

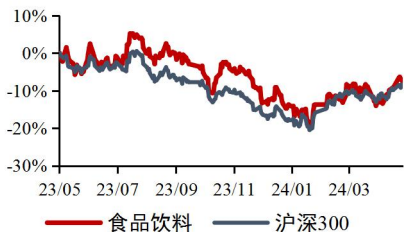
食品饮料

23 年年报&24Q1 季报总结及中期展望 领先大市-A(维持)
白酒业绩分化, 大众品底部复苏

2024 年 5 月 13 日

行业研究/行业分析

食品饮料板块近一年市场表现



资料来源: 最闻

首选股票		评级
600519.SH	贵州茅台	买入-A
000858.SZ	五粮液	买入-A
600809.SH	山西汾酒	买入-A
603369.SH	今世缘	买入-A
600600.SH	青岛啤酒	买入-A
600132.SH	重庆啤酒	买入-B
600887.SH	伊利股份	买入-A
603517.SH	绝味食品	增持-A

相关报告:

【山证白酒】清风徐来, 水波渐兴-【山证食品】清香白酒深度报告——清风徐来, 水波渐兴 2024.3.4

【山证食品饮料】立足确定, 优选龙头-食品饮料行业 24 年年度投资策略 2024.1.18

分析师:

周蓉

执业登记编码: S0760522080001

邮箱: zhourong1@sxzq.com

陈振志

执业登记编码: S0760522030004

投资要点:

➢ 23 年整体食品饮料板块收入端增速放缓, 利润端优于收入端。2023 年食品饮料(中信)行业整体实现营业收入总收入 10582.76 亿元, 同比增长 7.33%, 实现净利润 2128.08 亿元, 同比增长 17.01%, 归母净利润 2072.46 亿元, 同比增长 17.74%。伴随 22 年 12 月疫情封控解除, 同时叠加 23 年春节旺季背景, 消费场景逐步复苏, 23Q1 行业收入利润均有所增长, 板块整体表现较好; 进入 Q2 之后消费复苏强度低于市场预期, 全国整体消费数据表现较弱, 同时库存有所增加, 整体板块表现较弱, 全年收入增速有所回落。利润端, 在原材料成本压力趋缓、同时各企业积极推进产品结构升级&控费增效下, 助力其增速优于收入端增速。

在经济弱复苏背景之下, 食品饮料行业中, 需求相对刚性的日常消费已基本恢复, 但商务活动等消费需求仍待修复。今年一季度行业表现出需求韧性, 春节等节日效应凸显。2024Q1 行业收入利润均有所增长, 利润增速优于收入增速延续。24Q1 食品饮料(中信)行业整体实现营业收入总收入 3182.88 亿元, 同比增长 6.55%, 实现整体净利润 838.17 亿元, 同比增长 16.16%, 实现归母净利润 817.81 亿元, 同比增长 16.36%。

➢ 白酒板块全年需求弱复苏, 酒企分化加剧。2023 年主要受宏观经济压力、需求恢复疲软等诸多因素影响, 市场情绪受挫, 全年白酒板块总体回调。主要上市公司 2023 年实现营业收入总收入 4104.83 亿元, 同比增长 15.55%, 归母净利润 1550.59 亿元, 同比增长 18.84%。24Q1 各酒企未出现明显降速, 同时白酒板块当前整体消费升级节奏有所放缓, 大众价格带增速表现更为亮眼。24Q1 白酒板块整体实现营业收入总收入 1507.57 亿元, 同比增长 14.92%, 实现归母净利润 620.06 亿元, 同比增长 15.85%。高端和地产酒龙头 24Q1 普遍完成开门红目标, 为全年业绩奠定基础, 部分次高端酒企选择主动调整, 业绩短期承压。高端酒营收/归母净利润同比+15.84%/+15.21%; 次高端酒营收/归母净利润同比+11.31%/+13.21%; 地产酒营收/归母净利润同比+21.68%/+26.66%。24Q1 白酒板块盈利能力基本稳定, 板块整体毛利率为 81.30%, 同比+0.45pcts。高端酒和地产酒表现较优, 毛利率同比分别+0.22/+1.21pcts, 次高端酒在动销承压下, 毛利率亦承压, 24Q1 毛利率同比-0.12pcts。啤酒板块 23 年销量前高后低, 结构升级保障利润。23Q1 伴随多地封控解除, 餐饮等消费场景阶段性修复, 助力啤酒行业在 22 年低基数背景下销量实现高增; 23Q3 起受到消费需求偏弱、同期高基数以及台风雨季等多因素影响, 多数啤酒企业销量增速放缓。综合影响之下, 23 年啤酒行业



邮箱: chenzhenzhi@sxzq.com

整体销量略有承压。在吨价同比提升助力下，23 年上市啤酒企业实现总营收 695.34 亿元，同比增长 6.16%，实现归母净利润 68.49 亿，同比增长 16.94%。24Q1 由于去年一季度基数略高，销量层面略有承压；同时行业结构升级趋势不变，头部酒企主打的次高端以上产品仍普遍实现高于行业整体的增速。24Q1 上市啤酒企业分别实现营收/归母净利润 194.22/22.78 亿元，同比 -0.78%/+16.27%。去年对澳麦停征反倾销税和反补贴税，大麦成本延续下降趋势，此外包材成本也整体有所下降，行业整体成本改善明显，24Q1 板块毛/净利率分别为 41.40%/11.73%，同比+2.02/+1.72pcts。总体来看各啤酒企业吨价提升趋势不变，长期看行业仍处于升级过程中。

➤ **食品板块底部复苏, 逐季改善。乳制品板块** 23 年实现收入 1944.98 亿元，同比+1.18%。23 年以来乳制品行业需求整体呈逐季缓慢复苏态势，且一定程度表现出节假日旺盛、淡季转平淡的特征，整体液奶呈逐季改善态势。24Q1 春节在返乡潮带动下，作为区县市场礼赠首选的常温奶产品，动销超预期。但春节后整体需求处于弱复苏态势。各乳品企业均着眼全年，更为关注渠道良性发展，一季度实现平稳过渡。23 年/24Q1 分别实现归母净利润 129.33/64.12 亿元，同比+23.17%/+54.26%。23 年乳制品行业整体盈利能力提升，主要得益于原奶价格持续下行，以及头部企业收缩费用投放力度，费用率不断优化。展望 24 年，原奶价格预计稳中有降，加之乳企费用投放在总体理性前提下，保持正常节奏，盈利能力有望延续向好。**调味品板块** 23 年/24Q1 调味品板块分别实现收入 495.11/145.65 亿元，同比+1.45%/+8.56%；实现归母净利润 97.01/30.17 亿元，同比+25.82%/+13.57%。23 年调味品行业处于库存消化阶段，叠加消费复苏由强转弱、社零环比增速下降和 CPI 增速减缓等宏观经济因素，整体动销情况表现一般，整体板块业绩表现均有所承压。24Q1 调味品整体动销延续逐步改善态势，渠道库存基本保持合理水平，头部企业营收基本实现稳健增长。在成本压力逐步缓解&各企业积极控费增效下，行业净利率水平有所提升，24Q1 同比+0.91pcts 至 20.71%。伴随餐饮的整体逐步复苏，期待调味品企业经营持续改善。**休闲食品板块** 23 年/24Q1 分别实现收入 850.22/225.48 亿元，同比+4.28%/+13.66%；实现归母净利润 58.45/18.21 亿元，同比+20.34%/+17.46%。23 年休闲食品板块整体呈现收入端需求改善，利润端盈利弹性释放。收入端在新品放量、渠道红利等因素推动下实现较好增长，利润端得益于部分原材料如棕榈油等成本回落而释放弹性。展望 24 年，高性价比消费属性仍将受益，量贩渠道红利行至半程，供应链优势仍将在企业竞争中凸显。行业利润端，在油脂及包材等成本下行背景下，预计整体成本稳中有降，盈利有望保持稳健恢复。

➤ **投资建议：**在宏观经济弱复苏、整体消费需求偏弱背景下，行业龙头会凭借其强大的品牌优势及完善的渠道优势逆势抢夺市场份额，整体供给端格局会持续优化，其短期下行的风险有限；另一方面，在经历 23 年板块估值

持续的下修之后，配置价值逐步显现。同时近期房地产相关刺激政策出台，行业预期逐步改善。在此背景下，板块估值修复行情值得期待。我们建议在立足确定性的前提下，结合估值水平，优选以下标的：**(1) 白酒板块**，优先推荐高端白酒及有基地市场备书的地产龙头，包括**贵州茅台、五粮液、今世缘**；同时布局已具备估值优势且业绩确定性高的**山西汾酒**。**(2) 啤酒板块**，高端化逻辑依旧，加之 23 年低基背景下销量有望实现较好增长，助力其业绩稳健增长，优先推荐**青岛啤酒、重庆啤酒**；其次**休闲零食板块**，行业仍处于发展期，龙头可通过产品或渠道变革，实现市占率提升，从而实现业绩增长，优先推荐**绝味食品**；**(3) 乳制品板块**，优先推荐行业龙头**伊利股份**。

风险提示：宏观经济波动对居民消费的影响；食品安全事故；政策变化的风险；行业竞争加剧；产能投放不达预期；原材料价格波动风险等。

目录

1. 食品饮料整体板块综述:	7
1.1 23 年整体食品饮料板块: 收入端增速放缓, 利润端优于收入端.....	7
1.2 24Q1 整体食品饮料板块: 疫后&春节旺季下, 收入利润稳步增长.....	8
2. 酒水板块:	9
2.1 白酒: 板块受外因影响回调, 长期价值凸显.....	9
2.1.1 收入端: 全年需求弱复苏, 23Q4 延续分化.....	9
2.1.2 利润端: 高端酒盈利能力稳中有升, 地产酒表现优于行业.....	11
2.1.3 合同负债: 季节打款节奏扰动下, 24Q1 行业合同负债环比下降.....	13
2.1.4 分公司: 高端白酒持续稳健, 地产酒龙头增速更优.....	14
2.2 啤酒: 销量前高后低, 结构升级保障利润.....	16
2.2.1 收入端: 需求弱复苏, 销量增速放缓.....	16
2.2.2 利润端: 高端化略有放缓, 趋势依旧.....	18
2.2.3 分公司: 高端化进程持续, 成本红利进一步释放.....	19
3. 食品板块:	21
3.1 乳制品: 23 年需求增速放缓, 品类需求分化.....	21
3.1.1 收入端: 需求复苏缓慢, 龙头着眼良性发展.....	21
3.1.2 利润端: 原奶价格逐步回落, 助力盈利能力改善.....	22
3.2 调味品: 23 年需求端仍承压, 24Q1 收入同比改善.....	24
3.2.1 收入端: 消费疲软背景下, 企业业绩分化.....	24
3.2.2 利润端: 原材料价格陆续回落, 盈利能力持续改善.....	24
3.3 休闲食品: 零食量贩渠道放量, 卤制品单店仍承压.....	26
3.3.1 休闲卤制品子板块: 消费疲软下, 单店收入短期仍承压.....	27
3.3.2 休闲零食子板块: 零售量贩渠道放量, 助力其业绩增长.....	28
4. 投资建议.....	29
5. 风险提示.....	30



图表目录

图 1: 食品饮料行业收入及增速 (2013-2023)	7
图 2: 食品饮料行业归母净利润及增速 (2013-2023)	7
图 3: 食品饮料行业毛利率及净利率 (2013-2023)	8
图 4: 食品饮料行业三项费用率 (2013-2023)	8
图 5: 食品饮料行业收入及增速 (2021Q1-2024Q1)	8
图 6: 食品饮料行业归母净利润及增速 (2021Q1-2024Q1)	8
图 7: 食品饮料行业毛利率及净利率 (2021Q1-2024Q1)	9
图 8: 食品饮料行业三项费用率 (2021Q1-2024Q1)	9
图 9: 白酒板块收入及增速 (2021Q1-2024Q1)	10
图 10: 白酒板块归母净利润及增速 (2021Q1-2024Q1)	10
图 11: 白酒子板块毛利率及变动情况 (2021Q1-2024Q1)	12
图 12: 白酒子板块净利率及变动情况 (2021Q1-2024Q1)	12
图 13: 白酒子板块销售费用率及变动情况 (2021Q1-2024Q1)	12
图 14: 白酒子板块管理费用率及变动情况 (2021Q1-2024Q1)	12
图 15: 啤酒板块收入及增速 (2021Q1-2024Q1)	17
图 16: 啤酒板块归母净利润及增速 (2021Q1-2024Q1)	17
图 17: 啤酒板块毛/净利率变动情况 (2021Q1-2024Q1)	18
图 18: 啤酒板块费用率变动情况 (2021Q1-2024Q1)	18
图 19: 各上市啤酒企业吨酒价格 (元/吨) (2021Q1-2024Q1)	18
图 20: 大麦价格走势跟踪 (元/吨)	19
图 21: 铝锭价格走势跟踪 (元/吨)	19



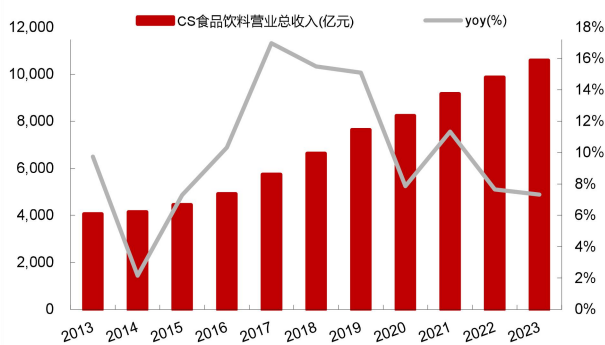
图 22: 乳制品板块收入及增速 (2021Q1-2024Q1)	21
图 23: 乳制品板块归母净利润及增速 (2021Q1-2024Q1)	21
图 24: 中国主产区生鲜乳价格走势 (元/公斤)	23
图 25: 恒天然原奶价格走势跟踪 (新西兰元/100 千克)	23
图 26: 调味品板块收入及增速 (2021Q1-2024Q1)	24
图 27: 调味品板块归母净利润及增速 (2021Q1-2024Q1)	24
图 28: 调味品板块毛/净利率变动情况 (2021Q1-2024Q1)	25
图 29: 调味品板块费用率变动情况 (2021Q1-2024Q1)	25
图 30: 大豆价格走势跟踪 (元/吨)	25
图 31: PET 价格走势跟踪 (元/吨)	25
图 32: 休闲食品板块收入及增速 (2021Q1-2024Q1)	27
图 33: 休闲食品板块归母净利润及增速 (2021Q1-2024Q1)	27
图 34: 2018-2023 年绝味食品单店收入 (万元/年)	27
图 35: 近期鸭脖均价跟踪 (元/kg)	27
图 36: 零食很忙近 5 年门店数量不断增长 (家)	29
图 37: 零食很忙门店展示	29
表 1: 白酒板块业绩概览 (亿元)	11
表 2: 白酒板块合同负债概览 (亿元)	13
表 3: 啤酒板块业绩概览 (亿元)	17
表 4: 乳制品板块业绩概览 (亿元)	22
表 5: 调味品板块业绩概览 (亿元)	26

1. 食品饮料整体板块综述：

1.1 23 年整体食品饮料板块：收入端增速放缓，利润端优于收入端

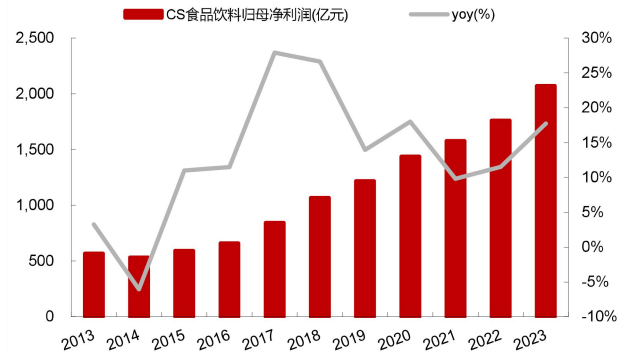
伴随 22 年 12 月疫情封控解除，同时叠加 23 年春节旺季背景，消费场景逐步复苏，23Q1 行业收入利润均有所增长，板块整体表现较好；进入 Q2 之后消费复苏强度低于市场预期，全国整体消费数据表现较弱，同时库存有所增加，整体板块表现较弱，全年收入增速有所回落。2023 年食品饮料（中信）行业整体实现营业总收入 10582.76 亿元，同比增长 7.33%，实现净利润 2128.08 亿元，同比增长 17.01%，归母净利润 2072.46 亿元，同比增长 17.74%。利润端，在原材料成本压力趋缓、同时各企业积极推进产品结构升级&控费增效下，助力其增速优于收入端增速。

图 1：食品饮料行业收入及增速（2013-2023）



资料来源：Wind，山西证券研究所

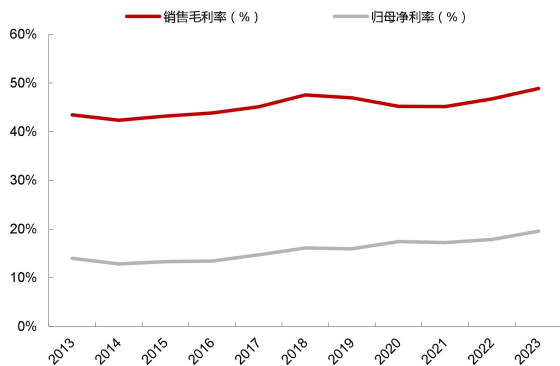
图 2：食品饮料行业归母净利润及增速（2013-2023）



资料来源：Wind，山西证券研究所

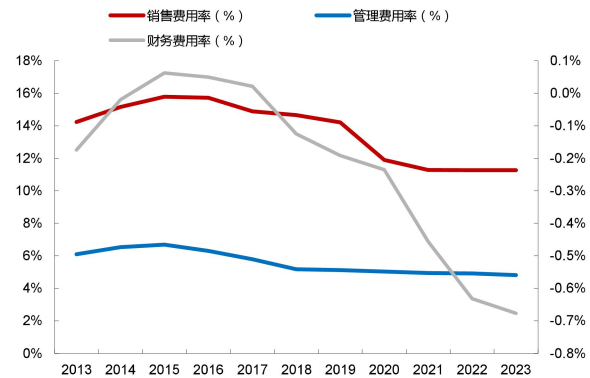
毛/净利率略有上升，费用率同比有所下降：2023 年行业整体毛利率为 48.85%，同比上升 2.10pcts；三项费用率合计 15.42%，同比下降 0.14pcts，其中整体销售费用率 11.27%，同比持平；管理费用率 4.82%，同比下降 0.10 pcts。综合影响下，行业整体净利率为 19.58%，同比上升 1.73pcts。

图 3：食品饮料行业毛利率及净利率（2013-2023）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：食品饮料行业三项费用率（2013-2023）

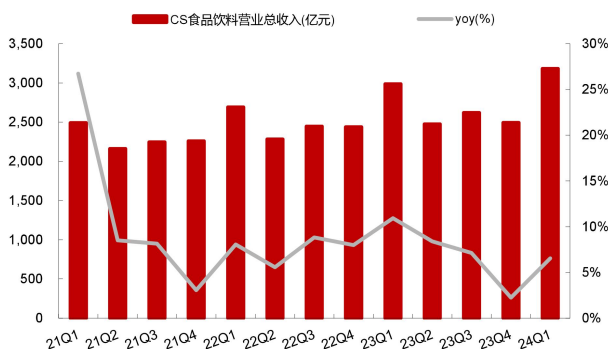


资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2 24Q1 整体食品饮料板块：疫后&春节旺季下，收入利润稳步增长

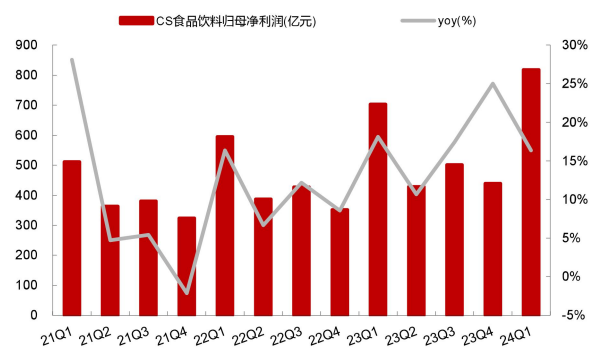
总体而言，在经济弱复苏背景之下，食品饮料行业中，需求相对刚性的日常消费已基本恢复，但商务活动等消费需求仍待修复。今年一季度行业表现出需求韧性，春节等节日效应凸显。2024Q1 行业收入利润均有所增长，其中利润增速优于收入增速。2024Q1 食品饮料（中信）行业整体实现营业总收入 3182.88 亿元，同比增长 6.55%，实现整体净利润 838.17 亿元，同比增长 16.16%，实现归母净利润 817.81 亿元，同比增长 16.36%。

图 5：食品饮料行业收入及增速（2021Q1-2024Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：食品饮料行业归母净利润及增速（2021Q1-2024Q1）

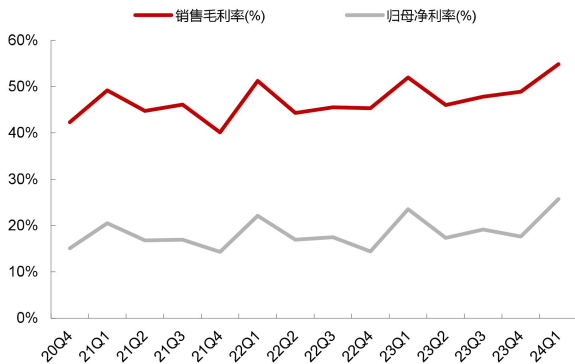


资料来源：Wind，山西证券研究所

成本压力持续缓解助力下，毛/净利率同比提升：部分原材料成本压力持续缓解，2024Q1 整体毛利率 54.82%，同比上升 2.85pcts；三项费用率合计 13.45%，同比下降 0.02pcts，其中整

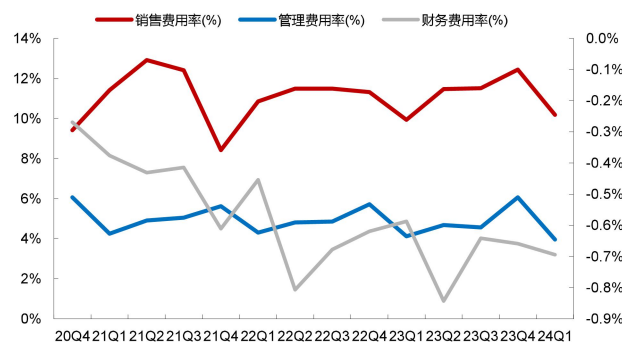
体销售费用率 10.18%，同比上升 0.25pcts，管理费用率 3.96%，同比下降 0.16pcts。综合影响下，行业整体归母净利率 25.69%，同比上升 2.17pcts。

图 7：食品饮料行业毛利率及净利率（2021Q1-2024Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：食品饮料行业三项费用率（2021Q1-2024Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 酒水板块：

2.1 白酒：板块受外因影响回调，长期价值凸显

2.1.1 收入端：全年需求弱复苏，23Q4 延续分化

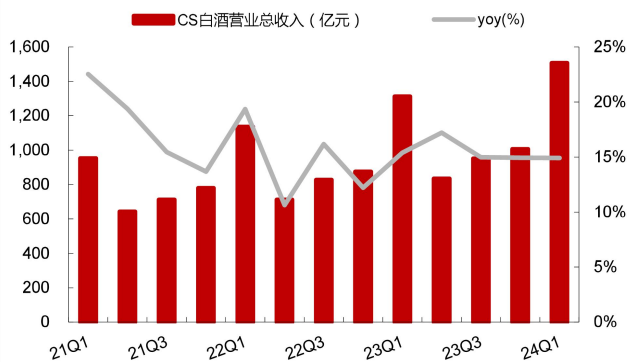
2.1.1.1 23 年收入端：高端酒稳健增长，部分次高端相对承压

2023 年主要受宏观经济压力、需求恢复疲软等诸多因素影响，市场情绪受挫，全年白酒板块总体回调，估值由年初的 PE-ttm36X 下跌至 12 月底的 30X。在去年底封控解除，23Q1 春节旺季消费场景逐步恢复下，整体白酒行业周期逐步向好，多数酒企采取以价换量，库存得到有效消化；23Q2 开始白酒行业整体消费有所承压，下游需求仍待恢复；23Q4 行业以消化库存、回笼资金为主。全年来看，主要上市公司 2023 年实现营业总收入 4104.83 亿元，同比增长 15.55%，归母净利润 1550.59 亿元，同比增长 18.84%。

细分板块来看，高端酒 23 年在经济环境波动下体现出需求韧性，整体表现稳健。其中茅台 23Q4 提价后收入同增近 20%，更加从容，五粮液动销优势延续，老窖回款确定性较优。高端酒 23 年营收/归母净利润同比增速分别为+16.51%/+18.46%；次高端分化延续。基地型次高端全年相对稳健，回款完成度较优，业绩确定性较强；扩张型次高端动销端持续承压。综合之

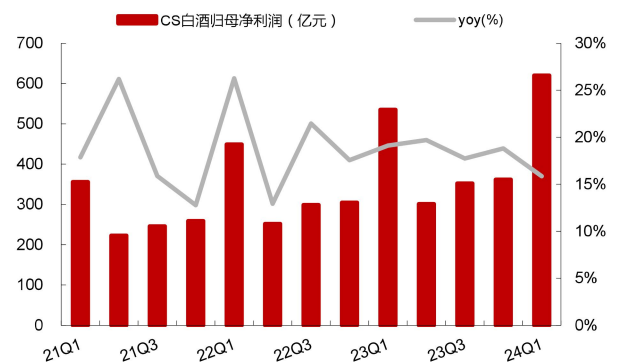
下，次高端 23 年营收/归母净利润同比增速分别为+12.44%/+11.64%；地产酒板块，地产酒龙头增长势头更为强劲，抗风险性更强，整体营收/归母净利润同比增速分别为+23.03%/+35.03%；光瓶酒板块，伴随企业主动作为，白酒板块逐步改善，顺鑫为代表的光瓶酒龙头营收/归母净利润同比增速分别为-9.30%/-56.09%。

图 9：白酒板块收入及增速（2021Q1-2024Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：白酒板块归母净利润及增速（2021Q1-2024Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.1.1.2 24Q1 收入端：回款有序推进，头部酒企业绩确定性强

24 年一季度是白酒行业传统春节旺季，各酒企春节前目标多保持积极，未出现明显降速，各酒企多放开票据等政策支持督促回款，虽厂商博弈现象仍存，但头部酒企回款多平稳有序推进。白酒板块当前整体消费升级节奏放缓，但部分场景如婚宴、大众消费仍呈现局部升级现象。24Q1 白酒板块整体实现营业总收入 1507.57 亿元，同比增长 14.92%，实现归母净利润 620.06 亿元，同比增长 15.85%。收入端来看，高端和区域龙头 24Q1 回款较为顺利，普遍顺利完成开门红目标，为 Q1 业绩奠定基础，部分次高端酒企选择主动调整，业绩短期承压。其中整体高端酒营收/归母净利润同比+15.84%/+15.21%；次高端酒营收/归母净利润同比+11.31%/+13.21%；地产酒营收/归母净利润同比+21.68%/+26.66%。

表 1：白酒板块业绩概览（亿元）

		收入				利润			
		23FY	yoy (%)	24Q1	yoy (%)	23FY	yoy (%)	24Q1	yoy (%)
000568.SZ	泸州老窖	302.33	20.34%	91.88	20.74%	132.46	27.79%	45.74	23.20%
000596.SZ	古井贡酒	202.54	21.18%	82.86	25.85%	45.89	46.01%	20.66	31.61%
000799.SZ	酒鬼酒	28.30	-30.14%	4.94	-48.80%	5.48	-47.77%	0.73	-75.56%
000858.SZ	五粮液	832.72	12.58%	348.33	11.86%	302.11	13.19%	140.45	11.98%
000860.SZ	顺鑫农业	105.93	-9.30%	40.57	-0.75%	-2.96	-56.09%	4.51	37.42%
000995.SZ	皇台酒业	1.54	12.96%	0.36	-5.73%	-0.15	-304.04%	0.01	-64.64%
002304.SZ	洋河股份	331.26	10.04%	162.55	8.03%	100.16	6.80%	60.55	5.02%
002646.SZ	天佑德酒	12.10	23.50%	5.26	32.77%	0.90	19.02%	1.08	40.43%
600197.SH	伊力特	22.31	37.46%	8.31	12.39%	3.40	105.43%	1.59	7.08%
600199.SH	金种子酒	14.69	23.92%	4.19	-3.02%	-0.22	-88.21%	0.18	-142.87%
600519.SH	贵州茅台	1,505.60	18.04%	464.85	18.04%	747.34	19.16%	240.65	15.73%
600559.SH	老白干酒	52.57	12.98%	11.30	12.67%	6.66	-5.89%	1.36	33.04%
600702.SH	舍得酒业	70.81	16.93%	21.05	4.18%	17.71	5.09%	5.50	-3.37%
600779.SH	水井坊	49.53	6.00%	9.33	9.38%	12.69	4.36%	1.86	16.82%
600809.SH	山西汾酒	319.28	21.80%	153.38	20.94%	104.38	28.93%	62.62	29.95%
603198.SH	迎驾贡酒	67.20	22.07%	23.25	21.33%	22.88	34.17%	9.13	30.43%
603369.SH	今世缘	101.00	28.05%	46.71	22.82%	31.36	25.30%	15.33	22.12%
603589.SH	口子窖	59.62	16.10%	17.68	11.05%	17.21	11.04%	5.89	10.02%
603919.SH	金徽酒	25.48	26.64%	10.76	20.41%	3.29	17.35%	2.21	21.58%

资料来源：Wind，山西证券研究所

2.1.2 利润端：高端酒盈利能力稳中有升，地产酒表现优于行业

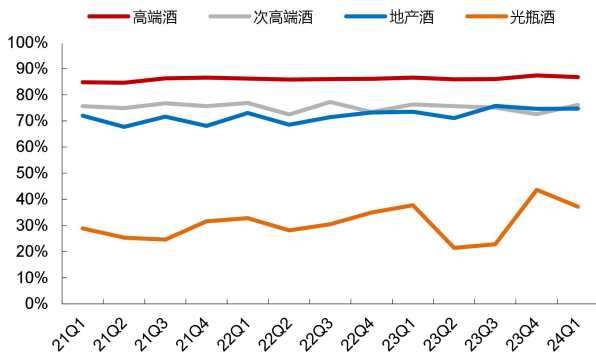
2.1.2.1 23 年利润端：高端酒稳健，次高端有所分化

2023 年板块毛利率为 81.20%，同比+0.83pcts。其中高端酒消费相对刚性，毛利率稳中略升，高端酒企毛利率为 86.53%，同比+0.49pcts；次高端酒毛利率为 75.27%，同比-0.34pcts；地产酒毛利率为 73.73%，同比+1.95pcts；光瓶酒顺鑫农业虽受猪肉和地产业务拖累，白酒产品结构升级成效初显，毛利率为 31.80%，同比+0.07pcts，低基背景下同比改善。

总体看在需求相对疲软之下，上市酒企费用投入相对理性，部分地产酒在区域扩张过程中费用投放比较积极。23 年销售费用率为 10.09%，同比+0.15pcts，管理费用率为 5.52%，同比-0.47pcts，其中 23 年高端酒/次高端酒/地产酒销售费用率分别+0.22/-0.36/-0.17pcts。光瓶酒受相关费用支出仍处在较高水平。整体看，行业盈利能力保持稳中有升，净利率同比+1.05pcts

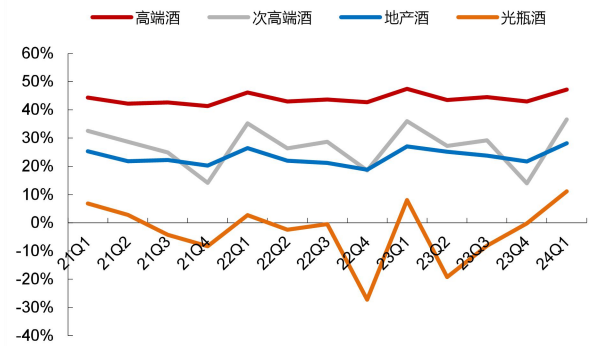
至 37.77%。

图 11：白酒子板块毛利率及变动情况（2021Q1-2024Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：白酒子板块净利率及变动情况（2021Q1-2024Q1）

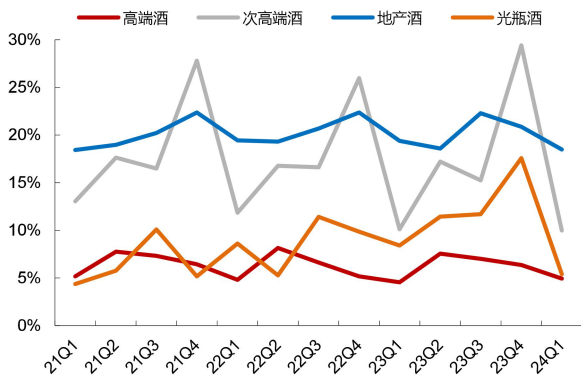


资料来源：Wind，山西证券研究所

2.1.2.2 24Q1 利润端：费用率整体平稳，盈利能力稳定

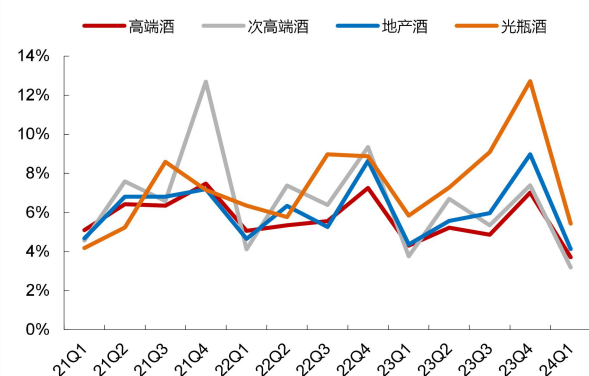
24Q1 板块毛利率为 81.30%，同比+0.45pcts。高端酒和地产酒表现较优，毛利率同比分别+0.22/+1.21pcts，次高端酒在动销承压下，毛利率亦承压，24Q1 毛利率同比-0.12pcts。

图 13：白酒子板块销售费用率及变动情况（2021Q1-2024Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 14：白酒子板块管理费用率及变动情况（2021Q1-2024Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

同时可以看到，红包等费用投入对动销的带动作用边际减弱，今年春节各酒企并未普遍加大费用投入力度，板块 24Q1 销售费用率同比+0.06pcts，管理费用率同比-0.54pcts。高端龙头酒企保持稳健的盈利能力；次高端及地产酒在部分产品提价、控费增效助力下，盈利能力有所

提升。24Q1 白酒板块净利率为 41.13%，同比+0.33pcts，其中高端/次高端/地产酒分别同比-0.26/+0.61/+1.11pcts。

2.1.3 合同负债：季节打款节奏扰动下，24Q1 行业合同负债环比下降

24Q1 末白酒板块合同负债为 407.26 亿元，同比+0.53%；同时 24Q1 环比 23Q4 白酒板块合同负债-23.26%。由于酒企经销商打款为春节作准备，24Q1 合同负债下降为正常现象。

拉长周期看，白酒板块的合同负债金额仍处于健康区间位置，经营余力较为充足。其中，24Q1 高端白酒合同负债同比/环比+9.71%/-27.71%；次高端合同负债同比/环比-0.83%/-28.21%；地产酒合同负债同比/环比-2.35%/+28.02%。其中高端酒中泸州老窖合同负债同比增加；地产酒中古井贡酒、伊力特及老白干酒合同负债环比表现亮眼。

表 2：白酒板块合同负债概览（亿元）

	24Q1	23Q1	23Q4	YoY	QoQ
泸州老窖	25.3	17.3	26.7	47%	-5%
古井贡酒	46.2	47.5	14.0	-3%	230%
酒鬼酒	2.3	3.7	2.8	-36%	-18%
五粮液	50.5	55.4	68.6	-9%	-26%
顺鑫农业	8.4	18.4	22.0	-54%	-62%
皇台酒业	0.0	0.0	0.0	-15%	4%
洋河股份	58.2	69.7	111.0	-17%	-48%
天佑德酒	0.7	0.6	0.8	29%	-12%
伊力特	0.9	0.8	0.7	21%	25%
金种子酒	1.1	1.7	1.1	-34%	4%
贵州茅台	95.2	83.3	141.3	14%	-33%
老白干酒	23.6	22.1	15.2	7%	55%
舍得酒业	2.3	8.0	2.8	-71%	-15%
水井坊	11.5	10.0	12.2	15%	-6%
山西汾酒	55.9	41.7	70.3	34%	-20%
迎驾贡酒	5.1	5.0	7.3	3%	-30%
今世缘	9.7	11.4	24.0	-15%	-59%
口子窖	3.8	4.5	4.0	-16%	-6%
金徽酒	6.3	4.3	5.8	48%	10%

资料来源：Wind，山西证券研究所

2.1.4 分公司：高端白酒持续稳健，地产酒龙头增速更优

2.1.4.1 高端酒：需求相对韧性，24Q1 实现稳健增长

23 年高端酒凭借其刚需属性和品牌力支撑，动销受宏观经济影响程度相对较小，营收/利润增速实现稳步增长。茅台持续释放改革红利，五粮液年底提价&动销优势延续，助力其全年任务的完成。同时 24Q1 高端白酒消费仍然相对刚性，旺季集中动销，整体表现稳健。

贵州茅台：公司 2023 年实现营业总收入 1505.60 亿元，同比增长 18.04%；其中酒类收入 1472.19 亿元，同比增长 18.94%；实现归母净利润 747.34 亿元，同比增长 19.16%。产量方面，2023 年公司完成茅台酒及系列酒基酒总产量 10.01 万吨，同比增长 8.98%，其中茅台酒基酒产量 5.72 万吨，同比增长 0.69%；生产系列酒基酒 4.29 万吨，同比增长 22.41%。销量方面，1) 从产品看，2023 年茅台酒实现销量 4.21 万吨，系列酒实现销量 3.12 万吨。系列酒增速表现亮眼，受益于非标产品放量加快。2) 从销售渠道看，批发渠道实现收入 799.9 亿元，占比酒类收入约 54.3%，直销实现收入 672.3 亿元，占比约 45.7%，其中“i 茅台”实现收入 223.7 亿元，同比增长 88.93%，助力直销渠道收入延续高占比。23 年公司毛利率和净利率分别 +0.03/+0.47pcts 至 92.12%/49.64%，毛利率维持稳定态势，盈利能力持续提升。展望 24 年，我们预计公司将重点加大精品/生肖/小规格茅台/24 节气等产品的市场投入，助力全年业绩的稳定提升，我们看好公司的长期投资价值。预计 2024-2026 年 EPS 分别为 69.73/80.85/92.89 元，维持“买入-A”投资评级。风险提示：宏观经济回暖节奏放缓业绩增长不及预期；改革推进不及预期；行业竞争加剧等。

五粮液：公司 2023 年实现营业收入 832.72 亿元，同比增长 12.58%；实现归母净利润 302.11 亿元，同比增长 13.19%。24Q1 公司实现营业收入 348.33 亿元，同比增长 11.86%；实现归母净利润 140.45 亿元，同比增长 11.98%。1) 分产品看，23 年酒类收入为 764.47 亿元，同比+13.1%，五粮液/系列酒产品分别实现营收 628.04/136.43 亿元，同比+13.5%/+11.6%；销量方面，五粮液/系列酒产品分别实现销量 3.87/12.04 万吨，同比+17.98%/+27.60%，系列酒销量在公司开展产品动销大会战助力下实现高增。2) 分区域看，东部/南部/西部/北部/中部分别实现营收 223.89/68.10/262.15/80.74/129.58 亿元，同比+17.92%/-8.97%/+21.71%/-4.04%/+16.30%，东、西部及中部区域收入实现较快增长；3) 分渠道看，经销/直销模式分别实现营收 459.85/304.62 亿元，同比+13.56%/+12.53%。公司今年春节旺季动销表现优秀，同比实现双位数增长，为 24 年开局奠定了良好基础。24Q1 公司毛利率为 78.43%，同比+0.03ptc，净利率为 40.32%，同比

+0.04ptc，公司盈利能力稳定向好。我们预计 24 年在全面产品矩阵的发力下，八代五粮液的挺价目标有望实现，有助于其渠道盈利的改善，业绩稳定增长。预计 2024-2026 年公司 EPS 分别为 8.76/9.88/11.18 元，维持公司“买入-A”投资评级。风险提示：经济基本面影响白酒消费；价格走势不及预期；食品安全问题等。

2.1.4.2 次高端酒：增长模式差异下，23 年业绩延续分化

23 年次高端酒整体受商务宴请恢复偏弱影响，需求恢复偏弱，总体有所承压，业绩持续分化，其中有基地市场备书且产品结构较为完善的次高端酒企，抗风险能力强，增长较为稳健。短期来看，次高端酒企集中于消化渠道库存，重在企业良性发展；中长期来看，在消费升级趋势的推动下，我们判断未来次高端白酒依然是扩容最为确定的价格带。

山西汾酒：公司 2023 年实现营业收入 319.28 亿元，同比增长 21.8%；归母净利润 104.38 亿元，同比增长 28.93%。24Q1 实现营收 153.38 亿元，同比增长 20.94%；归母净利润 62.62 亿元，同比增长 29.95%。1) 分产品来，青花汾酒预计同比增长 30%，腰部产品巴拿马和老白汾预计同比增长 20%，玻汾预计增长 15-20%；2) 分市场来看，23 年公司动态布局省内和省外市场，以稳定价格和省外市场的健康发展，省内/省外分别实现营收 120.84/196.59 亿，同比 +20.41%/+22.84%。公司 23/24Q1 净利率分别为 32.76%/40.86%，同比+1.64/2.75pct，产品结构优化+管理提质增效，盈利弹性持续释放。全年看，公司掌握战略主动，名酒势能、清香势能、产品线势能三大势能加持，有望实现年度 20%的营收目标；中长期看公司产品高端化+渠道全国化的目标明确，业绩确定性强。预计 2024-2026 年公司 EPS 10.72/13.28/16.32 元，维持“买入-A”评级。风险提示：商务需求恢复不及预期，省外扩张不达预期，宏观经济风险等。

2.1.4.3 地产酒：大众价格带动销表现亮眼，地产龙头业绩确定性强

23 年受宏观经济弱复苏影响，酒类整体消费偏弱。但在节日走亲访友、宴请等消费场景助力下，大众消费带整体动销表现亮眼，助力地产酒龙头业绩确定性强。同时从 22-23 年渠道跟踪来看，大众宴席市场也出现了消费升级初步趋势，中长期来看，结构升级将为地产酒龙头贡献主要业绩增量。

受益于春节宴席市场景气度，地产酒 24Q1 基本完成回款目标，开局良好。江苏市场，今世缘四开提价后价盘稳定度提升，动销增速较快，产品结构持续升级。安徽市场，省内消费升级的趋势延续，古井费投保持理性，省外经营节奏加快；迎驾洞藏保持较高自点率，淡季或有提价预期。

今世缘：公司 2023 年实现营业收入 101.00 亿元，同比增长 28.05%，归母净利润 31.36 亿

元，同比增长 25.30%。24Q1 实现营业收入 46.71 亿元，同比增长 22.82%，归母净利润 15.33 亿元，同比增长 22.12%。分产品看，23 年特 A+类/特 A 类/A 类营收分别为 65.04/28.70/4.11 亿元，同比+25.1%/+37.1%/+26.7%，特 A+/特 A 类产品合计占比达 92.83%，同比+0.36pct；23 年公司各产品价格带实现均衡发展，同时受消费环境疲软影响，产品结构升级略有放缓。分地区看，23 年淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海区/省外分别实现营收 19.90/23.56/13.02/15.88/11.02/9.73/7.27 亿元，同比+25.8%/+21.2%/+28.6%/+38.8%/+26.0%/+25.0%/+40.2%，其中，苏中、省外市场增速表现更优。在公司主动优化管理、提振整体势能背景下，23 年圆满完成年度目标。同时 24Q1 公司春节动销略超预期。23 年/24Q1 公司毛利率分别为 78.35%/74.23%，同比+1.74/-1.17pct；净利率分别为 31.05%/32.81%，同比-0.68/-0.19pct，公司盈利能力稳定保持稳定。24 年公司将延续此前的产品结构，不同价格带表现均衡，业绩增长的确定性高。预计公司 2024-2026 年 EPS 3.03/3.63/4.42 元，维持“买入-A”投资评级。风险提示：消费疲软下业绩增长不及预期，产品升级不及预期，行业竞争加剧等。

2.1.4.4 光瓶酒：光瓶酒行业升级持续，业绩受其他影响下承压

2022 年 6 月，白酒“新国标”正式实施，对白酒原料界定进行了更新。根据“新国标”分类，低线光瓶酒多为调香配制酒，各酒企为顺应新规定，纷纷对光瓶酒进行升级换代，推出纯粮发酵白酒，产品品质与价格同步提升，光瓶酒企业盈利能力有望随之提升。同时从主流光瓶酒产品价位来看，已经出现从 20 元/瓶以下上升至 30 元/瓶消费趋势。23 年受消费场景弱复苏影响，光瓶酒行业升级持续，但节奏稍显缓慢，展望 24 年，伴随大众消费场景的逐步恢复，我们预计光瓶酒重回消费者视线，同时光瓶酒板块有望持续升级，高线光瓶酒或将成为未来最具潜力的子赛道。

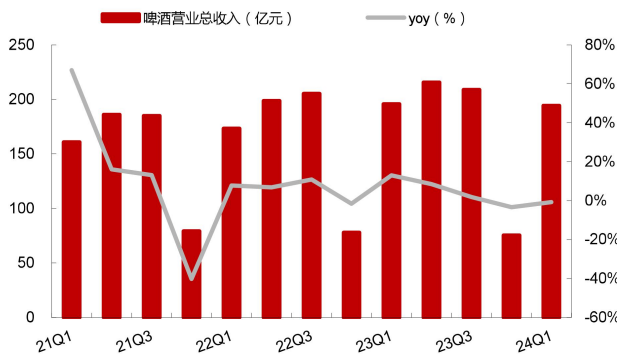
2.2 啤酒：销量前高后低，结构升级保障利润

2.2.1 收入端：需求弱复苏，销量增速放缓

23Q1 伴随多地封控解除，餐饮等消费场景阶段性修复，助力啤酒行业在 22 年低基数背景下销量实现高增；23Q3 受到消费需求偏弱、同期高基数以及台风雨季等多因素影响，多数啤酒企业销量增速放缓，23Q4 消费淡季需求延续弱势，表现平淡，渠道以消化库存为主。综合影响之下，23 年啤酒行业整体销量略有承压。在吨价同比提升助力下，23 年上市啤酒企业实现总营收 695.34 亿元，同比增长 6.16%，实现归母净利润 68.49 亿，同比增长 16.94%。

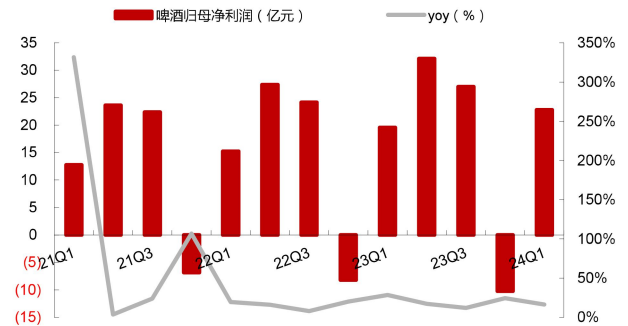
24Q1 由于去年一季度基数略高，销量层面略有承压；同时行业结构升级趋势不变，头部酒企主打的次高端以上产品仍普遍实现高于行业整体的增速。24Q1 上市啤酒企业分别实现营收/归母净利润 194.22/22.78 亿元，同比-0.78%/+16.27%。

图 15：啤酒板块收入及增速（2021Q1-2024Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 16：啤酒板块归母净利润及增速（2021Q1-2024Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 3：啤酒板块业绩概览（亿元）

		收入				利润			
		23FY	yoy (%)	24Q1	yoy (%)	23FY	yoy (%)	24Q1	yoy (%)
000729.SZ	燕京啤酒	142.13	7.66%	35.87	1.72%	6.45	83.01%	1.03	58.90%
000752.SZ	*ST西发	3.37	21.64%	0.90	-0.70%	-0.26	-67.35%	0.01	-102.74%
000929.SZ	兰州黄河	2.41	-9.47%	0.54	-26.86%	-0.47	59.76%	-0.01	-70.92%
002461.SZ	珠江啤酒	53.78	9.13%	11.08	7.05%	6.24	4.22%	1.21	39.37%
600132.SH	重庆啤酒	148.15	5.53%	42.93	7.16%	13.37	5.78%	4.52	16.78%
600573.SH	惠泉啤酒	6.14	0.04%	1.41	2.86%	0.49	21.80%	0.05	468.51%
600600.SH	青岛啤酒	339.37	5.49%	101.50	-5.19%	42.68	15.02%	15.97	10.06%
000869.SZ	张裕A	43.85	11.89%	8.11	-28.34%	5.32	24.20%	1.59	-42.57%
002568.SZ	百润股份	32.64	25.85%	8.02	5.51%	8.09	55.28%	1.69	-9.80%

资料来源：Wind，山西证券研究所

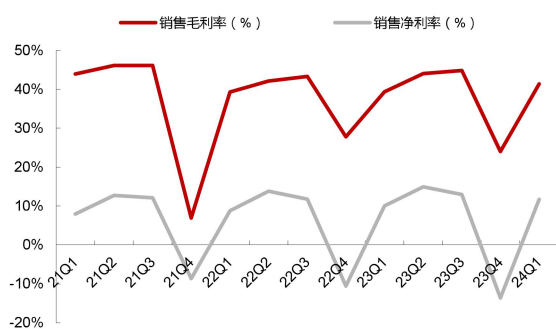
从 24Q1 销量数据来看，青岛啤酒总体销量略降，但纯生白啤等升级产品仍实现较高增长，表现优异；重庆啤酒在餐饮需求修复较慢&去年底基数背景下，销量同比微增；从吨价水平来看，龙头公司产品升级虽略有放缓，但均有不同程度提升，高端化进程延续，其中青岛啤酒、珠江啤酒同比均在 4% 以上。

2.2.2 利润端：高端化略有放缓，趋势依旧

啤酒板块 23 年毛/净利率分别为 40.80%/9.85%，同比+0.76/+0.91pcts，毛利率同比提升主要受益于 23 年大麦成本价格高位逐步回落&包材价格总体压力趋缓。销量增速虽然在 23H2 回落，啤酒龙头公司整体吨价提升趋势依旧。分价格带看，10 元及以上的高端啤酒增速相对有所放缓，与之对应的 8-10 元次高价格带各酒企均表现出色。啤酒行业高端化进程仍在推进，各上市啤酒公司的吨价以及净利率水平都在稳步提高。

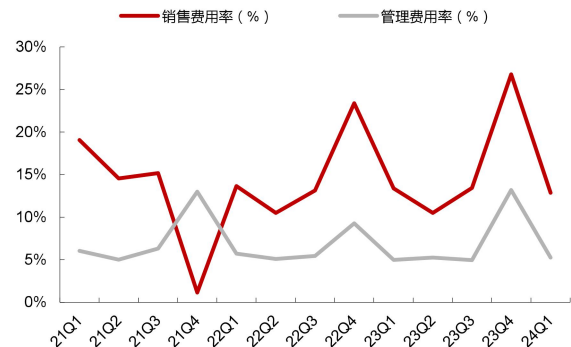
同时 23 年各啤酒企业积极采取控费增效措施，行业整体销售费用率保持平稳，销售/管理费用率分别为 13.97%/5.96%，同比+0.27/+0.09pcts。

图 17：啤酒板块毛/净利率变动情况（2021Q1-2024Q1）



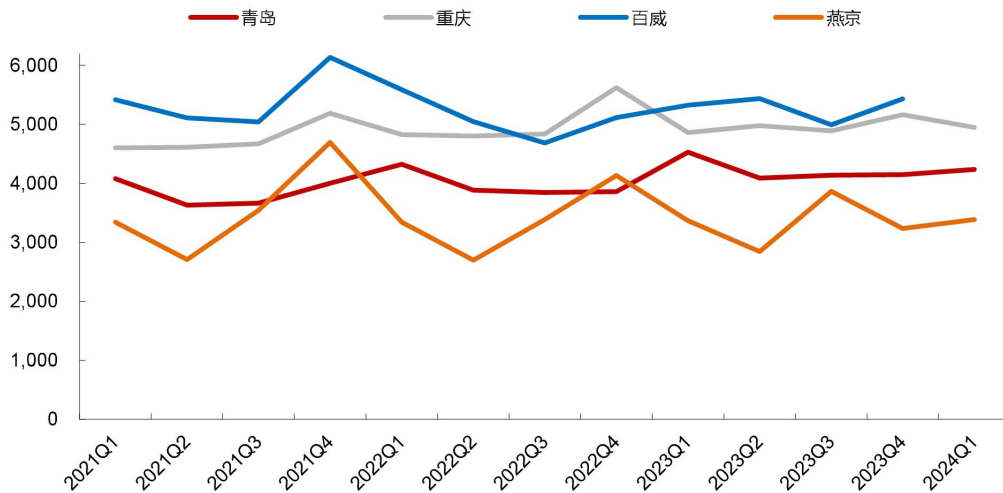
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 18：啤酒板块费用率变动情况（2021Q1-2024Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 19：各上市啤酒企业吨酒价格（元/吨）（2021Q1-2024Q1）



资料来源：公司公告，山西证券研究所（备注：燕京啤酒 21Q3-Q4/22Q3-Q4 根据 21H2/22H2 数据估算）

由于去年 8 月对澳麦停征反倾销税和反补贴税，大麦成本延续下降趋势，此外包材成本也整体有所下降，行业整体成本改善明显，从而板块 24Q1 毛/净利率分别为 41.40%/11.73%，同比+2.02/+1.72pcts。

2.2.3 分公司：高端化进程持续，成本红利进一步释放

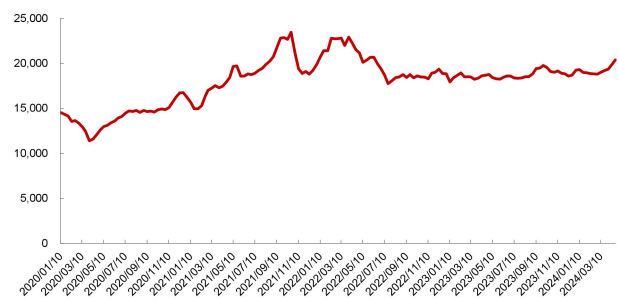
2023 年下半年啤酒行业面临的外部环境压力较大，夜场、高端餐饮等渠道是高端啤酒的主要消费场景，该类渠道在 23 年消费力稍显疲软的影响下，短期有所承压，啤酒行业高端化进程增速有所放缓。

图 20：大麦价格走势跟踪（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 21：铝锭价格走势跟踪（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

从 22 年下半年开始至 23 年，部分原材料成本上升压力有所趋缓，其中主要包材铝材、瓦楞纸价格均回落至近两年低位水平，玻璃价格虽有小幅回升但在总成本占比较小；但主要原材料大麦的采购价格于 22 年末锁定在高位，大麦成本价格高位逐步回落&包材价格总体压力趋缓，23 年啤酒板块毛利率略有提升。23 年下半年澳麦双反政策取消，同时叠加法麦丰收增加供给，我们预计 24 年大麦成本同比将有 10%的降幅。从而 24 年啤酒行业成本红利有望进一步释放，盈利能力稳定向好，释放利润可期。

青岛啤酒：公司 2023 年实现营业收入 339.37 亿元，同比增长 5.49%；归母净利润 42.68 亿元，同比增长 15.02%。从销量来看，2023 年公司实现啤酒销量 801 万千升，同比-0.81%。23Q4 受舆情事件影响，同时叠加消费力偏疲软，整体销量有所承压。分品牌看，去年全年青岛主品牌销量实现 456 万千升，同比+2.74%，占比达 57.0%；其他品牌销量实现 345 万千升，同比-5.01%。从吨价看，23 年公司啤酒平均吨价为 4238 元/吨，同比+6.34%。分地区看，23 年公司在强势区域山东和华北地区实现收入 228.69/79.81 亿元，同比+7.03%/+1.51%。总体而言，虽然下半年在销量上有所承压，公司产品结构升级仍在持续，从而助力公司 23 年全年营收实现增长。24Q1 在高基数扰动下，公司销量仍有所承压。展望全年，在高基数影响逐步消退及夏季奥运会背景下，公司销量有望逐季恢复实现正增长。公司 2023 年毛利率/净利率为 38.66%/12.58%，同比+1.81/+1.04pct。23 年在产品高端化助力之下，毛/净利率稳定向好。我们预计 2024 年公司费用端投放较为平稳，同时在大麦、铝罐等原材料成本下行背景下，公司有望释放利润弹性。我们预计 24 年整体呈现前低后高经营节奏，密切关注其在旺季的销售表现。预计 2024-2026 年公司 EPS 分别为 3.66/4.22/4.79 元，维持“买入-A”投资评级。风险提示：产品升级不及预期，行业竞争加剧，原材料价格上涨超预期等。

重庆啤酒：公司 2023 年实现营业总收入 148.15 亿元，同比+5.53%；归母净利润 13.37 亿元，同比+5.78%。销量方面，2023 年公司实现啤酒销量 299.75 万千升，同比+4.93%。分产品来看，2023 年高档/主流/经济产品分别实现收入 88.55/52.97/2.90 亿元，同比+5.18/+5.64%/+10.06%。其中乐堡实现量价齐升、重庆品牌实现高个位数增长。吨价方面，2023 年公司啤酒吨价为 4942 元/吨，同比+0.57%。全年整体来看，销量增长助力业绩增长，高端化进程有所放缓。分区域看，23 年公司在西北区/中区/南区分别实现收入 40.23/60.84/43.34 亿元，同比+1.10%/+3.01%/+13.74%，南部区域把握部分省份旅游复苏实现较好增长。2023 年公司毛利率为 49.15%，同比-1.33pct，归母净利率水平为 9.02%，同比+0.02pct。23 年受原材料价格上涨影响，毛利率略有下降。在公司积极控费增效之下，全年盈利能力保持相对稳定。我们预

计 24 年大麦价格或将逐步下行，公司利润弹性有望逐步释放。展望 24 年，公司将积极应对外部市场环境，大城市计划实施更为精细化，伴随后续需求景气逐步复苏，公司大单品势能有望恢复，助力其业绩增长。我们预计 2024-2026 年公司 EPS 分别为 2.98/3.25/3.58 元，维持公司“买入-B”投资评级。风险提示：产品升级不及预期，行业竞争加剧，原材料价格上涨超预期等。

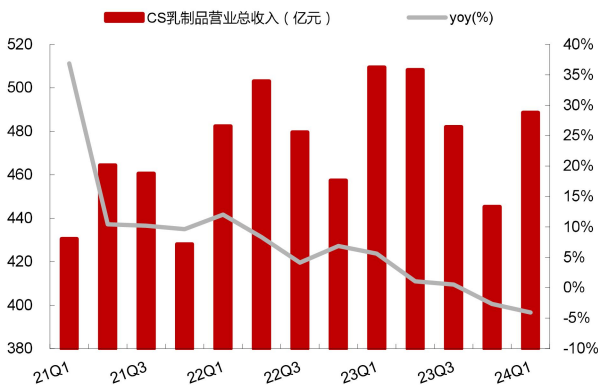
3. 食品板块：

3.1 乳制品：23 年需求增速放缓，品类需求分化

3.1.1 收入端：需求复苏缓慢，龙头着眼良性发展

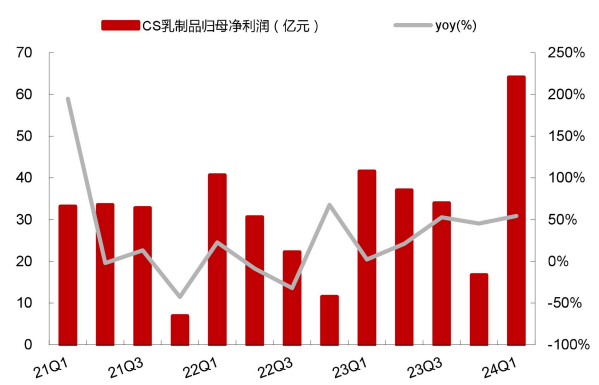
23 年乳制品板块实现收入 1944.98 亿元，同比+1.18%。23 年以来乳制品行业需求整体呈逐季缓慢复苏态势，且一定程度表现出节假日旺盛、淡季转平淡的特征，整体液奶呈逐季改善态势。

图 22：乳制品板块收入及增速（2021Q1-2024Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 23：乳制品板块归母净利润及增速（2021Q1-2024Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

分产品品类看，1) 液态乳方面，偏刚需属性的白奶增速优于酸奶增速，高端品类在龙头聚焦下增长提速；2) 奶粉方面，受近年出生人口持续下滑影响，23 年婴配粉行业终端零售额同比有所下降，但婴配粉新国标已于 23 年 2 月起正式实施，中小企业进一步出清，头部企业市占率稳中有升；3) 冰淇淋方面，在夏日天气炎热和新品开发节奏加快助力下，23 年行业增速表现优异，头部企业冰淇淋业务收入增速均达双位数。分企业看，龙头企业着眼全年，更为

关注渠道良性发展，力争实现平稳过渡及增长；区域乳企受景气新品类带动及渠道拓展等表现更优。

24Q1 乳制品板块实现收入 488.64 亿元，同比-4.07%。24Q1 春节在返乡潮带动下，作为区县市场礼赠首选的常温奶产品，动销超预期。但春节后整体需求处于弱复苏态势。3 月淡季以伊利为代表的龙头主动控制渠道库存，动销有所放缓。各乳品企业均着眼全年，更为关注渠道良性发展，一季度实现平稳过渡。

表 4：乳制品板块业绩概览（亿元）

		收入				利润			
		23FY	yoy (%)	24Q1	yoy (%)	23FY	yoy (%)	24Q1	yoy (%)
001318.SZ	阳光乳业	5.70	0.06%	1.09	-6.36%	1.16	4.45%	0.22	-1.96%
002329.SZ	皇氏集团	28.93	0.07%	4.80	-41.78%	0.67	460.11%	0.05	5.84%
002570.SZ	贝因美	25.28	0.76%	7.20	2.28%	0.47	-126.96%	0.22	80.19%
002719.SZ	麦趣尔	7.09	-28.32%	1.54	-12.27%	-0.97	-72.32%	-0.32	294.62%
002732.SZ	燕塘乳业	19.50	4.01%	3.79	-11.55%	1.80	81.60%	0.16	-42.91%
002910.SZ	庄园牧场	9.56	-8.97%	2.25	-9.96%	-0.81	-233.68%	-0.45	-805.37%
300898.SZ	熊猫乳品	9.47	6.20%	1.85	-14.05%	1.09	104.11%	0.27	38.61%
002946.SZ	新乳业	109.87	9.80%	26.14	3.66%	4.31	19.18%	0.90	46.93%
600419.SH	天润乳业	27.14	12.62%	6.41	1.47%	1.42	-27.74%	0.05	-91.74%
600429.SH	三元股份	78.41	-2.02%	20.41	-5.85%	2.43	564.78%	0.73	75.48%
600597.SH	光明乳业	264.85	-6.13%	64.17	-9.25%	9.67	168.19%	1.72	-8.07%
600882.SH	妙可蓝多	40.49	-16.16%	9.50	-7.14%	0.63	-53.15%	0.41	70.63%
600887.SH	伊利股份	1,261.79	2.44%	325.77	-2.58%	104.29	10.58%	59.23	63.84%
605179.SH	一鸣食品	26.43	8.66%	6.43	11.14%	0.22	-117.21%	0.10	126.42%
605337.SH	李子园	14.12	0.60%	3.34	-3.17%	2.37	7.21%	0.57	-3.79%
605388.SH	均瑶健康	16.34	65.71%	3.96	-11.10%	0.58	-24.87%	0.26	9.34%

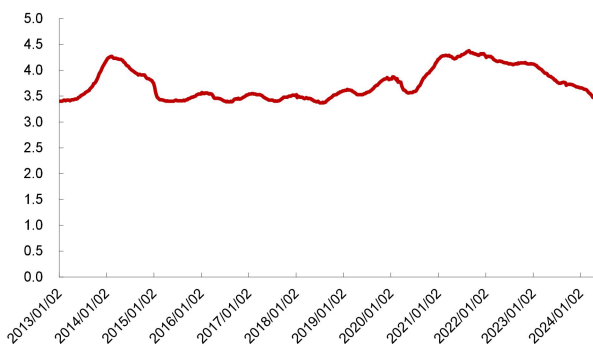
资料来源：Wind，山西证券研究所

3.1.2 利润端：原奶价格逐步回落，助力盈利能力改善

23 年/24Q1 乳制品板块分别实现归母净利润 129.33/64.12 亿元，同比+23.17%/+54.26%。23 年乳制品行业整体盈利能力提升，主要得益于：1) 成本端，原奶价格持续下行。截止 12 月 31 日，中国主产区生鲜乳价格为 3.66 元/公斤，从年初至今回落 11.17%。头部乳企收奶成本预计同比有中位数下降，成本红利带来毛利率提升；2) 费用端，头部企业收缩费用投放力度，费用率实现优化。23 年行业销售费用率同比-0.43pct 至 16.5%。

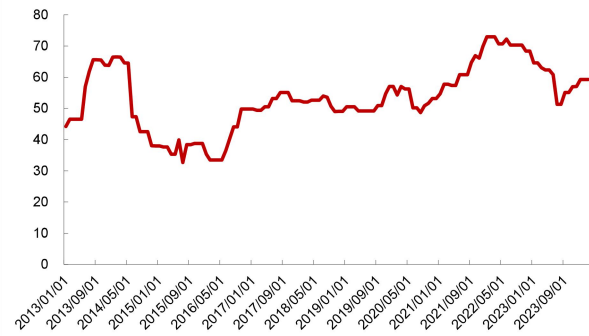
展望 24 年，原奶价格预计稳中有降，企业原材料成本压力持续减轻；加之乳企费用投放在总体理性前提下，保持正常节奏，盈利能力有望延续向好。同时若行业需求回暖，消费场景及消费力逐步恢复，高端白奶、酸奶等产品需求回升，产品结构有望逐步修复，助力其盈利能力的持续改善。

图 24：中国主产区生鲜乳价格走势(元/公斤)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 25：恒天然原奶价格走势跟踪（新西兰元/100 千克）



资料来源：Wind，山西证券研究所

伊利股份：公司 2023 年实现营业总收入 1261.79 亿元，同比增长 2.44%；归母净利润 104.29 亿元，同比增长 10.58%。24Q1 公司实现营业总收入 325.77 亿元，同比减少 2.58%；归母净利润 59.23 亿元，同比增长 63.84%。收入端来看，23 年/23Q4 公司液体乳分别实现营收 855.40/201.09 亿元，同比+0.7/-3.4%，奶粉及奶制品营收 275.98/76.76 亿元，同比+5.1/+1.9%，冷饮产品营收 106.88/3.05 亿元，同比+11.7/-16.9%。23 年全年液体乳、奶粉及奶制品、冷饮收入占比分别为 68.0%/21.9%/8.5%，同比-1.2/+0.5/+0.7pcts。23Q4 整体消费弱复苏&春节错期影响下，液奶业务有所承压。婴配粉动销环比 Q3 有所改善，成人粉延续较好增长。公司 24Q1 实现营收 325.77 亿元，同比减少 2.58%。春节后为保证渠道良性发展，公司主动控节奏，液奶业务仍短期承压；同时婴配粉在去年高基下亦有所承压。24Q1 公司毛利率为 36.02%，同比+2.02pcts，公司净利率水平同比+7.37pcts 至 18.18%，主因出售煤矿子公司，从而 24Q1 投资收益增加所致。展望 24 年，在原奶价格趋缓，产品结构优化及运营效率不断提升背景下，公司毛/净利率有望逐季改善。展望 24 年全年，随着渠道调整逐步到位，同时消费场景和消费力逐步恢复，我们预计公司业绩将呈现逐季改善趋势。我们预计 2024-2026 年 EPS 2.05/2.01/2.16 元，维持“买入-A”投资评级。风险提示：食品安全问题；行业竞争加剧风险；成本超预期上升；行业需求超预期下滑等。

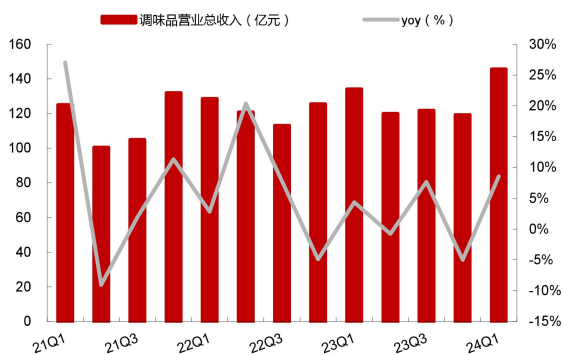
3.2 调味品：23 年需求端仍承压，24Q1 收入同比改善

3.2.1 收入端：消费疲软背景下，企业业绩分化

整体来看，23 年/24Q1 调味品板块分别实现收入 495.11/145.65 亿元，同比+1.45%/+8.56%；实现归母净利润 97.01/30.17 亿元，同比+25.82%/+13.57%。疫情优化后从 23Q1 开始餐饮端需求逐步改善，主动进行渠道拓展及产品品类丰富的企业，营收表现较好。但 23 年调味品行业处于库存消化阶段，叠加消费复苏由强转弱、社零环比增速下降和 CPI 增速减缓等宏观经济因素，整体动销情况表现一般，板块业绩表现均有所承压。此外零添加事件后，23 年消费者认知及消费习惯逐步被潜移默化地影响，从而推动了整体调味品行业的产品结构升级。综合作用下，调味品板块企业间业绩有所分化。

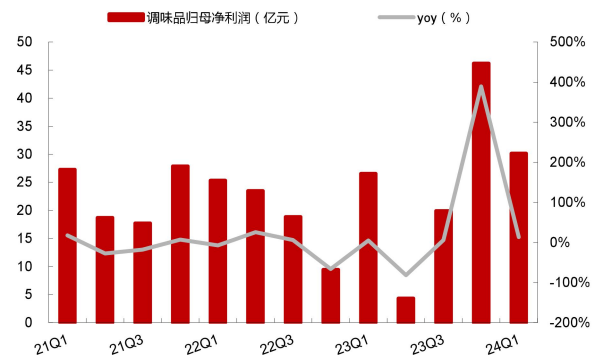
24Q1 调味品整体动销延续逐步改善态势，渠道库存基本保持合理水平，头部企业营收基本实现稳健增长。

图 26：调味品板块收入及增速（2021Q1-2024Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 27：调味品板块归母净利润及增速（2021Q1-2024Q1）



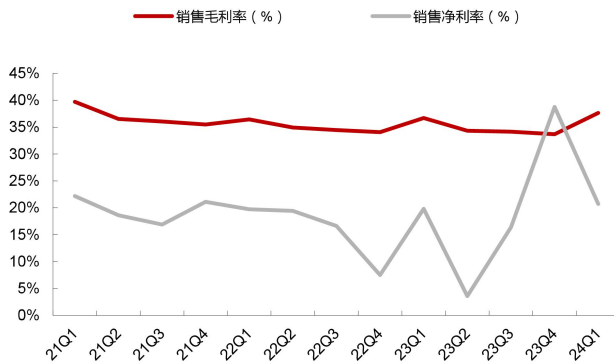
资料来源：Wind，山西证券研究所

3.2.2 利润端：原材料价格陆续回落，盈利能力持续改善

毛利率方面，23 年/24Q1 调味品板块毛利率分别为 34.76%/37.62%，同比-0.22/+0.92pcts。23 年初以来，调味品行业原材料方面，大豆、小麦价格均从高位有所下跌；包材方面，玻璃年内价格回落程度较小，纸箱、PET 和运输价格亦有所下跌，包材和运费的成本压力得到释放，从而板块内多数企业盈利端有所修复。同时由于主要原材料与包材价格处于历史相对高的位置，盈利修复弹性并未充分体现。

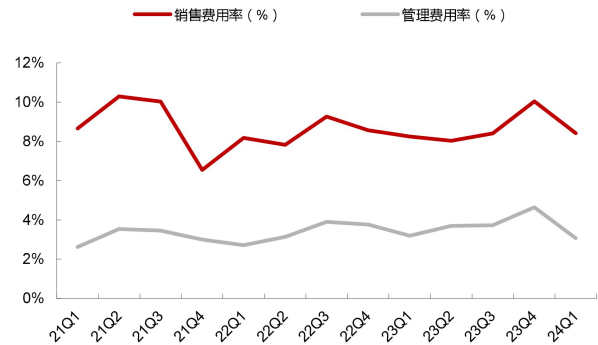
销售费用方面,23 年/24Q1 调味品板块整体销售费用率 8.67%/8.42%,同比+0.22/+0.17pcts, 23 年及 24Q1 销售费用率同比略有上升。总体而言,在成本压力逐步缓解&各企业积极控费增效下,行业净利率水平有所提升,24Q1 同比+0.91pcts 至 20.71%。

图 28: 调味品板块毛/净利率变动情况 (2021Q1-2024Q1)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 29: 调味品板块费用率变动情况 (2021Q1-2024Q1)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

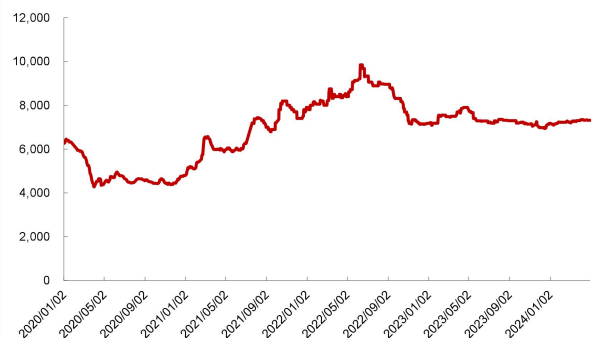
拆分调味品行业需求,餐饮/家庭/食品加工占比分别为 60%/30%/ 10%。餐饮景气度和底层消费力分别决定了调味品行业的餐饮端和家庭端需求。同时结合本轮疫情前后的整体调味品需求表现,可以发现:餐饮是调味品行业需求的同步指标。展望 24 年,调味品行业的需求也一定程度上依赖于宏观经济的复苏程度。伴随餐饮的整体逐步复苏,将有效改善调味品企业的外部经营环境,行业整体景气度回升可期。期待调味品企业经营持续改善。

图 30: 大豆价格走势跟踪 (元/吨)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 31: PET 价格走势跟踪 (元/吨)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

表 5：调味品板块业绩概览（亿元）

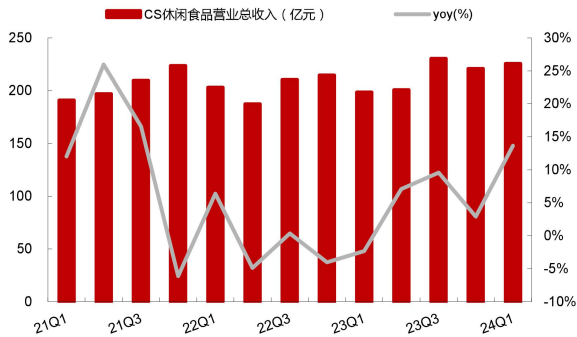
		收入				利润			
		23FY	yoy (%)	24Q1	yoy (%)	23FY	yoy (%)	24Q1	yoy (%)
002495.SZ	佳隆股份	2.60	25.13%	0.55	-19.81%	-0.45	-18.36%	0.02	-226.86%
002507.SZ	涪陵榨菜	24.50	-3.86%	7.49	-1.53%	8.27	-8.03%	2.72	3.93%
002650.SZ	加加食品	14.54	-13.78%	4.87	12.05%	-1.91	140.48%	0.07	-49.03%
300908.SZ	仲景食品	9.94	12.77%	2.74	22.78%	1.72	36.72%	0.51	30.12%
600186.SH	莲花健康	21.01	24.23%	5.76	26.45%	1.30	181.43%	0.49	134.54%
600305.SH	恒顺醋业	21.06	-1.52%	4.60	-24.89%	0.87	-37.03%	0.55	-24.23%
600872.SH	中炬高新	51.39	-3.78%	14.85	8.64%	16.97	-386.53%	2.39	59.70%
603027.SH	千禾味业	32.07	31.62%	8.95	9.28%	5.30	54.22%	1.55	6.66%
603170.SH	宝立食品	23.69	16.31%	6.24	15.72%	3.01	39.78%	0.61	-20.36%
603288.SH	海天味业	245.59	-4.10%	76.94	10.21%	56.27	-9.21%	19.19	11.85%
603317.SH	天味食品	31.49	17.02%	8.53	11.34%	4.57	33.65%	1.76	37.20%
603696.SH	安记食品	6.32	13.45%	1.40	-3.48%	0.31	124.67%	0.07	-49.48%
603755.SH	日辰股份	3.59	16.49%	0.92	14.73%	0.56	10.52%	0.13	21.06%
831726.BJ	朱老六	2.41	-20.71%	0.76	11.26%	0.22	-65.83%	0.12	3.01%
836826.BJ	盖世食品	4.90	34.75%	1.06	10.17%	0.35	8.08%	0.08	-250.92%

资料来源：Wind，山西证券研究所

3.3 休闲食品：零食量贩渠道放量，卤制品单店仍承压

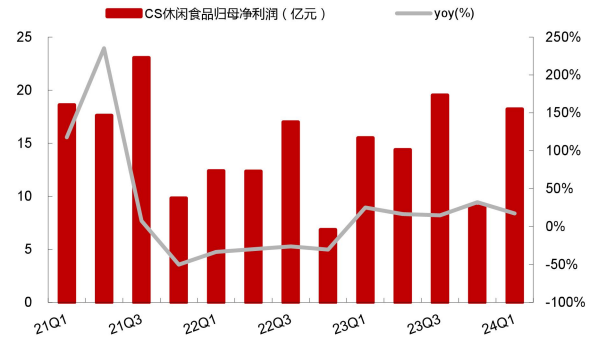
整体来看，23年/24Q1休闲食品板块分别实现收入850.22/225.48亿元，同比+4.28%/+13.66%；分别实现归母净利润58.45/18.21亿元，同比+20.34%/+17.46%。23年休闲食品板块整体呈现收入端需求改善，利润端盈利弹性释放。收入端在新品放量、渠道红利等因素推动下实现较好增长，利润端得益于部分原材料如棕榈油等成本回落而释放弹性。

图 32：休闲食品板块收入及增速（2021Q1-2024Q1）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 33：休闲食品板块归母净利润及增速（2021Q1-2024Q1）

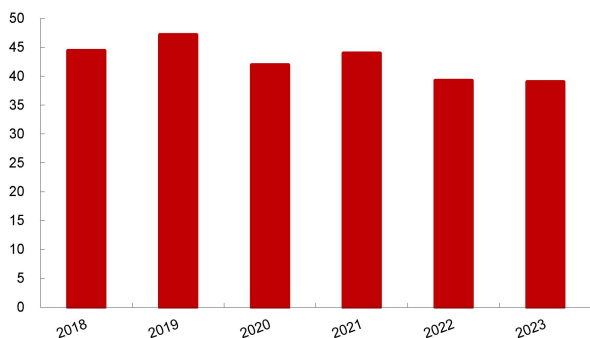


资料来源：Wind，山西证券研究所

3.3.1 休闲卤制品子板块：消费疲软下，单店收入短期仍承压

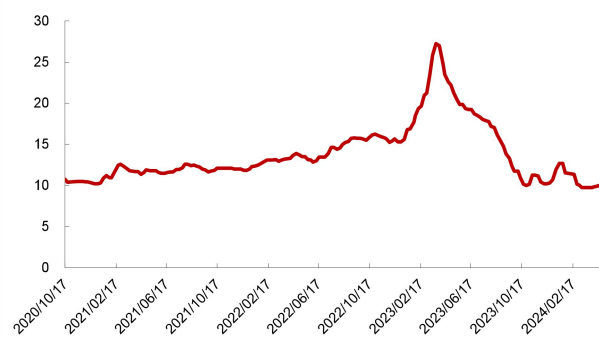
23 年线下客流量虽然同比有所恢复，但主要卤制品行业连锁企业单店收入反而下降，全年单店缺口预计在中高个位数，我们预计主要受以下因素影响：1）外部整体消费环境依旧疲软，偏可选属性的卤制品消费需求恢复不明显；2）22 年底以来，在资本助力下各类轻餐饮涌现，尤其是低价零食量贩、创业小商贩等等，导致产品定价相对偏高的卤制品行业，短期面临的竞争压力有所加大。

图 34：2018-2023 年绝味食品单店收入（万元/年）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 35：近期鸭脖均价跟踪（元/kg）



资料来源：水禽行业网，山西证券研究所

24Q1 在高基数叠加返乡潮对客流的短期扰动，单店收入继续承压。利润端，因鸭副、牛肉等原材料价格回落，净利率有所修复。

展望 24 年，在需求弱复苏下，行业将洗牌继续出清，以绝味食品为代表的拥有较强运营能力和供应链基础的龙头企业，不排除有进一步渠道整合的可能，市占率将逐步提升，继续拉开与竞争对手的差距，享受复苏红利。同时成本端，原材料鸭副价格回落趋势明显，根据水禽行情网数据，2024 年 4 月 30 日鸭脖为 10.2 元/kg，从高点价格回落 50%左右，卤制品子版块盈利改善有望在 24 年进一步体现，盈利弹性可期。

绝味食品：公司 23 年公司实现营业收入 72.61 亿元，同比增长 9.64%，实现归母净利润 3.44 亿元，同比增长 46.63%。24Q1 公司实现营业收入 16.95 亿元，同比减少 7.04%，实现归母净利润 1.65 亿元，同比增长 20.02%。1) 分产品看，23 年鲜货类产品实现营收 57.68 亿元，同比+6.1%，禽类/畜类/蔬菜/其他产品分别实现营收 44.78/0.27/6.80/5.83 亿元，同比+6.5%/+26.8%/+5.6%/+2.8%；2) 分区域看，23 年西南/西北/华中/华南/华东/华北分别实现营收 8.32/1.41/ 22.19/16.05/12.93/8.87 亿元，同比-3.8%/+106.5%/+10.8%/+12.1%/+8.7%/ +19.0%。3) 分渠道看，23 年在卤制食品销售/加盟商管理/其它渠道分别实现营收 60.50/0.83/9.74 亿元，同比+7.1%/+11.4%/+33.8%。2023 年末门店净增 874 家至 15950 家，23 年公司强调新加盟商的提质，下半年对低效门店进行主动调整。23Q4 起公司积极通过抖音引流、团购买券等方式拉动销售，在高基数背景下单店营收方面仍有所承压。24Q1 公司毛利率为 30.03%，同比+5.73ptcs；净利率为 9.73%，同比+2.19ptcs。在原材料成本价格持续回落背景下，盈利能力延续改善态势。展望 24 年，公司将聚焦优化单店经营模型，单店收入有望在低基数背景下逐步恢复。同时鸭副等原材料价格延续下降趋势，助力其释放利润弹性。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 1.16/1.31/1.42 元，维持“增持-A”投资评级。风险提示：行业竞争加剧；渠道拓展不及预期；食品安全问题等。

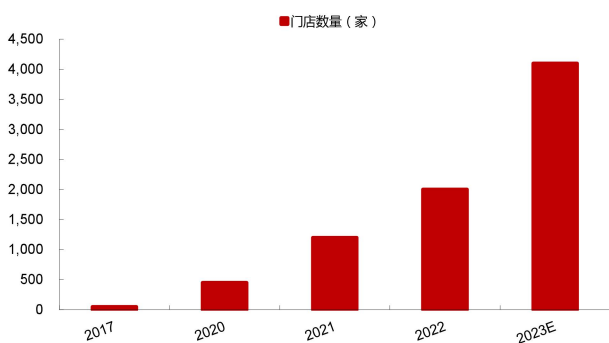
3.3.2 休闲零食子板块：零售量贩渠道放量，助力其业绩增长

22 年疫后专打性价比的零食贩卖店，比如零食很忙、好特卖及赵一鸣等品牌发展迅猛，其特点为零售、贩卖及性价比。23 年伴随零食贩卖店渠道进一步下沉，其营收规模保持良好增长。其中率先在该渠道布局的休闲食品品牌在该渠道下沉放量期间，不断提升市占率从中受益，比如盐津铺子、甘源食品、劲仔食品业绩均实现较好增长。24Q1 在春节旺季&新渠道新产品贡献下，该子版块保持了较强的收入弹性，同时在部分原材料价格回落助力下，利润弹性更优。

展望 24 年，高性价比消费属性仍将受益，量贩渠道红利行至半程，供应链优势仍将在企

业竞争中凸显。一是零食量贩下游整合加速，包括 23 年 9 月好想来零食集团组建，以及 11 月零食很忙与赵一鸣宣布战略合作，零食折扣店总全面竞争阶段步入行业整合阶段，行业竞争格局逐渐清晰，商业模式的可持续性增强。一是在整体消费弱复苏背景下，零食消费仍处于平价消费时代，供应链和制造优势会被放大，高性价比的平替消费渐成趋势，企业在供应链和制造端优势的重要性会被凸显出来。从而在新渠道端率先布局和积极拓展的企业，以及在生产供应链优势明显的企业将会有优先发展的优势，助力其 24 年业绩增长的确切性。行业利润端，在油脂及包材等成本下行背景下，预计整体成本稳中有降，盈利有望保持稳健恢复。

图 36：零食很忙近 5 年门店数量不断增长（家）



资料来源：Foodtalks，山西证券研究所

图 37：零食很忙门店展示



资料来源：零食很忙官网，山西证券研究所

4. 投资建议

在宏观经济弱复苏、整体消费需求偏弱背景下，行业龙头会凭借其强大的品牌优势及完善的渠道优势逆势抢夺市场份额，整体供给端格局会持续优化，其短期下行的风险有限；另一方面，在经历 23 年板块估值持续的下修之后，配置价值逐步显现。同时近期房地产相关刺激政策出台，行业预期逐步改善。在此背景下，板块估值修复行情值得期待。

我们建议在立足确定性的前提下，结合估值水平，优选以下标的：（1）白酒板块，优先推荐高端白酒及有基地市场备书的地产龙头，包括贵州茅台、五粮液、今世缘；同时布局已具备估值优势且业绩确定性高的山西汾酒。（2）啤酒板块，高端化逻辑依旧，加之 23 年低基背景下销量有望实现较好增长，助力其业绩稳健增长，优先推荐青岛啤酒、重庆啤酒；其次休闲零食板块，行业仍处于发展期，龙头可通过产品或渠道变革，实现市占率提升，从而实现业绩增长，优先推荐绝味食品。（3）乳制品板块，优先推荐行业龙头伊利股份。

5. 风险提示

宏观经济波动对居民消费的影响。宏观经济疲软降低居民消费欲，存在经济波动下需求低于预期。

食品安全事故。食品安全事故会对整个行业造成重创。

政策变化的风险。政策变化对酒类存在显著影响，三公消费整治期存在行业性疲软。

行业竞争加剧，影响业绩增长。白酒、啤酒、乳制品等行业竞争激烈，行业竞争加剧将增加费用减少利润，影响公司业绩。

产能投放不达预期，部分公司供不应求，存在以销定产的状况，产能投放不达预期将影响业绩增长，会影响到业绩增长。

原材料价格波动风险。原材料价格波动会对生产成本、提价节奏产生一定影响。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

