

超配 (维持)

内部表现分化，关注边际改善

食品饮料行业 2023 年与 2024 年一季度业绩综述

2024 年 5 月 9 日

投资要点：

分析师：魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

分析师：黄冬祎

SAC 执业证书编号：

S0340523020001

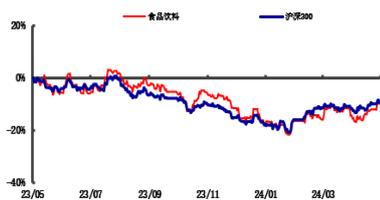
电话：0769-22119410

邮箱：

huangdongyi@dgzq.com.cn

- **食品饮料行业2023年业绩稳健增长，2024Q1归母净利润实现双位数增长。** 2023年SW食品饮料行业实现营业总收入10342.3亿元，同比增长6.9%；实现归母净利润2058.9亿元，同比增长16.9%。今年春节，居民走亲访友、外出旅游等意愿高涨，礼赠、宴席等消费场景向好，一定程度上带动了终端需求增加，行业2024Q1营收与归母净利润同比均实现了不同程度的增长。2024Q1，食品饮料行业实现营业总收入3129.1亿元，同比增长6.7%；实现归母净利润812.7亿元，同比增长16.0%。
- **投资策略：维持对行业的超配评级。白酒板块：**从白酒企业公布的业绩数据来看，内部表现呈现分化。高端白酒确定性高，业绩稳健增长。次高端白酒商务宴席弱复苏，业绩表现分化。区域白酒受送礼、送亲访友、宴席等因素催化，业绩表现较好。二季度是白酒的消费淡季，酒企以控货挺价为主，后续需持续跟踪动销、库存等指标，长期需要进一步结合经济复苏进度等情况进行判断。标的方面，建议关注确定性强的高端白酒贵州茅台（600519）、五粮液（000858）与泸州老窖（000568）；次高端与区域白酒可以关注动销和库存表现较好的山西汾酒（600809）、古井贡酒（000596）等。**大众品板块：**大众品板块业绩表现延续分化态势。业绩具备确定性、存在边际改善预期、高性价比的板块可重点关注。啤酒板块关注旺季低基数下销量或回暖、成本下行等边际改善机会。调味品板块今年一季度业绩有所改善，可以重点关注餐饮消费力修复、成本等边际改善预期。乳品龙头动销良性，生鲜乳成本压力趋缓，需持续关注后续需求。零食公司今年春节动销超预期，多数龙头一季度业绩表现亮眼，板块具备一定景气性，持续关注改革红利。标的方面，可重点关注青岛啤酒（600600）、海天味业（603288）、伊利股份（600887）、三只松鼠（300783）等。
- **风险提示：**原材料价格波动，产品提价不及预期，渠道开展不及预期，行业竞争加剧风险，食品安全风险等。

食品饮料（申万）指数走势



资料来源：东莞证券研究所，同花顺

相关报告

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自自己公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 食品饮料行业 2023 年与 2024Q1 业绩概述	4
1.1 行业 2023 年业绩稳健增长，2024Q1 归母净利润增速快于营收增速	4
1.2 行业内细分板块业绩表现分化	5
2. 白酒板块：业绩表现分化，高端白酒确定性强	6
2.1 白酒板块 2023 年稳健收官，2024Q1 业绩实现双位数增长	6
2.2 业绩分化，高端与部分区域品牌势能较强	7
2.3 白酒板块盈利能力同比提升	9
3. 啤酒板块：高端化持续推进，2024Q1 成本下行带动利润增长	12
3.1 啤酒板块 2023Q4 业绩承压，高基数下 2024Q1 营收下滑	12
3.2 2024Q1 成本下行带动盈利能力提升	14
4. 调味品板块：2024Q1 业绩改善，盈利能力同比提升	15
4.1 调味品板块 2024Q1 业绩改善	15
4.2 调味品板块 2024Q1 盈利能力提升	17
5. 乳品板块：需求弱复苏，成本压力趋缓	19
5.1 乳品板块需求弱复苏，利润增速快于营收	19
5.2 乳品板块盈利水平提高	21
6. 零食板块：2024Q1 业绩亮眼，红利持续释放	23
6.1 零食板块 2024Q1 业绩表现亮眼	23
6.2 零食公司盈利能力表现不一	25
7. 投资策略	27
8. 风险提示	28

插图目录

图 1：2019-2024Q1SW 食品饮料行业营业总收入与增速（亿元，%）	4
图 2：2019-2024Q1SW 食品饮料行业归母净利润与增速（亿元，%）	4
图 3：2023 年 SW 食品饮料行业细分板块营收增速（%）	5
图 4：2023 年 SW 食品饮料行业细分板块归母净利润增速（%）	5
图 5：2024Q1SW 食品饮料行业细分板块营收增速（%）	5
图 6：2024Q1SW 食品饮料行业细分板块归母净利润增速（%）	5
图 7：2019-2024Q1SW 白酒板块营业总收入与增速（亿元，%）	6
图 8：2019-2024Q1SW 白酒板块归母净利润与增速（亿元，%）	6
图 9：2023 年 SW 白酒细分板块营业总收入与增速（亿元，%）	7
图 10：2023 年 SW 白酒细分板块归母净利润与增速（亿元，%）	7
图 11：2024 年一季度 SW 白酒细分板块营业总收入与增速（亿元，%）	7
图 12：2024 年一季度 SW 白酒细分板块归母净利润与增速（亿元，%）	7
图 13：2019-2024Q1SW 白酒板块毛利率与净利率（%）	10
图 14：2019-2024Q1SW 白酒板块期间费用率（%）	10
图 15：2019-2024Q1SW 啤酒板块营业总收入与增速（亿元，%）	13
图 16：2019-2024Q1SW 啤酒板块归母净利润与增速（亿元，%）	13
图 17：2019-2024Q1SW 啤酒板块毛利率与净利率（%）	14
图 18：2019-2024Q1SW 啤酒板块期间费用率（%）	14
图 19：2019-2024Q1SW 调味品板块营业总收入与增速（亿元，%）	16

图 20: 2019-2024Q1SW 调味品板块归母净利润与增速 (亿元, %)	16
图 21: 2019-2024Q1SW 调味品板块毛利率与净利率 (%)	18
图 22: 2019-2024Q1SW 调味品板块期间费用率 (%)	18
图 23: 2019-2024Q1SW 乳品板块营业总收入与增速 (亿元, %)	19
图 24: 2019-2024Q1SW 乳品板块归母净利润与增速 (亿元, %)	19
图 25: 2019-2024Q1SW 乳品板块毛利率与净利率 (%)	22
图 26: 2019-2024Q1SW 乳品板块期间费用率 (%)	22
图 27: 2019-2024Q1SW 零食板块营业总收入与增速 (亿元, %)	24
图 28: 2019-2024Q1SW 零食板块归母净利润与增速 (亿元, %)	24
图 29: 2019-2024Q1SW 零食板块毛利率与净利率 (%)	25
图 30: 2019-2024Q1SW 零食板块期间费用率 (%)	25

表格目录

表 1: 2023-2024Q1SW 食品饮料行业业绩单季度表现 (亿元, %)	4
表 2: 2023-2024Q1SW 白酒板块业绩单季度表现 (亿元, %)	6
表 3: 2023-2024Q1SW 白酒板块重点上市公司营收情况 (亿元, %)	8
表 4: 2023-2024Q1SW 白酒板块重点上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	9
表 5: 2023-2024Q1 白酒板块重点上市公司毛利率与净利率 (%)	11
表 6: 2023-2024Q1 白酒板块重点上市公司期间费用率 (%)	11
表 7: 2023-2024Q1SW 啤酒板块业绩单季度表现 (亿元, %)	13
表 8: 2023-2024Q1SW 啤酒板块上市公司营收情况 (亿元, %)	13
表 9: 2023-2024Q1SW 啤酒板块上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	14
表 10: 2023-2024Q1SW 啤酒板块上市公司毛利率与净利率 (%)	15
表 11: 2023-2024Q1SW 啤酒板块上市公司期间费用率 (%)	15
表 12: 2023-2024Q1SW 调味品板块业绩单季度表现 (亿元, %)	16
表 13: 2023-2024Q1SW 调味品板块上市公司营收情况 (亿元, %)	16
表 14: 2023-2024Q1SW 调味品板块上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	17
表 15: 2023-2024Q1SW 调味品板块上市公司毛利率与净利率 (%)	18
表 16: 2023-2024Q1SW 调味品板块上市公司期间费用率 (%)	18
表 17: 2023-2024Q1SW 乳品板块业绩单季度表现 (亿元, %)	20
表 18: 2023-2024Q1SW 乳品板块上市公司营收情况 (亿元, %)	20
表 19: 2023-2024Q1SW 乳品板块上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	21
表 20: 2023-2024Q1SW 乳品板块上市公司毛利率与净利率 (%)	22
表 21: 2023-2024Q1SW 乳品板块上市公司期间费用率 (%)	23
表 22: 2023-2024Q1SW 零食板块业绩单季度表现 (亿元, %)	24
表 23: 2023-2024Q1SW 零食板块上市公司营收情况 (亿元, %)	24
表 24: 2023-2024Q1SW 零食板块上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	25
表 25: 2023-2024Q1SW 零食板块上市公司毛利率与净利率 (%)	26
表 26: 2023-2024Q1SW 零食板块上市公司期间费用率 (%)	26
表 27: 重点公司盈利预测及投资评级 (2024/5/8)	27

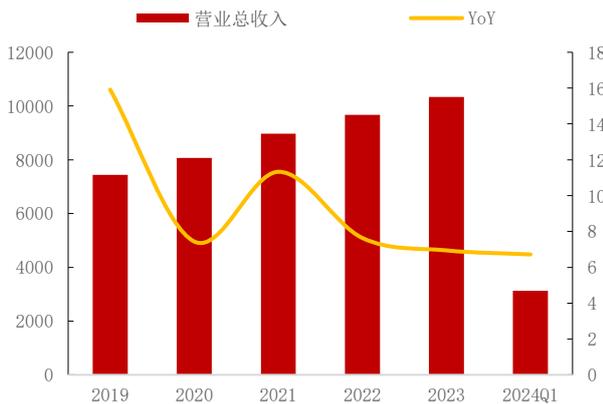
1. 食品饮料行业 2023 年与 2024Q1 业绩概述

1.1 行业 2023 年业绩稳健增长，2024Q1 归母净利润增速快于营收增速

食品饮料行业 2023 年业绩稳健增长，Q4 营收增速环比回落。2023 年 SW 食品饮料行业（申万食品饮料行业剔除 B 股，共 125 家样本公司，下同）实现营业总收入 10342.3 亿元，同比增长 6.9%，增速同比下降 0.7 个百分点；实现归母净利润 2058.9 亿元，同比增长 16.9%，增速同比增加 4.5 个百分点。单季度看，由于 2024 年春节较晚，备货错期使行业 2023 年四季度营收增速环比回落。2023Q4，食品饮料行业实现营业总收入 2440.9 亿元，同比增长 1.9%，季环比下降 4.8 个百分点。利润端，受益于部分板块原材料成本下降、费用结构优化、一次性收益增加等因素影响，2023Q4 食品饮料行业归母净利润增速快于营收增速。2023Q4，食品饮料行业实现归母净利润 435.2 亿元，同比增长 23.6%，季环比增加 7.5 个百分点。

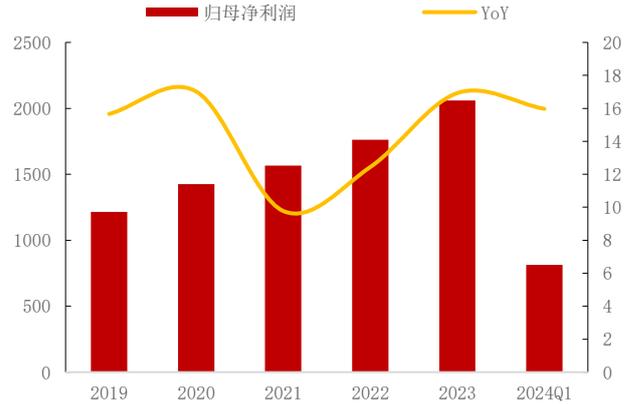
2024Q1 食品饮料行业营业总收入实现个位数增长，归母净利润实现双位数增长。今年春节，居民走亲访友、外出旅游等意愿高涨，礼赠、宴席等消费场景向好，一定程度上带动了终端需求增加，行业 2024Q1 营收与归母净利润同比均实现了不同程度的增长。2024Q1，食品饮料行业实现营业总收入 3129.1 亿元，同比增长 6.7%。在成本费用优化等背景下，行业归母净利润增速整体快于营收增速。2024Q1，食品饮料行业实现归母净利润 812.7 亿元，同比增长 16.0%。

图 1：2019-2024Q1SW 食品饮料行业营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 2：2019-2024Q1SW 食品饮料行业归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 1：2023-2024Q1SW 食品饮料行业业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入（亿元）	营业总收入 YoY	归母净利润（亿元）	归母净利润 YoY
2023Q1	2932.3	10.6	701.0	18.1
2023Q2	2417.4	8.3	425.2	9.9
2023Q3	2551.8	6.7	497.5	16.1

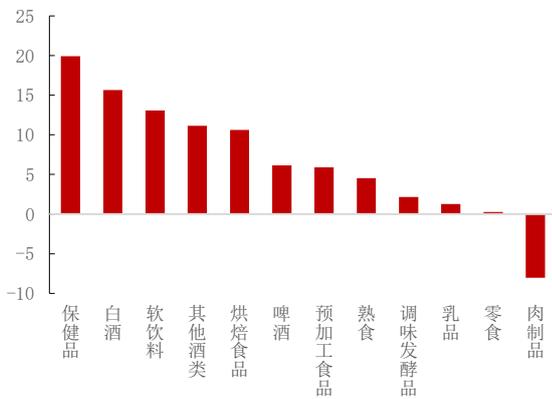
2023Q4	2440.9	1.9	435.2	23.6
2024Q1	3129.1	6.7	812.7	16.0

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

1.2 行业内细分板块业绩表现分化

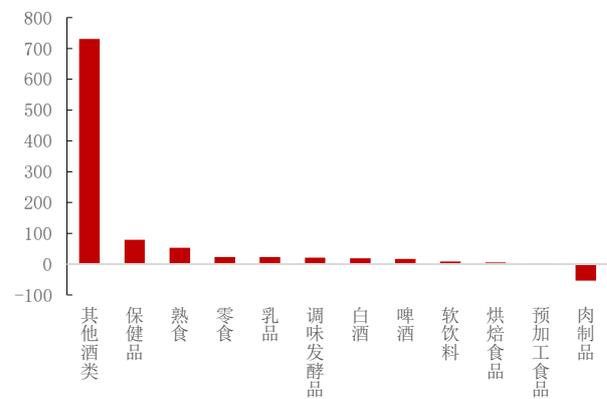
2023-2024Q1 行业内细分板块业绩表现分化。分板块看，2023 年其他酒类、保健品板块等业绩增速靠前。乳品、调味品、白酒、啤酒板块业绩相对稳健。相比之下，肉制品板块业绩表现相对弱势。2024Q1，行业内子板块延续分化行情。其中，零食、软饮料等板块受益于春节期间动销增加，业绩表现良好。白酒、啤酒等板块业绩良性。而肉制品、其他酒类、保健品板块等业绩表现偏弱。

图 3：2023 年 SW 食品饮料行业细分板块营收增速 (%)



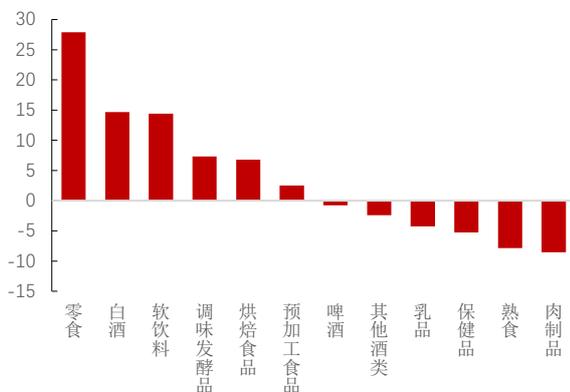
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 4：2023 年 SW 食品饮料行业细分板块归母净利润增速 (%)



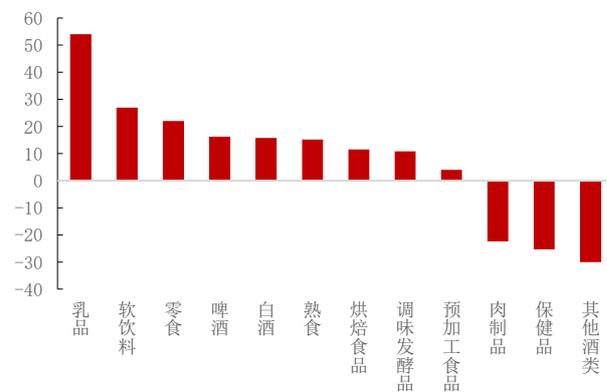
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 5：2024Q1SW食品饮料行业细分板块营收增速 (%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 6：2024Q1SW食品饮料行业细分板块归母净利润增速 (%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

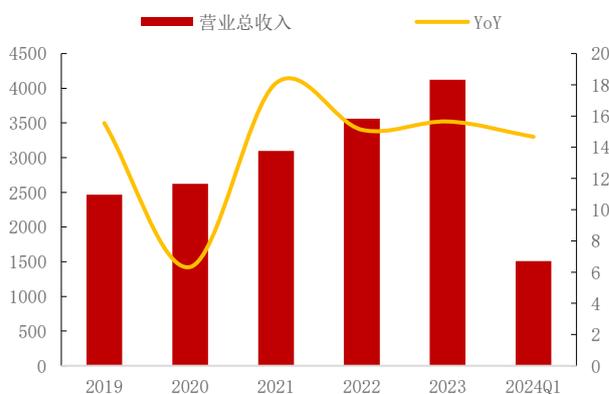
2. 白酒板块：业绩表现分化，高端白酒确定性强

2.1 白酒板块 2023 年稳健收官，2024Q1 业绩实现双位数增长

白酒板块 2023 年稳健收官。2023 年，白酒板块（SW 白酒剔除古井贡酒 B，共 20 家样本公司，下同）实现营业总收入 4121.1 亿元，同比增长 15.6%；实现归母净利润 1551.5 亿元，同比增长 18.9%，全年稳健收官。分季度看，考虑到今年春节较晚，部分酒企去年四季度控货消化库存，叠加部分公司改革持续，2023Q4 白酒营收季环比放缓。2023Q4，白酒板块实现营业总收入 1009.5 亿元，同比增长 14.9%，增速季环比下降 0.3 个百分点。在费用优化下，2023Q4 白酒板块实现归母净利润 361.7 亿元，同比增长 18.7%，增速季环比增加 0.8 个百分点。

2024Q1 白酒板块业绩实现双位数增长。作为疫后首个完全不受疫情影响的春节，居民返乡、出行等意愿高涨。在宴席等消费场景带动下，春节期间白酒动销整体良性，带动 2024 年一季度白酒板块业绩实现了双位数增长。2024Q1，白酒板块实现营业总收入 1508.7 亿元，同比增长 14.7%；实现归母净利润 619.9 亿元，同比增长 15.7%。

图 7：2019-2024Q1SW 白酒板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 8：2019-2024Q1SW 白酒板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 2：2023-2024Q1SW 白酒板块业绩单季度表现（亿元，%）

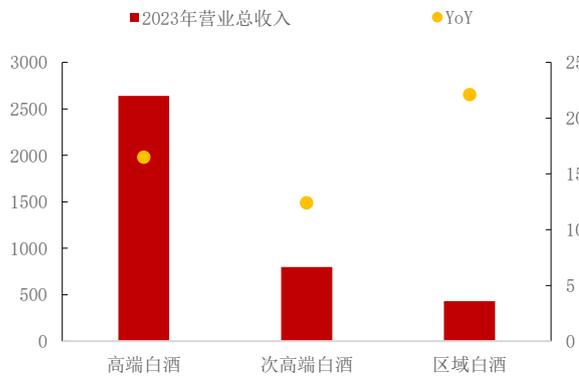
	营业总收入（亿元）	营业总收入 YoY	归母净利润（亿元）	归母净利润 YoY
2023Q1	1315.7	15.5	535.5	19.2
2023Q2	838.7	17.4	301.5	19.7
2023Q3	957.3	15.2	352.8	17.9
2023Q4	1009.5	14.9	361.7	18.7
2024Q1	1508.7	14.7	619.9	15.7

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

2.2 业绩分化，高端与部分区域品牌势能较强

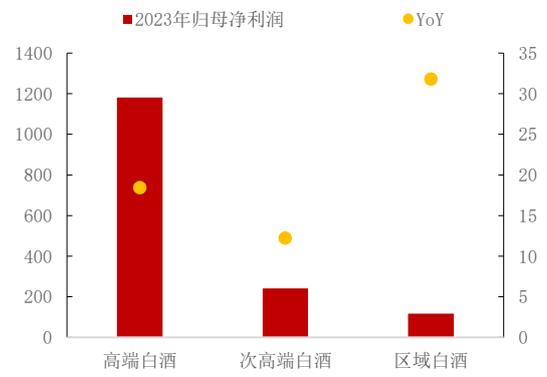
白酒板块业绩延续分化。按白酒层级来看，白酒业绩表现分化。其中，高端白酒确定性较强，业绩稳健增长；区域强势品牌在家宴等消费场景催化下，叠加产品结构优化，增速最快；次高端白酒由于商务宴席恢复进度缓慢，增速相对较低。具体数据看，2023 年营收增速：区域白酒（+22.1%）> 高端白酒（+16.5%）> 次高端白酒（+12.4%）；归母净利润增速：区域白酒（+31.8%）> 高端白酒（+18.5%）> 次高端白酒（+12.2%）。2024Q1 营收增速：区域白酒（+22.7%）> 高端白酒（+15.8%）> 次高端白酒（+11.3%）；归母净利润增速：区域白酒（+25.6%）> 高端白酒（+15.2%）> 次高端白酒（+13.0%）。

图 9：2023 年 SW 白酒细分板块营业总收入与增速（亿元，%）



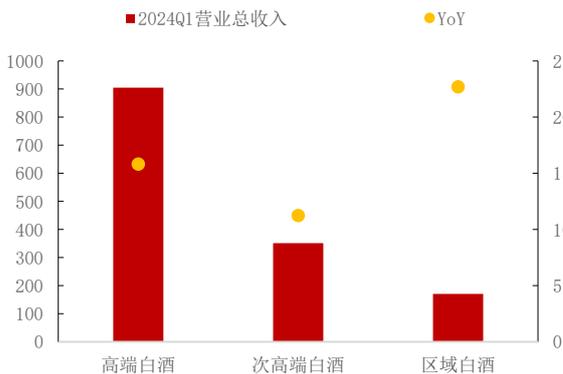
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 10：2023 年 SW 白酒细分板块归母净利润与增速（亿元，%）



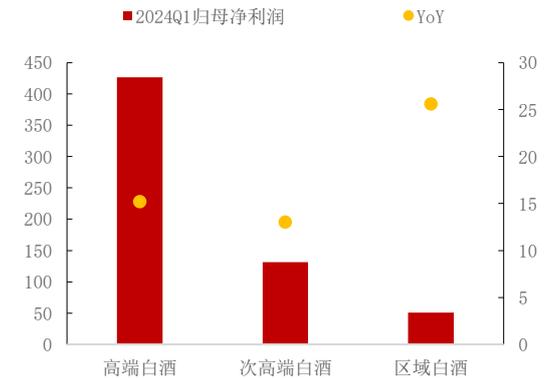
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 11：2024 年一季度 SW 白酒细分板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 12：2024 年一季度 SW 白酒细分板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

高端白酒确定性较强，业绩实现稳健增长。 高端白酒品牌影响力强、社会认可度高，业绩确定性较强。2023 年，高端白酒实现营业总收入 2640.7 亿元，同比增长 16.5%；实现归母净利润 1181.9 亿元，同比增长 18.5%。2023Q4，高端白酒实现营业总收入 742.7 亿元，同比增长 16.9%；实现归母净利润 319.2 亿元，同比增长 17.5%，业绩实现稳健增长。其

中，贵州茅台 2023 年业绩高于此前公布的经营数据，彰显龙头韧性。由于高端白酒以送礼、高端宴请为主，需求相对稳定，回款进度稳健，今年一季度顺利实现开门红。2024 年一季度，高端白酒实现营业总收入 905.1 亿元，同比增长 15.8%；实现归母净利润 426.8 亿元，同比增长 15.2%。其中，贵州茅台 2024Q1 实现营业总收入 464.9 亿元，同比增长 18.0%；实现归母净利润 240.7 亿元，同比增长 15.7%。公司规划 2024 年实现营业总收入同比增长 15%左右，一季度稳健增长的业绩为公司今年经营目标的实现奠定了良好基础。五粮液今年春节动销表现良好，多地动销达到双位数增长。除普五良性增长之外，低度五粮液、1618 等扫码开瓶情况亦较好，公司顺利实现开门红。泸州老窖势能延续，一季度预收款表现亮眼。

次高端白酒内部表现延续分化。虽然节假日返乡送礼、婚宴、团圆宴等消费场景一定程度上带动了白酒需求，但商务宴席消费场景整体恢复进度较慢，部分经销商库存压力仍存，2023 年次高端白酒复苏节奏相对滞后，内部表现分化。2023 年，次高端白酒实现营业总收入 799.2 亿元，同比增长 12.4%；实现归母净利润 240.4 亿元，同比增长 12.2%。单四季度，次高端白酒实现营业总收入 119.1 亿元，同比增长 12.4%；实现归母净利润 16.1 亿元，同比下降 20.1%。其中，山西汾酒、水井坊四季度表现相对较好，洋河股份节前控货消化库存、酒鬼酒推动费用与渠道改革，2024Q4 业绩表现偏弱。今年春节，商务宴席恢复进度仍相对有限，次高端白酒内部延续分化。2024 年一季度，次高端白酒实现营业总收入 351.3 亿元，同比增长 11.3%；实现归母净利润 131.3 亿元，同比增长 13.0%。其中，山西汾酒作为清香白酒龙头，青花势能延续，今年一季度营收同比增长 20.9%，归母净利润同比增长 30.0%，业绩表现亮眼。水井坊、洋河股份 2024Q1 业绩稳健增长，而舍得酒业、酒鬼酒仍处于消化库存调整阶段，业绩表现偏弱。

区域强势品牌势能较强，业绩表现良性。2023 年区域强势品牌受益于宴席等居民消费回补，动销较好，多数公司业绩表现良性。2023 年，区域白酒实现营业总收入 430.4 亿元，同比增长 22.1%；实现归母净利润 117.3 亿元，同比增长 31.8%。单四季度，区域白酒实现营业总收入 94.7 亿元，同比增长 14.0%；实现归母净利润 22.8 亿元，同比增长 27.3%。其中，古井贡酒和迎驾贡酒受益于安徽经济增长以及宴席回补，业绩表现良好；今世缘 2023 年营收顺利达成百亿目标。今年一季度，家宴等宴席延续景气，提振区域强势品牌业绩，古井贡酒、迎驾贡酒等公司业绩表现均超预期。2024Q1，区域白酒实现营业总收入 170.5 亿元，同比增长 22.7%；实现归母净利润 51.0 亿元，同比增长 25.6%。

表 3：2023-2024Q1SW 白酒板块重点上市公司营收情况（亿元，%）

白酒层级	公司名称	2023 年 营业总收入	YoY	2023Q1 YoY	2023Q2 YoY	2023Q3 YoY	2023Q4 YoY	2024Q1 营业总收入	YoY
高端白酒	贵州茅台	1505.6	18.0	18.7	20.4	13.1	19.8	464.9	18.0
	五粮液	832.7	12.6	13.0	5.1	17.0	14.0	348.3	11.9
	泸州老窖	302.3	20.3	20.6	30.5	25.4	9.1	91.9	20.7
高端白酒合计		2640.7	16.5	16.5	16.9	15.7	16.9	905.1	15.8
次高端白酒	山西汾酒	319.3	21.8	20.4	31.8	13.6	27.4	153.4	20.9
	洋河股份	331.3	10.0	15.5	16.1	11.0	-21.5	162.5	8.0

	水井坊	49.5	6.0	-39.7	2.2	21.5	51.3	9.3	9.4
	酒鬼酒	28.3	-30.1	-42.9	-32.0	-36.7	21.7	4.9	-48.8
	舍得酒业	70.8	16.9	7.3	32.1	7.9	27.6	21.1	4.1
次高端白酒合计		799.2	12.4	10.6	19.3	10.2	12.4	351.3	11.3
区域白酒	今世缘	101.0	28.0	27.3	30.6	28.0	26.7	46.7	22.8
	古井贡酒	202.5	21.2	24.8	26.8	23.4	8.9	82.9	25.9
	口子窖	59.6	16.1	21.3	34.0	4.7	10.4	17.7	11.1
	迎驾贡酒	67.2	22.1	21.1	29.5	21.9	18.8	23.2	21.3
区域白酒合计		430.4	22.1	24.5	29.0	20.9	14.0	170.5	22.7
大众白酒	顺鑫农业	105.9	-9.3	4.6	-18.7	0.3	-30.6	40.6	-0.8
	老白干酒	52.6	13.0	10.4	10.0	12.9	17.9	11.3	12.7
	金徽酒	25.5	26.6	26.6	21.0	47.8	17.3	10.8	20.4
	金种子酒	14.7	23.9	25.5	30.5	43.3	6.8	4.2	-3.0
大众白酒合计		250.9	7.4	11.2	1.1	19.1	-2.6	81.8	2.6

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 4：2023-2024Q1SW 白酒板块重点上市公司归母净利润情况（亿元，%）

白酒层级	公司名称	2023 年 归母净利润	YoY	2023Q1 YoY	2023Q2 YoY	2023Q3 YoY	2023Q4 YoY	2024Q1 归母净利润	YoY
高端白酒	贵州茅台	747.3	19.2	20.6	21.0	15.7	19.3	240.7	15.7
	五粮液	302.1	13.2	15.9	5.1	18.6	10.1	140.5	12.0
	泸州老窖	132.5	27.8	29.1	27.2	29.4	24.8	45.7	23.2
高端白酒合计		1181.9	18.5	19.7	18.4	18.0	17.5	426.8	15.2
次高端白酒	山西汾酒	104.4	28.9	29.9	49.6	27.1	2.0	62.6	30.0
	洋河股份	100.2	6.8	15.7	9.9	7.5	-161.3	60.6	5.0
	水井坊	12.7	4.4	-56.0	508.9	19.6	53.2	1.9	16.8
	酒鬼酒	5.5	-47.8	-42.4	-38.2	-77.7	-10.1	0.7	-75.6
	舍得酒业	17.7	5.1	7.3	14.8	3.0	-1.9	5.5	-3.4
次高端白酒合计		240.4	12.2	14.9	22.6	12.2	-20.1	131.3	13.0
区域白酒	今世缘	31.4	25.3	25.2	29.1	26.4	18.8	15.3	22.1
	古井贡酒	45.9	46.0	42.9	47.5	46.8	49.2	20.7	31.6
	口子窖	17.2	11.0	10.4	22.8	8.4	6.9	5.9	10.0
	迎驾贡酒	22.9	34.2	26.6	60.9	39.5	26.0	9.1	30.4
区域白酒合计		117.3	31.8	29.3	39.9	32.0	27.3	51.0	25.6
大众白酒	顺鑫农业	-3.0	56.1	214.4	-535.8	-1606.5	99.5	4.5	37.4
	老白干酒	6.7	-5.9	-61.5	18.5	17.9	42.2	1.4	33.0
	金徽酒	3.3	17.3	10.4	53.7	884.8	-15.4	2.2	21.6
	金种子酒	-0.2	88.2	-228.1	107.9	103.7	124.9	0.2	142.9
大众白酒合计		11.8	185.2	10.4	-298.3	36.1	169.1	10.7	29.4

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

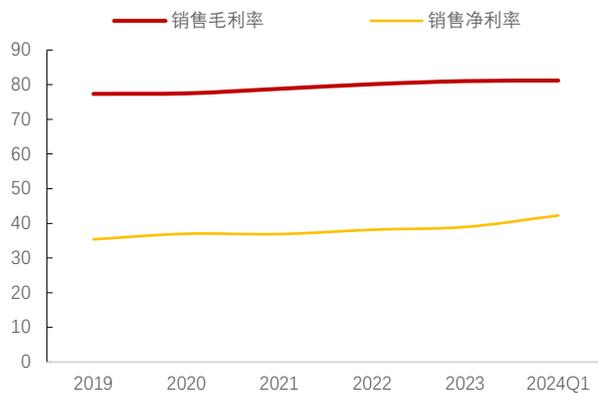
2.3 白酒板块盈利能力同比提升

白酒板块 2023 年盈利能力同比提升。2023 年 SW 白酒板块的毛利率为 81.0%，同比增加

0.9 个百分点。单季度看，白酒板块 2023Q4 的毛利率为 83.1%，同比增加 1.8 个百分点。白酒板块毛利率增加主要系部分白酒公司产品提价、产品结构升级以及渠道优化所致。从费用端来看，2023 年白酒板块的销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 10.2%/5.5%/-1.4%，同比分别+0.2pct/-0.5pct/-0.1pct。综合毛利率与费用率的情况，2023 年白酒板块的净利率 39.0%，同比增加 0.8 个百分点。单四季度，白酒板块净利率为 37.3%，同比增加 1.1 个百分点，盈利能力同比提升。

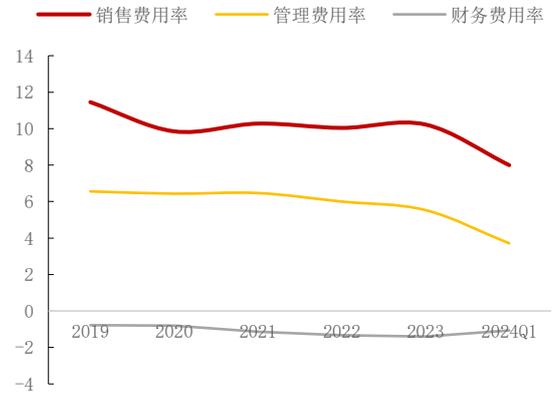
2024Q1 白酒板块毛利率与净利率均实现增长。受益于春节假期提振白酒动销，叠加酒企在产品与渠道方面持续优化，2024 年第一季度白酒板块的毛利率为 81.2%，同比增加 0.5 个百分点。费用率方面，2024Q1 白酒板块的销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 8.0%/3.7%/-1.1%，同比分别-0.02pct/-0.5pct/-0.03pct。综合毛利率与费用率的情况，2024Q1 白酒板块的净利率为 42.3%，同比增加 0.3 个百分点。

图 13:2019-2024Q1SW 白酒板块毛利率与净利率(%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 14:2019-2024Q1SW 白酒板块期间费用率(%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

各层级白酒毛利率表现分化。2023 年白酒分层级毛利率同比增幅：区域白酒(+2.0pct) > 高端白酒(+0.6pct) > 次高端白酒(-0.3pct)；净利率同比增幅：区域白酒(+2.0pct) > 高端白酒(+0.3pct) > 次高端白酒(-0.1pct)。2024Q1 毛利率同比增幅：区域白酒(+0.6pct) > 高端白酒(+0.2pct) > 次高端白酒(-0.03pct)；净利率同比增幅：区域白酒(+0.8pct) > 次高端白酒(+0.5pct) > 高端白酒(-0.4pct)。

高端白酒利率同比增加，受茅台税金、费用等扰动，2024Q1 白酒板块净利率下滑。2023 年高端白酒毛利率为 86.4%，同比增加 0.6 个百分点；净利率为 46.8%，同比增加 0.3 个百分点。受益于产品提价及产品渠道结构优化，单四季度高端白酒毛利率为 87.2%，同比增加 1.3 个百分点；净利率为 45.0%，同比增加 0.04 个百分点。今年一季度，高端白酒毛利率增加 0.2 个百分点至 86.7%。受茅台税金、费用等扰动，2024Q1 白酒板块净利率下滑 0.4 个百分点至 49.1%。

次高端白酒盈利水平表现偏弱。2023 年以来，商务宴席消费场景恢复偏弱导致部分酒企库存压力较大，叠加部分公司产品渠道改革调整，次高端白酒盈利水平表现偏弱。2023 年/2023Q4，次高端白酒毛利率分别为 75.8%/73.0%，同比分别-0.3pct/-0.7pct。2024

年春节,商务宴席仍承压,次高端白酒一季度毛利率为 76.6%,同比下降 0.03 个百分点。从费用结构看,部分酒企加大渠道投入等力度,次高端白酒 2023 年/2024Q1 期间费用率分别为 26.3%/24.5%,同比分别+0.8pct/+1.4pct。综合毛利率与费用率的情况,次高端白酒 2023 年/2023Q4/2024Q1 的净利率分别为 30.1%/13.4%/37.4%,同比分别-0.1pct/-5.9pct/+0.5pct。次高端白酒去年四季度净利率下滑幅度较大,主要系洋河股份调整发货节奏、费用预提等,舍得酒业合并夜郎古酒、低价产品放量以及成本端增加等因素所致。

区域白酒受益于需求增加、产品结构优化等因素影响,板块盈利能力表现较好。2023 年,受部分区域经济增长、亲友聚餐、宴席等因素催化,区域白酒毛利率同比增加 2.0 个百分点至 77.2%;净利率同比增加 2.0 个百分点至 27.6%。2023Q4,区域白酒毛利率同比增加 1.3 个百分点至 78.5%,净利率同比增加 2.7 个百分点至 22.4%。今年一季度,在春节小长假带动下,家宴等宴席消费场景恢复较好,区域白酒势能延续,盈利能力同比提升。2024Q1,区域白酒毛利率与净利率分别为 77.9%与 30.3%,同比分别+0.6pct/+0.8pct。大众白酒受产品结构、期间费用与税金等因素影响,各公司的盈利能力表现不一。

表 5: 2023-2024Q1 白酒板块重点上市公司毛利率与净利率 (%)

白酒层级	公司名称	2023 年 毛利率	2023Q4 毛利率	变动 百分点	2024Q1 毛利率	变动 百分点	2023 年 净利率	2023Q4 净利率	变动 百分点	2024Q1 净利率	变动 百分点
高端白酒	贵州茅台	92.0	92.6	0.7	92.6	0.0	52.5	51.1	-0.5	54.4	-1.2
	五粮液	75.8	75.6	1.9	78.4	0.0	37.9	37.1	-1.5	42.0	-0.1
	泸州老窖	88.3	87.9	1.8	88.4	0.3	44.0	32.4	4.2	49.8	0.9
高端白酒合计		86.4	87.2	1.3	86.7	0.2	46.8	45.0	0.04	49.1	-0.4
次高端白酒	山西汾酒	75.3	72.1	3.0	77.5	1.9	32.8	19.4	-5.3	40.9	2.7
	洋河股份	75.2	69.6	-5.5	76.0	-0.6	30.3	-7.0	-15.6	37.2	-1.2
	水井坊	83.2	83.1	-0.7	80.5	-2.7	25.6	18.0	0.2	20.0	1.3
	酒鬼酒	78.3	76.6	-1.8	71.1	-10.5	19.4	10.1	-3.6	14.9	-16.3
	舍得酒业	74.5	72.3	-3.5	74.2	-4.2	25.0	25.9	-8.1	26.1	-2.1
次高端白酒合计		75.8	73.0	-0.7	76.6	-0.03	30.1	13.4	-5.9	37.4	0.5
区域白酒	今世缘	78.3	88.4	1.9	74.2	-1.2	31.1	28.9	-1.9	32.8	-0.2
	古井贡酒	79.1	79.2	-0.5	80.3	0.7	23.3	19.0	5.2	25.7	1.4
	口子窖	75.2	75.1	1.7	76.5	-0.2	28.9	24.6	-0.8	33.3	-0.3
	迎驾贡酒	71.4	70.7	4.0	75.1	3.9	34.1	33.0	2.1	39.4	2.7
区域白酒合计		77.2	78.5	1.3	77.9	0.6	27.6	22.4	2.7	30.3	0.8
大众白酒	顺鑫农业	31.8	43.7	8.7	37.2	-0.6	-2.8	-0.2	27.0	11.1	3.2
	老白干酒	67.2	68.2	-1.7	62.7	-2.7	12.7	17.6	3.0	12.1	1.8
	金徽酒	62.4	58.4	0.1	65.4	14.0	12.7	10.2	3.2	20.4	-0.1
	金种子酒	40.3	52.7	-10.8	44.5	-20.4	-1.3	3.4	-11.2	4.4	-15.9
大众白酒合计		48.8	55.6	7.2	53.7	0.4	4.7	15.5	16.3	13.2	2.8

资料来源:同花顺,东莞证券研究所

表 6: 2023-2024Q1 白酒板块重点上市公司期间费用率 (%)

白酒层级	公司名称	23 年	23Q4	变动	23Q4	变动	23Q4	变动	24Q1	变动
		期间费用率	销售费用率	百分点	管理费用率	百分点	财务费用率	百分点	期间费用率	百分点
高端白酒	贵州茅台	8.6	3.5	1.1	8.8	-0.3	-1.0	0.0	6.0	-0.1
	五粮液	10.8	7.6	2.3	4.4	-0.2	-3.2	-0.3	8.8	0.2
	泸州老窖	16.4	18.9	0.0	3.6	-0.8	-1.5	-0.5	10.0	-2.3
高端白酒合计		11.9	6.4	1.2	7.0	-0.2	-1.7	-0.1	8.2	-0.7
次高端白酒	山西汾酒	14.1	13.3	4.7	6.4	-3.6	-0.1	0.2	9.6	-0.5
	洋河股份	20.2	64.2	19.0	8.8	-1.7	-7.1	-1.7	10.3	-0.3
	水井坊	33.9	36.8	-2.9	6.5	-3.8	-0.4	0.4	44.4	2.4
	酒鬼酒	35.0	39.6	8.6	8.6	-1.4	-3.1	-1.8	32.6	7.9
	舍得酒业	28.3	16.5	3.0	7.9	2.9	-0.5	0.4	25.5	-2.4
次高端白酒合计		26.3	30.1	4.5	7.4	-2.2	-2.0	0.2	24.5	1.4
区域白酒	今世缘	23.6	35.8	2.3	9.6	0.3	-4.5	-1.7	15.8	-1.3
	古井贡酒	33.1	25.0	-1.5	11.5	0.6	0.0	0.0	31.3	-1.8
	口子窖	21.1	12.7	-0.4	9.5	3.6	-0.1	0.0	17.5	-0.4
	迎驾贡酒	12.8	9.1	-0.2	3.1	-0.1	-0.1	-0.1	9.5	-0.4
区域白酒合计		25.9	21.8	-0.3	9.1	0.8	-0.8	-0.4	21.5	-1.2
大众白酒	顺鑫农业	21.4	17.6	7.7	12.7	3.9	2.1	0.8	11.8	-3.9
	老白干酒	35.0	23.4	-5.9	7.6	-0.1	-0.2	0.0	31.4	-5.7
	金徽酒	33.0	19.9	-11.9	12.1	1.4	-0.9	-0.1	26.1	0.0
	金种子酒	26.0	11.3	3.2	9.4	1.2	-0.6	0.1	25.3	0.8
大众白酒合计		16.5	21.0	1.0	9.9	0.8	0.7	0.0	13.5	-9.9

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

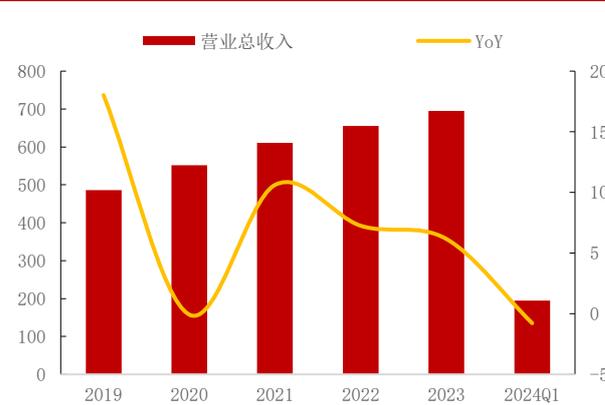
3. 啤酒板块：高端化持续推进，2024Q1 成本下行带动利润增长

3.1 啤酒板块 2023Q4 业绩承压，高基数下 2024Q1 营收下滑

2023Q4 啤酒板块业绩承压。2023 年 SW 啤酒板块（SW 啤酒共 7 家样本公司，下同）实现营业总收入 695.3 亿元，同比增长 6.2%；实现归母净利润 68.5 亿元，同比增长 16.9%。分季度看，去年一季度后，啤酒需求相对疲软，四季度多数啤酒企业处于持续去库存阶段，2023Q4 啤酒板块业绩承压。2023Q4，啤酒板块分别实现营业总收入与归母净利润 75.3 亿元与-10.2 亿元，同比分别下降 3.4%与下降 24.5%。

高基数下 2024Q1 啤酒板块营收下滑，成本下行带动利润增长。今年春节小长假提振餐饮等消费场景，啤酒动销表现良性。但考虑到去年一季度疫后短暂的报复性消费，高基数下啤酒营收出现下滑。2024Q1，啤酒板块实现营业总收入 194.2 亿元，同比下降 0.8%。目前中国已取消对澳大利亚的双反措施，啤酒板块的成本出现实质性利好拐点，带动啤酒板块 2024Q1 归母净利润同比增长 16.3%至 22.8 亿元。

图 15：2019-2024Q1SW 啤酒板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 16：2019-2024Q1SW 啤酒板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 7：2023-2024Q1SW 啤酒板块业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入 (亿元)	营业总收入 YoY	归母净利润 (亿元)	归母净利润 YoY
2023Q1	195.7	13.0	19.8	28.4
2023Q2	215.5	8.5	32.1	18.0
2023Q3	208.9	1.8	26.8	11.1
2023Q4	75.3	-3.4	-10.2	-24.5
2024Q1	194.2	-0.8	22.8	16.3

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

业绩分化，成本下行带动多数啤酒企业 2024Q1 业绩改善。从啤酒板块公布的业绩数据来看，各公司业绩出现一定分化。去年四季度，啤酒持续处于消化库存的阶段，多数公司 2023Q4 营收与归母净利润同比均出现不同程度下降。其中，青岛啤酒去年四季度归母净利润同比下降幅度较大，主要系需求延续弱复苏，叠加舆论事件影响。全年来看，燕京啤酒 2023 年业绩表现较好，主要系 U8 延续强劲增长势头。步入 2024 年，春节餐饮、商超等消费场景恢复较快，但基于去年同期高基数，部分啤酒公司一季度营收增长存在压力。得益于大麦、包材等原材料价格下降，多数酒企一季度利润实现双位数增长，青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒等公司开局良好。

表 8：2023-2024Q1SW 啤酒板块上市公司营收情况（亿元，%）

公司名称	2023 年 营业总收入	YoY	2023Q1 YoY	2023Q2 YoY	2023Q3 YoY	2023Q4 YoY	2024Q1 营业总收入	YoY
青岛啤酒	339.4	5.5	16.3	8.2	-4.6	-3.4	101.5	-5.2
重庆啤酒	148.1	5.5	4.5	9.6	6.5	-3.8	42.9	7.2
燕京啤酒	142.1	7.7	13.7	7.6	8.5	-4.4	35.9	1.7
珠江啤酒	53.8	9.1	18.8	11.4	5.9	1.2	11.1	7.0
惠泉啤酒	6.1	0.0	7.0	12.5	4.2	-64.7	1.4	2.9
兰州黄河	2.4	-9.5	1.4	-17.8	-10.6	-11.7	0.5	-26.9
*ST 西发	3.4	21.6	-19.2	-21.9	228.6	46.5	0.9	-0.7

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 9：2023-2024Q1SW 啤酒板块上市公司归母净利润情况（亿元，%）

公司名称	2023 年 归母净利润	YoY	2023Q1 YoY	2023Q2 YoY	2023Q3 YoY	2023Q4 YoY	2024Q1 归母净利润	YoY
青岛啤酒	42.7	15.0	28.9	14.4	4.7	-15.0	16.0	10.1
重庆啤酒	13.4	5.8	13.6	23.5	5.3	-109.2	4.5	16.8
燕京啤酒	6.4	83.0	7373.3	28.5	37.4	2.8	1.0	58.9
珠江啤酒	6.2	4.2	22.2	15.1	8.0	-171.9	1.2	39.4
惠泉啤酒	0.5	21.8	152.4	20.0	26.7	-68.6	0.1	468.5
兰州黄河	-0.5	-59.8	9.2	-21.6	85.0	-482.6	0.0	70.9
*ST 西发	-0.3	67.3	15.3	-17.8	-40.3	176.4	0.0	102.7

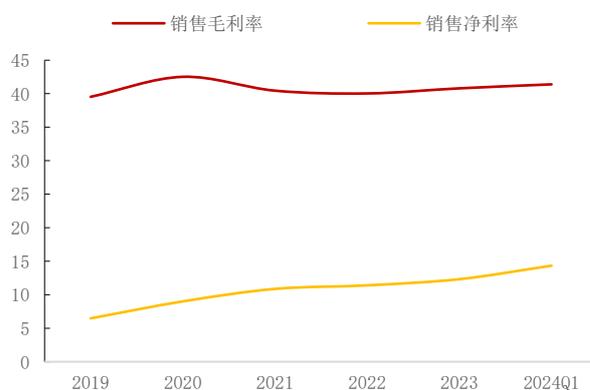
资料来源：同花顺，东莞证券研究所

3.2 2024Q1 成本下行带动盈利能力提升

2023 年啤酒板块盈利能力同比增加。2023 年啤酒企业成本仍存在一定压力，主要通过提价、产品结构升级等方式带动毛利率提升。2023 年，啤酒板块的毛利率为 40.8%，同比增加 0.8 个百分点。疫后随着消费场景稳步恢复，2023 年啤酒公司费用投放逐步常态化，板块销售费用率同比增加 0.3 个百分点至 14.0%；管理费用率/财务费用率分别为 6.0%/-1.3%，同比分别+0.1pct/+0.1pct。综合影响下，2023 年啤酒板块净利率为 12.3%，同比增加 0.9 个百分点。

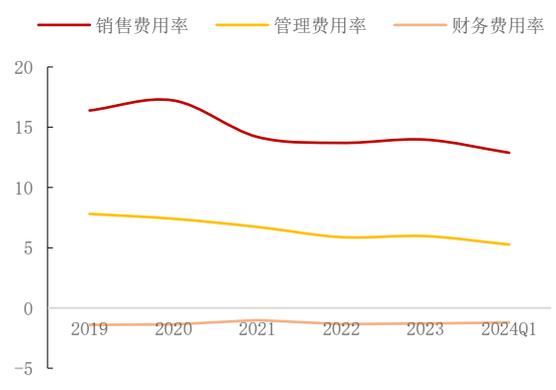
结构升级叠加成本下行，啤酒板块 2024Q1 盈利能力同比提升。2024 年以来，啤酒公司产品升级延续，虽进度有所放缓，但成本出现实质性利好，2024 年一季度啤酒板块实现毛利率 41.4%，同比增加 2.0 个百分点。费用方面，今年一季度部分啤酒企业优化销售费用结构，板块销售费用率同比下降 0.5 个百分点至 12.9%。综合毛利率与费用率的情况，2024Q1 啤酒板块的净利率为 14.3%，同比增加 1.9 个百分点。

图 17：2019-2024Q1SW 啤酒板块毛利率与净利率(%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 18：2019-2024Q1SW 啤酒板块期间费用率(%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

在啤酒上市公司中，多数啤酒公司 2024Q1 盈利能力提升。今年一季度在成本压力下行、产品结构优化等因素带动下，多数啤酒公司盈利能力同比提升。具体数据来看，2024Q1，仅兰州黄河的毛利率与净利率出现下降，青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒等公司的盈利

水平同比均有所增加。

表 10：2023-2024Q1SW 啤酒板块上市公司毛利率与净利率（%）

公司名称	2023 年 毛利率	2023Q4 毛利率	变动 百分点	24Q1 毛利率	变动 百分点	23 年 净利率	23Q4 净利率	变动 百分点	24Q1 净利率	变动 百分点
青岛啤酒	38.7	27.5	2.2	40.4	2.1	12.8	-22.0	-3.7	16.0	2.2
重庆啤酒	49.1	48.8	-6.8	47.9	2.7	18.3	0.1	-9.9	20.9	1.6
燕京啤酒	37.6	-6.6	-10.8	37.2	0.4	6.0	-16.7	-2.6	3.6	1.1
珠江啤酒	42.8	27.7	-7.4	42.1	1.3	12.0	-2.1	-5.2	11.4	2.5
惠泉啤酒	29.5	-34.7	-23.5	30.6	4.2	8.0	-69.0	-54.5	3.5	3.0
兰州黄河	15.2	-16.7	-0.4	10.8	-4.5	-23.0	-176.9	-126.5	-15.4	-2.8
*ST 西发	30.1	30.4	19.0	33.1	-0.5	5.1	80.2	138.2	10.6	6.0

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 11：2023-2024Q1SW 啤酒板块上市公司期间费用率（%）

公司名称	23 年 期间费用率	23Q4 销售费用率	变动 百分点	23Q4 管理费用率	变动 百分点	23Q4 财务费用率	变动 百分点	24Q1 期间费用率	变动 百分点
青岛啤酒	17.3	41.4	9.6	16.7	4.2	-4.1	-0.8	15.0	-1.0
重庆啤酒	20.2	33.1	4.9	7.1	0.4	-0.8	0.2	16.2	0.4
燕京啤酒	23.0	-0.6	-7.9	13.4	7.4	-1.6	0.0	24.6	-0.6
珠江啤酒	22.0	23.4	1.5	12.6	1.4	-6.0	1.5	24.1	0.5
惠泉啤酒	9.5	15.2	17.6	36.2	29.9	-38.8	-27.0	15.4	0.5
兰州黄河	22.5	24.7	7.3	12.6	0.6	-25.5	-23.6	30.0	5.4
*ST 西发	20.9	1.7	0.5	15.8	10.7	-5.6	-18.6	16.3	-5.7

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

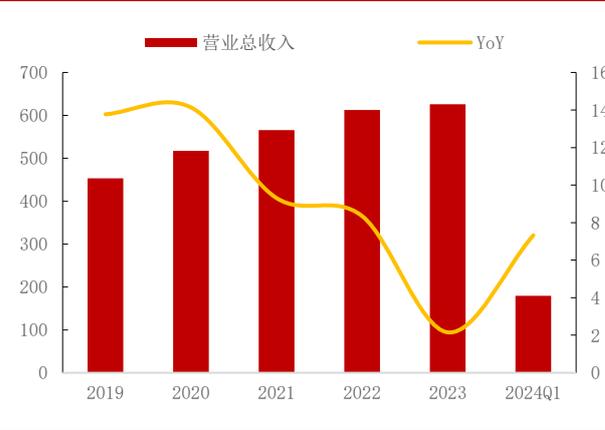
4. 调味品板块：2024Q1 业绩改善，盈利能力同比提升

4.1 调味品板块 2024Q1 业绩改善

调味品板块营收 2023 年小幅增长，2023Q4 营收同比下滑。2023 年调味品板块（SW 调味品共 15 家样本公司，下同）实现营业总收入 626.0 亿元，同比增长 2.2%；实现归母净利润 109.7 亿元，同比增长 21.5%。分季度看，去年四季度需求弱复苏，叠加部分公司在产品、渠道、终端建设等方面全面变革，持续消化库存缓解渠道压力，调味品板块营收同比下滑。2023Q4，调味品板块实现营业总收入 157.2 亿元，同比下降 3.7%。调味品板块 2023Q4 实现归母净利润 49.8 亿元，同比增长 264.0%，主要系中炬高新诉讼案件达成和解所致。

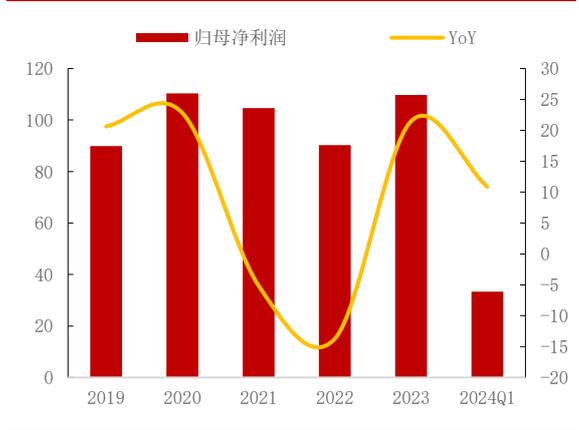
2024Q1 调味品板块业绩改善。今年春节，调味品动销有所好转，叠加大豆、包材等成本压力下行，2024Q1 板块业绩改善。2024 年第一季度，调味品板块实现营业总收入 179.4 亿元，同比增长 7.3%；实现归母净利润 33.4 亿元，同比增长 10.9%。

图 19：2019-2024Q1SW 调味品板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 20：2019-2024Q1SW 调味品板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 12：2023-2024Q1SW 调味品板块业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入（亿元）	营业总收入 YoY	归母净利润（亿元）	归母净利润 YoY
2023Q1	167.2	5.7	30.1	5.7
2023Q2	151.8	0.9	7.5	-72.3
2023Q3	149.8	6.2	22.4	5.8
2023Q4	157.2	-3.7	49.8	264.0
2024Q1	179.4	7.3	33.4	10.9

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

调味品板块各公司业绩表现有所分化。从收入端来看，2023Q4 板块内部仍处于消化库存阶段，叠加改革持续，海天味业、中炬高新、千禾味业营收均出现下滑。中炬高新 2023 年全年及四季度归母净利润大幅提升主要系诉讼案件达成和解。若剔除该影响后，2023 年扣非归母净利润小幅下滑，四季度业绩承压。千禾味业因 2022 年零添加事件影响，业绩基数较高。在高基数下，公司 2023Q4 业绩表现放缓。相比之下，复合调味品龙头天味食品业绩表现较好，其中冬调品类实现较快增长。步入 2024 年，板块内各公司业绩延续分化行情，但春节动销良性叠加成本下降，板块基本面企稳向上，海天、中炬高新等公司开局业绩良好。其中，中炬高新业绩超预期，美味鲜归母净利润增速同比增长近 60%。而千禾味业由于高基数影响延续，业绩增速放缓。

表 13：2023-2024Q1SW 调味品板块上市公司营收情况（亿元，%）

公司名称	2023 年 营业总收入	YoY	2023Q1 YoY	2023Q2 YoY	2023Q3 YoY	2023Q4 YoY	2024Q1 营业总收入	YoY
海天味业	245.6	-4.1	-3.2	-5.3	2.2	-9.3	76.9	10.2
中炬高新	51.4	-3.8	1.5	-1.4	-0.4	-14.4	14.8	8.6
千禾味业	32.1	31.6	69.8	33.8	48.4	-0.8	8.9	9.3
恒顺醋业	21.1	-1.5	7.1	-13.9	0.0	2.4	4.6	-24.9
天味食品	31.5	17.0	21.8	12.7	16.4	17.0	8.5	11.3
佳隆股份	2.6	25.1	23.9	67.5	-13.8	42.3	0.5	-19.8

ST 加加	14.5	-13.8	-15.6	-2.0	10.5	-43.0	4.9	12.0
仲景食品	9.9	12.8	12.3	8.6	15.4	14.4	2.7	22.8
润普食品	5.2	-20.1	-19.5	-33.9	-2.1	-19.7	1.4	-0.4
莲花健康	21.0	24.2	9.2	16.9	41.0	29.3	5.8	26.5
星湖科技	173.7	-0.6	-0.2	-11.8	10.1	0.7	42.0	0.9
安记食品	6.3	13.5	33.3	19.3	15.3	-7.5	1.4	-3.5
日辰股份	3.6	16.5	7.2	17.7	16.9	24.1	0.9	14.7
三元生物	5.0	-26.0	-57.3	-35.5	9.2	33.0	1.9	65.0
朱老六	2.4	-20.7	16.5	-45.5	-10.8	-34.4	0.8	11.3

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 14：2023-2024Q1SW 调味品板块上市公司归母净利润情况（亿元，%）

公司名称	2023 年 归母净利润	YoY	2023Q1 YoY	2023Q2 YoY	2023Q3 YoY	2023Q4 YoY	2024Q1 归母净利润	YoY
海天味业	56.3	-9.2	-6.2	-11.7	-3.2	-15.2	19.2	11.9
中炬高新	17.0	386.5	-5.5	-1129.4	61.3	393.7	2.4	59.7
千禾味业	5.3	54.2	162.9	75.1	90.4	-8.5	1.5	6.7
恒顺醋业	0.9	-37.0	-5.7	0.0	-44.6	-212.0	0.6	-24.2
天味食品	4.6	33.7	27.7	21.0	44.1	39.9	1.8	37.2
佳隆股份	-0.4	18.4	29.0	305.0	-1106.3	68.7	0.0	226.9
ST 加加	-1.9	-140.6	1239.5	-510.0	-81.1	-149.5	0.1	-49.0
仲景食品	1.7	36.7	132.6	8.9	28.5	36.6	0.5	30.1
润普食品	0.1	-86.5	-67.7	-69.4	-81.2	-149.3	0.0	-31.8
莲花健康	1.3	181.3	43.2	69.1	162.8	1451.7	0.5	134.5
星湖科技	6.8	11.4	-34.2	-51.6	186.3	74.4	2.5	108.7
安记食品	0.3	124.7	357.3	5.9	25.3	210.0	0.1	-49.5
日辰股份	0.6	10.5	-21.5	10.0	11.6	54.9	0.1	21.1
三元生物	0.6	-64.0	-87.6	-54.8	-73.9	37.3	0.2	210.5
朱老六	0.2	-65.8	4.4	-60.5	-63.4	-132.2	0.1	3.0

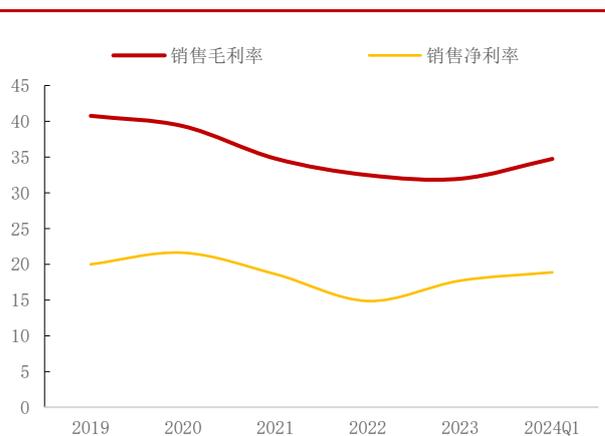
资料来源：同花顺，东莞证券研究所

4.2 调味品板块 2024Q1 盈利能力提升

2023 年调味品板块毛利率同比下降。2023 年调味品板块虽然在成本端压力有所缓解，但消费弱复苏，板块处于消化库存阶段，叠加部分公司经营改革，板块毛利率同比下降 0.5 个百分点至 32.0%。费用方面，部分公司费用节奏存在调整，2023 年调味品板块销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 8.0%/3.7%/-1.2%，同比分别 +0.1pct/+0.4pct/+0.2pct。考虑到中炬高新诉讼案件达成和解，调味品板块 2023 年净利率为 17.7%，同比增加 2.8 个百分点。

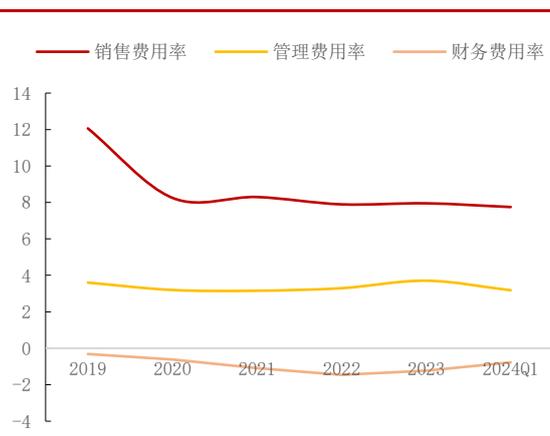
成本下行、改革成效渐显等因素催化，调味品板块 2024Q1 盈利能力同比提升。2024 年调味品成本延续下行态势，叠加部分公司改革成效渐显、费用管控效果增加等因素催化，调味品板块盈利能力同比提升。2024Q1，调味品板块实现毛利率 34.7%，同比增加 0.7 个百分点；净利率 18.9%，同比增加 0.7 个百分点。

图 21：2019-2024Q1SW 调味品板块毛利率与净利率 (%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 22：2019-2024Q1SW 调味品板块期间费用率 (%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

在调味品上市公司中，多数调味品企业 2024Q1 盈利能力提升。2023 年调味品公司的盈利水平仍承压。其中，海天味业 2023 年实现毛利率 34.7%，同比下降 0.9 个百分点，主要系公司高端酱油占比下降叠加部分品类毛利率下滑所致。从今年一季度的情况看，在成本、改革等出现边际改善的背景下，除千禾味业、加加等少数公司今年一季度毛利率净利率同比下降外，其余公司的盈利能力均有所提升。千禾味业的盈利水平在今年一季度有所下滑主要受产品结构调整，低毛利产品占比提升所致。

表 15：2023-2024Q1SW 调味品板块上市公司毛利率与净利率 (%)

公司名称	2023 年 毛利率	2023Q4 毛利率	变动 百分点	24Q1 毛利率	变动 百分点	23 年 净利率	23Q4 净利率	变动 百分点	24Q1 净利率	变动 百分点
海天味业	34.7	32.3	-1.7	37.3	0.4	23.0	22.1	-1.5	25.1	0.4
中炬高新	32.7	33.1	1.5	37.0	5.6	33.8	250.8	323.1	17.6	6.0
千禾味业	37.1	35.4	-4.4	36.0	-3.1	16.5	16.4	-1.4	17.3	-0.4
恒顺醋业	33.0	33.6	1.6	41.4	6.3	3.8	-11.3	-7.2	11.7	0.0
天味食品	37.9	40.3	6.3	44.1	3.4	14.8	15.9	3.5	20.9	4.2
佳隆股份	20.3	2.3	-17.3	26.0	5.8	-17.2	-29.5	104.5	3.2	5.5
ST 加加	18.7	13.3	-11.3	24.5	1.0	-13.2	-70.5	-54.1	1.1	-1.8
仲景食品	41.6	41.6	7.0	44.5	4.4	17.3	12.5	2.0	18.6	1.0
润普食品	10.7	4.9	-15.0	11.8	-2.4	1.9	-5.3	-14.0	3.1	-1.4
莲花健康	17.1	18.4	1.4	24.5	8.7	6.2	7.0	8.0	8.8	3.9
星湖科技	14.0	17.8	0.9	15.3	3.4	3.9	4.1	-2.4	6.0	3.1
安记食品	16.8	20.6	4.8	15.8	-2.0	4.9	1.8	3.3	4.8	-4.4
日辰股份	38.8	37.6	-0.5	38.3	-0.4	15.7	15.9	3.2	14.1	0.7
三元生物	3.1	9.0	14.3	8.8	12.6	11.8	11.6	0.4	12.6	5.9
朱老六	25.0	15.7	-8.6	28.4	-5.2	9.1	-8.0	-24.4	15.7	-1.3

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 16：2023-2024Q1SW 调味品板块上市公司期间费用率 (%)

公司名称	23 年 期间费用率	23Q4 销售费用率	变动 百分点	23Q4 管理费用率	变动 百分点	23Q4 财务费用率	变动 百分点	24Q1 期间费用率	变动 百分点
海天味业	8.0	4.9	-0.7	2.7	0.9	-3.5	0.6	8.2	0.1
中炬高新	19.6	10.7	0.7	11.2	5.8	-0.2	0.0	16.9	-1.3
千禾味业	17.9	11.9	-0.5	3.3	0.4	-0.6	-0.2	16.0	-2.1
恒顺醋业	27.2	35.8	14.6	6.1	-0.7	-0.2	-0.6	27.8	7.5
天味食品	22.3	18.5	4.0	5.5	-1.1	-0.3	0.2	22.9	1.4
佳隆股份	18.2	6.9	-3.2	0.9	-27.7	-2.7	1.4	16.2	-0.5
ST 加加	28.2	31.4	14.8	22.8	7.2	0.2	0.2	22.2	2.8
仲景食品	21.6	17.1	2.6	6.4	0.9	-1.7	-1.0	22.1	5.2
润普食品	8.2	3.6	1.5	4.4	0.7	-0.4	-0.7	6.1	-2.8
莲花健康	9.0	5.3	1.6	3.9	-0.9	-1.2	-1.4	12.3	3.3
星湖科技	7.6	2.1	0.5	4.8	1.3	0.4	-1.6	6.8	-0.1
安记食品	9.4	7.3	1.0	3.8	-0.1	0.1	-0.5	8.8	-0.6
日辰股份	20.8	9.9	0.1	6.5	-3.5	0.8	0.2	22.5	-1.1
三元生物	12.8	1.3	-0.1	3.1	-2.0	-0.3	5.4	9.9	-2.4
朱老六	13.1	10.8	5.3	8.7	3.5	-1.8	1.3	7.0	-3.5

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

5. 乳品板块：需求弱复苏，成本压力趋缓

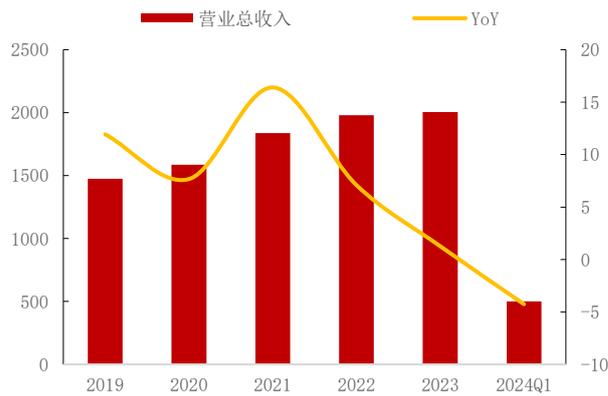
5.1 乳品板块需求弱复苏，利润增速快于营收

乳品板块 2023 年营业总收入实现个位数增长，归母净利润实现双位数增长。2023 年乳品板块(SW 乳品共 20 家样本公司, 下同)实现营业总收入 2003.8 亿元, 同比增长 1.3%; 实现归母净利润 130.0 亿元, 同比增长 22.8%。单季度看, 由于今年春节时间较晚, 备货错期使乳品板块 2023 年四季度营收增速下滑。2023Q4, 乳品板块实现营业总收入 461.7 亿元, 同比下降 3.1%。受费用结构、税金、一次性收入等因素影响, 乳品板块 2023 年四季度实现归母净利润 16.7 亿元, 同比增长 44.2%。

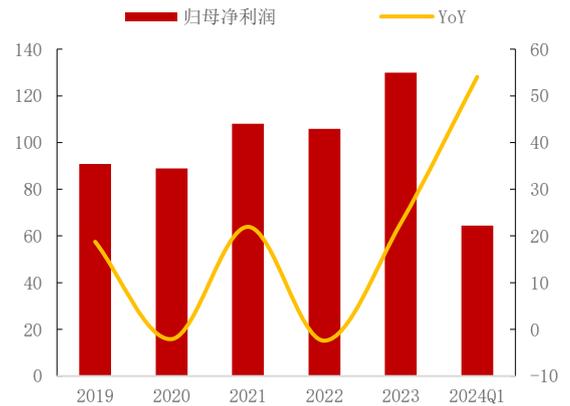
2024Q1 乳品板块需求弱复苏。今年春节乳品动销表现良性, 3 月节后淡季需求环比回落, 乳品板块一季度呈现弱复苏态势。2024Q1, 乳品板块实现营业总收入 500.1 亿元, 同比下降 4.3%。今年以来生鲜乳价格持续下行, 叠加伊利一次性投资收益, 乳品板块实现归母净利润 64.5 亿元, 同比增长 54.1%。

图 23：2019-2024Q1SW 乳品板块营业总收入与增速（亿元，%）

图 24：2019-2024Q1SW 乳品板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 17：2023-2024Q1SW 乳品板块业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入（亿元）	营业总收入 YoY	归母净利润（亿元）	归母净利润 YoY
2023Q1	522.5	5.8	41.8	1.8
2023Q2	522.6	1.6	37.2	20.7
2023Q3	497.1	0.6	34.3	53.0
2023Q4	461.7	-3.1	16.7	44.2
2024Q1	500.1	-4.3	64.5	54.1

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

乳品公司业绩表现分化。受产品、渠道结构不同等因素影响，乳品公司业绩表现分化。伊利股份作为乳品龙头，春节备货错期使公司 2023Q4 业绩下降。今年春节，伊利动销表现良性，3 月需求有所回落。2024Q1 伊利实现营业总收入 325.8 亿元，同比下降 2.6%；实现归母净利润 59.2 亿元，同比增长 63.8%。公司归母净利润实现较快增长主要系公司出售煤炭子公司，增厚投资收益。若剔除该项，2024Q1 伊利扣非归母净利润为 37.3 亿元，同比增长 8.0%。

表 18：2023-2024Q1SW 乳品板块上市公司营收情况（亿元，%）

公司名称	2023 年 营业总收入	YoY	2023Q1 YoY	2023Q2 YoY	2023Q3 YoY	2023Q4 YoY	2024Q1 营业总收入	YoY
伊利股份	1261.8	2.4	7.7	1.1	2.7	-1.8	325.8	-2.6
光明乳业	264.9	-6.1	-2.4	-1.3	-6.4	-14.8	64.2	-9.2
新乳业	109.9	9.8	8.8	12.7	7.3	10.6	26.1	3.7
三元股份	78.4	-1.4	0.5	-0.9	-7.1	2.6	20.4	-5.2
妙可蓝多	40.5	-16.2	-20.5	-20.2	-18.3	-2.6	9.5	-7.1
皇氏集团	28.9	0.1	45.8	19.4	-29.5	-22.2	4.8	-41.8
佳禾食品	28.4	17.0	22.8	56.3	13.9	-5.6	5.4	-15.6
天润乳业	27.1	12.6	16.3	9.8	12.2	13.0	6.4	1.5
一鸣食品	26.4	8.7	4.0	13.0	7.2	10.1	6.4	11.1
贝因美	25.3	0.8	10.7	-6.4	-3.0	2.1	7.2	2.3
燕塘乳业	19.5	4.0	10.9	4.3	1.6	0.7	3.8	-11.6
均瑶健康	16.3	65.7	102.8	117.8	94.7	-13.7	4.0	-11.1

骑士乳业	12.6	32.6	30.1	36.9	49.1	23.2	2.4	7.2
品渥食品	11.2	-27.0	-10.9	-30.4	-33.8	-28.5	2.1	-23.8
西部牧业	11.2	-15.2	-4.9	-10.6	-13.9	-29.5	2.4	-16.2
庄园牧场	9.6	-9.0	2.6	-8.6	-16.6	-11.8	2.3	-10.0
海融科技	9.5	10.0	11.7	14.5	2.2	12.0	2.5	5.8
熊猫乳品	9.5	6.2	11.3	25.7	-1.7	-3.8	1.8	-14.0
麦趣尔	7.1	-28.3	-49.4	-53.3	36.9	22.5	1.5	-12.3
阳光乳业	5.7	0.1	-2.8	6.4	-5.4	1.6	1.1	-6.4

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 19：2023-2024Q1SW 乳品板块上市公司归母净利润情况（亿元，%）

公司名称	2023 年 归母净利润	YoY	2023Q1 YoY	2023Q2 YoY	2023Q3 YoY	2023Q4 YoY	2024Q1 归母净利润	YoY
伊利股份	104.3	10.6	2.7	2.9	59.4	-23.5	59.2	63.8
光明乳业	9.7	168.2	13.1	30.1	-117.4	7423.2	1.7	-8.1
新乳业	4.3	19.3	40.6	20.5	19.1	-2.1	0.9	46.9
三元股份	2.4	502.4	0.4	237.2	8.9	117.2	0.7	73.3
妙可蓝多	0.6	-53.9	-67.1	-92.5	-54.4	588.4	0.4	70.6
皇氏集团	0.7	460.1	-93.6	963.6	1.2	-135.8	0.1	5.8
佳禾食品	2.6	123.4	267.2	341.1	162.5	-5.8	0.5	-27.7
天润乳业	1.4	-27.7	55.6	-2.5	-63.7	-101.1	0.0	-91.7
一鸣食品	0.2	117.2	111.5	178.2	359.9	79.8	0.1	126.4
贝因美	0.5	127.0	-39.1	40.3	285.6	99.1	0.2	80.7
燕塘乳业	1.8	81.6	41.8	85.3	70.4	143.1	0.2	-42.9
均瑶健康	0.6	-25.0	30.9	-12.5	4.0	-1046.5	0.3	9.3
骑士乳业	0.9	31.0	-30.6	-7.6	147.3	193.5	0.2	-4.2
品渥食品	-0.7	-754.9	-393.2	-551.9	-1735.3	39.5	0.0	79.3
西部牧业	-0.6	-594.4	-4.7	-90.6	-1078.0	-2644.9	0.0	-296.0
庄园牧场	-0.8	-233.7	-44.1	-1041.6	-87.3	-309.0	-0.4	-808.0
海融科技	0.9	-4.1	-27.0	26.6	-33.8	58.2	0.4	53.0
熊猫乳品	1.1	104.1	62.9	154.2	102.0	101.8	0.3	38.6
麦趣尔	-1.0	72.3	-310.2	83.6	81.4	4.0	-0.3	-294.6
阳光乳业	1.2	4.4	-10.7	30.0	-12.2	15.0	0.2	-2.0

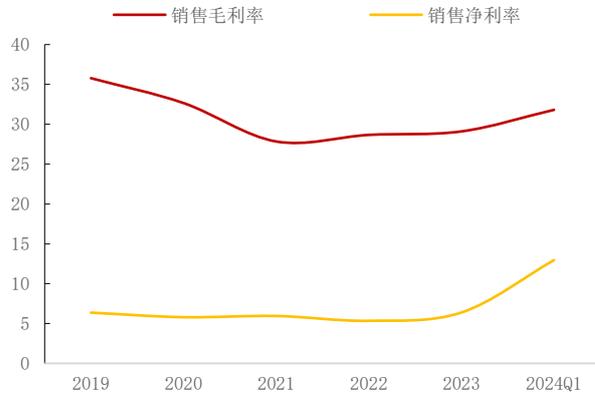
资料来源：同花顺，东莞证券研究所

5.2 乳品板块盈利水平提高

乳品板块 2023 至 2024Q1 盈利水平提高。2023 年以来，乳品需求弱复苏，但生鲜乳等原材料价格持续下行，带动乳品板块毛利率提高。2023 年/2024Q1，乳品板块的毛利率分别为 29.1%/31.8%，同比分别+0.4pct/+1.8pct。费用方面，乳品板块 2023 年积极控费，费用结构有所优化，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 16.3%/4.2%/0.3%，同比分别-0.6pct/-0.1pct/+0.1pct。今年一季度，部分乳品公司加大促销力度，销售费用率与管理费用率分别增加 1.0 个百分点与 0.3 个百分点至 16.9%与 4.5%。综合毛利率与

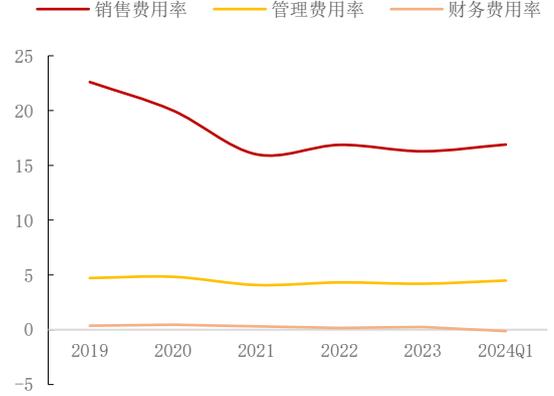
费用率的情况，2023 年/2024Q1 乳品板块的净利率分别为 6.4%/13.0%，同比分别 +1.0pct/+4.8pct。

图 25:2019-2024Q1SW 乳品板块毛利率与净利率(%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 26:2019-2024Q1SW 乳品板块期间费用率(%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

在乳品上市公司中，生鲜乳价格下降使多数乳企盈利水平提高。伊利股份 2024Q1 实现毛利率 35.8%，同比增加 2.0 个百分点；实现净利率 18.3%，同比增加 7.5 个百分点。公司净利率同比增幅较大主要系公司出售煤炭子公司增厚业绩所致。

表 20：2023-2024Q1SW 乳品板块上市公司毛利率与净利率 (%)

公司名称	2023 年 毛利率	2023Q4 毛利率	变动 百分点	24Q1 毛利率	变动 百分点	23 年 净利率	23Q4 净利率	变动 百分点	24Q1 净利率	变动 百分点
伊利股份	32.6	31.5	0.3	35.8	2.0	8.2	3.2	-1.1	18.3	7.5
光明乳业	19.7	23.2	3.7	19.6	-0.3	3.1	8.9	9.0	2.3	-1.1
新乳业	26.9	25.2	3.5	29.4	2.3	4.0	1.7	-0.2	3.6	1.1
三元股份	23.0	21.5	-2.3	23.8	-0.3	2.8	1.1	5.4	4.0	3.4
妙可蓝多	29.2	25.0	-8.3	33.1	0.4	2.0	3.0	2.8	4.3	1.0
皇氏集团	18.7	15.5	1.7	23.4	5.2	2.5	-16.9	-9.6	1.0	0.4
佳禾食品	18.0	16.6	1.1	18.0	1.0	9.0	6.8	-0.1	8.6	-1.3
天润乳业	19.1	17.6	-0.1	16.4	-3.6	5.2	-0.9	-8.5	0.1	-9.0
一鸣食品	30.5	31.6	5.1	30.6	1.3	0.8	-1.9	8.5	1.6	0.8
贝因美	47.1	47.2	-3.0	44.3	0.3	2.3	0.0	35.3	3.4	1.4
燕塘乳业	26.0	21.8	0.1	24.3	-1.1	9.2	7.9	4.2	4.3	-2.2
均瑶健康	24.4	22.9	-26.6	29.5	6.9	4.0	-8.2	-4.6	6.5	0.9
骑士乳业	19.0	12.0	-0.6	29.8	8.5	8.1	6.1	4.4	7.7	-0.5
品渥食品	14.1	15.1	-2.5	21.5	11.0	-6.5	-1.2	0.2	-2.2	5.8
西部牧业	13.1	11.8	-6.8	16.7	0.8	-2.9	-14.1	-17.6	-1.4	-4.6
庄园牧场	18.9	20.5	3.3	8.8	-13.6	-8.5	-26.6	-37.8	-19.8	-22.4
海融科技	35.1	37.1	6.3	38.0	3.7	9.4	9.5	2.8	14.1	4.4
熊猫乳品	23.1	22.3	4.2	28.9	8.0	11.2	11.0	5.7	14.5	6.1
麦趣尔	17.8	15.8	10.0	15.0	-9.1	-13.9	-20.4	4.3	-21.1	-16.4
阳光乳业	36.4	37.8	4.2	34.7	2.5	19.9	13.9	2.0	18.1	-0.1

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 21：2023-2024Q1SW 乳品板块上市公司期间费用率（%）

公司名称	23 年 期间费用率	23Q4 销售费用率	变动 百分点	23Q4 管理费用率	变动 百分点	23Q4 财务费用率	变动 百分点	24Q1 期间费用率	变动 百分点
伊利股份	22.6	18.7	-0.3	4.4	-0.7	0.4	0.3	22.6	1.1
光明乳业	16.6	10.6	-2.4	3.8	0.1	1.2	0.6	16.2	0.2
新乳业	21.5	15.9	3.8	4.2	-0.2	1.9	0.4	23.6	1.6
三元股份	22.1	12.7	1.6	5.7	0.1	-0.2	-1.7	21.6	-3.2
妙可蓝多	28.6	21.1	-9.9	-2.6	-2.1	0.9	0.9	29.6	-1.4
皇氏集团	24.1	15.1	6.5	6.6	0.9	5.0	1.6	24.8	4.3
佳禾食品	6.7	3.7	1.5	2.5	0.9	0.1	-0.2	9.2	3.1
天润乳业	10.6	5.2	1.9	4.7	0.3	0.7	1.2	12.3	2.3
一鸣食品	28.6	23.8	4.6	4.6	-3.6	1.7	-0.1	27.5	-0.5
贝因美	41.2	28.7	-11.5	9.7	2.1	-0.9	-1.9	38.1	-0.6
燕塘乳业	16.2	10.9	-0.8	5.5	-3.3	0.1	-0.3	19.1	2.7
均瑶健康	20.4	15.6	-21.7	13.9	-1.5	-0.5	2.1	20.8	4.6
骑士乳业	11.5	0.7	0.0	6.8	1.2	3.0	-0.1	14.4	2.6
品渥食品	22.9	15.4	-1.8	1.0	-0.4	-1.8	-1.9	25.3	1.8
西部牧业	11.7	6.1	1.7	9.7	3.3	0.8	0.4	10.9	0.0
庄园牧场	19.1	9.3	4.9	6.1	0.7	3.5	1.8	27.1	8.1
海融科技	25.6	14.5	-0.9	7.8	0.1	0.2	0.5	22.8	-1.1
熊猫乳品	10.9	4.0	-2.5	5.0	2.7	-0.1	0.1	12.6	1.1
麦趣尔	29.6	15.9	5.6	15.2	-2.6	0.6	0.8	28.5	-0.6
阳光乳业	13.5	9.2	0.1	7.2	-1.1	-3.0	0.7	13.8	1.9

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

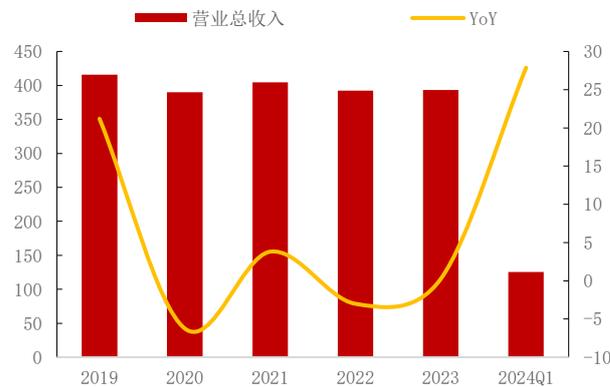
6. 零食板块：2024Q1 业绩亮眼，红利持续释放

6.1 零食板块 2024Q1 业绩表现亮眼

2023 年零食板块营收微增，归母净利润实现双位数增长。2023 年零食板块（SW 零食共 10 家样本公司，下同）实现营业总收入 393.4 亿元，同比增长 0.2%；实现归母净利润 24.1 亿元，同比增长 23.6%。分季度看，去年四季度受春节错配影响，2023Q4 零食板块营收微增 1.0%至 117.0 亿元。得益于部分零食原材料成本下降，叠加规模效应等因素影响，2023Q4 零食板块归母净利润同比增加 65.5%至 6.9 亿元。

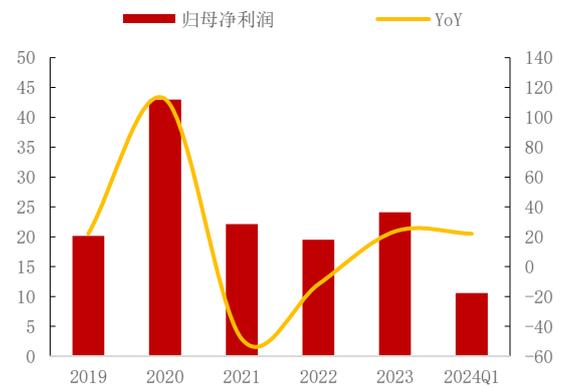
零食板块 2024Q1 业绩表现亮眼。今年春节，返乡、送礼等消费场景带动零食礼盒动销良好，节后仍存在补货情况，今年一季度零食公司业绩表现亮眼。2024Q1，零食板块实现营业总收入 125.6 亿元，同比增长 27.9%；实现归母净利润 10.6 亿元，同比增长 22.0%。

图 27：2019-2024Q1SW 零食板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 28：2019-2024Q1SW 零食板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 22：2023-2024Q1SW 零食板块业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入 (亿元)	营业总收入 YoY	归母净利润 (亿元)	归母净利润 YoY
2023Q1	98.2	-12.7	8.7	24.5
2023Q2	79.1	4.1	3.3	-3.3
2023Q3	99.2	12.5	5.3	5.7
2023Q4	117.0	1.0	6.9	65.5
2024Q1	125.6	27.9	10.6	22.0

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

多数零食公司 2024Q1 业绩优异。2023 年零食公司表现可圈可点，盐津铺子 2023 年顺利收官，电商渠道表现优异，新品亦实现较快增长。三只松鼠、劲仔食品、甘源食品积极推动产品渠道结构升级，2023Q4 业绩增速较快。洽洽食品去年四季度有所承压，主要系春节跨期对公司的发货节奏产生一定影响。步入 2024 年，春节期间零食动销亮眼，多数龙头零食企业业绩均实现双高位数增长。良品铺子由于调整仍在延续，今年一季度业绩增长存在压力。

表 23：2023-2024Q1SW 零食板块上市公司营收情况（亿元，%）

公司名称	2023 年 营业总收入	YoY	2023Q1 YoY	2023Q2 YoY	2023Q3 YoY	2023Q4 YoY	2024Q1 营业总收入	YoY
三只松鼠	71.1	-2.4	-38.5	-3.1	38.6	29.2	36.5	91.8
洽洽食品	68.1	-1.1	-6.7	8.3	5.1	-6.9	18.2	36.4
良品铺子	80.5	-14.8	-18.9	-18.0	-4.5	-16.0	24.5	2.8
盐津铺子	41.2	42.2	55.4	57.6	46.2	20.2	12.2	37.0
劲仔食品	20.7	41.3	68.4	35.2	45.9	26.5	5.4	23.6
甘源食品	18.5	27.4	22.2	48.1	37.3	10.9	5.9	49.8
来伊份	39.8	-9.2	-7.8	-10.0	-4.8	-14.0	10.6	-12.5
黑芝麻	26.8	-11.3	-9.2	-1.5	-4.8	-23.5	4.6	-25.7
好想你	17.3	23.4	11.4	17.5	8.6	49.8	4.9	19.1
有友食品	9.7	-5.7	-12.5	11.2	11.5	-27.6	2.8	18.0

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 24：2023-2024Q1SW 零食板块上市公司归母净利润情况（亿元，%）

公司名称	2023 年 归母净利润	YoY	2023Q1 YoY	2023Q2 YoY	2023Q3 YoY	2023Q4 YoY	2024Q1 归母净利润	YoY
三只松鼠	2.2	69.9	18.7	52.0	40.9	39.7	3.1	60.8
洽洽食品	8.0	-17.8	-14.4	-37.5	-13.5	-15.1	2.4	35.1
良品铺子	1.8	-46.3	59.8	-59.5	-97.9	-122.9	0.6	-58.0
盐津铺子	5.1	67.8	81.7	98.9	67.3	32.6	1.6	43.1
劲仔食品	2.1	68.2	95.7	20.2	48.4	122.6	0.7	87.7
甘源食品	3.3	107.8	145.0	246.5	95.3	67.0	0.9	65.3
来伊份	0.6	-44.1	-23.0	-193.6	-25.2	67.6	0.6	-13.9
黑芝麻	0.4	130.7	62.3	1684.5	1404.9	99.3	0.0	-69.1
好想你	-0.5	72.6	43.2	-389.6	59.5	91.9	0.1	2.6
有友食品	1.2	-24.4	121.4	-16.8	-40.2	-79.7	0.4	-8.8

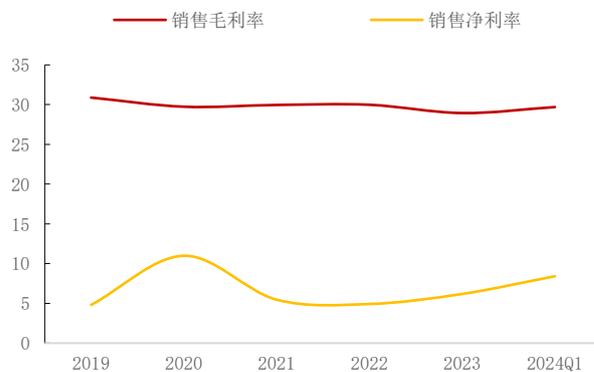
资料来源：同花顺，东莞证券研究所

6.2 零食公司盈利能力表现不一

2023 年零食板块毛利率同比下降，净利率有所提升。由于各零食公司经营产品、原材料价格等方面存在差异，叠加部分公司对产品价格进行调整，2023 年零食板块毛利率为 28.9%，同比下降 1.0 个百分点。费用方面，2023 年随着渠道结构改革成效逐步显现，零食板块费用结构有所优化，销售费用率/管理费用率分别为 15.8%/5.5%，同比分别-1.3%/-0.2%。综合影响，2023 年零食板块净利率为 6.2%，同比增加 1.3 个百分点。

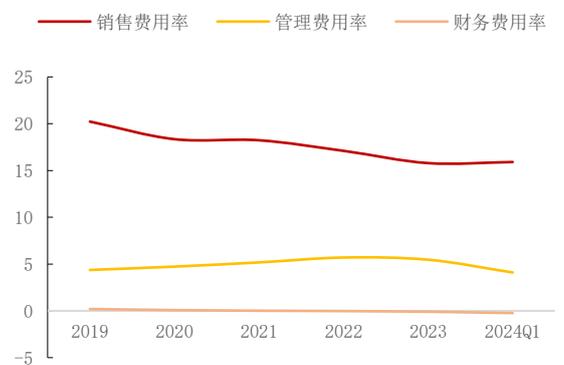
春节促销加大，2024Q1 零食板块净利率同比下滑。今年春节，为进一步提高市场竞争力，各零食企业纷纷加大促销力度，费用投放有所增加。2024Q1，零食板块毛利率为 29.7%，同比下降 0.9 个百分点；销售费用率/管理费用率分别为 15.9%/4.1%，同比分别+0.5%/-1.3%。综合影响，2024Q1 年零食板块净利率为 8.4%，同比下降 0.4 个百分点。

图 29：2019-2024Q1SW 零食板块毛利率与净利率(%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 30：2019-2024Q1SW 零食板块期间费用率(%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

零食公司经营存在差异，使不同公司盈利水平表现分化。三只松鼠积极布局高端性价比，2024Q1 毛利率同比下滑 0.9 个百分点至 27.4%。劲仔食品受益于鹌鹑蛋、鱼干等成本下降，2024Q1 毛利率同比增加 4.0 个百分点至 30.0%。良品铺子于 2023 年 11 月对部分产品进行降价，2024Q1 毛利率同比下降 2.7 个百分点至 26.4%。

表 25：2023–2024Q1SW 零食板块上市公司毛利率与净利率（%）

公司名称	2023 年 毛利率	2023Q4 毛利率	变动 百分点	24Q1 毛利率	变动 百分点	23 年 净利率	23Q4 净利率	变动 百分点	24Q1 净利率	变动 百分点
三只松鼠	23.3	20.8	-3.8	27.4	-0.9	3.1	2.0	0.2	8.5	-1.6
洽洽食品	26.8	29.3	-5.3	30.4	1.9	11.8	12.8	-1.3	13.2	-0.1
良品铺子	27.7	25.4	-0.4	26.4	-2.7	2.2	-0.6	-2.5	2.5	-3.7
盐津铺子	33.5	31.1	-0.2	32.1	-2.5	12.5	9.9	0.9	13.1	0.5
劲仔食品	28.2	32.6	7.9	30.0	4.0	10.3	13.5	6.1	13.8	4.8
甘源食品	36.2	36.0	1.1	35.4	-1.0	17.8	21.5	7.2	15.6	1.5
来伊份	42.2	41.4	0.4	41.5	-1.6	1.6	5.9	3.1	5.8	0.0
黑芝麻	23.6	29.7	6.0	20.3	1.4	2.1	0.9	15.5	0.5	-1.1
好想你	25.7	25.5	6.7	29.4	2.7	-3.3	-2.0	32.4	2.5	-0.3
有友食品	29.4	24.8	-9.5	31.4	-2.4	12.0	4.9	-12.5	15.7	-4.6

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 26：2023–2024Q1SW 零食板块上市公司期间费用率（%）

公司名称	23 年 期间费用率	23Q4 销售费用率	变动 百分点	23Q4 管理费用率	变动 百分点	23Q4 财务费用率	变动 百分点	24Q1 期间费用率	变动 百分点
三只松鼠	21.0	16.3	-0.4	2.5	-1.9	0.1	-0.2	17.8	-1.0
洽洽食品	13.2	9.0	-2.9	2.8	-1.5	-0.2	-0.4	15.1	-0.6
良品铺子	25.5	20.6	1.4	6.0	1.1	-0.1	0.2	22.3	-0.1
盐津铺子	19.3	13.2	0.4	4.8	0.9	0.4	0.3	18.8	-2.4
劲仔食品	16.3	9.0	-2.0	4.7	1.8	-0.4	0.2	17.3	0.5
甘源食品	15.7	11.1	-1.9	3.2	0.4	-0.8	-0.3	17.1	-1.4
来伊份	41.5	27.0	-0.2	10.2	-0.7	0.5	0.3	36.6	0.1
黑芝麻	18.3	8.8	-1.3	7.7	3.5	2.4	0.6	18.0	1.5
好想你	28.6	17.3	-6.3	7.1	-0.2	-1.1	1.6	28.3	1.9
有友食品	17.6	14.8	5.6	8.2	4.5	0.0	-0.3	15.6	1.9

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

7. 投资策略

维持对行业的超配评级。白酒板块：从白酒企业公布的业绩数据来看，内部表现呈现分化。高端白酒确定性高，业绩稳健增长。次高端白酒商务宴席弱复苏，业绩表现分化。区域白酒受送礼、送亲访友、宴席等因素催化，业绩表现较好。二季度是白酒的消费淡季，酒企以控货挺价为主，后续需持续跟踪动销、库存等指标，长期需要进一步结合经济复苏进度等情况进行判断。标的方面，建议关注确定性强的高端白酒贵州茅台（600519）、五粮液（000858）与泸州老窖（000568）；次高端与区域白酒可以关注动销和库存表现较好的山西汾酒（600809）、古井贡酒（000596）等。**大众品板块：**大众品板块业绩表现延续分化态势。业绩具备确定性、存在边际改善预期、高性价比的板块可重点关注。啤酒板块关注旺季低基数下销量或回暖、成本下行等边际改善机会。调味品板块今年一季度业绩有所改善，可以重点关注餐饮消费力修复、成本等边际改善预期。乳品龙头动销良性，生鲜乳成本压力趋缓，需持续关注后续需求。零食公司今年春节动销超预期，多数龙头一季度业绩表现亮眼，板块具备一定景气性，持续关注改革红利。标的方面，可重点关注青岛啤酒（600600）、海天味业（603288）、伊利股份（600887）、三只松鼠（300783）等。

表 27：重点公司盈利预测及投资评级（2024/5/8）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
600519	贵州茅台	1764.0	59.5	69.7	81.4	29.7	25.3	21.7	买入	维持
000858	五粮液	155.0	7.8	8.8	9.8	19.9	17.6	15.8	买入	维持
000568	泸州老窖	191.0	9.0	11.0	13.2	21.2	17.4	14.5	买入	维持
600809	山西汾酒	268.7	8.6	10.8	13.2	31.4	24.9	20.4	买入	维持
000596	古井贡酒	277.5	8.7	11.1	13.9	32.0	25.0	20.0	买入	维持
603589	口子窖	42.8	2.9	3.3	3.8	14.9	13.0	11.3	买入	维持
603369	今世缘	56.9	2.5	3.1	3.7	22.6	18.4	15.4	买入	维持
603288	海天味业	39.1	1.0	1.2	1.4	38.7	32.6	27.9	买入	维持
600872	中炬高新	28.8	2.2	1.0	1.3	13.1	28.8	22.1	买入	维持
603027	千禾味业	16.9	0.5	0.6	0.8	31.5	28.1	21.1	买入	维持
600600	青岛啤酒	86.8	3.1	3.7	4.2	27.7	23.5	20.7	买入	维持
000729	燕京啤酒	9.9	0.2	0.3	0.4	43.4	33.1	24.9	买入	维持
600887	伊利股份	28.2	1.6	2.0	2.0	17.2	14.1	14.1	买入	维持
603345	安井食品	96.0	5.0	5.9	7.0	19.1	16.3	13.7	买入	维持
300783	三只松鼠	26.6	0.6	0.9	1.2	48.4	29.6	22.2	买入	维持
002847	盐津铺子	75.2	2.6	3.5	4.5	28.5	21.5	16.7	买入	维持
003000	劲仔食品	14.6	0.5	0.7	0.9	30.6	20.9	16.2	买入	维持

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

8. 风险提示

- （1）**原材料价格波动风险**。行业原材料价格存在波动的风险，若原材料价格上涨幅度较大，将增加企业的成本压力，进而对业绩产生一定影响。
- （2）**产品提价不及预期**。后续若受终端需求不景气等因素扰动，企业提价节奏或将受到影响。
- （3）**渠道开展不及预期**。为扩大市场竞争力，行业中的公司积极进行渠道布局，扩张全国业务区域。若后续受疫情、经销商等因素影响而不能顺利开拓销售市场，将一定程度上影响公司渠道扩张进展。
- （4）**行业竞争加剧**。目前我国食品饮料行业中的部分子板块市场竞争格局相对分散，市场竞争较为激烈。市场竞争加剧或一定程度上影响市场竞争格局，进而影响行业盈利水平。
- （5）**食品安全风险**。食品安全问题是社会普遍关注的重要问题之一。若板块发生食品安全及品质问题，将对行业产生一定的负面影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgza.com.cn