

食品饮料行业2024年中期投资策略

平芜尽处是春山

——布局长期，跟踪改善，优选个股

民生食饮团队



01

估值深度调整，安全边际较高

02

投资策略：布局长期，跟踪改善，优选个股

03

盈利预测

04

风险提示

CONTENTS

目录

01. 估值深度调整，安 全边际较高

1.0

核心观点：板块估值风险释放，已具备较高安全边际，短期市场仍将偏向交易确定性与边际改善

- **从长期投资角度，板块估值持续调整，风险逐步释放，已经具备较高的安全边际**
 - **板块pe-TTM自2021年高位60x连续调整至今21x附近**：2021年-2023年，板块投资收益分别为-6.01%/-15.12%/-18.27%，截至2024年6月14日板块收益-9.58%
 - **近十年，板块具备较高ROE水平、较为稳定的经营现金流和自由现金流**
 - **稳健的业绩增长+股息率收益，白酒板块及部分大众品个股安全边际较高**
 - **股价对短期要素的赋权显著高于长期慢变量，其走势是短期行业库存、动销、价格等高频跟踪映射，从这个角度看，短期市场仍将偏向交易确定性与边际改善**：仍建议跟踪关联白酒政商务消费场景复苏的M1、PMI等企业活跃度指标（参考2023年度策略《时代变革，乘势而上》）；啤酒关注品牌主销区旺季动销，餐饮链跟踪社会餐饮的复苏，休闲食品、乳制品及软饮料跟踪成本走势、旺季备货及拓店空间、节奏。
- **在有效市场中，外部挑战与内部需求问题已在交易定价中印证反馈**：
 - **外部环境挑战与内部经济转型换挡期叠加，行业品牌大而不强、销区局限、价位内卷现象突出**；
 - **品质升级，价格降档**：受收入现金流及投资收益下降预期的影响，出现“精打细算、悦己消费”，酒店入住率波峰越来越高、时段也越来越集中，出游总体消费单价有下降等现象；“**从大众消费时代、品质消费时代向理性消费时代过渡**”VS供给端“**必选消费胜在规模，可选消费胜在场景细分**”。参考（2024年度策略《本立而道生——必选胜在规模，可选胜在场景》）。

1.0

核心观点：板块估值风险释放，已具备较高安全边际，短期市场仍将偏向交易确定性与边际改善

➤ 投资建议：布局长期，跟踪改善，优选个股

- **白酒**：优选高势能个股 α ，短期市场定价对普茅批价赋权较高，批价走弱对板块估值构成一定压制，而价位/区域龙头公司细分市场的定价权与供给调节能力不应被忽略。推荐：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、金徽酒、珍酒李渡、老白干酒等，关注洋河股份、口子窖、伊力特、顺鑫农业、天佑德酒的改革进程与效果评估，而酒鬼酒、水井坊、舍得酒业主销价位与商务场景高度关联，业绩与估值较高位均有较大幅度调整，关注其关联指标边际方向。
- **成本与旺季销量催化**：关注啤酒、黄酒等低度酒革新与软饮料，推荐青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒，关注华润啤酒、会稽山、古越龙山等，乳制品推荐伊利股份，关注新乳业。
- **餐饮链稳步复苏**：调味品回归增长，速冻关注小B业态。调味品推荐海天味业、天味食品、千禾味业、颐海国际，建议关注仲景食品、宝立食品，中炬高新；速冻食品推荐安井食品，关注千味央厨、三全食品、味知香。
- **极致成本管理+新渠道红利**：零食收入维持高景气，买入创新能力。休闲食品推荐三只松鼠、盐津铺子、洽洽食品，关注好想你。

➤ **风险提示**：消费场景复苏及相关刺激政策效果不达预期；大宗原材料价格大幅上行，将加重大众品企业成本负担；白酒等产业政策调整风险；公司改革进度不及预期；零售商品品牌产品的替代分流；下游需求恢复不及预期；食品安全风险。

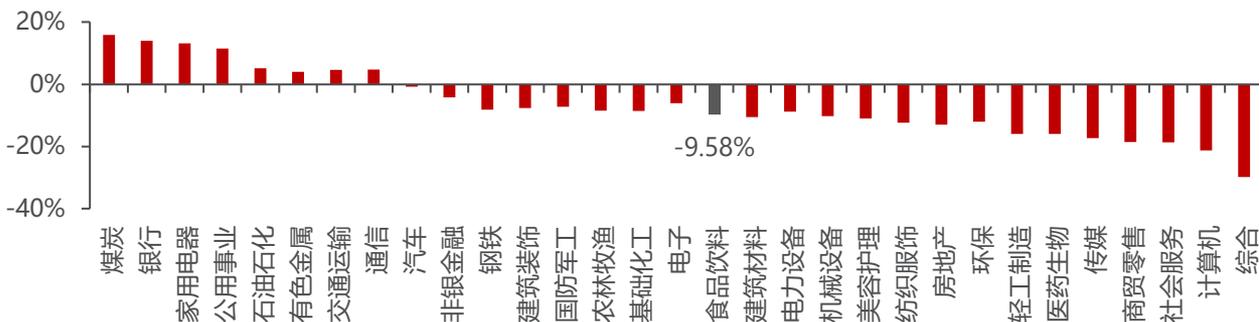
1.1

从长期投资角度，板块估值持续调整，风险逐步释放，已经具备较高的安全边际

图表：2024H1食品饮料(申万) 跌幅-9.58%

年涨幅排名	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
1	食品饮料 +7.43%	食品饮料 +53.85%	银行	食品饮料 +72.87%	休闲服务	电力设备	煤炭	通信	煤炭
2	建筑材料	家用电器	休闲服务	电子	电气设备	有色金属	综合	传媒	银行
3	家用电器	银行	食品饮料 -21.95%	建筑材料	食品饮料 +84.97%	煤炭	社会服务	计算机	家用电器
4	银行	电子	采掘	家用电器	汽车	基础化工	交通运输	电子	公用事业
5	建筑装饰	钢铁	农林牧渔	农林牧渔	国防军工	钢铁	美容护理	石油石化	石油石化
			/			食品饮料 -6.01%	食品饮料 -15.12%	食品饮料 -14.94%	食品饮料 -9.58%

图表：2024 H1食品饮料(申万) 行业涨跌幅列第17位

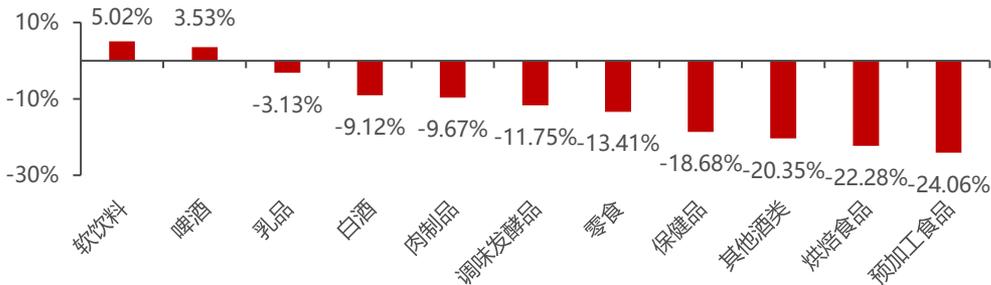


- 2021-2023年，板块投资收益分别为-6.01%/-15.12%/-18.27%；2024年，截至6月14日板块下跌9.58%，板块P/E-ttm较2021年高位60x左右已显著下降至21x附近。

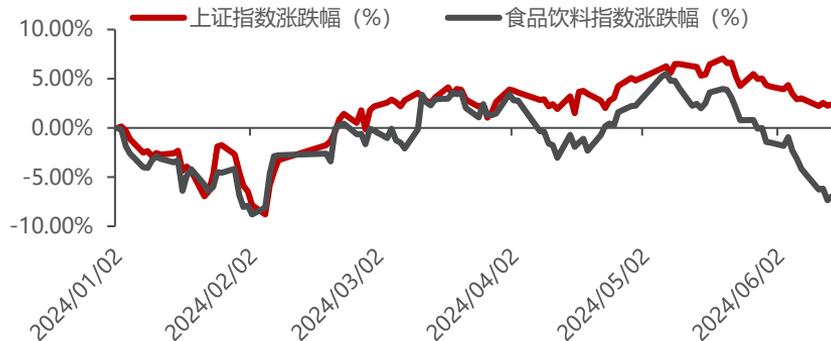
1.1

板块pe-TTM自2021年高位60x连续调整至今21x附近：2021年-2023年，板块投资收益分别为-6.01%/-15.12%/-18.27%，截至2024年6月14日板块收益-9.58%。

图表：截至6月14日，软饮料和啤酒类分别实现5.02%和3.53%的正收益，预加工食品-24.06%、烘焙食品-22.28%、其他酒类-20.35%等板块跌幅较大



图表：2024H1食品饮料SW行业指数表现整体弱于上证指数



图表：2024H1食品饮料行业个股涨跌幅前十

行业涨幅前十	年初至今涨幅 (%)	行业跌幅前十	年初至今涨幅 (%)
三只松鼠	32.52%	海欣食品	-41.31%
东鹏饮料	20.69%	骑士乳业	-41.37%
燕京啤酒	12.40%	惠发食品	-45.91%
养元饮品	9.13%	麦趣尔	-46.03%
承德露露	6.62%	皇台酒业	-50.98%
仙乐健康	5.08%	盖世食品	-52.55%
青岛啤酒	3.65%	均瑶健康	-53.35%
重庆啤酒	3.33%	皇氏集团	-53.55%
劲仔食品	2.86%	佳隆股份	-55.00%
山西汾酒	1.77%	岩石股份	-57.59%

图表：行业PE (TTM) 震荡下修至约21X左右，低于近五年PE (TTM) 平均水平



1.2

近十年（2013-2023年），白酒板块具备较高ROE水平、较为稳定的经营现金流

图表：食品饮料行业2013-2023年ROE水平领先，长期投资价值较优

净资产收益率 (ROE)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
食品饮料	19.1%	15.5%	14.7%	14.6%	16.9%	19.1%	19.2%	19.6%	19.0%	19.5%	20.8%
家用电器	16.8%	18.2%	15.0%	16.9%	19.1%	15.9%	16.3%	15.2%	15.9%	16.2%	16.4%
煤炭	10.3%	6.3%	-0.8%	4.8%	11.8%	11.5%	10.8%	9.8%	15.6%	20.5%	14.9%
石油石化	11.6%	8.7%	3.7%	1.9%	3.6%	5.9%	5.2%	2.6%	8.9%	11.8%	10.9%
有色金属	5.4%	-0.1%	0.0%	3.5%	6.0%	2.4%	1.5%	5.4%	11.9%	16.4%	10.7%
电力设备	2.8%	8.4%	6.7%	6.2%	7.1%	3.6%	5.3%	7.6%	9.4%	13.0%	10.0%
美容护理	10.3%	9.2%	16.9%	4.3%	6.1%	7.1%	9.2%	0.6%	10.9%	6.8%	10.0%
银行	19.0%	17.0%	14.8%	13.4%	12.7%	12.1%	11.1%	10.1%	10.2%	10.1%	9.5%
公用事业	12.3%	12.2%	11.5%	9.1%	6.1%	6.3%	6.5%	8.1%	3.1%	5.5%	8.6%
通信	5.4%	6.9%	6.6%	3.5%	3.7%	0.5%	-2.4%	3.1%	3.8%	8.3%	8.3%
建筑装饰	12.7%	11.9%	10.7%	10.3%	10.6%	10.1%	9.2%	8.9%	7.9%	8.0%	8.1%
纺织服装	8.8%	9.5%	8.0%	8.1%	8.6%	4.0%	1.1%	1.3%	6.8%	4.3%	7.8%
交通运输	6.0%	9.0%	8.6%	7.5%	9.9%	7.8%	7.7%	0.6%	9.0%	4.8%	7.6%
汽车	13.4%	13.3%	12.6%	12.5%	11.1%	8.5%	5.5%	5.8%	6.2%	5.4%	7.6%
医药生物	11.4%	11.1%	10.9%	10.5%	11.2%	9.2%	7.8%	8.5%	11.0%	9.0%	7.1%
机械设备	6.9%	5.0%	4.5%	2.9%	6.1%	3.1%	4.7%	8.0%	7.9%	7.1%	6.7%
轻工制造	4.9%	5.2%	7.2%	8.3%	11.2%	9.6%	9.1%	8.9%	8.9%	5.9%	6.7%
基础化工	4.3%	4.8%	5.5%	5.2%	9.1%	10.5%	4.5%	8.6%	15.7%	12.9%	6.5%
非银金融	9.7%	11.4%	15.1%	9.3%	10.0%	7.8%	11.3%	10.0%	9.9%	6.9%	6.5%
社会服务	7.3%	5.2%	7.4%	7.4%	8.3%	3.9%	7.1%	-1.1%	-4.9%	-5.8%	5.8%
传媒	9.3%	10.0%	10.4%	10.2%	6.7%	-3.6%	-2.6%	0.8%	5.8%	2.0%	5.5%
环保	11.4%	9.5%	9.4%	9.2%	9.1%	4.4%	5.4%	6.0%	6.2%	5.5%	5.2%
建筑材料	10.2%	8.8%	4.7%	7.7%	11.7%	16.0%	14.7%	14.5%	14.1%	7.5%	5.0%
国防军工	4.3%	3.4%	-0.5%	2.8%	3.3%	2.2%	2.6%	4.2%	5.0%	4.7%	4.4%
电子	7.1%	5.9%	5.5%	6.4%	6.0%	5.7%	6.5%	6.9%	10.4%	6.6%	4.2%
钢铁	1.6%	1.0%	-12.1%	1.7%	12.5%	15.0%	8.0%	7.7%	13.4%	3.6%	3.1%
计算机	10.4%	11.1%	10.0%	9.3%	9.2%	6.0%	5.7%	5.8%	5.5%	2.8%	2.8%
商贸零售	8.6%	7.2%	4.1%	5.5%	6.9%	7.2%	6.3%	2.4%	-2.4%	-1.1%	2.7%
农林牧渔	4.6%	4.3%	6.6%	12.4%	7.8%	3.7%	14.3%	15.1%	-7.0%	3.3%	-0.9%
房地产	13.8%	11.9%	10.1%	11.7%	12.9%	12.9%	12.9%	10.5%	-4.8%	-4.8%	-1.9%
综合	6.2%	5.9%	2.5%	5.0%	4.9%	0.7%	-0.4%	-1.3%	-2.4%	-2.2%	-6.5%

图表：食品饮料行业2023年各子板块收入、净利润、ROE、估值表

	营业收入 (亿元)	营业收入 同比增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比增速	净资产收益率-ROE	市盈率 (TTM)截至 20240610
白酒	4,092	16.0%	1,551	18.9%	27.7%	22
啤酒	695	6.2%	68	16.9%	12.4%	27
软饮料	325	13.1%	47	8.9%	15.0%	27
乳品	2,000	1.3%	130	22.8%	13.7%	15
调味发酵品	626	2.2%	110	21.5%	15.2%	28
肉制品	1,104	-8.1%	34	-54.0%	9.0%	19
保健品	183	19.9%	23	78.5%	10.1%	19
零食	393	0.2%	24	23.6%	9.5%	24
烘焙食品	235	10.6%	20	5.6%	10.0%	21
其他酒类	124	11.1%	17	731.0%	5.7%	28
预加工食品	403	5.9%	28	3.2%	9.8%	18

1.2

白酒板块具备较高ROE水平、较为稳定的经营现金流

图表：2015-2023年食品饮料细分板块经营性现金流净额

经营性现金流净额 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
软饮料	38.1	42.2	36.8	49	48.9	49.7	65.7	59.8	82.4
其他酒类	20.0	13.6	16.1	14.7	21.5	17.2	24.1	23.1	25.3
啤酒	55.7	60.5	49.8	64	71.4	109.1	117.1	112.1	82.3
白酒	349.9	666.3	508.9	779.8	909.8	885.6	1384.9	965.1	1466.5
休闲食品	29.5	41.5	52.6	63.9	65.1	87.1	94.2	87.2	87.7
乳品	137.3	170.3	108.1	140.7	139.5	153.2	221.0	167.9	247.1
肉制品	68.9	79.9	70.9	60.9	50.7	136.3	74.7	111.5	45.3
其他食品	25.9	22.9	30.6	50.1	51.5	71.0	57.6	69.2	82.7
调味发酵品	44.6	70.5	78.4	99.3	109	117.8	112.7	87.9	117.8

1.3

稳健的业绩增长+股息率收益，白酒板块及部分大众品个股安全边际较高

图表：2020-2023年，白酒分红率与股息率表现总体稳定

股价时间	2024/6/7		股息率=年度分红总额/年末市值				分红率=年度分红总额/归母净利润				走势图	
	证券代码	证券名称	当前市值(亿元)	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022		2023
(注：2023列数据根据最近12个月每股分红以及2024年6月7日收盘价计算)												
白酒	600519	贵州茅台	20340.1	1.0%	1.1%	2.8%	2.6%	52%	52%	96%	84%	
	000858	五粮液	5525.1	0.9%	1.4%	2.1%	2.7%	50%	50%	55%	60%	
	600809	山西汾酒	2896.6	0.1%	0.6%	1.2%	1.4%	17%	41%	50%	51%	
	000568	泸州老窖	2446.1	0.9%	1.3%	1.9%	2.5%	50%	60%	60%	60%	
	002304	洋河股份	1374.2	1.3%	1.8%	2.3%	4.1%	60%	60%	60%	70%	
	000596	古井贡酒	1128.7	0.6%	0.9%	1.1%	1.2%	41%	51%	50%	52%	
	603369	今世缘	648.8	0.8%	1.1%	1.4%	1.4%	36%	36%	36%	40%	
	603198	迎驾贡酒	518.3	2.0%	1.3%	1.8%	3.7%	59%	52%	52%	45%	
	600702	舍得酒业	234.7	0.5%	0.4%	0.9%	5.2%	14%	21%	30%	40%	
	603589	口子窖	245.2	1.7%	2.1%	2.6%	3.2%	56%	52%	58%	52%	
	600779	水井坊	212.4	1.4%	0.6%	0.9%	1.7%	80%	30%	30%	35%	
	000799	酒鬼酒	163.7	0.4%	0.6%	0.9%	2.6%	46%	47%	40%	59%	
	600559	老白干酒	199.0	0.5%	0.5%	1.1%	1.4%	43%	35%	39%	62%	
	000860	顺鑫农业	133.1	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	18%	18%	0%	0%	
	603919	金徽酒	100.4	0.6%	0.6%	1.1%	2.0%	37%	34%	54%	60%	
	600199	金种子酒	87.3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0%	0%	0%	0%	
	600197	伊力特	93.0	1.4%	1.5%	1.7%	2.1%	56%	62%	117%	54%	
	002646	天佰德酒	53.8	0.0%	0.2%	0.4%	0.5%	0%	37%	38%	70%	
非白酒	600600	青岛啤酒	895.0	0.8%	1.1%	1.7%	2.3%	46%	48%	66%	64%	
	600132	重庆啤酒	343.1	0.0%	1.3%	2.0%	3.7%	0%	83%	100%	101%	
	000729	燕京啤酒	273.7	0.3%	0.5%	0.8%	0.8%	31%	49%	64%	44%	
	002568	百润股份	211.1	1.1%	0.8%	0.0%	2.5%	90%	101%	0%	64%	
	002461	珠江啤酒	178.8	1.1%	1.3%	1.5%	3.0%	45%	43%	44%	44%	
	000869	张裕A	128.2	0.9%	1.4%	1.5%	1.9%	58%	62%	72%	65%	
	600059	古越龙山	75.6	0.3%	0.7%	0.8%	1.7%	30%	36%	36%	32%	
	601579	会稽山	51.7	0.4%	1.6%	2.1%	1.9%	8%	30%	99%	59%	
	600616	金枫酒业	34.1	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%	164%	-	388%	32%	
	603779	威龙股份	30.1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0%	0%	0%	0%	
	600573	惠泉啤酒	23.9	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	31%	31%	31%	31%	

证券名称	营业收入(亿元)					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
贵州茅台	387.56	308.20	336.92	444.25	457.76	20.00%	21.72%	14.04%	20.26%	18.11%
五粮液	311.39	143.68	170.30	207.36	348.33	13.03%	5.07%	16.99%	14.00%	11.86%
泸州老窖	76.10	69.83	73.50	82.91	91.88	20.57%	30.46%	25.41%	9.10%	20.74%
山西汾酒	126.82	63.29	77.33	51.84	153.38	20.44%	31.75%	13.55%	27.38%	20.94%
舍得酒业	20.21	15.08	17.17	18.36	21.05	7.28%	32.10%	7.86%	27.58%	4.18%
酒鬼酒	9.65	5.77	6.01	6.87	4.94	-42.87%	-32.02%	-36.66%	21.72%	-48.80%
水井坊	8.53	6.73	20.62	13.65	9.33	-39.69%	2.22%	21.48%	51.32%	9.38%
洋河股份	150.46	68.27	84.10	28.43	162.55	15.51%	16.06%	11.03%	-21.51%	8.03%
今世缘	38.02	21.67	23.94	17.35	46.71	27.26%	30.64%	28.04%	26.76%	22.84%
古井贡酒	65.84	47.26	46.43	43.01	82.86	24.83%	26.78%	23.39%	8.92%	25.85%
迎驾贡酒	19.16	12.27	16.61	19.16	23.25	21.60%	28.62%	21.89%	18.80%	21.33%
口子窖	15.92	13.21	15.33	15.16	17.68	21.35%	34.03%	4.67%	10.42%	11.05%
金徽酒	8.93	6.30	4.96	5.29	10.76	26.61%	21.05%	47.84%	17.35%	20.41%
老白干酒	10.03	12.29	16.14	14.12	11.30	10.43%	9.99%	12.87%	17.85%	12.67%
证券名称	归母净利润(亿元)					同比变动				
23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	
贵州茅台	207.95	151.86	168.96	218.58	240.65	20.59%	21.01%	15.68%	19.33%	15.73%
五粮液	125.42	44.95	57.96	73.78	140.45	15.89%	5.11%	18.52%	10.09%	11.98%
泸州老窖	37.13	33.78	34.76	26.80	45.74	29.10%	27.16%	29.43%	24.78%	23.20%
山西汾酒	48.19	19.48	26.64	10.07	62.62	29.89%	49.57%	27.12%	1.96%	29.95%
舍得酒业	5.69	3.50	3.75	4.76	5.50	7.34%	14.83%	3.01%	-1.91%	-3.37%
酒鬼酒	3.00	1.22	0.57	0.69	0.73	-42.38%	-38.19%	-77.65%	-10.05%	-75.56%
水井坊	1.59	0.43	8.20	2.46	1.86	-56.02%	508.87%	19.61%	53.17%	16.82%
洋河股份	57.66	20.96	23.41	-1.88	60.55	15.66%	9.86%	7.46%	-161.29%	5.02%
今世缘	12.55	7.95	5.86	5.00	15.33	25.20%	29.13%	26.38%	18.75%	22.12%
古井贡酒	15.70	12.10	10.33	7.77	20.66	42.87%	47.52%	46.78%	49.20%	31.61%
迎驾贡酒	7.00	3.64	5.91	6.33	9.13	27.17%	59.04%	39.48%	26.03%	30.43%
口子窖	5.36	3.12	5.01	3.73	5.89	10.37%	22.78%	8.36%	6.95%	10.02%
金徽酒	1.82	0.73	0.18	0.56	2.21	10.41%	53.74%	884.79%	-15.44%	21.58%
老白干酒	1.02	1.15	2.01	2.48	1.36	-61.51%	18.50%	17.87%	42.21%	33.04%

1.3 稳健的业绩增长+股息率收益，白酒板块及部分大众品个股安全边际较高

图表：2020-2023年，调味品、软饮料及乳制品龙头公司，如伊利股份、养元饮品股息率相对较好

股价时间	2024/6/7		股息率=年度分红总额/年末市值 (注：2023列数据根据最近12个月每股分红以及2024年6月7日收盘价计算)					分红率=年度分红总额/归母净利润				走势图	证券名称	营业收入 (亿元)					同比变动				
	证券代码	证券名称	当前市值 (亿元)	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023			2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
	600887	伊利股份	1722.7	1.8%	2.3%	3.4%	8.3%	70%	71%	70%	73%	伊利股份	333.28	326.54	311.09	286.67	324.63	7.81%	1.09%	2.71%	-1.82%	-2.60%	
	605499	东鹏饮料	903.0	0.0%	1.6%	1.1%	0.9%	0%	50%	56%	49%	光明乳业	70.71	70.68	65.25	58.21	64.17	-2.42%	-1.34%	-6.44%	-14.77%	-9.25%	
	603156	养元饮品	293.0	4.6%	7.0%	8.1%	6.9%	96%	120%	155%	138%	燕塘乳业	4.29	5.34	5.18	4.69	3.79	10.89%	4.30%	1.56%	0.65%	-11.55%	
	600597	光明乳业	115.0	1.0%	1.1%	0.7%	0.0%	32%	37%	31%	31%	妙可蓝多	10.23	10.43	10.09	9.74	9.50	-20.47%	-20.24%	-18.30%	-2.65%	-7.14%	
	002946	新乳业	85.7	0.4%	0.5%	0.6%	0.9%	22%	21%	20%	30%	天润乳业	6.31	7.58	6.94	6.31	6.41	16.26%	9.77%	12.25%	13.04%	1.47%	
	000848	承德露露	89.2	3.7%	0.0%	3.5%	4.7%	63%	0%	51%	66%	新乳业	25.21	27.77	28.96	27.93	26.14	8.84%	12.72%	7.25%	10.56%	3.66%	
	600429	三元股份	60.8	0.1%	0.8%	0.2%	0.2%	34%	31%	33%	30%												
	300997	欢乐家	59.3	0.0%	1.2%	1.6%	2.8%	0%	24%	26%	52%												
	603711	香飘飘	63.4	1.4%	1.0%	1.1%	0.0%	35%	31%	31%	51%												
	605300	佳禾食品	49.8	0.0%	0.6%	0.5%	2.2%	0%	32%	31%	43%												
	605337	李子园	42.5	0.0%	0.9%	1.3%	4.6%	65%	70%	82%	82%												
	605179	一鸣食品	40.6	1.3%	0.1%	0.0%	0.4%	70%	32%	0%	81%												
	600300	维维股份	43.2	2.1%	0.7%	0.5%	3.1%	37%	22%	31%	50%												
	605388	均瑶健康	35.2	1.4%	1.2%	0.7%	1.2%	64%	64%	56%	74%												
	600419	天润乳业	28.1	1.1%	1.1%	1.2%	2.1%	30%	30%	30%	30%												
	001318	阳光乳业	29.3	0.0%	0.8%	0.8%	1.4%	0%	0%	38%	39%												
	002732	燕塘乳业	23.9	0.7%	0.7%	0.8%	1.3%	23%	20%	32%	13%												
	300915	海融科技	25.7	0.7%	0.7%	1.0%	0.0%	76%	32%	39%	40%												
	300898	熊猫乳品	21.7	0.3%	0.6%	0.8%	2.9%	23%	32%	47%	57%												
	300892	品渥食品	14.4	0.4%	0.5%	0.0%	0.0%	20%	20%	0%	0%												
	002910	庄园牧场	12.6	0.2%	0.4%	0.4%	1.0%	45%	20%	20%	0%												
	002719	麦趣尔	10.7	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	5%	18%	0%	0%												

证券名称	营业收入 (亿元)					同比变动					证券名称	归母净利润 (亿元)					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
东鹏饮料	24.91	29.69	31.81	26.22	34.82	24.14%	29.96%	35.17%	40.88%	39.80%	东鹏饮料	4.97	6.11	5.47	3.84	6.64	44.28%	49.00%	33.25%	39.69%	33.51%
养元饮品	22.29	7.73	15.85	15.75	23.16	8.82%	10.24%	10.41%	-9.38%	3.91%	养元饮品	7.33	1.79	3.78	1.78	8.79	39.92%	5.18%	20.42%	-61.87%	19.96%
香飘飘	6.79	4.92	8.08	16.47	7.25	37.03%	35.19%	20.41%	3.06%	6.76%	香飘飘	0.06	(0.50)	0.48	2.77	0.25	109.80%	28.27%	-12.29%	-4.20%	331.26%
李子园	3.45	3.56	3.68	3.43	3.34	1.11%	-0.94%	1.99%	0.22%	-3.17%	李子园	0.59	0.75	0.55	0.48	0.57	44.97%	21.08%	4.70%	-27.31%	-3.79%
维维股份	11.00	9.09	13.14	7.13	11.09	-1.60%	-6.46%	4.66%	-18.75%	0.83%	维维股份	0.36	0.25	0.72	0.76	1.27	18.88%	31.45%	48.50%	2511.03%	251.48%
承德露露	11.41	3.53	5.41	9.19	12.27	2.08%	2.41%	6.39%	27.54%	7.53%	承德露露	2.39	0.76	1.29	1.95	2.46	1.60%	21.49%	4.60%	7.39%	3.04%
欢乐家	5.17	3.95	3.94	6.17	5.51	43.75%	17.13%	7.78%	15.58%	6.61%	欢乐家	0.85	0.44	0.46	1.03	0.82	66.02%	40.86%	32.52%	19.71%	-3.74%
泉阳泉	2.20	4.15	3.11	1.76	2.33	-13.48%	13.17%	0.17%	-47.86%	5.97%	泉阳泉	(0.21)	0.57	0.01	(4.95)	(0.06)	-78.74%	-28.31%	-92.99%	-1589.67%	73.06%

1.3

稳健的业绩增长+股息率收益，白酒板块及部分大众品个股安全边际较高

图表：2023年，休闲食品洽洽食品、元祖股份股息率相对较好

股价时间	2024/6/7	股息率=年度分红总额/年末市值					分红率=年度分红总额/归母净利润				
		2020	2021	2022	2023	走势图	2020	2021	2022	2023	走势图
002557	洽洽食品	160.3	1.5%	1.4%	2.0%	3.2%	50%	46%	52%	62%	
603517	绝味食品	106.8	0.6%	0.8%	0.3%	1.1%	43%	36%	49%	90%	
002847	盐津铺子	128.4	0.9%	1.2%	1.4%	2.3%	53%	86%	85%	74%	
603866	桃李面包	90.2	1.7%	2.1%	2.6%	3.2%	108%	125%	125%	50%	
603043	广州酒家	96.2	1.0%	1.7%	1.5%	2.8%	70%	41%	44%	50%	
603057	燕燕食品	70.1	0.0%	0.0%	2.4%	4.7%	0%	0%	139%	99%	
300783	三只松鼠	95.4	0.6%	0.6%	0.8%	1.7%	33%	21%	50%	46%	
002991	甘源食品	63.4	0.9%	1.4%	1.4%	1.6%	39%	66%	63%	61%	
605339	南侨食品	64.2	0.0%	1.8%	1.3%	2.7%	0%	38%	80%	20%	
603719	良品铺子	51.4	0.4%	0.5%	0.7%	3.7%	30%	30%	30%	50%	
003000	劲仔食品	58.1	1.4%	1.4%	1.9%	2.3%	77%	71%	79%	64%	
300973	立高食品	54.9	0.0%	0.4%	0.5%	0.0%	36%	30%	59%	116%	
833260	万辰生物	17.3	0.0%	1.5%	0.0%	0.0%	0%	139%	0%	0%	
002695	煌上煌	40.2	0.6%	0.4%	0.1%	2.5%	23%	21%	25%	142%	
603886	元祖股份	36.3	5.9%	4.2%	5.1%	13.2%	80%	71%	90%	87%	
603777	来伊份	33.6	0.0%	0.0%	0.4%	0.9%	0%	0%	30%	30%	
000716	黑芝麻	29.8	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0%	0%	0%	87%	
603697	有友食品	26.3	1.6%	3.7%	3.7%	4.1%	44%	91%	171%	92%	
002582	好想你	25.7	7.7%	1.1%	1.1%	10.3%	22%	72%	-	-	
002956	西麦食品	31.4	1.3%	1.5%	1.8%	1.9%	94%	57%	55%	59%	
001219	青岛食品	23.7	0.0%	1.0%	1.2%	1.5%	42%	78%	76%	52%	
002820	桂发祥	15.7	1.5%	1.5%	1.1%	4.4%	120%	142%	-	64%	
000895	双汇发展	862.4	4.9%	4.1%	6.2%	5.8%	93%	92%	62%	48%	
300146	汤臣倍健	251.4	2.9%	2.6%	0.8%	6.0%	73%	68%	22%	87%	
603345	安井食品	248.8	0.4%	0.4%	0.7%	0.9%	30%	30%	30%	35%	
002840	华统股份	129.0	0.3%	0.0%	0.2%	0.1%	11%	0%	19%	0%	
002216	三全食品	102.1	2.3%	1.0%	1.9%	7.3%	73%	27%	38%	59%	
002726	龙大美食	72.6	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	20%	0%	0%	0%	
002626	金达威	84.2	1.7%	1.9%	1.0%	1.4%	38%	46%	47%	44%	
002515	金宇火腿	48.3	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	47%	44%	40%	60%	
600073	上海梅林	56.7	1.3%	1.2%	2.0%	3.9%	30%	31%	30%	30%	
300791	仙乐健康	69.2	0.7%	1.0%	1.0%	0.9%	51%	31%	30%	90%	
001215	干味夹厨	34.2	0.0%	0.3%	0.3%	0.4%	0%	15%	14%	14%	
605338	巴比食品	36.1	0.4%	0.7%	1.0%	5.0%	23%	21%	36%	47%	
605089	味知香	32.8	0.0%	1.1%	1.1%	0.0%	0%	75%	82%	71%	
603237	五芳斋	38.4	0.0%	0.0%	2.3%	1.1%	0%	0%	60%	118%	
000529	广弘控股	39.7	1.6%	2.4%	1.7%	2.2%	21%	26%	10%	41%	
002330	得利斯	24.9	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	17%	15%	0%	-	
603536	惠发食品	20.2	0.5%	0.0%	0.0%	0.2%	67%	-	0%	65%	
002661	克明食品	27.2	1.7%	1.7%	1.7%	0.0%	34%	95%	38%	0%	
002702	海欣食品	20.3	0.6%	0.0%	1.5%	3.5%	34%	0%	76%	979%	
603102	百合股份	20.2	0.0%	0.0%	1.5%	2.3%	0%	22%	28%	28%	
605567	春雪食品	16.6	0.0%	0.5%	1.0%	1.8%	0%	35%	38%	0%	
833429	康比特	12.9	0.8%	0.7%	2.8%	1.9%	61%	23%	43%	28%	
836826	盖世食品	7.5	1.5%	0.7%	1.6%	2.0%	33%	21%	106%	116%	

证券名称	营业收入 (亿元)					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
立高食品	7.94	8.42	9.46	9.46	9.16	26.19%	21.26%	30.07%	10.14%	15.31%
桃李面包	14.76	17.3	18.6	18.6	14	1.66%	-1.32%	2.08%	12.12%	-5.15%
五芳斋	2.16	16.5	5.5	5.5	2.07	-28.74%	9.57%	20.86%	176.88%	-4.13%
海融科技	2.4	2.33	2.34	2.34	2.54	11.74%	14.51%	2.20%	5.76%	5.84%
南侨食品	7.41	8.2	7.28	7.28	7.75	12.29%	7.15%	11.35%	-6.88%	4.50%

证券名称	归母净利润 (亿元)					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
立高食品	0.5	0.58	0.5	-0.85	0.77	24.60%	92.04%	66.94%	-297.22%	53.96%
桃李面包	1.39	1.53	1.68	1.15	1.15	-12.15%	-23.44%	26.81%	-23.59%	-16.95%
五芳斋	-0.64	3.2	-0.15	-0.76	-0.7	-100.57%	16.79%	-7.90%	16.89%	-9.11%
海融科技	0.24	0.25	0.18	0.23	0.36	-27.01%	26.57%	-33.79%	58.21%	52.99%
南侨食品	0.39	0.54	0.32	1.07	0.77	-26.53%	-25.14%	346.25%	286.45%	96.74%

证券名称	营业收入 (亿元)					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
甘源食品	3.91	4.35	4.87	5.34	5.26	22.15%	48.12%	37.27%	10.85%	49.75%
盐津铺子	8.93	10.01	11.11	11.11	12.23	55.37%	57.59%	46.17%	20.22%	37.00%
劲仔食品	4.37	4.88	5.69	5.72	5.4	68.40%	35.17%	45.92%	26.51%	23.58%
洽洽食品	13.36	13.5	17.93	23.27	18.22	-6.73%	8.34%	5.12%	-6.90%	36.39%
良品铺子	23.85	16.02	20.13	20.46	24.51	-18.94%	-17.96%	-4.53%	-16.02%	2.79%
三只松鼠	19	9.93	16.89	25.32	36.46	-38.48%	-3.12%	38.56%	29.18%	91.83%

证券名称	归母净利润 (亿元)					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
甘源食品	0.55	0.64	0.95	1.15	0.91	145.02%	246.50%	95.31%	67.08%	65.50%
盐津铺子	1.12	1.34	1.5	1.1	1.6	81.67%	98.91%	67.28%	32.62%	43.11%
劲仔食品	0.39	0.44	0.5	0.76	0.74	95.39%	20.00%	48.56%	122.76%	87.73%
洽洽食品	1.78	0.9	2.38	2.97	2.4	-14.35%	-37.49%	-13.53%	-15.01%	35.15%
良品铺子	1.49	0.41	0.02	-0.11	0.62	59.78%	-59.46%	-97.88%	-122.91%	-57.98%
三只松鼠	1.92	-0.38	0.16	0.5	3.08	18.73%	51.99%	40.86%	41.07%	60.80%

1.3 稳健的业绩增长+股息率收益，白酒板块及部分大众品个股安全边际较高

图表：2023年食品加工、调味品板块双汇发展、汤臣倍健、三全食品、宝立食品、仲景食品股息率相对较好

股份时间	2024/6/7		股息率=年度分红总额/年末市值					分红率=年度分红总额/归母净利润						
	证券代码	证券名称	当前市值 (亿元)	(注：2023列数据根据最近12个月每股分红以及2024年6月7日收盘价计算)					走势图	走势图				
				2020	2021	2022	2023	2020		2021	2022	2023		
食品加工	000895	双汇发展	862.4	4.9%	4.1%	6.2%	5.8%	93%	92%	62%	48%			
	300146	汤臣倍健	251.4	2.9%	2.6%	0.8%	6.0%	73%	68%	22%	87%			
	603345	安井食品	248.8	0.4%	0.4%	0.7%	0.9%	30%	30%	30%	35%			
	002840	华统股份	129.0	0.3%	0.0%	0.2%	0.1%	11%	0%	19%	0%			
	002216	三全食品	102.1	2.3%	1.0%	1.9%	7.3%	73%	27%	38%	59%			
	603288	海天味业	1971.8	0.5%	0.7%	0.9%	0.0%	67%	54%	67%	65%			
调味品	600298	安琪酵母	261.5	1.0%	0.8%	1.1%	1.6%	30%	32%	33%	34%			
	600872	中炬高新	209.9	1.0%	0.8%	0.0%	1.5%	61%	31%	0%	18%			
	603027	千禾味业	152.1	0.2%	0.3%	0.5%	2.0%	95%	102%	30%	97%			
	002507	涪陵榨菜	156.5	0.0%	1.7%	1.5%	2.2%	0%	42%	67%	42%			
	603317	天味食品	137.6	0.3%	0.2%	1.2%	0.0%	78%	20%	106%	93%			
	600305	恒顺醋业	85.1	0.7%	0.6%	0.9%	0.0%	50%	84%	79%	89%			
	603170	宝立食品	52.0	0.0%	0.0%	0.9%	4.8%	0%	0%	46%	50%			
	300908	仲景食品	42.9	0.6%	0.9%	2.6%	4.7%	39%	42%	79%	85%			
	603755	日辰股份	24.5	0.4%	0.5%	0.5%	1.0%	36%	36%	39%	44%			
	603696	安记食品	17.6	2.1%	1.3%	0.5%	0.7%	111%	65%	85%	57%			
	831726	朱老六	7.6	1.2%	2.4%	4.1%	2.7%	0%	46%	41%	23%			

证券名称	营业收入 (亿元)					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
双汇发展	156.66	147.61	157.66	137.00	142.69	13.83%	4.39%	-5.20%	-24.07%	-8.92%
得利斯	7.88	7.56	7.70	7.78	7.84	11.44%	8.36%	38.96%	-30.30%	-0.51%
金字火腿	1.20	0.57	0.57	0.80	1.33	-12.58%	-57.20%	-15.20%	-25.70%	10.90%
龙大美食	34.77	32.50	33.80	32.12	25.23	4.09%	-6.48%	-27.11%	-31.13%	-27.43%
华统股份	19.86	21.32	20.46	24.14	19.96	15.56%	-0.33%	-20.13%	-20.39%	0.52%
上海梅林	57.46	56.65	50.37	59.20	56.74	-11.21%	-12.32%	-5.15%	-12.24%	-1.24%
广弘控股	5.82	7.75	7.06	7.28	5.56	-26.84%	-29.97%	-8.08%	-2.72%	-4.49%

证券名称	归母净利润 (亿元)					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
双汇发展	14.88	13.49	14.91	7.26	12.72	1.90%	6.19%	11.62%	-53.35%	-14.54%
得利斯	0.22	0.03	0.03	-0.62	0.13	-27.24%	-81.27%	57.17%	-231.93%	-39.45%
金字火腿	0.21	0.06	0.01	0.13	0.24	-5.77%	-77.27%	-87.37%	454.81%	13.37%
龙大美食	0.21	-6.46	-0.24	-8.90	0.30	-9.56%	-5162.04%	-284.33%	-3511.50%	43.24%
华统股份	-1.05	-2.52	-0.02	-2.47	-1.57	-18.98%	-973.84%	-101.82%	-681.84%	-50.41%
上海梅林	2.01	1.34	-0.16	-0.93	0.99	-0.68%	-2.60%	-120.89%	-205.07%	-50.46%
广弘控股	0.20	1.07	0.30	0.55	0.14	-59.10%	57.46%	-95.10%	-69.22%	-32.86%

证券名称	营业收入 (亿元)					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
安井食品	31.91	37.04	33.77	37.74	37.55	36.43%	26.14%	17.21%	-6.27%	17.67%
千味央厨	4.29	4.22	4.77	5.73	4.63	23.18%	40.36%	25.04%	25.02%	8.04%
三全食品	23.73	14.82	15.6	16.41	22.54	1.29%	0.26%	3.03%	-21.83%	-5.01%
味知香	2.02	2.15	2.02	1.8	1.66	8.61%	11.94%	-11.89%	-5.67%	-17.92%

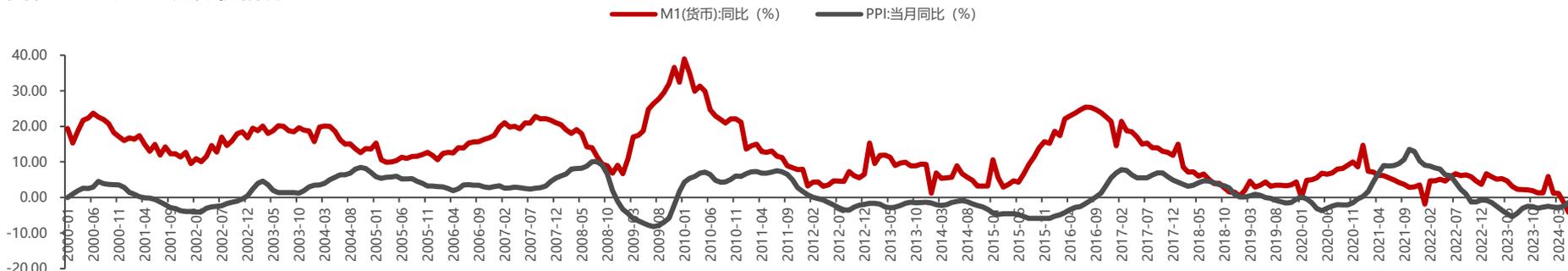
证券名称	归母净利润 (亿元)					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
安井食品	3.62	3.74	3.86	3.56	4.38	76.94%	50.00%	63.75%	-13.41%	21.24%
千味央厨	0.3	0.26	0.38	0.4	0.35	5.49%	50.29%	60.35%	24.12%	14.16%
三全食品	2.79	1.58	1.15	1.97	2.3	7.03%	-7.45%	22.05%	-28.37%	-17.76%
味知香	0.36	0.39	0.33	0.28	0.19	-0.17%	12.59%	-18.76%	-13.91%	-46.94%

02. 投资建议：布局长期，跟踪改善，优选个股

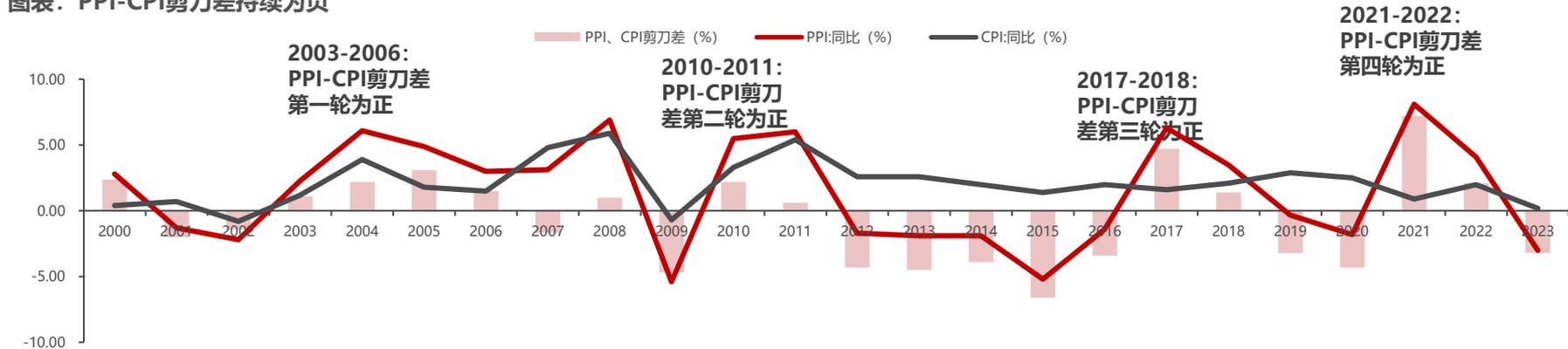
2.0

外部环境挑战与内部经济转型换挡期叠加，行业品牌大而不强、销区局限、价位内卷现象突出

图表：M1、PPI走势仍偏弱



图表：PPI-CPI剪刀差持续为负



2.0 股价对短期要素的赋权显著高于长期慢变量，其走势是短期行业库存、动销、价格等高频跟踪映射，从这个角度看，短期市场仍将偏向交易确定性与边际改善

图表：社零总额及分项增速

	2024.1-2月	2024.3	2024.4	2024.5
社会消费品零售总额	5.5%	3.1%	2.3%	3.7%
限额以上消费品零售额	6.7%	2.6%	0.9%	3.4%
实物商品网上零售额	4.2%	-4.9%	-0.3%	0.3%
推算线下零售额	5.9%	6.1%	3.2%	5.1%
分经营方式：商品零售	4.6%	2.7%	2.0%	3.6%
分经营方式：餐饮收入	12.5%	6.9%	4.4%	5.0%

图表：零售额-分品类增速

	2024.1-2月	2024.3	2024.4	2024.5
限额以上商品零售	6.2%	2.5%	0.9%	3.5%
粮油、食品类	9.0%	11.0%	8.5%	9.3%
饮料类	6.9%	5.8%	6.4%	6.5%
烟酒类	13.7%	9.4%	8.4%	7.7%
服装、鞋帽、针纺织品类	1.9%	3.8%	-2.0%	4.4%
化妆品类	4.0%	2.2%	-2.7%	18.7%
金银珠宝类	5.0%	3.2%	-0.1%	-11.0%
日用品类	-0.7%	3.5%	4.4%	7.7%
体育、娱乐用品类	11.3%	19.3%	12.7%	20.2%
家用电器和音像器材类	5.7%	5.8%	4.5%	12.9%
中西药品类	2.0%	5.9%	7.8%	4.3%
文化办公用品类	-8.8%	-6.6%	-4.4%	4.3%
家具类	4.6%	0.2%	1.2%	4.8%
通讯器材类	16.2%	7.2%	13.3%	16.6%
石油及制品类	5.0%	3.5%	1.6%	5.1%
汽车类	8.7%	-3.7%	-5.6%	-4.4%
建筑及装潢材料类	2.1%	2.8%	-4.5%	-4.5%

- 24年3-5月社零整体同比增长稳健。其中，餐饮收入1-2月同比修复较明显，3-5月餐饮增速有所放缓；3/4/5月社零餐饮收入同比+6.9%/4.4%/+5.0%。
- 零售额分品类来看，4-5月体育娱乐用品、通讯器材类同比增速较好，粮油食品类、烟酒类、饮料类同比修复稳健。

白酒：优选高势能个股 α ，市场风格偏好短久期定价，中长期风险偏好待提升，白酒价格/区域龙头估值与业绩匹配度较高，仍推荐优先配置。

- **市场风格偏好短久期定价，中长期风险偏好待提升：**短期市场风格倾向于确定性定价，对即期收入/利润增速、价格和股息率等指标赋权较高，而对中长期发展指标赋权较低，如行业龙头企业集中度提升后ROE水平、价格持续提升与股息率稳定提升等。茅台作为行业定价锚定，其主导产品53°飞天茅台批发价格持续走弱，将压制板块复苏预期及估值。
- **观察周期转折的几个要素：**
 - **先量后价，动销流速优先于价格：**白酒行业周期向上的转折点一般呈现“先量后价”，即库存降低，发货/入库量 < 出货/出库量，市场价格逐步企稳向上。
 - **筑底期观察：**厂商博弈背景下，品牌对渠道端具备高议价能力，渠道“皮鞭效应”使得需求压力传导速度放缓、流程拉长，叠加品牌方票据打款等支持手段降低渠道商即期现金流打款压力，24年春节旺季后终端出货流速降低，进货意愿下降，渠道库存水平稳中有降，市场有望步入筑底期。
 - **消费脉冲，节点观察：**白酒消费对场景依赖度高，春节、中秋/国庆、元旦&五一劳动节等是传统备货期与消费旺季，走亲访友礼赠、聚饮及宴席消费集中。观察点（1）宴席消费拉动：24年端午节后，重点是谢师宴、升学宴等，国庆关注婚宴；（2）餐饮包厢预订与企业团购拉动：商务消费与订单量、商务活动频次等活跃度关联；（3）品牌核心单品旺季打款前批发价格走势与库存跟踪。
- **投资建议：**优选高势能个股 α ，短期市场定价对普茅批价赋权较高，批价走弱对板块估值构成一定压制，而价位/区域龙头公司细分市场的定价权与供给调节能力不应被忽略。推荐：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、金徽酒、珍酒李渡、老白干酒，关注洋河股份、口子窖、伊力特、顺鑫农业、天佑德酒的改革进程与效果评估，而酒鬼酒、水井坊、舍得酒业主销价位与商务场景高度关联，业绩与估值较高位均有较大幅度调整，关注其关联指标边际方向。

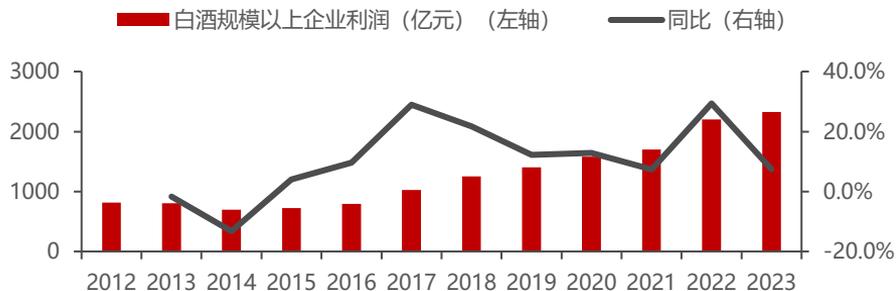
2.1 行业：白酒的强社交属性没有变化，行业维持量跌价增与集中、分化态势

➤ 根据中国酒业协会数据，2023年，我国白酒行业规模以上企业实现收入约7563亿元，同比增速9.7%，实现利润总额2328亿元，同比增速7.5%左右。根据中国酒业协会数据，2023年全国白酒行业实现总产量629万千升，同比下降5.1%；另据国家统计局披露2023年规模以上白酒企业产量449.2万千升，同比下降2.8%，主要系白酒新国标统计口径变化所致（剔出液态发酵法新工艺酒）。

图表：白酒行业近五年收入复合增速为7.1%



图表：白酒行业近五年利润复合增速为13.2%



图表：2019-2023白酒行业规上企业产量、收入、利润情况

时间	产量 (万千升)	同比	销售收入 (亿元)	同比	利润 (亿元)	同比
2019年	785.95	-0.76%	5617.82	8.24%	1404.09	14.54%
2020年	740.73	-2.46%	5836.39	4.61%	1585.41	13.35%
2021年	715.63	-0.59%	6033.48	18.60%	1701.94	32.95%
2022年	671.24	-5.58%	6626.45	9.64%	2201.72	29.36%
2023年	629.00	-5.10%	7563.00	9.70%	2328.00	7.50%

图表：规上白酒企业酿酒总产量自2016年起持续下降



2.1

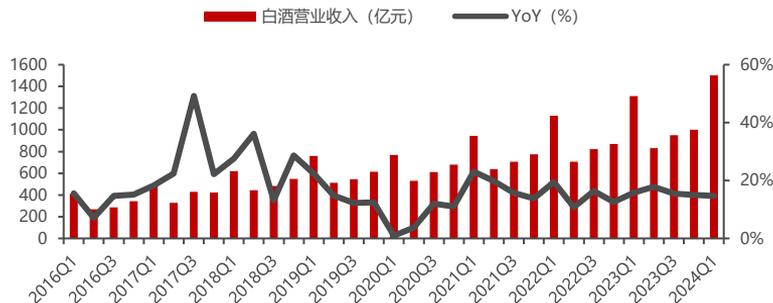
白酒：2023年板块营收4076.13亿元，同增15.87%，归母净利润1297.65亿元，同增20.14%；2024Q1营收1501.56亿元，同长14.67%，归母净利润619.87亿元，同增15.75%

图表：2023及2024Q1白酒板块营业收入、归母净利润及增速

	2023年				2023Q4				2024Q1			
	营业收入 (亿元)	YoY	归母净利润 (亿元)	YoY	营业收入 (亿元)	YoY	归母净利润 (亿元)	YoY	营业收入 (亿元)	YoY	归母净利润 (亿元)	YoY
高端酒	2611.99	17.03%	997.72	19.07%	734.52	17.10%	319.16	17.48%	897.97	15.86%	426.84	15.21%
贵州茅台	1476.94	19.01%	627.16	19.55%	444.25	20.26%	218.58	19.33%	457.76	18.11%	240.65	15.73%
五粮液	832.72	12.58%	266.91	14.17%	207.36	14.00%	73.78	10.09%	348.33	11.86%	140.45	11.98%
泸州老窖	302.33	20.34%	103.65	30.29%	82.91	9.10%	26.80	24.78%	91.88	20.74%	45.74	23.20%
次高端酒	467.92	14.15%	120.46	39.23%	90.72	30.06%	17.98	5.14%	188.71	14.22%	70.72	20.93%
山西汾酒	319.28	21.80%	80.96	52.36%	51.84	27.38%	10.07	1.96%	153.38	20.94%	62.62	29.95%
舍得酒业	70.81	16.93%	16.85	35.31%	18.36	27.58%	4.76	-1.91%	21.05	4.18%	5.50	-3.37%
水井坊	49.53	6.00%	12.16	1.40%	13.65	51.32%	2.46	53.17%	9.33	9.38%	1.86	16.82%
酒鬼酒	28.30	-30.14%	10.49	17.38%	6.87	21.72%	0.69	-10.05%	4.94	-48.80%	0.73	-75.56%
区域龙头	761.60	16.55%	182.79	22.32%	123.11	3.23%	20.95	-0.17%	333.04	15.08%	111.56	13.53%
洋河股份	331.26	10.04%	93.78	24.91%	28.43	-21.51%	(1.88)	-161.29%	162.55	8.03%	60.55	5.02%
古井贡酒	202.54	21.18%	31.43	36.78%	43.01	8.92%	7.77	49.20%	82.86	25.85%	20.66	31.61%
今世缘	100.98	28.07%	25.03	23.34%	17.35	26.76%	5.00	18.75%	46.71	22.84%	15.33	22.12%
迎驾贡酒	67.20	22.07%	17.05	23.38%	19.16	18.80%	6.33	26.03%	23.25	21.33%	9.13	30.43%
口子窖	59.62	16.10%	15.50	-10.24%	15.16	10.42%	3.73	6.95%	17.68	11.05%	5.89	10.02%
其他酒企	234.62	5.36%	-3.32	-153.29%	50.20	-2.14%	3.89	-176.85%	80.76	6.39%	10.94	36.88%
老白干酒	52.57	12.98%	0.00	-	14.12	17.85%	2.48	42.21%	11.30	12.67%	1.36	33.04%
伊力特	22.31	37.46%	1.65	-47.10%	5.88	85.72%	1.11	331.22%	8.31	12.39%	1.59	7.08%
顺鑫农业	105.93	-9.30%	-6.73	-758.08%	17.85	-30.59%	(0.03)	-99.53%	40.57	-0.75%	4.51	37.42%
金徽酒	25.48	26.64%	2.80	-13.73%	5.29	17.35%	0.56	-15.44%	10.76	20.41%	2.21	21.58%
金种子酒	14.69	23.92%	-1.87	12.45%	3.96	6.80%	0.13	-124.85%	4.19	-3.02%	0.18	-142.87%
天佑德酒	12.10	23.50%	0.75	19.05%	2.69	42.03%	(0.16)	-33.13%	5.26	32.77%	1.08	40.43%
皇台酒业	1.54	12.96%	0.07	-154.27%	0.41	27.08%	(0.19)	-603.38%	0.36	-5.73%	0.01	-64.64%
珍酒李渡	70.30	20.10%	23.27	126.00%	-	-	-	-	-	-	-	-

2.1 2024Q1, 高端、区域龙头业绩开局稳健, 次高端分化, 汾酒延续突出表现

图表：2023年白酒板块营收4076.13亿元，同增15.87%，2024Q1营收1501.56亿元，同增14.67%

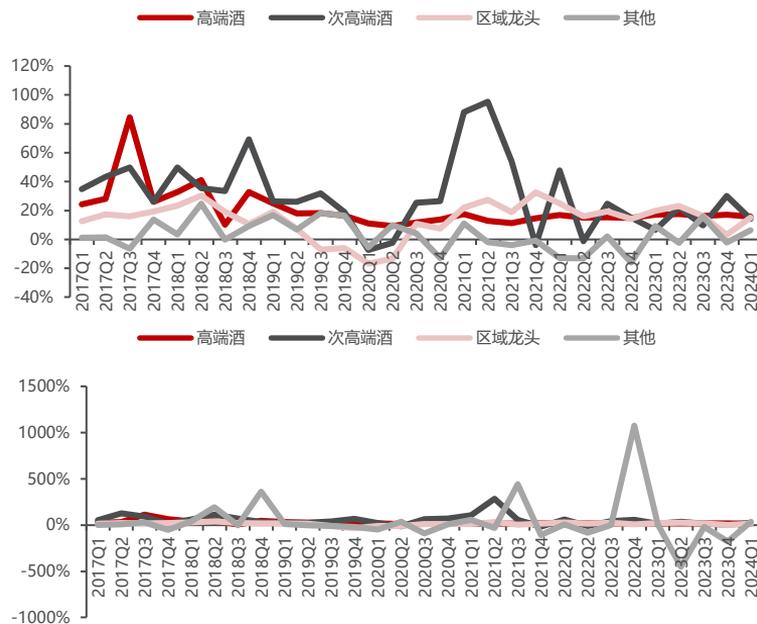


图表：2023年白酒板块归母净利润1297.65亿元，同增20.14%，2024Q1归母净利润619.87亿元，同增15.75%



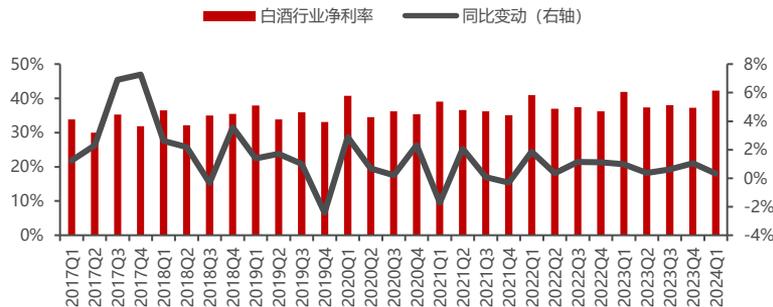
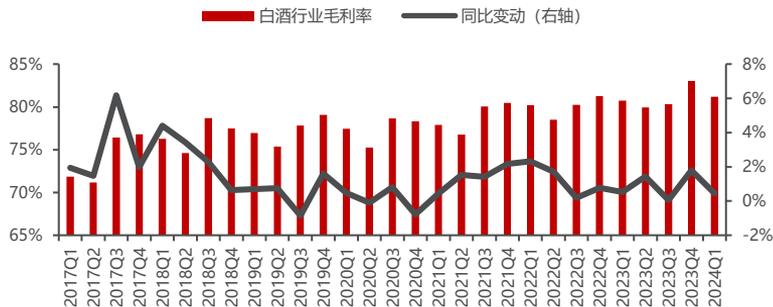
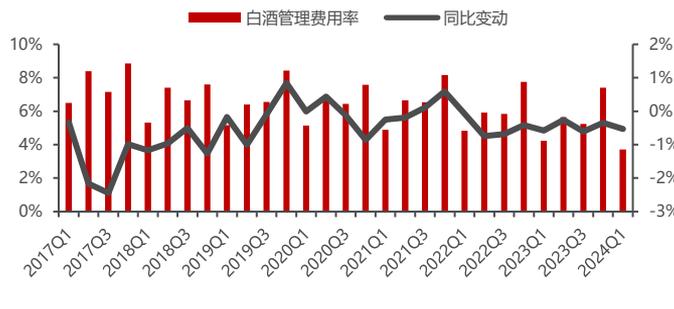
- **分价格带看：**1) **高端酒**延续稳健增长，优势品牌力保障业绩韧性，24Q1营业收入/归母净利润分别同比+15.86%/15.21%；2) **次高端酒**：强分化，全国化扩张节奏趋缓，24Q1营业收入/归母净利润分别同比+14.22%/20.93%；3) **区域龙头酒**：大众价位持续扩容，基地市场具备优势，24Q1营业收入/归母净利润分别同比+15.08%/13.53%；4) **其他酒**：实现恢复性增长，改革释放业绩弹性，24Q1营业收入/归母净利润分别同比+6.39%/36.88%。

图表：2017-2024Q1分价格带营收利润情况



2.1

白酒：24Q1行业毛利率、净利率同步提升，主要归因于产品结构优化，聚焦C端优化费用投入

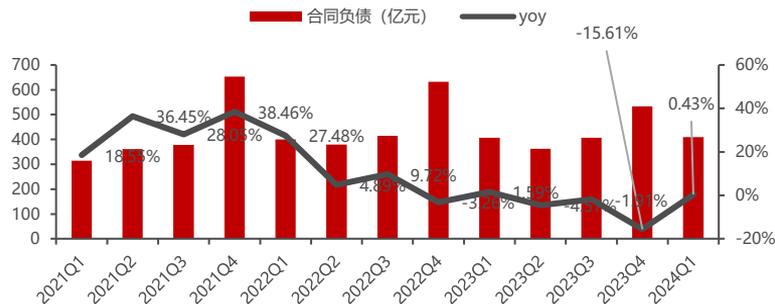
图表：24Q1白酒行业毛利率/净利率同比+0.46/+ 0.33个百分点至81.20%/ 42.27%

图表：24Q1白酒行业销售费用率/管理费用率同比-0.02/-0.53个百分点至8.00%/ 3.71%


2.1

白酒：24Q1行业经营现金流与收现比仍保持较高增长，合同负债规模同比微增，自21年以来，行业合同负债规模收缩

- 24Q1行业经营性现金流同比+19.95%，销售收现比+12.47%，均保持增长。
- 合同负债总规模收缩：
 - 一方面是公司依据实际情况调整回款政策，提供票据、小贷等支持导致；
 - 另一方面，也与渠道库存累加、终端回款账期拉长相关。

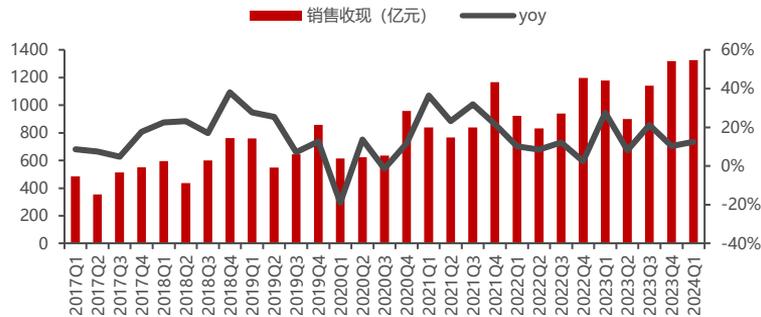
图表：2021-2024Q1行业合同负债总体规模收缩，24Q1同比微增



图表：白酒板块24Q1经营性现金流同比+19.95%



图表：白酒板块24Q1销售收现同比+12.47%

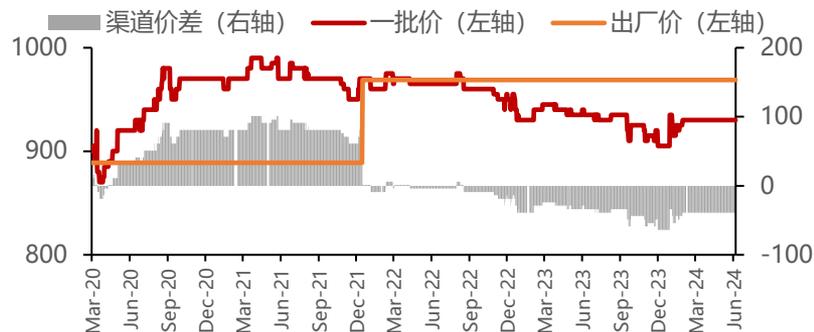
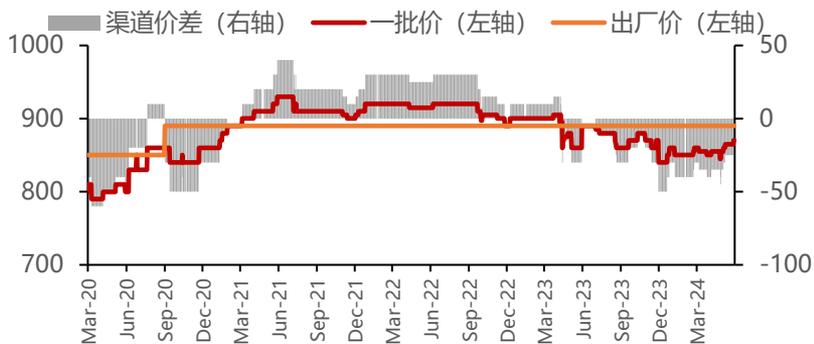


2.1

短期市场风格倾向于确定性定价，对即期收入/利润增速、价格和股息率等指标赋权较高，而对中长期发展指标赋权较低，关注重点白酒单品批价走势

图表：飞天茅台（散瓶）53度一批价及渠道价差（单位：元）

图表：飞天茅台（整箱）53度一批价及渠道价差（单位：元）

图表：普五52度一批价及渠道价差（单位：元）

图表：国窖52度一批价及渠道价差（单位：元）


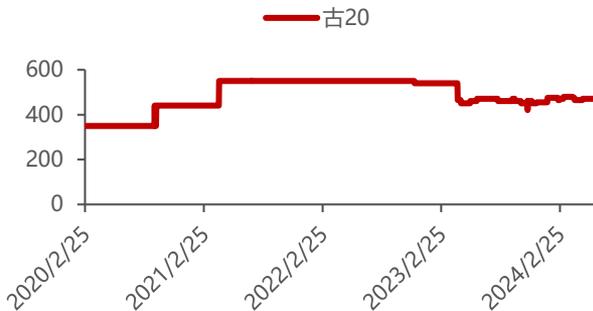
2.1

短期市场风格倾向于确定性定价，对即期收入/利润增速、价格和股息率等指标赋权较高，而对中长期发展指标赋权较低，关注重点白酒单品批价走势

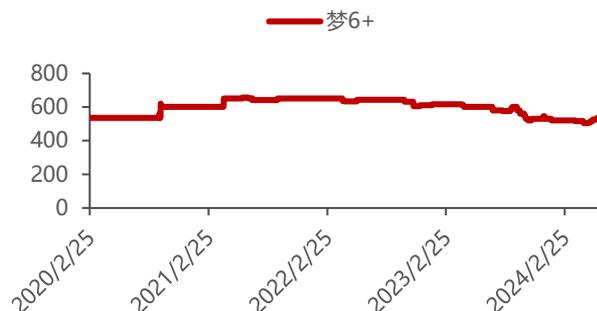
图表：青花20批价走势（单位：元/瓶）



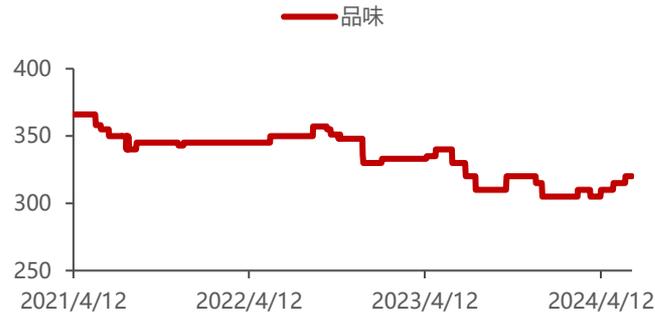
图表：古20批价走势（单位：元/瓶）



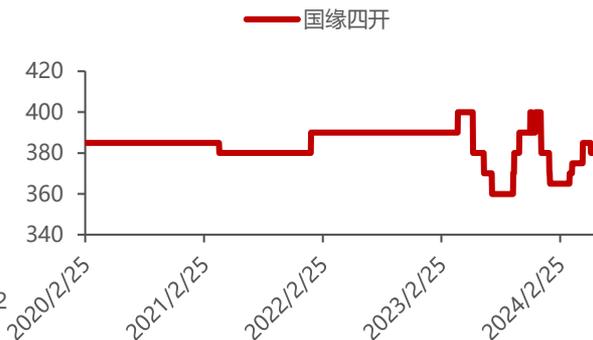
图表：洋河梦6+批价走势（单位：元/瓶）



图表：品味舍得批价走势（单位：元/瓶）



图表：国缘四开批价走势（单位：元/瓶）



图表：臻酿8号批价走势（单位：元/瓶）

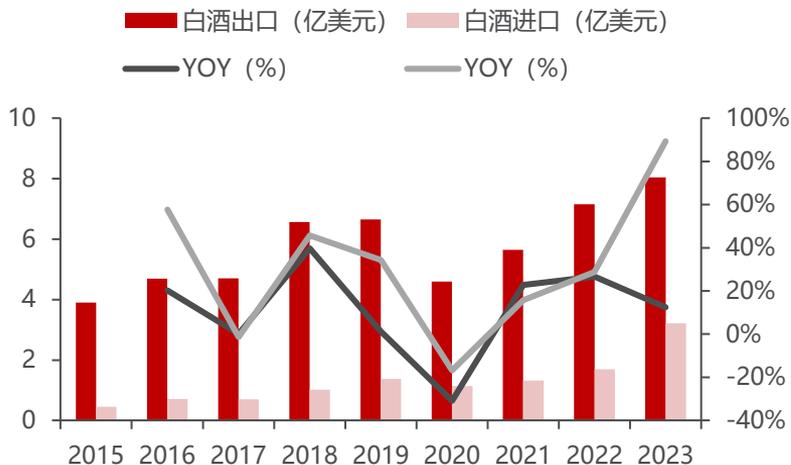


2.1 白酒：头部酒企已将国际化提到战略高度，未来将持续推进

图表：2023年上市酒企海外市场收入（亿元）

	贵州茅台	泸州老窖	山西汾酒	水井坊	古井贡酒
2023年海外收入 (亿元)	43.60	1.77	1.85	0.40	0.21
YOY (%)	2.84%	15.74%	6.65%	-30.04%	-3.71%

图表：2015-2023年中国白酒进出口额及同比情况



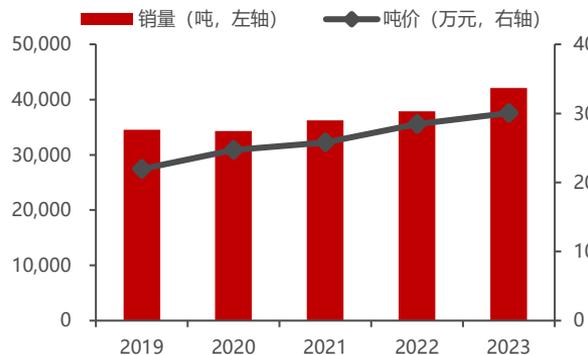
- 酒企陆续开展海外活动，增加品牌国际化影响力。2023年白酒进口额为3.22亿美元，同比增长89.41%；白酒出口额为8.05亿美元，同比增长12.43%。贵州省商务厅主办的“黔酒全球行”相继走进新加坡、日本、韩国、澳大利亚等国家和地区，举行品鉴推介会。茅台、五粮液、洋河、老窖、汾酒、习酒、珍酒等名优酒企重视出海考察交流，白酒国际化进程可期。

图表：2023年以来，头部酒企陆续参与海外交流考察，扩大国际声量

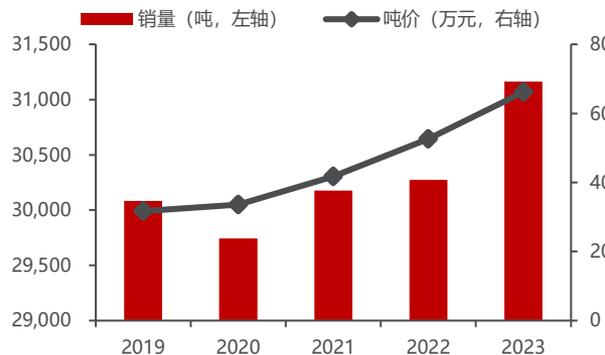
酒企	出海行动
贵州茅台	2013年，赴日、法、英三国开展品牌推广活动，并与帝亚吉欧、保乐力加实现“T3”历史性聚首；2024年“美茅台 美世界”2024全球品牌文化活动在瑞士开启，受邀赴达沃斯参加2024年世界经济论坛，走进瑞士、意大利等欧洲市场开展2024茅台品牌推广及文化交流、调研终端市场、召开座谈会等活动。意大利米兰举办2024年首站“美饌之夜”活动，推介茅台文化之美。
五粮液	2023年党委书记、董事长曾从钦率队实地考察了英国以及匈牙利酒类市场；2024年亮相国内外多个2024跨年活动，在2024年纽约时报广场新年倒计时开幕庆典上，五粮液为开幕庆典主办方美中友好协会官方合作伙伴。春节期间亮相俄罗斯、澳大利亚、阿联酋的春节庆典，以及国内众多城市地标的灯光秀等系列活动
洋河股份	2023年党委书记、董事长张联东赴法国巴黎考察交流；2024年在西班牙开展密集交流活动，表达了洋河以国际化思维、国际化时尚打造国际品牌，推到中国酒文化更好走向世界的信心与底气；登陆法国凡尔赛宫，助力中法文化旅游年开幕音乐会，共庆中法建交60周年。
山西汾酒	新加坡开启2023年“让世界品味中国”全球之旅；亮相吕梁白酒产区意大利推介会等海外活动；2024年是中国与阿联酋建交四十周年，亮相阿联酋华侨华人春晚
泸州老窖	与全球顶级体育赛事，亮相2024年澳网赛场，国窖1573“让世界品味中国”全球之旅走进澳大利亚墨尔本。“你好！中国”旅游推介会走进法国巴黎，泸州老窖作为合作伙伴参与其中，国窖1573成人气王

2.1 白酒：2023年高端茅台、老窖仍保持量价齐增，五粮液量增价减

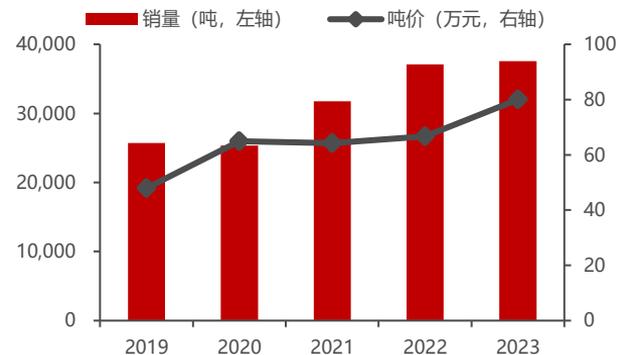
图表：茅台酒23年同比量增11.1%，价增5.6%



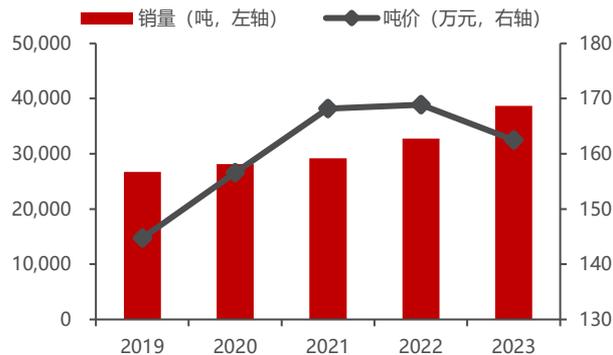
图表：茅台系列酒23年同比量增3.8%，价增108.7%



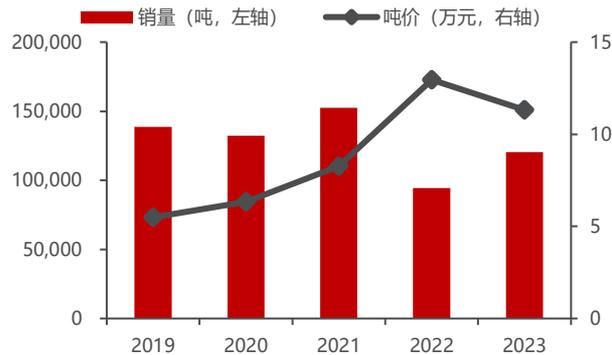
图表：泸州老窖23年同比量增1.2%，价增20.0%



图表：五粮液23年同比量增18.0%，价减3.8%



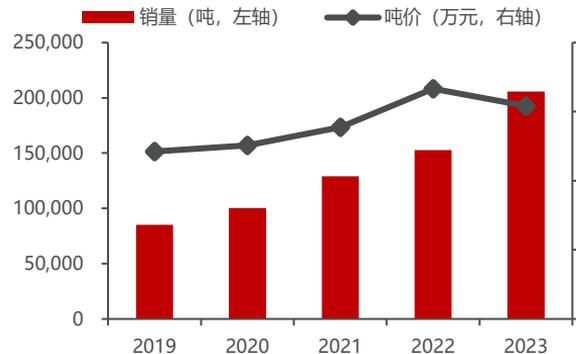
图表：五粮液系列酒23年同比量增27.6%，价减12.6%



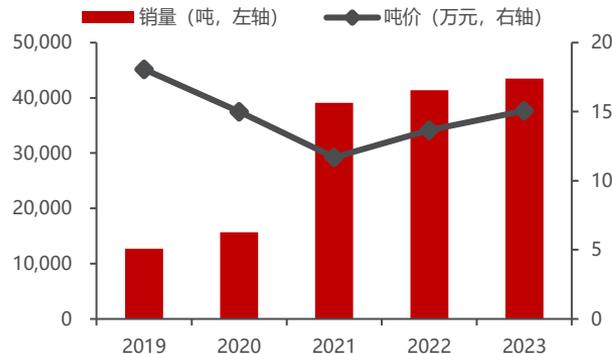
2.1

白酒：次高端依赖渠道扩张和商务宴请场景，短期调整承压，具备强势基地市场的汾酒势能较优

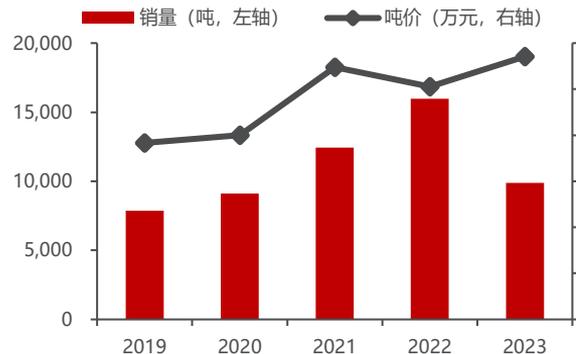
图表：山西汾酒23年同比量增34.7%，价减7.4%



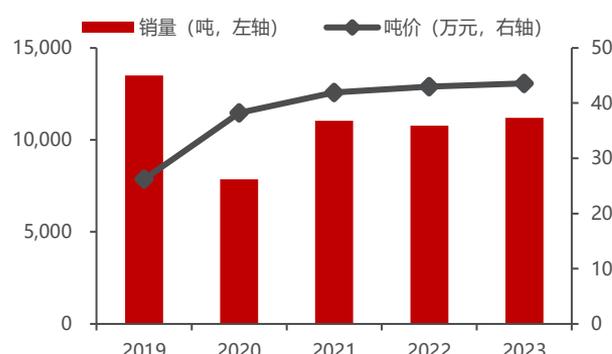
图表：舍得酒业23年同比量增5.2%，价增10.3%



图表：酒鬼酒23年同比量减38.2%，价增13.0%



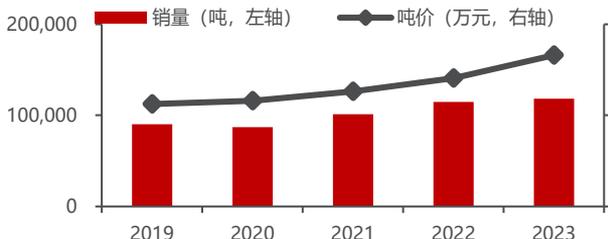
图表：水井坊23年同比量增4.0%，价增1.4%



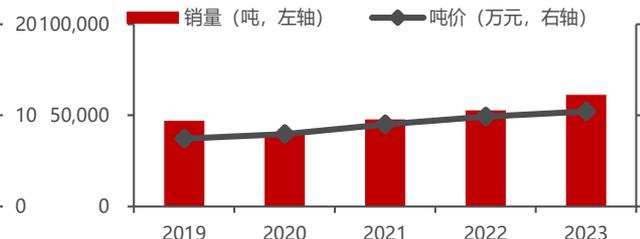
2.1

白酒：地产酒受益100-400元价位扩容，本土市场优势下产品结构稳步提升，区域龙头受益于地区经济

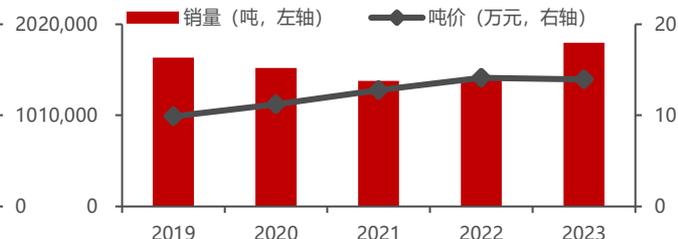
图表：古井贡酒23年同比量增3.2%，价增17.8%



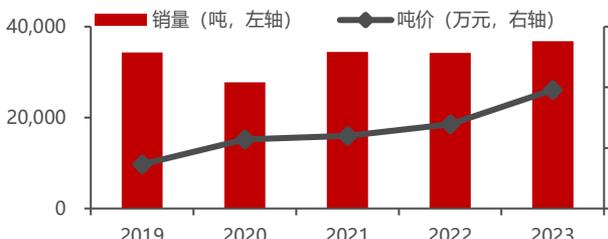
图表：迎驾贡酒23年同比量增16.2%，价增6.0%



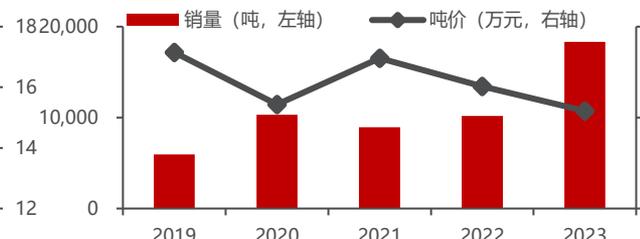
图表：金徽酒23年同比量增28.1%，价减1.3%



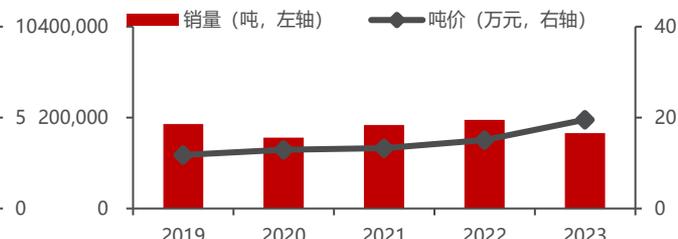
图表：口子窖23年同比量增7.4%，价增7.6%



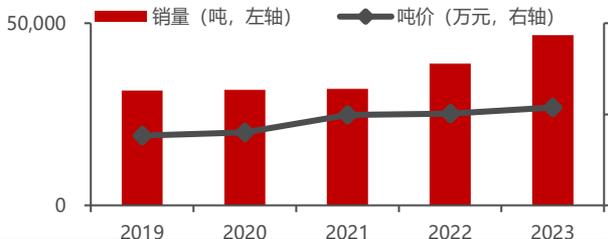
图表：金种子酒23年同比量增79.4%，价减20.1%



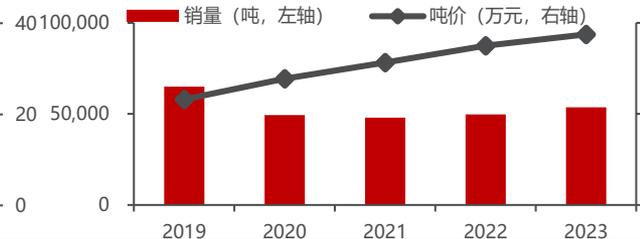
图表：洋河股份23年同比量减14.9%，价增29.5%



图表：今世缘23年同比量增19.9%，价增6.7%



图表：老白干酒23年同比量增7.6%，价增7.2%



成本与旺季销量催化：关注啤酒、黄酒等低度酒革新与软饮料

- **原材料成本下降：**24年以来，核心原材料价格较高位均有不同程度回落，啤酒、零食、速冻、乳制品等综合成本降幅较为明显。
- **低度酒饮：啤酒成本下降与消费旺季催化，估值底部价值凸显；产业资源导入，黄酒等低度酒饮将迎供给侧改革。**对于低度酒饮市场，**酒种多元化是一个重要趋势：**我们认为理性消费时代，悦己消费与个性化需求增加，低度酒饮适口性较好、购买品鉴门槛相对较低，以黄酒、啤酒、果酒、预调酒及其他配制酒为代表的低度酒精饮料市场有望扩容，以黄酒产业为例，伴随资金、人才、技术等资源的导入，黄酒行业供给侧改革或将加速，其消费端培育也将起锚。
 - **啤酒行业升级的长期趋势不变，关注消费旺季催化：**外部环境影响下行业升级速率客观上阶段性有所放缓，但从啤酒产品属性、行业升级阶段、竞争格局等多角度去看，长期趋势不变。
 - 24年麦芽价格确定性下行，成本红利有望逐步释放；
 - 基数效应下Q3销量有望迎来拐点，结构升级驱动吨价稳健提升。
 - **黄酒行业面临产品结构低端、消费区域集中且局限、消费人群老龄化的困局，行业企业参与主体、容量持续萎缩。近两年行业供给侧积极求变，头部酒企纷纷通过产品结构性升级、渠道网络深化、组织管理提升等举措积极推动自身创新和发展变革**
- **投资建议：**低度酒板块推荐青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒，关注华润啤酒、会稽山、古越龙山等。

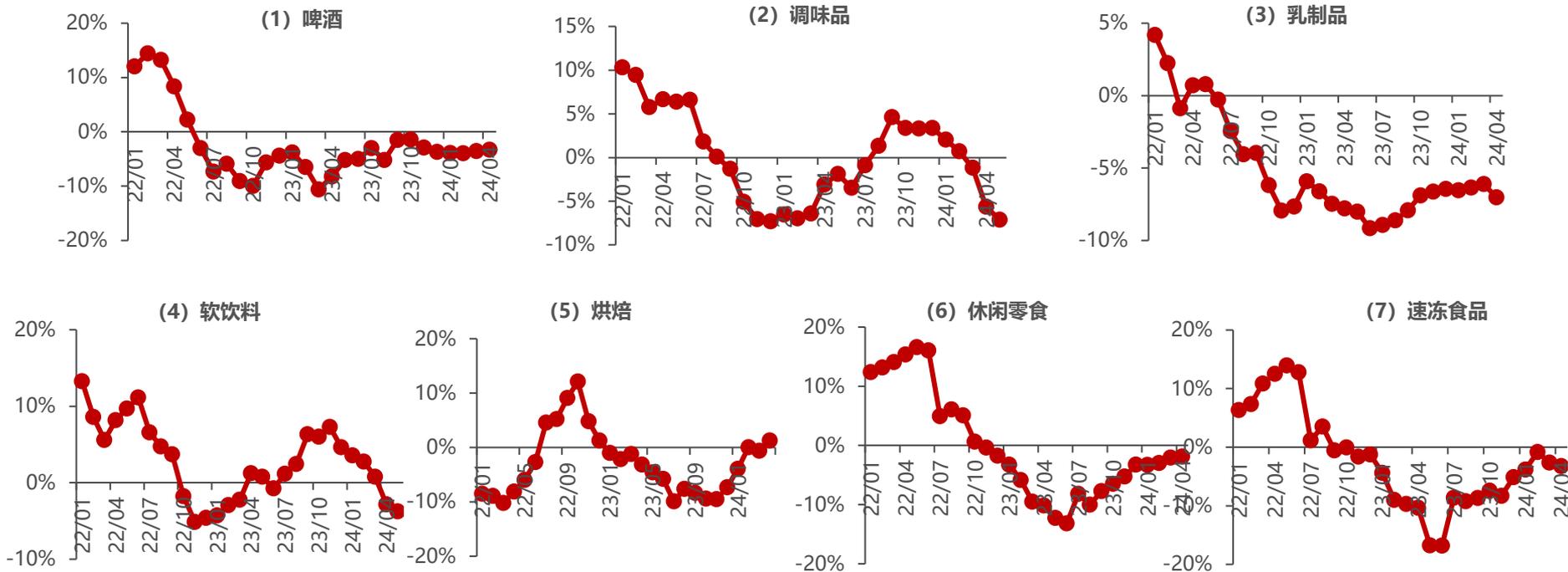
2.2 原材料：24年以来，核心原材料价格较高位均有不同程度回落

图表：行业各子板块核心原材料&包材月度价格同比多呈现下降趋势

子版块	啤酒		调味品		乳制品		软饮料	速冻				休闲零食				烘焙			包材				
	原料	大麦	大米	大豆	白砂糖	生鲜乳	大包粉	白砂糖	猪肉	鸡肉	鱼糜	大豆	豆油	开心果	棕榈油	葵花籽	青豌豆	棕榈油	面粉	白砂糖	玻璃	铝	瓦楞纸
23/01	31.2%	-0.3%	-1.6%	0.1%	-3.8%	-19.1%	0.1%	7.5%	4.6%	-9.3%	-1.6%	-6.3%	-9.7%	-24.5%	6.3%	6.3%	-24.5%	2.5%	0.1%	-19.0%	-15.9%	-16.2%	-12.6%
23/02	30.9%	0.0%	-2.8%	2.8%	-4.8%	-25.3%	2.8%	5.0%	2.8%	-9.8%	-2.8%	-12.4%	-17.0%	-32.4%	-3.2%	-12.1%	-32.4%	1.3%	2.8%	-25.1%	-23.8%	-17.7%	-10.1%
23/03	15.8%	1.1%	-4.6%	7.3%	-4.8%	-30.5%	7.3%	12.8%	2.9%	-9.2%	-4.6%	-19.7%	-3.8%	-40.5%	-35.3%	-19.2%	-40.5%	-0.6%	7.3%	-21.1%	-34.1%	-22.2%	-11.3%
23/04	9.7%	1.1%	-9.8%	15.3%	-5.9%	-29.7%	15.3%	5.3%	1.8%	-12.6%	-9.8%	-23.7%	1.1%	-42.2%	-46.4%	-20.3%	-42.2%	-3.2%	15.3%	-4.7%	-27.7%	-24.8%	-6.5%
23/05	1.3%	1.3%	-16.0%	21.7%	-6.9%	-17.5%	21.7%	-6.2%	0.7%	-11.5%	-16.0%	-33.7%	-10.8%	-51.6%	-52.1%	-20.4%	-51.6%	-3.0%	21.7%	12.4%	-20.5%	-22.6%	-17.1%
23/06	-4.3%	2.5%	-18.0%	21.3%	-7.8%	-23.4%	21.3%	-11.5%	0.1%	-8.3%	-18.0%	-34.9%	-9.4%	-49.0%	-56.1%	-25.6%	-49.0%	-3.2%	21.3%	11.1%	-14.1%	-23.3%	-22.7%
23/07	0.1%	3.4%	-11.2%	22.3%	-8.8%	-19.0%	22.3%	-34.4%	-1.0%	-5.8%	-11.2%	-15.8%	-3.2%	-17.8%	-44.1%	-16.9%	-17.8%	-2.8%	22.3%	12.0%	-8.7%	-22.9%	-16.3%
23/08	-23.7%	4.8%	-11.0%	26.8%	-8.7%	-22.3%	26.8%	-22.9%	-2.7%	-2.8%	-11.0%	-18.4%	-3.2%	-21.9%	-38.4%	-41.0%	-21.9%	-2.2%	26.8%	19.4%	-10.0%	-20.8%	-17.5%
23/09	-20.6%	7.0%	-11.1%	35.0%	-9.8%	-25.1%	35.0%	-27.6%	-3.6%	-1.9%	-11.1%	-15.1%	-8.5%	-9.6%	-29.6%	-41.1%	-9.6%	-1.4%	35.0%	24.0%	-1.0%	-16.5%	-13.1%
23/10	-23.6%	7.6%	-15.4%	30.5%	-10.0%	-14.4%	30.5%	-38.1%	-4.8%	0.8%	-15.4%	-22.6%	2.3%	-11.5%	-27.5%	-29.5%	-11.5%	-1.3%	30.5%	23.5%	-1.4%	-12.2%	-10.2%
23/11	-24.9%	7.5%	-14.7%	28.5%	-10.4%	-10.2%	28.5%	-39.9%	-4.2%	1.6%	-14.7%	-16.4%	-5.4%	-11.9%	-28.3%	-21.0%	-11.9%	-1.3%	28.5%	21.2%	-5.4%	-13.2%	-2.0%
23/12	-29.5%	7.4%	-13.9%	17.3%	-11.0%	-5.0%	17.3%	-31.1%	-4.1%	1.6%	-13.9%	-14.0%	-7.2%	-10.7%	-26.7%	-20.8%	-10.7%	-0.9%	17.3%	23.9%	-8.6%	-10.4%	0.4%
24/01	-31.2%	7.5%	-15.3%	14.4%	-11.0%	3.4%	14.4%	-15.7%	-4.0%	1.9%	-15.3%	-14.5%	-2.1%	-7.0%	-30.6%	-18.1%	-7.0%	-0.9%	14.4%	20.9%	-11.3%	-11.9%	0.2%
24/02	-31.5%	7.3%	-17.2%	11.8%	-10.8%	3.9%	11.8%	2.7%	-2.7%	4.9%	-17.2%	-18.8%	11.4%	-6.9%	-23.8%	-19.7%	-6.9%	0.4%	11.8%	17.4%	-9.7%	-10.7%	-0.2%
24/03	-28.6%	7.4%	-14.3%	6.1%	-11.3%	-1.2%	6.1%	-2.0%	-2.4%	5.0%	-14.3%	-11.2%	-0.8%	3.4%	-19.6%	-10.9%	3.4%	0.8%	6.1%	8.5%	-2.9%	-4.1%	-4.1%
24/04	-26.9%	7.4%	-10.8%	-2.3%	-12.0%	6.1%	-2.3%	5.1%	-1.8%	7.7%	-10.8%	-9.3%	-4.7%	5.4%	-14.8%	-12.3%	5.4%	1.5%	-2.3%	-11.7%	6.7%	-5.5%	-8.9%
24/05	/	6.8%	-7.0%	-8.4%	/	4.6%	-8.4%	7.7%	/	7.0%	-7.0%	1.2%	/	6.0%	-5.6%	/	6.0%	/	-8.4%	-24.2%	15.1%	-9.7%	-2.3%

2.2 24年以来，啤酒、零食、速冻、乳制品等综合成本降幅较为明显

图表：大众品综合成本同比变化趋势图



2.3

啤酒：行业升级的长期趋势不变，关注消费旺季催化

图表：啤酒企业23-24年分季度营收利润及走势

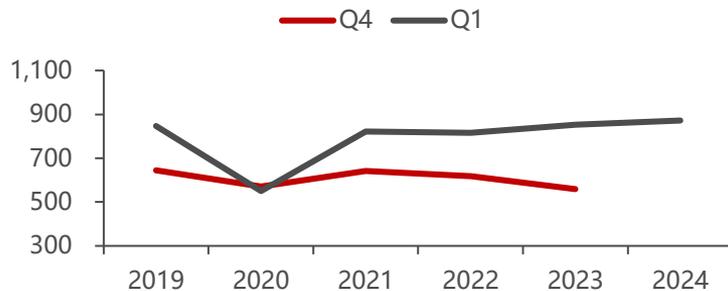
证券名称	营业收入 (亿元)					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
重庆啤酒	40.06	44.99	45.24	17.86	42.93	4.52%	9.64%	6.51%	-3.76%	7.16%
惠泉啤酒	1.37	2.10	2.44	0.23	1.41	7.04%	12.46%	4.15%	-64.66%	2.86%
青岛啤酒	107.06	108.86	93.86	29.58	101.50	16.27%	8.16%	-4.58%	-3.37%	-5.19%
燕京啤酒	35.26	40.99	47.91	17.97	35.87	13.74%	7.65%	8.53%	-4.41%	1.72%
兰州黄河	0.74	0.59	0.66	0.43	0.54	1.42%	-17.80%	-10.64%	-11.73%	-26.86%
珠江啤酒	10.35	17.38	17.78	8.27	11.08	18.75%	11.35%	5.94%	1.16%	7.05%

证券名称	归母净利润 (亿元)					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
重庆啤酒	3.87	4.78	4.79	-0.07	4.52	13.63%	23.52%	5.36%	-109.22%	16.78%
惠泉啤酒	0.01	0.21	0.42	-0.15	0.05	152.38%	20.03%	26.73%	-68.59%	468.51%
青岛啤酒	14.51	19.74	14.82	-6.40	15.97	28.86%	14.40%	4.75%	-15.01%	10.06%
燕京啤酒	0.65	4.49	4.42	-3.11	1.03	7373.28%	28.47%	37.37%	2.78%	58.90%
兰州黄河	-0.03	0.21	-0.06	-0.58	-0.01	9.19%	-21.60%	84.99%	-482.62%	70.92%
珠江啤酒	0.87	2.79	2.77	-0.20	1.21	22.15%	15.06%	8.03%	-171.86%	39.37%

图表：2023年啤酒企业销量季度增速

销量YOY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
青岛啤酒	11%	3%	-11%	-10%
重庆啤酒	4%	6%	5%	5%
燕京啤酒	13%	2%	4%	-2%
珠江啤酒	12%	5%	1%	4%
华润啤酒	4%		-5%	
百威中国	7%	11%	-0.1%	-3%

图表：我国啤酒行业单季度产量 (万千升)



2.3

啤酒：24Q3有望迎销量拐点，全年吨价稳健增长

- **量：24Q1较23Q4景气环比恢复，销量高基数下表现整体稳健。** 23H1整体消费需求及信心较为疲软，23Q4淡季行业产量为近5年来最低值，达559.2万千升，同比-9.6%。24Q1行业产量则实现近5年单季度新高，达872.1万千升，高基数下同增2.3%，我们认为这主要受益于24年春节暖冬，同时节庆期间聚会、团年夜饭、礼赠等场景增加，需求景气环比恢复。主要公司来看，青啤/重啤/珠江/百威中国24Q1销量分别同比-7.58%/+5.25%/+0.76%/-6.2%。在23年同期消费集中回补背景下，销量整体表现稳健，其中青啤下滑幅度较大主因基数压力较同业更显著，但从销量绝对值看与19Q1、21Q1基本一致。
- **价：现饮生意景气度较为疲软，成本下行期提价动作少，酒企吨价稳健提升但增长中枢阶段性回落。** 啤酒行业现饮渠道升级相对非现饮更快，1则现饮渠道为封闭式场所，供给端更易引导消费端升级，2则现饮消费社交属性强，消费者价格敏感度更低。考虑到餐饮及夜场整体恢复仍然较慢，且24年成本普遍回落，酒企提价动作少，24Q1板块吨价在产品结构持续改善趋势下保持稳健提升，但增幅有一定程度回落。
- **展望：基数效应下Q3销量有望迎来拐点，结构升级趋势不变驱动吨价稳健增长。** 24Q2，我国南方地区雨水天气较多，行业总需求较弱，预计行业龙头销量端仍有一定压力。从销量节奏来看，2023年淡季不淡、旺季不旺特征尤为显著，步入Q3基数压力将显著回落，销量有望迎来拐点，季度环比趋势向上。吨价端，预计全年维度酒企或延续Q1态势呈稳健增长，吨价有望整体录得中低单位数增长。

图表：我国啤酒企业销量及吨价增速

万千升	2023	YOY	同比19年	23Q4	YOY	24Q1	YOY
青岛啤酒	800.7	-0.81%	-0.53%	71.3	-10.09%	218.4	-7.58%
重庆啤酒	299.8	4.93%	27.76%	34.6	4.76%	86.7	5.25%
燕京啤酒	394.2	4.57%	3.43%	/	/	/	/
珠江啤酒	140.3	4.80%	11.52%	25.3	4.04%	26.4	0.76%
华润啤酒	1115.1	0.50%	-2.48%	/	/	/	/
百威亚太	925.4	4.58%	0.23%	154.4	-2.13%	210.2	-4.80%
百威中国	/	4.30%	-0.48%	/	-3.10%	/	-6.20%

元/美元	2023	YOY	同比19年	23Q4	YOY	24Q1	YOY
青岛啤酒	4172	6.25%	21.60%	4149	7.47%	4647	2.58%
重庆啤酒	4818	0.49%	13.69%	4859	-9.31%	4820	1.28%
燕京啤酒	3322	2.82%	17.96%	/	/	/	/
珠江啤酒	3670	3.76%	14.03%	3274	-2.76%	4201	6.24%
华润啤酒	3306	4.03%	13.89%	/	/	/	/
百威亚太	777	6.18%	13.41%	822	11.20%	807	4.64%
百威中国	/	8.10%	13.97%	/	14.70%	/	3.70%

2.3 啤酒：24年麦芽价格确定性下行，成本红利有望逐步释放

➢ 24Q1，酒企成本端已有显著改善，青啤、重啤、燕京、珠江、百威亚太吨成本分别-0.96%、-3.27%、+0.57%、+3.82%、+0.31%，较2023全年及23Q4增幅环比显著回落或已经转负。随着高价原料库存进一步消化，展望24年后续，酒企成本端红利有望进一步释放。22H2以来玻瓶、铝罐等主要包材价格进入下行通道，但受俄乌冲突、法国旱灾影响，2022年全球大麦价格呈持续上行趋势，2022年底酒企进行成本锁价时麦芽价格仍处于历史较高水平。因此尽管2023年啤酒企业吨成本增幅较2022年有所回落，但普遍增幅仍在中低单位数左右。2023年2月起大麦价格逐步下行，此外自2023年8月5日起我国终止澳麦“双反”政策，2024年酒企澳麦采购比例均有所提升，利好酒企新一年麦芽采购成本，包材价格整体较为平稳。

图表：啤酒企业吨成本及毛利率变动

	(元/美元每吨)	23Q1	同比增速	23Q2	同比增速	23Q3	同比增速	23Q4	同比增速	2023	同比增速	24Q1	同比增速
青岛啤酒	吨成本	2795	3.96%	2452	2.35%	2442	2.45%	3009	4.27%	2565	3.34%	2768	-0.96%
	毛利率	38.32%	0.47pct	40.08%	1.76pct	40.93%	2.9pct	27.47%	2.22pct	38.51%	1.73pct	40.44%	2.12pct
重庆啤酒	吨成本	2525	5.65%	2418	-0.10%	2420	3.40%	2645	5.92%	2421	3.18%	2580	-3.27%
	毛利率	45.16%	-2.52pct	51.45%	1.85pct	50.53%	-1.09pct	48.79%	-6.79pct	49.75%	-1.31pct	47.90%	2.74pct%
燕京啤酒	吨成本	2315	-2.61%	1678	2.61%	2186	3.71%	3744	8.95%	2030	2.07%	2328	0.57%
	毛利率	36.78%	2.24pct	45.66%	1.41pct	47.96%	0.22pct	-6.57%	-10.78pct	38.89%	0.45pct	37.18%	0.40pct
珠江啤酒	吨成本	2342	5.80%	2106	-0.87%	2091	2.93%	2367	8.40%	2155	3.70%	2431	3.82%
	毛利率	40.79%	0.40pct	48.24%	3.52pct	45.74%	0.80pct	27.70%	-7.44pct	41.29%	0.04pct	42.13%	1.35pct
百威亚太	吨成本	416	5.21%	369	2.32%	336	6.70%	424	6.07%	384	4.96%	385	0.31%
	毛利率	50.22%	-0.8pct	51.67%	1.21pct	51.20%	-0.09pct	48.38%	2.55%	50.59%	0.58pct	52.24%	2.06%
华润啤酒	吨成本	/	/	/	/	/	/	/	/	1979	1.16%	/	/
	毛利率	/	/	/	/	/	/	/	/	40.15%	1.70pct	/	/

注：以上公司中百威亚太吨成本单位为美元/吨，其余为元/吨。

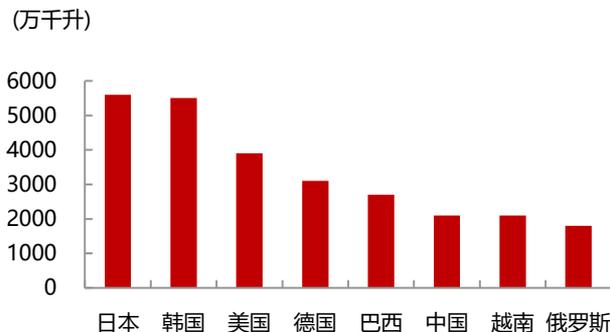
2.3

啤酒：外部环境仅影响升级快慢，行业逻辑及长期趋势未变

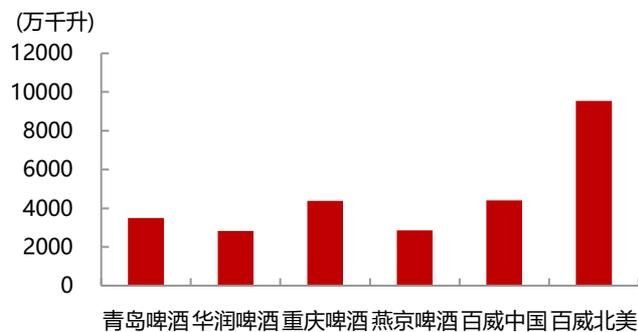
➤ 外部环境影响下行业升级速率客观上阶段性有所放缓，但从啤酒产品属性、行业升级阶段、竞争格局等多角度去看，长期趋势不变。

- **产品属性与行业发展阶段：**低度酒饮刚需、具备社交属性、单价较低因此升级存在类口红效应；对标海外成熟市场，我国啤酒行业产品结构及出厂吨价仍有较大增长空间。
- **竞争格局：**寡头垄断+区域割据（多数省份啤酒龙头间呈现或接近“721”格局，底层逻辑为啤酒销售存在运输半径限制，且价位越底部的产品受该限制越明显）。目前行业竞争格局及态势较好，核心系行业失去量增红利后龙头追求份额效益边际减弱，与此同时行业价增空间仍广阔，因此龙头目标统一高端化。基于酒企基地市场中低端价位产品份额稳固，龙头普遍优先选择依托渠道封锁优势积极推动强势市场产品结构升级，同时寻求中高端产品区域拓展机会。目前行业整体竞争态势较为温和，相较于过往的恶性竞争，龙头整体更呈“竞合式”发展，共同推动中高价位产品持续扩容，各家发力价位、区域一定程度有所区隔。
- **因此行业升级系供需两端共同引导，持续性强，外部环境仅影响速率而不改变方向。**在当前外部环境下，虽10元以上产品升级阶段性速率放缓，但该部分产品占比较小，8元价格带承接过去6元主流价格带向上升级红利明显，同时主流以下低单品仍可内部迭代。升级供需共同引导。

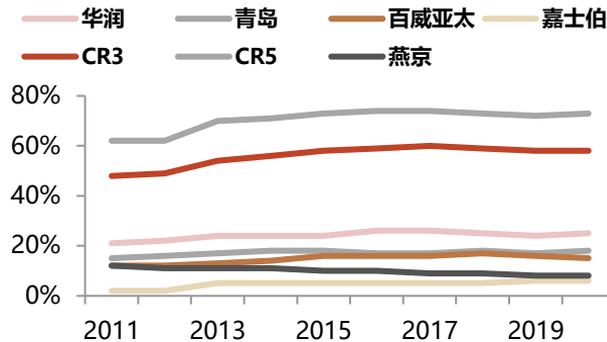
图表：全球啤酒零售均价比较



图表：分品牌吨价比较



图表：我国啤酒CR5变化边际放缓



2.3 啤酒：短期业绩确定性高，中长期逻辑清晰，估值底部价值凸显

➤ 短期业绩兑现确定性较好，中长期逻辑清晰，估值底部价值凸显。

- 短期看，基数效应弱化后24Q3板块销量有望迎拐点，全年维度成本端确定性下行，酒企业绩兑现确定性较好。中长期看，我国啤酒行业升级系供需两端共同引导，空间较广、持续性强，龙头酒企未来3年利润CAGR仍有望保持在双位数水平。截至2024年6月7日，啤酒板块PE（TTM）为27.0X，位于2010年以来底部水平，价值凸显。

图表：啤酒板块PE TTM



2.4

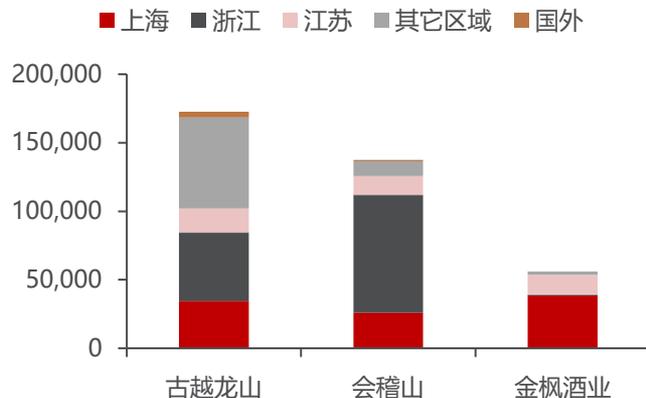
黄酒：龙头积极求变谋增长，关注供给侧革新

- 我国黄酒行业面临产品结构低端、消费区域集中且局限、消费人群老龄化的困局，行业企业参与主体、容量持续萎缩。** 2022年，我国黄酒规上企业销售收入达106.6亿元，较2015年198.2亿元下滑41%；利润总额达12.7亿元，较2015年18.9亿元下滑32%。2023年，三家上市黄酒企业江浙沪销售占比达77%，销售区域高度集中。目前市面上主流销售的黄酒多为3-5年陈的产品，终端零售价格普遍在 10-30 元/500ml左右，上市酒企平均吨价仅**1.15万元**。
- 黄酒为我国传统饮用酒种，有较好的历史文化和消费基础，但在近十余年的酒精品类竞争中持续处于劣势，归其原因我们认为：**1则行业内产品长期缺乏产品创新、进而提价困难，主销产品售价低、渠道利润空间薄，也就无法支撑酒企推动全国化和年轻化的消费者人群培育；2则酒企运营管理相对白酒、啤酒等行业较为粗放，缺乏系统化的营销体系。**

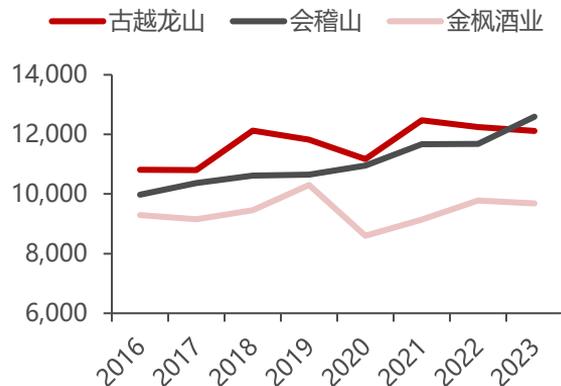
图表：我国黄酒行业规上企业收入及利润（亿元）



图表：黄酒上市企业分地区收入情况（百万元）



图表：黄酒上市企业吨价情况（元）



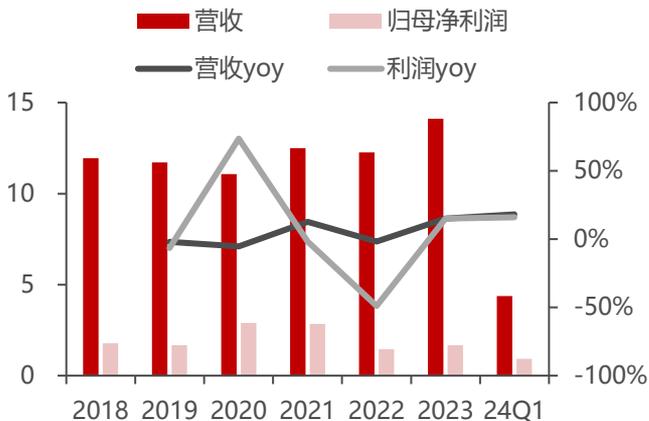
2.4

黄酒：龙头积极求变谋增长，关注供给侧变化

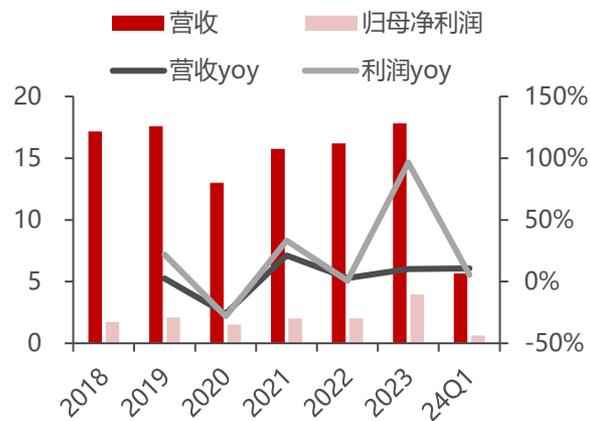
➤ 近两年行业供给侧积极求变，头部酒企纷纷通过产品结构升级、渠道网络深化、组织管理提升等举措积极推动自身创新和发展变革。产品端，古越龙山、会稽山等龙头企业积极布局更高价位段产品，如会稽山2023年起聚焦资源培育核心单品，在夯实纯生5年（20元）的基础上，重点发力会稽山1743（40-50元）和兰亭（500/2000元）两款产品；古越龙山则于2019年推出国酿1959白玉、青玉产品，2021年再次推出国酿红玉产品，布局高端价格带。组织管理端，会稽山于2023年广泛吸纳行业人才、大幅扩编销售团队（销售人员自230人扩充至453人）、优化管理及绩效考核方式。渠道端，龙头均积极深化渠道网络、优化经销商结构、梳理价盘稳定渠道利润。

➤ 投资建议：关注会稽山、古越龙山。

图表：会稽山营收及归母净利润情况（亿元）



图表：古越龙山营收及归母净利润情况（亿元）



图表：会稽山2023年及24Q1财务指标一览

	2023	YOY	24Q1	YOY
营业收入（亿元）	14.11	15.01%	4.37	18.19%
中高档酒收入（亿元）	8.11	12.22%	3.00	18.96%
中高档酒销量（万千升）	4.96	7.64%	/	/
中高档酒吨价（万元）	1.63	4.26%	/	/
普通酒收入（亿元）	5.63	16.75%	1.05	11.05%
普通酒销量（万千升）	5.95	4.32%	/	/
普通酒吨价（万元）	0.95	11.91%	/	/
产品均价（万元）	1.26	7.78%	/	/
毛利率	46.93%	4.12pct	53.60%	4.95pct

2.5 乳制品：原奶价格下行，利好乳企利润，短期客观环境压制行业结构升级

- **成本端**：原奶价格自21Q3到阶段性高点后，一直处在下行通道。24年1-5月原奶均价同比下滑11.27%。考虑到原奶供给尚未出清，需求修复在途，预计24年奶价温和下行。
- **收入端**：6家重点乳企24Q1合计实现营收435.78亿元，同比-3.41%，春节旺季各乳企表现平稳。
- **利润端**：6家重点乳企24Q1合计扣非归母净利润40.80亿元，同比11.80%；扣非归母净利率9.36%，同比+1.27pcts。

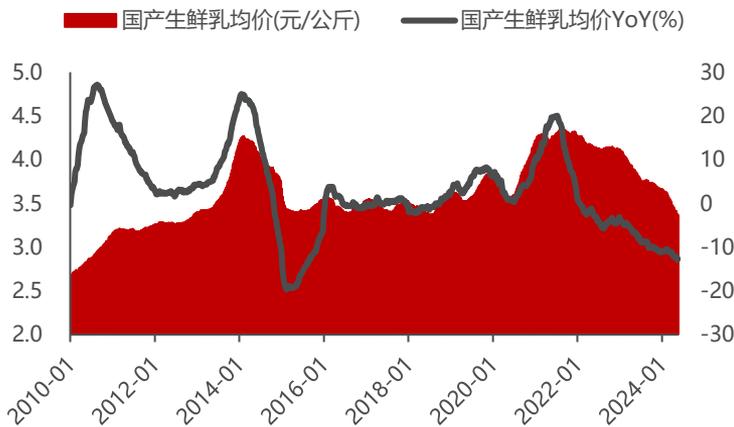
图表：部分乳制品企业分季度营收情况 (亿元)

证券简称	营业收入(亿)					同比变动(%)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
伊利股份	334.41	327.57	312.07	287.75	325.77	7.71%	1.05%	2.66%	-1.82%	-2.58%
光明乳业	70.71	70.68	65.25	58.21	64.17	-2.42%	-1.34%	-6.44%	-14.77%	-9.25%
新乳业	25.21	27.77	28.96	27.93	26.14	8.84%	12.72%	7.25%	10.56%	3.66%
妙可蓝多	10.23	10.43	10.09	9.74	9.50	-20.47%	-20.24%	-18.30%	-2.65%	-7.14%
天润乳业	6.31	7.58	6.94	6.31	6.41	16.26%	9.77%	12.25%	13.04%	1.47%
燕塘乳业	4.29	5.34	5.18	4.69	3.79	10.89%	4.30%	1.56%	0.65%	-11.55%

图表：部分乳制品企业分季度扣非归母净利率情况

证券简称	扣非归母净利率(%)					同比变动(pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
伊利股份	9.95	7.60	8.54	5.49	11.48	-0.69	-0.45	2.95	2.04	1.53
光明乳业	2.47	2.01	-0.07	3.63	2.89	0.55	0.58	-0.65	5.28	0.42
新乳业	2.97	5.57	5.58	2.64	3.84	1.47	1.19	1.70	0.76	0.86
妙可蓝多	0.57	-0.30	-0.46	0.93	3.25	-4.77	-3.90	1.76	3.08	2.68
天润乳业	7.75	9.00	3.90	-0.64	3.54	1.88	-0.39	-2.89	-7.80	-4.21
燕塘乳业	6.73	13.14	8.39	1.54	3.54	1.32	5.78	4.35	0.58	-3.20

图表：国产生鲜乳价格走势 (元/公斤)



2.5 乳制品：原奶价格下行，利好乳企利润，短期客观环境压制行业结构升级

投资建议：

- 推荐伊利股份**（高确定性+高股息+估值性价比，回购注销彰显管理层决心，分红率有望持续提升；高毛利奶粉业务“新国标”调整结束头部集中，关注销售逐季改善和长期净利率提升兑现）；中小乳企在双寡头格局下具备区域或品类上的结构性机会，且在奶价下行周期成本红利更加充分。**关注新乳业、天润乳业，光明乳业，燕塘乳业。**
 - 新乳业：**五年期战略提出收入双位数增长，净利率翻番目标，短期主要依靠成本红利，长期主要以调产品&渠道结构为抓手。结构上精耕核心低温鲜奶和低温特色酸奶品类、渠道上聚焦DtoC渠道，关注盈利改善逐季兑现情况。**天润乳业：**收购新农乳业短期亏损影响业绩，关注新农业绩改善及疆扩张进度。
- 小品类细分赛道持续消费者教育，具备较大渗透率提升空间，关注：妙可蓝多（家庭餐桌和餐饮工业延续高增态势+即食奶酪棒低温修复常温扩点+蒙牛奶酪并表等业绩驱动）。

图表：乳制品板块重点公司估值

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600887.SH	伊利股份	28.58000	1.64	2.06	1.96	17	14	15	推荐
002946.SZ	新乳业	9.98000	0.5	0.62	0.75	20	16	13	推荐
600419.SH	天润乳业	9.14000	0.45	0.58	0.7	20	16	13	推荐
600882.SH	妙可蓝多	14.26000	0.13	0.24	0.34	110	59	42	推荐
600597.SH	光明乳业*	8.49000	0.7	0.43	0.47	12	20	18	/
002732.SZ	燕塘乳业*	15.42000	1.15	1.3	1.54	13	12	10	/

2.5

软饮料：传统消费旺季，关注品牌网点覆盖率&冰冻化陈列

▶ 板块内具备高性价比+强品类黏性+扎实的渠道覆盖管控制+高频研发推新能力的公司表现较好。成本端：年初至今PET瓶胚和白砂糖均价同比-3.71%/+7.57%。收入端：6家重点软饮公司24Q1营收同比+16.66%，以核桃露、杏仁奶、椰子汁为代表的植物蛋白饮品企业在春节礼赠场景催化下营收稳中有升，以能量饮料为主的东鹏由于推出春节礼盒及渠道动作前置抢跑旺季实现Q1营收高增。利润端：6家重点软饮公司24Q1扣非归母净利润17.36亿元，同比+20.57%；扣非归母净利率同比+0.65pcts。

图表：部分软饮料企业分季度营收情况（亿元）

证券简称	营业收入(亿)					同比变动(%)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
东鹏饮料	24.91	29.69	31.81	26.22	34.82	24.14%	29.96%	35.17%	40.88%	39.80%
养元饮品	22.29	7.73	15.85	15.75	23.16	8.82%	10.24%	10.41%	-9.38%	3.91%
承德露露	11.41	3.53	5.41	9.19	12.27	2.08%	2.41%	6.39%	27.54%	7.53%
香飘飘	6.79	4.92	8.08	16.47	7.25	37.03%	35.19%	20.41%	3.06%	6.76%
欢乐家	5.17	3.95	3.94	6.17	5.51	43.75%	17.13%	7.78%	15.58%	6.61%
李子园	3.45	3.56	3.68	3.43	3.34	1.11%	-0.94%	1.99%	0.22%	-3.17%

图表：部分软饮料企业分季度扣非归母净利率情况

证券简称	扣非后归母净利率(%)					同比变动(pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
东鹏饮料	18.20	18.09	16.09	14.02	17.93	1.69	1.31	1.23	-1.44	-0.27
养元饮品	27.46	13.40	22.12	18.84	30.50	3.45	5.74	3.61	-3.31	3.04
承德露露	20.94	21.45	23.25	21.11	20.06	-0.08	3.13	-0.89	-4.14	-0.88
香飘飘	-1.03	-14.90	4.95	16.48	2.73	13.97	6.21	-2.10	-0.92	3.76
欢乐家	16.37	11.09	10.41	16.54	14.57	2.91	2.29	0.92	0.59	-1.80
李子园	16.74	20.30	13.03	11.89	17.58	6.69	6.64	-0.44	-4.35	0.83

图表：PET瓶胚价格走势（元/吨）



图表：PET瓶胚价格走势（元/吨）



2.5

软饮料：成本下行+消费旺季催化

➤ **投资建议：推荐东鹏饮料**（大单品能量饮料空间充足+第二曲线电解质水旺季加速放量、无糖茶、咖啡作为补充型产品蓄力，省外占比提升全国化进程持续推进，经销商及网点数量持续增加，渠道势能持续释放）；**香飘飘**（双轮驱动战略清晰，冲泡修复在途+即饮二次创业决心强，职业经理人空降总裁职务或助力管理效率提升，24年即饮板块战略聚焦Meco果汁茶，未来关注Meco果汁茶旺季表现及即饮产线产能利用率提升）；**李子园**（分红率翻倍+历史估值低位，成本端大包粉持续受益，学生奶份额持续修复、餐饮渠道独立团队招商铺货或为增量。关注基地市场下半年恢复增长及餐饮渠道样板市场打造）；**关注欢乐家**（水果罐头小规格化进入量贩粮食渠道+toC端椰汁增长趋势良好，新品椰子水品牌“椰鲨”焕新上市签约NBA球星奥尼尔，以天然电解质特性绑定运动场景+toB端1L装厚椰乳、椰子水等持续渗透现制咖啡茶饮）。关注欢乐家、承德露露、养元饮品

图表：软饮料板块重点公司估值

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
605499.SH	东鹏饮料	229.15	5.1	6.94	8.98	45	33	26	推荐
603156.SH	养元饮品*	24.94	1.16	1.32	1.49	22	19	17	/
000848.SZ	承德露露*	8.77	0.61	0.65	0.71	14	13	12	/
603711.SH	香飘飘	16.70	0.68	0.83	1.03	25	20	16	推荐
300997.SZ	欢乐家*	14.10	0.62	0.74	0.89	23	19	16	/
605337.SH	李子园	11.23	0.6	0.69	0.79	19	16	14	推荐

餐饮链待激活：调味品回归增长，速冻关注小b业态

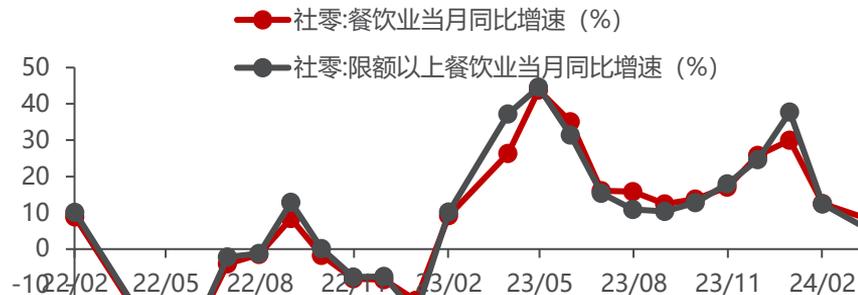
➤ 餐饮端复苏进程多有曲折，2024年以来，规上餐饮企业恢复速度弱于整体水平，调味品企业餐饮大客户增速放缓，逐步转向服务中小企业，转型仍需时间；

- 调味品行业低位增长，优选治理改善与高股息率：需求贡献来自餐饮（占比约50%）、家庭（36%）和工业（14%）三部分，根据久谦中台数据，2023年全国新关闭餐饮门店354万家，闭店率达51%，而2024年1-4月，新开店86.74万家，同比下滑20.7%，闭店69.24万家，同比增长39.0%；
- 家庭端：作为必选消费品，调味品零售价与CPI同向，同时消费者追求性价比需求愈发强烈，调味品企业提价及结构升级有所放缓
- 速冻食品行业产能释放，需求端总体承压，板块悲观预期触底、估值深度调整，龙头企业韧性更强：24年以来大B客户降本增效需求提升，小B端需求边际改善，C端需求平稳。

➤ 投资建议：调味品推荐海天味业，天味食品，千禾味业，细分品类可关注调味酱品类或新式方便速食，如上海葱油、空刻意面等，建议关注仲景食品、宝立食品，企业改革推荐华润入主后的中炬高新，分红股息率视角下，推荐颐海国际。速冻食品等推荐安井食品，关注干味央厨、三全食品、味知香、安琪酵母、涪陵榨菜。

2.6 行业：餐饮端需求仍待修复，性价比消费浪潮下，吨价承压

图表：餐饮整体复苏缓慢，规模以上企业表现更弱



图表：物价指数持续低位



图表：多数企业核心单品2023年吨价同比下降

企业	2022A	2023A	吨价提升幅度
海天味业	5539	5499	-0.7%
千禾味业	4503	4559	1.2%
中炬高新	6016	5912	-1.7%
涪陵榨菜	18462	18320	-0.8%
天味食品	26390	27858	5.6%
颐海国际	29165	28308	-2.9%

注：海天、千禾、中炬产品为酱油，涪陵榨菜为榨菜，天味、颐海为火锅底料

2.6

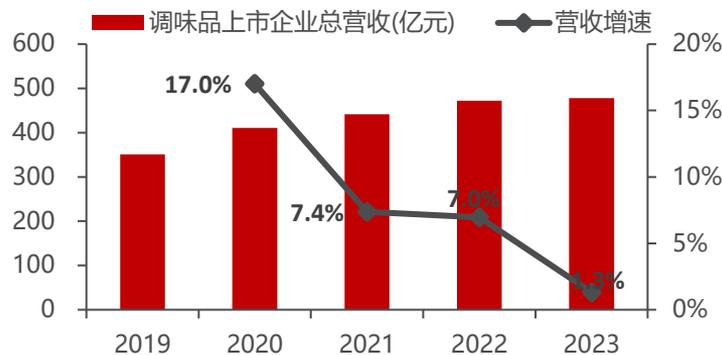
2020年以来，调味品行业收入增速放缓，盈利能力减弱，景气度处于相对低位，2024Q1春节错期及经销商备货节奏差异，多数企业增速略有改善

图表：调味品上市企业营收及归母净利润增速情况

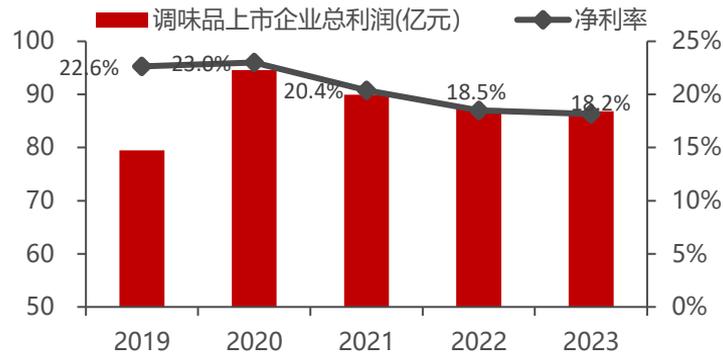
证券名称	营业收入 (亿元)					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
海天味业	69.81	59.85	56.85	59.09	76.94	-3.17%	-5.34%	2.20%	-9.30%	10.21%
中炬高新	13.67	12.88	12.99	11.86	14.85	1.46%	-1.36%	-0.38%	-14.37%	8.64%
千禾味业	8.19	7.12	8.00	8.75	8.95	69.81%	33.76%	48.45%	-0.82%	9.28%
恒顺醋业	6.13	5.26	4.99	4.69	4.60	7.15%	-13.88%	0.03%	2.44%	-24.89%
天味食品	7.66	6.59	8.08	9.15	8.53	21.79%	12.71%	16.39%	16.95%	11.34%
安琪酵母	33.97	33.17	29.39	39.28	34.83	12.04%	8.44%	1.62%	1.76%	2.52%
仲景食品	2.23	2.37	2.74	2.60	2.74	12.26%	8.64%	15.44%	14.37%	22.78%
宝立食品	5.39	5.89	6.31	6.10	6.24	27.20%	20.94%	11.80%	8.61%	15.72%
日辰股份	0.80	0.83	1.03	0.94	0.92	7.21%	17.71%	16.86%	24.11%	14.73%

证券名称	归母净利润 (亿元)					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
海天味业	17.16	13.81	12.32	12.98	19.19	-6.20%	-11.74%	-3.24%	-15.20%	11.85%
中炬高新	1.50	-15.93	1.70	29.69	2.39	-5.53%	-1129.44%	61.35%	393.72%	59.70%
千禾味业	1.45	1.11	1.31	1.43	1.55	162.94%	75.12%	90.43%	-8.47%	6.66%
恒顺醋业	0.73	0.51	0.15	-0.51	0.55	-5.66%	-0.03%	-44.61%	-212.02%	-24.23%
天味食品	1.28	0.80	1.13	1.36	1.76	27.74%	21.03%	44.06%	39.90%	37.20%
安琪酵母	3.52	3.16	2.43	3.58	3.19	12.73%	-10.95%	5.98%	-15.48%	-9.45%
仲景食品	0.39	0.50	0.50	0.32	0.51	132.55%	8.93%	28.51%	36.62%	30.12%
宝立食品	0.76	0.90	0.75	0.60	0.61	82.36%	75.95%	23.68%	-2.98%	-20.36%
日辰股份	0.11	0.13	0.18	0.15	0.13	-21.54%	9.99%	11.57%	54.90%	21.06%

图表：调味品上市企业营收增速整体放缓



图表：调味品上市企业盈利能力有所下降

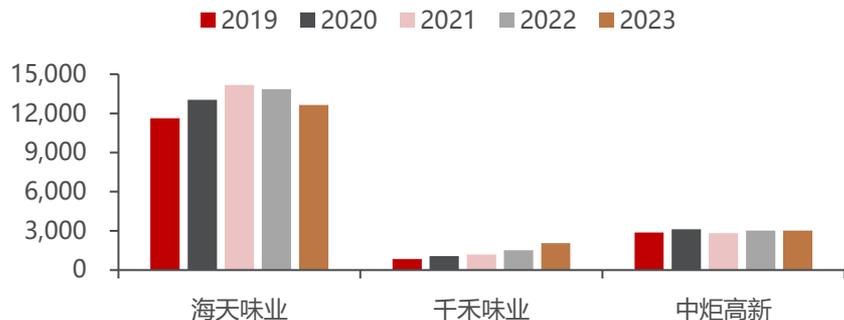


2.6

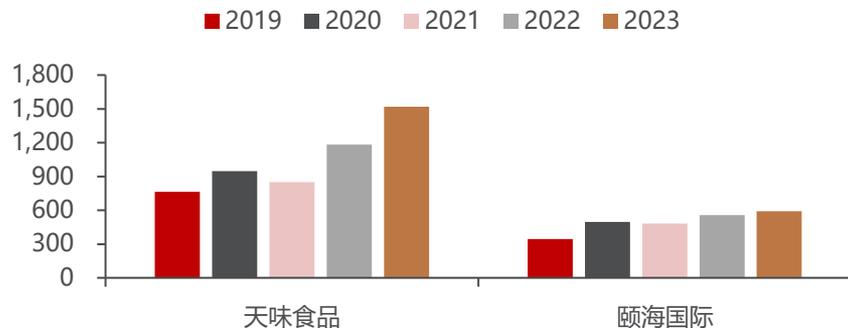
品类：基调格局稳定，复调亟待培育大单品

- **分品类来看**，基础调味品（如酱油、醋等）已进入成熟期，酱油行业保持一超多强的行业格局；复调中第一大单品火锅底料，已逐步进入成长后期，颐海、天味、德庄、桥头多强竞争
- 不断推新的菜谱式调料是行业中重要的增长点，在原有鱼调的基础上，近年来小龙虾料、冬调等推陈出新；酱料类及新式方便食品亦有亮点，但多为3~5亿的单品，行业亟待新的十亿级新品类

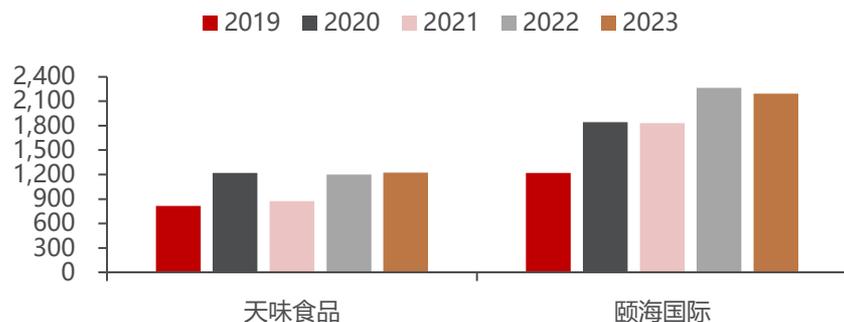
图表：主要企业酱油业务营收（单位：百万）



图表：主要企业中式复调业务营收（单位：百万）



图表：主要企业火锅底料业务营收（单位：百万）



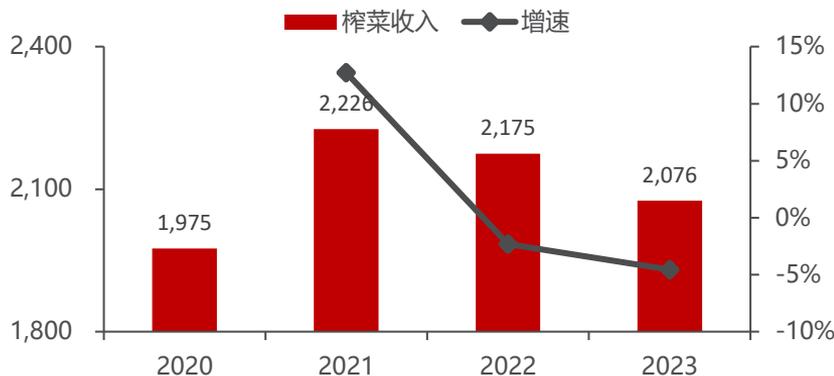
注：颐海国际仅计算第三方业务

2.6

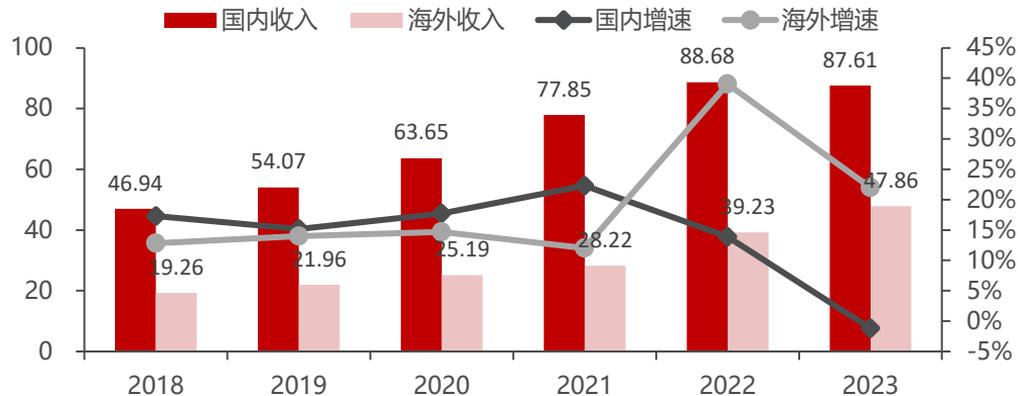
品类：酵母、榨菜等品类行业格局稳定，龙头企业寻找第二增长点

- 安琪酵母国内市占率已达55%，全球市占率18%，近年来海外业务带动公司发展，2024年下半年公司埃及、俄罗斯工厂将有技改产能陆续投产，但受海运费，海外竞争，地缘政治等外部因素影响较大
- 涪陵榨菜为国内包装榨菜龙头企业，产业链布局完善，但本身榨菜品类增长较为缓慢，公司新品类泡菜、萝卜等开发过程曲折
- 酵母主要原材料糖蜜、榨菜主要原材料青菜头2024年价格均有所回落，可关注企业新增长点，估值低位积极配置

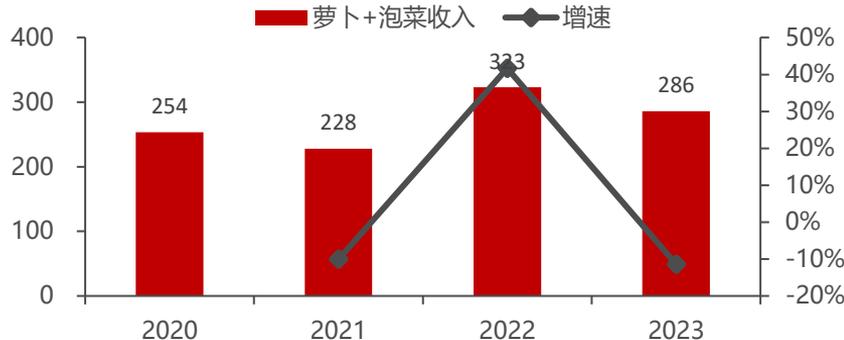
图表：涪陵榨菜榨菜业务趋于稳定（单位：百万，%）



图表：安琪酵母海外业务是近年来主要发展动力（单位：百万，%）



图表：涪陵榨菜新品类发展有波折（单位：百万，%）



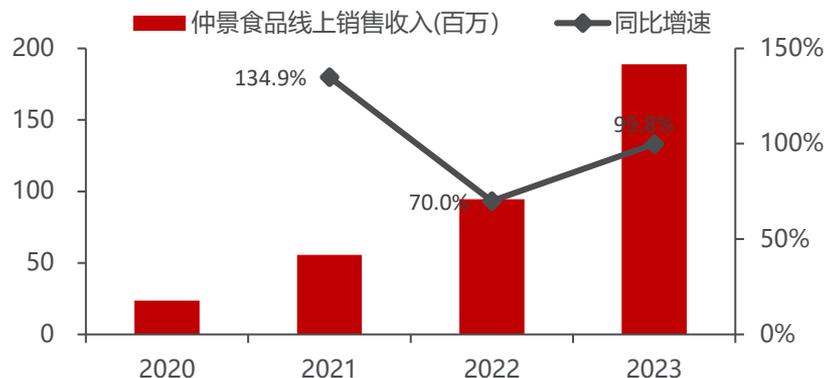
2.6 渠道：经销商整体平稳，定制餐调兴起，兴趣电商有亮点

- 渠道上，传统经销商渠道占调味品行业销售仍近90%，千禾味业乘零添加的浪潮，近年来在空白市场快速扩张，仲景食品走出河南，经销商规模逐步扩大，其他调味品企业多数采用优商政策，经销商体系保持稳定
- **线上业务带来额外增量**：仲景食品依托抖音等兴趣电商，上海葱油等产品快速起量；天味食品外延并购食萃，通过电商服务中小B客户

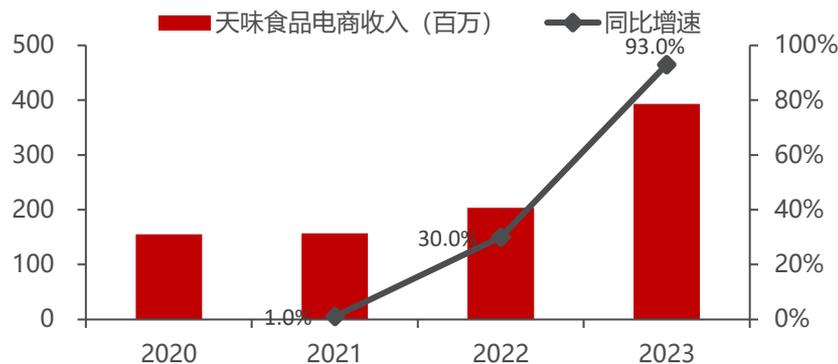
图表：主要调味品企业经销商数量变化 (单位：家)

股票代码	上市公司	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1
300908.SZ	仲景食品	1324	1643↑	1746↑	1951↑	-
600305.SH	恒顺醋业	1439	1820	1914	2044	2067
600872.SH	中炬高新	1421	1702	2003	2084	2181
603027.SH	千禾味业	1404	1791	2230↑	3250↑	3356
603288.SH	海天味业	7051	7430	7172	6591	6506
603317.SH	天味食品	3001	3409	3414	3165	3183

图表：仲景食品线上业务快速增长



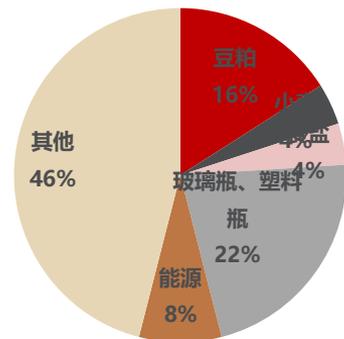
图表：天味食品电商渠道高增



2.6 成本：大豆、包材等原材料价格回落，盈利能力边际改善

- 成本端，调味品原材料多样，多为大宗农产品，酱油主要有大豆（豆粕），火锅底料主要有牛油、辣椒等，23年下半年以来，多数产品价格均有所下降，PET包材等价格逐步走低，企业毛利率水平逐季改善
- 考虑到需求疲软下，行业价格竞争不可避免，竞争格局稳定，议价能力较强的龙头企业，受益原材料价格下降将更具持续性

图表：酱油成本结构



图表：成本改善下，多数调味品企业24Q1毛利率改善

股票代码	上市公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
300908.SZ	仲景食品	40%	41%	43%	42%	44.5%↑
600305.SH	恒顺醋业	35%	36%	26%	34%	41.4%↑
600872.SH	中炬高新	31%	33%	34%	33%	37.0%↑
603027.SH	千禾味业	39%	37%	37%	35%	36.0%↓
603170.SH	宝立食品	35%	34%	32%	31%	32.0%↓
603288.SH	海天味业	37%	35%	35%	32%	37.3%↑
603317.SH	天味食品	41%	31%	38%	40%	44.1%↑
603755.SH	日辰股份	39%	41%	38%	38%	38.3%↓

图表：国内大豆价格高位回落



2.6

企业管理层积极乐观，多数企业24年目标增长均提速：各家调味品企业均提出了双位数以上的增长目标，部分企业提出15~20%收入增长的挑战目标，利润增速同步，对企业费效管控等方面提出了更高的要求

- **治理改善，股权激励锚定长期发展：**天味食品、安琪酵母、中炬高新等均推出股权激励，其中中炬高新定下三年翻倍增长的长期目标，华润入主后企业治理改善显著
- **考虑整体消费仍有复苏空间，企业积极寻求新增长点，提效控费有利于盈利能力回升，**我们认为调味品企业2024年整体收入/利润增长将会提速，细分品类的优质中小企业将有更高的增速，**积极关注新品类/新客户拓展**，预计调味品行业整体将有中个位数恢复性增长，企业实现自身目标需积极拓展全新增长点，基础调味品重点关注中小B客户开发及自身供应链配套优化，复调看新品上市及新兴渠道布局。
- **估值层面：**行业PE (TTM) 也处于近5年低位，横向对比其他食品饮料子板块，部分企业估值也处于合理水平。

图表：调味品企业2024年经营目标，企业24年收入/利润增速有望改善 (单位：亿元)

代码	简称	市值	2023A				2024E				PE 2024	公司经营目标
			收入	收入增速	利润	利润增速	收入	收入增速	利润	利润增速		
603288.SH	海天味业	1991	246	-4.1%	56.3	-9.2%	270.2	10%	62.5	11%	32	收入275.1亿元，利润62.3亿元
600872.SH	中炬高新	207	51	-3.8%	17.0	386.5%	57.6	12%	7.6	-55%	27	收入增长不低于12%，营业利润不低于15%
603027.SH	千禾味业	157	32	31.6%	5.3	54.2%	36.9	15%	6.4	20%	25	收入38.5亿元，+20.2%；利润6.8亿元，+28.1%
600305.SH	恒顺醋业	88	21	-1.5%	0.9	-37.0%	23.6	12%	1.0	10%	92	收入不低于双位数，利润10%以上
603317.SH	天味食品	141	31	17.0%	4.6	33.7%	36.2	15%	5.5	20%	26	挑战目标收入增长不低于15%，利润增长不低于20%，保底目标为增长10%
600298.SH	安琪酵母	266	136	5.7%	12.7	-3.9%	156.2	15%	14.0	10%	19	收入156.7亿元，+15.4%；利润13.7亿元，+7.8%
300908.SZ	仲景食品	45	10	12.8%	1.7	36.7%	11.7	18%	2.1	22%	22	收入利润双位数增长
603170.SH	宝立食品	54	24	16.3%	3.0	39.8%	27.5	16%	2.9	-5%	19	优先保证收入规模增长
603755.SH	日辰股份	23	4	16.5%	0.6	10.5%	4.3	20%	0.7	25%	33	-
1579.HK	颐海国际	150	62	0.0%	8.5	14.9%	66.5	8%	9.4	10%	16	第三方业务双位数增长

2.6 分红率有所提升，部分企业预计24年股息率超过3%，港股颐海国际超5%

➤ 调味品作为必选消费品，有一定抗周期能力，在经营性现金流充沛，资本开支下降的情况中，多数调味品企业均显著提高分红水平，并有望保持，部分企业预计24年股息率超过3%，港股颐海国际超5%。

图表：调味品企业积极提高分红，港股股息率具有吸引力

代码	简称	市值 (亿元)	近三年分红金额 (亿元)			近三年分红率			2024 分红率	2024 股息率
			2021A	2022A	2023A	2021A	2022A	2023A		
603288.SH	海天味业	1991	32.0	32.4	36.6	48%	52%	65%	65%	2%
600872.SH	中炬高新	207	2.3	0.0	3.1	31%	0%	18%	30%	1%
603027.SH	千禾味业	157	0.7	1.0	5.1	30%	30%	97%		3%
600305.SH	恒顺醋业	88	1.0	1.1	0.8	84%	79%	89%	80%	1%
603317.SH	天味食品	141	0.4	2.4	4.2	20%	71%	93%		3%
600298.SH	安琪酵母	266	4.2	4.3	4.3	32%	33%	34%	34%	2%
300908.SZ	仲景食品	45	0.5	1.0	1.0	42%	79%	58%	48%	2%
603170.SH	宝立食品	54	0.0	1.0	1.5	0%	46%	50%	52%	3%
603755.SH	日辰股份	23	0.3	0.2	0.2	36%	39%	44%	40%	1%
1579.HK	颐海国际	150	2.8	2.1	8.5	31%	26%	90%	80%	5%

2.7

速冻：B端餐饮供应链供给逐步出清，C端需求平稳

- 行业产能释放，需求总体承压，龙头企业韧性更强，餐饮供应链板块估值及预期逐步筑底，期待后续餐饮下游需求边际改善。24年以来大B客户降本增效需求提升，小B端边际改善，C端需求平稳。23年大B占比更高的**干味央厨**表现更优、24Q1受大B影响有所放缓，**安井食品**春节返乡客流带动下主业增长稳健，今年全力进军火山石烤肠，打造安井第二增长曲线。自下而上挖掘区域优秀产品，全面属地化转型；**三全食品**商超渠道持续调整，C端高基数+需求疲软下延续承压，**味知香**开店放缓、单店下滑。利润端：肉类、油脂等采购价延续低位，原材料成本下行，需求弱的品类成本红利或被费用投入侵蚀，米面制品因竞争激烈，三全食品受水饺下滑、费投增加影响盈利承压。

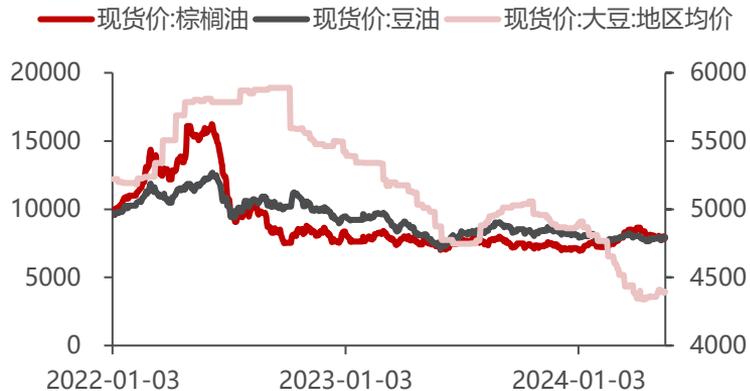
图表：部分速冻企业分季度营收情况（亿元）

证券名称	营业收入					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
安井食品	31.91	37.04	33.77	37.74	37.55	36.43%	26.14%	17.21%	-6.27%	17.67%
干味央厨	4.29	4.22	4.77	5.73	4.63	23.18%	40.36%	25.04%	25.02%	8.04%
三全食品	23.73	14.82	15.60	16.41	22.54	1.29%	0.26%	3.03%	-21.83%	-5.01%
味知香	2.02	2.15	2.02	1.80	1.66	8.61%	11.94%	-11.89%	-5.67%	-17.92%

图表：部分速冻企业分季度扣非净利率情况

证券名称	扣非归母净利润率					同比变动(pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
安井食品	10.82%	9.44%	9.82%	8.97%	11.18%	3.22	2.53	2.04	-0.80	0.36
干味央厨	6.88%	5.51%	6.22%	7.06%	7.27%	0.04	-0.06	-0.02	0.08	0.38
三全食品	10.15%	9.51%	6.57%	9.85%	8.76%	-0.10	1.37	0.97	-2.68	-1.39
味知香	17.19%	17.67%	15.65%	14.90%	11.23%	0.73	1.57	-0.95	-0.24	-5.96

图表：大豆/棕榈油/豆油价格走势（元/吨）



极致成本管理+新渠道红利：零食收入维持高景气，买入食品创新能力休闲食品。极致成本压缩+去品牌溢价，短期硬折扣拓店+内容电商渠道维持高景气，长期看，市场终将奖赏产品创新

- 渠道变革红利延续，成长逻辑与趋势不变，成本改善+规模效应下释放利润弹性，重点推荐渠道覆盖面全及应对能力灵活和供应链能力强大单品实力突出的公司。收入端：渠道变革红利延续，零食量贩渠道+内容电商销售额保持高增，积极拥抱全渠的企业先发优势显著且红利期较长。三只松鼠积极调整拥抱新渠道后，抖音放量+线下渠道深度调整，收入保持领先增速。产品型企业盐津铺子、劲仔食品享受产品红利，新大单品鹌鹑蛋再添动能。利润端：棕榈油、鳀鱼、鹌鹑蛋价格同比回落，销售放量带来规模效应，洽洽食品、甘源食品等盈利能力持续优化。同时，关注卫龙、好想你等企业经营变革进程。
- **短期品牌连锁同店承压，企业普遍降本提效改善盈利水平，2024年重点关注单店调整修复进程，成本端波动等。**收入端：渠道线上化、消费分级、餐饮行业竞争加剧等因素导致卤味、包子店等品牌连锁需求偏弱、同店缺口仍在，拓店节奏放缓，**绝味食品**2024年将聚焦主业，从量的增长到质的增长，提高单店营收增长，全渠道数智经营，从加盟商运营管理到以消费者为中心，新消费习惯、新消费场景、新消费渠道，积极拥抱变化；**巴比食品**受供给端竞争等影响同店仍有小幅缺口，未来提升单店水平主要依靠拓宽中晚餐（饼类+粥，扒包类）、提升外卖占比，同时组建区域经销模式开拓团餐业务，提高产能利用率。利润端：牛肉、鸭副采购价格同比下行，卤味连锁毛利率改善较为明显，绝味食品降本增效改善盈利水平；巴比食品受益猪肉等原料成本回落，24Q1毛利率同比提升。
- **需求弱复苏，渠道表现分化，龙头企业从采购、物流、研发等进一步精进管理，有望持续提效增质，盈利能力有望改善。**收入端：餐饮茶饮、会员商超、零食量贩等渠道需求较为旺盛，流通饼房、传统商超渠道（中保包装烘焙）持续分流。**立高食品**23年流通渠道收入同比基本持平，烘焙产品渗透率提升下商超及餐饮渠道增速较快；C端复苏较缓，**桃李食品**短期经营承压。利润端：棕榈油、面粉价格同比回落，白糖持续上行，立高经营压力释放下24Q1盈利改善，**海融科技、南侨食品**成本改善释放利润弹性。

2.8

休闲零食：高景气度延续，核心单品渐成规模

- 渠道变革红利延续，成长逻辑与趋势不变，成本改善+规模效应下释放利润弹性，重点推荐渠道覆盖面全及应对能力灵活和供应链能力强大单品实力突出的公司。收入端：渠道变革红利延续，零食量贩渠道+内容电商销售额保持高增，积极拥抱全渠的企业先发优势显著且红利期较长。三只松鼠积极调整拥抱新渠道后，抖音放量+线下渠道深度调整，收入保持领先增速。产品型企业盐津铺子、劲仔食品享受产品红利，新大单品鹌鹑蛋再添动能。利润端：棕榈油、鳀鱼、鹌鹑蛋价格同比回落，销售放量带来规模效应，洽洽食品、甘源食品等盈利能力持续优化。同时，关注卫龙、好想你等企业经营变革进程。

图表：部分零食企业分季度营收情况 (亿元)

证券名称	营业收入					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
甘源食品	3.91	4.35	4.87	5.34	5.86	22.15%	48.12%	37.27%	10.85%	49.75%
盐津铺子	8.93	10.01	11.11	11.11	12.23	55.37%	57.59%	46.17%	20.22%	37.00%
劲仔食品	4.37	4.88	5.69	5.72	5.40	68.40%	35.17%	45.92%	26.51%	23.58%
洽洽食品	13.36	13.50	17.93	23.27	18.22	-6.73%	8.34%	5.12%	-6.90%	36.39%
良品铺子	23.85	16.02	20.13	20.46	24.51	-18.94%	-17.96%	-4.53%	-16.02%	2.79%
三只松鼠	19.00	9.93	16.89	25.32	36.46	-38.48%	-3.12%	38.56%	29.18%	91.83%

图表：部分零食企业分季度扣非归母净利润率情况

证券名称	扣非归母净利润率					同比变动 (pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
甘源食品	12.61%	12.34%	17.37%	19.54%	14.25%	5.02	9.45	5.05	4.64	1.64
盐津铺子	11.02%	13.27%	13.02%	9.05%	11.26%	2.47	3.11	2.61	0.08	0.25
劲仔食品	7.53%	7.99%	6.60%	13.47%	10.82%	0.87	-1.99	-1.03	6.76	3.28
洽洽食品	10.64%	4.25%	12.54%	12.27%	12.15%	-2.04	-3.09	-2.22	-0.64	1.51
良品铺子	4.49%	1.05%	-0.10%	-2.76%	2.24%	2.38	-2.34	-4.37	-2.38	-2.25
三只松鼠	7.18%	-6.37%	0.73%	0.63%	7.22%	3.34	2.84	0.36	0.03	0.04

图表：棕榈油价格走势 (元/吨)



2.9

食品连锁：同店增长承压，延续降本提效

- 短期品牌连锁同店承压，企业普遍降本提效改善盈利水平，2024年重点关注单店调整修复进程，成本端波动等。收入端：渠道线上化、消费分级、餐饮行业竞争加剧等因素导致卤味、包子店等品牌连锁需求偏弱、同店缺口仍在，拓店节奏放缓，**绝味食品**2024年将聚焦主业，从量的增长到质的增长，提高单店营收增长，全渠道数智经营，从加盟商运营管理到以消费者为中心，新消费习惯、新消费场景、新消费渠道，积极拥抱变化；**巴比食品**受供给端竞争等影响同店仍有小幅缺口，未来提升单店水平主要依靠拓宽中晚餐（饼类+粥，扒包类）、提升外卖占比，同时组建区域经销模式开拓团餐业务，提高产能利用率。利润端：牛肉、鸭副采购价格同比下行，卤味连锁毛利率改善较为明显，绝味食品降本增效改善盈利水平；巴比食品受益猪肉等原料成本回落，24Q1毛利率同比提升。

图表：部分连锁企业分季度营收情况（亿元）

证券名称	营业收入					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
绝味食品	18.24	18.76	19.32	16.30	16.95	8.04%	13.86%	8.26%	8.45%	-7.04%
煌上煌	5.12	6.35	4.34	3.40	4.58	-5.59%	-0.77%	-0.43%	1.17%	-10.56%
紫燕食品	7.55	9.88	10.73	7.34	6.95	13.84%	1.48%	-2.95%	-14.65%	-8.00%
巴比食品	3.20	4.18	4.49	4.44	3.54	3.24%	11.14%	8.13%	4.58%	10.74%

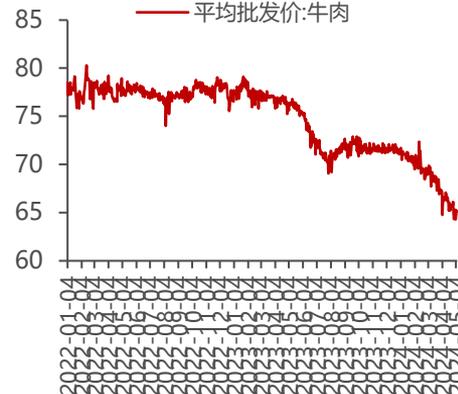
图表：部分连锁企业分季度扣非净利率情况

证券名称	扣非归母净利润率（%）					同比变动(pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
绝味食品	7.39	4.89	7.24	2.12	9.20	2.51	0.74	0.73	2.12	1.81
煌上煌	5.85	6.39	3.80	-11.35	5.82	0.46	0.15	3.63	8.20	-0.03
紫燕食品	4.50	10.92	14.10	-2.08	5.58	--	--	4.49	0.03	1.07
巴比食品	6.31	11.17	12.36	12.55	10.66	-6.23	-3.26	1.56	1.54	4.35

图表：2023年净开店情况



图表：牛肉价格走势（元/kg）



2.10 烘焙：渠道表现分化，关注产品创新

- 需求弱复苏，渠道表现分化，龙头企业从采购、物流、研发等进一步精进管理，有望持续提效增质，盈利能力有望改善。收入端：餐饮茶饮、会员商超、零食量贩等渠道需求较为旺盛，流通饼房、传统商超渠道（中保包装烘焙）持续分流。**立高食品**23年流通渠道收入同比基本持平，烘焙产品渗透率提升下商超及餐饮渠道增速较快；C端复苏较缓，**桃李食品**短期经营承压。利润端：棕榈油、面粉价格同比回落，白糖持续上行，立高经营压力释放下24Q1盈利改善，**海融科技**、**南侨食品**成本改善释放利润弹性。

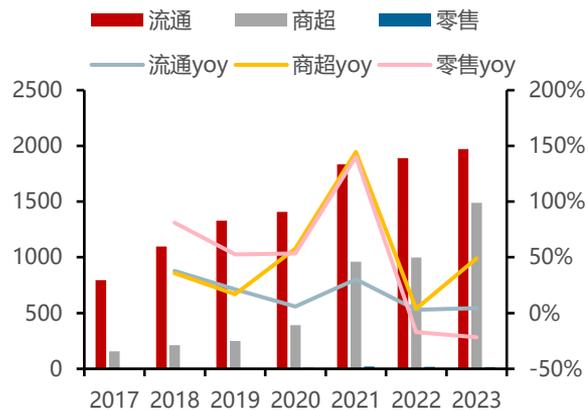
图表：部分烘焙企业分季度营收情况（亿元）

证券名称	营业收入					同比变动				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
立高食品	7.94	8.42	9.46	9.46	9.16	26.19%	21.26%	30.07%	10.14%	15.31%
桃李面包	14.76	17.30	18.60	18.60	14.00	1.66%	-1.32%	2.08%	12.12%	-5.15%
五芳斋	2.16	16.50	5.50	5.50	2.07	-28.74%	9.57%	20.86%	176.88%	-4.13%
海融科技	2.40	2.33	2.34	2.34	2.54	11.74%	14.51%	2.20%	5.76%	5.84%
南侨食品	7.41	8.20	7.28	7.28	7.75	12.29%	7.15%	11.35%	-6.88%	4.50%

图表：部分烘焙企业分季度扣非净利率情况

证券名称	扣非归母净利率					同比变动(pcts)				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
立高食品	6.08%	6.56%	4.47%	-2.53%	7.40%	-0.14	2.61	0.67	-8.24	1.32
桃李面包	8.02%	8.57%	8.85%	8.09%	8.73%	-3.09	-3.23	-1.46	-2.83	0.71
五芳斋	-3.70%	-54.74%	-32.27%	57.62%	-2.89%	-	-	-	-	0.81
海融科技	8.94%	3.55%	8.37%	8.27%	5.55%	-1.37	-10.62	-2.93	0.43	-3.39
南侨食品	0.96%	2.91%	4.27%	7.39%	4.47%	-13.44	-10.72	-3.66	-1.27	3.51

图表：立高食品分渠道收入表现（百万元）



03. 盈利预测

3.0

行业重点公司盈利预测

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600519.SH	贵州茅台	1,555.00	49.93	58.78	69.44	31	26	22	推荐
000858.SZ	五粮液	135.68	6.88	7.85	8.83	20	17	15	推荐
000568.SZ	泸州老窖	156.00	7.04	9.04	11.48	22	17	14	推荐
600809.SH	山西汾酒	234.81	6.64	8.51	10.69	35	28	22	推荐
002304.SZ	洋河股份	91.07	6.22	7.40	9.03	15	12	10	推荐
600702.SH	舍得酒业	69.22	5.06	6.36	8.03	14	11	9	推荐
000596.SZ	古井贡酒	233.34	5.95	8.34	10.82	39	28	22	推荐
603369.SH	今世缘	49.54	2.01	2.51	3.01	25	20	16	推荐
603198.SH	迎驾贡酒	61.47	1.73	2.83	3.56	36	22	17	推荐
603589.SH	口子窖	40.62	2.87	3.29	3.69	14	12	11	推荐
600199.SH	金种子酒	12.94	(0.03)	0.08	0.24	/	162	54	推荐
603919.SH	金徽酒	19.61	0.55	0.65	0.79	36	30	25	推荐
600197.SH	伊力特	19.39	0.72	0.87	1.05	27	22	18	推荐
600559.SH	老白干酒	20.61	0.73	0.94	1.18	28	22	17	推荐
600600.SH	青岛啤酒	77.48	3.13	3.69	4.22	25	21	18	推荐
600132.SH	重庆啤酒	68.66	2.76	3.03	3.29	25	23	21	推荐
000729.SZ	燕京啤酒	9.70	0.23	0.34	0.45	42	29	22	推荐
002461.SZ	珠江啤酒	7.99	0.28	0.33	0.38	29	24	21	推荐
603288.SH	海天味业	35.94	1.13	1.24	1.36	32	29	26	推荐
600872.SH	中炬高新	26.20	0.96	1.14	1.38	27	23	19	推荐
603027.SH	千禾味业	14.69	0.61	0.70	0.81	24	21	18	推荐

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600305.SH	恒顺醋业	7.74	0.09	0.11	0.12	86	70	65	推荐
603317.SH	天味食品	12.46	0.51	0.57	0.62	24	22	20	推荐
600298.SH	安琪酵母	29.70	1.57	1.79	2.03	19	16	14	推荐
603755.SH	日辰股份	24.78	0.70	0.89	1.14	35	28	22	推荐
1579.HK	颐海国际	14.34	0.94	1.10	1.27	15	13	11	推荐
600887.SH	伊利股份	27.17	1.64	2.06	1.96	17	13	14	推荐
002946.SZ	新乳业	9.86	0.50	0.62	0.75	20	16	13	推荐
600419.SH	天润乳业	8.83	0.45	0.58	0.70	20	15	13	推荐
600882.SH	妙可蓝多	13.47	0.13	0.24	0.34	104	56	40	推荐
605499.SH	东鹏饮料	220.12	5.10	6.94	8.98	43	32	25	推荐
603711.SH	香飘飘	14.84	0.68	0.83	1.03	22	18	14	推荐
002847.SZ	盐津铺子	49.07	5.06	6.94	8.92	10	7	6	推荐
002991.SZ	甘源食品	68.43	3.29	4.18	5.21	21	16	13	推荐
002557.SZ	洽洽食品	30.06	8.03	10.91	12.63	4	3	2	推荐
300783.SZ	三只松鼠	23.45	2.20	3.85	5.96	11	6	4	推荐
603719.SH	良品铺子	12.65	1.80	1.37	2.00	7	9	6	推荐
603517.SH	绝味食品	16.99	3.44	7.38	8.06	5	2	2	推荐
603057.SH	紫燕食品	16.64	3.32	3.82	4.35	5	4	4	推荐
603866.SH	桃李面包	5.56	5.74	5.85	6.51	1	1	1	推荐
603345.SH	安井食品	81.63	14.78	16.86	19.17	6	5	4	推荐
001215.SZ	千味央厨	32.14	1.34	1.68	2.07	24	19	16	推荐
002216.SZ	三全食品	11.96	7.49	7.59	7.79	2	2	2	推荐
300973.SZ	立高食品	31.96	0.73	2.65	3.11	44	12	10	推荐
605338.SH	巴比食品	14.64	2.14	2.44	2.73	7	6	5	推荐

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

注: 股价数据截至2024年6月17日

04. 风险提示

➤ 1. 消费场景复苏节奏及相关刺激政策效果不达预期：

- 消费场景复苏节奏及相关刺激政策效果不达预期将影响行业企业业绩，居民收入现金流、投资收益预期等下降也将导致居民消费意愿降低；白酒、啤酒行业场景修复节奏，如商务聚饮、餐饮消费修复不及预期或将影响终端动销，导致渠道库存周转压力加大，影响白酒、啤酒价格体系，渠道利益价值链条受损，价格走低；如茅台、五粮液等核心单品价格连续下跌或将影响白酒板块投资信心与估值定价；

➤ 2. 大宗原材料价格大幅上行，将加重大众品企业成本负担：

- 食品行业原材料多为农副产品、肉类等，易受自然条件、市场供求等因素影响，其价格存在一定的波动性，行业采购成本存在随农副产品市场价格波动而变动的风险，若未来原材料价格大幅波动上行且无法及时消除原材料价格波动造成的不利影响，将对企业盈利能力和财务状况产生不利影响。

➤ 3. 白酒等产业政策调整风险：

- 如税收、禁酒令等相关产业政策变动，将会对企业营收、利润产生不利影响。

➤ 4. 公司改革进度不及预期：

- 公司结合自身情况对产品及渠道进行改革，进展不及预期或将影响公司业绩，如低度酒饮市场培育对公司人力财力资源长期持续投入依赖度较高，如市场开拓进度不达预期，将影响黄酒等企业业绩增速。

➤ **5. 零售商品牌产品的替代分流:**

- 零食量贩渠道快速发展，渠道商话语权增强，销售自有品牌商品将对上游生产商形成分流，行业竞争或有加剧。

➤ **6. 下游需求恢复不及预期:**

- 连锁企业通过门店触达消费者，速冻及烘焙食品企业作为B端餐饮等客户的上游供应商，同时也通过商超等渠道向消费者销售C端产品，在消费场景放开、门店等场景客流恢复下，下游需求若持续遇冷将对食品企业业绩产生负面影响。

➤ **7. 食品安全风险:**

- 采购、生产及流通环节可能存在一定食品安全风险，企业层面无法完全管控；此外，行业层面若发生重大食品安全事故等会使消费者产生舆论危机、信任危机，对行业内企业的业绩产生负面影响。

THANKS 致谢

民生食品饮料研究团队：



分析师 王言海

执业证号：S0100521090002
邮箱：wangyanhai@mszq.com



分析师 李啸

执业证号：S0100521100002
邮箱：lixiao@mszq.com



分析师 张玲玉

执业证号：S0100522090002
邮箱：zhanglingyu@mszq.com



分析师 孙冉

执业证号：S0100522110004
邮箱：sunran@mszq.com



分析师 张馨予

执业证号：S0100523060004
邮箱：zhangxinyu@mszq.com



研究助理 胡慧铭

执业证号：S0100122070002
邮箱：huhuiming@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120
北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005
深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。