

食品饮料行业深度报告

大众品 2023 年报&2024 年一季报总结: 景气各异, 成本红利普遍

增持 (维持)

2024 年 05 月 09 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 罗頔影

执业证书: S0600523080002

luody@dwzq.com.cn

研究助理 周韵

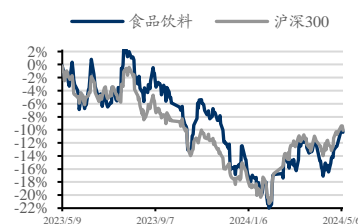
执业证书: S0600122080088

zhouyun@dwzq.com.cn

投资要点

- 休闲零食: 量贩景气度延续, 供应链企业受益持续突出。**
 - 1) 收入端:** 渠道变革红利延续, 零食量贩渠道+内容电商销售额保持高增, 积极拥抱全渠的企业已经获得先发优势且红利期较长。供应链型企业盐津铺子、三只松鼠积极调整拥抱新渠道后收入保持领先增速。产品型企业享受爆款红利, 新大单品鹤鹑蛋再添动能。
 - 2) 利润端:** 大部分原材料成本下行, 叠加规模效应显现, 盈利水平整体提升。2023 年底以来鹤鹑蛋、瓜子成本持续回落, 预期 2024 年劲仔、洽洽释放更大利润弹性。
- 乳制品: 营收承压盈利提升, 促销或加剧。**
 - 1) 收入端:** 需求疲软, 23Q4 以来收入承压。
 - 2) 毛利端:** 上游原奶供过于求, 23Q4 以来主产区生鲜乳均价同比降幅持续扩大, 成本红利强化, 叠加产品结构优化, 2023Q4 以来多数乳企毛利率提升。
 - 3) 毛销差:** 24Q1 竞争加剧、去库存压力较大导致主要乳企费率略有提升, 但理性竞争下毛销差普遍改善。
 - 4) 净利率:** 24Q1 主要乳企净利率改善显著, 其中龙头伊利股份 24Q1 因出售煤炭资产盈利能力改善, 领先行业。乳业存在促销加剧可能。
- 调味品: 成本改善释放盈利弹性, 精选改革红利/渠道扩张个股。**
 - 1) 收入端:** 受消费疲软、餐饮恢复不佳影响, 23Q4 基础调味品收入承压, 复调表现更优, 24Q1 春节拉动下基调加速增长。
 - 2) 毛利端:** 24Q1 调味品主要原材料价格边际改善, 成本红利释放推动板块毛利率提升。
 - 3) 毛销差:** 23Q4 以来多数调味品企业销售费用率维稳, 叠加成本红利释放, 24Q1 海天、中炬、天味毛销差同比提升, 其中中炬连续两个季度毛销差同比改善。
 - 4) 净利率:** 23Q4 复调净利率改善较基调更为显著, 伴随着大豆等原材料成本红利释放, 24Q1 海天、中炬等基础调味品净利率重回提升通道, 其中中炬受益于改革红利释放, 改善显著。
- 速冻食品: 总体承压, 龙头企业韧性更强。**
 - 1) 收入端:** 总体需求承压, 2024Q1 渠道、品类表现分化显现。渠道端, 大 B 客户降本增效需求提升, 小 B 端边际改善, C 端持续低迷。品类上, 调理制品需求和竞争格局好于米面制品, 龙头韧性更强, 烘焙类弱复苏。
 - 2) 利润端:** 原材料成本下行, 需求弱的品类成本红利或被费用侵蚀。原材料端, 油脂、肉类成本下行, 米面制品因竞争激烈, 成本红利将被竞争带来的费用投入侵蚀, 预期安井在 2024 年将显现更强韧性。
- 连锁业态: 需求疲软, 企业积极应对静待改善。**
 - 1) 收入端:** 连锁业态整体需求疲软, 单店承压。卤味可选消费比早餐刚需消费受损更显著。企业积极应对, 以提升店效为 2024 年首要目标, 静待需求改善。
 - 2) 利润端:** 需求承压下预期 2024 年为了提升店效公司会加大促销, 考虑到 23H2 以来鸭脖成本下降, 仍有部分利润弹性待放; 巴比食品保持稳健。
- 投资建议:** 我们认为, 完整 2024 食品饮料投资策略的主线是低估值优质确定性成长+高股息率标的, 辅线是经营改善标的, 需动态根据底层要素变化对确定性成长或高股息策略权重进行修正。近期伴随政治局会议召开, 地产供给收缩方向明确, 顺周期见底预期再次演绎, 白酒推荐泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、贵州茅台、五粮液等, 建议关注: 珍酒李渡、伊力特。大众品, 看好景气维持较好的: 青岛啤酒、重庆啤酒、盐津铺子、劲仔食品、天味食品; 低位企稳明确的: 安井食品、洽洽食品、中炬高新。建议关注: 三只松鼠、香飘飘。高股息推荐: 颐海国际、海底捞、养元饮品、承德露露。
- 风险提示:** 消费修复不及预期风险、行业竞争加剧风险、食品安全风险。

行业走势



相关研究

《白酒 2023 年报及 2024 年一季报总结: 需求韧性仍强, 个体分化加剧》

2024-05-07

《啤酒板块 2023 年报及 2024 一季报总结: 成本红利兑现, 重回报提分》

2024-05-07

内容目录

1. 休闲零食：量贩高景气，供应链企业红利期更长	5
2. 乳制品：营收承压盈利提升，促销或加剧	9
2.1. 行业回顾：需求疲软，板块盈利能力提升显著，部分乳企股东回报提升	9
2.2. 展望：盈利能力提升仍为板块主线，龙头价值属性凸显	12
3. 调味品：成本改善释放盈利弹性，精选改革红利/渠道扩张个股	13
3.1. 行业回顾：复调景气度好于基调，24Q1 成本改善释放盈利弹性	13
3.2. 展望：成本红利有望延续，精选改革红利/渠道扩张个股	15
4. 速冻食品：C 端低迷，龙头企业韧性更强	16
5. 连锁业态：需求疲软，企业积极应对静待改善	22
6. 投资建议	24
7. 风险提示	24

图表目录

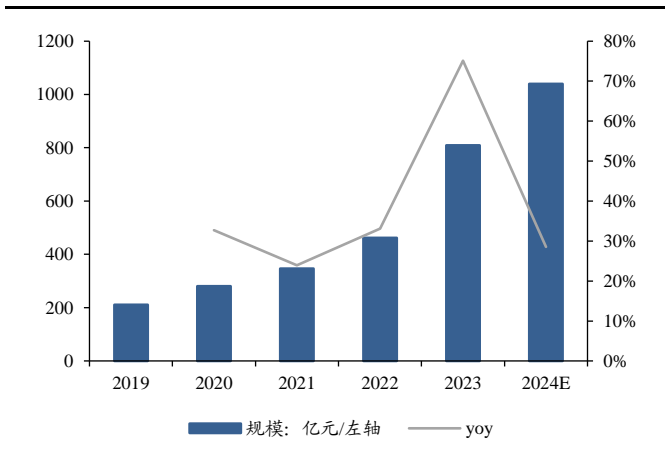
图 1:	2019-2024 年零食量贩行业市场规模及 yoy	5
图 2:	2022-2024Q1 抖音零食/坚果/特产月销售额 (单位: 亿元)	5
图 3:	2023 年各零售渠道份额和销售额增幅	5
图 4:	2022Q1-2024Q1 主要零食企业单季度收入增速 (单位: %)	6
图 5:	2022Q1-2024Q1 零食企业单季归母净利率 (单位: %)	7
图 6:	2022Q1-2024Q1 零食企业单季毛销差 (单位: %)	7
图 7:	2022Q1-2024Q1 零食企业单季毛利率 (单位: %)	7
图 8:	2022Q1-2024Q1 零食企业单季销售费用率 (单位: %)	7
图 9:	2022Q1-2024Q1 主要乳企单季度收入同比增速	9
图 10:	2021H1-2023H2 蒙牛乳业半年度收入及同比	9
图 11:	2020Q1-2024Q1 主产区生鲜乳均价及同比	10
图 12:	2022Q1-2024Q1 主要乳企单季度毛利率同比	10
图 13:	2022Q1-2024Q1 主要乳企单季度销售费用率同比	10
图 14:	2022Q1-2024Q1 主要乳企单季度毛销差同比	10
图 15:	2022Q1-2024Q1 主要乳企单季度管理费用率同比	11
图 16:	2022Q1-2024Q1 主要乳企单季度销售净利率同比	11
图 17:	2021-2023 年主要乳企派息比例提升	12
图 18:	2021.03-2024.03 乳制品月度产量及同比	12
图 19:	2022Q1-2024Q1 主要基础调味品单季度收入 yoy	13
图 20:	2022Q1-2024Q1 复合调味品单季度收入 yoy	13
图 21:	2022Q1-2024Q1 调味品主要原材料价格同比变化	14
图 22:	2023Q1-2024Q1 主要调味品单季度毛利率同比	14
图 23:	2022Q1-2024Q1 主要调味品单季度销售费用率	14
图 24:	2022Q1-2024Q1 主要调味品单季度毛销差同比 (pct)	14
图 25:	22Q1-24Q1 主要调味品单季度管理费用率同比 (pct)	15
图 26:	2022Q1-2024Q1 主要调味品单季度销售净利率同比	15
图 27:	2022.02-2024.03 我国餐饮社零当月同比	16
图 28:	中国社零餐饮收入及限额以上企业餐饮收入同比增速 (单位: %)	17
图 29:	百胜中国门店营收增速&餐厅利润率	17
图 30:	2022Q1-2024Q1 主要速冻企业单季度收入增速 (单位: %)	17
图 31:	2023-2024Q1 主要原材料价格同比变化	19
图 32:	2022Q1-2024Q1 速冻企业单季归母净利率 (单位: %)	19
图 33:	2022Q1-2024Q1 速冻企业单季毛销差 (单位: %)	19
图 34:	2022Q1-2024Q1 速冻企业单季毛利率 (单位: %)	20
图 35:	2022Q1-2024Q1 速冻企业单季销售费用率 (单位: %)	20
图 36:	2022Q1-2024Q1 主要连锁企业单季度收入增速 (单位: %)	22
图 37:	2020-2023 年主要连锁企业平均单店营收 (单位: 万元)	22
图 38:	2022Q1-2024Q1 连锁企业单季归母净利率 (单位: %)	23
图 39:	2022Q1-2024Q1 连锁企业单季毛销差 (单位: %)	23
图 40:	2022Q1-2024Q1 连锁企业单季毛利率 (单位: %)	23
图 41:	2022Q1-2024Q1 连锁企业单季销售费用率 (单位: %)	23

表 1: 千味央厨、宝立食品 2023 年&2024Q1 大 B 端收入增速及扣非净利率.....	18
表 2: 千味、安井、三全 2023 年&2024Q1 小 B 端收入增速.....	18
表 3: 速冻行业主要公司不同品类收入增速.....	18

1. 休闲零食：量贩高景气，供应链企业红利期更长

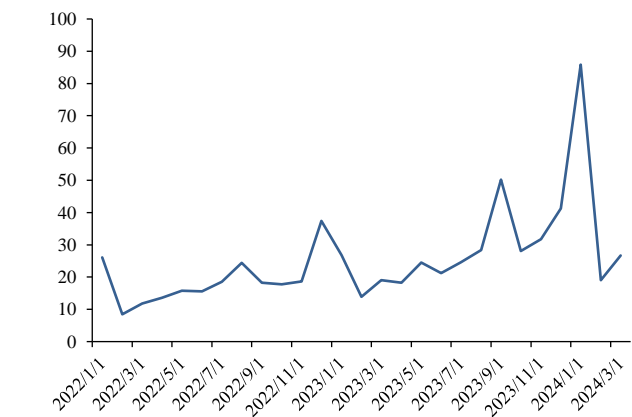
渠道变革红利延续，零食量贩渠道+内容电商销售额保持高增。消费分级趋势持续，“极致性价比”需求凸增，零食渠道变革先行，迎合新趋势的零食量贩、内容电商等渠道蓬勃发展。1) 零食量贩渠道：以高效供应链支撑高周转，2023年在资本加持下加速前进。根据艾媒咨询数据，截至2023年底零食量贩品牌门店数量已突破2.2万家，市场规模809亿元；2) 内容电商渠道：以抖快为代表的 content 电商平台销售额快速增长，根据尼尔森数据，2023年中国快消品零售市场全渠道整体销售额同比小幅下跌0.04%。但在线上渠道中，内容电商的销售额同比大增55.9%，占比提升至12%。根据Datayes!数据，2023年零食/坚果/特产品类在抖音渠道的销售额达到328亿元，同比+45%。抖音电商不断加大力度攻向以低价为主导的下沉市场。例如2022年上线的“9块9”特价频道；2023年5月推出的“超便宜的小店”；6月推出了“万人团”板块；10月内测“多单立减”等，2023年抖音平台GMV增幅超过80%。

图1：2019-2024年零食量贩行业市场规模及yoy



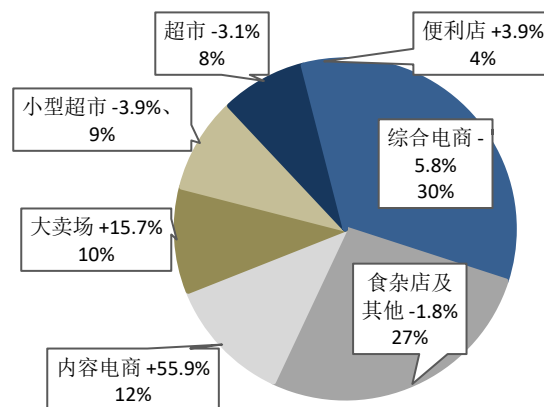
数据来源：艾媒咨询、东吴证券研究所

图2：2022-2024Q1 抖音零食/坚果/特产月销售额（单位：亿元）



数据来源：Datayes!、东吴证券研究所

图3：2023年各零售渠道份额和销售额增幅



数据来源：尼尔森、东吴证券研究所

24Q1 零食礼盒需求旺盛，行业延续高景气度。2024 年春节期间，人员流动创新高，“返乡+礼赠”需求攀升，高性价比的礼盒需求攀升。零食礼盒装整体价格下探，根据唯品会平台数据，如三只松鼠、良品铺子、百草味等知名品牌的坚果礼盒价格在今年下降趋势明显，在平台上，55 元以内的坚果礼盒产品数量大幅增长，多款畅销礼盒价格同比降幅超 10%。零食行业整体延续高景气度趋势，保持较快增速。

拥抱全渠道、积极转型的零食企业获得先发优势，红利期预期较长。1) **供应链/渠道型企业：**盐津铺子、三只松鼠作为零食中的渠道型企业，先后积极转型，拥抱渠道变革机遇，迎合“高性价比”趋势，向全渠道转型。盐津铺子自 2021 年转型升级以来，2022Q2 收入端开始显现较强势能；2022 年底三只松鼠提出“高端性价比”战略，积极布局抖音渠道，辣卤礼包、鹤鹑蛋、沙琪玛、鳕鱼肠等多款新品位列抖音对应类目 TOP1。三只松鼠与盐津在 2023H2-2024Q1 保持领先的收入增速，势能强劲。2) **产品型企业：**产品型企业以强势大单品布局全渠道，享受行业渠道变革红利，同时有新大单品的企业再添动力，保持较强势能。甘源食品在零食量贩渠道月销持续爬坡带动收入快速增长，但电商渠道 2023 年收入增速略低于预期；劲仔食品以大包装规格产品布局现代渠道、零食渠道同步放量，尤其鹤鹑蛋明星大单品持续放量驱动公司收入快速增长，2024Q1 增速环比放缓考虑主因电商渠道拖累整体收入增长。洽洽食品瓜子大单品因需求疲软使得收入端整体承压，零食量贩渠道布局边际贡献略显疲弱。

综合看：我们认为零食行业中短期仍在演绎高性价比趋势下的渠道变革红利，品牌战略重塑进行时，积极拥抱全渠道的企业将获得更长红利期。

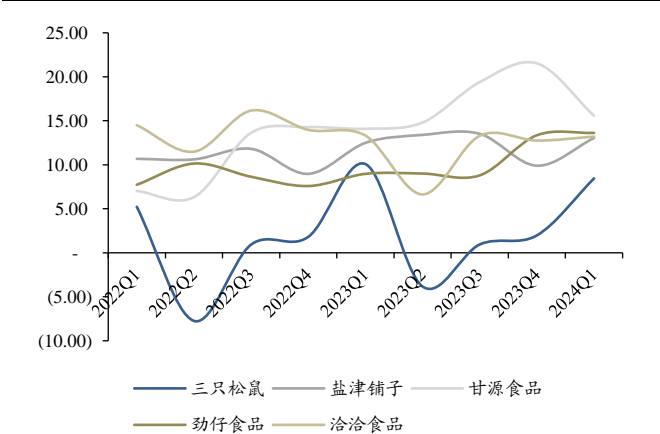
图4：2022Q1-2024Q1 主要零食企业单季度收入增速（单位：%）

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	23Q4+24Q1
渠道型	三只松鼠	-15.9	-35.5	-32.6	-27.4	-38.5	-3.1	38.6	29.2	91.8	60.0
	盐津铺子	-2.9	34.6	34.7	41.3	55.4	57.6	46.2	20.2	37.0	28.5
产品型	甘源食品	-5.2	42.7	13.9	9.9	22.2	48.1	37.3	10.9	49.8	28.3
	劲仔食品	15.5	45.6	40.1	25.4	68.4	35.2	45.9	26.5	23.6	25.1
	洽洽食品	3.9	24.4	13.6	18.9	-6.7	8.3	5.1	-6.9	36.4	8.2

数据来源：Wind、东吴证券研究所

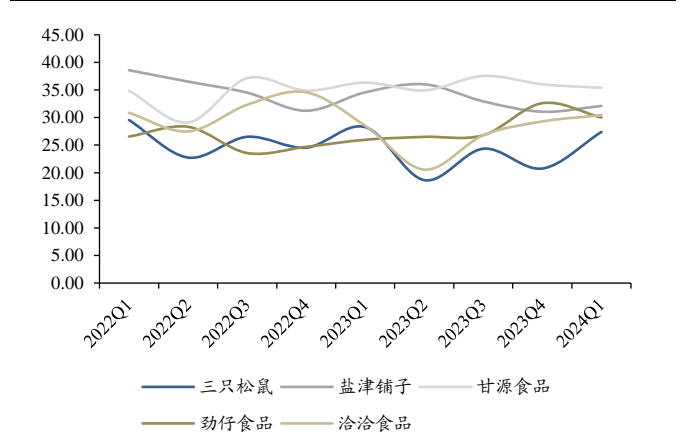
原材料成本低位，成本红利显现，盈利水平整体提升。2023 年零食行业大部分原材料成本下行，如油脂类、夏威夷果等价格同比 2022 年大幅下降；2023 年底以来，鹤鹑蛋、瓜子成本高点回落；整体看，除洽洽食品 2023 年因瓜子成本较高导致全年利润率承压外，其余企业需求良好叠加规模效应，利润弹性释放。三只松鼠企业向上游延展布局供应链，利润率进入上升通道。洽洽的利润率自 2023Q3 也已环比改善。2024 年，我们预期劲仔食品、洽洽食品将释放更大利润弹性。

图5: 2022Q1-2024Q1 零食企业单季归母净利率 (单位: %)



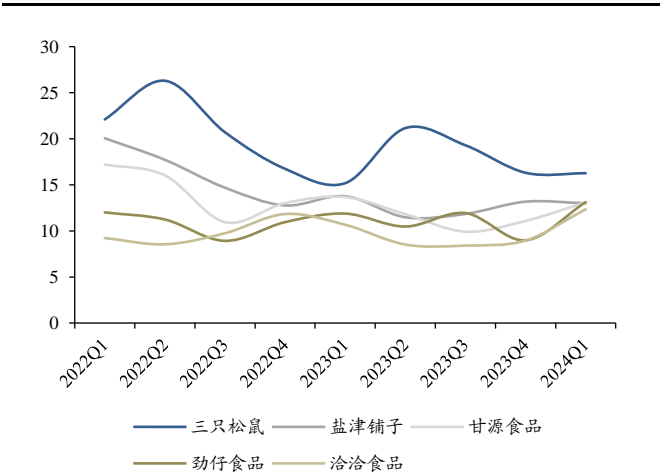
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图6: 2022Q1-2024Q1 零食企业单季毛销差 (单位: %)



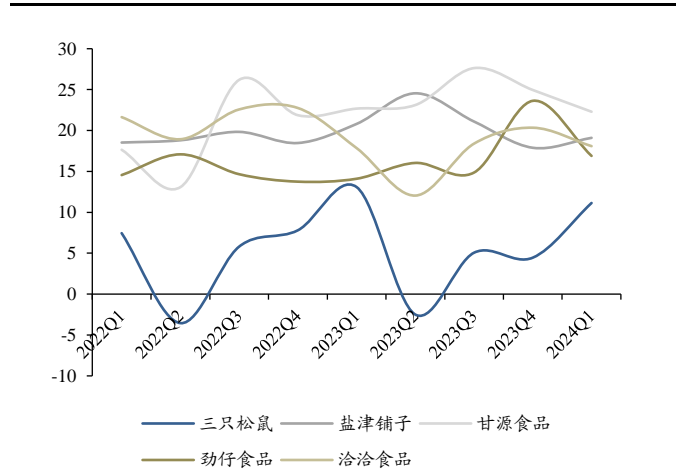
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图7: 2022Q1-2024Q1 零食企业单季毛利率 (单位: %)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图8: 2022Q1-2024Q1 零食企业单季销售费用率 (单位: %)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

盐津铺子: 2024Q1 开门红, 势头未减。公司 2023 年实现营收 41.15 亿元, 同比+42.22%; 归母净利润 5.06 亿元, 同比+67.76%; 扣非净利润 4.76 亿元, 同比+72.84%。2024Q1 实现营收 12.23 亿元, 同比增长 37.00%; 归母净利润 1.6 亿元, 同比增长 43.11%; 扣非净利润 1.38 亿元, 同比增长 40.09%。收入端: 零食量贩、电商渠道高速增长带动业绩亮眼表现。除零食量贩渠道保持开店外, 盐津与零食很忙集团达成战略合作, 24Q1 在赵一鸣导入 sku 数已从十余个提升至接近 40 个, 今年还将合作更多新品。电商渠道上, 24Q1 年货节礼盒装旺盛需求, 同时公司针对传统阿里京东系货架电商、拼多多和抖快社交电商制定了不同方针, 预期在保障盈利的前提下推动全细分渠道快速增长。我们认为公司魔芋、鹤鹑蛋等核心大单品全渠道声量持续增加, 全渠道多品类的发展战略进一步深化。利润端: 公司向上游布局供应链+生产效率提升, 盈利能力进入稳健提升

通道。油脂等原材料价格回落+深耕供应链+生产自动化提升共同作用，叠加高效的组织协同能力保障，公司各渠道都保持健康良好的盈利水平，带动整体盈利能力稳健提升。

三只松鼠：改革成效显著，业绩兑现进行时。公司 2023 年实现营收 71.15 亿元，同比-2.45%；归母净利润 2.20 亿元，同比+69.85%；扣非归母净利润 1.02 亿元，同比+148.72%。公司 2024Q1 实现营收 36.46 亿元，同增 91.83%；归母净利润 3.08 亿元，同增 60.80%；扣非净利润 2.63 亿元，同增 92.84%。收入端：“高端性价比”策略牵引，“抖+N”体系带动收入高增。公司在“高端性价比”的总战略下，借助抖音短视频平台，以内容化营销提升品牌势能，抖音迅速起量的同时，也带动全渠道收入的增长；同时，以“一品一链”支撑高端性价比策略，下移春节坚果礼盒价格带，顺应消费趋势，需求更旺。利润端：“一品一链”+“品销合一”支撑扣非净利率稳定。公司核心单品毛利率保持稳定，公司通过“品销合一”协同组织有效，精细化管理下，管理费用绝对额下降，费用率大幅下滑。

洽洽食品：坚果礼盒装需求旺，成本下行毛利率边际改善。2023 年全年公司实现营收 68.1 亿元，同比-1.1%；归母净利润 8.0 亿元，同比-17.8%；扣非净利润 7.1 亿元，同比-16.2%。2024Q1 实现营收 18.22 亿元，同比+36.39%；归母净利润 2.40 亿元，同比+35.15%；扣非净利润 2.21 亿元，同比+55.80%。收入端：外部需求疲软，同时公司 23Q3 主动控货，23Q4 春节错期致使瓜子收入承压，坚果全年延续增长。2024Q1 瓜子收入恢复增长，坚果表现亮眼，主因今年县乡市场坚果礼盒需求旺。利润端：2023 年全年瓜子原材料成本同比上涨拖累公司利润率表现，2023Q4 以来瓜子成本压力环节，毛利率边际改善。展望 2024 年，公司开展渠道精耕带动收入重回增长，利润率随瓜子成本下降持续修复。公司今年将全面开展渠道精耕战略，根据区域特点采用相应的模式，不断增加终端网点，最终实现掌控百万终端；同时加快推进三四线城市以及县域市场的开拓；匹配新场景，加快推进零食量贩渠道、会员店的拓展，持续推进 TO-B 渠道、餐饮渠道、社区团购等新渠道；线上业务在抖音以及新渠道不断突破；海外将持续聚焦东南亚市场深度发展，拓展海外线上渠道，越南市场不断提升，印尼市场重点突破。瓜子成本比去年 Q2 高点回落，预期利润率持续修复，同时公司持续加大葵花种子联合研发和推广合作、订单农业的推广合作、葵花籽的海外试种和坚果原料海外当季直采力度，保障产品力与利润稳定。

甘源食品：Q1 收入表现亮眼，改革深化成长延续。2023 年全年公司实现营收 18.48 亿元，同比+27.36%；归母净利润 3.29 亿元，同比+107.82%；扣非归母净利润 2.92 亿元，同比+96.76%。2024Q1 公司实现营收 5.86 亿元，同比+49.75%；归母净利润 0.91 亿元，同比+65.30%；扣非归母净利润 0.84 亿元，同比+68.54%。收入端：春节错期影响 23Q4 收入表现，23Q4+24Q1 收入同比增长接近 30%。2023Q4 收入降速考虑主因春节错期影响，公司 23Q4+24Q1 收入同比增长约 28%，仍保持较快增速。分渠道看，2023 全年，经销、电商模式营业收入分别同比+28%/29%。电商渠道增速低于 2023 年初预期，主因去年对于社交电商平台的切入不够充分，预期今年将持续优化电商团队专业水平；快速

补充运营力量。利润端：所得税率下降+原材料成本下降，盈利能力大幅提升。2023 年公司归母净利率提升较多主因原材料成本下降（夏果/棕榈油价格同比-31.6%/-23.6%）+规模效应体现费用率下降+萍乡工厂获得高新技术企业认证后所得税率下降。2024 年随着规模效应提升预期利润率能保持稳健。

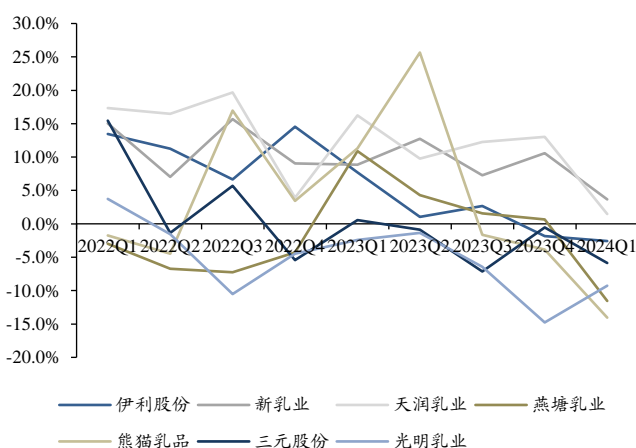
劲仔食品：鹤鹑蛋势能强劲，利润率提升至双位数水平。2023 年公司实现营收 20.7 亿元，同比+41.3%；归母净利润 2.1 亿元，同比+68.2%；扣非净利润 1.9 亿元，同比+64.5%。2024Q1 公司实现营收 5.4 亿元，同比+23.58%；归母净利润 7452 万元，同比+89.42%；扣非净利润 5840 万元，同比+77.45%。收入端：明星单品鹤鹑蛋首个完整年度收入突破 3 亿元，现代渠道开拓效果显著，电商渠道拖累 24Q1 收入增速。公司 Q2 将在线上渠道导入大包装鹤鹑蛋，同时推出更多产品组合，预期线上渠道将环比改善。利润端：鹤鹑等原材料成本年底以来下降，生产效率提升，叠加规模效应，利润率持续攀升至双位数水平。

2. 乳制品：营收承压盈利提升，促销或加剧

2.1. 行业回顾：需求疲软，板块盈利能力提升显著，部分乳企股东回报提升

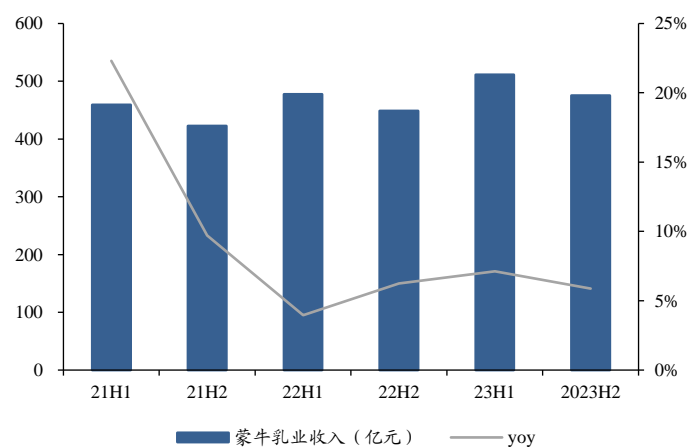
乳制品行业需求疲软，23Q4 以来乳企收入承压。受消费疲软、出生人口数低迷等因素影响，2023Q4 板块收入承压，主要乳企中新乳业、天润乳业 23Q4 收入端加速增长；蒙牛乳业 23H2 内生收入增速同样较 23H1 有所放缓。进入到 2024Q1，乳制品消费持续承压，乳企收入普遍低于预期，行业需求复苏节奏迟缓；龙头伊利受春节后主动去库存影响，收入端延续 23Q4 下滑态势；区域乳企中新乳业、天润乳业 2024Q1 收入端实现正增长，其他企业相对疲软。

图9：2022Q1-2024Q1 主要乳企单季度收入同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

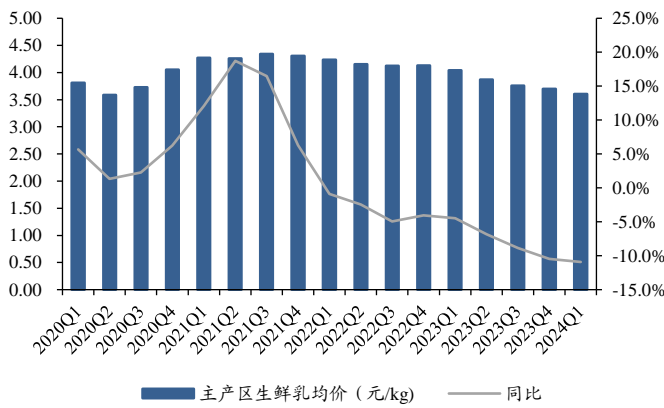
图10：2021H1-2023H2 蒙牛乳业半年度收入及同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

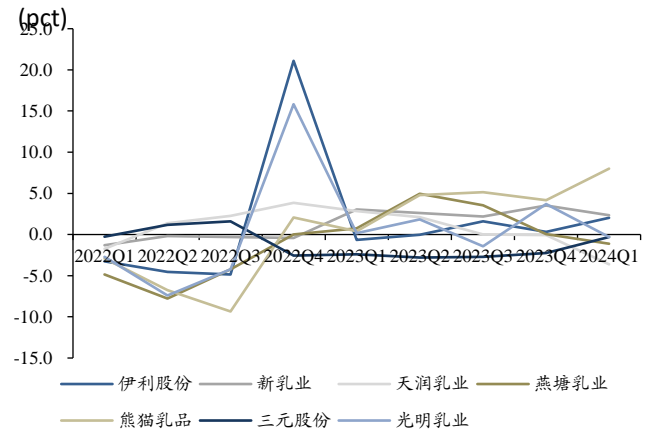
成本红利延续+产品结构升级，23Q4 以来多数乳企毛利率提升。成本端，消费疲软加剧上游原奶供过于求，2023Q4-2024Q1 我国主产区生鲜乳均价同比下降 10.4%/10.9%，同比降幅持续扩大，板块成本红利强化。产品结构方面，23 年伊利、蒙牛高端白奶收入增速均快于基础白奶，新乳业低温鲜奶同比增长双位数，表现同样好于其他品类，板块产品结构持续升级。成本红利叠加产品结构优化，2023Q4-2024Q1 多数乳企毛利率提升，其中伊利股份、新乳业、熊猫乳品毛利率连续两个季度同比改善，蒙牛乳业 2023H2 毛利率同比提升 1.9pct，提升幅度高于 23H1。

图 11: 2020Q1-2024Q1 主产区生鲜乳均价及同比



数据来源：农业农村部，东吴证券研究所

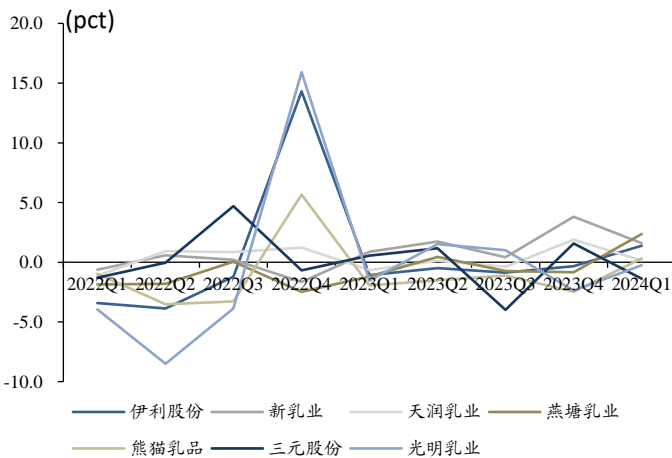
图 12: 2022Q1-2024Q1 主要乳企单季度毛利率同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

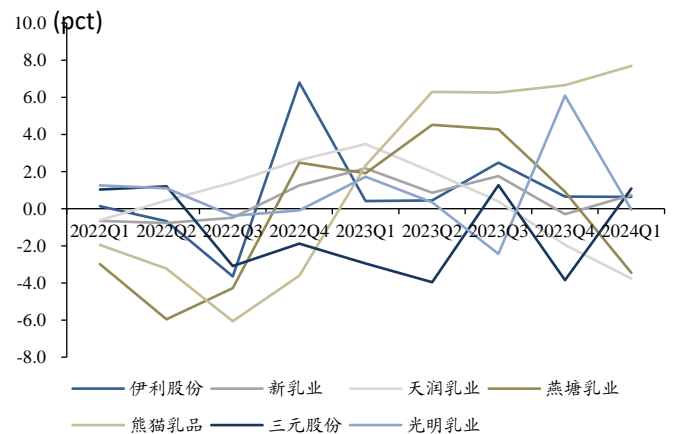
24Q1 主要乳企费率略有提升，但理性竞争下毛销差普遍改善。2023Q4 伊利股份、燕塘乳业、熊猫乳品、光明乳业等均坚持控费政策，销售费用率同比下降；进入到 24Q1，受需求疲软、行业供大于求、春节库存消化投入加大等因素影响，主要乳企销售费用率普遍提升，但竞争总体较为理性，24Q1 伊利、新乳业、熊猫乳品、三元股份毛销差同比提升，其中龙头伊利 2023Q3-2024Q1 连续两个季度毛销差同比改善。

图 13: 2022Q1-2024Q1 主要乳企单季度销售费用率同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

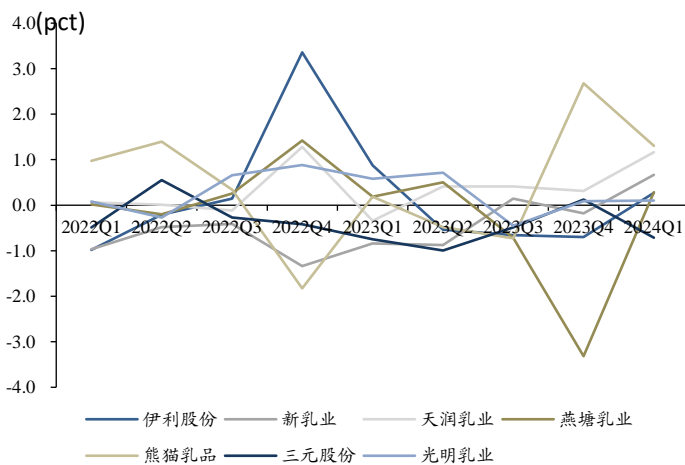
图 14: 2022Q1-2024Q1 主要乳企单季度毛销差同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

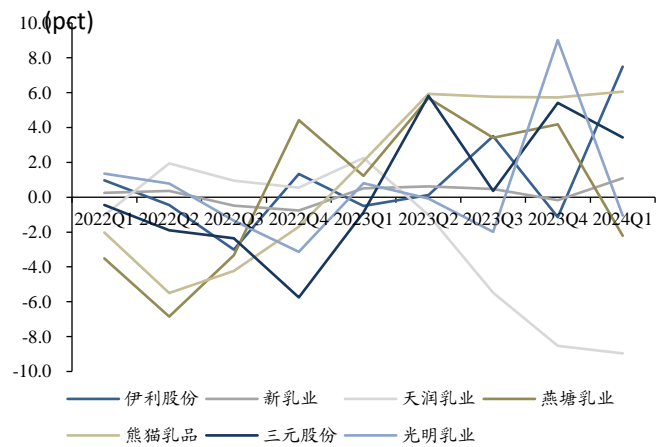
24Q1 板块盈利能力优化，龙头伊利净利率提升显著。受上游供大于求影响，23 年以来主要乳企非经常性损失均有所增加：伊利股份 23 年资产减值损失 15.3 亿元，其中因奶价下跌导致奶牛市价下降带来的生物资产减值计提 2.34 亿元，大包粉等存货减值计提 12.2 亿元；天润乳业 24Q1 营业外支出占收入比重同比+3.85pct，主因养殖压力较大导致公司加大无生产价值牛只淘汰力度；新乳业 23 年非流动性资产处置损失增加，主因处置经营不善的澳牛牧业+生物资产减值增加。非经常性损失难掩毛销差改善红利，主要乳企净利率改善显著，24Q1 伊利股份/新乳业/熊猫乳品/三元股份销售净利率分别同比+7.5/+1.1/+6.1/+3.4pct，其中龙头伊利股份 24Q1 因出售煤炭资产实现投资净收益 25.8 亿元，盈利能力改善领先行业。

图15: 2022Q1-2024Q1 主要乳企单季度管理费用率同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

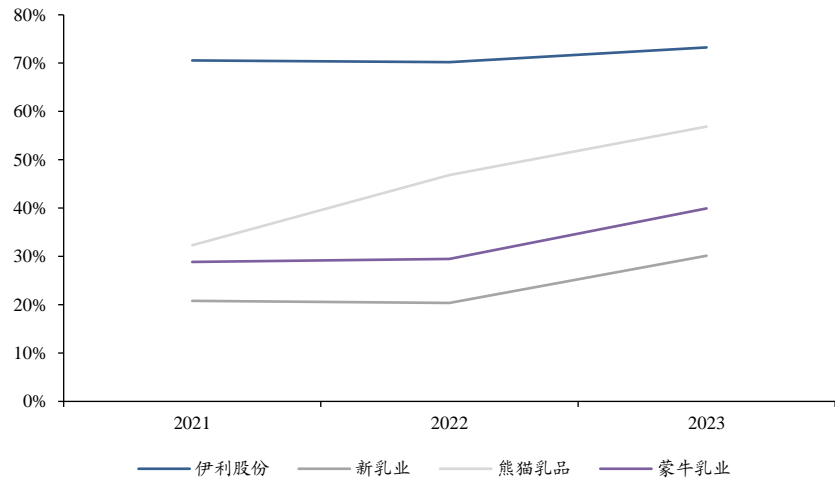
图16: 2022Q1-2024Q1 主要乳企单季度销售净利率同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

部分乳企股东回报提升，伊利推出注销回购彰显龙头风范。23 年以来行业收入承压但利润端表现较好，部分乳企加大股东回报力度，2023 年伊利股份、新乳业、熊猫乳品、蒙牛乳业等乳企派息比例均较 22 年有所提升。其中龙头伊利提升分红率的同时，公告拟以自有资金回购 10-20 亿元（占公告日总股本 0.38%-0.75%）用于注销，红利政策突出，彰显龙头风范。

图17: 2021-2023 年主要乳企派息比例提升

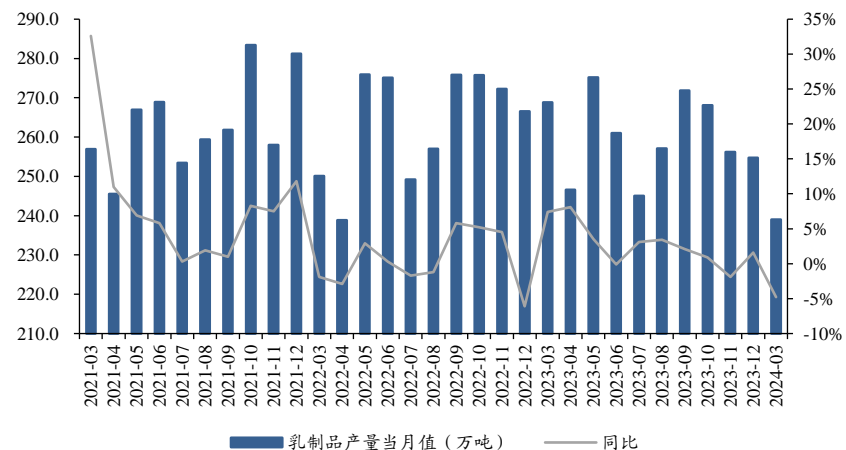


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 展望: 盈利能力提升仍为板块主线, 龙头价值属性凸显

24 年 4 月奶价继续下行, 板块成本红利有望延续, 关注盈利能力和股东回报提升。2024 年 3 月乳制品产量同比下滑 5%, 行业需求疲软导致上游生鲜乳价格持续下探, 2024 年 4 月主产区生鲜乳均价同比下滑 12%, 同比降幅较 24Q1 继续扩大, 板块成本红利有望延续, **盈利能力提升确定性和股东回报提升仍为板块未来投资主线, 推荐伊利股份、蒙牛乳业, 建议关注新乳业。**乳业存在风险是收入端表现不佳而成本下降, 促销加剧可能性存在。

图18: 2021.03-2024.03 乳制品月度产量及同比



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

伊利股份: 2024 年公司计划营业总收入 1300 亿元、同比+3%, 利润总额 147 亿元、同比+25.4%, 经营指引明确, 净利率提升显著。2023 年公司分红率提升到 73%, 同时公

公司公告拟以自有资金回购 10-20 亿元（占公告日总股本 0.38%-0.75%）用于注销，基于 23 年归母净利润和分红率 73% 测算，2024 年 4 月 30 日股价对应股息率 4.2%，未来随着回购逐步落地，股东回报有望持续提升。

蒙牛乳业：根据公司交流，我们预计 24 年收入端同比增长中低单，OPM 有望提升 30-50bp，经营目标稳健，盈利能力持续改善；23 年派息比例提升至 40%，股东政策持续优化。根据公司公告，自 2024 年 3 月 26 日起，卢敏放卸任公司总裁，高飞担任总裁及执行董事。高飞于 1999 年加入蒙牛，历任销售及营销部区域经理、中心经理、销售总经理、营销总经理等职务，2016 年起担任集团副总裁、常温事业部负责人，老蒙牛人接棒下公司有望进入发展新阶段。

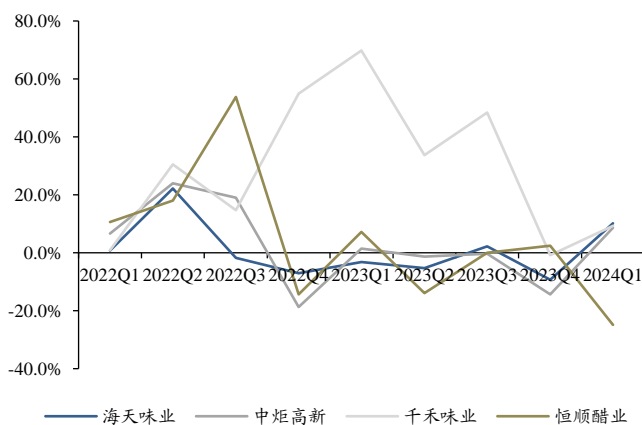
新乳业：根据公司交流，24 年公司将继续发力低温鲜奶和低温特色酸奶等核心品类，我们预计 24 年收入端稳健增长，成本红利+非经常性损益改善下，利润率有望较 23 年加速提升，利润弹性显著；23 年公司分红率提升到 30%，未来资本开支维稳下，我们预计公司股利政策具备可持续性。

3. 调味品：成本改善释放盈利弹性，精选改革红利/渠道扩张个股

3.1. 行业回顾：复调景气度好于基调，24Q1 成本改善释放盈利弹性

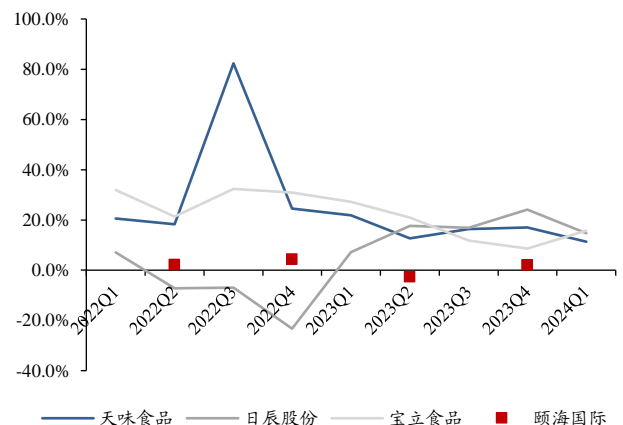
23Q4 以来复合调味品收入表现好于基础调味品，24Q1 需求总体稳健。受消费疲软、B 端餐饮需求恢复不佳影响，23Q4 主要基础调味品企业收入承压，24Q1 春节返乡需求拉动下海天、中炬、千禾收入端加速增长。受益于渗透率提升，复调企业收入端表现好于基础调味品，天味、宝立、日辰等复调企业 23Q4-24Q1 收入均稳健增长，颐海国际 23H2 收入同比增速转正，整体景气度较高。

图 19：2022Q1-2024Q1 主要基础调味品单季度收入 yoy



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 20：2022Q1-2024Q1 复合调味品单季度收入 yoy



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：颐海国际为半年度数据

24Q1 成本红利释放，多数调味品企业毛利率改善。2024Q1 调味品主要原材料中，大豆期货价/白糖期货价/玻璃期货价/PET 切片现货价分别同比-22%/+5.4%/+5%/-2.8%，其中大豆期货价同比降幅较 23Q4 扩大，白糖和玻璃期货价同比涨幅较 23Q4 收窄，行业成本红利释放。成本优化推动板块毛利率提升，24Q1 主要调味品企业毛利率均环比 23Q4 提升，其中海天、中炬、恒顺、天味毛利率同比改善，中炬高新受益于改革红利释放带来的供应链优化，24Q1 毛利率同比+5.6pct。

图21: 2022Q1-2024Q1 调味品主要原材料价格同比变化

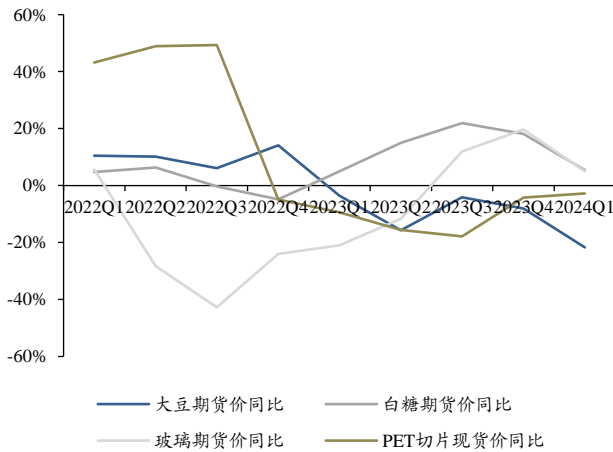
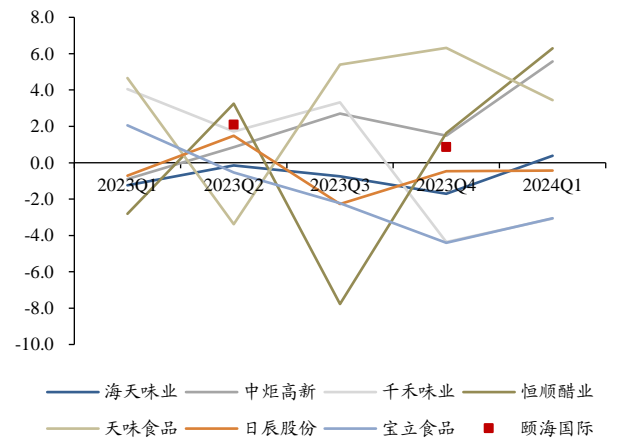


图22: 2023Q1-2024Q1 主要调味品单季度毛利率同比



数据来源: Wind, 郑州商品交易所, CBOT, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 颐海国际为半年度数据; 单位: pct

24Q1 多数调味品企业毛销差提升，中炬高新毛销差改善显著。2023Q4 以来调味品板块注重费效比，23Q4-24Q1 多数调味品企业销售费用率维稳。叠加成本红利释放，24Q1 海天、中炬、天味毛销差同比提升，其中中炬高新 23Q4-24Q1 连续两个季度毛销差同比优化，且 24Q1 毛销差同比+6.4pct，改善幅度领先行业。

图23: 2022Q1-2024Q1 主要调味品单季度销售费用率

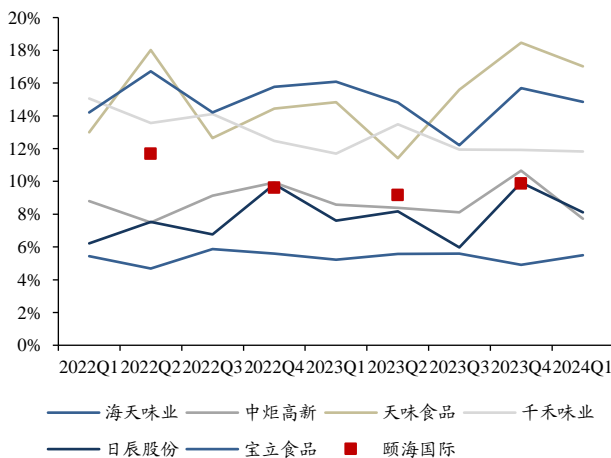
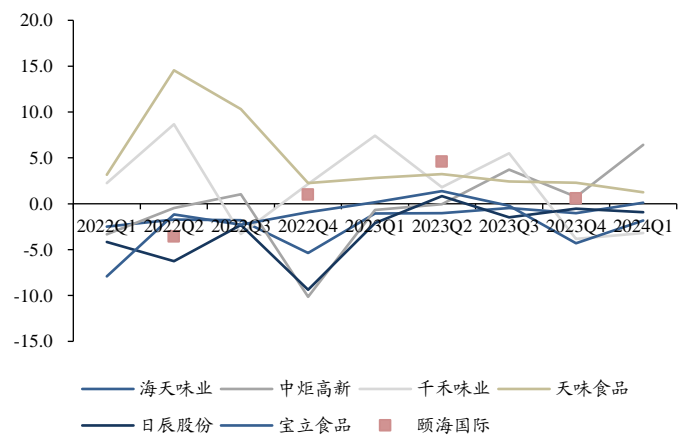


图24: 2022Q1-2024Q1 主要调味品单季度毛销差同比 (pct)

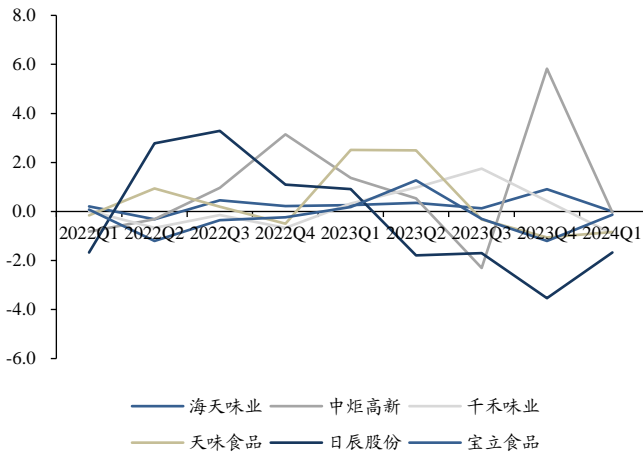


数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 颐海国际为半年度数据

数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 颐海国际为半年度数据

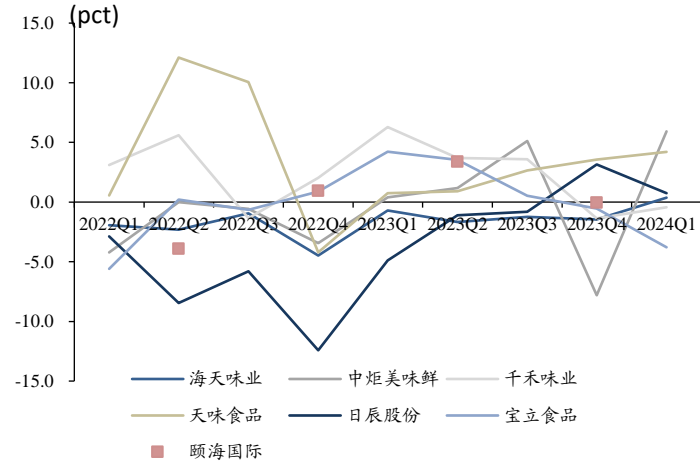
23Q4 复调盈利能力韧性强于基调，24Q1 板块整体盈利能力改善。由于 23Q4 基础调味品成本红利尚未释放，叠加海天味业、中炬高新等企业仍处于改革阵痛期，23Q4 基础调味品公司盈利能力承压，天味等复调企业净利率改善更为显著。进入到 24Q1，伴随着大豆等原材料成本红利释放，海天、中炬等基础调味品净利率重回提升通道，其中中炬受益于改革红利释放，24Q1 美味鲜销售净利率同比+5.9pct，盈利能力改善显著。

图25: 22Q1-24Q1 主要调味品单季度管理费用率同比 (pct)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 2022Q1-2024Q1 主要调味品单季度销售净利率同比

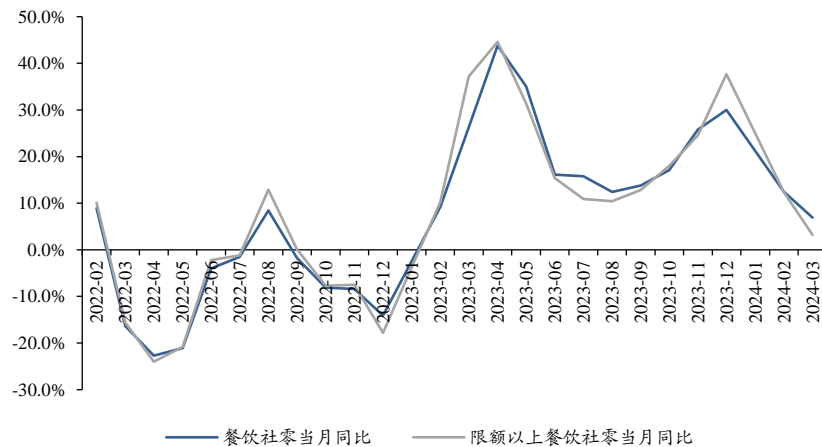


数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 颐海国际为半年度数据

3.2. 展望: 成本红利有望延续, 精选改革红利/渠道扩张个股

成本红利有望延续, 精选改革红利、渠道扩张个股。需求端, 2024 年 2-3 月我国餐饮社零当月同比分别+12.5%/+6.9%, 餐饮增速放缓下, 我们预计调味品 B 端需求修复仍需时间。成本端, 考虑到酱油产品酿造周期为 1-2 个季度, 且部分调味品企业对原材料进行阶段性锁价, 我们预计板块成本红利有望延续。在此背景下, **利润弹性释放确定性为调味品板块主要投资逻辑。**我们认为利润弹性释放主要有两条路径: 一方面, 需求端, 新渠道扩张有望带动个股收入端实现超预期增长, 从而实现利润稳健增长, **推荐千禾味业、天味食品**; 另一方面, 利润端, 改革红利释放后内部效率提升有望带动个股利润率改善超预期, **推荐中炬高新, 关注海天味业改革进展。**

图27: 2022.02-2024.03 我国餐饮社零当月同比



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

中炬高新: 24Q1 公司内部改革红利释放, 盈利能力改善超预期; 未来公司将在渠道变革、促销转型、产品升级、组织重塑、供应链优化、成本优化、研发创新、效率提升八大方面加快改革优化, 三年战略规划可期, 股权激励目标有望实现。

千禾味业: 23 年以来公司加速招募经销商, 外埠市场持续高增, 结构扰动+成本红利滞后致 24Q1 毛利率承压; 未来随着成本红利释放、持续开拓新流通渠道网点, 公司收入、利润有望加速增长。

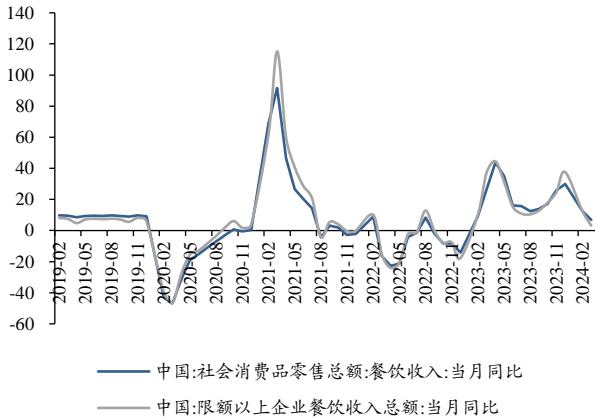
天味食品: 24Q1 需求疲软导致收入略低于预期, 成本优化+产品结构升级推动利润增长超预期; 未来随着公司小 B 端新渠道持续扩张、成本红利释放, 公司有望实现稳健增长。

海天味业: 23 年改革阵痛期公司业绩疲软, 24 年随着渠道库存恢复正常、渠道改革逐步进入尾声, 公司有望实现 24 年收入利润均双位数增长目标。

4. 速冻食品: C 端低迷, 龙头企业韧性更强

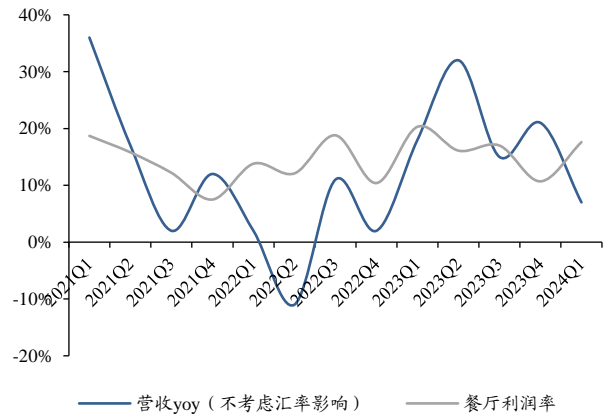
餐饮端弱复苏趋势持续, 大 B 端高基数下环比走弱。 2023 年社零餐饮收入在低基数下逐步修复。1) 大 B 端: 由于在二线城市店铺较多, 2023 年的恢复弹性更大。百胜中国作为行业领头羊, 应对能力强, 2023 年在收入、利润端保持领先, 2023 年百胜中国实现总收入 109.8 亿美元, 同比增长 21% (不考虑汇率变动影响), 增速远超行业; 经调整经营利润达到 11 亿美元, 同比增长 87% (不考虑汇率变动影响); 净增门店 1697 家, 总门店数达到 14644 家。分季度看, 2023Q3 开始, 百胜中国收入降速, 餐厅利润率有承压。大 B 在 2023 年高基数+疲弱需求背景下, 边际承压。2) 小 B 端: 仍处于缓慢恢复过程中。3) C 端: 整体疲软, 多渠道相互分流, 速冻食品主要依赖于有冰柜的终端网点, 商超渠道人流大幅下滑, 整体承压。

图28: 中国社零餐饮收入及限额以上企业餐饮收入同比增速 (单位: %)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图29: 百胜中国门店营收增速&餐厅利润率



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

2023年Q1-3大B端强复苏带动供应链企业快速增长,2023Q4需求不振整体承压,大B客户降本增效需求提升,2024Q1小B端边际好转。 餐饮端尤其是大B需求在前三季度的低基数下快速反弹。千味央厨、立高食品前三季度大B端保持较快增速;小B整体稳健,安井前三季度收入端整体稳健;C端受商超人流下滑影响,需求不振,三全收入承压。2023Q4进入旺季后,因暖冬、春节错期等影响呈现旺季不旺的特点,板块收入端整体承压,除千味央厨跟随大B客户收入增速保持外,其余公司收入均大幅降速。2024Q1后整体小B端边际好转,安井、立高、三全收入增速有一定回升,但大B端因高基数承压,供应链企业边际转弱,千味央厨2024Q1收入增速回落至个位数。

图30: 2022Q1-2024Q1主要速冻企业单季度收入增速 (单位: %)

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	23Q4+24Q1
安井食品	24.2	46.1	30.8	26.8	36.4	26.1	17.2	-6.3	17.7	4.3
千味央厨	20.2	18.0	19.2	18.8	23.2	40.4	25.0	25.0	8.0	16.8
三全食品	0.5	13.0	5.1	12.6	1.3	0.3	3.0	-21.8	-5.0	-12.9
立高食品	8.8	3.1	2.5	0.4	26.2	21.3	30.1	6.7	15.3	10.8

数据来源: Wind、东吴证券研究所

渠道分化: 大B端边际变弱,小B稳健弱复苏。 2024Q1大B供应链企业显现压力,千味和宝立作为百胜供应链企业,千味在2024Q1的大B收入下滑,宝立虽然收入端维持较快速度增长,但是2023年和2024Q1利润率均有明显下滑,考虑主系公司为了保证大B客户的份额与收入,主动牺牲部分利润率导致。小B端维持稳健的弱复苏趋势,千味央厨、安井、三全的小B增速均保持双位数增长。

表1: 千味央厨、宝立食品 2023 年&2024Q1 大 B 端收入增速及扣非净利率

	大 B 收入增速		公司扣非净利率	
	2023 年	2024Q1	2023 年	2024Q1
千味央厨	+50%	-15%	6.46% (-0.01pct)	7.27% (+0.38pct)
宝立食品	+29%	~+30%	9.25% (-0.28pct) 其中 2B 业务扣非净利率下滑 1+pct 至 12.1%	8.39% (-2.05pct)

数据来源: 公司公告、公司调研、东吴证券研究所

表2: 千味、安井、三全 2023 年&2024Q1 小 B 端收入增速

	2023 年	2024Q1
千味央厨: 小 B	15.70%	10%
安井食品: 经销	22.60%	15.96%
三全食品: 小 B	17%+	11%+

数据来源: 公司公告、公司调研、东吴证券研究所

品类分化: 调理制品需求好于米面制品, 竞争格局更优龙头表现更强, 烘焙类弱复苏。 调理制品需求跟随小 B 复苏相对稳健, 米面制品因商超 C 端人流下滑等因素影响需求更为疲软。同时从竞争格局看, 安井作为调理制品领先的龙头企业, 在大体量下收入和利润端仍保持双位数增长, 尤其锁鲜装的快速增长带动公司产品结构优化, 收入、利润率均有不错表现; 米面制品思念、三全双寡头格局下, 在需求较弱的外部环境下, 价格战情况更为激烈。烘焙品类由于可选消费属性, 复苏进度相比餐饮小 B 更弱, 除立高 2023 年因为第一大商超客户复苏较好收入表现相对强劲外, 板块收入端整体也略显疲软。

表3: 速冻行业主要公司不同品类收入增速

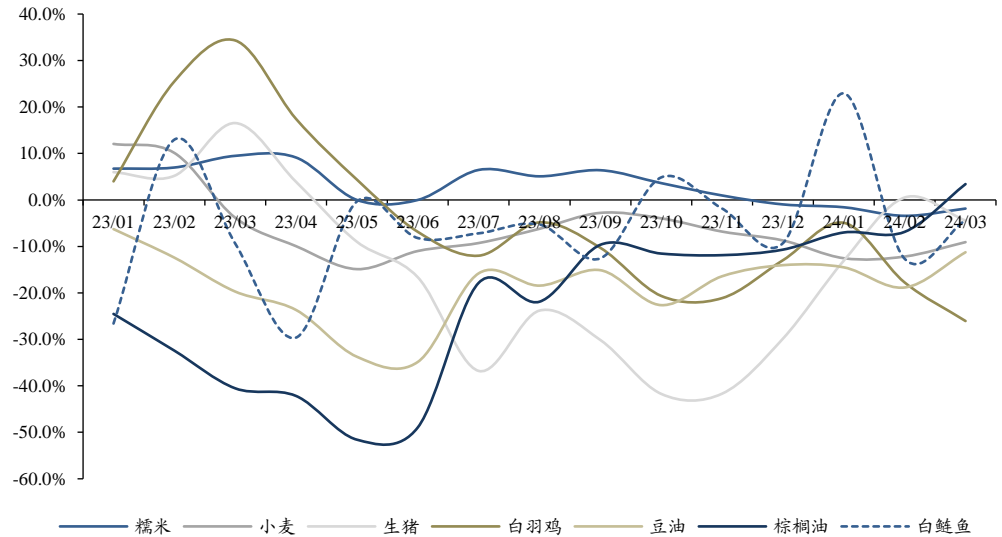
	调理制品 (火锅料)		米面制品		烘焙	
	2023 年	2024Q1	2023 年	2024Q1	2023 年	2024Q1
安井食品	11.2%	30.0%	5.4%	4.4%		
海欣食品	-0.5%		-48.4%			
惠发食品	20.6%	-18.3%				
三全食品	28.4%		-9.5%			
千味央厨: 整体			27.7%	8.0%		
立高食品: 整体					20.2%	15.3%
海融科技: 整体					10.0%	5.8%
南侨食品: 整体					7.7%	4.5%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

综合看: 我们认为餐饮供应链需求偏弱, 大 B 端边际承压, 向上游的压力开始显现; 商超 C 端竞争仍较激烈, 速冻火锅料竞争格局好于速冻米面制品, 应对更为积极的龙头企业显现出更强韧性。

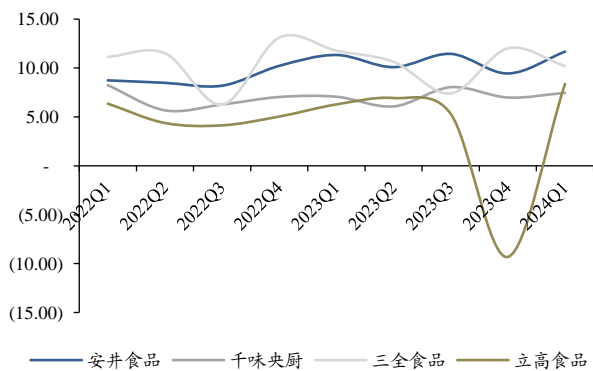
原材料成本下行，需求不好的品类成本红利被费用侵蚀。原材料端，油脂、肉类成本高位持续回落，成本压力改善显著。安井归母净利率持续提升，三全、立高因外部需求疲软，尤其米面制品竞争激烈，成本红利被竞争带来的费用投入侵蚀，千味央厨保持相对稳健。综合看，我们认为安井仍将在 2024 年有更稳定的利润率水平。

图31: 2023-2024Q1 主要原材料价格同比变化



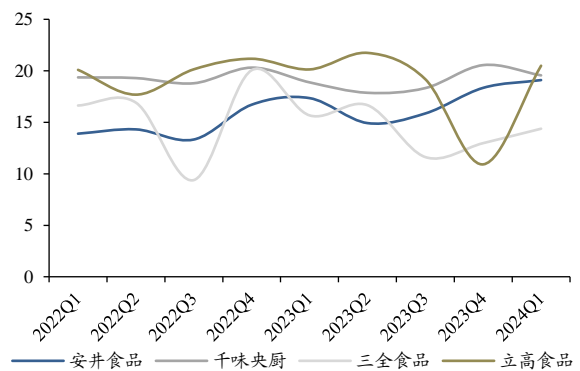
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图32: 2022Q1-2024Q1 速冻企业单季归母净利率(单位: %)



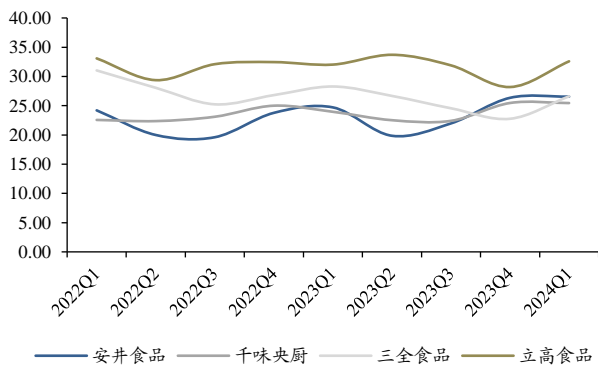
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图33: 2022Q1-2024Q1 速冻企业单季毛销差(单位: %)



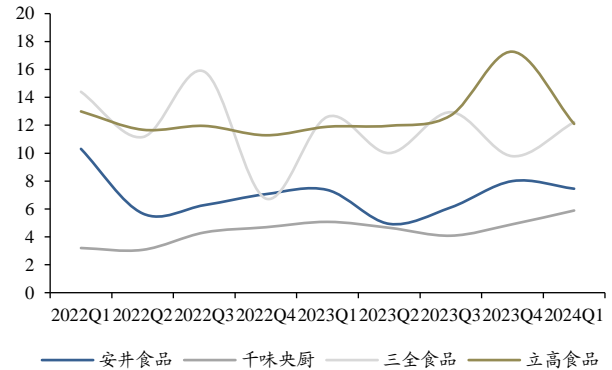
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图34: 2022Q1-2024Q1 速冻企业单季毛利率(单位: %)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图35: 2022Q1-2024Q1 速冻企业单季销售费用率(单位: %)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

安井食品: 需求边际改善, 净利率再创新高。2023 年公司实现营业收入 140.45 亿元, 同比增长 15.29%; 实现归母净利润 14.78 亿元, 同比增长 34.24%; 扣非净利润 13.65 亿元, 同比增长 36.80%。2024Q1 公司实现营业收入 37.55 亿元, 同比+17.67%; 实现归母净利润 4.38 亿元, 同比+21.24%; 实现扣非净利润 4.20 亿元, 同比+21.56%。收入端: 火锅料劈风斩浪创佳绩, 24Q1 需求边际改善显著。公司 2023Q4 收入同比-6.3%, 2024Q1 收入同比+17.7%, 需求端边际改善显著。火锅料制品比面米制品表现更积极, 主因面米制品外部竞争激烈, 2023 年以来持续承压; 火锅料增长快于行业, 我们认为这主因: 1) 公司在火锅料龙头地位确立, 且与竞争对手差距拉大, 因此受竞争影响弱于面米制品; 2) 锁鲜装、丸之尊等新品带动产品结构优化、吨价提升。利润端: 主业净利率再创新高, 小龙虾价格低迷拖累整体盈利水平。2023 年公司实现归母净利率 10.52%, 同比+1.49pct; 扣非净利率 9.72%, 同比+1.53pct, 盈利水平持续提升, 考虑到新柳伍 2023 年度未完成承诺的业绩发生 3,609.29 万元商誉减值对利润有一定影响, 预期公司主业利润率表现更为积极。2024 Q1 公司实现归母净利率 11.68%, 同比+0.34pct; 扣非净利率 11.18%, 同比+0.36pct。单季度归母净利率再创新高, 考虑到新柳伍、新宏业龙虾业务因价格走低, 对收入、利润影响较显著, 同时计提存货减值拖累集团公司盈利水平, 预期公司主业净利率更高。

千味央厨: 大 B 端短期承压, 期待收入加速增长。2023 年公司实现营收 19.01 亿元, 同比+27.69%; 归母净利润 1.34 亿元, 同比+31.43%; 扣非净利润 1.23 亿元, 同比+27.19%。2024Q1 公司实现营收 4.63 亿元, 同比+8.04%; 归母净利润 0.35 亿元, 同比+14.16%; 扣非净利润 0.34 亿元, 同比 14.05%。收入端: 大 B 端收入增速更快, 第一大客户收入实现 68%增长, 低基数+百胜 2023 年快速恢复带动收入高增。2024Q1 小 B/大 B 增速分别约为+15%/-10%, 大 B 短期承压主因第一大客户同比双位数下滑, 短期承压考虑主因: 1) 下游大客户 Q1 同店有一定承压; 2) 第一大客户分散供应商、降本增效

需求提升，竞争加剧对公司已有单品有一定挤压；3）部分单品因去年 Q1 做促销高基数影响，今年同期下滑。利润端：Q1 收入疲软、盈利能力提升，预期后续将更积极应对竞争。24Q1 外部环境复杂、竞争激烈，公司维护利润率而收入端略显疲软，预期后续公司将更积极调整应对，平衡利润与收入，保障利润率稳定的同时，收入加速增长。

三全食品：C 端米面竞争激烈，大 B 开拓进展顺利。2023 年全年公司实现营收 70.56 亿元，同比-5.09%；归母净利润 7.49 亿元，同比-6.55%；扣非净利润 6.46 亿元，同比-8.95%。2024Q1 公司实现营收 22.54 亿元，同比-5.01%；归母净利润 2.30 亿元，同比-17.76%；扣非净利润 1.97 亿元，同比-18.04%。收入端：C 端米面竞争激烈，收入承压。2023 年速冻面米制品收入下滑接近 10%，分 B、C 端看，零售市场、餐饮市场分别实现收入 56.3/14.3 亿元，同比-8.8%/+17.9%。去年下半年以来米面 C 端竞争激烈，尤其直营商超受冲击较大，23Q4 商超端下滑超过 30%，饺子受价格战影响，汤圆受春节错期影响，收入承压明显。2024Q1 环比略有好转，C 端仍弱于 B 端。2024Q1 公司直营商超流量回升，下滑 10%左右；经销 C 端，同比下滑 10%左右；B 端全面增长，小 B 同比 11%+，大 B 同比 80%+，情况略有回升。利润端：被动竞争冲击利润率，2024 预期应对更精准、更积极。2023 年公司重在对净利率的管控，在外部激烈竞争环境下，毛利率下降，主因货折促销+高毛利产品饺子汤圆收入占比降低导致。预期公司将在 2024 年更积极、精准地主动参与竞争，使收入重回增长。

立高食品：奶油延续放量，Q1 利润率大幅修复。2023 年全年公司实现营收 34.99 亿元，同比+20.22%；归母净利润 0.73 亿元，同比-49.21%；扣非净利润 1.22 亿元，同比-14.95%。2024Q1 公司实现营收 9.16 亿元，同比+15.31%；归母净利润 0.77 亿元，同比+53.96%；扣非净利润 0.68 亿元，同比+40.29%。收入端：稀奶油放量带动流通渠道收入增长，餐饮渠道延续高增。稀奶油大单品放量，2023 年下半年实现 1.5 亿元收入，今年下半年新产线投产，我们预计将持续放量带动收入增长。分渠道看，2023 年流通渠道/商超渠道/餐饮渠道分别同比持平、增长约 50%、接近翻倍。2024Q1 流通渠道/商超渠道/餐饮渠道分别同比增长接近 25%/高个位数下降/同比增长超过 50%。其中流通渠道增速主要由奶油带动，商超下滑主要与去年高基数及上新节奏相关。利润端：多重因素拖累 2023 年盈利水平，2024Q1 经营性净利率修复至高个位数。公司 2023 年毛利率下滑，费用率提升，利润率大幅下降，考虑多重内外因素导致：1）提前终止股权激励计划，一次性确认股份支付费用 5818 万元；2）公司经销商政策改变，扶持大商，Q4 计提较大幅度的返利；3）公司举办两届经销大会&参加烘焙展，业务推广费用增加 0.9pct；4）与大 B 客户开拓新品，磨合产线，计提资产减值较多。公司去年盈利水平下降主因外部需求疲软，且公司判断有误。公司今年将加强费用管控包括采购、运输物流、市场投放等环节，盈利水平有望大幅修复至高个位数。

5. 连锁业态：需求疲软，企业积极应对静待改善

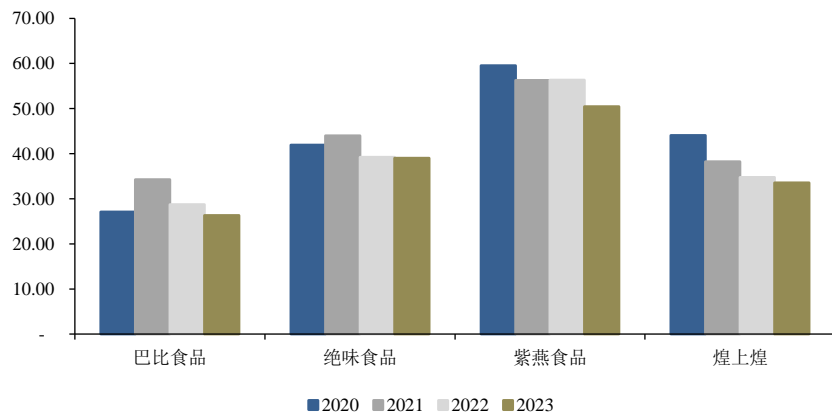
连锁业态整体需求疲软，单店承压。连锁业态需求端整体呈现疲态，叠加跨业态的竞争冲击，单店持续承压。分行业看，早餐属于刚需，收入端有一定恢复，巴比收入持续正增长，但肯德基麦当劳等推出的低价早餐套餐对连锁早餐业态有一定挤压，巴比单店收入持续下滑承压，今年将尝试通过增加外卖比例提升店效。卤味可选消费属性更强，绝味、紫燕、煌上煌收入端均显现较大压力，龙头绝味在 2023 年通过开店实现收入增长，其余企业收入端有不同程度的下滑，到 2024Q1 边际改善不明显，考虑零食量贩店等业态的蓬勃发展对卤味需求也有一定挤压，绝味等企业今年将放慢开店节奏，以提升店效为首要目标，静待改善。

图36：2022Q1-2024Q1 主要连锁企业单季度收入增速（单位：%）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	23Q4+24Q1
巴比食品	22.4	9.9	9.8	5.6	3.2	11.1	8.1	4.6	10.7	7.2
绝味食品	12.1	0.6	4.8	-11.7	8.0	13.9	8.3	8.5	-7.0	-0.0
紫燕食品	-	-	14.0	19.8	13.8	1.5	-2.9	-14.7	-8.0	-11.5
煌上煌	-10.6	-20.0	-17.2	-17.1	-5.6	-0.8	-0.4	1.2	-10.6	-5.9

数据来源：Wind、东吴证券研究所

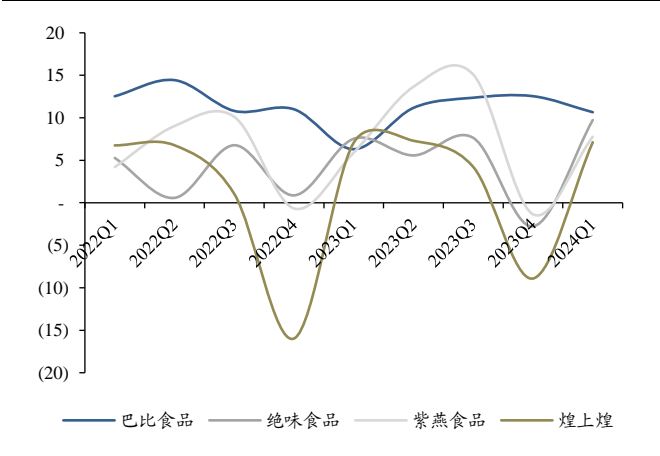
图37：2020-2023 年主要连锁企业平均单店营收（单位：万元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

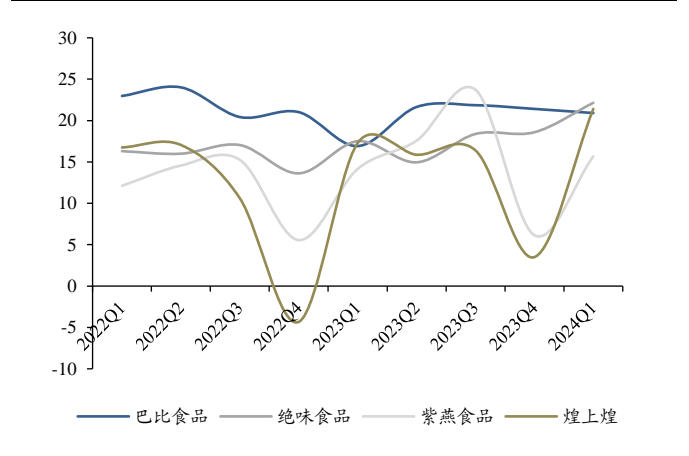
成本高位回落，需求不振加大促销，利润弹性待释放。2023 年鸭脖成本高位，2023Q2 鸭脖价格最高达到 28 元/kg，23Q3 开始逐步回落至 10 元/kg 左右，成本回落后毛利率逐步修复。由于需求疲软，年底关厂、关店等对利润端影响较大，预期 2024 年为了提升店效公司会加大促销，考虑到成本端下行，仍有部分利润弹性待释放。巴比主要原材料猪肉等成本低位，利润率保持稳健。

图38: 2022Q1-2024Q1 连锁企业单季归母净利率(单位: %)



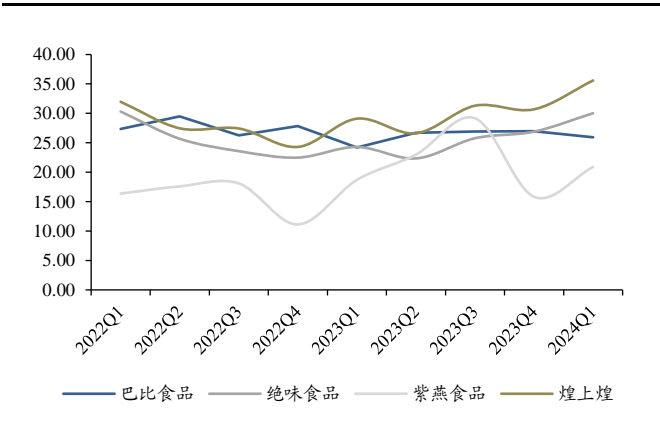
数据来源: Wind、东吴证券研究所
注: 巴比食品为扣非净利率

图39: 2022Q1-2024Q1 连锁企业单季毛销差(单位: %)



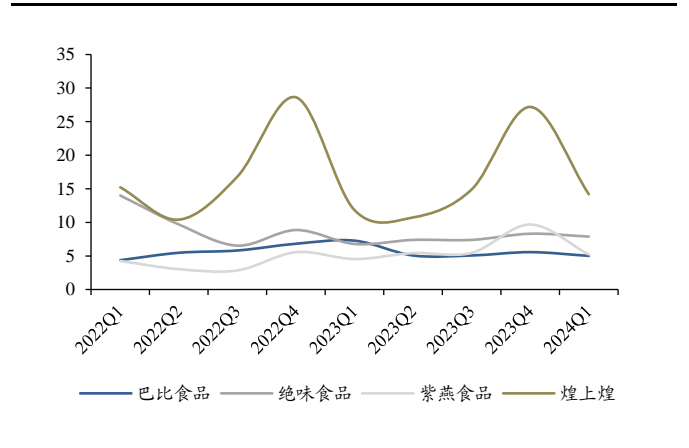
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图40: 2022Q1-2024Q1 连锁企业单季毛利率(单位: %)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图41: 2022Q1-2024Q1 连锁企业单季销售费用率(单位: %)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

绝味食品: 单店持续承压, 利润率边际改善。2023 年全年公司实现营收 72.61 亿元, 同比+9.64%; 归母净利润 3.44 亿元, 同比+46.63%;扣非净利润 4.01 亿元, 同比+54.51%。2024Q1 公司实现营收 16.95 亿元, 同比-7.04%; 归母净利润 1.65 亿元, 同比+20.02%;扣非净利润 1.56 亿元, 同比+15.66%。收入端: 外部需求不佳公司单店承压, 2023H2 关店调整门店。公司 2023 年全年净开店 874 家至 15950 家, 平均单店营收 37.18 万元, 同比-1.56%。其中 2023H1 净开店 1086 家, 下半年净关店 212 家, 主因外部需求不振, 公司调整优化低店效门店所致。从鲜货业务看, 公司全年实现销量同比-4.4%, 吨价同比+10.9%, 销量承压明显。2024Q1 公司单店收入持续承压, 公司今年将持续通过抖音促销等方式改善店效。利润端: 关厂计提资产减值损失+投资负收益导致 23Q4 亏损, 鸭脖成本下降 24Q1 利润率修复。公司 2023 年毛利率下降主因低毛利的供应链业务占比提

升导致，全年盈利水平下降幅度较大，尤其 23Q4 亏损主因：1) 年底公司关闭产能利用率较低工厂导致计提资产减值损失；2) 因餐饮需求弱，公司 Q4 对投资企业计提投资净收益-1.29 亿元。2024Q1 鸭脖成本下行带动公司盈利水平边际改善显著。

巴比食品：门店加快全国化布局，团餐业务环比改善。2023 全年公司实现营收 16.3 亿元，同比+6.9%；归母净利润 2.14 亿元，同比-4.0%；扣非归母净利润 1.78 亿元，同比-3.8%。2024Q1 公司实现营收 3.54 亿元，同比+10.74%；归母净利润 0.4 亿元，同比-3.43%；扣非净利润 0.38 亿元，同比+87.07%。收入端：门店业务稳健增长，团餐 24Q1 加速。公司 2023 年加快全国化布局，新拓展湖南、安徽等区域，新区域新店处于爬坡期。截止 2023 年底，公司加盟门店数量达到 5043 家，比 2022 年末净增加 570 个门店，其中新开店 1319 家，节奏快于往年，Q2、Q3 分别开放了对湖南、安徽省区域的加盟。整体看华南地区新开店较多，单店仍处于爬坡期，单店营收承压。预期 2024Q2 完成“蒸全味”并表，巴比华东市场影响力再强化。团餐业务 24Q1 收入环比加速，预期外埠区域团餐业务加速增长贡献更大。利润端：猪肉等原材料成本下降，扣非净利率逐季提升。2023 年公司实现扣非净利率 10.9%，同比-1.2pct，主因 23Q1 南京工厂新投产处于产能爬坡期拖累，23Q1-Q4 扣非净利率逐季提升，分别为 6.3%/11.2%/12.4%/12.5%。2024Q1 盈利能力保持稳健。

6. 投资建议

我们认为，完整 2024 食品饮料投资策略的主线是低估值优质确定性成长+高股息率标的，辅线是经营改善标的，需动态根据底层要素变化对确定性成长或高股息策略权重进行修正。近期伴随政治局会议召开，地产供给收缩方向明确，顺周期见底预期再次演绎。白酒推荐泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、贵州茅台、五粮液等，建议关注：珍酒李渡、伊力特。大众品，看好景气维持较好的：青岛啤酒、重庆啤酒、盐津铺子、劲仔食品、天味食品；低位企稳明确的：安井食品、洽洽食品、中炬高新。建议关注：三只松鼠、香飘飘。高股息推荐：颐海国际、海底捞、养元饮品、承德露露。

7. 风险提示

消费修复不及预期风险：经济下行导致消费修复受阻，次高端及以上产品价格带上升以及扩容可能不及预期。

行业竞争加剧风险：一方面行业内竞争持续加剧推动食品企业持续出清，另一方面由于竞争加剧导致食品企业盈利能力不稳定。

食品安全风险：食品安全内部控制是公司的声誉基石，若出现食品安全事件，公司的业绩以及形象都会遭到严重打击。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>