

食品饮料

报告日期：2024年05月16日

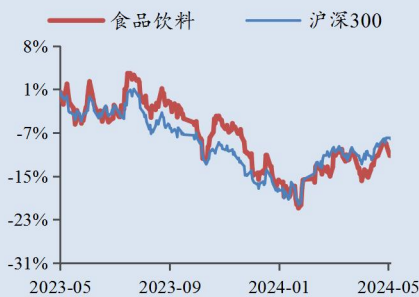
白酒一季度开门红，大众品成本下行盈利改善

——食品饮料行业2023年报及2024一季报综述

华龙证券研究所

投资评级：推荐（维持）

最近一年走势



分析师：王芳

执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzqgs.com

相关阅读

《消费温和复苏，五粮液45°和68°新品上市—食品饮料行业周报》2024.05.13
《一季度社零同比增长4.7%，关注板块结构性机会—食品饮料行业周报》2024.04.24

摘要：

- **食品饮料行业业绩分化，整体利润增速快于营收增速。**2023年度，申万一级食品饮料行业上市公司实现营收10,307亿元，同比增长7%；归母净利润2,059亿元，同比增长17%；扣非后归母净利润1985亿元，同比增长16%。2024Q1，食品饮料行业实现营收3,120亿元，同比增长7%，归母净利润813亿元，同比增长16%；扣非后归母净利润780亿元，同比增长14%。
- **白酒：2023年和2024Q1白酒板块收入和利润均实现双位数增长，且归母净利润增速快于收入增速。**2023/2024Q1白酒板块上市公司实现营业收入4092亿元/1502亿元，同比增长16%/15%；归母净利润1551亿元/620亿元，同比增长19%/16%。受宏观经济影响，白酒需求端短期相对承压，宴席需求好于商务需求，高端白酒表现稳健，区域龙头受益于宴席场景和大众聚饮，业绩表现优于次高端价格带白酒。
- **啤酒：需求端环比改善，仍有待进一步修复。**2023年/2024Q1啤酒板块实现营业收入695亿元/194亿元，同比变化+6%/-1%，2023Q4收入增速为-3%，2024Q1收入增速降幅收窄，环比改善。2023年/2024Q1实现归母净利润69亿元/23亿元，同比增长17%/16%，利润增速优于收入增速，主因产品结构升级和原材料成本回落兑现。
- **零食：2024Q1零食板块具备高成长性，主要公司利润增速亮眼。**2023/2024Q1零食板块实现营业收入393亿元/126亿元，同比增长0.2%/28%；归母净利润24亿元/11亿元，同比增长24%/22%，在大众性价比消费趋势带动下，零食板块渠道和品类红利持续兑现，零食量贩店扩张和抖音等新媒体带来新增量，鹌鹑蛋、魔芋等品类快速放量，规模效应提升，叠加原材料成本端下行，2024Q1盐津铺子、劲仔食品、三只松鼠、洽洽食品、甘源食品等主要零食公司的业绩均实现较快增长。
- **软饮料：软饮料板块需求端恢复增长趋势明显，成本回落，盈利水平改善。**2023/2024Q1软饮料板块实现营收325亿元/100亿元，同比增长13%/14%；归母净利润47亿元/21亿元，同比+9%/+27%。包装水、无糖茶、功能性饮料等细分品类动销旺盛，景气向上，

具备板块贝塔，叠加头部企业自身优秀的大单品和品牌打造能力，渠道管理把控力，头部企业有望延续高势能。夏季旺季来临，板块景气度有望持续向上。

- **乳品：需求端疲软叠加原奶价格下行，2024Q1 乳品板块营收端承压，净利润双位数增长。**2023/2024Q1 乳品板块实现营业收入 2000 亿元/499 亿元，同比变动+1%/-4%；归母净利润 130 亿元/65 亿元，同比增长 23%/54%。2023 年以来，原奶供给宽裕，价格持续下行，当前龙头更加注重净利率的提升，预计行业促销力度相对克制维持正常水平，竞争较为理性。
- **预加工食品：预加工食品下游需求弱复苏，龙头业绩增长具备更强韧性。**2023/2024Q1 预加工食品板块实现营收 403 亿元/100 亿元，同比增长 6%/3%；归母净利润 28 亿元/8 亿元，同比增长 3%/4%。分季度来看，2023Q4/2024Q1 营收同比变化分别为-7%/+3%，归母净利润同比变化分别为-32%/4%。2023Q4 下滑主因同期高基数影响以及下游餐饮需求端表现较弱。板块内公司业绩分化加剧，龙头具备更强竞争优势和业绩增长确定性。
- **调味品：调味品板块呈现复苏趋势，库存去化叠加成本下行，业绩改善明显。**2023/2024Q1 调味品板块实现营收 626 亿元/179 亿元，同比增长 2%/7%；归母净利润 110 亿元/33 亿元，同比增长 22%/11%。分季度来看，2023Q4/2024Q1 营收同比变化分别为-4%/+7%，归母净利润同比变化分别为+264%/11%。2023 年调味品板块业绩表现前高后低，2023Q4 需求端略承压，2024Q1 边际修复，环比改善。
- **烘焙：烘焙食品板块 2024Q1 归母净利润环比改善。**2023/2024Q1 烘焙食品板块实现营业收入 235 亿元/54 亿元，同比增长 11%/7%；归母净利润 20 亿元/4 亿元，同比增长 6%/12%。分季度来看，2023Q4/2024Q1 营收同比变化分别为+10%/+7%，归母净利润同比变化分别为-22%/+12%，环比增速转正，改善明显。
- **投资建议：白酒建议关注贵州茅台(600519.SH)、五粮液(000858.SZ)、泸州老窖(000568.SZ)、山西汾酒(600809.SH)、古井贡酒(000596.SZ)、迎驾贡酒(603198.SH)、今世缘(603369.SH)、金徽酒(603919.SH)。大众品建议关注青岛啤酒(600600.SH)、燕京啤酒(000729.SZ)、盐津铺子(002847.SZ)、劲仔食品(003000.SZ)、三只松鼠(300783.SZ)、东鹏饮料(605499.SH)、千禾味业(603027.SH)、中炬高新(600872.SH)、伊利股份(600887.SH)、新乳业(002946.SZ)。**
- **风险提示：食品安全风险、消费复苏不及预期风险、成本上行风险、业绩增速不及预期风险、第三方数据统计偏差风险、适当性管理。**

表：重点关注公司及盈利预测

股票代码	股票简称	2024/05/15	EPS (元)				PE				投资评级
		股价 (元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600519.SH	贵州茅台	1,700.0	59.49	69.86	81.11	93.19	28.58	24.33	20.96	18.24	未评级
000858.SZ	五粮液	151.37	7.78	8.76	9.81	10.97	19.45	17.29	15.43	13.80	未评级
000568.SZ	泸州老窖	180.82	9.02	10.97	13.21	15.67	20.05	16.48	13.69	11.54	未评级
600809.SH	山西汾酒	260.45	8.56	10.78	13.21	15.92	30.42	24.16	19.71	16.36	未评级
000596.SZ	古井贡酒	263.13	8.68	11.13	13.87	16.96	30.31	23.62	18.94	15.49	未评级
603198.SH	迎驾贡酒	72.36	2.86	3.62	4.49	5.42	25.3	19.98	16.11	13.36	买入
603369.SH	今世缘	55.82	2.52	3.06	3.73	4.45	22.19	18.25	14.97	12.56	未评级
603919.SH	金徽酒	21.98	0.65	0.81	1.01	1.26	33.82	27.20	21.72	17.53	未评级
600600.SH	青岛啤酒	86.17	3.14	3.70	4.24	4.75	27.45	23.29	20.33	18.15	未评级
000729.SZ	燕京啤酒	10.31	0.23	0.33	0.42	0.52	45.02	31.51	24.33	19.81	未评级
002847.SZ	盐津铺子	73.07	2.64	3.40	4.46	5.90	27.68	22.23	16.97	12.83	买入
003000.SZ	劲仔食品	14.19	0.59	0.76	0.89	1.05	29.74	24.07	18.78	15.94	买入
300783.SZ	三只松鼠	26.15	0.55	0.87	1.20	1.63	47.55	29.93	21.77	16.04	未评级
600887.SH	伊利股份	27.8	1.64	2.04	1.98	2.14	16.95	13.66	14.06	13.02	未评级
002946.SZ	新乳业	10.88	0.5	0.66	0.82	0.99	21.76	16.52	13.28	11.03	未评级
600872.SH	中炬高新	28.11	2.2	1.00	1.25	1.60	12.77	28.25	22.53	17.61	未评级
603027.SH	千禾味业	16.17	0.54	0.63	0.75	0.88	30.21	25.65	21.47	18.38	未评级
605499.SH	东鹏饮料	224.39	5.1	6.64	8.23	10.2	44.0	33.79	27.26	22.0	买入

数据来源：数据来源：iFinD，华龙证券研究所（盐津铺子、劲仔食品、东鹏饮料盈利预测来自华龙证券研究所，其余公司盈利预测及评级均取自 iFinD 一致预期）。

内容目录

1 食品饮料：板块整体复苏，零食饮料具备较高景气度	3
2 子板块：持续分化，龙头韧性足	4
2.1 白酒：地产酒增速亮眼，高端稳健	4
2.2 啤酒：结构升级延续，成本下行，盈利能力改善	6
2.3 零食：受益于渠道和品类红利，景气度较高	7
2.4 软饮料：具备较高景气度	9
2.5 乳品：原奶成本下行，利润增速优于营收增速	11
2.6 预加工食品：分化加剧，龙头具备较强竞争优势	12
2.7 调味品：2024Q1 边际修复明显	14
2.8 烘焙食品：盈利改善，分化加剧	16
3 投资建议	17
4 风险提示	19

图目录

图 1：食品饮料行业营收及同比	3
图 2：食品饮料行业归母净利润及同比	3
图 3：申万一级食品饮料指数 PE (TTM)	17

表目录

表 1：子行业单季度营收增速 (%)	3
表 2：子行业单季度归母净利润增速 (%)	4
表 3：2023 年白酒重点公司财务指标	5
表 4：2024 年一季度白酒重点公司财务指标	6
表 5：2023 年啤酒重点公司财务指标	7
表 6：2024 年一季度啤酒重点公司财务指标	7
表 7：2023 年零食重点公司财务指标	9
表 8：2024 年一季度零食重点公司财务指标	9
表 9：2023 年软饮料重点公司财务指标	10
表 10：2024 年一季度软饮料重点公司财务指标	10
表 11：2023 年乳品重点公司财务指标	11
表 12：2024 年一季度乳品重点公司财务指标	12
表 13：2023 年预加工食品重点公司财务指标	13
表 14：2024 年一季度预加工食品重点公司财务指标	13
表 15：2023 年调味品重点公司财务指标	15
表 16：2024 年一季度调味品重点公司财务指标	15
表 17：2023 年烘焙食品重点公司财务指标	16
表 18：2024 年一季度烘焙食品重点公司财务指标	17
表 19：重点关注公司及盈利预测	18

1 食品饮料：板块整体复苏，零食饮料具备较高景气度

食品饮料行业业绩分化，整体利润增速快于营收增速。2023 年度，申万一级食品饮料行业上市公司实现营业收入 10,307.4 亿元，同比增长 7.0%；归母净利润 2,058.9 亿元，同比增长 16.9%；扣非后归母净利润 1984.7 亿元，同比增长 16.1%。2024 年一季度，食品饮料行业营业收入 3,120.5 亿元，同比增长 6.7%，归母净利润 812.7 亿元，同比增长 16.0%；扣非后归母净利润 780.0 亿元，同比增长 14.3%。

子板块方面，2024 年一季度白酒稳健，乳品、软饮料、零食和啤酒板块归母净利润同比增幅居前。2024Q1 白酒实现同比营收增速 14.7%，环比 2023Q4 小幅下滑 0.3pcts，归母净利润同比增速 15.8%，环比下滑 3.0%。营业收入方面，2024 年一季度零食/软饮料/调味品/烘焙食品/预加工食品板块分别同比增长 27.9%/14.4%/7.3%/6.8%/2.5%，增幅居前；归母净利润方面，乳品/软饮料/零食/啤酒/熟食/烘焙食品/调味品/预加工食品板块同比增速为 54.1%/26.9%/22.0%/16.3%/15.2%/11.5%/10.9%/4.0%，增幅居前。

图 1：食品饮料行业营收及同比

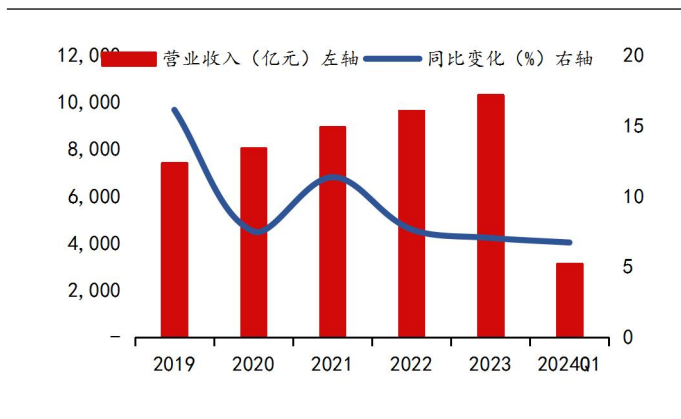
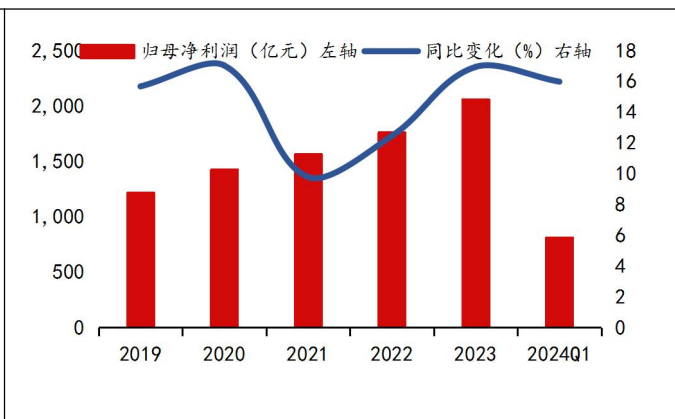


图 2：食品饮料行业归母净利润及同比



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 1：子行业单季度营收增速 (%)

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023 年度	2024Q1
白酒	19.56	10.77	16.34	12.57	15.85	17.85	15.54	15.01	15.97	14.67
零食	-1.65	-1.06	-3.52	-5.13	-12.72	4.13	12.52	0.96	0.25	27.87
软饮料	1.94	-5.68	1.00	0.12	12.67	16.28	17.09	7.53	13.07	14.40
调味发酵品	4.74	19.82	10.67	0.97	5.72	0.91	6.21	-3.66	2.15	7.33
烘焙食品	7.86	7.06	4.00	-3.59	13.04	8.70	10.67	10.35	10.63	6.78
预加工食品	10.96	29.03	18.52	20.45	17.01	9.74	6.49	-6.55	5.89	2.52
啤酒	7.82	6.88	10.90	-1.55	12.98	8.45	1.81	-3.40	6.16	-0.78
其他酒类	3.45	-17.34	-6.28	-0.46	-1.22	28.08	9.29	13.95	11.12	-2.41
乳品	11.00	7.37	3.65	6.57	5.86	1.63	0.63	-3.11	1.29	-4.28
保健品	-2.38	0.24	2.38	6.21	31.68	19.85	16.23	11.31	19.90	-5.25

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023年度	2024Q1
熟食	5.58	-6.17	3.96	-4.47	6.81	7.29	3.40	0.18	4.54	-7.86
肉制品	-24.31	-8.81	4.65	15.62	5.32	-2.69	-9.07	-22.13	-8.09	-8.56

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 2：子行业单季度归母净利润增速（%）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023年度	2024Q1
白酒	26.28	12.93	21.25	17.62	19.16	19.69	17.92	18.73	18.88	15.75
零食	-26.55	-5.12	1.57	-0.23	24.52	-3.34	5.74	65.52	23.58	22.01
软饮料	-20.03	-22.74	-12.93	8.89	41.54	32.93	20.85	-42.56	8.94	26.93
调味发酵品	-10.16	19.82	7.58	-55.55	5.68	-72.35	5.81	263.96	21.48	10.87
烘焙食品	-31.74	-14.59	-17.30	-48.20	20.85	-1.29	11.34	-21.73	5.60	11.51
预加工食品	6.35	53.19	48.04	71.62	40.52	-0.29	24.55	-32.27	3.23	4.00
啤酒	19.48	15.97	7.76	-20.52	28.41	18.01	11.05	-24.49	16.94	16.27
其他酒类	-3.83	-52.51	-35.34	-553.63	28.18	96.59	88.19	144.11	731.02	-30.04
乳品	20.62	-9.33	-32.95	63.64	1.78	20.70	53.02	44.15	22.76	54.07
保健品	-32.51	-22.79	10.72	-1307.54	42.98	8.81	-15.93	80.54	78.55	-25.39
熟食	-58.54	-84.84	-62.31	-469.39	42.25	103.07	38.15	-94.17	53.13	15.20
肉制品	-16.35	5.15	126.67	598.39	-1.88	-55.07	-31.21	-126.65	-53.95	-22.40

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2 子板块：持续分化，龙头韧性足

2.1 白酒：地产酒增速亮眼，高端稳健

2023 年和 2024 年一季度白酒板块收入和利润均实现双位数增长，且归母净利润增速快于收入增速。2023 年/2024Q1 白酒板块上市公司实现营业收入 4092.4 亿元/1501.6 亿元，同比增长 16.0%/14.7%；归母净利润 1551.5 亿元/619.9 亿元，同比增长 18.9%/15.8%。受宏观经济影响，白酒需求端短期相对承压，宴席需求好于商务需求，高端白酒表现稳健，区域龙头受益于宴席场景，业绩表现优于次高端价格带白酒。

高端白酒：高端白酒盈利能力稳健。2023 年/2024Q1 高端白酒营业收入增速分别为 17.0%/15.9%；归母净利润增速分别为 18.5%/15.2%。贵州茅台/五粮液/泸州老窖 2023 年营业收入增速分别为 19.0%/12.6%/20.3%，归母净利润增速分别为 19.2%/13.2%/27.8%；2024Q1 营业收入增速分别为 18.1%/11.9%/20.7%；归母净利润增速分别为 15.7%/12.0%/23.2%；2023 年毛利率分别提升 0.1pcts/0.4pcts/1.7pcts，净利率分别提升 0.1pcts/0.2pcts/2.6pcts；2024Q1 毛利率分别提升 0.02 pcts /0.03 pcts

/0.28 pcts, 净利率小幅波动, 分别为-1.1 pcts /-0.1 pcts /+0.9 pcts。

次高端白酒：次高端价格带内部延续分化。2023 年/2024Q1 次高端白酒营业收入增速分别为 12.4%/11.3%; 归母净利润增速分别为 12.2%/13.0%。2023 年/2024Q1 山西汾酒实现营业收入增速 21.8%/20.9%; 归母净利润增速 28.9%/30.0%，保持较快增长。2023 年洋河股份/水井坊/舍得酒业营业收入增速分别为 10.0%/6.0%/16.9%，归母净利润增速分别为 6.8%/4.4%/5.1%，2024Q1 洋河股份/水井坊/舍得酒业营业收入增速分别为 8.0%/9.4%/4.1%，归母净利润增速分别为 5.0%/16.8%/-3.4%; 酒鬼酒仍处于调整期, 收入和利润均出现双位数下滑, 业绩承压。

地产酒：区域龙头具备较强的业绩确定性。2023 年/2024Q1 地产酒营业收入增速分别为 16.3%/15.4%; 归母净利润增速分别为 38.6%/26.3%，归母净利润增速表现较优。受益于产品结构的改善和大众消费宴席市场的火爆, 古井贡酒/迎驾贡酒/今世缘 2023 年和 2024Q1 营收和归母净利润增速均超过 20.0%，显著优于行业整体。金种子酒受益于经营改善等因素, 2024Q1 归母净利润实现扭亏。

表 3：2023 年白酒重点公司财务指标

	营业收入亿元	营业收入 yoy %	归母净利润亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	扣非净利率 %	净利率变动 pct
贵州茅台	1476.94	19.01	747.34	19.16	91.96	0.10	50.60	0.06
五粮液	832.72	12.58	302.11	13.19	75.79	0.37	36.28	0.20
泸州老窖	302.33	20.34	132.46	27.79	88.30	1.71	43.81	2.56
山西汾酒	319.28	21.80	104.38	28.93	75.31	-0.05	32.69	1.81
洋河股份	331.26	10.04	100.16	6.80	75.25	0.64	30.24	-0.91
水井坊	49.53	6.00	12.69	4.36	83.16	-1.33	25.62	-0.40
舍得酒业	70.81	16.93	17.71	5.09	74.50	-3.22	25.02	-2.82
酒鬼酒	28.30	-30.14	5.48	-47.77	78.35	-1.29	19.36	-6.53
古井贡酒	202.54	21.18	45.89	46.01	79.07	1.90	22.66	3.85
迎驾贡酒	67.20	22.07	22.88	34.17	71.37	3.35	34.04	3.07
今世缘	100.98	28.07	31.36	25.30	78.34	1.75	31.06	-0.69
伊力特	22.31	37.46	3.40	105.53	48.23	0.18	15.23	5.04
口子窖	59.62	16.10	17.21	11.04	75.19	1.03	28.87	-1.32
金徽酒	25.48	26.64	3.29	17.35	62.44	-0.35	12.91	-1.02
金种子酒	14.69	23.92	-0.22	88.21	40.32	13.88	-1.50	14.28
老白干酒	52.57	12.98	6.66	-5.89	67.15	-1.20	12.67	-2.54
顺鑫农业	105.93	-9.30	-2.96	56.09	31.80	0.07	-2.79	2.97
天佑德酒	12.10	23.50	0.90	18.36	63.01	0.99	7.40	-0.28
皇台酒业	1.54	12.96	-0.15	-304.04	61.18	-2.64	-9.74	-15.13
岩石股份	16.29	49.30	0.87	133.00	75.05	7.62	5.34	1.93

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 4：2024 年一季度白酒重点公司财务指标

	营业收入亿 元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	扣非净利 率 %	净利率变动 pct
贵州茅台	457.76	18.11	240.65	15.73	92.61	0.02	53.53	-1.13
五粮液	348.33	11.86	140.45	11.98	78.43	0.03	42.02	-0.07
泸州老窖	91.88	20.74	45.74	23.20	88.37	0.28	49.83	0.92
山西汾酒	153.38	20.94	62.62	29.95	77.46	1.90	40.86	2.75
洋河股份	162.55	8.03	60.55	5.02	76.03	-0.56	37.24	-1.15
水井坊	9.33	9.38	1.86	16.82	80.47	-2.71	19.96	1.27
舍得酒业	21.05	4.13	5.50	-3.35	74.16	-4.22	26.09	-2.07
酒鬼酒	4.94	-48.80	0.73	-75.56	71.08	-10.46	14.86	-16.26
古井贡酒	82.86	25.85	20.66	31.61	80.35	0.68	25.65	1.40
迎驾贡酒	23.25	21.33	9.13	30.43	75.09	3.91	39.41	2.69
今世缘	46.71	22.84	15.33	22.12	74.23	-1.16	32.81	-0.19
伊力特	8.31	12.39	1.59	7.08	51.89	0.44	19.31	-1.14
口子窖	17.68	11.05	5.89	10.02	76.48	-0.15	33.34	-0.31
金徽酒	10.76	20.41	2.21	21.58	65.40	0.43	20.39	0.11
金种子酒	4.19	-3.02	0.18	142.87	44.52	17.29	4.38	13.74
老白干酒	11.30	12.67	1.36	33.04	62.72	-2.71	12.05	1.85
顺鑫农业	40.57	-0.75	4.51	37.42	37.15	-0.57	11.14	3.17
天佑德酒	5.26	32.77	1.08	40.43	63.02	-0.59	20.62	1.17
皇台酒业	0.36	-5.73	0.01	-64.64	64.66	0.17	2.14	-4.81
岩石股份	1.09	-71.94	-0.20	-163.35	67.69	-5.72	-13.02	-21.90

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.2 啤酒：结构升级延续，成本下行，盈利能力改善

需求端环比改善，仍有待进一步修复。2023 年/2024Q1 啤酒板块实现营业收入 695.3 亿元/194.2 亿元，同比变化+6.2%/-0.8%，2023Q4 收入增速为-3.4%，2024Q1 收入增速降幅收窄，环比改善。2023 年/2024Q1 实现归母净利润 68.5 亿元/22.8 亿元，同比增长 16.9%/16.3%，利润增速优于收入增速，主因产品结构升级和原材料成本回落兑现。

青岛啤酒：2024Q1 公司营收下滑，但归母净利润实现双位数增速。2024Q1 公司实现营业收入 101.5 亿元，同比下滑 5.2%，归母净利润 16.0 亿元，同比增长 10.1%。营业收入下滑主因公司销量承压，2024Q1 公司实现销量 218.4 万千升，同比下滑 7.6%，其中，主品牌青岛啤酒下滑 5.6%，中高端以上产品下滑幅度较小，为 2.4%。2024Q1 公司毛利率和净利率提升均超过 2.0pcts，我们认为这是由于原材料成本下降和公司产品结构优化所致。同时，2024Q1 公司销售费用率环比下降 1.0%至 12.8%，是净利率提升的重要原因之一。短期来看，伴随需求端复苏和成本下行，公司盈利能力还有改善空间，长期来看，公司高端产品布局结构优化将进一步拉升吨价，

看好中高端价格带长期扩容带来的增量。

重庆啤酒：2024Q1 公司销量增长 5.3%，归母净利润同比增长 16.8%，表现亮眼。2024Q1 公司实现营业收入 42.9 亿元，同比增长 7.2%，归母净利润 4.5 亿元，同比增长 16.8%。分价格带来看，高档产品（大于 8 元）营业收入同比增长 8.3%，主流产品（4 元-8 元）营业收入同比增长 3.6%，高端产品增速明显快于主流产品，公司产品结构升级趋势延续。受益于成本下降，2024Q1 公司毛利率提升 2.7pcts，销售费用率小幅提升 0.2pcts，净利率提升 1.6pcts。预计 2024 年二季度公司景气度将持续修复。

燕京啤酒：2024Q1 收入低个位数增长，归母净利润增速较优。2024Q1 公司实现营业收入 35.9 亿元，同比增长 1.7%，归母净利润 1.0 亿元，同比增长 58.9%。公司在 2023Q1 高基数情况下，2024Q1 实现稳步增长。2024Q1 毛利率小幅提升 0.4pcts 至 37.2%，我们预计是公司大单品燕京 U8 保持较快增长，拉动公司产品结构持续优化，同时大麦成本回落。净利率提升 1.1pcts 至 3.61%，主因公司全面改革，降本增效费效提升。2024Q1 高基数压力已过，后续伴随旺季来临，公司收入增速有望环比提升。

表 5：2023 年啤酒重点公司财务指标

	营业收入亿元	营业收入 yoy %	归母净利润亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	扣非净利率 %	净利率变动 pct
青岛啤酒	339.37	5.49	42.68	15.02	38.66	1.81	12.58	1.04
重庆啤酒	148.15	5.53	13.37	5.78	49.15	-1.33	9.02	0.02
燕京啤酒	142.13	7.66	6.45	83.02	37.63	0.19	4.54	1.87
惠泉啤酒	6.14	0.04	0.49	21.80	29.48	2.35	7.91	1.41
珠江啤酒	53.78	9.13	6.24	4.22	42.82	0.38	11.59	-0.55
兰州黄河	2.41	-9.48	-0.47	-59.76	15.16	-0.59	-19.37	-8.39

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 6：2024 年一季度啤酒重点公司财务指标

	营业收入亿元	营业收入 yoy %	归母净利润亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	扣非净利率 %	净利率变动 pct
青岛啤酒	101.50	-5.19	15.97	10.06	40.44	2.12	15.99	2.23
重庆啤酒	42.93	7.16	4.52	16.78	47.90	2.74	20.94	1.60
燕京啤酒	35.87	1.72	1.03	58.90	37.18	0.40	3.61	1.06
惠泉啤酒	1.41	2.86	0.05	468.51	30.64	4.19	3.54	2.98
珠江啤酒	11.08	7.05	1.21	39.37	42.13	1.35	11.37	2.50
兰州黄河	0.54	-26.86	-0.01	70.92	10.81	-4.51	-15.37	-2.85

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.3 零食：受益于渠道和品类红利，景气度较高

2024Q1 零食板块具备高成长性，主要公司利润增速亮眼。2023 年

/2024Q1 零食板块实现营业收入 393.4 亿元/125.6 亿元,同比增长 0.2/27.9%; 归母净利润 24.1 亿元/10.6 亿元,同比增长 23.6%/22.0%, 在大众性价比消费趋势带动下, 零食板块渠道和品类红利持续兑现, 零食量贩店扩张和抖音等新媒体带来新增量, 鹤鹑蛋、魔芋等品类快速放量, 规模效应提升, 叠加原材料成本端下行, 2024Q1 盐津铺子、劲仔食品、三只松鼠、洽洽食品、甘源食品等主要零食公司的业绩均实现较快增长。

盐津铺子: 高基数下延续高增长, 盈利能力持续提升。2024Q1 公司实现营业收入 12.2 亿元, 同比增长 37.0%, 归母净利润 1.6 亿元, 同比增长 43.1%。毛利率同比降低 2.5pcts 至 32.1%, 净利率同比提升 0.5pcts 至 13.1%。公司经历 2021 年转型升级之后, 2022 年起规模效应逐步显现。公司聚焦七大核心品类, 产品从“高成本下的高品质+高性价比”逐渐升级成为“低成本之上的高品质+高性价比”。公司销售产品和销售渠道实现结构性持续优化, 各核心品类通过全渠道拓展实现稳健增长。

劲仔食品: 公司上市三年实现营收净利润倍增。2024Q1 公司实现营业收入 5.4 亿元, 同比增长 23.6%, 归母净利润 0.7 亿元, 同比增长 87.7%。2024Q1 公司毛利率同比增长 4.0pcts 至 30.0%, 净利率大幅提升 4.8pcts 至 13.8%。公司生产所需的原材料如鳀鱼、鹤鹑蛋等价格均出现回落, 叠加收入增长, 规模效应凸显以及供应链持续优化, 公司毛利率和净利率均有较大幅度改善, 我们预计 2024 年公司收入端仍将维持较快增长。

三只松鼠: 2024Q1 公司收入利润均实现高增长。2024Q1 公司实现营业收入 36.5 亿元, 同比增长 91.8%, 归母净利润 3.1 亿元, 同比增长 60.8%。2024Q1 公司毛利率同比下降 0.9pcts 至 27.4%, 净利率下降 1.6pcts 至 8.5%。公司实施“高端性价比”的战略, 通过“一品一链”策略强化核心大单品, 同时, 借助“抖+N”策略提升短视频业务的收入, 全渠道布局高效覆盖终端, 2024 年公司有望保持一季度的高增长趋势。

洽洽食品: 2024Q1 公司盈利实现较大改善, 成本红利逐渐释放。2024Q1 公司实现营业收入 18.2 亿元, 同比增长 36.4%, 归母净利润 2.4 亿元, 同比增长 35.2%。2024Q1 公司毛利率同比提升 1.9pcts 至 30.4%, 净利率下降 0.1pcts 至 13.2%。公司瓜子产品不断向下沉市场渗透, 坚果系列产品销售渠道持续拓宽, 同时, 伴随零食量贩渠道的红利, 叠加成本端葵花籽价格回落, 预计 2024 年公司盈利能力有望持续提升。

甘源食品: 2024Q1 公司盈利能力提升。2024Q1 公司实现营业收入 5.9 亿元, 同比增长 49.8%, 归母净利润 0.9 亿元, 同比增长 65.3%。2024Q1 公司毛利率同比下降 1.0pcts 至 35.4%, 净利率提升 1.5pcts 至 15.6%。毛利率下降主因年节旺季背景下产品促销折扣力度较大等因素影响。产品端公司在老三样基本盘上, 拓展调味坚果、豆类/膨化新品, 渠道端量贩零食店、电商、会员超等景气度仍在提升, 预计 2024 年全年盈利能力有望持续向上。

表 7：2023 年零食重点公司财务指标

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	扣非净利 率 %	净利率变动 pct
盐津铺子	41.15	42.22	5.06	67.76	33.54	-1.18	12.29	1.87
劲仔食品	20.65	41.26	2.10	68.17	28.17	2.54	10.15	1.62
甘源食品	18.48	27.36	3.29	107.82	36.24	1.98	17.81	6.90
好想你	17.28	23.40	-0.52	72.60	25.74	2.94	-3.00	10.54
洽洽食品	68.06	-1.13	8.03	-17.77	26.75	-5.21	11.80	-2.38
三只松鼠	71.15	-2.45	2.20	69.85	23.33	-3.41	3.09	1.32
有友食品	9.66	-5.68	1.16	-24.38	29.37	-1.87	12.02	-2.97
来伊份	39.77	-9.25	0.57	-44.09	42.23	-0.90	1.43	-0.89
黑芝麻	26.77	-11.25	0.43	130.70	23.63	3.51	1.61	6.26
良品铺子	80.46	-14.76	1.80	-46.26	27.75	0.18	2.24	-1.31

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 8：2024 年一季度零食重点公司财务指标

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	扣非净利 率 %	净利率变动 pct
盐津铺子	12.23	37.00	1.60	43.10	32.10	-2.47	13.06	0.51
劲仔食品	5.40	23.58	0.74	87.73	30.02	4.04	13.80	4.80
甘源食品	5.86	49.75	0.91	65.30	35.39	-0.95	15.58	1.48
好想你	4.94	19.05	0.13	2.63	29.39	2.68	2.45	-0.29
洽洽食品	18.22	36.39	2.40	35.15	30.43	1.92	13.21	-0.11
三只松鼠	36.46	91.83	3.08	60.80	27.40	-0.87	8.46	-1.63
有友食品	2.75	17.96	0.43	-8.77	31.43	-2.41	15.74	-4.61
来伊份	10.61	-12.47	0.61	-13.90	41.51	-1.64	5.85	-0.02
黑芝麻	4.59	-25.70	0.03	-69.12	20.32	1.35	0.55	-1.12
良品铺子	24.51	2.79	0.62	-57.98	26.43	-2.74	2.54	-3.69

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.4 软饮料：具备较高景气度

软饮料板块需求端恢复增长趋势明显，成本回落，盈利水平改善。2023 年/2024Q1 软饮料板块实现营业收入 325.0 亿元/100.0 亿元，同比增长 13.1%/14.4%；归母净利润 46.9 亿元/20.7 亿元，同比增长 8.9%/26.9%。包装水、无糖茶、功能性饮料等细分品类动销旺盛，景气向上，具备板块贝塔，叠加头部企业自身优秀的大单品和品牌打造能力，渠道管理把控力，头部企业有望延续高势能。夏季旺季来临，板块景气度有望持续向上。

东鹏饮料 2024Q1 业绩表现较优，全国化持续推进，第二增长曲线表现亮眼。2024Q1 公司实现营收 34.8 亿元，同比增长 39.8%，归母净利润 6.6

亿元，同比增长 33.5%。2024Q1 毛利率同比下降 0.8pcts 至 42.8%，主因毛利率较低的新品（2023 年新品毛利率为 17.3%）占比提升，2024Q1 净利率同比下降 0.9pcts 至 19.1%。分品类看，2024Q1 东鹏特饮贡献营收 31.0 亿元，同比增长 30.1%，第二增长曲线其他饮料贡献营收 3.8 亿元，同比增长 257.0%，其他饮料收入增速亮眼，占比提升至 10.8%。我们看好公司 2024 年第二增长曲线的持续放量 and 基本盘东鹏特饮的全国化。

香飘飘推动“双轮驱动”战略，冲泡和即饮业务同步发展，综合竞争力提升。2024Q1 公司实现营收 7.3 亿元，同比增长 6.7%，归母净利润 0.3 亿元，同比增长 331.3%。2024Q1 毛利率同比提升 2.6pcts 至 33.6%，净利率同比提升 2.6pcts 至 3.5%。冲泡业务公司不断推动产品升级，探索健康化，挖掘下沉市场机会，即饮类业务主要聚焦在 Meco 果汁茶和兰芳园冻柠茶核心产品上，具备较大成长机会。我们看好公司稳固基本盘冲泡类产品的竞争优势，同时加速开拓第二增长曲线即饮类业务，有望放量提升盈利能力。

表 9：2023 年软饮料重点公司财务指标

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	扣非净利 率 %	净利率变动 pct
东鹏饮料	112.63	32.42	20.40	41.60	43.07	0.75	18.11	1.17
养元饮品	61.62	4.03	14.67	-0.46	45.71	0.60	23.82	-1.08
香飘飘	36.25	15.90	2.80	31.04	37.53	3.73	7.73	0.89
承德露露	29.55	9.76	6.38	6.02	41.46	-3.40	21.60	-0.76
维维股份	40.36	-4.42	2.09	119.84	22.20	1.42	5.19	2.93
欢乐家	19.23	20.47	2.78	36.85	38.75	5.17	14.48	1.74
泉阳泉	11.22	-11.58	-4.57	-891.93	32.42	-1.80	-40.75	-45.25
李子园	14.12	0.60	2.37	7.20	35.85	3.37	16.78	1.03

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 10：2024 年一季度软饮料重点公司财务指标

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	扣非净利 率 %	净利率变动 pct
东鹏饮料	34.82	39.80	6.64	33.51	42.77	-0.76	19.07	-0.90
养元饮品	23.16	3.91	8.79	19.96	47.17	0.23	37.95	5.08
香飘飘	7.25	6.76	0.25	331.26	33.64	2.62	3.49	2.63
承德露露	12.27	7.53	2.46	3.04	43.71	-3.94	20.08	-0.87
维维股份	11.09	0.83	1.27	251.48	16.60	0.47	11.36	8.17
欢乐家	5.51	6.61	0.82	-3.74	38.70	1.84	14.90	-1.60
泉阳泉	2.33	5.97	-0.06	73.06	27.80	-15.27	-0.97	7.01
李子园	3.34	-3.17	0.57	-3.79	38.19	1.57	17.03	-0.11

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.5 乳品：原奶成本下行，利润增速优于营收增速

需求端疲软叠加原奶价格下行，2024Q1 乳品板块营收端承压，净利润双位数增长。2023 年/2024Q1 乳品板块实现营业收入 1999.6 亿元/498.9 亿元，同比变动+1.3%/-4.3%；归母净利润 130.0 亿元/64.5 亿元，同比增长 22.8%/54.1%。2023 年以来，原奶供给宽裕，价格持续下行，当前龙头更加注重净利率的提升，预计行业促销力度相对克制维持正常水平，竞争较为理性。

伊利股份主动进行渠道调整，控制出货节奏，2024Q1 收入端短期承压，成本下行，扣非归母净利润高个位数增长。2024Q1 公司实现营业收入 325.8 亿元，同比减少 2.6%；归母净利润 59.2 亿元，同比增长 63.8%，公司归母净利润同比大幅增长主因一季度出售煤炭子公司，投资收益增加；公司扣非后归母净利润 37.3 亿元，同比增长 8.0%。毛利率提升 2.0pcts 至 35.8%；扣非净利率提升 7.5pcts 至 18.3%。短期来看，原奶价格仍处于下行周期，公司毛利率净利率有望持续改善。

新乳业 2024Q1 净利润双位数增长，毛利率净利率稳步提升。2023 年公司实现收入 109.9 亿元，同比+ 9.8%；归母净利润 4.3 亿元，同比+19.3%；扣非后归母净利润 4.6 亿元，同比增长 57.9%。2024Q1 实现收入 26.1 亿元，同比增长 3.7%；归母净利润 0.9 亿元，同比增长 46.9%；扣非后归母净利润 1.0 亿元，同比增长 33.8%。分产品看，2023 年公司液体乳/奶粉/其他业务分别实现营业收入 97.6 亿元/0.8 亿元/11.5 亿元，同比变化+11.2%/+11.3%/-0.5%，公司主营业务液奶实现双位数增长。分区域看，2023 年西南/华东/华北/西北地区实现收入 41.0 亿元/30.2 亿元/11.1 亿元/14.2 亿元，分别同比变化+10.0%/+4.8%/+39.0%/-1.0%，西南地区保持大本营市场的增长优势，实现双位数增长。核心渠道 DTC 实现收入 15%+增速，新品收入占比 12%。2024Q1 公司毛利率提升 2.3pcts 至 29.4%，净利率提升 1.1pcts 至 3.6%，主因产品结构升级拉动业绩增长和成本红利影响，2024 年预计公司毛利率净利率仍将持续提升。

表 11：2023 年乳品重点公司财务指标

	营业收入亿元	营业收入 yoy %	归母净利润亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	扣非净利率 %	净利率变动 pct
伊利股份	1,257.58	2.49	104.29	10.58	32.58	0.32	8.29	0.61
光明乳业	264.85	-6.13	9.67	168.19	19.66	1.00	3.65	2.37
新乳业	109.87	9.80	4.31	19.27	26.87	2.84	3.92	0.31
三元股份	78.41	-1.38	2.43	502.39	23.04	-2.54	3.09	2.64
妙可蓝多	40.49	-16.16	0.63	-53.90	29.24	-4.92	1.57	-1.24
皇氏集团	28.93	0.07	0.67	460.11	18.67	1.14	2.33	1.91
佳禾食品	28.41	17.04	2.58	123.39	17.97	5.69	9.07	4.32
天润乳业	27.14	12.62	1.42	-27.71	19.11	1.23	5.23	-2.92
一鸣食品	26.43	8.66	0.22	117.21	30.54	1.03	0.84	6.15
贝因美	25.28	0.76	0.47	126.97	47.07	1.19	1.88	8.89
燕塘乳业	19.50	4.01	1.80	81.60	26.04	2.50	9.25	3.95

	营业收入亿 元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	扣非净利 率 %	净利率变动 pct
均瑶健康	16.34	65.71	0.58	-24.97	24.43	-11.21	3.52	-4.25
骑士乳业	12.56	32.55	0.94	31.03	18.96	-2.41	7.47	-0.09
品渥食品	11.23	-27.00	-0.73	-754.87	14.10	-8.20	-6.53	-7.26
西部牧业	11.23	-15.22	-0.64	-594.44	13.06	-3.86	-5.72	-6.70
庄园牧场	9.56	-8.97	-0.81	-233.70	18.85	-0.19	-8.53	-14.33
海融科技	9.55	9.95	0.90	-4.07	35.07	2.09	9.38	-1.37
熊猫乳品	9.47	6.20	1.09	104.11	23.13	3.86	11.51	5.52
麦趣尔	7.09	-28.32	-0.97	72.32	17.81	3.11	-13.70	21.77
阳光乳业	5.70	0.06	1.16	4.45	36.36	2.01	20.32	0.85

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 12：2024 年一季度乳品重点公司财务指标

	营业收入亿 元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	扣非净利 率 %	净利率变动 pct
伊利股份	324.63	-2.60	59.23	63.84	35.79	2.02	18.28	7.46
光明乳业	64.17	-9.25	1.72	-8.07	19.64	-0.32	2.33	-1.06
新乳业	26.14	3.66	0.90	46.93	29.38	2.32	3.57	1.09
三元股份	20.41	-5.15	0.73	73.34	23.81	-0.29	3.98	3.42
妙可蓝多	9.50	-7.14	0.41	70.63	33.09	0.40	4.35	0.99
皇氏集团	4.80	-41.78	0.05	5.84	23.37	5.20	1.00	0.44
佳禾食品	5.41	-15.61	0.46	-27.71	17.95	0.98	8.57	-1.31
天润乳业	6.41	1.47	0.05	-91.74	16.43	-3.62	0.08	-8.96
一鸣食品	6.43	11.14	0.10	126.42	30.60	1.27	1.61	0.82
贝因美	7.20	2.28	0.22	80.71	44.34	0.28	3.40	1.43
燕塘乳业	3.79	-11.55	0.16	-42.91	24.31	-1.10	4.28	-2.20
均瑶健康	3.96	-11.10	0.26	9.34	29.50	6.95	6.49	0.86
骑士乳业	2.37	7.23	0.17	-4.18	29.78	8.47	7.70	-0.50
品渥食品	2.08	-23.84	-0.04	79.32	21.55	10.98	-2.16	5.80
西部牧业	2.36	-16.23	-0.04	-296.01	16.66	0.77	-1.37	-4.63
庄园牧场	2.25	-9.96	-0.45	-808.01	8.78	-13.59	-19.83	-22.36
海融科技	2.54	5.84	0.36	52.99	38.04	3.70	14.15	4.36
熊猫乳品	1.85	-14.05	0.27	38.61	28.86	8.00	14.54	6.06
麦趣尔	1.54	-12.27	-0.32	-294.62	15.03	-9.14	-21.10	-16.37
阳光乳业	1.09	-6.36	0.22	-1.96	34.72	2.54	18.08	-0.07

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.6 预加工食品：分化加剧，龙头具备较强竞争优势

预加工食品下游需求弱复苏，龙头业绩增长具备更强韧性。2023 年/2024Q1 预加工食品板块实现营业收入 402.5 亿元/100.1 亿元，同比增长

5.9%/2.5%；归母净利润 28.2 亿元/7.5 亿元，同比增长 3.2%/4.0%。分季度来看，2023Q4/2024Q1 营收同比变化分别为-6.6%/+2.5%，归母净利润同比变化分别为-32.3%/4.0%。2023Q4 下滑主因同期高基数影响以及下游餐饮需求端表现较弱。板块内公司业绩分化加剧，龙头具备较强竞争优势和业绩增长确定性。

安井食品 2024Q1 营收和归母净利润实现双位数增长，盈利能力稳健攀升。2023 年公司实现营业收入 140.5 亿元，同比增长 15.3%，归母净利润 14.8 亿元，同比增长 34.2%。2024Q1 公司实现营业收入 37.6 亿元，同比增长 17.7%，归母净利润 4.4 亿元，同比增长 21.2%。分产品来看，2024Q1 火锅料营收 20.6 亿元，同比增长 30.0，其中肉制品和鱼糜制品增速分别达 27.7%和 31.5%，主因丸之尊和锁鲜装持续增长贡献增量。面米制品和菜肴制品营收分别为 6.4 亿元（同比+4.4%）、9.6 亿元（同比+12.4%）。2024Q1 公司毛利率为 26.6%，同比增长 1.9pcts；扣非后净利率为 11.8%，同比增长 0.1pcts。

千味央厨 2024Q1 大 B 渠道增长短期承压。2023 年公司实现营业收入 19.0 亿元，同比增长 27.7%；归母净利润 1.3 亿元，同比增长 31.4%。2024 Q1 公司实现营业总收入 4.6 亿元，同比+8.0%；实现归母净利润 0.4 亿元，同比+14.1%。公司 2024Q1 增速放缓的原因主要有三点，一是下游餐饮消费疲软，二是大 B 端竞争加剧，三是上年同期（2023Q1）高基数影响。短期来看，公司大 B 端仍然面临一定增速压力，小 B 端预计 2024 年处于稳健复苏态势。

表 13：2023 年预加工食品重点公司财务指标

	营业收入亿 元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	扣非净利 率 %	净利率变动 pct
安井食品	140.45	15.29	14.78	34.24	23.21	1.25	10.52	1.49
三全食品	70.56	-5.09	7.49	-6.55	25.84	-2.23	10.62	-0.15
克明食品	51.84	-14.42	-0.66	-138.98	12.45	-2.66	-1.27	-4.05
春雪食品	27.96	12.07	-0.35	-143.77	5.19	-4.58	-1.24	-4.42
五芳斋	26.35	7.04	1.66	19.74	36.39	-1.10	6.29	0.71
惠发食品	19.97	26.36	0.08	106.27	18.08	4.15	0.38	7.96
千味央厨	19.01	27.69	1.34	31.43	23.70	0.29	7.06	0.22
海欣食品	17.16	5.82	0.02	-96.41	19.68	-2.77	0.13	-3.77
巴比食品	16.30	6.89	2.14	-4.04	26.35	-1.36	13.11	-1.47
味知香	7.99	0.10	1.35	-5.42	26.38	2.30	16.95	-0.99
盖世食品	4.90	34.75	0.35	8.09	19.28	1.72	7.12	-1.76

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 14：2024 年一季度预加工食品重点公司财务指标

	营业收入亿 元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	扣非净利 率 %	净利率变动 pct
安井食品	37.55	17.67	4.38	21.24	26.55	1.85	11.75	0.13
三全食品	22.54	-5.01	2.30	-17.76	26.60	-1.68	10.19	-1.59
克明食品	12.97	-11.18	0.49	40.42	17.19	4.00	3.13	1.52

	营业收入亿 元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	扣非净利 率 %	净利率变动 pct
春雪食品	5.29	-23.24	-0.06	-170.88	7.16	-0.83	-1.13	-2.35
五芳斋	2.07	-4.13	-0.70	-9.11	34.28	-0.40	-34.03	-4.03
惠发食品	4.22	8.40	-0.04	75.49	17.10	3.02	-1.14	3.19
千味央厨	4.64	8.04	0.35	14.16	25.45	1.49	7.44	0.46
海欣食品	4.59	14.46	0.10	-24.87	19.19	-1.58	2.38	-0.97
巴比食品	3.54	10.74	0.40	-3.43	25.92	1.72	11.39	-1.13
味知香	1.66	-17.92	0.19	-46.94	25.00	-1.21	11.39	-6.23
盖世食品	1.06	10.17	0.08	250.92	18.09	2.34	7.11	12.29

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.7 调味品：2024Q1 边际修复明显

调味品板块呈现复苏趋势，库存去化叠加成本下行，业绩改善明显。2023 年/2024Q1 调味品板块实现营业收入 626.0 亿元/179.4 亿元，同比增长 2.2%/7.3%；归母净利润 109.7 亿元/33.4 亿元，同比增长 21.5%/10.9%。分季度来看，2023Q4/2024Q1 营收同比变化分别为-3.7%/+7.3%，归母净利润同比变化分别为+264.0%/10.9%。2023 年调味品板块业绩表现前高后低，2023Q4 需求端略承压，2024Q1 边际修复，环比改善。

海天味业 2023 年整体承压，2024Q1 环比改善显著。2023 年公司实现营业收入 245.6 亿元，同比变化-4.1%，归母净利润 56.3 亿元，同比变化-9.2%。2024Q1 公司实现营业收入 76.9 亿元，同比增长 10.2%，归母净利润 19.2 亿元，同比增长 11.9%，2024Q1 业绩增速环比转正。2024Q1 公司毛利率为 37.3%，同比增长 0.4pcts；扣非后净利率为 25.1%，同比增长 0.4pcts，公司整体盈利能力提升。全年来看，我们认为伴随调味品库存的加速去化，餐饮产业链的持续复苏，公司不断推出新品，提高终端网点覆盖率，业绩有望持续改善。

中炬高新 2024Q1 毛利率净利率提升明显。2023 年公司实现营业收入 51.4 亿元，同比变化-3.8%，归母净利润 17.0 亿元，同比变化+386.5%。2024Q1 公司实现营业收入 14.9 亿元，同比增长 8.6%，归母净利润 2.4 亿元，同比增长 59.7%，2024Q1 公司收入稳健增长。2024Q1 公司毛利率为 37.0%，同比增长 5.6pcts，我们预计主要是产品结构变化和原材料成本下降影响；扣非后净利率为 17.6%，同比增长 6.0pcts。2023 年下半年公司在组织结构和人员激励方面进行一些列改革措施，2024 年是公司三年战略期的开局之年，同时，3 月公司推出股权激励计划，实现了员工和公司利益的充分绑定，我们认为伴随改革的稳步推进，公司有望快速成长。

千禾味业受益于零添加较高热度，积极开拓市场，持续提升销售规模。2023 年公司实现营业收入 32.1 亿元，同比增长 31.6%，实现归母净利润 5.3 亿元，同比增长 54.2%。24Q1 公司实现营业收入 9.0 元，同比增长 9.3%，实现归母净利润 1.6 亿元，同比增长 6.7%。2024Q1 毛利率同比下降 3.1pcts 至 36.0%，净利率同比微降 0.4pcts 至 17.3%。公司在产品端紧抓零添加红利，

不断增加零添加新的品类产品，优化产品结构，2024Q1 在较高基数的情况下，依然实现了 9.3% 的营收增速，迈过高基数后增速有望逐季回升。

天味食品复调主业稳健增长，毛利率净利率持续提升。2023 年公司实现营业收入 31.5 亿元，同比增长 17.0%，实现归母净利润 4.6 亿元，同比增长 33.7%。24Q1 公司实现营业收入 8.5 亿元，同比增长 11.3%，实现归母净利润 1.8 亿元，同比增长 37.2%。2024Q1 公司毛利率同比提升 3.4pcts 至 44.1%，净利率同比提升 4.2pcts 至 20.9%。公司发布最新员工持股计划，考核年度为 2024-2025 两个会计年度，业绩考核目标系以 2023 年为基数，2024 年营业收入增长率不低于 10.0%，2025 年营业收入增长率不低于 26.5%，锚定双位数增长目标。

表 15：2023 年调味品重点公司财务指标

	营业收入亿 元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	扣非净利 率 %	净利率变动 pct
海天味业	245.59	-4.10	56.27	-9.21	34.74	-0.95	22.91	-1.29
安琪酵母	135.81	5.74	12.70	-3.86	24.19	-0.61	9.35	-0.93
中炬高新	51.39	-3.78	16.97	386.53	32.71	1.01	33.02	44.11
千禾味业	32.07	31.62	5.30	54.22	37.15	0.59	16.54	2.42
天味食品	31.49	17.02	4.57	33.65	37.88	3.66	14.51	1.81
涪陵榨菜	24.50	-3.86	8.27	-8.04	50.72	-2.43	33.74	-1.53
宝立食品	23.69	16.31	3.01	39.78	33.14	-1.43	12.71	2.13
恒顺醋业	21.06	-1.52	0.87	-37.03	32.98	-1.38	4.13	-2.33
莲花健康	21.01	24.23	1.30	181.26	17.15	3.04	6.18	3.45
ST 加加	14.54	-13.78	-1.92	-140.60	18.71	-1.88	-13.17	-8.45
仲景食品	9.94	12.77	1.72	36.72	41.59	4.70	17.33	3.03
安记食品	6.32	13.45	0.31	124.73	16.79	0.50	4.92	2.43
日辰股份	3.59	16.49	0.56	10.52	38.76	-0.61	15.70	-0.85
佳隆股份	2.60	25.13	-0.45	18.36	20.26	-4.80	-17.21	9.17
朱老六	2.41	-20.71	0.22	-65.83	25.04	-7.25	9.06	-11.97

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 16：2024 年一季度调味品重点公司财务指标

	营业收入亿 元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	扣非净利 率 %	净利率变动 pct
海天味业	76.94	10.21	19.19	11.85	37.31	0.38	25.06	0.37
安琪酵母	34.83	2.52	3.19	-9.45	24.66	-0.75	9.47	-1.39
中炬高新	14.85	8.64	2.39	59.70	36.98	5.57	17.63	5.96
千禾味业	8.95	9.28	1.55	6.66	35.96	-3.07	17.32	-0.43
天味食品	8.53	11.34	1.76	37.20	44.05	3.44	20.90	4.22
涪陵榨菜	7.49	-1.53	2.72	3.93	52.11	-4.17	36.29	1.91
宝立食品	6.24	15.72	0.61	-20.36	32.04	-3.05	10.75	-3.79

	营业收入亿 元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	扣非净利 率 %	净利率变动 pct
恒顺醋业	4.60	-24.89	0.55	-24.23	41.38	6.29	11.67	0.04
莲花健康	5.76	26.45	0.49	134.54	24.49	8.74	8.78	3.94
ST 加加	4.87	12.05	0.07	-49.03	24.51	1.00	1.12	-1.83
仲景食品	2.74	22.78	0.51	30.12	44.50	4.41	18.56	1.05
安记食品	1.40	-3.48	0.07	-49.48	15.80	-2.01	4.79	-4.37
日辰股份	0.92	14.73	0.13	21.06	38.28	-0.43	14.06	0.74
佳隆股份	0.55	-19.81	0.02	226.86	26.00	5.80	3.19	5.45
朱老六	0.76	11.26	0.12	3.01	28.42	-5.19	15.73	-1.26

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.8 烘焙食品：盈利改善，分化加剧

烘焙食品板块 2024Q1 归母净利润环比改善。2023 年/2024Q1 烘焙食品板块实现营业收入 234.7 亿元/53.8 亿元，同比增长 10.6%/6.8%；归母净利润 19.7 亿元/4.2 亿元，同比增长 5.6%/11.5%。分季度来看，2023Q4/2024Q1 营收同比变化分别为+10.4%/+6.8%，归母净利润同比变化分别为-21.7%/+11.5%，环比增速转正，改善明显。

立高食品 2024Q1 盈利能力边际改善。2023 年公司实现营收 35.0 亿元，同比+20.2%；归母净利润 0.7 亿元，同比-49.2%。2023Q4 实现营收 9.2 亿元，同比+6.7%；归母净利润-0.9 亿元，同比-297.2%。2024Q1 公司实现营收 9.2 亿元，同比+15.3%；归母净利润 0.8 亿元，同比+54.0%，环比扭亏。2024Q1 公司毛利率同比提升 0.6pcts 至 32.6%，净利率同比提升 2.0pcts 至 8.3%。净利率提升主因集中采购带来的规模效应，以及其他收益（主要是政府补助）同比增长 416.8%至 0.1 亿元。

小麦食品主业燕麦谷物稳健增长，同时，进入大健康领域，开辟新的增长空间。23 年公司实现营业收入 15.8 亿元，同比增长 18.9%，实现归母净利润 1.1 亿元，同比增长 6.1%。2024Q1 公司实现营收 5.7 亿元，同比增长 46.1%，实现归母净利润 0.5 亿元，同比增长 14.6%，2024Q1 公司营收实现高速增长。2023 年公司推出大健康产品益生菌蛋白粉，上市 4 个月实现销售 1000 万+，且 2024Q1 该产品的销售额已超过 2023 年。2023 年公司燕麦产品积极开拓零食渠道，全方位激发不同渠道的销售潜力。

表 17：2023 年烘焙食品重点公司财务指标

	营业收入亿 元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	扣非净利 率 %	净利率变动 pct
桃李面包	67.59	1.08	5.74	-10.29	22.79	-1.20	8.49	-1.08
广州酒家	49.01	19.17	5.50	5.21	35.62	-0.01	11.23	-1.42
立高食品	34.99	20.22	0.73	-49.21	31.39	-0.38	2.09	-2.85
南侨食品	30.83	7.73	2.32	44.73	23.76	2.03	7.54	1.93
元祖股份	26.59	2.78	2.76	3.74	62.05	1.92	10.39	0.10

	营业收入亿 元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	扣非净利 率 %	净利率变动 pct
西麦食品	15.78	18.89	1.15	6.08	44.55	1.44	7.32	-0.88
桂发祥	5.04	113.20	0.61	187.54	46.04	17.62	12.11	41.99
青岛食品	4.89	-0.91	0.86	-5.82	30.55	-1.43	17.60	-0.92

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 18：2024 年一季度烘焙食品重点公司财务指标

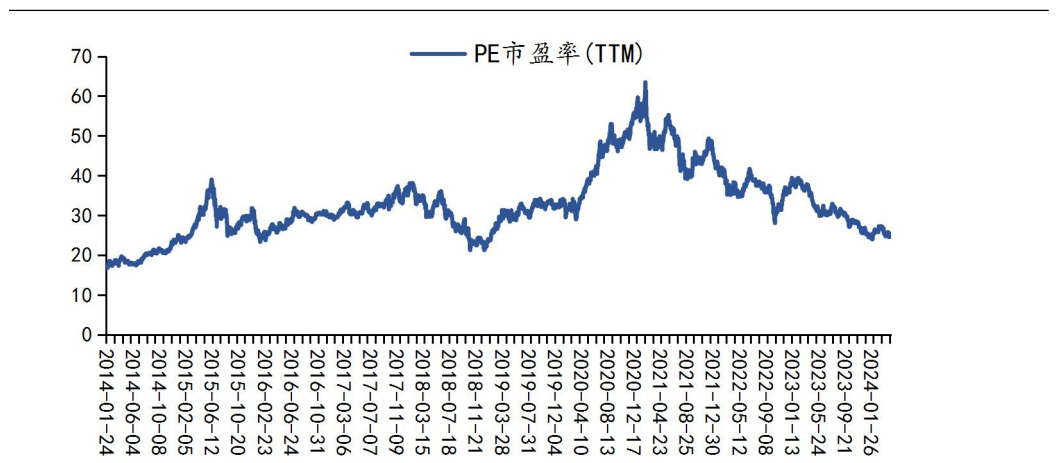
	营业收入亿 元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	扣非净利 率 %	净利率变动 pct
桃李面包	14.00	-5.15	1.15	-16.95	23.10	-0.83	8.23	-1.17
广州酒家	10.12	10.04	0.71	2.22	29.81	-2.58	7.96	-0.61
立高食品	9.16	15.31	0.77	53.96	32.59	0.56	8.30	2.04
南侨食品	7.75	4.50	0.77	96.74	27.00	7.07	9.89	4.64
元祖股份	4.21	-5.96	-0.08	4.71	61.07	2.70	-1.99	-0.03
西麦食品	5.66	46.07	0.45	14.59	43.71	1.28	7.96	-2.19
桂发祥	1.60	12.44	0.19	-26.78	45.59	1.07	11.66	-6.24
青岛食品	1.32	0.73	0.29	6.60	34.70	-0.25	21.73	1.20

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

3 投资建议

食品饮料板块估值已回调较多，震荡筑底。截至 2024 年 5 月 10 日，申万一级食品饮料指数 PE (TTM) 为 25 倍，申万二级子行业中，白酒、食品加工、非白酒、饮料乳品、休闲食品和调味品板块 PE (TTM) 分别为 24X、33X、32X、21X、28X、31X，估值处于较低位置。

图 3：申万一级食品饮料指数 PE (TTM)



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

白酒：一季报白酒业绩维持双位数增速，部分酒企表现亮眼，短期受宏观经济影响，需求端预计宴席消费场景好于商务场景，高端礼赠场景相对稳健。短期关注酒企批价和库存情况，中长期来看，居民收入水平和消费信心仍是影响白酒板块景气度的关键因素。建议关注高端白酒贵州茅台(600519.SH)、五粮液(000858.SZ)、泸州老窖(000568.SZ)；次高端价格带动销表现较好的山西汾酒(600809.SH)；地产酒龙头古井贡酒(000596.SZ)、迎驾贡酒(603198.SH)、今世缘(603369.SH)、金徽酒(603919.SH)。

大众品：【啤酒】气温回升，啤酒即将迎来消费旺季，2024Q1啤酒受益于大麦成本回落，利润增速表现较优，二季度收入增速有望迎来改善，当前估值位于合理区间。**【软饮料】**我国瓶装水、功能型饮料、无糖茶等软饮料具备较高景气度，东鹏饮料主业东鹏特饮市占率稳健增长，同时，第二增长曲线增速亮眼，加速布局全国化。**【零食】**受益于渠道红利和品类红利，以及春节礼赠大众消费火爆，伴随成本下行，零食板块主要上市公司一季度业绩增速亮眼，全年来看，零食板块有望延续高增长。**【调味品】**调味品板块2024Q1环比改善明显，主因库存去化彻底和成本下行，持续边际修复中。**【乳品】**液态奶仍处于消费复苏阶段，鲜奶和常温白奶动销优于酸奶品类，原奶价格持续下行加剧行业竞争。**建议关注个股：**青岛啤酒(600600.SH)、燕京啤酒(000729.SZ)、盐津铺子(002847.SZ)、劲仔食品(003000.SZ)、三只松鼠(300783.SZ)、东鹏饮料(605499.SH)、千禾味业(603027.SH)、中炬高新(600872.SH)、伊利股份(600887.SH)、新乳业(002946.SZ)。

表 19：重点关注公司及盈利预测

股票代码	股票简称	2024/05/15	EPS (元)				PE				投资评级
		股价 (元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600519.SH	贵州茅台	1,700.0	59.49	69.86	81.11	93.19	28.58	24.33	20.96	18.24	未评级
000858.SZ	五粮液	151.37	7.78	8.76	9.81	10.97	19.45	17.29	15.43	13.80	未评级
000568.SZ	泸州老窖	180.82	9.02	10.97	13.21	15.67	20.05	16.48	13.69	11.54	未评级
600809.SH	山西汾酒	260.45	8.56	10.78	13.21	15.92	30.42	24.16	19.71	16.36	未评级
000596.SZ	古井贡酒	263.13	8.68	11.13	13.87	16.96	30.31	23.62	18.94	15.49	未评级
603198.SH	迎驾贡酒	72.36	2.86	3.62	4.49	5.42	25.3	19.98	16.11	13.36	买入
603369.SH	今世缘	55.82	2.52	3.06	3.73	4.45	22.19	18.25	14.97	12.56	未评级
603919.SH	金徽酒	21.98	0.65	0.81	1.01	1.26	33.82	27.20	21.72	17.53	未评级
600600.SH	青岛啤酒	86.17	3.14	3.70	4.24	4.75	27.45	23.29	20.33	18.15	未评级
000729.SZ	燕京啤酒	10.31	0.23	0.33	0.42	0.52	45.02	31.51	24.33	19.81	未评级
002847.SZ	盐津铺子	73.07	2.64	3.40	4.46	5.90	27.68	22.23	16.97	12.83	买入
003000.SZ	劲仔食品	14.19	0.59	0.76	0.89	1.05	29.74	24.07	18.78	15.94	买入
300783.SZ	三只松鼠	26.15	0.55	0.87	1.20	1.63	47.55	29.93	21.77	16.04	未评级
600887.SH	伊利股份	27.8	1.64	2.04	1.98	2.14	16.95	13.66	14.06	13.02	未评级
002946.SZ	新乳业	10.88	0.5	0.66	0.82	0.99	21.76	16.52	13.28	11.03	未评级
600872.SH	中炬高新	28.11	2.2	1.00	1.25	1.60	12.77	28.25	22.53	17.61	未评级
603027.SH	千禾味业	16.17	0.54	0.63	0.75	0.88	30.21	25.65	21.47	18.38	未评级

股票代码	股票简称	2024/05/15	EPS (元)				PE				投资评级
		股价 (元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
605499.SH	东鹏饮料	224.39	5.1	6.64	8.23	10.2	44.0	33.79	27.26	22.0	买入

数据来源：数据来源：iFind，华龙证券研究所（盐津铺子、劲仔食品、东鹏饮料盈利预测来自华龙证券研究所，其余公司盈利预测及评级均取自 iFind 一致预期）。

4 风险提示

食品安全风险：食品安全事件对公司和行业发展影响深远，若出现较大的食品安全问题，将对消费者需求产生不利影响。

消费复苏不及预期风险：消费复苏受宏观经济环境、居民人均可支配收入、就业率等因素影响，未来若消费复苏不及预期，影响食品饮料企业下游需求。

成本上行风险：食品饮料行业上游是农产品、包材等原材料，受到大宗商品价格波动影响，若未来原材料成本上行，对公司成本和利润产生不利影响。

业绩增速不及预期风险：公司营业收入增速和成本变化，费用率的变化均存在不确定性，若需求减弱、成本上升、费用率上行，可能对公司业绩增速产生不利影响。

行业竞争加剧风险：当前行业竞争激烈，未来若竞争进一步加剧，造成企业之间价格战等情况，对公司发展经营产生不利影响。

第三方数据统计偏差风险：本报告部分数据引自第三方平台，若第三方平台提供的统计数据存在错误，可能会导致本报告中引用和分析的数据错误。

适当性管理：创业板、科创板股票风险等级为 R4，仅供符合本公司适当性管理要求的客户使用。

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告的风险等级评定为R4，仅供符合华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（C4及以上风险等级）参考使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。本公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行的证券并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，投资者应考虑本公司及所属关联机构就报告内容可能存在的利益冲突。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046