

# 食品饮料行业 2023 年及 2024 年一季度业绩总结

## 白酒报表展现韧性，大众品成本红利逐步释放

超配

### 核心观点

**食品饮料板块：2023 年和 2024 年第一季度利润增速好于收入，白酒表现稳健。**2023 年以来食品饮料板块股价跑输沪深 300 指数，软饮料板块表现较优。2023 年食品饮料板块收入 10342 亿元，同比增加 8.1%，归母净利润 2059 亿元，同比增长 17.7%。2023Q4 以来食品饮料板块收入及业绩环比改善，利润表现优于收入。

**白酒：报表端展现板块韧性，一季度业绩兑现双位数增长。**2023 年白酒板块收入增长稳健、利润率有所提升，2024Q1 实现稳健开局。消费场景逐步修复，白酒板块整体兑现双位数收入增速，内部分化趋势延续。整体现金收现同比去年改善，茅台、老窖、汾酒合同负债余额蓄力较足。结构升级推动毛利率上行，费用投放效率提升，净利率整体稳中有升。

**大众品：营收端表现分化，成本红利逐步释放。**2023Q4 需求普遍承压，受益于成本下行、效率改善利润相对表现更优。2023 年初消费同比修复明显，但是由于 2023 年消费环境恢复较为平淡，进入下半年后大众品整体终端需求转弱，细分板块不同场景表现分化。1) 啤酒：结构升级韧性凸显，2024Q1 成本下行利好兑现；2) 休闲零食：2024Q1 零食动销旺盛，成本下行、规模效益促进利润弹性释放；3) 速冻食品：渠道表现分化，龙头经营强韧；4) 卤制品：单店经营承压，盈利能力修复；5) 调味品：复调品类表现更优，板块盈利能力改善；6) 乳制品：收入端整体承压，成本改善贡献利润增长；7) 饮料：龙头增长势能强劲，2024Q1 板块收入增速环比提升。

**投资建议：1) 白酒：基本面韧性较强，顺周期受益品种，重点关注高端白酒及区域龙头。**我们看好白酒板块作为顺周期受益品种，持续推荐五粮液、山西汾酒、贵州茅台、泸州老窖、迎驾贡酒、古井贡酒、今世缘等。2) 大众品龙头经营韧性有望维持，后续需求进一步改善可期。2023 年大众品营收增长稳健，利润端受益于成本回落表现更佳，经营韧性有望持续。啤酒推荐青岛啤酒、燕京啤酒、华润啤酒；休闲食品推荐甘源食品；速冻食品持续推荐安井食品、千味央厨；调味品关注天味食品、中炬高新。

**风险提示：需求恢复不及预期，竞争加剧，成本上涨超预期，食品安全问题。**

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,739.0	2,184,503	69.88	81.12	24.9	21.4
600809.SH	山西汾酒	买入	270.3	329,781	10.78	13.21	25.1	20.5
000568.SZ	泸州老窖	买入	186.9	275,173	10.97	13.20	17.0	14.2
000858.SZ	五粮液	买入	154.4	599,437	8.75	9.80	17.7	15.8
603345.SH	安井食品	买入	95.7	28,065	5.87	6.89	16.3	13.9
600600.SH	青岛啤酒	买入	86.5	118,003	3.70	4.23	23.4	20.4
002991.SZ	甘源食品	买入	84.6	7,886	4.38	5.46	19.3	15.5
001215.SZ	千味央厨	买入	37.8	3,754	1.72	2.13	22.0	17.8
603317.SH	天味食品	买入	14.4	15,384	0.52	0.63	27.6	23.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究 · 行业专题

#### 食品饮料

#### 超配 · 维持评级

证券分析师：张向伟 证券分析师：李文华  
021-60375461

zhangxiangwei@guosen.com.cn liwenhua2@guosen.com.cn  
S0980523090001 S0980523070002

证券分析师：杨苑 联系人：张未艾  
021-61761031

yangyuan4@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn  
S0980523090003

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《食品饮料周报（24 年第 18 周）-五一消费持续回温，食品饮料行业顺利实现开门红》——2024-05-12
- 《食品饮料行业 5 月月度策略：一季报兑现稳健增长，多重利好下市场信心修复》——2024-05-12
- 《食品饮料行业 2024 年一季度基金持仓分析-食品饮料行业基金重仓占比小幅下滑，非茅白酒获得加配》——2024-04-24
- 《食品饮料周报（24 年第 15 周）-白酒分红比率或存上修空间，建议关注一季报高增长标的》——2024-04-22
- 《食品饮料周报（24 年第 14 周）-茅台批价企稳，建议关注季报行情》——2024-04-17

## 内容目录

<b>1 食品饮料板块：股价跑输大盘，利润增速好于收入</b>	<b>5</b>
1.1 板块股价表现：2023 年以来跑输大盘，软饮料领跑	5
1.2 板块业绩表现：利润增速好于收入，白酒表现稳健	6
<b>2 白酒：报表端展现板块韧性，一季度业绩兑现双位数增长</b>	<b>7</b>
2.1 业绩回顾：2023 年增长稳健，2024Q1 开局良好	8
2.2 营业收入：消费场景逐步修复，白酒板块整体兑现双位数收入增速，内部分化趋势延续	9
2.3 预收及现金流：整体现金收现同比去年改善，茅台、老窖、汾酒合同负债余额蓄力较足	11
2.4 盈利能力及费用：结构升级推动毛利率上行，费用投放效率提升，净利率整体稳中有升	13
<b>3 大众品：营收端表现分化，成本红利逐步释放</b>	<b>18</b>
3.1 啤酒：结构升级韧性凸显，2024Q1 成本下行利好兑现	19
3.2 休闲零食：2024Q1 零食动销旺盛，成本下行、规模效益促进利润弹性释放	21
3.3 速冻食品：渠道表现分化，龙头经营强韧	23
3.4 卤制品：单店经营承压，盈利能力修复	25
3.5 调味品：复调品类表现更优，板块盈利能力改善	26
3.6 乳制品：收入端整体承压，成本改善贡献利润增长	28
3.7 饮料：龙头增长势能强劲，2024Q1 板块收入增速环比提升	30
<b>4 投资建议</b>	<b>31</b>
<b>风险提示</b>	<b>34</b>

## 图表目录

图 1: 2023 以来食品饮料板块涨跌幅排名 (2023 年 1 月 1 日至 2024 年 5 月 10 日)	5
图 2: 2023 以来食品饮料细分板块涨跌幅排名 (2023 年 1 月 1 日至 2024 年 5 月 10 日)	5
图 3: 食品饮料板块 2023Q4 收入增速排名	6
图 4: 食品饮料板块 2023Q4 利润增速排名	6
图 5: 食品饮料板块 2024Q1 收入增速排名	6
图 6: 食品饮料板块 2024Q1 利润增速排名	6
图 7: 食品饮料板块 2020Q1-2024Q1 收入及增速	6
图 8: 食品饮料板块 2020Q1-2024Q1 利润及增速	6
图 9: 2017Q1 至今白酒板块收入及净利润增速	8
图 10: 2017Q1 至今白酒板块现金回款及增速	8
图 11: 2021-2024Q1 高端白酒单季度收入增速	10
图 12: 2021-2024Q1 次高端白酒单季度收入增速	10
图 13: 2021-2024Q1 区域白酒单季度收入增速	11
图 14: 2021-2024Q1 区域白酒单季度收入增速	11
图 15: 2021-2024Q1 高端酒单季度归母净利润增速	16
图 16: 2021-2024Q1 次高端酒单季度归母净利润增速	16
图 17: 2021-2024Q1 区域白酒单季度归母净利润增速	18
图 18: 2021-2024Q1 区域白酒单季度归母净利润增速	18
图 19: 2019 年至 2024 年 3 月社零 yoy 变化	19
图 20: 2019 年至 2024 年 3 月餐饮收入 yoy 变化	19
图 21: 啤酒板块收入及 yoy (2019Q3-2024Q1)	20
图 22: 啤酒板块净利润及 yoy (2019Q3-2024Q1)	20
图 23: 啤酒板块毛利率、净利率 (2019Q3-2024Q1)	21
图 24: 啤酒板块期间费用率 (2019Q3-2024Q1)	21
图 25: 休闲零食板块收入及 yoy (2019Q3-2024Q1)	22
图 26: 休闲零食板块净利润及 yoy (2019Q3-2024Q1)	22
图 27: 休闲零食板块毛利率、净利率 (2019Q3-2024Q1)	22
图 28: 休闲零食板块期间费用率 (2019Q3-2024Q1)	22
图 29: 速冻食品板块收入及 yoy (2021Q3-2024Q1)	24
图 30: 速冻食品板块净利润及 yoy (2021Q3-2024Q1)	24
图 31: 速冻食品板块毛利率、净利率 (2021Q3-2024Q1)	24
图 32: 速冻食品板块期间费用率 (2021Q3-2024Q1)	24
图 33: 卤制品板块收入及 yoy (2021Q3-2024Q1)	25
图 34: 卤制品板块净利润及 yoy (2021Q3-2024Q1)	25
图 35: 卤制品板块毛利率、净利率 (2021Q3-2024Q1)	25
图 36: 卤制品板块期间费用率 (2021Q3-2024Q1)	25
图 37: 调味品板块收入及 yoy (2021Q1-2024Q1)	27

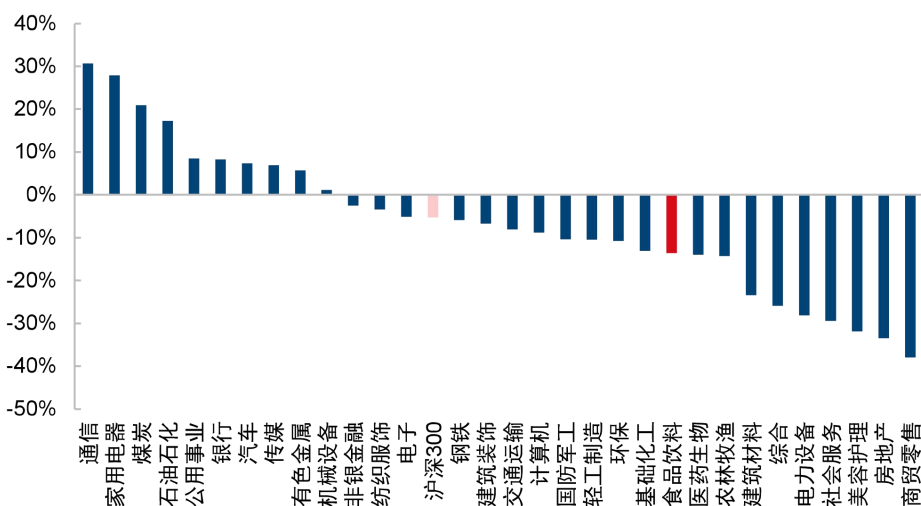
图 38: 调味品板块净利润及 yoy (2021Q1-2024Q1)	27
图 39: 调味品板块毛利率、净利率 (2021Q1-2024Q1)	27
图 40: 调味品板块期间费用率 (2021Q1-2024Q1)	27
图 41: 乳制品板块收入及 yoy (2021Q1-2024Q1)	28
图 42: 乳制品板块净利润及 yoy (2021Q1-2024Q1)	28
图 43: 乳制品板块毛利率、净利率 (2021Q1-2024Q1)	29
图 44: 乳制品板块期间费率 (2021Q1-2024Q1)	29
图 45: 饮料板块收入及 yoy (2019Q3-2024Q1)	30
图 46: 饮料板块净利润及 yoy (2019Q3-2024Q1)	30
图 47: 饮料板块毛利率、净利率 (2019Q3-2024Q1)	30
图 48: 饮料板块期间费用率 (2019Q3-2024Q1)	30
图 49: 2019 年至今白酒板块与上证综指 PE (TTM) 变化	32
图 50: 2019 年至今白酒板块相对上证综指/PE (TTM) 倍数变化	32
图 51: 2019 年至今大众品板块与上证综指 PE (TTM) 变化	32
图 52: 2019 年至今大众品板块相对上证综指 PE (TTM) 倍数变化	32
表 1: 食饮各细分板块 2021 年至 2024Q1 收入增速 (单位: 十亿元)	7
表 2: 食饮各细分板块 2021 年至 2024Q1 利润增速 (单位: 十亿元)	7
表 3: 2023 年及 2023Q4 白酒上市公司收入、利润及同比增速	8
表 4: 2024Q1 白酒上市公司收入、利润及同比增速	8
表 5: 2023Q1-2024Q1 白酒上市公司合同负债情况 (单位: 亿元)	11
表 6: 2023Q1-2024Q1 白酒上市公司单季度销售收现情况 (单位: 亿元)	12
表 7: 2023Q1-2024Q1 白酒上市公司单季度经营性现金流量净额情况 (单位: 亿元)	13
表 8: 2023、2023Q4 及 2024Q1 白酒上市公司分季度毛利率情况	13
表 9: 2023 年及 2023Q4 白酒上市公司税金及附加率、销售费用率、管理费用率及归母净利率	14
表 10: 2024Q1 白酒上市公司税金及附加率、销售费用率、管理费用率及归母净利率	15
表 11: 2022-2024E 白酒上市公司目标完成情况	18
表 12: 啤酒板块公司量价拆分 (2023 年、2023Q4 及 2024Q1; 销量单位为万千升, 吨价单位为元/千升)	21
表 13: 啤酒板块公司财务指标 (2023 年、2023Q4 及 2024Q1, 收入与利润单位为亿元)	21
表 14: 休闲零食公司收入与归母净利润 (2023 年、2023Q4 及 2024Q1, 收入与利润单位为亿元)	22
表 15: 休闲零食公司毛利率与净利率 (2023 年、2023Q4 及 2024Q1)	23
表 16: 速冻食品公司收入与归母净利润 (2023 年、2023Q4 及 2024Q1, 收入与利润单位为亿元)	24
表 17: 卤制品公司收入与归母净利润 (2023 年、2023Q4 及 2024Q1)	26
表 18: 卤制品公司毛利率与净利率 (2023 年、2023Q4 及 2024Q1)	26
表 19: 卤制品板块各公司门店数	26
表 20: 调味品公司收入与归母净利润 (2023 年、2023Q4 及 2024Q1, 收入与利润单位为亿元)	27
表 21: 乳制品公司收入与归母净利润 (2023 年、2023Q4 及 2024Q1, 收入与利润单位为亿元)	29
表 22: 饮料板块公司收入与归母净利润 (2023 年、2023Q4 及 2024Q1, 收入与利润单位为亿元)	31
表 23: 饮料板块公司毛利率与净利率 (2023 年、2023Q4 及 2024Q1)	31

# 1 食品饮料板块：股价跑输大盘，利润增速好于收入

## 1.1 板块股价表现：2023 年以来跑输大盘，软饮料领跑

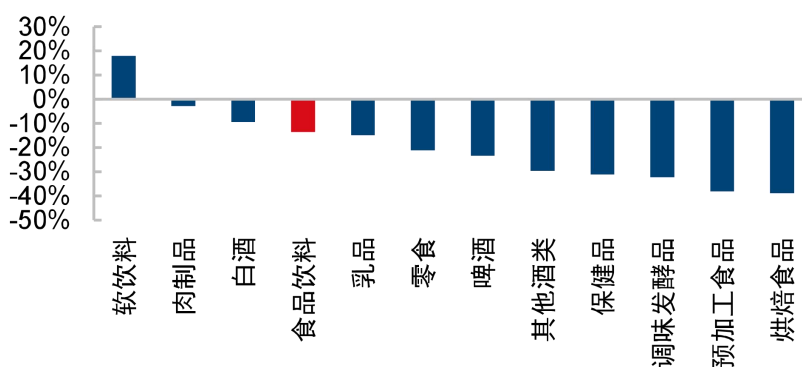
2023 年以来食品饮料板块股价跑输沪深 300 指数 8.26pcts，软饮料板块表现较优。2023 年 1 月 1 日至 2024 年 5 月 10 日 A 股食品饮料板块股价跌幅为 13.56%，跑输沪深 300 指数 8.26pcts。分板块看，2024 年第一季度（以下简称 2024Q1）软饮料/肉制品/白酒板块表现优于食品饮料行业整体，涨幅分别为 17.89%/-2.83%/-9.33%，乳品/零食/啤酒/其他酒类/保健品/调味发酵品/预加工食品/烘焙食品涨幅表现弱于食品饮料行业整体。

图1：2023 以来食饮板块涨跌幅排名（2023 年 1 月 1 日至 2024 年 5 月 10 日）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：2023 以来食饮细分板块涨跌幅排名（2023 年 1 月 1 日至 2024 年 5 月 10 日）



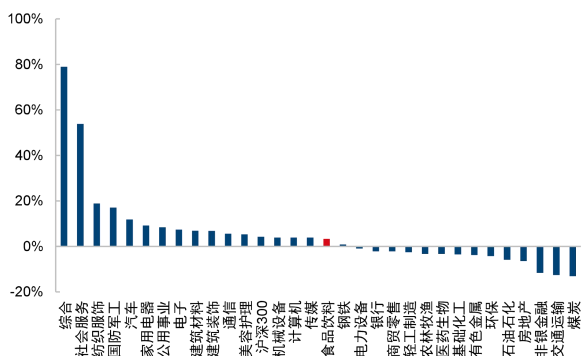
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



## 1.2 板块业绩表现：利润增速好于收入，白酒表现稳健

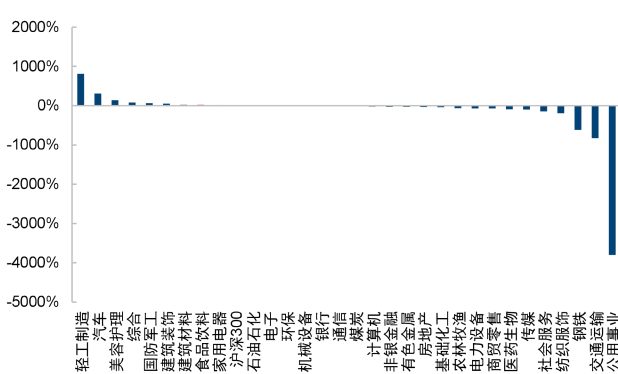
2023Q4 以来食品饮料板块业绩增速好于收入，细分子行业利润增速分化较大，白酒表现稳健。2023 年食品饮料板块收入 10342 亿元，同比增加 8.1%，归母净利润 2059 亿元，同比增长 17.7%。2023Q4 以来食品饮料板块收入环比改善，利润表现优于收入，2023Q4/2024Q1 板块收入同比增长 3.3%/7.0%，净利润同比增长 24.5%/16.0%。子板块经营有所分化：1)白酒板块表现稳健，2023Q4/2024Q1 板块收入同比增长 14.9%/14.7%，净利润同比增长 18.7%/15.7%。2) 2023Q4/2024Q1 大众品板块收入同比增速相对较快的子板块包括软饮料、零食，同比增速分别为 7.5%/14.4%、1.0%/27.9%；啤酒、肉制品、乳制品等板块相对承压。3) 2023Q4/2024Q1 大众品板块归母净利润同比增速较快的子板块包括啤酒、乳品、零食，增速分别为 24.5%/16.3%、52.2%/54.8%/65.9%/22.0%。

图3：食品饮料板块 2023Q4 收入增速排名



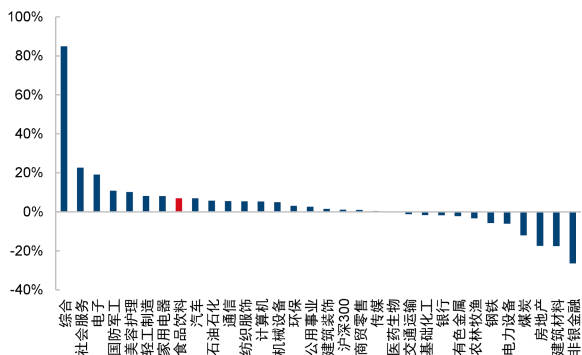
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：食品饮料板块 2023Q4 利润增速排名



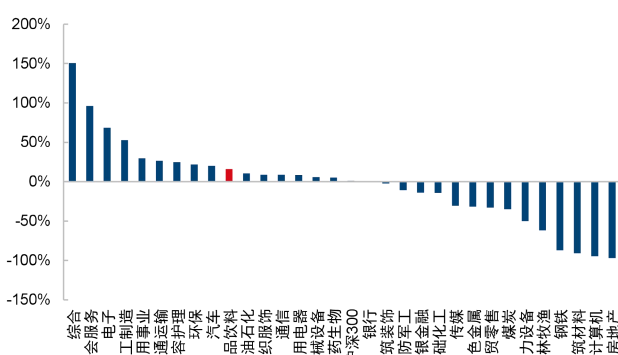
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：食品饮料板块 2024Q1 收入增速排名

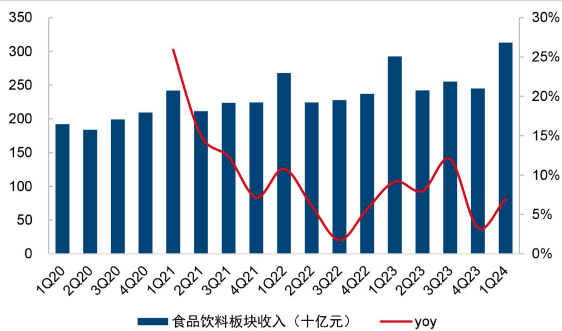


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

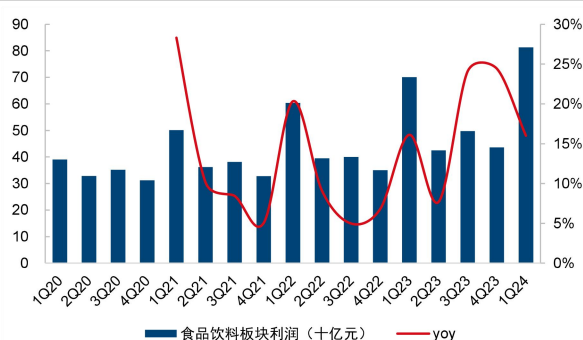
图6：食品饮料板块 2024Q1 利润增速排名



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表1: 食饮各细分板块 2021 年至 2024Q1 收入增速 (单位: 十亿元)

子板块	2021		2022		2023		2023Q4		2024Q1	
	收入	yoy	收入	yoy	收入	yoy	收入	yoy	收入	yoy
食品饮料	901	14.9%	957	6.2%	1,034	8.1%	245	3.3%	313	7.0%
白酒	309	18.2%	356	15.4%	412	15.6%	101	14.9%	151	14.7%
啤酒	61	10.6%	65	7.3%	70	6.2%	8	-3.4%	19	-0.8%
其他酒类	12	11.0%	11	-9.5%	12	11.1%	4	14.0%	3	-2.4%
肉制品	122	-11.1%	117	-4.2%	111	-5.3%	27	-20.4%	26	-6.7%
软饮料	29	77.9%	29	-0.4%	32	13.1%	9	7.5%	10	14.4%
乳品	181	18.3%	197	8.8%	200	1.7%	47	-0.4%	50	-3.9%
调味发酵品	78	92.2%	61	-21.3%	63	2.2%	16	-3.7%	18	7.3%
烘焙食品	25		21	-13.5%	23	10.6%	6	10.4%	5	6.8%
预加工食品	25		32	26.8%	40	26.0%	10	11.5%	10	2.5%
零食	36		39	7.7%	39	0.2%	12	1.0%	13	27.9%
保健品	14		15	9.8%	18	19.9%	4	-1.0%	5	-5.2%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表2: 食饮各细分板块 2021 年至 2024Q1 利润增速 (单位: 十亿元)

子板块	2021		2022		2023		2023Q4		2024Q1	
	净利润	yoy	净利润	yoy	净利润	yoy	净利润	yoy	净利润	yoy
食品饮料	157.3	13.7%	174.9	11.2%	205.9	17.7%	43.6	24.5%	81.3	16.0%
白酒	108.4	17.6%	130.5	20.4%	155.1	18.9%	36.2	18.7%	62.0	15.7%
啤酒	5.2		5.9	12.7%	6.8	16.9%	-1.0	24.5%	2.3	16.3%
其他酒类	1.1	5.8%	0.2	-81.5%	1.7	731.2%	0.3	-144.1%	0.5	-30.0%
肉制品	4.4	-45.4%	6.4	44.6%	3.4	-47.3%	-0.5	-129.5%	1.3	-21.4%
软饮料	4.9	68.7%	4.3	-11.6%	4.7	9.0%	0.8	-42.5%	2.1	26.9%
乳品	10.6	51.0%	10.5	-0.7%	13.0	23.7%	1.7	52.2%	6.4	54.8%
调味发酵品	12.6	42.8%	9.0	-28.5%	11.0	21.5%	5.0	264.0%	3.3	10.9%
烘焙食品	2.4		1.9	-22.4%	2.0	5.8%	0.2	-20.9%	0.4	11.5%
预加工食品	1.8		2.6	43.5%	2.8	10.1%	0.5	-28.4%	0.7	4.0%
零食	2.3		2.0	-16.0%	2.4	23.6%	0.7	65.9%	1.1	22.0%
保健品	2.5		1.3	-49.8%	2.3	78.6%	-0.2	-79.5%	0.9	-25.4%

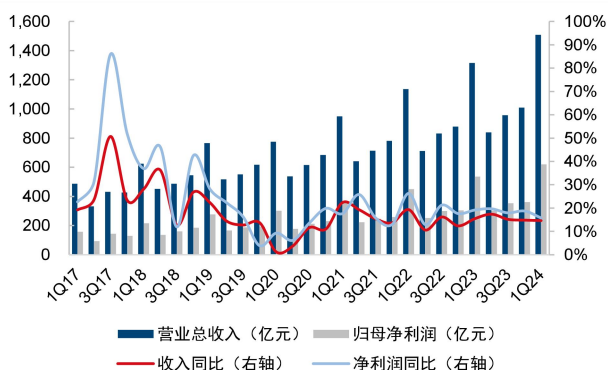
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 2 白酒: 报表端展现板块韧性, 一季度业绩兑现双位数增长

## 2.1 业绩回顾：2023 年增长稳健，2024Q1 开局良好

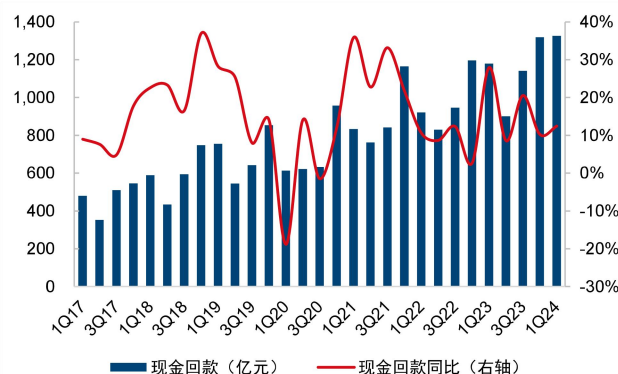
2023 年白酒板块收入增长稳健、利润率有所提升，2024Q1 实现稳健开局。2023 年白酒板块营业总收入 4121.1 亿元，同比增长 15.8%；归母净利润 1551.5 亿元，同比增长 18.9%。2023Q4 白酒板块营业总收入 1009.5 亿元，同比增长 14.9%；归母净利润 361.7 亿元，同比增长 18.7%。2024Q1 白酒板块营业总收入 1508.7 亿元，同比增长 14.7%；归母净利润 619.9 亿元，同比增长 15.7%；净利率 41.1%，同比提升 0.4pct。2023Q4+2024Q1 合计现金回款同比增长 11.4%，增速低于收入端主因旺季为抢占市场份额，部分酒企放松票据政策。

图9：2017Q1 至今白酒板块收入及净利润增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：2017Q1 至今白酒板块现金回款及增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表3：2023 年及 2023Q4 白酒上市公司收入、利润及同比增速

	证券代码	证券简称	2023				2023Q4					
			营业总收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy	营业总收入 (亿元)	yoy	收入+Δ预收 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy
全国化 高端	600519.SH	贵州茅台	1,505.60	18.0%	747.34	19.2%	452.44	19.8%	479.76	15.9%	218.58	19.3%
	000858.SZ	五粮液	832.72	12.6%	302.11	13.2%	207.36	14.0%	236.51	-14.3%	73.78	10.1%
	000568.SZ	泸州老窖	302.33	20.3%	132.46	27.8%	82.91	9.1%	80.02	-3.2%	26.80	24.8%
全国化 次高端	600809.SH	山西汾酒	319.28	21.8%	104.38	28.9%	51.84	27.4%	70.41	12.6%	10.07	2.0%
	600779.SH	水井坊	49.53	6.0%	12.69	4.4%	13.65	51.3%	14.63	53.4%	2.46	53.2%
	600702.SH	舍得酒业	70.81	16.9%	17.71	5.1%	18.36	27.6%	17.86	29.9%	4.76	-1.9%
	000799.SZ	酒鬼酒	28.30	-30.1%	5.48	-47.8%	6.87	21.7%	7.21	10.4%	0.69	-10.1%
区域酒企	002304.SZ	洋河股份	331.26	10.0%	100.16	6.8%	28.43	-21.5%	84.32	-8.3%	-1.88	-161.3%
	000596.SZ	古井贡酒	202.54	21.2%	45.89	46.0%	43.01	8.9%	23.87	135.8%	7.77	49.2%
	603369.SH	今世缘	101.00	28.0%	31.36	25.3%	17.35	26.7%	28.25	38.6%	5.00	18.8%
	603198.SH	迎驾贡酒	67.20	22.1%	22.88	34.2%	19.16	18.8%	21.43	15.5%	6.33	26.0%
	603589.SH	口子窖	59.62	16.1%	17.21	11.0%	15.16	10.4%	15.31	-1.4%	3.73	6.9%
	600559.SH	老白干酒	52.57	13.0%	6.66	-5.9%	14.12	17.9%	9.07	28.7%	2.48	42.2%
	600197.SH	伊力特	22.31	37.5%	3.40	105.5%	5.88	85.7%	6.24	91.1%	1.11	332.5%
	600199.SH	金种子酒	14.69	23.9%	-0.22	88.2%	3.96	6.8%	4.06	4.8%	0.13	124.9%
	603919.SH	金徽酒	25.48	26.6%	3.29	17.3%	5.29	17.3%	6.72	-1.7%	0.56	-15.4%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；其中洋河股份业绩为扣非归母净利润

表4：2024Q1 白酒上市公司收入、利润及同比增速

证券代码	证券简称	2024Q1					
		营业总收入 (亿元)	yoy	收入+Δ预收 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy



全国化 高端	600519.SH	贵州茅台	464.85	18.0%	418.82	29.9%	240.65	15.7%
	000858.SZ	五粮液	348.33	11.9%	330.16	35.9%	140.45	12.0%
	000568.SZ	泸州老窖	91.88	20.7%	90.50	33.7%	45.74	23.2%
全国化 次高端	600809.SH	山西汾酒	153.38	20.9%	138.99	39.7%	62.62	30.0%
	600779.SH	水井坊	9.33	9.4%	8.65	4.9%	1.86	16.8%
	600702.SH	舍得酒业	21.05	4.1%	20.64	-18.1%	5.50	-3.4%
	000799.SZ	酒鬼酒	4.94	-48.8%	4.44	-50.6%	0.73	-75.6%
区域酒企	002304.SZ	洋河股份	162.55	8.0%	109.65	32.4%	60.55	5.0%
	000596.SZ	古井贡酒	82.86	25.9%	115.02	9.5%	20.66	31.6%
	603369.SH	今世缘	46.71	22.8%	32.44	11.6%	15.33	22.1%
	603198.SH	迎驾贡酒	23.25	21.3%	21.06	19.9%	9.13	30.4%
	603589.SH	口子窖	17.68	11.1%	17.45	18.4%	5.89	10.0%
	600559.SH	老白干酒	11.30	12.7%	19.73	14.7%	1.36	33.0%
	600197.SH	伊力特	8.31	12.4%	8.50	15.5%	1.59	7.1%
	600199.SH	金种子酒	4.19	-3.0%	4.23	-14.1%	0.18	142.9%
	603919.SH	金徽酒	10.76	20.4%	11.31	39.5%	2.21	21.6%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；其中洋河股份业绩为扣非归母净利润

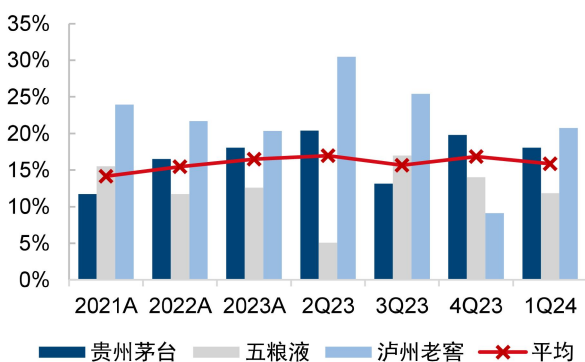
## 2.2 营业收入：消费场景逐步修复，白酒板块整体兑现双位数收入增速，内部分化趋势延续

总体看，2023年及24Q1白酒上市公司收入端增长稳健，高端品牌韧性强、次高端延续强分化，区域酒企中徽酒龙头增速最快。2023年白酒行业外部扰动因素较多，宴席场景持续景气、商务场景压力较大，市场动销和公司业绩呈现K型复苏趋势。2024年各消费场景回归常态化，白酒板块整体在春节假期效应的拉动下实现收入端稳健增长，但仍然延续去年以来强分化趋势。

- ◆ **高端：品牌韧性凸显，茅台延续高增长、五粮液经营稳健开局、老窖顺利达成经营目标。**2023年高端酒营收2,640.7亿元，同比增长16.5%，其中2023Q4营收742.7亿元，同比增长16.9%；2024Q1营收905.1亿元，同比增长15.8%。
  - 1) **贵州茅台**：2023年营收1505.6亿元，同比增长18.0%，其中2023Q4营收452.4亿元，同比增长19.8%；2024Q1营收464.8亿元，同比增长18.0%。23Q4茅台酒/系列酒同比+17.4%/+29.4%，系公司增加非标酒、企业团购及线上渠道等投放、1935实现百亿贡献较大增量；24Q1茅台酒/系列酒收入同比+17.8%/18.4%，预计系上年提价效应贡献、茅台酒销量或贡献双位数增长、内部产品结构略有提升以及系1935试销商转正贡献。
  - 2) **五粮液**：2023年营收832.7亿元，同比增长12.6%，其中2023Q4营收207.4亿元，同比增长14.0%；2024Q1营收348.3亿元，同比增长11.9%。2023年五粮液强抓宴席场景复苏机遇，通过增投1618和低度消费者培育，全年实现双位数以上增长；24Q1预计1618和低度增速显著，普五春节旺季凭借品牌对竞品份额进行抢夺。
  - 3) **泸州老窖**：2023年营收302.3亿元，同比增长20.3%，其中2023Q4营收82.9亿元，同比增长9.1%；2024Q1营收91.9亿元，同比增长20.7%。2023年中高档酒实现营收同比+21.3%，预计国窖系列营收或破200亿；中档酒或仍处于调整阶段，窖龄系列实小幅度增长，60版特曲增速或25-30%，老字号特曲聚焦库存去化。一季度收入继续高增长，产品结构调整能力凸显。
- ◆ **次高端：强分化趋势延续，汾酒青花品牌势能持续释放、经营质量较高。**次高端：2023年营收467.9亿元，同比增长14.1%，其中2023Q4营收90.7亿元，同比增长30.1%；2024Q1营收188.7亿元，同比增长14.2%。
  - 1) **山西汾酒**：

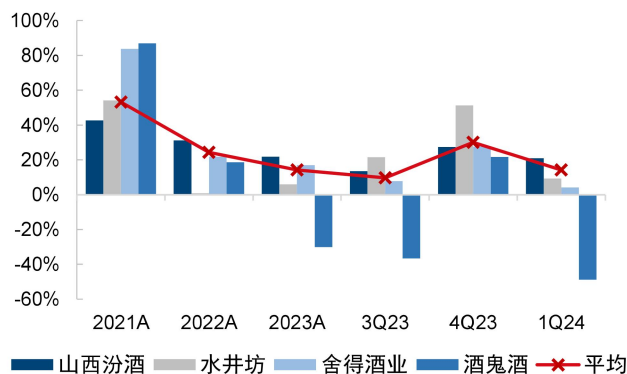
2023 年营收 319.3 亿元，同比增长 21.8%，其中 2023Q4 营收 51.8 亿元，同比增长 27.4%；2024Q1 营收 153.4 亿元，同比增长 20.9%。2023 年青花系列品牌势能加速释放，预计收占比提升至 46%左右；24Q1 产品结构升级和区域布局优化趋势继续兑现，预计青花系列同比增超 30%，长江以南区域同比增超 40%。**2) 水井坊**：2023 年营收 49.5 亿元，同比增长 6.0%，其中 2023Q4 营收 13.6 亿元，同比增长 51.3%；2024Q1 营收 9.3 亿元，同比增长 9.4%。臻酿 8 号 2023 年保持双位数增长，全年新增有效门店 9000 家，商务需求弱复苏下井台、典藏仍有压力；**3) 舍得酒业**：2023 年营收 70.8 亿元，同比增长 16.9%，其中 2023Q4 营收 18.4 亿元，同比增长 27.6%；2024Q1 营收 21.1 亿元，同比增长 4.1%，舍之道受益于 200 元价位景气度和名酒下沉品牌优势延续较快增速，一季度沱牌 T68 小基数下实现高速增长；**4) 酒鬼酒**：酒鬼酒：2023 年营收 28.3 亿元，同比降低 30.1%，其中 2023Q4 营收 6.9 亿元，同比增长 21.7%；2024Q1 营收 4.9 亿元，同比增降低 48.8%，公司持续推进营销模式转型，2023 年主动减轻经销商回款任务，年底升级推出内参甲辰、老版停货下，整体收入端仍有较大压力。

图 11：2021-2024Q1 高端白酒单季度收入增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：2021-2024Q1 次高端白酒单季度收入增速



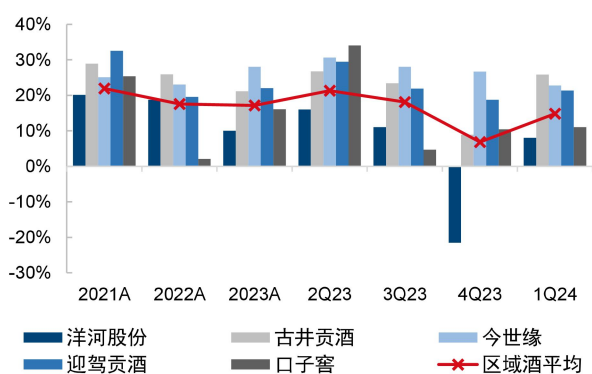
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- ◆ **区域酒企：徽酒龙头古井、迎驾延续高速增长，苏酒整体实现平稳过渡。**区域酒企 2023 年营收 982.6 亿元，同比增长 17.2%，其中 2023Q4 营收 170.2 亿元，同比增长 6.8%；2024Q1 营收 408.2 亿元，同比增长 14.8%，整体需求收缩背景下，区域酒对基地市场渠道保护能力强，产品动销和业绩增速好于其他价格带和全国化名酒。**1) 洋河股份**：2023 年营收 331.3 亿元，同比增长 10.0%，其中 2023Q4 营收 28.4 亿元，同比减少 21.5%；2024Q1 营收 162.5 亿元，同比增长 8.0%。公司持续聚焦控货挺价和营销改革，短期业绩仍有压力。**2) 今世缘**：2023 年营收 101.0 亿元，同比增长 28.0%，其中 2023Q4 营收 17.4 亿元，同比增长 26.7%；2024Q1 营收 46.7 亿元，同比增长 22.8%。2023 年省内国缘品牌势能持续释放，收入顺利跨越百亿；24Q1 旺季中主品 V3、四开、淡雅等仍实现较快增长。**徽酒继续受益于区域经济发展势能，产品价位升级明显。****3) 古井贡酒**：2023 年营收 202.5 亿元，同比增长 21.2%，其中 2023Q4 营收 43.0 亿元，同比增长 8.9%；2024Q1 营收 82.9 亿元，同比增长 25.9%。2023 年及 24Q1 古 16、古 8 增速领先，省外市场调整接近尾声。**4) 迎驾贡酒**：2023 年营收 67.2 亿元，同比增长 22.1%，其中 2023Q4 营收 19.2 亿元，同比增长 18.8%；2024Q1 营收 23.2 亿元，同比增长 21.3%。2023 年及 24Q1 预计洞藏系列收入增速 40%左右，消费者自点率明显提升。**5) 口子窖**：2023 年营收 59.6 亿元，同比增长 16.1%，其中 2023Q4 营收 15.2 亿元，同比增长 10.4%；2024Q1 营收 17.7 亿元，同比增长 11.1%，公司仍处于产品、渠道调整阶段，一季度宴席场景销

售表现较好。

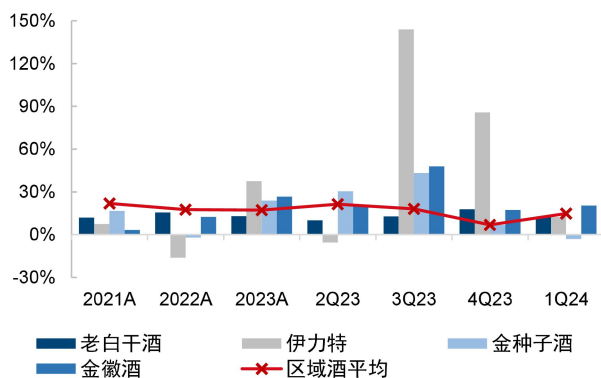
- ◆ **区域中低档酒：实现恢复式增长，老白干、伊力特改革取得阶段性成效。** 1) **金种子酒**：2023 年营收 14.7 亿元，同比增长 23.9%，其中 2023Q4 营收 4.0 亿元，同比增长 6.8%；2024Q1 营收 4.2 亿元，同比减少 3.0%，一季度春节大会战动销进度较好。2) **金徽酒**：2023 年营收 25.5 亿元，同比增长 26.6%，其中 2023Q4 营收 5.3 亿元，同比增长 17.3%；2024Q1 营收 10.8 亿元，同比增长 20.4%。一季度 100 元以上产品占比进一步提高至 70%，省内高端酒培育有所突破。3) **老白干酒**：2023 年营收 52.6 亿元，同比增长 13.0%，其中 2023Q4 营收 14.1 亿元，同比增长 17.9%；2024Q1 营收 11.3 亿元，同比增长 12.7%。2023 年公司顺利完成年初目标，老白干、孔家府系列增长提速。4) **伊力特**：2023 年营收 22.3 亿元，同比增长 37.5%，其中 2023Q4 营收 5.9 亿元，同比增长 85.7%；2024Q1 营收 8.3 亿元，同比增长 12.4%。公司改革取得阶段性成效，2023 年大小老窖等产品基本盘稳固，2024 年逐步推进新品布局和省外招商。

图 13：2021-2024Q1 区域白酒单季度收入增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 14：2021-2024Q1 区域白酒单季度收入增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 2.3 预收及现金流：整体现金收现同比去年改善，茅台、老窖、汾酒合同负债余额蓄力较足

2023 年白酒上市公司现金流情况改善，2024Q1 回款仍处于良性区间。2023 年经营性现金流量净额同比+51.5%，销售收现同比+18.2%，主因 2022 年受疫情影响需求下滑较大，2023 年整体有所改善，多家公司现金流由负转正。截止一季度末白酒板块整体合同负债 398.1 亿元，同比+3.1%/环比-21.6%，春节旺季期间各酒企加速发货确认收入。2024Q1 经营性现金流量净额同比+15.1%，销售收现同比+12.8%，增速低于收入端主因旺季为抢占市场份额，部分酒企适当罚款票据政策。

表 5：2023Q1-2024Q1 白酒上市公司合同负债情况（单位：亿元）

	证券代码	证券简称	1Q23	2Q23	3Q23	2023Q4	2024Q1	同比增速	环比增速
全国化 高端	600519.SH	贵州茅台	83.30	73.34	113.95	141.26	95.23	14.3%	-32.6%
	000858.SZ	五粮液	55.36	36.49	39.49	68.64	50.47	-8.8%	-26.5%
	000568.SZ	泸州老窖	17.26	19.34	29.62	26.73	25.35	46.9%	-5.2%
全国化 次高端	600809.SH	山西汾酒	41.72	57.53	51.72	70.29	55.90	34.0%	-20.5%
	600779.SH	水井坊	9.98	10.86	11.21	12.20	11.51	15.3%	-5.6%
	600702.SH	舍得酒业	7.97	5.09	3.26	2.77	2.35	-70.5%	-15.1%
	000799.SZ	酒鬼酒	3.67	4.48	2.51	2.85	2.35	-36.1%	-17.5%
区域酒企	002304.SZ	洋河股份	69.75	53.23	55.16	111.05	58.15	-16.6%	-47.6%

000596.SZ	古井贡酒	47.45	30.25	33.15	14.01	46.17	-2.7%	229.5%
603369.SH	今世缘	11.43	11.29	13.11	24.00	9.73	-14.9%	-59.4%
603198.SH	迎驾贡酒	5.01	5.05	5.06	7.33	5.15	2.7%	-29.8%
603589.SH	口子窖	4.45	7.27	3.83	3.97	3.75	-15.7%	-5.6%
600559.SH	老白干酒	22.09	18.72	20.26	15.21	23.64	7.0%	55.5%
600197.SH	伊力特	0.76	0.56	0.37	0.73	0.92	20.8%	24.9%
600199.SH	金种子酒	1.70	0.91	0.98	1.08	1.11	-34.5%	3.5%
603919.SH	金徽酒	4.27	4.42	4.32	5.75	6.31	47.7%	9.7%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- ◆ **高端：茅台、老窖合同负债余额较为充足，五粮液旺季回款适度提高票据占比。** 贵州茅台 23Q4/24Q1 末合同负债同比-8.7%/+14.3%，23Q4/24Q1 销售收现同比+17.4%/+29.3%，一季度公司回款节奏快于 2023 年同期，现金流优于收入端；五粮液 23Q4/24Q1 末合同负债同比-44.5%/-8.8%，23Q4/24Q1 销售收现同比+17.7%/-24.0%，今年 2 月 5 日公司提高普五出厂价，为缓解经销商压力和促进回款公司适当提高票据比例；泸州老窖 23Q4/24Q1 末合同负债同比+4.2%/+46.9%，23Q4/24Q1 销售收现同比-28.8%/+32.3%，一季度末公司预收款蓄水池仍然充足。
- ◆ **次高端：汾酒主动控制经营节奏，舍得、酒鬼仍有压力。** 山西汾酒 23Q4/24Q1 末合同负债同比+1.8%/+34.0%，23Q4/24Q1 销售收现同比-5.7%/+44.7%，受益于产品动销高势能，厂商关系改善下，公司回款进度较优。水井坊回款表现相对较好，23Q4/24Q1 末合同负债同比+18.7%/+15.3%，23Q4/24Q1 销售收现同比+48.5%/+6.0%，舍得、酒鬼酒合同负债及销售收现同比继续下滑，主要系持续聚焦渠道及终端库存，并未给予经销商过高回款压力。
- ◆ **区域酒企：龙头销售收现增长稳健，中低档酒企合同负债转正。** 洋河股份 23Q4/24Q1 末合同负债同比-19.2%/-16.6%，23Q4/24Q1 销售收现同比-0.3%/+25.1%；今世缘 23Q4/24Q1 末合同负债同比+17.6%/-14.9%，23Q4/24Q1 销售收现同比+35.4%/+8.8%；古井贡酒 23Q4/24Q1 末合同负债同比+69.5%/-2.7%，23Q4/24Q1 销售收现同比+2.7%/+7.9%；迎驾贡酒 23Q4/24Q1 末合同负债同比+10.9%/+2.7%，23Q4/24Q1 销售收现同比+4.9%/+19.2%。区域酒企受益于春节旺季基地市场宴席需求较好，销售收现相对较好。中低档区域白酒看，金徽酒、老白干、伊力特 24Q1 销售收现低基数下均实现增长，合同负债余力亦比较充足。

表 6：2023Q1-2024Q1 白酒上市公司单季度销售收现情况（单位：亿元）

	证券代码	证券简称	1Q23	2Q23	3Q23	2023Q4	同比增速	2024Q1	同比增速	2024Q1 末回款情况
<b>全国化 高端</b>	600519.SH	贵州茅台	357.63	333.09	421.81	524.46	17.4%	462.57	29.3%	打款 1-3 月，占全年 40%
	000858.SZ	五粮液	286.37	144.15	237.67	385.32	17.7%	217.69	-24.0%	60-80%
	000568.SZ	泸州老窖	80.42	95.42	100.60	39.45	-28.8%	106.41	32.3%	40%
<b>全国化 次高端</b>	600809.SH	山西汾酒	98.17	78.89	65.46	58.79	-5.7%	142.02	44.7%	35-40%
	600779.SH	水井坊	8.77	8.13	23.27	16.18	48.5%	9.30	6.0%	20-25%
	600702.SH	舍得酒业	22.36	17.77	14.59	18.88	65.9%	19.17	-14.3%	20%
	000799.SZ	酒鬼酒	7.60	5.95	5.80	5.77	-2.1%	3.18	-58.1%	20%
<b>区域酒企</b>	002304.SZ	洋河股份	103.17	55.73	96.52	93.12	-0.3%	129.06	25.1%	45-50%
	000596.SZ	古井贡酒	77.55	52.12	43.82	34.47	2.7%	83.67	7.9%	50-55%
	603369.SH	今世缘	34.27	23.29	31.20	31.84	35.4%	37.30	8.8%	40%
	603198.SH	迎驾贡酒	19.46	13.81	18.50	24.49	4.9%	23.19	19.2%	45-50%
	603589.SH	口子窖	12.14	14.58	14.01	17.17	-11.4%	14.02	15.5%	/
	600559.SH	老白干酒	16.89	11.37	18.44	11.43	35.8%	19.87	17.6%	/
	600197.SH	伊力特	7.14	4.09	4.53	7.30	84.1%	7.77	8.7%	/
	600199.SH	金种子酒	4.54	4.19	4.12	0.17	-96.0%	4.39	-3.4%	/
	603919.SH	金徽酒	9.31	7.33	5.41	7.32	-8.6%	12.38	33.1%	/



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表7：2023Q1-2024Q1 白酒上市公司单季度经营性现金流量净额情况（单位：亿元）

	证券代码	证券简称	1Q23	2Q23	3Q23	2023Q4	同比增速	2024Q1	同比增速
全国化 高端	600519.SH	贵州茅台	52.45	251.42	196.15	165.91	-39.21%	91.87	75.2%
	000858.SZ	五粮液	95.36	17.94	110.59	193.54	41.83%	5.16	-94.6%
	000568.SZ	泸州老窖	15.09	41.39	34.05	15.96	-18.18%	43.59	188.9%
全国化 次高端	600809.SH	山西汾酒	34.33	17.75	20.96	-0.78	-103.62%	70.41	105.1%
	600779.SH	水井坊	-0.16	0.30	13.42	3.78	84.77%	-1.02	上年为负
	600702.SH	舍得酒业	2.28	4.12	-0.59	1.35	上年为负	1.08	-52.4%
	000799.SZ	酒鬼酒	1.66	-0.83	-0.26	-0.06	-96.10%	-2.65	-259.8%
区域酒企	002304.SZ	洋河股份	14.03	-11.38	40.78	17.87	-61.19%	48.50	245.8%
	000596.SZ	古井贡酒	30.79	16.49	9.92	-12.23	上年为负	24.54	-20.3%
	603369.SH	今世缘	8.97	-0.99	11.83	8.19	41.19%	10.02	11.6%
	603198.SH	迎驾贡酒	4.89	-1.97	7.56	11.49	14.27%	6.20	26.7%
	603589.SH	口子窖	-2.31	2.61	3.87	4.94	-36.52%	-1.04	上年为负
	600559.SH	老白干酒	2.53	-0.85	6.60	-0.34	上年为负	4.10	61.9%
	600197.SH	伊力特	2.44	-0.77	0.42	0.93	上年为负	1.60	-34.5%
	600199.SH	金种子酒	-0.01	-0.11	1.28	-0.26	上年为负	-1.05	上年为负
	603919.SH	金徽酒	2.34	1.19	-1.08	2.05	-27.46%	3.43	46.6%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 2.4 盈利能力及费用：结构升级推动毛利率上行，费用投放效率提升，净利率整体稳中有升

**毛利率：板块整体稳中有升，次高端产品结构略有承压。**2023年白酒板块毛利率80.2%/同比1.12pct，2024Q1毛利率82.6%/同比+0.29pct，整体稳中有升。分价位看，高端酒2023年毛利率85.4%/同比0.93pct，2024Q1毛利率86.7%/同比0.23pct，保持上行。次高端2023年毛利率76.2%/同比-0.97pct，2024Q1毛利率77.1%/同比+0.43pct，除汾酒青花系列占比提升外，水井坊、舍得、酒鬼酒产品结构压力较大。2023年毛利率74.1%/同比1.23pct，2024Q1毛利率75.1%/同比+0.27pct，主要系产品结构升级拉动。

表8：2023、2023Q4及2024Q1白酒上市公司分季度毛利率情况

	证券代码	证券简称	2023年			2024Q1				
			2023	同比变化	2023Q4	同比变化	环比变化	2024Q1	同比变化	环比变化
全国化 高端	600519.SH	贵州茅台	90.21%	0.83pct	92.56%	0.72pct	1.04pct	92.61%	0.02pct	0.05pct
	000858.SZ	五粮液	75.79%	0.37pct	75.60%	1.85pct	2.19pct	78.43%	0.03pct	2.83pct
	000568.SZ	泸州老窖	88.30%	1.71pct	87.91%	1.76pct	-0.74pct	88.37%	0.28pct	0.47pct
全国化 次高端	600809.SH	山西汾酒	75.31%	-0.05pct	72.06%	3.01pct	-2.98pct	77.46%	1.9pct	5.4pct
	600779.SH	水井坊	83.16%	-1.33pct	83.10%	-0.74pct	-0.62pct	80.47%	-2.71pct	-2.63pct
	600702.SH	舍得酒业	74.50%	-3.22pct	72.27%	-3.48pct	-2.36pct	74.16%	-4.22pct	1.89pct
	000799.SZ	酒鬼酒	78.35%	-1.29pct	76.64%	-1.83pct	0.96pct	71.08%	-10.46pct	-5.56pct
区域酒企	002304.SZ	洋河股份	75.25%	0.64pct	69.62%	-5.46pct	-5.24pct	76.03%	-0.56pct	6.41pct
	000596.SZ	古井贡酒	79.07%	1.9pct	79.17%	-0.46pct	-0.26pct	80.35%	0.68pct	1.18pct
	603369.SH	今世缘	78.32%	1.76pct	88.36%	1.9pct	7.64pct	74.23%	-1.16pct	-14.13pct
	603198.SH	迎驾贡酒	71.37%	3.35pct	70.71%	3.98pct	-2.25pct	75.09%	3.91pct	4.38pct
	603589.SH	口子窖	75.19%	1.03pct	75.10%	1.68pct	-2.71pct	76.48%	-0.15pct	1.38pct
	600559.SH	老白干酒	67.15%	-1.2pct	68.24%	-1.73pct	2.07pct	62.72%	-2.71pct	-5.53pct
	600197.SH	伊力特	48.23%	0.18pct	47.45%	-10.83pct	-3.17pct	51.89%	0.44pct	4.44pct
	600199.SH	金种子酒	40.32%	13.88pct	52.65%	33.44pct	2.61pct	44.52%	17.29pct	-8.13pct



603919.SH	金徽酒	62.44%	-0.35pct	58.42%	-5.06pct	-4.23pct	65.40%	0.43pct	6.98pct
<b>整体</b>		<b>80.2%</b>	<b>1.12pct</b>	<b>83.9%</b>	<b>1.07pct</b>	<b>1.84pct</b>	<b>82.6%</b>	<b>0.29pct</b>	<b>-1.37pct</b>

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**营业税金率：整体有所增加，受缴税节奏影响小幅波动。**2023年白酒板块营业税金率15.2%/同比+0.2pct，2024Q1营业税金率14.7%/同比+0.4pct。分价位看，2023年高端/次高端/区域白酒营业税金率分别为14.7%/17.4%/15.4%，同比+0.3/+0.6/+0.0pct，2024Q1营业税金率分别为14.6%/13.6%/15.5%，同比+0.7/-0.9/+0.4pct，季度间波动系生产和销售节奏不同导致税费支付存在波动。

**销售费用率：整体微增主因酒企加大消费者端费用投入，汾酒费效比提升较为明显。**2023年白酒板块销售费用率10.0%/同比+0.1pct，2024Q1销售费用率8.0%/同比+0.1pct，2023年以来白酒企业重视消费者端培育和C端份额抢夺，普遍投入开瓶扫码红包、宴席场景促销费用，销售费率有所上升。分价位看，2023年高端/次高端/区域白酒销售费用率分别为6.2%/14.4%/19.1%，同比+0.2/-2.0/+0.8pct；2024Q1高端/次高端/区域白酒销售费用率分别为5.0%/10.5%/14.3%，同比+0.4/-1.1/+0.2pct。次高端销售费用率降幅较大主因汾酒下降较多贡献。

**管理费用率：各价位带管理费用率逐步下降，管理效率持续提升。**2023年白酒板块管理费用率5.4%/同比-0.4pct，2024Q1管理费用率3.6%/同比-0.5pct。分价格带看，2023年高端/次高端/区域酒企管理费用率分别为5.4%/5.1%/5.8%，同比-0.5/-0.6/-0.5pct；2024Q1管理费用率分别为3.7%/3.2%/3.7%，同比-0.6/-0.2/-0.6pct，高端酒积极运用数字化工具，管理规模效应逐步显现；次高端、区域酒企通过组织调整、事业部变革等举措，营销体系效率逐步优化。

**净利率：整体盈利能力稳步提升，酒企业经营质量较好。**受益于白酒企业产品结构优化、费效比提升，板块净利率实现稳步提升，2023年白酒板块净利率39.0%/同比+0.7pct；2024Q1净利率42.0%/同比+0.1pct。分价格带看，2023年高端/次高端/区域酒企净利率分别为44.8%/30.0%/26.3%，同比+0.7/+0.6/+0.6pct；2024Q1分别为47.2%/37.5%/31.8%，同比-0.3/+2.1/-0.1pct。2023年及2024Q1泸州老窖/山西汾酒/古井贡酒净利率提升较多，主要系产品结构升级及费用改革成果逐步显现。

表9：2023年及2023Q4白酒上市公司税金及附加率、销售费用率、管理费用率及归母净利率

证券简称	2023				2023Q4												
	税金及附加率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy	净利率	yoy	税金及附加率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy	净利率	yoy	
全国化高端	贵州茅台	14.8%	0.3pcts	3.1%	0.5pcts	6.5%	-0.6pcts	49.6%	0.5pcts	13.7%	0.9pcts	3.5%	1.1pcts	8.8%	-0.3pcts	48.3%	-0.2pcts
	五粮液	15.0%	0.5pcts	9.4%	0.1pcts	4.0%	-0.2pcts	36.3%	0.2pcts	16.9%	0.9pcts	7.6%	2.3pcts	4.4%	-0.2pcts	35.6%	-1.3pcts
	泸州老窖	13.7%	-0.4pcts	13.1%	-0.6pcts	3.8%	-0.9pcts	43.8%	2.6pcts	22.3%	-3.2pcts	18.9%	0pcts	3.6%	-0.8pcts	32.3%	4.1pcts
全国化次高端	山西汾酒	18.3%	0.7pcts	10.1%	-2.9pcts	3.8%	-0.9pcts	32.7%	1.8pcts	28.8%	5.9pcts	13.3%	4.7pcts	6.4%	-3.6pcts	19.4%	-4.8pcts
	水井坊	15.7%	0pcts	26.4%	-1pcts	7.3%	-0.3pcts	25.6%	-0.4pcts	15.6%	3.1pcts	36.8%	-2.9pcts	6.5%	-3.8pcts	18.0%	0.2pcts
	舍得酒业	14.3%	-0.6pcts	18.2%	1.4pcts	9.0%	-0.7pcts	25.0%	-2.8pcts	14.5%	0.1pcts	16.5%	3pcts	7.9%	2.9pcts	25.9%	-7.8pcts
区域酒企	酒鬼酒	18.0%	1.8pcts	32.2%	6.9pcts	5.9%	1.5pcts	19.4%	-6.5pcts	17.9%	0pcts	39.6%	8.6pcts	8.6%	-1.4pcts	10.1%	-3.6pcts
	洋河股份	15.9%	1.3pcts	16.3%	2.4pcts	5.3%	-1.1pcts	30.2%	-0.9pcts	18.5%	8.4pcts	64.2%	19pcts	8.8%	-1.7pcts	-6.6%	-15pcts
	古井贡酒	15.1%	-1.8pcts	26.8%	-1.1pcts	6.8%	-0.2pcts	22.7%	3.9pcts	17.6%	-4.3pcts	25.0%	-1.5pcts	11.5%	0.6pcts	18.1%	4.9pcts
	今世缘	14.8%	-1.4pcts	20.8%	3.1pcts	4.2%	0.1pcts	31.0%	-0.7pcts	13.2%	-2.1pcts	35.8%	2.3pcts	9.6%	0.3pcts	28.8%	-1.9pcts
	迎驾贡酒	15.4%	0.4pcts	8.7%	-0.5pcts	3.1%	-0.4pcts	34.0%	3.1pcts	16.5%	0.5pcts	9.1%	-0.2pcts	3.1%	-0.1pcts	33.0%	1.9pcts
	口子窖	15.1%	-0.1pcts	13.9%	0.2pcts	6.8%	1.6pcts	28.9%	-1.3pcts	14.8%	-0.5pcts	12.7%	-0.4pcts	9.5%	3.6pcts	24.6%	-0.8pcts

老白干酒 16.7% 0.6pcts 27.2% -3.2pcts 7.9% -0.6pcts 12.7% -2.5pcts 16.1% 0.3pcts 23.4% -5.9pcts 7.6% -0.1pcts 17.6% 3pcts  
 伊力特 14.2% -2.4pcts 9.4% -2.8pcts 3.6% -1pcts 15.2% 5pcts 12.7% -7.6pcts 10.0% -16.9pcts 1.6% -5.7pcts 18.9% 10.7pcts  
 金种子酒 14.6% 3.9pcts 16.0% -4.6pcts 8.9% -1.1pcts -1.5% 14.3pcts 19.5% 7.9pcts 11.3% 3.2pcts 9.4% 1.2pcts 3.2% 17.1pcts  
 金徽酒 14.7% 0.1pcts 21.0% 0.1pcts 10.8% 0pcts 12.9% -1pcts 14.7% 0.2pcts 19.9% -11.9pcts 12.1% 1.4pcts 10.6% -4.1pcts

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表 10: 2024Q1 白酒上市公司税金及附加率、销售费用率、管理费用率及归母净利润率

		2024Q1							
	证券简称	税金及附加率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy	净利率	yoy
全国化 高端	贵州茅台	15.5%	1.6pcts	2.5%	0.5pcts	4.4%	-0.7pcts	51.8%	-1pcts
	五粮液	13.9%	-0.4pcts	7.5%	0.8pcts	3.1%	-0.5pcts	40.3%	0pcts
	泸州老窖	12.4%	0.2pcts	7.8%	-1.2pcts	2.5%	-0.8pcts	49.8%	1pcts
全国化 次高端	山西汾酒	13.3%	-1.1pcts	7.5%	-0.5pcts	2.0%	-0.1pcts	40.8%	2.8pcts
	水井坊	13.6%	-2.1pcts	35.1%	3.2pcts	9.5%	-0.7pcts	20.0%	1.3pcts
	舍得酒业	14.2%	0.5pcts	16.3%	-2.9pcts	7.9%	-0.2pcts	26.1%	-2pcts
区域 酒企	酒鬼酒	19.2%	3.5pcts	33.9%	7.9pcts	8.0%	4.3pcts	14.9%	-16.3pcts
	洋河股份	16.0%	0.3pcts	8.5%	1.1pcts	2.8%	-0.9pcts	37.3%	-1.1pcts
	古井贡酒	15.0%	0.6pcts	27.2%	-1.7pcts	4.8%	-0.7pcts	24.9%	1.1pcts
	今世缘	15.5%	0.6pcts	14.2%	-1.8pcts	2.2%	0.1pcts	32.8%	-0.2pcts
	迎驾贡酒	14.2%	-0.2pcts	6.7%	0.3pcts	2.3%	-0.3pcts	39.3%	2.7pcts
	口子窖	14.1%	-0.4pcts	12.1%	-0.6pcts	5.3%	0.1pcts	33.3%	-0.3pcts
	老白干酒	16.8%	1.7pcts	22.9%	-3pcts	8.4%	-3pcts	12.1%	1.8pcts
	伊力特	14.9%	1.6pcts	6.6%	0pcts	2.7%	-0.4pcts	19.1%	-0.9pcts
	金种子酒	16.0%	3.6pcts	17.1%	-1.4pcts	7.1%	1.2pcts	4.2%	13.7pcts
	金徽酒	14.2%	0pcts	18.0%	0.2pcts	7.9%	0.7pcts	20.6%	0.2pcts

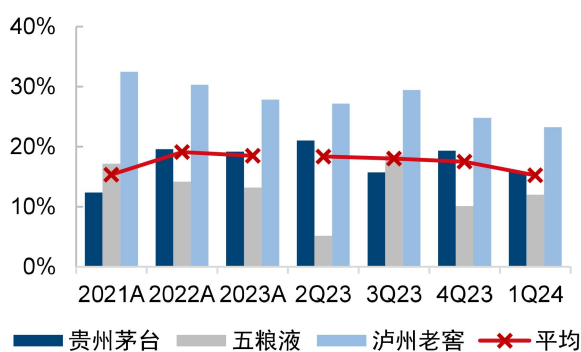
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- ◆ **高端：盈利能力稳中有升，老窖费效比提升明显。** 高端酒 2023 年归母净利润 1181.9 亿元，同比+18.5%；2023Q4 归母净利润 319.2 亿元，同比+17.5%；2024Q1 归母净利润 426.8 亿元，同比+15.2%。1) **贵州茅台**：2023 年归母净利润 747.3 亿元，同比+19.2%；其中 2023Q4 归母净利润 218.6 亿元，同比+19.3%；2024Q1 归母净利润 240.7 亿元，同比+15.7%。2023 年毛利率/销售费用率/管理费用率同比+0.83/+0.50/-0.60pct，净利率同比+0.47pct；2024Q1 毛利率/销售费用率/管理费用率同比+0.02/+0.53/-0.67pct，净利率同比-1.04pct，主要受到税金及附加季度间扰动的影响。2) **五粮液**：2023 年归母净利润 302.1 亿元，同比+13.2%；其中 2023Q4 归母净利润 73.8 亿元，同比+10.1%；2024Q1 归母净利润 140.5 亿元，同比+12.0%。2023 年毛利率/销售费用率/管理费用率同比+0.37/+0.11/-0.16pct，净利率同比+0.20pct，公司全年吨成本同比-9.7pct，成本端精益优化带动盈利能力提升；2024Q1 毛利率/销售费用率/管理费用率同比+0.03/+0.75/-0.47pct，净利率同比+0.04pct。3) **泸州老窖**：2023 年归母净利润 132.5 亿元，同比+27.8%；其中 2023Q4 归母净利润 26.8 亿元，同比+24.8%；2024Q1 归母净利润 45.7 亿元，同比+23.2%。2023 年毛利率/销售费用率/管理费用率同比+1.71/-0.58/-0.86pct，净利率同比+2.56pct；2024Q1 毛利率/销售费用率/管理费用率同比+0.28/-1.23/-0.79pct，净利率同比+0.99pct。2023 年受益于公司精细化渠道拓展（挖井计划等），高度国窖增速快于低度，中高档酒价增贡献 19.8%；同时公司费用精细化运作，整体费效比

提升较为明显。2024Q1 继续受益于中高档产品增速较快和费用控制能力，净利率提升逻辑延续。

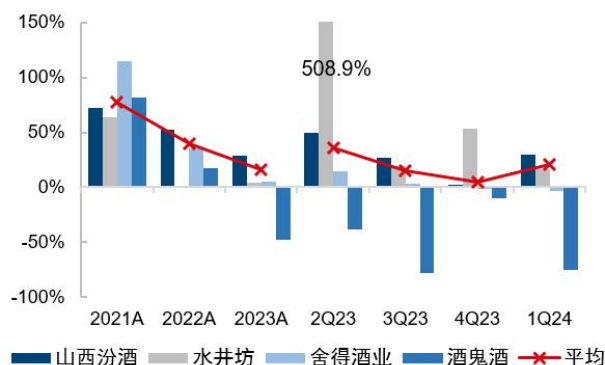
- ◆ **次高端-1：分化趋势延续，山西汾酒费效比提升明显。**次高端 2023 年归母净利润 140.3 亿元，同比+16.4%；其中 2023Q4 归母净利润 18.0 亿元，同比+5.1%；2024Q1 归母净利润 70.7 亿元，同比+20.9%。1) **山西汾酒**：2023 年归母净利润 104.4 亿元，同比+28.9%；其中 2023Q4 归母净利润 10.1 亿元，同比+2.0%；2024Q1 归母净利润 62.6 亿元，同比+30.0%。2023 年毛利率/销售费用率/管理费用率同比-0.05/-2.91/-0.87pct，净利率同比+1.81pct；2024Q1 毛利率/销售费用率/管理费用率同比+1.90/-0.48/-0.09pct，净利率同比+2.83pct。结构端看青花系列收占比提升贡献吨价增长，费用端看公司精细化运作能力持续兑现，两端推动净利率稳步提升。
- ◆ **次高端-2：2023 年以来白酒商务场景复苏缓慢，次高端主流单品以去库存为核心，产品结构下移较为明显，水井坊、酒鬼酒、舍得酒业毛利率端均有不同程度的下降。另一方面，销售费率提升下净利率提升有所受阻，2024Q1 看水井坊和舍得控费增效已初显成效。**2) **水井坊**：2023 年归母净利润 12.7 亿元，同比+4.4%；其中 2023Q4 归母净利润 2.5 亿元，同比+53.2%；2024Q1 归母净利润 1.9 亿元，同比+16.8%。2023 年毛利率/销售费用率/管理费用率同比-1.33/-0.96/-0.29pct，净利率同比-0.40pct；2024Q1 毛利率/销售费用率/管理费用率同比-2.71/+3.15/-0.70pct，净利率同比+1.27pct。3) **酒鬼酒**：2023 年归母净利润 5.5 亿元，同比-47.8%；2023Q4 归母净利润 0.7 亿元，同比-10.1%；2024Q1 归母净利润 0.7 亿元，同比-75.6%。2023 年毛利率/销售费用率/管理费用率同比-1.29/+6.94/+1.53pct，净利率同比-6.53pct；2024Q1 毛利率/销售费用率/管理费用率同比-10.46/+7.90/+4.34pct，净利率同比-16.26pct。4) **舍得**：2023 年归母净利润 17.7 亿元，同比+5.1%；其中 2023Q4 归母净利润 4.8 亿元，同比-1.9%；2024Q1 归母净利润 5.5 亿元，同比-3.4%。2023 年毛利率/销售费用率/管理费用率同比-3.22/+1.43/-0.72pct，净利率同比-2.82pct；2024Q1 毛利率/销售费用率/管理费用率同比-4.22/-2.93/-0.20pct，净利率同比-2.04pct。

图 15：2021-2024Q1 高端酒单季度归母净利润增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 16：2021-2024Q1 次高端酒单季度归母净利润增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- ◆ **区域龙头-1：苏酒龙头产品结构如期升级，同时销售费率提升较多。**区域酒企 2023 年归母净利润 227.7 亿元，同比+18.8%；其中 2023Q4 归母净利润 25.2 亿元，同比+6.4%；2024Q1 归母净利润 121.4 亿元，同比+13.9%。**苏酒费用竞争加剧，利润率有所下滑。**从产品结构看，受益于江苏省内宴席场景消费升级的 beta，洋河的梦之蓝/天之蓝、今世缘的国缘系列增速高于公司整体，推动

产品结构上移。但从费用端看，省内竞争态势日趋激烈下两者都增投消费者端费用以抢夺市场份额，2024Q1 净利率端均有所承压。1) **洋河股份**：2023 年归母净利润 100.2 亿元，同比+6.8%；其中 2023Q4 归母净利润-1.9 亿元，同比-161.3%；2024Q1 归母净利润 60.6 亿元，同比+5.0%。2023 年毛利率/销售费用率/管理费用率同比+0.64/+2.38/-1.10pct，净利率同比-0.91pct；2024Q1 毛利率/销售费用率/管理费用率同比-0.56/+1.11/-0.89pct，净利率同比-1.07pct。2) **今世缘**：2023 年归母净利润 31.4 亿元，同比+25.3%；其中 2023Q4 归母净利润 5.0 亿元，同比+18.8%；2024Q1 归母净利润 15.3 亿元，同比+22.1%。2023 年毛利率/销售费用率/管理费用率同比+1.76/+3.14/+0.14pct，净利率同比-0.68pct；2024Q1 毛利率/销售费用率/管理费用率同比-1.16/-1.76/+0.12pct，净利率同比-0.19pct。

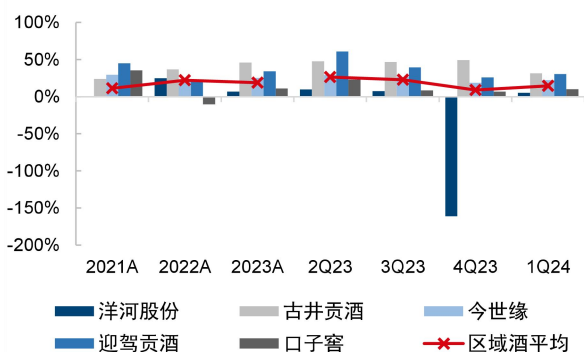
◆ **区域龙头-2：徽酒竞争格局相对较优，古井费用精益化能力提升。**受益于安徽省高新技术产业驱动经济增长，徽酒消费升级趋势优于全国平均，从产品动销看古 8、洞 9 自点率快速提升，古 16、洞 16 已显现快速放量势头，产品结构升级趋势显著，也给口子窖的改革换取一定空间。另一方面，徽酒竞争格局趋于稳态，古井在省内各价位带龙头地位稳固的情况下暂时无需内卷换取增长，旺季阶段性增投渠道费用是其精细化管理费用的体现，迎驾追平费投力度后无需过渡担心品牌势能。淡季中龙头更加注重市场秩序的维护，3 月以来各家费用率理性回归。3) **古井贡酒**：2023 年归母净利润 45.9 亿元，同比+46.0%；其中 2023Q4 归母净利润 7.8 亿元，同比+49.2%；2024Q1 归母净利润 20.7 亿元，同比+31.6%。2023 年毛利率/销售费用率/管理费用率同比+1.90/-1.09/-0.23pct，净利率同比+3.85pct；2024Q1 毛利率/销售费用率/管理费用率同比+0.68/-1.66/-0.68pct，净利率同比+1.09pct。4) **迎驾贡酒**：2023 年归母净利润 22.9 亿元，同比+34.2%；其中 2023Q4 归母净利润 6.3 亿元，同比+26.0%；2024Q1 归母净利润 9.1 亿元，同比+30.4%。2023 年毛利率/销售费用率/管理费用率同比+3.35/-0.51/-0.36pct，净利率同比+3.07pct；2024Q1 毛利率/销售费用率/管理费用率同比+3.91/+0.31/-0.26pct，净利率同比+2.74pct。5) **口子窖**：2023 年归母净利润 17.2 亿元，同比+11.0%；其中 2023Q4 归母净利润 3.7 亿元，同比+6.9%；2024Q1 归母净利润 5.9 亿元，同比+10.0%。2023 年毛利率/销售费用率/管理费用率同比+1.03/+0.25/+1.61pct，净利率同比-1.32pct；2024Q1 毛利率/销售费用率/管理费用率同比-0.15/-0.59/+0.09pct，净利率同比-0.31pct。

◆ **区域中低档酒：盈利能力改善明显。**1) **金种子酒**：2023 年归母净利润-0.2 亿元，同比+88.2%；其中 2023Q4 归母净利润 0.1 亿元，同比+124.9%；2024Q1 归母净利润 0.2 亿元，同比+142.9%。2023 年毛利率/销售费用率/管理费用率同比+13.88/-4.60/-1.07pct，净利率同比+14.28pct；2024Q1 毛利率/销售费用率/管理费用率同比+17.29/-1.42/+1.19pct，净利率同比+13.72pct。受益于成本端优化和费投模式转型贡献，一季度业绩扭亏。2) **金徽酒**：2023 年归母净利润 3.3 亿元，同比+17.3%；其中 2023Q4 归母净利润 0.6 亿元，同比-15.4%；2024Q1 归母净利润 2.2 亿元，同比+21.6%。2023 年毛利率/销售费用率/管理费用率同比-0.35/+0.13/-0.01pct，净利率同比-1.02pct；2024Q1 毛利率/销售费用率/管理费用率同比+0.43/+0.15/+0.69pct，净利率同比+0.20pct，主因产品结构持续升级推动盈利能力提升。3) **老白干酒**：2023 年归母净利润 6.7 亿元，同比-5.9%，其中 2023Q4 归母净利润 2.5 亿元，同比+42.2%；2024Q1 归母净利润 1.4 亿元，同比+33.0%。2023 年毛利率/销售费用率/管理费用率同比-1.20/-3.16/-0.62pct，净利率同比-2.54pct；2024Q1 年毛利率/销售费用率/管理费用率同比-2.71/-2.97/-3.00pct，净利率同比



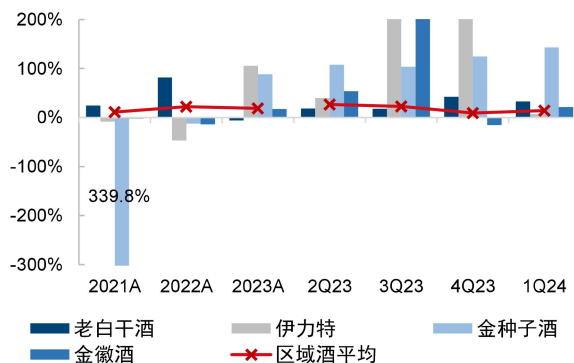
+1.85pct, 主因费用精细化管控下, 各项费用有效下降。4) **伊力特**: 2023 年归母净利润 3.4 亿元, 同比+105.5%, 其中 2023Q4 归母净利润 1.1 亿元, 同比+332.5%; 2024Q1 归母净利润 1.6 亿元, 同比+7.1%。2023 年毛利率/销售费用率/管理费用率同比+0.18/-2.75/-1.02pct, 净利率同比+5.04pct; 2024Q1 年毛利率/销售费用率/管理费用率同比+0.44/0.00/-0.37pct, 净利率同比-0.95pct, 主因税金及附加率季度间扰动影响。

图 17: 2021-2024Q1 区域白酒单季度归母净利润增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 2021-2024Q1 区域白酒单季度归母净利润增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 11: 2022-2024E 白酒上市公司目标完成情况

上市公司	2022					2023					2024E	
	报表目标	销售目标	实际完成	完成情况	股价涨幅	报表目标	销售目标	实际完成	完成情况	股价涨幅	报表目标	预计完成
贵州茅台	15%		17%	完成	-14%	15%		18%	超额完成	3%	15%	15.5%
五粮液	双位数		12%	完成	-18%	双位数		13%	完成	-21%	双位数	11.3%
泸州老窖	15%	国窖 200 亿	22%	超额完成	-10%	15%	国窖 205 亿	20%	完成	-19%	20%	20.0%
山西汾酒	25%		31%	完成	-9%	20%		22%	完成	-18%	20%	20.5%
洋河股份	15%		19%	完成	-1%	20%		10%	未完成	-30%	5-10%	5.2%
水井坊	15%		1%	未完成	-29%	15%		6%	未完成	-30%	正增长	/
酒鬼酒		20%	19%	基本完成	-35%		15-20%	-39%	未完成	-46%	恢复正增长	/
舍得酒业		40%	22%	未完成	-30%		30%	17%	未完成	-39%	正增长	2.1%
古井贡酒	15%		24%	超额完成	10%	22%		21%	基本完成	-12%	20.72%	21.0%
今世缘	17%		23%	完成	-5%	26.7%	25%	28%	完成	-3%	收入 122 亿	21.2%
口子窖			2%		-16%		15%	16%	基本完成	-19%	13%	11.7%
迎驾贡酒			20%		-8%		20%	22%	完成	8%	20%	20.9%
老白干酒	12%		16%	完成	-1%		11%	13%	完成	-17%		/
伊力特			-17%		-8%			38%		-10%	收入 28 亿	/
金种子酒			-2%		58%	稳步增长		24%		-31%		2.4%

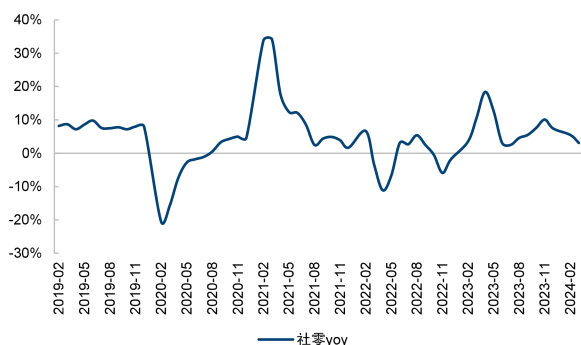
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 3 大众品: 营收端表现分化, 成本红利逐步释放



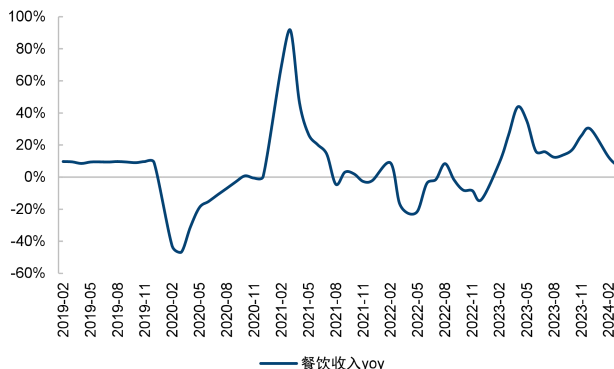
**2023Q4 需求普遍承压，受益于成本下行、效率改善，利润相对表现更优。**需求端，2023 年初消费同比修复明显，但是由于 2023 年消费环境恢复较为平淡，进入下半年后大众品整体终端需求转弱，细分板块不同场景表现分化，例如调味品板块复合调味品表现优于基础调味品，零食、乳制品板块礼盒在春节旺季动销良好，餐饮供应链大 B 恢复强于中小 B。利润端，部分细分板块成本回落红利加速释放，例如休闲零食、卤制品、乳制品、饮料；部分细分板块结构升级带动毛利率持续提升，例如啤酒；多个细分板块企业均积极采取控费或精细化管理提升经营效率，例如卤制品、速冻食品。

图 19：2019 年至 2024 年 3 月社零 yoy 变化



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

图 20：2019 年至 2024 年 3 月餐饮收入 yoy 变化



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

### 3.1 啤酒：结构升级韧性凸显，2024Q1 成本下行利好兑现

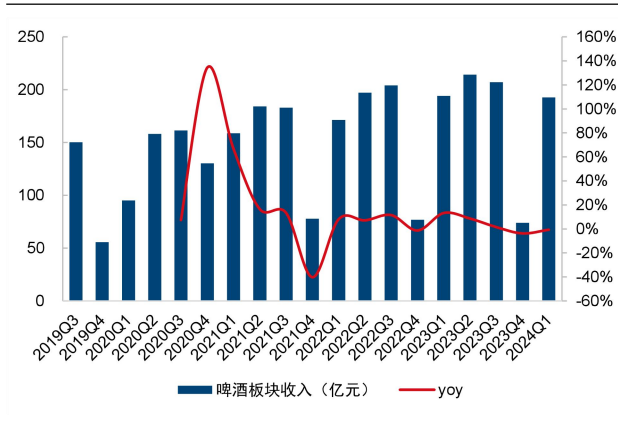
**收入端：2023 年销量增长，产品结构优化带动销售均价提升；2024Q1 高基数压制销量增速，产品结构持续优化。**2023 年啤酒板块<sup>1</sup>实现营业收入 689.6 亿元，同比增长 6.2%；其中 2023Q4 实现营业收入 73.9 亿元，同比减少 3.8%。2024Q1 啤酒板块实现营业收入 192.8 亿元，同比减少 0.7%，收入降幅环比 2023Q4 收窄。拆分量价来看：

- ◆ **销量：2023 年销量增速前高后低，全年多数啤酒企业销量正增长；2024Q1 高基数压制销量增速。**受益于疫后消费场景恢复，2023 年啤酒行业产量同比增长 0.3%，多数啤酒上市公司销量录得正增长，其中华润啤酒销量同比增长 0.5%，百威亚太、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒销量同比增长近 5%，青岛啤酒受第四季度舆情事件拖累，全年销量同比下滑 0.8%。预计行业集中度进一步提升。节奏上，全年销量增速呈前高后低走势，上半年消费需求在防疫政策优化后集中释放，叠加渠道积极补库，拉动啤酒销量增长；下半年消费需求有所转淡，叠加旺季遭遇雨水台风天气、上年同期高基数的影响，下半年啤酒行业销量相对承压。2024Q1 啤酒行业受益于元旦春节假期返乡人流增多、消费场景复苏，行业景气度环比 2023Q4 有所改善，啤酒行业产量同比增长 6.1%，部分啤酒企业受高基数压制，销量同比下滑。
- ◆ **销售均价：啤酒行业产品结构升级彰显韧性，啤酒企业销售均价延续提升。**受益于产品结构持续优化以及有效的价格调整，2023 年啤酒企业销售均价同比提升，企业间销售均价提升幅度有差异。青岛啤酒全年销售均价同比提升 6.3%，

<sup>1</sup> 本报告中啤酒板块包含 5 家 A 股上市公司：青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、惠泉啤酒。

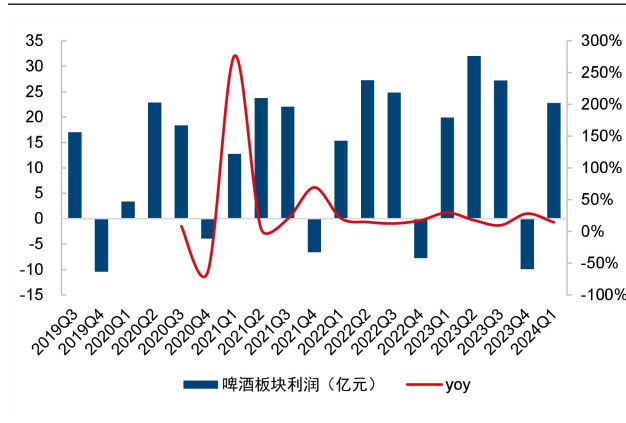
销售均价增速领先，主要系公司中高档产品较快增长（青岛主品牌销量增速 2.7%，其中高端产品销量增速 10.6%）、普低档产品缩量较多（其他品牌销量增速-5.0%）、前期提价贡献共同叠加所致；重庆啤酒销售均价提升幅度较小，主要系受到疆外乌苏、1664 等高档产品销量同比下滑的拖累。2024Q1 在产品结构持续优化的作用下，主要啤酒公司均录得均价同比正增长，其中青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒销售均价同比提升 2.5%/1.3%/6.2%。

图 21：啤酒板块收入及 yoy（2019Q3-2024Q1）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 22：啤酒板块净利润及 yoy（2019Q3-2024Q1）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表 12：啤酒板块公司量价拆分（2023 年、2023Q4 及 2024Q1；销量单位为万千升，吨价单位为元/千升）

证券简称	2023		2023Q4		2024Q1		2023		2023Q4		2024Q1	
	销量	yoy	销量	yoy	销量	yoy	均价	yoy	均价	yoy	均价	yoy
青岛啤酒	801.0	-0.77%	71.6	-9.71%	218.40	-7.54%	4,236.8	6.30%	4,131.9	7.02%	4,647.4	2.53%
重庆啤酒	299.8	4.93%	34.6	4.76%	86.68	5.25%	4,817.8	0.49%	4,859.3	-9.31%	4,819.8	1.28%
燕京啤酒	394.2	4.57%	51.2	-2.39%	-	-	3,605.1	2.95%	3,513.5	-2.07%	-	-
珠江啤酒	140.3	4.80%	25.3	4.04%	26.38	0.76%	3,833.8	4.13%	3,274.3	-2.76%	4,201.2	6.24%

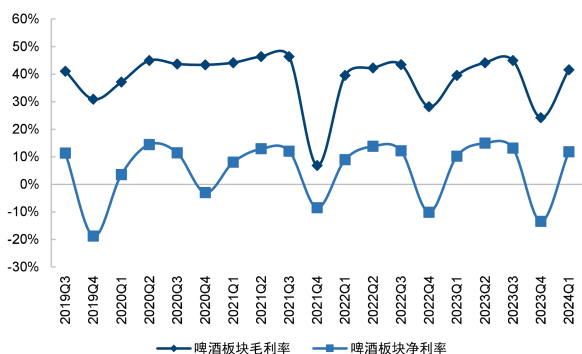
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**利润端：产品结构延续优化，2024Q1 成本下行红利释放，盈利能力持续走强。**2023 年啤酒板块实现归母净利润 69.2 亿元，同比增长 16.0%；其中 2023Q4 啤酒板块亏损 9.9 亿元，系常规季节性波动。2024Q1 啤酒板块实现归母净利润 22.8 亿元，同比增长 14.4%。

- ◆ **毛利率：产品结构持续优化助力毛利率提升，2024Q1 成本下行促进毛利率加速提升。**2023 年啤酒板块毛利率为 40.9%，同比增长 0.7pct，主要系产品结构优化及成本压力缓解所致。2024Q1 啤酒板块毛利率 41.5%，同比提升 2.0pct，主因大麦采购单价回落显著，玻璃、纸箱等包材价格或低位运行或仍有下降，成本下行对毛利率的提升作用增强。
- ◆ **费用率：啤酒企业维持较强的费用管控能力，2024Q1 销售费用率同比小幅下降。**2023 年啤酒企业销售费用率略有提升，主要系疫后啤酒厂商恢复市场费用投入、并在下半年适度加大促销活动力度。2023 年啤酒板块销售费用率同比提升 0.3pct，其他费用率同比变化不大，期间费用率同比小幅提升 0.3pct。2024Q1 啤酒企业费效有所提升，啤酒板块销售费用率同比降低 0.5pct，其他费用率较为平稳，期间费用率同比降低 0.4pct。

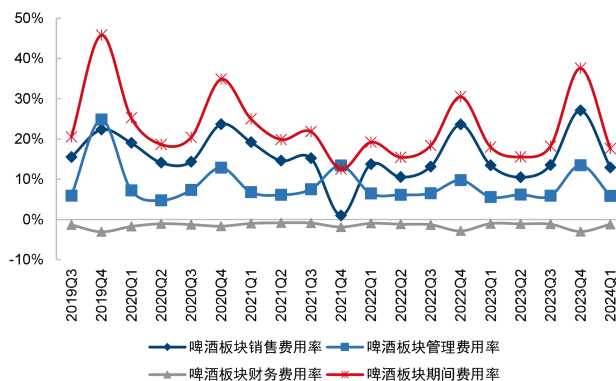
- ◆ **净利率：啤酒板块延续盈利能力强化趋势，2024Q1 归母净利率同比提升幅度扩大。** 受益于产品结构升级、成本压力缓解，2023 年啤酒板块归母净利率为 10.0%，同比提升 0.9pct。2024Q1 啤酒板块盈利能力提升幅度扩大，主要系成本下行利好兑现、产品结构延续优化，2024Q1 啤酒板块归母净利率 11.8%，同比提升 1.6pct。

图 23：啤酒板块毛利率、净利率（2019Q3-2024Q1）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 24：啤酒板块期间费用率（2019Q3-2024Q1）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 13：啤酒板块公司财务指标（2023 年、2023Q4 及 2024Q1，收入与利润单位为亿元）

证券简称	2023				2023Q4				2024Q1			
	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy
青岛啤酒	339.37	5.5%	42.68	15.0%	29.58	-3.4%	-6.40	-15.0%	101.50	-5.2%	15.97	10.1%
重庆啤酒	148.15	5.5%	13.37	5.8%	17.86	-3.8%	-0.07	-109.2%	42.93	7.2%	4.52	16.8%
燕京啤酒	142.13	7.7%	6.45	83.0%	17.97	-4.4%	-3.11	2.8%	35.87	1.7%	1.03	58.9%
珠江啤酒	53.78	9.1%	6.24	4.2%	8.27	1.2%	-0.20	-171.9%	11.08	7.0%	1.21	39.4%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

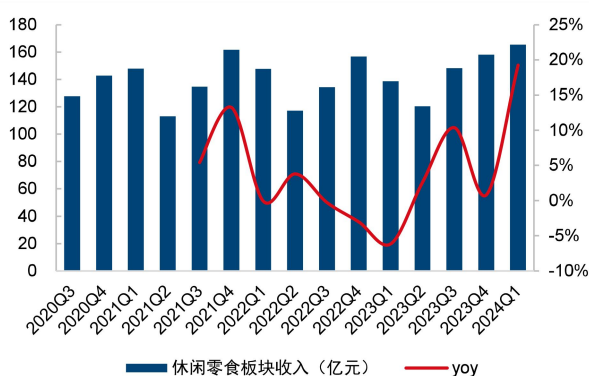
### 3.2 休闲零食：2024Q1 零食动销旺盛，成本下行、规模效益促进利润弹性释放

**收入端：2023 年休闲食品企业收入表现分化，量贩零食等新兴渠道贡献较多增量；2024Q1 旺季集中备货叠加动销旺盛，收入增速环比回升。** 2023 年休闲食品板块实现营业收入 565.2 亿元，同比增长 1.7%；其中 2023Q4 实现营业收入 158.0 亿元，同比增加 0.8%。2024Q1 休闲食品板块实现营业收入 165.3 亿元，同比增加 19.2%。企业间收入表现分化，以盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、好想你为代表的休闲食品公司积极拥抱量贩零食、短视频电商等高成长性渠道，通过完善渠道结构、产品结构并升级供应链体系实现了收入快速增长，而良品铺子、三只松鼠、来伊份等线下开店型休闲食品公司受到主打性价比概念的量贩零食门店冲击，收入承压。2023Q4 受到春节错期因素影响，部分休闲食品公司收入增速有所放缓，春节旺季备货集中至 2024Q1，叠加零食动销旺盛，多数休闲食品公司收入增速回升。其中三只松鼠的“高端性价比”战略转型开始显效，2024Q1 收入在低基数上

同比大幅增长 91.8%。

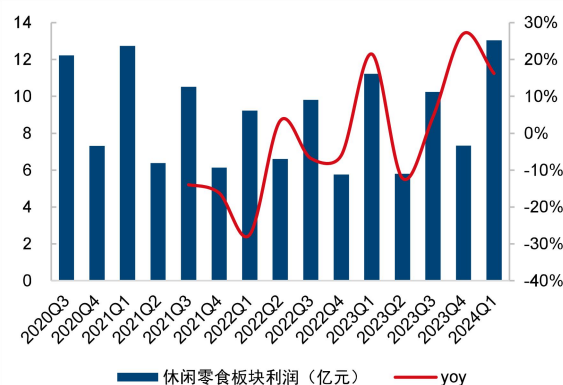
**利润端：成本下行助力毛利率改善，规模效益释放，盈利能力提升。**2023 年休闲食品板块实现归母净利润 34.6 亿元，同比增长 10.1%；其中 2023Q4 归母净利润 7.3 亿元，同比增长 27.0%。2024Q1 休闲食品板块实现归母净利润 13.0 亿元，同比增长 16.2%。2023 年休闲食品企业利润表现分化，其中以盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、好想你为代表的公司受益于原辅料成本下行、收入快速增长带来的规模效益，盈利能力提升，利润弹性大幅释放。良品铺子、来伊份仍处于改革调整期，盈利能力短期承压。2024Q1 延续分化趋势，葵花籽、棕榈油等原辅料价格同比下行较多带动毛利率改善，年货节集中备货及动销旺盛带来收入快速增长，从而带动规模效益进一步释放，多数企业盈利能力提升。

图25：休闲零食板块收入及 yoy（2019Q3-2024Q1）



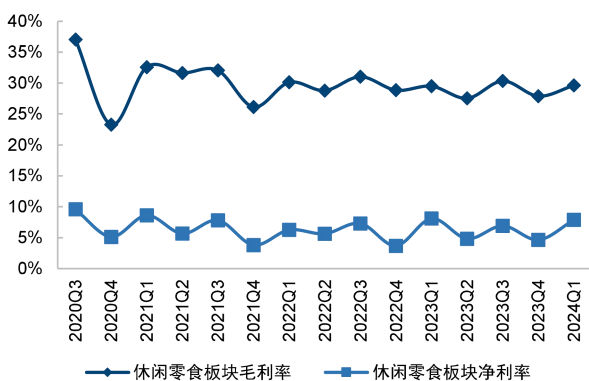
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图26：休闲零食板块净利润及 yoy（2019Q3-2024Q1）



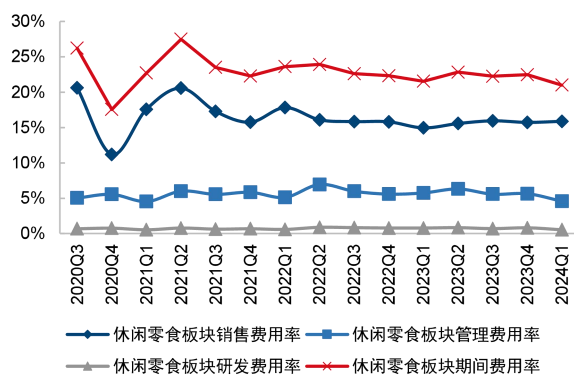
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图27：休闲零食板块毛利率、净利率（2019Q3-2024Q1）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图28：休闲零食板块期间费用率（2019Q3-2024Q1）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表14：休闲零食公司收入与归母净利润（2023 年、2023Q4 及 2024Q1，收入与利润单位为亿元）

证券简称	2023				2023Q4				2024Q1			
	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy



洽洽食品	68.06	-1.1%	8.03	-17.8%	23.27	-6.9%	2.97	-15.1%	18.22	36.4%	2.40	35.1%
盐津铺子	41.15	42.2%	5.06	67.8%	11.11	20.2%	1.10	32.6%	12.23	37.0%	1.60	43.1%
甘源食品	18.48	27.4%	3.29	107.8%	5.34	10.9%	1.15	67.0%	5.86	49.8%	0.91	65.3%
劲仔食品	20.65	41.3%	2.10	68.2%	5.72	26.5%	0.76	122.6%	5.40	23.6%	0.74	87.7%
桃李面包	67.59	1.1%	5.74	-10.3%	16.92	2.0%	1.15	-23.5%	14.00	-5.2%	1.15	-16.9%
元祖股份	26.59	2.8%	2.76	3.7%	5.02	9.1%	-0.25	20.8%	4.21	-6.0%	-0.08	4.7%
三只松鼠	71.15	-2.4%	2.20	69.9%	25.32	29.2%	0.50	39.7%	36.46	91.8%	3.08	60.8%
良品铺子	80.46	-14.8%	1.80	-46.3%	20.46	-16.0%	-0.11	-122.9%	24.51	2.8%	0.62	-58.0%
来伊份	39.77	-9.2%	0.57	-44.1%	9.75	-14.0%	0.53	67.6%	10.61	-12.5%	0.61	-13.9%
有友食品	9.66	-5.7%	1.16	-24.4%	2.07	-27.6%	0.10	-79.7%	2.75	18.0%	0.43	-8.8%
好想你	17.28	23.4%	-0.52	72.6%	6.37	49.8%	-0.11	91.9%	4.94	19.1%	0.13	2.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 15：休闲零食公司毛利率与净利率（2023 年、2023Q4 及 2024Q1）

证券简称	2023				2023Q4				2024Q1			
	毛利率	yoy	归母净利率	yoy	毛利率	yoy	归母净利率	yoy	毛利率	yoy	归母净利率	yoy
洽洽食品	30.4%	-5.2pcts	11.8%	-2.4pcts	29.3%	-5.3pcts	12.8%	-1.2pcts	30.4%	1.9pcts	13.2%	-0.1pcts
盐津铺子	32.1%	-1.2pcts	12.3%	1.9pcts	31.1%	-0.2pcts	9.9%	0.9pcts	32.1%	-2.5pcts	13.0%	0.6pcts
甘源食品	35.4%	2.0pcts	17.8%	6.9pcts	36.0%	1.1pcts	21.5%	7.2pcts	35.4%	-1.0pcts	15.6%	1.5pcts
劲仔食品	30.0%	2.5pcts	10.1%	1.6pcts	32.6%	7.9pcts	13.4%	5.8pcts	30.0%	4.0pcts	13.6%	4.7pcts
桃李面包	23.1%	-1.2pcts	8.5%	-1.1pcts	21.2%	-3.0pcts	6.8%	-2.3pcts	23.1%	-0.8pcts	8.2%	-1.2pcts
元祖股份	61.1%	1.9pcts	10.4%	0.1pcts	63.3%	4.7pcts	-5.0%	1.9pcts	61.1%	2.7pcts	-2.0%	0.0pcts
三只松鼠	27.4%	-3.4pcts	3.1%	1.3pcts	20.8%	-3.8pcts	2.0%	0.2pcts	27.4%	-0.9pcts	8.5%	-1.6pcts
良品铺子	26.4%	0.2pcts	2.2%	-1.3pcts	25.4%	-0.4pcts	-0.5%	-2.5pcts	26.4%	-2.7pcts	2.5%	-3.7pcts
来伊份	41.5%	-0.9pcts	1.4%	-0.9pcts	41.4%	0.4pcts	5.4%	2.6pcts	41.5%	-1.6pcts	5.8%	-0.1pcts
有友食品	31.4%	-1.9pcts	12.0%	-3.0pcts	24.8%	-9.5pcts	4.9%	-12.5pcts	31.4%	-2.4pcts	15.7%	-4.6pcts
好想你	29.4%	2.9pcts	-3.0%	10.5pcts	25.5%	6.7pcts	-1.7%	30.3pcts	29.4%	2.7pcts	2.6%	-0.4pcts

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 3.3 速冻食品：渠道表现分化，龙头经营强韧

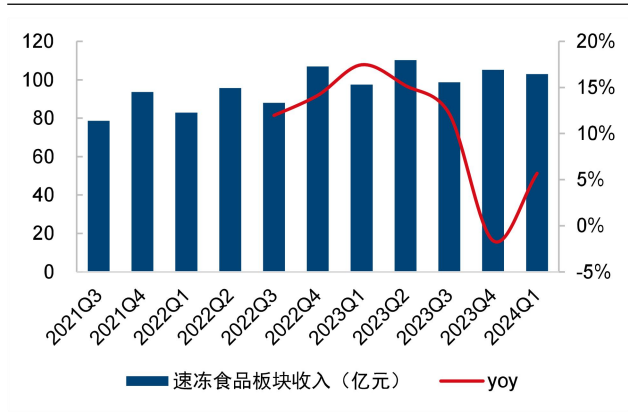
**收入端：2023 年复苏节奏先快后慢，2024Q1 需求边际好转。**2023 年速冻板块收入 411.6 亿元，同比增长 10.2%，其中 2023Q4 收入 105.2 亿元，同比减少 1.6%；2024Q1 收入 103.0 亿元，同比增长 5.7%，已出现边际好转。2023 年 B 端恢复好于 C 端，特别是连锁餐饮等（以下简称大 B）渠道受益于低基数与下游门店基础显示出更强的弹性，而社会餐饮等（以下简称中小 B）复苏节奏略慢。2023Q4 后经济环境温和复苏叠加暖冬影响，市场需求转弱，导致供应链上游企业有所承压。进入 2024Q1 后中小 B 端下游关店带来的负面影响逐渐消弭，行业需求出现边际改善。2023 年以来 C 端速冻食品在高基数、弱复苏影响下表现较为疲软，叠加商超渠道自身客流量下滑，速冻厂商 C 端收入普遍有所萎缩，23 年安井商超渠道收入同比降低 13.4%，三全直营收入同比降低 18.9%。

**利润端：龙头费投管控趋于精细，盈利端持续改善。**2023 年速冻板块利润 31.6



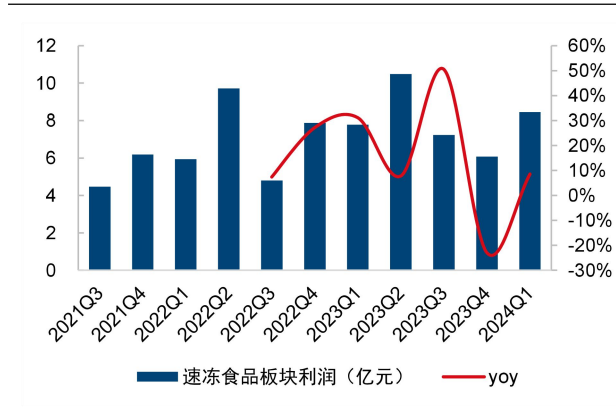
亿元，同比增长 11.4%，其中 2023Q4 利润 6.1 亿元，同比减少 22.9%；2024Q1 利润 8.5 亿元，同比增长 8.6%。速冻食品 2023 年毛利率 23.8%，2023 年以来行业原材料成本压力不大。根据 Wind 数据，2023 年棕榈油/猪肉平均价格同比下降 29%/17%，面粉、豆粕基本持平。2023 年以来速冻食品板块企业对于费投管控趋于精细，费用率稳中有降，2023 年销售费用率/管理费用率 8.8%/5.7%，同比 -0.3/-0.1pct，2024Q1 销售费用率/管理费用率 9.4%/5.5%，同比 -0.1/+0.2pct。部分速冻龙头盈利能力持续改善，2023 年安井/千味归母净利率同比提升 1.5/0.2pct，2024Q1 归母净利率同比提升 0.3/0.4pct，但是三全、立高受制于疲软的需求与激烈的竞争，2023 年归母净利率有所下滑。

图 29：速冻食品板块收入及 yoy（2021Q3-2024Q1）



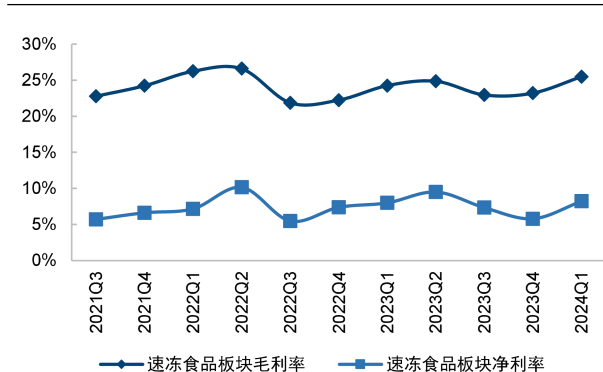
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 30：速冻食品板块净利润及 yoy（2021Q3-2024Q1）



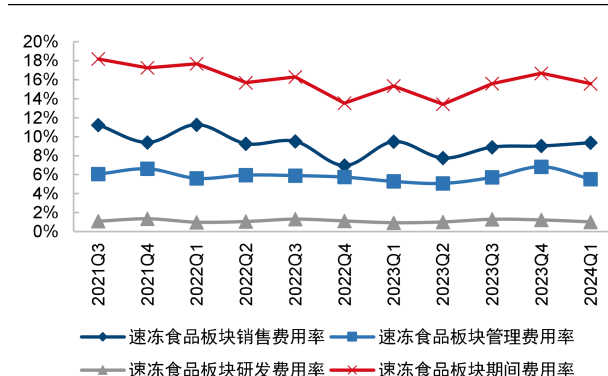
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 31：速冻食品板块毛利率、净利率（2021Q3-2024Q1）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 32：速冻食品板块期间费用率（2021Q3-2024Q1）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表 16：速冻食品公司收入与归母净利润（2023 年、2023Q4 及 2024Q1，收入与利润单位为亿元）

证券简称	2023				2023Q4				2024Q1			
	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy
安井食品	140.45	15.3%	14.78	34.2%	37.74	-6.3%	3.56	-13.4%	37.55	17.7%	4.38	21.2%
千味央厨	19.01	27.7%	1.34	31.4%	5.73	25.0%	0.40	23.2%	4.63	8.0%	0.35	14.2%
三全食品	70.56	-5.1%	7.49	-6.5%	16.41	-21.8%	1.97	-28.6%	22.54	-5.0%	2.30	-17.8%

立高食品	34.99	20.2%	0.73	-49.2%	9.17	6.7%	-0.85	-297.2%	9.16	15.3%	0.77	54.0%
味知香	7.99	0.1%	1.35	-5.4%	1.80	-5.7%	0.28	-13.9%	1.66	-17.9%	0.19	-46.9%
巴比食品	16.30	6.9%	2.14	-4.0%	4.44	4.6%	0.59	-33.5%	3.54	10.7%	0.40	-3.4%
南侨食品	30.83	7.7%	2.32	44.7%	7.93	1.4%	1.07	286.5%	7.75	4.5%	0.77	96.7%
五芳斋	26.35	7.0%	1.66	19.7%	2.20	10.8%	-0.76	16.0%	2.07	-4.1%	-0.70	-9.1%
海欣食品	17.16	5.8%	0.02	-96.4%	5.82	10.5%	-0.01	-114.5%	4.59	14.5%	0.10	-24.9%
春雪食品	27.96	12.1%	-0.35	-143.8%	7.00	4.6%	-0.56	-3929.8%	5.29	-23.2%	-0.06	-170.9%
惠发食品	19.97	26.4%	0.08	106.3%	6.93	51.6%	0.37	185.5%	4.22	8.4%	-0.04	75.5%

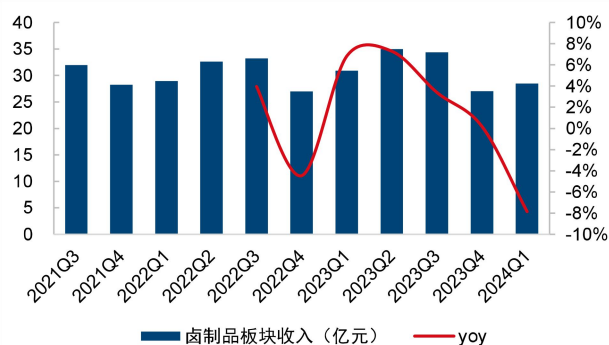
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 3.4 卤制品：单店经营承压，盈利能力修复

**收入端：消费需求偏弱，单店经营短期承压。**2023 年卤制品<sup>2</sup>板块营业收入 127.3 亿元，同比增长 4.5%，其中 2023Q4 营业收入 27.0 亿元，同比增长 0.2%。2024Q1 卤制品板块营业收入 28.5 亿元，同比减少 7.9%。受到消费环境复苏偏温和影响，2023 年以来卤制品公司单店营收表现均较弱。绝味开店集中于上半年，2023 年全年净开店 874 家至 15950 家，其中下半年净关店 212 家，主要为主动关闭的低店效门店；紫燕截至 2023 年末门店达 6205 家，全年净开店 510 家，主要集中于上半年；截至 2023 年末煌上煌门店数量 4497 家，较 2022 年末门店净增加 572 家，稳步推进开店计划；周黑鸭门店全年净增加 387 家至 3816 家。

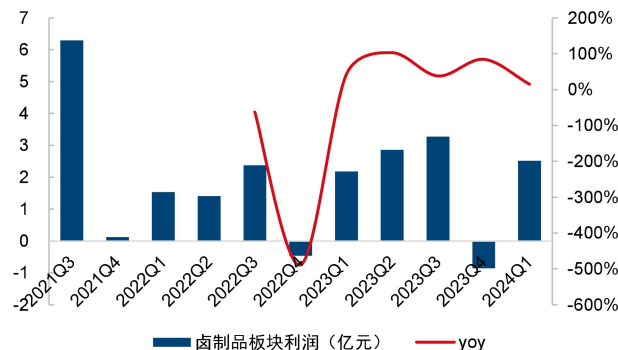
**利润端：成本端压力舒缓，企业盈利能力回升。**2023 年全年卤制品板块归母净利润 7.5 亿元，同比增长 53.8%；2024Q1 归母净利润 2.5 亿元，同比增长 15.2%。由于鸭副及牛肉成本从前期高点回落，2023 年下半年以来卤制品公司毛利端均有明显修复，2023Q4/2024Q1 卤制品板块毛利率同比提升 5.3/5.0pct 至 24.4%/28.7%。结合企业积极采取控费措施，综合来看，2023 年卤制品板块净利率 5.9%，同比提升 1.9pct；2024Q1 卤制品板块净利率 8.8%，同比提升 1.8pct。

图 33：卤制品板块收入及 yoy（2021Q3-2024Q1）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 34：卤制品板块净利润及 yoy（2021Q3-2024Q1）

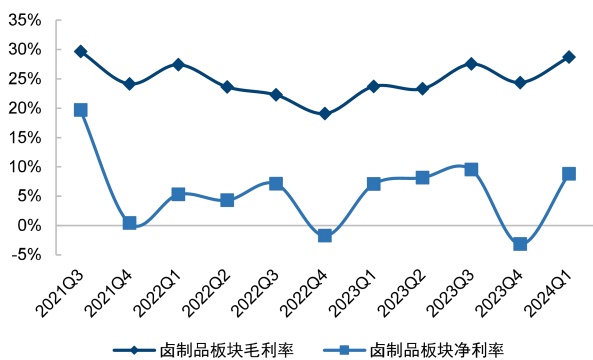


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

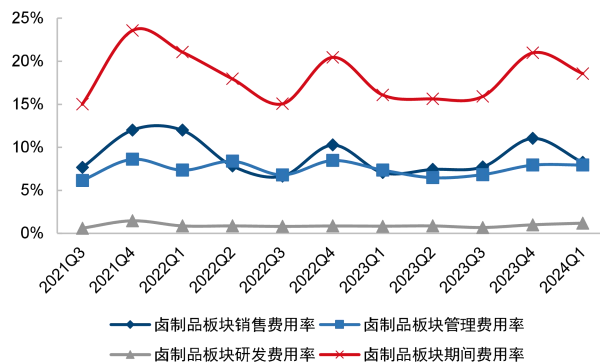
图 35：卤制品板块毛利率、净利率（2021Q3-2024Q1）

图 36：卤制品板块期间费用率（2021Q3-2024Q1）

<sup>2</sup> 本节卤制品板块包含 3 家 A 股上市公司：绝味食品、紫燕食品、煌上煌



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 17: 卤制品公司收入与归母净利润 (2023 年、2023Q4 及 2024Q1)

证券简称	2023				2023Q4				2024Q1			
	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy
绝味食品	72.61	9.6%	3.44	46.6%	16.30	8.5%	-0.45	-395.0%	16.95	-7.0%	1.65	20.0%
紫燕食品	35.50	-1.5%	3.32	49.5%	7.34	-14.7%	-0.10	-72.0%	6.95	-8.0%	0.54	20.9%
煌上煌	19.21	-1.7%	0.71	129.0%	3.40	1.2%	-0.30	43.6%	4.58	-10.6%	0.33	-10.1%

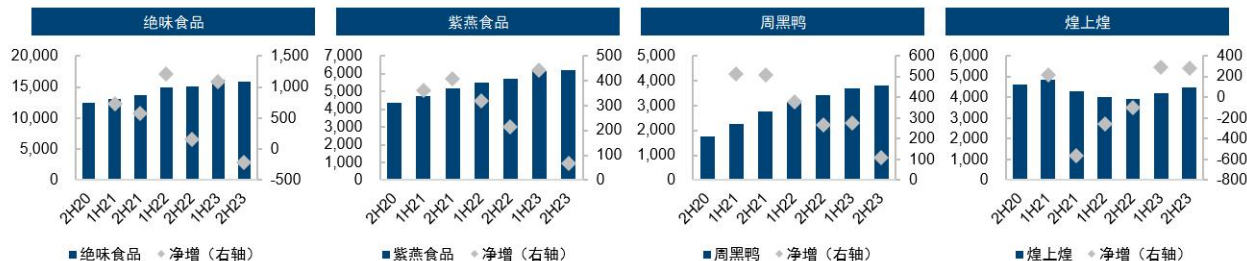
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 18: 卤制品公司毛利率与净利率 (2023 年、2023Q4 及 2024Q1)

证券简称	2023				2023Q4				2024Q1			
	毛利率	yoy	归母净利率	yoy	毛利率	yoy	归母净利率	yoy	毛利率	yoy	归母净利率	yoy
绝味食品	30.0%	-0.8pcts	4.7%	1.2pcts	26.9%	4.4pcts	-2.8%	-3.7pcts	30.0%	5.7pcts	9.7%	2.2pcts
紫燕食品	20.9%	6.5pcts	9.3%	3.2pcts	15.8%	4.7pcts	-1.4%	-0.7pcts	20.9%	2.2pcts	7.8%	1.9pcts
煌上煌	35.6%	0.9pcts	3.7%	2.1pcts	30.7%	6.4pcts	-8.9%	7.1pcts	35.6%	6.5pcts	7.1%	0.0pcts

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 19: 卤制品板块各公司门店数



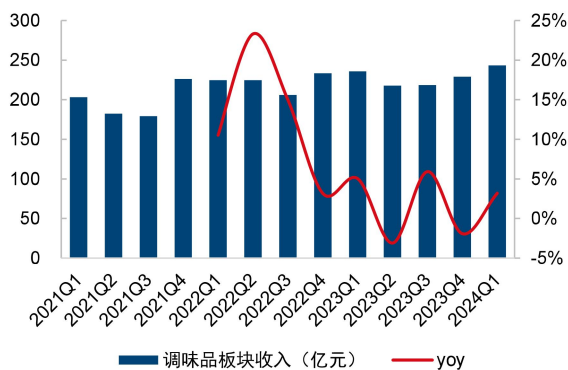
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 3.5 调味品: 复调品类表现更优, 板块盈利能力改善

**收入端：2023 年渠道、品类表现分化，2024Q1 行业需求回暖。**2023 年调味品板块收入 901.2 亿元，同比增长 1.4%；2024Q1 收入 243.5 亿元，同比增长 3.2%。在经济环境延续温和复苏的背景之下，板块 2023Q4 有所承压，2024 恢复正增长。渠道方面，大 B 恢复情况领先于中小 B 和 C 端；在品类方面，2023 年复合调味品的市场表现优于基础调味品，主要源于消费力较弱、行业内竞争加剧。2024Q1 在春节餐饮需求拉动下，调味品板块收入端出现回暖。

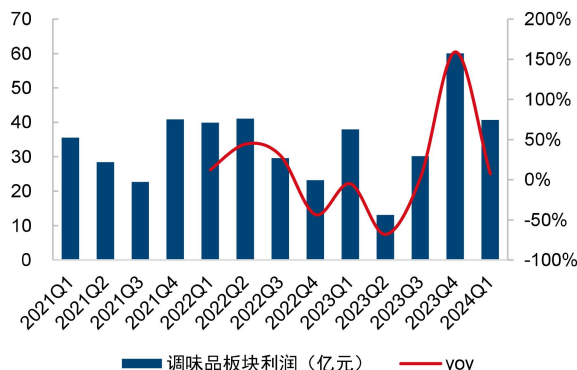
**利润端：原材料成本下行，板块盈利能力改善。**2023 年调味品板块归母净利润 141.3 亿元，同比增加 5.7%；2024Q1 归母净利润 40.8 亿元，同比增长 7.3%。受益于黄豆、包材等核心原料价格下行，2024Q1 多数调味品企业毛利率呈现改善趋势。2023 年调味品板块销售/管理费用率分别为 6.0%/6.0%，2024Q1 板块销售/管理费用率分别为 6.2%/5.9%，基本维持稳定。综合来看，2024Q1 后由于原材料成本下行维稳，费用率保持平稳，调味品板块盈利能力修复，2024Q1 板块净利率 16.7%，同比提升 0.6pct，其中中炬高新受益于美味鲜净利率提升显著，归母净利润率提升 5.1pct。

图 37: 调味品板块收入及 yoy (2021Q1-2024Q1)



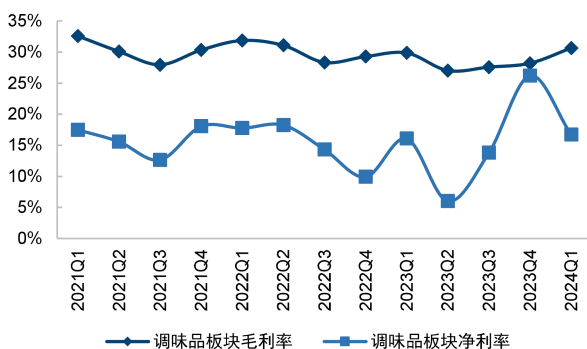
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 38: 调味品板块净利润及 yoy (2021Q1-2024Q1)



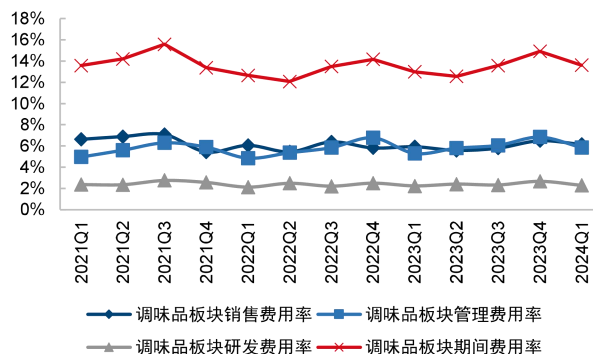
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 39: 调味品板块毛利率、净利率 (2021Q1-2024Q1)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 40: 调味品板块期间费用率 (2021Q1-2024Q1)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 20: 调味品公司收入与归母净利润 (2023 年、2023Q4 及 2024Q1, 收入与利润单位为亿元)

证券简称	2023				2023Q4				2024Q1			
	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy
海天味业	245.59	-4.1%	56.27	-9.2%	59.09	-9.3%	12.98	-15.2%	76.94	10.2%	19.19	11.9%
中炬高新	51.39	-3.8%	16.97	386.5%	11.86	-14.4%	29.69	393.7%	14.85	8.6%	2.39	59.7%
恒顺醋业	21.06	-1.5%	0.87	-37.0%	4.69	2.4%	-0.51	-212.0%	4.60	-24.9%	0.55	-24.2%
加加食品	14.54	-13.8%	-1.91	-140.6%	2.36	-43.0%	-1.66	-149.5%	4.87	12.0%	0.07	-49.0%
千禾味业	32.07	31.6%	5.30	54.2%	8.75	-0.8%	1.43	-8.5%	8.95	9.3%	1.55	6.7%
涪陵榨菜	24.50	-3.9%	8.27	-8.0%	4.98	-0.8%	1.67	-17.3%	7.49	-1.5%	2.72	3.9%
安琪酵母	135.81	5.7%	12.70	-3.9%	39.28	1.8%	3.58	-15.5%	34.83	2.5%	3.19	-9.5%
仲景食品	9.94	12.8%	1.72	36.7%	2.60	14.4%	0.32	36.6%	2.74	22.8%	0.51	30.1%
梅花生物	277.61	-0.6%	31.81	-27.8%	72.34	1.7%	10.20	6.0%	64.87	-6.7%	7.52	-6.1%
莲花健康	21.01	24.2%	1.30	181.3%	4.86	29.3%	0.35	1451.7%	5.76	26.5%	0.49	134.5%
佳隆股份	2.60	25.1%	-0.45	18.4%	0.56	42.3%	-0.17	68.7%	0.55	-19.8%	0.02	226.9%
安记食品	6.32	13.5%	0.31	124.7%	1.43	-7.5%	0.03	210.0%	1.40	-3.5%	0.07	-49.5%
天味食品	31.49	17.0%	4.57	33.7%	9.15	17.0%	1.36	39.9%	8.53	11.3%	1.76	37.2%
日辰股份	3.59	16.5%	0.56	10.5%	0.94	24.1%	0.15	54.9%	0.92	14.7%	0.13	21.1%
宝立食品	23.69	16.3%	3.01	39.8%	6.10	8.6%	0.60	-3.0%	6.24	15.7%	0.61	-20.4%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 3.6 乳制品：收入端整体承压，成本改善贡献利润增长

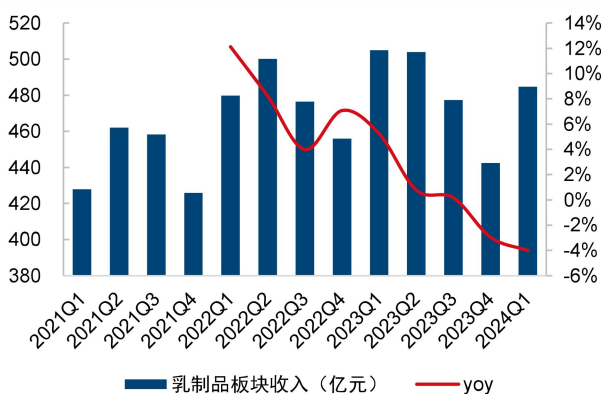
**收入端：需求较为平淡，板块营收承压。**2023 年乳制品板块收入 1928.6 亿元，同比增长 0.8%；2024Q1 收入 484.7 亿元，同比增长 0.8%。由于消费环境较弱，2023Q4 后乳制品收入持续承压，进入 2024Q1 后春节礼赠场景带动高端白奶消费有所回暖。节后需求恢复平稳，整体乳制品消费依然较为低迷，叠加乳企采取一定控货措施去库存，板块收入同比基本持平。龙头伊利/光明表现偏弱，2023Q4 收入同比减少 1.8%/14.8%，2024Q1 同比减少 2.6%/9.2%，区域乳企营收端表现稍佳，天润/新乳业 2023Q4 收入同比增加 13.0%/10.6%，2024Q1 同比增加 1.5%/3.7%。

**利润端：原奶价格下行，利润高速增长。**2023 年乳制品板块归母净利润 128.8 亿元，同比增长 23.5%；2024Q1 归母净利润 63.9 亿元，同比增长 54.5%。根据 Wind 数据，2023 年我国主产区生鲜乳均价同比下降 7.7%，2024Q1 价格同比下降 10.9%。原料价格下降带来乳制品板块毛利率改善，2023 年乳制品毛利率同比提升 0.6pct 至 29.6%，2024Q1 毛利率达到 32.1%，为 2021Q3 以来最高点。2023 年乳制品板块销售/管理费用率分别同比下降 0.5/0.2pct 至 16.6%/4.9%，2024Q1 销售/管理费用率分别同比提升 1.0/0.2pct 至 17.2%/4.9%，主因进入春节部分乳企加大费用投放。综合来看，受益于成本价格下行和企业较为平稳的费用率，乳制品板块盈利能力改善，2023 年净利率 6.7%，同比提升 1.2pct；2024Q1 净利率 13.2%，同比提升 5.0pct。

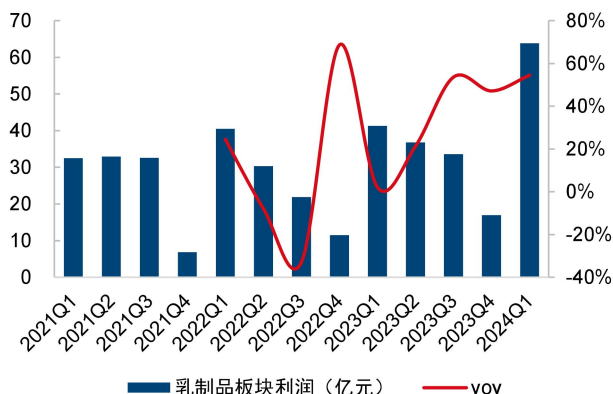
图 41：乳制品板块收入及 yoy（2021Q1-2024Q1）

图 42：乳制品板块净利润及 yoy（2021Q1-2024Q1）



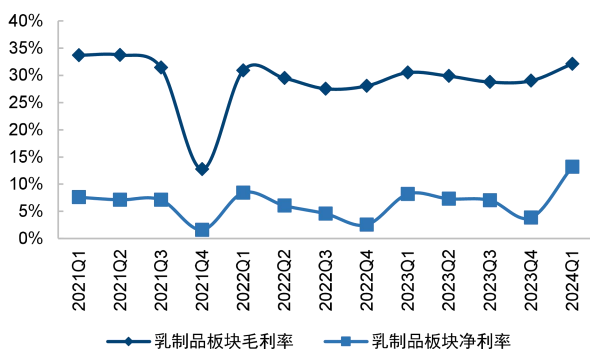


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理



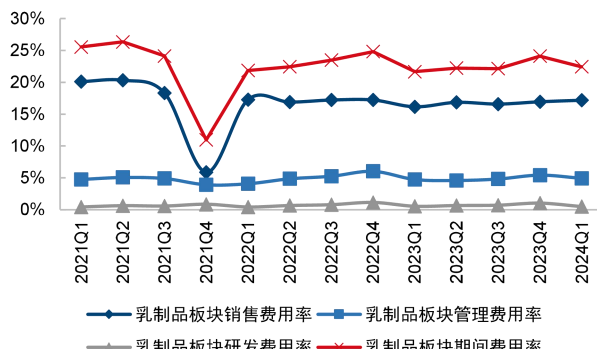
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图43: 乳制品板块毛利率、净利率 (2021Q1-2024Q1)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图44: 乳制品板块期间费率 (2021Q1-2024Q1)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表21: 乳制品公司收入与归母净利润 (2023年、2023Q4及2024Q1, 收入与利润单位为亿元)

证券简称	2023				2023Q4				2024Q1			
	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy
阳光乳业	5.70	0.1%	1.16	4.4%	1.48	1.6%	0.21	15.0%	1.09	-6.4%	0.22	-2.0%
皇氏集团	28.93	0.1%	0.67	460.1%	6.49	-22.2%	-1.08	-135.8%	4.80	-41.8%	0.05	5.8%
贝因美	25.28	0.8%	0.47	127.0%	6.12	2.1%	-0.02	99.1%	7.20	2.3%	0.22	80.7%
麦趣尔	7.09	-28.3%	-0.97	72.3%	1.72	22.5%	-0.34	4.0%	1.54	-12.3%	-0.32	-294.6%
燕塘乳业	19.50	4.0%	1.80	81.6%	4.69	0.7%	0.37	143.1%	3.79	-11.6%	0.16	-42.9%
庄园牧场	9.56	-9.0%	-0.81	-233.7%	2.41	-11.8%	-0.64	-309.0%	2.25	-10.0%	-0.45	-808.0%
新乳业	109.87	9.8%	4.31	19.3%	27.93	10.6%	0.50	-2.1%	26.14	3.7%	0.90	46.9%
熊猫乳品	9.47	6.2%	1.09	104.1%	2.38	-3.8%	0.27	101.8%	1.85	-14.0%	0.27	38.6%
天润乳业	27.14	12.6%	1.42	-27.7%	6.31	13.0%	0.00	-101.1%	6.41	1.5%	0.05	-91.7%
三元股份	78.41	-1.4%	2.43	502.4%	16.91	2.6%	0.12	117.2%	20.41	-5.2%	0.73	73.3%
光明乳业	264.85	-6.1%	9.67	168.2%	58.21	-14.8%	6.45	7423.2%	64.17	-9.2%	1.72	-8.1%
妙可蓝多	40.49	-16.2%	0.63	-53.9%	9.74	-2.6%	0.30	588.4%	9.50	-7.1%	0.41	70.6%
伊利股份	1,261.79	2.4%	104.29	10.6%	287.75	-1.8%	10.48	-23.5%	325.77	-2.6%	59.23	63.8%
一鸣食品	26.43	8.7%	0.22	117.2%	6.90	10.1%	-0.13	79.8%	6.43	11.1%	0.10	126.4%

李子园 14.12 0.6% 2.37 7.2% 3.43 0.2% 0.48 -27.3% 3.34 -3.2% 0.57 -3.8%

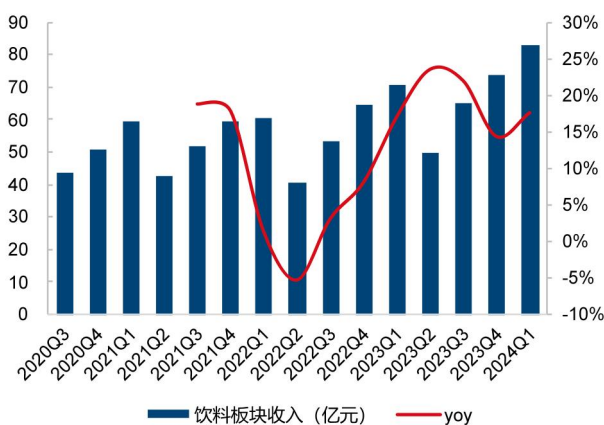
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 3.7 饮料：龙头增长势能强劲，2024Q1 板块收入增速环比提升

**收入端：收入表现分化，东鹏饮料增速显著领先；2024Q1 春节旺季板块收入增速环比略有提升。**2023 年饮料板块实现营业收入 259.3 亿元，同比增长 18.7%；其中 2023Q4 实现营业收入 73.8 亿元，同比增长 14.4%。能量饮料行业龙头东鹏饮料全年收入同比增长 32.5%，增速领衔饮料板块，主要系大单品东鹏特饮维持高速增长势能，且补水啦和东鹏大咖增速亮眼，反映公司第二增长曲线的打造卓有成效。2024Q1 饮料板块实现营业收入 83.0 亿元，同比增长 17.6%，收入增速环比 2023Q4 略有提升，主要受益于春节旺季消费需求回暖，礼赠、出行等场景复苏。企业间收入表现分化，2024Q1 东鹏饮料收入同比增长 39.8%，香飘飘、承德露露、养元饮品、欢乐家收入表现相对平淡。

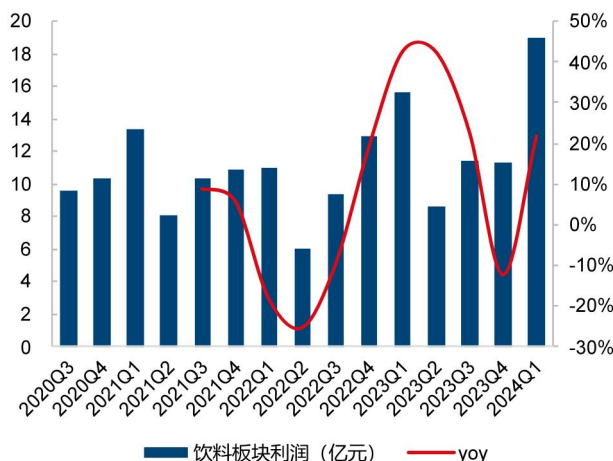
**利润端：费用投放策略差异较大，企业间盈利能力变动有所分化。**2023 年饮料板块实现归母净利润 47.0 亿元，同比增长 19.6%；其中 2023Q4 饮料板块实现归母净利润 11.4 亿元，同比下滑 12.4%。2023 年主要原材料 PET、纸箱价格下行，对饮料企业毛利率有正向贡献，多数饮料企业毛利率改善。但各家企业的产品销售策略不同导致费用率变化差异较大，企业间盈利能力变动有所分化。2024Q1 饮料板块实现归母净利润 19.0 亿元，同比增长 21.6%，饮料板块延续较快利润增长，主要原因包括主要原材料价格下行或维持低位，促进饮料企业毛利率提升；2) 部分企业费用控制良好，费用率改善。其中东鹏饮料 2024Q1 冰柜投放支出增多，销售费用率同比提升，导致单季度盈利能力略有下滑。

图 45：饮料板块收入及 yoy (2019Q3-2024Q1)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

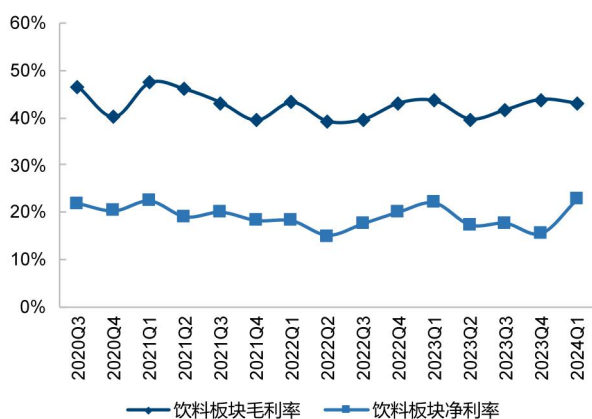
图 46：饮料板块净利润及 yoy (2019Q3-2024Q1)



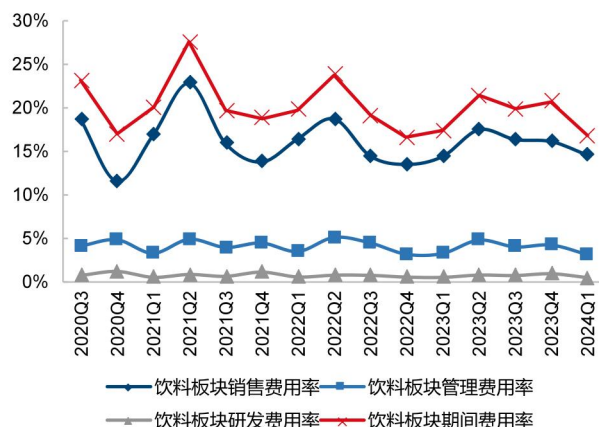
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 47：饮料板块毛利率、净利率 (2019Q3-2024Q1)

图 48：饮料板块期间费用率 (2019Q3-2024Q1)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 22: 饮料板块公司收入与归母净利润 (2023 年、2023Q4 及 2024Q1, 收入与利润单位为亿元)

证券简称	2023				2023Q4				2024Q1			
	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy
东鹏饮料	112.63	32.4%	20.40	41.6%	26.22	40.9%	3.84	39.7%	34.82	39.8%	6.64	33.5%
香飘飘	36.25	15.9%	2.80	31.0%	16.47	3.1%	2.77	-4.2%	7.25	6.8%	0.25	331.3%
承德露露	29.55	9.8%	6.38	6.0%	9.19	27.5%	1.95	7.4%	12.27	7.5%	2.46	3.0%
养元饮品	61.62	4.0%	14.67	-0.5%	15.75	-9.4%	1.78	-61.9%	23.16	3.9%	8.79	20.0%
欢乐家	19.23	20.5%	2.78	36.9%	6.17	15.6%	1.03	19.7%	5.51	6.6%	0.82	-3.7%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 23: 饮料板块公司毛利率与净利率 (2023 年、2023Q4 及 2024Q1)

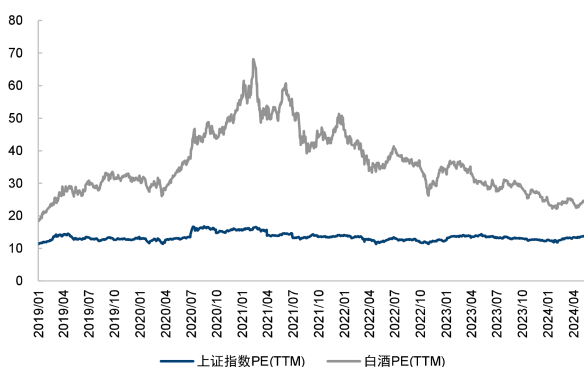
证券简称	2023				2023Q4				2024Q1			
	毛利率	yoy	归母净利率	yoy	毛利率	yoy	归母净利率	yoy	毛利率	yoy	归母净利率	yoy
东鹏饮料	42.8%	0.7pcts	18.1%	1.2pcts	44.9%	0.5pcts	14.7%	-0.1pcts	42.8%	-0.8pcts	19.1%	-0.9pcts
香飘飘	33.6%	3.7pcts	7.7%	0.9pcts	43.9%	3.2pcts	16.8%	-1.3pcts	33.6%	2.6pcts	3.5%	2.6pcts
承德露露	43.7%	-3.4pcts	21.6%	-0.8pcts	37.7%	-9.8pcts	21.2%	-4.0pcts	43.7%	-3.9pcts	20.1%	-0.9pcts
养元饮品	47.2%	0.6pcts	23.8%	-1.1pcts	46.9%	2.2pcts	11.3%	-15.6pcts	47.2%	0.2pcts	38.0%	5.1pcts
欢乐家	38.7%	5.2pcts	14.5%	1.7pcts	41.1%	6.8pcts	16.6%	0.6pcts	38.7%	1.8pcts	14.9%	-1.6pcts

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 4 投资建议

**PE 估值：2023 年以来板块估值波动下行，白酒板块当前市盈率接近 2011 年以来中枢水平，大众品板块市盈率处于 2019 年以来较低水平。**2023 年初至今白酒板块市盈率均值 28.6 倍，高于 2011 年以来市盈率均值（27.8 倍），低于 2019 年以来市盈率均值（36.2 倍）；2023 年初至今白酒板块相对上证指数估值溢价均值为 116%，高于 2011 年以来的估值溢价平均值（106%），低于 2019 年以来的估值溢价平均值（166%）。年初至今大众品板块市盈率均值 32.3 倍，低于 2011 年以来市盈率均值（36.0 倍）与 2019 年以来市盈率均值（38.0 倍）；年初至今大众品板块相对上证指数估值溢价均值为 144%，低于 2011 年以来的估值溢价平均值（171%）与 2019 年以来的估值溢价平均值（181%）。

图49：2019 年至今白酒板块与上证综指 PE(TTM) 变化



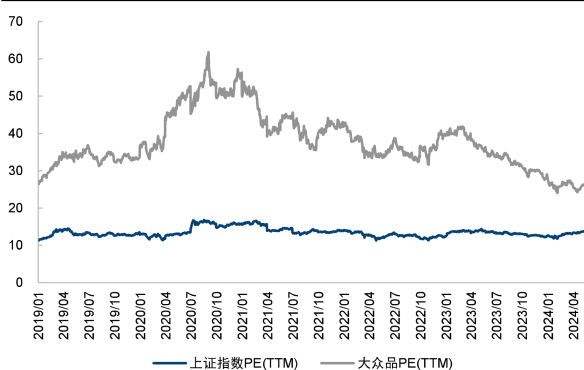
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图50：2019 年至今白酒板块相对上证综指/PE(TTM) 倍数变化



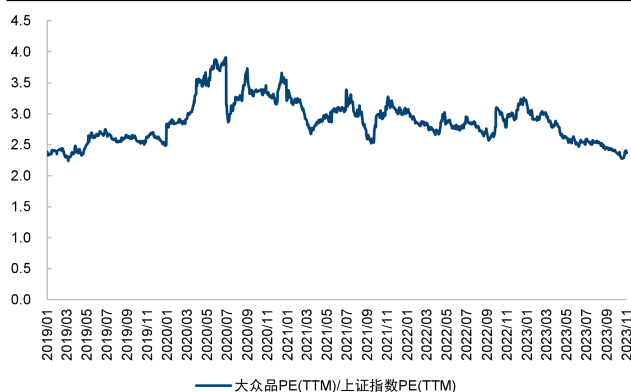
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图51：2019 年至今大众品板块与上证综指 PE(TTM) 变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图52：2019 年至今大众品板块相对上证综指 PE(TTM) 倍数变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**投资建议-白酒：基本面韧性较强，顺周期受益品种，重点关注高端白酒及区域龙头。**从行业表现看，白酒与宏观经济相关性较强，短期商务交流场景仍处于弱复苏阶段，行业整体需求仍有一定压力；近期多地房地产政策利好，4 月国内挖机内销同比+13%，经济前瞻性指标已进入上行通道，预计随经济活跃度逐步提升，全年白酒需求呈前低后高态势。从市场秩序看，淡季库存去化良好，各家酒企费投力度回归理性，产品价盘表现平稳。从资本市场表现看，新“国九条”强化对上市公司分红率监管，白酒板块作为资本市场的“好学生”，更具社会责任担当，2023 年年报已有多家公司提高分红率，洋河、口子窖等股息率性价比显现；在稳

健现金流支撑下，预计今年板块整体分红率将持续稳步提升。我们看好白酒板块作为顺周期受益品种，持续推荐五粮液、山西汾酒、贵州茅台、泸州老窖、迎驾贡酒、古井贡酒、今世缘等。

**投资建议-大众品：大众品龙头经营韧性有望维持，后续需求进一步改善可期。**2023年大众品营收增长稳健，利润端受益于成本回落表现更佳，经营韧性有望持续。近期宏观政策加码，后续需求进一步改善可期。细分板块推荐排序：啤酒>休闲零食&卤制品>速冻食品>调味品>乳制品。1) 啤酒：行业高端化韧性强，主要原材料成本下行强化全年利润释放的确定性。推荐具备核心产品势能强、盈利能力持续提升的华润啤酒、青岛啤酒，推荐经营稳健、股息率高的重庆啤酒。2) 休闲零食&卤制品：推荐产品、渠道有望继续贡献增量的甘源食品，建议关注成本改善明确的洽洽食品。3) 速冻食品：下游中小B餐饮恢复具有弹性，龙头企业投资性价比较高，持续推荐经营韧性强劲的速冻龙头安井食品、千味央厨。4) 调味品：复合调味品竞争格局边际优化，关注天味食品。基础调味品建议关注改革进展与高成长标的，关注中炬高新。



## 风险提示

### 1、需求恢复不及预期

疫情导致部分食品饮料消费场景缺失并影响居民消费力，疫情后消费需求得到修复，但不同板块需求修复程度表现分化，部分板块需求恢复可能不及预期。

### 2、市场竞争加剧

目前处于市场复苏阶段，厂商可能加大费用投放以抢占市场，可能存在阶段性压制盈利的风险。

### 3、成本上涨超出预期

国际形势、供需关系影响下大宗价格高位波动，部分行业原料、包材成本若进一步上涨可能侵蚀利润。

### 4、食品安全问题

消费者对健康和食品安全的关注度不断提升，若出现食品安全事件，会冲击消费者对产品品牌和品质的信心，对企业阶段性业绩形成负面影响。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032