

超配（维持）

夯实基础，蓄势待发

食品饮料行业 2024 年下半年投资策略

2024 年 6 月 13 日

## 投资要点：

分析师：魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

分析师：黄冬祎

SAC 执业证书编号：

S0340523020001

电话：0769-22119410

邮箱：

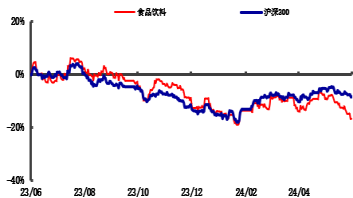
huangdongyi@dgzq.com.cn

■ **食品饮料行业今年以来跑输沪深300指数。**2024年1-5月份（截至2024年5月31日），SW食品饮料行业指数整体下跌3.8%，涨幅在所有申万一级行业指数中居第十五位，跑输同期沪深300指数约8.1个百分点。细分板块中，多数细分板块跑输同期沪深300指数。

■ **维持对行业的超配评级。白酒板块：**从白酒企业公布的业绩来看，板块内部呈现分化。其中，高端与区域强势品牌业绩表现较好，次高端白酒由于商务宴席仍处于弱复苏，内部延续分化。近期，受外部市场环境、需求弱复苏、飞天批价下跌等因素影响，板块波动较大。目前，白酒仍处于消费淡季，基本面未发生太大变化，需重点关注中秋旺季备货情况。政策面来看，近期我国地产政策频出，对市场信心起到一定提振。白酒作为顺周期板块，今年或存在自上而下的贝塔机会。从估值来看，白酒目前估值低于近五年均值水平，短期预计国内外市场环境、经销商信心、动销、库存等或是影响板块走势的重要因素。长期来看，还要结合经济复苏进程进行判断。当前时点，建议关注二大主线：一是选择高端和区域白酒中确定性高以及动销表现好的标的，如贵州茅台（600519）、五粮液（000858）、泸州老窖（000568）、古井贡酒（000596）、今世缘（603369）等。二是选择业绩仍然处在磨底期，但在地产政策催化下，商务需求预期有所升温的次高端白酒，如酒鬼酒（000799）等。此外，次高端白酒中业绩较稳的山西汾酒（600809）亦可关注。**大众品板块：**大众品板块业绩表现延续分化态势。业绩具备确定性、存在边际改善预期、高成长、高性价比等板块可重点关注。当前时点，建议关注三大主线：一是存在边际改善预期的板块，如啤酒、调味品板块等。啤酒板块关注旺季低基数下销量或回暖、成本下行等边际改善机会。调味品板块可以重点关注餐饮消费力修复、成本等边际改善预期。二是关注高成长、高景气的板块，如零食板块等。零食公司今年春节动销超预期，多数龙头一季度业绩表现亮眼，板块具有一定景气性，零食量贩与电商推动行业发展。三是关注低估值、高股息率的板块，如乳品龙头等。乳品龙头春节动销良性，生鲜乳成本压力趋缓，需持续关注后续需求。目前龙头低估值、高股息率等特征已具有一定性价比。标的方面，可重点关注青岛啤酒（600600）、燕京啤酒（000729）、海天味业（603288）、中炬高新（600872）、三只松鼠（300783）、伊利股份（600887）等。

■ **风险提示：**原材料价格波动，产品提价不及预期，渠道开展不及预期，行业竞争加剧风险，食品安全风险，宏观经济波动风险等。

## 食品饮料（申万）指数走势



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

## 相关报告

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

## 目 录

1. 2024 年 1-5 月食品饮料行业市场走势 .....	5
1.1 食品饮料行业跑输沪深 300 指数 .....	5
1.2 行业估值回落 .....	6
2. 白酒板块：内部分化，关注政策催化带来的预期改善 .....	6
2.1 政策催化，关注预期改善 .....	6
2.2 淡季白酒动销整体平稳，积极关注旺季备货 .....	7
2.3 淡季酒企积极提价，提振渠道信心 .....	8
2.4 飞天批价波动，持续关注动销、经济恢复进度等指标 .....	8
2.5 多数酒企 2024 年经营目标稳健 .....	10
2.6 我国白酒市场份额有望向头部企业靠拢 .....	10
2.7 业绩表现分化，高端白酒确定性强 .....	12
3. 啤酒板块：成本红利释放，产品结构持续优化 .....	15
3.1 啤酒 2024Q1 弱复苏，期待边际改善 .....	15
3.2 酒企部分成本红利释放 .....	15
3.3 我国啤酒产品结构持续优化 .....	16
3.4 高基数下 2024Q1 营收下滑，成本下行带动利润增长 .....	17
4. 调味品板块：关注需求、成本等边际拐点 .....	18
4.1 我国调味品需求稳步复苏，量价有望双升 .....	18
4.2 部分公司推出激励计划，为经营注入活力 .....	20
4.3 预计原材料成本压力有所缓解 .....	21
4.4 2024Q1 调味品业绩有所改善 .....	22
5. 乳品板块：成本压力趋缓，市场份额有望向头部企业靠拢 .....	24
5.1 我国乳品需求弱复苏 .....	24
5.2 乳企成本压力趋缓 .....	24
5.3 龙头企业竞争优势突显 .....	25
5.4 乳品 2024Q1 利润增速快于营收 .....	25
6. 零食板块：行业高景气，零食量贩与电商推动行业发展 .....	27
6.1 今年春节零食动销亮眼 .....	27
6.2 零食量贩快速崛起，高性价比迎合消费者需求 .....	27
6.3 线上抖音等新兴电商模式实现较快增长 .....	28
6.4 我国零食行业龙头企业市场份额有进一步提升空间 .....	29
6.5 零食板块 2024Q1 业绩表现亮眼 .....	30
7. 投资策略 .....	31
8. 风险提示 .....	32

## 插图目录

图 1：2024 年 1 月 1 日-5 月 31 日 SW 一级行业涨跌幅 (%) .....	5
图 2：2024 年 1 月 1 日-5 月 31 日 SW 食品饮料行业子行业涨跌幅 (%) .....	5
图 3：SW 食品饮料行业 PE (TTM, 剔除负值, 倍) .....	6
图 4：SW 食品饮料行业相对沪深 300PE (TTM, 剔除负值, 倍) .....	6
图 5：飞天茅台 2024 散装批价 (元/瓶) .....	9

图 6: 八代普五批价 (元/瓶)	9
图 7: 国窖 1573 批价 (元/瓶)	9
图 8: 2016-2023 年我国白酒产量 (万千升)	10
图 9: 2016-2023 年我国规模以上白酒企业销售收入与增速 (亿元, %)	11
图 10: 2016-2023 年我国规模以上白酒企业利润与增速 (亿元, %)	11
图 11: 2016-2023 年我国白酒行业集中度 (%)	11
图 12: 2019-2024Q1SW 白酒板块营业总收入与增速 (亿元, %)	12
图 13: 2019-2024Q1SW 白酒板块归母净利润与增速 (亿元, %)	12
图 14: 2019 年-2024 年 4 月啤酒产量当月值 (万千升)	15
图 15: 大麦全国均价 (元/吨)	15
图 16: 玻璃现货价 (元/平方米)	15
图 17: 铝锭现货价 (元/吨)	16
图 18: 瓦楞纸现货价 (元/吨)	16
图 19: 2024 年一季度重点啤酒公司吨价与同比增速 (元/千升, %)	16
图 20: 2019-2024Q1SW 啤酒板块营业总收入与增速 (亿元, %)	17
图 21: 2019-2024Q1SW 啤酒板块归母净利润与增速 (亿元, %)	17
图 22: 我国调味品各渠道份额占比 (%)	18
图 23: 不同就餐方式调味品人均摄入量 (g/公斤食物)	18
图 24: 2019-2024 年 1-4 月单月我国社会消费品零售总额同比增速 (%)	19
图 25: 2019-2024 年 1-4 月单月我国社会消费品零售按消费类型同比增速 (%)	19
图 26: 零添加、轻盐、有机等调味品	20
图 27: 大豆生产资料价格 (元/吨)	21
图 28: 豆粕现货价 (元/吨)	21
图 29: 白砂糖现货价格 (元/吨)	21
图 30: 玻璃现货价 (元/平方米)	21
图 31: 2019-2024Q1SW 调味品板块营业总收入与增速 (亿元, %)	22
图 32: 2019-2024Q1SW 调味品板块归母净利润与增速 (亿元, %)	22
图 33: 2021 年-2024 年 4 月我国乳品产量累计值 (万吨)	24
图 34: 我国生鲜乳均价 (元/公斤)	24
图 35: 我国乳制品行业市场竞争格局 (%)	25
图 36: 2019-2024Q1SW 乳品板块营业总收入与增速 (亿元, %)	25
图 37: 2019-2024Q1SW 乳品板块归母净利润与增速 (亿元, %)	25
图 38: 2017-2023 年我国零食量贩开店数与增速 (家, %)	27
图 39: 2017-2023 年我国零食量贩销售规模与增速 (亿元, %)	27
图 40: 零食量贩行业特点	28
图 41: 我国休闲零食行业市场竞争格局 (%)	30
图 42: 2019-2024Q1SW 零食板块营业总收入与增速 (亿元, %)	30
图 43: 2019-2024Q1SW 零食板块归母净利润与增速 (亿元, %)	30

## 表格目录

表 1: “517” 房地产新政内容梳理	6
表 2: 不同白酒价格带动销情况	7
表 3: 2024 年以来重点白酒公司产品提价梳理	8
表 4: 部分白酒企业 2023 年与 2024 年经营目标	10

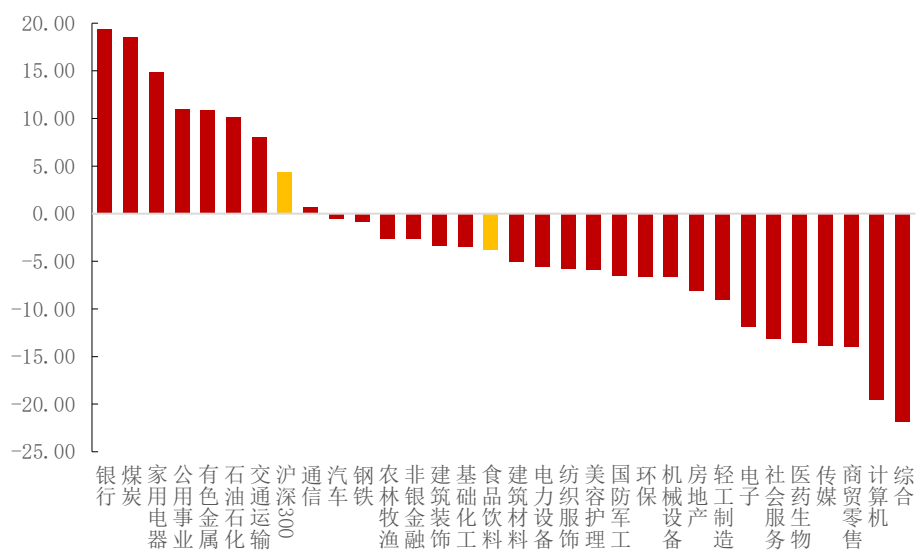
表 5: 2023-2024Q1SW 白酒板块重点上市公司营收情况 (亿元, %)	13
表 6: 2023-2024Q1SW 白酒板块重点上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	14
表 7: 2023-2024Q1SW 啤酒板块上市公司营收情况 (亿元, %)	17
表 8: 2023-2024Q1SW 啤酒板块上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	18
表 9: 2024 年以来重点调味品公司股权激励计划与员工持股计划梳理	20
表 10: 2023-2024Q1SW 调味品板块上市公司营收情况 (亿元, %)	22
表 11: 2023-2024Q1SW 调味品板块上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	23
表 12: 2023-2024Q1SW 乳品板块上市公司营收情况 (亿元, %)	26
表 13: 2023-2024Q1SW 乳品板块上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	26
表 14: 部分重点零食上市公司 2024 年春节动销	27
表 15: 头腰尾部零食厂商在各渠道的销售增速	29
表 16: 部分零食公司线上电商渠道进展	29
表 17: 2023-2024Q1SW 零食板块上市公司营收情况 (亿元, %)	31
表 18: 2023-2024Q1SW 零食板块上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	31
表 19: 重点公司盈利预测及投资评级 (2024/6/12)	32

## 1. 2024 年 1-5 月食品饮料行业市场走势

### 1.1 食品饮料行业跑输沪深 300 指数

食品饮料行业跑输沪深 300 指数。2024 年 1-5 月份（截至 2024 年 5 月 31 日），SW 食品饮料行业指数整体下跌 3.8%，涨幅在所有申万一级行业指数中居第十五位，跑输同期沪深 300 指数约 8.1 个百分点。

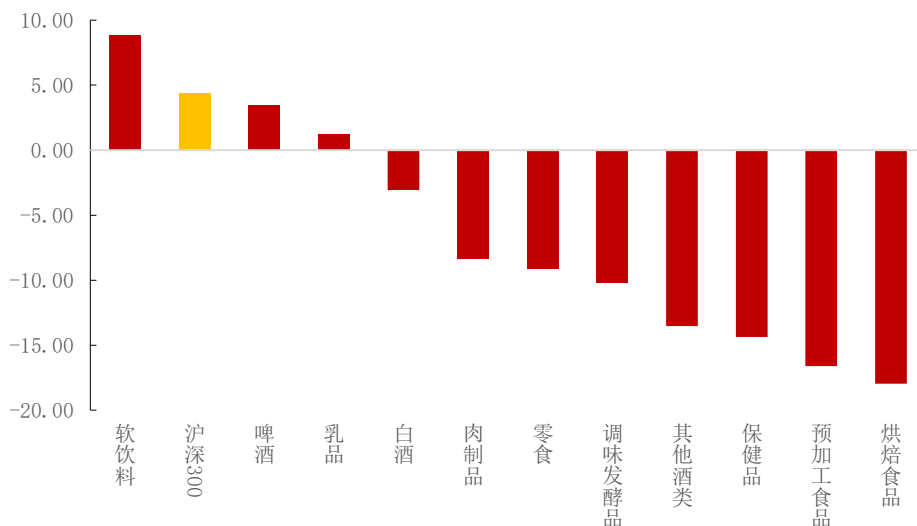
图 1：2024 年 1 月 1 日-5 月 31 日 SW 一级行业涨跌幅（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

多数细分板块跑输同期沪深 300 指数。细分板块中，仅软饮料板块跑赢同期沪深 300 指数，其余板块均跑输同期沪深 300 指数。其中，软饮料板块上涨 8.9%，板块涨幅最大；烘焙食品板块下跌 18.0%，跌幅在细分板块中最大。

图 2：2024 年 1 月 1 日-5 月 31 日 SW 食品饮料行业子行业涨跌幅（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

## 1.2 行业估值回落

行业估值回落，低于近五年估值中枢。截至 2024 年 5 月 31 日，SW 食品饮料行业整体 PE（TTM，整体法）约 23.6 倍，低于行业近五年均值水平（37.9 倍）；相对沪深 300 PE（TTM，整体法）为 2.0 倍，低于行业近五年相对估值中枢（3.1 倍）。

图 3：SW 食品饮料行业 PE（TTM，剔除负值，倍）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 4：SW 食品饮料行业相对沪深 300PE（TTM，剔除负值，倍）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

## 2. 白酒板块：内部分化，关注政策催化带来的预期改善

### 2.1 政策催化，关注预期改善

我国地产政策密集出台。为进一步增加内生发展动能，促进经济平稳健康发展，4 月 30 日，中央政治局会议强调统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施。在政治局会议定调后，5 月 17 日全国国务院召开政策例行吹风会，并推出四项政策措施：一是设立 3000 亿元保障性住房再贷款；二是降低全国层面个人住房贷款最低首付比例，首套房最低首付比例不低于 15%，二套房最低首付比例不低于 25%；三是取消全国层面个人住房贷款利率政策下限；四是下调各期限品种住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。此后，多地陆续出台房地产政策以刺激市场活跃度。5 月 27 日，上海市发布《关于优化本市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》，从优化土地和住房供应、调整优化住房限购政策、支持多子女家庭合理住房需求、优化住房信贷政策等多方面对地产政策进行优化。5 月 28 日，深圳、广州亦出台房地产新规，对房地产调控政策进行优化，一线城市房地产政策进一步松绑。

关注白酒预期改善。房地产政策出台有利于强化市场对宏观经济以及房地产发展的预期。白酒板块作为顺周期板块，与宏观经济密切相关。在政策催化下，白酒商务宴席等需求或有所复苏，市场对白酒的预期有望改善。

表 1：“517” 房地产新政内容梳理

时间	事件	内容
2024/5/17	国务院政策例行吹风会	<b>设立 3000 亿元保障性住房再贷款。</b> 鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款 5000 亿元。
		<b>降低全国层面个人住房贷款最低首付比例。</b> 将首套房最低首付比例从不低于 20% 调整为不低于 15%，二套房最低首付比例从不低于 30% 调整为不低于 25%。
		<b>取消全国层面个人住房贷款利率政策下限。</b> 首套房和二套房贷利率均不再设置政策下限，实现房贷利率市场化。上述首付比例、房贷利率政策调整后，各地可因城施策，自主决定辖区内首套房和二套房最低首付比例和房贷利率下限，也可不再设置利率下限。
		<b>下调各期限品种住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。</b> 调整后，五年以上首套房个人住房公积金贷款利率为 2.85%，可更好满足住房公积金缴存人住房需求。

资料来源：中国政府网，东莞证券研究所

## 2.2 淡季白酒动销整体平稳，积极关注旺季备货

**五一与端午白酒动销整体平稳。**今年春节之前，由于我国消费弱复苏，市场对白酒的预期较低。从春节的实际情况来看，作为疫后首个完全不受疫情影响的春节，白酒实际动销好于此预期。春节之后，白酒动销维持在良性水平。一般而言，二季度是白酒传统的消费淡季，主要通过五一和端午小长假带动白酒消费去库存。分场景看，今年五一与端午假期期间，宴席表现相对平淡，五一婚宴同比有所下滑，主要以家宴、宝宝宴等宴席为主。

**白酒内部表现延续分化。**分价格带来看，考虑到不同酒企产品的消费场景及价格存在差异，酒企内部表现延续分化。高端白酒茅五泸确定性强，动销和回款进度稳健，茅台、五粮液核心品类库存维持在一个月之内，泸州老窖库存在 1-2 个月之间。区域强势品牌在家宴等消费场景的催化下，动销表现较好，目前库存平均在 2-3 个月左右。相比之下，次高端白酒由于商务宴席仍然处于弱复苏，内部表现分化。其中，山西汾酒动销较好，库存维持在 1 个月左右。舍得、酒鬼等公司考虑到产品主要针对商务宴席，动销表现偏弱，部分产品库存在 3 个月及以上。

表 2：不同白酒价格带动销情况

白酒层级	动销
高端白酒	确定性强，动销与回款进度稳健
次高端白酒	商务宴席弱复苏，内部表现分化
区域白酒	强势品牌受益于家宴等消费场景催化，动销表现较好

资料来源：糖酒快讯，云酒头条，东莞证券研究所

**积极关注白酒旺季备货。**目前是白酒传统的消费淡季，酒企一般通过控货挺价维持价盘，提升品牌形象。步入三季度后，7-8 月主要通过谢师宴、升学宴等消费场景带动

白酒渠道去库存，后续可积极关注中秋旺季备货情况，持续跟踪动销、库存等关键指标。

### 2.3 淡季酒企积极提价，提振渠道信心

**淡季酒企积极提价，提振渠道信心。**一般而言，旺季期间酒企以价换量，通过加大费用投放等方式加快动销速度。进入淡季后，白酒企业以控货挺价为主。去年 11 月，飞天时隔六年再次提升出厂价，成功的打开了白酒价格天花板，也为其他酒企产品提价提供了契机。从今年酒企淡季的经营策略来看，山西汾酒、郎酒、舍得、剑南春等公司均选择了对部分产品价格进行提升，且提价范围超过了去年同期，一定程度上说明了今年春节回款进度相对顺利。酒企在淡季提高产品出厂价，一方面可以提振渠道信心，另一方面亦可提高品牌形象。

表 3：2024 年以来重点白酒公司产品提价梳理

公司名称	提价品类	提价时间	提价幅度
泸州老窖	老头曲	2024/2/1	38° 泸州老窖头曲酒(2015 版)二维码装 500ml*6 终端供价调至 80 元/瓶； 42° 泸州老窖头曲酒(2015 版)二维码装 500ml*6 终端供价调至 80 元/瓶； 52° 泸州老窖头曲酒(2015 版)二维码装 500ml*6 终端供价调至 85 元/瓶
珍酒李渡	第二代李渡高粱 1955	2024 年 3 月	从 1050 元/瓶增加至 1230 元/瓶
郎酒	红花郎 10 年/15 年	2024/3/1	渠道供货价将于 4 月 1 日起分别提价 20 元和 30 元
剑南春	水晶剑	2024/3/1	出厂价每瓶上调 15 元。同时，水晶剑的终端价调整 20 元/瓶，到 589 元/瓶
山西汾酒	53 度/42 度青花 20	2024/3/15	青花 20 开票价上调 20 元/瓶，由 428 元提升至 448 元
舍得酒业	500ml 窖龄 20·沱牌特曲（红色）	2024/4/1	经销商出厂价上调 10 元/瓶
舍得酒业	500ml 窖龄 30·沱牌特曲（蓝色）	2024/4/1	经销商出厂价上调 15 元/瓶
洋河股份	M6+	2024/4/1	出厂价上调 20 元/瓶
珍酒李渡	映山红经典（黑色）	2024/4/2	销售价格上调 13%
珍酒李渡	第一代李渡高粱 1955； 第一代李渡高粱 1975	2024/4/3	开票价和团购价分别上调 40 元/瓶与 30 元/瓶
舍得酒业	64.5%vol 天子呼(陈香)500ml； 64.5%vol 万寿无疆·天子呼(浓香)	2024/4/15	出厂价上调 500 元/瓶

资料来源：上表中公司产品提价公告，腾讯网，新浪财经，财联社，东莞证券研究所

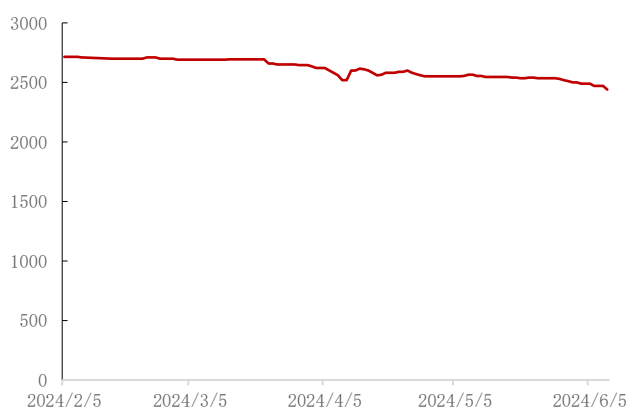
### 2.4 飞天批价波动，持续关注动销、经济恢复进度等指标

飞天批价波动对市场情绪产生一定扰动，持续关注动销、经济恢复进度等指标。飞天由于其强大的品牌影响力，其批价是判断行业景气度的重要指标之一。4 月初飞天批



价下跌，对市场产生了扰动。起初飞天批价下跌，供给方面主要系 375ml 的飞天加大了供货量，需求方面白酒处于消费淡季，供需两方面共同带动飞天批价下行。近期，线上电商平台的运作模式使黄牛渠道抛压加大，飞天批价进一步下跌。一般而言，批价下跌受渠道情绪影响更大，对公司自身基本面不会产生实质性冲击。在批价下行的压力下，厂家已加强市场管控。除飞天批价出现波动外，五粮液、汾酒等批价表现相对坚挺。后续影响白酒批价走势的重要观测指标主要为旺季备货、经销商信心以及宏观经济恢复进度等因素。

图 5：飞天茅台 2024 散装批价（元/瓶）



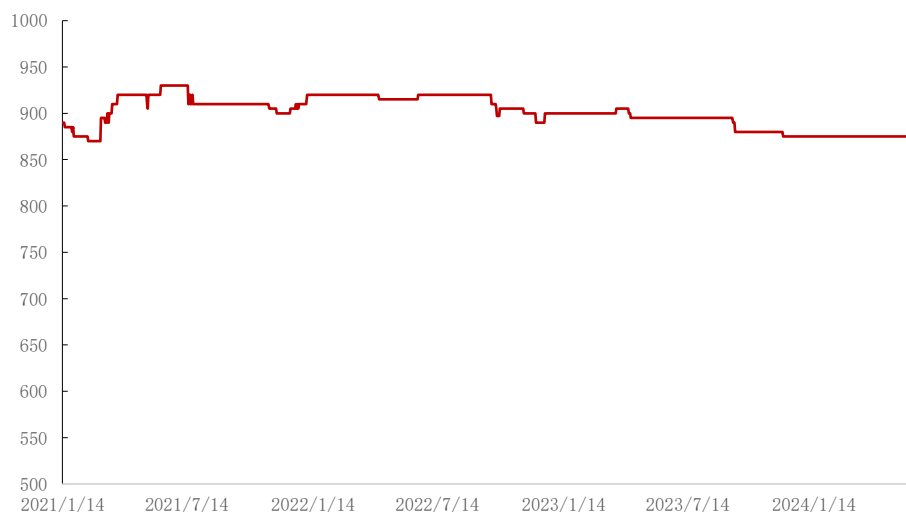
数据来源：茅帝，东莞证券研究所

图 6：八代普五批价（元/瓶）



数据来源：今日酒价，东莞证券研究所

图 7：国窖 1573 批价（元/瓶）



数据来源：今日酒价，东莞证券研究所

## 2.5 多数酒企 2024 年经营目标稳健

**多数酒企 2024 年经营目标稳健。**从今年酒企发布的经营目标来看，多数酒企经营目标维持稳健。其中，高端白酒确定性强，茅五泸业绩目标与去年保持一致。次高端白酒由于商务宴席仍处于弱复苏，水井坊等公司针对实际经营情况制定经营目标。对于区域白酒而言，今年春节在居民返乡送礼、宴席等消费场景的带动下，区域强势白酒一季度业绩表现良性，为全年酒企经营目标的实现打下坚实基础，今世缘、古井贡酒等公司 2024 年经营目标相对积极。

表 4：部分白酒企业 2023 年与 2024 年经营目标

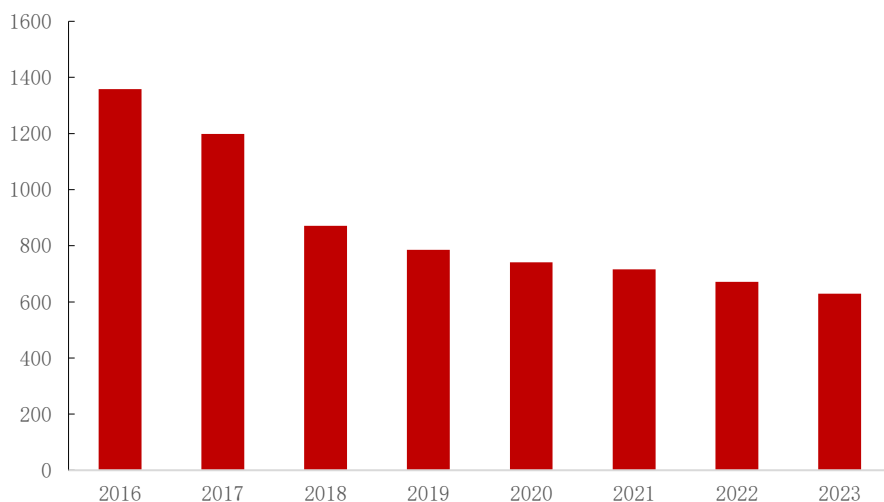
公司名称	2024 年目标	2023 年目标
贵州茅台	营业总收入同比增长 15%左右；完成固定资产投资 61.79 亿元	营业总收入增长 15%左右；基本建设投资 71.09 亿元
五粮液	营业总收入双位数增长	营业总收入双位数增长
泸州老窖	营业收入同比增长不低于 15%	营业收入同比增长不低于 15%
山西汾酒	营业收入同比增长 20%左右	营业收入同比增长 20%左右
水井坊	主营业务收入和净利润均保持增长	净利润与营业收入同比保持增长
洋河股份	营业收入同比增长 5%-10%	营业收入增长 15%
今世缘	总营收 122 亿元左右，净利润 37 亿元左右	总营收 100 亿元左右，净利润 31 亿元左右
古井贡酒	2024 年公司计划实现营业收入 244.50 亿元，较上年增长 20.72%；计划实现利润总额 79.50 亿元，较上年增长 25.55%	营业收入 201 亿元，同比 20.26%；利润总额 60 亿元，同比 34.21%
金徽酒	营业收入 30.00 亿元、净利润 4.00 亿元	营业收入 25.00 亿元、净利润 4.00 亿元
老白干酒	实现营业收入 57.8 亿元	主营业务收入 51.70 亿元

资料来源：上表中各公司对应 2022-2023 年报告，东莞证券研究所

## 2.6 我国白酒市场份额有望向头部企业靠拢

**我国白酒产量自 2016 年以来逐年下降。**根据中国酒业协会数据，我国白酒产量在 2016 年达到 1358.4 万千升的高点后逐年下降。2023 年我国白酒产量为 629.0 万千升，同比下降 5.1%。

图 8：2016-2023 年我国白酒产量（万千升）

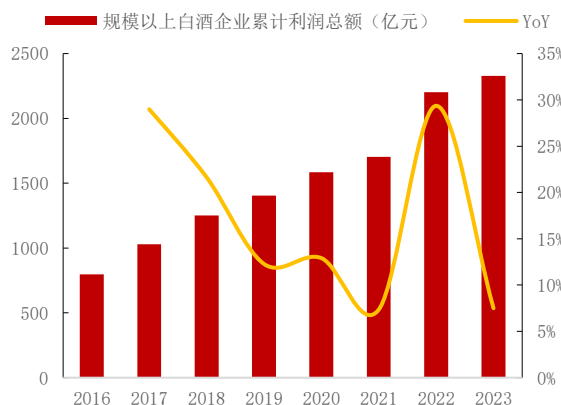
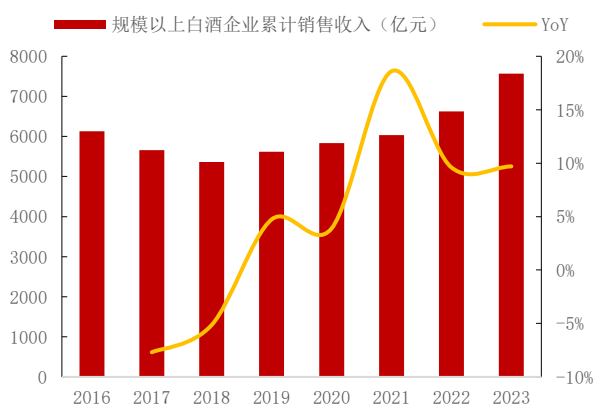


数据来源：中国酒业协会，东莞证券研究所

**我国白酒市场强者恒强。**虽然我国白酒产量近几年呈下降态势，但在市场优胜劣汰的法则下，我国规模以上白酒企业的销售收入与利润整体呈现增长态势，一定程度上说明我国名优白酒企业强者恒强，行业马太效应凸显。具体数据看，2016-2023 年，我国规模以上白酒企业累计销售收入从 6125.7 亿元增加至 7563.0 亿元，年均复合增速为 3.1%；规模以上白酒企业累计利润总额从 797.0 亿元增加至 2328.0 亿元，年均复合增速为 16.5%。

图 9：2016-2023 年我国规模以上白酒企业销售收入与增速（亿元，%）

图 10：2016-2023 年我国规模以上白酒企业利润与增速（亿元，%）

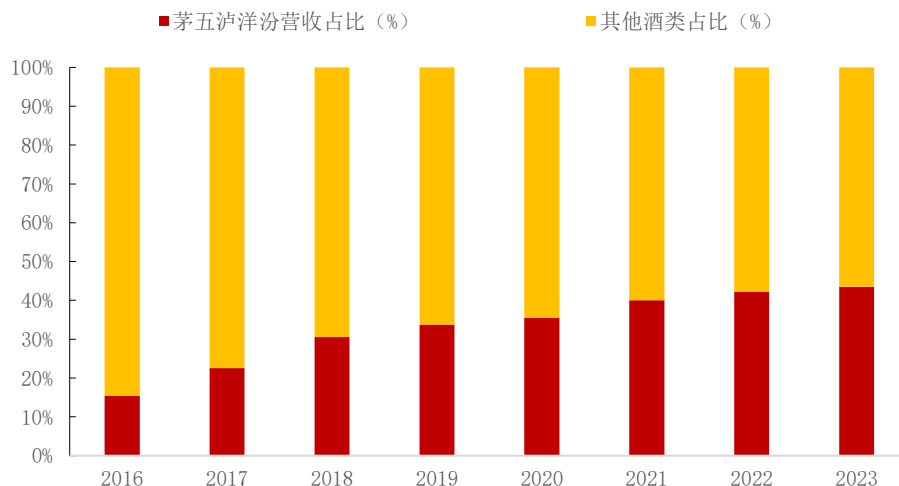


数据来源：中国酒业协会，东莞证券研究所

数据来源：中国酒业协会，东莞证券研究所

**我国白酒行业市场份额逐步向头部企业靠拢。**我国白酒行业在经历了三年的深度调整后，部分经营能力比较差的小企业被市场淘汰，行业加速出清，头部企业竞争优势逐步显现。按营业收入计，2016-2023 年，我国白酒行业的 CR5（贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒）已从 15.4% 增加至 43.5%。预计在品牌影响力提高、行业结构优化等因素影响下，我国白酒行业市场份额有望逐步向头部企业靠拢。

图 11：2016-2023 年我国白酒行业集中度（%）

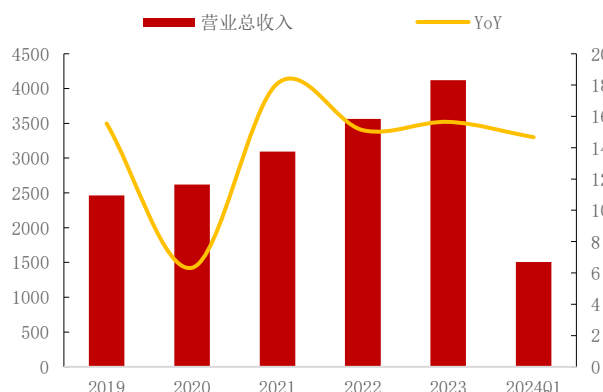


数据来源：中国酒业协会，贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒 2016-2023 年年报，东莞证券研究所

## 2.7 业绩表现分化，高端白酒确定性强

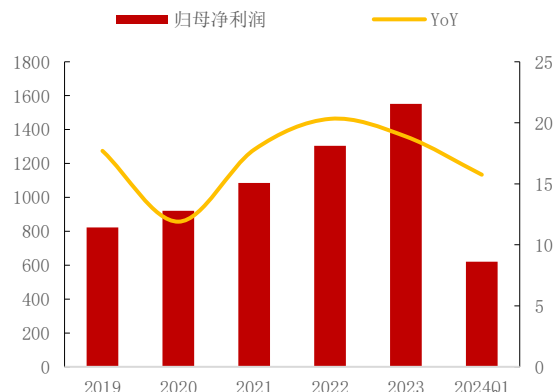
白酒板块 2023 年稳健收官，2024Q1 业绩实现双位数增长。2023 年，SW 白酒板块实现营业总收入 4121.1 亿元，同比增长 15.6%；实现归母净利润 1551.5 亿元，同比增长 18.9%，全年稳健收官。分季度看，考虑到今年春节较晚，部分酒企去年四季度控货消化库存，叠加部分公司改革持续，2023Q4 白酒营收季环比放缓。作为疫后首个完全不受疫情影响的春节，居民返乡、出行等意愿高涨。在宴席等消费场景带动下，春节期间白酒动销整体良性，带动 2024 年一季度白酒板块业绩实现了双位数增长。2024Q1，白酒板块实现营业总收入 1508.7 亿元，同比增长 14.7%；实现归母净利润 619.9 亿元，同比增长 15.7%。

图 12：2019-2024Q1SW 白酒板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 13：2019-2024Q1SW 白酒板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

高端白酒确定性强，业绩实现稳健增长。高端白酒品牌影响力强、社会认可度高，业绩确定性强。2023 年，高端白酒实现营业总收入 2640.7 亿元，同比增长 16.5%；实现归母净利润 1181.9 亿元，同比增长 18.5%。2023Q4，高端白酒实现营业总收入 742.7

亿元，同比增长 16.9%；实现归母净利润 319.2 亿元，同比增长 17.5%，业绩实现稳健增长。由于高端白酒以送礼、高端宴请为主，需求相对稳定，回款进度稳健，今年一季度顺利实现开门红。2024 年一季度，高端白酒实现营业总收入 905.1 亿元，同比增长 15.8%；实现归母净利润 426.8 亿元，同比增长 15.2%。

**次高端白酒内部表现延续分化。**虽然节假日返乡送礼、婚宴、团圆宴等消费场景一定程度上带动了白酒需求，但商务宴席消费场景整体恢复进度较慢，部分经销商库存压力仍存，2023 年次高端白酒复苏节奏相对滞后，内部表现分化。2023 年，次高端白酒实现营业总收入 799.2 亿元，同比增长 12.4%；实现归母净利润 240.4 亿元，同比增长 12.2%。单四季度，次高端白酒实现营业总收入 119.1 亿元，同比增长 12.4%；实现归母净利润 16.1 亿元，同比下降 20.1%。今年春节，商务宴席恢复进度仍相对有限，次高端白酒内部延续分化。2024 年一季度，次高端白酒实现营业总收入 351.3 亿元，同比增长 11.3%；实现归母净利润 131.3 亿元，同比增长 13.0%。

**区域强势品牌势能较强，业绩表现良性。**2023 年区域强势品牌受益于宴席等居民消费回补，动销较好，多数公司业绩表现良性。2023 年，区域白酒实现营业总收入 430.4 亿元，同比增长 22.1%；实现归母净利润 117.3 亿元，同比增长 31.8%。单四季度，区域白酒实现营业总收入 94.7 亿元，同比增长 14.0%；实现归母净利润 22.8 亿元，同比增长 27.3%。其中，古井贡酒和迎驾贡酒受益于安徽经济增长以及宴席回补，业绩表现良好；今世缘 2023 年营收顺利达成百亿目标。今年一季度，家宴等宴席延续景气，提振区域强势品牌业绩，古井贡酒、迎驾贡酒等公司业绩表现均超预期。2024Q1，区域白酒实现营业总收入 170.5 亿元，同比增长 22.7%；实现归母净利润 51.0 亿元，同比增长 25.6%。

表 5：2023-2024Q1SW 白酒板块重点上市公司营收情况（亿元，%）

白酒层级	公司名称	2023 年 营业总收入	YoY	2023Q1 YoY	2023Q2 YoY	2023Q3 YoY	2023Q4 YoY	2024Q1 营业总收入	YoY
高端白酒	贵州茅台	1505.6	18.0	18.7	20.4	13.1	19.8	464.9	18.0
	五粮液	832.7	12.6	13.0	5.1	17.0	14.0	348.3	11.9
	泸州老窖	302.3	20.3	20.6	30.5	25.4	9.1	91.9	20.7
<b>高端白酒合计</b>		<b>2640.7</b>	<b>16.5</b>	<b>16.5</b>	<b>16.9</b>	<b>15.7</b>	<b>16.9</b>	<b>905.1</b>	<b>15.8</b>
次高端白酒	山西汾酒	319.3	21.8	20.4	31.8	13.6	27.4	153.4	20.9
	洋河股份	331.3	10.0	15.5	16.1	11.0	-21.5	162.5	8.0
	水井坊	49.5	6.0	-39.7	2.2	21.5	51.3	9.3	9.4
	酒鬼酒	28.3	-30.1	-42.9	-32.0	-36.7	21.7	4.9	-48.8
	舍得酒业	70.8	16.9	7.3	32.1	7.9	27.6	21.1	4.1
<b>次高端白酒合计</b>		<b>799.2</b>	<b>12.4</b>	<b>10.6</b>	<b>19.3</b>	<b>10.2</b>	<b>12.4</b>	<b>351.3</b>	<b>11.3</b>
区域白酒	今世缘	101.0	28.0	27.3	30.6	28.0	26.7	46.7	22.8
	古井贡酒	202.5	21.2	24.8	26.8	23.4	8.9	82.9	25.9
	口子窖	59.6	16.1	21.3	34.0	4.7	10.4	17.7	11.1
	迎驾贡酒	67.2	22.1	21.1	29.5	21.9	18.8	23.2	21.3
<b>区域白酒合计</b>		<b>430.4</b>	<b>22.1</b>	<b>24.5</b>	<b>29.0</b>	<b>20.9</b>	<b>14.0</b>	<b>170.5</b>	<b>22.7</b>
大众白酒	顺鑫农业	105.9	-9.3	4.6	-18.7	0.3	-30.6	40.6	-0.8

	老白干酒	52.6	13.0	10.4	10.0	12.9	17.9	11.3	12.7
	金徽酒	25.5	26.6	26.6	21.0	47.8	17.3	10.8	20.4
	金种子酒	14.7	23.9	25.5	30.5	43.3	6.8	4.2	-3.0
	<b>大众白酒合计</b>	<b>250.9</b>	<b>7.4</b>	<b>11.2</b>	<b>1.1</b>	<b>19.1</b>	<b>-2.6</b>	<b>81.8</b>	<b>2.6</b>

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 6：2023-2024Q1SW 白酒板块重点上市公司归母净利润情况（亿元，%）

白酒层级	公司名称	2023 年 归母净利润	YoY	2023Q1 YoY	2023Q2 YoY	2023Q3 YoY	2023Q4 YoY	2024Q1 归母净利润	YoY
高端白酒	贵州茅台	747.3	19.2	20.6	21.0	15.7	19.3	240.7	15.7
	五粮液	302.1	13.2	15.9	5.1	18.6	10.1	140.5	12.0
	泸州老窖	132.5	27.8	29.1	27.2	29.4	24.8	45.7	23.2
<b>高端白酒合计</b>		<b>1181.9</b>	<b>18.5</b>	<b>19.7</b>	<b>18.4</b>	<b>18.0</b>	<b>17.5</b>	<b>426.8</b>	<b>15.2</b>
次高端白酒	山西汾酒	104.4	28.9	29.9	49.6	27.1	2.0	62.6	30.0
	洋河股份	100.2	6.8	15.7	9.9	7.5	-161.3	60.6	5.0
	水井坊	12.7	4.4	-56.0	508.9	19.6	53.2	1.9	16.8
	酒鬼酒	5.5	-47.8	-42.4	-38.2	-77.7	-10.1	0.7	-75.6
	舍得酒业	17.7	5.1	7.3	14.8	3.0	-1.9	5.5	-3.4
<b>次高端白酒合计</b>		<b>240.4</b>	<b>12.2</b>	<b>14.9</b>	<b>22.6</b>	<b>12.2</b>	<b>-20.1</b>	<b>131.3</b>	<b>13.0</b>
区域白酒	今世缘	31.4	25.3	25.2	29.1	26.4	18.8	15.3	22.1
	古井贡酒	45.9	46.0	42.9	47.5	46.8	49.2	20.7	31.6
	口子窖	17.2	11.0	10.4	22.8	8.4	6.9	5.9	10.0
	迎驾贡酒	22.9	34.2	26.6	60.9	39.5	26.0	9.1	30.4
<b>区域白酒合计</b>		<b>117.3</b>	<b>31.8</b>	<b>29.3</b>	<b>39.9</b>	<b>32.0</b>	<b>27.3</b>	<b>51.0</b>	<b>25.6</b>
大众白酒	顺鑫农业	-3.0	56.1	214.4	-535.8	-1606.5	99.5	4.5	37.4
	老白干酒	6.7	-5.9	-61.5	18.5	17.9	42.2	1.4	33.0
	金徽酒	3.3	17.3	10.4	53.7	884.8	-15.4	2.2	21.6
	金种子酒	-0.2	88.2	-228.1	107.9	103.7	124.9	0.2	142.9
<b>大众白酒合计</b>		<b>11.8</b>	<b>185.2</b>	<b>10.4</b>	<b>-298.3</b>	<b>36.1</b>	<b>169.1</b>	<b>10.7</b>	<b>29.4</b>

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

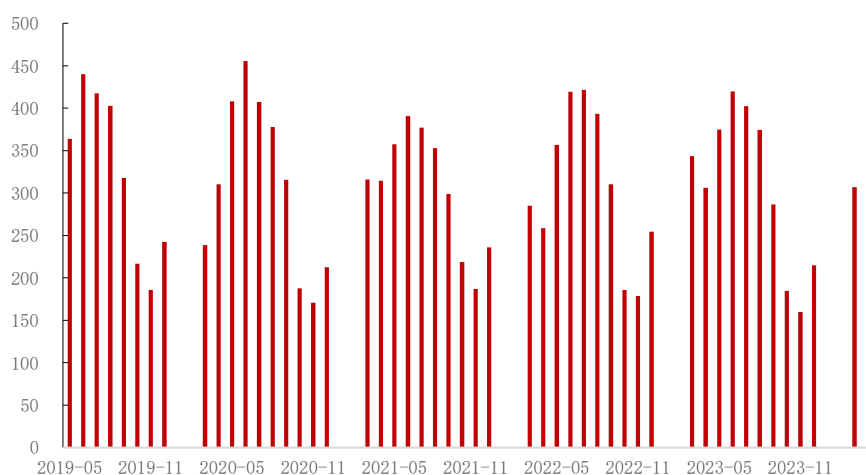
**总结：**从白酒企业公布的业绩来看，板块内部呈现分化。其中，高端与区域强势品牌业绩表现较好，次高端白酒由于商务宴席仍处于弱复苏，内部延续分化。近期，受外部市场环境、需求弱复苏、飞天批价下跌等因素影响，板块波动较大。目前，白酒仍处于消费淡季，基本面未发生太大变化，需重点关注中秋旺季备货情况。政策面来看，近期我国地产政策频出，对市场信心起到一定提振。白酒作为顺周期板块，今年或存在自上而下的贝塔机会。从估值来看，白酒目前估值低于近五年均值水平，短期预计国内外市场环境、经销商信心、动销、库存等或是影响板块走势的重要因素。长期来看，还要结合经济复苏进程进行判断。当前时点，白酒建议关注二大主线：一是选择高端和区域白酒中确定性强以及动销表现好的标的。二是选择业绩仍然处在磨底期，但在地产政策催化下，预期有所升温的次高端白酒。

### 3. 啤酒板块：成本红利释放，产品结构持续优化

#### 3.1 啤酒 2024Q1 弱复苏，期待边际改善

**啤酒 2024Q1 弱复苏，期待边际改善。**今年春节，在返乡、餐饮等消费场景的催化下，啤酒动销表现良性。但考虑到去年一季度疫情管控放开后短暂的报复性消费，啤酒产量存在高基数压力。根据国家统计局数据，2024 年 1-4 月，我国规模以上企业累计啤酒产量 1150.1 万千升，同比增长 2.1%。单 4 月，规模以上企业啤酒产量 276.4 万千升，同比下降 9.1%，下滑幅度相比 3 月有所加大。进入 5-6 月旺季后，啤酒基数逐步走低。今年 5 月南方地区受雨水天气影响，啤酒销量有所承压，整体延续弱复苏。目前北方气温逐步升高，叠加体育赛事催化，期待啤酒旺季需求的边际改善。

图 14：2019 年-2024 年 4 月啤酒产量当月值（万千升）



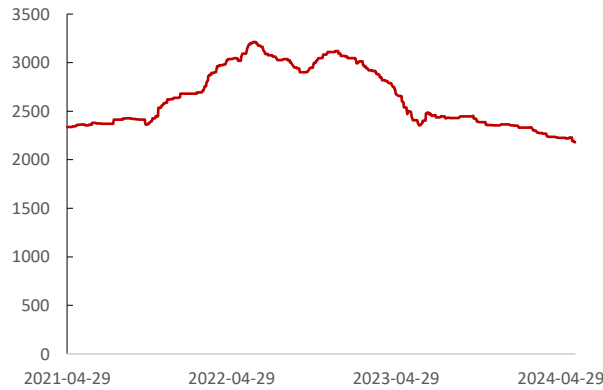
数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

#### 3.2 酒企部分成本红利释放

**酒企部分成本红利释放。**一般而言，啤酒公司在购买原材料时，一般于年底锁定第二年全年大麦的价格，玻璃、铝锭等其他原料价格一般以季度或市价为准。目前我国已取消对澳大利亚大麦的双反政策，成本出现实质性利好拐点，在成本下行的带动下利润弹性有望释放。玻璃方面，需求端当前房地产政策的支撑使市场对玻璃需求的预期有所增强，供给端玻璃日熔量有一定的收缩，供需两端使玻璃价格短期或存在一定支撑，后续走势需进一步观察。

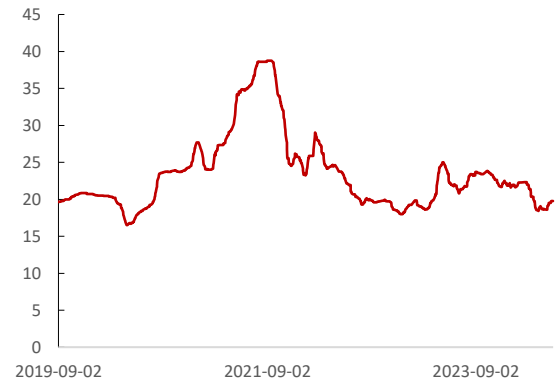
图 15：大麦全国均价（元/吨）

图 16：玻璃现货价（元/平方米）



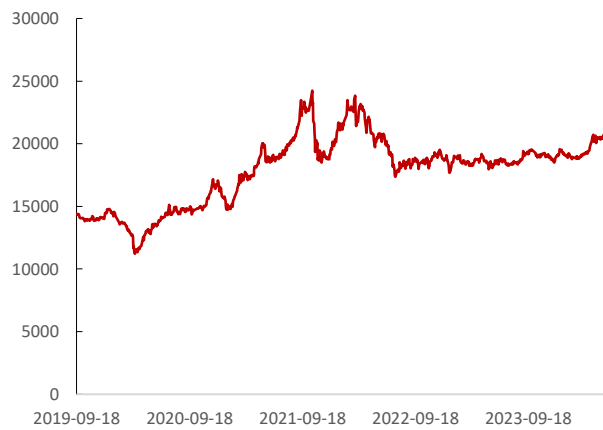
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 17：铝锭现货价（元/吨）

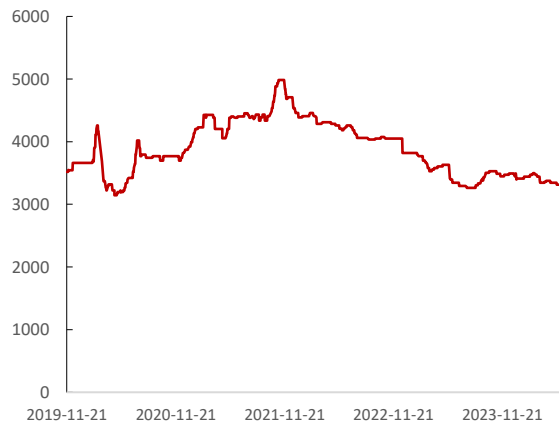


数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 18：瓦楞纸现货价（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所



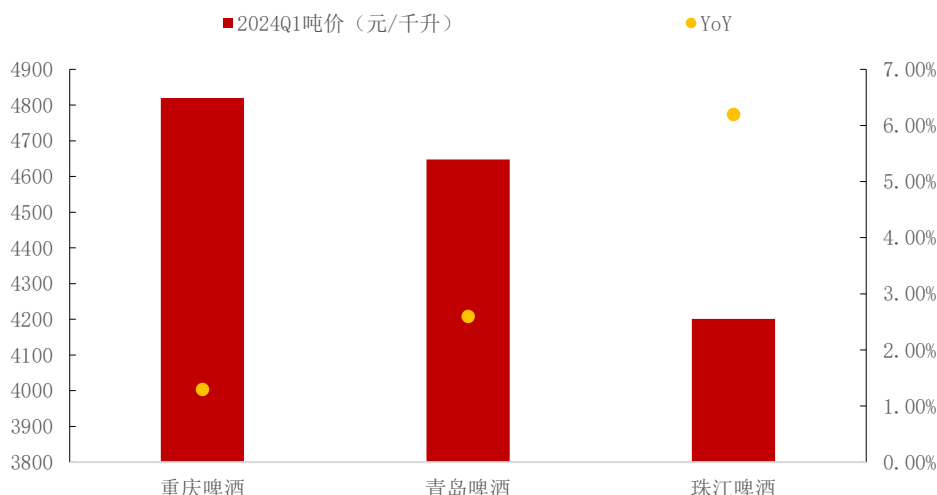
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

### 3.3 我国啤酒产品结构持续优化

**我国啤酒产品结构持续优化。**近几年消费者对啤酒产品质量的要求进一步提高，精酿、无醇等高端化的产品逐步得到社会接受与认可，我国高端啤酒市场的增速整体快于行业平均水平。在此背景下，啤酒企业纷纷致力于产品结构升级，并制定了符合自身发展的高端品牌发展战略。虽然近期啤酒产品吨价的提升速度有所放缓，但啤酒市场高端化趋势未发生变化。2024 年一季度，青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒等公司产品吨价均同比实现一定增长。预计高端化将成为行业未来发展趋势之一，进而带动产品结构优化升级。

图 19：2024 年一季度重点啤酒公司吨价与同比增速（元/千升，%）



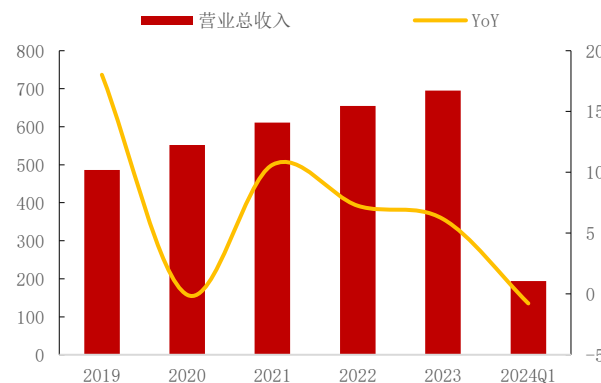


数据来源：上图中上市公司 2024 年一季度报告，东莞证券研究所

### 3.4 高基数下 2024Q1 营收下滑，成本下行带动利润增长

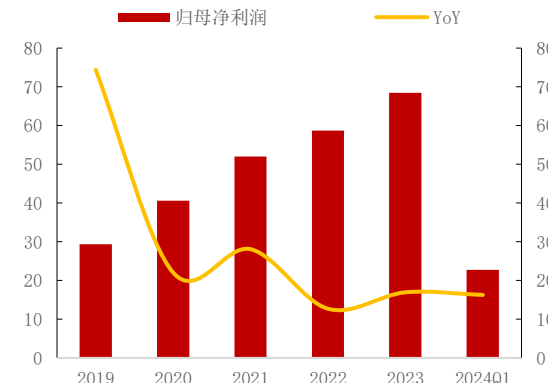
2023Q4 啤酒板块业绩承压，2024Q1 成本下行带动利润增长。2023 年 SW 啤酒板块实现营业总收入 695.3 亿元，同比增长 6.2%；实现归母净利润 68.5 亿元，同比增长 16.9%。分季度看，去年四季度啤酒需求相对疲软，多数啤酒企业处于持续去库存阶段，2023Q4 啤酒板块业绩承压。今年春节小长假提振餐饮等消费场景，啤酒动销表现良性。但考虑到去年一季度疫后短暂的报复性消费，高基数下啤酒营收出现下滑。2024Q1，啤酒板块实现营业总收入 194.2 亿元，同比下降 0.8%。目前我国已取消对澳大利亚的双反措施，啤酒板块的成本出现实质性利好拐点，带动啤酒板块 2024Q1 归母净利润同比增长 16.3%至 22.8 亿元，青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒等公司开局良好。

图 20：2019-2024Q1SW 啤酒板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 21：2019-2024Q1SW 啤酒板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 7：2023-2024Q1SW 啤酒板块上市公司营收情况（亿元，%）

公司名称	2023 年 营业总收入	YoY	2023Q1 YoY	2023Q2 YoY	2023Q3 YoY	2023Q4 YoY	2024Q1 营业总收入	YoY
青岛啤酒	339.4	5.5	16.3	8.2	-4.6	-3.4	101.5	-5.2
重庆啤酒	148.1	5.5	4.5	9.6	6.5	-3.8	42.9	7.2
燕京啤酒	142.1	7.7	13.7	7.6	8.5	-4.4	35.9	1.7
珠江啤酒	53.8	9.1	18.8	11.4	5.9	1.2	11.1	7.0
惠泉啤酒	6.1	0.0	7.0	12.5	4.2	-64.7	1.4	2.9
兰州黄河	2.4	-9.5	1.4	-17.8	-10.6	-11.7	0.5	-26.9
*ST 西发	3.4	21.6	-19.2	-21.9	228.6	46.5	0.9	-0.7

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 8：2023-2024Q1SW 啤酒板块上市公司归母净利润情况（亿元，%）

公司名称	2023 年 归母净利润	YoY	2023Q1 YoY	2023Q2 YoY	2023Q3 YoY	2023Q4 YoY	2024Q1 归母净利润	YoY
青岛啤酒	42.7	15.0	28.9	14.4	4.7	-15.0	16.0	10.1
重庆啤酒	13.4	5.8	13.6	23.5	5.3	-109.2	4.5	16.8
燕京啤酒	6.4	83.0	7373.3	28.5	37.4	2.8	1.0	58.9
珠江啤酒	6.2	4.2	22.2	15.1	8.0	-171.9	1.2	39.4
惠泉啤酒	0.5	21.8	152.4	20.0	26.7	-68.6	0.1	468.5
兰州黄河	-0.5	-59.8	9.2	-21.6	85.0	-482.6	0.0	70.9
*ST 西发	-0.3	67.3	15.3	-17.8	-40.3	176.4	0.0	102.7

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

**总结：**从需求来看，今年一季度啤酒板块面临高的基数，部分公司产品销量同比出现下滑。步入 5 月，受部分地区暴雨天气影响，啤酒需求弱复苏。6 月后，北方地区气温逐步升高，啤酒迎来旺季。在基数走低的背景下，叠加体育赛事催化，期待啤酒需求的边际改善。成本端来看，我国在对澳大利亚的大麦取消双反政策后，大麦成本出现实质性利好拐点，成本下行带动酒企利润增长。中长期来看，啤酒板块高端化趋势不变，产品结构持续优化，有望带动啤酒板块盈利能力上行。

## 4. 调味品板块：关注需求、成本等边际拐点

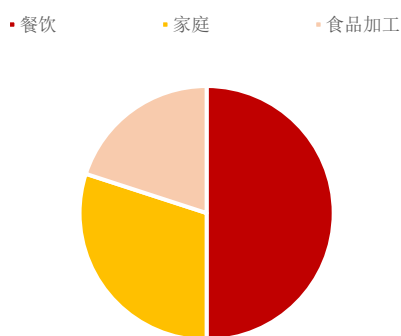
### 4.1 我国调味品需求稳步复苏，量价有望双升

量方面，餐饮复苏回暖带动调味品需求增加。

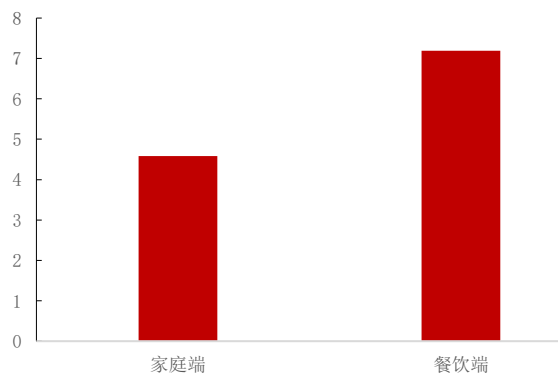
我国调味品需求结构以餐饮为主。目前，我国调味品的消费渠道包括餐饮、家庭与食品加工。其中，餐饮端的消费占比最大，约为 50% 左右。家庭端与食品加工渠道占比分别为 30% 与 20% 左右。为追求食物口味的最佳效果，调味品在餐饮端的人均摄入量整体高于家庭端。具体数据来看，餐饮端调味品的人均摄入量为 7.2g/公斤，约为家庭端的 1.6 倍。

图 22：我国调味品各渠道份额占比（%）

图 23：不同就餐方式调味品人均摄入量（g/公斤食物）



数据来源：立鼎产业研究院，东莞证券研究所

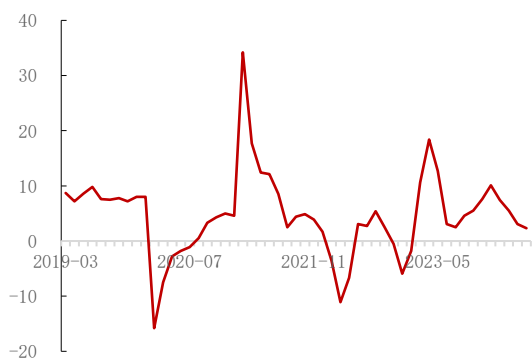


数据来源：智研咨询，东莞证券研究所

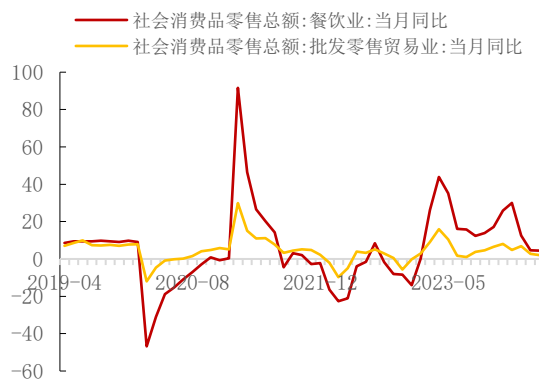
今年春节调味品动销良好，餐饮复苏回暖带动调味品需求增加。今年以来我国消费延续弱复苏态势。今年春节，在居民返乡、宴席等消费场景催化下，调味品板块步入去库存尾声，海天、美味鲜等产品动销有所好转。从社零数据来看，2024 年 1-4 月，我国社会消费品零售总额 15.60 万亿元，同比增长 4.1%。单 4 月，我国社零总额 3.60 万亿元，同比增长 2.3%。分品类看，单 4 月，商品零售 31784 亿元，同比增长 2.0%；餐饮收入 3915 亿元，增长 4.4%，餐饮的复苏弹性更大。随着餐饮需求稳步恢复，调味品需求有望增加。

图 24：2019-2024 年 1-4 月单月我国社会消费品零售总额同比增速 (%)

图 25：2019-2024 年 1-4 月单月我国社会消费品零售按消费类型同比增速 (%)



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

价方面，零添加有望成为行业未来发展趋势之一。

零添加有望成为调味品行业未来发展趋势之一。随着居民生活水平的提高，健康观念逐步深入人心，低盐、少糖、零添加等名词成为越来越多消费者在购买调味品时的重要考虑因素。以酱油行业为例，我国酱油行业在消费升级的背景下，逐步呈现出高端化与多功能化的趋势，产品范围从传统的酱油、生抽、老抽扩大到高鲜酱油、零添加酱油、有机酱油等。行业中的公司纷纷扩充自身品类，海天、千禾味业、厨邦等品牌目前旗下均有高端酱油产品供消费者选择。在健康观念升级的背景下，预计零添加有望成为调味品企业后续布局的重点之一，产品结构有望优化升级。

图 26：零添加、轻盐、有机等调味品



数据来源：海天味业官网，千禾味业官网，东莞证券研究所

## 4.2 部分公司推出激励计划，为经营注入活力

部分公司推出激励计划，为经营注入活力。为提高企业经营效率、激发员工积极性，今年以来中炬高新、天味食品、安琪酵母等公司纷纷推出股权激励计划或员工持股计划，为经营发展注入活力。其中，中炬高新于今年 3 月推出 2024 年限制性股票激励计划（草案），拟向包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干人员等在内的 329 人授予限制性股票，考核时间为 2024-2026 年，对营业收入、营业利润率、净资产收益率等指标进行考核。安琪酵母今年亦推出股权激励计划，对公司 2024-2026 年的重要指标进行考核。

表 9：2024 年以来重点调味品公司股权激励计划与员工持股计划梳理

公司名称	公告	时间	内容
中炬高新	2024 年限制性股票激励计划（草案）	2024/3/30	本激励计划拟授予激励对象 329 人，包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干人员，不包括公司独立董事、监事，亦不包括单独或合计持股 5% 以上的主要股东或实际控制人及其配偶、父母和子女。本次限制性股票的拟授予价格为 14.19 元/股，拟授予不超过 1438.80 万股限制性股票，占公司股本总额的 1.83%。限制性股票解除限售业绩考核时间为 2024-2026 年，对营业收入、营业利润率、净资产收益率等指标进行考核。
天味食品	2024 年员工持股计划	2024/4/20	本次员工持股计划的参与对象为公司董事（不含独立董事）、高级管理人员、中高层管理人员、核心业务（技术）骨干及董事会认为需要激励的其他人员，参与人数不超过 120 人，其中董事（不含独立董事）、高级管理人员不超过 6 人，具体参加人数根据员工实际缴款情况确定。持股计划拟募集资金总额不超过 3761.28 万元，本员工持股计划的份数上限为 3761.28 万份，最终募集资金总额以实际募资总额为准。本员工持股计划的考核年度为 2024 年-2025 年两个会计年度，分别为以 2023 年营业收入为基

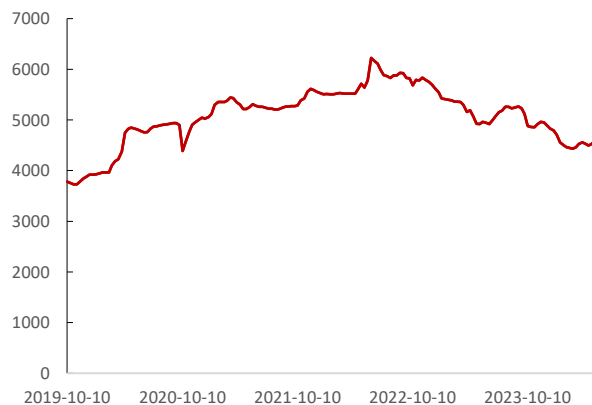
			数，2024 年营业收入增长率不低于 10%；以 2023 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 26.5%。
安琪酵母	2024 年限制性股票激励计划 (草案)	2024/6/3	本计划拟向包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员、管理骨干等在内的 1006 人授予限制性股票。限制性股票的来源为公司从二级市场回购的本公司 A 股普通股股票，授予的限制性股票授予价格为 15.41 元/股。拟授予的限制性股票数量为 1189 万股，约占目前公司股本的 1.37%。限制性股票解除限售业绩考核时间为 2024-2026 年，对 EOE、主营业务收入、资产负债率等指标进行考核。

资料来源：中炬高新 2024 年限制性股票激励计划（草案），安琪酵母 2024 年限制性股票激励计划（草案），天味食品 2024 年员工持股计划，东莞证券研究所

### 4.3 预计原材料成本压力有所缓解

**预计原材料成本压力有所缓解。**大豆、豆粕方面，2023 年大豆、豆粕整体呈下降态势。今年 6 月开始，随着国储大豆陆续拍卖，市场供应有所增加，叠加需求尚未出现明显提振，预计后续大豆和豆粕价格上涨空间相对有限。白糖方面，国际方面，根据美国农业部预测，本年度全球食糖产量将增至 1.86 亿吨。由于干旱天气的影响，预计巴西白糖产量下降，但泰国等东南亚国家增产一定程度上抵消了巴西产量的减少，白糖走势或震荡运行。玻璃方面，需求端当前房地产政策的支撑使市场对玻璃需求的预期有所增强，供给端玻璃日熔量有一定的收缩，供需两端使玻璃价格短期或存在一定支撑，后续走势需进一步观察。

图 27：大豆生产资料价格（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 28：豆粕现货价（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 29：白砂糖现货价格（元/吨）

图 30：玻璃现货价（元/平方米）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

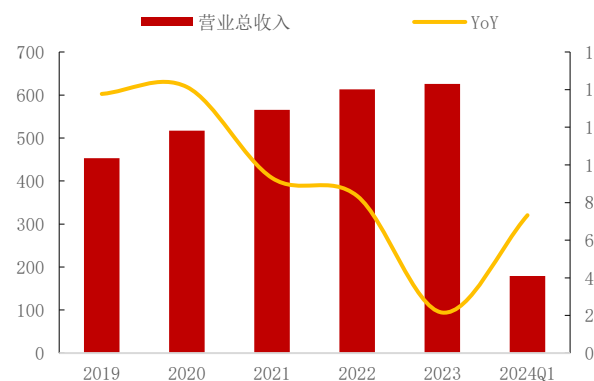


数据来源：同花顺，东莞证券研究所

#### 4.4 2024Q1 调味品业绩有所改善

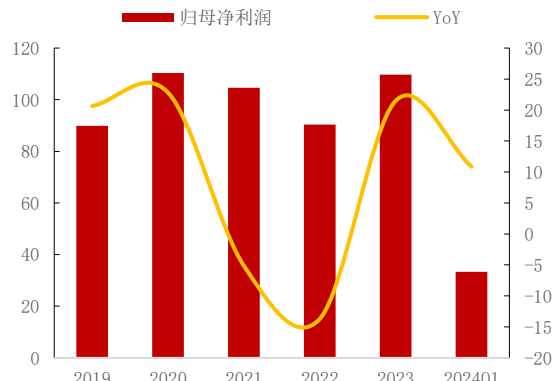
调味品板块 2023Q4 营收同比下滑，2024Q1 业绩改善。2023 年 SW 调味品板块实现营业总收入 626.0 亿元，同比增长 2.2%；实现归母净利润 109.7 亿元，同比增长 21.5%。分季度看，去年四季度需求弱复苏，叠加部分公司在产品、渠道、终端建设等方面全面变革，持续消化库存缓解渠道压力，海天味业、中炬高新、千禾味业营收均出现下滑。今年春节，调味品动销有所好转，叠加大豆、包材等成本压力下行，2024Q1 板块业绩改善，海天、中炬高新等公司开局业绩良好。2024 年第一季度，调味品板块实现营业总收入 179.4 亿元，同比增长 7.3%；实现归母净利润 33.4 亿元，同比增长 10.9%。

图 31：2019–2024Q1SW 调味品板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 32：2019–2024Q1SW 调味品板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 10：2023–2024Q1SW 调味品板块上市公司营收情况（亿元，%）

公司名称	2023 年 营业总收入	YoY	2023Q1 YoY	2023Q2 YoY	2023Q3 YoY	2023Q4 YoY	2024Q1 营业总收入	YoY
海天味业	245.6	-4.1	-3.2	-5.3	2.2	-9.3	76.9	10.2
中炬高新	51.4	-3.8	1.5	-1.4	-0.4	-14.4	14.8	8.6
千禾味业	32.1	31.6	69.8	33.8	48.4	-0.8	8.9	9.3
恒顺醋业	21.1	-1.5	7.1	-13.9	0.0	2.4	4.6	-24.9

天味食品	31.5	17.0	21.8	12.7	16.4	17.0	8.5	11.3
佳隆股份	2.6	25.1	23.9	67.5	-13.8	42.3	0.5	-19.8
ST 加加	14.5	-13.8	-15.6	-2.0	10.5	-43.0	4.9	12.0
仲景食品	9.9	12.8	12.3	8.6	15.4	14.4	2.7	22.8
润普食品	5.2	-20.1	-19.5	-33.9	-2.1	-19.7	1.4	-0.4
莲花健康	21.0	24.2	9.2	16.9	41.0	29.3	5.8	26.5
星湖科技	173.7	-0.6	-0.2	-11.8	10.1	0.7	42.0	0.9
安记食品	6.3	13.5	33.3	19.3	15.3	-7.5	1.4	-3.5
日辰股份	3.6	16.5	7.2	17.7	16.9	24.1	0.9	14.7
三元生物	5.0	-26.0	-57.3	-35.5	9.2	33.0	1.9	65.0
朱老六	2.4	-20.7	16.5	-45.5	-10.8	-34.4	0.8	11.3

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 11：2023-2024Q1SW 调味品板块上市公司归母净利润情况（亿元，%）

公司名称	2023 年 归母净利润	YoY	2023Q1 YoY	2023Q2 YoY	2023Q3 YoY	2023Q4 YoY	2024Q1 归母净利润	YoY
海天味业	56.3	-9.2	-6.2	-11.7	-3.2	-15.2	19.2	11.9
中炬高新	17.0	386.5	-5.5	-1129.4	61.3	393.7	2.4	59.7
千禾味业	5.3	54.2	162.9	75.1	90.4	-8.5	1.5	6.7
恒顺醋业	0.9	-37.0	-5.7	0.0	-44.6	-212.0	0.6	-24.2
天味食品	4.6	33.7	27.7	21.0	44.1	39.9	1.8	37.2
佳隆股份	-0.4	18.4	29.0	305.0	-1106.3	68.7	0.0	226.9
ST 加加	-1.9	-140.6	1239.5	-510.0	-81.1	-149.5	0.1	-49.0
仲景食品	1.7	36.7	132.6	8.9	28.5	36.6	0.5	30.1
润普食品	0.1	-86.5	-67.7	-69.4	-81.2	-149.3	0.0	-31.8
莲花健康	1.3	181.3	43.2	69.1	162.8	1451.7	0.5	134.5
星湖科技	6.8	11.4	-34.2	-51.6	186.3	74.4	2.5	108.7
安记食品	0.3	124.7	357.3	5.9	25.3	210.0	0.1	-49.5
日辰股份	0.6	10.5	-21.5	10.0	11.6	54.9	0.1	21.1
三元生物	0.6	-64.0	-87.6	-54.8	-73.9	37.3	0.2	210.5
朱老六	0.2	-65.8	4.4	-60.5	-63.4	-132.2	0.1	3.0

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

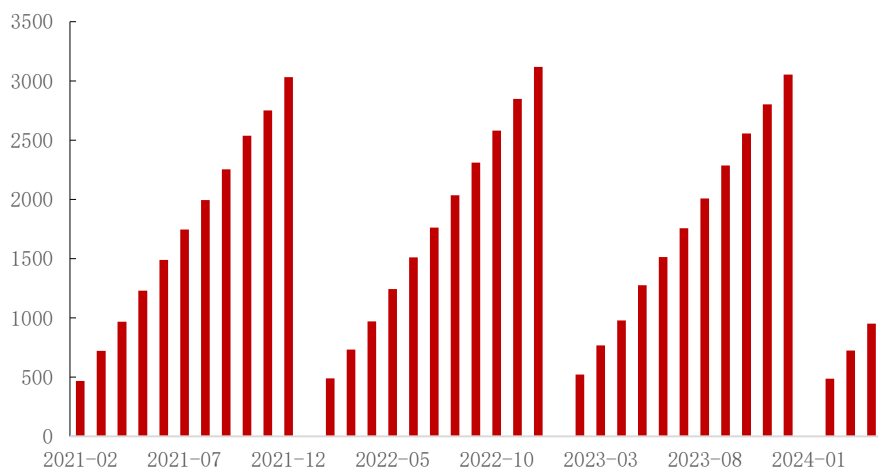
**总结：**需求端，今年春节在居民返乡送礼、宴席等消费场景的带动下，调味品动销有所好转，步入去库存尾声。由于餐饮在调味品渠道结构中的占比较高，预计在餐饮等消费场景复苏的背景下，调味品需求有望边际改善。成本端，大豆、豆粕等原材料价格呈下降态势，成本压力或有所缓解。后续需持续关注大豆、豆粕、玻璃等原材料价格走势。中长期看，零添加有望成为调味品行业未来发展的趋势之一，进而带动产品结构优化升级。

## 5. 乳品板块：成本压力趋缓，市场份额有望向头部企业靠拢

### 5.1 我国乳品需求弱复苏

我国乳品需求弱复苏。今年春节，乳品费用投放力度同比略增，买赠促销处于常态，乳品礼盒动销表现良好。春节之后，乳品动销恢复至常态化水平，动销较春节有所放缓。2024 年 1-4 月，我国乳品产量为 950.10 万吨，同比下降约 1.00%。

图 33：2021 年-2024 年 4 月我国乳品产量累计值（万吨）

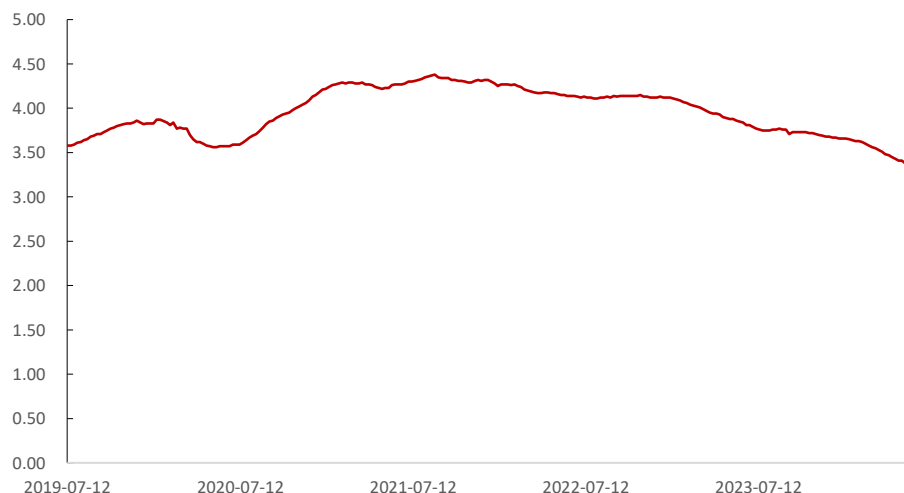


数据来源：同花顺，东莞证券研究所

### 5.2 乳企成本压力趋缓

乳制品公司成本压力趋缓。伴随着奶牛存栏量的回升，我国生鲜乳价格 2023 年以来呈下降态势，乳品企业的成本压力趋缓，后续利润或有弹性释放空间。

图 34：我国生鲜乳均价（元/公斤）



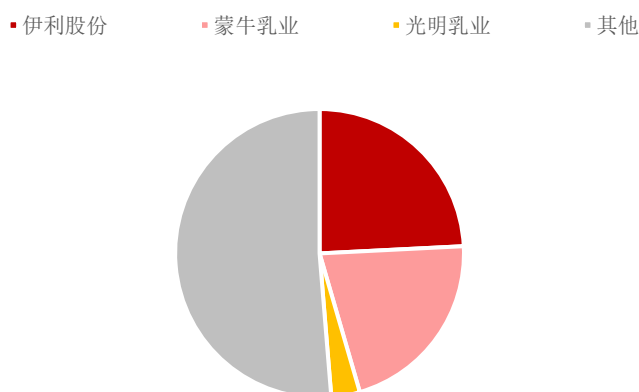
数据来源：同花顺，东莞证券研究所



### 5.3 龙头企业竞争优势突显

乳制品龙头企业竞争优势突显。从竞争格局来看，我国乳制品市场龙头企业竞争优势明显。目前在我国乳制品市场份额排名前三的公司分别为伊利股份、蒙牛乳业与光明乳业，其中伊利与蒙牛二者的市占率达到了 45% 以上，在市场中形成了一定的品牌壁垒。在品牌影响力增强、消费者认可度提高等因素影响下，预计龙头企业市场份额与竞争优势有望进一步提升。

图 35：我国乳制品行业市场竞争格局（%）



数据来源：智研咨询，东莞证券研究所

### 5.4 乳品 2024Q1 利润增速快于营收

2024Q1 乳品板块利润增速快于营收。2023 年 SW 乳品板块实现营业总收入 2003.8 亿元，同比增长 1.3%；实现归母净利润 130.0 亿元，同比增长 22.8%。单季度看，由于今年春节时间较晚，备货错期使乳品板块 2023 年四季度营收增速下滑。今年春节，乳品动销表现良性，节后需求环比回落，乳品板块一季度整体呈现弱复苏态势。2024Q1，乳品板块实现营业总收入 500.1 亿元，同比下降 4.3%。今年以来生鲜乳价格持续下行，叠加伊利一次性投资收益，乳品板块实现归母净利润 64.5 亿元，同比增长 54.1%。

图 36：2019-2024Q1SW 乳品板块营业总收入与增速（亿元，%）

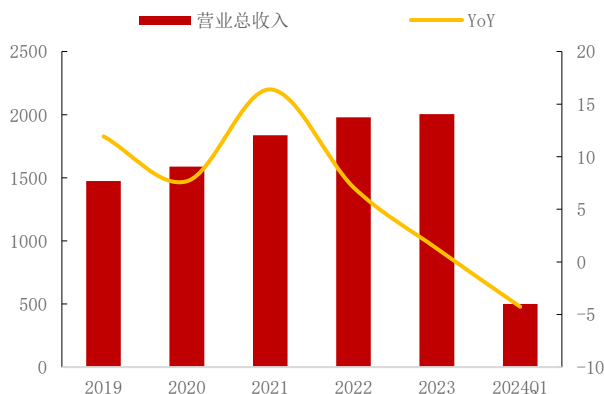
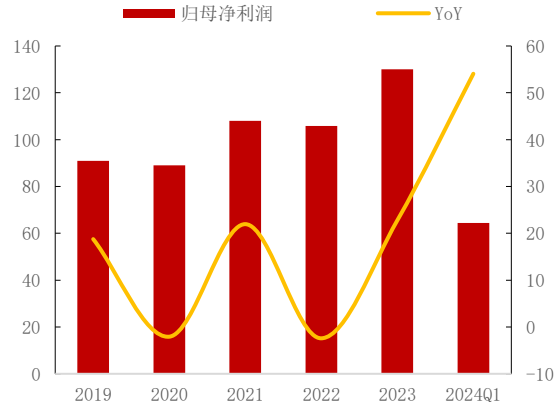


图 37：2019-2024Q1SW 乳品板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 12：2023-2024Q1SW 乳品板块上市公司营收情况（亿元，%）

公司名称	2023 年 营业总收入	YoY	2023Q1 YoY	2023Q2 YoY	2023Q3 YoY	2023Q4 YoY	2024Q1 营业总收入	YoY
伊利股份	1261.8	2.4	7.7	1.1	2.7	-1.8	325.8	-2.6
光明乳业	264.9	-6.1	-2.4	-1.3	-6.4	-14.8	64.2	-9.2
新乳业	109.9	9.8	8.8	12.7	7.3	10.6	26.1	3.7
三元股份	78.4	-1.4	0.5	-0.9	-7.1	2.6	20.4	-5.2
妙可蓝多	40.5	-16.2	-20.5	-20.2	-18.3	-2.6	9.5	-7.1
皇氏集团	28.9	0.1	45.8	19.4	-29.5	-22.2	4.8	-41.8
佳禾食品	28.4	17.0	22.8	56.3	13.9	-5.6	5.4	-15.6
天润乳业	27.1	12.6	16.3	9.8	12.2	13.0	6.4	1.5
一鸣食品	26.4	8.7	4.0	13.0	7.2	10.1	6.4	11.1
贝因美	25.3	0.8	10.7	-6.4	-3.0	2.1	7.2	2.3
燕塘乳业	19.5	4.0	10.9	4.3	1.6	0.7	3.8	-11.6
均瑶健康	16.3	65.7	102.8	117.8	94.7	-13.7	4.0	-11.1
骑士乳业	12.6	32.6	30.1	36.9	49.1	23.2	2.4	7.2
品渥食品	11.2	-27.0	-10.9	-30.4	-33.8	-28.5	2.1	-23.8
西部牧业	11.2	-15.2	-4.9	-10.6	-13.9	-29.5	2.4	-16.2
庄园牧场	9.6	-9.0	2.6	-8.6	-16.6	-11.8	2.3	-10.0
海融科技	9.5	10.0	11.7	14.5	2.2	12.0	2.5	5.8
熊猫乳品	9.5	6.2	11.3	25.7	-1.7	-3.8	1.8	-14.0
麦趣尔	7.1	-28.3	-49.4	-53.3	36.9	22.5	1.5	-12.3
阳光乳业	5.7	0.1	-2.8	6.4	-5.4	1.6	1.1	-6.4

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 13：2023-2024Q1SW 乳品板块上市公司归母净利润情况（亿元，%）

公司名称	2023 年 归母净利润	YoY	2023Q1 YoY	2023Q2 YoY	2023Q3 YoY	2023Q4 YoY	2024Q1 归母净利润	YoY
伊利股份	104.3	10.6	2.7	2.9	59.4	-23.5	59.2	63.8
光明乳业	9.7	168.2	13.1	30.1	-117.4	7423.2	1.7	-8.1
新乳业	4.3	19.3	40.6	20.5	19.1	-2.1	0.9	46.9
三元股份	2.4	502.4	0.4	237.2	8.9	117.2	0.7	73.3
妙可蓝多	0.6	-53.9	-67.1	-92.5	-54.4	588.4	0.4	70.6
皇氏集团	0.7	460.1	-93.6	963.6	1.2	-135.8	0.1	5.8
佳禾食品	2.6	123.4	267.2	341.1	162.5	-5.8	0.5	-27.7
天润乳业	1.4	-27.7	55.6	-2.5	-63.7	-101.1	0.0	-91.7
一鸣食品	0.2	117.2	111.5	178.2	359.9	79.8	0.1	126.4
贝因美	0.5	127.0	-39.1	40.3	285.6	99.1	0.2	80.7
燕塘乳业	1.8	81.6	41.8	85.3	70.4	143.1	0.2	-42.9
均瑶健康	0.6	-25.0	30.9	-12.5	4.0	-1046.5	0.3	9.3
骑士乳业	0.9	31.0	-30.6	-7.6	147.3	193.5	0.2	-4.2

品渥食品	-0.7	-754.9	-393.2	-551.9	-1735.3	39.5	0.0	79.3
西部牧业	-0.6	-594.4	-4.7	-90.6	-1078.0	-2644.9	0.0	-296.0
庄园牧场	-0.8	-233.7	-44.1	-1041.6	-87.3	-309.0	-0.4	-808.0
海融科技	0.9	-4.1	-27.0	26.6	-33.8	58.2	0.4	53.0
熊猫乳品	1.1	104.1	62.9	154.2	102.0	101.8	0.3	38.6
麦趣尔	-1.0	72.3	-310.2	83.6	81.4	4.0	-0.3	-294.6
阳光乳业	1.2	4.4	-10.7	30.0	-12.2	15.0	0.2	-2.0

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

**总结：**目前在我国消费稳步复苏的背景下，预计乳品需求有望逐步改善。成本方面，乳企成本压力有所下降，进而带动利润增长。中长期看，龙头企业可以通过优化产品结构、推出新品、扩大业务范围等方式提高产品竞争力，乳品市场份额有望向龙头企业集中。此外，乳品龙头低估值、高股息率等特征亦可重点关注。

## 6. 零食板块：行业高景气，零食量贩与电商推动行业发展

### 6.1 今年春节零食动销亮眼

**今年春节零食动销表现亮眼。**作为疫后首个完全不受疫情影响的春节，在返乡送礼等场景催化下，今年春节包括三只松鼠、洽洽食品、良品铺子等公司在内的动销表现较好。目前零食需求进入了相对淡季，部分渠道仍存在补货情况，头部企业动销维持在良性水平。

表 14：部分重点零食上市公司 2024 年春节动销

公司名称	春节动销
三只松鼠	年货节期间三只松鼠的礼盒/礼包类产品在线下分销渠道销售超预期，春节动销实现较快增长。
洽洽食品	1月葵花子和坚果较同期都有较快增长。春节动销方面总体良性，特别是县乡下沉市场动销较快，经销商库存良好。
良品铺子	团购渠道1月15日提前结束销售，比原计划提前了15天，同比增长115%。

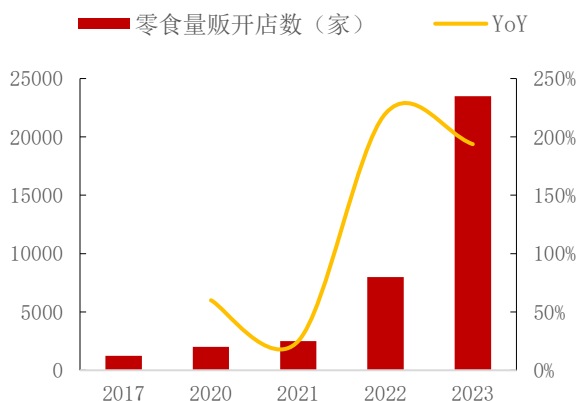
资料来源：洽洽食品投资者关系记录，腾讯，网易，东莞证券研究所

### 6.2 零食量贩快速崛起，高性价比迎合消费者需求

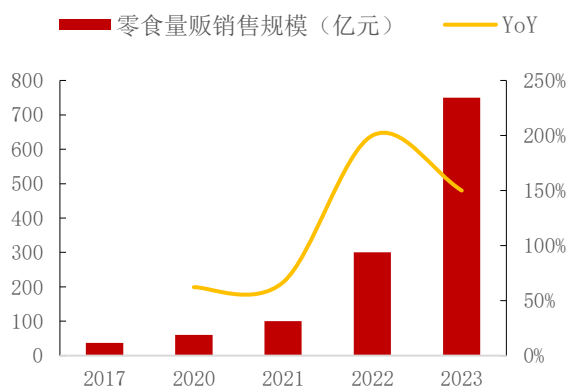
我国零食量贩行业处于蓬勃发展期，开店数与销售规模呈井喷式增长。零食量贩是指省去经销商环节，从工厂直接采购或贴牌产品，主打价格实惠、品类丰富的零售专卖店。2018年底，零食很忙在湖南开店，零食量贩出现萌芽。近年来，随着消费水平提高，零食需求日趋旺盛，零食量贩发展迎来机遇。根据新经销数据，2023年我国零食量贩门店数量超过2万家，同比增长超过190%。在开店数增加的同时，我国零食量贩销售规模亦呈现井喷式增长。2023年我国零食量贩销售规模超过700亿元，同比增长约150%。

图 38：2017-2023 年我国零食量贩开店数与增速（家，%）

图 39：2017-2023 年我国零食量贩销售规模与增速（亿元，%）



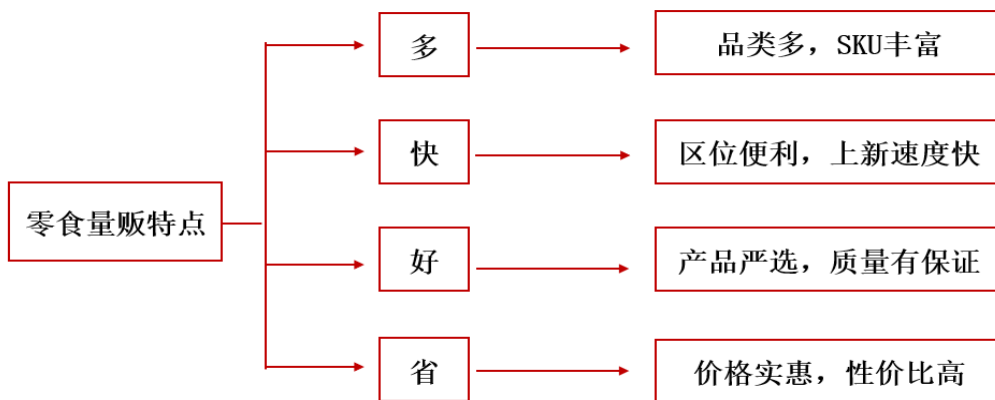
数据来源：新经销，东莞证券研究所



数据来源：新经销，东莞证券研究所

零食量贩具有“多快好省”的特点，可以较好地满足消费者对产品高性价比的需求。零食量贩店主要以售卖散装产品为主，产品品类丰富，且上新速度快。以部分品牌为例，根据欧睿数据显示，赵一鸣旗下零食品牌的平均 SKU 约 2000 个，与百大厂企合作，月度更新 100+ 新品；万辰旗下零食品牌的平均 SKU 约 1600 个，月度更新 100-150 个 SKU。此外，零食量贩选址通常在社区附近或人流较多的商业区域，区位便利。价格方面，由于省去了经销商环节，直接从工厂拿货，价格实惠且性价比高，一般量贩零食的零售价格平均比商超渠道低 20%-40% 左右。零食量贩“多快好省”的特点，可以较好地满足消费者对产品高性价比的需求。

图 40：零食量贩行业特点



资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

### 6.3 线上抖音等新兴电商模式实现较快增长

线上抖音等新兴电商模式实现较快增长。近几年，我国电商平台不断发展，短视频行业发展迅猛，以抖音、快手等为代表的社交电商快速崛起，通过“直播+短视频”等创新形式，帮助消费者种草，为消费者提供更加多元化、多链路的消费场景，传统电商增速有所放缓。根据久谦数据，2023 年休闲零食品类三大平台销售额同比上涨 0.81%。其中，抖音受益于其决策成本低、复购率高等特点，增速超 53%；天猫与京东零食销

售额同比有所下滑。细分到零食厂商，抖音成为零食厂商进行产品销售、吸引消费者的重要渠道，头腰尾部的零食厂商在抖音渠道的销售增速同比均实现快速增长。有所差异的是，头部零食厂商在传统电商平台如天猫的依赖度依然较高，腰部零食厂商在京东、天猫均有发展，其中在京东成长更快，而尾部零食厂商则更加依赖于抖音电商平台。

**表 15：头腰尾部零食厂商在各渠道的销售增速**

		天猫	京东	抖音
某线下排名前 5 厂商	整体	-2.1%	9.8%	89.1%
	自营	6.3%	11.9%	—
某线下排名前 20 厂商	整体	-23.8%	3.3%	157.4%
	自营	-19.0%	12.2%	—
某线下排名 20+ 厂商	整体	-17.2%	0.3%	81.1%
	自营	-7.6%	1.4%	—

资料来源：尼尔森，东莞证券研究所

盐津铺子、三只松鼠等为代表的零食公司电商渠道销售已取得成效。零食企业在经营过程中根据自身定位，选择具有优势的电商渠道营销，以盐津铺子、三只松鼠等为代表的零食公司电商渠道销售已实现一定增长。

**表 16：部分零食公司线上电商渠道进展**

零食公司	电商渠道进展
盐津铺子	2023 年公司电商渠道实现营业收入 8.28 亿元，同比增长 20.13%。鹌鹑蛋、鱼豆腐、零食礼包等多个品类取得线上全网领先的优势。目前公司抖音的销售在电商渠道中占比约一半左右，天猫、拼多多等渠道均取得快速增长。
劲仔食品	公司布局短视频、社交平台、达人直播等新兴渠道，建立从头部流量到自播带货的传播矩阵，实现品牌和销量的双重提升。2023 年，公司线上实现营业收入 4.2 亿元，同比增长 34.76%，占公司营业收入 20.15%。其中，公司新媒体渠道增长迅速，同比增长 142.60%，在天猫平台、抖音平台海味零食销售额位居第一。
甘源食品	2023 年公司电商实现营业收入 2.16 亿元，同比增长 29.4%。公司将加强线上渠道建设，在天猫、京东、拼多多、抖音等主要电商平台继续投放产品，提高消费人群覆盖率。
三只松鼠	公司线上主要发力短直渠道（抖音、快手）、私域、社团等新兴渠道，并优化天猫、京东等核心渠道的品类和运营策略。其中，公司 2023 年抖音渠道营收实现高速增长，同比增长 118.51%至 12.04 亿元。

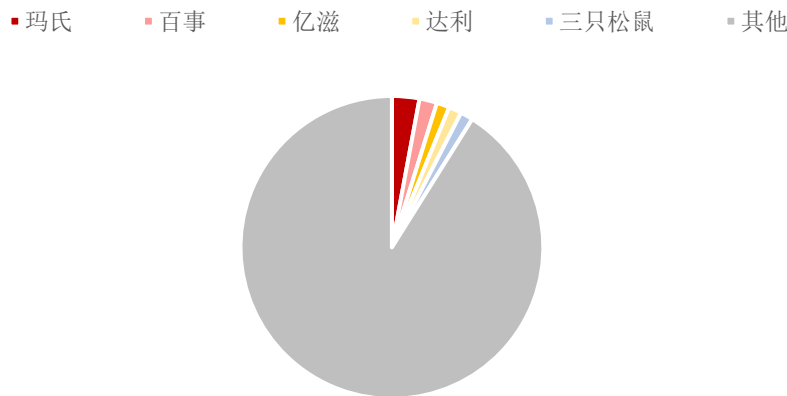
资料来源：盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、三只松鼠 2023 年年度报告，东莞证券研究所

## 6.4 我国零食行业龙头企业市场份额有进一步提升空间

我国零食行业龙头企业市场份额有进一步提升空间。虽然我国休闲零食行业的市场规模已突破万亿元，但考虑到零食品类较多，且多数企业规模较小，我国休闲零食行业的竞争格局相对分散。根据新经销数据显示，2022 年我国休闲零食行业 CR5 为 14.7%。其中，玛氏占比最大，约为 3.5%；百事与旺旺的市场份额分别为 3.3%与 3%，位居第二和第三；其余单个公司的市场份额不足 3%。随着产品与渠道布局逐渐

完善，叠加龙头品牌影响力逐步提升，预计我国休闲零食行业集中度有望向龙头企业靠拢。

图 41：我国休闲零食行业市场竞争格局（%）

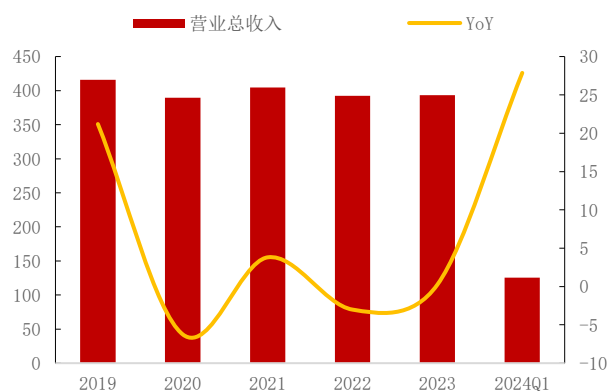


数据来源：新经销，东莞证券研究所

### 6.5 零食板块 2024Q1 业绩表现亮眼

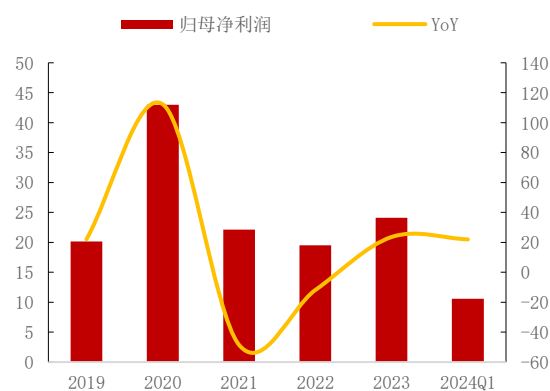
我国 2023 年零食板块营收微增，2024Q1 业绩表现亮眼。2023 年 SW 零食板块实现营业总收入 393.4 亿元，同比增长 0.2%；实现归母净利润 24.1 亿元，同比增长 23.6%。分季度看，去年四季度受春节错配影响，2023Q4 零食板块营收微增 1.0%至 117.0 亿元。得益于部分零食原材料成本下降，叠加规模效应等因素影响，2023Q4 零食板块归母净利润同比增加 65.5%至 6.9 亿元。今年春节，返乡、送礼等消费场景带动零食礼盒动销良好，节后仍存在补货情况，今年一季度零食公司业绩表现亮眼。2024Q1，零食板块实现营业总收入 125.6 亿元，同比增长 27.9%；实现归母净利润 10.6 亿元，同比增长 22.0%。

图 42：2019-2024Q1SW 零食板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 43：2019-2024Q1SW 零食板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 17：2023-2024Q1SW 零食板块上市公司营收情况（亿元，%）

公司名称	2023 年 营业总收入	YoY	2023Q1 YoY	2023Q2 YoY	2023Q3 YoY	2023Q4 YoY	2024Q1 营业总收入	YoY
三只松鼠	71.1	-2.4	-38.5	-3.1	38.6	29.2	36.5	91.8
洽洽食品	68.1	-1.1	-6.7	8.3	5.1	-6.9	18.2	36.4
良品铺子	80.5	-14.8	-18.9	-18.0	-4.5	-16.0	24.5	2.8
盐津铺子	41.2	42.2	55.4	57.6	46.2	20.2	12.2	37.0
劲仔食品	20.7	41.3	68.4	35.2	45.9	26.5	5.4	23.6
甘源食品	18.5	27.4	22.2	48.1	37.3	10.9	5.9	49.8
来伊份	39.8	-9.2	-7.8	-10.0	-4.8	-14.0	10.6	-12.5
黑芝麻	26.8	-11.3	-9.2	-1.5	-4.8	-23.5	4.6	-25.7
好想你	17.3	23.4	11.4	17.5	8.6	49.8	4.9	19.1
有友食品	9.7	-5.7	-12.5	11.2	11.5	-27.6	2.8	18.0

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 18：2023-2024Q1SW 零食板块上市公司归母净利润情况（亿元，%）

公司名称	2023 年 归母净利润	YoY	2023Q1 YoY	2023Q2 YoY	2023Q3 YoY	2023Q4 YoY	2024Q1 归母净利润	YoY
三只松鼠	2.2	69.9	18.7	52.0	40.9	39.7	3.1	60.8
洽洽食品	8.0	-17.8	-14.4	-37.5	-13.5	-15.1	2.4	35.1
良品铺子	1.8	-46.3	59.8	-59.5	-97.9	-122.9	0.6	-58.0
盐津铺子	5.1	67.8	81.7	98.9	67.3	32.6	1.6	43.1
劲仔食品	2.1	68.2	95.7	20.2	48.4	122.6	0.7	87.7
甘源食品	3.3	107.8	145.0	246.5	95.3	67.0	0.9	65.3
来伊份	0.6	-44.1	-23.0	-193.6	-25.2	67.6	0.6	-13.9
黑芝麻	0.4	130.7	62.3	1684.5	1404.9	99.3	0.0	-69.1
好想你	-0.5	72.6	43.2	-389.6	59.5	91.9	0.1	2.6
有友食品	1.2	-24.4	121.4	-16.8	-40.2	-79.7	0.4	-8.8

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

## 7. 投资策略

**维持对行业的超配评级。白酒板块：**从白酒企业公布的业绩来看，板块内部呈现分化。其中，高端与区域强势品牌业绩表现较好，次高端白酒由于商务宴席仍处于弱复苏，内部延续分化。近期，受外部市场环境、需求弱复苏、飞天批价下跌等因素影响，板块波动较大。目前，白酒仍处于消费淡季，基本面未发生太大变化，需重点关注中秋旺季备货情况。政策面来看，近期我国地产政策频出，对市场信心起到一定提振。白酒作为顺周期板块，今年或存在自上而下的贝塔机会。从估值来看，白酒目前估值低于近五年均值水平，短期预计国内外市场环境、经销商信心、动销、库存等或是影响板块走势的重要因素。长期来看，还要结合经济复苏进程进行判断。当前时点，建议关注二大主线：一是选择高端和区域白酒中确定性强以及动销表现好的标的，如贵州茅台（600519）、五粮液（000858）、泸州老窖（000568）、古井贡酒（000596）、

今世缘（603369）等。二是选择业绩仍然处在磨底期，但在地产政策催化下，商务需求预期有所升温的次高端白酒，如酒鬼酒（000799）等。此外，次高端白酒中业绩较稳的山西汾酒（600809）亦可关注。**大众品板块：**大众品板块业绩表现延续分化态势。业绩具备确定性、存在边际改善预期、高成长、高性价比等板块可重点关注。当前时点，建议关注三大主线：一是存在边际改善预期的板块，如啤酒、调味品板块等。啤酒板块关注旺季低基数下销量或回暖、成本下行等边际改善机会。调味品板块可以重点关注餐饮消费力修复、成本等边际改善预期。二是关注高成长、高景气的板块，如零食板块等。零食公司今年春节动销超预期，多数龙头一季度业绩表现亮眼，板块具备一定景气性，零食量贩与电商推动行业发展。三是关注低估值、高股息率的板块，如乳品龙头等。乳品龙头春节动销良性，生鲜乳成本压力趋缓，需持续关注后续需求。目前龙头低估值、高股息率等特征已具有一定性价比。标的方面，可重点关注青岛啤酒（600600）、燕京啤酒（000729）、海天味业（603288）、中炬高新（600872）、三只松鼠（300783）、伊利股份（600887）等。

表 19：重点公司盈利预测及投资评级（2024/6/12）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
600519	贵州茅台	1571.7	59.5	69.7	81.4	26.4	22.5	19.3	买入	维持
000858	五粮液	137.9	7.8	8.8	9.8	17.7	15.7	14.1	买入	维持
000568	泸州老窖	158.3	9.0	11.0	13.2	17.5	14.4	12.0	买入	维持
600809	山西汾酒	231.7	8.6	10.8	13.2	27.1	21.5	17.6	买入	维持
600702	舍得酒业	70.0	5.3	6.0	7.0	13.1	11.7	10.0	买入	维持
000799	酒鬼酒	50.7	1.7	1.8	2.1	30.0	28.1	24.1	买入	维持
000596	古井贡酒	236.1	8.7	11.2	13.9	27.2	21.1	17.0	买入	维持
603589	口子窖	40.4	2.9	3.3	3.7	14.1	12.3	10.9	买入	维持
603369	今世缘	50.4	2.5	3.1	3.7	20.0	16.3	13.6	买入	维持
603288	海天味业	35.5	1.0	1.1	1.3	35.2	32.3	27.3	买入	维持
600872	中炬高新	26.7	2.2	1.0	1.3	12.1	26.7	20.5	买入	维持
603027	千禾味业	14.6	0.5	0.6	0.8	27.2	24.3	18.2	买入	维持
600600	青岛啤酒	79.2	3.1	3.7	4.2	25.2	21.4	18.9	买入	维持
600132	重庆啤酒	69.2	2.8	3.0	3.3	25.1	22.8	21.0	买入	维持
000729	燕京啤酒	9.7	0.2	0.3	0.4	42.2	32.2	24.2	买入	维持
600887	伊利股份	27.0	1.6	2.0	2.0	16.5	13.5	13.5	买入	维持
300783	三只松鼠	23.8	0.6	0.9	1.2	43.3	26.5	19.8	买入	维持
003000	劲仔食品	12.8	0.5	0.7	0.9	56.6	38.6	30.0	买入	维持

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

## 8. 风险提示

（1）**原材料价格波动风险。**行业原材料价格存在波动的风险，若原材料价格上涨幅度较大，将增加企业的成本压力，进而对业绩产生一定影响。



(2) **产品提价不及预期。**后续若受终端需求不景气等因素扰动，企业提价节奏或将受到影响。

(3) **渠道开展不及预期。**为扩大市场竞争力，行业中的公司积极进行渠道布局，扩张全国业务区域。若后续受疫情、经销商等因素影响而不能顺利开拓销售市场，将一定程度上影响公司渠道扩张进展。

(4) **行业竞争加剧。**目前我国食品饮料行业中的部分子板块市场竞争格局相对分散，市场竞争较为激烈。市场竞争加剧或一定程度上影响市场竞争格局，进而影响行业盈利水平。

(5) **食品安全风险。**食品安全问题是社会普遍关注的重要问题之一。若板块发生食品安全及品质问题，将对行业产生一定的负面影响。

(6) **宏观经济波动风险。**食品饮料部分行业为顺周期行业，若经济波动将对其需求等产生一定影响。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，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。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn