

食品饮料

白酒势能不减，大众品枯木逢春

2024年05月09日

——行业投资策略

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

张思敏（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

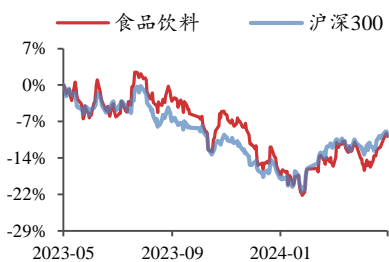
zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790123070080

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《白酒势能不减，大众品枯木逢春——食品饮料行业2024年中期投资策略》-2024.5.6

《一季报白酒业绩稳健，大众品复苏中仍现分化——行业周报》-2024.5.5

《食品饮料具备业绩支撑，一季度基金加仓受青睐——行业周报》-2024.4.28

● 市场表现：食品饮料年初至今跑输大盘，板块市值增长主因预期利润增加

2024年1-4月食品饮料板块上涨1.6%，跑输沪深300约10.0pct，在一级子行业中排名中游（第十四）。分子行业看，软饮料板块表现突出（+13.5%），啤酒（+8.8%）、乳制品（+2.5%）表现较好。其他酒类（-17.1%）、葡萄酒（-9.7%）走势较弱。我们从市值分解角度观察，食品饮料2024年1-4月PE较2023年底回落15.9%，预计2024年净利增长19.6%，两者共同作用，年初至今板块市值略微回升0.6%。

● 总量判断：宏观经济复苏，消费曲线上行

从宏观层面来看，2023-2024年消费持续复苏，节奏可能偏慢，但复苏的方向没有变化。观察经济数据，2024Q1 GDP增5.3%，基本符合预期。3月进入淡季，观测2024年3月社零增速3.1%略有降速。淡旺季分化可能是后续消费常态。从微观层面来看产业表现，呈现明显复苏趋势：食品制造企业2024年1-3月营收增速8.0%，较2023年增速加快；利润总额同比增长18.8%，增速加速上行，也表明产业正在复苏。

● 2024年一季报总结：复苏与分化并存，板块具备业绩支撑

2024Q1业绩已全部公布。从财报业绩表现来看，2024Q1食品饮料上市公司整体营收增速环比2023Q4出现明显回升。整体来看一季报反映出的共性趋势：一季度食品饮料板块营收呈加速增长态势：原因一方面春节时间错配，多数企业备货时间在2024Q1；另一方面行业仍处于复苏阶段，经过2023年调整后，部分企业已出现企稳回升态势。我们观测到白酒企业一季报营收普遍稳定而且符合预期，部分企业利润超预期，后续白酒消费预计渐进式回暖。大众品一季度仍现分化，其中零食板块普遍业绩较好仍在景气度向上周期中；调味品出现恢复性增长；乳制品与肉制品仍在调整过程中，整体来看大众品虽有分化，但仍处于修复的趋势向上阶段。

● 投资主线：白酒自上而下布局，大众品自下而上找个股

往2024年展望，食品饮料行业主线仍是消费复苏。而复苏的节奏及力度，与宏观经济较为相关。按照复苏路径推演，2024年我们更多期望消费场景释放带来市场需求提振，以及消费力提升带来消费升级表现。从估值角度来看，经过前期回调，食品饮料已步入合理布局区间，部分企业估值已处于近年低位。板块仍需回归业绩增长主线，我们建议把握确定性原则，选取2024年食品饮料交易策略四条主线：一是选择基本面稳健向上品种，布局各价格带白酒龙头；二是关注景气度上行，仍处于红利期的子行业，如休闲零食；三是关注企业由于自身业务周期向上，处于困境反转的投资机会；四是考虑到上游成本变化情况，布局成本回落品种。

● 风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原料价格波动风险。

目 录

1、 食品饮料跑输市场，软饮料板块表现较好.....	5
1.1、 2024年1-4月食品饮料板块涨幅跑输市场.....	5
1.2、 个股涨跌幅：高股息或成长型、改善型的股票表现较好.....	7
1.3、 2024Q1基金重仓食品饮料比例回升.....	8
2、 投资主线：复苏贯穿全年，结构分化寻找确定性机会.....	9
2.1、 总量判断：宏观经济复苏，需求曲线上行.....	9
2.2、 2024年一季报总结：复苏与分化并存，板块具备业绩支撑.....	10
2.3、 投资主线：白酒自上而下布局，大众品自下而上找个股.....	11
3、 行业：白酒势能不减，大众品复苏趋势不变.....	11
3.1、 白酒：行业经营稳健，需求稳步复苏.....	11
3.1.1、 产品升级驱动行业结构性繁荣，龙头企业竞争优势不断提升.....	11
3.1.2、 一季度白酒经营稳健，高端和大众高端延续较好增长.....	13
3.2、 啤酒：2024Q1啤酒需求平稳，利润增速收敛.....	21
3.3、 乳制品：乳制品需求仍承压，行业竞争理性.....	24
3.4、 肉制品：肉制品消费承压，吨利仍维持高位.....	26
3.5、 调味品：收入端逐步复苏，盈利能力开始修复.....	28
3.6、 卤制品：成本压力有所缓解，同店端有待恢复.....	30
3.7、 休闲食品：春节旺季收入高增，关注成长性公司新品新渠道发展.....	31
4、 重点个股：优选龙头，关注消费复苏机会.....	34
4.1、 贵州茅台：收入高增势头不减，市场化改革进程持续.....	34
4.2、 五粮液：业绩稳健，核心矛盾明显改善.....	34
4.3、 山西汾酒：成长势能不减，业绩弹性持续.....	35
4.4、 泸州老窖：收入增速行业前列，盈利能力持续提升.....	35
4.5、 古井贡酒：成长劲头十足，盈利弹性释放.....	36
4.6、 青岛啤酒：高基数下销量短期承压，关注赛事催化和旺季表现.....	36
4.7、 重庆啤酒：一季度开局良好，关注旺季表现和赛事催化.....	37
4.8、 伊利股份：营收承压，净利率提升.....	37
4.9、 新乳业：主业稳步增长，净利率持续提升.....	38
4.10、 双汇发展：屠宰业务承压，肉制品吨利高位.....	38
4.11、 海天味业：2024Q1收入恢复双位数正增，盈利能力略有改善.....	39
4.12、 中炬高新：内部管理成效显著，2024Q1利润表现超预期.....	39
4.13、 涪陵榨菜：Q1营收短期承压，Q2成本红利有望逐步释放.....	40
4.14、 绝味食品：同店仍有承压，利润明显恢复.....	40
4.15、 煌上煌：利润已实现扭亏，静待同店持续恢复.....	41
4.16、 盐津铺子：业绩符合预期，收入快速增长.....	41
4.17、 甘源食品：2023年顺利收官，展望未来高速增长.....	42
4.18、 劲仔食品：业绩符合预期，利润亮眼增长.....	42
4.19、 东鹏饮料：开局势头强劲，新品表现突出.....	43
4.20、 嘉必优：开局形势良好，底部持续改善.....	43
5、 风险提示.....	45

图表目录

图 1: 2024 年 1-4 月食品饮料涨跌幅市场排名 14/28	5
图 2: 2024 年 1-4 月软饮料在食品饮料子行业中领涨	5
图 3: 2024 年 1-4 月食品饮料板块股价略有回升, 更多来自于业绩增长	6
图 4: 当前食品饮料估值处于行业中高位	6
图 5: 2024 年 4 月末食品饮料估值已有回落	6
图 6: 2024 年 4 月食品饮料涨跌幅市场排名 14/28	7
图 7: 2024 年 4 月其他酒类在食品饮料子行业中涨幅最高	7
图 8: 2024 年 1-4 月高股息、成长型或改善型的股票表现居前	8
图 9: 2024Q1 基金重仓食品饮料比例环比回升至 14.14% 水平	8
图 10: 2024Q1 重仓比例白酒回升, 大众品回落	9
图 11: 2024Q1 非白酒子行业多数配置比例回落	9
图 12: 2024Q1 GDP 增 5.3%	9
图 13: 2024 年 3 月社零增速 3.1%	9
图 14: 2024 年 1-4 月食品制造企业营收与利润增速回升	10
图 15: 2024 年 1-4 月食品饮料多数子行业产量增速回升	10
图 16: 2009-2012 年期间, 白酒各价格带均有较快增长	12
图 17: 2015 年起次高端、高端价格带收入表现好于整体	12
图 18: 2017 年起全国白酒企业产量下滑 (万千升)	12
图 19: 2017 年开始, 全国白酒平均价格持续上涨	12
图 20: 上市白酒公司市场份额持续提升	12
图 21: 规模以上白酒企业数量 2018 年以来下降明显	12
图 22: 2024Q1 上市白酒企业收入同比增长 14.9%	13
图 23: 2024Q1 上市白酒企业利润同比增长 15.8%	13
图 24: 2024Q1 白酒企业预收账款规模增加	14
图 25: 2024Q1 白酒企业经营性现金净流入同比提升	14
图 26: 2024Q1 白酒企业整体毛利率提升	14
图 27: 2024Q1 上市白酒企业净利率提升	14
图 28: 2024Q1 白酒企业管理费用率同比下降	15
图 29: 2024Q1 白酒企业费用率同比下降	15
图 30: 2024Q1 大众高端和高端收入增速更快	15
图 31: 2024Q1 大众高端和大众普通利润增速最快	15
图 32: 飞天 (散瓶) 价格 2022 年相对平稳 (单位: 元)	18
图 33: 五粮液和国窖价格波动前行 (单位: 元)	18
图 34: 高端白酒规模持续增长	19
图 35: 高净值人群数量持续增长 (单位: 万人)	19
图 36: 高端酒历史销量增长稳健	19
图 37: 高端酒价格仍在可接受范围内	19
图 38: 2023 年销售额角度看次高端占比较低 (亿元)	20
图 39: 2023 年销量角度看次高端仍有提升空间 (万吨)	20
图 40: 古井贡酒在安徽市场份额提升明显	20
图 41: 2019 年以来洋河股份和今世缘在江苏省占率提升	20
图 42: 2024 年 3 月啤酒产量同比降 6.5%	21
图 43: 2024 年 1-3 月啤酒累计产量同比增长 6.1%	21

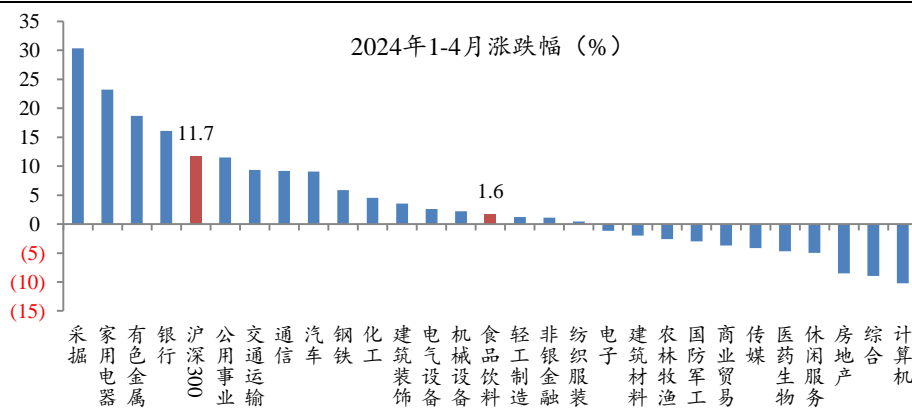
图 44: 2023 年 4 月以来进口大麦数量持续增长.....	23
图 45: 2023 年以来大麦进口均价持续回落.....	23
图 46: 2024Q1 A 股上市乳企营收同比降 4.1%，净利同比增 54.3%.....	24
图 47: 2024 年 4 月 30 日全脂奶粉中标价同比-1.5%.....	24
图 48: 2024 年 4 月 25 日生鲜乳价格同比-12.1%.....	24
图 49: 2024Q1 各类型乳企营收均下滑.....	26
图 50: 2024Q1 全国乳企净利增速最快.....	26
图 51: 2024Q1 A 股上市肉企营收同比下降 8.7%，净利同比下降 22.0%.....	26
图 52: 2023 年 12 月 15 日猪肉价格同比-16.4%.....	27
图 53: 2024 年 3 月生猪定点屠宰量同比-4.6%.....	27
图 54: 2024 年 3 月生猪存栏数量同比-5.2%.....	27
图 55: 2024 年 3 月能繁母猪数量同比-7.3%.....	27
图 56: 2024Q1 调味品营收净利分别同增 7.7%/13.7%.....	28
图 57: 2024Q1 酱醋公司营收净利分别同增 8.1%/13.3%.....	28
图 58: 2024Q1 调味品上市公司毛销差同比扩大.....	28
图 59: 2024Q1 调味品上市公司净利率同比+1.1pct.....	28
图 60: 2024Q1 大豆市场价均价（元/吨）同比回落 15.3%.....	29
图 61: 白砂糖期货合约价格稳中有降.....	29
图 62: 2024Q1 卤制品上市公司整体营收下滑 7.9%，门店端销售承压.....	31
图 63: 卤制品公司原材料价格 2024Q1 同比有所回落.....	31
图 64: 卤制品上市公司 2024Q1 平均毛利率稳中有升.....	31
图 65: 2024Q1 休闲食品行业整体营收和归母净利润分别同增 31.5%/23.1%.....	32
图 66: 2024Q1 休闲食品上市公司毛销差扩大.....	32
图 67: 2024Q1 休闲食品上市公司净利率同比下降 0.6pct.....	32
表 1: 高端白酒 2024Q1 营收和利润稳健增长，毛利率、净利率稳中有升.....	16
表 2: 2024Q1 次高端品牌收入和净利润增速有所分化.....	16
表 3: 大众高端白酒 2024Q1 业绩保持高速增长.....	17
表 4: 2024Q1 单季啤酒上市公司营收增速有所分化.....	22
表 5: 2024Q1 多数啤酒企业毛利率同比提升.....	22
表 6: 2024Q1 主流酒企销售费用率同比相对平稳.....	22
表 7: 2024Q1 大多数啤酒企业净利率同比提升.....	23
表 8: 2024Q1 主流酒企归母净利润增速趋于收敛.....	23
表 9: 调味品重点公司 2024Q1 盈利能力有所优化.....	29
表 10: 2024Q1 休闲食品重点公司保持较快增长.....	33
表 11: 重点公司盈利预测及估值.....	44

1、食品饮料跑输市场，软饮料板块表现较好

1.1、2024年1-4月食品饮料板块涨幅跑输市场

食品饮料涨幅跑输大盘，软饮料板块表现突出。2024年1-4月食品饮料板块上涨1.6%，跑输沪深300约10.0pct，在一级子行业中排名中游（第十四）。分子行业看，软饮料板块表现突出（+13.5%），啤酒（+8.8%）、乳制品（+2.5%）表现较好。其他酒类（-17.1%）、葡萄酒（-9.7%）走势较弱。软饮料板块表现较好，主要是养元饮品（+23.6%）、承德露露（+17.3%）东鹏饮料（+16.6%）涨幅较多。整体来看在市场更多关注主题投资的背景下，食品饮料传统板块表现欠佳。

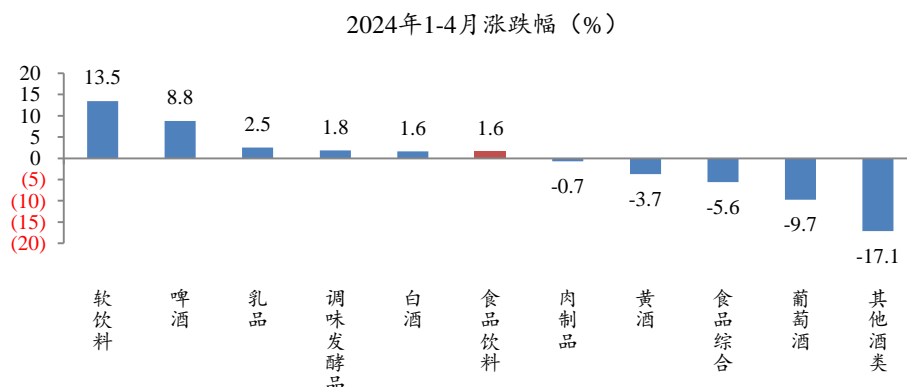
图1：2024年1-4月食品饮料涨跌幅市场排名 14/28



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：板块涨跌幅为总市值加权平均，股价涨跌幅截至2024年4月30日

图2：2024年1-4月软饮料在食品饮料子行业中领涨



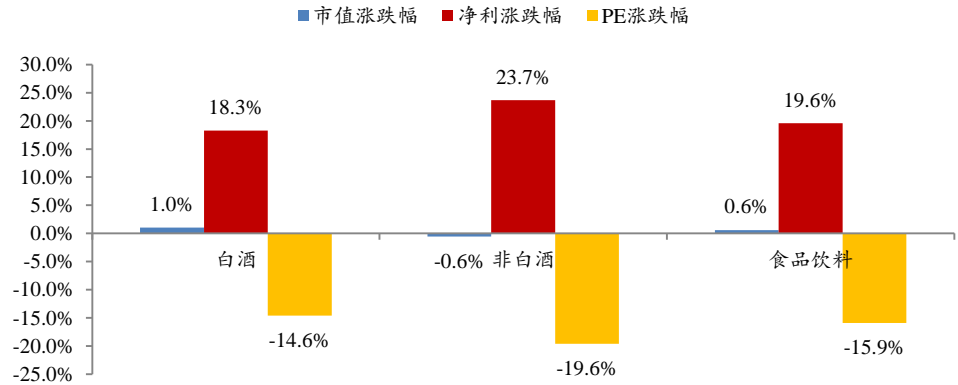
数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：板块涨跌幅为总市值加权平均，股价涨跌幅截至2024年4月30日

2024年1-4月食品饮料板块市值略有回升，更多来自于业绩增长。我们从市值分解角度观察，食品饮料2024年1-4月PE较2023年底回落15.9%，根据Wind预测，预计2024年净利增长19.6%，两者共同作用，年初至今板块市值略微回升0.6%。其中：白酒估值同比下降14.6%，预计2024年净利增长18.3%，白酒板块市值增长1.0%；非白酒估值下降19.6%，预计2024年净利增长23.7%，板块市值回落0.6%。

整体来看 2024 年初以来食品饮料板块市值略有回升，业绩增长是主要原因。

图3：2024 年 1-4 月食品饮料板块股价略有回升，更多来自于业绩增长

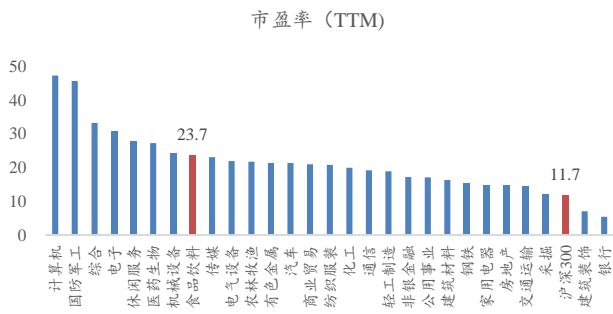


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至 2024 年 4 月 30 日

食品饮料板块估值在 28 个行业处于中高位水平，但环比已有回落。当前食品饮料估值（TTM）约 23.7 倍，与其他子行业相比处于中高位置，但环比已从高位有所回落，当前估值水平已低于 2019 年初水平。

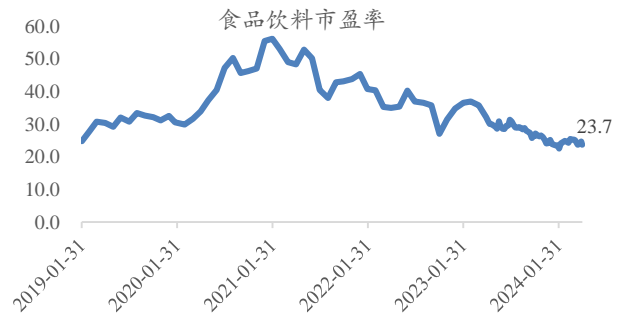
图4：当前食品饮料估值处于行业中高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：市盈率截至 2024 年 4 月 30 日

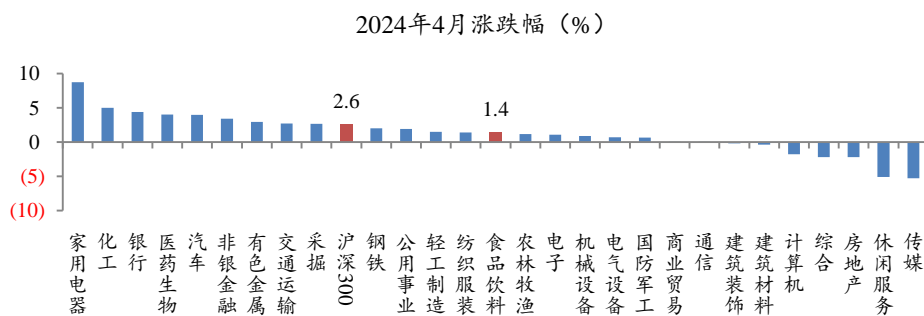
图5：2024 年 4 月末食品饮料估值已有回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

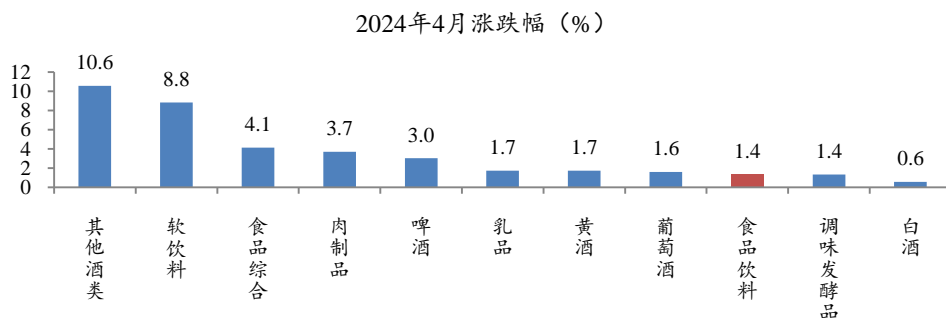
备注：估值截至 2024 年 4 月 30 日

2024 年 4 月食品饮料股价涨幅跑输市场。进入二季度以来，2024 年 4 月食品饮料板块上涨 1.4%，跑输沪深 300 约 1.2pct，在一级子行业中排名第十四。分子行业看，其他酒类（+10.6%）表现最好，白酒（+0.6%）表现最差。进入 4 月以来，食品饮料表现相对平淡，一方面市场更青睐于主题机会，如出海链、消费以旧换新、低空经济等，食品饮料主题机会相对较少，市场关注度不高；另一方面茅台批价波动引发市场担忧，带动白酒板块估值回落。我们认为茅台批价仅是短期市场扰动，当前白酒渠道秩序良好，基本面趋势向上，后续大概率会有估值修复行情。

图6：2024年4月食品饮料涨跌幅市场排名 14/28


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2024年4月30日

图7：2024年4月其他酒类在食品饮料子行业中涨幅最高


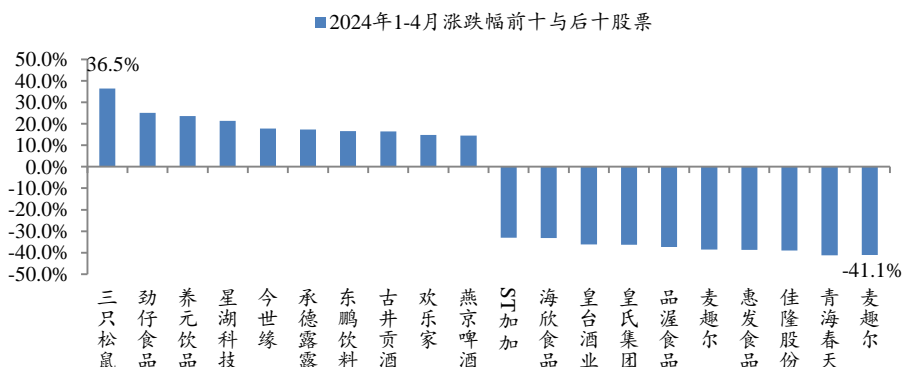
数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2024年4月30日

1.2、个股涨跌幅：高股息或成长型、改善型的股票表现较好

高股息，成长型或改善型的公司股价表现居前。2024年初至今食品饮料板块走势相对平淡，年初受益于宏观经济预期较低，板块估值降至低点；春节后出于节日消费超预期，板块股价略有回升，春季糖酒会市场乐观的情绪集中扩散开来，叠加五粮液批价企稳，白酒板块股价小幅回升。进入4月后受到主题投资分流资金以及茅台酒批价波动影响，白酒板块股价低位运行。年初至今，高股息或公司具有成长、改善逻辑的股票表现较好。2024年1-4月板块涨幅前10股票中：三只松鼠(+36.5%)具有改善预期；劲仔食品(+25.2%)品类多元化发展成长性较好；养元饮品(+23.6%)、承德露露(+17.3%)具有高股息逻辑，涨幅市场排名靠前。而今世缘(+17.8%)、古井贡酒(+16.5%)均是业绩预期较好公司。排名后十股票基本都是业绩预期较差且前期估值偏高。

图8：2024年1-4月高股息、成长型或改善型的股票表现居前

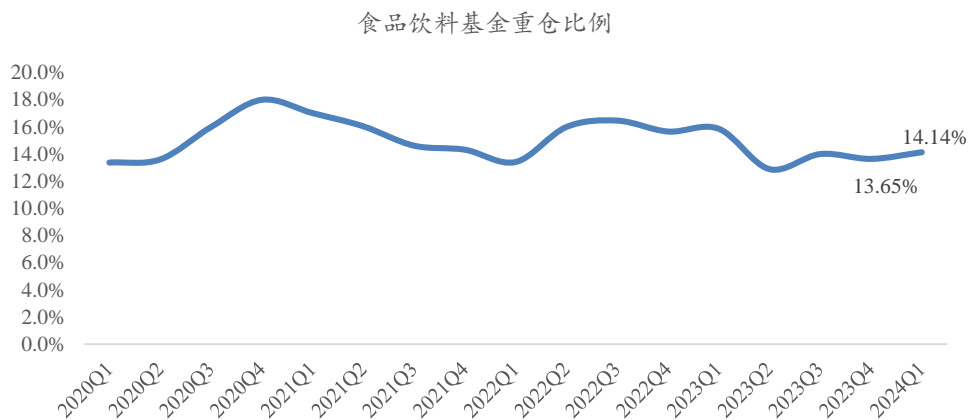


数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2024年4月30日

1.3、2024Q1 基金重仓食品饮料比例回升

2024Q1 食品饮料配置比例回升。从基金重仓持股情况来看，2024Q1 食品饮料配置比例(重仓持股市值占重仓股票总市值比例)由2023Q4的13.65%回升至14.14%水平，环比提升0.49pct。分解来看，主要是白酒重仓比例提升0.63pct至12.54%导致。虽春节前市场对于白酒板块预期较为悲观，但春节白酒呈旺销态势，节后白酒渠道秩序良好(体现为库存下降以及批价坚挺)，市场对于食品饮料情绪阶段性转暖，体现在资金面上可以观测到白酒仓位仍有回升。

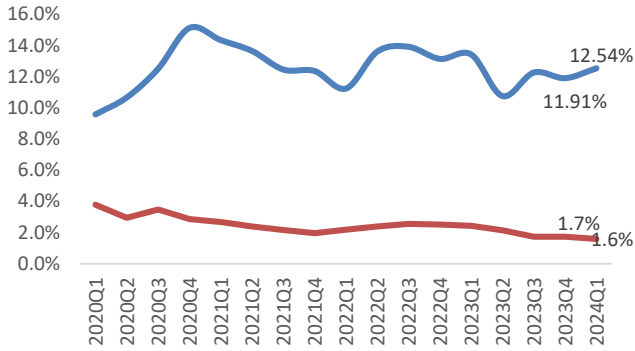
图9：2024Q1 基金重仓食品饮料比例环比回升至14.14%水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

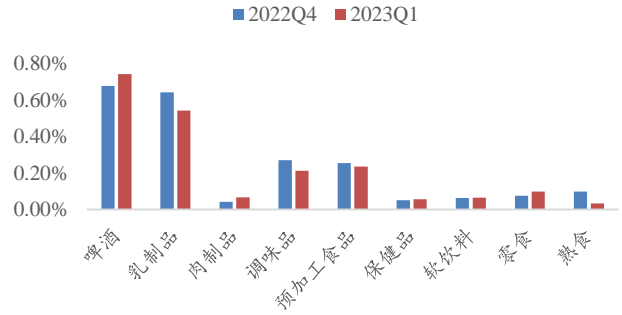
从子行业分解来看，基金重仓白酒比例由2023Q4的11.91%回升至2024Q1的12.54%水平。从重仓白酒的持股数量来看，五粮液、今世缘、贵州茅台、山西汾酒、伊力特被基金买入，其他白酒均被基金减持(持仓股份数量为负)。从持仓市值(金额)变化情况来看，五粮液、贵州茅台、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、伊力特被基金加仓，其他品种被基金减仓。整体来看一季度市场操作较为一致，集中加仓到以五粮液为代表的头部酒企中。2024Q1整体非白酒食品饮料的基金重仓比例回落0.14pct至1.60%水平，其中啤酒、饮料、零食品类被基金增持；其余子行业被基金不同程度减持。

图10: 2024Q1 重仓比例白酒回升, 大众品回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2024Q1 非白酒子行业多数配置比例回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

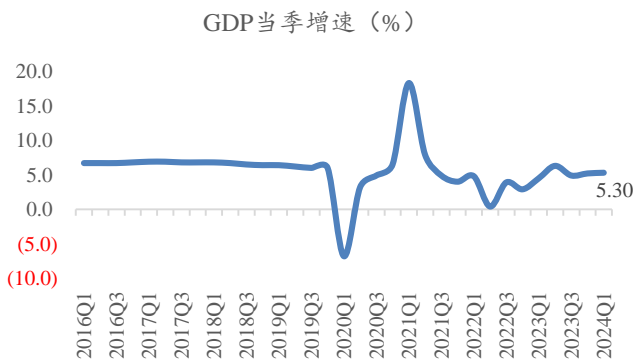
2、投资主线：复苏贯穿全年，结构分化寻找确定性机会

2.1、总量判断：宏观经济复苏，需求曲线上行

从宏观层面来看，2023-2024 年消费持续复苏，节奏可能偏慢，但复苏的方向没有变化。观察经济数据，2024Q1 GDP 增 5.3%，基本符合预期。3 月进入淡季，观测 2024 年 3 月社零增速 3.1%略有降速。淡旺季分化可能是后续消费常态。

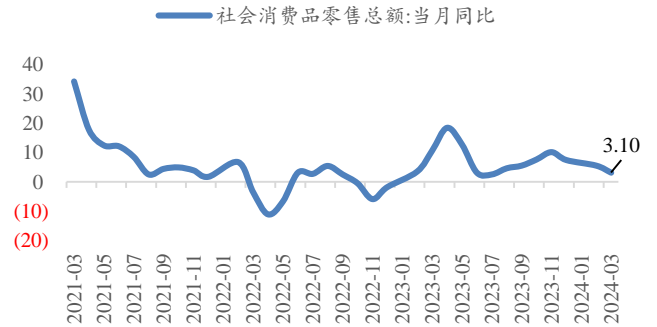
从微观层面来看产业表现，呈现明显复苏趋势：食品制造企业 2024 年 1-3 月营收增速 8.0%，较 2023 年增速加快；利润总额同比增长 18.8%，增速加速上行，也表明产业正在复苏。观察行业数据，2024 年 1-3 月鲜冷藏肉与软饮料产量增速下滑；乳制品增速转负，其余子行业产量增速均有上行。整体来看行业产量增速仍处于恢复趋势中。

图12: 2024Q1 GDP 增 5.3%



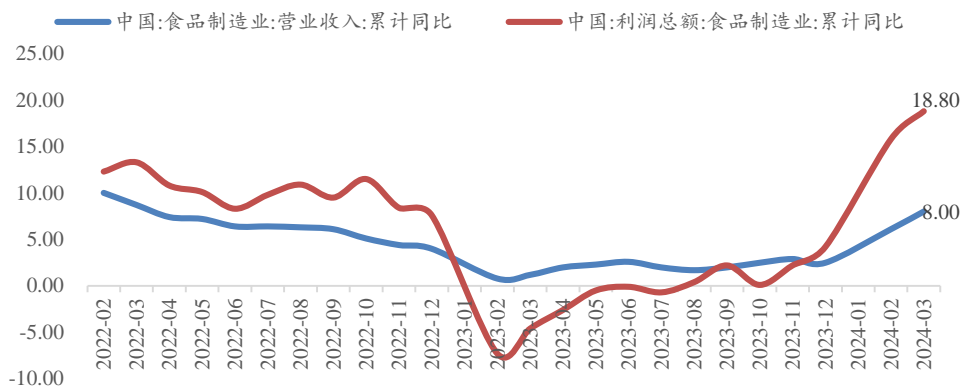
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2024 年 3 月社零增速 3.1%



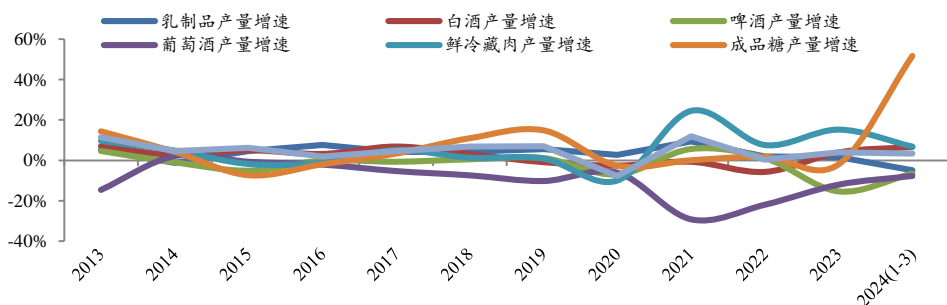
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14：2024年1-4月食品制造企业营收与利润增速回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2024年1-4月食品饮料多数子行业产量增速回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、2024年一季报总结：复苏与分化并存，板块具备业绩支撑

2024Q1 业绩已全部公布。从财报业绩表现来看，2024Q1 食品饮料上市公司整体营收增速（6.7%）环比 2023Q4（-3.0%）出现明显回升。整体来看一季报反映出的共性趋势：一季度食品饮料板块营收呈加速增长态势：原因一方面春节时间错配，多数企业备货时间在 2024Q1；另一方面行业仍处于复苏阶段，经过 2023 年调整后，部分企业已出现企稳回升态势。

我们观测到白酒企业一季报营收普遍稳定而且符合预期，部分企业利润超预期。2024Q1 受益于春节旺季消费，白酒行业实现稳步提升，一是 2024 年外部环境扰动因素减少叠加春节假期延长，春节期间居民消费意愿和氛围较好；二是返乡人数较 2021-2023 年明显提升，带动走亲访友、聚餐宴席、礼赠需求增加。展望全年看，白酒行业可乐观积极展望，一方面大部分酒企积极推出各项政策，帮助渠道加快动销和消化库存，同时 2 月以来五粮液、剑南春、汾酒等头部品牌陆续推出提价政策，有效稳定渠道利润和经销商信心；另一方面随着促经济政策落地，宏观经济环境将呈现温和改善趋势，居民收入和消费意愿有望跟随改善，白酒消费预计渐进式回暖。

大众品一季度仍现分化，其中零食板块普遍业绩较好。主因春节时间错配叠加零食行业高景气度，全年保持快速增长的概率较高。本轮渠道和产品变革正在孕育

出新的消费品牌和商业模式。线下渠道端，零食连锁量贩系统的快速发展，品牌依赖于产品的高性价比、高流量、高周转，推动整个渠道链条的高效率运行；线上渠道方面，以抖音、快手为代表的新兴电商成长迅速，零食企业通过新兴电商的流量红利，带来线上收入快速增长。2024Q1 调味品上市公司营收扭转下滑态势，企业收入出现恢复性增长，主要原因一是春节时点后移，同时餐饮逐渐恢复，场景释放带来终端消费回暖；二是龙头公司加强对于终端市场投放，促进渠道秩序恢复。同时成本压力缓解，2024 年调味品板块有望逐季改善。乳制品方面，随着上游奶价持续下行，下游需求恢复不及预期，叠加 2023Q1 疫情放开后礼赠场景迅速恢复导致的高基数效应，2024Q1 乳企营收承压、净利稳步增长。整体来看大众品虽有分化，但仍处于修复的趋势向上阶段。

2.3、投资主线：白酒自上而下布局，大众品自下而上找个股

往 2024 年展望，食品饮料行业主线仍是消费复苏。而复苏的节奏及力度，与宏观经济较为相关。按照复苏路径推演，2024 年我们更多期望消费场景释放带来市场需求提振，以及消费力提升带来消费升级表现。从估值角度来看，经过前期回调，食品饮料已步入合理布局区间，部分企业估值已处于近年低位。板块仍需回归业绩增长主线，我们建议把握确定性原则，选取 2024 年食品饮料交易策略四条主线：一是选择基本面稳健向上品种，布局各价格带白酒龙头；二是关注景气度上行，仍处于红利期的子行业，如休闲零食；三是关注企业由于自身业务周期向上，处于困境反转的投资机会；四是根据上游成本变化情况，布局成本回落品种。

3、行业：白酒势能不减，大众品复苏趋势不变

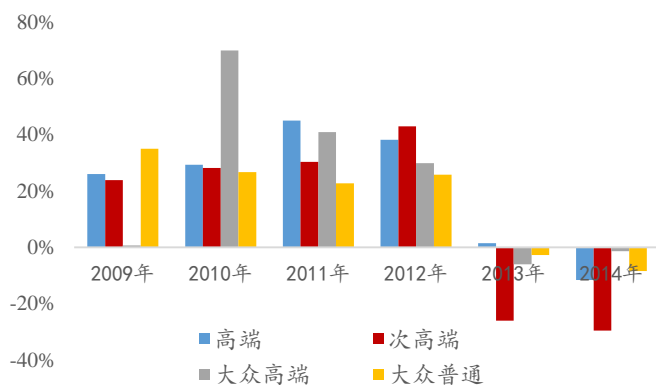
3.1、白酒：行业经营稳健，需求稳步复苏

3.1.1、产品升级驱动行业结构性繁荣，龙头企业竞争优势不断提升

一季度受益于春节消费，白酒行业平稳增长，随着宏观经济逐步改善，白酒行业有望持续回暖。2024 年一季度受益于春节返乡人数增加，大众宴席、礼赠等场景恢复较好，头部白酒品牌动销加速、批价表现稳定，行业整体实现了平稳增长。展望全年看，白酒行业可乐观积极展望，一方面一季度大部分酒企积极推出各项政策，帮助渠道加快动销和消化库存，同时 2 月以来五粮液、剑南春、汾酒等头部品牌陆续推出提价政策，有效稳定渠道利润和经销商信心；另一方面随着促经济政策落地，宏观经济环境将呈现温和改善趋势，居民收入和消费意愿有望跟随改善，白酒消费预计渐进式回暖。

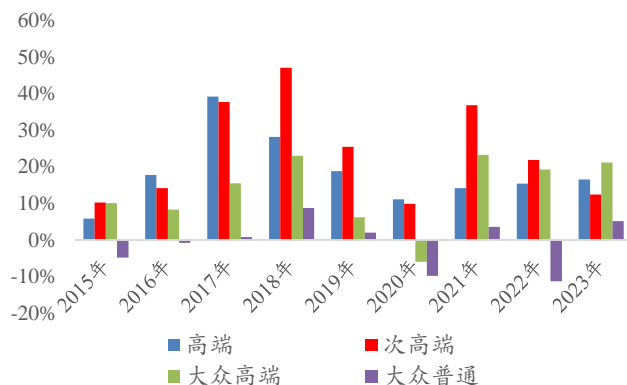
本轮白酒增长本质是由消费升级带动，行业呈现结构性繁荣。2009-2012 年期间，白酒行业普惠式扩容，各个价格带的白酒都有较好表现，但是自 2015 年开始，白酒消费者群体由过去政务消费引领转变为大众消费、商务消费为主，消费者对品牌、品质更加重视。2015 年以来高端白酒引领行业结构性增长，高端、次高端价格带增速明显快于中低端价格带，产品升级成为 2015 年以来白酒行业增长的主要驱动力。因此聚焦产品升级、掌控渠道秩序，成为白酒公司近年来的重点工作。

图16: 2009-2012年期间, 白酒各价格带均有较快增长



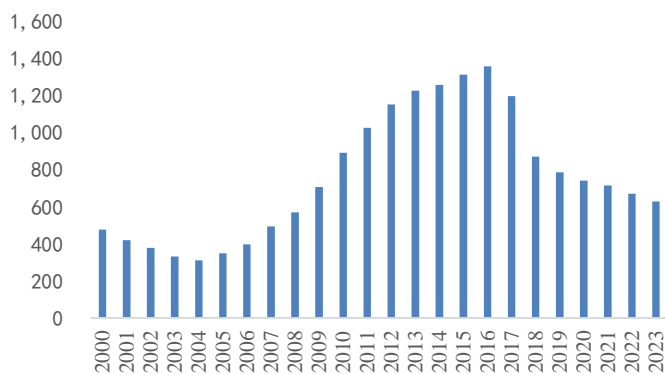
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 2015年起次高端、高端价格带收入表现好于整体



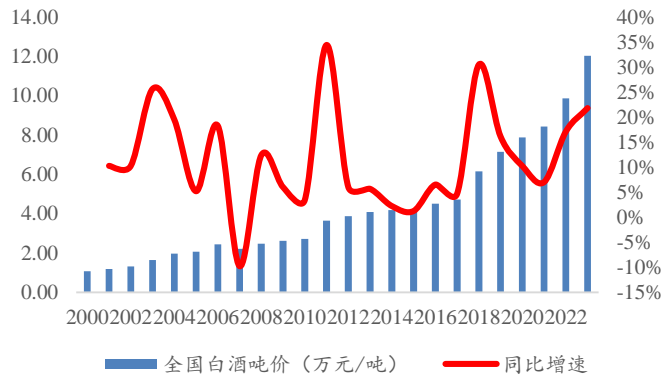
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 2017年起全国白酒企业产量下滑(万千升)



数据来源: Wind、开源证券研究所

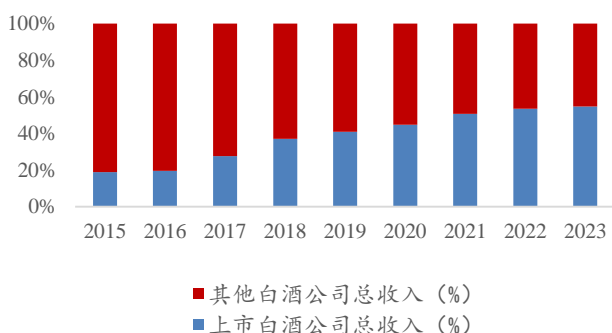
图19: 2017年开始, 全国白酒平均价格持续上涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

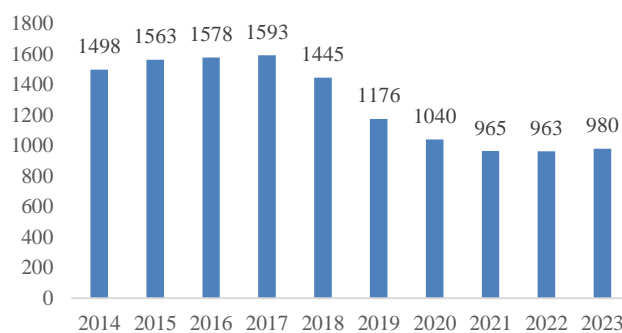
行业集中度持续提升, 疫情防控常态化加剧品牌分化。随着消费升级的快速演进, 名优酒企之间也出现了明显的分化, 提前在产品布局、渠道配合上做的较好的企业势能持续释放, 而没有及时把握住升级时机的酒企发展遇到瓶颈。近两年在疫情防控常态化下, 存量竞争态势更加激烈, 从而更考验企业的综合内功: 例如销售团队建设、对市场状态的判断、政策灵活度和执行能力、渠道关系建设和消费者服务能力等, 不同品牌之间分化态势更加明显。

图20: 上市白酒公司市场份额持续提升



数据来源: 国家统计局、中国酒业协会、Wind、开源证券研究所

图21: 规模以上白酒企业数量2018年以来下降明显

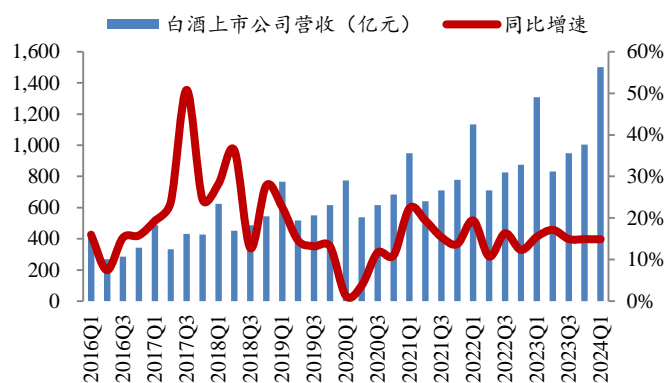


数据来源: 国家统计局、中国酒业协会、开源证券研究所

3.1.2、一季度白酒经营稳健，高端和大众高端延续较好增长

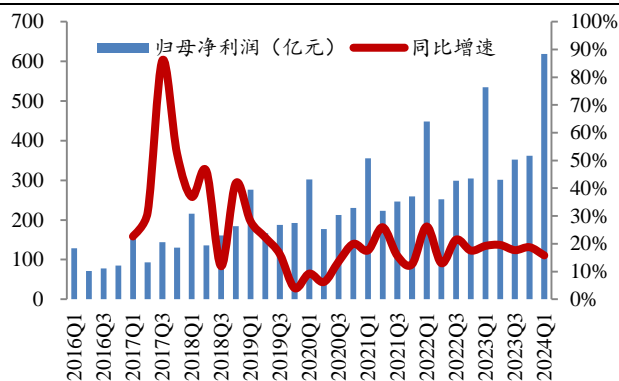
春节消费氛围提升，白酒上市公司整体收入和净利润同比增长，行业延续稳步增长趋势。2024年一季度受益于春节旺季消费，白酒行业实现稳步提升，一方面2024年外部环境扰动因素减少叠加春节假期延长，春节期间居民消费意愿和氛围较好；另一方面返乡人数较2021-2023年明显提升，带动走亲访友、聚餐宴席、礼赠需求增加。整体来看，一季度白酒上市公司业绩延续增长趋势，2024Q1上市白酒公司整体收入1502.3亿元，同比增长14.9%，实现净利润619.0亿元，同比增长15.8%。

图22：2024Q1上市白酒企业收入同比增长14.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2024Q1上市白酒企业利润同比增长15.8%

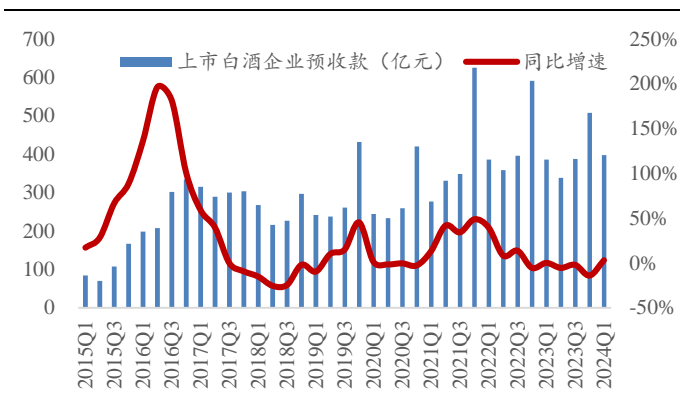


数据来源：Wind、开源证券研究所

2024年3月末预收款规模同比增加，大部分酒企回款进度较好。受益于春节消费拉动，大众宴席和送礼需求提升较好，高端和头部地产酒企一季度回款较为顺利，多数酒企实现开门红，在库存方面未给渠道增加过多压力。受宏观经济影响，商务和团购需求在一季度依然较为疲软，部分次高端酒企通过发力宴席市场实现较好增长，整体来看次高端酒企在回款进度上仍有较大分化。2024年1月末上市白酒公司合同负债总额398.1亿元，环比2023年Q4减少109.8亿元，同比2023年3月末增加11.9亿元。

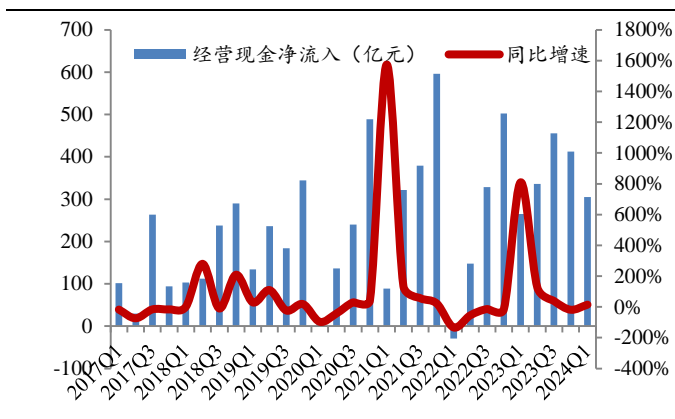
2024Q1上市公司经营现金流入表现较好，较2023年Q1提升。2024年Q1经营现金流入增速同比保持稳步增长，2023Q1-2024Q1上市公司整体经营性现金净流入额同比增速分别为+809%、127%、+39%、-18%、+15%。2024年一季度受益于春节消费带动白酒产品动销良好，上市酒企整体经营活动现金流较2023年Q1增长。

图24：2024Q1 白酒企业预收账款规模增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

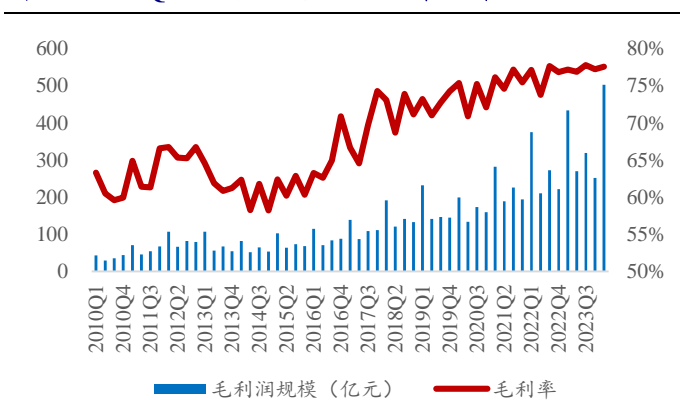
图25：2024Q1 白酒企业经营性现金净流入同比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

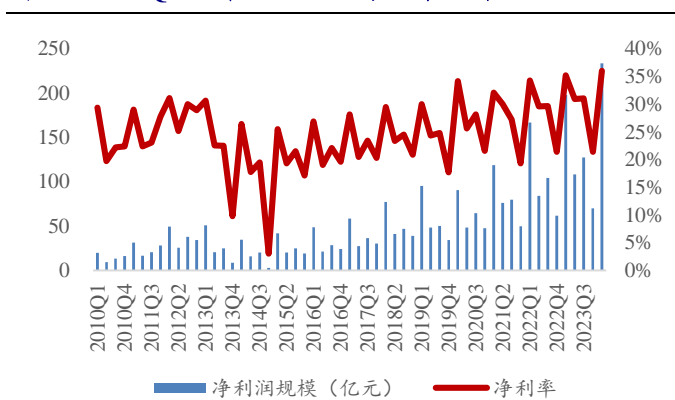
优化产品结构和费用精准投放下，上市酒企毛利率保持平稳，净利率同比提升。一季度宴席和礼赠需求恢复较好，酒企通过产品结构调整，重点发力高端和大众酒，盈利能力保持提升趋势。2024Q1上市白酒公司（剔除茅五）毛利率为77.56%，同比2023Q1提升0.40pct。同时，虽然行业竞争更加激烈，但酒企费用投放力度更加精准和高效，酒企费用投放更侧重终端和消费者端，通过扫码红包、瓶盖活动等方式，加大消费者培育力度，促进终端提升开瓶率。2024Q1上市公司整体（剔除茅五）管理费用率和销售费用率分别为12.27%和6.87%，同比分别-0.38pct、-1.41pct；净利率为35.98%，同比提升0.77pct。

图26：2024Q1 白酒企业整体毛利率提升



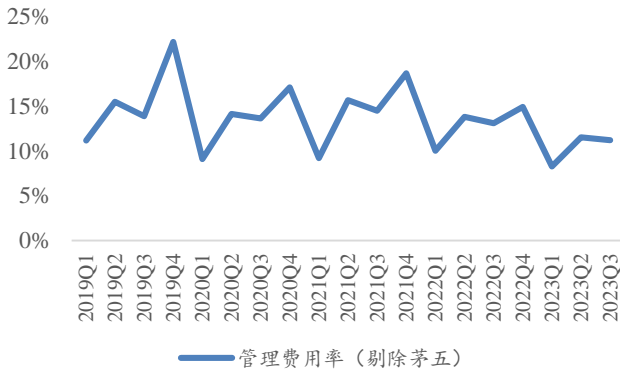
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2024Q1 上市白酒企业净利率提升



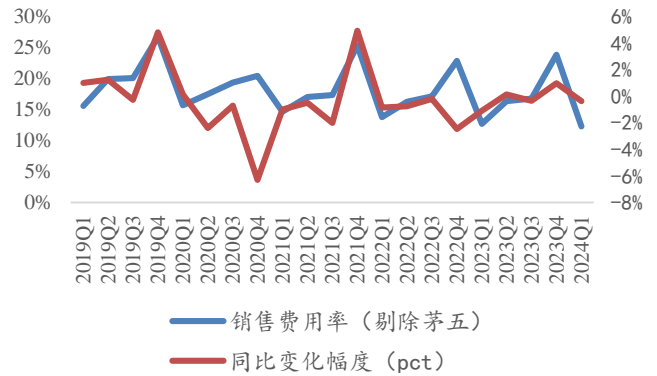
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2024Q1 白酒企业管理费用率同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

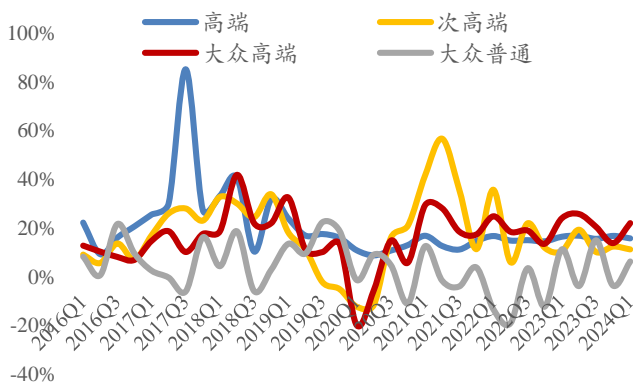
图29：2024Q1 白酒企业费用率同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

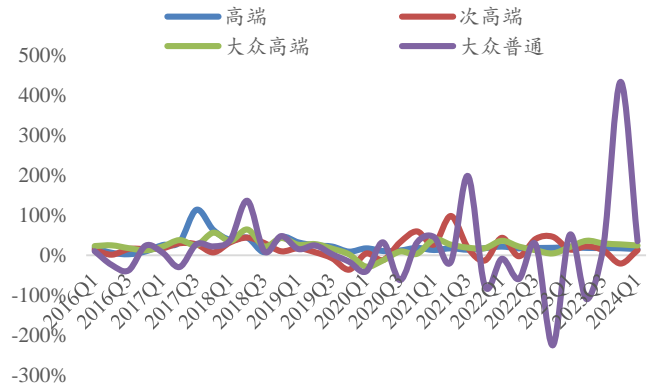
分价格带看：受益于礼赠和宴席场景增长，2024Q1 高端和大众高端价格带延续增长趋势，次高端依然承压。一季度春节消费需求较好，但受宏观经济影响，白酒行业仍延续 K 型复苏趋势，高端白酒礼赠需求平稳，大众高档白酒在宴席和餐饮场景放量明显，次高端白酒增长仍存在一定压力。分价格带来看，高端酒整体保持稳健增长，2023Q2-2024Q1 高端酒收入同比增速分别为+17%、+16%、+17%、+16%。次高端消费大多以商务宴请、礼赠等场景为主，一方面仍在去库存周期，另一方面商务需求仍在恢复过程中，因此业绩增速对比高端和大众仍然较低，同时内部分化较大，2023Q2-2024Q1 次高端酒收入同比增速分别为+19%、+10%、+12%、+11%。大众区域酒延续弹性增长，主要受益于一季度大众宴席和餐饮消费需求较好，以徽酒、苏酒为代表的区域龙头均保持稳步增长趋势，2023Q2-2024Q1 大众高端酒收入增速分别为+26%、+21%、+14%、+22%。

图30：2024Q1 大众高端和高端收入增速更快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2024Q1 大众高端和大众普通利润增速最快



数据来源：Wind、开源证券研究所

高端白酒经营韧性较强，增长势能持续向上，2024 年业绩目标较为稳健。一季度礼赠需求平稳恢复，高端酒企依托品牌优势和多元化需求保持稳健增长，彰显经营发展韧性。贵州茅台一季度收入略超预期，其中茅台酒实现收入 397.1 亿元，同比+17.7%，预计各个规格的飞天茅台在经销渠道发货节奏较快，2023 年底飞天产品提价，茅台酒实现了量价齐升；系列酒收入 59.4 亿元，同比+18.4%，主要是 1935 进

展较快，其他系列酒同时发力。五粮液 2024 年在普五传统渠道普遍减量背景下，普五提价推进顺利，批价保持稳步提升，同时五粮液通过 1618、低度等其他产品以及专卖店、团购等渠道实现增量，2024 年营业总收入有望保持两位数稳健增长。泸州老窖一季度延续较好增长势能，其中国窖高低度产品增速稳健，腰部产品受益于春节大众宴席和送礼消费，增速相对更快，低端头曲保持快速增长，2024 年公司目标营收同比增长不低于 15%。

表1：高端白酒 2024Q1 营收和利润稳健增长，毛利率、净利率稳中有升

简称	项目/时间	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
贵州茅台	营收增速	16.5%	18.7%	20.4%	13.1%	19.8%	18.0%
	净利润增速	20.6%	20.6%	21.0%	15.7%	19.3%	15.7%
	毛利率	92.0%	92.7%	91.0%	91.7%	92.7%	92.7%
	销售费用率	2.4%	1.9%	3.3%	3.7%	0.0%	2.5%
	净利率	48.5%	52.8%	48.0%	49.2%	48.3%	51.8%
五粮液	营收增速	10.3%	13.0%	5.1%	17.0%	14.0%	11.9%
	净利润增速	10.8%	15.9%	5.1%	18.5%	10.1%	12.0%
	毛利率	73.7%	78.4%	73.3%	73.4%	75.6%	78.4%
	销售费用率	5.3%	6.8%	15.4%	11.2%	0.0%	7.5%
	净利率	36.8%	40.3%	31.3%	34.0%	35.6%	40.3%
泸州老窖	营收增速	16.3%	20.6%	30.5%	25.4%	9.1%	20.7%
	净利润增速	27.9%	29.1%	27.2%	29.4%	24.8%	23.2%
	毛利率	86.1%	88.1%	88.6%	88.6%	87.9%	88.4%
	销售费用率	18.9%	9.1%	11.1%	12.8%	0.2%	7.8%
	净利率	28.3%	48.8%	48.4%	47.3%	32.3%	49.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

商务消费活动恢复较慢，次高端酒企主动调整经营节奏，业绩延续分化增长。 2024 年一季度受宏观经济影响，商务消费场景恢复节奏相对较慢，次高端酒企由于品牌势能、渠道建设和库存情况不同，因此在业绩表现上存在较大差异。分品牌看，山西汾酒 Q1 受益于消费场景恢复和品牌势能释放，中高档酒类收入 118.6 亿元，同比+24.90%，青花带动整体营收保持强劲增长；腰部产品老白汾和巴拿马增速接近整体增速，玻汾略有控速，整体动销和批价优于其他次高端品牌。舍得酒业主力产品的消费场景为商务宴席，受宏观经济扰动较严重，2024Q1 中高档酒/普通酒分别同比增长 3.31%/0.85%，一季度公司加大渠道支持力度，持续推动库存去化。水井坊一季度积极促动销和去库存，核心产品价格盘相对稳定，主力产品臻酿八号保持双位数增长，典藏和井台由于商务消费疲软影响，短期增长略有承压，新品天号陈保持较快增长，整体一季度业绩实现稳步增长。

表2：2024Q1 次高端品牌收入和净利润增速有所分化

简称	项目/时间	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
水井坊	营收增速	-25.4%	-39.7%	2.2%	21.5%	51.3%	9.4%
	净利润增速	-19.1%	-56.0%	508.9%	19.6%	53.2%	16.8%
	毛利率	83.8%	83.2%	81.6%	83.7%	83.1%	80.5%
	销售费用率	39.7%	31.9%	41.1%	12.4%	2.4%	35.1%

舍得酒业	净利率	17.8%	18.7%	6.4%	39.8%	18.0%	20.0%
	营收增速	5.6%	7.3%	32.1%	7.9%	27.6%	4.2%
	净利润增速	75.9%	7.3%	14.8%	3.0%	-1.9%	-3.4%
	毛利率	75.7%	78.4%	71.9%	74.6%	72.3%	74.2%
	销售费用率	13.5%	19.3%	15.2%	21.5%	1.3%	16.3%
山西汾酒	净利率	33.7%	28.2%	23.2%	21.9%	25.9%	26.1%
	营收增速	50.0%	20.4%	31.8%	13.6%	27.4%	20.9%
	净利润增速	127.1%	29.9%	49.6%	27.1%	2.0%	30.0%
	毛利率	69.1%	75.6%	77.8%	75.0%	72.1%	77.5%
	销售费用率	8.6%	8.0%	11.1%	10.6%	0.3%	7.5%
酒鬼酒	净利率	24.3%	38.0%	30.8%	34.4%	19.4%	40.8%
	营收增速	-27.1%	-42.9%	-32.0%	-36.7%	21.7%	-48.8%
	净利润增速	-55.7%	-42.4%	-38.2%	-77.7%	-10.1%	-75.6%
	毛利率	78.5%	81.5%	77.8%	75.7%	76.6%	71.1%
	销售费用率	31.0%	26.0%	29.7%	36.1%	3.7%	33.9%
洋河股份	净利率	13.6%	31.1%	21.1%	9.4%	10.1%	14.9%
	营收增速	6.3%	15.5%	16.1%	11.0%	-21.5%	8.0%
	净利润增速	3.7%	15.7%	9.9%	7.5%	-161.3%	5.0%
	毛利率	75.1%	76.6%	75.1%	74.9%	69.6%	76.0%
	销售费用率	45.2%	7.4%	16.8%	15.5%	0.2%	8.5%
	净利率	8.4%	38.3%	30.7%	27.8%	-6.6%	37.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

安徽、江苏省内消费氛围较好，产品结构向上升级扩容，区域高端延续高速增长。一季度区域头部酒企延续高速增长趋势，江苏和安徽白酒消费较好，一方面两省份经济发展相对景气，带动区域白酒产品结构向上升级；另一方面春节返乡潮人流带动聚饮宴席场景大幅回暖，大众价位产品实现快速增长。分品牌看，古井贡酒受益于省内宴席市场需求，年份原浆系列增长拉动产品结构升级，其中古5和献礼版支撑基本盘，古8、古16、古20持续放量增长，2024年Q1营收和归母净利润分别同比+25.9%、+31.6%。迎驾贡酒在省内市场持续精耕，2024Q1中高档白酒/普通白酒收入分别为18.81/3.57亿元，同比增长24.3%/11.9%，洞藏系列收入增速高于整体平均增速，其中洞6在省内已形成较好消费氛围，洞9增长势能持续向上。今世缘一季度顺利实现开门红，继续保持高速增长态势，在省内各区域实现较好发展，其中四开、对开稳健增长，V系保持高弹性增长。

表3：大众高端白酒2024Q1业绩保持高速增长

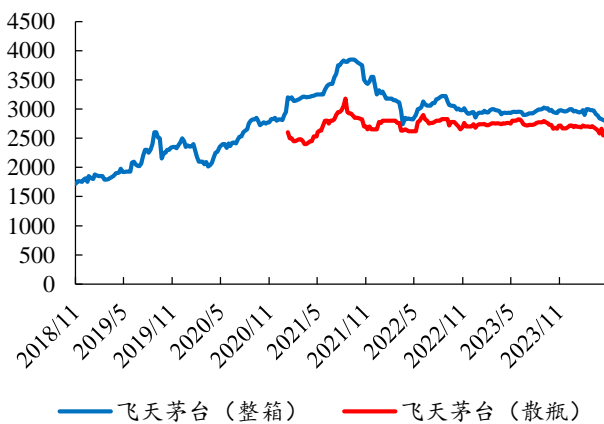
简称	项目/时间	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
古井贡酒	营收增速	24.7%	24.8%	26.8%	23.4%	8.9%	25.9%
	净利润增速	58.2%	42.9%	47.5%	46.8%	49.2%	31.6%
	毛利率	79.6%	79.7%	77.8%	79.4%	79.2%	80.3%
	销售费用率	26.4%	28.8%	24.3%	28.3%	0.7%	27.2%
	净利率	13.2%	23.8%	25.6%	22.3%	18.1%	24.9%
口子窖	营收增速	-1.9%	21.3%	34.0%	4.7%	10.4%	11.1%
	净利润增速	-39.6%	10.4%	22.8%	8.4%	6.9%	10.0%

	毛利率	73.4%	76.6%	70.5%	77.8%	75.1%	76.5%
	销售费用率	13.1%	12.7%	14.9%	15.4%	0.6%	12.1%
	净利率	25.4%	33.7%	23.6%	32.7%	24.6%	33.3%
	营收增速	27.6%	27.3%	30.6%	28.0%	26.7%	22.8%
	净利润增速	27.5%	25.2%	29.1%	26.4%	18.8%	22.1%
今世缘	毛利率	86.5%	75.4%	72.9%	80.7%	88.4%	74.2%
	销售费用率	33.5%	15.9%	13.1%	24.5%	0.8%	14.2%
	净利率	30.8%	33.0%	36.7%	24.5%	28.8%	32.8%
	营收增速	15.5%	21.6%	28.6%	21.9%	18.8%	21.3%
	净利润增速	19.5%	27.2%	59.0%	39.5%	26.0%	30.4%
迎驾贡酒	毛利率	66.7%	71.2%	70.6%	73.0%	70.7%	75.1%
	销售费用率	9.3%	6.4%	12.0%	8.3%	0.5%	6.7%
	净利率	31.1%	36.5%	29.7%	35.6%	33.0%	39.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

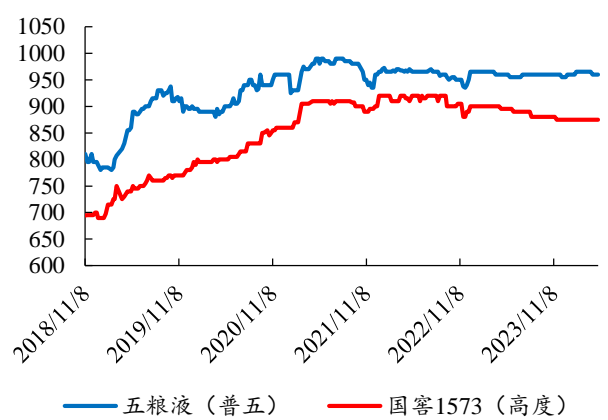
展望 2024 年全年，经济逐步复苏下，高端白酒价格有望企稳回升。2024 年春节前受益于高端礼赠需求较高，高端白酒整体批价相对平稳。春节后飞天批价有所下滑，一方面行业进入淡季，消费需求有所减少；另一方面贵州茅台在巽风平台投放 375ml 飞天茅台，引发传统渠道担忧，导致茅台酒价格下滑。但长期来看高端白酒批价有望在 2024 年下半年迎来稳步上升趋势，一方面当前消费场景恢复较快，高端宴请和礼赠需求得到释放；另一方面随着促经济政策逐步推出，社会经济活跃度开始稳步恢复，商务活动有望逐步增多。此外，高端酒企也将通过产品结构调整来提升整体均价水平，2024 年贵州茅台将加大非标酒和 1935 投放，推进精品、珍品、生肖酒、二十四节气酒等产品，通过差异化产品推动整体均价水平提升。五粮液对普五进行缩量和上调出厂价格，普五批价已逐步企稳回升，有望向千元价格带进发，同时将通过文创和定制产品投放，打造超高端产品矩阵，进而拉动普五品牌影响力提升。泸州老窖将坚持高低度国窖协同运作，高度国窖稳步推进控量挺价策略，紧跟五粮液向上挺价，打造高端品牌影响力，低度国窖承担放量增长，主要在华北等地区培育消费氛围。

图32：飞天（散瓶）价格 2022 年相对平稳（单位：元）



数据来源：今日酒价、开源证券研究所

图33：五粮液和国窖价格波动前行（单位：元）

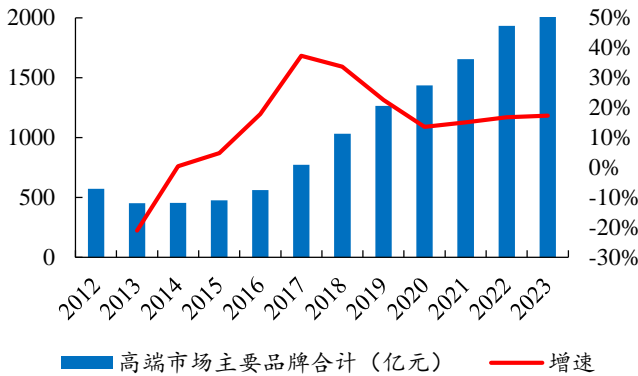


数据来源：今日酒价、开源证券研究所

长期来看，高端酒确定性与成长性兼备。居民消费持续升级是高端白酒扩容的基础。2013 年以来我国居民收入快速增长，平均财富水平不断增加。一方面中产阶

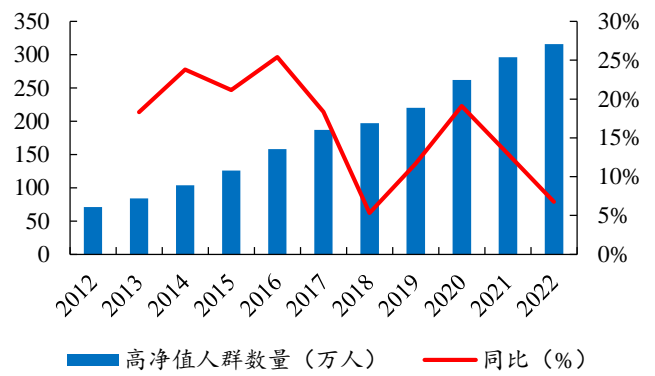
级不断扩容，另一方面富裕阶层财富水平也持续提升。随着财富的提升，消费信心增加，消费者更多的追求高价格、高品质、能体现个人财富地位的商品。2015-2023年，高端白酒市场规模复合增速 21.5%，随着高净值人群数量和资产量的提升，高端白酒市场仍将持续扩容。

图34：高端白酒规模持续增长



数据来源：Wind、酒业家、开源证券研究所

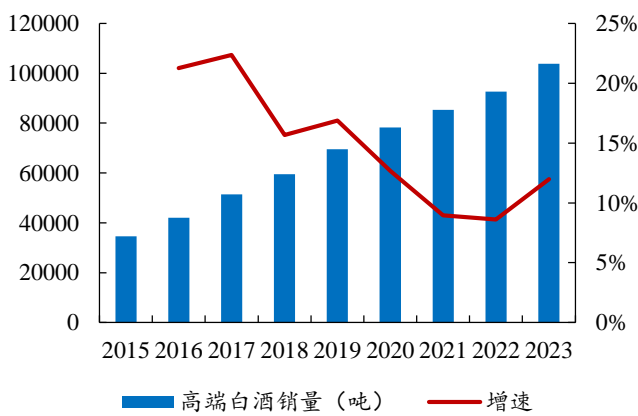
图35：高净值人群数量持续增长（单位：万人）



数据来源：Wind、开源证券研究所

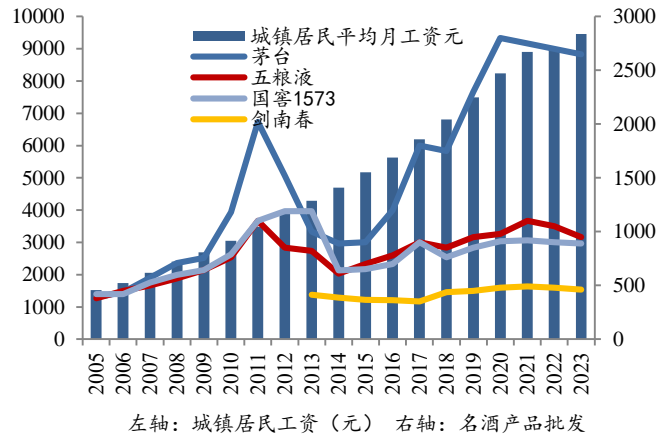
拆分来看，高端白酒量价均有提升空间。高端白酒 2023 年销量约 10.4 万吨，2015-2023 年复合增速 14.7%，受益于消费升级和品牌化带动，预计未来高端酒销量仍能保持年均 6%-10%左右增速。2023 年末城镇居民平均月工资水平较 2011 年已经翻倍，飞天茅台、五粮液、国窖 1573 终端价格刚达到 2011 年时最高点水平。2023 年 11 月 1 日，飞天茅台宣布出厂价提升 20%，终端指导价格不变，预计后续仍有提价动力和空间，打开了高端白酒价格的天花板，因此考虑到居民消费水平提升幅度与高端白酒产能的稀缺性，目前高端白酒价格仍有提升空间。

图36：高端酒历史销量增长稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：高端酒价格仍在可接受范围内



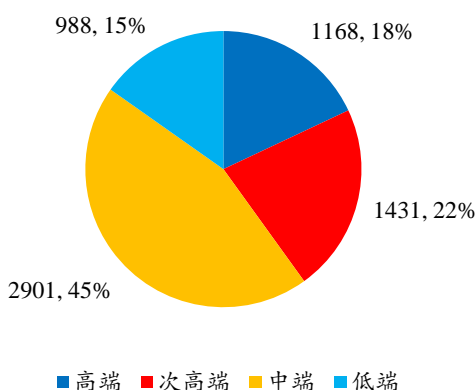
数据来源：Wind、今日酒价、开源证券研究所

2020-2023 年受到经济环境影响，次高端白酒经营状态波动较大。部分次高端企业仍处于渠道巩固、空白渠道建设阶段，产品使用场景以商宴为主。相较于高端白酒家喻户晓的品牌知名度以及区域白酒多年完善的渠道建设，部分次高端企业自 2015 年-2020 年才陆续重塑经销商体系，重点市场深耕程度仍有不足（山西汾酒大基地市场质量较好），仍有较多潜力市场等待开发：水井坊 2015 年开始重塑通路、酒鬼酒 2019 年正式开始以内参为先锋发力全国，舍得酒业 2020 年开始重新大规模招商。

2020年以来线下消费场景受限令空白市场招商和销售员异地拓展阶段性受阻，消费者培育活动开展难度加大。次高端产品主要使用场景是商务宴请、企业活动等，宏观经济产业结构的调整过程中，需求波动较大，次高端酒企阶段性面临的调整压力会较高端和大众产品更大一些。

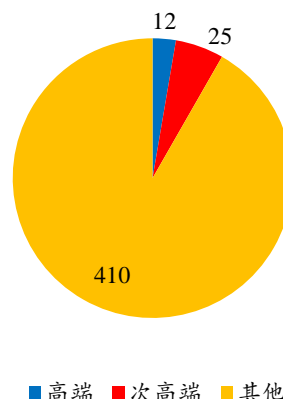
中长期经济复苏将拉动次高端酒价格带上移，次高端仍是成长潜力最大价格带。次高端酒消费升级与经济环境相关性较大，一方面在服务业、制造业经营改善后，居民就业率和收入水平得到提升，推动白酒消费升级趋势延续，大量100-300元消费群体将向升级至300元以上价格带，进而拉动次高端白酒价格提升。另一方面，经济增长下高端白酒批价将先于次高端白酒提升，随着五粮液和泸州老窖提升至千元价位后，将进一步打开次高端价格上限，为次高端酒价格上移提供良好环境。

图38：2023年销售额角度看次高端占比较低（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

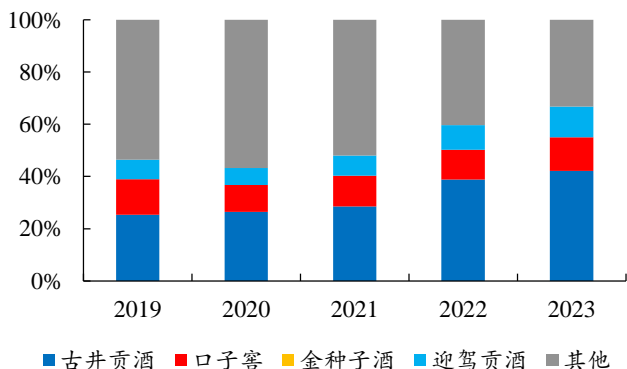
图39：2023年销量角度看次高端仍有提升空间（万吨）



数据来源：观研报告网、开源证券研究所

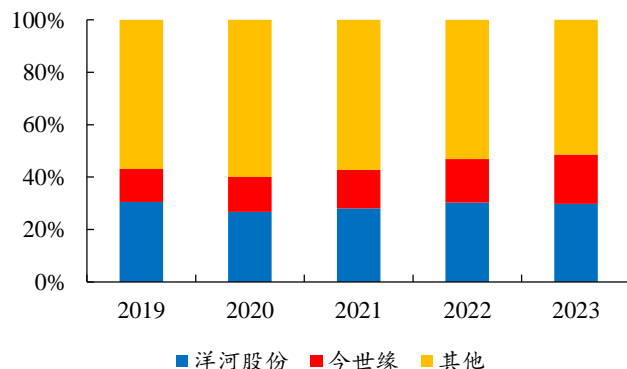
增量放缓背景下，区域酒企在基地市场集中度提升速度加快。面对严峻的行业环境，强势地产酒一方面通过强大的组织能力，进一步加大费用投入，咬定全年目标不放松。另一方面，渠道主动抛弃新兴品牌，加强与传统品牌的合作，区域强势市场份额进一步提升，从而实现了业绩的稳定增长。反观三四线弱势地产白酒，面对强势品牌的大力抢夺，弱势地产酒品牌营收普遍出现大幅下滑。

图40：古井贡酒在安徽市场份额提升明显



数据来源：Wind、酒业家、开源证券研究所

图41：2019年以来洋河股份和今世缘在江苏省占率提升



数据来源：Wind、酒说、开源证券研究所

长期展望来看，区域白酒持续升级是主要增长动力。目前全国大部分地区大众宴席主流消费价格带区大部分在200元及以下，近年来区域强势酒企也在大本营市

场积极推进产品升级，凭借坚实的渠道基础和消费者品牌忠诚度，近年来普遍在300-500元价格带布局上有了良好的成果，未来结构升级将是大众酒龙头业绩增长的主要驱动力之一。

总结：1、先量后价，销量的增长是价格恢复的先行阶段。2024年随着消费场景快速恢复，白酒销量有望实现较好提升，上半年场景修复下白酒完成库存去化，下半年多数酒企将以正常状态开展市场活动。

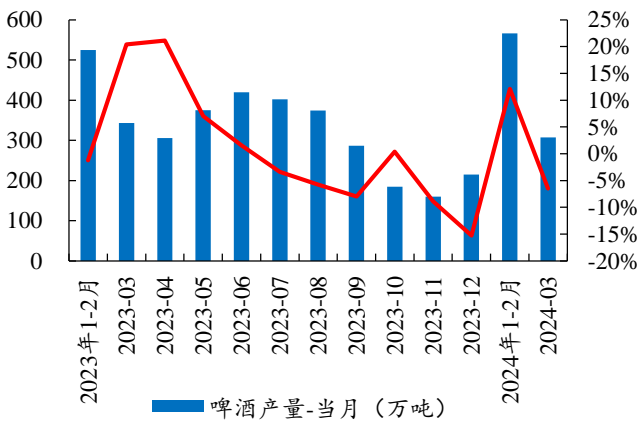
2、行业生态健康，需求持续恢复，价格有望实现从企稳到回升。对价格和升级趋势的担忧成为压制行业估值的主要因素。随着宏观经济形式逐步好转，经济增速和人均收入稳步提升，居民消费水平有望在2024年下半年逐步提升，推动白酒价格回升，行业重新进入量价良性循环。

3、高端兼具稳定性和成长性，次高端将跟随经济迎来弹性增长，区域龙头酒企持续加强竞争力。同时在分化进一步加剧的背景下，我们建议选择管理机制好、营运能力强的公司，推荐贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖、五粮液、古井贡酒。

3.2、啤酒：2024Q1 啤酒需求平稳，利润增速收敛

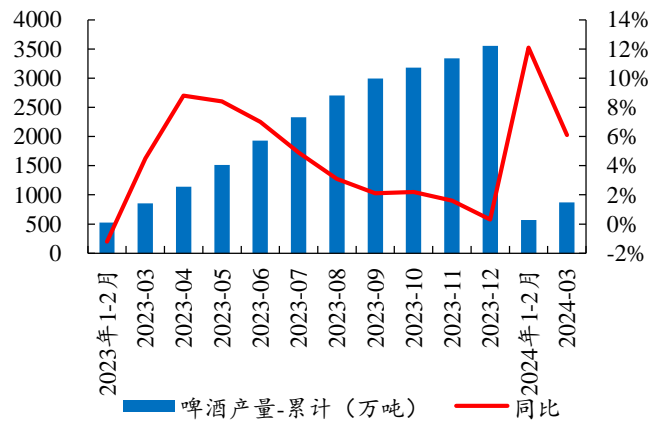
2024Q1 啤酒产量同比增长，旺季需求仍需观察。2024年1-3月国内啤酒累计产量同比增长6.1%，其中1-2月、3月产量同比12.1%、-6.5%，从节奏来看，1-2月受益于春节假期消费需求回温以及天气转暖，渠道备货和动销积极，1-2月啤酒产量快速增长，3月节后需求趋于平稳、渠道消化库存、高基数等因素产量同比下降。当前来看，4-5月基数仍较高，需求虽有恢复但仍有波动，旺季备货需求仍需观察。

图42：2024年3月啤酒产量同比降6.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：2024年1-3月啤酒累计产量同比增长6.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2024Q1 高基数下啤酒营收增速有所分化。2024Q1 主要上市啤酒企业营收大多数实现正增长。各企业量价表现略有分化，其中吨价方面，受益于行业结构升级趋势和自身产品结构调整，各酒厂吨价水平持续提升。2024Q1 青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒吨价分别同比增2.5%、1.8%、6.2%。销量方面，青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒同比分别-7.6%、+5.3%、+0.8%，青岛啤酒因为高基数销量有所下降，重庆啤酒销量有所恢复，珠江啤酒销量微幅增长。

表4：2024Q1 单季啤酒上市公司营收增速有所分化

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
青岛啤酒	16.27%	8.16%	-4.58%	-3.37%	-5.19%
重庆啤酒	4.52%	9.64%	6.51%	-3.76%	7.16%
珠江啤酒	18.75%	11.35%	5.94%	1.16%	7.05%
燕京啤酒	13.74%	7.65%	8.53%	-4.41%	1.72%
惠泉啤酒	7.04%	12.46%	4.15%	-64.66%	2.86%
兰州黄河	1.42%	-17.80%	-10.64%	-11.73%	-26.86%
*ST 西发	-19.16%	-21.91%	228.62%	46.47%	-0.70%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2024Q1 受益于产品结构提升、吨成本下降，大多啤酒企业毛利率改善。从毛利率表现来看，2024Q1 啤酒企业毛利率大多有所改善，其中青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、燕京啤酒等毛利率同比+2.12pct、+2.74pct、1.35pct、0.40pct，毛利率提升幅度有所回升。啤酒板块毛利率同比改善主因吨价提升以及成本下降。从吨成本来看，青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒吨成本分别同比-1.0%、-3.3%、+3.8%，除珠江啤酒外，青岛啤酒、重庆啤酒吨成本均有所下降。从销售费用率来看，主流酒企销售费用率相对平稳，主因量价趋于平稳后，销售费用投入相对偏谨慎。从净利率来看，啤酒企业净利率，主因行业高端化带动盈利能力改善。

2024Q1 龙头净利润增速回落。2024Q1 大部分企业均实现利润正增长，主要受益于产品结构提升、吨价增长，叠加成本下降，带动盈利能力提升。从利润弹性来看，各企业表现趋于收敛，青岛啤酒、重庆啤酒归母净利润实现双位数增长，珠江啤酒利润释放弹性主因毛利率提升及资产减值损失明显较少，燕京啤酒主因净利率偏低。

表5：2024Q1 多数啤酒企业毛利率同比提升

证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
青岛啤酒	38.32%	40.08%	40.93%	27.47%	40.44%
重庆啤酒	45.16%	51.45%	50.53%	48.79%	47.90%
珠江啤酒	40.79%	48.24%	45.74%	27.70%	42.13%
燕京啤酒	36.78%	45.66%	47.96%	-6.57%	37.18%
惠泉啤酒	26.45%	34.11%	33.19%	-34.70%	30.64%
兰州黄河	15.32%	25.53%	26.35%	-16.74%	10.81%
*ST 西发	33.60%	24.09%	30.08%	30.40%	33.05%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表6：2024Q1 主流酒企销售费用率同比相对平稳

证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
青岛啤酒	13.84%	8.32%	11.67%	41.42%	12.83%
重庆啤酒	12.95%	15.93%	15.60%	33.10%	13.13%
珠江啤酒	15.36%	13.34%	13.09%	23.43%	16.62%
燕京啤酒	12.49%	9.37%	15.89%	-0.58%	11.93%
惠泉啤酒	9.09%	4.42%	1.13%	15.18%	9.09%
兰州黄河	11.90%	21.72%	15.46%	24.67%	16.17%
*ST 西发	2.65%	2.89%	1.78%	1.74%	2.30%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：2024Q1 大多数啤酒企业净利率同比提升

证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
青岛啤酒	13.76%	18.45%	16.17%	-21.99%	15.99%
重庆啤酒	19.34%	21.51%	21.36%	0.15%	20.94%
珠江啤酒	8.87%	16.49%	15.90%	-2.12%	11.37%
燕京啤酒	2.55%	12.66%	11.42%	-16.75%	3.61%
惠泉啤酒	0.56%	10.30%	17.26%	-68.98%	3.54%
兰州黄河	-12.52%	61.33%	-10.46%	-176.89%	-15.37%
*ST 西发	-43.22%	-17.41%	-7.07%	80.24%	10.61%

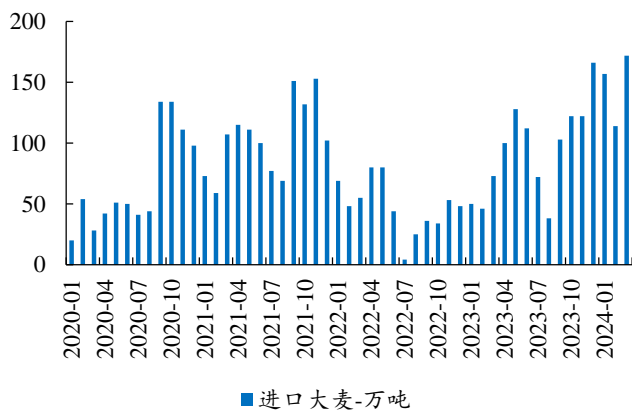
数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：2024Q1 主流酒企归母净利润增速趋于收敛

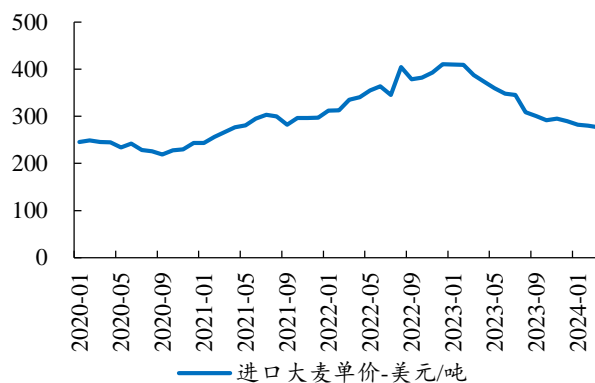
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
青岛啤酒	28.86%	14.40%	4.75%	-15.01%	10.06%
重庆啤酒	13.63%	23.52%	5.32%	-109.23%	16.78%
珠江啤酒	22.15%	15.06%	8.03%	-171.86%	39.37%
燕京啤酒	7373.28%	28.47%	37.37%	2.78%	58.90%
惠泉啤酒	152.38%	20.03%	26.73%	-68.59%	468.51%
兰州黄河	9.19%	-21.60%	84.99%	-482.62%	70.92%
*ST 西发	-252.95%	-17.77%	46.27%	176.37%	102.74%

数据来源：Wind、开源证券研究所

积极关注高端化进程，成本趋势性回落至低位，短期景气度波动，长期趋势仍可期待，关注旺季表现和赛事催化。2023 年受需求波动影响，主流酒企量价表现有所回落，10 元以上高端啤酒竞争逐渐激烈、增速放缓。2024Q1 开局主流酒企表现有所分化，吨价增长趋于收敛，销量虽然平稳但压力仍存，持续关注龙头酒企推进高端化进程和核心产品表现。成本方面，随着澳洲大麦双反政策取消之后，大麦成本显著下降，2024 年大麦进口量同比快速增长，玻瓶等成本亦有所下降。从全年来看，行业景气度预计有所波动，餐饮复苏、场景修复、气候和天气扰动因素增多，持续关注旺季表现及体育赛事等催化。

图44：2023 年 4 月以来进口大麦数量持续增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

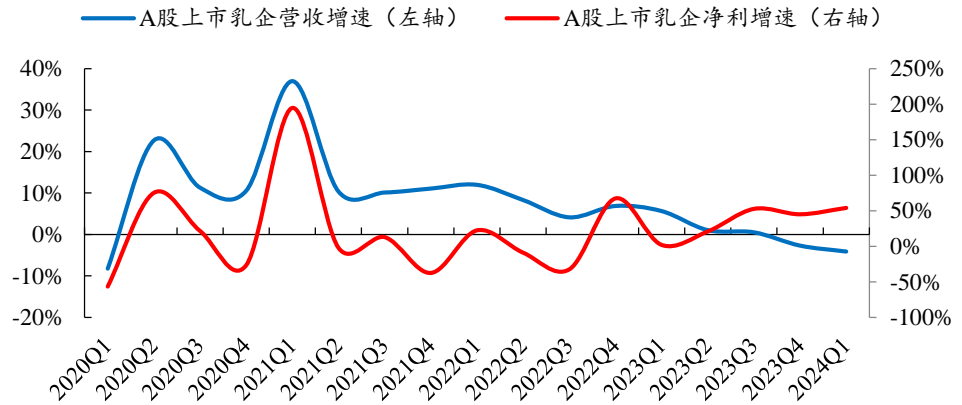
图45：2023 年以来大麦进口均价持续回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、乳制品：乳制品需求仍承压，行业竞争理性

奶价下行叠加需求恢复不及预期，2024Q1 乳企营收承压、净利增长。随着上游奶价持续下行，下游需求恢复不及预期，叠加 2023Q1 疫情放开后礼赠场景迅速恢复导致的高基数效应，上市乳企 2024Q1 营收同比-4.1%；2024Q1 各乳企费用管控加强、产品结构优化、奶源成本红利下净利同比增 54.3%。目前中国人均牛奶饮用量仅为世界平均水平的三分之一，且各个子行业发展程度不一，未来乳制品行业发展空间广阔。

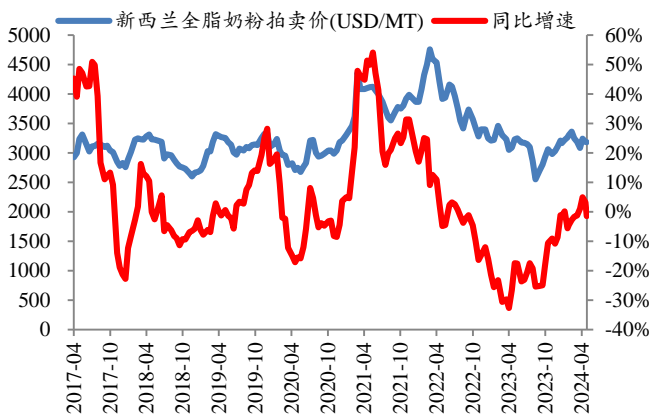
图46：2024Q1 A 股上市乳企营收同比降 4.1%，净利同比增 54.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

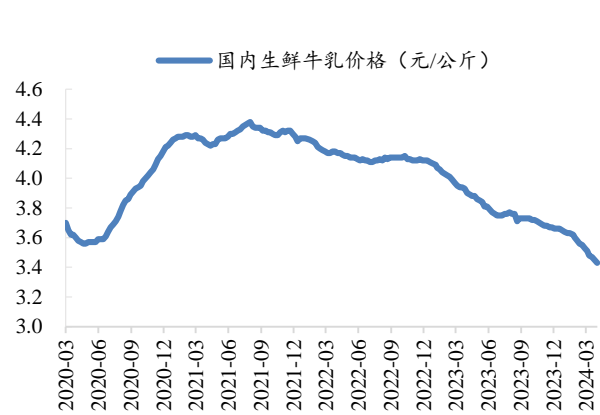
原奶供需宽裕，奶价延续下行趋势。2024Q1 原奶供需环境仍宽裕，原奶价格延续下行趋势。2024 年 4 月 25 日，国内生鲜乳价格 3.4 元/公斤，同比-12.1%；2023 年 4 月 30 日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3182 美元/吨，环比-0.2%，同比-1.5%，奶价继续下行。预计在 2024 年需求持续弱复苏下，叠加上游奶源及渠道调整，原奶价格下行压力逐渐趋缓。长期看，我国奶牛存栏量仍处低位，随着环保政策严格、土地资源紧缺下，奶源供给增长仍较为缓慢；乳制品需求旺盛、上下游合作深化下，预计未来原奶长期会处于供需弱平衡状态，原奶价格相对平稳。

图47：2024 年 4 月 30 日全脂奶粉中标价同比-1.5%



数据来源：GDT、开源证券研究所

图48：2024 年 4 月 25 日生鲜乳价格同比-12.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2024Q1 乳制品行业促销较为理性。2024Q1 原奶供给宽裕，乳制品需求平稳恢复，行业促销力度维持在正常水平。展望全年，原奶价格延续下行趋势，但因乳制

品龙头企业均重视盈利能力提升，预计行业竞争仍较为理性。往长期展望，龙头乳企伊利股份、蒙牛乳业均对业绩有要求，费用投放更倾向于在品牌等方面投入，形成品牌渠道合力，进一步增强企业核心竞争力，预计长期行业竞争会较为理性。

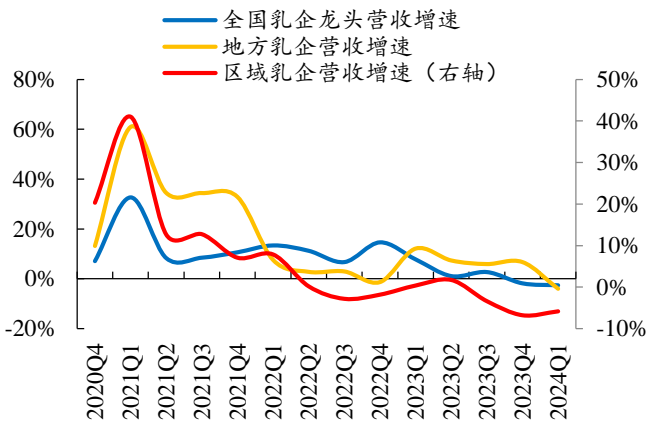
行业集中度可持续提升，龙头领先优势稳固。2023年龙头伊利股份领先优势稳固，2023年公司液态乳、成分奶粉市占份额分别为31.6%、23.3%，稳居细分市场第一。龙头伊利股份、蒙牛乳业不断升级产品结构、坚持精耕策略、完善上游奶源战略布局、持续提升品牌力，领先优势稳固，毛利率持续提升，市场份额仍可不断扩大，乳制品行业集中度有望持续提升。

乳企营收均有下滑、净利稳步增长，全国乳企净利率改善明显。根据乳企规模和经营地域大小分类来看，伊利股份（全国性乳企）多业务发展，2023Q1同期基数较高、需求恢复不及预期、渠道端受供需环境影响承压，营收有所下滑，2024Q1营收同比降2.6%，其中液体乳同比降6.8%，是受影响较大的品类；受益原奶价格下行、产品结构改善，2024Q1毛利率同比提升2.0pct至35.8%；由于渠道结构调整及品牌建设方面投入增加，2024Q1销售费用率同比提升1.4pct至18.5%；2024Q1扣非后净利率同比提升1.5pct至11.4%。区域乳企（光明乳业、新乳业、三元股份）2024Q1营收降5.9%，净利增15.5%，归母净利率增0.6pct至3.0%。区域性乳企整体营收下滑，但部分乳企积极推动主业发展，如新乳业推动鲜奶、低温奶等高毛利主业增长，实现营收稳步增长；持续推进产品结构优化、费用投入优化下净利率持续提升。地区乳企（燕塘乳业、天润乳业）收入也在下降，同时奶源自给率提升下面临牛只处置损失增加，对利润影响增大，2024Q1营收降4.0%，净利降59.9%，归母净利率降5.2pct至3.7%。

乳制品行业估值较低，仍具配置价值。受宏观经济影响，乳制品行业弱复苏，不同子行业处于不同阶段，传统常温液态奶行业双寡头格局稳定，龙头注重净利率提升，竞争较为理性且偏于长期品牌投入；低温奶行业各个区域乳制品企业区域割据，仍处于跑马圈地时期。目前乳制品行业整体估值较低，未来可关注：（1）行业整体复苏，龙头乳企估值可修复；（2）所处子行业仍快速增长，盈利能力持续改善的公司。

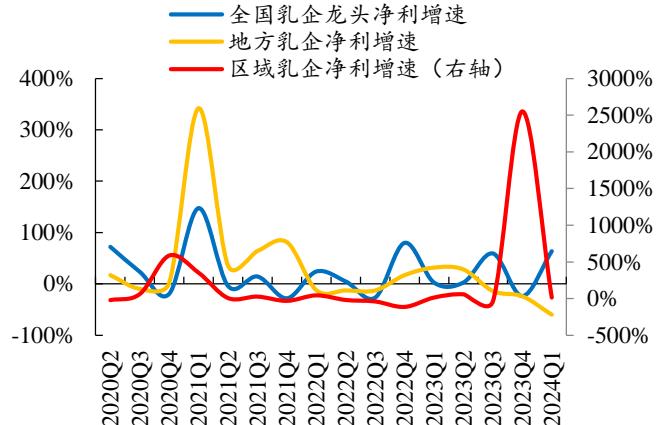
推荐护城河稳固，领先优势稳固，多业务布局的龙头伊利股份。伊利股份具备渠道、产品优势，领先地位稳固。公司产品端未来将坚持多业务发力的战略布局：（1）以常温液奶为主，伴随消费能力复苏，借助丰富产品矩阵及创新升级打造品牌力，叠加渠道精耕下沉，不断提升市场份额，夯实核心业务优势；（2）奶粉：一方面并表澳优赋能，与其实现优势互补，完善海外供应链，提升配方研究能力，不断增强进口奶源控制力；另一方面通过产品结构升级、提升渠道覆盖率等方式推动奶粉增长；（3）积极布局低温奶等潜力业务，持续进行口味和功能创新、消费场景拓展。同时，公司充分发挥龙头企业作用，面对行业变化积极进行渠道调整，在长期维度上确保渠道健康度、正向促进盈利水平。展望2024年全年，行业竞争理性、业务结构优化下预计公司毛利率会有一定提升；受奥运、文旅等广告投放增加、渠道调整中营销投入增加的影响，预计销售费用率略有提升，预计全年营收、归母净利润可实现稳步增长。长期来看，伊利股份集中度可持续提升、多元化、全球化布局下业绩可稳步增长，仍具有配置价值。

图49：2024Q1 各类型乳企营收均下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图50：2024Q1 全国乳企净利增速最快

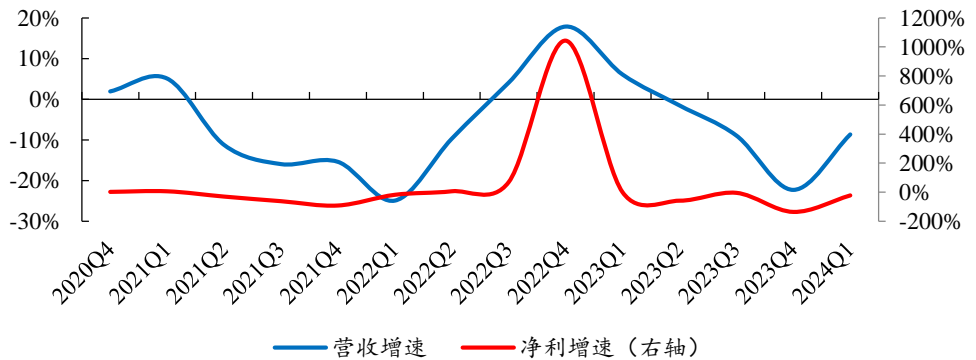


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4、肉制品：肉制品消费承压，吨利仍维持高位

2024Q1 行业营收、净利均下滑。肉制品上市企业 2024Q1 实现营收 258.4 亿元，同比降 8.7%；实现净利 13.1 亿元，同比降 22.0%。双汇发展 2024Q1 屠宰营收同比降 8.2%，主因 2023Q1 猪肉价格相对较低，叠加疫情放开后市场需求旺盛，基数较高；屠宰利润同比降 68.5%，主因：(1) 2023Q1 屠宰量大摊薄成本，同时行情较好推动量价齐升，基数较高；(2) 2024Q1 市场疲软，同时受养殖业企业进屠宰业后采取降价促销策略的影响，冻品出库盈利增长不及同期。但公司受益于销量大、产品结构好、费用下降，吨利仍维持在高位。

图51：2024Q1 A 股上市肉企营收同比下降 8.7%，净利同比下降 22.0%



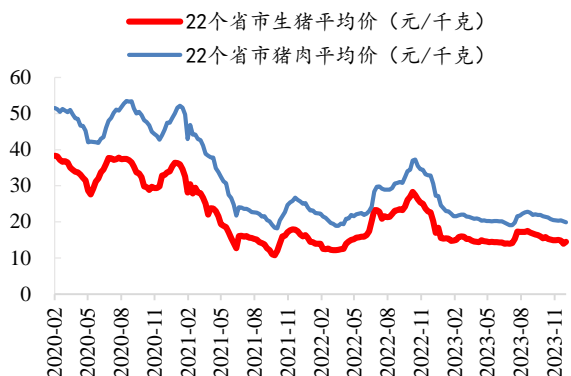
数据来源：Wind、开源证券研究所

屠宰量持续恢复、生猪存栏量下降，屠宰行业集中度有望提升。2024Q1 生猪定点屠宰企业屠宰量为 8374 万头，同比增 7.0%。生猪存栏同比下降，2024 年 3 月生猪存栏同比降 5.2%；2024 年 3 月，能繁母猪存栏 3992 万头，同比-7.3%，环比-3.6%。2024 年猪价预计将呈现前低后高趋势，2024Q1 双汇发展屠宰量有所下降，主因是 2023 年一季度储备较多拉高基数，但全年维度来看会逐渐恢复增长，且公司积极开拓增加网点数量，预计 2024 年全年屠宰业会出现规模较好增长，利润相对稳定。

预计 2024 年全年猪价呈前低后高趋势，均价与 2023 年年底相当。12 月 15 日，生猪价格 14.5 元/公斤，同比-5.5%，环比+3.9%；猪肉价格 19.9 元/公斤，同比-16.4%，环比-1.6%。2024 年 3 月生猪存栏同比-5.2%。当前看猪价上涨缺乏充足动力。在国

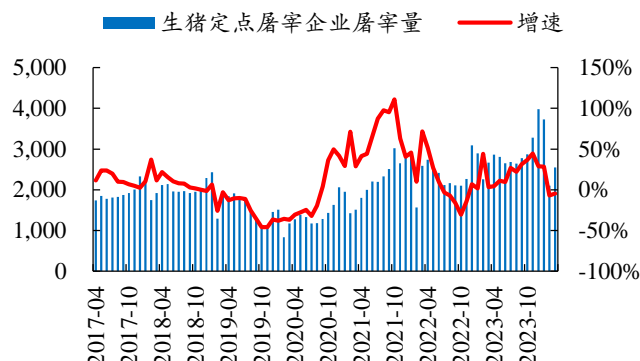
家政策支持、生猪养殖恢复态势下，预计猪价呈现前低后高趋势，整体均价与 2023 年年底相当，且全年价差波动较大，有利于屠宰业务增厚利润。

图52：2023 年 12 月 15 日猪肉价格同比-16.4%



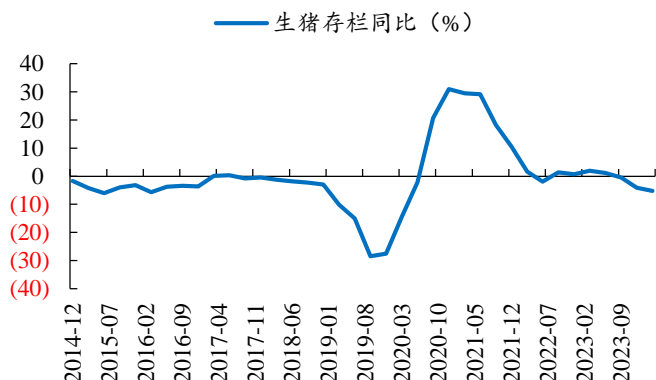
数据来源：Wind、开源证券研究所

图53：2024 年 3 月生猪定点屠宰量同比-4.6%



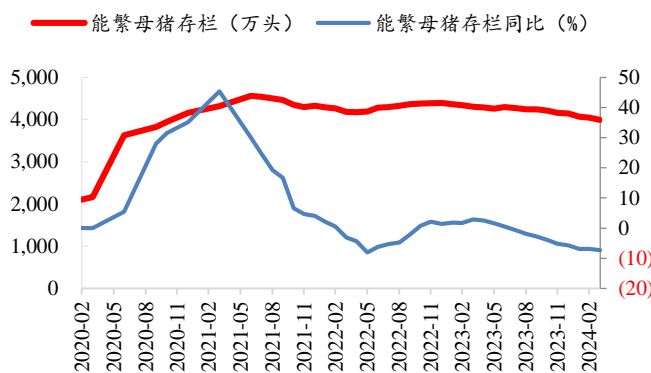
数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：2024 年 3 月生猪存栏数量同比-5.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图55：2024 年 3 月能繁母猪数量同比-7.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

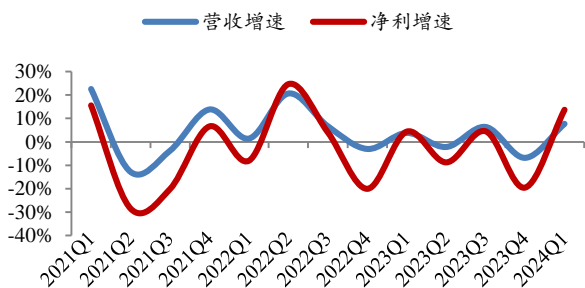
预计 2024 年肉制品吨利可维持高位。2024Q1 龙头双汇发展肉制品销售收入同比下滑 4.5%至 67.9 亿元，主因 2023 年同期疫情管控放开后基数较高；营业利润同比增 15.7%至 18.9 亿元，成本控制、产品结构提升、部分产品价格提升下 2024Q1 吨利环比、同比均有提升。展望 2024 年：(1) 推进网点倍增计划，提升网点的数量和质量，支持市场上规模；(2) 加大产品结构调整，增强新品开发力度，推动主导产品增长；(3) 专业化开发新赛道，对接零食系统大力休闲食品、推速冻、新型休闲食品、中华菜肴；(4) 加快两站两区、餐饮等封闭渠道开发；(5) 精准加大市场投入，积极参与市场竞争，推动规模提升。预计多措施实施下肉制品销量可实现增长，吨利维持高位，可实现肉制品业务量利齐升。

推荐已形成产业闭环，布局新赛道，吨利长期稳中有升的龙头双汇发展。双汇发展采用自繁自养方式布局养殖业，构建养殖、屠宰、肉制品加工和销售的产业闭环后，可进一步平滑成本波动，增强产业协同效应，提升屠宰及肉制品业务的盈利能力。展望 2024 年，公司屠宰业方面围绕“降本、稳利、扩量”，肉制品方面有望实现量利齐升，此外依托原料、加工、渠道优势布局预制菜等新板块亦有望贡献业绩增量。

3.5、调味品：收入端逐步复苏，盈利能力开始修复

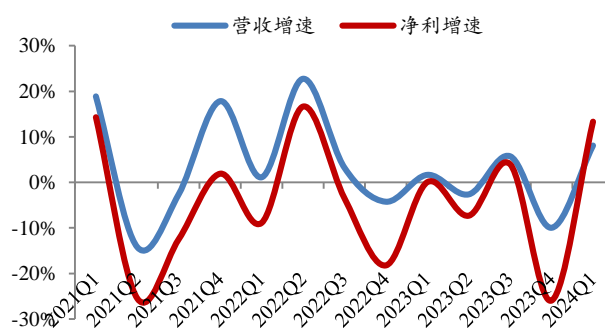
2024Q1 调味品上市公司营收扭转下滑态势，盈利能力明显改善。2023Q4/2024Q1 调味品上市公司（扣除莲花健康以及星湖科技，中炬高新采用调味品子公司美味鲜数据）整体实现营业收入 106.0/131.6 亿元，同比分别-6.8%/+7.7%；整体归母净利润（中炬高新采用调味品子公司美味鲜数据）为 16.5/29.0 亿元，同比分别-19.6%/+13.7%。我们观察酱醋公司，2023Q4/2024Q1 营收增速分别为-10.0%/+8.1%；净利润分别同比-26.0%/+13.3%，环比均呈现明显回升态势。我们认为 2024Q1 调味品企业收入出现恢复性增长，主要系：（1）春节时点后移，2024Q1 春季备货时间延长，同时餐饮逐渐恢复，出行场景增加带来终端消费回暖；（2）龙头公司加强对于终端市场投放，促进渠道秩序恢复。

图56：2024Q1 调味品营收净利分别同增 7.7%/13.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：中炬高新采用调味品业务美味鲜子公司数据）

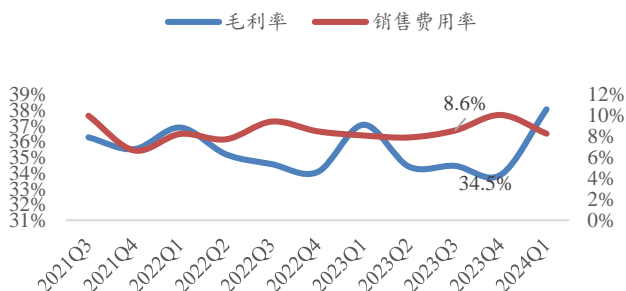
图57：2024Q1 酱醋公司营收净利分别同增 8.1%/13.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：中炬高新采用调味品业务美味鲜子公司数据）

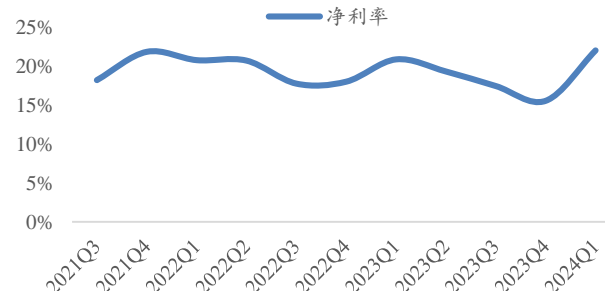
从盈利能力来看，2023Q4/2024Q1 调味品上市公司（扣除莲花健康以及星湖科技）的毛利率分别为 33.9%/38.0%，同比变动-0.2pct/+1.0pct，我们认为成本下降及结构优化为主因；2023Q4/2024Q1 调味品上市公司整体销售费用率为 10.1%/8.3%，同比+1.6pct/+0.2pct，整体来看 2024Q1 毛销差明显扩大。2023Q4/2024Q1 调味品上市公司净利率分别为 15.5%/22.0%，同比分别-2.5pct/+1.2pct。2024Q1 净利率明显走高主要系成本压力缓解，同时费用管理效率提升。

图58：2024Q1 调味品上市公司毛销差同比扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：中炬高新采用调味品子公司美味鲜数据，以公司整体销售费用作为美味鲜销售费用估计）

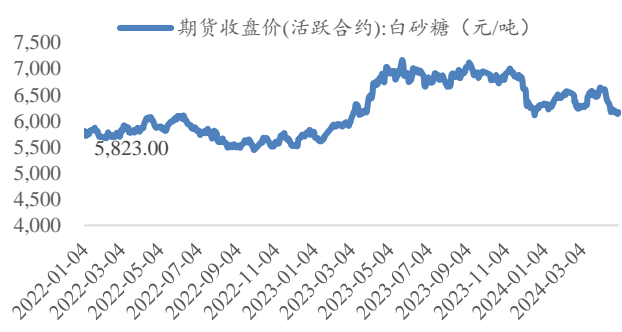
图59：2024Q1 调味品上市公司净利率同比+1.1pct



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：中炬高新采用调味品子公司美味鲜数据）

图60: 2024Q1 大豆市场价均价(元/吨) 同比回落 15.3%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图61: 白砂糖期货合约价格稳中有降


数据来源: Wind、开源证券研究所

2024Q1 重点调味品公司盈利能力明显改善。就调味品六家重点公司(海天味业、中炬高新、恒顺醋业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品)来看,除千禾味业 2024Q1 净利率同比略有下降,其余企业 2024Q1 净利率同比均有不同幅度的提升。整体来看多数调味品企业受益成本下降及产品结构优化,2024Q1 利润压力明显减轻。

表9: 调味品重点公司 2024Q1 盈利能力有所优化

	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	
营收增速	海天味业	-7.1%	-3.2%	-5.3%	2.2%	-9.3%	10.2%
	中炬高新	-18.7%	1.5%	-1.4%	-0.4%	-14.4%	8.6%
	——美味鲜	-1.7%	7.9%	0.9%	3.9%	-13.4%	10.2%
	恒顺醋业	-14.3%	7.1%	-13.9%	0.0%	2.4%	-24.9%
	千禾味业	54.9%	69.8%	33.8%	48.4%	-0.8%	9.3%
	涪陵榨菜	-10.8%	10.4%	-21.3%	-1.5%	-0.8%	-1.5%
毛利率	天味食品	24.5%	21.8%	12.7%	16.4%	17.0%	11.3%
	海天味业	34.0%	36.9%	34.7%	34.5%	32.3%	37.3%
	中炬高新	6.7%	6.1%	7.0%	7.7%	6.7%	7.1%
	恒顺醋业	32.0%	35.1%	36.5%	26.1%	33.6%	41.4%
	千禾味业	39.8%	39.0%	37.4%	36.9%	35.4%	36.0%
	涪陵榨菜	47.3%	56.3%	48.8%	45.7%	50.6%	52.1%
销售费用率	天味食品	34.0%	40.6%	31.1%	38.1%	40.3%	44.1%
	海天味业	5.6%	5.2%	5.6%	5.6%	4.9%	5.5%
	中炬高新	9.9%	8.6%	8.4%	8.1%	10.7%	7.7%
	恒顺醋业	21.1%	12.4%	16.2%	12.8%	35.8%	17.0%
	千禾味业	12.5%	11.7%	13.5%	11.9%	11.9%	11.8%
	涪陵榨菜	4.2%	17.8%	9.4%	11.7%	13.2%	12.2%
净利率	天味食品	14.4%	14.8%	11.4%	15.6%	18.5%	17.0%
	海天味业	23.5%	24.6%	23.1%	21.7%	22.0%	24.9%
	中炬高新	-73.0%	11.0%	12.0%	13.1%	250.3%	16.1%
	——美味鲜*	12.5%	11.5%	13.1%	13.0%	7.5%	16.7%
恒顺醋业	-3.6%	11.9%	9.6%	2.9%	-11.0%	12.0%	

	千禾味业	17.7%	17.7%	15.6%	16.3%	16.4%	17.3%
	涪陵榨菜	40.3%	34.4%	36.3%	30.7%	33.6%	36.3%
	天味食品	12.5%	16.7%	12.1%	13.9%	14.9%	20.6%
	海天味业	-22.0%	-6.2%	-11.7%	-3.2%	-15.2%	11.9%
	中炬高新	-369.4%	-5.5%	-0.2%	61.3%	-393.7%	59.7%
	——美味鲜	-21.1%	12.5%	8.7%	64.6%	-47.9%	59.5%
净利增速	恒顺醋业	4.6%	-5.7%	0.0%	-44.6%	212.0%	-24.2%
	千禾味业	75.0%	162.9%	75.1%	90.4%	-8.5%	6.7%
	涪陵榨菜	-15.1%	22.0%	-30.8%	4.8%	-17.3%	3.9%
	天味食品	-6.7%	27.7%	21.0%	44.1%	39.9%	37.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：美味鲜为中炬高新调味品子公司，美味鲜*采用口径为美味鲜归母净利润率）

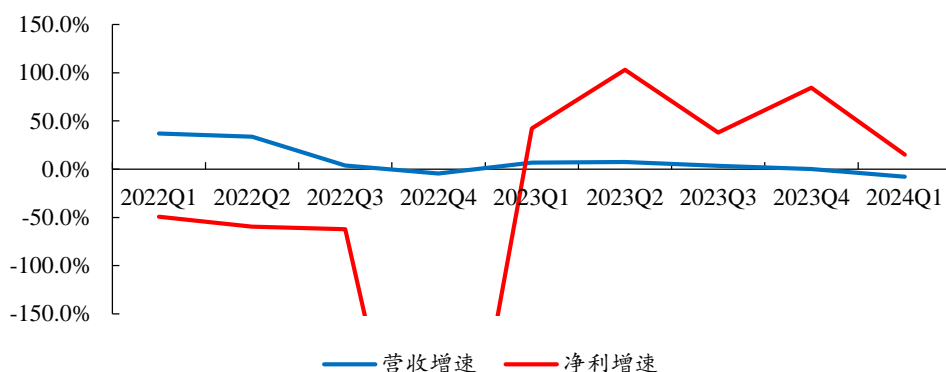
成本压力缓解，2024年调味品板块有望逐季改善。2023年为调味品行业承压的一年：餐饮端及家庭端需求均较为疲软，各企业渠道库存偏高，营收增速回落，同时在成本压力增大情况下盈利能力承压。2024年以来我们观察行业终端需求已有缓慢修复，同时头部企业积极应对行业需求碎片化的趋势，加大对渠道等各方面改革力度，渠道库存水平也逐步恢复到相对良性区间。我们认为随着经济逐渐企稳，调味品企业改革红利释放，行业竞争格局优化、中小企业逐步出清，预计2024年调味品行业趋势向上。此外据观测调味品原料大豆等成本已经出现明显回落，2024Q1利润端已开始体现。展望2024年，我们建议调味品两条布局思路：一是长期布局低估成长稳健的行业龙头；二是关注个股改善性机会。

3.6、卤制品：成本压力有所缓解，同店端有待恢复

门店端经营承压，成本压力明显缓解。2024年一季度卤制品行业上市公司保持稳步拓店，但同店端仍有一定压力，行业2024Q1营收同比下滑7.9%；利润端受益原材料价格同比下降，卤制品上市公司净利润2024Q1同比增长15.2%，头部品牌仍保持逆势拓店，终端消费力较弱影响行业整体需求，头部品牌通过新产品开发，改变规格提升产品多样性，多渠道布局，探索不同店型和区域，线上投入营销动作拉动门店销售。成本端，2024Q1卤制品企业成本压力同比减弱，毛利率达28.84%，呈现稳中有升趋势，预计原材料价格全年保持相对平稳。费用端，营销费、引流补贴等销售费用有小幅支出，净利率总体稳定。

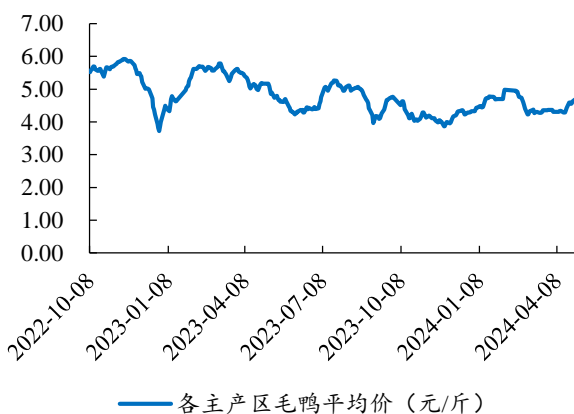
同店端仍有压力，整体经营底部已过。展望未来，成本压力已明显减弱，卤制品行业龙头企业通过各项措施拉升同店销售，门店端有望逐步恢复，在宏观环境逐步好转的背景下，龙头企业拓店更加精细化管理，行业上市公司有望享受行业集中度提升及门店恢复带来的经营弹性，卤制品行业赛道格局优异，过去疫情影响下行业明显洗牌，绝味食品等龙头在疫情下逆势拓店，为疫情后成长打下坚实基础，我们看好头部卤制品企业底部恢复，行业集中度有望进一步提升。绝味食品布局卤味生态圈，各餐卤品牌布局稳健，公司通过采产配等多个角度赋能被投企业，有望为公司贡献第二增长曲线。

图62：2024Q1 卤制品上市公司整体营收下滑 7.9%，门店端销售承压



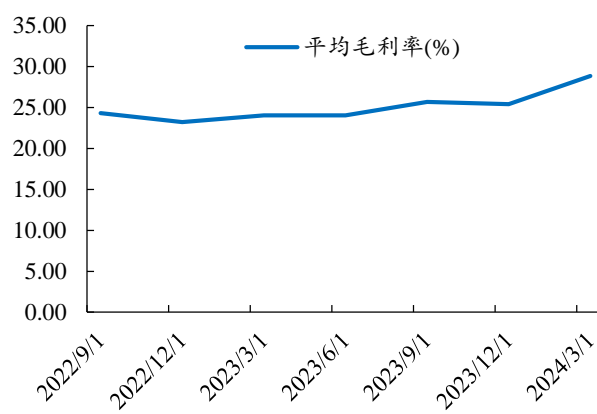
数据来源：Wind、开源证券研究所

图63：卤制品公司原材料价格 2024Q1 同比有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图64：卤制品上市公司 2024Q1 平均毛利率稳中有升

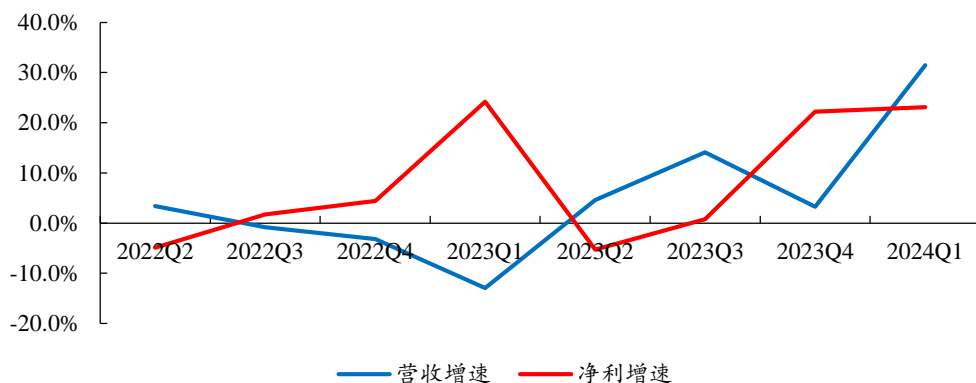


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.7、休闲食品：春节旺季收入高增，关注成长性公司新品新渠道发展

受益于春节旺季，2024Q1 休闲食品上市公司营收利润保持较快增长。2023Q4/2024Q1 休闲食品上市公司整体实现营业收入 109.4、121.0 亿元，同比分别增长 3.2%、31.5%，主因春节错期，旺季收入更多体现在 2024Q1；整体归母净利润分别为 6.9、10.5 亿元，同比分别增长 22.2%、23.1%。整体看 2024Q1 休闲食品企业收入延续 2023 年下半年以来的增长趋势，除春节旺季错期影响外，部分公司的新产品推进和新渠道投放效果持续显现，助力休闲食品上市公司实现较快增长。

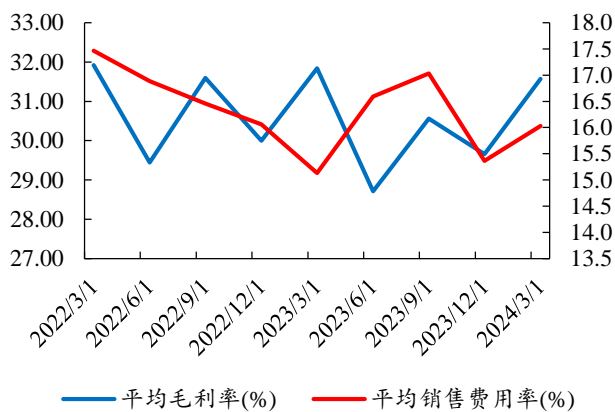
图65：2024Q1 休闲食品行业整体营收和归母净利润分别同增 31.5%/23.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

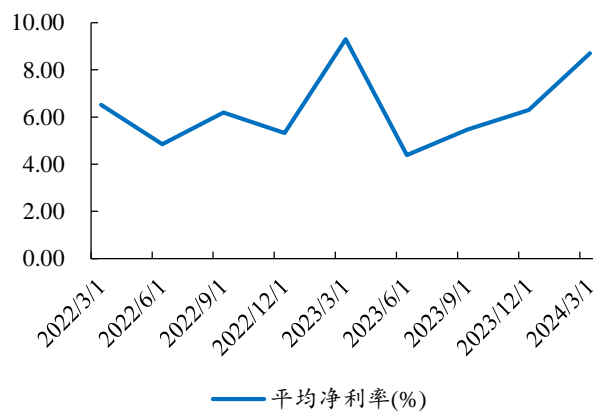
从盈利能力看，2023Q4/2024Q1 休闲食品上市公司的毛利率分别为 30.4%/31.6%，同比下降 0.6pct/0.3pct，主因产品结构和渠道结构变化影响；2023Q4/2024Q1 休闲食品上市公司整体销售费用率为 15.4%/16.0%，同比变化-0.7pct/+0.9pct，2024Q1 整体毛销差有所扩大。2023Q4/2024Q1 休闲食品上市公司净利率分别为 6.3%/8.7%，同比分别+1.0pct/-0.6pct。2024Q1 净利率同比有所下降主因企业更多货折促销以及渠道营销费用投放所致。

图66：2024Q1 休闲食品上市公司毛销差扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图67：2024Q1 休闲食品上市公司净利率同比下降 0.6pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

2024Q1 休闲食品重点公司受益于春节旺季以及自身产品渠道调整，收入利润均实现较亮眼表现。观察重点休闲食品五家上市公司（盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、三只松鼠、洽洽食品），收入端均实现较高速增长，除春节旺季效应外，重点公司均在产品和渠道有所动作带动收入增长，其中包括产品端各公司布局春节礼盒，重点提升产品性价比，鹤鹑蛋、魔芋、口味坚果等高势能品类成长迅速；渠道端拥抱零食量贩和抖快社交电商等新兴渠道。利润端，各公司随着销售收入增长，规模效应有所提升，以及部分公司原材料端受益，毛利率均表现较好，费用端旺季投入部分货折及各项营销费用有所提升，整体利润实现较好增长。

表10：2024Q1 休闲食品重点公司保持较快增长

		2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
营收增速 (%)	盐津铺子	41.3	55.4	57.6	46.2	20.2	37.0
	劲仔食品	25.4	68.4	35.2	45.9	26.5	23.6
	甘源食品	9.9	22.2	48.1	37.3	10.9	49.8
	三只松鼠	-27.4	-38.5	-3.1	38.6	29.2	91.8
	洽洽食品	18.9	-6.7	8.3	5.1	-6.9	36.4
毛利率 (%)	盐津铺子	31.2	34.6	36.0	32.9	31.1	32.1
	劲仔食品	24.7	26.0	26.5	26.8	32.6	30.0
	甘源食品	34.9	36.3	34.9	37.5	36.0	35.4
	三只松鼠	24.5	28.3	18.7	24.4	20.8	27.4
	洽洽食品	34.6	28.5	20.6	26.8	29.3	30.4
销售费用率 (%)	盐津铺子	12.8	13.8	11.5	11.8	13.2	13.0
	劲仔食品	11.0	11.9	10.5	11.9	9.0	13.1
	甘源食品	13.0	13.7	11.8	9.9	11.1	13.1
	三只松鼠	16.7	15.2	21.2	19.3	16.3	16.3
	洽洽食品	11.8	10.7	8.5	8.4	9.0	12.3
净利率 (%)	盐津铺子	9.0	12.6	14.1	13.5	9.9	13.1
	劲仔食品	7.4	9.0	9.1	9.0	13.5	13.8
	甘源食品	14.3	14.1	14.8	19.4	21.5	15.6
	三只松鼠	1.8	10.1	-3.8	0.9	2.0	8.5
	洽洽食品	14.0	13.3	6.6	13.3	12.8	13.2
净利增速 (%)	盐津铺子	12.8	81.7	98.9	67.3	32.6	43.1
	劲仔食品	63.9	95.7	20.2	48.4	122.6	87.7
	甘源食品	-9.9	145.0	246.5	95.3	67.0	65.3
	三只松鼠	214.2	18.7	52.0	40.9	39.7	60.8
	洽洽食品	4.5	-14.4	-37.5	-13.5	-15.1	35.1

数据来源：Wind、开源证券研究所

展望全年，重点关注成长性公司新品新渠道带动收入持续增长。2023年各休闲食品公司经营有所分化，终端消费力较为疲软，而行业需求更为可选，竞争格局更为分散，我们观察到部分休闲食品公司主动提升产品性价比，拥抱新兴渠道，实现更好增长。实际上行业本轮渠道和产品变革正在孕育出新的消费品牌和商业模式，线下渠道端，零食连锁量贩系统快速发展，品牌依赖于产品的高性价比、高流量、高周转，推动整个渠道链条的高效率运行，年内头部品牌门店保持快速拓店；线上渠道方面，天猫京东等传统电商增长相对乏力，而以抖音快手为代表的新兴内容电商成长迅速，零食企业通过新兴电商的流量红利，带来线上收入快速增长，同时抖音快手的内容属性和社交属性也为零食企业打造更强品牌力，帮助测试更多新品。产品方面，多种细分品类处于成长红利期，如魔芋、鹌鹑蛋、小鱼干、调味坚果等产品，同时终端消费力较弱，对产品价格更为敏感，部分重点公司市场战略执行力和产品热度感知能力更强，主动拥抱高性价比趋势和新品类趋势，实现亮眼增长。展望未来，我们认为受益于渠道变革和推进产品创新的上市公司仍将延续景气趋势，实现稳健持续成长。

4、重点个股：优选龙头，关注消费复苏机会

4.1、贵州茅台：收入高增势头不减，市场化改革进程持续

公司 2024 年 Q1 营收 457.8 亿元，同比+18.1%，归母净利润 240.7 亿元，同比+15.7%，收入超预期。

茅台酒量价齐升，系列酒进展较快。2024Q1 茅台酒实现收入 397.1 亿元，同比+17.7%，预计各个规格的飞天茅台在经销渠道发货节奏较快，2023 年底飞天产品提价，茅台酒实现了量价齐升；系列酒收入 59.4 亿元，同比+18.4%，主要是 1935 进展较快，其他系列酒同时发力。

直营提升阶段性放缓，经销商渠道加速。2024Q1 直销渠道收入 193.2 亿元，同比+8.5%，其中 i 茅台实现酒类不含税收入 53.4 亿元，同比+8.96%；批发代理收入 263.2 亿元，同比+25.8%。直销渠道自 2022Q2 i 茅台上线开始占比加速提升，目前形成以商超、直销团购、直营门店、i 茅台、巽风等组成的成熟体系，经销渠道加速预计主要系 2023 年底提价贡献。

现金流良好，毛利率保持平稳，税金费用提升影响净利率。经营性现金流表现优秀，2024Q1 合同负债 95.2 亿元同比+14.3%，环比 2023Q4 增量为 67.9 亿元。2024Q1 公司经营活动产生的现金流量净额 91.9 亿元，同比+75.2%，主因公司销售商品收到的现金增加以及经营活动现金流出中的存放中央银行和同业款项净增加额增加。2024Q1 毛利率同比+0.02pct 至 92.61%，税金及附加比率同比+1.62pct，预计是季度波动，全年保持稳定，系列酒全力进行市场化营销，销售费用率稳中有升，管理费用率规模化下持续下降；净利率同比-1.04pct 至 51.77%。产品结构和提价贡献下，预计全年净利率仍然保持提升趋势。

投资建议：我们维持 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年净利润分别为 886.9 亿元、1045.3 亿元、1221.2 亿元，同比分别+18.7%、+17.9%、+16.8%，EPS 分别为 70.60 元、83.21 元、97.21 元，后续渠道利润回收、价格市场化仍有空间，业绩确定性和成长性兼顾，维持“买入”评级。

4.2、五粮液：业绩稳健，核心矛盾明显改善

2023 年收入 832.7 亿元，同比+12.6%，净利润 302.1 亿元，同比+13.2%。2024Q1 收入 348.3 亿元，同比+11.9%，净利润 140.5 亿元，同比+12.0%。收入利润符合预期。

量增明显，吨价下降。2023 年五粮液产品收入 628.0 亿元，同比+13.5%；其他酒实现营业收入 136.4 亿元，同比+11.6%。拆分量价来看，2023 年五粮液销量为 3.87 万吨，同比+18.0%，吨价 162.46 万元/吨，同比下降 3.8%，主要原因预计是 1618、低度等产品增速更高。系列酒销量和吨价分别为 12.04 万吨和 11.33 万元/吨，同比+27.6%/-12.6%，系列酒销量大增，公司加大了在大众价格带产品的市场投入和经销商布局。

不同区域分化较大，优势区域带动大盘。2023 年东部区域收入 223.9 亿元，同比+17.9%；西部地区收入 262.2 亿元，同比+21.7%；中部区域 129.6 亿元，同比+16.3%。南部地区 68.1 亿元，同比-9.0%；北部区域收入 80.7 亿元，同比-4.0%。

降本增效下，盈利能力保持稳定。2024Q1 末合同负债 50.5 亿元，环比 2023Q4 末-18.2 亿元。2024Q1 销售收现为 217.7 亿元，同比-24.0%，主要是因为公司根据市

场变化，多措并举支持经销商发展，收取的银行承兑汇票较多，及银行承兑汇票到期收现额度较低综合影响。2023年毛利率同比+0.37pct至75.79%，主要是公司加强成本管理，提高生产效率，净利率同比+0.04pct至37.85%。2024Q1毛利率同比+0.04pct至78.43%，净利率同比-0.07pct至42.02%。公司2024年开始主导八代提价，后续吨价预计有改善，净利率保持稳中有升态势。

投资建议：我们预计2024-2026年净利润分别为344.6、393.1亿元、441.8亿元，同比分别+14.1%、+14.1%、+12.4%，EPS分别为8.88、10.13、11.38元，公司2023年分红率为60%，较2022年55%有所提升，当前股价对应股息率为3%，2024年营业总收入有望保持两位数稳健增长，维持“买入”评级。

4.3、山西汾酒：成长势能不减，业绩弹性持续

2023年营收319.3亿元，同比+21.8%，归母净利润104.4亿元，同比+28.9%。2024Q1收入153.4亿元，同比+20.9%，归母净利润62.6亿元，同比+30.0%。收入符合预期，业绩超预期。

产品结构持续升级，青花高增势头延续。2023年青花系列占比达46%，腰部产品稳健发展，玻汾严控配额。近几年，清香氛围持续提升，公司在资源投放、组织创新上坚持高端化方向，产品升级趋势确定。

省外增长加速，省内夯实基础。2023年省内收入120.8亿元，同比+20.4%，省外收入196.6亿元，同比+22.8%。2024Q1省内收入56.0亿元，同比+11.4%，省外收入97.0亿元，同比+27.6%。2021-2023年省内在大基数上快速增长，起到了压舱石作用，随着消费环境放开以及长江以南等新市场培育，省外增长局面打开，省内主动进入良性整固阶段。

现金流表现优异，毛利率稳定，销售费用率下降，净利率持续提升。2024年Q1末合同负债55.9亿元，环比2023Q4末减少14.4亿元。2023年销售收现为301.3亿元，同比+4.9%；2024Q1销售收现为142.0亿元，同比+44.7%。2023年毛利率同比-0.05pct至75.31%，主要原因是低档酒类成本上升，造成拖累，销售费用率同比-2.91pct，净利率同比+1.64pct至32.76%。2024Q1毛利率同比+1.90pct至77.46%，净利率同比+2.75pct至40.86%，后续产品结构升级、费用更加精细化，公司净利率弹性持续。

投资建议：我们预计2024-2026年净利润分别为130.4亿元、162.2亿元、204.6亿元，同比分别+25.0%、+24.4%、+26.1%，EPS分别为10.69、13.30、16.77元，公司公告2024年收入增速目标不低于20%，维持“买入”评级。

4.4、泸州老窖：收入增速行业前列，盈利能力持续提升

泸州老窖2023年总营业收入302.3亿元，同比+20.3%，归母净利润132.5亿元，同比+27.8%。2024Q1总营业收入91.9亿元，同比+20.7%，归母净利润45.7亿元，同比+23.2%。

高档酒成长主要由价格贡献，中低档产品放量。2023年中高档酒收入268.41亿元，同比+21%，其中量+1%、价+20%，主要原因是2023年高度国窖结算价有较大幅度提升、腰部产品结构升级。其他酒收入32.36亿元，同比+23%，其中量+20%、价+3%，受益吨价提升，中高档酒、其他酒毛利率分别为92.27%（+1.22pct）、56.48%（+3.31pct）。

现金流良性，报表质量高。2024Q1 末合同负债余额 25.3 亿元，同比+8.1 亿元，考虑环比变量后 Q1 营收+34%；2024Q1 销售收现 106.4 亿元，同比+32.3%，高于收入实际增速。

毛利率提升，期间费用率稳定，盈利能力大幅提升。2023 年毛利率同比+1.7pct 至 88.3%，销售费用/管理费用率同比分别-0.6pct/-0.9pct，销售费用里细项结构变化明显，销售费用细项中广宣费减少，促销费增长较快，归母净利率同比+2.6pct 至 43.8%。2024Q1 毛利率同比+0.28pct，提升幅度较 2023 年放缓，销售费用/管理费用率同比分别-1.2pct/-0.8pct，驱动归母净利率同比+1.0pct 至 49.8%。2024 年预计中档酒增长较快，毛利率提升幅度较 2023 年放缓，但受益于规模化下的费用率下降，净利率仍呈提升趋势。

投资建议：我们预计 2024-2026 年净利润分别为 164.6、200.2、239.6 亿元，同比分别+24.2%、+21.6%、+19.7%，EPS 分别为 11.18、13.60、16.28 元。公司 2024 年目标营收同比增长不低于 15%，2023 年分红率维持 60%，维持“买入”评级。

4.5、古井贡酒：成长劲头十足，盈利弹性释放

古井贡酒 2023 年公司实现营收 202.5 亿元，同比+21.2%；实现归母净利润 45.89 亿元，同比+46.0%。2024Q1 营收 82.9 亿元，同比+25.9%；归母净利润 20.7 亿元，同比+31.6%，收入利润符合预期。

量价齐升，产品结构持续优化。2023 年年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他分别实现营收 154.2/20.2/22.1 亿元，同比+27.3%/+7.6%/+0.9%，其中销量分别+21%/-4%/-19%，价分别+6%/+12%/+25%，毛利率分别+1.1pct/-1.5pct/+2.6pct。2023 年主力产品年份原浆实现了高于整体的增长，同时价格提升幅度较大，说明产品结构仍在持续优化。

省内势能不减，省外持续增长。2023 年华中/华北/华南分别实现营收 171.1/18.4/12.8 亿元，同比+19%/+39%/+27%。公司省内通过精细化运营，在各个价格带上实现了超越大盘的份额增长。省外市场通过高费用、强绑定渠道，在华北、华南实现了较高增速。

前期市场投入进入收获期，盈利能力持续提升。受益结构升级，2023 年毛利率同比+1.9pct 至 79.1%，销售费用率同比-1.1pct，主要原因是前期费用投入进入收获期，品牌势能起来后，销售费率开始下降，归母净利率同比+3.9pct 至 22.7%。2024Q1 归母净利率同比+1.1pct 至 24.9%，其中毛利率同比+0.7pct，销售费用率同比-1.7pct，销售费用率下降趋势持续。

投资建议：我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 59.0、73.7、92.6 亿元，同比分别+28.6%、+24.8%、+25.6%，EPS 分别为 11.16、13.94、17.51 元，公司龙头优势、引领优势持续，销售团队动力和执行力行业领先水平，收入增长确定性强，盈利弹性进入释放期，同时 2023 年分红金额同比提升 50%，分红率提升至 51.83%，维持“增持”评级。

4.6、青岛啤酒：高基数下销量短期承压，关注赛事催化和旺季表现

结构持续升级，销量略有下滑。2024Q1 啤酒销量同比-7.6%，吨价同比+2.5%，结构升级有所放缓；其中青岛主品牌、崂山等副品牌销量同比-5.6%、-10.4%，其中主品牌中高档以上啤酒销量同比-2.4%，2024Q1 啤酒销量下滑预计主因基数较高、

消费力下行导致餐饮需求疲软以及结构向上升级过快导致销量承压。吨价增速有所放缓预计主因消费力下行，10元以上高档啤酒需求偏弱，7-10元次高端价格带表现相对较好，导致结构改善趋缓。

毛利率改善带动净利率提升。2024Q1 净利率同比+2.18pct，其中公司毛利率同比+2.13pct，一方面结构升级带动吨价提升 2.5%，叠加吨成本同比-1.0%，预计主因大麦、包材等价格下降。销售、管理、研发、财务费用率分别同比-1.02、+0.42、+0.08、-0.44pct，费用率稳中略降。

预计全年销量平稳，关注赛事催化和旺季表现。展望 2024 年，预计全年啤酒销量相对平稳，吨价小幅增长、但餐饮需求疲软下增速有所放缓，白啤等产品有望继续带动公司产品结构向上改善。同时成本端大麦、玻瓶、纸箱等原料价格有望回落，公司利润仍有望保持较快增长。2024 年奥运等赛事有望提振市场情绪，关注旺季表现。

投资建议：我们预计 2024-2026 年归母净利润 49.44/54.64/58.37 亿元，对应 2024-2026 年 EPS3.62/4.01/4.28 元，需求有望保持韧性、利润较快增长，2024 年体育赛事年有望提振市场情绪，维持“增持”评级。

4.7、重庆啤酒：一季度开局良好，关注旺季表现和赛事催化

销量增长较好，吨价平稳增长。2024Q1 销量同比+5.3%、吨价同比+1.8%，2024Q1 受益于南方天气转暖、渠道调整等因素销量有所恢复。高档、主流、经济营收同比+8.28%、+3.57%、+12.39%，预计乐堡、风花雪月、嘉士伯等品牌增长更好。分区域看，2023 全年西北区、中区、南区市场营收同比+3.2%、+7.0%、+9.3%，中区及南区相对增长更快，预计主因区域调整的效果有所释放及天气转暖等因素影响。

吨价提升、吨成本下降下盈利趋于改善。2023 年公司归母净利率同比+0.87pct。其中毛利率同比+2.74pct，主因吨价同比+1.8%，叠加吨成本同比-3.3%，主因大麦、包材等原料价格有所回落。销售、管理、研发、财务费用率同比+0.18、+0.22、+0.08、+0.15pct，费用率平稳略升，预计整体仍保持控费趋势。

开局势头良好，关注旺季表现和赛事催化。2024Q1 开局势头较好，匹配公司 2024 年收入中高个位数增长目标，2024 年预计吨价平稳增长、销量中小个位数增长，大麦等成本预计下降 10%左右带动成本回落。费用率预计整体平稳，销售费用结构有所调整，增加线下费用投入、强化渠道落地。2024 年是重要的体育赛事年，奥运、欧洲杯等赛事有望提振市场情绪，同时关注啤酒旺季表现。

投资建议：我们预计 2024-2026 年归母净利润 14.20/15.40/16.40 亿元，对应 2024-2026 年 EPS2.93/3.18/3.39 元，2024Q1 开局势头良好，2024 年体育赛事年有望提振市场情绪，维持“增持”评级。

4.8、伊利股份：营收承压，净利率提升

液态奶终端需求较弱，营收承压。2023 年公司液态奶同比增 0.72%，其中高端白奶产品表现较好，金典有机纯牛奶零售额同比双位数增长。2024Q1 公司液态奶、奶粉、冷饮业务分别同比-6.8%/-0.2%/+14.2%。终端需求偏弱，礼赠产品多元化下，公司主动控制出货节奏，进行渠道调整，液奶收入下滑。展望全年，随着渠道调整改善，后续液态奶仍可稳步增长，预计全年可完成 1300 亿元的目标。

公司净利率持续提升。2024Q1 净利率同比增 7.5pct 至 18.3%，其中转让子公司

股权下投资收益高达 25.8 亿元。2024Q1 扣非净利率同比增 1.5pct 至 11.5%，主因成本下行毛利率同比增 2pct。展望 2024 年，预计毛利率仍可改善：（1）原奶成本稳中略降，预计行业竞争仍较为理性；（2）产品及业务结构持续优化。渠道调整期间销售费率或略有提升，但广告等费用投放预计平稳，预计公司可达成 147 亿元的利润总额目标。公司 2023 年分红率为 73.25%，股息率约 4.5%，且领先优势稳固，后续净利率持续提升，分红率提升可期。

投资建议：我们预计 2024-2026 年归母净利润为 130.1、123.6、137.6 亿元，EPS 为 2.04、1.94、2.16 元，公司多业务布局，长期看盈利能力可稳步提升，维持“买入”评级。

4.9、新乳业：主业稳步增长，净利率持续提升

主业营收稳步增长。2023 年分产品看：（1）精耕主业，液体乳业务 2023 年同比增长 11.2%；（2）大本营市场西南同比增 10%，华北地区增速较快，同比增 39.0%。2024Q1 营收同比增 3.7%，增速放缓主因一只酸奶牛出表扰动。展望 2024 年，随着公司发力 DTC 渠道，产品持续创新、全渠道布局下公司营收仍可稳步增长。

2024Q1 净利率提升主因毛利率提升。2023 年公司净利率同比增 0.3pct 至 3.9%，净利率如期提升。2024Q1 公司净利率同比增 1.0pct 至 3.43%，净利率提升主因结构升级下毛利率同比增 2.3pct 至 29.4%。2024Q1 销售费用率同比增 1.6pct、管理费用率同比降 0.5pct。展望 2024 年，预计原奶价格仍会平稳略降，公司结构持续优化、原奶成本下行下预计毛利率可提升；非经常损益预计会有所改善，净利率仍可持续提升。

坚持鲜酸双强策略，多渠道布局。新乳业增长动力强劲，仍处发展黄金期：（1）产品持续创新，2023 年新品贡献超 12% 收入；（2）发展高端、特色产品，2023 年 24 小时高端产品同比增长近 40%，四大特色奶源系列同比增长超过 80%；（3）全渠道布局，2023 年 DTC 收入同比增超 15%，其中远场电商同比增超 40%，自主征订同比增 15%。

投资建议：由于一只酸奶牛出表，我们预计 2024-2026 年净利为 5.6、6.7、8.3 亿元，EPS 为 0.65、0.78、0.96 元，公司坚持鲜战略，盈利能力持续提升，维持“增持”评级。

4.10、双汇发展：屠宰业务承压，肉制品吨利高位

猪价下行，冻品盈利下降，屠宰业务承压。2024Q1 由于市场竞争激烈、消费不及预期、猪价同比下降，生鲜品业务销售规模环比、同比下降。其中鲜品盈利较为稳定，冻品盈利下滑，使得生鲜品分部盈利下降。2024Q1 屠宰部门实现营收 66 亿元，同比降 16.5%；实现营业利润 9567 万元，同比下降 68.5%。预计 2024 年屠宰量和销量会增长，但是养殖企业进入屠宰业低价竞争下，预计屠宰业务短期承压。

肉制品盈利较好，长期吨利仍可提升。2024Q1 销售收入同比下滑 4.5% 至 67.9 亿元，主因 2023 年同期疫情管控放开后基数较高；营业利润同比增 15.7% 至 18.9 亿元，成本控制、产品结构提升、部分产品价格提升下 2024Q1 吨利环比、同比均有提升。展望 2024 年：（1）推进网点倍增计划，提升网点的数量和质量，支持市场上规模；（2）加大产品结构调整，增强新品开发力度，推动主导产品增长；（3）专业化开发新赛道，对接零食系统大力休闲食品、推速冻、新型休闲食品、中华菜肴；（4）加快两站两区、餐饮等封闭渠道开发；（5）精准加大市场投入，积极参与市场竞争，

推动规模提升。预计 2024 年多措施实施下肉制品销量可实现增长，吨利维持高位，可实现肉制品业务量利齐升。

投资建议：我们预计 2024-2026 年公司归母净利分别为 54.4、58.0、61.7 亿元，EPS 分别为 1.57、1.67、1.78 元。公司是稳健价值投资标的，维持“增持”评级。

4.11、海天味业：2024Q1 收入恢复双位数正增，盈利能力略有改善

公司 2023 年营收/归母净利 245.6/56.3 亿元（同比-4.1%/-9.2%）；2024Q1 营收/归母净利润 76.9/19.2 亿元（同比+10.2%/11.9%）。收入利润符合预期。

2023 年经营短期承压，2024Q1 收入利润恢复正增长。2023 年酱油/调味酱/蚝油/其他营收分别同比-8.8%/-6.1%/-3.7%/+19.4%。2023 年收入增长承压，我们认为主要系：（1）餐饮渠道复苏低于预期，家庭渠道需求亦相对疲软；（2）渠道改革调整，2023 年经销商-581 名；（3）春节时间错配，春节备货更多结算在 2024Q1（2023 年/2024Q1 合同负债 45.3/18.6 亿元，同比+53.6%/-17.4%），2024Q1 酱油/调味酱/蚝油营收同比+10.1%/6.4%/9.6%。

成本压力略有缓解，2024Q1 盈利能力有所回升。2023 年毛利率/净利率分别为 34.7%/23.0%（同比-1.0pct/-1.3pct），其中 2023Q4 毛利率/净利率分别为 32.3%/22.1%（同比-1.7pct/-1.5pct）。2023 年酱油毛利率同比提升 2.3pct 至 42.6%（主要系黄豆等成本下降），而整体毛利率承压主要系蚝油、酱类及其他低毛利率产品占比提升。2024Q1 毛利率/净利率分别为 37.3%/25.1%，分别同比微增 0.4pct/0.4pct，主要原材料成本压力进一步缓解，同时酱油品类实现双位数增长，产品结构略有优化。

展望全年：公司积极进行渠道改革，2024 年收入有望恢复性增长。据公司 2024 年经营目标，计划营业收入/归母净利润分别为 275.1/62.3 亿元（同比+12.0%/10.7%）。我们认为 2023 年公司积极进行渠道改革、供应链优化，2024 年收入有望扭转下滑态势实现恢复性增长。

投资建议：改革持续推进，2024 年目标规划有望完成。考虑终端需求及公司规划，我们预测 2024-2026 年营业收入 275.3/305.8/343.4 亿元（同比+12.1%/11.1%/12.3%），归母净利润 62.5/71.4/81.7 亿元（同比+11.1%/14.3%/14.5%）。维持“买入”评级。

4.12、中炬高新：内部管理成效显现，2024Q1 利润表现超预期

2024Q1 公司营收/归母净利润分别为 14.9 亿元/2.4 亿元（同比+8.6%/59.7%），美味鲜营收/归母净利润分别为 14.6 亿元/2.4 亿元（同比+10.2%/59.8%），收入符合预期，利润超市场预期。

内部管理调整成效显现，东部区域快速增长。拆分业务来看：2024Q1 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他营收分别同比变动 13.4%/16.8%/-5.5%/-0.3%。各品类收入增长分化主要系产品战略调整，公司划分主销、辅助、主推产品梯队，将鸡精鸡粉和酱油作为主销品类，同时食用油逐步作为辅助增长品类。渠道端公司加大优质经销商布局，2024Q1 净增经销商 97 个，2024Q1 各区域营收扭转下滑态势，东部/南部/中西部/北部区域营收分别同比+24.5%/2.6%/9.9%/7.6%，东部主销区营收增速较快主要系经销商帮扶效果显著。

成本下降叠加结构升级，利润表现超预期。2024Q1 公司毛利率 37.0%（同比+5.6pct），主要系大豆等原材料成本下降+产品结构升级所致。同时公司优化成本采

购及运营模式，由高频滚动原料下单模式改为按年度/季度采购，并推动供应链数字化转型。费用端，2024Q1 公司费用率-1.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.7%/6.4%/2.9%/-0.1%。

长期展望：股权激励激发内部活力，内涵+外延齐发力。(1) 内涵增长：全国渠道布局（如餐饮、电商渠道）、梳理产品梯队、加大研发投入等措施多管齐下；(2) 外延扩张：品类补充+渠道拓展。目前公司针对渠道变革、组织重塑、供应链优化等提出具体方案措施，随改革持续推进，我们预计公司长期增长活力有望持续释放。

投资建议：考虑成本及供应链优化，我们预测 2024-2026 营业收入 57.8/68.2/81.0 亿元（同比+12.5%/18.0%/18.7%），归母净利润 8.0（+0.6）/9.7（+0.1）/12.3（+0.1）亿元（同比-52.8%/+21.5%/+26.7%）。维持“买入”评级。

4.13、涪陵榨菜：Q1 营收短期承压，Q2 成本红利有望逐步释放

公司 2023 年营收/归母净利润 24.5/8.3 亿元（同比-3.9%/-8.0%）；2023Q4 营收/归母净利润 5.0/1.7 亿元（同比-0.8%/-17.3%），符合市场预期；2024Q1 公司营收/归母净利润 7.5 亿元/2.7 亿元（同比-1.5%/+3.9%）；收入符合预期，利润略超预期。

渠道产品改革推进，2024 年营收有望逐季回暖。2024Q1 公司收入端略下滑，我们认为主要系：(1) 2023 年同期基数较高（2023Q1 公司营收同比+10.4%）；(2) 2023 年底管理层更换，渠道改革及战略调整等短期影响。目前公司新设了渠道管理部门（统筹管理各渠道间任务目标完成进度）、制定新渠道开拓目标（布局餐饮渠道等），同时优化产品体系，我们认为随着改革推进，公司收入端有望逐季回暖。

成本上涨致利润短期承压，费用收缩创造盈利空间。2024Q1 公司毛利率/净利率分别为 52.1%/36.3%（同比分别-4.2pct/+1.9pct）。2024Q1 毛利率同比走低主要系成本影响，2024Q1/2023Q1 公司分别使用 2023 年初/2022 年初采购的青菜头，采购吨价分别约 1100 元/800 元。同时费用缩减带动 2024Q1 净利率走高：2024Q1 公司费用率为 10.8%（同比-6.5pct），其中销售费用率同比-5.6pct 至 12.2%（主要系市场推广费及品牌宣传费同比减少），管理/研发/财务费用率分别同比-0.6pct/+0.2pct/-0.4pct。

展望全年：2024Q2 开始利润弹性有望逐步释放。展望全年，我们预计公司收入逐季回暖。同时 2024 年初公司采购的低价青菜头（采购均价约 800 元/吨）有望于 2024 年 5-6 月份投入使用，成本红利有望于 2024Q2 逐步显现。

投资建议：我们预测 2024-2026 年公司营业收入 27.0/29.9/33.1 亿元（同比+10.3%/10.8%/10.6%），归母净利润 9.3/10.3/11.6 亿元（同比+12.5%/11.2%/11.8%）。考虑到后续收入及利润有进一步恢复空间，上调至“买入”评级。

4.14、绝味食品：同店仍有承压，利润明显恢复

同店端收入承压，门店稳步拓展。公司 2023Q4 收入增长 8.5%，主要收益门店拓展，门店数量方面，截至 2023 年末公司门店数量 15950 家，净增 874 家，预计 2024 年保持平稳有序拓店。公司 2024Q1 收入下滑 7.0%，主因同店端下滑较多。分品类看，2024Q1 公司禽类、畜类、蔬菜、其他鲜货、包装产品、加盟商管理、其他主营业务分别实现收入 13.5、10.6、0.1、1.5、1.2、0.6、0.2 亿元，同比变化-7.6%、133.2%、-13.5%、-16.9%、-16.4%、-14.4%、7.1%，其中畜类基数较低增速较快，其他主营业务收益供应链业务增长。分区域看，2024Q1 西南、西北、华中、华南、华东、华北、新港澳区域分别实现收入 2.2、0.2、5.4、3.5、3.0、2.0、0.2 亿元，同比变化 0.9%、

-53.7%、-6.7%、-10.2%、-6.3%、0.4%、-26.0%，其中西北工厂关停有所影响。生态圈方面，廖记、卤江南、盛香亭、阿满等品牌经营稳健。

成本压力缓解，投资收益亏损，2024Q1 利润已有恢复。2023Q4 公司毛利率分别为 26.9%，同比提升 4.4pct，主因鸭副原材料价格有所改善；2024Q1 公司毛利率为 30.0%，同比提升 5.7pct，环比持续恢复。公司 2023Q4、销售费用率同比下降 0.6pct，相对平稳；管理费用率同比下降 2.5pct，主因股份支付费用减少。投资收益方面，2023Q4 亏损较多，达 1.29 亿元，主因廖记经营影响以及么麻子、和府捞面资本化进度较慢所致。另外公司 2023 年资产减值损失 0.54 亿元，对利润亦有所影响，主因西北工厂固定资产减值损失。公司 2023Q4 亏损 0.45 亿元。2024Q1 公司销售费用率同比提升 1.1pct，主因市场推广所致；管理费用率保持持平。投资收益方面 2024Q1 亏损 0.14 亿元，环比明显减少。公司 2024Q1 归母净利润 1.65 亿元，同比增长 20.0%，利润已明显恢复。

韧性成长，行稳致远。2023 年公司围绕深耕鸭脖主业，克服原料价格波动、外部需求疲软等挑战，展望未来，公司成本压力明显缓解，作为卤制品行业龙头，渠道精耕拓店，生态圈方面，各餐卤品牌对接布局情况稳健，公司通过采产配等多个角度赋能被投企业，有望为公司贡献更多利润弹性。

投资建议：我们预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 6.8、7.9、9.0 亿元，同比增长 96.1%、17.2%、13.1%，公司作为行业龙头，未来门店经营逐步改善，行业集中度进一步提升，成本压力逐步缓解，美食生态圈企业平稳恢复，维持“增持”评级。

4.15、煌上煌：利润已实现扭亏，静待同店持续恢复

同店经营仍承压，渠道精耕行稳致远。公司 2024Q1 收入同比下滑 10.6%，主因宏观经济环境影响，终端需求疲软，消费者购买频次下降，卤制品业务同店经营短期承压。展望卤制品业务未来，同店端公司推进“1+N”经营模式，布局抖音推送和社群营销，拉升到店业务，产品打造手撕酱鸭等明星单品，同时改变规格包装提升产品多样性，拓店端公司年初制定计划全年新开 2000 家门店，区域发力江西、广东等老市场的深耕和陕西、重庆等新基地周边新市场；店型布局社区店铺、高铁机场等高势能店型，同时开发景区、服务区，进入盒马、山姆等新型零售特通渠道，多业态全渠道拓店。二季度逐步进入端午节庆，真真老老米制品业务销售旺季来临，有望为公司收入增长做出增量贡献。

毛利率明显回复，净利润端明显减亏。公司 2024Q1 毛利率为 35.6%，同比提升 6.5pct，毛利率明显提升主因鸭副、畜类等原材料价格下降及基数较低，上游原材料供给已较为平稳，且公司择时囤积低价原材料，预计公司全年毛利率稳中有升。公司 2024Q1 销售费用率同比提升 2.4pct，主因提升抖音平台费用等各项促销项目所致；管理费用率同比提升 1.7pct，主因咨询费员工福利费等支出。公司 2024Q1 实现归母净利润 0.32 亿元，同比下滑 10.1%，归母净利率保持平稳，环比 2023Q4 已实现扭亏。

投资建议：我们预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 1.0、1.3、1.7 亿元，同比增长 44.5%、27.4%、32.5%，公司作为卤制品头部品牌，未来有望受益于行业集中度提升，维持“增持”评级。

4.16、盐津铺子：业绩符合预期，收入快速增长

产品聚焦渠道发力，收入增速保持较快增长。公司 2024Q1 收入同比增长 37.0%，

保持较快增长，主因春节旺季错期，新年开门红表现较好，公司产品端聚焦七大核心品类，估计蛋类零食、辣卤魔芋等新品延续 2023 年强劲成长势能；渠道端坚定全渠道覆盖战略，估计零食量贩和新兴电商渠道实现较快增长，公司整体收入表现亮眼。

利润增速符合业绩预告，净利率有所提升。公司 2024Q1 毛利率为 32.1%，同比下降 2.5pct，主因旺季产品结构和渠道结构有所变化。费用端，公司 2024Q1 销售费用率同比下降 0.8pct，主因旺季收入快速增长，规模效应体现所致，2024Q1 管理费用率同比下降 0.1pct，保持相对平稳。利润端，公司 2024Q1 净利率达 13.0%，同比提升 0.6pct。

展望公司未来，持续稳健发展。公司 2023 年制定“渠道为王、产品领先、体系护航”的战略，产品力持续提升，渠道强化渗透，实现高质量发展，展望 2024 年公司延续成功的战略布局，产品持续聚焦辣卤零食、深海零食、休闲烘焙、薯类零食、蒟蒻果冻布丁、蛋类零食以及果干坚果七大核心品类，打磨供应链，提升产品力，发展优势散装、定量装、量贩装规格；渠道端坚持全渠道覆盖，在保持原有 KA、AB 类超市优势外，重点发展抖音等新兴电商渠道和零食很忙、赵一鸣等零食量贩渠道，公司品牌力和渠道势能持续增强。

投资建议：我们预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 6.9、8.8、11.7 亿元，同比增长 35.9%、28.3%、32.1%，维持“买入”评级。

4.17、甘源食品：2023 年顺利收官，展望未来高速增长

收入保持较快增长，产品渠道持续发力。公司 2023Q4 收入增长 10.9%，2024Q1 收入增长 49.8%，主因春节旺季错期影响，整体看公司收入保持较快增长水平。分产品看，2023 年公司综合果仁、青豆、瓜子仁、蚕豆和其他系列产品分别增长 32.2%、26.0%、18.4%、11.0%和 43.3%，其中综合果仁主要受益于虾条豆果等产品增长、其他系列主要受益于薯片雪饼等产品增长。产品策略配合渠道改革，以老三样品牌力为引导，搭配花生薯片等大品类薄利多销，调味坚果开发创新。分渠道看，传统渠道改革效果在春节初见成果，调整经销商布局终端；零食量贩渠道门店扩张叠加新品导入；会员店推进山姆开市客等高端新品导入；电商渠道发力抖音快手。

规模效应持续体现，净利率表现亮眼。公司 2023Q4 毛利率同比提升 1.1pct，主因收入快速增长，规模效应体现，河南新工厂顺利扭亏所致。2024Q1 毛利率同比下滑 1.0pct，主因 3 月棕榈油价格有所提升所致，目前棕榈油价格已明显回落。费用方面，公司 2023Q4、2024Q1 销售费用率分别下降 1.9pct、0.6pct，主因整体旺季规模效应体现。公司高新技术企业认证获通过，公司所得税率 2023Q4、2024Q1 分别下降 2.6pct、1.8pct，对净利润有较大贡献。净利率方面，2023Q4、2024Q1 分别达 21.5%、15.6%，同比提升 7.2pct、1.5pct，其中 2023Q4 提升较高主因税收集中返还。

投资建议：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.3、5.5、6.7 亿元，同比增长 31.0%、26.6%、23.4%，维持“买入”评级。

4.18、劲仔食品：业绩符合预期，利润亮眼增长

聚焦核心产品，收入持续增长。公司 2024Q1 收入同比增长 23.6%，保持较快增长，估计春节旺季销售表现较好，三月进入淡季，经销商消化库存，保持渠道良性。

产品端公司持续推进深海小鱼、鹌鹑蛋、豆干、魔芋等核心品类，其中重点新品鹌鹑蛋产品估计旺季销售表现较好。渠道端公司持续布局营销网络和终端陈列，通过丰富产品矩阵开拓经销商。

成本回落，毛利率保持较好水平。公司2024Q1毛利率达30.0%，同比提升4.0pct，主因鳀鱼干、鹌鹑蛋、黄豆等原料价格有所回落，同时叠加公司收入增长，规模效应提升和供应链优化，2024Q1公司毛利率维持较好水平。费用端公司2024Q1销售费用率同比提升1.2pct，主因公司投入品牌广告和电商推广支出，2024Q1管理费用率同比持平，保持稳定。受益于基数较低和毛利率提升，公司2024Q1归母净利润同比增长87.7%，呈现高速增长。

品类扩张，渠道精耕，成长稳健。公司作为辣味零食细分品类龙头，丰富产品规格包装，在深海小鱼、鹌鹑蛋、豆干、魔芋等品类中持续布局，扩展品类矩阵，公司对有服务能力的经销商提供更多支持，提升经销商铺货积极性，通过产品整组陈列等终端营销动作，带动公司产品销量快速增长，布局新兴渠道，实现亮眼增长。公司持续推进产能布局，新增产能已顺利投产，为公司未来增长保驾护航

投资建议：我们预计2024-2026年公司实现归母净利润3.2、4.0、4.9亿元，同比增长50.1%、26.5%、22.3%，维持“增持”评级。

4.19、东鹏饮料：开局势头强劲，新品表现突出

能量饮料维持快速增长，新品备货积极。(1) 2024Q1年能量饮料营收同比增30.1%，预计主因主力消费人群持续增长，3月以来公司推动鹏击行动，增加特通渠道扫码红包投入，加快市场动销。非能量饮料营收同比增257%，3月以来新品电解质水“补水啦”渠道备货、快速放量，当前势头良好，多喝多润等新品亦有贡献。(2) 分区域看，2024Q1广东/华东/华中/广西/西南/华北市场营收同比增9.4%/54.5%/48.1%/1.6%/69.1%/95.4%，以华东、西南、华中为代表的省外市场保持高速增长，成长市场渠道快速扩张，广东省内市场仍保持个位数增长。

净利率同比略降。2024Q1净利率同比-0.90pct，其中毛利率同比-0.76pct，主因较低毛利率的新品占比提升。销售、管理、研发、财务费用率同比+1.42、-0.30、-0.10、-1.06pct，销售费用率上升主因鹏击行动等营销活动投入有所增加，管理、研发等费用率稳中有降。

开局良好，库存较低，关注电解质水表现。2024Q1受益于南方天气转暖等有利条件及公司加大市场投入，能量饮料动销明显加快，渠道库存较低。重点关注新品电解质水表现，电解质水新开发白桃和荔枝两种新口味，3月以来渠道备货积极，动销势头良好，随着旺季到来，动销有望再上台阶，一季度打下较好基础，渠道完成全年目标信心强。电解质水萌生小单品潜质，同竞品形成错位竞争，电解质水赛道市场空间有望持续扩大。

投资建议：我们预计2024-2026年归母净利润25.64/31.29/35.42亿元，对应2024-2026年EPS6.41/7.82/8.86元，大单品全国化及渠道扩张仍在途中，新品萌生小单品潜质，维持“增持”评级。

4.20、嘉必优：开局形势良好，底部持续改善

2023年主业较快增长，2024Q1开局形势良好。2023年ARA营收同比+18.2%，主因新国标落地ARA添加量提升以及国际客户新增订单贡献；毛利率同比-4.4pct，

主因国内大客户部分产品降价及新产能切换交换影响。DHA 营收同比 23.1%，主因新国标带动 DHA 添加量提升，毛利率同比+4.1pct，主因人工成本明显下降；SA 营收同比-32.6%，主因儿童奶粉市场疲软影响。分区域来看，国内和国际市场营收分别同比+17.17%、-3.77%，国内市场主因新国标落地带动，国际市场因客户注册国内配方较慢影响。2024Q1 预计 ARA、DHA 实现快速增长，主因国际市场订单增长及部分新国标客户增长所致。

2024Q1 净利率同比改善。2024Q1 归母净利率同比+4.47pct；毛利率同比+2.13pct，主因产能利用率逐渐提高以及高毛利客户占比上升；销售、管理、研发、财务费用率同比-0.38、-4.18、+0.36、-2.35pct，因 2023 年股权激励未完成、未计提股份支付金额，管理费用率有所下降。投资净收益拖累净利率 2.09pct。

底部企稳、积极改善。虽然 2023 年面临产能切换、需求萎缩等难题导致新国标订单放量偏慢，但公司持续巩固生产优势，加快国际市场开拓力度，重仓合成生物领域研发。随着 2024 年龙年新生儿出生率有望改善，产能切换逐步推进，收入和利润有望迎来双丰收。

投资建议：我们预计 2024-2026 年归母净利润 1.15/1.50/1.91 亿元，对应 EPS 预测 0.68/0.89/1.14 元，产能有望逐步切换，新国标订单订单延后释放，维持“买入”评级。

表11：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价（元）	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
贵州茅台	买入	1705.0	70.60	83.21	97.21	24.2	20.5	17.5
五粮液	买入	150.4	8.88	10.13	11.38	16.9	14.8	13.2
泸州老窖	买入	186.1	11.18	13.60	16.28	16.6	13.7	11.4
洋河股份	增持	95.1	7.37	8.29	9.36	12.9	11.5	10.2
山西汾酒	买入	262.3	10.69	13.30	16.77	24.5	19.7	15.6
口子窖	增持	41.8	3.27	3.74	4.31	12.8	11.2	9.7
古井贡酒	增持	271.2	11.16	13.94	17.51	24.3	19.5	15.5
金徽酒	增持	22.0	0.79	1.03	1.32	27.8	21.3	16.6
水井坊	增持	45.1	3.20	3.85		14.1	11.7	
伊利股份	买入	28.6	2.04	1.94	2.16	14.0	14.7	13.2
新乳业	增持	10.0	0.65	0.78	0.96	15.3	12.8	10.4
双汇发展	增持	26.9	1.57	1.67	1.78	17.2	16.1	15.1
中炬高新	增持	29.5	1.02	1.24	1.57	28.9	23.8	18.8
涪陵榨菜	增持	14.2	0.81	0.90	1.00	17.5	15.8	14.2
海天味业	买入	39.3	1.12	1.28	1.47	35.1	30.7	26.7
恒顺醋业	增持	8.2	0.13	0.15	0.19	63.1	54.7	43.2
西麦食品	增持	13.9	0.62	0.74	0.88	22.5	18.8	15.8
桃李面包	买入	6.1	1.15			5.3		
嘉必优	买入	19.7	0.68	0.89	1.14	28.9	22.1	17.2
绝味食品	增持	20.3	1.07	1.25	1.42	19.0	16.2	14.3
煌上煌	增持	8.2	0.18	0.23	0.31	45.7	35.7	26.5
广州酒家	增持	18.3	1.17	1.38	1.58	15.6	13.3	11.6

甘源食品	买入	81.6	4.63	5.85	7.22	17.6	13.9	11.3
劲仔食品	增持	15.0	0.70	0.88	1.08	21.4	17.0	13.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2024 年 4 月 30 日）

5、风险提示

(1) 宏观经济波动风险：宏观经济环境直接影响居民收入水平和消费意愿，如果宏观经济下行，将影响白酒、大众品消费需求。

(2) 消费复苏进度低于预期风险：白酒、大众品终端表现随着整体消费复苏而回暖，如果消费复苏进度不及预期，将影响公司终端销售表现。

(3) 原材料价格波动风险：上游原材料价格直接影响产品成本，价格波动会导致公司盈利水平受到影响。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn