

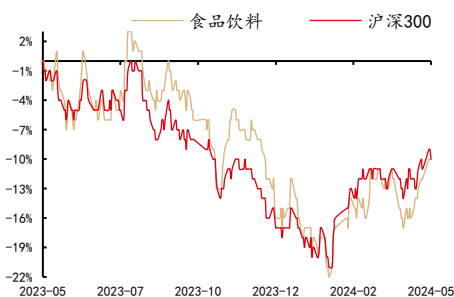
1 行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	19987.61
52周最高	22805.31
52周最低	17400.65

行业相对指数表现(相对值)



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:华夏霖
SAC 登记编号:S1340522090003
Email:huaxialin@cnpsec.com
分析师:杨逸文
SAC 登记编号:S1340522120002
Email:yangyiwen@cnpsec.com

近期研究报告

《户外场景催化软饮需求，关注高分红/有潜力提高分红标的》 - 2024.04.22

食品饮料 2023 年报 & 2024 年一季报总结

白酒竞争格局愈发清晰下强者更强，零食&饮料景气度较好，啤酒/乳品利润端超预期

● 投资要点

2023 年食品饮料行业总体保持了中高个位数增长，除食品加工外其他板块都实现了整体增长。1) 白酒板块表现最为亮眼，收入与利润齐增。2) 饮料乳品中软饮料景气度高、收入利润均实现了双位数增长，乳品表现相对较弱。3) 食品加工的子版块中，肉制品收入及利润同降，屠宰类企业整体承压，预加工食品和保健品都有一定增长。4) 非白酒中，啤酒产业产品升级带动行业利润快速增长。5) 休闲食品中零食板块行业竞争激烈、利润有较大回升，烘焙食品随市场需求改善收入端明显回暖，熟食利润弹性来源于原材料价格回落、需求端保持平稳。6) 调味品利润端受基数效应影响下利润有所恢复。

2024 年一季度食品饮料行业整体维持增长，白酒、休闲食品表现亮眼。1) 白酒行业竞争格局越来越清晰，跑出竞争优势的品牌获得较好质量的开门红。行业跟随去年 10 月底茅台提价后、陆续宣布提价、幅度理性，头部酒企完整春节销售期动销情况良好，批价平稳、节后库存良性。2) 啤酒板块销售淡季、结构升级延续，成本下行周期助力利润超预期。3) 饮料：功能饮料、椰子类等细分品类表现较好。乳品：利润有恢复式增长，原奶价格回落、部分乳企销售费用率逐渐回归常态。4) 零食：销售旺季，电商、量贩等新渠道动销快速增长。

从各板块具体子行业看：

白酒板块：白酒板块整体实现了稳健增长，利润增速快于收入增长。其中**高端酒** 2023 业绩达成均超年度经营计划，开年强韧稳健增长，收入利润均符合预期，24 年锚定双位数及以上目标。**次高端**表现分化加剧，**汾酒一枝独秀**，24Q1 利润超预期实现高质量开门红；**舍得/酒鬼**短期业绩承压，期待后续改善；**水井**表现平稳。**苏皖白酒**受益地区经济活力，以及理性消费下均有不同价格带产品承接，整体表现稳健增长，2024 年均实现较好开门红进度，古井迎驾今世缘更优。

大众品板块：啤酒板块成本改善逻辑有望贯穿全年，龙头旺季表现值得期待。**速冻**板块 2023 年行业竞争加剧、分化明显，该趋势延续至 24 年 Q1，兼具产品和渠道竞争力的龙头企业表现良好。**休闲零食**板块行业两极化明显，抢先布局全渠道网络、体系化产品思路打法、延伸上游供应链布局的企业在 23 年和 24Q1 实现收入利润双丰收。**连锁业态** 23 年仍处于单店修复过程中，业务发展重心从快速拓店逐渐转向单店提质。**软饮料**行业 2023 年受益人口流动带来的户外消费场景复苏，板块普遍呈现复苏态势，其中偏头部品牌以及受益礼赠、RTD 产品的公司均有较好增长。2024 年行业表现分化，头部品牌东鹏继续高增长全年实现高增确定性较强，但其他二线品牌均受不同因素影响导致营收略有疲软。**调味品**板块 2023 年整体处于平稳复苏阶段，营收整体微增，但利润表现更优。2024 年初调味品需求伴随餐饮持续复

苏稳健回升，但春节错期导致部分公司表观营收有扰动。**乳制品**行业2023年整体营收仍然疲软，但利润端受益原奶价格回落释放弹性。2024年Q1，乳企收入端普遍承压、盈利恢复先行。

关注分红比例提升、24年预期股息率上升标的：2024年养元饮品、伊利股份、重庆啤酒、洽洽食品、五粮液、贵州茅台、安井食品和青岛啤酒的预测股息率分别为**7.29%、5.22%、4.22%、3.57%、3.37%、3.32%、3.52%和3.40%**。

● 投资建议

白酒板块：继续看好贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘，积极关注五粮液、泸州老窖。

大众品板块：啤酒继续看好青岛啤酒（A&H股），关注华润啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒；速冻推荐安井食品、千味央厨；休闲零食看好盐津铺子、劲仔食品未来业绩表现；软饮料继续看好东鹏饮料、建议关注香飘飘、欢乐家；调味品看好改革落地的中炬高新；乳制品看好新乳业。

● 风险提示：

需求复苏不及预期，行业竞争加剧，食品安全，成本波动等风险。

目录

1 食品饮料总览：经营增长有韧性	6
2 白酒板块：竞争格局愈发清晰下，强者更强	7
2.1 高端白酒：超计划达成，强韧且稳健增长延续	8
2.2 次高端白酒：汾酒一枝独秀、分化加剧	10
2.3 苏皖白酒：古井/迎驾/今世缘表现较为突出	11
3 大众品：零食&饮料景气度较好，啤酒乳制品利润端超预期	13
3.1 啤酒：成本改善逻辑有望贯穿全年，龙头旺季表现值得期待	13
3.2 速冻：强竞争下行业表现进一步分化，强者恒强逻辑不变	16
3.3 休闲食品：渠道转型升级，深挖降本增效潜力	18
3.4 连锁业态：单店表现承压，盈利能力提升	21
3.5 软饮料：头部品牌强劲，第二梯队表现分化	23
3.6 调味品：行业平稳复苏，盈利端略有改善	25
3.7 乳制品：营收仍待复苏，利润弹性先行	28
4 分红角度：关注分红比例提升、24 年预期股息率上升标的	30
5 风险提示	32

图表目录

图表 1: 食品饮料（申万分类）2023 年和 2024Q1 各细分板块营收、归母净利润情况	6
图表 2: 白酒行业 2023 年度板块整体营收和归母净利润	7
图表 3: 白酒板块 2023 年预收款、销售收现情况	8
图表 4: 白酒板块 2024 年 Q1 预收款、销售收现情况	8
图表 5: 高端白酒茅五泸 2023 年度财务数据	9
图表 6: 高端白酒茅五泸 2024 年 Q1 财务数据	9
图表 7: 次高端白酒 2023 年财务数据	10
图表 8: 次高端白酒 2024 年 Q1 财务数据	10
图表 9: 苏皖白酒 2023 年财务数据	12
图表 10: 苏皖白酒 2024 年 Q1 财务数据	12
图表 11: 2012 年-2023 年啤酒板块收入利润情况	13
图表 12: 啤酒板块 2023 年财务数据	14
图表 13: 啤酒板块 2024 年 Q1 财务数据	14
图表 14: 啤酒企业 2019-2023 年吨价对比	15
图表 15: 啤酒企业 2019-2023 年吨成本对比	15
图表 16: 大麦价格走势	15
图表 17: 瓦楞纸价格走势	15
图表 18: 玻璃价格走势	15
图表 19: 铝锭价格走势	15
图表 20: 预加工板块 2012-2023 年收入和利润情况	16
图表 21: 速冻食品 2023 年财务数据对比	17
图表 22: 速冻食品 2024 年 Q1 财务数据对比	17
图表 23: 安井/三全/千味 2023 年面米制品销售及毛利率对比	18
图表 24: 零食板块 2012-2023 年收入和利润情况	18
图表 25: 休闲食品 2023 年财务数据对比	19
图表 26: 休闲食品 2024 年 Q1 财务数据对比	19
图表 27: 零食企业 2023 年电商渠道对比	20
图表 28: 主要零食企业 2020 年-2024Q1 单季度毛销差变动情况	21
图表 29: 熟食板块 2012-2023 年收入和利润情况	21
图表 30: 熟食企业 2023 年财务数据对比	22
图表 31: 熟食企业 2024 年 Q1 财务数据对比	22
图表 32: 2023 年连锁业态公司门店及单店表现情况	22
图表 33: 毛鸭价格走势（单位：元/公斤）	23
图表 34: 牛肉价格走势（单位：元/公斤）	23
图表 35: 软饮料板块 2012-2023 年收入和利润情况	23

图表 36: 软饮料行业 2023 年财务数据对比	24
图表 37: 软饮料行业 2024 年 Q1 财务数据对比	25
图表 38: 调味发酵板块 2012-2023 年收入和利润情况	26
图表 39: 调味发酵行业 2023 年财务数据对比	27
图表 40: 调味品行业 2024 年 Q1 财务数据对比	27
图表 41: 乳品板块 2012-2023 年收入和利润情况	28
图表 42: 乳品行业 2023 年财务数据对比	29
图表 43: 乳品行业 2024 年 Q1 财务数据对比	30
图表 44: 2023 年分红比例提升幅度大于 10pct 的标的梳理	31
图表 45: 2024 年预期股息率大于 3% 的标的梳理	31

1 食品饮料总览：经营增长有韧性

2023 年食品饮料行业总体保持了中高个位数增长，除食品加工外其他板块都实现了整体增长。1) 白酒板块表现最为亮眼，收入与利润齐增。2) 饮料乳品中软饮料景气度高、收入利润均实现了双位数增长，乳品表现相对较弱。3) 食品加工的子板块中，肉制品收入及利润同降，屠宰类企业整体承压，预加工食品和保健品都有一定增长。4) 非白酒中，啤酒产业产品升级带动行业利润快速增长。5) 休闲食品中零食板块行业竞争激烈、利润有较大回升，烘焙食品随市场需求改善收入端明显回暖，熟食利润弹性来源于原材料价格回落、需求端保持平稳。6) 调味品利润端受基数效应影响下利润较快增长。

图表1：食品饮料（申万分类）2023 年和 2024Q1 各细分板块营收、归母净利润情况

	2023年营业总收入 亿元	YOY	2024Q1年营业总收入 亿元	YOY	2023年归母净利润 亿元	YOY	2024Q1年归母净利润 亿元	YOY
食品饮料(申万)	10342.333	6.94%	3129.1119	6.71%	2058.861	16.93%	812.6835	15.93%
白酒	4121.1198	15.65%	1508.656	14.67%	1551.4591	18.88%	619.8663	15.75%
非白酒	819.699	6.89%	225.0443	-1.00%	85.1631	40.25%	27.7589	3.09%
啤酒	695.3404	6.16%	194.2214	-0.78%	68.4871	16.69%	22.7774	15.00%
其他酒类	124.3586	11.12%	30.8229	-2.41%	16.676	721.76%	4.9815	-30.04%
饮料乳品	2328.8103	2.74%	599.8401	-1.62%	176.9293	18.82%	85.2014	46.46%
软饮料	324.9633	13.07%	99.772	14.40%	46.9329	8.96%	20.7444	26.93%
乳品	2003.847	1.24%	500.0681	-4.29%	129.9964	22.83%	64.457	54.09%
休闲食品	755.4517	4.00%	207.8665	15.80%	51.2695	19.33%	17.3105	18.28%
零食	393.4216	0.25%	125.5695	27.87%	24.1162	23.64%	10.5611	22.02%
烘焙食品	234.7099	10.63%	53.8217	6.78%	19.6887	5.81%	4.2339	11.51%
熟食	127.3202	4.54%	28.4753	-7.86%	7.4646	53.85%	2.5155	15.20%
调味发酵品	626.0174	2.15%	179.4167	7.33%	109.7081	21.48%	33.3557	10.87%
食品加工	1691.2348	-2.53%	408.2882	-5.67%	84.3318	-25.23%	29.1905	-18.06%
肉制品	1105.5723	-8.04%	259.7449	-8.56%	33.5402	-53.95%	12.9489	-22.40%
预加工食品	402.5015	5.89%	100.1119	2.52%	28.2089	3.33%	7.4818	4.00%
保健品	183.1609	19.90%	48.4314	-5.25%	22.5828	78.60%	8.7598	-25.39%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

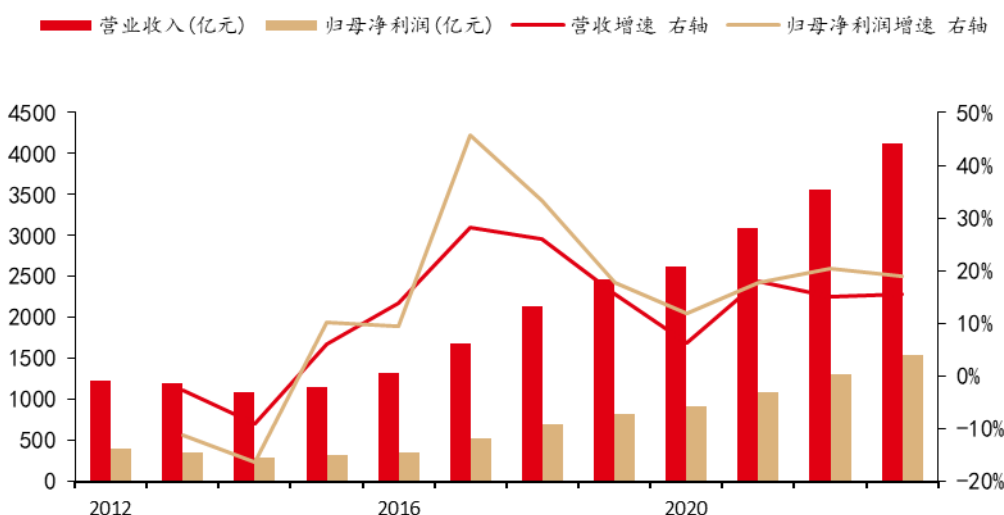
2024 年一季度食品饮料行业整体维持增长，白酒、休闲食品表现亮眼。1) 消费需求陆续恢复的外部环境下，白酒行业竞争格局越来越清晰，跑出/积累了竞争优势的品牌获得较好质量的开门红。行业跟随去年 10 月底茅台提价后、陆续宣布提价、幅度理性，理性提价的主要目的在于梳理渠道价盘、维持价盘稳定，提升渠道信心，完整春节销售期动销情况良好，头部酒企表现更优、节后库存良性。商务消费场景仍疲软，宴席场景的份额在去年婚宴高基数下、更多依赖于品牌端的竞争策略，去开辟更多其他宴席场景需求以及抢夺市场份额。2) 啤酒板块一季度销售淡季、结构升级延续，成本下行周期助力利润超预期。3) 饮料：功能

饮料、椰子类等细分品类表现较好。乳品利润有恢复式增长，原奶价格回落、部分乳企销售费用率逐渐回归常态。4) 一季度为零食销售旺季，电商、量贩等新渠道动销快速增长。

2 白酒板块：竞争格局愈发清晰下，强者更强

白酒板块整体实现了稳健增长，利润增速快于收入增长。根据申万分类，白酒板块 2023 年整体实现营业总收入 4121.12 亿元，同比+15.65%，整体实现归母净利润 1151.46 亿元，同比+18.88%。白酒板块 2024 年一季度整体实现营业总收入 1508.66 亿元，同比+14.67%，整体实现归母净利润 619.87 亿元，同比+15.75%。

图表2：白酒行业 2023 年度板块整体营收和归母净利润



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表3：白酒板块 2023 年预收款、销售收现情况

公司	预收款变动				预收款环比变动	销售收现
	2023全年同比 亿元	2023全年环比 亿元	2023全年同比 %	2023全年环比 %	23环比-22环比	同比
贵州茅台	(6.77)	67.92	(0.03)	0.54	2.18	16.35%
五粮液	(47.60)	19.01	(0.28)	0.18	-74.90	28.84%
泸州老窖	0.55	8.27	0.01	0.28	0.03	21.91%
山西汾酒	(7.28)	22.77	(0.08)	0.40	-8.66	4.94%
酒鬼酒	(2.19)	(1.40)	(0.23)	(0.16)	1.90	-26.07%
舍得酒业	1.02	(3.76)	0.08	(0.22)	-0.53	22.39%
水井坊	3.19	4.51	0.15	0.23	-0.11	7.53%
洋河股份	(24.67)	44.10	(0.16)	0.51	0.74	12.84%
古井贡酒	5.80	(32.48)	0.14	(0.41)	-0.23	19.88%
今世缘	7.49	13.47	0.19	0.39	-0.58	24.83%
口子窖	0.76	1.73	0.07	0.17	-1.63	10.99%
迎驾贡酒	0.85	2.40	0.11	0.39	0.31	17.69%
金种子酒	0.11	(1.05)	0.05	(0.31)	-1.36	-8.10%
顺鑫农业	(16.98)	3.51	(0.43)	0.18	-21.97	-28.74%
老白干酒	3.32	(4.52)	0.12	(0.13)	-2.09	14.64%
伊力特	(0.05)	(0.28)	(0.04)	(0.20)	0.27	32.78%
金徽酒	0.90	1.73	0.16	0.37	0.76	20.25%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：白酒板块 2024 年 Q1 预收款、销售收现情况

公司	预收款变动				预收款环比变动	销售收现
	2024Q1同比 亿元	2024Q1环比 亿元	2024Q1同比 %	2024Q1环比 %	24Q1环比-23Q1环比	同比
贵州茅台	26.93	(40.99)	0.21	(0.21)	33.70	29.34%
五粮液	3.63	(15.38)	0.04	(0.13)	51.23	-23.98%
泸州老窖	4.35	(3.92)	0.15	(0.10)	3.80	32.31%
山西汾酒	13.55	(9.22)	0.24	(0.12)	20.83	44.66%
酒鬼酒	(2.12)	(0.72)	(0.24)	(0.10)	0.07	-58.14%
舍得酒业	(4.48)	(0.72)	(0.26)	(0.05)	-5.50	-14.27%
水井坊	3.76	(0.75)	0.19	(0.03)	0.57	5.96%
洋河股份	(8.36)	(52.46)	(0.10)	(0.40)	16.31	25.09%
古井贡酒	0.81	33.29	0.01	0.71	-4.99	7.88%
今世缘	1.31	(12.16)	0.04	(0.25)	-6.18	8.84%
口子窖	2.00	0.27	0.20	0.02	1.24	15.46%
迎驾贡酒	0.19	(2.21)	0.03	(0.26)	-0.65	19.17%
金种子酒	(0.99)	0.06	(0.29)	0.02	-1.11	-3.40%
顺鑫农业	(9.84)	(13.35)	(0.51)	(0.59)	7.15	22.66%
老白干酒	3.55	8.07	0.10	0.26	0.23	17.61%
伊力特	0.08	0.36	0.06	0.32	0.13	8.73%
金徽酒	2.83	1.09	0.61	0.17	1.93	33.05%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.1 高端白酒：超计划达成，强韧且稳健增长延续

高端酒 2023 业绩达成均超年度经营计划，开年强韧稳健增长，收入利润均符合预期，24 年锚定双位数及以上目标。

图表5：高端白酒茅五泸 2023 年度财务数据

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
贵州茅台	1505.60	18.04%	747.34	19.16%	747.53	19.05%	92.12%	0.03	3.09%	0.50	49.64%	0.47
五粮液	832.72	12.58%	302.11	13.19%	301.16	12.95%	75.79%	0.37	9.36%	0.11	36.28%	0.20
泸州老窖	302.33	20.34%	132.46	27.79%	131.50	27.41%	88.30%	1.71	13.15%	-0.58	43.81%	2.56

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表6：高端白酒茅五泸 2024 年 Q1 财务数据

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
贵州茅台	464.85	18.04%	240.65	15.73%	240.51	15.75%	92.73%	0.01	2.45%	0.53	51.77%	-1.04
五粮液	348.33	11.86%	140.45	11.98%	140.39	12.71%	78.43%	0.03	7.53%	0.75	40.32%	0.04
泸州老窖	91.88	20.74%	45.74	23.20%	45.52	23.41%	88.37%	0.28	7.85%	-1.23	49.78%	0.99

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2023 年茅五泸高档酒均有双位数以上的量增助力业绩增长。贵州茅台：茅台酒/其他系列酒同比增长 17.39%/29.43%，量增 11.10%/2.94%，吨价提升 5.66%/25.73%。五粮液：高端/其他酒同比增长 13.5%/11.58%，量增 17.98%/27.60%，量增助力业绩增长。泸州老窖：国窖继续保持超平均增速增长、量增为主、高度略快于低度。60 版特曲与平均增速基本持平。窖龄下半年恢复，全年小幅增长。老字号特曲调整逐步到位。头曲增长超平均增速。总体看，产品结构两头增长更快。

2023 年茅五泸的综合毛利率均有提升/分结构看各有差异，税金/综合费率平稳/下降带动净利率持续提升。毛利率如下：茅台酒/系列酒-0.07/+2.54%，五粮液/其他酒+0.08/-0.51%，泸州老窖中高档/其他酒+ 1.22/+3.30%。现金流全年看稳健，春节较晚&梳理市场为主，年末合同负债同比自然回落或微增。销售费用率增加：茅台的广宣/市场拓展等各项费用均增加，五粮液的广告费+15.6%加大品牌营销投入、促销费+16.74%与扫码红包等拉动终端动销/提升开瓶等。泸州老窖持续优化费用结构、销售费用率继续下降（广宣费用下降/促销费翻倍）。

2024 年取得开门红，全年锚定双位数及以上增长目标。茅五泸 24Q1 总收入/归母净利润增速分别为 18.04%/15.73%，11.86%/11.98%，20.74%/23.2%，在担忧中取得强韧稳健增长。茅五毛利率平稳，国窖双位数以上/腰部更快/低档平稳增速、整体结构上行毛利率提升。茅台/泸州老窖现金流大增，合同负债同比上行。五粮液现金流及合同负债的回落与今年打款政策较多支持经销商使用承兑有关。2024 年度目标：茅五泸收入分别为 15%左右/两位数/力争不低于 15%。

2.2 次高端白酒：汾酒一枝独秀、分化加剧

次高端表现分化加剧，汾酒一枝独秀，24Q1 利润超预期实现高质量开门红；

舍得/酒鬼短期业绩承压，期待后续改善；水井平稳增长。

图表7：次高端白酒 2023 年财务数据

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
山西汾酒	319.28	21.80%	104.38	28.93%	104.45	29.15%	75.31%	-0.05	10.07%	-2.91	32.69%	1.81
酒鬼酒	28.30	-30.14%	5.48	-47.77%	5.38	-48.85%	78.35%	-1.29	32.22%	6.94	19.36%	-6.53
舍得酒业	70.81	16.93%	17.71	5.09%	17.16	5.61%	74.50%	-3.22	18.21%	1.43	25.02%	-2.82
水井坊	49.53	6.00%	12.69	4.36%	12.25	5.27%	83.16%	-1.33	26.40%	-0.96	25.62%	-0.40

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表8：次高端白酒 2024 年 Q1 财务数据

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
山西汾酒	153.38	20.94%	62.62	29.95%	62.61	30.08%	77.46%	1.90	7.47%	-0.48	40.83%	2.83
酒鬼酒	4.94	-48.80%	0.73	-75.56%	0.70	-76.75%	71.08%	-10.46	33.93%	7.90	14.86%	-16.26
舍得酒业	21.05	4.18%	5.50	-3.37%	5.46	-2.54%	74.16%	-4.22	16.32%	-2.93	26.14%	-2.04
水井坊	9.33	9.38%	1.86	16.82%	1.54	-2.42%	80.47%	-2.70	35.06%	3.15	19.96%	1.27

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2023 年汾酒超经营计划达成。舍得完成股权激励中对于利润端的考核，酒鬼大幅度下滑，水井坊个位数增长，后三者经营均承压，舍得积极继续开拓市场做增量，酒鬼酒先期进入市场调整阶段，水井坊进行结构上的调整、以顺应市场价格带趋势。山西汾酒：青花保持快速增长增长，其中青 25 最快、其次青 20、青 30 稳中有增，玻汾/老白汾快于平均增速，巴拿马全年稳健双位数增长。舍得：中高档酒/普通酒销售收入分别同比增长 15.96%/16.11%。水井：高档/中档酒分别同比增长 3.73%/64.08%。酒鬼酒全线下滑：内参/酒鬼/湘泉/其他系列营收分别同比下滑 38.21%/27.45%/68.03%/0.15%。

2023 年次高端酒企的综合毛利率均有不同程度的下滑，税金/综合费用率变动分化，仅汾酒净利率有所提升。毛利率如下：汾酒/舍得/酒鬼/水井分别 -0.05/-3.22/-1.29/-1.33pct。全年维度汾酒/水井坊现金流稳健。舍得/酒鬼现金流承压，年末合同负债同比下滑。销售费用率：酒鬼、舍得均加大了市场费用投入，重点放在核心终端建设和消费者动销，销售费用率分别增加 6.94、1.43pct。汾酒下半年广宣恢复正常投放节奏、全年销售费用率下降。水井坊控费下（广告促销略增、职工薪酬双位数下降）销售费用率下降。

2024 年 Q1 汾酒取得高质量开门红；舍得继续承压；酒鬼报表端释放压力；水井坊依靠 200 元及以下产品放量恢复式增长。汾酒、舍得、酒鬼、水井 24Q1

总收入/归母净利润增速分别为 20.94%/29.95%、4.18%/-3.37%、-30.14%/-47.77%、9.38%/16.82%，业绩表现分化加剧。2024 年次高端及以上价格带除汾酒较好增长外，其余三家均有不同程度的下滑，白酒商务需求仍有待复苏。汾酒青 20 开年势能强劲，青 30 报表端明显较去年提速并好于平均，整体结构上行毛利率提升、销售费用率继续下降。舍得（中高档/普通酒分别同比+3.31%/0.85%，品味舍得控价盘策略下略下滑、T68/沱牌特曲快速增长、舍之道随行业 200 元价位段放量）结构承压、毛利率承压（此外夜郎古规模加大/毛利率较低、玻瓶业务运费核算至成本），费用梳理/投放更精准带来销售费用率下行，现金流/合同负债下滑，仍需进一步释放压力。酒鬼、水井（高档下滑 0.58%/中档增长 62.38%）毛利率承压，销售费用率提升。酒鬼现金流下滑较大、报表端释放压力。水井较销售收现/合同负债平稳增长。2024 年度目标：汾酒收入目标 20%左右；水井坊收入利润均保持增长。看好并持续推荐山西汾酒。

2.3 苏皖白酒：古井/迎驾/今世缘表现较为突出

2023 年，苏皖白酒受益地区经济活力，以及理性消费下均有不同价格带产品承接。古井凭借品牌/产品布局/渠道操盘竞争优势持续进入强势增长、利润释放期；迎驾洞藏竞争优势逐步积累、结构提升带动盈利能力增长；今世缘直面竞争、强势突破非传统优势区域/流通渠道。2024 年开年三者均实现较好开门红。

2023 年收入端看：发展势头较好的古井、迎驾、今世缘均取得 20%以上增长，古井突破 200 亿、今世缘突破百亿；洋河增长放缓、口子窖恢复式增长，收入呈现双位数增长；金种子经过华润入股后的全方位调整，收入恢复式增长、增速 20%以上。2023 年现金流：古井/迎驾/今世缘/洋河的销售收现全年增长稳健、基本与收入匹配。24Q1，古井/迎驾/今世缘收入/利润增速分别为 25.85%/31.61%、21.33%/30.43%、22.84%/22.12%，继续延续 2023 年强韧增长势能。洋河个位数增长、金种子收入下滑/毛利率、净利率恢复，口子窖维系双位数增长。销售收现迎驾/口子/洋河延续与收入匹配的增长，古井/今世缘/稳中有增，季度末合同负债迎驾同比略增，洋河同比下降 10 亿、环比回落较同口径减少，其余四家均同比略降。

图表9：苏皖白酒 2023 年财务数据

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
洋河股份	331.26	10.04%	100.16	6.80%	98.43	6.10%	75.25%	0.64	16.26%	2.38	30.24%	-0.91
古井贡酒	202.54	21.18%	45.89	46.01%	44.95	46.59%	79.07%	1.90	26.84%	-1.09	22.66%	3.85
今世缘	101.00	28.05%	31.36	25.30%	31.36	25.57%	78.35%	1.74	20.76%	3.14	31.05%	-0.68
口子窖	59.62	16.10%	17.21	11.04%	16.98	10.76%	75.19%	1.03	13.88%	0.25	28.87%	-1.32
迎驾贡酒	67.20	22.07%	22.88	34.17%	22.33	35.97%	71.37%	3.35	8.65%	-0.51	34.04%	3.07
金种子酒	14.69	23.92%	-0.22	88.21%	-0.58	72.01%	40.32%	13.88	15.97%	-4.60	-1.50%	14.28

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表10：苏皖白酒 2024 年 Q1 财务数据

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
洋河股份	162.55	8.03%	60.55	5.02%	60.50	6.79%	76.03%	-0.56	8.52%	1.11	37.25%	-1.07
古井贡酒	82.86	25.85%	20.66	31.61%	20.50	32.67%	80.35%	0.68	27.18%	-1.66	24.93%	1.09
今世缘	46.71	22.82%	15.33	22.12%	15.25	22.08%	74.23%	-1.17	14.16%	-1.76	32.81%	-0.19
口子窖	17.68	11.05%	5.89	10.02%	5.87	10.82%	76.48%	-0.15	12.06%	-0.59	33.34%	-0.31
迎驾贡酒	23.25	21.33%	9.13	30.43%	9.01	32.70%	75.09%	3.91	6.72%	0.31	39.27%	2.74
金种子酒	4.19	-3.02%	0.18	142.87%	0.15	134.76%	44.52%	17.29	17.15%	-1.42	4.21%	13.72

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2023 年不同价位段表现有差异，我们判断今世缘国缘雅系/对开/四开/V 系增速在 50%/35%/20%/60%左右区间；古井的古 16/古 8/古 20 增速分别在 40%/30%/20%；迎驾主力产品洞 16、20/洞 9/洞 6 增速为 50%/40%/30%。洋河中高档增速 8.82%、其中增速由快到慢分别为天之蓝、梦、海。

2023 年苏皖白酒整体毛利率持续增长，产品结构优化/升级。2023 年古井/迎驾/洋河/今世缘/口子窖/金种子毛利率分别增加 1.9/3.35/0.64/1.75/13.88pct。销售费用率：古井/迎驾在价格带错位竞争&积累的竞争优势下、均有回落，分别-1.09/-0.51pct，古井费用结构持续优化、费效提升导向（广宣/综合促销双位数稳步增长，职工/差旅增加较多）；迎驾贡广宣整体略低于收入增速、其余细项稳步增长；金种子自身提升市场管理，回落 4.6%；口子窖略增加 0.25%。洋河/今世缘仍处于直面竞争状态、渠道端加大投入，销售费用率分别增加 2.38/+3.14pct。净利率：古井/迎驾/洋河/今世缘/口子窖/金种子分别+3.85/+3.07/-0.91/-0.69/-1.32/+14.28pct。

24Q1 毛利率/销售费用率口径：古井提升/下降延续竞争优势；迎驾提升/略增；今世缘受阶段性的费用处理方式变化+部分费用投放节奏不同、毛利率小幅回落、销售费用同步缩减；金种子恢复增长/优化回落；口子窖小幅回落/下降；

洋河小幅回落/投入增加。整体看古井/迎驾继续保持较好的竞争优势，今世缘毛销差略超预期。

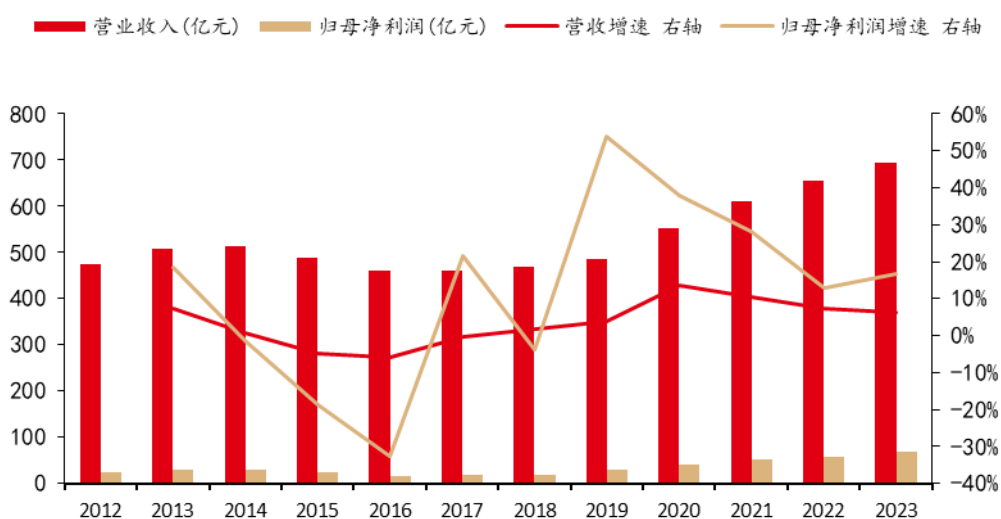
2024 年度经营目标：古井计划营收同比+20.72%，利润总额同比+25.55%，明确提出冲向 300 亿、再创新辉煌，规划积极；迎驾定调抢抓机遇/奋进跨越，经营业绩双位数增长；今世缘总营收+20.79%，净利润+17.98%，助力 25 年挑战营收 150 亿既定战略目标；洋河力争营业收入同比增长 5%-10%。我们继续看好核心产品系列具有良好品牌势能、渠道推力充足、且产品价格带契合地区消费需求趋势的品牌，看好古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘。

3 大众品:零食&饮料景气度较好，啤酒乳制品利润端超预期

3.1 啤酒：成本改善逻辑有望贯穿全年，龙头旺季表现值得期待

2023 年啤酒板块整体实现总收入 695.34/124.35 亿元，同比+6.16%，实现归母净利润 68.49 亿元，同比+16.69%。2024 年一季度实现营业收入 194.22 亿元，同比-0.78%，实现归母净利润 22.78 亿元，同比+15.00%。

图表11：2012 年-2023 年啤酒板块收入利润情况



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表12: 啤酒板块 2023 年财务数据

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
重庆啤酒	148.15	5.53%	13.37	5.78%	13.14	6.45%	49.15%	-1.33	17.10%	0.53	9.02%	0.02
惠泉啤酒	6.14	0.04%	0.49	21.80%	0.45	21.68%	29.48%	2.35	4.55%	0.36	7.91%	1.41
青岛啤酒	339.37	5.49%	42.68	15.02%	37.21	15.94%	38.66%	1.81	13.87%	0.82	12.58%	1.04
燕京啤酒	142.13	7.66%	6.45	83.02%	5.00	84.21%	37.63%	0.19	11.08%	-1.29	4.54%	1.87
兰州黄河	2.41	-9.47%	-0.47	-59.76%	-0.37	-134.71%	15.16%	-0.59	17.53%	2.16	-19.37%	-8.39
珠江啤酒	53.78	9.13%	6.24	4.22%	5.57	4.63%	42.82%	0.38	15.20%	0.23	11.59%	-0.55

资料来源: iFind, 中邮证券研究所

图表13: 啤酒板块 2024 年 Q1 财务数据

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
重庆啤酒	42.93	7.16%	4.52	16.78%	4.46	16.91%	47.90%	2.74	13.13%	0.18	10.53%	0.87
惠泉啤酒	1.41	2.86%	0.05	468.51%	0.05	824.87%	30.64%	4.19	9.09%	0.00	3.63%	2.97
青岛啤酒	101.50	-5.19%	15.97	10.06%	15.13	12.11%	40.44%	2.12	12.83%	-1.02	15.74%	2.18
燕京啤酒	35.87	1.72%	1.03	58.90%	1.03	81.72%	37.18%	0.40	11.93%	-0.57	2.86%	1.03
兰州黄河	0.54	-26.86%	-0.01	70.92%	-0.08	-21.66%	10.81%	-4.51	16.17%	4.27	-1.61%	2.44
珠江啤酒	11.08	7.05%	1.21	39.37%	1.04	45.79%	42.13%	1.35	16.62%	1.27	10.91%	2.53

资料来源: iFind, 中邮证券研究所

2023 年啤酒行业实现产量 3555 万吨, 同比增长 0.3%, 总量基本维稳。华润/青啤/重啤/燕京分别实现量增 0.5%/-0.78%/4.93%/4.57%。行业结构升级趋势延续, 华润/青啤/重啤/燕京均价分别同比增长 4.0%/6.3%/0.6%/3.0%。

华润青啤业绩相对稳健, 结构升级稳步推进, 华润次高端以上产品实现 250 万吨, 同比增长 19%, 其中喜力 60 万吨同比增长 60%, 纯生同比增长 10%+; 青啤主品牌销量同比增长 2.7%, 中高端以上产品同比增长 10.5%。华润青啤对比来看, 23 年青啤对低端产品线优化力度较大, 因此销量小幅下滑, 但均价表现更优。重啤由于高档产品需求承压 23 年业绩增速放缓; 燕京受益于经营改善以及 U8 放量, 业绩实现较快增长。

图表14：啤酒企业 2019-2023 年吨价对比

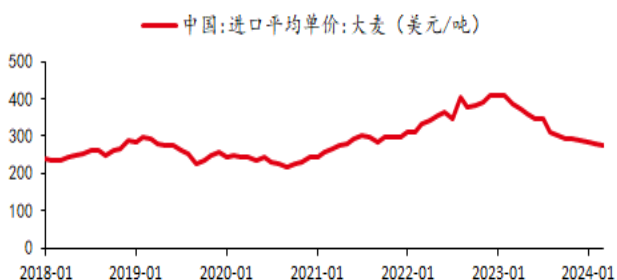
		2019	2020	2021	2022	2023
青岛啤酒	吨价 (元/千升)	3476.24	3549.84	3804.14	3986.56	4238.36
	YOY	5.02%	1.90%	7.03%	4.97%	6.32%
华润啤酒	吨价 (元/千升)	2902.75	2832.54	3019.81	3177.99	3305.98
	YOY	2.79%	-2.42%	6.61%	5.24%	4.03%
重庆啤酒	吨价 (元/千升)	3796.42	4514.67	4703.24	4914.57	4942.00
	YOY	3.39%	18.92%	4.95%	4.20%	0.56%
燕京啤酒	吨价 (元/千升)	3008.84	3091.83	3303.32	3501.69	3606.74
	YOY	2.92%	1.23%	8.37%	4.58%	3.00%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

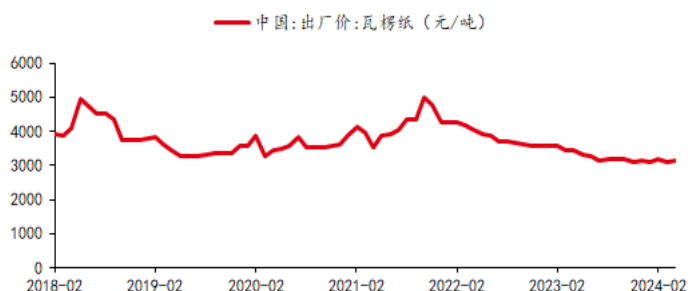
图表15：啤酒企业 2019-2023 年吨成本对比

		2019	2020	2021	2022	2023
青岛啤酒	吨成本 (元/千升)	2122.47	2295.65	2406.99	2520.24	2600.00
	YOY	2.94%	8.16%	4.85%	4.71%	3.26%
华润啤酒	吨成本 (元/千升)	1833.37	1744.84	1837.25	1955.74	1976.98
	YOY	0.10%	-4.83%	5.30%	6.45%	1.09%
重庆啤酒	吨成本 (元/千升)	2232.07	2172.39	2238.44	2346.48	2513.00
	YOY	-11.62%	-2.67%	6.11%	4.83%	3.27%
燕京啤酒	吨成本 (元/千升)	1821.93	1849.61	2033.45	2190.72	2248.60
	YOY	2.85%	1.52%	9.94%	7.73%	2.64%

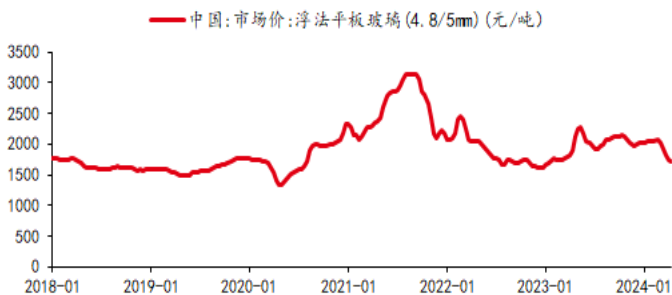
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表16：大麦价格走势


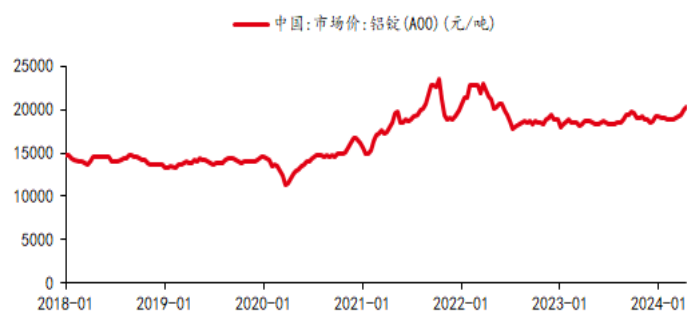
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表17：瓦楞纸价格走势


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表18：玻璃价格走势


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表19：铝锭价格走势


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

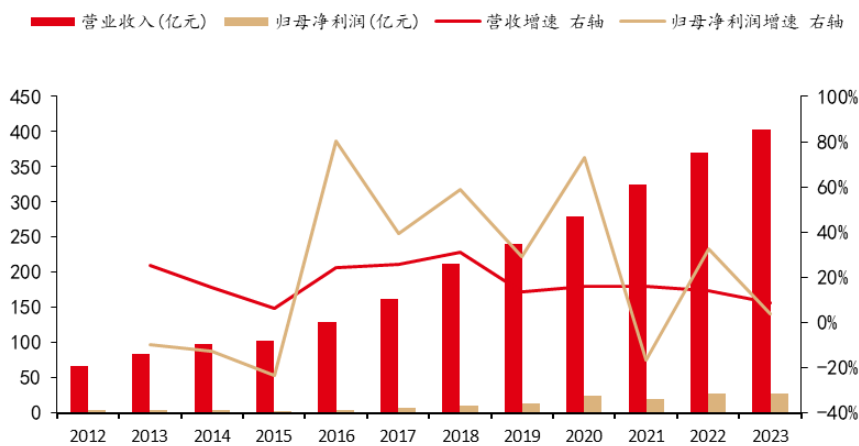
2024 年 Q1 上市啤酒企业业绩表现均符合甚至超预期，一方面得益于产品结构升级策略的持续推进，另一方面成本端原材料采购价格开始回落。24 年以来大麦、瓦楞纸、玻璃的采购价格持续回落，铝价同比基本维稳。啤酒行业原材料成本经历了三年的爬坡后大概率在 24 年迎来改善，我们预计成本改善的趋势有望贯穿全年。

从经营节奏来看，2023 年华润青啤的销量呈现明显的前高后低特征，因此 24Q1 为全年基数最高点，我们认为 24Q2-Q3 两家酒企的业绩增速有望逐季提升。重啤的利润弹性主要来源于高端产品的增长，24 年乌苏的复苏情况有待继续验证。综合业绩确定性以及估值水平来看，我们首推青岛啤酒（A&H 股），关注华润啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒。

3.2 速冻：强竞争下行业表现进一步分化，强者恒强逻辑不变

2023 年预加工食品实现营业总收入 402.50 亿元，同比-5.89%，实现归母净利润 28.20 亿元，同比+3.33%。2024 年一季度实现营业收入 100.11 亿元，同比+2.52%，实现归母净利润 7.48 亿元，同比 4.00%。

图表20：预加工板块 2012-2023 年收入和利润情况



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2023 年行业竞争加剧、分化明显，该趋势延续至 24 年 Q1，兼具产品和渠道竞争力的龙头企业表现良好。去年下半年起速冻食品行业价格竞争激烈，尤其体现在同质化严重、价格敏感的 C 端面点类产品，市场厂家纷纷通过低价策略抢占份额，因此行业整体利润增速低于收入增长。

图表21：速冻食品 2023 年财务数据对比

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
安井食品	140.45	15.29%	14.78	34.24%	13.65	36.80%	23.21%	1.25	6.59%	-0.57	10.52%	1.49
千味央厨	19.01	27.69%	1.34	31.76%	1.23	27.53%	23.70%	0.29	4.68%	0.76	7.06%	0.22
三全食品	70.56	-5.09%	7.49	-6.44%	6.46	-8.82%	25.84%	-2.23	11.48%	-0.41	10.62%	-0.15
春雪食品	27.96	12.07%	-0.35	-143.77%	-0.44	-164.57%	5.19%	-4.58	2.34%	-0.02	-1.24%	-4.42
海欣食品	17.16	5.82%	0.02	-96.41%	-0.12	-137.37%	19.68%	-2.77	10.52%	0.16	0.13%	-3.77
惠发食品	19.97	26.36%	0.08	106.27%	-0.03	97.89%	18.08%	4.15	7.03%	-1.82	0.38%	7.96
盖世食品	4.90	34.75%	0.35	8.08%	0.32	2.25%	19.28%	1.72	3.34%	0.27	7.12%	-1.76
味知香	7.99	0.10%	1.35	-5.42%	1.31	2.07%	26.38%	2.30	5.01%	1.16	16.95%	-0.99
五芳斋	26.35	7.04%	1.66	20.56%	1.44	26.62%	36.39%	-1.10	20.93%	-1.01	6.29%	0.71

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表22：速冻食品 2024 年 Q1 财务数据对比

公司	营业收入 (亿元)	同比	归母净利 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
安井食品	37.55	17.67%	4.38	21.24%	4.20	21.56%	26.55%	1.85	7.45%	0.09	11.68%	0.34
千味央厨	4.63	8.04%	0.35	14.16%	0.34	14.05%	25.45%	1.49	5.89%	0.81	7.46%	0.40
三全食品	22.54	-5.01%	2.30	-17.76%	1.97	-18.04%	26.60%	-1.68	12.23%	-0.38	10.19%	-1.58
海欣食品	4.59	14.46%	0.10	-24.87%	0.09	-30.99%	19.19%	-1.58	9.47%	-0.42	2.27%	-1.19
惠发食品	4.22	8.40%	-0.04	75.49%	-0.05	72.21%	17.10%	3.02	6.74%	-1.35	-0.96%	3.29
春雪食品	5.29	-23.24%	-0.06	-170.88%	-0.06	-209.48%	7.16%	-0.83	2.50%	0.13	-1.13%	-2.35
盖世食品	1.06	10.17%	0.08	250.92%	0.07	246.27%	18.09%	2.34	3.86%	0.32	7.10%	12.29
味知香	1.66	-17.92%	0.19	-46.94%	0.19	-46.36%	25.00%	-1.21	6.00%	1.69	11.39%	-6.23
五芳斋	2.07	-4.13%	-0.70	-9.11%	-0.71	-1.15%	34.28%	-0.40	47.84%	1.32	-33.68%	-4.09

资料来源：iFind，中邮证券研究所

分公司表现，三全食品 / 安井食品在 23 年米面类制品收入增速分别为 -9.46%/+5.4%，其中三全由于米面类产品 C 端占比较大，业绩增长受到桎梏，安井面米制品市场拓展也明显感到压力，但收益于全渠道优势，仍实现了个位数增长，相较于面米制品而言，安井产品优势点在于火锅料制品、预制菜肴，在 23 年板块整体承压的背景下仍取得了较快增长，并在一季度通过锁鲜装等新品系列带动量价齐升。千味央厨虽以面米制品为主，但渠道策略偏向定制化，依托大 B 端的优势保持了快速成长，今年一季度竞争态势蔓延至大 B 端，造成短期订单压力，公司已迅速调整战略规划应对市场风险。

利润端来看，23 年至 24Q1 大宗价格下行、逐渐回落至低位，但同时折价促销力度加强，导致行业盈利增长滞缓，分化明显，龙头利润率持续提升。安井食

品/千味央厨在 23 年-24Q1 利润率不断提升，无较大渠道费用投入、同时规模效应下优势愈发明显。

图表23：安井/三全/千味 2023 年面米制品销售及毛利率对比

公司	2023年度					
	面米制品销售额 亿元	面米制品占比	面米制品增速	面米制品 毛利率	毛利率变动	整体毛利率
安井食品	25.45	18.12%	5.40%	25.58%	+2.05%	23.21%
三全食品	58.29	82.62%	-9.46%	28.25%	-2.24%	25.84%
千味央厨	15.98	84.07%	25.73%	22.59%	-0.46%	23.70%

注：千味央厨面米制品统计为油炸类、蒸煮类、烘焙类合计值

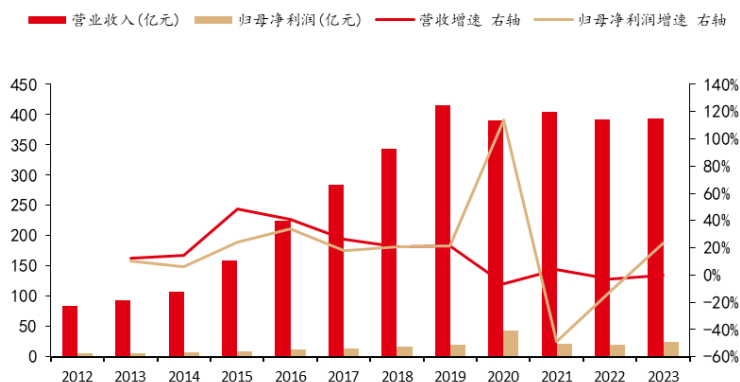
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

依据目前市场环境、消费需求及政策监管等情况，我们认为龙头企业在产品渠道竞争力、供应链效率、组织管理能力、市场策略调整等方面更具有份额提升潜力，看好并推荐安井食品、千味央厨，公司基本面强劲、估值仍具空间。

3.3 休闲食品：渠道转型升级，深挖降本增效潜力

休闲零食板块 2023 年整体实现营业总收入 755.45 亿元，同比+4.00%，整体实现归母净利润 51.26 亿元，同比+19.33%。休闲零食板块 2024 年一季度整体实现营业收入 207.86 亿元，同比+15.80%，整体实现归母净利润 17.31 亿元，同比+18.28%。其中 2023 年零食实现总收入 393.42 亿元，同比+0.25%，实现归母净利润 24.12 亿元，同比+23.64%。2024 年一季度分别实现营业收入 125.57 亿元，同比+27.87%，实现归母净利润 10.56 亿元，同比+22.02%。

图表24：零食板块 2012-2023 年收入和利润情况



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

行业两极化明显，抢先布局全渠道网络、体系化产品思路打法、延伸上游供应链布局的企业在 23 年和 24Q1 实现收入利润双丰收。如盐津、甘源、劲仔等成长型公司业绩表现亮眼，净利率在 23 年及 24Q1 均有提升。

图表25：休闲食品 2023 年财务数据对比

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
盐津铺子	41.15	42.22%	5.06	67.76%	4.76	72.83%	33.54%	-1.18	12.53%	-3.27	12.29%	1.87
甘源食品	18.48	27.36%	3.29	107.87%	2.92	96.97%	36.24%	1.98	11.50%	-2.55	17.81%	6.90
劲仔食品	20.65	41.26%	2.10	68.12%	1.86	64.43%	28.17%	2.54	10.76%	0.09	10.15%	1.62
洽洽食品	68.06	-1.13%	8.03	-17.75%	7.10	-16.23%	26.75%	-5.21	9.06%	-1.12	11.80%	-2.38
三只松鼠	71.15	-2.45%	2.20	70.30%	1.02	150.82%	23.33%	-3.41	17.39%	-3.62	3.09%	1.32
有友食品	9.66	-5.68%	1.16	-24.38%	0.89	-36.84%	29.37%	-1.87	12.22%	2.94	12.02%	-2.97
良品铺子	80.46	-14.76%	1.80	-46.26%	0.65	-68.82%	27.75%	0.18	19.55%	0.94	2.24%	-1.31
来伊份	39.77	-9.25%	0.57	-44.09%	0.12	-80.43%	42.23%	-0.90	27.92%	0.48	1.43%	-0.89
黑芝麻	26.77	-11.25%	0.43	130.70%	0.34	121.47%	23.63%	3.51	9.01%	-0.59	1.61%	6.26
好想你	17.28	23.40%	-0.52	72.65%	-0.59	72.11%	25.74%	2.94	21.07%	-1.46	-3.00%	10.54

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表26：休闲食品 2024 年 Q1 财务数据对比

公司	营业收入 (亿元)	同比	归母净利 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
盐津铺子	12.23	37.00%	1.60	43.11%	1.38	40.09%	32.10%	-2.47	13.00%	-0.77	13.05%	0.56
甘源食品	5.86	49.75%	0.91	65.50%	0.84	69.25%	35.39%	-0.95	13.10%	-0.57	15.58%	1.48
劲仔食品	5.40	23.58%	0.74	87.73%	0.58	77.45%	30.02%	4.04	13.12%	1.24	13.63%	4.66
洽洽食品	18.22	36.39%	2.40	35.15%	2.21	55.80%	30.43%	1.92	12.35%	1.68	13.20%	-0.12
三只松鼠	36.46	91.83%	3.08	60.80%	2.63	92.84%	27.40%	-0.87	16.26%	1.08	8.46%	-1.63
有友食品	2.75	17.96%	0.43	-8.77%	0.35	-10.42%	31.43%	-2.41	11.76%	2.37	15.74%	-4.61
良品铺子	24.51	2.79%	0.62	-57.98%	0.55	-48.69%	26.43%	-2.74	17.44%	0.44	2.55%	-3.69
来伊份	10.61	-12.47%	0.61	-13.90%	0.47	-24.91%	41.51%	-1.64	25.40%	0.53	5.78%	-0.10
黑芝麻	4.59	-25.70%	0.03	-69.12%	0.03	-52.27%	20.32%	1.35	7.61%	0.10	0.70%	-0.98
好想你	4.94	19.05%	0.13	2.63%	0.15	258.63%	29.39%	2.68	21.85%	2.08	2.55%	-0.41

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

从渠道角度看，线上电商渠道保持高速增长，内容电商迅速崛起，线下传统渠道分流、零食量贩快速开店，激烈竞争下产品高质且高性价比成为主流。盐津/劲仔/甘源 23 年在电商渠道体量分别有 8.28/4.16/2.16 亿元，同比+98.04%/+34.76%/+29.39%。新品方面主要聚焦于鹌鹑蛋、魔芋品类品牌打造，盐津分别推出“大魔王”、“蛋皇”，劲仔推出“小蛋圆圆”、并创新研发糖心鹌鹑

蛋，在 23 年前期酝酿后逐步上市、月销数据起量，我们估计劲仔、盐津 23 年鹌鹑蛋体量均在 3-3.2 亿左右，24 年也提出了更高目标，同时三只松鼠等零食企业也纷纷入局，赛道竞争边际加剧。

图表27：零食企业 2023 年电商渠道对比

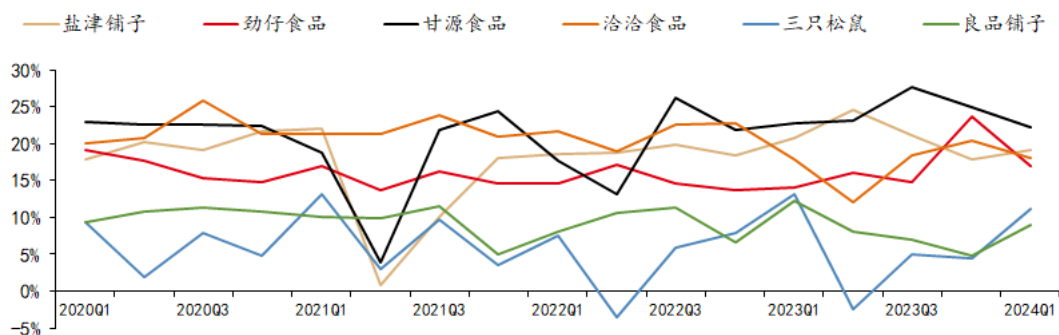
	2023年 电商渠道收入 (亿元)	收入占比	YOY	渠道毛利率	渠道毛利率变动	整体毛利率
盐津铺子	8.28	20.13%	98.04%	40.16%	0.64%	33.54%
甘源食品	2.16	11.69%	23.39%	43.23%	5.60%	36.24%
劲仔食品	4.16	20.15%	34.76%	32.37%	5.60%	28.17%
洽洽食品	7.15	10.51%	-1.25%	18.51%	-3.52%	26.75%
三只松鼠	49.51	69.59%	3.40%	24.47%	-3.02%	23.33%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

零食企业成本构成较为复杂，以油脂、坚果、豆果、魔芋精粉、马铃薯粉等多种原材料构成，23 年以来大宗回落带动整体成本端改善，今年一季度洽洽成本改善明显，劲仔小鱼成本同比有大个位数下滑，两者 24Q1 毛利率分别提升 2.68/4.04pct。但行业价格竞争倒逼企业调整定价策略，或加大渠道促销力度等措施也使得传统零食企业利润率承压。休闲食品行业目前梯度十分明显，其中盐津、劲仔、甘源率先布局新渠道，目前逐步完善上下游供应链，规模效应下成本端、费用端有较大压缩空间，在行业压力下利润率持续上行；传统渠道龙头紧随其后积极求变，例如洽洽从 23 年起接触零食渠道，同时强化柔性供应链，可承接定制化生产，在电商渠道也逐渐发力，三只松鼠也依托线上优势发力分销，但由于竞争激烈导致渠道费用高企、呈现出低毛利、低净利的特征，洽洽/三只松鼠 23 年电商渠道毛利率 18.51%/24.47%，对比甘源 43.23%、劲仔 32.37%、盐津 40.16%而言处于偏低水平；最后梯度的老牌零食企业如良品铺子、有友、来伊份同样处于转型升级中，但收入和利润表现整体偏弱，盈利压力较大。

通过观察毛销差情况可以观察企业获利能力，零食企业毛销差整体偏低，盐津、劲仔、甘源在 23Q4 之后毛销差呈现下行趋势，市场激烈竞争下渠道费用投入相对较多、转化效率受到影响，因此公司不断提升产品结构、更针对性渠道投入，以应对行业竞争压力。

图表28：主要零食企业 2020 年-2024Q1 单季度毛销差变动情况



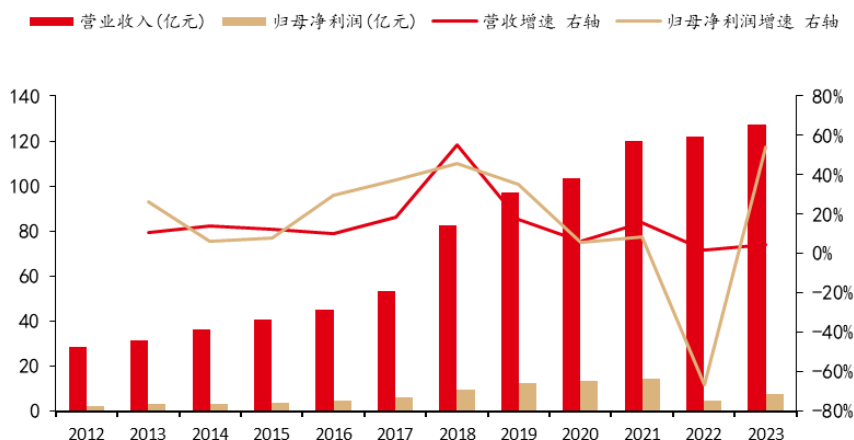
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

在享受了休闲食品新渠道带来的红利后，越来越多企业拓展自身渠道，23年起行业竞争不局限于渠道覆盖，更多体现在供应链全链路打通、全渠道转型提速、品牌建设价值溢出等多方面，从企业自身顺应行业降本增效势头。我们基于行业发展特性，看好盐津铺子、劲仔食品未来业绩表现，建议关注甘源食品、三只松鼠。

3.4 连锁业态：单店表现承压，盈利能力提升

2023 年熟食实现总收入 127.32 亿元，同比+4.54%，实现归母净利润 7.46 亿元，同比+53.85%。2024 年一季度实现营业收入 28.47 亿元，同比-7.86%，实现归母净利润 2.52 亿元，同比+15.20%。

图表29：熟食板块 2012-2023 年收入和利润情况



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表30：熟食企业 2023 年财务数据对比

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
紫燕食品	35.50	-1.46%	3.32	49.46%	2.78	53.26%	22.46%	6.49	6.13%	2.32	9.34%	3.18
绝味食品	72.61	9.64%	3.44	48.07%	4.01	55.88%	24.77%	-0.80	7.44%	-2.31	4.74%	1.23
煌上煌	19.21	-1.70%	0.71	129.05%	0.48	1041.10%	29.06%	0.90	14.88%	-1.43	3.68%	2.10
巴比食品	16.30	6.89%	2.14	-3.86%	1.78	-3.58%	26.35%	-1.36	5.64%	-0.08	13.11%	-1.47

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表31：熟食企业 2024 年 Q1 财务数据对比

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
紫燕食品	6.95	-8.00%	0.54	20.87%	0.39	13.89%	20.89%	2.20	5.22%	0.68	7.77%	1.86
绝味食品	16.95	-7.04%	1.65	20.02%	1.56	15.66%	30.03%	5.73	7.88%	1.09	9.73%	2.19
煌上煌	4.58	-10.56%	0.33	-10.08%	0.27	-11.02%	35.60%	6.49	14.19%	2.37	7.12%	0.04
巴比食品	3.54	10.74%	0.40	-3.43%	0.38	87.07%	25.92%	1.72	5.01%	-2.27	11.20%	-1.64

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

连锁业态 23 年仍处于单店修复过程中，业务发展重心从快速拓店逐渐转向单店提质。巴比食品 23 年从一季度到四季度同店情况环比修复、但同比 22 年同期仍有大个位数缺口。卤味连锁存量市场竞争加剧，绝味食品在 23 年下半年进行了门店结构调整、适当放缓开店节奏，战略重心调整为门店质量提升。周黑鸭 23 年加盟门店单店表现同样受消费需求疲软、行业竞争等影响而所有下滑。

图表32：2023 年连锁业态公司门店及单店表现情况

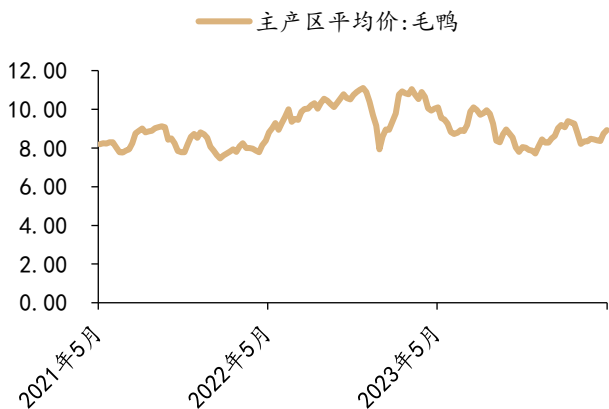
	23年门店数量 (家)	23年净增门店数 (家)	22年净增门店数 (家)	平均单店表现 (万元)	YOY
绝味	15950	874	1362	36.16	0.28%
紫燕	6205	510	518	53.60	-2.88%
巴比	5043	570	1012	24.82	-2.48%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

原材料成本回落带来较大利润弹性，24Q1 卤味连锁盈利能力提升，但茶饮赛道价格竞争激烈、头部品牌利润表现不及预期。绝味 23 年受鸭副价格上涨影响盈利能力大幅受损，随着鸭副价格逐渐回归正常水平后 24Q1 毛利率得到修复。茶饮行业中瑞幸咖啡发布了 24 年一季报，收入保持快速增长、同时积极开店，

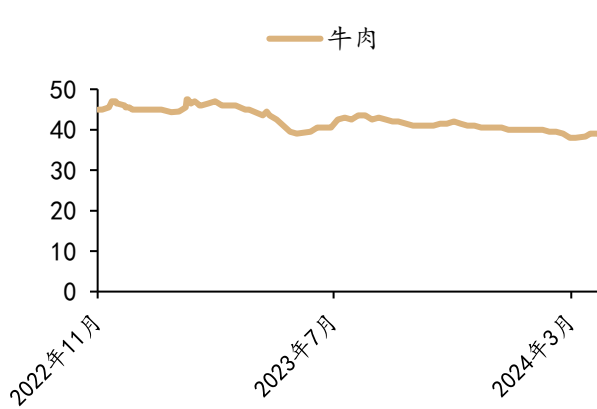
但由于季节性因素、及行业竞争加剧、9.9 元活动等因素影响，同店表现下滑，净亏损 8320 万元人民币。

图表33: 毛鸭价格走势 (单位: 元/公斤)



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表34: 牛肉价格走势 (单位: 元/公斤)

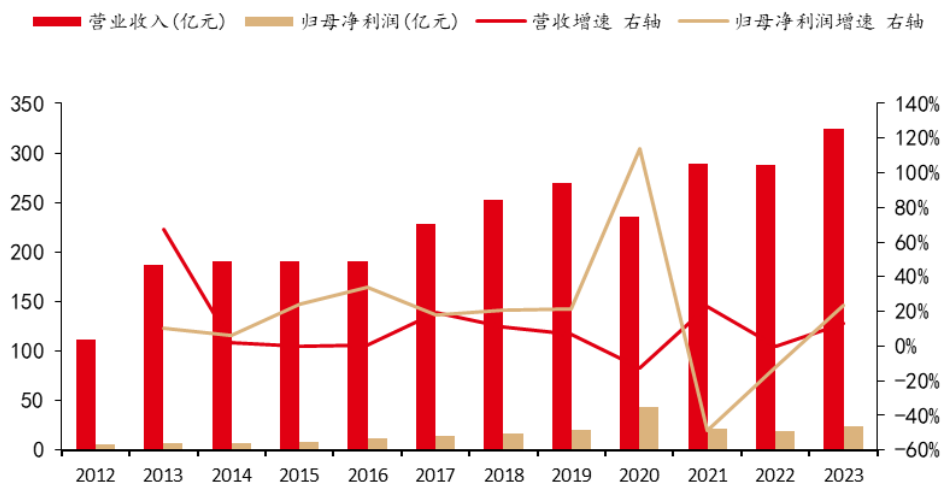


资料来源: 必孚牛肉信息数据, 中邮证券研究所

3.5 软饮料: 头部品牌强劲, 第二梯队表现分化

2023 年, 软饮料行业受益人口流动带来的户外消费场景复苏, 板块普遍呈现复苏态势, 其中偏头部品牌以及受益礼赠、RTD 产品的公司均有较好增长。2024 年行业表现分化, 头部品牌东鹏继续高增长全年实现高增确定性较强, 但其他二线品牌均受不同因素影响导致营收略有疲软。

图表35: 软饮料板块 2012-2023 年收入和利润情况



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

2023 年软饮料实现总收入 324.96 亿元, 同比+13.07%, 实现归母净利润 46.93 亿元, 同比+8.96%。2024 年一季度实现营业收入 99.77 亿元, 同比+14.40%, 实现归母净利润 20.74 亿元, 分别同比+26.93%。

2023 年, 营收角度看, 东鹏、香飘飘、欢乐家、露露、养元均实现正增长, 其中东鹏/香飘飘/欢乐家增速分别为 32%/16%/20%。从产品品类角度归因, 软饮料 2023 年增长来源为三类: 各自核心大单品稳步增长/修复、电解质茶饮料等 RTD 新品带来增量、椰汁杏仁露等植物蛋白饮料礼赠需求恢复。其中各品牌各自核心大单品主要受益渠道端扩张带来的量增驱动实现增长; 而各品牌较为成功的新品则主要为符合当前偏性价比消费趋势、符合健康消费需求、契合新兴消费场景的 RTD 产品; 各类植物蛋白饮料则主要为节日礼赠场景对高端白奶、酸奶等产品形成替代。分品牌看, 东鹏其他产品同比+286%, 香飘飘即饮同比+41%, 欢乐家椰汁同比+24.5%。

图表36: 软饮料行业 2023 年财务数据对比

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率 (pcts)	同比	销售费用率 (pcts)	同比	净利率 (pcts)	同比
东鹏饮料	112.63	32.42%	20.40	41.60%	18.70	38.29%	43.07%	0.75	17.36%	0.32	18.11%	1.17
养元饮品	61.62	4.03%	14.67	-0.46%	13.63	13.95%	45.71%	0.60	11.95%	-2.23	23.82%	-1.08
维维股份	40.36	-4.42%	2.09	119.85%	1.68	48.07%	22.20%	1.42	6.06%	0.34	5.19%	2.93
承德露露	29.55	9.76%	6.38	6.02%	6.35	5.25%	41.46%	-3.40	11.64%	-1.89	21.60%	-0.76
香飘飘	36.25	15.90%	2.80	31.04%	2.31	32.76%	37.53%	3.73	23.73%	5.80	7.73%	0.89
欢乐家	19.23	20.47%	2.78	36.87%	2.71	37.17%	38.75%	5.17	12.35%	1.95	14.48%	1.74
李子园	14.12	0.60%	2.37	7.21%	2.19	16.65%	35.85%	3.37	11.91%	-0.52	16.78%	1.03

资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

2023 年软饮料整体毛利率持续增长。主要原因为核心业务增长或恢复下的规模效应、PET、包材等原料成本改善以及产品结构变动导致。2023 年东鹏/香飘飘/欢乐家/李子园毛利率分别+0.75/+3.73/+5.17/3.37pct。销售费用端, 各品牌因其产品开发策略、产品所处周期以及核心产品类型等采取不同投放策略, 整体看销售费用率增减不定。具体看, 东鹏/欢乐家/香飘飘处于渠道扩张、新品推广以及第二成长曲线打造阶段的公司销售费用率同比有提升, 分别+0.32/+1.95/+5.8pct; 而露露/李子园/养元等核心大单品相对处于平稳阶段的公司费用有收缩, 分别-1.9/-0.5/-2.2pct。对应归母净利率看, 处于成长阶段的东鹏/香飘飘/欢乐家净利率均有提升, 分别+1.2/+0.9/+1.7pct。

图表37：软饮料行业 2024 年 Q1 财务数据对比

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pts)	销售费用 率	同比 (pts)	净利率	同比 (pts)
东鹏饮料	34.82	39.80%	6.64	33.51%	6.24	37.76%	42.77%	-0.76	17.11%	1.43	19.07%	-0.90
养元饮品	23.16	3.91%	8.79	19.96%	7.06	15.43%	47.17%	0.23	7.26%	-1.23	37.95%	5.08
维维股份	11.09	0.83%	1.27	251.48%	0.33	23.25%	16.60%	0.46	5.67%	-0.23	11.43%	8.15
承德露露	12.27	7.53%	2.46	3.04%	2.46	3.03%	43.71%	-3.94	15.98%	-2.00	20.08%	-0.87
香飘飘	7.25	6.76%	0.25	331.26%	0.20	382.57%	33.64%	2.62	24.01%	-2.81	3.48%	2.62
欢乐家	5.51	6.61%	0.82	-3.74%	0.80	-5.14%	38.70%	1.84	12.95%	3.87	14.90%	-1.60
李子园	3.34	-3.17%	0.57	-3.79%	0.59	1.65%	38.19%	1.57	10.78%	-0.92	17.03%	-0.11

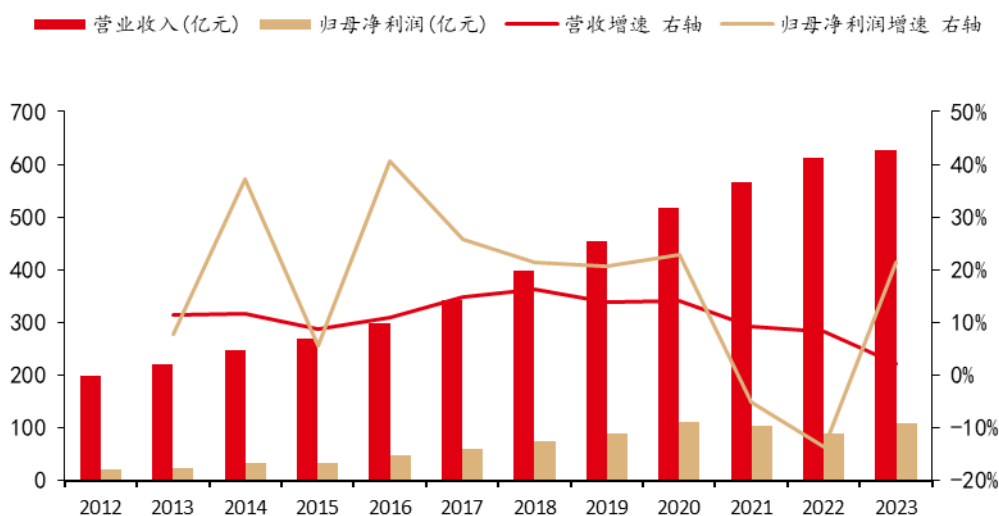
资料来源：iFind，中邮证券研究所

2024 年 Q1，东鹏继续延续高增长态势，但其他第二梯队品牌受去年同期高基数、节日礼赠消费需求更为理性等因素影响，表现略有疲软，Q1 东鹏/香飘飘/欢乐家同比+39.8%/+6.8%/+6.6%。东鹏 Q1 通过打造财运爆棚礼盒、持续推进特饮全国化，对新品强化渠道覆盖度推出新口味等措施带动 Q1 表现超预期；欢乐家则通过持续开拓渠道网点、进军零食量贩渠道、更新迭代椰子水新品等措施，部分抵消去年罐头高基数影响、椰汁产品春节表现亮眼同比+26%，平稳度过高基数；香飘飘则在即饮旺季来临前严控库存日期、打造 RTD 样板市场做为未来全国化基础。

软饮料旺季来临，我们继续看好正处于渠道扩张、持续推新打造第二成长曲线、产品符合当前性价比消费趋势的公司，继续看好东鹏饮料、建议关注香飘飘、欢乐家。

3.6 调味品：行业平稳复苏，盈利端略有改善

调味品板块 2023 年整体处于平稳复苏阶段，营收整体微增，但利润表现更优。调味发酵品板块 2023 年整体实现营业总收入 626.01 亿元，同比+2.15%，整体实现归母净利润 109.70 亿元，同比+21.48%。调味发酵品板块 2024 年一季度整体实现营业收入 179.42 亿元，同比+7.33%，整体实现归母净利润 33.36 亿元，同比+10.87%。

图表38：调味发酵板块 2012-2023 年收入和利润情况


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2023 年营收角度看，基础（传统）调味品头部公司营收均有下滑，普遍处于调整阶段，主要是受到需求端中小餐饮复苏偏慢、C 端消费场景减少需求疲软影响，头部品牌营收表现仍然偏弱，但符合健康消费趋势的 0 添加调味品也带动千禾高增长，此外 24 年春节错期也导致部分经销商备货推后影响 23 年 Q4 表现，其中海天 / 中炬 / 千禾 / 恒顺 / 涪陵榨菜营收增速分别为 -4.1% / -3.8% / +31.6% / -1.5% / -3.9%。复合调味品板块则受益 C 端消费需求从基础调味品的迁移以及头部大 B 餐饮开店催化，整体营收表现更优，其中天味 / 宝立 / 日辰 / 仲景 / 安记营收增速分别为 +17.0% / +16.41% / +16.49% / +12.77% / +13.45%。

2023 年，调味品行业原料价格波动导致毛利率分化，销售费用整体平稳，净利率细分品类头部普遍承压。调味品行业毛利率表现分化，主要原因为各品类核心原料价格波动以及产品结构变动导致，其中酱油类公司海天 / 中炬 / 千禾毛利率同比分别 -0.95 / +1.01 / +0.59pct，各公司产品结构变动叠加包材成本走低部分抵消黄豆价格高位影响，复调公司中天味 / 宝立 / 日辰 / 安记毛利率同比分别 +3.66 / -1.43 / -0.61 / +0.50pct，天味受益油脂价格回落体现毛利率弹性。费用率端，调味品行业在调整阶段销售费用投放理性，整体销售费用率维稳，海天 / 中炬 / 涪陵 / 安琪等头部公司销售费用率分别 -0.06 / +0.04 / -0.97 / -0.5pct。净利率端，头部品牌相对承压，而有成长性的中小公司整体表现更佳，其中海天 / 涪陵 / 恒顺 / 安琪净利率分别 -1.3 / -1.5 / -2.3 / -0.9pct。

图表39：调味发酵行业 2023 年财务数据对比

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
安琪酵母	135.81	5.74%	12.70	-3.86%	11.04	-0.87%	24.19%	-0.61	5.18%	-0.50	9.35%	-0.93
宝立食品	23.69	16.31%	3.01	39.78%	2.19	12.92%	33.14%	-1.43	14.64%	-0.61	12.71%	2.13
涪陵榨菜	24.50	-3.86%	8.27	-8.03%	7.56	-7.57%	50.72%	-2.43	13.37%	-0.97	33.74%	-1.53
海天味业	245.59	-4.10%	56.27	-9.21%	53.95	-9.57%	34.74%	-0.95	5.32%	-0.06	22.91%	-1.29
恒顺醋业	21.06	-1.52%	0.87	-37.03%	0.77	-37.49%	32.98%	-1.38	18.65%	2.43	4.13%	-2.33
千禾味业	32.07	31.62%	5.30	54.22%	5.30	56.66%	37.15%	0.59	12.22%	-1.36	16.54%	2.42
日辰股份	3.59	16.49%	0.56	10.52%	0.52	22.99%	38.76%	-0.61	7.87%	0.32	15.70%	-0.85
天味食品	31.49	17.02%	4.57	33.65%	4.04	38.91%	37.88%	3.66	15.37%	0.95	14.50%	1.81
中炬高新	51.39	-3.78%	16.97	386.53%	5.24	-5.79%	32.71%	1.01	8.90%	0.04	33.02%	44.11
仲景食品	9.94	12.77%	1.72	36.72%	1.64	74.69%	41.59%	4.70	14.99%	-1.06	17.33%	3.03
佳隆股份	2.60	25.13%	-0.45	18.36%	-0.15	-10.51%	20.26%	-4.80	3.55%	0.15	-17.21%	9.17
莲花健康	21.01	24.23%	1.30	181.43%	1.18	89.12%	17.15%	3.04	5.02%	0.94	6.18%	3.45
安记食品	6.32	13.45%	0.31	124.67%	0.39	69.71%	16.79%	0.50	4.74%	-0.96	4.92%	2.43

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表40：调味品行业 2024 年 Q1 财务数据对比

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
安琪酵母	34.83	2.52%	3.19	-9.45%	2.95	-10.80%	24.66%	-0.75	4.84%	-0.37	9.16%	-1.21
宝立食品	6.24	15.72%	0.61	-20.36%	0.52	-7.04%	32.04%	-3.05	14.85%	-1.24	9.74%	-4.41
涪陵榨菜	7.49	-1.53%	2.72	3.93%	2.59	6.29%	52.11%	-4.17	12.21%	-5.63	36.29%	1.91
海天味业	76.94	10.21%	19.19	11.85%	18.60	13.34%	37.31%	0.38	5.50%	0.27	24.94%	0.37
恒顺醋业	4.60	-24.89%	0.55	-24.23%	0.45	-35.71%	41.38%	6.29	17.02%	4.61	11.99%	0.10
ST加加	4.87	12.05%	0.07	-49.03%	0.04	-62.88%	24.51%	1.00	14.07%	3.78	1.35%	-1.61
千禾味业	8.95	9.28%	1.55	6.66%	1.52	4.69%	35.96%	-3.07	11.82%	0.12	17.32%	-0.42
日辰股份	0.92	14.73%	0.13	21.06%	0.12	24.55%	38.28%	-0.43	8.11%	0.49	14.06%	0.74
天味食品	8.53	11.34%	1.76	37.20%	1.47	23.47%	44.05%	3.44	17.02%	2.18	20.63%	3.89
中炬高新	14.85	8.64%	2.39	59.70%	2.37	63.91%	36.98%	5.57	7.73%	-0.85	16.10%	5.15
仲景食品	2.74	22.78%	0.51	30.12%	0.50	28.86%	44.50%	4.41	16.78%	4.77	18.56%	1.05
佳隆股份	0.55	-19.81%	0.02	226.86%	0.02	210.27%	26.00%	5.80	1.17%	0.25	3.59%	5.86
莲花健康	5.76	26.45%	0.49	134.54%	0.49	130.03%	24.49%	8.74	6.96%	1.67	8.54%	3.94
安记食品	1.40	-3.48%	0.07	-49.48%	0.09	-1.65%	15.80%	-2.01	4.38%	-0.30	4.79%	-4.37

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2024 年初调味品需求伴随餐饮持续复苏稳健回升，但春节错期导致部分公司表现营收有扰动。受春节期间餐饮持续复苏带动，调味品公司普遍 1-2 月终端动销较好，而 3 月受去年同期补库存高基数以及餐饮相对清淡影响，整体表现有所回落。分品类看，酱油企业海天/中炬/千禾营收同比+10.2%/+8.6%/+9.3%，较

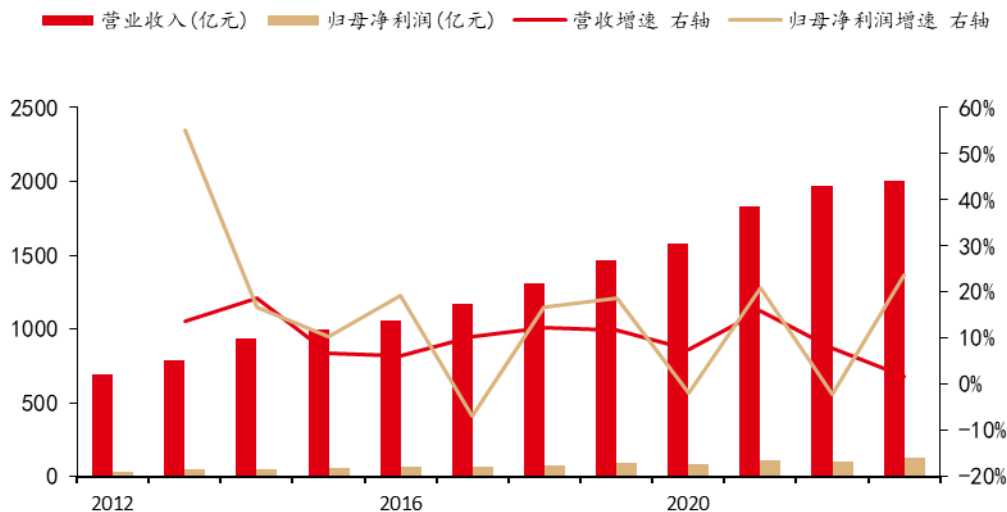
2023 年持续改善；复调公司普遍延续稳健表现，天味/宝立/日辰营收同比+11.3%/+15.7%/+14.7%。成本端，大豆价格在 2023 年末持续回落，有望为 2024 年酱油行业公司带来成本弹性。费用端，24Q1 行业竞争趋势平稳，酱油类公司整体投放稳健，海天/中炬/千禾销售费用率同比+0.27/-0.85/+0.12pct。

展望全年，我们认为调味品行业经历 2023 年调整期后，伴随需求端下游餐饮等相关行业持续复苏营收有望持续改善，**建议关注改革落地，未来有望在渠道、产品上重新发力的中炬高新。**

3.7 乳制品：营收仍待复苏，利润弹性先行

乳制品行业 2023 年整体营收仍然疲软，但利润端受益原奶价格回落释放弹性。2023 年乳品实现总收入 2003.85 亿元，同比+1.24%，实现归母净利润 130.00 亿元，同比+22.83%。2024 年一季度实现营业收入 500.07 亿元，同比-4.29%，实现归母净利润 64.46 亿元，同比+54.09%。

图表41：乳品板块 2012-2023 年收入和利润情况



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2023 年营收角度看，行业整体平稳，头部公司伊利、光明表现偏弱，但区域性第二梯队公司营收增速更优，其中伊利/光明营收同比+2.4%/-6.1%，而第二梯队的新乳业/天润/燕塘同比+9.8%/+12.6%/4.0%。我们认为，主要由于全国性乳企渠道端渗透度较高，同时核心产品销售的场景中商超 KA 等人流持续低迷导致营收增长偏弱。而区域性乳企中新乳业正处于全国化发展阶段，渠道开拓以及

新品布局均能带来一定营收增量。分品类看，白奶为主企业营收表现相对平稳，而酸奶行业继续疲软，奶粉、奶酪品类持续低迷承压。

图表42：乳品行业 2023 年财务数据对比

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
伊利股份	1261.79	2.44%	104.29	10.58%	100.26	16.78%	32.80%	0.29	17.89%	-0.71	8.26%	0.61
光明乳业	264.85	-6.13%	9.67	168.19%	5.23	210.07%	19.66%	1.00	12.01%	-0.30	3.65%	2.37
新乳业	109.87	9.80%	4.31	19.18%	4.65	57.71%	26.87%	2.84	15.28%	1.72	3.92%	0.31
三元股份	78.41	-2.02%	2.43	564.78%	0.02	-93.84%	23.04%	-2.54	16.10%	-0.22	3.09%	2.64
妙可蓝多	40.49	-16.16%	0.63	-53.15%	0.07	-89.28%	29.24%	-4.92	23.18%	-2.06	1.57%	-1.24
贝因美	25.28	0.76%	0.47	126.96%	0.18	108.58%	47.07%	1.19	31.34%	-1.39	1.88%	8.89
皇氏集团	28.93	0.07%	0.67	460.11%	-1.52	-42.80%	18.67%	1.14	10.72%	1.10	2.33%	1.91
天润乳业	27.14	12.62%	1.42	-27.74%	1.40	-21.57%	19.11%	1.23	5.41%	0.23	5.23%	-2.92
一鸣食品	26.43	8.66%	0.22	117.21%	0.24	120.64%	30.54%	1.03	20.42%	-5.16	0.84%	6.15
佳禾食品	28.41	17.04%	2.58	123.39%	2.24	139.61%	17.97%	5.69	3.13%	0.36	9.07%	4.32
燕塘乳业	19.50	4.01%	1.80	81.60%	1.50	78.90%	26.04%	2.50	10.24%	-0.54	9.25%	3.95
品渥食品	11.23	-27.00%	-0.73	-754.87%	-0.81	-23048.69%	14.10%	-8.20	20.79%	1.00	-6.53%	-7.26
西部牧业	11.23	-15.22%	-0.64	-594.78%	-0.86	-1025.13%	13.06%	-3.86	5.75%	0.01	-5.72%	-6.70
麦趣尔	7.09	-28.32%	-0.97	72.32%	-0.99	22.41%	17.81%	3.11	16.65%	0.19	-13.70%	21.77
均瑶健康	16.34	65.71%	0.58	-24.87%	0.31	-37.20%	24.43%	-11.21	11.49%	-7.47	3.52%	-4.25
庄园牧场	9.56	-8.97%	-0.81	-233.68%	-1.05	-457.57%	18.85%	-0.19	8.15%	3.01	-8.53%	-14.33
海融科技	9.55	9.95%	0.90	-4.07%	0.73	5.98%	35.07%	2.09	14.98%	0.80	9.38%	-1.37
熊猫乳品	9.47	6.20%	1.09	104.11%	0.92	104.23%	23.13%	3.86	4.41%	-1.70	11.51%	5.52
阳光乳业	5.70	0.06%	1.16	4.45%	1.16	13.07%	36.36%	2.01	7.38%	0.15	20.32%	0.85

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2023 年原奶价格回落带动乳企利润端改善，行业疲软阶段销售费用率投入整体平稳。从毛利率角度看，2023 年原奶价格同比-8%，第一第二梯队公司普遍受益原奶价格回落带动影响（部分乳企自有牧业占比较高也有负面影响），毛利率有改善，其中伊利/光明/新乳业/天润/燕塘毛利率分别+0.29/+1.00/+2.84/+1.23/+2.50pct。销售费用端，行业低迷阶段整体竞争相对偏弱，费用投放更为谨慎，部分中小企业更多以产品低价竞争从而减少广宣等品牌投入，而头部公司战略定力更足，仅第二梯队处于全国化阶段的乳企略加大销售费用投放，但行业整体盈利能力平稳，其中伊利/光明/新乳业/天润/燕塘净利率分别+0.61/+2.37/+0.31/-2.92/+3.95pct。

图表43: 乳品行业 2024 年 Q1 财务数据对比

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pts)	销售费用 率	同比 (pts)	净利率	同比 (pts)
伊利股份	325.77	-2.58%	59.23	63.84%	37.28	12.39%	36.02%	2.02	18.45%	1.38	18.18%	7.37
光明乳业	64.17	-9.25%	1.72	-8.07%	1.86	6.20%	19.64%	-0.32	11.52%	-0.26	2.69%	0.03
新乳业	26.14	3.66%	0.90	46.93%	1.00	33.75%	29.38%	2.32	17.08%	1.59	3.43%	1.01
三元股份	20.41	-5.85%	0.73	75.48%	0.68	72.14%	23.81%	-0.29	17.03%	-1.38	3.59%	1.66
妙可蓝多	9.50	-7.14%	0.41	70.63%	0.31	426.34%	33.09%	0.40	22.40%	-1.85	4.35%	1.98
贝因美	7.20	2.28%	0.22	80.19%	0.18	364.72%	44.34%	0.28	28.45%	-0.77	3.06%	1.32
皇氏集团	4.80	-41.78%	0.05	5.84%	-0.07	73.98%	23.37%	5.20	11.15%	1.78	1.08%	0.48
天润乳业	6.41	1.47%	0.05	-91.74%	0.23	-53.64%	16.43%	-3.62	5.72%	0.15	0.71%	-8.00
一鸣食品	6.43	11.14%	0.10	126.42%	0.10	240.78%	30.60%	1.27	18.48%	-0.57	1.61%	0.82
佳禾食品	5.41	-15.61%	0.46	-27.71%	0.40	-20.79%	17.95%	0.98	4.62%	2.27	8.45%	-1.41
燕塘乳业	3.79	-11.55%	0.16	-42.91%	0.13	-53.54%	24.31%	-1.10	12.65%	2.36	4.26%	-2.34
品渥食品	2.08	-23.84%	-0.04	79.32%	-0.06	74.27%	21.55%	10.98	20.73%	-1.15	-2.16%	5.80
西部牧业	2.36	-16.23%	-0.04	-296.01%	-0.04	-493.97%	16.65%	0.77	5.48%	-1.30	-1.80%	-2.58
麦趣尔	1.54	-12.27%	-0.32	-294.62%	-0.22	-99.06%	15.03%	-9.14	17.60%	-0.80	-20.82%	-16.19
均瑶健康	3.96	-11.10%	0.26	9.34%	0.24	28.20%	29.50%	6.95	10.83%	0.78	6.61%	1.24
庄园牧场	2.25	-9.96%	-0.45	-805.37%	-0.44	-1199.29%	8.77%	-13.59	12.82%	6.29	-19.81%	-22.34
海融科技	2.54	5.84%	0.36	52.99%	0.31	53.39%	38.04%	3.70	13.57%	0.18	14.15%	4.36
熊猫乳品	1.85	-14.05%	0.27	38.61%	0.22	41.00%	28.86%	8.00	5.02%	0.32	14.36%	5.46
阳光乳业	1.09	-6.36%	0.22	-1.96%	0.22	0.96%	34.72%	2.54	7.47%	-0.08	19.75%	0.89

资料来源: iFind, 中邮证券研究所

2024 年 Q1, 乳企普遍承压。从 2024 年春节表现看, 礼赠等消费场景有所回升, 但 3 月起受渠道动销走弱库存偏高影响, 企业端普遍控货控节奏帮助渠道库存回归良性, 整体看 Q1 液奶表现承压。其中, 伊利/光明/新乳业/天润/燕塘营收分别-2.6%/-9.3%/+3.7%/+1.5%/-11.6%。毛利率端, 受益原奶价格继续回落, 行业公司普遍毛利率稳中有升。费用端, 头部品牌投放略有提升, 但在毛利率改善背景下, 头部品牌总体净利率稳中有升, 伊利/光明/新乳业/天润/燕塘净利率分别+0.98(扣非)/+0.03/+1.01pct。展望全年, 我们继续看好在全国化扩张中以低温战略为基础差异化竞争的新乳业。

4 分红角度: 关注分红比例提升、24 年预期股息率上升标的

从分红的角度来看, 2023 年食品饮料多家龙头公司提升分红比例, 且未来业绩仍有稳定增长预期, 建议关注关注分红比例提升、24 年预期股息率上升标的。

图表44：2023年分红比例提升幅度大于10pct的标的梳理

公司	2022年 分红比率	2023年 分红比率	2023年 分红比例提升幅度 (pct)	2024年 预测利润增速	2024年 PE估值	2024年业绩 对应预测股息率
均瑞健康	56.11%	370.55%	314.43%	75%	34	10.83%
煌上煌	24.76%	142.03%	117.27%	56%	35	4.09%
桂发祥	-42.67%	64.01%	106.68%	54%	20	3.24%
汤臣倍健	22.09%	86.85%	64.76%	7%	14	6.02%
仙乐健康	29.76%	89.81%	60.05%	44%	19	4.75%
立高食品	58.89%	115.94%	57.05%	289%	23	5.05%
绝味食品	48.86%	89.89%	41.03%	108%	16	5.51%
安井食品	30.02%	53.17% (分红+回购)	23.15%	20%	15	3.52%
三全食品	38.42%	58.66%	20.24%	3%	14	4.06%
华康股份	42.93%	63.16%	20.23%	9%	13	4.87%
青岛啤酒	66.18%	79.79%	13.61%	18%	23	3.40%
承德露露	51.17%	64.35%	13.18%	8%	15	4.42%
洽洽食品	51.83%	62.55%	10.72%	31%	18	3.57%
舍得酒业	29.65%	40.18%	10.52%	13%	13	3.07%
洋河股份	60.08%	70.09%	10.01%	9%	13	5.21%

资料来源：iFind，中邮证券研究所预测（注：除安井食品、青岛啤酒、重庆啤酒外，其余个股PE为一致预期）

图表45：2024年预期股息率大于3%的标的梳理

公司	2022年 分红比率	2023年 分红比率	2024年 预测收入增速	2024年 预测利润增速	2024年 PE估值	2024年业绩 对应预测股息率
均瑞健康	56.11%	370.55%	22.46%	74.64%	34	10.83%
养元饮品	154.51%	137.85%	6.86%	12.65%	19	7.29%
元祖股份	90.10%	86.85%	7.10%	10.37%	13	6.70%
汤臣倍健	22.09%	86.85%	7.94%	7.26%	14	6.02%
有友食品	171.04%	92.05%	12.50%	20.53%	16	5.86%
绝味食品	48.86%	89.89%	7.38%	108.44%	16	5.51%
伊利股份	70.21%	73.25%	3.73%	25.23%	14	5.22%
洋河股份	60.08%	70.09%	8.52%	8.62%	13	5.21%
立高食品	58.89%	115.94%	17.54%	288.78%	23	5.05%
华康股份	42.93%	63.16%	12.92%	9.12%	13	4.87%
仙乐健康	29.76%	89.81%	21.11%	44.09%	19	4.75%
承德露露	51.17%	64.35%	10.82%	8.49%	15	4.42%
李子园	82.36%	80.32%	17.05%	16.64%	18	4.37%
重庆啤酒	99.58%	101.39%	6.70%	10.79%	24	4.22%
煌上煌	24.76%	142.03%	8.11%	55.84%	35	4.09%
三全食品	38.42%	58.66%	3.17%	3.02%	14	4.06%
口子窖	58.06%	52.23%	13.79%	16.12%	13	4.02%
仲景食品	79.35%	84.74%	14.29%	21.79%	23	3.70%
洽洽食品	51.83%	62.55%	13.07%	31.32%	18	3.57%
安井食品	30.02%	53.17% (分红+回购)	15.06%	20.01%	15	3.52%
青岛啤酒	66.18%	79.79% (周年特别分红)	4.05%	19.53%	23	3.40%
泸州老窖	60.00%	60.01%	20.21%	22.04%	18	3.40%
天味食品	159.66%	92.65%	15.21%	22.26%	27	3.37%
五粮液	55.00%	60.00%	11.21%	12.44%	18	3.37%
贵州茅台	95.78%	84.01% (含特别分红)	18.48%	17.36%	25	3.32%
盐津铺子	85.31%	73.65%	28.01%	34.00%	22	3.31%
桂发祥	-42.67%	64.01%	45.68%	54.01%	20	3.24%
甘源食品	63.18%	61.06%	30.17%	24.05%	20	3.11%
舍得酒业	29.65%	40.18%	12.92%	12.82%	13	3.07%
桃李面包	124.97%	50.16%	4.60%	4.54%	17	3.00%

资料来源：iFind，中邮证券研究所预测（注：除安井食品、青岛啤酒、重庆啤酒外，其余个股PE为一致预期）

具体看龙头公司中，安井食品、五粮液、洽洽食品、伊利股份、青岛啤酒和重庆啤酒分红比率分别为 53.17%、60.00%、62.55%、73.25%、79.79%和 101.39%，均较 2022 年有所提高。其中安井的分红率计算考虑了回购的影响；青岛啤酒 2023 年分红率提升较大主因公司成立 120 周年而派发了特别红利，若剔除特别红利的影响，2023 年青岛啤酒的分红率为 63.93%，较 2022 年提升了 16.13pcts。除了上述 6 家公司外，2023 年贵州茅台和养元饮品也仍然保持了较高的分红比率，分别为 84.01%和 137.85%。在假设当前的分红比率维持不变的情况下，根据各公

司 2024 年的业绩预期来计算股息率,则 2024 年养元饮品、伊利股份、重庆啤酒、洽洽食品、五粮液、贵州茅台、安井食品和青岛啤酒的股息率分别为 7.29%、5.22%、4.22%、3.57%、3.37%、3.32%、3.52%和 3.40%。

5 风险提示

需求复苏不及预期的风险:国内经济形势整体向好,但需求仍处于弱复苏阶段,导致部分地区消费需求波动并影响相关行业及公司营收增长。

行业竞争加剧的风险:若行业竞争加剧,出现价格战等现象,公司盈利能力将受到影响。

食品安全的风险:食品安全事件将影响消费者信心,将相关行业和公司造成影响。

成本波动的风险:食品饮料行业中原材料、能源等成本波动将增加公司盈利不确定性。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000