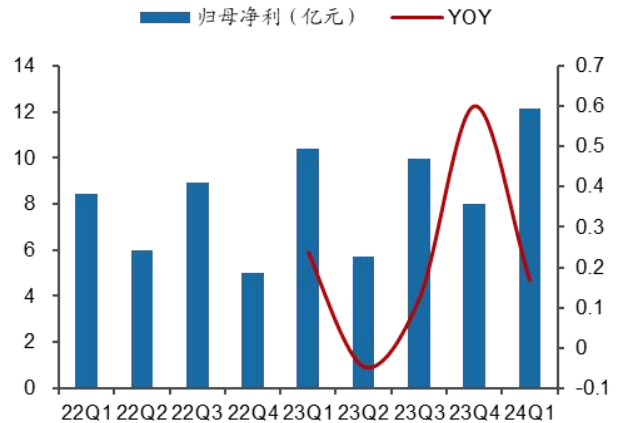
受益春节礼赠消费场景的恢复影响，收入利润端均实现同比增长。

图表 25: 单季度来看零食板块收入及同比



来源: iFind, 华福证券研究所

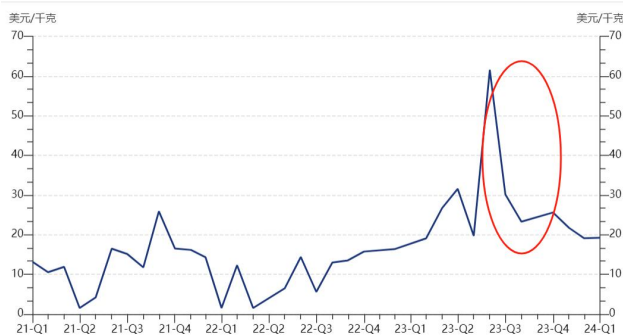
图表 26: 单季度来看零食板块归母净利及同比



来源: iFind, 华福证券研究所

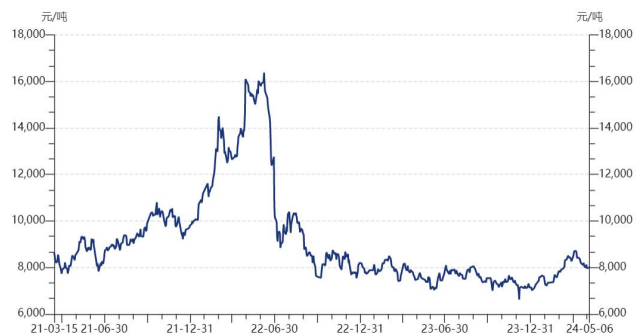
**原材料成本走低，零食企业享受成本红利。** 零食企业受原材料价格影响较大，毛利率变化情况各有不同，分重点企业来看，洽洽食品/桃李面包/盐津铺子/良品铺子/三只松鼠/甘源食品/劲仔食品/好想你/西麦食品/桂发祥 23 年毛利率分别为 26.8% /22.8% /33.5% /27.7% /23.3% /36.2% /28.2% /25.7% /44.5% /46.0%，同比变动 -5.2/-1.2/-1.2/0.2/-3.4/2.0/2.5/2.9/1.4/17.6pcts。受 23H2 鳀鱼价格走低影响，劲仔食品毛利率有所提升；甘源食品原材料成本棕榈油价格在 23 年持续下降影响，毛利率有所提升。但洽洽食品受葵花籽采购价格上涨影响，23 年毛利率有所下降。

图表 27: 23H2 开始鳀鱼价格持续下行



来源: wind, 华福证券研究所

图表 28: 23 年棕榈油价格持续走低



来源: wind, 华福证券研究所

图表 29: 重点休闲零食企业毛利率情况

名称	2022 年				2023 年				
	22Q4	22 年	23Q4	对比同期	23 年	对比同期	23Q1	24Q1	对比同期
洽洽食品	34.59%	31.96%	29.30%	-5.29%	26.75%	-5.21%	28.52%	30.43%	1.92%
桃李面包	24.23%	23.98%	21.24%	-2.99%	22.79%	-1.20%	23.94%	23.10%	-0.83%
盐津铺子	31.24%	34.72%	31.06%	-0.18%	33.54%	-1.18%	34.57%	32.10%	-2.47%



良品铺子	25.85%	27.57%	25.43%	-0.43%	27.75%	0.18%	29.16%	26.43%	-2.74%
三只松鼠	24.54%	26.74%	20.77%	-3.78%	23.33%	-3.41%	28.27%	27.40%	-0.87%
甘源食品	34.90%	34.26%	36.04%	1.14%	36.24%	1.98%	36.35%	35.39%	-0.95%
劲仔食品	23.69%	20.12%	29.72%	6.04%	23.63%	3.51%	18.97%	20.32%	1.35%
好想你	24.70%	25.62%	32.61%	7.91%	28.17%	2.54%	25.98%	30.02%	4.04%
西麦食品	41.07%	43.13%	41.45%	0.38%	42.23%	-0.90%	43.15%	41.51%	-1.64%
桂发祥	58.57%	60.14%	63.28%	4.71%	62.05%	1.92%	58.37%	61.07%	2.70%

来源：iFind，华福证券研究所

重点企业情况来看：

**劲仔食品：**24年Q1公司实现营收5.40亿元，同比增长23.6%；实现归母净利润0.74亿元，同比增长87.7%；实现扣非归母净利润0.58亿元，同比增长77.5%；考虑到春节错配情况，我们测算23Q4+24Q1公司营收为11.12亿元，同比增长25.1%；归母净利1.50亿元，同比增长104.1%。对比盐津铺子同口径收入/归母净利同比增长28.5%/38.6%，公司成本及控费优势更加突出。

**甘源食品：**23年公司实现营收18.48亿元，同增27.36%；实现归母净利润3.29亿元，同比增长107.82%。24Q1公司实现营收5.86亿元，同增49.75%；实现归母净利润9129.27万元，同比增长65.30%。分产品看，23年公司综合果仁及豆果系列/青豌豆系列/瓜子仁系列/蚕豆系列/其他系列分别实现营收4.29/3.95/2.36/1.95/3.15亿元，同比分别增长38.75%/21.64%/15.03%/6.63%/51.41%，全品类营收实现增长，其中花生等其他品类营收增长领先。

**洽洽食品：**公司23年实现营收68.06亿元，同比减少1.13%；实现归母净利润8.03亿元，同比减少17.77%。单季度来看，23Q4公司实现营收23.27亿元，同比下降6.9%；实现归母净利润2.97亿元，同比下降15.06%。分产品看，23年公司葵花子/坚果类/其他产品分别实现营收42.70/17.53/7.16亿元，同比分别变化-5.36%/+8.00%/+1.51%，营收占比最大的葵花子产品（占比62.75%）增长承压。

**西麦食品**发布23年年报及24Q1季报。23年公司实现营收15.78亿元，同比增长18.89%；实现归母净利润1.15亿元，同比增长6.08%。单季度来看，23Q4公司实现营收4.45亿元，同比增长22.21%；实现归母净利润0.23亿元，同比下降6.20%；24Q1公司实现营收5.66亿元，同比增长46.07%；实现归母净利润0.45万元，同比增长14.59%。

**万辰集团**作为量贩零食店稀缺标的，在合并“陆小馋”、“好想来”、“来优品”和“吡啱吡啱”品牌后，截止2024年1月，万辰集团量贩零食板块门店数量超过6000家，并保持月均超500家门店的开业速度。公司积累了丰富的行业经验，选品、物流仓储等全链路供应链体系完善，在量贩零食店渠道红利加速释放背景下，公司积极拓店，有望形成以华东为大本营，并逐步延伸全国的门店布局。

图表 30: 重点休闲零食企业收入&利润及同比情况 (亿元)

名称	23Q4				23年报				24Q1			
	收入	同比	利润	同比	收入	同比	利润	同比	收入	同比	利润	同比
劲仔食品	5.72	26.51%	0.76	122.76%	20.65	41.26%	2.10	68.12%	5.40	23.58%	0.74	87.7%
盐津铺子	11.11	20.22%	1.10	32.62%	41.15	42.22%	5.06	67.76%	12.23	37.00%	1.60	43.1%
洽洽食品	23.27	-6.90%	2.97	-15.01%	68.06	-1.13%	8.03	-17.75%	18.22	36.39%	2.40	35.1%
桃李面包	16.92	2.03%	1.15	-23.59%	67.59	1.08%	5.74	-10.31%	14.00	5.15%	1.15	-16.9%
好想你	6.37	49.81%	-0.11	-91.89%	17.28	23.40%	-0.52	-72.65%	4.94	19.05%	0.13	2.6%
西麦食品	4.45	22.21%	0.23	-5.99%	15.78	18.89%	1.15	6.13%	5.66	46.07%	0.45	14.6%
桂发祥	0.98	130.94%	-0.02	-92.85%	5.04	113.20%	0.61	-186.44%	1.60	12.44%	0.19	-26.8%
青岛食品	1.13	-7.53%	0.11	-32.52%	4.89	-0.91%	0.86	-5.82%	1.32	0.73%	0.29	6.6%
甘源食品	5.34	10.85%	1.15	67.08%	18.48	27.36%	3.29	107.87%	5.86	49.75%	0.91	65.5%
黑芝麻	7.55	23.52%	-0.01	-99.83%	26.77	-11.25%	0.43	-130.70%	4.59	25.70%	0.03	-64.1%
元祖股份	5.02	9.14%	-0.25	-20.78%	26.59	2.78%	2.76	3.74%	4.21	5.96%	-0.08	-4.7%
良品铺子	20.46	-16.02%	-0.11	-122.91%	80.46	-14.76%	1.80	-46.26%	24.51	2.79%	0.62	-56.0%
三只松鼠	25.32	29.18%	0.50	41.07%	71.15	-2.45%	2.20	70.30%	36.46	91.83%	3.08	60.8%
来伊份	9.75	-13.95%	0.53	67.37%	39.77	-9.25%	0.57	-44.09%	10.61	12.47%	0.61	-13.9%

来源: iFind, 华福证券研究所

**建议关注:** 折扣化趋势及量贩门店增量受益标的劲仔食品、盐津铺子; 因春节礼赠需求旺盛, 礼盒销售表现较好、发力零食专营渠道及抖音平台有望带来业绩增量的西麦食品; 量贩零食稀缺标的万辰集团。

#### 4 保健品: 健康化趋势持续, 关注益生菌板块优质标的

**疫情助推益生菌关注度, 益生菌行业高速发展。** 新冠疫情提升居民健康意识, 消费者更加关注合理饮食, 希望通过日常行为提升免疫力从而预防疾病。在《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案(试行第四版)》中, 肠道微生态调节剂被纳入治疗方案, 可维持肠道生态平衡, 预防继发细菌感染。根据 Statista 数据, 根据 Statista 的数据显示, 2018-2022 年全球益生菌行业的市场规模呈现逐年增长的状态。2022 年全球益生菌行业市场规模约达 660 亿美元, 较 2018 年的 494 亿美元增长近 33.6%, 年均复合增速达 7.5%。预计从 2023 年到 2026 年, 全球益生菌市场将继续保持稳步增长的态势, 并于 2026 年达到 911 亿美元, 年均复合增速达 8.3%。

**益生菌终端产品仍处于价增阶段。** 根据前瞻研究院数据, 从我国益生菌终端产品的价格来看, 2022 年我国益生菌终端产品价格普遍在 100-200 元之间。相比 2020 年, 大部分终端产品价格均有上涨趋势, 涨幅在 9%-60%之间不等。

图表 31: 部分益生菌产品单价变化趋势

母公司	品牌名	产品名称	产品形态	2020 年单价	2023 年单价
汤臣倍健	lifespace (益倍适)	成人 320 亿益生菌 胶囊	胶囊	159 元/60 粒 /瓶	199 元/60 粒/ 瓶
健合(H&H)国际控 股	合生元	婴幼儿益生菌粉	粉状	128 元/30 袋	198 元/30 袋
江中药业	利活	益生菌固体饮料	粉状	108 元/20 袋	145 元/20 袋
黄金搭档	黄金搭档	益生菌冻干粉	粉状	158 元/20 袋	142 元/20 袋
美丽营养科技	WonderLab	小蓝胖瓶益生菌	粉状	169 元/10 瓶	139 元/10 瓶
同仁堂科技	同仁堂	清幽菌固体饮料	粉状	100 元/20 袋	109 元/20 袋

来源: 前瞻研究院, 华福证券研究所

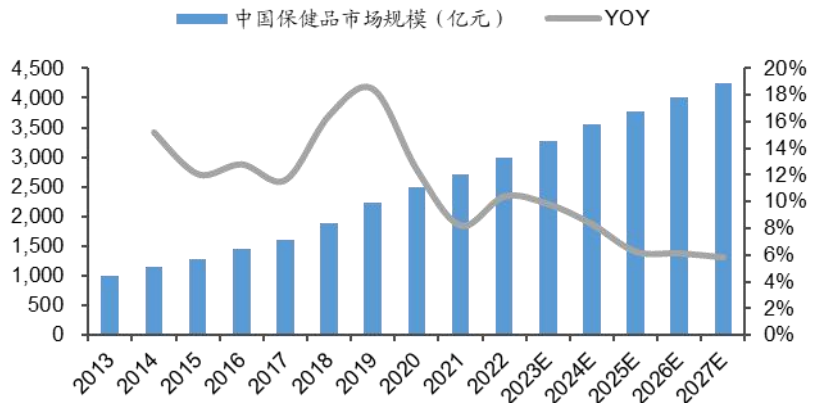
图表 32: 益生菌产品形态多种多样



来源: 淘宝, 华福证券研究所

我国保健品行业空间广阔, 根据艾媒咨询, 2022 年我国保健品市场规模为 2989 亿元, 五年内 CAGR 为 13.1%, 增长迅速。短期来看, 保健品行业受“百日行动”打假负面新闻、跨境电商法带来的监管趋严等事件影响增速有一定回落, 但长期来看“银发一族”和“年轻一代”作为驱动行业增长的核心群体, 在健康意识提升、老龄化背景下, 行业发展动能充足、空间广阔。

图表 33: 我国保健品行业空间广阔



来源: 艾媒咨询, 华福证券研究所

保健品行业整体情况来看: 23 年板块整体收入 203.09 亿元, 同比增长 21.0%; 归母净利润 24.37 亿元, 同比增长 24.2%。分重点公司来看: **毛利率方面**, 汤臣倍健/金达威/仙乐健康/科拓生物/均瑶健康/蔚蓝生物/青海春天/百合股份毛利率分别为 68.9%/37.3%/30.3%/54.6%/24.4%/46.2%/61.2%/37.4%, 同比变动 0.6/-3.2/-0.9/2.6/-11.2/3.0/15.1/1.0pcts; **销售费用率**分别为 41.0%/10.3%/7.8%/11.3%/24.4%/46.2%/61.2%/37.4%, 同比变动 0.7/0.7/2.6/4.0/-11.2/3.0/15.1/1.0pcts, 销售费用率受行业发展初期品牌推广所需, 费用投放较高影响, 均实现不同程度上升。

图表 34: 重点保健品企业收入&利润及同比情况 (亿元)

名称	23Q4				23年报				24Q1			
	收入	同比	利润	同比	收入	同比	利润	同比	收入	同比	利润	同比
汤臣倍健	16.25	-4.5%	-1.55	61.2%	94.07	19.7%	17.46	26.0%	26.46	-14.9%	7.27	-29.4%
金达威	7.82	11.0%	0.33	扭亏	31.03	3.1%	2.77	7.7%	7.43	-6.0%	0.71	-18.6%
仙乐健康	10.79	50.1%	0.96	165.5%	35.82	42.9%	2.81	32.4%	9.52	35.5%	0.63	114.4%
科拓生物	0.82	-21.7%	0.21	-7.6%	2.99	-8.9%	0.93	-14.9%	0.59	-18.2%	0.19	-7.7%
均瑶健康	2.78	97.0%	-0.25	亏损	16.34	65.7%	0.58	-24.0%	3.96	-11.1%	0.26	9.3%
蔚蓝生物	3.19	-4.3%	0.25	62.4%	11.99	3.1%	0.81	15.6%	2.87	23.3%	0.13	20.5%
青海春天	0.53	68.6%	-1.98	-6.9%	2.14	33.5%	-2.68	-6.8%	0.84	50.0%	-0.27	-6.3%
百合股份	2.39	15.8%	0.40	29.4%	8.71	20.1%	1.69	22.7%	1.89	-18.7%	0.35	-22.2%

来源: iFind, 华福证券研究所

图表 35: 重点保健品企业毛利率及费用率情况

名称	毛利率						销售费用率		
	22Q4	22年	23Q4	对比同期	23年	对比同期	23Q1	24Q1	对比同期
汤臣倍健	66.47%	68.28%	65.22%	-1.26%	68.89%	0.60%	70.32%	69.90%	-0.42%
金达威	39.45%	40.49%	38.39%	-1.06%	37.33%	-3.16%	37.09%	38.74%	1.64%
仙乐健康	31.42%	31.18%	30.53%	-0.89%	30.27%	-0.91%	27.67%	30.62%	2.95%
科拓生物	50.15%	51.98%	55.62%	5.46%	54.58%	2.61%	52.53%	54.34%	1.81%
均瑶健康	49.51%	35.64%	22.91%	-26.60%	24.43%	-11.21%	22.55%	29.50%	6.95%
蔚蓝生物	45.60%	43.23%	51.43%	5.82%	46.23%	3.00%	43.80%	44.46%	0.65%
青海春天	-10.97%	46.11%	46.24%	57.21%	61.21%	15.10%	65.24%	54.26%	-10.98%
百合股份	33.65%	36.40%	32.56%	-1.09%	37.41%	1.01%	39.26%	40.15%	0.89%
汤臣倍健	63.68%	40.31%	69.58%	5.90%	41.02%	0.71%	24.63%	31.20%	6.58%
金达威	10.36%	9.60%	12.14%	1.78%	10.32%	0.73%	8.00%	9.56%	1.56%
仙乐健康	6.04%	5.19%	8.55%	2.51%	7.75%	2.56%	7.45%	7.68%	0.23%
科拓生物	8.06%	7.38%	13.19%	5.14%	11.34%	3.96%	10.71%	9.25%	-1.45%
均瑶健康	37.28%	18.96%	15.55%	-21.73%	11.49%	-7.47%	10.06%	10.83%	0.78%
蔚蓝生物	14.63%	15.20%	14.06%	-0.57%	15.82%	0.62%	17.13%	15.26%	-1.87%
青海春天	109.46%	76.94%	82.10%	-27.36%	79.97%	3.03%	88.55%	64.00%	-24.55%
百合股份	8.52%	7.89%	7.48%	-1.05%	9.16%	1.27%	8.31%	10.38%	2.07%

来源: iFind, 华福证券研究所

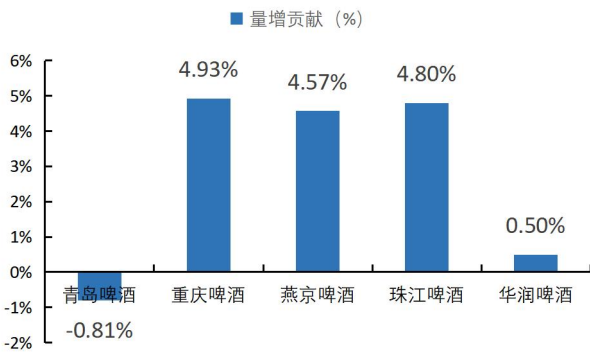
**建议关注:** 受内生业务提速以及 BF 并表后盈利端的逐季改善的仙乐健康。公司目前主要辐射全年龄阶层, 剂型来看仍以片剂、软胶囊、硬胶囊等传统保健食品剂型为主, 但休闲化、便利化和社交化等场景需求推动软糖、小规格饮品等剂型迅速增长, 根据欧睿国际研究, 未来三年软糖增速将超过 30%。

### 5 啤酒: 高端化贝塔仍存, 成本改善红利逐步释放

2023 年良好收官, 量价均表现亮眼。2023 年, 啤酒板块公司业绩表现出色, 多数公司通过推动产品结构升级与控费提效维持利润较快增长的态势, 我们认为未来长期来看啤酒市场总量增长预计较为有限, 而高端化则为企业更长远的发展逻辑。拆分量价看, 2023 年在低基数的原因下, 大多数企业均实现了销量的增长, 青岛啤

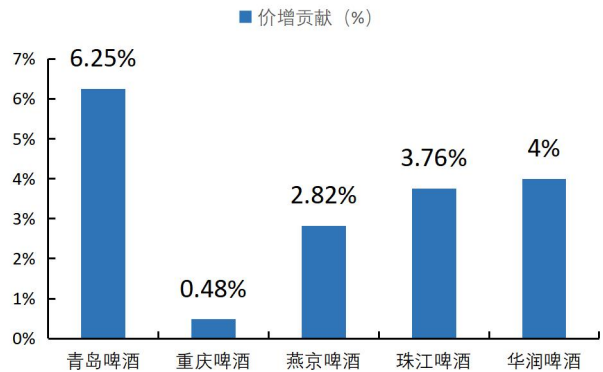
酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/华润啤酒分别-0.81%/+4.93%/+4.57%/+4.8%/+0.5%，在高端化战略推进下，以下啤酒企业价增分别为+6.25%/+0.48%/+2.82%/+3.76%/+4%。

图表 36: 23 年大多数厂商销量保持较高增长



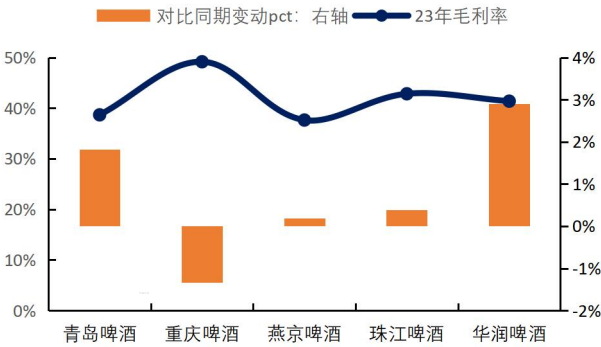
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 37: 23 年各厂商高端化战略推动吨酒价格上涨



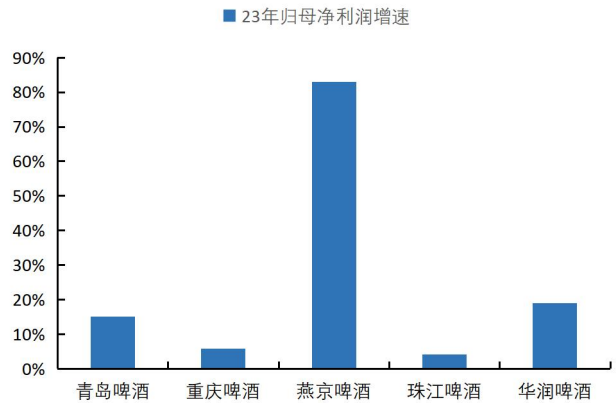
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 38: 23 年多数厂商利润率持续提升



数据来源: ifind, Choice, 华福证券研究所

图表 39: 23 年各厂商净利润维持较快增长

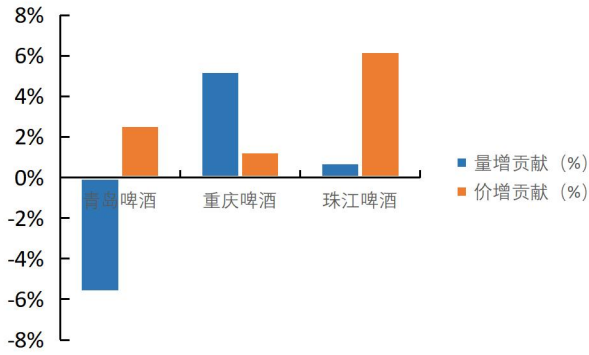


数据来源: ifind, Choice, 华福证券研究所

**外部环境扰动不改增长趋势，24Q1 增势延续。**市场担忧由于外部经济环境的影响，啤酒高端化或将难以推进，但我们认为由于啤酒的价格绝对值比较低，哪怕 6 元的中端档次啤酒涨价 17%，价格绝对值也仅提升 1 元，需求端对价格的敏感性相对较弱，高端化短期内由供给侧推动仍可持续。同时，当前健康饮酒的消费心理已逐步普及，“少喝酒，喝好酒”的消费偏好预计也将促进高端啤酒的进一步增长，持续推动啤酒的结构升级。2024 年第一季度，青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒销量分别同比-5.64%/+5.25%/+0.76%，虽然由于各个厂商主要市场不同有所波动，但吨酒价格均实现了正增长，分别为+2.58%/+1.28%/+6.24%。

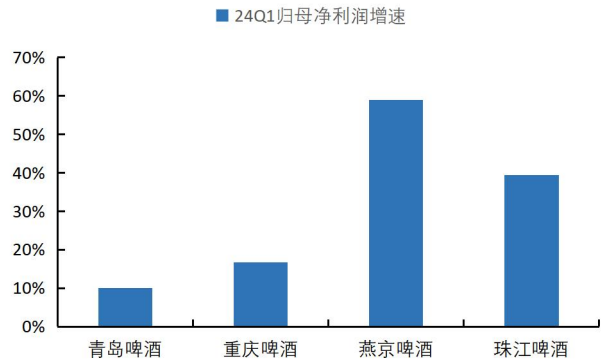


图表 40: 24Q1 各厂商吨价保持较高增长



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

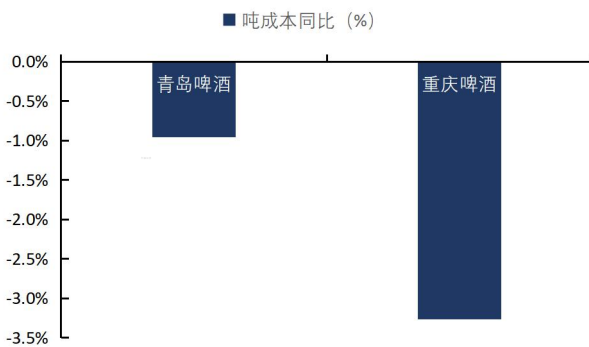
图表 41: 24Q1 利润增势延续



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

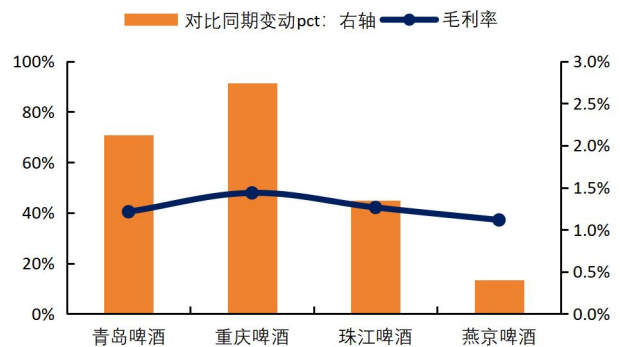
成本侧弹性逐步显现, 全年盈利增长有支撑。根据此前报告的推演, 取消大麦反倾销政策后, 大麦采购成本下降预计可以提升啤酒厂商毛利率 1pct 以上。根据一季报, 当前部分厂商已实现了吨成本的同比改善, 毛利率在成本侧改善和高端化的推进下延续增长态势, 盈利弹性持续释放。

图表 42: 24Q1 吨成本改善明显



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 43: 24Q1 盈利弹性逐步释放



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 44: 啤酒公司营收、利润同比延续增势

名称	22Q4		23Q4			22年报		23年报			23Q1		24Q1					
	收入	利润	收入	同比	利润	同比	收入	利润	收入	同比	利润	同比	收入	利润	同比			
青岛啤酒	30.62	-5.56	29.58	-3.37%	-6.40	15.01%	321.72	37.11	339.37	5.49%	42.68	15.02%	107.06	14.51	101.50	-5.19%	15.97	10.1%
重庆啤酒	18.56	0.81	17.86	-3.76%	-0.07	-109.22%	140.39	12.64	148.15	5.53%	13.37	5.78%	40.06	3.87	42.93	7.16%	4.52	16.8%
燕京啤酒	18.80	-3.20	17.97	-4.41%	-3.11	-2.78%	132.02	3.52	142.13	7.66%	6.45	83.02%	35.26	0.65	35.87	1.72%	1.03	58.9%
珠江啤酒	8.17	0.28	8.27	1.16%	-0.20	-171.86%	49.28	5.98	53.78	9.13%	6.24	4.22%	10.35	0.87	11.08	7.05%	1.21	39.4%

数据来源: ifind, 华福证券研究所


**图表 45: 啤酒公司利润率、毛销差均有改善**

名称	毛利率								
	22Q4	22年	23Q4	对比同期	23年	对比同期	23Q1	24Q1	对比同期
青岛啤酒	25.25%	36.85%	27.47%	2.22%	38.66%	1.81%	38.32%	40.44%	2.12%
重庆啤酒	55.59%	50.48%	48.79%	-6.79%	49.15%	-1.33%	45.16%	47.90%	2.74%
燕京啤酒	4.21%	37.44%	-6.57%	-10.79%	37.63%	0.19%	36.78%	37.18%	0.40%
珠江啤酒	35.14%	42.44%	27.70%	-7.44%	42.82%	0.38%	40.79%	42.13%	1.35%
销售费用率									
青岛啤酒	31.86%	13.05%	41.42%	9.55%	13.87%	0.82%	13.84%	12.83%	-1.02%
重庆啤酒	28.22%	16.57%	33.10%	4.88%	17.10%	0.53%	12.95%	13.13%	0.18%
燕京啤酒	7.28%	12.37%	-0.58%	-7.86%	11.08%	-1.29%	12.49%	11.93%	-0.57%
珠江啤酒	21.92%	14.97%	23.43%	1.51%	15.20%	0.23%	15.36%	16.62%	1.27%
毛销差									
青岛啤酒	-6.61%	23.79%	-13.94%	-7.33%	24.79%	0.99%	24.47%	27.62%	3.14%
重庆啤酒	27.37%	33.91%	15.70%	-11.67%	32.05%	-1.86%	32.21%	34.77%	2.56%
燕京啤酒	-3.06%	25.06%	-5.99%	-2.93%	26.55%	1.48%	24.29%	25.26%	0.97%
珠江啤酒	13.22%	27.47%	4.27%	-8.96%	27.62%	0.16%	25.43%	25.51%	0.08%
管理费用率									
青岛啤酒	12.54%	4.58%	16.73%	4.19%	4.48%	-0.10%	2.99%	3.40%	0.41%
重庆啤酒	6.65%	3.81%	7.10%	0.45%	3.34%	-0.47%	3.11%	3.13%	0.02%
燕京啤酒	5.97%	10.70%	13.39%	7.43%	11.40%	0.70%	11.97%	11.76%	-0.21%
珠江啤酒	11.13%	6.90%	12.56%	1.43%	7.43%	0.53%	8.42%	8.03%	-0.39%
研发费用率									
青岛啤酒	1.07%	0.20%	2.21%	1.14%	0.30%	0.10%	0.10%	0.18%	0.08%
重庆啤酒	1.28%	0.79%	0.72%	-0.55%	0.18%	-0.61%	0.04%	0.11%	0.07%
燕京啤酒	-3.13%	1.79%	-4.50%	-1.38%	1.73%	-0.06%	1.97%	1.90%	-0.06%
珠江啤酒	3.76%	3.37%	2.81%	-0.95%	2.81%	-0.56%	3.39%	3.05%	-0.34%
净利率									
青岛啤酒	-18.33%	11.83%	-21.99%	-3.66%	12.81%	0.99%	13.76%	15.99%	2.23%
重庆啤酒	10.01%	18.43%	0.15%	-9.86%	18.30%	-0.12%	19.34%	20.94%	1.60%
燕京啤酒	-14.20%	4.16%	-16.75%	-2.55%	6.01%	1.86%	2.55%	3.61%	1.06%
珠江啤酒	3.07%	12.29%	-2.12%	-5.19%	11.97%	-0.32%	8.87%	11.37%	2.50%

数据来源: ifind, 华福证券研究所

综合来看,我们认为我国啤酒高端化仍处于发展阶段,结构升级将驱动厂商利润率持续提升。我国目前高端档次啤酒销量占总销量比重仍处于15%以下(12.65%),对比成熟市场美国37.6%的高端啤酒销量占比仍有较大发展空间。而高端产品强盈利能力预计也将驱动啤酒厂商推动高端化升级进程,在各厂商均开始推动自身结构升级下,啤酒业绩盈利空间均仍可进一步放大。

综合来看,除了燕京啤酒仍具备“产能2.0”的提效逻辑之外,啤酒板块整体的投资逻辑可拆分为三条主线:

**收入侧:** 高端化驱动吨酒价格提升,高端产品带来毛利率中枢上行;

**成本侧:** 原材料成本下行改善吨酒成本,与结构升级共振打开毛利空间;



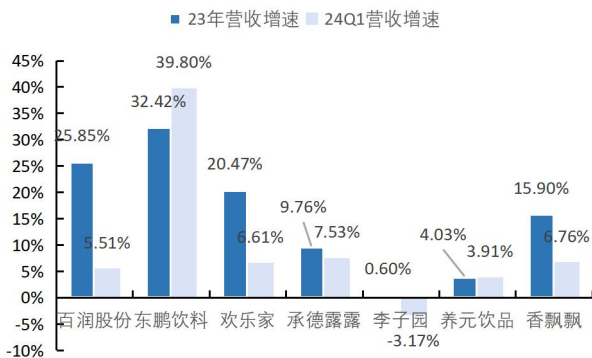
**利润端：**跟踪以上两大逻辑带来的毛利率提升，同时费率的改善对盈利空间的兑现至关重要，可根据毛销差指标来进行跟踪。

我们预计啤酒板块未来更多是板块性的机会，而非个股的机会，因为啤酒总量预期稳定、市场集中度以维持在较高水平，大单品打造的难度提升，且当前龙头厂商已发展出较大体量，就算打造出新的大单品也很难对大体量公司有所提振。

## 6 饮料：板块阿尔法价值明显，细分赛道为基，管理能力为矛

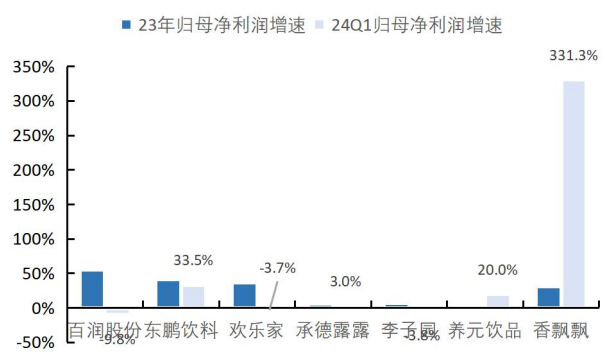
2023年，尽管所处赛道不同，饮料企业呈现百花齐放的增长态势。百润股份/东鹏饮料/欢乐家/承德露露/李子园/养元饮品/香飘飘/农夫山泉均实现了较好的业绩表现，营收分别同比 25.85%/32.42%/20.47%/9.76%/0.6%/4.03%/15.9%/28.36%，利润分别同比 55.28%/41.6%/36.87%/6.02%/7.21%/-0.46%/31.04%/42.19%，我们认为业绩的高增除了得益于疫后消费的复苏态势，还有个别公司所处赛道的β机会，而公司精益治理之下增强的渠道力、产品力、品牌力，更是赋予企业收获跑赢市场的阿尔法受益。2024年第一季度，大部分企业在疫后复苏的高基数下仍旧延续了收入的增势，但利润表现略有差异，主要系各个厂商全年费投节奏不一导致，如百润股份优化年度广告费用投放节奏，在全年广告费率合理规划下，提高一季度投放占比，导致公司销售费用率对比同期提升了 8.77pct 至 29.41%等。

图表 46：百润/东鹏/欢乐家/香飘飘营收表现亮眼



来源：ifind，华福证券研究所

图表 47：利润表现各有差异，香飘飘表现亮眼



来源：ifind，华福证券研究所



图表 48: 饮料企业营收/利润大部分均延续了增长态势

名称	23Q4				22年报		23年报				23Q1		24Q1			
	收入	同比	利润	同比	收入	利润	收入	同比	利润	同比	收入	利润	收入	同比	利润	同比
百润股份	8.07	-4.90%	1.44	-33.37%	25.93	5.21	32.64	25.85%	8.09	55.28%	7.60	1.88	8.02	5.51%	1.69	-9.8%
东鹏饮料	26.22	40.88%	3.84	39.69%	85.05	14.41	112.63	32.42%	20.40	41.60%	24.91	4.97	34.82	39.80%	6.64	33.5%
欢乐家	6.17	15.58%	1.03	19.71%	15.96	2.03	19.23	20.47%	2.78	36.87%	5.17	0.85	5.51	6.61%	0.82	-3.7%
承德露露	9.19	27.54%	1.95	7.39%	26.92	6.02	29.55	9.76%	6.38	6.02%	11.41	2.39	12.27	7.53%	2.46	3.0%
李子园	3.43	0.22%	0.48	-27.31%	14.04	2.21	14.12	0.60%	2.37	7.21%	3.45	0.59	3.34	-3.17%	0.57	-3.8%
养元饮品	15.75	-9.38%	1.78	-61.87%	59.23	14.74	61.62	4.03%	14.67	-0.46%	22.29	7.33	23.16	3.91%	8.79	20.0%
香飘飘	16.47	3.06%	2.77	-4.20%	31.28	2.14	36.25	15.90%	2.80	31.04%	6.79	0.06	7.25	6.76%	0.25	331.3%

来源: ifind, 华福证券研究所

图表 49: 饮料企业费投节奏不一致导致费率变化差异较大, 但大部分企业 Q1 加大了费用投放

名称	毛利率								
	22Q4	22年	23Q4	对比同期	23年	对比同期	23Q1	24Q1	对比同期
百润股份	66.96%	63.78%	66.23%	-0.73%	66.70%	2.92%	65.45%	68.32%	2.86%
东鹏饮料	44.38%	42.33%	44.90%	0.52%	43.07%	0.75%	43.53%	42.77%	-0.76%
欢乐家	34.26%	33.58%	41.08%	6.82%	38.75%	5.17%	36.87%	38.70%	1.84%
承德露露	47.50%	44.85%	37.71%	-9.79%	41.46%	-3.40%	47.65%	43.71%	-3.94%
李子园	35.49%	32.47%	34.18%	-1.31%	35.85%	3.37%	36.61%	38.19%	1.57%
养元饮品	44.68%	45.11%	46.88%	2.20%	45.71%	0.60%	46.94%	47.17%	0.23%
香飘飘	40.74%	33.80%	43.89%	3.15%	37.53%	3.73%	31.01%	33.64%	2.62%

销售费用率									
名称	22Q4	22年	23Q4	对比同期	23年	对比同期	23Q1	24Q1	对比同期
百润股份	22.92%	24.13%	26.40%	3.48%	21.69%	-2.43%	20.64%	29.41%	8.77%
东鹏饮料	19.54%	17.04%	20.40%	0.85%	17.36%	0.32%	15.69%	17.11%	1.43%
欢乐家	7.20%	10.40%	12.46%	5.26%	12.35%	1.95%	9.08%	12.95%	3.87%
承德露露	12.00%	13.53%	8.51%	-3.49%	11.64%	-1.89%	17.98%	15.98%	-2.00%
李子园	10.76%	12.43%	14.94%	4.18%	11.91%	0.52%	11.70%	10.78%	-0.92%
养元饮品	12.12%	14.18%	13.45%	1.33%	11.95%	-2.23%	8.49%	7.26%	-1.23%
香飘飘	10.57%	17.93%	17.36%	6.79%	23.73%	5.80%	26.82%	24.01%	-2.81%

管理费用率									
名称	22Q4	22年	23Q4	对比同期	23年	对比同期	23Q1	24Q1	对比同期
百润股份	5.70%	6.66%	8.36%	2.66%	5.92%	-0.74%	4.52%	5.85%	1.34%
东鹏饮料	3.05%	3.00%	4.21%	1.16%	3.27%	0.27%	3.25%	2.95%	-0.30%
欢乐家	4.63%	5.85%	5.71%	1.08%	6.43%	0.58%	4.94%	5.31%	0.36%
承德露露	1.07%	1.20%	0.83%	-0.24%	1.08%	-0.12%	0.80%	0.65%	-0.15%
李子园	4.71%	4.14%	5.01%	0.31%	4.69%	0.55%	4.42%	6.49%	2.07%
养元饮品	0.97%	1.77%	1.60%	0.63%	1.55%	-0.21%	1.00%	0.95%	-0.05%
香飘飘	3.85%	7.35%	3.88%	0.04%	6.28%	-1.08%	7.98%	7.65%	-0.33%

研发费用率									
名称	22Q4	22年	23Q4	对比同期	23年	对比同期	23Q1	24Q1	对比同期
百润股份	3.09%	3.32%	4.15%	1.06%	3.25%	-0.07%	2.82%	3.00%	0.18%
东鹏饮料	0.38%	0.51%	0.43%	0.05%	0.48%	-0.03%	0.42%	0.32%	-0.10%
欢乐家	0.07%	0.08%	0.32%	0.25%	0.18%	0.10%	0.07%	0.18%	0.12%
承德露露	1.19%	0.85%	1.31%	0.12%	1.03%	0.19%	0.54%	0.55%	0.01%
李子园	1.00%	1.10%	1.59%	0.59%	1.37%	0.27%	1.20%	1.21%	0.01%
养元饮品	0.35%	0.49%	1.92%	1.57%	0.86%	0.37%	0.35%	0.33%	-0.02%
香飘飘	0.54%	0.90%	0.53%	-0.01%	0.90%	-0.01%	0.98%	1.04%	0.06%

净利率									
名称	22Q4	22年	23Q4	对比同期	23年	对比同期	23Q1	24Q1	对比同期
百润股份	22.91%	20.08%	17.73%	-5.18%	24.72%	4.63%	24.63%	20.93%	-3.70%
东鹏饮料	14.78%	16.94%	14.65%	-0.12%	18.11%	1.17%	19.96%	19.07%	-0.90%
欢乐家	16.07%	12.74%	16.64%	0.57%	14.48%	1.74%	16.50%	14.90%	-1.60%
承德露露	25.14%	22.35%	21.16%	-3.98%	21.60%	-0.75%	20.94%	20.08%	-0.87%
李子园	19.27%	15.75%	13.97%	-5.29%	16.78%	1.03%	17.14%	17.03%	-0.11%
养元饮品	26.86%	24.89%	11.30%	-15.56%	23.82%	-1.08%	32.87%	37.95%	5.08%
香飘飘	18.08%	6.84%	16.80%	-1.29%	7.72%	0.88%	0.86%	3.49%	2.63%

来源: ifind, 华福证券研究所



我们认为对于饮料企业来说，有三点很重要。

- 1) 产品切入的赛道很重要。主营产品所处赛道决定了企业会享受何种潜在增速，如功能饮料、无糖茶、电解制水等赛道热火朝天，对应农夫、东鹏饮料基本面亦保持强势，并且在细分赛道处于增量市场状态时，往往对新进入者是保持开放的，创造了较佳的切入机会。
- 2) 管理能力很重要，我们认为仅有当企业拥有较佳管理能力时，对应的渗透率提升、铺市率提升、区域扩张等逻辑才有机会得以实现，并且在新的机遇来临时，优秀的管理能力是企业能够顺利切入并取得成功的根基，如东鹏顺利切入电解制水赛道，并逐步实现了第二曲线的探索。
- 3) 大单品很重要，对于饮料企业来说，一个大单品的打造通常可以打响一个品牌，并且单品规模提升后对企业 ROE 水平的提拉作用明显，若能够配合数字化运营能力优化大单品的市场覆盖、渠道管理等工作，更容易提升企业后续新品胜率和单品生命周期的持续性。

综合来看，饮料板块复苏态势显著，但投资机会更多为个股  $\alpha$  而非板块  $\beta$ ，对于在该板块寻找投资机会而言，我们认为应精选具备两大要素的企业：

- 1) **所处赛道潜力高**：在负贝塔环境中寻找阿尔法机会，往往收益也将被一定程度上抵消，因此我们应首选具备增长潜力的细分赛道，如无糖茶、能量饮料、预调酒等；
- 2) **企业自身管理能力优秀**：若企业自身管理能力较强，加之行业向好发展，往往能够取得较强的市场地位，基本面将同时享受行业扩容和格局改善的双重提振，而 EPS 的高增往往伴随着市场信心的增强，PE 扩张将有望收获戴维斯双击的收益。

重点推荐业绩表现积极的**欢乐家**，建议关注：1) 分红率稳定高股息标的**养元饮品**；2) 管理层变更下基本面具备积极预期的**香飘飘**；3) 功能饮料赛道龙头且逐步探索出第二增长曲线的**东鹏饮料**

## 7 餐饮供应链：Q1 开门红引领全年复苏，估值洼地仍有布局空间

### 7.1 宏观：CPI 回暖、社零餐饮快增提振板块情绪

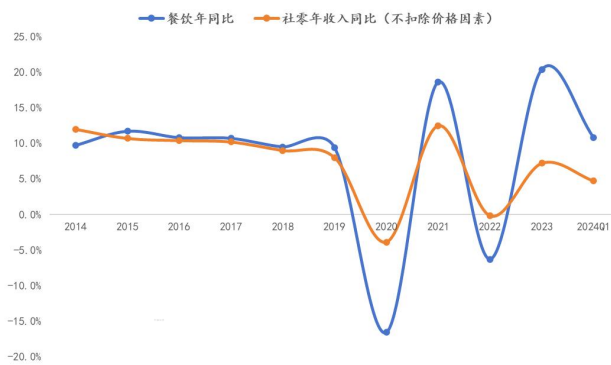
**23 年餐饮需求结构性复苏带动供应链龙头快速增长；降本增效、连锁化支撑其行稳致远。**首先，23 年消费需求呈高预期下的弱复苏；具体而言，尽管外出场景放开、人员流动恢复带动餐饮消费频次显著反弹，但财富效应的减弱、收入预期的调整等影响消费者购买力与信心恢复，期间性价比成为当下消费决策的优先级。**聚焦餐饮产业链：行业复苏优于社零整体，全年收入规模同比增速超 20%。**其中，下游



结构性复苏带动供应链需求量快速回暖，全年恢复节奏与消费大环境相似呈先强后弱趋势，尤其 Q3 前后餐饮闭店率攀升影响大盘需求恢复；其中，头部餐饮加速推新、连锁化扩张，驱动供应链龙头实现业绩超额增长，产业集中化趋势进一步凸显。另一方面，餐饮竞争加剧、客单价下滑进一步强化了下游龙头降本增效需求，也导致大 B 供应格局短期有所恶化，渠道盈利面临压力。

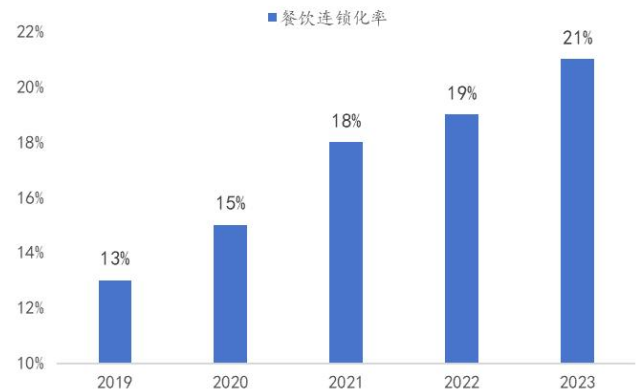
24 年 Q1 旺季供应链板块实现开门红；在全年 CPI 上行预期、成本低位运行下，大众品龙头有望充分受益。受春节旺季提振，2024 年 2 月全国 CPI 同比+0.7%，终结“四连负”；其中食品价格成为拉动 CPI 主要因素，环比+3.3%，拉动 CPI 上涨约 0.59pct；尽管 3 月有所减弱，但从全年看，2024 年《政府工作报告》将 CPI 涨幅 3% 定为今年发展的主要预期目标。同时，肉类等原辅料低位运行，叠加细分龙头低位入库充分，供应链龙头有望充分受益。

图表 50: 2014-2024 年 Q1 社零、餐饮收入增速对比

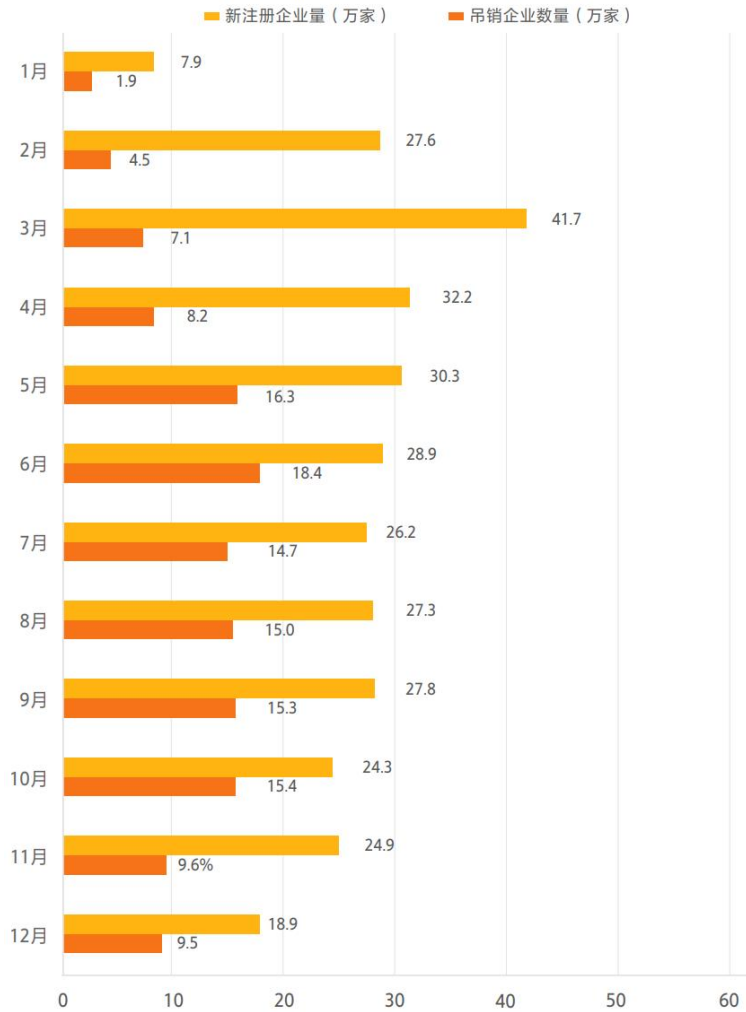


来源: 国家统计局, 华福证券研究所

图表 51: 我国餐茶饮连锁化趋势加速



来源: 美团, 华福证券研究所


**图表 52: 2023 年各月餐饮业新增与吊销企业数量分布**


来源: 企查查, 华福证券研究所; 仅统计国标行业为餐饮业的企业

## 7.2 收入端: 餐饮供应链 Q1 旺季顺利度过, V 字改善趋势有望延续

### ■ 调味品板块 24 年 Q1 迎来开门红, 全年有望迎来持续改善

24 年 Q1, 调味品板块在节日效应和返乡聚会场景催化下迎来开门红, 结合 23 全年呈现 V 字复苏趋势。24 年 Q1, SW 调味发酵品板块合计营收同比迎来 V 字复苏, 增幅回升至 6.8%。根据凯度大数据统计, Q1 调味品在全国 1~6 线城镇的销售额同比增速达 8%; 同时, 板块充分受益于成本改善、结构升级等而展现业绩增长弹性。具体而言, 就酱油核心赛道而言, 海天味业 Q1 营收、利润均略超预期, 且全年给出 10% 以上的增长指引; 中炬高新在成本改善、产品结构及费用优化等共振下, Q1 业绩更是大超预期, 同时公司加快改革步伐、为实现百亿目标积蓄发展势能; 千禾味业受高基数等影响, Q1 增速有所放缓。

复调板块 Q1 呈现渗透率、集中度双升态势, 行业龙头业绩稳中有进; 其中天味食品 Q1 营收受火锅底料影响增速放缓, 但在食萃并表、成本改善下实现业绩超预期; 宝立食品的复调主业受益于春节旺季大 B 备货、B 端占有率提升而保持快增, 但 Q1 业绩被少数股东权益攀升、去年资产处置收益高基数影响; 日辰股份 Q1 则保持稳健



增长态势，全年有望持续改善；而在其他细分品类中，仲景食品在葱油大单品放量、线上渠道红利下实现开门红；此外，安琪酵母 Q1 表现低迷主要系国内营收不及预期，具体由于 3 月市场需求转弱、行业降价叠加考核周期变动形成的高基数。

■ 速冻预制菜板块历经 23 年 Q4 低迷期后，24 年 Q1 呈现 V 字弱复苏

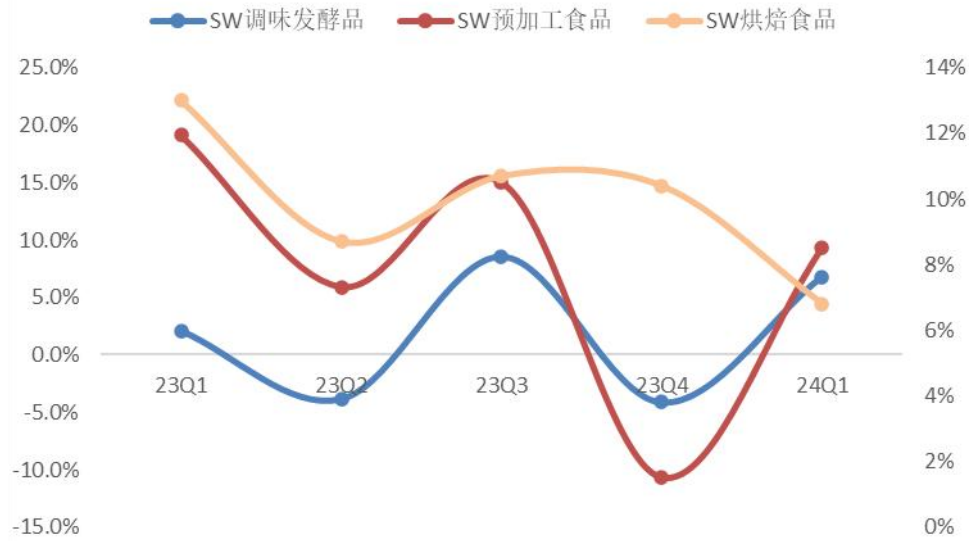
**预加工食品板块去年 Q4 受暖冬、春节错期以及竞争加剧等影响销售十分低迷；24 年 Q1 整体呈弱复苏，同时头部效应进一步凸显。**从 23 全年看，SW 预加工食品板块各季度营收持续转弱，尤其 Q4 面临严峻挑战。尽管 24 年 Q1 旺季动销平稳度过，但仍处于弱复苏状态。其中，安井食品 Q1 营收、利润增长略超预期，公司作为全渠道龙头展现出强者恒强，其中安井主业保持快增，预计 Q1 锁鲜装稳增，小厨进度较快，全年高目标可期，而小龙虾等水产价格持续低迷导致新宏业、新柳伍经营承压。千味央厨受大客户业务节奏扰动等影响 Q1 表现低迷，但公司内外部利益相关者深度绑定，未来发展模式清晰，大小 B 有效联动有望持续孵化亿元级大单品，并共同构成公司增长系统闭环。三全食品 Q1 营收表现同样面临承压，尤其饺子、汤圆等核心品类，但大 B 业务进度较快。此外，龙大美食预制食品主业进展较好，肥肠、烤肠等核心单品持续放量引领增长。

■ 烘焙供应链：Q1 需求呈结构性复苏，奶油国产化提速

受益于下游现制烘焙茶饮需求恢复和棕榈油等原材料价格下行，23 年烘焙板块展现业绩增长弹性；而 24 年 Q1，供应链呈结构性复苏，其中冷冻烘焙品呈弱复苏状态，而由于进口奶油受红海运输等问题持续涨价，国产奶油替代加速。全年看随着烘焙和茶饮行业景气度的持续提升，供应链需求有望进一步回暖。其中，立高食品 24 年 Q1 实现开门红，全年在奶油业务放量、餐饮等新零售渠道补能下有望延续快增；海融科技 24 年 Q1 稳步增长，新一期员工持股计划振奋人心（考核目标：24-26 年营收增速分别为 20%/26%/31%），同时产能陆续释放支撑目标实现；五芳斋 23 年业绩平稳收官，期待新一轮旺季表现。



图表 53: 调味发酵品、预加工食品、烘焙食品板块 23 年以来各季度合计营收同比变化 (%)



来源: wind, 华福证券研究所

图表 54: 板块内公司营收、利润表现及变化情况

行业	名称	23Q4				23年报				24Q1			
		收入	同比	利润	同比	收入	同比	利润	同比	收入	同比	利润	同比
调味发酵品	海天味业	59.09	-9.30%	12.98	-15.20%	245.59	-4.10%	56.27	-9.21%	76.94	10.21%	19.19	11.9%
	中炬高新	11.86	-14.37%	29.69	-393.72%	51.39	-3.78%	16.97	-386.53%	14.85	8.64%	2.39	59.7%
	千禾味业	8.75	-0.82%	1.43	-8.47%	32.07	31.62%	5.30	54.22%	8.95	9.28%	1.55	6.7%
	恒顺醋业	4.69	2.44%	-0.51	212.02%	21.06	-1.52%	0.87	-37.03%	4.60	-24.89%	0.55	-24.2%
	天味食品	9.15	16.95%	1.36	39.90%	31.49	17.02%	4.57	33.65%	8.53	11.34%	1.76	37.2%
	日辰股份	0.94	24.11%	0.15	54.90%	3.59	16.49%	0.56	10.52%	0.92	14.73%	0.13	21.1%
	宝立食品	6.10	8.61%	0.60	-2.98%	23.69	16.31%	3.01	39.78%	6.24	15.72%	0.61	-20.4%
	安琪酵母	39.28	1.76%	3.58	-15.48%	135.81	5.74%	12.70	-3.86%	34.83	2.52%	3.19	-9.5%
	涪陵榨菜	4.98	-0.84%	1.67	-17.32%	24.50	-3.86%	8.27	-8.03%	7.49	-1.53%	2.72	3.9%
	金龙鱼	630.01	-9.54%	7.19	9.24%	2,515	-2.32%	28.48	-5.43%	572.74	-6.17%	8.82	3.3%
仲景食品	2.60	14.37%	0.32	36.62%	9.94	12.77%	1.72	36.72%	2.74	22.78%	0.51	30.1%	
餐饮供应链	安井食品	37.74	-6.27%	3.56	-13.41%	140.45	15.29%	14.78	34.24%	37.55	17.67%	4.38	21.2%
	千味央厨	5.73	25.02%	0.40	24.12%	19.01	27.69%	1.34	31.76%	4.63	8.04%	0.35	14.2%
	龙大美食	32.12	-31.13%	-8.90	-3511%	133.18	-17.36%	-15.38	-2141%	25.23	-27.43%	0.30	43.2%
	双汇发展	137.52	-23.98%	7.26	-53.35%	598.93	-4.29%	50.53	-10.11%	143.08	-8.92%	12.72	-14.5%
	三全食品	16.41	-21.83%	1.97	-28.37%	70.56	-5.09%	7.49	-6.44%	22.54	-5.01%	2.30	-17.8%
	味知香	1.80	-5.67%	0.28	-13.91%	7.99	0.10%	1.35	-5.42%	1.66	-17.92%	0.19	-46.9%
烘焙茶饮链	立高食品	9.17	6.67%	-0.85	-297.22%	34.99	20.22%	0.73	-49.21%	9.16	15.31%	0.77	54.0%
	佳禾食品	7.55	-5.62%	0.52	-5.80%	28.41	17.04%	2.58	123.39%	5.41	-15.61%	0.46	-27.7%
	南侨食品	7.93	1.41%	1.07	286.45%	30.83	7.73%	2.32	44.73%	7.75	4.50%	0.77	96.7%
	海融科技	2.47	12.02%	0.23	58.21%	9.55	9.95%	0.90	-4.07%	2.54	5.84%	0.36	53.0%

来源: ifind, wind, 华福证券研究所



### 7.3 成本端：原料价格回落，成本红利贡献业绩弹性

**调味品&餐饮供应链：**23年以来多数原料价格继续向下或低位运行，成本红利持续显露，叠加前期高价库存影响消退，多数公司销售毛利率持续改善。同时，包材辅料及运费等整体延续23年优化态势，23年pet平均价格下降13%，且24年以来保持下降趋势，而原油23年均价(期货结算价)同比降幅达17%。具体来看：尽管白糖价格处于高位，但伴随Q1大豆、豆油、糖蜜、青菜头等核心原料价格持续回落以及高价库存不断消化，海天味业、美味鲜、安琪酵母及涪陵榨菜等公司毛利率有望逐步改善；其中，千禾味业等受业务结构、高基数等影响毛利率短期承压。复调企业受益于油脂等原料价格下降，其中天味食品Q1毛利率显著提升(5%+)，而宝立食品、日辰股份则受B端竞争加剧等影响毛利率略微下降。展望24年，鉴于目前全球经济疲软、市场供给充足，预计24年大宗原料成本压力保持低位运行态势，同时多数供应链龙头对低价原料已采取锁价或充分入库备货，全年成本改善红利有望持续。

**烘焙茶饮供应链：**23年以来棕榈油价格持续回落，带动行业整体毛利率不断改善。且目前棕榈油等原料成本整体处于低位；再叠加奶油等烘焙原料的国产替代，行业龙头有望持续受益。其中佳禾食品和南侨食品受益最为显著，23年及24年Q1毛利率同比提升明显；海融科技24年Q1在成本红利及结构优化下实现毛利率同比+3.7pcts；立高食品在奶油高毛利业务放量下同期毛利率同比略有回升。



图表 55: 供应链公司毛利率及变化情况

行业	名称	毛利率						
		23Q4	对比同期	23年	对比同期	23Q1	24Q1	对比同期
调味发酵品	海天味业	32.34%	-1.71%	34.74%	-0.95%	36.93%	37.31%	0.38%
	中炬高新	33.14%	1.49%	32.71%	1.01%	31.41%	36.98%	5.57%
	千禾味业	35.40%	-4.36%	37.15%	0.59%	39.03%	35.96%	-3.07%
	恒顺醋业	33.63%	1.62%	32.98%	-1.38%	35.08%	41.38%	6.29%
	天味食品	40.30%	6.32%	37.88%	3.66%	40.62%	44.05%	3.44%
	日辰股份	37.62%	-0.46%	38.76%	-0.61%	38.71%	38.28%	-0.43%
	宝立食品	30.95%	-4.40%	33.14%	-1.43%	35.09%	32.04%	-3.05%
	安琪酵母	23.02%	-0.91%	24.19%	-0.61%	25.41%	24.66%	-0.75%
	涪陵榨菜	50.65%	3.35%	50.72%	-2.43%	56.28%	52.11%	-4.17%
	金龙鱼	5.12%	0.01%	4.83%	-0.84%	5.13%	5.13%	0.00%
	仲景食品	41.63%	6.98%	41.59%	4.70%	40.09%	44.50%	4.41%
餐饮供应链	安井食品	26.34%	2.57%	23.21%	1.25%	24.71%	26.55%	1.85%
	千味央厨	25.46%	0.46%	23.70%	0.29%	23.95%	25.45%	1.49%
	龙大美食	-7.84%	-12.21%	-1.58%	-5.61%	4.67%	6.12%	1.45%
	双汇发展	14.96%	0.23%	17.05%	0.66%	17.25%	19.38%	2.13%
	三全食品	22.76%	-4.05%	25.84%	-2.23%	28.28%	26.60%	-1.68%
	味知香	27.15%	3.43%	26.38%	2.30%	26.20%	25.00%	-1.21%
烘焙 茶饮链	立高食品	28.19%	-4.26%	31.39%	-0.38%	32.03%	32.59%	0.56%
	佳禾食品	16.59%	1.11%	17.97%	5.69%	16.97%	17.95%	0.98%
	南侨食品	27.36%	9.52%	23.76%	2.03%	19.93%	27.00%	7.07%
	海融科技	37.15%	6.31%	35.07%	2.09%	34.34%	38.04%	3.70%

来源: ifind, 华福证券研究所

图表 56: 核心原材料价格变化趋势

	猪肉	白条鸡	面粉	白糖(一级)	玉米淀粉	大豆	棕榈油	豆油	菜油
2022-01	-52.67%	2.70%	3.60%	6.22%	-6.13%	12.22%	43.40%	16.03%	18.91%
2022-02	-53.50%	-2.42%	2.83%	5.26%	-12.71%	8.94%	57.46%	23.15%	20.26%
2022-03	-51.28%	-3.29%	4.12%	5.43%	-8.35%	7.55%	60.26%	15.24%	21.92%
2022-04	-42.12%	4.16%	6.05%	6.07%	-3.23%	10.92%	66.69%	22.25%	26.06%
2022-05	-24.83%	3.13%	6.02%	4.32%	-1.60%	13.34%	72.04%	24.14%	27.52%
2022-06	-7.27%	5.02%	6.78%	5.80%	-1.53%	11.61%	70.85%	28.67%	31.35%
2022-07	30.86%	9.08%	6.48%	3.77%	1.69%	11.78%	7.21%	6.70%	12.26%
2022-08	36.01%	12.51%	6.25%	2.52%	-0.72%	12.77%	9.34%	12.08%	21.02%
2022-09	54.94%	11.79%	5.47%	1.76%	-2.86%	12.75%	-11.06%	5.09%	14.89%
2022-10	73.55%	12.92%	5.41%	1.47%	-6.72%	6.10%	-20.40%	2.87%	10.45%
2022-11	41.21%	12.14%	4.76%	-0.93%	-10.82%	1.64%	-17.16%	-0.15%	7.85%
2022-12	22.02%	8.35%	3.49%	-0.19%	-6.92%	3.55%	-17.21%	0.14%	0.33%
2023-01	7.54%	7.49%	2.51%	0.61%	-3.85%	3.37%	-24.52%	-5.78%	-7.21%
2023-02	5.02%	5.87%	1.35%	3.03%	-3.04%	2.29%	-32.42%	-12.63%	-15.90%
2023-03	12.79%	6.14%	-0.57%	5.31%	-6.93%	-3.07%	-40.53%	-19.95%	-28.92%
2023-04	5.26%	0.77%	-3.20%	11.42%	-6.36%	-9.40%	-42.17%	-23.48%	-35.48%
2023-05	-6.18%	1.60%	-2.97%	18.13%	-6.78%	-14.48%	-51.58%	-33.60%	-41.38%
2023-06	-11.50%	-0.86%	-3.21%	20.52%	-5.72%	-17.63%	-48.95%	-34.80%	-40.49%
2023-07	-34.40%	-2.77%	-2.76%	22.16%	-0.57%	-18.24%	-17.84%	-15.81%	-17.86%
2023-08	-22.92%	-2.99%	-2.20%	24.13%	4.03%	-16.12%	-21.89%	-18.48%	-26.68%
2023-09	-27.58%	-4.29%	-1.39%	30.14%	6.69%	-14.85%	-9.64%	-15.23%	-27.29%
2023-10	-38.11%	-7.08%	-1.27%	28.64%	4.20%	-10.19%	-11.54%	-22.59%	-34.67%
2023-11	-39.92%	-7.11%	-1.34%	26.45%	-0.24%	-10.52%	-11.88%	-16.74%	-36.82%
2023-12	-31.05%	-7.22%	-0.94%	20.03%	0.16%	-11.22%	-10.69%	-14.47%	-35.38%
2024-01	-15.68%	-6.81%	-0.87%	16.28%	1.55%	-9.75%	-7.00%	-14.93%	-31.67%
2024-02	2.70%	-3.13%	0.38%	14.86%	1.07%	-12.06%	-6.86%	-18.73%	-27.67%
2024-03	-2.00%	-2.96%	0.76%	10.14%	-0.22%	-13.87%	3.41%	-11.17%	-14.08%
2024-04	5.09%	-3.21%	1.50%	3.42%	-2.66%	-14.97%	5.40%	-9.31%	-8.20%

来源: wind, 华福证券研究所





#### 7.4 费用端：投入力度有分化，整体稳中有降，销售净利率边际改善

**调味品&餐饮供应链：**尽管板块内不同公司因规模不同、发展阶段相异在销售费率端分化较大，但核心标的在规模效应、精细管控费用下，费率端整体稳中有降；叠加成本红利释放、业务结构优化，板块销售净利率整体呈回升态势。其中，以仲景食品为代表公司正处于品类、渠道红利期，加大市场投入以实现规模跃迁、质效齐升，相应地公司销售净利率实现显著提升；而部分成熟龙头公司由于需求低迷、渠道碎片化导致费效比降低等，主动收缩费用投放，如三全食品、安琪酵母等，以保证自身净利率稳中向上；同时，规模效应或经营杠杆效应凸显有助于公司降低各项费率，如千禾味业 23 年收入高增、新产能快速爬坡带动销售净利率提升明显；此外，业务或销售渠道结构变动也在影响公司短期毛利率，如宝立食品 B 端渠道快速复苏带动公司销售费用率不断优化。最后，考虑到 24 年 Q4 以来市场情绪低迷，多家公司开始回购股份并相继开启新一轮股权激励计划，如安井食品、天味食品等，随之产生的大额股权激励费用计提或造成明后年的管理费率波动。

**烘焙茶饮供应链：**受烘焙需求弱复苏、竞争加剧等影响，板块内销售费率整体有所抬升，其中立高食品 23Q4 销售费率大幅波动主要受费用结算周期影响。管理费用方面，板块内核心标的费用投放节奏稳定，其中立高食品 3Q4 管理费率大幅波动主要受公司提前加速计提股权激励支付费用影响，24 年 Q1 呈现逐步改善；南侨食品管理费用率呈持续改善趋势；而海融科技由于筹建粤海融工厂人员工资、厂房租金及办公费等增加，管理费用率整体略有抬升，同时考虑到股权激励投入体现，短期或保持该趋势。



图表 57: 各板块内公司销售、管理费用率变化

行业	名称	销售费率同比变化			管理费用率同比变化		
		23Q4	23年	24Q1	23Q4	23年	24Q1
调味发酵品	海天味业	-0.68%	-0.06%	0.27%	0.91%	0.42%	0.00%
	中炬高新	0.73%	0.04%	-0.85%	5.83%	1.28%	-0.04%
	千禾味业	-0.53%	-1.36%	0.12%	0.43%	0.87%	-0.91%
	恒顺醋业	14.63%	2.43%	4.61%	-0.68%	-0.47%	1.68%
	天味食品	4.03%	0.95%	2.18%	-1.06%	0.72%	-0.83%
	日辰股份	0.09%	0.32%	0.49%	-3.54%	-1.62%	-1.68%
	宝立食品	-0.09%	-0.61%	-1.24%	-1.20%	-0.06%	-0.14%
	安琪酵母	0.12%	-0.50%	-0.37%	0.89%	0.35%	0.41%
	涪陵榨菜	9.05%	-0.97%	-5.63%	0.00%	0.20%	-0.60%
	金龙鱼	0.35%	0.09%	0.11%	0.17%	0.12%	0.03%
	仲景食品	2.63%	-1.06%	4.77%	0.94%	-0.07%	-0.33%
	餐饮供应链	安井食品	0.94%	-0.57%	0.09%	1.60%	-0.07%
千味央厨		0.22%	0.76%	0.81%	-0.40%	-0.91%	0.53%
龙大美食		0.30%	0.07%	0.16%	1.17%	0.52%	0.63%
双汇发展		0.75%	0.11%	0.29%	0.79%	0.25%	0.43%
三全食品		3.04%	-0.41%	-0.38%	-2.07%	-0.64%	-0.18%
味知香		1.29%	1.16%	1.69%	2.77%	1.47%	2.94%
烘焙茶饮链	立高食品	5.99%	1.62%	0.20%	6.41%	1.05%	-0.73%
	佳禾食品	1.55%	0.36%	2.27%	0.94%	-0.21%	1.24%
	南侨食品	-0.33%	0.19%	0.37%	-0.50%	-0.17%	-0.03%
	海融科技	-0.86%	0.80%	0.18%	0.06%	0.93%	0.07%

来源: ifind, 华福证券研究所


**图表 58: 板块内公司销售净利率同比变化**

行业	名称	销售净利率						
		23Q4	对比同期	23年	对比同期	23Q1	24Q1	对比同期
调味发酵品	海天味业	22.06%	-1.45%	22.97%	-1.25%	24.69%	25.06%	0.37%
	中炬高新	250.80%	323.10%	33.80%	44.18%	11.67%	17.63%	5.96%
	千禾味业	16.37%	-1.37%	16.54%	2.42%	17.74%	17.32%	-0.43%
	恒顺醋业	-11.31%	-7.16%	3.79%	-2.26%	11.63%	11.67%	0.04%
	天味食品	15.95%	3.55%	14.78%	2.13%	16.68%	20.90%	4.22%
	日辰股份	15.86%	3.15%	15.70%	-0.85%	13.33%	14.06%	0.74%
	宝立食品	10.88%	-0.55%	13.14%	1.82%	14.54%	10.75%	-3.79%
	安琪酵母	9.22%	-1.98%	9.66%	-0.84%	10.87%	9.47%	-1.39%
	涪陵榨菜	33.57%	-6.69%	33.74%	-1.53%	34.38%	36.29%	1.91%
	金龙鱼	1.13%	0.17%	1.11%	-0.11%	1.25%	1.41%	0.16%
餐饮供应链	仲景食品	12.45%	2.02%	17.33%	3.05%	17.52%	18.56%	1.05%
	安井食品	9.56%	-0.88%	10.69%	1.52%	11.62%	11.75%	0.13%
	千味央厨	6.87%	-0.09%	6.97%	0.20%	6.97%	7.44%	0.46%
	龙大美食	-24.45%	-24.57%	-11.14%	-11.76%	1.06%	1.18%	0.12%
	双汇发展	5.25%	-3.58%	8.52%	-0.62%	9.61%	9.02%	-0.59%
	三全食品	12.02%	-1.10%	10.62%	-0.15%	11.78%	10.19%	-1.59%
烘焙 茶饮链	味知香	15.65%	-1.50%	16.95%	-0.99%	17.62%	11.39%	-6.23%
	立高食品	-9.41%	-14.44%	2.02%	-2.91%	6.26%	8.30%	2.04%
	佳禾食品	6.78%	-0.09%	9.03%	4.28%	9.88%	8.57%	-1.31%
	南侨食品	13.53%	9.97%	7.54%	1.93%	5.25%	9.89%	4.64%
	海融科技	9.48%	2.77%	9.38%	-1.37%	9.79%	14.15%	4.36%

来源: 华福证券研究所

总而言之, 24 年 Q1 旺季, 调味品&餐供等板块实现业绩开门红; 全年在下游持续扩容、连锁化以及 CPI 上行预期, 板块龙头有望充分受益。考虑到行业基数效应、刺激政策的影响周期, 我们认为 24 年供应链龙头销售增速整体呈边际改善态势。其中, 调味品基本面实现触底反弹, Q1 在节日效应和返乡聚会场景催化下营收、利润均实现较好修复, 结合 23 全年呈现 V 字复苏趋势。速冻食品板块历经 23 年 Q4 低迷期后, 24Q1 呈现 V 字弱复苏, 目前淡季渠道补库节奏正常, 考虑到基数以及淡旺季, 有望实现前低后高的全年表现。而烘焙供应链受益于下游需求恢复和棕榈油等原料价格下行, 23-24 年持续释放业绩弹性; 24 年 Q1 板块呈结构性复苏, 国产奶油等原料升级替代加速, 重点关注小 B 渠道复苏以及出海。

- **调味品重点推荐天味食品:** 存在 C 端主业回暖、并购食萃带动渠道补能破圈预期 (孵化 B 端新曲线)。中炬高新: Q1 业绩大超预期、改革红利持续改善、未来业绩有望提速。建议关注: 千禾味业。
- **餐饮供应链重点推荐千味央厨:** 商业模式领先行业, 大 B 放缓是预期内表现, 小 B 细分渠道是成长抓手, 后续增长势能恢复将带动估值回归。建议关注: 安井食品、龙大美食。
- **烘焙供应链重点推荐海融科技:** 出海逻辑最为通顺, 已有海外产能&渠道且有扩产预期, 24 年有望持续放量。建议关注: 立高食品。

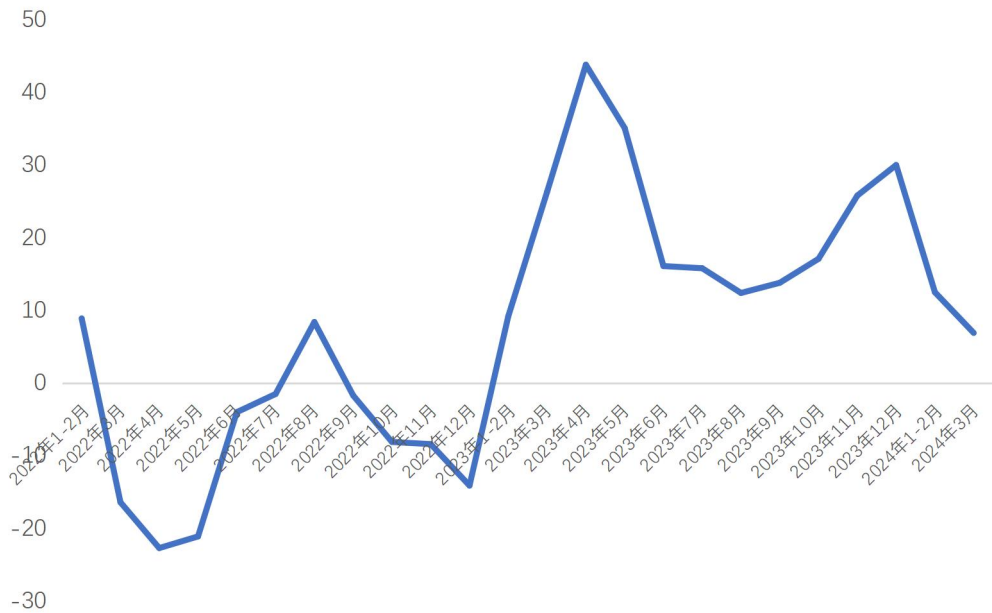


## 8 连锁餐饮：宏观结构不断迭代，性价比主线顺应环境

疫情后餐饮持续恢复中，竞争格局变化倒逼行业迭代优化。疫情管控放开后，作为民生之本，餐饮业整体快速恢复，社零收入增速从 2023 年开始全部为正增长。在迅速恢复的同时，餐饮业行业结构也不断迭代，低进入成本以及入局者信心过度反弹致使行业新企业增多，因此行业中竞争格局加剧，部分餐饮企业陷入价格战、营销战等恶性竞争中。在这种环境下，倒逼存量企业优化单店模型，通过整合供应链降低成本、降客单价以下沉迎合多区间客户等方法，提高经营效率与规模。

**内卷加剧，头部餐企多元化优化穿越周期。**在当前格局环境下，头部餐饮企业有望通过多元化措施进行经营迭代。成本端来看，公司上游供货商同时面临竞争加剧风险，普遍通过价格优势来提高 B 端市占率，头部餐饮公司有望通过规模化集采以及供应商赛马式选择来获取更大的弹性空间。日常经营来看，公司可以通过优化营销策略，加快拓店以及加大创新力度等方式，提高日常经营收入；同时可以通过信息化等降本增效策略来提升企业毛利率水平。连锁餐企通过多方面优化，以最终实现规模逐步提升、经营效率提高的长远目标。

图表 59：2022 年-2024 年 3 月社零餐饮收入增速（%）



数据来源：Wind、华福证券研究所

### 8.1 收入端：疫后场景恢复引领业绩复苏，多元化发展助推公司成长

**门店端持续修复，经营边际持续稳健改善。**多数餐饮企业在 2023 年以及 2024 年一季度同比都有较高增速，消费场景的恢复为企业带来更多的客流量，催化公司业绩释放，分公司来看：（1）呷哺呷哺 2023 年全年营收 59 亿元，同比+25%；集团呷哺呷哺火锅门店客单价价格带属于 50-70 元性价比区间，过去一年中表现较为优异。而反观公司旗下湊湊门店受宏观经济影响较大，预计经营将持续优化调整。预计后续湊湊经营端的调整优化将为公司业绩端的重要影响因素。（2）海底捞 2023 年全



年营业收入 415 亿元，同比+34%，餐厅翻台率显著提升。（3）九毛九 2023 年全年营业收入 60 亿元，同比+49%，拓店提速有望持续释放业绩。（4）广州酒家 2023 年全年营业收入 49 亿元，同比+19%；2024 年一季度收入 10 亿元，同比+10%。公司加速智慧工厂建设，食品业务持续爬坡。预计 2024-2026 年公司收入为 56.6/64.1/70.8 亿元，2024 年公司食品业务的省外扩张表现有望催化公司业绩。（5）同庆楼 2023 年全年营业收入 24 亿元，同比+44%；2024 年一季度收入 7 亿元，同比+28%。（6）全聚德 2023 年全年营业收入 14 亿元，同比+99%；2024 年一季度收入 4 亿元，同比+12%。（7）百胜中国 2023 年全年营业收入 110 亿美元，同比+14.7%。2024 年一季度收入 30 亿美元，同比+1.4%。除部分公司对于企业战略进行调整，多数餐饮企业 2023 年均实现双位数高增速。（8）巴比食品 2023 年全年营业收入 16.3 亿元，同比+7%；2024 年一季度收入 3.5 亿元，同比+11%。预计公司在新市场持续拓展下，营收水平有望进一步优化。（9）绝味食品 2023 年全年营业收入 73 亿元，同比+10%；2024 年一季度收入 17 亿元，同比-7%。公司作为细分赛道龙头，经营短期承压，有望在经济市场复苏后，逐渐恢复营收成长。

**图表 60: 板块内公司营收、利润表现及变化情况**

行业	名称	23Q4				23年报				24Q1			
		收入	同比	利润	同比	收入	同比	利润	同比	收入	同比	利润	同比
餐饮	全聚德	3.42	121.63%	-0.12	88.57%	14.32	99.27%	0.60	121.63%	3.58	11.99%	0.15	66.9%
	广州酒家	10.25	32.73%	0.59	17.45%	49.01	19.17%	5.50	5.78%	10.12	10.04%	0.71	2.2%
	同庆楼	7.18	69.72%	1.01	1648.73%	24.01	43.76%	3.04	224.91%	6.91	28.01%	0.66	-8.8%
	巴比食品	4.44	4.58%	0.59	-33.21%	16.30	6.89%	2.14	-3.86%	3.54	10.74%	0.40	-3.4%
	煌上煌	3.40	1.17%	-0.30	-43.56%	19.21	-1.70%	0.71	129.05%	4.58	-10.56%	0.33	-10.1%
	紫燕食品	7.34	-14.65%	-0.10	72.04%	35.50	-1.46%	3.32	49.46%	6.95	-8.00%	0.54	20.9%
	绝味食品	16.30	8.45%	-0.45	-446.10%	72.61	9.64%	3.44	48.07%	16.95	-7.04%	1.65	20.0%

来源：ifind，华福证券研究所

## 8.2 成本端：22 年低基数背景下，23 年成本结构健康发展

疫后消费环境恢复，管理优化进行时。23 年部分传统餐饮企业毛利率均实现增长，主要系 22 年同期受疫情扰动影响，非正常经营状态下仍要负担大部分经营成本，致使 22 年同期是低基数水平。24Q1 来看，大部分企业可以实现毛利率正增长，行业中管理优化引领企业降本增效，其中广州酒家 Q1 毛利率降低主要系公司经营市场拓展等因素致使数据短期承压。预计 24 年在餐企降本增效和多元化业务发展的基础上，成本端有望持续改善。

图表 61: 餐饮公司毛利率及变化情况

行业	名称	毛利率						
		23Q4	同期变化	23年	同期变化	23Q1	24Q1	同期变化
餐饮	全聚德	8.95%	42.25%	18.14%	31.03%	17.55%	19.38%	1.83%
	广州酒家	32.66%	4.45%	35.62%	-0.01%	32.39%	29.81%	-2.58%
	同庆楼	30.59%	9.54%	26.62%	8.29%	24.94%	24.66%	-0.28%
	巴比食品	26.98%	-0.86%	26.35%	-1.36%	24.20%	25.92%	1.72%
	煌上煌	30.69%	6.40%	29.06%	0.90%	29.10%	35.60%	6.49%
	紫燕食品	15.82%	4.71%	22.46%	6.49%	18.69%	20.89%	2.20%
	绝味食品	26.90%	4.41%	24.77%	-0.80%	24.30%	30.03%	5.73%

数据来源: ifind, 华福证券研究所

### 8.3 费用端: 低基数下费用率上行, 销售净利率边际向上

消费场景恢复导致销售费率波动上行, 疫后销售净利率改善明显。企业在 22 年的非正常经营状态下进行经营恢复, 促使销售费用占比下降, 导致销售费用率降低, 24 年大部分传统餐企正常经营常态化, 预计销售费率协同上升。销售净利率方面, 大部分企业均实现提升, 预计 24 年有望延续趋势, 优化公司销售净利率。

图表 62: 餐饮板块公司销售、管理费用率变化

行业	名称	销售费率同比变化			管理费用率同比变化		
		23Q4	23年	24Q1	23Q4	23年	24Q1
餐饮	全聚德	-6.26%	-3.05%	1.13%	-23.19%	-10.99%	-0.88%
	广州酒家	-3.64%	-0.42%	-0.36%	1.98%	0.26%	-0.70%
	同庆楼	-4.02%	0.92%	1.59%	-2.75%	-0.76%	-0.82%
	巴比食品	-1.25%	-0.08%	-2.27%	-1.54%	0.04%	-2.02%
	煌上煌	-1.43%	-1.43%	2.37%	-0.46%	0.47%	1.75%
	紫燕食品	4.11%	2.32%	0.68%	2.45%	0.19%	-0.09%
	绝味食品	-0.55%	-2.31%	1.09%	-2.45%	-1.39%	-0.04%

数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 63: 餐饮板块内公司销售净利率同比变化

行业	名称	销售净利率						
		23Q4	对比同期	23年	对比同期	23Q1	24Q1	对比同期
餐饮	全聚德	-4.38%	66.74%	3.96%	45.09%	2.56%	4.60%	2.04%
	广州酒家	6.34%	-1.25%	11.90%	-1.06%	8.57%	7.96%	-0.61%
	同庆楼	14.07%	12.71%	12.66%	7.06%	13.39%	9.54%	-3.86%
	巴比食品	13.50%	-7.14%	13.21%	-1.21%	12.51%	11.39%	-1.13%
	煌上煌	-9.39%	9.12%	3.45%	2.46%	6.56%	6.95%	0.39%
	紫燕食品	0.20%	1.03%	9.61%	3.63%	5.82%	7.74%	1.92%
	绝味食品	-3.25%	-3.72%	4.37%	1.44%	7.22%	9.40%	2.18%

数据来源: ifind, 华福证券研究所

降价提质是趋势, 顺势而为穿越周期。餐饮公司普遍会遇到竞争加剧, 内卷严



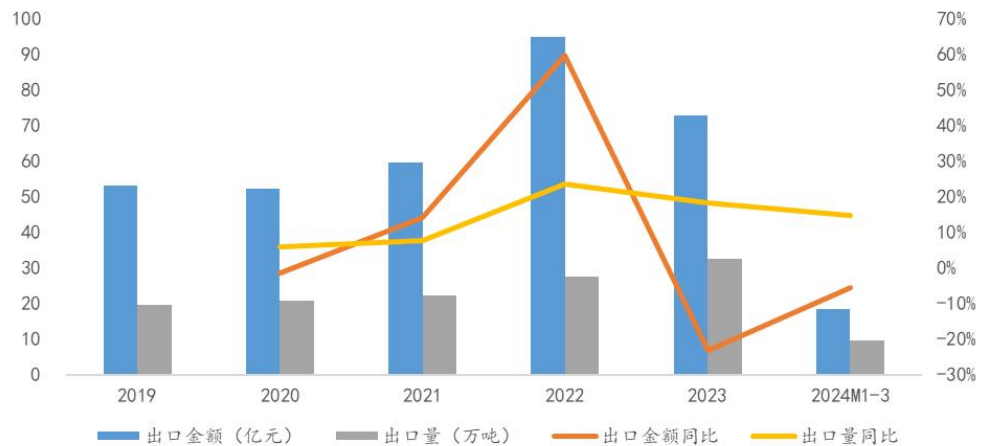
重的等问题，公司需要用以多元化的手段来应对，例如价格下沉、降本增效和出海经营等。顾客的消费习惯已经逐渐发生偏移，性价比消费将为中长期主线。我们建议关注以下三条主线：1、顺应性价比消费趋势，深耕下沉渠道的公司，重点推荐**呷哺呷哺、巴比食品**，建议关注**百胜中国、九毛九、海底捞、绝味食品**；2、守正创新，平衡发展餐饮业务与食品业务的公司，重点推荐**广州酒家**，建议关注**同庆楼、全聚德**；3、海外门店持续扩张，出海拓宽经营空间的公司，建议关注**特海国际**。

## 9 代糖：23 年有所分化，24 年景气度或可持续提升

### 9.1 全球供应链主导地位，天然甜味剂快速扩容

我国是代糖以及植物提取产品最主要的生产国。其中，中国人工代糖产量约占全球 75%，而甜菊糖产量约占全球八成，赤藓糖醇的全球制造中心近年也转移至中国。近年来我国代糖出口量持续提升，但因疫后海外去库等因素整体出口金额有一定波动。而在植物提取方面，中国 23 年出口额为 238.8 亿元，全球市场份额超过 20%，位居世界第一。

图表 64：中国代糖产业出口快速扩容



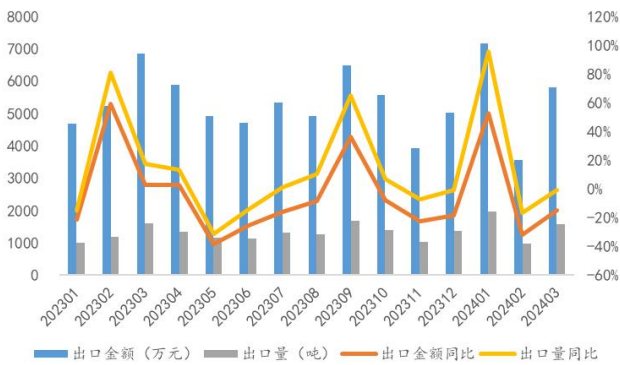
来源：海关总署、华福证券研究所

注：出口金额及出口量包括山梨醇、木糖醇、阿斯巴甜、糖精及其盐、甜蜜素、三氯蔗糖

**代糖整体扩容同时内部结构有所调整，天然甜味剂份额提升。**人工合成甜味剂目前历经 6 次迭代，前 2 代品种糖精、甜蜜素均因致癌等安全性因素逐步被部分国家禁止使用，阿斯巴甜也被证明具备一定致癌风险，目前安赛蜜及三氯蔗糖增速较快。

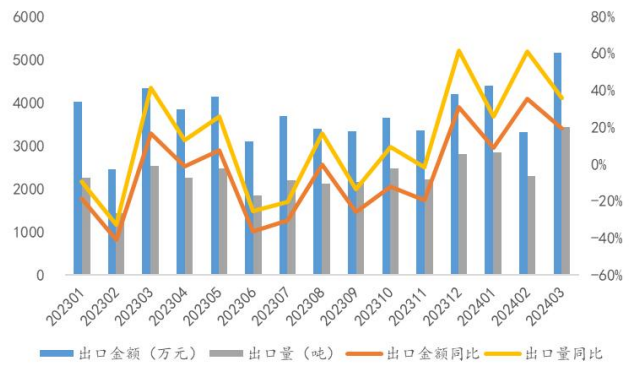
天然甜味剂包括植提代糖（甜菊糖、罗汉果糖）、糖醇（山梨糖醇、麦芽糖醇、木糖醇等）以及稀少糖（阿洛酮糖、塔格糖等）等品种。受益于政策引导、消费者意识觉醒以及口感还原度较高等因素，近五年复合增速超过 10%，远高于人工甜味剂；其中赤藓糖醇、甜菊糖、罗汉果糖以及阿洛酮糖增速较快。

图表 65: 23-24Q1 中国糖精及其盐月度出口数据



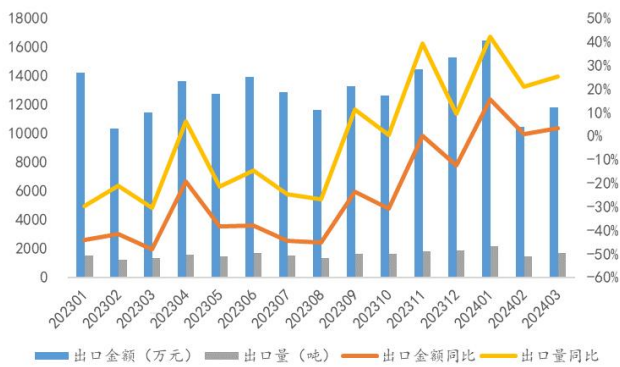
来源: 海关总署、华福证券研究所

图表 66: 23-24Q1 中国甜蜜素月度出口数据



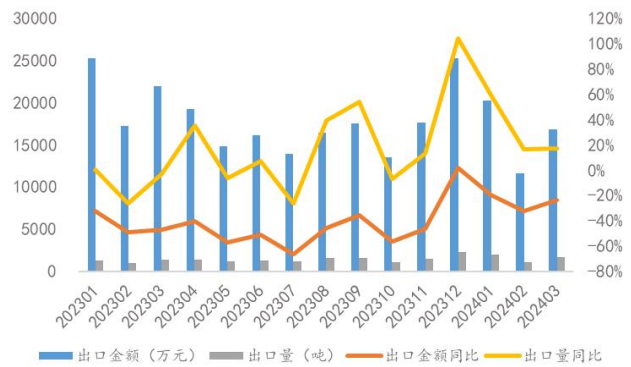
来源: 海关总署、华福证券研究所

图表 67: 23-24Q1 中国阿斯巴甜月度出口数据



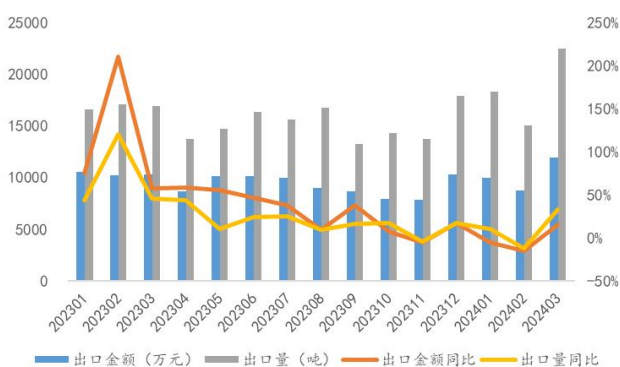
来源: 海关总署、华福证券研究所

图表 68: 23-24Q1 中国三氯蔗糖月度出口数据



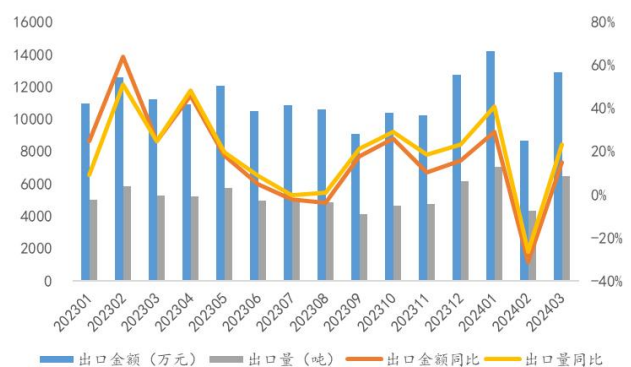
来源: 海关总署、华福证券研究所

图表 69: 23-24Q1 中国山梨醇月度出口数据



来源: 海关总署、华福证券研究所

图表 70: 23-24Q1 中国木糖醇月度出口数据



来源: 海关总署、华福证券研究所

## 9.2 收入业绩: 高景气品种拉动公司成长, 业绩弹性有望逐步释放

23 年的需求弱复苏以及海外去库一定程度上制约了代糖高景气品种的快速增长。但伴随需求逐步恢复以及海外库存去化告一段落, 23Q4&24Q1 部分品种和公司业绩



已经出现回暖，因此我们认为其高景气品种 24 年可仍维持高速增长。其中膳食纤维、阿洛酮糖龙头百龙创园产销两旺，业绩高增。植提代糖龙头莱茵生物 23Q4 后收入业绩均实现大幅改善。此外百龙创园、华康股份、莱茵生物 2024 年均规划有较大产能建设落地投产，有望带来业绩增量的同时为未来持续高速增长夯实基础。

图表 71: 代糖&植物提取公司营收、利润表现及变化情况

行业	名称	23Q4				23年报				24Q1			
		收入	同比	利润	同比	收入	同比	利润	同比	收入	同比	利润	同比
代糖&植物提取	百龙创园	2.14	25.03%	0.52	57.44%	8.68	20.28%	1.93	27.98%	2.52	29.63%	0.54	20.5%
	华康股份	7.41	21.09%	0.97	49.56%	27.83	26.48%	3.71	16.34%	6.35	-2.39%	0.80	11.1%
	莱茵生物	6.05	43.40%	0.42	1318.95%	14.94	6.65%	0.83	-53.84%	3.41	35.07%	0.27	34.4%
	晨光生物	17.02	3.50%	0.81	-16.35%	68.72	9.14%	4.80	10.53%	17.32	-4.71%	0.39	71.4%
	三元生物	1.48	32.96%	0.17	37.28%	5.00	-25.99%	0.59	-64.03%	1.92	65.03%	0.24	210.5%
	保龄宝	5.59	11.58%	0.08	-64.67%	25.24	-6.96%	0.54	-59.47%	5.51	-9.68%	0.23	35.9%

来源: iFind、华福证券研究所

### 9.3 盈利能力: 板块内公司盈利能力分化, 控费积极有望释放业绩弹性

从毛利率角度来看, 代糖以及植物提取公司有一定分化, 但在销售以及管理费用率方面均有较好控制。其中, 百龙创园毛利率有小幅波动, 但仍维持较高盈利能力, 24Q1 毛利率波动推测主要系产品结构变化, 但仍高于 23 年全年水平, 23Q1 为 23 年全年毛利率相对高点。莱茵生物 23Q4 及 24Q1 毛利率、销售费率、管理费用率均实现较强改善, 主要系规模效应、高毛利产品占比提升以及罗汉果提取物毛利恢复, 归母净利率 24Q1 未有显著改善主要系持有 Ispire 股票下跌影响非经常性损益。而三元生物相较 23 年全年, 23Q4& 24Q1 在毛利率和净利率方面 均有大幅改善态势。

图表 72: 代糖&植物提取公司毛利率、费用率、净利率情况

行业	名称	毛利率			销售费用率			管理费用率			研发费用率			归母净利率		
		23Q4	23年	24Q1	23Q4	23年	24Q1	23Q4	23年	24Q1	23Q4	23年	24Q1	23Q4	23年	24Q1
代糖&植物提取	百龙创园	29.16%	32.73%	33.75%	2.50%	3.04%	3.73%	3.69%	2.46%	1.99%	3.70%	3.75%	3.55%	24.09%	22.23%	21.24%
	华康股份	24.16%	24.18%	24.02%	2.37%	1.61%	1.67%	3.69%	2.97%	4.12%	3.91%	4.47%	4.91%	13.06%	13.35%	12.60%
	莱茵生物	26.53%	24.41%	26.05%	2.82%	3.62%	3.46%	6.97%	9.35%	5.79%	2.23%	3.24%	2.83%	6.88%	5.52%	7.85%
	晨光生物	9.75%	11.61%	8.21%	0.89%	0.89%	0.79%	2.29%	2.25%	2.00%	2.13%	1.42%	1.34%	4.78%	6.98%	2.23%
	三元生物	9.00%	3.05%	8.76%	1.29%	1.12%	0.64%	3.11%	3.11%	2.57%	9.46%	10.14%	8.25%	11.60%	11.79%	12.64%
	保龄宝	2.73%	8.10%	9.98%	0.79%	1.42%	1.53%	2.31%	2.80%	2.95%	0.87%	0.45%	0.27%	1.43%	2.14%	4.20%

来源: iFind、华福证券研究所



图表 73: 代糖&植物提取公司毛利率、费用率、净利率变化情况

行业	名称	毛利率同比变化			销售费用率同比变化			管理费用率同比变化			研发费用率同比变化			归母净利率同比变化		
		23Q4	23年	24Q1	23Q4	23年	24Q1	23Q4	23年	24Q1	23Q4	23年	24Q1	23Q4	23年	24Q1
代糖&植物提取	百龙创园	-1.39%	1.07%	-3.56%	-0.48%	-0.35%	-1.64%	-0.79%	-0.39%	0.04%	-0.25%	0.01%	-0.89%	4.96%	1.34%	-1.62%
	华康股份	-0.13%	1.24%	0.80%	0.21%	-0.01%	0.48%	0.55%	-0.24%	1.10%	-0.75%	-0.07%	1.99%	2.49%	-1.16%	-1.24%
	莱茵生物	3.51%	-6.38%	2.67%	-1.01%	0.41%	-0.72%	-3.50%	1.90%	-2.45%	0.12%	0.08%	-1.78%	6.18%	-7.24%	-0.04%
	晨光生物	-5.26%	-2.33%	-4.55%	-0.21%	-0.05%	0.17%	-1.07%	-0.81%	-0.28%	0.07%	-0.63%	0.36%	-1.71%	0.09%	-5.20%
	三元生物	14.32%	-11.00%	12.64%	-0.14%	0.35%	-0.18%	-2.05%	0.61%	0.52%	7.48%	5.09%	-1.89%	0.36%	-12.47%	5.92%
	保龄宝	-8.93%	-3.43%	-0.53%	-0.72%	0.06%	0.37%	-5.61%	-0.63%	-1.76%	0.59%	0.14%	-0.03%	-2.15%	-2.77%	1.41%

来源: iFind、华福证券研究所

整体来看,近年随着全球“减糖”趋势持续演绎、各国“糖税”及减糖政策陆续强化,无糖/低糖消费兴起,同时人工甜味剂的安全性不断被讨论,天然代糖的占比快速提升,我们认为未来天然甜味剂或将有更大的替代空间。植物提取甜味剂来源天然,市场广阔,且作为高倍甜味剂相较蔗糖依然具备价格优势,有望维持快速扩容。功能性糖醇风味表现优异,也是高低倍甜味剂复配中不可或缺的组成部分,且功能性糖醇在提供甜味外仍有食品添加剂、医药、日化等用途,需求端稳步扩容。此外阿洛酮糖作为新一代甜味剂,具有无糖、低热量、加工特性优良、具备美拉德反应等特点,与蔗糖甜感相近,全球需求伴随使用逐步获批稳健增长。**建议关注:**百龙创园(阿洛酮糖)、华康股份(木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、赤藓糖醇)、莱茵生物(甜菊糖、罗汉果糖)。

### 10 黄金珠宝板块年报及一季报总结:金价屡创新高,下游观望情绪渐浓

23年量价双增趋势明显,24Q1价增带动总量增长,收入端保持稳增。23年全年黄金板块受益于量价双增带动行业整体表现良好,24Q1金价波动幅度较大,整体表现为1-2月高位震荡,上金所金价同增15.55%,3月同环比高增,上金所金价同增18.10%,环比增长5.56%,据国家统计局数据显示,金银珠宝类消费春节期间持续火热,但3月金价高增后消费端观望情绪加重,以价增为主,1-2月/3月分别增长5.00%/4.50%,粗略折算消费量同比下降9.13%/11.51%。细分来看,我国头部黄金珠宝企业,多受益于量价双增带动23年营收实现较好表现,24Q1在高基数下整体增长平稳。同时,从归母净利润来看,23Q4老凤祥受子公司诉讼影响拖累净利润同比下降,潮宏基受女包业务减值及产品结构调整,23Q4净利润承压。24Q1中国黄金、老凤祥、菜百股份均受益于金价端持续上行而带动归母净利润同增,周大生受自营店开设带来费用端拖累,利润端承压。


**图表 74: 黄金珠宝各企业 23 年报及 24Q1 收入及利润表现**

名称	23Q4				22年报		23年报				23Q1		24Q1			
	收入	同比	利润	同比	收入	利润	收入	同比	利润	同比	收入	利润	收入	同比	利润	同比
老凤祥	93.70	-1.08%	2.50	-27.41%	630.10	17.00	714.36	13.37%	22.14	30.23%	245.58	7.16	256.30	4.36%	8.02	12.0%
豫园股份	185.99	11.44%	-2.11	-107.22%	501.18	38.26	581.47	16.02%	20.24	-47.10%	152.44	3.36	172.21	12.97%	1.80	-46.8%
潮宏基	14.01	35.14%	0.20	-157.23%	44.17	1.99	59.00	33.56%	3.33	67.41%	15.24	1.24	17.96	17.87%	1.31	5.5%
中国黄金	150.51	31.62%	2.33	53.71%	471.24	7.65	563.64	19.61%	9.73	27.20%	161.39	3.00	182.51	13.08%	3.63	21.1%
周大生	37.96	74.01%	2.21	38.01%	111.18	10.91	162.90	46.52%	13.16	20.67%	41.22	3.65	50.70	23.01%	3.41	-6.6%
菜百股份	41.83	69.75%	1.15	11.33%	109.90	4.60	165.52	50.61%	7.07	53.61%	50.52	2.35	63.16	25.01%	2.72	16.2%

数据来源: ifind, 华福证券研究所

各公司所处阶段的不同, 毛利率表现分化。我们认为, 老凤祥、中国黄金受益于金价上涨带来的存货增值影响, 毛利率表现上行, 周大生、潮宏基仍处于渠道(加盟渠道占比提升)、产品(黄金产品占比提升, 此前以镶嵌等产品为主)调整阶段, 毛利率整体承压。由于金价持续上涨, 投资类产品占比提升导致菜百股份毛利率微降。从费用率来看, 各公司费用率管控良好, 同时受益于规模效应的显现, 费用率基本表现出同比下降。


**图表 75: 黄金珠宝各企业 23 年报及 24Q1 毛利率及费用端表现**

名称	毛利率								
	22Q4	22年	23Q4	对比同期	23年	对比同期	23Q1	24Q1	对比同期
老凤祥	9.10%	7.58%	9.48%	0.38%	8.30%	0.72%	8.02%	8.37%	0.35%
豫园股份	18.93%	17.87%	15.37%	-3.55%	14.11%	-3.76%	14.03%	13.74%	-0.29%
潮宏基	28.26%	30.18%	23.90%	-4.37%	26.07%	-4.11%	28.03%	24.92%	-3.11%
中国黄金	4.13%	3.90%	3.84%	-0.29%	4.13%	0.23%	3.99%	4.09%	0.11%
周大生	22.62%	20.78%	17.89%	-4.73%	18.14%	-2.64%	17.91%	15.57%	-2.34%
菜百股份	10.83%	11.22%	9.27%	-1.55%	10.68%	-0.54%	11.38%	10.00%	-1.37%
销售费用率									
老凤祥	1.29%	1.32%	3.14%	1.85%	1.48%	0.16%	1.42%	1.25%	-0.17%
豫园股份	4.60%	5.66%	4.20%	-0.40%	5.29%	-0.37%	5.31%	4.65%	-0.66%
潮宏基	19.26%	17.52%	15.48%	-3.78%	14.03%	-3.49%	13.62%	11.39%	-2.24%
中国黄金	1.03%	0.95%	1.16%	0.13%	0.88%	-0.07%	0.63%	0.70%	0.07%
周大生	10.96%	6.73%	8.59%	-2.37%	5.80%	-0.94%	4.51%	4.93%	0.42%
菜百股份	3.25%	3.20%	2.75%	-0.50%	2.62%	-0.57%	2.77%	2.26%	-0.51%
管理费用率									
老凤祥	0.98%	0.64%	1.48%	0.50%	0.69%	0.05%	0.61%	0.49%	-0.11%
豫园股份	8.47%	7.29%	5.61%	-2.86%	5.51%	-1.78%	4.60%	4.61%	0.00%
潮宏基	2.25%	2.06%	3.00%	0.75%	2.13%	0.07%	1.31%	1.80%	0.49%
中国黄金	0.46%	0.31%	0.46%	0.00%	0.33%	0.02%	0.23%	0.20%	-0.03%
周大生	1.32%	0.84%	0.95%	-0.36%	0.65%	-0.18%	0.54%	0.48%	-0.07%
菜百股份	1.25%	0.91%	0.91%	-0.34%	0.68%	-0.23%	0.70%	0.56%	-0.13%
研发费用率									
老凤祥	0.08%	0.05%	0.11%	0.02%	0.05%	0.00%	0.03%	0.04%	0.01%
豫园股份	0.38%	0.29%	0.05%	-0.33%	0.14%	-0.15%	0.15%	0.07%	-0.08%
潮宏基	1.49%	1.35%	1.12%	-0.36%	1.06%	-0.29%	0.99%	0.88%	-0.11%
中国黄金	0.07%	0.06%	0.05%	-0.02%	0.05%	-0.01%	0.04%	0.02%	-0.03%
周大生	0.16%	0.11%	0.11%	-0.06%	0.08%	-0.04%	0.09%	0.07%	-0.02%
菜百股份	0.14%	0.09%	0.05%	-0.09%	0.05%	-0.04%	0.06%	0.04%	-0.02%
净利率									
老凤祥	4.73%	3.60%	3.73%	-1.00%	4.17%	0.57%	3.89%	4.11%	0.22%
豫园股份	18.25%	7.86%	-1.57%	-19.82%	3.13%	-4.73%	2.04%	0.85%	-1.19%
潮宏基	-3.43%	4.64%	1.01%	4.44%	5.59%	0.95%	8.34%	7.35%	-0.99%
中国黄金	1.32%	1.63%	1.55%	0.23%	1.73%	0.11%	1.87%	2.00%	0.13%
周大生	7.29%	9.78%	5.80%	-1.49%	8.06%	-1.72%	8.84%	6.72%	-2.13%
菜百股份	4.22%	4.19%	2.78%	-1.44%	4.29%	0.10%	4.67%	4.33%	-0.34%

数据来源: ifind, 华福证券研究所

金价上行从多角度利好上市品牌方。1) **原材料套期等交易**。目前品牌方普遍通过银行租借+套期保值方式对冲金价波动风险, 但部分品牌仍然保留风险敞口, 并且具备上海金交所交易席位的公司可以通过买卖黄金存货获得利润。2) **备货期间存货黄金增值**。在备货期或具备部分黄金库存的企业, 在金价上行周期有望将黄金存货增值转化为毛利, 如老凤祥。3) **品牌使用费变相上行**。部分品牌方按照成本加成的方式收取品牌使用费等, 金价上行周期, 产品成本上行, 变相提高品牌使用费。4) **终端需求积极**。消费者和经销商均存在买涨不买跌的心理催化, 在金价盘整后持续高增的背景下, 消费者对金价的心理预期抬升, 预计消费者需求和加盟商囤货积极



性双高。当前金价处于高位震荡阶段，建议跟踪下游消费者及经销商对金价心理预期的变化。

**金价端波动将直接影响黄金珠宝品牌商利润：**1) 低毛利率产品对金价波动的弹性较强，如金条等产品，对应标的：菜百股份、中国黄金；2) 直营模式直接受益于黄金存货增值，对应标的：菜百股份；3) 在备货期金价上行的企业，存货增值将直接反映到品牌毛利率中，对应标的：老凤祥等。

整体来说，金价持续处于高位，投资+悦己+婚庆三重支撑下，黄金消费仍处于高景气周期，也需持续关注高金价下终端消费情况，建议关注4月订货会及五一假期销售情况。推荐：产品及渠道双增长的潮宏基；结构调整基本完成，高股息的周大生；拥有强渠道和强品牌力，股改焕发新增长的老凤祥。

## 11 宠物板块年报及一季报总结：海外订单回暖+自有品牌持续增长，营收及利润普遍超预期

业绩环比改善，整体表现略超预期。随海外去库存结束，海外订单回归，低基下宠物企业营收及利润整体表现优秀。中宠股份国内业务表现突出且出口客户去库存结束，叠加海外工厂订单丰富，带动营收及归母净利润同比均实现高增长；乖宝宠物旗下麦富迪、弗列加特表现优秀，自有品牌释放带动营收及归母净利润高增；佩蒂股份恢复订单节奏，同时自有品牌爵宴表现良好，在去年低基数下实现正向增长；依依股份受益于订单修复及新客户持续贡献，收入和利润均实现增长。

图表 76：宠物板块各企业 23 年报及 24Q1 收入及利润表现

名称	22Q4		23Q4				22年报		23年报				23Q1		24Q1			
	收入	利润	收入	同比	利润	同比	收入	利润	收入	同比	利润	同比	收入	利润	收入	同比	利润	同比
中宠股份	8.06	-0.09	10.35	28.44%	0.56	-748.55%	32.48	1.06	37.47	15.37%	2.33	120.12%	7.06	0.16	8.78	24.42%	0.56	259.0%
佩蒂股份	3.77	-0.31	4.95	31.18%	0.18	-158.71%	17.32	1.27	14.11	-18.51%	-0.11	-108.72%	1.59	-0.38	3.84	142.37%	0.42	-209.6%
依依股份	3.76	0.24	3.51	-6.50%	0.16	-33.21%	15.16	1.51	13.37	-11.80%	1.03	-31.41%	2.84	-0.02	3.84	35.18%	0.42	-1974.8%
乖宝宠物	9.10	0.50	12.15	33.50%	1.14	128.71%	33.98	2.67	43.27	27.36%	4.29	60.69%	9.05	0.85	10.97	21.33%	1.48	74.5%

数据来源：ifind，华福证券研究所

受益于成本处于低位，毛利率上行态势明显。由于今年以来原材料成本下行及规模效应体现，叠加自有品牌占比提升，各公司毛利率提升明显，其中佩蒂股份受营收下降带来的规模效应释放不及预期影响，毛利率同比下降，但24Q1毛利率已回升至正常水平。从费用端来看，中宠股份、乖宝宠物、佩蒂股份持续加码自有品牌的营销投入，推动销售费用率上行，财务费用方面，人民币汇率贬值带来财务费用端利好。


**图表 77: 宠物板块各企业 23 年报及 24Q1 毛利率及费用端表现**

名称	毛利率								
	22Q4	22年	23Q4	对比同期	23年	对比同期	23Q1	24Q1	对比同期
中宠股份	21.03%	19.79%	27.40%	6.37%	26.28%	6.49%	24.35%	27.85%	3.49%
佩蒂股份	13.12%	22.30%	24.00%	10.87%	19.33%	-2.97%	14.04%	24.36%	10.32%
依依股份	15.38%	13.72%	18.64%	3.26%	17.02%	3.30%	7.00%	18.22%	11.22%
乖宝宠物	35.01%	32.59%	39.59%	4.58%	36.84%	4.25%	34.20%	41.14%	6.94%
销售费用率									
中宠股份	13.52%	9.33%	13.08%	-0.44%	10.33%	1.00%	9.67%	10.38%	0.71%
佩蒂股份	6.86%	5.00%	7.43%	0.58%	7.24%	2.24%	10.71%	4.64%	-6.07%
依依股份	1.69%	1.31%	2.50%	0.81%	2.02%	0.72%	1.72%	1.81%	0.10%
乖宝宠物	19.44%	16.05%	18.59%	-0.85%	16.66%	0.61%	14.38%	17.30%	2.92%
毛销差									
中宠股份	7.51%	10.46%	14.33%	6.82%	15.95%	5.49%	14.68%	17.47%	2.78%
佩蒂股份	6.27%	17.30%	16.56%	10.30%	12.09%	-5.21%	3.33%	19.72%	16.38%
依依股份	13.69%	12.41%	16.14%	2.45%	14.99%	2.58%	5.29%	16.41%	11.12%
乖宝宠物	15.58%	16.54%	21.00%	5.42%	20.18%	3.64%	19.82%	23.84%	4.02%
管理费用率									
中宠股份	4.38%	3.59%	3.74%	-0.64%	3.83%	0.24%	5.13%	5.10%	-0.03%
佩蒂股份	7.02%	6.98%	5.29%	-1.73%	7.85%	0.86%	17.30%	6.34%	-10.97%
依依股份	3.09%	2.74%	3.18%	0.10%	2.97%	0.24%	3.12%	2.58%	-0.54%
乖宝宠物	6.42%	5.20%	6.80%	0.39%	5.77%	0.56%	4.81%	5.54%	0.73%
研发费用率									
中宠股份	1.21%	1.34%	1.12%	-0.09%	1.28%	-0.06%	1.79%	1.68%	-0.11%
佩蒂股份	2.24%	1.66%	1.52%	-0.73%	2.06%	0.39%	2.57%	1.25%	-1.32%
依依股份	1.50%	1.34%	1.73%	0.24%	1.76%	0.42%	2.15%	1.31%	-0.84%
乖宝宠物	2.15%	2.00%	1.45%	-0.70%	1.69%	-0.30%	1.82%	1.56%	-0.26%
净利率									
中宠股份	-0.71%	3.72%	6.47%	7.18%	7.79%	4.07%	3.83%	7.41%	3.58%
佩蒂股份	-8.19%	7.47%	2.86%	11.06%	-1.13%	-8.60%	-23.93%	10.89%	34.82%
依依股份	6.32%	9.93%	4.52%	-1.81%	7.72%	-2.21%	-0.79%	11.02%	11.81%
乖宝宠物	5.52%	7.82%	9.46%	3.95%	9.95%	2.13%	9.48%	13.56%	4.08%

数据来源: ifind, 华福证券研究所

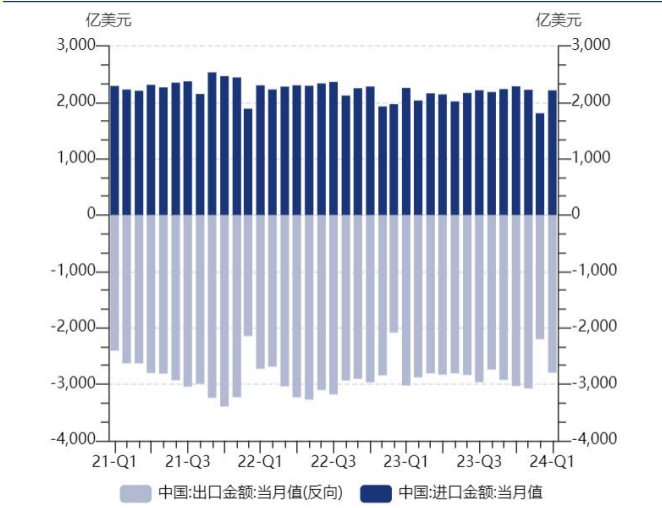
整体来看,从汇率及成本端,均利于出口型企业,头部公司 24Q1 利润端表现良好,建议关注 Q2 订单情况及同环比改善情况。国内来看,它博会的火爆进一步展现国内宠物市场活力,看好头部品牌强者恒强的过程。关注国外恢复较快、国内自有品牌持续深耕的企业。推荐海内外双循环的中宠股份,自有品牌三大要素兼具的乖宝宠物,境外业务同环比改善、境内业务持续布局的佩蒂股份,出口业务具有较强弹性的依依股份,建议关注:流动性改善带来估值回升的路斯。

## 12 跨境电商: 24Q1 出海景气度延续, 关注细分方向机会

疫后首年受线下场景恢复不足影响, 24Q1 实现开门红。随着新冠疫情的影响逐步消散, 我国外贸端持续稳健增长。2023 年作为疫后发展首年, 受线下场景恢复影响, 我国进出口总额 5.98 万亿美元, 同比 2022 年变化-5.0%。出口总额 3.38 万亿美元, 同比 2022 年变化-4.6%。但 2024 年一季度我国进出口贸易情况表现较好, 24Q1

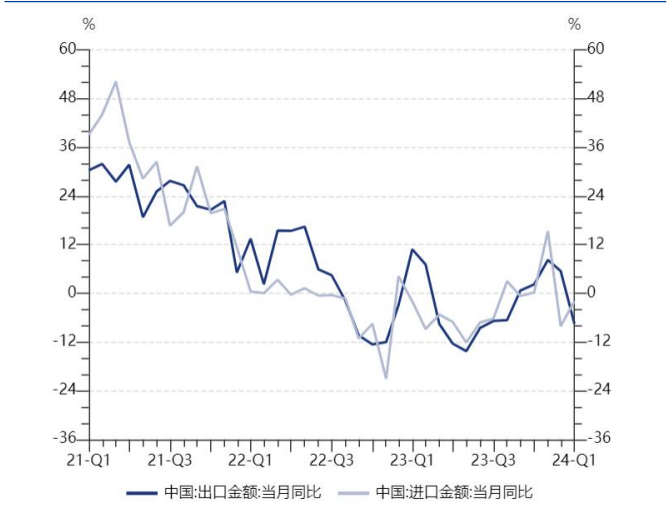
我国货物贸易进出口总值 10.17 万亿元人民币，同比增长 5%。其中，出口 5.74 万亿元，增长 4.9%；进口 4.43 万亿元，增长 5%；出口和进口分别较去年四季度加快 4.1 个、2.3 个百分点。

图表 78: 2021-2024Q1 我国进出口金额情况 (亿美元)



来源: wind, 华福证券研究所

图表 79: 2021-2024Q1 我国进出口金额同比



来源: wind, 华福证券研究所

**跨境电商交易稳步增长，发展空间巨大。**十九大以来，我国跨境电商成为外贸新业态，具有重要地位，我国跨境电商行业仍然保持快速增长趋势。2022 年我国跨境电商交易规模 15.7 万亿元，同比增长 10.56%，占进出口总额 37.33%，仍有巨大开发潜力。其中，2022 年中国跨境电商的交易模式中跨境电商 B2B(企业对企业)交易占比达 75.6%，跨境电商 B2C(企业对个人)交易占比 24.4%。近年来，跨境电商零售模式发展迅猛，政策助力等也带来了在跨境电商中零售模式占比的提升。

**板块整体情况来看，**23 年板块整体收入 1137.40 亿元，同比增长 13.5%，归母净利润归母净利 24.95 亿元，同比增长 81.2%，利润增速亮眼。分重点公司来看：收入端，华凯易佰/乐歌股份/焦点科技/安克创新营收分别为 65.18 /39.02 /15.19 /175.07 亿元，同比增长 47.6% /21.6% /3.8% /22.9%；毛利率分别为 37.0% /36.5% /79.4% /43.5%，同比变动-1.0% /2.1% /-0.8% /4.8%；销售费用率分别为 23.4% /20.1% /37.0% /22.2%，同比变动-1.2% /-0.1% /-0.7% /1.6%，费用管理进一步优化，带来盈利端的提升空间。


**图表 80: 重点跨境电商企业收入&利润及同比情况 (亿元)**

名称	23Q4				23年报				24Q1			
	收入	同比	利润	同比	收入	同比	利润	同比	收入	同比	利润	同比
华凯易佰	17.68	30.2%	0.33	-54.6%	65.18	47.6%	3.32	53.6%	16.97	23.0%	0.82	7.7%
乐歌股份	12.16	35.7%	1.17	93.5%	39.02	21.6%	6.34	189.7%	11.22	40.8%	0.80	-79.9%
焦点科技	4.02	10.8%	0.81	31.6%	15.19	3.8%	3.79	26.1%	3.84	11.0%	0.77	57.9%
安克创新	57.21	21.4%	4.02	28.4%	175.07	22.9%	16.15	41.3%	43.78	30.1%	3.11	1.6%

来源: iFind, 华福证券研究所

**图表 81: 重点跨境电商企业毛利率及费用率情况**

名称	毛利率				销售费用率					
	22Q4	22年	23Q4	对比同期	23年	对比同期	23Q1	24Q1	对比同期	
华凯易佰	37.12%	37.93%	34.66%	-2.45%	36.96%	-0.97%	37.99%	36.46%	-1.54%	
乐歌股份	22.84%	34.41%	36.55%	13.71%	36.53%	2.12%	37.16%	31.29%	-5.87%	
焦点科技	85.31%	80.23%	82.16%	-3.15%	79.45%	-0.78%	78.56%	79.03%	0.48%	
安克创新	38.44%	38.73%	44.04%	5.60%	43.54%	4.80%	41.54%	45.12%	3.59%	
华凯易佰	21.69%	24.64%	24.68%	2.99%	23.43%	-1.21%	25.10%	23.85%	-1.25%	
乐歌股份	6.97%	20.15%	18.49%	11.52%	20.07%	-0.09%	20.71%	17.55%	-3.16%	
焦点科技	40.30%	37.74%	40.11%	-0.18%	37.05%	-0.69%	40.33%	36.47%	-3.86%	
安克创新	20.91%	20.62%	22.82%	1.90%	22.20%	1.58%	21.06%	22.35%	1.28%	

来源: iFind, 华福证券研究所

短期来看, 受益 Temu、Tiktok 等新兴跨境平台的快速增长, 行业有望迎来发展机遇。从品牌端来看, 跨境出海品牌形成品牌溢价, 更易建立更高的竞争壁垒。从渠道端来看, 跨境企业通过不同平台广泛开店, 渠道商在供应链、选品上形成区分度, 建立竞争壁垒; 长期来看, 受益我国优质龙头品牌外溢需求日益明显, 以及海外电商渗透率提升的背景下, 跨境电商行业有望高速增长。

**建议关注:** 1) **AI+跨境电商: 焦点科技。** AI 麦可深度绑定 ChatGPT, 公司持续升级迭代下已能实现智能员工、文本视频处理等多维应用, 我们看好在 AI 渗透率提升、AI 麦可赋能全链路下公司量价齐升空间; 2) **跨境品牌: 安克创新。** 公司有望受益海外线上消费需求持续增长以及前期行业出清后的竞争格局优化, 同时在品牌创新升级、为消费者提供多场景高效应用的产品、品类扩张下, 增量空间广阔。

### 13 风险提示

疫情影响消费复苏、宏观经济波动影响消费水平、食品安全风险、政策风险、经销商资金链问题抛售产品损害品牌、原材料成本大幅波动。





## 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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn