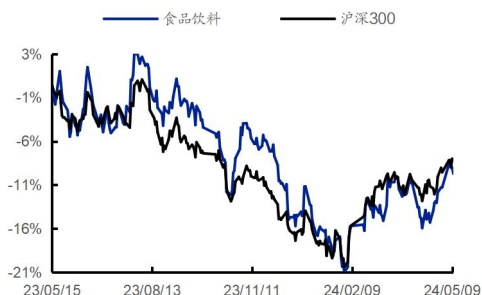


研究所：
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn
 联系人：景皓 S0350124030009
 jingh@ghzq.com.cn

白酒业绩与分红均兑现，大众品零食饮料增速优 ——食品饮料行业 2023 年报及 2024 年一季报总结

最近一年走势



行业相对表现

表现	2024/05/10		
	1M	3M	12M
食品饮料	5.7%	7.0%	-10.5%
沪深 300	4.6%	9.0%	-8.3%

相关报告

《食品饮料行业周报：烟酒社零数据坚韧，餐饮淡季增速回落（推荐）*食品饮料*刘洁铭，秦一方》
——2024-04-21

《餐饮供应链专题报告：餐饮内卷时代，产业链分工协作百花齐放——2024 年良之隆食材电商节评析（推荐）*食品饮料*秦一方，刘洁铭》
——2024-04-18

《食品饮料行业周报：茅台批价企稳回升，大众品关注业绩超预期机会（推荐）*食品饮料*刘洁铭，秦一方》
——2024-04-14

《食品饮料行业周报：白酒进入平稳期，大众品受业绩催化（推荐）*食品饮料*刘洁铭，秦一方》
——2024-03-31

《食品饮料行业周报：烟酒增速更有韧性，关注饮料和啤酒旺季（推荐）*食品饮料*刘洁铭，秦一方》
——2024-03-24

投资要点：

■ **消费持续复苏，板块分化加剧。**2023 年食品饮料板块收入利润双增长，2024Q1 趋势延续，具体来看，2023 年食品饮料板块收入/归母净利润分别同比+6.61%/+15.03%，2024Q1 收入/归母净利润分别同比+6.55%/+15.59%。2023 年白酒板块业绩韧性强，对食品饮料板块整体拉动明显，收入/归母净利润分别同比+16.39%/+18.48%；非白酒板块收入企稳略升，利润增速较收入增速更快，其收入/归母净利润分别同比+1.41%/+6.17%，板块间分化较大。2024Q1 以来白酒板块表现依旧稳健，非白酒在高基数下收入同比持平。回顾社零数据，2023 年社零总额同比增长 7.2%，扭转 2022 年下滑态势，消费实现恢复性增长；2024Q1 社零整体同比增长 4.7%，消费依旧保持稳健增长。

■ **白酒：不负期待，业绩稳增，分化加剧，趋势向上。**

（1）业绩稳健增长，盈利能力提升。整体来看，2023 年，18 家白酒上市公司营收/归母净利润同比分别+15.5%/+18.9%。2024Q1 板块在去年同期高基数基础上实现稳健增长，营收/归母净利润同比分别增长 14.9%/15.9%。在宏观需求承压的情况下，龙头酒企继续保持高速增长，2023 年优质的龙头公司基本保持双位数甚至 20% 以上的增长，充分体现白酒行业的韧性和经营持续性。**盈利能力方面**，酒企产品结构升级直接带动毛利率和净利率提高，贵州茅台、五粮液提价引领高端酒价值回归。**费用方面**，酒企加大直接费用投入，销售费用率同比提升，税金及附加比率呈现周期性波动，产能扩张奠定产品结构升级基础。**现金流方面**，龙头酒企经营质量良好，现金流稳健增长。

（2）行业结构进一步分化，区域次高端接力增长。2023 年白酒业绩增速出现明显分化，区域次高端龙头>高端白酒>区域酒企>三四线次高端。其中高端酒增长稳健，有基地市场、产品定位次高端价格带的酒企保持较高增速，而过去依赖招商铺货等方式实现增长的三四线次高端酒企，经过了前两年的高速发展，业绩逐渐显现出压力，报表季度间波动较大。

（3）酒企分红率普遍提升，增加股东回报。2023 年共有 16 家白酒上市公司进行了分红，其中 11 家分红率相较 2022 年有所提升。2024 年 3 月以来，各酒企陆续发布关于“质量回报双提升”/“提质增效重回回报”行动方案的公告，均提出了清晰的长期发展战略，重视股

东回报。

(4) 展望未来：白酒行业呈现螺旋升级趋势，长期向上势能不变。我们认为短期宏观需求承压仅影响行业价位升级的速度，不改变升级的方向。长期看，只要存在温和通胀，行业价位升级逻辑不变，次高端继续加速扩容。当前行业进入第二成长阶段，由高端一线引领增长向次高端大趋势的弹性增长转型，预计未来行业仍将延续结构性繁荣行情，次高端势能仍足。

- **大众品：弱复苏下需求分化，盈利弹性持续释放。**由于春节错期，收入端在 2023Q4 与 2024Q1 之间呈现较大季度间波动。2024Q1 受益于春节及相关企业供应链优化，零食及饮料增速靠前，调味品需求回暖。其他板块仍有承压，我们预计 1-2 月仍有较好增长，3 月进入餐饮、礼赠等场景淡季后大概率环比回落对一季度形成拖累。利润端 2023 年以来优于收入端，主要受益于：1) 成本压力趋缓，PET、瓦楞纸、生鲜乳、黄豆、棕榈油等价格回落；2) 内部提质增效，企业进行费率优化；3) 渠道及产品结构优化。分板块来看：**1) 休闲零食板块：**2023 年以来受益于零食量贩和抖音渠道的红利以及新品红利，板块景气度高。2024 年渠道和品类红利有望延续，积极把握机会的企业收入增长弹性依旧较高，建议关注盐津铺子、三只松鼠、劲仔食品及甘源食品。此外部分高价原材料逐步回落，建议关注洽洽食品的利润弹性。**2) 饮料及预调酒板块：**2023 年以来，存在渠道拓展空间且进展顺利的企业，以及新品增长势能较足的企业，收入增速较快，后续趋势将延续，建议关注百润股份、东鹏饮料、香飘飘。**3) 调味品及餐饮供应链：**2023 年以来需求分化，C 端增速回落，但部分品类及渠道仍有结构性机会；餐饮大 B 景气度优于小 B。2024 年大 B 基数走高，且行业竞争呈加剧趋势，大 B 供应链企业经营压力预计有所提升。当前餐饮行业经营难度升级，餐饮供应链重要性凸显；但由于行业规模庞大且需求分散，较难出现全产业链、全国化的龙头公司，各环节分工协作趋势加强。2024 年 C 端关注产品结构机会，B 端关注宏观需求和餐饮行业复苏进展；利润方面关注各企业提质增效措施及行业竞争加剧背景下的费用投放趋势。**4) 卤制品板块：**2023 年以来，受到高性价比业态及餐饮业的冲击，板块整体复苏较慢，同店销售表现仍有压力。2024 年门店聚焦单店质量的提升，预计开店节奏放缓，原材料价格稳中有降，预计全年净利润弹性大于收入弹性。**5) 乳制品板块：**2023 年消费承压，其中常温表现好于低温，小型渠道表现好于大型渠道，县级城市表现好于高线城市。成本端，受益于原材料价格下行，乳企毛利率普遍得到改善，其中区域乳企改善幅度较大。展望后续，当前原奶的供需关系仍未出现拐点，建议关注具有规模效应且重视分红的龙头企业如伊利股份。
- **行业评级及投资策略：**整体来看白酒行业稳健向好趋势不变，次高端逻辑逐步兑现。中长期来看，白酒需求具备较强韧性，能够穿越周期；大众品淡季需求受宏观经济环境影响较大，呈现弱复苏态势，产品和渠道创新更加重要。建议寻找个股的边际变化，重点关注“三新”逻辑，即具备新产品、新渠道和新团队的公司。我们维持食品

饮料行业“推荐”评级。

■ **重点推荐个股:**

白酒: 推荐贵州茅台、山西汾酒、今世缘、泸州老窖、五粮液、古井贡酒、迎驾贡酒、金徽酒、口子窖等。

大众品: 推荐百润股份、劲仔食品、三只松鼠、香飘飘、盐津铺子、东鹏饮料、甘源食品、安井食品、千味央厨、伊利股份、安琪酵母等。

风险提示: 1) 餐饮渠道恢复低于预期; 2) 宏观经济波动导致消费升级速度受阻; 3) 行业政策变化导致竞争加剧; 4) 原材料价格大幅上涨; 5) 重点关注公司业绩或不及预期; 6) 食品安全事件等。

表 1: 重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2024/5/10 股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			投资 评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600519.SH	贵州茅台	1,739	59.49	68.71	79.39	29.23	25.31	21.90	买入
600809.SH	山西汾酒	270	8.56	10.72	13.12	31.58	25.22	20.60	买入
000858.SZ	五粮液	154	7.78	8.69	9.62	19.85	17.77	16.05	买入
000568.SZ	泸州老窖	187	9.00	11.19	13.45	20.77	16.71	13.90	买入
000596.SZ	古井贡酒	275	8.68	11.25	13.97	31.72	24.47	19.71	买入
603369.SH	今世缘	57	2.50	3.14	3.86	22.75	18.11	14.74	买入
603589.SH	口子窖	43	2.87	3.38	3.96	14.95	12.70	10.84	买入
603919.SH	金徽酒	22	0.65	0.81	0.98	33.97	27.26	22.53	增持
002304.SZ	洋河股份	97	6.65	7.10	7.71	14.52	13.60	12.52	买入
600197.SH	伊力特	21	0.72	0.94	1.12	29.22	22.38	18.79	买入
600132.SH	重庆啤酒	74	2.76	3.70	4.34	26.85	20.03	17.07	增持
600600.SH	青岛啤酒	87	3.13	3.70	4.23	27.64	23.38	20.45	买入
002568.SZ	百润股份	21	0.78	0.87	1.10	27.35	24.52	19.39	买入
603288.SH	海天味业	39	1.01	1.09	1.20	38.47	35.64	32.38	增持
600298.SH	安琪酵母	32	1.47	1.57	1.80	21.71	20.33	17.73	买入
600872.SH	中炬高新	29	2.20	0.97	1.20	13.35	30.28	24.48	增持
600887.SH	伊利股份	28	1.64	2.01	1.95	17.04	13.91	14.33	买入
600419.SH	天润乳业	10	0.44	0.74	0.95	22.27	13.24	10.32	买入
605499.SH	东鹏饮料	229	5.10	6.70	8.40	44.80	34.10	27.20	买入
603345.SH	安井食品	96	5.04	5.88	6.65	18.99	16.27	14.39	买入
002557.SZ	洽洽食品	37	1.58	2.02	2.34	23.65	18.50	15.97	增持
002991.SZ	甘源食品	85	3.58	4.32	5.34	23.63	19.58	15.84	买入
603886.SH	元祖股份	17	1.15	1.36	1.55	14.42	12.19	10.70	增持
001215.SZ	千味央厨	38	1.58	1.52	1.89	23.94	24.88	20.01	买入
002847.SZ	盐津铺子	75	2.64	3.38	4.18	28.37	22.16	17.92	买入
002946.SZ	新乳业	11	0.50	0.62	0.76	22.00	17.74	14.47	增持
003000.SZ	劲仔食品	14	0.48	0.70	0.90	30.00	20.57	16.00	买入
300783.SZ	三只松鼠	26	0.55	0.89	1.26	47.64	29.44	20.79	买入
603711.SH	香飘飘	18	0.68	0.87	1.12	27.12	21.20	16.46	增持
603317.SH	天味食品	14	0.43	0.52	0.59	33.58	27.77	24.47	增持

资料来源: Wind, 国海证券研究所

内容目录

1、 消费持续复苏，板块分化加剧.....	8
2、 白酒：不负期待，业绩稳增，分化加剧，趋势向上.....	10
2.1、 业绩稳健增长，盈利能力提升.....	10
2.1.1、 稳字当头，板块韧性凸显，分化+升级+集中趋势延续.....	10
2.1.2、 盈利能力持续提升，费用端呈现周期性波动.....	12
2.1.3、 经营质量良好，季度现金流略有波动.....	15
2.2、 行业结构进一步分化，区域次高端接力增长.....	16
2.3、 分红率普遍提升，增加股东回报.....	18
2.4、 展望未来：白酒行业呈现螺旋升级趋势，长期向上势能不变.....	20
3、 大众品：弱复苏下需求分化，盈利弹性持续释放.....	21
3.1、 休闲零食板块：渠道产品双轮驱动，板块景气度高.....	23
3.2、 饮料及预调酒板块：关注渠道拓展顺利及新品增长势能强的企业.....	28
3.3、 调味品及餐饮供应链：春节错期，Q1提速，关注餐饮复苏.....	29
3.3.1、 调味品及预制速冻：C端仍有结构性机会，B端关注竞争趋势.....	31
3.3.2、 烘焙：渠道分化持续，利润弹性释放.....	34
3.3.3、 肉制品：猪价磨底致利润承压，期待年内猪价反转.....	35
3.4、 卤制品板块：门店提质为先，成本优化下盈利能力改善.....	36
3.5、 乳制品板块：供需关系仍未出现好转，弱化成长性，重视股息率.....	37
4、 重点推荐个股.....	40
5、 风险提示.....	41

图表目录

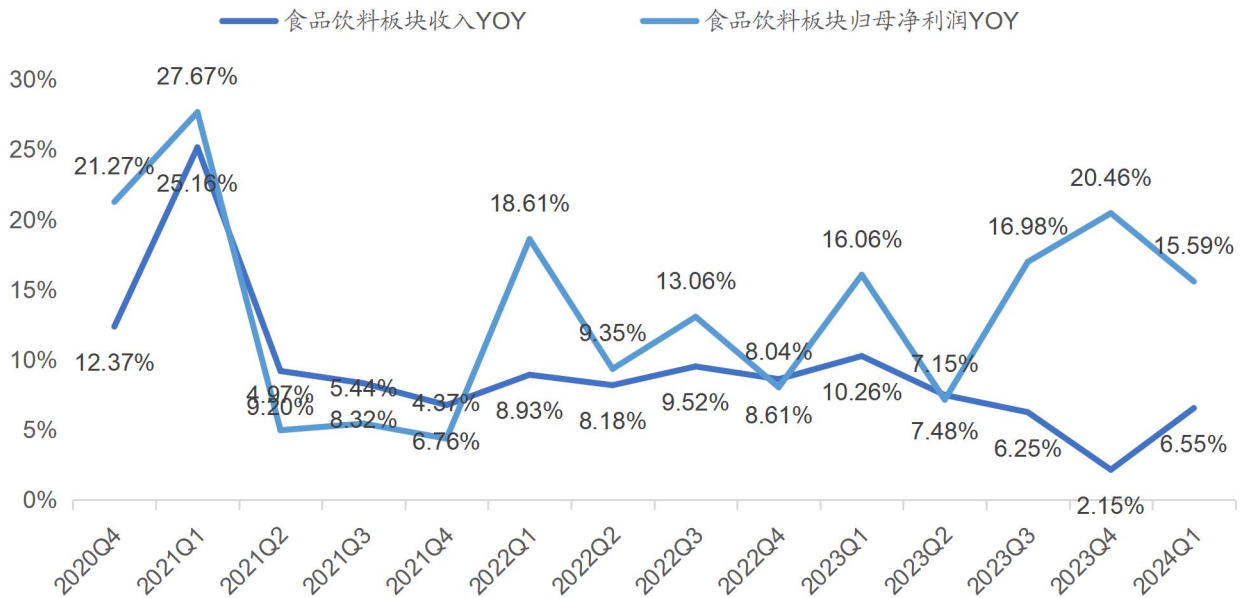
图 1: 食品饮料板块上市公司单季度收入、利润同比增速 (%)	8
图 2: 白酒和非白酒单季度收入增速	9
图 3: 白酒和非白酒单季度利润增速	9
图 4: 飞天茅台 (53 度 500ml) 出厂价 (单位: 元)	13
图 5: 普五 (52 度 500ml) 出厂价 (单位: 元)	13
图 6: 白酒行业正稳步迈向次高端价格带放量的第二成长阶段	20
图 7: 大众品上游原材料价格走势变化	22
图 8: 休闲零食板块企业收入和归母净利润增速	23
图 9: 零食企业毛利率、销售费用率及归母净利率	23
图 10: 中国零食集合店行业市场规模及预测	24
图 11: 抖音电商休闲食品行业规模	25
图 12: 抖音电商休闲食品品类分布 (2023.01-2023.11)	25
图 13: 上市企业抖音 GMV 情况 (万元)	25
图 14: 劲仔食品鹤鹑蛋逐季爬坡	26
图 15: 各公司新品销售额及增速 (亿元)	26
图 16: 2023 年家庭端消费者对健康型调味品需求	32
图 17: 2022Q1-2023Q3 健康化酱油市场份额变化	32
图 18: 以 2019 年数据为基数, 2023 年各月餐饮及限上餐饮 CAGR	33
图 19: 2019-2023 年我国餐饮企业注册量及吊销、注销量 (万家)	33
图 20: 2016-2023 年我国牛奶产量及增速	38
图 21: 我国主产区生鲜乳价格仍在持续下行	38
表 1: 重点关注公司及盈利预测	4
表 2: 各酒企营收、归母净利润及增速 (单位: 亿元)	10
表 3: 2019 年以来, 烟酒类社零增速领跑全行业, 体现其消费韧性	11
表 4: 白酒行业及白酒上市公司整体增速	12
表 5: 各酒企盈利能力及费用率情况	13
表 6: 白酒上市公司产品库存明细 (单位: 万吨)	14
表 7: 各酒企 2023 年及 2023Q4+2024Q1 营收及现金流情况	15
表 8: 2020 年以来白酒上市公司单季度营收同比增速	16
表 9: 2020 年以来白酒上市公司单季度归母净利润同比增速	17
表 10: 2016 年以来白酒个股涨跌幅 (%)	17
表 11: 各酒企分红率、股息率情况	19
表 12: 各酒企关于“质量回报双提升”/“提质增效重回报”行动方案的公告	19
表 13: 大众品子行业统计范围	21
表 14: 大众品板块收入&归母净利润同比增速	22
表 15: 大众品板块毛利率&毛销差	23
表 16: 2023 年头部品牌门店数量	24
表 17: 休闲零食重点公司 2023 年报及 2024 年 Q1 业绩(单位:亿元)	26
表 18: 休闲零食重点公司 2023Q1 至 2024Q1 毛利率	27
表 19: 休闲零食重点公司 2023Q1 至 2024Q1 销售费用率	27
表 20: 饮料及预调酒重点公司 2023 年报及 2024 年 Q1 业绩(单位:亿元)	28
表 21: 饮料及预调酒重点公司 2023Q1 至 2024Q1 毛利率	29
表 22: 饮料及预调酒重点公司 2023Q1 至 2024Q1 销售费用率	29

表 23: 调味品公司 2023 年报及 2024 年 Q1 业绩(单位:亿元).....	30
表 24: 餐饮供应链各公司 2023 年报及 2024 年 Q1 业绩(单位:亿元).....	31
表 25: 调味品各公司 2023 年报及 2024 年 Q1 毛利率以及销售费用率.....	33
表 26: 预制速冻各公司 2023 年报及 2024 年 Q1 毛利率以及销售费用率.....	34
表 27: 烘焙各公司 2023 年报及 2024 年 Q1 毛利率以及销售费用率.....	35
表 28: 肉制品重点公司 2023 年报及 2024 年 Q1 毛利率以及销售费用率.....	35
表 29: 卤制品重点公司 2023 年报及 2024 年 Q1 业绩(单位:亿元).....	36
表 30: 卤制品重点公司 2023Q1 至 2024Q1 毛利率.....	37
表 31: 卤制品重点公司 2023Q1 至 2024Q1 销售费用率.....	37
表 32: 乳制品重点公司 2023 年报及 2024 年 Q1 业绩(单位:亿元).....	38
表 33: 乳制品重点公司 2023Q1 至 2024Q1 毛利率.....	39
表 34: 乳制品重点公司 2023Q1 至 2024Q1 销售费用率.....	39
表 35: 重点关注公司及盈利预测.....	41

1、消费持续复苏，板块分化加剧

食品饮料板块收入利润双增长，2024Q1 趋势延续。从食品饮料板块整体业绩来看，2023 年食品饮料板块收入/归母净利润分别同比+6.61%/+15.03%，同比 2022 年收入增速放缓，但归母净利润增速提升，板块盈利能力增强。2024 年 Q1 收入/归母净利润分别同比+6.55%/+15.59%，业绩增势延续。回顾社零数据，2023 年社零总额同比增长 7.2%，扭转 2022 年下滑态势，消费实现恢复性增长，其中商品零售同比增长 5.8%；2024 年一季度社零整体同比增长 4.7%，消费依旧保持稳健增长。分季度来看，2023Q1-2024Q1 白酒板块表现较为稳定，收入增速稳定在 15%至 20%左右，归母净利润增速稳定在 16%至 21%左右，板块波动主要来源于大众品（非白酒）板块。

图 1：食品饮料板块上市公司单季度收入、利润同比增速（%）



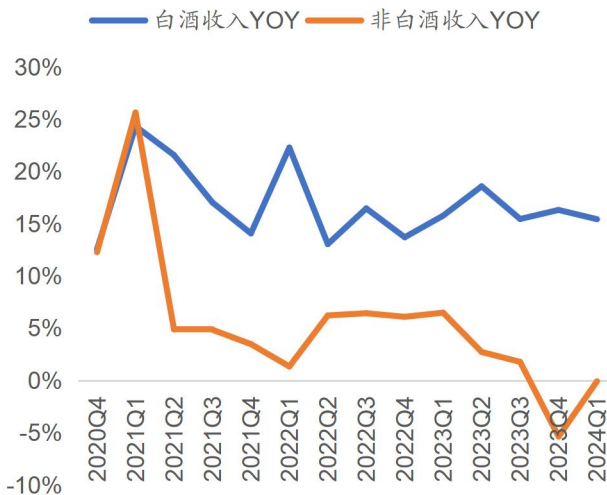
资料来源：Wind，国海证券研究所

白酒板块：收入利润表现稳健，体现了较强的经营韧性。2023 年，板块整体收入/归母净利润同比分别+16.39%/+18.48%。2023 年是疫情放开后的第一年，白酒板块依然维持了双位数以上的高速增长，整体业绩表现表现好于非白酒。整体来看，白酒行业收入增速相较 2022 年有一定幅度改善，利润增速高于收入增速，但增速整体略呈现放缓态势，我们预计系酒企费用端营销投入加大及税金及附加比率波动所致。2024 年春节旺季期间，白酒消费整体表现优秀，终端动销反馈良好，2024Q1 白酒板块在去年同期高基数基础上也实现稳健增长，板块整体收入/归母净利润同比分别+15.43%/+15.72%。疫情三年以来，白酒行业渠道承担了蓄水池的作用，2023 年以来，随着消费场景的恢复，终端出货>经销商出货>报表，渠道库存边际去化，逐渐回复良性。长期来看，白酒行业品牌分化、价格

升级、集中度提升的大趋势不变，在宏观需求承压的情况下，白酒行业继续保持高速增长，优质的龙头公司基本保持双位数甚至 20% 以上的增长，充分体现白酒行业的具备穿越周期的韧性和经营持续性。

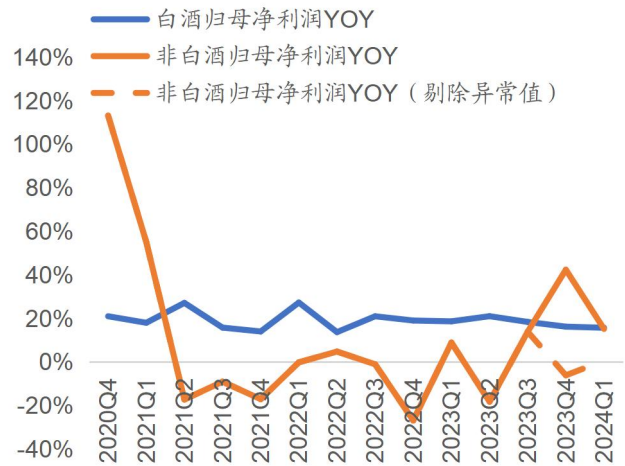
非白酒板块：收入企稳略升，利润增速更高。2023 年板块整体收入同比+1.41%，归母净利润同比+6.17%，利润增速高于收入。分季度来看，2023Q1 疫后消费需求集中释放，经销商对疫后消费较为乐观，备货意愿强，推动板块收入同比增长 6.49%，并实现对归母净利润的拉升。2023Q2-3，大众疫后消费变得更加理性，偏好高性价比产品，且消费呈现“淡季更淡，旺季更旺”的特点，板块增速逐步放缓。2023Q4 在叠加春节错期的影响下，收入增速由正转负；利润端受到中炬高新 29.25 亿元预计负债的冲回影响被快速拉升，剔除公司该影响，利润与收入共振，分别同比下滑 6.13%/5.36%。2024Q1 在年货节刺激下，收入增速环比回升，但仍略有压力，同比持平；利润端，伊利股份受转让煤矿子公司影响，投资收益为 25.79 亿元，剔除该影响，板块归母净利润增速同比+0.62%。

图 2：白酒和非白酒单季度收入增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：白酒和非白酒单季度利润增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

2、白酒：不负期待，业绩稳增长，分化加剧，趋势向上

2.1、业绩稳健增长，盈利能力提升

2.1.1、稳字当头，板块韧性凸显，分化+升级+集中趋势延续

业绩持续兑现，整体维持稳健增长。2023年，18家白酒上市公司营收/归母净利润同比分别+15.5%/+18.9%，2024Q1在去年同期高基数基础上实现稳健增长，展现行业韧性，营收/归母净利润同比分别+14.9%/+15.9%。在宏观需求承压的情况下，龙头酒企继续保持高速增长，2023年优质的龙头公司基本保持双位数甚至20%以上的增长，充分体现白酒行业的韧性和经营持续性。

表2：各酒企营收、归母净利润及增速（单位：亿元）

类型	公司名称	2023				2023Q4				2024Q1			
		营收	YoY	利润	YoY	营收	YoY	利润	YoY	营收	YoY	利润	YoY
高端白酒	贵州茅台	1505.6	18%	747.3	19%	452.4	20%	218.6	19%	464.8	18%	240.7	16%
	五粮液	832.7	13%	302.1	13%	207.4	14%	73.8	10%	348.3	12%	140.5	12%
	泸州老窖	302.3	20%	132.5	28%	82.9	9%	26.8	25%	91.9	21%	45.7	23%
	合计	2640.7	17%	1181.9	18%	742.7	17%	319.2	17%	905.1	16%	426.8	15%
区域次高端龙头	山西汾酒	319.3	22%	104.4	29%	51.8	27%	10.1	2%	153.4	21%	62.6	30%
	洋河股份	331.3	10%	100.2	7%	28.4	-22%	-1.9	-161%	162.5	8%	60.6	5%
	古井贡酒	202.5	21%	45.9	46%	43.0	9%	7.8	49%	82.9	26%	20.7	32%
	今世缘	101.0	28%	31.4	25%	17.4	27%	5.0	19%	46.7	23%	15.3	22%
	迎驾贡酒	67.2	22%	22.9	34%	19.2	19%	6.3	26%	23.2	21%	9.1	30%
	口子窖	59.6	16%	17.2	11%	15.2	10%	3.7	7%	17.7	11%	5.9	10%
合计	1080.9	18%	321.9	22%	175.0	9%	31.0	1%	486.4	17%	174.2	19%	
三四线次高端	舍得酒业	70.8	17%	17.7	5%	18.4	28%	4.8	-2%	21.1	4%	5.5	-3%
	水井坊	49.5	6%	12.7	4%	13.6	51%	2.5	53%	9.3	9%	1.9	17%
	酒鬼酒	28.3	-30%	5.5	-48%	6.9	22%	0.7	-10%	4.9	-49%	0.7	-76%
	合计	148.6	1%	35.9	-9%	38.9	34%	7.9	9%	35.3	-8%	8.1	-21%
区域酒企	金徽酒	25.5	27%	3.3	17%	5.3	17%	0.6	-15%	10.8	20%	2.2	22%
	老白干酒	52.6	13%	6.7	-6%	14.1	18%	2.5	42%	11.3	13%	1.4	33%
	顺鑫农业	105.9	-9%	-3.0	56%	17.9	-31%	0.0	100%	40.6	-1%	4.5	37%
	金种子酒	14.7	24%	-0.2	88%	4.0	7%	0.1	125%	4.2	-3%	0.2	143%
	伊力特	22.3	37%	3.4	105%	5.9	86%	1.1	331%	8.3	12%	1.6	7%
	天佑德酒	12.1	24%	0.9	19%	2.7	42%	-0.2	33%	5.3	33%	1.1	40%
合计	233.1	5%	11.1	201%	49.8	-2%	4.1	180%	80.4	6%	10.9	37%	
白酒上市公司合计		4103.3	16%	1550.7	19%	1006.3	15%	362.2	19%	1507.2	15%	620.1	16%

资料来源：Wind，国海证券研究所

烟酒增速领跑社零，穿越周期。2024年1-3月烟酒类社零同比增速为12.5%，排名全行业第三，金额同比2019年1-3月增速为63.0%，位居行业第一。从近年来的历史数据来看，无论整体社零数据如何波动，烟酒增速均好于整体消费大盘，体现出白酒需求具备穿越周期的韧性。

表 3: 2019 年以来, 烟酒类社零增速领跑全行业, 体现其消费韧性

	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2024Q1 较 2019Q1 同比
限额以上单位商品零售	3.7%	-1.0%	12.8%	1.9%	5.5%	4.9%	27.5%
粮油、食品类	10.2%	9.9%	10.8%	8.7%	5.2%	9.6%	48.6%
饮料类	10.4%	14.0%	20.4%	5.3%	3.2%	6.5%	61.4%
烟酒类	7.4%	5.4%	21.2%	2.3%	10.6%	12.5%	63.0%
服装、鞋帽、针纺织品类	2.9%	-6.6%	12.7%	-6.5%	12.9%	2.5%	7.9%
化妆品类	12.6%	9.5%	14.0%	-4.5%	5.1%	3.4%	44.2%
金银珠宝类	0.4%	-4.7%	29.8%	-1.1%	13.3%	4.5%	37.4%
日用品类	13.9%	7.5%	14.4%	-0.7%	2.7%	0.7%	38.4%
体育、娱乐用品类					11.2%	14.2%	/
家用电器和音像器材类	5.6%	-3.8%	10.0%	-3.9%	0.5%	5.8%	1.2%
中西药品类	9.0%	7.8%	9.9%	12.4%	5.1%	3.3%	23.0%
文化办公用品类	3.3%	5.8%	18.8%	4.4%	-6.1%	-8.0%	26.0%
家具类	5.1%	-7.0%	14.5%	-7.5%	2.8%	3.0%	-17.4%
通讯器材类	8.5%	12.9%	14.6%	-3.4%	7.0%	13.2%	61.7%
石油及制品类	1.2%	-14.5%	21.2%	9.7%	6.6%	4.5%	27.8%
汽车类	-0.8%	-1.8%	7.6%	0.7%	5.9%	3.8%	21.9%
建筑及装潢材料类	2.8%	-2.8%	20.4%	-6.2%	-7.8%	2.4%	-7.9%

资料来源: 国家统计局, 国海证券研究所

白酒行业品牌分化、价格升级趋势延续, 上市公司领跑行业。2024 年春节旺季白酒消费整体表现较好, 但分化加剧, 主要呈现品牌分化和价格带分化两大趋势:

1) 品牌分化: 行业分化进一步加剧, 市场份额往龙头品牌集中。在大众消费好于商务消费的情况下, 白酒的品牌效应更加凸显。消费者会更加倾向于购买在这个价位带上品牌力强、性价比高的产品; **2) 价格带分化:** 商务需求或受经济疲软影响, 但 **100-300 元大众消费韧性强**。今年企业年会, 商务礼赠等场景受到宏观经济环境的影响, 表现不及预期, 但大众消费韧性强, 100-300 元价位段表现较好。

白酒行业集中度不断提升。根据国家统计局、中国酒业协会数据, 2023 年全国规模以上企业白酒产量 449.2 万千升, 同比下降 2.8%; 实现营业收入 7563 亿元, 同比增长 9.7%; 实现利润总额 2328 亿元, 同比增长 7.5%。2017 年起规模以上白酒企业数量、产量均呈现下滑态势, 但整体营收、利润总额仍保持稳健增长, 产品价位升级和集中度提升是行业发展的两大方向。2023 年, 18 家白酒上市公司营收、利润总额占行业整体比重均过半, 分别达到 54% 和 92%, 且增速远高于行业整体水平。上市公司内部也开始出现分化趋势, 头部三家高端白酒上市公司占行业整体的营收/利润总额比重分别为 35%/70%, 高端+次高端区域龙头合计营收/利润总额占行业整体的比重分别为 49%/89%, 行业头部集中效应愈发显著。长期来看, 我们认为白酒行业成长逻辑不变, 品牌分化、价位升级、集中度提升仍然是主旋律, 品牌力强, 稳健经营的公司能够穿越周期。

表 4: 白酒行业及白酒上市公司整体增速

时间	规模以上白酒企业数量	白酒行业整体绝对值			白酒行业整体增速			白酒上市公司增速	
		产量(万千升)	营收(亿元)	利润总额(亿元)	产量	营收	利润总额	营收	利润总额
2016	1578	1358	6126	797	3.2%	10.1%	9.2%	13.1%	11.1%
2017	1593	1198	5654	1028	6.9%	14.4%	35.8%	29.4%	43.9%
2018	1445	871	5364	1251	3.1%	12.9%	30.0%	27.3%	33.0%
2019	1176	786	5672	1404	-0.8%	8.2%	14.5%	16.0%	17.6%
2020	1040	741	5836	1585	-2.5%	4.6%	13.4%	6.7%	12.6%
2021	965	715	6033	1701	-0.6%	18.6%	33.0%	19.5%	18.2%
2022	963	671	6627	2202	-5.6%	9.6%	29.4%	16.8%	21.1%
2023	-	449	7563	2328	-2.8%	9.7%	7.5%	15.5%	18.2%
2021Q1	-	201	-	-	22.5%	-	-	24.8%	18.0%
2022Q1	-	202	-	-	4.7%	-	-	22.4%	27.3%
2023Q1	-	148	-	-	-19.0%	-	-	15.8%	18.7%
2024Q1	-	126	-	-	6%	-	-	14.9%	15.7%

资料来源：国家统计局，中国酒业协会，金融界，证券市场周刊市场号，Wind，国海证券研究所（注：国家统计局统计的行业数据为规模以上企业数据，每年规模以上企业统计口径有变化，增速仅供参考）

2.1.2、盈利能力持续提升，费用端呈现周期性波动

除部分酒企外，产品结构升级带动毛利率和净利率提高，消费升级趋势仍在。2023年白酒板块盈利能力有所提升，整体净利率/毛利率均有所改善，同比分别+0.4pct/+0.6pct，其中泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒、伊力特净利率提升较多，口子窖、舍得酒业、酒鬼酒、金徽酒、老白干酒净利率下滑较多。酒企毛利率表现分化，产品结构变化是毛利率变动的核心因素。2023年高端酒企和次高端区域龙头酒企的产品结构普遍呈现优化态势，毛利率均有所提升。2024年一季度主要聚焦春节家宴和走亲访友消费，商务和宴席消费较少，春节期间100-300元大众消费价位带动销好于次高端，受此影响，2024Q1毛利率提升幅度：高端酒企<次高端区域龙头<区域酒企。此外，舍得酒业、水井坊、酒鬼酒等三四线次高端酒企，由于产品结构主要定位次高端价格带，其结构端承压，毛利率出现不同程度下滑。

表 5: 各酒企盈利能力及费用率情况

类型	公司名称	2023								2024Q1							
		净利率	YoY (pct)	毛利率	YoY (pct)	销售费用率	YoY (pct)	税金及附加费用率	YoY (pct)	净利率	YoY (pct)	毛利率	YoY (pct)	销售费用率	YoY (pct)	税金及附加费用率	YoY (pct)
高端白酒	贵州茅台	52%	-0.2	92%	0.1	3%	0.5	15%	0.3	54%	-1.2	93%	0.0	2%	0.5	15%	1.6
	五粮液	38%	0.0	76%	0.4	9%	0.1	15%	0.5	42%	-0.1	78%	0.0	8%	0.8	14%	-0.4
	泸州老窖	44%	2.5	88%	1.7	13%	-0.6	14%	-0.4	50%	0.9	88%	0.3	8%	-1.2	12%	0.2
	均值	45%	0.8	85%	0.7	9%	0.0	14%	0.1	49%	-0.1	86%	0.1	6%	0.0	14%	0.5
次高端区域龙头	山西汾酒	33%	1.6	75%	-0.1	10%	-2.9	18%	0.7	41%	2.7	77%	1.9	7%	-0.5	13%	-1.1
	洋河股份	30%	-0.9	75%	0.6	16%	2.4	16%	1.3	37%	-1.2	76%	-0.6	9%	1.1	16%	0.3
	古井贡酒	23%	3.9	79%	1.9	27%	-1.1	15%	-1.8	26%	1.4	80%	0.7	27%	-1.7	15%	0.6
	今世缘	31%	-0.7	78%	1.7	21%	3.1	15%	-1.4	33%	-0.2	74%	-1.2	14%	-1.8	16%	0.6
	迎驾贡酒	34%	3.1	71%	3.3	9%	-0.5	15%	0.4	39%	2.7	75%	3.9	7%	0.3	14%	-0.2
	口子窖	29%	-1.3	75%	1.0	14%	0.2	15%	-0.1	33%	-0.3	76%	-0.2	12%	-0.6	14%	-0.4
	均值	30%	0.9	76%	1.4	16%	0.2	16%	-0.1	35%	0.9	77%	0.8	13%	-0.5	15%	0.0
三四线次高端	舍得酒业	25%	-3.1	75%	-3.2	18%	1.4	14%	-0.6	26%	-2.1	74%	-4.2	16%	-2.9	14%	0.5
	水井坊	26%	-0.4	83%	-1.3	26%	-1.0	16%	0.0	20%	1.3	80%	-2.7	35%	3.2	14%	-2.1
	酒鬼酒	19%	-6.5	78%	-1.3	32%	6.9	18%	1.8	15%	-16.3	71%	-10.5	34%	7.9	19%	3.5
	均值	23%	-3.3	79%	-1.9	26%	2.5	16%	0.4	20%	-5.7	75%	-5.8	28%	2.7	16%	0.6
区域酒企	金徽酒	13%	-1.2	62%	-0.3	21%	0.1	15%	0.1	20%	0.1	65%	0.4	18%	0.2	14%	0.0
	老白干酒	13%	-2.5	67%	-1.2	27%	-3.2	17%	0.6	12%	1.8	63%	-2.7	23%	-3.0	17%	1.7
	顺鑫农业	-3%	3.1	32%	0.1	11%	2.6	11%	-0.9	11%	3.2	37%	-0.6	5%	-3.0	10%	0.0
	金种子酒	-1%	14.4	40%	13.9	16%	-4.6	15%	3.9	4%	13.7	45%	17.3	17%	-1.4	16%	3.6
	伊力特	15%	5.0	48%	0.2	9%	-2.8	14%	-2.4	19%	-1.1	52%	0.4	7%	0.0	15%	1.6
	天佑德酒	8%	0.2	63%	1.0	24%	-1.0	15%	0.1	21%	1.2	63%	-0.6	14%	0.3	15%	-0.5
	均值	7%	3.2	52%	2.3	18%	-1.5	14%	0.2	15%	3.1	54%	2.4	14%	-1.2	14%	1.1
白酒上市公司均值	26%	0.4	73%	0.6	17%	0.3	15%	0.2	30%	-0.4	73%	-0.6	15%	0.3	15%	0.5	

资料来源: Wind, 国海证券研究所

贵州茅台、五粮液直接提价，引领高端酒价值回归，量增压力减轻。2023年11月1日，贵州茅台宣布上调53%vol贵州茅台酒（飞天、五星）出厂价格，平均上调幅度约为20%，这是时隔近6年后茅台出厂价的首次上调。2024年2月5日，八代普五出厂价由969元上调50元至1019元。茅台提价成果已在报表中体现，2023Q4毛利率同比+0.71pct，我们预计五粮液提价效果后续也会在报表端逐渐体现。

图 4: 飞天茅台 (53 度 500ml) 出厂价 (单位: 元)

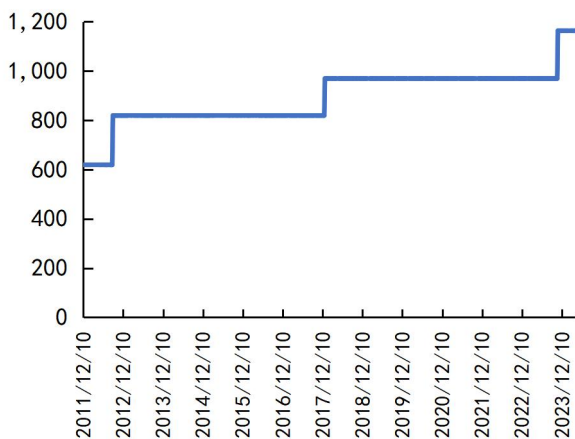
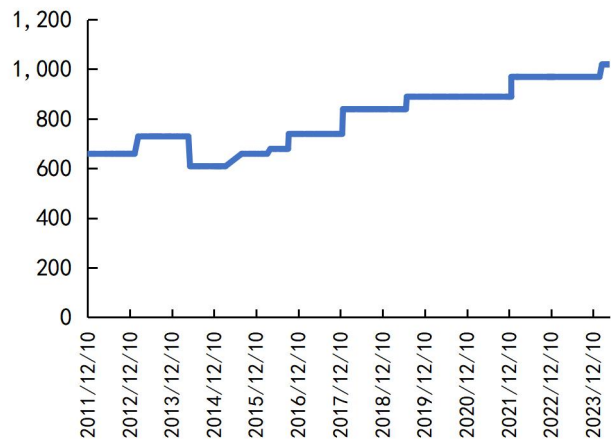


图 5: 普五 (52 度 500ml) 出厂价 (单位: 元)



资料来源: 今日酒价, 国海证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 5 月 1 日)

资料来源: 今日酒价, 国海证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 5 月 1 日)

销售费用率提升，酒企加大直接费用投入。2023年白酒上市公司整体销售费用率略有增加，同比+0.3pct，其中洋河股份/今世缘/酒鬼酒/顺鑫农业同比分别+2.4pct/+3.1pct/+6.9pct/+2.6pct。我们预计主要系酒企加大营销费用投入，包括对渠道及消费者的直接费用投入，例如扫码红包、反向激励等举措。2024Q1酒企费用情况出现分化，部分企业通过费用和税费调节保障业绩增长。具体来看，泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、老白干酒、顺鑫农业、金种子酒等通过费用收缩、控费提效，净利率水平均有提升；贵州茅台、五粮液、洋河股份、水井坊、酒鬼酒加大营销费用投放，销售费用率均有不同程度提升，导致净利率略有波动。

税金及附加比率呈现周期性波动，产能扩张奠定产品结构升级基础。2023年白酒上市公司整体税金及附加比率同比+0.2pct，其中山西汾酒/洋河股份/酒鬼酒/老白干酒/金种子酒增加明显，同比分别+0.7pct/+1.3pct/+1.8pct/+0.6pct/+3.9pct。2024Q1白酒上市公司整体税金及附加比率同比+0.5pct，其中贵州茅台/古井贡酒/今世缘/酒鬼酒/老白干酒/金种子酒/伊力特同比分别+1.6pct/+0.6pct/+0.6pct/+3.5pct/+1.7pct/+3.6pct/+1.6pct。该项费用主要与消费税有关，由于白酒消费税主要在生产环节征收，预计随着部分白酒企业产能扩张逐渐释放，消费税也相应增加。白酒从生产到销售需要一定时间，我们认为酒企增加优质基酒产量是为未来产品结构升级奠定基础，因此短期税金及附加比率出现波动是正常情况，拉平来看净利率或将保持稳中有升的态势。

表 6：白酒上市公司产品库存明细（单位：万吨）

企业名称	2022				2023			
	半成品酒	YoY	成品酒	YoY	半成品酒	YoY	成品酒	YoY
洋河股份	62.34	1%	4.65	5%	65.08	4%	3.99	-14%
泸州老窖	40.26	4%	5.46	3%	43.08	7%	4.23	-23%
口子窖	28.08	33%	0.56	2%	29.34	4%	0.64	15%
贵州茅台	26.41	5%	1.25	21%	27.98	6%	1.40	12%
古井贡酒	19.12	4%	3.83	95%	23.43	23%	3.45	-10%
迎驾贡酒	19.62	11%	0.69	9%	21.73	11%	0.68	-2%
山西汾酒	14.97	3%	8.96	-1%	17.87	19%	10.81	21%
五粮液	18.28	2%	2.33	10%	16.01	-12%	4.83	107%
舍得酒业	13.27	0%	0.84	-6%	14.12	6%	0.86	1%
今世缘	12.18	6%	1.30	13%	13.78	13%	1.78	37%
老白干酒	8.86	5%	2.00	21%	10.51	19%	2.01	0%
水井坊	5.00	10%	0.33	-19%	5.61	12%	0.19	-41%
天佑德酒	5.43	7%	0.49	-10%	5.54	2%	0.59	21%
金种子酒	4.79	-1%	0.07	5%	4.98	4%	0.20	172%
金徽酒	4.54	7%	0.44	84%	4.77	5%	0.55	24%
伊力特	2.05	-6%	0.22	5%	4.29	110%	0.19	-17%
酒鬼酒	3.52	-8%	0.74	25%	4.05	15%	0.57	-23%
顺鑫农业	3.55	-9%	13.83	199%	3.48	-2%	8.67	-37%

资料来源：微酒，酒类零售与连锁，国海证券研究所

2.1.3、经营质量良好，季度现金流略有波动

龙头酒企业经营质量良好，现金流稳健增长。2023年，高端白酒销售收现/经营性现金流净额同比分别+21%/+71%，次高端区域龙头销售收现/经营性现金流净额同比分别+13%/+6%。2023Q4部分酒企销售收现/经营性现金流净额出现下滑，我们预计主要系2024年春节时间较晚，多数酒企在元旦后才开启回款进程，2024Q1销售收现增速逐渐回升印证了这一点，高端白酒/次高端区域龙头销售收现同比分别+9%/+25%。

综合2023Q4+2024Q1数据，各白酒企业表现仍有分化，高端酒、区域次高端龙头报表质量良好，多数酒企渠道支持力度加大。（1）高端酒报表质量整体较高，贵州茅台、泸州老窖销售收现稳健增长，五粮液销售收现同比略下滑。贵州茅台经营性现金流净额同比-21%，我们分析主要系税费增加以及控股子公司贵州茅台集团财务有限公司存入的不可提前支取的同业定期存款净增加额较上期增长较多所致。（2）区域次高端龙头报表质量相对稳健，整体现金流表现稳步增长，其中山西汾酒、洋河股份、今世缘、迎驾贡酒的销售收现及经营性现金流净额同比均有两位数以上增长。（3）销售收现增速普遍低于收入增速，酒企加大渠道支持力度。除贵州茅台、山西汾酒、洋河股份等龙头酒企以外，销售收现增速普遍低于收入增速，我们预计主要系酒企采取了一系列让利经销商的举措，包括允许打款使用承兑汇票，同时阶段性降低打款比例，以缓解经销商的现金流压力，从而造成自身现金流短期承压。长期来看，我们认为这一举措有助于维护渠道利润，实现顺利回款，支撑酒企长远发展。由于白酒企业经营具有显著的季节性，春节+中秋旺季的终端动销占全年销量占比较高，所以我们认为现金流等指标季度间的波动无需过度担忧，更应以年度为区间观察指标变化。

表 7：各酒企 2023 年及 2023Q4+2024Q1 营收及现金流情况

类型	公司名称	2023						2023Q4+2024Q1					
		营收 (亿元)	YoY	销售收现 (亿元)	YoY	经营性现 金流净额 (亿元)	YoY	营收 (亿元)	YoY	销售收现 (亿元)	YoY	经营性现 金流净额 (亿元)	YoY
高端白酒	贵州茅台	1,505.6	18%	1637.0	16%	665.9	81%	917.3	19%	987.0	23%	257.8	-21%
	五粮液	832.7	13%	1053.5	29%	417.4	71%	555.7	13%	603.0	-2%	198.7	-14%
	泸州老窖	302.3	20%	315.9	22%	106.5	29%	174.8	15%	145.9	7%	59.6	72%
	合计	2,640.7	17%	3,006.4	21%	1,189.8	71%	1,647.8	16%	1,735.9	12%	516.0	-13%
次高端区域龙头	山西汾酒	319.3	22%	301.3	5%	72.3	-30%	205.2	23%	200.8	25%	69.6	24%
	洋河股份	331.3	10%	348.5	13%	61.3	68%	191.0	2%	222.2	13%	66.4	11%
	古井贡酒	202.5	21%	208.0	20%	45.0	45%	125.9	20%	118.1	6%	12.3	9%
	今世缘	101.0	28%	120.6	25%	28.0	1%	64.1	24%	69.1	20%	18.2	23%
	迎驾贡酒	67.2	22%	76.3	18%	22.0	19%	42.4	20%	47.7	11%	17.7	18%
	口子窖	59.6	16%	57.9	11%	9.1	10%	32.8	11%	31.2	-1%	3.9	-29%
合计	1,080.9	18%	1,112.6	13%	237.6	6%	661.4	15%	689.1	15%	188.1	16%	
三四线次高端	舍得酒业	70.8	17%	73.6	22%	7.2	-31%	39.4	14%	38.0	13%	2.4	15%
	水井坊	49.5	6%	56.4	8%	17.3	32%	23.0	31%	25.5	30%	2.8	46%
	酒鬼酒	28.3	-30%	25.1	-26%	0.5	-87%	11.8	-23%	9.0	-34%	-2.7	-332%
	合计	148.6	1%	155.1	6%	25.0	-9%	74.2	10%	72.5	8%	2.5	-39%
区域酒企	金徽酒	25.5	27%	29.4	20%	4.5	41%	16.0	19%	19.7	14%	5.5	6%
	老白干酒	52.6	13%	58.1	15%	7.9	28%	25.4	15%	31.3	24%	3.8	190%
	顺鑫农业	105.9	-9%	105.7	-29%	-7.4	-151%	58.4	-12%	65.3	-13%	8.3	46%
	金种子酒	14.7	24%	13.0	-8%	0.9	119%	8.2	2%	4.6	-48%	-1.3	-982%
	伊力特	22.3	37%	23.1	33%	3.0	302%	14.2	34%	15.1	36%	2.5	7%
	天佑德酒	12.1	24%	13.9	27%	1.0	3214%	8.0	36%	8.7	31%	0.8	53%
合计	233.1	5%	243.2	-9%	10.0	-44%	130.2	3%	144.7	0%	19.6	31%	

资料来源：Wind，国海证券研究所

2.2、行业结构进一步分化，区域次高端接力增长

白酒业绩增速出现明显分化，区域次高端龙头>高端白酒>区域酒企>三四线次高端。2023年是三年疫情后的第一年，白酒上市公司整体营收增速回升，同比+0.55pct。其中高端+区域次高端龙头的需求稳定，业绩蓄水池深厚，在一定调节因素的加持下，业绩表现优秀。具体来看，高端白酒/区域次高端龙头/三四线次高端/区域酒企2023年实现营收分别为2640.7/1080.9/148.6/233.1亿元，同比分别+16.5%/+18.1%/+0.6%/+5.3%，2024Q1实现营收分别为905.1/486.4/35.3/80.4亿元，同比分别+16%/17%/-8%/+6%。我们认为贵州茅台、五粮液、泸州老窖在高基数的基础上仍实现了双位数增长，彰显出高端白酒的韧性；次高端酒企出现明显分化，次高端区域龙头业绩增速显著高于三四线次高端，例如山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒等，其营收/归母净利润均实现了20%以上的高速增长。而过去依赖招商铺货等方式实现增长的三四线次高端酒企，经过了前两年的高速发展，自2022年开始逐渐显现出压力，2023年及2024Q1收入及利润增速下滑甚至出现负增长。

报表业绩季度间波动差别较大。考察分季度报表营收及利润情况，高端白酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖及部分次高端区域龙头山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒等，2023各季度营收增速基本平稳，波动较小，而部分三四线次高端及区域酒企营收、利润增速波动明显。

表 8：2020 年以来白酒上市公司单季度营收同比增速

类型	证券名称	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	趋势图
高端白酒	贵州茅台	13%	9%	7%	12%	11%	11%	10%	14%	18%	16%	15%	17%	19%	20%	13%	20%	18%	
	五粮液	15%	10%	18%	14%	20%	18%	11%	11%	13%	10%	12%	10%	13%	5%	17%	14%	12%	
	泸州老窖	-15%	6%	14%	16%	41%	6%	21%	29%	26%	24%	22%	16%	21%	30%	25%	9%	21%	
	合计	11%	9%	11%	13%	17%	13%	11%	15%	17%	15%	15%	15%	17%	17%	16%	17%	16%	
次高端区域龙头	山西汾酒	2%	19%	26%	31%	77%	73%	48%	-25%	44%	0%	33%	50%	20%	32%	14%	27%	21%	
	洋河股份	-15%	-19%	8%	8%	14%	21%	17%	56%	24%	17%	18%	6%	16%	16%	11%	-22%	8%	
	古井贡酒	-11%	-4%	15%	0%	26%	29%	21%	43%	28%	30%	22%	25%	25%	27%	23%	9%	26%	
	今世缘	-9%	4%	21%	22%	35%	27%	16%	16%	25%	14%	26%	28%	27%	31%	28%	27%	23%	
	迎驾贡酒	-34%	-17%	12%	8%	49%	57%	27%	14%	37%	2%	24%	16%	22%	29%	22%	19%	21%	
	口子窖	-43%	-25%	7%	10%	51%	35%	24%	6%	12%	-8%	6%	-2%	21%	34%	5%	10%	11%	
合计	-13%	-7%	14%	14%	33%	38%	26%	14%	30%	12%	23%	22%	20%	25%	15%	9%	17%		
三四线次高端	舍得酒业	-42%	19%	18%	17%	154%	119%	65%	45%	83%	-16%	31%	6%	7%	32%	8%	28%	4%	
	水井坊	-22%	-90%	19%	19%	70%	691%	39%	14%	14%	10%	7%	-25%	-40%	2%	21%	51%	9%	
	酒鬼酒	-10%	13%	56%	28%	190%	97%	129%	11%	86%	5%	2%	-27%	-43%	-32%	-37%	22%	-49%	
合计	-27%	-33%	24%	21%	120%	150%	63%	24%	57%	-4%	14%	-13%	-23%	4%	3%	34%	-8%		
区域酒企	金徽酒	-33%	23%	14%	30%	48%	26%	11%	-35%	39%	12%	-9%	1%	27%	21%	48%	17%	20%	
	老白干酒	-34%	-9%	16%	-9%	0%	22%	11%	14%	20%	25%	28%	-5%	10%	10%	13%	18%	13%	
	顺鑫农业	16%	9%	10%	-19%	-1%	-7%	-17%	5%	-29%	-30%	7%	-21%	5%	-19%	0%	-31%	-1%	
	金种子酒	-33%	-1%	36%	70%	52%	16%	3%	8%	17%	3%	-19%	-8%	25%	31%	43%	7%	-3%	
	伊力特	-70%	52%	-36%	-19%	255%	-24%	19%	-26%	15%	5%	-60%	-33%	19%	-6%	144%	86%	12%	
	天佑德酒	-45%	-14%	-32%	-49%	87%	32%	32%	2%	11%	-14%	-23%	-14%	-6%	53%	44%	42%	33%	
合计	-6%	10%	4%	-13%	11%	-2%	-4%	-1%	-13%	-14%	2%	-16%	9%	-2%	16%	-2%	6%		

资料来源：Wind，国海证券研究所

表 9：2020 年以来白酒上市公司单季度归母净利润同比增速

类型	证券名称	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	趋势图
高端白酒	贵州茅台	17%	9%	7%	20%	7%	13%	12%	18%	24%	17%	16%	21%	21%	21%	16%	19%	16%	
	五粮液	19%	10%	15%	11%	21%	23%	12%	12%	16%	10%	18%	11%	16%	5%	19%	10%	12%	
	泸州老窖	13%	23%	53%	41%	27%	36%	28%	41%	33%	29%	31%	28%	29%	27%	29%	25%	23%	
	合计	17%	11%	12%	18%	13%	17%	14%	18%	22%	17%	18%	19%	20%	18%	18%	17%	15%	
次高端区域龙头	山西汾酒	40%	22%	69%	155%	78%	258%	56%	-30%	70%	-4%	57%	127%	30%	50%	27%	2%	30%	
	洋河股份	0%	-10%	14%	25%	-3%	29%	-13%	0%	29%	6%	40%	4%	16%	10%	7%	-161%	5%	
	古井贡酒	-19%	-17%	4%	-11%	28%	45%	15%	4%	35%	45%	19%	58%	43%	48%	47%	49%	32%	
	今世缘	-10%	2%	33%	54%	39%	21%	24%	30%	24%	16%	27%	28%	25%	29%	26%	19%	22%	
	迎驾贡酒	-34%	9%	28%	28%	58%	122%	86%	0%	49%	3%	14%	20%	27%	59%	39%	26%	30%	
	口子窖	-55%	-31%	-6%	-3%	73%	10%	23%	40%	16%	-5%	0%	-40%	10%	23%	8%	7%	10%	
合计	-4%	-8%	20%	32%	22%	61%	16%	3%	40%	8%	35%	29%	24%	31%	22%	1%	19%		
三四线次高端	舍得酒业	-73%	62%	25%	32%	1031%	215%	60%	2%	76%	-30%	56%	76%	7%	15%	3%	-2%	-3%	
	水井坊	-13%	-173%	33%	23%	120%	52%	56%	-13%	-14%	117%	10%	-19%	-56%	509%	20%	53%	17%	
	酒鬼酒	32%	6%	419%	39%	179%	174%	43%	8%	94%	-19%	21%	-56%	-42%	-38%	-78%	-10%	-76%	
	合计	-20%	-52%	55%	30%	215%	359%	54%	-2%	43%	-20%	22%	12%	-27%	1%	-4%	9%	-21%	
区域酒企	金徽酒	-47%	142%	40%	60%	99%	16%	44%	-53%	43%	-35%	-97%	-19%	10%	54%	885%	-15%	22%	
	老白干酒	-44%	-33%	50%	-40%	-15%	32%	8%	76%	374%	42%	37%	25%	-62%	19%	18%	42%	33%	
	顺鑫农业	-18%	-11%	-790%	-109%	6%	-48%	10%	-1894%	-72%	-163%	88%	-160%	214%	-536%	-1607%	100%	37%	
	金种子酒	-392%	31%	-27%	231%	-86%	-74%	8%	-113%	74%	13%	-73%	-132%	-228%	108%	104%	125%	143%	
	伊力特	-94%	163%	-44%	-3%	1476%	-42%	-3%	-67%	-18%	-75%	-79%	-44%	37%	40%	364%	331%	7%	
	天佑德酒	-109%	-8%	-676%	-691%	1630%	112%	135%	56%	53%	-368%	-97%	-11%	-30%	292%	2693%	33%	40%	
	合计	-47%	27%	-92%	24%	54%	-28%	504%	-109%	6%	-83%	-4%	-1008%	8%	-464%	-20%	180%	37%	

资料来源：Wind，国海证券研究所

表 10：2016 年以来白酒个股涨跌幅（%）

公司名称	2016年以来累计涨跌幅	2021年以来累计涨跌幅	2023年以来累计涨跌幅	2024年以来累计涨跌幅
古井贡酒	660%	2%	4%	19%
今世缘	70%	-1%	12%	17%
山西汾酒	1294%	-28%	-6%	16%
迎驾贡酒	150%	114%	19%	12%
五粮液	468%	-47%	-14%	10%
泸州老窖	604%	-16%	-15%	6%
贵州茅台	708%	-12%	2%	2%
老白干酒	-63%	-29%	-19%	-1%
伊力特	45%	-25%	-14%	-3%
口子窖	0%	-38%	-26%	-5%
天佑德酒	-45%	-37%	-18%	-8%
金徽酒	100%	-46%	-18%	-11%
顺鑫农业	-11%	-74%	-36%	-11%
洋河股份	40%	-59%	-40%	-13%
金种子酒	54%	-20%	-42%	-16%
水井坊	265%	-44%	-45%	-21%
舍得酒业	235%	-10%	-52%	-21%
酒鬼酒	215%	-64%	-59%	-23%

资料来源：Wind，国海证券研究所（注：数据截至 2024 年 5 月 8 日收盘）

我们认为结构分化的背后是白酒行业自身发展阶段的结果：

1) 高端酒增速换挡，进入平稳增长期。一线高端名酒自 2020 年起收入增速逐步由弹性高增回归稳健增长，最主要的原因在于高端酒自 2016 年以来连续保持

高增，收入、业绩、量价都已到了高基数，在需求平稳增加的情况下，高端需求要考虑量价平衡，增速回归稳健是正常现象，但业绩降速并不代表需求端受损，预计未来高端酒仍会将以 10%+ 的增速扩容。

2) 次高端接力趋势增长，内部出现价位分化。2018 年高端酒提价打开空间，300-800 元/瓶价格带给次高端留足了发展的空间，价位升级依然是驱动行业增长的核心逻辑，经过长期蓄力叠加龙头酒企的主动培育和成熟运作，次高端进入“阶梯式”加速升级增长的阶段，我们认为次高端内部也出现价位分化，300-400 元价格带在大众需求支撑下动销良好，增速迅猛，而 600-800 元的高线次高端遇冷，反映出商务需求受外部环境因素影响更大。我们认为本轮次高端发展的持续性更强，消费升级是一个长期的过程，短期宏观经济的波动只会影响消费升级的速度，而不会改变其方向，不用担心高端酒价格不再增长，本质是行业价格上台阶放量的逻辑，次高端将持续兑现增长弹性。

3) 部分三四线次高端酒企的增长模式难以维持。过去几年三线次高端品牌、酱酒都实现了业绩高弹性增长，但其背后具有共同特点：站在次高端风口、业绩低基数、招商铺货外延式扩张等。我们此前强调依靠招商铺货外延式的增长难以长期维持，2023 年三四线次高端酒企业绩增速明显回落，验证了我们的观点，我们认为本质是其经营模式的局限所致，而不代表 300-400 元价格带发展遇到了瓶颈。

2.3、分红率普遍提升，增加股东回报

酒企分红率普遍提升，通过加大分红/回购方式回馈股东。2023 年共有 16 家白酒上市公司进行了分红，其中 11 家分红率相较 2022 年有所提升。2023 年 11 月 20 日，贵州茅台公告《回报股东特别分红方案》，拟派发现金红利 240 亿元。据酒业家报道，本次特别分红也是茅台自 2022 年以来的第四次分红，两年四次分红总金额达 1113 亿元，占上市以来累计分红金额的 47.84%，龙头示范效应显著。2024 年 3 月以来，各酒企陆续发布关于“质量回报双提升”/“提质增效重回报”行动方案的公告，均提出了清晰的长期发展战略，回顾了上市以来的现金分红和回购方案，提出重视股东回报，加强投资者沟通，传递公司价值等具体措施。截至 2024 年 5 月 8 日收盘，股息率前三的酒企分别为洋河股份（4.9%）、口子窖（3.5%）、五粮液（3.0%）。

表 11: 各酒企分红率、股息率情况

类型	公司名称	分红率				股息率			
		2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
高端白酒	贵州茅台	51.9%	51.9%	51.9%	51.9%	1.1%	1.2%	2.7%	2.8%
	五粮液	50.2%	50.2%	55.0%	60.0%	1.7%	2.0%	2.4%	3.0%
	泸州老窖	50.0%	60.0%	60.0%	60.0%	1.1%	1.7%	2.2%	2.8%
区域次高端龙头	山西汾酒	5.7%	41.3%	50.0%	51.1%	0.1%	0.7%	1.2%	1.6%
	洋河股份	60.0%	60.2%	60.1%	70.1%	3.1%	3.1%	3.9%	4.9%
	古井贡酒	40.7%	50.6%	50.5%	51.8%	0.5%	0.8%	1.1%	1.6%
	今世缘	36.0%	36.3%	36.4%	39.8%	0.8%	1.0%	1.3%	1.8%
	迎驾贡酒	58.7%	52.1%	51.6%	45.5%	0.9%	1.2%	1.5%	1.7%
	口子窖	56.1%	51.8%	58.1%	52.2%	2.8%	3.5%	3.5%	3.5%
三四线次高端	舍得酒业	14.3%	21.3%	29.7%	40.2%	0.6%	1.0%	2.0%	2.8%
	水井坊	80.1%	30.5%	30.1%	35.0%	2.6%	1.6%	1.6%	2.0%
	酒鬼酒	46.3%	47.3%	40.3%	59.3%	1.2%	2.3%	2.3%	1.8%
区域酒企	金徽酒	36.7%	34.4%	54.3%	60.0%	1.1%	1.0%	1.4%	1.8%
	老白干酒	43.1%	35.3%	38.8%	61.8%	0.7%	0.7%	1.3%	2.0%
	顺鑫农业	17.7%	18.1%	-	-	0.5%	0.1%	-	-
	伊力特	55.9%	61.9%	117.0%	54.2%	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%
	天佑德酒	0.0%	37.4%	37.7%	69.9%	0.0%	0.4%	0.5%	1.0%

资料来源: Wind, 国海证券研究所 (注: 股息率数据截至 2024 年 5 月 8 日收盘)

表 12: 各酒企关于“质量回报双提升”/“提质增效重回报”行动方案的公告

公司名称	公告内容
五粮液	近三年来现金分红每年均超 100 亿元, 2022 年度现金分红 146.8 亿元创上市以来新高。自 1998 年上市以来, 公司累计现金分红 21 次, 共计 761 亿元, 是上市以来募集资金总额的 20 倍。公司大股东五粮液集团于 2023 年 12 月 14 日启动实施增持公司股票, 增持金额不低于 4 亿元不超过 8 亿元。
泸州老窖	自上市以来, 公司累计现金分红总额 353.53 亿元, 分红率高达 61.45%, 在沪深两市 5000 余家上市公司中名列前茅。公司控股股东泸州老窖集团有限责任公司计划于 2023 年 12 月 15 日起 6 个月内通过集中竞价交易增持公司股票, 拟增持金额不低于 2 亿元。
山西汾酒	公司高度重视投资者回报, 严格落实公司《章程》中关于派发现金分红的相关要求, 2021 年度现金分红金额 21.96 亿元, 股利支付率为 41.33%; 2022 年度现金分红金额 40.50 亿元, 股利支付率为 50.03%。公司控股股东山西杏花村汾酒集团有限责任公司计划自 2024 年 3 月 10 日起 6 个月内, 使用自有资金通过集中竞价交易方式增持公司股份, 增持金额不低于人民币 1 亿元、不超过 2 亿元。
洋河股份	公司自 2009 年上市以来, 每年都进行利润分配, 累计派发现金红利 423 亿元 (税前), 约占实现归属于上市公司股东净利润总额的 52%, 最近一年现金分红占当期归属于上市公司股东净利润的比例提升至 60%; 共进行两次股份回购, 回购金额累计约 11.60 亿元 (含交易费用), 共回购公司股份 1,324 万股。
古井贡酒	最近一年公司现金分红比例占归属于上市公司股东净利润的 50.45%。自 1996 年上市以来, 公司现金分红累计超 70 亿元。
迎驾贡酒	倪永培董事长提议: 以公司 2023 年度实施权益分派股权登记日登记的总股本为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 13.00 元 (含税), 现金分红总额 10.4 亿元 (含税)。2020 年度至 2022 年度, 公司每股派发现金红利 (含税) 分别为 0.7 元、0.9 元及 1.1 元, 现金分红总额 (含税) 为 5.6 亿元、7.2 亿元及 8.8 亿元。最近三年, 公司每年现金分红总额逐年提高。
金徽酒	公司自 2016 年上市以来始终坚持高比例现金分红回报投资者, 已经实施现金分红 8 次, 累计现金分红 9.20 亿元。随着业绩稳健发展, 公司近三年 (2021-2023 年) 现金分红分别占归属于上市公司股东净利润的 34.35%、54.30%、60.00%, 分红比例持续增长, 为投资者提供稳定的投资回报。公司计划未来三年以现金形式分配的利润不少于当年实现可供分配利润的 30%。公司于 2024 年 3 月 16 日披露了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告》,

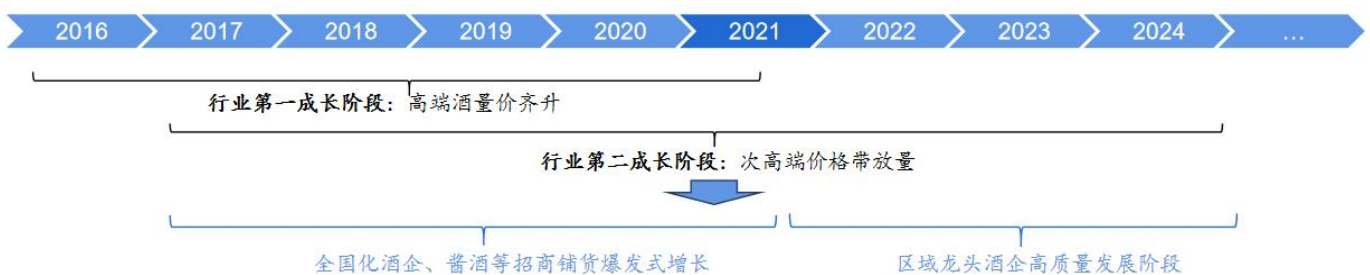
计划使用不低于人民币1亿元（含），不超过人民币2亿元（含）的自有资金，以集中竞价交易方式回购已发行的部分人民币普通股（A股）股票，最高价格不超过28元/股，回购股份用于实施员工持股计划或股权激励。

资料来源：各公司公告，国海证券研究所

2.4、展望未来：白酒行业呈现螺旋升级趋势，长期向上势能不变

白酒行业螺旋向上，消费升级和集中度提升趋势延续。我们认为短期宏观需求承压仅影响行业价位升级的速度，不改变升级的方向。长期看，只要存在温和通胀，行业价位升级逻辑不变，次高端继续加速扩容。当前行业进入第二成长阶段，由高端一线引领增长向次高端大趋势的弹性增长转型，预计未来行业仍将延续结构性繁荣行情，次高端势能仍足。1) 高端龙头回归稳健增长，进入平台期，其中茅台打破提价束缚，渠道累积红利有望释放。2) 次高端增长加速，将持续兑现利润弹性，本轮发展空间更大、持续性更强、基础更扎实，看好未来维持向好趋势。3) 此外，次高端经历过了野蛮生长，乱象退潮后现在开始洗牌，然后进入有序发展阶段，我们看好区域次高端龙头的持续性：此前三线次高端招商铺货实现高弹性增长，2023年业绩增速出现明显放缓，静待渠道库存出清；区域次高端龙头将充分受益于次高端扩容红利，有望成为次高端价格带最具机会的投资标的。**白酒板块重点推荐：**贵州茅台、山西汾酒、今世缘、泸州老窖、五粮液、古井贡酒、迎驾贡酒、金徽酒、口子窖等。

图 6：白酒行业正稳步迈向次高端价格带放量的第二成长阶段



资料来源：国海证券研究所

3、大众品：弱复苏下需求分化，盈利弹性持续释放

2023 年大众品版块整体收入、归母净利润分别同比增长 0.79%/2.22%，其中 2023Q4 收入、归母净利润分别同比-5.96%/+21.86%，2024Q1 收入、归母净利润分别同比增长 0.08%/17.03%。拆分各版块收入同比增速，1) 2023Q4：软饮料（5%）>烘焙（4%）>休闲食品（2%）>卤制品（0%）>预制速冻（-1%）>乳制品（-2.5%）>其他食品（-2.8%）>调味品（-4%）>肉制品（-23%）。2) 2024Q1：休闲食品（28%）>软饮料（14%）>调味品（7%）>烘焙（2%）>预制速冻（0%）>乳制品（-4%）>其他食品（-6%）>卤制品（-8%）>肉制品（-9%）。

表 13：大众品子行业统计范围

板块	上市公司
肉制品	双汇发展、龙大美食、金字火腿、华统股份、德利斯、上海梅林
卤制品	绝味食品、紫燕食品、煌上煌
调味品	海天味业、安琪酵母、涪陵榨菜、中炬高新、千禾味业、天味食品、恒顺醋业、加加食品、仲景食品、日辰股份、佳隆股份、莲花健康、安记食品
乳制品	伊利股份、光明乳业、新乳业、三元股份、妙可蓝多、贝因美、一鸣食品、天润乳业、燕塘乳业、熊猫乳品、麦趣尔、西部牧业、均瑶健康、庄园牧场
烘焙	立高食品、桃李面包、南侨食品、海融科技、元祖股份
休闲食品	洽洽食品、三只松鼠、良品铺子、盐津铺子、甘源食品、有友食品、劲仔食品、西麦食品、青岛食品、黑芝麻、桂发祥、好想你、祖名股份、来伊份
预制速冻	安井食品、千味央厨、国联水产、三全食品、广州酒家、巴比食品、味知香、海欣食品、盖世食品、克明食品、双塔食品、惠发食品
软饮料	东鹏饮料、养元饮品、维维股份、百润股份、承德露露、李子园、香飘飘、泉阳泉、欢乐家
其他食品	汤臣倍健、金禾实业、百龙创园、华康股份、华宝股份、爱普股份、佳禾食品、仙乐健康、品渥食品、交大昂立、金达威、梅花生物、科拓生物、嘉必优

资料来源：Wind，国海证券研究所

具体表现来看，春节错期导致季度间波动，2024Q1 受益于春节及供应链优化，休闲食品、软饮料增速亮眼。春节错期使大众品收入多集中于 2024Q1，平滑春节影响后，2023Q4+2024Q1 收入各板块收入增速分别为休闲食品（14%）>软饮料（10%）>烘焙（3%）>调味品（2%）>预制速冻（0%）>乳制品（-3%）>卤制品（-4%）>其他食品（-5%）>肉制品（-16%）。除春节错期影响外，一季度休闲零食及软饮料收入实现较快增长，一方面春节带动礼赠及出行场景展现出高景气度；另一方面 2023 年主打性价比的零食量贩快速崛起，相关供应链企业收入增速持续提升。调味品恢复较快增长主要受益于龙头企业 2023 年持续优化渠道库存，同时春节期间年会、宴席、返乡带动餐饮繁荣，调味品 B 端需求有所回暖。但从其他板块来看，2024Q1 烘焙增速略有放缓，预制速冻、卤制品、乳制品、肉制品等仍有压力，我们预计各板块 2024 年 1-2 月同比或实现较快增长，2024 年一季度整体承压主要系春节后餐饮、礼赠等场景进入淡季，3 月收入大概率环比回落，对一季度形成拖累。

表 14: 大众品板块收入&归母净利润同比增速

板块	收入增速 (%)						归母净利润增速 (%)					
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	Q4+Q1	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	Q4+Q1
休闲食品	-11%	4%	13%	2%	28%	14%	32%	8%	7%	68%	20%	35%
软饮料	15%	21%	18%	5%	14%	10%	46%	42%	32%	-41%	23%	-6%
烘焙	9%	6%	8%	4%	2%	3%	-8%	-14%	21%	-34%	22%	-3%
调味品	5%	0%	6%	-4%	7%	2%	5%	-74%	6%	281%	12%	94%
预制速冻	21%	8%	6%	-1%	0%	0%	14%	-27%	49%	-29%	18%	-4%
乳制品	5%	1%	1%	-3%	-4%	-3%	4%	21%	53%	50%	55%	54%
卤制品	7%	7%	3%	0%	-8%	-4%	42%	103%	38%	-85%	15%	-4%
其他食品	7%	-3%	1%	-3%	-6%	-5%	-10%	-40%	-22%	45%	-19%	-1%
肉制品	6%	-1%	-9%	-23%	-9%	-16%	0%	-60%	-5%	-133%	-22%	-78%

资料来源: Wind, 国海证券研究所 (注: Q4+Q1 为 2023Q4+2024Q1)

利润端, 2023Q4 受益于原材料成本下降及内部提质增效, 多数板块保持较高增速。拆分各板块归母净利润同比增速, 1) 2023Q4: 调味品 (281%) > 休闲食品 (68%) > 乳制品 (50%) > 其他食品 (45%) > 预制速冻 (-29%) > 烘焙 (-34%) > 软饮料 (-41%) > 卤制品 (-85%) > 肉制品 (-133%)。调味品 2023Q4 归母净利润大幅增长主要系中炬高新诉讼案件达成和解, 此前计提的共计 29.25 亿元预计负债有所冲回, 剔除该影响后调味品利润增速约 55%。整体来看, 大众品多数板块利润增速显著优于收入端, 我们认为主要系 1) 成本压力趋缓, PET、瓦楞纸、生鲜乳、黄豆、肉类、棕榈油等原材料价格逐步回落; 2) 内部提质增效, 费用端缩减。2023 年整体消费复苏较弱, 部分企业聚焦费率优化进行利润端管控; 3) 渠道及产品结构优化。一方面, 受益于健康化等疫后消费趋势, 多板块仍存在结构性升级机会, 如调味品走向零添加、休闲食品推出鹌鹑蛋、无糖茶及电解制水渗透率提升。另一方面, 渠道走向多元化, 渠道效率随之提升, 费用投放较高的大卖场等渠道占比下降。

2024Q1 多板块利润高增趋势延续。2024Q1 归母净利润同比增速: 乳制品 (55%) > 软饮料 (23%) > 烘焙 (22%) > 休闲食品 (20%) > 预制速冻 (18%) > 卤制品 (15%) > 调味品 (12%) > 其他食品 (-19%) > 肉制品 (-22%)。其中伊利股份计入 25.8 亿元投资收益, 主要系转让煤矿子公司, 剔除该影响后乳制品板块归母净利润有 8% 下滑。从其他板块来看, 当前多数原材料价格同比仍有下降, 且多数企业延续 2023 年提升费效比的经营战略, 利润增速仍显著优于收入端。

图 7: 大众品上游原材料价格走势变化

	包材				乳制品				啤酒		调味品			休闲食品&速冻食品						
	铝	玻璃	PET	PTA	瓦楞纸	生鲜乳	玉米	豆粕	进口大麦	小麦	黄豆	白砂糖	糖蜜	猪肉	鸡肉	牛肉	白鲢鱼	豆粕	棕榈油	面粉
2024-04	11.74%	-12.02%	-7.34%	5.94%	-12.18%	-12.05%	-23.63%	-2.80%		-4.81%	-3.34%	-12.32%		3.05%	-2.09%		12.09%	-2.80%	8.01%	-4.00%
2024-03	4.72%	-7.73%	-2.53%	1.09%	-12.18%	-12.03%	-33.08%	-7.23%	28.55%	-19.07%	-11.73%	0.96%		1.89%	-2.16%	-6.06%	10.28%	-7.23%	6.25%	-2.84%
2024-02	1.95%	7.69%	-3.48%	6.46%	-9.07%	-11.17%	-31.85%	-19.97%	31.47%	-18.32%	-19.43%	5.72%		-2.91%	-2.22%	-13.81%	-3.78%	-19.97%	-9.46%	-1.96%
2024-01	0.48%	13.19%	-4.11%	3.71%	-11.76%	-11.00%	-34.06%	-23.35%	31.17%	-21.81%	-14.14%	10.18%		-6.40%	-4.03%	-11.89%	-5.67%	-23.35%	-9.93%	-1.96%
2023-12	4.48%	20.92%	0.14%	8.93%	-9.21%	-11.38%	-29.27%	-14.57%	29.50%	-19.07%	-3.27%	9.38%		-22.30%	-4.69%	-18.37%	-2.77%	-14.57%	-8.12%	-0.66%
2023-11	-1.41%	28.24%	-3.32%	10.04%	-15.09%	-10.68%	-27.62%	-9.61%	24.91%	-24.83%	-9.62%	21.98%		-37.26%	-4.10%	-23.77%	-8.67%	-9.61%	-14.39%	-0.45%
2023-10	7.86%	19.55%	-5.56%	17.36%	-15.09%	-10.14%	-30.77%	-4.74%	23.64%	-36.95%	-12.88%	23.17%		-40.86%	-4.82%	-26.88%	0.98%	-4.74%	-10.44%	-2.39%
2023-09	6.62%	11.94%	13.48%	15.21%	-16.27%	-9.90%	-29.63%	-2.51%	20.61%	-41.24%	-15.99%	27.66%		-30.81%	-3.80%	-28.29%	-0.31%	-2.51%	3.93%	4.39%
2023-08	3.22%	21.74%	18.53%	10.82%	-20.52%	-8.96%	-28.67%	9.18%	23.68%	-27.60%	-9.85%	25.65%		-23.71%	-3.13%	-26.29%	7.16%	9.18%	-6.73%	2.53%
2023-07	-1.71%	13.33%	18.11%	1.87%	-21.23%	-8.76%	-17.26%	6.64%	0.06%	-17.58%	-18.00%	15.66%	-6.94%	-28.90%	-2.09%	-22.56%	-6.94%	6.64%	-11.62%	3.97%
2023-06	-6.35%	-8.10%	22.81%	-14.63%	22.35%	-8.01%	-20.17%	-3.91%	-4.32%	26.36%	-14.16%	15.20%	-5.56%	-21.49%	0.16%	-18.15%	-9.05%	-3.91%	-22.88%	4.21%
2023-05	-13.67%	-19.95%	20.24%	-20.97%	19.11%	-7.23%	-21.17%	-9.78%	1.32%	45.36%	-20.51%	12.98%	-2.86%	-9.19%	0.47%	-19.34%	-9.33%	-19.78%	-45.77%	2.55%
2023-04	-11.43%	-4.75%	-5.95%	-10.79%	-10.02%	-6.47%	-28.09%	-14.14%	9.74%	39.97%	-21.97%	19.72%	1.16%	-0.61%	1.66%	-18.69%	-11.67%	-14.14%	-43.69%	5.88%
2023-03	-17.83%	25.69%	10.71%	-3.32%	-10.02%	-4.32%	-11.79%	-13.05%	15.77%	-31.19%	-14.46%	11.19%	7.58%	10.03%	2.04%	-19.44%	-11.56%	-13.05%	-33.49%	8.79%
2023-02	-18.36%	20.24%	-6.50%	-0.85%	-14.03%	-4.95%	-8.76%	-2.25%	30.66%	-24.46%	-7.70%	4.44%	14.85%	13.11%	2.92%	-13.73%	-5.13%	-2.25%	-26.34%	12.78%
2023-01	-12.60%	27.25%	-6.34%	4.16%	12.92%	-4.22%	8.59%	15.63%	31.22%	0.00%	-11.69%	2.77%	13.83%	2.58%	3.22%	-14.41%	-10.18%	15.63%	-19.11%	11.11%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

表 15: 大众品板块毛利率&毛销差

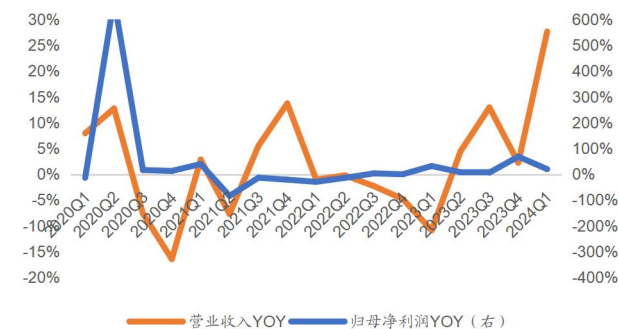
板块	毛利率 (%)						毛销差 (%)					
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q1yoy	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q1yoy
肉制品	13.4%	11.1%	13.2%	8.5%	14.4%	0.9pct	10.5%	8.2%	10.2%	5.7%	11.1%	0.6pct
卤制品	23.7%	23.3%	27.5%	24.4%	28.7%	5.0pct	14.5%	13.6%	16.9%	9.8%	17.1%	2.7pct
调味品	34.0%	31.3%	31.8%	30.5%	34.9%	0.9pct	26.8%	24.5%	24.3%	22.1%	27.5%	0.7pct
乳制品	31.8%	31.2%	30.2%	30.6%	33.5%	1.7pct	15.6%	14.2%	13.6%	13.7%	16.3%	0.7pct
烘焙	29.7%	31.1%	34.8%	30.0%	31.5%	1.8pct	15.3%	16.9%	20.5%	13.8%	17.0%	1.6pct
休闲食品	32.2%	30.4%	33.2%	30.2%	31.3%	-1.0pct	16.5%	13.9%	16.1%	14.2%	14.8%	-1.6pct
预制速冻	21.0%	18.6%	23.1%	22.4%	24.0%	3.0pct	13.4%	12.1%	16.2%	14.4%	16.1%	2.7pct
软饮料	41.9%	40.2%	40.1%	44.6%	41.7%	-0.1pct	27.7%	24.9%	25.4%	28.4%	27.1%	-0.6pct
其他食品	15.2%	14.6%	17.0%	20.0%	16.4%	1.2pct	9.0%	6.4%	10.1%	11.3%	9.5%	0.5pct

资料来源: Wind, 国海证券研究所

3.1、休闲零食板块: 渠道产品双轮驱动, 板块景气度高

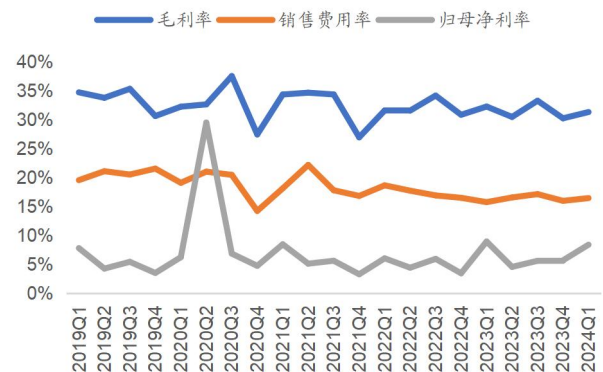
零食板块景气度高, 收入利润双向增长。零食板块存在渠道和品类红利, 带动板块企业收入实现增长, 具体分季度来看, 2023Q1-4 及 2024Q1 板块收入同比增速分别为-10.86%/+4.46%/+12.95%/+2.24%/+27.67%, 其中 2023Q1 受到春节错期影响, 同比增速为负; 随后 2023Q1-Q3 同比增速逐季走高; 2023Q4 受春节错期影响, 同比增速回落, 但仍为正向增长; 2024Q1 板块收入在年货节影响下实现高速增长, 排除掉春节错期的影响, 2023Q4+2024Q1 收入同比增速为 14.04%, 增势依旧强劲。利润端, 受到原材料价格波动和渠道结构调整的影响, 板块毛利率表现相对稳定; 板块企业更加注重费用投放效率, 叠加渠道结构调整影响, 销售费用率呈现回落的趋势; 最终带动归母净利率自 2023Q2 开始逐季提升。表现在绝对值上, 2023Q1-4 及 2024Q1 板块归母净利润同比增速分别为+31.95%/+7.84%/+6.52%/+68.22%/+19.83%, 归母净利润各季度皆保持正向增速。

图 8: 休闲零食板块企业收入和归母净利润增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 9: 零食企业毛利率、销售费用率及归母净利率

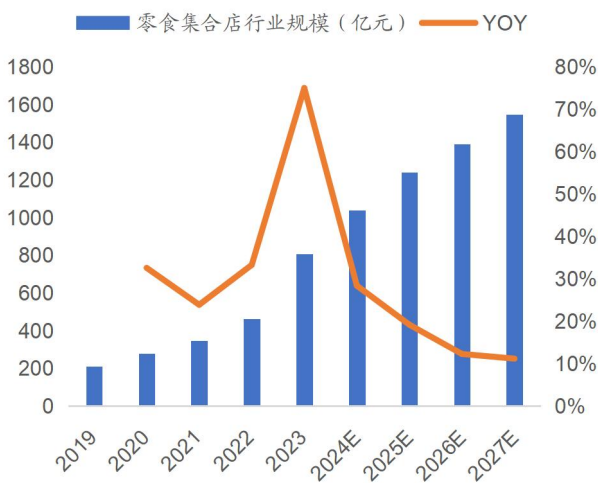


资料来源: Wind, 国海证券研究所

收入端：零食板块内部分化大，渠道+产品驱动公司收入增长。受益于渠道和产品两端的催化，部分企业收入表现优异，具体来看：

1) 积极拥抱高增性价比渠道的企业。2023年以来，线下零食量贩和线上抖音渠道存在渠道发展红利。零食量贩品牌不断跑马圈地，据联商网及艾媒咨询数据，2023年Top10品牌门店数超17000家，带动渠道规模提升至809亿元。抖音升级为全域电商，据蝉魔方，2023年1-11月抖音电商食品饮料GMV同比+71%，其中零食/坚果/特产占比最高，其月均GMV同比提升幅度较大。抖音零食子版块中，坚果炒货和肉类零食景气度较高，与主要的零食上市企业核心品类重叠，渠道适配性较好。这两个渠道的产品特点是追求质高价优、品类丰富，因此对后端供应链能力要求较高。积极布局这些渠道并且具有供应链优势的企业普遍业绩较好，比如盐津铺子、三只松鼠、甘源食品等。而高度依赖传统渠道且定价较高的企业收入依旧承压，如良品铺子、来伊份等。

图 10：中国零食集合店行业市场规模及预测



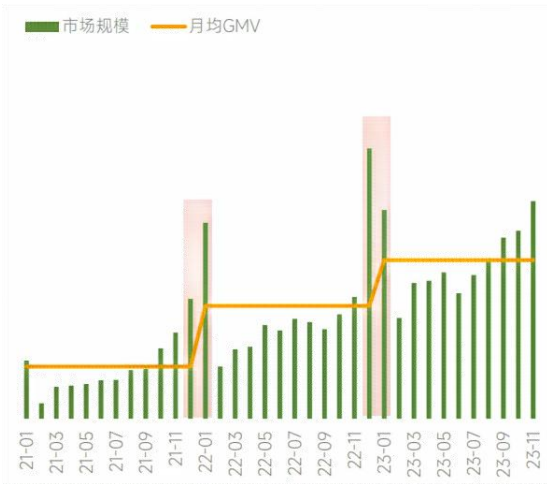
资料来源：艾媒咨询，国海证券研究所

表 16：2023 年头部品牌门店数量

品牌	成立时间	门店数
零食很忙	2017 年	4000+
好想来	2011 年	3700+
赵一鸣零食	2019 年	2300+
零食有鸣	2019 年	2000+
爱零食	2020 年	1400+
糖巢	2011 年	1400+
零食优选	2018 年	1300+
戴永红	1996 年	600+
老婆大人	2010 年	550+
零食舱	2021 年	500+
Top1-10		17550+
Top11-20		3560+
Top21-30		1190+

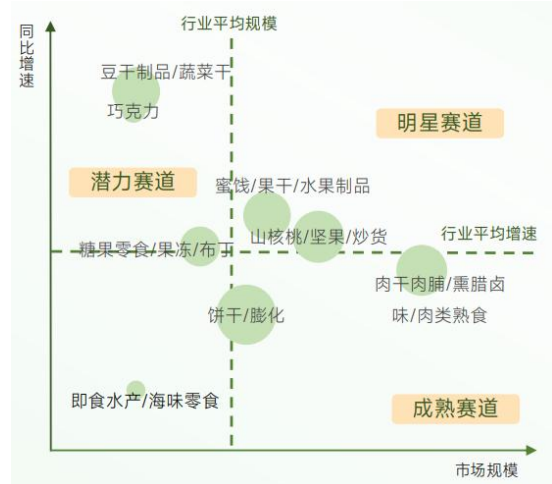
资料来源：联商网，国海证券研究所

图 11: 抖音电商休闲食品行业规模



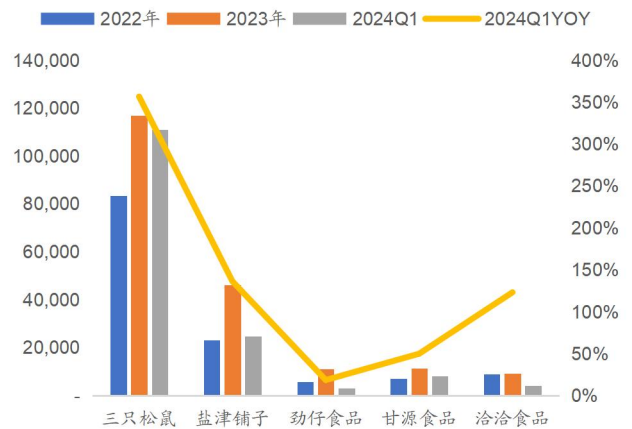
资料来源: 蝉魔方

图 12: 抖音电商休闲食品品类分布 (2023.01-2023.11)



资料来源: 蝉魔方

图 13: 上市企业抖音 GMV 情况 (万元)



资料来源: 蝉妈妈, 国海证券研究所

2) 发展出潜力大单品。行业产品呈现健康化趋势, 具有健康属性的零食品类景气度较高, 增速较快, 比如鹤鹑蛋、魔芋、燕麦等产品, 因此积极发展布局鹤鹑蛋的劲仔食品, 同时发力鹤鹑蛋和魔芋的盐津铺子, 聚焦燕麦产品的西麦食品在新品类的快速放量下, 收入增长较快。

图 14: 劲仔食品鹤鹑蛋逐季爬坡

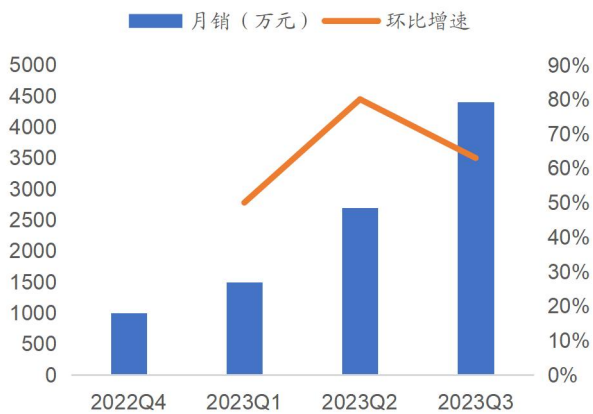
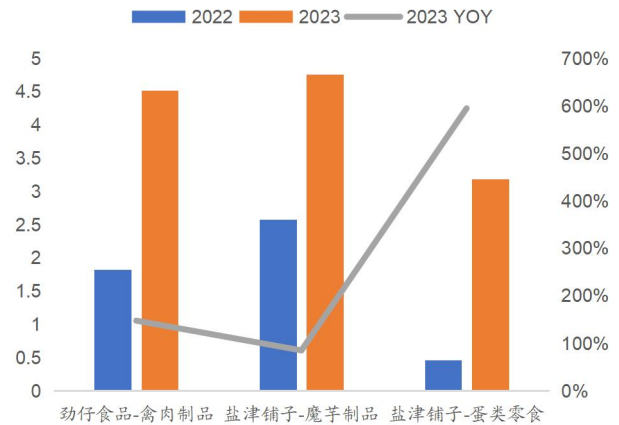


图 15: 各公司新品销售额及增速 (亿元)



资料来源: 劲仔食品公告, 上海证券报, 国海证券研究所

资料来源: 各公司公告, 国海证券研究所

3) 具有礼盒心智的品牌年货节表现优异。疫后消费呈现“年节旺、日常淡”的特点, 叠加春节错期的影响, 2024Q1 具有礼盒心智的企业收入普遍有较高的增速, 如洽洽食品、三只松鼠、甘源食品等。

表 17: 休闲零食重点公司 2023 年报及 2024 年 Q1 业绩(单位:亿元)

证券简称	2023 年				2023Q4				2024Q1				Q4+Q1 增速	
	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY	收入	利润
洽洽食品	68.06	-1%	8.03	-18%	23.27	-7%	2.97	-15%	18.22	36%	2.4	35%	8%	2%
三只松鼠	71.15	-2%	2.2	70%	25.32	29%	0.5	41%	36.46	92%	3.08	61%	60%	58%
良品铺子	80.46	-15%	1.8	-46%	20.46	-16%	-0.11	-123%	24.51	3%	0.62	-58%	-7%	-74%
盐津铺子	41.15	42%	5.06	68%	11.11	20%	1.1	33%	12.23	37%	1.6	43%	28%	39%
甘源食品	18.48	27%	3.29	108%	5.34	11%	1.15	67%	5.86	50%	0.91	66%	28%	66%
有友食品	9.66	-6%	1.16	-24%	2.07	-28%	0.1	-80%	2.75	18%	0.43	-9%	-7%	-45%
劲仔食品	20.65	41%	2.1	68%	5.72	27%	0.76	123%	5.4	24%	0.74	88%	25%	104%
西麦食品	15.78	19%	1.15	6%	4.45	22%	0.23	-6%	5.66	46%	0.45	15%	35%	7%
青岛食品	4.89	-1%	0.86	-6%	1.13	-8%	0.11	-33%	1.32	1%	0.29	7%	-3%	-8%
黑芝麻	26.77	-11%	0.43	131%	7.55	-24%	-0.01	99%	4.59	-26%	0.03	-69%	-24%	102%
桂发祥	5.04	113%	0.61	186%	0.98	131%	-0.02	93%	1.6	12%	0.19	-27%	40%	1196%
好想你	17.28	23%	-0.52	73%	6.37	50%	-0.11	92%	4.94	19%	0.13	3%	35%	101%
祖名股份	14.78	-1%	0.4	5%	4.16	11%	0.07	555%	3.81	17%	0.1	4%	14%	63%
来伊份	39.77	-9%	0.57	-44%	9.75	-14%	0.53	68%	10.61	-12%	0.61	-14%	-13%	11%

资料来源: Wind, 国海证券研究所 (注: Q4+Q1 为 2023Q4+2024Q1)

盈利端: 规模效应及成本改善下, 盈利能力提升。毛利率, 制造型零食企业在原材料价格回落下, 叠加供应链能力提升和规模效应释放, 毛利率普遍表现较好, 如劲仔食品受益于鳀鱼、鹤鹑蛋成本的回落, 甘源食品受益于棕榈油和夏威夷果成本的回落等。洽洽食品由于 2023 年葵花籽成本价格较高, 毛利率承压。渠道型零食企业由于下调产品价格, 毛利率有所下滑, 但三只松鼠由于积极深入及优

化后端供应链，整体毛利率下滑幅度可控。**费用率**，多数企业整体费用率下滑，主要系收入增长带来的费用摊平，以及渠道结构调整下企业费用投放更加精准。例如三只松鼠注重精准投流，减少大规模的广告投放，使得2023年推广及平台服务费同比-21%；盐津铺子主要系直营KA渠道占比下降，使得2023年进场条码费同比-86%。2024Q1春节背景下，企业终端费用及营销投入增大，短期销售费用率有所增加。

表 18: 休闲零食重点公司 2023Q1 至 2024Q1 毛利率

证券简称	毛利率					同比变动 (pct)				
	2023Q1	2024Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q1	2024Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
洽洽食品	28.52%	20.56%	26.80%	29.30%	30.43%	-2.34	-6.92	-5.52	-5.29	1.92
三只松鼠	28.27%	18.66%	24.35%	20.77%	27.40%	-1.29	-4.09	-2.16	-3.78	-0.87
良品铺子	29.16%	28.63%	27.74%	25.43%	26.43%	2.86	-0.60	-2.06	-0.43	-2.74
盐津铺子	34.57%	36.03%	32.94%	31.06%	32.10%	-4.02	-0.49	-1.58	-0.18	-2.47
甘源食品	36.35%	34.93%	37.55%	36.04%	35.39%	1.50	5.83	0.41	1.14	-0.95
有友食品	33.84%	31.72%	26.96%	24.77%	31.43%	7.52	0.73	-6.26	-9.51	-2.41
劲仔食品	25.98%	26.51%	26.80%	32.61%	30.02%	-0.58	-1.81	3.22	7.91	4.04
西麦食品	42.43%	43.24%	46.25%	45.66%	43.71%	-2.35	1.92	2.22	3.61	1.28
青岛食品	34.95%	33.03%	29.55%	23.89%	34.70%	5.18	-0.54	-5.27	-5.56	-0.25
黑芝麻	18.97%	19.18%	25.02%	29.72%	20.32%	1.28	1.07	5.75	6.04	1.35
桂发祥	44.52%	46.67%	48.19%	44.30%	45.59%	15.56	27.54	10.32	26.83	1.07
好想你	26.71%	19.80%	29.42%	25.51%	29.39%	-2.41	2.47	4.81	6.66	2.68
祖名股份	25.68%	25.20%	28.30%	29.29%	24.78%	1.77	-0.42	3.54	2.28	-0.90
来伊份	43.15%	41.57%	42.48%	41.45%	41.51%	-1.95	-1.74	-0.18	0.38	-1.64

资料来源: Wind, 国海证券研究所

表 19: 休闲零食重点公司 2023Q1 至 2024Q1 销售费用率

证券简称	销售费用率					同比变动 (pct)				
	2023Q1	2024Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q1	2024Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
洽洽食品	10.67%	8.52%	8.41%	8.95%	12.35%	1.44	-0.03	-1.34	-2.88	1.68
三只松鼠	15.18%	21.16%	19.29%	16.31%	16.26%	-6.92	-5.14	-1.41	-0.43	1.08
良品铺子	17.01%	20.49%	20.70%	20.63%	17.44%	-1.28	1.92	2.30	1.43	0.44
盐津铺子	13.77%	11.48%	11.84%	13.17%	13.00%	-6.29	-6.23	-2.84	0.41	-0.77
甘源食品	13.67%	11.82%	9.92%	11.09%	13.10%	-3.54	-4.21	-1.03	-1.94	-0.57
有友食品	9.39%	10.90%	13.80%	14.84%	11.76%	-1.32	3.27	4.55	5.61	2.37
劲仔食品	11.88%	10.47%	11.94%	8.98%	13.12%	-0.13	-0.77	3.02	-1.97	1.24
西麦食品	26.10%	28.51%	33.44%	36.34%	30.17%	-4.39	-3.53	5.88	7.27	4.07
青岛食品	3.08%	3.46%	4.16%	4.74%	3.31%	0.12	-0.14	0.89	0.33	0.23
黑芝麻	7.51%	8.27%	11.24%	8.78%	7.61%	-0.36	-2.04	1.26	-1.30	0.10
桂发祥	21.06%	25.38%	23.34%	36.67%	25.37%	-23.31	-35.54	-9.19	-23.44	4.31
好想你	19.77%	25.42%	25.45%	17.28%	21.85%	-1.05	4.21	1.44	-6.26	2.08
祖名股份	14.93%	15.00%	15.18%	15.21%	14.34%	-0.34	0.46	1.15	-2.10	-0.60
来伊份	24.86%	29.03%	31.95%	27.02%	25.40%	-1.94	4.32	0.47	-0.22	0.53

资料来源: Wind, 国海证券研究所

展望后续：渠道端，2024 年抖音和零食量贩渠道红利仍存，积极把握这些渠道的企业收入增长弹性依旧较高。品类端，零食品类众多，产品之间可替代性强，拥有持续扩品类和培育大单品能力的企业收入增长动力更强，未来天花板更高。盈利方面，目前有些高价的原材料成本回落，比如葵花籽等，有望增厚企业利润。我们推荐同时具有渠道和品类红利的公司如盐津铺子、三只松鼠、劲仔食品及甘源食品，推荐具有原材料红利的洽洽食品。

3.2、饮料及预调酒板块：关注渠道拓展顺利及新品增长势能强的企业

收入端：板块景气度较高，部分新品表现亮眼。2023 年及 2024 年一季度板块整体景气度较高，大部分企业收入保持正向增长，其中增速较高的企业特点：**1) 存在渠道拓展空间且进展顺利的企业**，如东鹏饮料持续推进其大单品特饮的全国化拓展，完善经销体系，开拓终端网点，其中 2023 年，公司经销商数量从 2779 家增加至 2981 家，实现地级市 100%覆盖，全国活跃终端网点由 300 余万家增长至 340 万家，同比约+13%。**2) 新品增长势能较足**，如香飘飘的冻柠茶和 Meco 果汁茶、东鹏饮料的电解质水、百润股份的强爽、欢乐家的椰汁等新品放量较快，拉动整体收入增长。新品呈现健康化特点，低糖、低卡、0 添加成为新品趋势。

表 20：饮料及预调酒重点公司 2023 年报及 2024 年 Q1 业绩(单位:亿元)

证券简称	2023 年				2023Q4				2024Q1				Q4+Q1 增速	
	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY	收入	利润
东鹏饮料	112.63	32%	20.40	42%	26.22	41%	3.84	40%	34.82	40%	6.64	34%	40%	36%
养元饮品	61.62	4%	14.67	0%	15.75	-9%	1.78	-62%	23.16	4%	8.79	20%	-2%	-12%
维维股份	40.36	-4%	2.09	120%	7.13	-19%	0.76	2511%	11.09	1%	1.27	251%	-8%	515%
百润股份	32.64	26%	8.09	55%	8.07	-15%	1.44	-33%	8.02	6%	1.69	-10%	-6%	-22%
承德露露	29.55	10%	6.38	6%	9.19	28%	1.95	7%	12.27	8%	2.46	3%	15%	5%
李子园	14.12	1%	2.37	7%	3.43	0%	0.48	-27%	3.34	-3%	0.57	-4%	-1%	-16%
香飘飘	36.25	16%	2.80	31%	16.47	3%	2.77	-4%	7.25	7%	0.25	331%	4%	2%
泉阳泉	11.22	-12%	-4.57	-900%	1.76	-48%	-4.95	-1590%	2.33	6%	-0.06	73%	-27%	-895%
欢乐家	19.23	20%	2.78	37%	6.17	16%	1.03	20%	5.51	7%	0.82	-4%	11%	8%

资料来源：Wind，国海证券研究所（注：Q4+Q1 为 2023Q4+2024Q1）

利润端：包材价格下行带来毛利优化，渠道拓展费率提升。毛利率，2023 年原材料成本 PET 价格持续下行，大部分企业毛利率实现改善。费用率有所分化，积极拓展渠道及推广新品的企业销售费用率有所提升，如香飘飘、东鹏饮料、百润股份、欢乐家等；持续聚焦已有大单品的企业费用投放趋于谨慎，更加注重投入产出比，比如养元饮品、承德露露等。

表 21: 饮料及预调酒重点公司 2023Q1 至 2024Q1 毛利率

证券简称	毛利率					同比变动 (pct)				
	2023Q1	2024Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q1	2024Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
东鹏饮料	43.53%	42.75%	41.51%	44.90%	42.77%	0.34	0.51	1.46	0.52	-0.76
养元饮品	46.94%	39.92%	45.65%	46.88%	47.17%	-1.31	-1.77	2.84	2.20	0.23
维维股份	16.14%	21.31%	19.39%	37.86%	16.60%	0.89	4.13	1.10	2.51	0.46
百润股份	65.45%	66.26%	68.84%	66.23%	68.32%	2.94	5.11	6.75	-0.73	2.86
承德露露	47.65%	37.33%	37.46%	37.71%	43.71%	0.83	-1.83	-3.20	-9.79	-3.94
李子园	36.61%	36.85%	35.71%	34.18%	38.19%	5.27	5.69	3.72	-1.31	1.57
香飘飘	31.01%	23.58%	38.53%	43.89%	33.64%	10.42	2.72	4.50	3.15	2.62
泉阳泉	43.07%	35.72%	26.29%	22.19%	27.80%	2.41	-7.48	-12.12	6.39	-15.27
欢乐家	36.87%	37.71%	38.61%	41.08%	38.70%	1.98	5.20	6.31	6.82	1.84

资料来源: Wind, 国海证券研究所

表 22: 饮料及预调酒重点公司 2023Q1 至 2024Q1 销售费用率

证券简称	销售费用率					同比变动 (pct)				
	2023Q1	2024Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q1	2024Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
东鹏饮料	15.69%	15.91%	17.53%	20.40%	17.11%	-1.16	-0.05	1.26	0.85	1.43
养元饮品	8.49%	16.66%	13.04%	13.45%	7.26%	-4.10	-8.15	-0.71	1.33	-1.23
维维股份	5.90%	7.11%	6.50%	4.16%	5.67%	0.92	1.39	-0.18	-1.14	-0.23
百润股份	20.64%	19.58%	20.32%	26.40%	29.41%	-4.94	1.66	-9.50	3.48	8.77
承德露露	17.98%	8.55%	5.56%	8.51%	15.98%	1.00	-5.13	-2.43	-3.49	-2.00
李子园	11.70%	7.79%	13.27%	14.94%	10.78%	-3.07	-4.01	0.82	4.18	-0.92
香飘飘	26.82%	37.26%	25.90%	17.36%	24.01%	-5.50	2.02	10.45	6.79	-2.81
泉阳泉	29.85%	5.68%	3.12%	23.90%	16.67%	11.86	-3.53	-13.27	24.22	-13.18
欢乐家	9.08%	13.93%	14.88%	12.46%	12.95%	-2.85	2.05	2.70	5.26	3.87

资料来源: Wind, 国海证券研究所

展望后续: 收入端, 具有渠道拓展逻辑和新品放量逻辑的企业预计会保持较为稳健的增长。成本端, 原材料成本预计波动较小, 新品持续放量有望迎来规模效应下制造成本的优化。费用投放上, 我们预计随着越来越多公司推进新品网点的覆盖, 网点陈列资源及冰柜资源竞争会有所加剧, 叠加新品推广所需的营销费用, 发展新品的公司费用投放预计会有所增加。我们推荐具备渠道逻辑或新品逻辑的企业百润股份、东鹏饮料、香飘飘等。

3.3、调味品及餐饮供应链: 春节错期, Q1 提速, 关注餐饮复苏

由于春节错期, 多数企业收入集中于 2024Q1, 报表呈现较大季度间波动。平滑春节影响后, 2023Q4+2024Q1 整体平稳增长, 其中基础调味品整体中低个位数增长; 复合调味品增速多落在 10%-20% 区间。餐饮供应链中, 2023Q4+2024Q1

安井食品/千味央厨/三全食品/立高食品/元祖股份/双汇发展收入增速分别为+4%/+17%/-13%/+11%/+2%/-17%。

表 23: 调味品公司 2023 年报及 2024 年 Q1 业绩(单位:亿元)

证券简称	2023 年				2023Q4				2024Q1				Q4+Q1	
	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY
莲花健康	21	24%	1.3	181%	4.9	29%	0.4	1438%	5.8	26%	0.5	135%	10.6	28%
仲景食品	9.9	13%	1.7	37%	2.6	14%	0.3	37%	2.7	23%	0.5	30%	5.3	19%
日辰股份	3.6	16%	0.6	11%	0.9	24%	0.2	55%	0.9	15%	0.1	21%	1.9	19%
天味食品	31.5	17%	4.6	34%	9.2	17%	1.4	40%	8.5	11%	1.8	37%	17.7	14%
宝立食品	23.7	16%	3	40%	6.1	9%	0.6	-3%	6.2	16%	0.6	-20%	12.3	12%
千禾味业	32.1	32%	5.3	54%	8.8	-1%	1.4	-8%	9	9%	1.56	7%	17.7	4%
佳隆股份	2.6	25%	-0.5	18%	0.6	42%	-0.2	69%	0.6	-20%	0.02	227%	1.1	3%
安琪酵母	135.8	6%	12.7	-4%	39.3	2%	3.6	-15%	34.8	3%	3.2	-9%	74.1	2%
海天味业	245.6	-4%	56.3	-9%	59.1	-9%	13	-15%	76.9	10%	19.2	12%	136	1%
涪陵榨菜	24.5	-4%	8.3	-8%	5	-1%	1.67	-17%	7.5	-2%	2.7	4%	12.5	-1%
中炬高新	51.4	-4%	17	387%	11.9	-14%	29.7	394%	14.9	9%	2.4	60%	26.7	-3%
安记食品	6.3	13%	0.3	125%	1.4	-7%	0.03	210%	1.4	-3%	0.1	-49%	2.8	-6%
恒顺醋业	21.1	-2%	0.9	-37%	4.7	2%	-0.5	-212%	4.6	-25%	0.6	-24%	9.3	-13%
加加食品	14.5	-14%	-1.9	-140%	2.4	-43%	-1.7	-149%	4.9	12%	0.1	-49%	7.2	-15%

资料来源: Wind, 国海证券研究所 (注: Q4+Q1 为 2023Q4+2024Q1)

表 24: 餐饮供应链各公司 2023 年报及 2024 年 Q1 业绩(单位:亿元)

证券简称	2023 年				2023Q4				2024Q1				Q4+Q1			
	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY		
预 制 速 冻	惠发食品	20	26%	0.1	106%	6.9	52%	0.4	186%	4.2	8%	-0.04	75%	11.1	32%	
	盖世食品	4.9	35%	0.4	8%	1.3	43%	0.1	51%	1.1	10%	0.1	251%	2.4	26%	
	双塔食品	24.6	3%	0.9	130%	8.7	63%	1	187%	4.4	-17%	0.4	169%	13	23%	
	广州酒家	49	19%	5.5	6%	10.3	33%	0.6	17%	10.1	10%	0.7	2%	20.4	20%	
	千味央厨	19	28%	1.3	32%	5.7	25%	0.4	24%	4.6	8%	0.4	14%	10.4	17%	
	海欣食品	17.2	6%	0.02	-96%	5.8	11%	-0.01	-115%	4.6	14%	0.1	-25%	10.4	12%	
	巴比食品	16.3	7%	2.1	-4%	4.4	5%	0.6	-33%	3.5	11%	0.4	-3%	8	7%	
	安井食品	140.5	15%	14.8	34%	37.7	-6%	3.6	-13%	37.6	18%	4.4	21%	75.3	4%	
	味知香	8	0%	1.4	-5%	1.8	-6%	0.3	-14%	1.7	-18%	0.2	-47%	3.5	-12%	
	克明食品	51.8	3%	-0.7	-142%	12.5	-13%	-0.8	-383%	13	-11%	0.5	40%	25.5	-12%	
	三全食品	70.6	-5%	7.5	-6%	16.4	-22%	2	-28%	22.5	-5%	2.3	-18%	38.9	-13%	
	国联水产	49.1	-4%	-5.3	-6919%	9.4	-20%	-3	-398%	10.4	-26%	0.04	-66%	19.8	-23%	
	立高食品	35	20%	0.7	-49%	9.2	7%	-0.9	-297%	9.2	15%	0.8	54%	18.3	11%	
	烘 焙	海融科技	9.6	10%	0.9	-4%	2.5	12%	0.2	58%	2.5	6%	0.4	53%	5	9%
		南侨食品	30.8	8%	2.3	45%	7.9	1%	1.1	286%	7.8	4%	0.8	97%	15.7	3%
元祖股份		26.6	3%	2.8	4%	5	9%	-0.3	-21%	4.2	-6%	-0.1	-5%	9.2	2%	
桃李面包		67.6	1%	5.7	-10%	16.9	2%	1.2	-24%	14	-5%	1.2	-17%	30.9	-1%	
肉 制 品	双汇发展	598.9	-4%	50.5	10%	137.5	-24%	7.3	-53%	143.1	-9%	12.7	-15%	280.6	-17%	
	金字火腿	3.1	-29%	0.4	-18%	0.8	-26%	0.1	455%	1.3	11%	0.2	13%	2.1	-6%	
	上海梅林	223.7	-10%	2.3	-55%	59.2	-12%	-0.9	-205%	56.7	-1%	1	-50%	115.9	-7%	
	华统股份	85.8	-9%	-6.1	-789%	24.1	-20%	-2.5	-682%	20	1%	-1.6	-50%	44.1	-12%	
	得利斯	30.9	1%	-0.3	-207%	7.8	-30%	-0.6	-232%	7.8	-1%	0.1	-39%	15.6	-18%	
龙大美食	133.2	-17%	-15.4	2141%	32.1	-31%	-8.9	-3511%	25.2	-27%	0.3	43%	57.4	-30%		

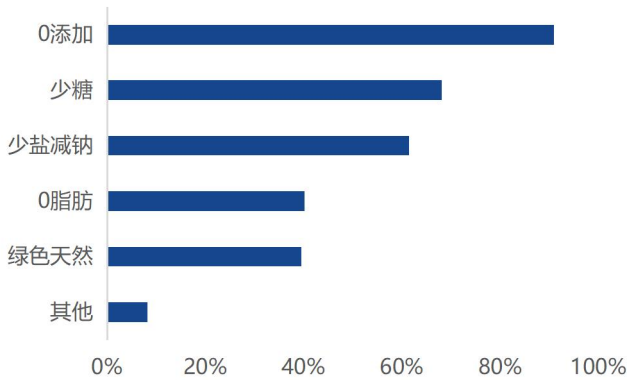
资料来源: Wind, 国海证券研究所 (注: Q4+Q1 为 2023Q4+2024Q1)

3.3.1、调味品及预制速冻: C 端仍有结构性机会, B 端关注竞争趋势

2023 年消费复苏偏弱, 但细分方向仍展现出结构性机会:

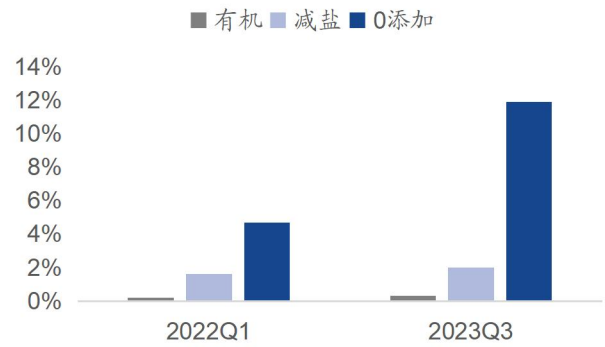
(1) 健康化引领产品升级。虽然消费整体趋于理性, 但疫后消费者及媒体越来越关注食品安全及饮食健康。部分公司的高端化产品仍在提升市场渗透率, 例如 2022Q4 以来千禾味业受零添加概念催化保持较高增长, 海天味业、中炬高新加大对“0 添加”、“减盐”、“有机”等产品的投入; 2023 年天味食品的零添加不辣汤和香肠腊肉调料实现较快增长; 安井食品的锁鲜装在较大基数下仍实现快速放量。我们认为健康化升级仍将继续, 尤其在基础调味品赛道逻辑坚实, 主要因基调使用频率高且品类本身需求价格弹性小, 消费者对健康化的强烈追求或进一步降低其价格敏感度。

图 16: 2023 年家庭端消费者对健康型调味品需求



资料来源:《中国调味品行业可持续发展白皮书》味动中国大数据研究中心&李锦记, 国海证券研究所

图 17: 2022Q1-2023Q3 健康化酱油市场份额变化



资料来源: 马上赢, 国海证券研究所

(2) 人口向低线城市回流, 区域特色重要性凸显。2022 年以来人口整体从一线城市向各省份回流, 大众品企业更加聚焦各区域消费市场, 如安井食品基于全国生产基地布局, 在过去销地产的基础上进一步升级为产地研、产地销, 2024 年致力于打造区域爆品; 天味食品加强具有地域针对性的复调产品开发; 千味央厨 2024 年将发力各区域连锁。当前低线城市吸引力提升, 人口回流仍在继续, 预计 2024 年区域性产品可为复调及速冻企业贡献更多增量。

(3) 餐饮消费向节日集中, 供应链竞争加剧, 关注后续费用投放。2023 年单月社零餐饮增速表现亮眼, 但 4 年复合增速较单月数据显著回落, 考虑到近年来的餐饮价格变动, 我们认为 2023 年餐饮实际表现弱于 2019 年, 据中国烹饪协会数据, 2023 年全国餐饮企业吊销、注销量为 142 万家, 同比+136%。餐饮弱复苏背景下大 B 依托多年沉淀的供应链优势展现出更高景气度, 据红餐产业研究院数据, 2023 年我国连锁化率加速提升至 21% (同比+2pct), 一方面, 大 B 高景气度对上游供应商贡献收入增量; 另一方面立高食品等企业加速切入大 B, 供应链整体竞争加剧。2024Q1 受益于年会、宴席、返乡、旅游的繁荣, 餐饮春节期间表现优于预期, 我们认为小 B 显著回暖, 但春节后明显转淡, 行业整体价盘或有下降。展望后续, 餐饮消费的节日集中趋势加强, 大 B 二季度起基数逐渐转高, 但区域连锁有望贡献部分收入弹性, 竞争加剧背景下供应链企业费用投放力度或有加强。

图 18: 以 2019 年数据为基数, 2023 年各月餐饮及限上餐饮 CAGR

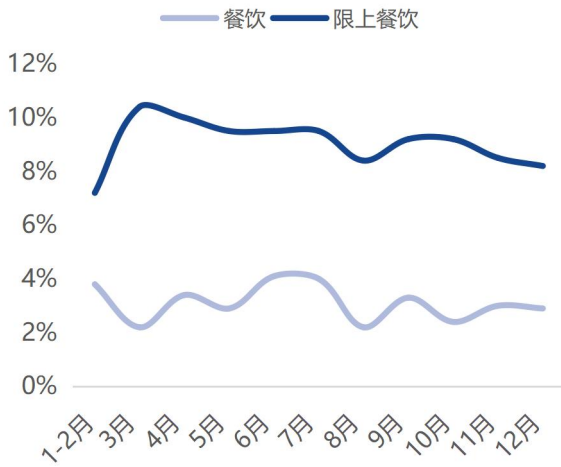
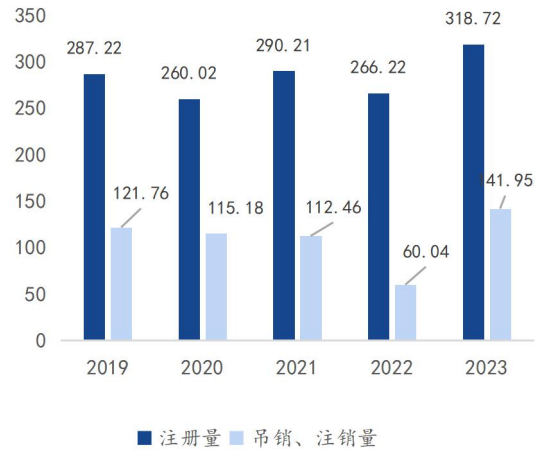


图 19: 2019-2023 年我国餐饮企业注册量及吊销、注销量 (万家)



资料来源: 国家统计局, 国海证券研究所

资料来源: 中国烹饪协会, 国海证券研究所

2023 年以来板块利润表现显著优于收入, 一方面油脂、大豆、肉类等主要原材料价格下行贡献较强毛利弹性; 另一方面部分企业仍具备高端化逻辑, 结构升级带来毛利改善。中炬高新 2024Q1 毛利率高增兼具成本改善及结构升级逻辑, 成本端大豆等原材料价格持续下行, 采购端亦有优化, 同时我们预计 30% 减盐等高端产品占比有所提升。天味食品毛利率持续改善, 主要系油脂等原材料价格下行, 高端产品占比提升及并购盈利能力较强的食萃。恒顺醋业 2024Q1 毛利率大幅提升, 我们认为主要系原材料成本下降及公司 2023 年主动缩减 sku 带来结构改善。仲景食品毛利率表现亮眼主要系成本下行及高端产品占比提升。我们认为后续健康化、区域性产品及客户有望在收入端贡献更多看点, 利润端由于行业竞争加剧, 供应链企业费用投放趋势值得关注。

表 25: 调味品各公司 2023 年报及 2024 年 Q1 毛利率以及销售费用率

证券简称	毛利率		同比变动(pct)		销售费用率		同比变动(pct)	
	2023Q4	2024Q1	2023Q4	2024Q1	2023Q4	2024Q1	2023Q4	2024Q1
海天味业	32.34%	37.31%	-1.71	0.38	4.90%	5.50%	-0.68	0.27
安琪酵母	23.02%	24.66%	-0.91	-0.74	4.98%	4.84%	0.12	-0.37
涪陵榨菜	50.65%	52.11%	3.35	-4.17	13.21%	12.21%	9.05	-5.63
中炬高新	33.14%	36.98%	1.49	5.57	10.66%	7.73%	0.73	-0.85
千禾味业	35.40%	35.96%	-4.36	-3.07	11.93%	11.82%	-0.53	0.12
天味食品	40.30%	44.05%	6.31	3.43	18.47%	17.02%	4.03	2.18
恒顺醋业	33.63%	41.38%	1.63	6.30	35.77%	17.02%	14.63	4.61
加加食品	13.33%	24.51%	-11.30	0.99	31.44%	14.07%	14.78	3.78
仲景食品	41.63%	44.50%	6.98	4.41	17.07%	16.78%	2.63	4.77
日辰股份	37.62%	38.28%	-0.46	-0.43	9.93%	8.11%	0.09	0.49
佳隆股份	2.27%	26.00%	-17.32	5.80	6.90%	1.17%	-3.18	0.25
莲花健康	18.42%	24.49%	1.44	8.74	5.31%	6.96%	1.56	1.67
安记食品	20.60%	15.80%	4.83	-2.01	7.27%	4.38%	1.04	-0.30

资料来源: Wind, 国海证券研究所

表 26: 预制速冻各公司 2023 年报及 2024 年 Q1 毛利率以及销售费用率

证券简称	毛利率		同比变动(pct)		销售费用率		同比变动(pct)	
	2023Q4	2024Q1	2023Q4	2024Q1	2023Q4	2024Q1	2023Q4	2024Q1
安井食品	26.34%	26.55%	2.57	1.85	8.00%	7.45%	0.94	0.09
千味央厨	25.46%	25.45%	0.46	1.49	4.91%	5.89%	0.22	0.81
国联水产	0.11%	16.23%	-18.03	5.88	8.55%	5.18%	-0.66	1.65
三全食品	22.76%	26.60%	-4.05	-1.68	9.78%	12.23%	3.04	-0.38
广州酒家	32.66%	29.81%	4.45	-2.58	13.54%	9.80%	-3.64	-0.36
巴比食品	26.98%	25.92%	-0.86	1.72	5.57%	5.01%	-1.25	-2.27
味知香	27.15%	25.00%	3.43	-1.21	5.73%	6.00%	1.29	1.6
海欣食品	20.73%	19.19%	-3.73	-1.58	10.80%	9.47%	-0.67	-0.42
盖世食品	17.61%	18.09%	-1.64	2.34	3.47%	3.86%	0.04	0.32
克明食品	12.92%	17.19%	-3.20	4.00	6.76%	5.45%	0.15	0.73
双塔食品	28.81%	23.39%	26.84	28.30	4.19%	3.26%	-0.90	0.81
惠发食品	19.90%	17.10%	6.69	3.02	5.00%	6.74%	-4.91	-1.35

资料来源: Wind, 国海证券研究所

3.3.2、烘焙: 渠道分化持续, 利润弹性释放

渠道分化持续, 饼店经营承压。2023 年烘焙渠道继续分流, 流通饼店整体下滑, 据红餐网数据, 2023 年 1-10 月全国烘焙门店关店 12.01 万家, 与新开店数基本持平, 全国烘焙总门店数增长率只有 1%。与餐饮大 B 的高景气不同, 头部饼店面临较大经营压力, 2019 年美团 TOP100 的烘焙品牌, 截至 2023 年, 其中 39 家已退出市场, 32 家缩减门店数量。从 2024Q1 来看, 饼店经营仍有压力, 烘焙向商超、餐饮、咖啡茶饮、零食量贩等多元渠道分流的趋势仍在继续, 且向上游传导使安琪酵母国内业务受到一定拖累。

冷冻烘焙玩家增多, 奶油有望贡献新看点。随着烘焙从饼店向商超及餐饮分流, 冷冻烘焙玩家呈增加趋势, 主要由老牌烘焙供应链企业, 如立高食品、南侨食品、恩喜村; 具备优秀 B 端基因的速冻企业, 如千味央厨; 以及长期服务大 B 并具备轻烹产品经营的宝立食品等三类玩家组成。我们认为烘焙供应链企业具备较强的产品创新及生产经验, 当前由于饼店承压、商超基数逐渐走高, 供应链企业对餐饮、咖啡茶饮等渠道的关注度提升。同时立高食品、南侨食品发力高端稀奶油、咖啡奶油等烘焙食品原料, 有望为收入端贡献新的看点。2024Q2 及之后逐渐进入节日礼赠旺季, 元祖股份中西糕点礼盒有望恢复增长。

2023 年以来油脂价格持续低位运行, 奶油占比较高的南侨食品、海融科技充分受益。立高食品 2023 年以来改革持续深化, 2024 年继续在原材料采购、运输、人员招聘等方面提质增效, 利润弹性有望逐步释放。

表 27: 烘焙各公司 2023 年报及 2024 年 Q1 毛利率以及销售费用率

证券简称	毛利率		同比变动(pct)		销售费用率		同比变动(pct)	
	2023Q4	2024Q1	2023Q4	2024Q1	2023Q4	2024Q1	2023Q4	2024Q1
立高食品	28.19%	32.59%	-4.26	0.56	17.27%	12.10%	5.99	0.20
桃李面包	21.24%	23.10%	-2.99	-0.83	8.39%	8.23%	0.05	-0.12
南侨食品	27.36%	27.00%	9.52	7.07	6.50%	7.69%	-0.33	0.37
海融科技	37.15%	38.04%	6.31	3.70	14.47%	13.57%	-0.86	0.18
元祖股份	63.28%	61.07%	4.71	2.70	56.49%	53.76%	2.12	2.77

资料来源: Wind, 国海证券研究所

3.3.3、肉制品: 猪价磨底致利润承压, 期待年内猪价反转

2022 年 10 月起猪价持续走低, 2023 年至 2024Q1 国内生猪价格及猪肉价格整体低位徘徊。受猪价影响, 板块内多数公司 2023 年利润增速大幅下滑, 主要系屠宰及养殖业务拖累, 但猪价下行同步带来肉制品、预制菜等业务原材料成本下降。展望全年, 一方面板块内公司继续发力向预制菜/肉制品加工转型, 提升产业附加值; 另一方面, 若年内猪价回暖, 有望提振板块整体利润端表现。

表 28: 肉制品重点公司 2023 年报及 2024 年 Q1 毛利率以及销售费用率

证券简称	毛利率		同比变动(pct)		销售费用率		同比变动(pct)	
	2023Q4	2024Q1	2023Q4	2024Q1	2023Q4	2024Q1	2023Q4	2024Q1
双汇发展	15.28%	19.60%	0.33	2.12	3.34%	3.39%	0.74	0.29
龙大美食	-7.84%	6.12%	-12.21	1.45	1.11%	1.38%	0.30	0.16
金字火腿	25.88%	28.98%	4.41	-1.14	12.14%	7.64%	0.86	0.16
华统股份	-2.02%	-0.02%	-11.74	-0.74	0.85%	1.19%	0.14	0.11
得利斯	-3.80%	10.39%	-6.75	-1.62	3.49%	3.55%	2.15	-0.13
上海梅林	7.45%	10.04%	-1.70	-1.95	3.37%	4.19%	-0.43	0.22

资料来源: Wind, 国海证券研究所

展望后续: 2023 年以来调味品及餐供需求逐渐分化, C 端增速回落, 餐饮大 B 景气度优于小 B。2024 年大 B 在高基数压力下增速预计趋缓; 由于餐饮消费更加集中于节日, 小 B 日常经营波动较大, 淡季或向上游传导, 影响供应链价盘。当前餐饮行业经营难度升级, 且需求庞大、分散, 一方面使餐饮供应链的重要性进一步凸显, 另一方面各环节走向专业化、标准化、精细化。2024 年收入方面 C 端部分产品仍有结构性机会, B 端关注宏观需求和餐饮行业的复苏进展; 利润方面关注各企业提质增效的各项措施以及行业竞争加剧背景下的费用投放趋势。同时, 当前复调及预制速冻格局仍较分散, 政策端有望加快推出行业标准, 加速大量生产不规范的中小企业出清, 具有较强生产管理能力及供应链优势的龙头企业有望受益。

调味品建议关注具有健康化新品的公司, 如千禾味业、海天味业、中炬高新、天味食品, 其中中炬高新引入新的管理团队后有望在组织架构、渠道、营销、供应链等方面全方位提升。**速冻预制**方面, 安井食品具备较强的渠道壁垒, 当前锁鲜

装市场地位较为稳固，2024 年烤肠及属地化产品有望成长为新的增长极；千味央厨调整费用政策发展小 B 端，同时拟回购 0.6-1 亿元，彰显发展信心。烘焙建议关注立高食品餐饮渠道开拓及奶油放量趋势，以及元祖股份在下半年进入礼赠旺季后中西糕点礼盒增长趋势。肉制品方面，若年内猪价反转，双汇发展及龙大美食利润弹性有望释放。

3.4、卤制品板块：门店提质为先，成本优化下盈利能力改善

收入端：同店销售表现承压，门店提质为先，拓店速度放缓。疫情结束后，大众消费更加追求理性，偏好高性价比的产品，休闲卤味整体价格较高，且消费场景与零食有所重叠，易受到低价零食的冲击，整体休闲卤味板块恢复较慢。佐餐卤味有偏餐的属性，与小餐饮形成直接竞争，而 2023 年餐饮业恢复显著，竞争加剧下，佐餐卤味收入承压。

门店运营更重质量，拓店节奏放缓。为提升单店质量，绝味食品通过提价弥补销量下滑的影响，2023 年鲜货类平均价格同比+10.92%，带动同店营收同比约+1%；周黑鸭通过拓展低价格带产品，提升客单数，2023 年客单价同比降低 1.73%，带动同店营收同比约+7%；紫燕食品作为佐餐卤味，与小餐饮形成直接竞争，同店营收同比-10%。从拓店节奏来看，2023 年绝味食品、周黑鸭、紫燕食品分别净开店 874/387/510 家，同比+5.80%/+11.29%/+8.96%，增速同比下滑 4.13pct/12.01pct/1.41pct，其中下半年拓店速度明显放缓，绝味食品、周黑鸭、紫燕食品上半年/下半年分别净开店 1086/-212、277/110、442/68 家，板块企业进入到门店结构调整阶段，优化低效门店，拓店速度放缓。一季度以来，板块整体收入下滑幅度明显，预计与 2023Q1 基数相对较高及门店结构调整有关。

表 29：卤制品重点公司 2023 年报及 2024 年 Q1 业绩(单位:亿元)

证券简称	2023 年				2023Q4				2024Q1				Q4+Q1 增速	
	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY	收入	利润
绝味食品	72.61	10%	3.44	48%	16.30	8%	-0.45	-446%	16.95	-7%	1.65	20%	0%	-21%
紫燕食品	35.50	-1%	3.32	49%	7.34	-15%	-0.10	-72%	6.95	-8%	0.54	21%	-12%	13%
煌上煌	19.21	-2%	0.71	129%	3.40	1%	-0.30	44%	4.58	-11%	0.33	-10%	-6%	113%
周黑鸭	27.44	17%	1.16	357%										

资料来源：Wind，国海证券研究所（注：Q4+Q1 为 2023Q4+2024Q1）

盈利端：成本改善带来毛利率优化，整体盈利能力实现修复。毛利率，2023 年整体原材料成本逐季改善，趋势延续至 2024Q1，其中以牛肉、猪肉为主要原材料的佐餐卤味 2023 年原材料等价格处于较低位置，毛利率改善幅度较大，以鸭副为主要原材料的休闲卤味连锁 2023 年上半年原材料成本仍承压，后续逐季改善，带动毛利率的逐步回升。费用率，休闲卤味费用投放更加谨慎，销售费用率

优化幅度较大；佐餐卤味紫燕食品由于新子品牌的拓展，整体费用率有所提升。
净利率，在毛利率提升和费用率优化下，盈利能力实现修复，净利率回升。

表 30：卤制品重点公司 2023Q1 至 2024Q1 毛利率

证券简称	毛利率					同比变动 (pct)				
	2023Q1	2024Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q1	2024Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
绝味食品	24.30%	22.34%	25.77%	26.90%	30.03%	-6.01	-3.34	2.19	4.41	5.73
紫燕食品	18.69%	22.99%	29.17%	15.82%	20.89%	2.33	5.40	11.07	4.71	2.20
煌上煌	29.10%	26.61%	31.30%	30.69%	35.60%	-2.87	-0.85	3.87	6.40	6.49
周黑鸭	52.50%		52.33%			-4.35		-0.84		

资料来源：Wind，国海证券研究所（注：周黑鸭为 2023H1 和 2023H2 的数据）

表 31：卤制品重点公司 2023Q1 至 2024Q1 销售费用率

证券简称	销售费用率					同比变动 (pct)				
	2023Q1	2024Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q1	2024Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
绝味食品	6.79%	7.39%	7.39%	8.31%	7.88%	-7.22	-2.30	0.85	-0.55	1.09
紫燕食品	4.54%	5.43%	5.45%	9.67%	5.22%	0.29	2.40	2.61	4.11	0.68
煌上煌	11.82%	10.74%	14.91%	27.19%	14.19%	-3.40	0.33	-1.92	-1.43	2.37
周黑鸭	33.51%		38.29%			-9.27		1.70		

资料来源：Wind，国海证券研究所（注：周黑鸭为 2023H1 和 2023H2 的数据）

展望后续：预计板块整体将持续聚焦单店质量的提升，优化门店结构，拓店节奏将放缓。目前原材料价格稳中有降，但费率有所提升。综合来看，预计全年利润弹性将大于收入弹性，并率先迎来修复。

3.5、乳制品板块：供需关系仍未出现好转，弱化成长性，重视股息率

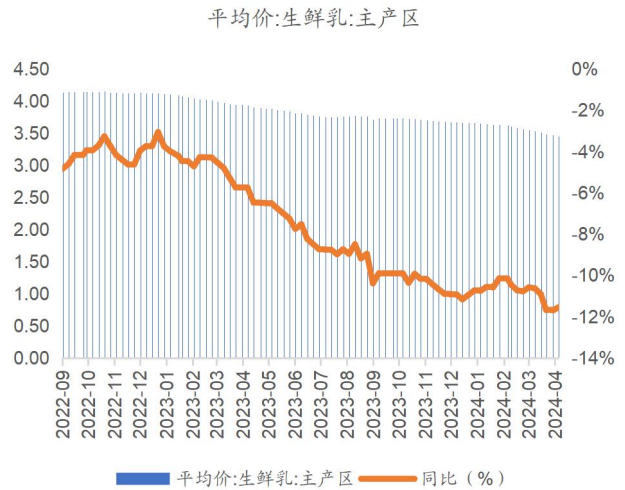
乳制品 2023 年供给过剩，消费承压，常温表现好于低温，小型渠道表现好于大型渠道，县级城市表现好于高线城市。根据国家统计局，2023 年我国牛奶产量增长 6.7% 至 4197 万吨，创历史新高。受消费环境影响，全年奶类消费下降约 1.6%，液态乳品的渗透率和均价均有所下降，养殖企业面临阶段性奶源过剩导致的价格下行。分品类看，根据凯度消费者指数中国城市家庭样组数据：1) 常温乳品：2023 年销售额同比-0.4%，整体相对稳定，购买频次和购买量的降低是主要影响原因；2) 低温乳品：2023 年销售额同比增长率为-6.1%，我们预计主要由于低温酸奶拖累；3) 成人奶粉：2023 年销售额同比增长 8.2%，主要系高端化驱动下的提速增长。分渠道来看，大型渠道对乳品的销售重要性有所减弱，2023 年大卖场和大超市的销售额同比增长率分别为-13.4%和-4.7%，小超市、自由批发市场、新零售、杂食店、便利店的销售额同比增长率分别为 12.8%、12.1%、3.3%、1.8%和 1.6%，小超市是常温乳品销售额占比最大的渠道，由于

常温乳品礼赠场景突出，整体销售受大环境影响相对较小。从城市级别来看，下线市场的消费潜力进一步释放，2023年液态乳品在县级市及县城销售额同比增长率最高，在省会城市、地级市和北上深成均有所下滑。

图 20: 2016-2023 年我国牛奶产量及增速



图 21: 我国主产区生鲜乳价格仍在持续下行



资料来源: 国家统计局, Wind, 国海证券研究所

资料来源: 农村农业部, Wind, 国海证券研究所

区域乳企内部分化，收入利润增速优于全国性乳企。从 2023 年收入表现来看，以新乳业、天润乳业为主的区域性乳企收入增速高于以伊利股份为代表的全国性乳企，一方面区域乳企收入基数相对较低，可凭借特色化产品和差异化渠道及打法取得好于行业平均的收入增速。不过值得注意的是，在行业承压的大背景下，区域乳企的收入增速相比于前两年也有所放缓，且 2024Q1 收入增速进一步放缓，同时内部也出现分化，例如以华东区域为主的光明乳业以及以华北区域为主的三元股份在行业竞争激烈的背景下，收入增速皆出现下滑。从利润表现来看，区域乳企的利润增速普遍好于全国性乳企，主要系在原奶价格下行的大背景下，全国性乳企和上游牧场的绑定程度更深，为了保证上游牧场一定的利润率水平，会以高于市场价进行收奶或者采取喷粉的方式维系行业的供需平衡，在奶价下行的背景下，反而利润端收益相比于区域性乳企更小。

表 32: 乳制品重点公司 2023 年报及 2024 年 Q1 业绩(单位:亿元)

证券简称	2023 年				2023Q4				2024Q1				Q4+Q1 增速	
	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY	收入	利润
伊利股份	1261.79	2%	104.29	11%	287.75	-2%	10.48	-23%	325.77	-3%	59.23	64%	-2%	40%
光明乳业	264.85	-6%	9.67	168%	58.21	-15%	6.45	7423%	64.17	-9%	1.72	-8%	-12%	357%
新乳业	109.87	10%	4.31	19%	27.93	11%	0.50	-3%	26.14	4%	0.90	47%	7%	24%
三元股份	78.41	-2%	2.43	565%	16.91	-1%	0.12	116%	20.41	-6%	0.73	75%	-4%	388%
妙可蓝多	40.49	-16%	0.63	-53%	9.74	-3%	0.30	458%	9.50	-7%	0.41	71%	-5%	344%
一鸣食品	26.43	9%	0.22	117%	6.90	10%	-0.13	80%	6.43	11%	0.10	126%	11%	95%
天润乳业	27.14	13%	1.42	-28%	6.31	13%	0.00	-101%	6.41	1%	0.05	-92%	7%	-96%
燕塘乳业	19.50	4%	1.80	82%	4.69	1%	0.37	143%	3.79	-12%	0.16	-43%	-5%	23%
熊猫乳品	9.47	6%	1.09	104%	2.38	-4%	0.27	102%	1.85	-14%	0.27	39%	-9%	65%

资料来源: Wind, 国海证券研究所 (注: Q4+Q1 为 2023Q4+2024Q1)

毛利率持续改善，销售费用率投入分化。由于原材料成本的下行，2023年至今各家乳企毛利率普遍得到改善，其中区域乳企改善幅度较大，一个是区域乳企跟上游牧场的绑定程度较浅，一个是部分区域乳企如燕塘乳业，产品以特色花式奶为主，以大包粉为主的原材料成本改善的幅度更大。费用端，2023年以伊利股份为主的全国性乳企积极控制销售费用，实现了费率的下行带动整体盈利能力的改善，在行业承压的背景下，龙头乳企积极承担社会责任，主动缩减销售费率防止恶性竞争，且伊利和蒙牛两家龙头明确提出净利率提升规划，主动优化头部竞争格局。以新乳业为主的区域乳企还处于全国化扩张的时期，叠加区域性子品牌较多，2023年品牌投入增加带动销售费用率提升，但整体毛销差依然呈现改善趋势。

表 33: 乳制品重点公司 2023Q1 至 2024Q1 毛利率

证券简称	毛利率 (%)					同比变动 (pct)				
	2023Q1	2024Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q1	2024Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
伊利股份	34.00%	32.73%	32.58%	31.74%	36.02%	-0.73	-0.07	1.56	0.32	2.02
光明乳业	19.96%	20.28%	15.52%	23.16%	19.64%	0.18	1.86	-1.41	3.71	-0.32
新乳业	27.06%	28.80%	26.43%	25.25%	29.38%	3.06	2.60	2.17	3.52	2.32
三元股份	24.09%	24.41%	21.69%	21.52%	23.81%	-2.41	-2.80	-2.72	-2.26	-0.29
妙可蓝多	32.69%	33.31%	25.64%	24.97%	33.09%	-6.13	-0.55	-4.67	-8.30	0.40
一鸣食品	29.33%	31.28%	29.80%	31.57%	30.60%	-1.47	2.37	-2.16	5.14	1.27
天润乳业	20.05%	20.97%	17.62%	17.58%	16.43%	2.84	2.11	0.01	-0.07	-3.62
燕塘乳业	25.41%	28.78%	27.58%	21.79%	24.31%	0.73	4.95	3.54	0.07	-1.10
熊猫乳品	20.86%	25.83%	23.33%	22.32%	28.86%	0.38	4.79	5.14	4.16	8.00

资料来源: Wind, 国海证券研究所

表 34: 乳制品重点公司 2023Q1 至 2024Q1 销售费用率

证券简称	销售费用率 (%)					同比变动 (pct)				
	2023Q1	2024Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q1	2024Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
伊利股份	17.07%	18.04%	17.88%	18.68%	18.45%	-1.08	-0.48	-0.88	-0.32	1.38
光明乳业	11.78%	12.55%	12.98%	10.56%	11.52%	-1.53	1.51	1.02	-2.37	-0.26
新乳业	15.49%	15.82%	13.97%	15.91%	17.08%	0.88	1.74	0.41	3.81	1.59
三元股份	18.41%	16.60%	15.91%	12.72%	17.03%	0.55	1.17	-3.99	1.58	-1.38
妙可蓝多	24.25%	27.02%	20.13%	21.12%	22.40%	-0.56	5.04	-4.36	-9.86	-1.85
一鸣食品	19.05%	23.49%	15.14%	23.77%	18.48%	-12.14	-5.18	-8.90	4.58	-0.57
天润乳业	5.57%	5.18%	5.68%	5.21%	5.72%	-0.64	0.13	-0.38	1.89	0.15
燕塘乳业	10.29%	9.35%	10.56%	10.86%	12.65%	-1.19	0.43	-0.73	-0.85	2.36
熊猫乳品	4.71%	5.29%	3.74%	4.01%	5.02%	-1.95	-1.50	-1.12	-2.49	0.32

资料来源: Wind, 国海证券研究所

弱化成长性，重视股息率。展望未来，当前原奶的供需关系仍未出现明显好转。根据国家统计局数据，2024年一季度我国牛奶产量增长 5.1%，但从各家乳企一季报的表现来看，传统元旦春节的消费旺季，液态奶的消费整体仍呈现较大压力，以伊利为首的全国性乳企 2024Q1 液态奶收入同比下滑 6.8%，虽有一定企业主

动调节销售节奏的影响,但从当前生鲜乳持续下跌的价格也能看出整体的液态奶消费需求仍未明显复苏。由于当前我国奶牛规模化养殖的比例明显提升,规模化牧场数量在过去几年增加明显,且牧场和下游大型乳企的绑定程度在加深,产能出清速度仍较为缓慢,本轮原奶周期的持续时间预计比此前周期持续的时间都要久,供需的错配导致行业的竞争格局短时间难以出现明显改善,因此我们认为在当前背景下,由于乳制品产品本身同质化程度相对较高,获得远超行业平均的收入增速难度在加大,龙头乳企仍能凭借自身长期积累的规模优势和行业话语权取得较为稳健的增长,通过费用率的优化提升盈利能力,且以伊利为首的龙头乳企重视分红,积极提升股东回报,从股息率的角度看,价值凸显。

4、重点推荐个股

整体来看白酒行业稳健向好趋势不变,次高端逻辑逐步兑现。中长期来看,白酒需求具备较强韧性,能够穿越周期;大众品淡季需求受宏观经济环境影响较大,呈现弱复苏态势,产品和渠道创新更加重要。建议寻找个股的边际变化,重点关注“三新”逻辑,即具备新产品、新渠道和新团队的公司。我们维持食品饮料行业“推荐”评级。

白酒: 推荐贵州茅台、山西汾酒、今世缘、泸州老窖、五粮液、古井贡酒、迎驾贡酒、金徽酒、口子窖等。

大众品: 推荐百润股份、劲仔食品、三只松鼠、香飘飘、盐津铺子、东鹏饮料、甘源食品、安井食品、千味央厨、伊利股份、安琪酵母等。

表 35: 重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2024/5/10 股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			投资 评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600519.SH	贵州茅台	1,739	59.49	68.71	79.39	29.23	25.31	21.90	买入
600809.SH	山西汾酒	270	8.56	10.72	13.12	31.58	25.22	20.60	买入
000858.SZ	五粮液	154	7.78	8.69	9.62	19.85	17.77	16.05	买入
000568.SZ	泸州老窖	187	9.00	11.19	13.45	20.77	16.71	13.90	买入
000596.SZ	古井贡酒	275	8.68	11.25	13.97	31.72	24.47	19.71	买入
603369.SH	今世缘	57	2.50	3.14	3.86	22.75	18.11	14.74	买入
603589.SH	口子窖	43	2.87	3.38	3.96	14.95	12.70	10.84	买入
603919.SH	金徽酒	22	0.65	0.81	0.98	33.97	27.26	22.53	增持
002304.SZ	洋河股份	97	6.65	7.10	7.71	14.52	13.60	12.52	买入
600197.SH	伊力特	21	0.72	0.94	1.12	29.22	22.38	18.79	买入
600132.SH	重庆啤酒	74	2.76	3.70	4.34	26.85	20.03	17.07	增持
600600.SH	青岛啤酒	87	3.13	3.70	4.23	27.64	23.38	20.45	买入
002568.SZ	百润股份	21	0.78	0.87	1.10	27.35	24.52	19.39	买入
603288.SH	海天味业	39	1.01	1.09	1.20	38.47	35.64	32.38	增持
600298.SH	安琪酵母	32	1.47	1.57	1.80	21.71	20.33	17.73	买入
600872.SH	中炬高新	29	2.20	0.97	1.20	13.35	30.28	24.48	增持
600887.SH	伊利股份	28	1.64	2.01	1.95	17.04	13.91	14.33	买入
600419.SH	天润乳业	10	0.44	0.74	0.95	22.27	13.24	10.32	买入
605499.SH	东鹏饮料	229	5.10	6.70	8.40	44.80	34.10	27.20	买入
603345.SH	安井食品	96	5.04	5.88	6.65	18.99	16.27	14.39	买入
002557.SZ	洽洽食品	37	1.58	2.02	2.34	23.65	18.50	15.97	增持
002991.SZ	甘源食品	85	3.58	4.32	5.34	23.63	19.58	15.84	买入
603886.SH	元祖股份	17	1.15	1.36	1.55	14.42	12.19	10.70	增持
001215.SZ	千味央厨	38	1.58	1.52	1.89	23.94	24.88	20.01	买入
002847.SZ	盐津铺子	75	2.64	3.38	4.18	28.37	22.16	17.92	买入
002946.SZ	新乳业	11	0.50	0.62	0.76	22.00	17.74	14.47	增持
003000.SZ	劲仔食品	14	0.48	0.70	0.90	30.00	20.57	16.00	买入
300783.SZ	三只松鼠	26	0.55	0.89	1.26	47.64	29.44	20.79	买入
603711.SH	香飘飘	18	0.68	0.87	1.12	27.12	21.20	16.46	增持
603317.SH	天味食品	14	0.43	0.52	0.59	33.58	27.77	24.47	增持

资料来源: Wind, 国海证券研究所

5、风险提示

1) 餐饮渠道恢复低于预期: 2024 年大 B 端面临高基数及竞争加剧风险, 小 B 在大 B 挤压的背景下, 复苏进度仍需观察;

2) 宏观经济波动导致消费升级速度受阻: 消费既是拉动经济增长的重要动能, 又是经济增长的结果。消费规模和质量受到居民收入和收入预期的影响, 宏观经济波动或影响居民收入、收入预期及储蓄意愿, 从而影响消费。

3) 行业政策变化导致竞争加剧: 行业较多子版块如白酒、啤酒、速冻食品、乳制品等与消费场景关联较大, 行业政策变化或带来消费场景变化, 从而影响行业格局。

4) 原材料价格大幅上涨对企业利润端造成影响: 食品饮料企业原材料多涉及农副产品、包材等多个项目, 若原材料价格剧烈波动, 将通过成本对企业利润端造成影响。

5) 重点关注公司业绩或不及预期: 企业经营受到宏观环境、行业政策、竞争格局、消费偏好、企业经营战略等多方面影响, 业绩具有不确定性。

6) 食品安全事件: 人民日益增长的美好生活需要对加强食品安全提出了更高要求, 食品安全事件往往通过舆论对企业经营造成较大影响。

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。